



# 吉祥航空(603885.SH)深度报告: 双品牌双枢纽布局,阿尔法与贝塔兼备

评级: 买入(维持)

许可(分析师)

S0350521080001

xuk02@ghzq.com.cn

李跃森(分析师)

S0350521080010

liys05@ghzq.com.cn

王航(联系人)

S0350121100020

wangh09@ghzq.com.cn



#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

 表现	1M	3M	12M
吉祥航空	1.3%	-4.6%	-5.8%
沪深300	-0.3%	-4.0%	-14.5%

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	8210.35	20658.33	27241.86	28156.60
增长率(%)	-30.23	151.61	31.87	3.36
归母净利润 (百万元)	-4147.88	1050.31	3449.97	3110.89
增长率(%)	-769.11	125.32	228.47	-9.83
摊薄每股收益 (元)	-1.87	0.47	1.56	1.41
ROE(%)	-43.47	9.92	24.57	18.14
P/E	_	32.46	9.88	10.96
P/B	3.75	3.22	2.43	1.99
P/S	4.36	1.65	1.25	1.21
EV/EBITDA	-109.96	11.34	6.61	6.34

资料来源: Wind资讯、国海证券研究所

#### 相关报告

《吉祥航空 (603885) 2023年一季报点评: 1Q顺利扭亏, 拥抱景气周期 (买入)\*航空机场\*许可, 李跃森》——2023-05-01

《吉祥航空 (603885) 2022年报点评:三年低谷已过,拥抱景气周期(买入)\*航空机场\*许可,李跃森》——2023-04-18

《吉祥航空 (603885) 三季报点评:基本面仍处底部区间,期待行业供需反转 (买入)\*航空机场\*许可,李跃森》——2022-11-02

# 核心提要



#### 中国首批民营航司,双品牌驱动高成长

吉祥航空于2006年9月实现首航,2015年正式登陆A股,旗下九元航空成立于2014年。作为中国首批民营航司,公司战略布局引领行业,通过双品牌实现了对干线航空市场高、中、低端的全覆盖,其中吉祥航空品牌以高性价比服务定位全服务赛道,九元航空品牌以最优成本结构定位低成本赛道。疫情前公司处于快速成长阶段,2015-2019年ASK及RPK年均增速均超20%,并于2018年10月引进首架宽体机。截至2023年5月,公司共运营飞机113架,其中吉祥航空90架(含6架B787),九元航空23架。

#### ◆ 坐拥沪广优质枢纽,实现航网高品质发展

双品牌双枢纽发展战略下,公司目前共设"两主两辅"运营基地。吉祥航空品牌(HO)围绕上海市场打造主基地,并设立南京、成都两大辅基地。九元航空品牌(AQ)则以广州白云机场为主运营基地,是除南航外唯一以广州为主基地的航司。依托沪广枢纽的优质区位优势,公司自身国内高收益航线占比领先,2023夏秋航季一类、一二类机场互飞时刻占自身国内客运时刻比例达28.66%,占比接近国航。国际航线方面,2019年公司国际及地区航线ASK占比为18.4%,近8成时刻投放于日本、泰国两大市场,并于2019年开始开拓洲际航线。

#### ◆ 收益能力紧跟大航,成本管控接近春秋

公司采用差异化竞争策略,通过为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务赢得客户的认可和市场份额,从而使座公里收益长期紧跟三大航。同时,公司奉行最优成本结构理念,通过年轻机队统一机型、精细规划专业运营、专注核心业务精简人员规模等方式,使公司CASK、扣油CASK长期保持行业领先水平,2015-2019年平均CASK和扣油CASK分别为0.321元、0.226元,低于同期三大航均值19.59%、19.95%,单位成本管控能力接近低成本航空龙头春秋航空。

#### 恢复节奏行业领先,周期上行α与β兼备

疫前公司处于宽体机培育期,多重因素拖累短期业绩表现。疫后公司重回增长轨道,2023-2025年预计机队年均增速为9.40%,大幅领先行业平均水平。随着运营经验积累叠加洲际航线持续开拓,B787机型日利用率及盈利能力也有望迎来双升。此外,优质的航线网络及宽体机队带来的运营优势,将助力公司在周期上行阶段充分受益行业红利。总体而言,公司α与β兼备。当下周期上行已经开启,吉祥航空业务恢复领先,期待暑运旺季表现。

## 核心提要



- ◆ **盈利预测与投资评级**:综合考虑公司业务量恢复进度及汇率波动,经审慎考虑,我们下调对公司2023年业绩预测,但维持2024-2025年业绩预测。预计2023-2025年营业收入分别为206.58/272.42/281.57亿元,归母净利润分别为10.50/34.50/31.11亿元,对应2023-2025年的PE分别为32.46倍、9.88倍、10.96倍。周期上行背景下,公司α与β兼备,维持"买入"评级。
- ◆ 风险提示: (1) 宏观层面, 当下宏观经济弱复苏,下半年行业需求形势存在不确定性;同时油价和汇率的大幅波动,也将对公司业绩造成较大影响;此外疫情再度爆发,重大自然灾害等因素也应考虑在内;(2) 行业方面,重大政策变动影响行业发展,竞争格局恶化致使航司盈利能力下滑,发生航空事故导致需求受损;(3) 公司层面,公司旗下九元航空采用B737单一机型,目前737MAX8系列机型尚未恢复引进,或将导致机队引进计划不及预期;巨额增发导致股份被动大幅稀释等。



一、中国首批民营航司,双品牌驱动高成长	7
1.1 首批成立民营航司,上市后迎快速发展期	8
1.2 均瑶集团为控股股东,与中国东航战略交叉持股	9
1.3 吉祥航空品牌布局全服务赛道,九元航空品牌布局低成本赛道	10
1.4 疫情前正处于快速成长阶段,机队运营效率行业领先	11
<b>1.5</b> 疫情冲击叠加经租进表,1Q2023资产负债率上升至79.45%·······	14
二、坐拥沪广优质枢纽,实现航网高品质发展······	15
<b>二、坐拥沪广优质枢纽,实现航网高品质发展····································</b>	15 16
2.1 机队: 年轻机龄+统一机型, 助力最优成本结构	16
2.1 机队: 年轻机龄+统一机型,助力最优成本结构····································	1 <i>6</i>



三、收益能力紧跟大航,成本管控接近春秋······	24
<b>3.1</b> 运营成绩优异,盈利能力领先····································	25
3.2 定位高性价比服务,收益管理紧跟大航	26
<b>3.3</b> 奉行最优成本结构,单位成本接近春秋····································	27
3.4 全流程精细化管理,单位销售费用及管理费用同样优于行业	30
<b>3.5</b> 2021年经租进表后,公司汇率敏感性有所放大····································	31
四、恢复节奏行业领先,周期上行 $\alpha$ 与 $\beta$ 兼备····································	32
4.1 疫前处于宽体机培育期,多重因素拖累短期业绩	33
<b>4.2</b> 疫后重回增长轨道, α与β兼备价值重估可期····································	34
<b>4.3</b> 吉祥航空恢复领先,期待暑运旺季表现····································	37
五、盈利预测及风险提示······	38



一、中国首批民营航司,双品牌驱动高成长

## 1.1 首批成立民营航司,上市后迎快速发展期



- 吉祥航空由均瑶集团筹建,其前身可追溯至上世纪由王均瑶先生创办的温州天龙包机有限公司。2005年是中国民营航空发展元年, 当年6月经民航局批准,均瑶集团正式成立东部快线航空有限公司(吉祥航空前身),成为我国首批民营航司之一,并于2006年 9月实现首航。
- 2014年,公司筹建九元航空开拓低成本市场,成为首家双品牌运营的民营航司。2015年吉祥航空正式登陆A股,募资7.6亿元。
  2018年10月,通过引进首架宽体客机波音787,公司首开民营航司运营宽体客机的先河。经过上市八年来的稳健发展,吉祥航空(含九元航空)机队规模已从2014年末的45架增长至2023年5月的113架。

图表1: 历经近18年发展, 成长步伐稳健

#### 2005-2011

#### 公司成立

2005年首批获得民航局批复, 2006年正式成立东部快线航空; 在历经更名、增资和股份制改革 后,成为现上海吉祥航空股份有 限公司

#### 2015

#### 登陆A股上市

2015年5月27日公司首次登录 A股,发行6800万股,募资7.6 亿元,总股本为5.68亿股

#### 2023

#### 机队规模增至113架

上市九年以来,公司机队规模快速扩张,从2014年末的45架客机速增长到2023年5月的113架客机

#### 1991&2002

#### 公司前身

公司前身为均瑶集团1991年设立的温州天龙包机公司,开创了民营包机先河

#### 2014

#### 九元航空成立, 进入双品牌运营时代

2014年公司投资设立了九元航空, 并于同年12月正式开航,实现低 成本和全服务双品牌运营

#### 2016-2022

#### 三次定增再融资

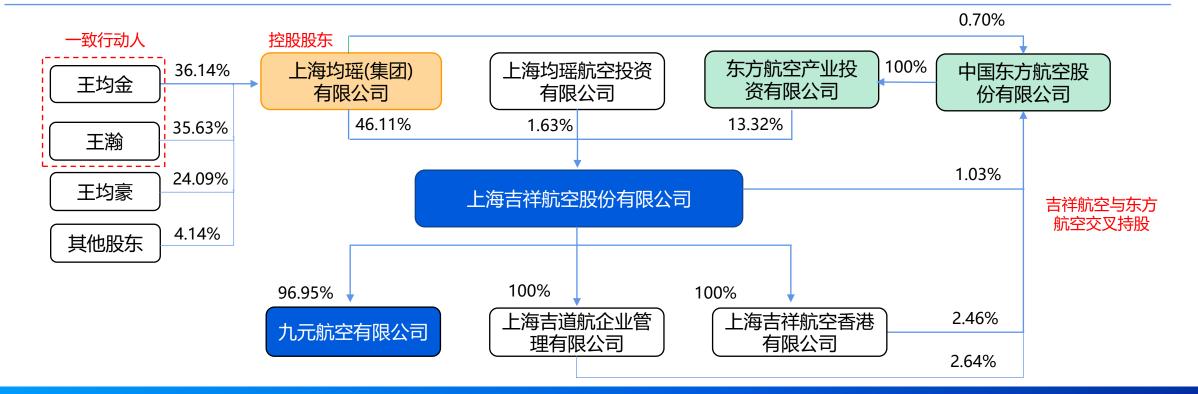
为满足发展需要,公司于 2016、2019、2022年三次定 向增发,共募集87.08亿元, 截至2023年6月总股本为 22.14亿股

### 1.2 均瑶集团为控股股东,与中国东航战略交叉持股



- 均瑶集团为公司控股股东,截至1Q2023,其直接持股比例达46.11%,公司董事长王均金为实控人。
- 2018年吉祥航空与东方航空通过定增实现交叉持股,并于2019年签署战略合作协议,双方正式步入"股权+业务"合作新时代。截至 2023年4月20日,东航集团全资子公司东航产投对吉祥航空持股比例达13.32%,为公司第二大股东,吉祥航空及其母子公司合计对东 方航空持股比例达6.84%。

图表2: 吉祥航空股权结构图(截至2023年4月19日,中国东航披露《股东减持股份结果暨权益变动比例超过1%的公告》)



# 1.3 吉祥航空品牌布局全服务赛道,九元航空品牌布局低成本赛道



公司通过吉祥航空+九元航空双品牌,全方位布局全服务、低成本两大赛道,在中国民航市场进行差异化竞争。其中,吉祥航空
 采用全服务模式,提供高性价比服务,主要面向中高端商旅出行客群。九元航空采用低成本模式,以"最优成本结构"为经营理念,聚焦价格敏感的旅客群体。

图表3: 吉祥航空 (HO) 布局全服务赛道, 九元航空 (AQ) 布局低成本赛道



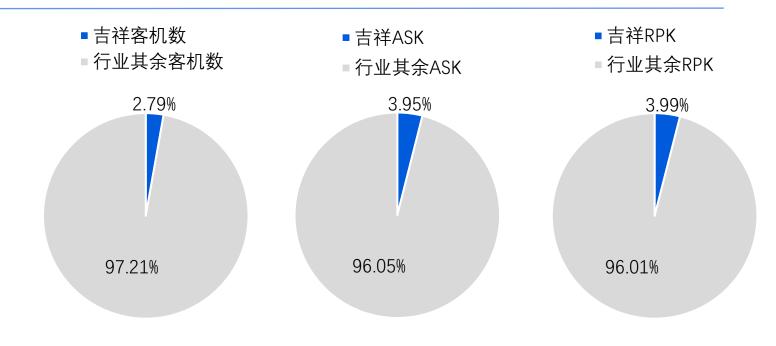
### 1.4 公司现有机队共113架, 2022年末ASK占比行业为3.95%



- 疫情前的2019年,公司累计运输旅客2202万人次,实现营收167.49亿元,归母净利润9.94亿元。截止2022年末公司共有飞行员 1774人,相较2019年增长480人,ASK、RPK分别占比行业3.95%、3.99%。
- 截至2023年5月,公司机队规模增长至113架,其中吉祥航空品牌90架(含6架B787),九元航空品牌23架。根据民航预先飞计划,2023夏秋航季,公司国内客运时刻共计3664个,占比行业为3.15%。

图表4: 上市航司机队规模对比(截至2023年5月)

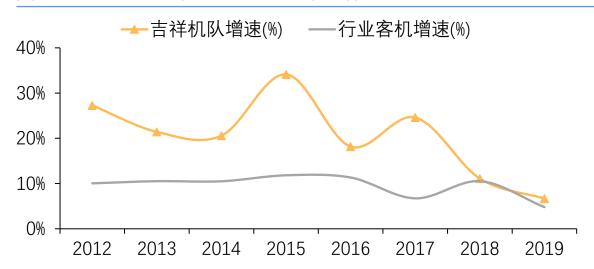
■机队数量(架) 1000 899 892 782 800 600 400 200 119 113 东航 国航 南航 春秋 吉祥 图表5: 2022年末公司机队规模、ASK、RPK分别占比行业2.79%、3.95%、3.99%



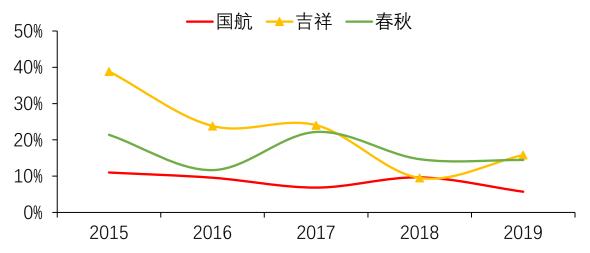
### 1.4 疫前正处快速成长阶段, ASK年均增速超20%



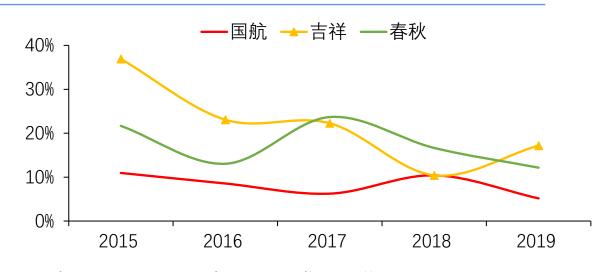
图表6: 2015-2019年吉祥航空机队年均增速达18.94%



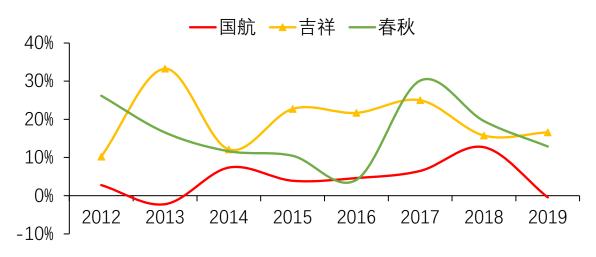
图表8: 2015-2019年吉祥航空RPK年均增速达22.42%



图表7: 2015-2019年吉祥航空ASK年均增速达21.98%



图表9: 2015-2019年吉祥航空营收年均增速达20.36%



注:航司在疫情期间经营活动受到较大扰动,数据参考价值有限,基于严谨性考虑,本报告主要数据采用疫情前数据

### 1.4 机队运营效率行业领先,飞机日利用率最高曾达到12.31小时

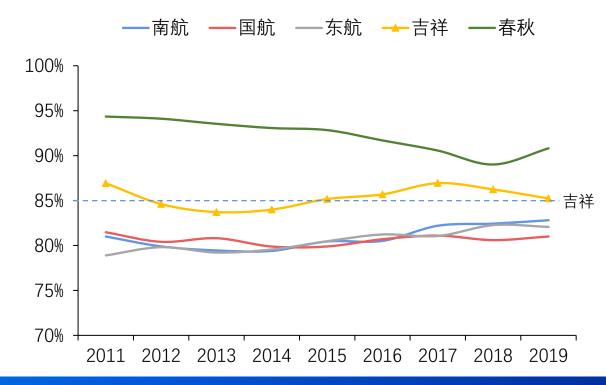


■ 疫情前公司飞机日利用率保持行业领先水平,2015-2019年年均飞机日利用率达10.93小时,显著高于国航、南航。公司机队日利用率最高曾在2014年达到过12.31小时,超过低成本航司春秋航空。客座率方面,公司2015-2019年年均客座率达85.85%,领先三大航同期均值4.60pcts。

图表10: 吉祥航空2019年飞机日利用率达10.67小时,处于行业领先

■吉祥 ■春秋 ■国航 ■南航 小时 13 12.31 12 10.67 11 10 9 8 2015 2017 2013 2014 2016 2018 2019

图表11:2019年吉祥航空客座率达85.23%, 仅次于春秋航空



### 1.5 疫情冲击叠加经租进表, 1Q2023资产负债率上升至79.45%

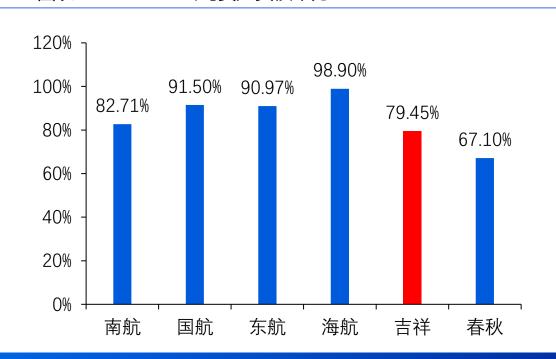


■ 三年疫情持续冲击叠加经租进表影响,1Q2023公司资产负债率上升至79.45%,较2019年末提升了18.51pcts,高于春秋航空但低于三大航。

图表12: 三年疫情冲击+经租进表,公司资产负债率有所提升



图表13: 1Q2023公司资产负债率为79.45%





二、坐拥沪广优质枢纽,实现航网高品质发展

### 2.1 机队: 年轻机龄+统一机型, 助力最优成本结构

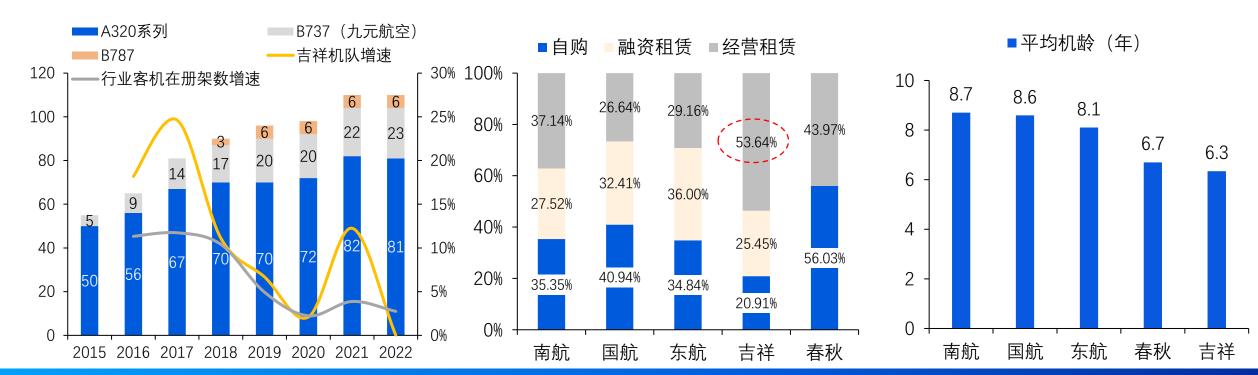


公司奉行年轻机队与统一机型经营理念。从机型看,吉祥航空品牌旗下只运营窄体机A320和宽体机B787两款机型,九元航空品牌旗下则采用单一B737机型。截至2022年年报,公司平均机龄为6.3年,远低于三大航。年轻的机队有助于保持低故障率和高出勤率,从而助力公司提升机队运营效率,降低飞机维护成本,实现最优燃油成本。

图表14: 吉祥航空品牌运营A320和B787两类机型,九元航空则采用单一B737机型

图表15: 截至2022年报,吉祥航空机队经营租赁占比达到53.64%

图表16: 截至2022年报,公司平均机龄为6.3年



#### 2.2 枢纽: 吉祥航空品牌建立一主两辅枢纽,九元航空品牌深耕广州主基地



公司实行双品牌双枢纽发展战略,目前共设"两主两辅"运营基地。吉祥航空品牌(HO)围绕上海两场打造主基地航司,并建设南京辅基地强化公司在长三角市场影响力、2022年新设成都辅基地构建成渝市场干线通道。九元航空品牌(AQ)则以广州白云机场为主运营基地,是除南航外唯一以广州为主基地的主要航司。

图表17: 截至2022年, 吉祥航空(含九元航空)共设"两主两辅"

基地



图表18: 吉祥航空、九元航空主基地概况

	ī	九元航空 (AQ)						
基地	上海 (主)	南京 (辅)	成都 (辅)	广州 (主)				
建立时间	Z时间 2006 2016 2022 (新设)							
经济圈	长三角	长三角	成渝双城经 济圈	珠三角				
国内航线	打造省会城	打造省会城市干线网络、商务精品航线						
国际航线	集中于日韩、 担	集中东南亚 区域						
2019年市占 率	9.06%	8.40%	/	1				

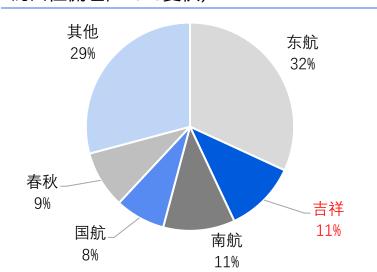
注: 2019年市占率为旅客运输量口径, 根据公司年报披露数据计算

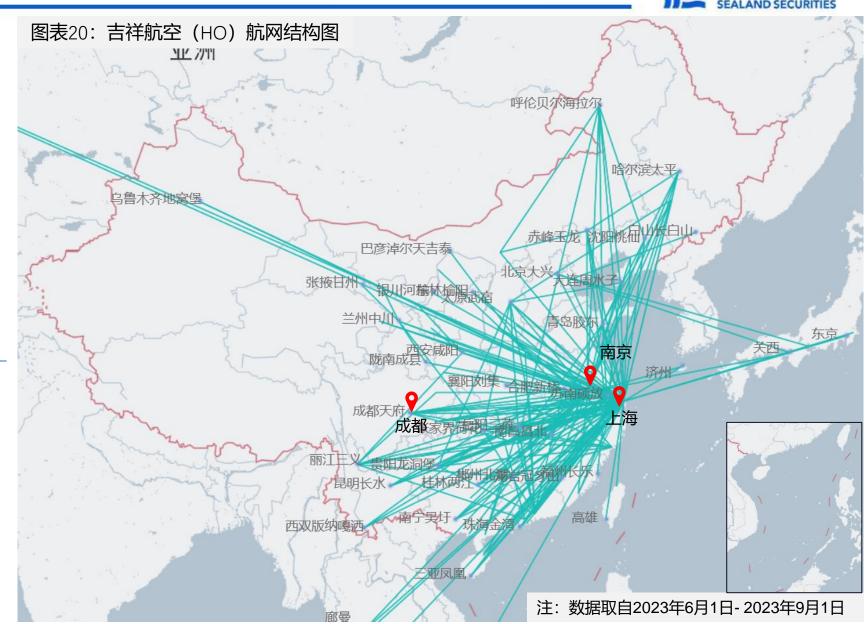
#### 2.3 航网: 吉祥航空品牌立足高价值航线, 2019年上海两场贡献约6成客流



- 从结构上看,吉祥航空品牌国内航网明显 收束于上海、南京等基地枢纽,国际航网 触达欧洲、日韩、东南亚等市场。
- 2019年吉祥航空品牌旅客运输量达1724.1万人次,上海两场旅客运输量达1102.87万人次,占比64.0%。2023夏秋航季吉祥航空品牌在上海两场国内客运航班时刻占有率为11%左右,比肩南航。

图表19: 上海两场国内客运航班市占率 (按代码口径梳理, 2023夏秋)



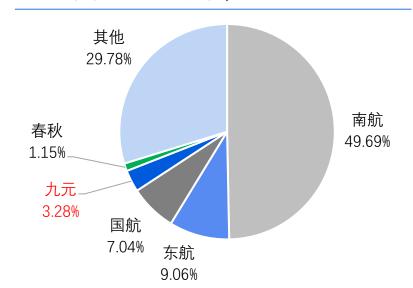


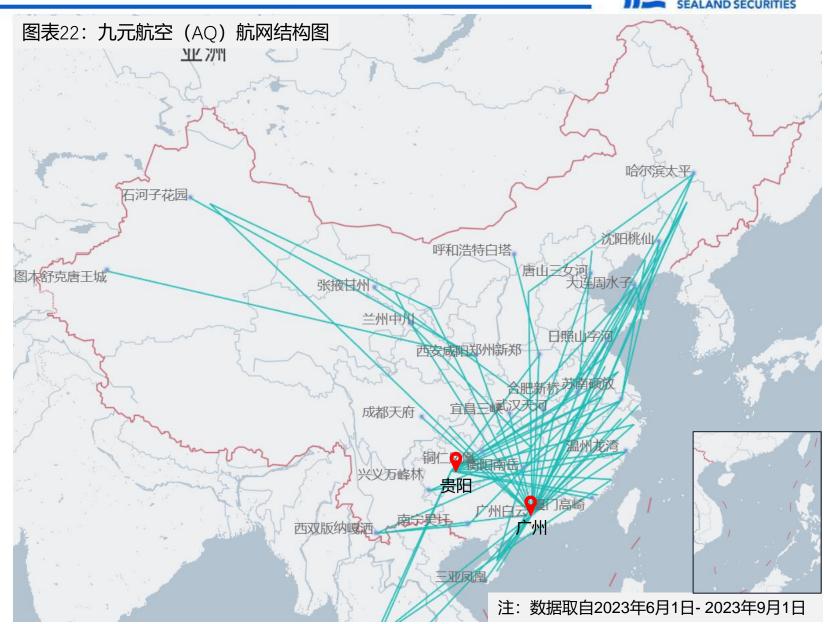
#### 2.3 航网: 九元航空品牌以广贵为轴向外辐射,广州市占率稳步提升

国海证券 SEALAND SECURITIES

- 九元航空品牌国内航网以广州白云、贵阳 龙洞堡两大机场为轴向外辐射,境外航线 集中东南亚区域。
- 2023年夏秋航迹,九元航空品牌在主基地 广州白云机场国内客运航班时刻占比由 2019夏秋的2.57%提升至2022冬春的 3.13%,主基地优质时刻增长显著。

图表21:广州白云机场国内客运航班市占率 (按代码口径梳理,2023夏秋)



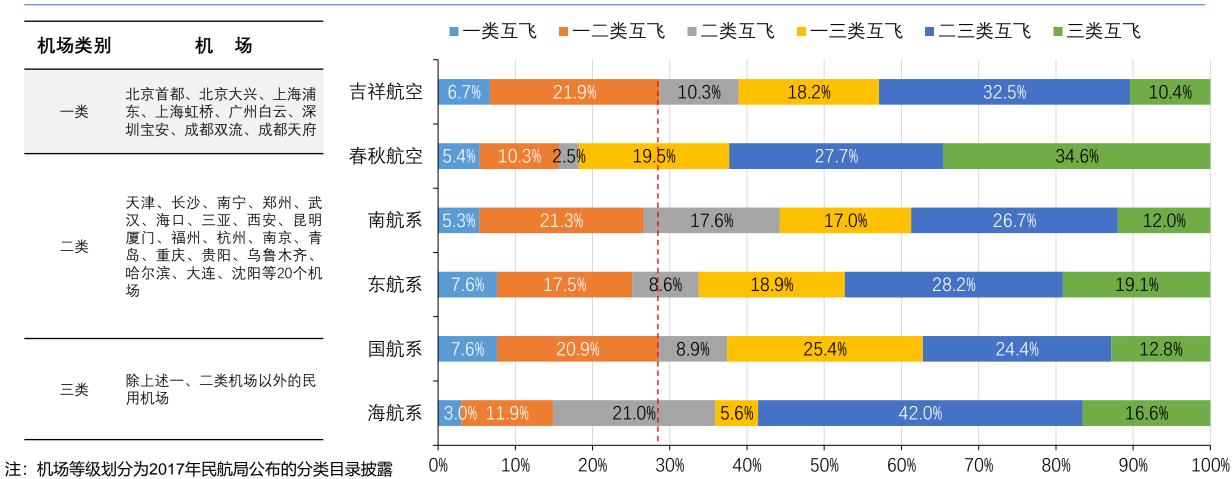


#### 2.4 国内航线:积累优质干线时刻,一类、一二类互飞占比接近国航



图表23: 机场等级划分

图表24: 吉祥航空航空一类、一二类机场互飞时刻占比自身国内客运时刻总数28.66% (2023夏秋)



#### 2.4 国内航线:疫情以来一类互飞占比稳中有升,九元航空实现零的突破 📶 国海



■ 疫情期间公司继续深化在收益品质最高的一类互飞航线上的布局,2023夏秋吉祥航空品牌一类互飞航线时刻量占自身国内时刻总量比重提升至8%,相较2019夏秋提升3pcts。九元航空品牌在一类互飞市场上实现了零的突破,2023夏秋航季一类互飞航线时刻量占自身时刻总量比重提升至3%。

图表25: 2023夏秋吉祥航空品牌一类互飞航线时刻量占自身时刻总量比重提升至8%,九元航空品牌在一类互飞市场实现零的突破

吉祥航空(HO)									
航季	19夏秋	20夏秋	21夏秋	22夏秋	23夏秋				
	国内计划图	<b>S运航班周度</b>	时刻总量(	个)					
整体	2361	2604	2966	2916	2774				
同比增速		10.29%	13.90%	-1.69%	-4.87%				
相当于2019夏秋		110.29%	125.62%	123.51%	117.49%				
单周各类航线	<b>线时刻总量</b> 。	5自身国内计	划客运航班	时刻的比例	(%)				
一类互飞	5%	6%	6%	7%	8%				
一二互飞	27%	26%	24%	26%	25%				
一三亘飞	19%	21%	22%	23%	19%				
二类互飞	9%	9%	8%	9%	10%				
二三互飞	29%	29%	28%	28%	29%				
三类互飞	12%	8%	12%	7%	9%				

九元航空(AQ)									
航季	19夏秋	20夏秋	21夏秋	22夏秋	23夏秋				
	国内计划领	客运航班周度	时刻总量 (	个)					
整体	610	686	728	862	890				
同比增速		12.46%	6.12%	18.41%	3.25%				
相当于2019夏秋		112.46%	119.34%	141.31%	145.90%				
单周各类航	线时刻总量。	占自身国内计	划客运航班	时刻的比例	(%)				
一类互飞	0%	0%	3%	3%	3%				
一二互飞	16%	17%	22%	15%	13%				
一三互飞	14%	17%	12%	16%	16%				
二类互飞	18%	21%	20%	18%	12%				
二三互飞	43%	33%	34%	33%	43%				
三类互飞	9%	11%	9%	15%	14%				

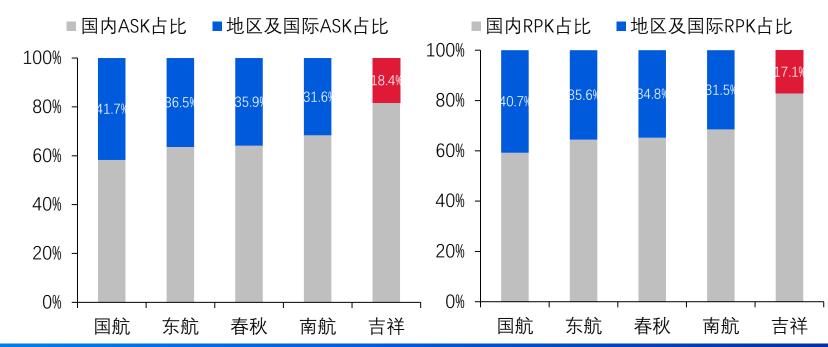
### 2.5 国际航线:运力投放以国内为主,国际运力占比较低



疫情前公司运力投放以国内航线为主,国际航线运力投放占比低于其他上市公司。2019年冬春航季,吉祥航空(含九元航空)地区及国际航线周度航班量579个,占比自身总时刻量为15.2%。以2019年地区及国际ASK占自身运力结构上看:国航41.7% > 东航36.5% > 春秋35.9% > 南航31.6% > 吉祥航空18.4%。以2019年地区及国际RPK占自身运力结构上看:国航40.7% > 东航35.6% > 春秋34.8% > 南航31.5% > 吉祥航空17.1%。

图表26: 2019冬春地区及国际时刻量占比 15%, 2019地区及国际线ASK占比18% 图表27: 与国内主要上市航司对比,公司国际线ASK及RPK占比较低(2019年报)





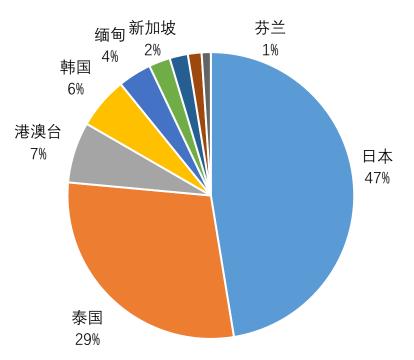
#### 2.5 国际航线: 2019年加大国际运力投放, 日本、泰国时刻占比近8成

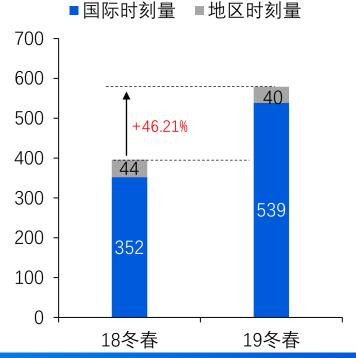


- 受益于九元航空取得国际航线飞行资质+吉祥航空引入宽体机型,疫情前公司国际线运力投放正处加速期,2019冬春航季地区及国际周度客运航班量较2018冬春增加了183个,增长幅度达46.21%,并最终带动公司2019国际线ASK同比增幅达50.80%。
- 按地区及国际航班目的地划分,2019年冬春航季吉祥航空(含九元航空)时刻集中在日本、泰国,占比地区及国际客运航班量分别达48%、29%。2019年6月,随着波音787机队执飞上海至芬兰赫尔辛基航线,公司首次将国际业务拓展至洲际航线。

图表28: 吉祥航空 (含九元航空) 19冬春地区 及国际客运航班时刻分布结构 图表29: 18冬春-19冬春公司持续 增投国际线时刻

图表30: 2019地区及国际线ASK同比增幅达50%









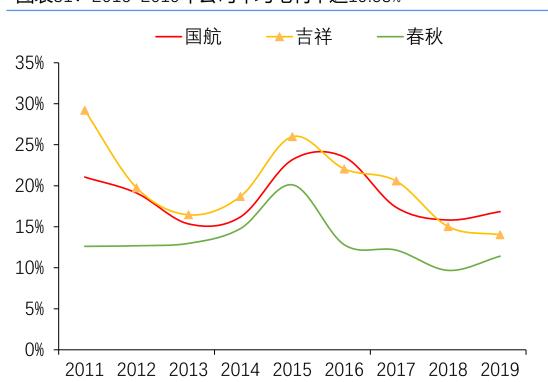
三、收益能力紧跟大航,成本管控接近春秋

### 3.1 运营成绩优异,盈利能力领先



- **受益优异的收益管理和成本管控能力,公司维持了行业领先的毛利率,**2015-2019年公司**年均毛利率达19.53%**,较国航/南航/ 东航/春秋分别领先0.19pcts/5.72pcts/6.04pcts/6.30pcts。
- **叠加精细化管理下较低的费用水平,公司净利率水平同样行业领先**,2015-2019年公司年均净利率达10.15%,领先三大航均值5.23pcts,仅落后春秋航空2.46pcts。

图表31: 2015-2019年公司年均毛利率达19.53%



图表32: 2015-2019年公司年均净利率达10.15%

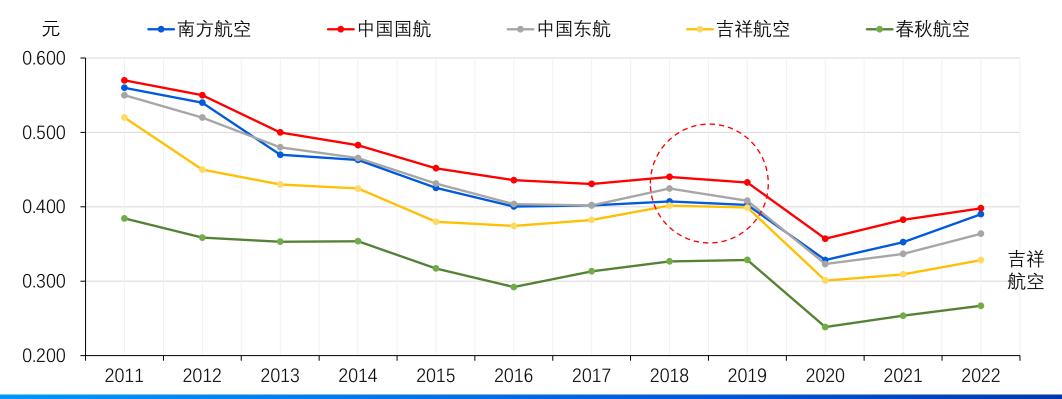


### 3.2 定位高性价比服务,收益管理紧跟大航



公司采用差异化的竞争策略,吉祥航空以略低于大航的价格参与市场竞争,通过为客户提供超出票价水平预期的高性价比服务赢得客户的认可和市场份额,从而使得座公里收益长期紧跟三大航,其中2019年RASK为0.40元,较国航/东航/南航分别低7.80%/2.24%/0.89%。

图表33:2019年吉祥航空座公里收益为0.40元,收益管理能力紧跟三大航

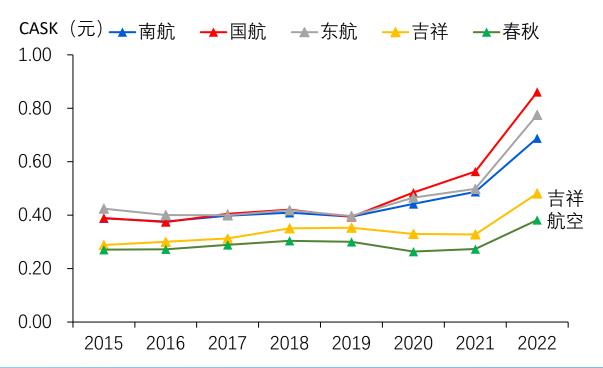


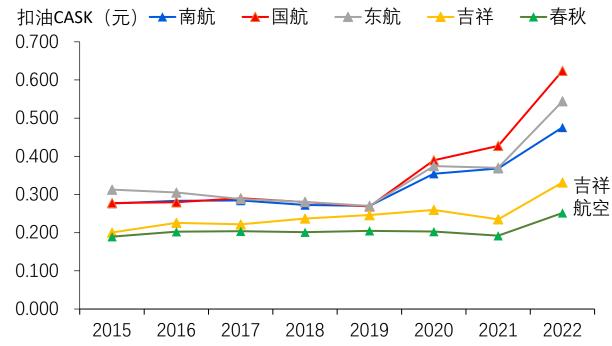
# 3.3 奉行最优成本结构,单位成本接近春秋



在成本管控方面,公司奉行最优成本结构理念,通过年轻机队统一机型、精细规划专业运营、专注核心业务精简人员规模等方式,使公司CASK、扣油CASK长期保持行业领先水平。2015-2019年平均CASK和扣油CASK分别为0.321元、0.226元,低于同期三大航均值19.59%、19.95%,单位成本管控能力接近低成本航空龙头春秋航空。

图表34: 2015-2019年吉祥航空年均CASK为0.321元, 比三大航均值 低19.59% 图表35: 2015-2019年吉祥航空年均扣油CASK为0.226元, 比三大航均值 低19.95%





# ①航油为第一大成本,单位燃油成本行业领先

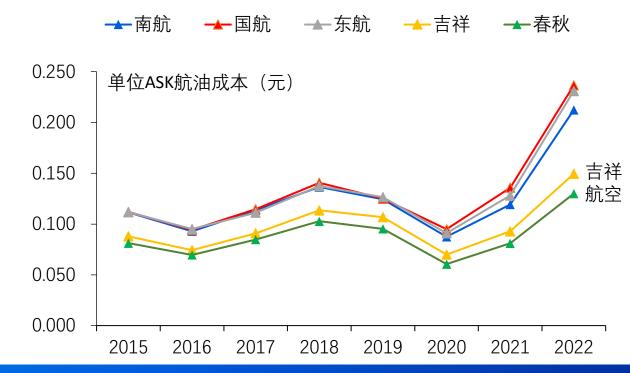


- 航油成本作为公司第一大成本,长期占比在三成左右。 2019年航油成本、人工成本、租赁折旧费用、起降服务费、维修费用分别占比30%、19%、18%、16%、 6%。
- 尽管燃油成本受油价波动敏感性较高,但受益公司整体机龄较小,飞机成新率高,而新飞机均采用最新航空技术,性能加持下燃油控制能力较强。同时公司通过精确测算航油搭载,以实现最优的燃油成本控制。2015-2019年公司平均单位ASK航油成本为0.095元,领先三大航均值0.02元。

图表36: 航油成本为公司第一大成本, 2019年占比30%

■航空燃油 ■和赁折旧费用 ■修理费用 亿元 ■其他 ■起降服务费 ■人工成本 160 140 120 19% 100 16% 80 60 18% 40 20 30%  $\cap$ 2016 2017 2020 2021 2015 2018 2019 2022

图表37: 吉祥航空 (含九元航空) 单位燃油成本管控能力接近于春秋航空



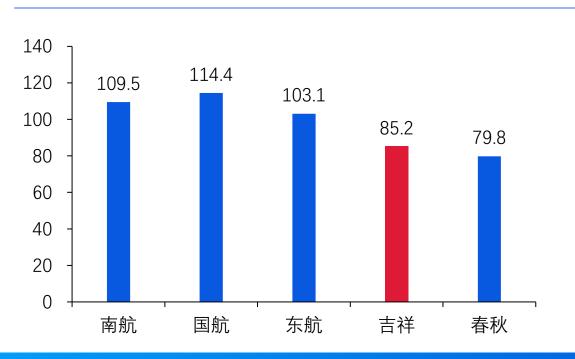
# ②统一机型、低人机比优势下,单位人工成本领先大航

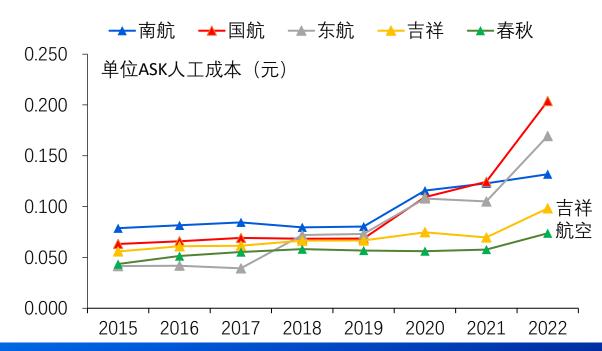


- 由于航油成本易受宏观经济影响而明显波动,因此对非油成本的控制更能反映一家公司在经营层面上的成本优势。在公司非油成本之 中,人工成本长期占比总成本近两成,是重要的成本细项之一。
- 公司统一机型策略降低了飞行员及维修人员针对不同机型的培训费用,叠加公司较低人机比的优势,公司单位ASK人力成本领先,2015-2019年平均值为0.062元,低于三大航平均值0.005元。

图表38: 吉祥航空人机比为85.2, 显著低于三大航 (2022年报)

图表39:2015-2019年吉祥航空(含九元航空)年均单位ASK人工成本领先三大航均值0.005元

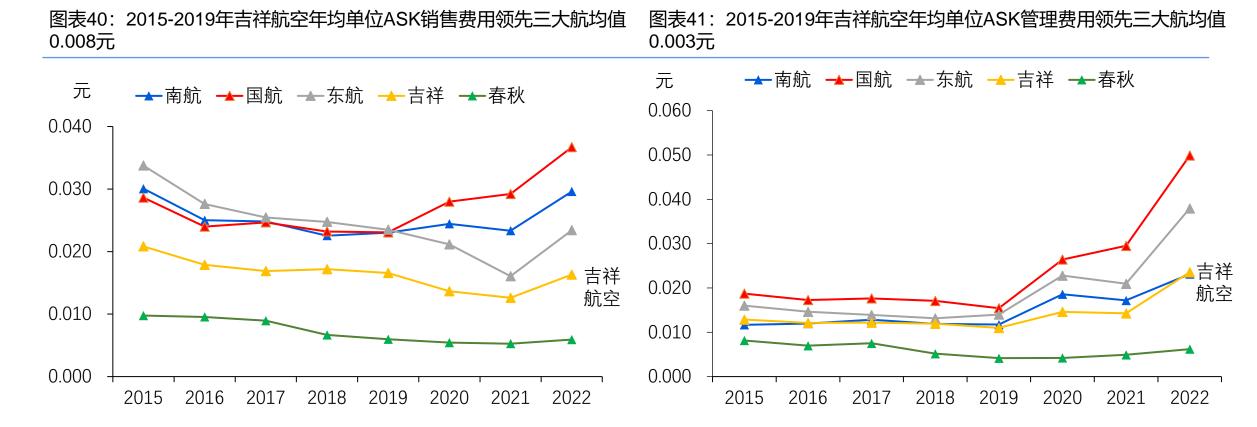




### 3.4 全流程精细化管理,单位销售费用及管理费用同样优于行业



- 销售费用:公司对业务全流程进行深入精细化管理,子公司九元航空通过自主研发销售结算系统,降低了机票销售等相关费用。 2015-2019公司年均单位ASK销售费用为0.018元,比三大航平均值低0.008元。
- 管理费用:公司凭借丰富的管理经验,精简部门结构与人员,在高效的专业化运作中落实成本控制。2015-2019公司年均单位ASK 管理费用为0.012元,比三大航平均值低0.003元。



## 3.5 2021年经租进表后,公司汇率敏感性有所放大



- 由于公司机队中有将近半数是由经营租赁方式引入, 2021年"经租进表"后公司美元负债规模大幅增长,截至2022年报,吉祥航空 美元债务余额17.65亿美元,相较2019年大幅增长13.09亿美元。
- 在此影响下,公司汇率敏感性较2019年明显增长:以2019年末为基准,人民币对美元每升值 1%,公司净利润将增加0.14亿元人民币。而到2022年末,在同样的前提假设下,公司净利润将增加0.86亿元人民币。

图表42: 2021年经租进表后,公司负债端美元债务大幅增长

■美元债务余额(人民币:亿元) 美元债务占比带息债务(%) 160 100% 140 80% 120 100 60% 80 40% 60 40 20% 20 2017 2018 2019 2020 2021 2022

注:外币负债按当年报告期期末美元兑人民币中间价折算

图表43: 2021年经租进表后,公司汇兑弹性放大





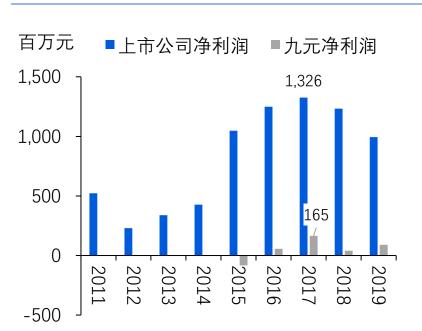
四、恢复节奏行业领先,周期上行α与β兼备

# 4.1 疫前处于宽体机培育期,多重因素拖累短期业绩

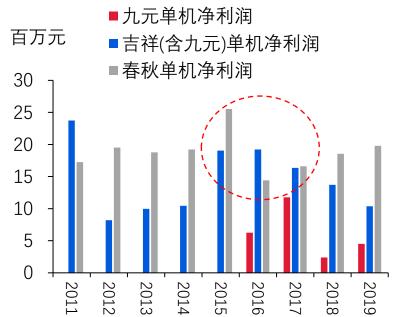


2017年之前公司盈利持续增长,虽然自2016年起受持续受到国际油价上行以及人民币贬值影响,但2016、2017年净利率仍然维持在12.59%、10.89%的高位。2018年10月起,公司开始快速引进宽体机波音787-900机型。由于监管要求宽体机引进的前半年只能飞国内线,以及2019年九元航空旗下一架737MAX8停飞,公司产能利用率滑坡、座公里成本被动提升,从而拖累公司疫情前两年的业绩表现。

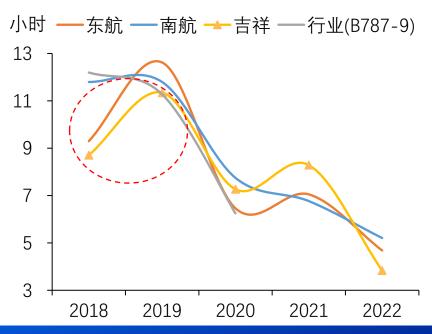
图表44: 2017年公司净利润为13.26亿元,后 受多重因素拖累出现下滑



图表45: 2016年公司单机净利润接近2000万元, 2018-2019年出现较大幅度下滑



图表46: 吉祥航空B787引进初期 (2018-2019年) 日利用率落后于东航、南航



# 4.2 疫后重回增长轨道, α与β兼备价值重估可期



α: 量——机队重回高增长, B787日利用率稳步提升

- 尽管疫情期间公司机队平均增速放缓至个位数,但随着机队引进逐步恢复,公司预计2023年机队净增12架,此外2024-2025分别引进飞机12、10架(未考虑退出),疫后公司机队增速有望回归约10%的高水平区间,大幅领先于行业增速。
- 疫情前B787机型日利用率较低,疫情三年公司通过客改货等方式继续执飞远程洲际航线。疫后随着运营经验积累叠加洲际航线持续开拓,B787机型日利用率及盈利能力将迎来双升,未来飞机日利用率有望达到15小时。

图表47: 2023-2025年公司机队年均增速达9.40%



图表48: 相较2019年,公司目前B787执飞航线数及航班量均有提升

时间	航线	周度航班量:班
2019夏秋	上海浦东-赫尔辛基	14
	上海浦东-东京成田	14
2022百利/	上海浦东-大阪伊丹	14
2023夏秋	上海浦东-赫尔辛基	4
	郑州新郑-赫尔辛基	2

注: 2023夏秋航线数据通过航班管家Mapping System查询得到

# 4.2 疫后重回增长轨道, α与β兼备价值重估可期

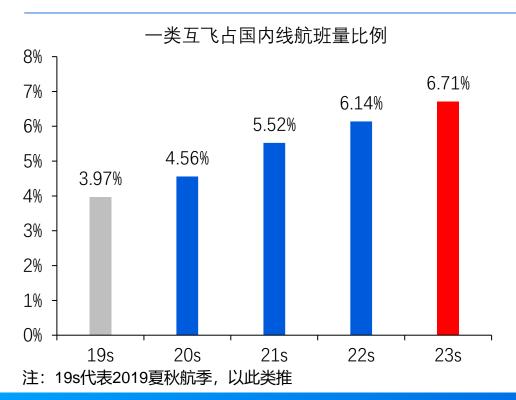


α: 质——航线品质逆势改善, 优质航线增班明显

- 自2019夏秋航季以来,吉祥航空(含九元航空)持续加码一类互飞航线,截至2023夏秋航季在该类航线时刻占比已提升至6.71%, 较2019夏秋航季提升2.74pcts。
- 吉祥航空(含九元航空)前十大国内航线主要围绕沪、广两大主基地布局,目的地囊括西安、三亚、沈阳等省会及热门旅游城市。 2023夏秋航季公司前十大国内航线更高度集中在一类及一二类航线,航线品质较2019夏秋航季明显提升。

图表49: 公司持续提升一类互飞航线占自身国内线时刻份额

图表50: 23夏秋航季公司 (含九元航空) 前十大国内航线集中于一类及一二类互飞市场



		2023夏秋		2019夏秋					
排名	航线类别	航线	周度 频率	排名 航线类别 航线					
1	一类互飞	上海/虹桥-广州/白云	70	1 一二互飞 西安/咸阳-上海/虹桥 63					
2	一类互飞	深圳/宝安-上海/虹桥	70	2 一类互飞 深圳/宝安-上海/虹桥 56					
3	一类互飞	上海/虹桥-成都/天府	56	3 一二互飞 沈阳/桃仙-上海/浦东 56					
4	一三互飞	沈阳/桃仙-上海/浦东	56	4 一二互飞 上海/浦东-青岛/流亭 54					
5	一三互飞	长春/龙嘉-上海/浦东	46	5 一二互飞 上海/浦东-哈尔滨/太平 48					
6	一三互飞	上海/虹桥-三亚/凤凰	42	6 一二互飞 上海/虹桥-贵阳/龙洞堡 42					
7	一三互飞	上海/浦东-大连/周水子	42	7 一二互飞 上海/虹桥-三亚/凤凰 42					
8	一三互飞	上海/浦东-哈尔滨/太平	42	8 一二互飞 上海/浦东-大连/周水子 42					
9	一三互飞	西安/咸阳-上海/虹桥	42	9 一三互飞 太原/武宿-上海/虹桥 35					
10	一三互工	西安/咸阳-上海/浦东	42	10 一二互飞 重庆/江北-上海/浦东 32					

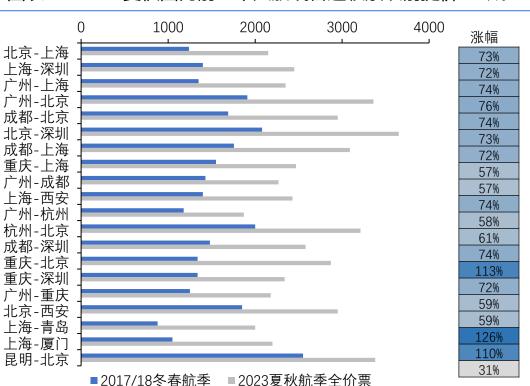
# 4.2 疫后重回增长轨道, α与β兼备价值重估可期



优质航线结构+宽体机运营优势,助力公司充分享受行业ß

- 疫情三年的持续冲击,为本轮航空业大周期上行打下了坚实的基础,或可成为二十年来首次出现供需逻辑双兑现的航空大周期。三大基 本逻辑:①潜在需求增长孕育基础;②核心航线提价打开空间;③供给增速受限放大弹性。
- 吉祥航空在高收益市场上占比行业领先,同时宽体机带来运营优势,周期上行阶段将使公司能够充分受益票价提升红利,助力盈利弹性 充分释放。

图表51: 2023夏秋国内前二十大航线普遍较票改前提价5-7成



图表52: 十四五期间,预计行业年均运力规划增速将在5%左右



## 4.3 吉祥航空恢复领先,期待暑运旺季表现



- 当下航空业大周期上行已经开启,国内航线率先恢复,国际线方面东南亚、日韩两地恢复相对领先。在此背景下,吉祥航空凭借自身国内运力占比较高以及国际航线集中日本、泰国等优势,业务修复进度领跑行业,2023年5月ASK/RPK/客运量分别恢复至2019年同期121.6% / 113.3% / 110.8%。
- 4月上旬以来,随着宏观预期持续走弱,航空板块股价调整加剧,情绪演绎已经较为充分。从基本面角度看,航空这一轮的逻辑正在兑现,且本轮大周期所积累的基本面基础比2000年来历次情况都更为扎实,五一的航空量价表现可作为暑运的前瞻指标,三季度伴随供需差边际改善以及票价弹性显现,市场也有望对航空大周期重新凝聚共识。

图表53: 吉祥航空业务修复进度行业领先

图表54: 截至2023年6月23日, 未来15天经济舱裸票价为2019年同期111.7%

		5月单月值		1-5月累计值			
	达到	(较)2019年	同期	达到(较)2019年同期			
总体	ASK	SK RPK 客运量 ASK RPK 客					
国航	91.8%	77.6%	91.6%	80.3%	69.3%	83.0%	
南航	94.0%	86.9%	95.6%	85.2%	77.3%	87.5%	
东航	93.3%	79.6%	89.0%	80.5%	68.9%	78.7%	
吉祥航空	121.6%	113.3%	110.8%	111.4%	104.6%	104.2%	
春秋航空	108.5%	105.0%	104.6%	105.3%	100.4%	99.9%	

注: 3月份国航并表山航, 其2019年恢复率数据系国海交运还原口径后的测算值





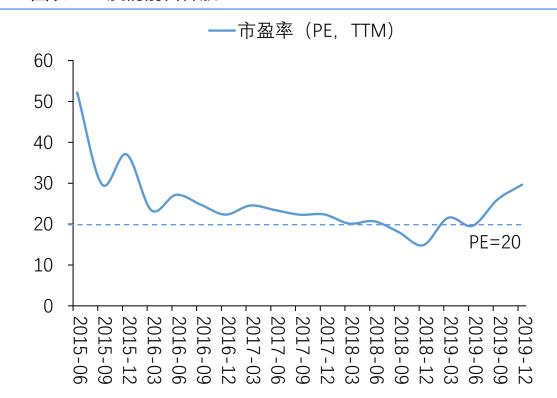
# 五、盈利预测及风险提示

### 5.1 盈利预测与投资评级

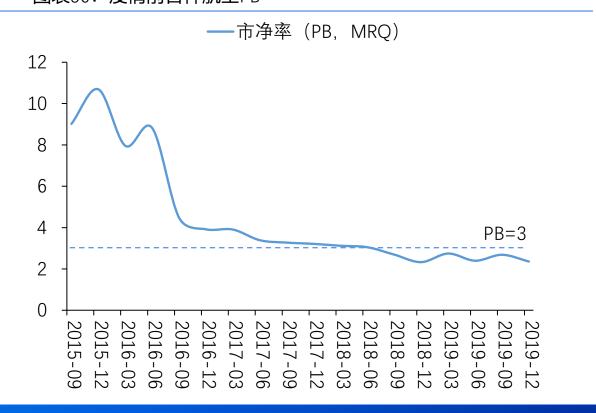


**盈利预测:** 综合考虑公司业务量恢复进度及汇率波动,经审慎考虑,我们下调对公司2023年业绩预测,但维持2024-2025年业绩预测。预计2023-2025年营业收入分别为206.58/272.42/281.57亿元,归母净利润分别为10.50/34.50/31.11亿元,对应2023-2025年的PE分别为32.46倍、9.88倍、10.96倍。周期上行背景下,公司α与β兼备,维持"买入"评级。

图表55: 疫情前吉祥航空PE



图表56: 疫情前吉祥航空PB



### 5.2 风险提示



- (1) 宏观层面, 当下宏观经济弱复苏, 下半年行业需求形势存在不确定性; 同时油价和汇率的大幅波动, 也将对公司业绩造成较大影响; 此外疫情再度爆发, 重大自然灾害等因素也应考虑在内;
  - (2) 行业方面, 重大政策变动影响行业发展, 竞争格局恶化致使航司盈利能力下滑, 发生航空事故导致需求受损;
- (3)公司层面,公司旗下九元航空采用B737单一机型,目前737MAX8系列机型尚未恢复引进,或将导致机队引进计划不及预期;巨额增发导致股份被动大幅稀释等。

# 吉祥航空盈利预测表



证分10词。 00	73003		11X1/1 ·	13.40		汉贝叶纵.	关八(3	±14)		口州. 2023/0/29				
吉祥航空盈利预测	表 2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	1297.28	1966.53	4990.19	6609.51	营业收入	8210.35	20658.33	27241.86	28156.60	 每股指标				
应收款项	470.50	1459.33	1567.54	1560.97	营业成本		18040.17			EPS	-2.03	0.47	1.56	1.41
存货净额	208.86		50.09	384.53	营业税金及附加	10.67	9.88	5.71	4.20	BVPS	4.31	4.78	6.34	7.75
					销售费用 管理费用	378.23 546.42	619.01 595.20	867.98 752.25	988.49 803.14	估值				
其他流动资产	1374.68	4529.46	4983.84	3344.32	官理费用 财务费用	2076.01	1057.52	873.67	760.74			22.40	0.00	40.00
流动资产合计	3351.33	8280.64	11591.67	11899.33	其他费用/(-收入)	67.51	70.00	65.00	80.00	P/E	_	32.46	9.88	10.96
固定资产	12224.82	13979.34	15801.10	17497.34	营业利润	-5495.16	1207.78	4410.81	3958.30	P/B	3.75	3.22	2.43	1.99
在建工程	6062 14	63/13/50	6540.45	6678 31	营业外净收支	10.03	196.20	196.52	196.35	P/S	4.36	1.65	1.25	1.21
					利润总额	-5485.13	1403.98	4607.33	4154.65					
无形资产及其他	23506.93	22606.87	21806.52	21102.72	所得税费用	-1315.63	350.99	1151.83	1038.66	盈利能力				
长期股权投资	2.03	2.03	2.03	2.03	净利润	-4169.50	1052.98	3455.50		ROE	-43.47%	9.92%	24.57%	18.14%
资产总计	45147.25	51212.39	55741.77	57179.74	少数股东损益 <b>归属于母公司净利润</b>	-21.62 <b>-4147.88</b>	2.68 <b>1050.31</b>	5.53 <b>3449.97</b>	5.09 <b>3110.89</b>	毛利率	-35.98%	12.67%	20.88%	18.64%
短期借款	10842.62	10842.62	10842.62	4842.62	川南」 サムリザが用	4147.00	1000.01	0443.37	3110.03	期间费率	36.55%	11.00%	9.15%	9.06%
应付款项	1109.77	2782.40	1317.23	3350.26	经营活动现金流	207.86	5050.47	7421.66	11447.51	销售净利率	-50.52%	5.08%	12.66%	11.05%
预收帐款	0.00	1049.02	1385.43	1434.85	净利润	-4147.88	1050.31		3110.89	成长能力				
					少数股东权益	-21.62	2.68	5.53	5.09	收入增长率	-30.23%	151.61%	31.87%	3.36%
其他流动负债			8200.29		折旧摊销	2744.36	3531.53	4054.11	4082.41	利润增长率	-769.11%	125.32%	228.47%	-9.83%
流动负债合计	17859.53	22171.68	21745.58	18067.55	公允价值变动 营运资金变动	-1.81 842.48	0.00 52.09	0.00 -713.47	0.00 3633.63		703.1170	120.0270	220.47 /0	3.0070
长期借款及应付债	券 3624.88	3124.88	3124.88	3124.88	日 <b>公</b> 页亚文切 <b>投资活动现金流</b>	-1733.96		-713.47 -4989.42		营运能力				
其他长期负债	14093.07	15293.07	16793.07	18793.07	资本支出	-1687.47	-4615.83	-5073.93		总资产周转率	0.18	0.40	0.49	0.49
长期负债合计	17717 05	18417 05	19917.95	21017 05	长期投资	-46.49	305.35	-1.30	8.46	应收账款周转率	17.45	14.16	17.38	18.04
					其他	0.00	96.41	85.82	44.78	存货周转率	39.31	63.50	543.87	73.22
负债合计	35577.49	40589.64	41663.53	39985.50	筹资活动现金流	1587.67	-181.29	589.46	-4858.04	偿债能力				
股本	2214.01	2214.01	2214.01	2214.01	债务融资	694.37	700.00	1500.00	-4000.00	资产负债率	78.80%	79.26%	74.74%	69.93%
股东权益	9569.77	10622.75	14078.25	17194.24	权益融资	3283.54	0.00	0.00	0.00	流动比	0.19	0.37	0.53	0.66
负债和股东权益总	计 45147.25	51212.39	55741.77	57179.74	其它 <b>现金净增加额</b>	-2390.24 <b>83.88</b>	-881.29 <b>655.11</b>	-910.54 <b>3021.70</b>	-858.04 <b>1627.55</b>	速动比	0.15	0.32	0.48	0.56

### 研究小组介绍



#### 交运小组介绍

许 可:交通运输行业首席,国海研究所培训总监,2次带领团队入围新财富,西南财经大学硕士,7年证券从业经验,2年私募经验。更注重从买方视角看待公司长期投资价值。

李跃森:交通运输行业资深分析师,香港中文大学硕士,5年交运行业研究经验,坚持以实业思维做研究,寻找优质公司,挖掘行业本质,主攻机场、航空等出行板块。

周延宇:交通运输行业资深分析师,兰州大学金融学硕士,4年交运行业研究经验,坚持产研融合、深度研究的方法,为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会,主攻快递、快运、跨境物流、化

工物流、大宗物流等板块。

李 然:交通运输行业资深分析师,中南财经政法大学会计学硕士,4年交运行业研究经验,深研海运上下游,为投资者挖掘高弹性的周期机会,并且提供产业链景气度验证,主攻航运及船舶制

造板块。

祝玉波:交通运输行业研究员,资深物流行业专家,4年物流行业从业经验,以产业赋能金融,紧跟行业变化趋势,主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海:交通运输行业分析师,美国罗切斯特大学金融学硕士,2年交运行业研究经验,坚持深度研究,主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王 航:交通运输行业研究员,香港中文大学(深圳)硕士,1年交运行业研究经验,深度价值导向,主攻机场航空、铁路等出行板块及船舶制造板块。

张付哲:交通运输行业研究员,航运行业专家,3年行业从业经验,先后就职于Drewry和VesselsValue,以产业助力金融,主攻航运、船舶、港口等板块。

#### 分析师承诺

许可, 李跃森, 本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立, 客观的出具本报告。本报告清晰准确的反 映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

#### 国海证券投资评级标准

#### 行业投资评级

推荐: 行业基本面向好, 行业指数领先沪深300指数;

中性: 行业基本面稳定, 行业指数跟随沪深300指数;

回避: 行业基本面向淡, 行业指数落后沪深300指数。

#### 股票投资评级

买入:相对沪深300指数涨幅20%以上;

增持:相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间;

中性: 相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出:相对沪深300指数跌幅10%以上。

# 免责声明和风险提示



#### 免责声明

本报告的风险等级定级为R3,仅供符合国海证券股份有限公司(简称"本公司")投资者适当性管理要求的的客户(简称"客户")使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料,本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证,不 保证其中的信息已做最新变更,也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格 、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考,在任何情况下,本报告中所表达的意见并不 构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的 证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

#### 风险提示

市场有风险,投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素,亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前,如有需要,投资者务必向本公司或其他专业 人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意,其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机 构无关。

若本公司以外的其他机构(以下简称"该机构")发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告 不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失 承担任何责任。

#### 郑重声明

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定,除法律规定的情况外,任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或 以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容,否则均构成对本公司版权的侵害,本公司有权依法追究其法律责任。



### 国海证券•研究所•交运研究团队

# 心怀家国, 洞悉四海



#### 国海研究上海

上海市黄浦区绿地外滩中心C1栋 国海证券大厦

邮编: 200023

电话: 021-61981300

#### 国海研究深圳

深圳市福田区竹子林四路光大银 行大厦28F

邮编: 518041

电话: 0755-83706353

#### 国海研究北京

北京市海淀区西直门外大街168

号腾达大厦25F

邮编: 100044

电话: 010-88576597