

研究所  
 证券分析师： 许可 S0350521080001  
 xuk02@ghzq.com.cn  
 证券分析师： 李跃森 S0350521080010  
 liys05@ghzq.com.cn  
 联系人： 王航 S0350121100020  
 wangh09@ghzq.com.cn

## 1Q 顺利扭亏，拥抱景气周期 ——吉祥航空（603885）2023年一季度报点评

### 最近一年走势



### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
吉祥航空	7.2%	8.7%	53.5%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

### 市场数据

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	17.93
52周价格区间(元)	10.65-20.22
总市值(百万)	40,959.10
流通市值(百万)	40,959.10
总股本(万股)	221,400.53
流通股本(万股)	221,400.53
日均成交额(百万)	236.05
近一月换手(%)	0.72

### 相关报告

《——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  
 《——吉祥航空（603885）中报点评：三重冲击业绩承压，期待行业供需反转（买入）\*航空机场\*许可，李跃森》——2022-09-02  
 《——吉祥航空（603885）一季报点评：疫情再度反弹，业绩持续承压（买入）\*航空运输\*许可，李跃森》——2022-04-30  
 《——吉祥航空（603885）年报点评：四季度疫情反弹拖累全年业绩，今年有望迎来中长期起点（买入）\*航空运输\*许可，李跃森》——2022-04-21

### 事件：

#### 吉祥航空发布 2023 年一季度报：

业务方面，2023 年第一季度公司累计运输旅客 526.85 万人次/yoy+54.69%，相当于 2019 年的 100.11%；ASK、RPK 同比分别提升 35.50%、63.33%，分别相当于 2019 年的 106.56%、99.88%；客座率为 79.88%/yoy+13.61pcts，较 2019 年下降 5.34pcts。

财务方面，2023 年一季度公司实现营业收入 44.42 亿元/yoy+78.67%，为 2019 年的 107.5%；归母净利润 1.65 亿元，扣非归母净利润 1.61 亿元，同比分别增盈 7.09 亿元、7.16 亿元，较 2019 年分别下降 2.35 亿元、1.65 亿元。

### 投资要点：

#### ■ 业务恢复行业领先，营收已超 2019 年同期

2023 年年初至今，公司依托自身在一、二类市场的优质航网布局，业务恢复进度保持行业领先。一季度公司 ASK 同比增长 35.50%，恢复至 2019 年同期 106.56%，其中国内线、国际+地区线 ASK 分别达到 2019 年同期 118.18%、52.95%。票价方面，在国内需求快速恢复及燃油附加费共同影响下，我们测算公司一季度 RASK 也已接近 2019 年同期水平。

强劲的业务恢复态势下，公司一季度实现营收 44.42 亿元/yoy+78.67%，较 2019 年同期增长 3.10 亿元。

#### ■ 运力投放加大带动成本上行，盈利恢复至 2019 年同期四成

成本端，随着运力投放持续恢复，一季度公司营业成本同比上升 9.03 亿元至 39.11 亿元/yoy+30.01%，CASK 同比下降 4.05% 至 0.37 元。受国际油价较 2019 年同期上涨约 3 成影响，公司营业成本在经租进表基础上仍较 2019 年同期增长 5.30 亿元。费用端，一季度公司利息费用同比增长 1.3 亿元，但受益于人民币升值的对冲作用，财务费用同比增长 0.41 亿元至 2.18 亿元。

此外，报告期内公司其他收益同比减少 0.44 亿元，或受航线补贴减少所致。在业务实现强劲恢复之下，公司一季度顺利扭亏，归母净利润 1.65 亿元，达到 2019 年同期 41.24%。

■ 景气周期开启，旺季弹性可期

2023年3月26日夏秋航季开启后，国内航班量稳步上行，国际航线恢复提速，景气周期已经开启。根据FlightAI预测，五一期间民航国内日均旅客运输量较2019年同期增长约2成，票价较2019年涨幅约3成。我们认为本轮周期上行基础比2000年来历次情况更为扎实，有望首次出现供需双兑现，周期的高度和长度值得期待。

吉祥航空作为国内运营实力领先的民营航司，通过吉祥、九元双品牌全方位布局全服务与低成本两大赛道。2020-2022年疫情期间公司保持温和运力扩张并积极拓展一线机场业务资源，2023夏秋航季在一类机场时刻量较2019年增长31.85%。伴随737MAX机型在今年恢复运营，九元的飞机引进工作有望回归正轨。此外宽体机日利用率在国际线有序增班背景下将逐步提升，进而共同助力公司在后疫情时代重回高速成长期。周期上行背景下，公司 $\alpha$ 与 $\beta$ 兼备，建议积极布局。

■ **盈利预测和投资评级：**我们看好本轮周期上行阶段的航空业价格弹性，并上调对公司业绩预期。预计公司2023-2025年营收分别为208.68亿元、272.42亿元、281.57亿元，归母净利润分别为12.65亿元、34.52亿元、31.15亿元，对应PE分别为31.37倍、11.50倍、12.74倍，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**(1) 永久性亏损风险：现金流断裂导致破产、大规模增发导致股份被动大幅稀释；(2) 阶段性冲击风险：宏观层面，经济大幅波动，疫情再度爆发，重大自然灾害；行业层面，重大政策变动，航空事故，行业竞争加剧等；公司层面：运力引进不及预期，成本控制不及预期等；(3) 若本报告数据与实际披露数据存在误差，以公司公告为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8210	20868	27242	28157
增长率(%)	-30	154	31	3
归母净利润(百万元)	-4148	1265	3452	3115
增长率(%)	-769	131	173	-10
摊薄每股收益(元)	-1.87	0.57	1.56	1.41
ROE(%)	-43	12	24	18
P/E		31.37	11.50	12.74
P/B	3.75	3.67	2.78	2.28
P/S	4.36	1.90	1.46	1.41
EV/EBITDA		11.72	7.18	6.96

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：吉祥航空盈利预测表

证券代码:	603885		股价:	17.93	投资评级:	买入	日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>				
ROE	-43%	12%	24%	18%	EPS	-2.03	0.57	1.56	1.41
毛利率	-36%	14%	21%	19%	BVPS	4.31	4.88	6.44	7.85
期间费率	37%	11%	9%	9%	<b>估值</b>				
销售净利率	-51%	6%	13%	11%	P/E		31.37	11.50	12.74
<b>成长能力</b>					P/B	3.75	3.67	2.78	2.28
收入增长率	-30%	154%	31%	3%	P/S	4.36	1.90	1.46	1.41
利润增长率	-769%	131%	173%	-10%					
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.18	0.41	0.49	0.49	营业收入	8210	20868	27242	28157
应收账款周转率	17.45	14.11	17.60	17.81	营业成本	11164	17965	21555	22908
存货周转率	39.31	64.59	520.66	73.65	营业税金及附加	11	10	6	4
<b>偿债能力</b>					销售费用	378	619	868	988
资产负债率	79%	79%	74%	70%	管理费用	546	595	752	803
流动比	0.19	0.38	0.54	0.67	财务费用	2076	1058	871	755
速动比	0.15	0.33	0.49	0.57	其他费用/(-收入)	68	70	65	80
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润	-5495	1495	4414	3964
现金及现金等价物	1297	2111	5290	6750	营业外净收支	10	196	197	196
应收款项	471	1479	1548	1581	利润总额	-5485	1691	4610	4161
存货净额	209	323	52	382	所得税费用	-1316	423	1153	1040
其他流动资产	1375	4575	4936	3392	净利润	-4169	1269	3458	3120
<b>流动资产合计</b>	<b>3351</b>	<b>8488</b>	<b>11826</b>	<b>12105</b>	少数股东损益	-22	3	6	5
固定资产	12225	13979	15801	17497	归属于母公司净利润	-4148	1265	3452	3115
在建工程	6062	6343	6540	6678	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	23507	22607	21807	21103	经营活动现金流	208	5192	7577	11289
长期股权投资	2	2	2	2	净利润	-4148	1265	3452	3115
<b>资产总计</b>	<b>45147</b>	<b>51419</b>	<b>55976</b>	<b>57386</b>	少数股东权益	-22	3	6	5
短期借款	10843	10843	10843	4843	折旧摊销	2744	3532	4054	4082
应付款项	1110	2766	1334	3334	公允价值变动	-2	0	0	0
预收帐款	0	1060	1385	1435	营运资金变动	842	-19	-561	3470
其他流动负债	5907	7495	8200	8440	投资活动现金流	-1734	-4211	-4989	-4962
<b>流动负债合计</b>	<b>17860</b>	<b>22163</b>	<b>21762</b>	<b>18051</b>	资本支出	-1687	-4615	-5074	-5015
长期借款及应付债券	3625	3125	3125	3125	长期投资	-46	305	-1	8
其他长期负债	14093	15293	16793	18793	其他	0	98	86	45
<b>长期负债合计</b>	<b>17718</b>	<b>18418</b>	<b>19918</b>	<b>21918</b>	筹资活动现金流	1588	-181	589	-4858
<b>负债合计</b>	<b>35577</b>	<b>40581</b>	<b>41680</b>	<b>39969</b>	债务融资	694	700	1500	-4000
股本	2214	2214	2214	2214	权益融资	3284	0	0	0
股东权益	9570	10838	14296	17416	其它	-2390	-881	-911	-858
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>45147</b>	<b>51419</b>	<b>55976</b>	<b>57386</b>	现金净增加额	84	799	3177	1469

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4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，3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，3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：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1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，深度价值导向，主攻机场航空板块。

## 【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】

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。