

吉祥航空(603885)

报告日期: 2025年11月25日

利用率触底，业绩修复斜率有望超预期

——吉祥航空更新报告

投资要点

核心推荐逻辑:

公司为民营航空龙头，航空行业迎来供需拐点，公司飞机利用率修复+行业票价上涨预期下，业绩有望超预期。

行业β:

航空供给端面临硬约束，行业跨越供需拐点，票价弹性兑现可期。当前航空行业处于供需“紧平衡”阶段，客座率持续新高，淡季票价同比转正，25年前三季度航空业表现韧性十足，三大航25年扭亏在望。展望2026年，供给端持续紧张是底层逻辑，在行业呼吁反内卷、节假日延长、入境优化政策催化下，需求侧有望稳健增长，叠加油价、汇率预计向好，我们判断航司利润修复有望加速。

公司α:

1、发动机维修拖累利用率，导致单位非油成本大幅增加，短期扰动业绩；公司飞机利用率触底回升+行业供需改善双轮驱动下，预计未来三年业绩上行斜率更陡峭。受普惠发动机部分批次召回检修影响，25H1公司在册飞机利用率（包含停场飞机）9.8小时/日，同比下降0.6小时，其中A320系列（存在发动机维修问题）利用率9.1小时/日，较24H1下降2.2小时，较19H1下降2.0小时，而同期全行业飞机利用率同比24H1提高0.2小时。飞机利用率不足导致公司25Q1-3单位非油成本同比+11%，短期拖累盈利。公司预计2026年底发动机问题将得到大幅改善，我们认为，随着飞机利用率修复，公司将充分受益行业供需改善，未来三年利润弹性释放潜力巨大。

2、吉祥宽体机规模化运营，九元立足大湾区，盈利中枢有望抬升。1) 吉祥航空：截至25H1，公司拥有10架B787宽体机，运营28个国际航点（含7个洲际航点），宽体机型日利用率14.0小时，较19年同期增长2.5小时，宽体机规模化运营后盈利能力有望持续提升。2) 九元航空：是广州唯一一家主基地低成本航空公司，时刻资源持续优化，运行效率与盈利情况持续攀升。25H1九元航空实现净利润约2.3亿元，同比24H1增长8%，同比19H1增长1087%。

3、加大分红、回购并注销力度，彰显发展信心。2024年公司拟每股派息0.19元（含中期分红），对应现金分红比例45%。2025年公司宣布上市以来第三轮股份回购计划，拟在2025年1月27日-2026年1月26日期间回购2.5亿元至5.0亿元，回购价格不超过15.80元/股。截至25年9月，已回购约4亿元，均价12.71元/股。此外，公司24-25年累计注销3000万股已回购股份，累计占注销前总股本的1.4%。

主要预期差:

公司业绩修复节奏与行业略有不同，最差的时候已经过去，未来三年业绩修复斜率与利润弹性高度有望超预期。1) 市场预期：普惠发动机维修节奏慢于预期，导致公司飞机利用率恢复不及预期，拖累盈利。2) 我们认为：公司飞机利用率26-27年有望基本修复，九元计划27-28年每年引进5-6架飞机。行业供需、油价、汇率基本面上行，公司未来三年有效运力有望明显增长，业绩有望超预期。

潜在催化剂:

1) 量价上涨；2) 飞机利用率提升；3) 油价下跌；4) 人民币升值。

投资建议:

我们预计公司25-27年归母净利润分别约10.07、15.71、22.94亿元，考虑到26年公司飞机利用率或仍然受到发动机维修影响、27年业绩将进一步修复，给予27年20x PE，对应目标市值459亿元，维持“买入”评级。

风险提示:

需求不及预期，油价、汇率大幅波动风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

liidan02@stocke.com.cn

分析师：李逸

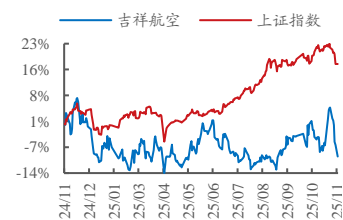
执业证书号：S1230523070008

liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥12.49
总市值(百万元)	27,889.75
总股本(百万股)	2,184.01

股票走势图



相关报告

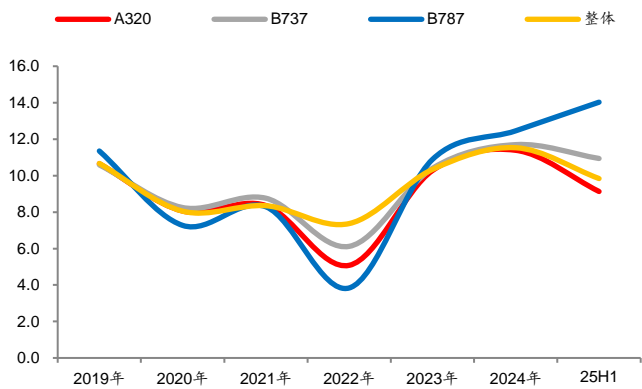
- 《发动机维修拖累盈利，关注飞机利用率回升》 2025.11.02
- 《上半年归母净利润5.1亿元，关注飞机利用率提升》 2025.08.24
- 《25Q1盈利符合预期，分红回购彰显信心》 2025.05.04

财务摘要

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22095	22044	23196	24940
(+/-) (%)	10%	0%	5%	8%
归母净利润	914	1007	1571	2294
(+/-) (%)	18%	10%	56%	46%
每股收益(元)	0.42	0.46	0.72	1.05
P/E	29.84	27.09	17.36	11.89

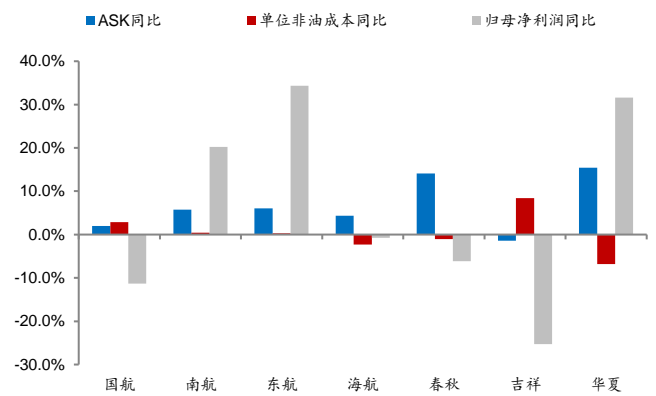
资料来源: 浙商证券研究所

图1: 吉祥航空 25H1 飞机利用率下滑



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所; 注: 普惠发动机维修主要影响 A320 系列飞机。

图2: 上市航司 25Q3 单位非油成本、归母净利润、ASK 同比



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图3: 吉祥航空上市以来进行三轮股份回购



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	4573	5805	6793	8919
现金	1360	2214	3504	5303
交易性金融资产	13	74	63	50
应收账款	495	767	637	711
其它应收款	987	1464	1142	1333
预付账款	493	447	539	517
存货	280	309	297	310
其他	946	531	611	696
非流动资产	43233	42107	42683	43372
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	1	2	1	1
固定资产	15433	16765	17537	18293
无形资产	170	249	331	412
在建工程	1997	1357	766	293
其他	25632	23735	24048	24372
资产总计	47806	47912	49476	52291
流动负债	19109	18783	18427	18953
短期借款	9810	10040	9772	9874
应付款项	1938	1798	1793	1935
预收账款	0	0	0	0
其他	7362	6945	6862	7144
非流动负债	19810	19128	19476	19471
长期借款	3991	3991	3991	3991
其他	15819	15137	15485	15480
负债合计	38919	37911	37903	38424
少数股东权益	(13)	(13)	(13)	(13)
归属母公司股东权益	8900	10014	11585	13879
负债和股东权益	47806	47912	49476	52291

现金流量表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7717	3923	4087	4423
净利润	914	1007	1571	2294
折旧摊销	1315	1187	1310	1429
财务费用	1464	1086	1019	1022
投资损失	0	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(735)	523	(98)	(159)
其它	4759	126	290	(158)
投资活动现金流	(956)	(2017)	(1556)	(1774)
资本支出	179	(1731)	(1346)	(1567)
长期投资	(0)	(0)	0	(0)
其他	(1134)	(286)	(210)	(207)
筹资活动现金流	(6776)	(1052)	(1240)	(849)
短期借款	342	230	(268)	102
长期借款	(97)	0	0	0
其他	(7020)	(1283)	(973)	(951)
现金净增加额	(14)	854	1290	1799

利润表

(百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	22095	22044	23196	24940
营业成本	18978	19327	19721	20290
营业税金及附加	21	22	23	24
营业费用	781	794	812	873
管理费用	507	551	557	599
研发费用	60	60	63	68
财务费用	1464	1086	1019	1022
资产减值损失	13	2	(2)	(2)
公允价值变动损益	2	2	2	2
投资净收益	(0)	5	5	5
其他经营收益	826	900	900	900
营业利润	1098	1108	1910	2974
营业外收支	100	197	117	7
利润总额	1199	1305	2027	2981
所得税	285	299	456	687
净利润	914	1007	1571	2294
少数股东损益	(0)	0	0	0
归属母公司净利润	914	1007	1571	2294
EBITDA	3223	3478	4306	5352
EPS (最新摊薄)	0.42	0.46	0.72	1.05

主要财务比率

	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入	9.95%	-0.23%	5.23%	7.52%
营业利润	9.72%	0.91%	72.32%	55.70%
归属母公司净利润	17.52%	10.13%	56.03%	46.03%
获利能力				
毛利率	14.11%	12.32%	14.98%	18.64%
净利率	4.14%	4.57%	6.77%	9.20%
ROE	10.58%	10.66%	14.56%	18.04%
ROIC	3.40%	4.09%	5.17%	6.38%
偿债能力				
资产负债率	81.41%	79.12%	76.61%	73.48%
净负债比率	47.32%	48.40%	47.82%	47.62%
流动比率	0.24	0.31	0.37	0.47
速动比率	0.22	0.29	0.35	0.45
营运能力				
总资产周转率	0.48	0.46	0.48	0.49
应收账款周转率	44.63	34.95	33.15	37.37
应付账款周转率	15.02	13.82	13.53	13.99
每股指标(元)				
每股收益	0.42	0.46	0.72	1.05
每股经营现金	3.53	1.80	1.87	2.02
每股净资产	4.05	4.59	5.30	6.36
估值比率				
P/E	29.84	27.09	17.36	11.89
P/B	3.09	2.72	2.35	1.97
EV/EBITDA	19.44	16.72	13.24	10.35

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>