

**评级：买入（维持）**

市场价格：15.75 元

分析师：杜冲

执业证书编号：S0740522040001

电话：

Email: duchong@zts.com.cn

联系人：李晶莹

电话：

Email: lidy@zts.com.cn

**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 2,214  |
| 流通股本(百万股) | 2,214  |
| 市价(元)     | 15.75  |
| 市值(百万元)   | 34,871 |
| 流通市值(百万元) | 34,871 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《双品牌协同运行，精细化管控绩效》—吉祥航空首次覆盖报告 2023.2.23

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2021A  | 2022A  | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 11,767 | 8,210  | 16,656 | 18,602 | 22,103 |
| 增长率 yoy%  | 16%    | -30%   | 103%   | 12%    | 19%    |
| 净利润(百万元)  | -498   | -4,148 | 1,212  | 1,839  | 4,258  |
| 增长率 yoy%  | -5%    | -734%  | 129%   | 52%    | 131%   |
| 每股收益(元)   | -0.22  | -1.87  | 0.55   | 0.83   | 1.92   |
| 每股现金流量    | 0.70   | 0.09   | 1.39   | 1.70   | 2.66   |
| 净资产收益率    | -5%    | -43%   | 11%    | 14%    | 24%    |
| P/E       | -70.1  | -8.4   | 28.8   | 19.0   | 8.2    |
| P/B       | 3.5    | 3.7    | 3.1    | 2.7    | 2.0    |

备注：股价为 2023 年 05 月 26 日收盘价

**报告摘要**

- 经营管理表现优异。1) 财务指标行业领先。**公司 ROE 处行业领先水平，2023 年 Q1 归母净利润 1.65 亿元，ROE1.75%，率先转正。资产周转率较高，资产负债率处行业低位。2019 年，公司资产周转率 0.61，仅次于华夏航空的 0.62。截至 2023 年 Q1，公司资产负债率 79%，低于三大航及海航控股。2019-2022 年负债规模扩大，2022 年底公司美元负债 17.65 亿美元，美元敞口可控。**2) 票价向三大航靠拢。**2016-2019 年，由吉祥运营的 A320 客收从 0.46 元增加到 0.50 元，与中国东航（0.50 元）、南方航空（0.49 元）接近。由九元运营的 B737 客收从 0.32 元上升到 0.37 元，与春秋航空接近。由吉祥运营的 B787 客收较高，2018-2019 年分别为 0.6 元、0.56 元。**3) 成本比肩春秋航空。**2015-2022 年，公司平均单位 ASK 扣油成本 0.24 元，略高于春秋航空（0.21 元），低于三大航平均（0.34 元）。
- 疫后经营恢复领先。1) 787: 平均航距拉长，日利用率提升。**公司于 2018 年引进 787，目前共有 6 架 787，公司不断优化 787 执飞航线以提高利用率，2019 年日利用率提升至 11.35 小时。2020 年 10 月，公司开通疫后首条洲际航线郑州-赫尔辛基，2021、2022 年国际航线航距分别拉长至 4075、3920 公里。2023 年至今，787 平均日利用率 8.55 小时，显著高于行业。**2) 运力：国内占比提高，加速复苏进程。**得益于公司在国内航线的优势，以及国际航线航距拉长，2023 年 1-4 月，公司 ASK、RPK 恢复至 2019 年同期的 108.86%、102.38%，行业领先；平均客座率 80.12%，仅次于春秋航空。
- 航网时刻质量提升。1) 吉祥航空：深耕上海、南京基地，聚焦高端旅客。**上海、南京均为国内重要商旅城市，2023 年夏秋航季，吉祥航空在上海浦东、虹桥、南京禄口的国内时刻较 2018 年涨幅分别达到 29.97%、4.74%、53.15%；国内时刻市占率分别达 12.19%、9.50%、10.80%。公司还加密了上海虹桥-海口美兰、上海虹桥-厦门高崎等热门城市的航线，进一步提升虹桥航线品质。此外，2023 年夏秋航季，公司在太原武宿、长春龙嘉、南宁吴圩、广州白云、武汉天河机场等 2019 年千万级旅客吞吐量机场的时刻增幅较 2018 年夏秋航季涨幅超 100%。**2) 九元航空：经营恢复较快，全天候时刻大幅增加。**从恢复速度看，2023 年 1-4 月，九元航空执飞航班量、可用座位数分别恢复至 2019 年同期的 106.24%、106.20%。2023 年 3-4 月，平均飞机日利用率分别为 8.2 小时、9 小时，高于 2019 年的 7.7 小时和 7.9 小时。从时刻总量看，2023 年夏秋航季，九元航空国内时刻总量较 2018 年增幅 114%。从通航机场看，九元航空国内通航点数量从 2018 年夏秋航季的 23 个增加到 2023 年的 60 个。从时刻分布看，除 23-24 时、1-6 时外，九元航空全天候时刻均有大幅增加，其中 0-1 时、7-8 时、10-11 时、17-18 时、21-22 时时时刻量增幅分别为 660%、200%、319%、535%、1414%。
- 盈利预测、估值及投资评级。**公司有望保持在财务管理、运行效率、成本管控等方面的历史优势。随着市场逐步恢复，787 的日利用率有望继续提升。公司已于 2023 年 Q1 率先实现扭亏为盈，在航空票价不断上升的背景下，叠加吉祥九元航网及时刻质量的提升，公司业绩有望在暑运旺季进一步向上突破。我们维持此前对公司的盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 167、186、221 亿元人民币，实现归母净利润分别为 12、18、43 亿元，同比增速分别为 129%、52%、131%，维持“买入”评级。
- 风险提示。**宏观经济下行风险、油价上涨风险、汇率波动风险、研报使用信息数据更新不及时风险。

## 投资主题

### 报告亮点

1. 通过分析公司疫情后公司经营恢复情况，厘清公司 787 客机规划发展历程，明确 2023 年公司 787 客机日利用率及公司整体恢复情况行业领先；
2. 通过分析公司航网及时刻，明确吉祥航空深耕上海、南京基地，聚焦高端旅客的战略以及九元航空经营恢复较快、全天候时刻大幅增加的优势。

### 投资逻辑

基于分析，我们对于吉祥航空优势及基本面的变化进行了总结：

1. 公司经营管理表现优异，财务指标行业领先，票价向三大航靠拢，成本比肩春秋航空；
2. 公司疫后经营恢复领先，引进 787 后，国际航线平均航距拉长，且公司不断提升 787 日利用率。得益于公司较高的国内运力占比，公司复苏进程居行业首位。
3. 公司奉行双品牌战略，未来发展可期。吉祥航空深耕上海、南京，聚焦高端旅客，九元航空经营恢复较快，全天候时刻大幅增加。

### 关键假设、估值与盈利预测

我们维持此前对公司的盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 167、186、221 亿元人民币，实现归母净利润分别为 12、18、43 亿元，同比增速分别为 129%、52%、131%，维持“买入”评级。

## 内容目录

|                               |        |
|-------------------------------|--------|
| 经营管理表现优异 .....                | - 5 -  |
| 财务指标行业领先 .....                | - 5 -  |
| 票价向三大航靠拢 .....                | - 8 -  |
| 成本比肩春秋航空 .....                | - 9 -  |
| 疫后经营恢复领先 .....                | - 11 - |
| 787: 平均航距拉长, 日利用率提升 .....     | - 11 - |
| 运力: 国内占比较高, 加速复苏进程 .....      | - 14 - |
| 航网时刻质量提升 .....                | - 15 - |
| 吉祥航空: 深耕上海、南京基地, 聚焦高端旅客 ..... | - 15 - |
| 九元航空: 经营恢复较快, 全天候时刻大幅增加 ..... | - 17 - |
| 估值及投资建议 .....                 | - 21 - |
| 风险提示 .....                    | - 22 - |

## 图表目录

|   |        |
|---|--------|
| 图表 1: 2012-2023Q1 吉祥航空杜邦分析 .....            | - 5 -  |
| 图表 2: 2012-2023 年 Q1 公司 ROE 处行业领先 (%) ..... | - 5 -  |
| 图表 3: 2023 年 Q1 公司 ROE 率先转正 (%) .....       | - 5 -  |
| 图表 4: 2012-2023 年 Q1 公司资产周转率领先 (%) .....    | - 6 -  |
| 图表 5: 2012-2023 年 Q1 公司净利率领先 (%) .....      | - 6 -  |
| 图表 6: 2013-2022 年资产负债率 (%) .....            | - 6 -  |
| 图表 7: 2023 年 Q1 各航司资产负债率 (%) .....          | - 6 -  |
| 图表 8: 2015-2022 年公司债务规模及结构变化 (亿元人民币) .....  | - 7 -  |
| 图表 9: 人民币兑美元汇率贬值 1% 导致吉祥净利润减少的金额 (万元) ..... | - 7 -  |
| 图表 10: 人民币兑美元汇率贬值 1% 导致可比公司净利润减少的金额 .....   | - 7 -  |
| 图表 11: 2015-2022 年公司客公里收入变化 (元) .....       | - 8 -  |
| 图表 12: 2015-2022 年公司座公里收入变化 (元) .....       | - 8 -  |
| 图表 13: 2016-2022 年分机型客收 (元) .....           | - 9 -  |
| 图表 14: 2015-2022 年各航司 ASK 同比增速 .....        | - 9 -  |
| 图表 15: 2015-2022 年各航司 RPK 同比增速 .....        | - 9 -  |
| 图表 16: 2015-2019 年各航司 ASK 复合增速 .....        | - 10 - |
| 图表 17: 2015-2019 年各航司 RPK 复合增速 .....        | - 10 - |
| 图表 18: 2012-2022 年各航司营业成本同比增速 .....         | - 10 - |
| 图表 19: 2015-2019 年各航司营业成本复合增速 .....         | - 10 - |
| 图表 20: 2015-2022 年公司单位 ASK 扣油成本 .....       | - 11 - |

|   |        |
|---|--------|
| 图表 21: 2019-2023 年公司 787 国内航线变化情况.....          | - 12 - |
| 图表 22: 2019 年公司 787 国际航线执飞变化情况.....             | - 12 - |
| 图表 23: 2014-2022 年公司平均航距变化 (单位: 公里) .....       | - 13 - |
| 图表 24: 2023 年各航司宽体机利用率 (小时) .....               | - 13 - |
| 图表 25: 2014-2023 年吉祥航空运力分布 .....                | - 14 - |
| 图表 26: 2014-2023 年春秋航空运力分布 .....                | - 14 - |
| 图表 27: 2023 年 1-4 月公司 ASK、RPK 较 2019 年恢复情况..... | - 15 - |
| 图表 28: 2023 年 1-4 月公司客座率恢复情况.....               | - 15 - |
| 图表 29: 2022 国内热门差旅目的地及航线.....                   | - 16 - |
| 图表 30: 2018-2023 年夏秋航季吉祥航空上海及南京时刻市占率变化.....     | - 16 - |
| 图表 31: 2023 年夏秋航季吉祥航空加密上海虹桥部分航线.....            | - 17 - |
| 图表 32: 2018-2023 年吉祥航空时刻增长较快机场.....             | - 17 - |
| 图表 33: 2023 年 1-4 月九元航空飞机日利用率 (小时) .....        | - 18 - |
| 图表 34: 2023 年 1-4 月九元航空可用座位数、执飞航班总数恢复情况.....    | - 18 - |
| 图表 35: 九元航空时刻增幅明显.....                          | - 18 - |
| 图表 36: 2018-2023 年夏秋航季九元航空国内通航点变化情况 .....       | - 19 - |
| 图表 37: 2018、2023 年夏秋九元航空时刻分布情况.....             | - 20 - |
| 图表 38: 2018-2023 年夏秋航季九元航空部分机场时刻增幅明显.....       | - 20 - |
| 图表 39: 可比公司估值表.....                             | - 21 - |

## 经营管理表现优异

### 财务指标行业领先

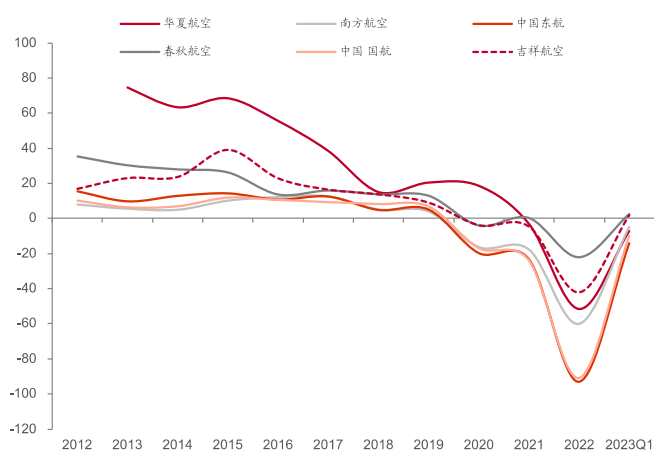
- **公司 ROE 处行业领先地位。**公司 ROE 在 2015 年达到高点（39%），后逐年降低，但近年来仍处于行业领先地位。以 2019 年为例，公司 ROE 8.91%，低于华夏航空的 20.47%、春秋航空的 12.98%，但高于三大航。
- **2023 年 Q1，公司 ROE 率先转正。**2023 年 Q1，公司实现归母净利润 1.65 亿元，ROE1.75%，公司 ROE 低于海航控股的 9.09%、春秋航空的 2.56%，但优于三大航及华夏航空。

图表 1：2012-2023Q1 吉祥航空杜邦分析

|                | 2012  | 2013  | 2014  | 2015 | 2016  | 2017  | 2018  | 2019 | 2020  | 2021  | 2022   | 2023Q1 |
|----------------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-------|--------|--------|
| 净资产收益率(ROE)(%) | 16.75 | 22.91 | 23.55 | 39   | 22.72 | 16.29 | 13.64 | 8.91 | -3.99 | -4.76 | -42.33 | 1.75   |
| 销售净利率          | 5.16  | 5.71  | 6.24  | 12.6 | 12.59 | 10.89 | 8.63  | 6.04 | -4.81 | -4.23 | -50.78 | 3.75   |
| 权益乘数           | 4.08  | 4.2   | 3.91  | 3.97 | 2.8   | 2.31  | 2.31  | 2.45 | 2.76  | 3.64  | 4.54   | 4.81   |
| 资产周转率          | 0.8   | 0.95  | 0.94  | 0.76 | 0.65  | 0.66  | 0.69  | 0.61 | 0.31  | 0.31  | 0.18   | 0.1    |

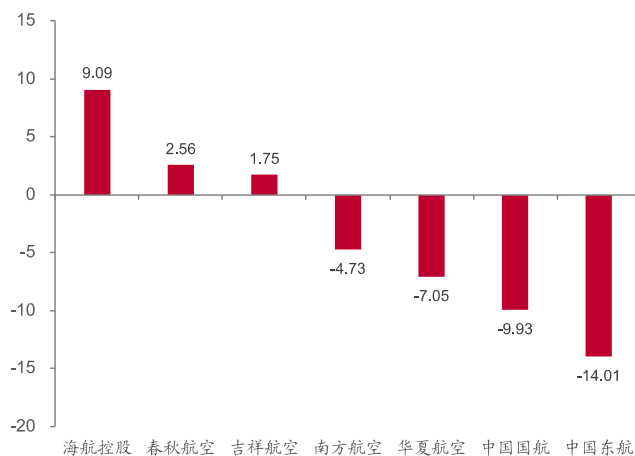
来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：2012-2023 年 Q1 公司 ROE 处行业领先 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

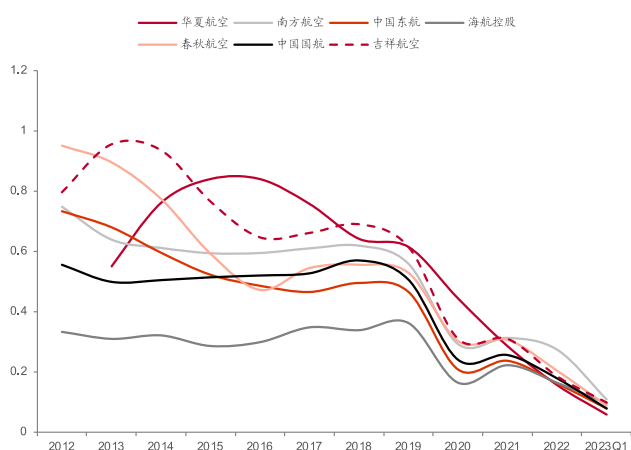
图表 3：2023 年 Q1 公司 ROE 率先转正 (%)



来源：wind、中泰证券研究所

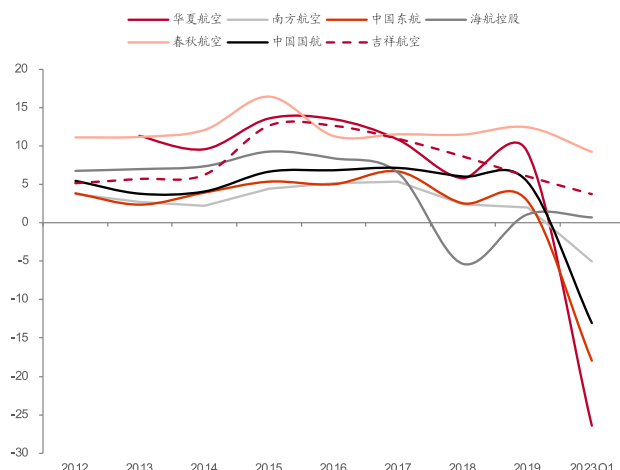
- **资产周转率近年来处于行业领先地位。**以 2019 年为例，公司资产周转率 0.6136，仅次于华夏航空的 0.6151，高于南方航空的 0.5578、春秋航空的 0.5292、国航的 0.5063 和中国东航的 0.4651。
- **净利率近年来处于行业领先地位。**以 2019 年为例，公司净利率 6.04%，仅次于春秋航空的 12.42%、华夏航空的 9.29%，高于三大航及海航控股。2023 年 Q1，公司净利率 3.75%，仅次于春秋航空（9.21%）。

图表 4: 2012-2023 年 Q1 公司资产周转率领先 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

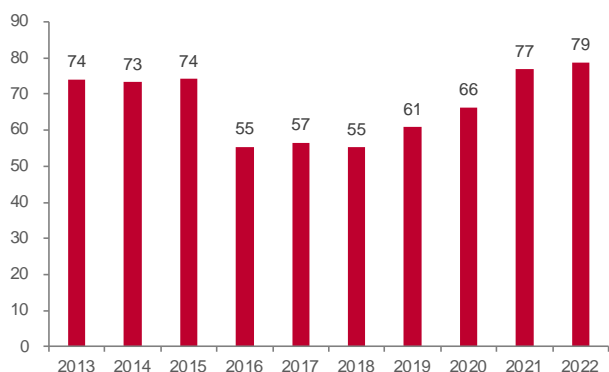
图表 5: 2012-2023 年 Q1 公司净利率领先 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

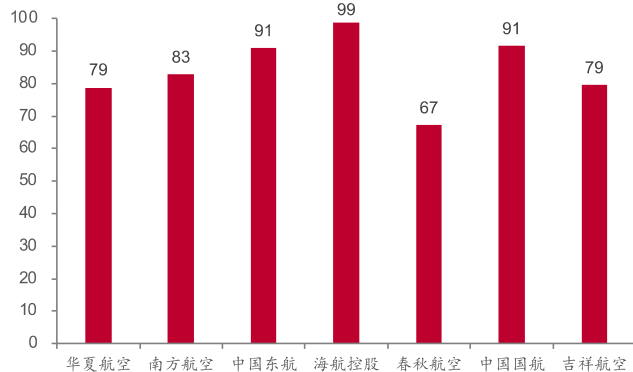
- 公司资产负债率维持在业内较低水平。2016-2019 年，公司资产负债率从 55% 上升至 61%。新冠疫情后，公司资产负债率上升速度加剧。2022 年底公司资产负债率达 79%，但仍处于行业内较好水平。截至 2023 年 Q1，公司资产负债率 79%，与华夏航空持平，高于春秋航空的 67%，低于南方航空的 83%、中国东航和国航的 91% 以及海航控股的 99%。

图表 6: 2013-2022 年资产负债率 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

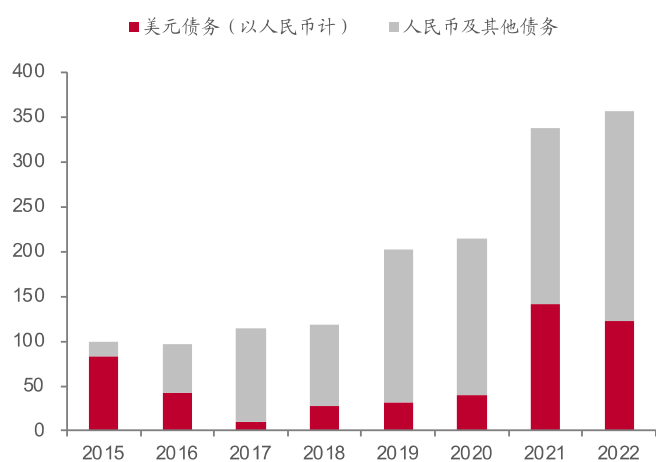
图表 7: 2023 年 Q1 各航司资产负债率 (%)



来源: wind、中泰证券研究所

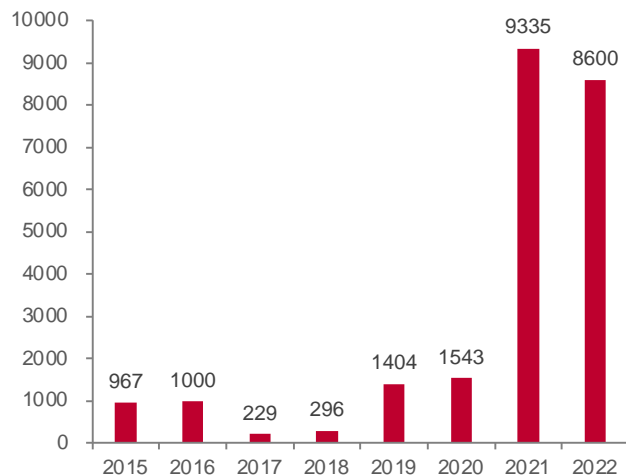
- 2019-2022 年公司负债规模扩大，但美元敞口可控。2019-2022 年，公司负债规模上升较快，2022 年底公司负债规模 355.77 亿元。2021 年公司实行新租赁准则，美元负债规模上升。2021 年底，若人民币兑美元汇率贬值 1%，将导致公司净利润减少 9335 万元人民币。2022 年底，公司尽力减少美元敞口，美元负债从 22.12 亿美元下降至 17.65 亿美元。根据公司披露，若人民币兑美元汇率贬值 1%，将导致公司净利润减少 8600 万元人民币。

图表 8: 2015-2022 年公司债务规模及结构变化 (亿元 人民币)



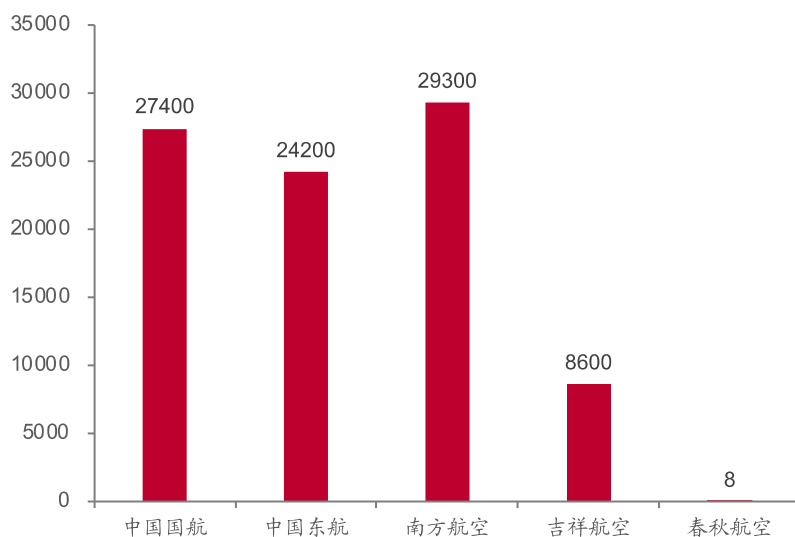
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 9: 人民币兑美元汇率贬值 1% 导致吉祥净利润减少的金额 (万元)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 10: 人民币兑美元汇率贬值 1% 导致可比公司净利润减少的金额



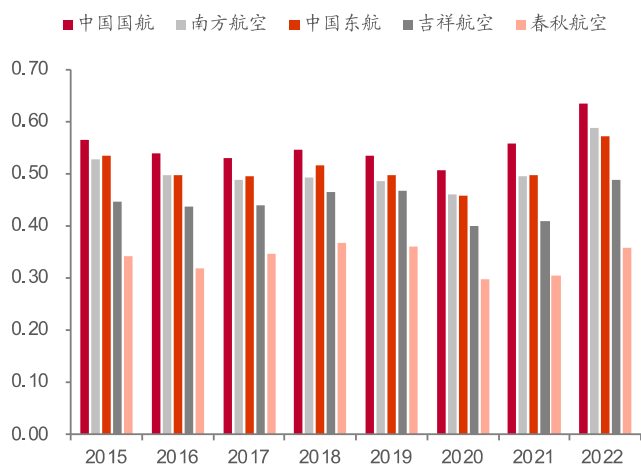
来源: 公司年报、中泰证券研究所

备注: 数据为 2022 年, 单位为万元

### 票价向三大航靠拢

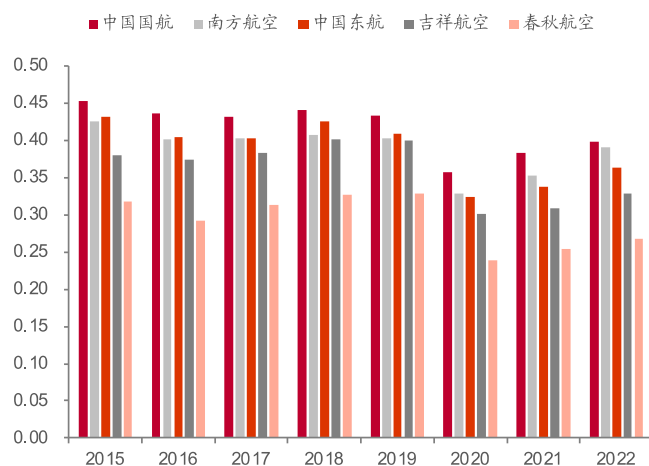
- 公司 2015-2022 年客公里收入始终高于春秋航空 0.1 元。公司 2018-2019 年客公里收入保持在 0.47 元，与三大航的差距缩小。2022 年公司客公里收入上升至 0.49 元。分机型看：
  - 2016-2019 年,公司 A320 机型的客公里收入从 0.46 元增加到 0.50 元。A320 机型由吉祥航空本部（全服务航空）运行，票价向全服务航空靠拢。2019 年，南方航空、中国东航的客公里收入分别为 0.49 元、0.50 元，若仅看公司 A320 客公里收入，则高于南方航空 0.01 元，与中国东航持平。
  - 2016-2019 年,公司 B737 机型的客公里收入从 0.32 元上升至 0.37 元。公司 B737 机型由低成本航空九元航空运行。公司 B737 客公里收入与低成本航空春秋航空差异不大。2016-2019 年，春秋航空的客公里收入在 0.32 元-0.37 元之间波动。
  - B787 宽体机客公里收入较高。2018-2019 年，公司 B787 机型的客公里收入分别为 0.6 元、0.56 元，高于公司窄体机客公里收入。2020-2022 年，B787 的客收分别为 0.9 元、0.8 元、1.77 元。
- 公司 2015-2022 年座公里收入与三大航差距缩小且始终高于春秋航空。2018-2019 年，公司座公里收入与中国东航的差距分别为 0.02 元、0.01 元，与南方航空的差距分别为 0.006 元、0.004 元，差距进一步缩小。

图表 11: 2015-2022 年公司客公里收入变化 (元)



来源：公司年报、中泰证券研究所

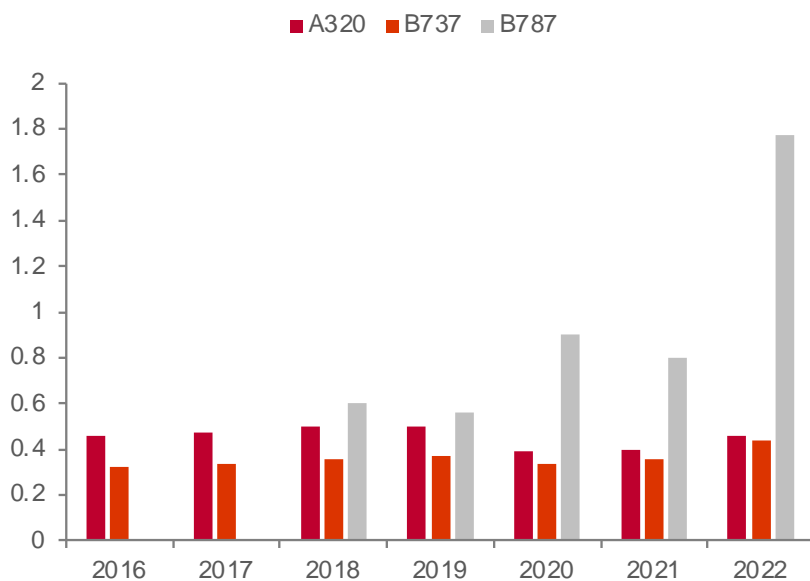
图表 12: 2015-2022 年公司座公里收入变化 (元)



来源：公司年报、中泰证券研究所



图表 13: 2016-2022 年分机型客收 (元)

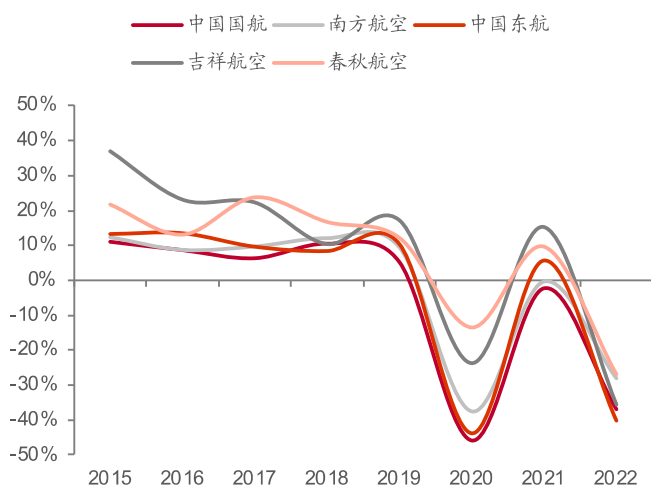


来源: 公司年报、中泰证券研究所

### 成本比肩春秋航空

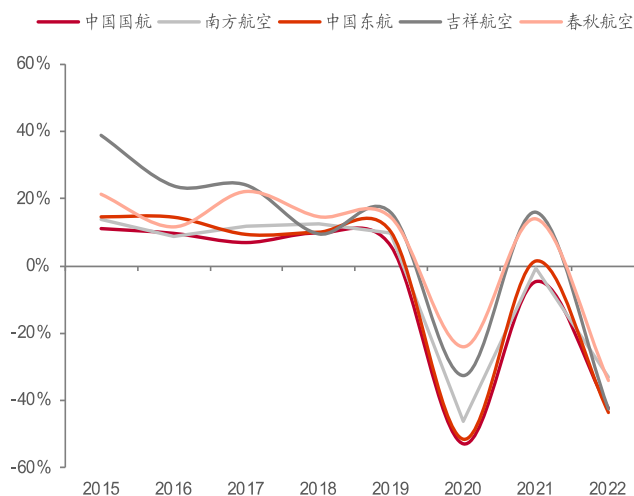
- 2015-2019 年, 公司可用座公里、旅客周转量同比增速均处于行业领先地位。可用座公里五年 CAGR 为 21.67%, 居于行业首位, 高于第二名春秋航空的 17.36%; 旅客周转量五年 CAGR 22.03%, 居于行业首位, 远高于第二名春秋航空的 16.79%。
- 由于公司可用座公里、旅客周转量同比增速较快, 导致公司营业成本高增速。2015-2019 年, 公司营业成本复合增速 21.65%, 居行业首位, 高于第二名春秋航空的 16.00%。

图表 14: 2015-2022 年各航司 ASK 同比增速



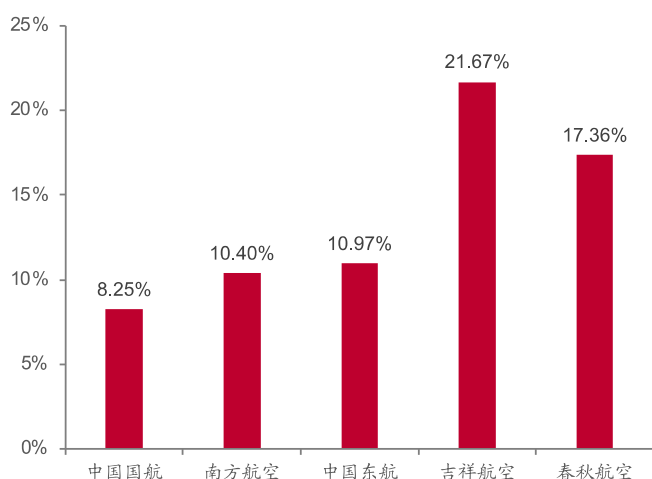
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 15: 2015-2022 年各航司 RPK 同比增速



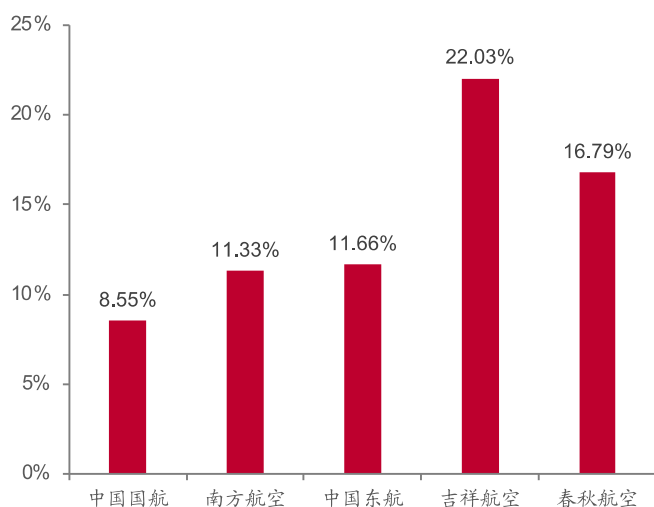
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 16: 2015-2019 年各航司 ASK 复合增速



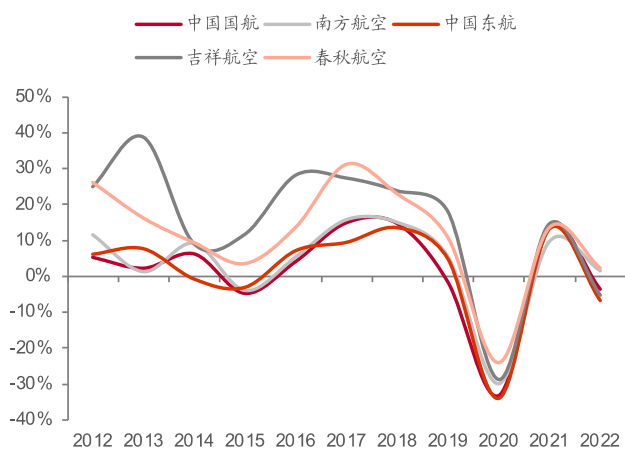
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 17: 2015-2019 年各航司 RPK 复合增速



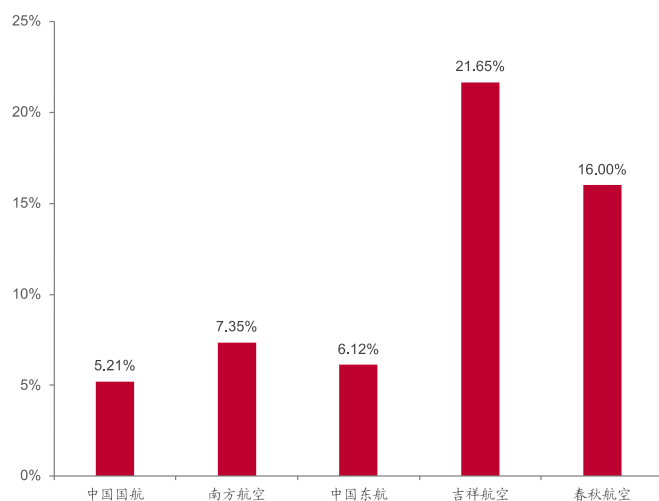
来源: 公司年报、中泰证券研究所

图表 18: 2012-2022 年各航司营业成本同比增速



来源: wind、中泰证券研究所

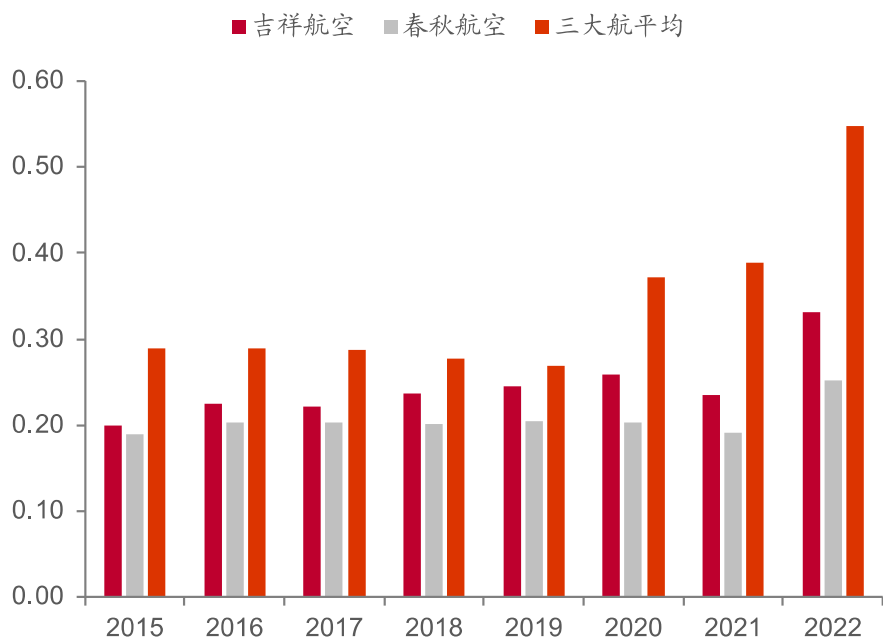
图表 19: 2015-2019 年各航司营业成本复合增速



来源: wind、中泰证券研究所

- 虽然公司营业成本复合增速较高, 但座公里扣油成本始终低于三大航。2015-2022 年, 公司平均单位 ASK 扣油成本 0.24 元, 高于春秋航空的 0.21 元, 远低于三大航平均的 0.34 元。

图表 20: 2015-2022 年公司单位 ASK 扣油成本



来源：公司年报、中泰证券研究所

## 疫后经营恢复领先

### 787：平均航距拉长，日利用率提升

- 公司于 2018 年中开始引进 787 宽体机，2018-2019 年，787 的日利用率持续提升。截至 2022 年底，公司共有 6 架 787 宽体机。2018-2019 年，公司 787 平均日利用率从 8.71 小时提升至 11.35 小时。

- 2018 年来，公司不断优化 787 执飞航线以提升日利用率。
  - 2019 年夏秋航季，787 的飞行航线包括深圳宝安-上海虹桥（7 班/周）、上海虹桥-成都双流（7 班/周）、上海浦东-赫尔辛基（5 月 27 日开始执行，14 班/周）。
  - 2019 年冬春航季，公司进一步优化 787 执飞航线。在国内航线上，公司新增了上海虹桥-北京大兴、上海虹桥-广州白云、珠海金湾-上海虹桥航线，加密了上海虹桥-成都双流、上海虹桥-深圳宝安航线。国际航线方面，公司新增了上海浦东-大阪、上海浦东-东京成田航线。
  - 2020-2022 年疫情期间，受“五个一”政策影响，公司增加了 787 在国内热门城市的执飞航线以提高飞机利用率。

**图表 21：2019-2023 年公司 787 国内航线变化情况**

| 航线         | 19 夏秋 | 20 夏秋 | 21 夏秋 | 22 夏秋 | 23 夏秋 | 19 冬春 | 20 冬春 | 21 冬春 | 22 冬春 |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 重庆江北-上海虹桥  |       |       | 6     |       |       |       |       |       |       |
| 重庆江北-上海浦东  |       |       | 6     | 2     |       |       |       |       |       |
| 上海虹桥-北京大兴  |       | 4     | 4     |       |       | 28    |       |       |       |
| 上海虹桥-成都双流  | 7     | 17    | 22    |       |       | 28    |       |       |       |
| 上海虹桥-成都天府  |       |       |       | 14    |       |       |       | 7     | 14    |
| 上海虹桥-广州白云  |       |       | 56    | 70    |       | 28    |       |       | 42    |
| 上海虹桥-贵阳龙洞堡 |       | 7     | 6     |       |       |       |       |       |       |
| 上海虹桥-三亚凤凰  |       |       |       | 7     |       |       |       |       | 14    |
| 上海虹桥-厦门高崎  |       |       | 14    | 14    |       |       |       |       |       |
| 上海浦东-大连周水子 |       |       |       |       | 7     |       |       |       |       |
| 深圳宝安-上海虹桥  | 7     | 7     | 42    | 49    |       | 34    | 7     |       | 35    |
| 珠海金湾-上海虹桥  |       |       |       |       |       | 14    |       |       |       |

来源：preflight、中泰证券研究所

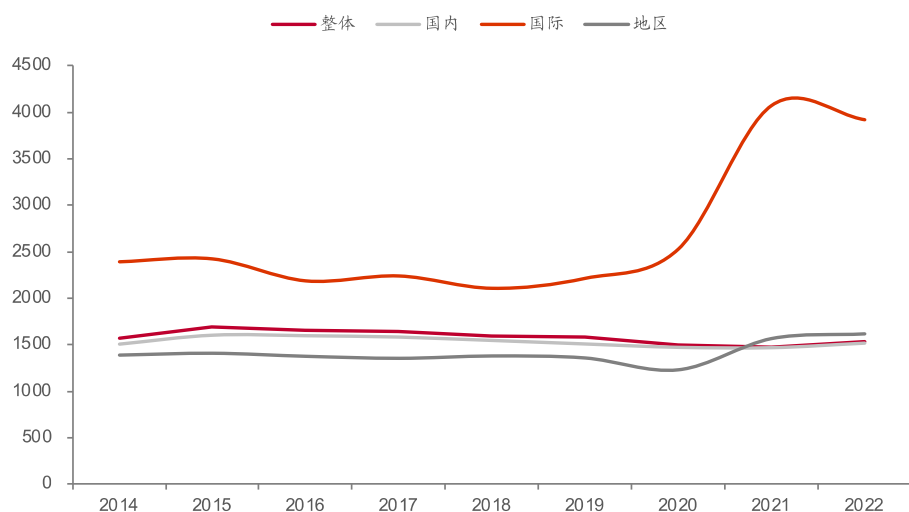
**图表 22：2019 年公司 787 国际航线执飞变化情况**

| 航线        | 19 夏秋 | 19 冬春 |
|-----------|-------|-------|
| 上海浦东-赫尔辛基 | 14    | 6     |
| 上海浦东-大阪   |       | 14    |
| 上海浦东-东京成田 |       | 14    |

来源：preflight、中泰证券研究所

- 2020 年 10 月，公司开通了疫后首条洲际航线郑州-赫尔辛基，后国际航线平均航距增长明显。2014 年-2019 年，公司的平均航距从 1574 公里增长至 1579 公里。2020-2022 年疫情期间，公司的平均航距略有下降。2020 年 10 月，公司开通了疫后首条郑州-赫尔辛基洲际航线，国际航线平均航距增幅明显。2021、2022 年公司国际航线平均航距分别为 4075 公里、3920 公里。

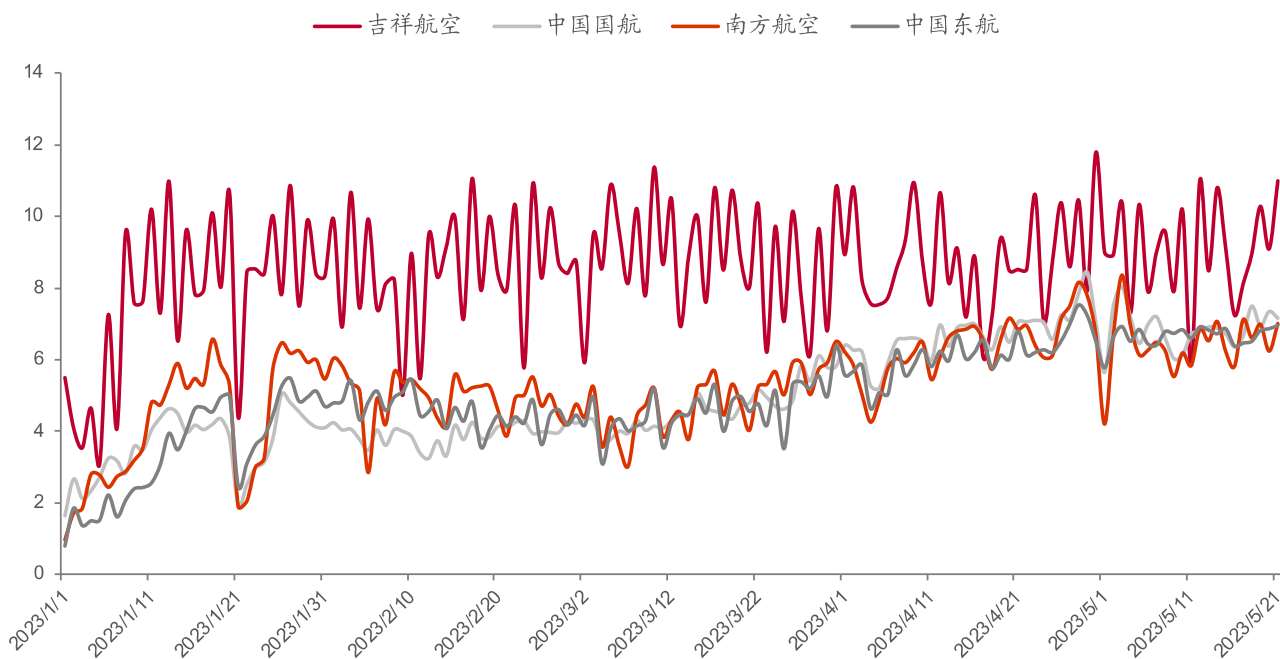
图表 23: 2014-2022 年公司平均航距变化 (单位: 公里)



来源: 公司年报、中泰证券研究所

- **2023 年 787 宽体机利用率有望进一步恢复。**2023 年截至 5 月 21 日, 公司宽体机平均利用率 8.55 小时, 已接近 2018 年宽体机利用率水平 (8.71 小时), 显著高于目前行业水平。随着国际航线的进一步恢复, 公司宽体机利用水平有望进一步提升。

图表 24: 2023 年各航司宽体机利用率 (小时)



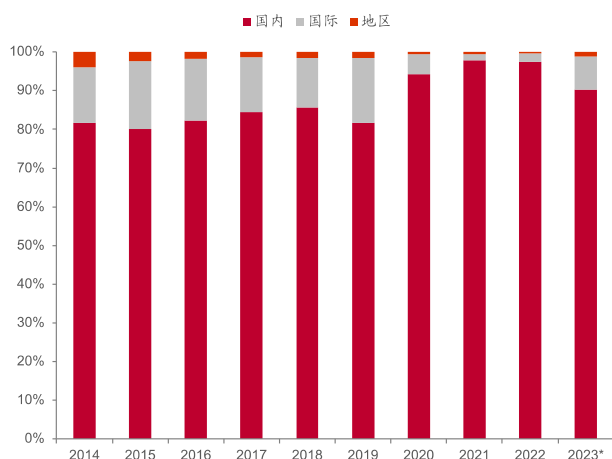
来源: 航班管家、中泰证券研究所

备注: 三大航数据为 CA、CZ、MU 口径

运力：国内占比较高，加速复苏进程

- 疫情前，公司国内航线运力占比高，在目前国内恢复快于国际的情况下，公司恢复速度行业领先。2019年，公司82%的运力投放于国内市场，17%的运力投放于国际市场，与同为民营航司的春秋航空比，国内运力投放显著高于国际。2023年1-4月，公司国内、国际的运力投放占比分别为90.26%、8.57%，春秋航空国内、国际的运力投放占比分别为89.20%、9.52%。

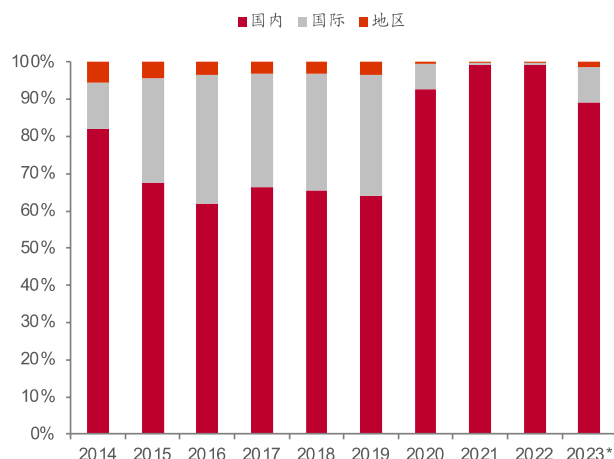
图表 25：2014-2023 年吉祥航空运力分布



来源：公司年报、公司公告、中泰证券研究所

备注：2023 年数据为 1-4 月数据

图表 26：2014-2023 年春秋航空运力分布

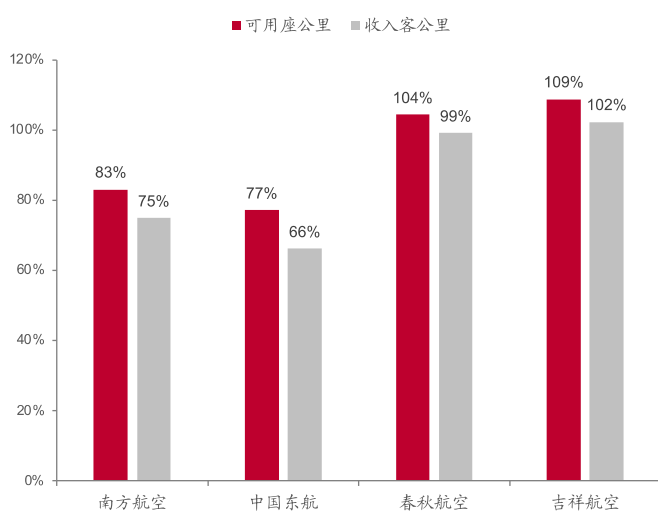


来源：公司年报、公司公告、中泰证券研究所

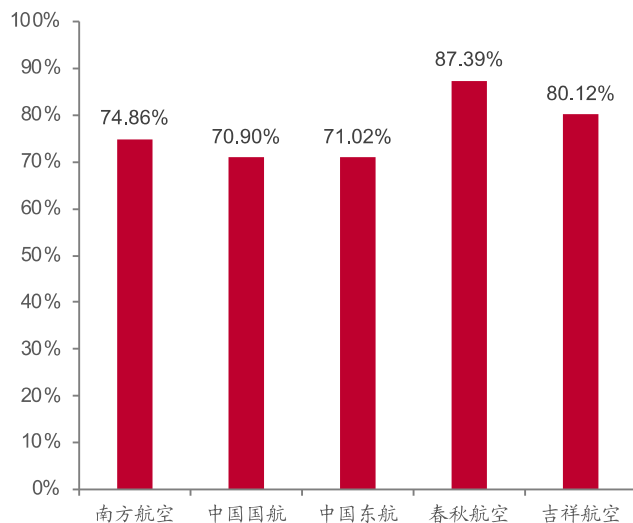
备注：2023 年数据为 1-4 月数据

- 得益于公司在国内航线投放的历史优势，以及公司引进 787 后国际航线的航距拉长，2023 年出行政策放开后，公司可用座公里、旅客周转量、客座率恢复速度行业领先。2023 年 1-4 月，公司可用座公里、旅客周转量平均分别恢复至 2019 年同期的 108.86%、102.38%，恢复速度行业领先。从客座率看，公司 2024 年 1-4 月平均客座率 80.12%，低于春秋航空的 87.39%，但高于南方航空的 74.86%、中国东航的 71.02%、国航的 70.90%。

图表 27: 2023 年 1-4 月公司 ASK、RPK 较 2019 年恢复情况  
 图表 28: 2023 年 1-4 月公司客座率恢复情况



来源: Wind、中泰证券研究所



来源: 公司公告、中泰证券研究所

## 航网时刻质量提升

### 吉祥航空: 深耕上海、南京基地, 聚焦高端旅客

#### ■ 吉祥航空深耕上海主基地并大力发展南京辅基地。

- 吉祥航空以上海为主基地, 上海市场客流量充沛且旅客构成基本定型, 航线网络也基本搭建完毕。2022 年公司重新梳理上海市场的商务合作航线, 解绑市场潜力小的航线, 将资源重点布局于干线, 进一步实现“优质机型、优质资源”的匹配, 凸显虹桥精品航线定位。
- 2016 年, 在上海虹桥、浦东两大机场时刻紧张、资源有限的大背景下, 为了更好地匹配飞机引进与时刻和航线排布, 公司设立南京辅基地。2022 年, 公司进一步完善南京至省会及主要经济城市每日一班以上的干线网络运力建设, 进一步强化公司在长三角区域影响力。

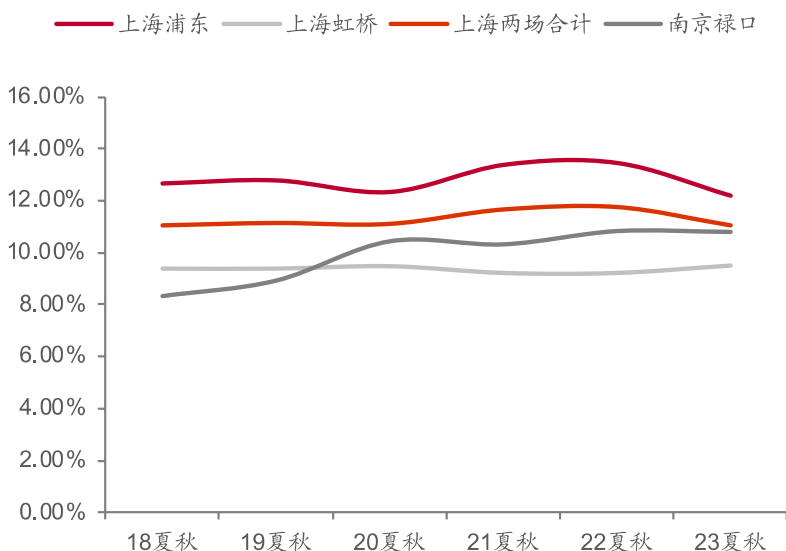
- 上海、南京为国内重要商旅城市。根据携程《2022-2023 商旅管理市场白皮书》, 2022 年, 上海为国内热门商旅城市第一名、南京为国内热门商旅城市第九名, 虹桥国际机场为国内第一热门到达机场, 浦东国际机场为国内第九热门到达机场, 北上广深一线城市往返航线均进入全国前十大热门商旅航线。

**图表 29: 2022 国内热门差旅目的地及航线**

| 排名 | 热门差旅目的地城市 TOP10 | 国内热门差旅 TOP10 航线 |
|----|-----------------|-----------------|
| 1  | 上海              | 上海-北京           |
| 2  | 北京              | 北京-上海           |
| 3  | 广州              | 深圳-上海           |
| 4  | 深圳              | 上海-深圳           |
| 5  | 成都              | 广州-上海           |
| 6  | 杭州              | 上海-广州           |
| 7  | 重庆              | 北京-广州           |
| 8  | 武汉              | 成都-上海           |
| 9  | 南京              | 上海-成都           |
| 10 | 西安              | 广州-北京           |

来源: 携程商旅、中泰证券研究所

- 吉祥航空上海两场时刻占比合计保持在 11%，在南京禄口市占率大幅提升。
  - 与 2018 年夏秋航季相比，2023 年夏秋航季，吉祥航空在上海浦东、上海虹桥的时刻增幅比例分别为 29.97%、4.74%。从市占率看，上海虹桥机场的时刻市占率从 9.37% 提升至 9.50%，上海浦东市场的时刻市占率略有下降，从 12.67% 下降至 12.19%，上海两场时刻合计市占率维持在 11.03%。
  - 与 2018 年夏秋航季相比，2023 年夏秋航季吉祥航空在南京禄口的时刻涨幅达 53.15%，市占率从 8.33% 上升至 10.80%。

**图表 30: 2018-2023 年夏秋航季吉祥航空上海及南京时刻市占率变化**


来源: preflight、中泰证券研究所

备注: 不包含九元航空

- 2023 年夏秋航季，吉祥航空加密涉及上海虹桥的热门航线。与 2018 年夏秋航季比，2023 年夏秋航季，吉祥航空加密了上海虹桥-深圳宝安、



上海虹桥-广州白云的航线，其中，上海虹桥-深圳宝安航线周计划航班量从 56 班增加至 70 班，上海虹桥-广州白云航线周计划航班量从 14 班增加至 70 班。除此之外，吉祥航空新增了上海虹桥-成都天府、加密了上海虹桥-海口美兰、上海虹桥-厦门高崎的航班，上述航线 2023 年夏秋季周计划航班量分别为 56 班、22 班、21 班。

**图表 31: 2023 年夏秋季吉祥航空加密上海虹桥部分航线**

| 航线        | 18 夏秋 | 19 夏秋 | 20 夏秋 | 21 夏秋 | 22 夏秋 | 23 夏秋 |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 上海虹桥-深圳宝安 | 56    | 56    | 56    | 56    | 56    | 70    |
| 上海虹桥-广州白云 | 14    | 14    | 28    | 56    | 70    | 70    |
| 上海虹桥-成都天府 |       |       |       |       | 56    | 56    |
| 上海虹桥-海口美兰 | 1     |       |       | 14    | 14    | 22    |
| 上海虹桥-厦门高崎 |       |       | 15    | 15    | 15    | 21    |

来源：preflight、中泰证券研究所

备注：不包含九元航空

- 除上海、南京外，吉祥航空在部分 2019 年千万级旅客吞吐量机场时刻涨幅超 100%。2023 年夏秋季，吉祥航空在苏南硕放、太原武宿、长春龙嘉、南宁吴圩、广州白云、武汉天河机场的时刻增幅较 2018 夏秋季的涨幅分别达 100%、125%、122%、129%、150%、100%，除苏南硕放机场外，以上机场均为 2019 年千万级旅客吞吐量机场。

**图表 32: 2018-2023 年吉祥航空时刻增长较快机场**

| 机场   | 18 夏秋 | 19 夏秋 | 20 夏秋 | 21 夏秋 | 22 夏秋 | 23 夏秋 | 18vs23  |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| 上海浦东 | 634   | 664   | 820   | 984   | 1042  | 824   | 29.97%  |
| 上海虹桥 | 464   | 464   | 486   | 486   | 486   | 486   | 4.74%   |
| 南京禄口 | 333   | 381   | 484   | 504   | 546   | 510   | 53.15%  |
| 苏南硕放 | 70    | 84    | 112   | 140   | 140   | 140   | 100.00% |
| 太原武宿 | 56    | 56    | 70    | 70    | 112   | 126   | 125.00% |
| 长春龙嘉 | 46    | 60    | 60    | 74    | 84    | 102   | 121.74% |
| 南宁吴圩 | 34    | 36    | 50    | 76    | 104   | 78    | 129.41% |
| 广州白云 | 28    | 28    | 42    | 56    | 70    | 70    | 150.00% |
| 武汉天河 | 28    | 42    | 56    | 56    | 56    | 56    | 100.00% |

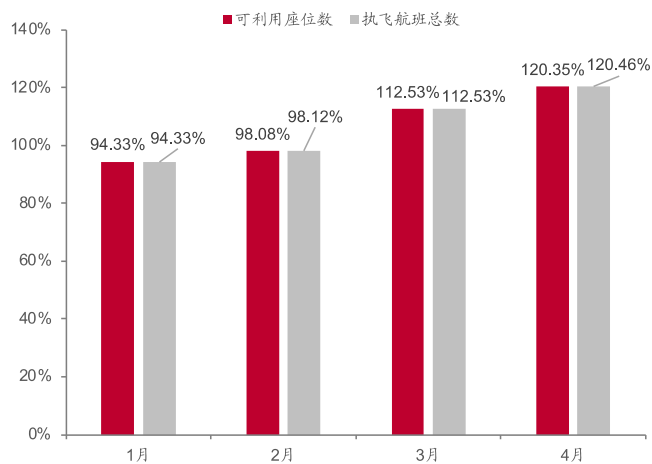
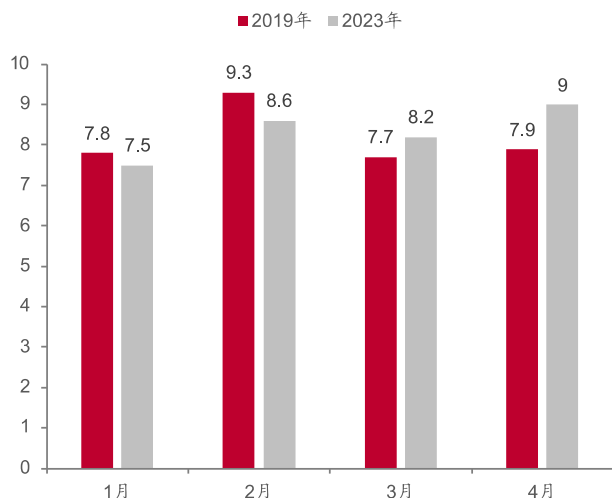
来源：preflight、中泰证券研究所

备注：不包含九元航空

### 九元航空：经营恢复较快，全天候时刻大幅增加

- 公司旗下九元航空定位低成本航空，主要为价格敏感的旅客群体提供安全、经济、便捷的航空运输服务。公司主基地位于广州白云国际机场，也是除南方航空外，唯一一家以广州为主运营基地的航空客运公司。
- 自 2023 年出行政策放松以来，九元航空经营恢复较快。九元航空 2023 年 1-4 月执飞航班量恢复至 2019 年同期的 106.24%，可用座位数恢复至 2019 年同期的 106.20%。2023 年 3-4 月，公司平均飞机日利用率分别为 8.2 小时、9 小时，高于 2019 年的 7.7 小时和 7.9 小时。

图表 33: 2023 年 1-4 月九元航空飞机日利用率(小时) 图表 34: 2023 年 1-4 月九元航空可用座位数、执飞航班总数恢复情况



来源: 航班管家、中泰证券研究所

来源: 航班管家、中泰证券研究所

- 与 2018 年相比, 九元航空的时刻总量增长明显。以夏秋航季航班计划为例, 2018 年夏秋航季, 九元航空一周计划时刻为 832 个, 而到了 2023 年夏秋航季, 九元航空一周计划时刻量达 1780 个, 累计增幅 114%, 同比 2022 年夏秋航季增长 3.2%。

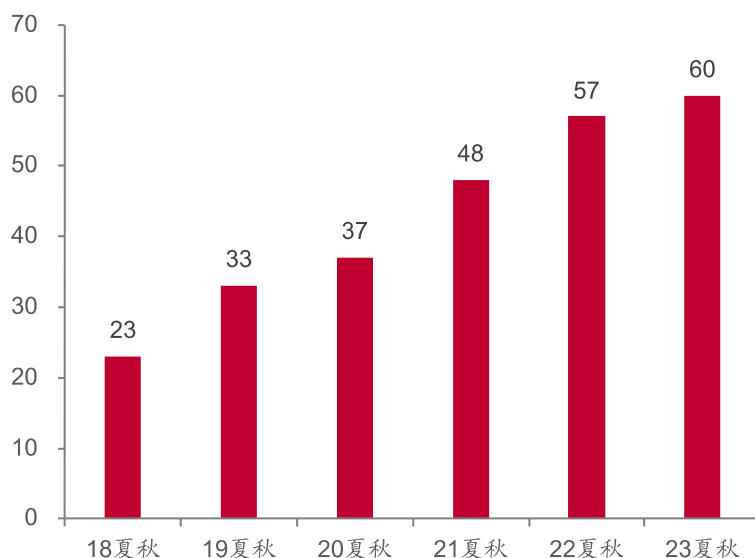
图表 35: 九元航空时刻增幅明显

|          | 18 冬春 | 19 冬春 | 20 冬春  | 21 冬春  | 22 冬春  | 18 夏秋 | 19 夏秋  | 20 夏秋  | 21 夏秋  | 22 夏秋 | 23 夏秋  |
|----------|-------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 吉祥航空     | 4222  | 4340  | 5252   | 5784   | 5480   | 4254  | 4722   | 5208   | 5932   | 5832  | 5548   |
| 九元航空     | 1168  | 1224  | 1462   | 1712   | 1732   | 832   | 1220   | 1372   | 1456   | 1724  | 1780   |
| 吉祥航空同比增速 |       | 2.8%  | 21.0%  | 10.1%  | -5.3%  |       | 11.0%  | 10.3%  | 13.9%  | -1.7% | -4.9%  |
| 九元航空同比增速 |       | 4.8%  | 19.4%  | 17.1%  | 1.2%   |       | 46.6%  | 12.5%  | 6.1%   | 18.4% | 3.2%   |
| 合计       | 5390  | 5564  | 6714   | 7496   | 7212   | 5086  | 5942   | 6580   | 7388   | 7556  | 7328   |
| 合计同比     |       | 3.23% | 20.67% | 11.65% | -3.79% |       | 16.83% | 10.74% | 12.28% | 2.27% | -3.02% |

来源: Preflight、中泰证券研究所

- 从通航点看, 九元航空国内通航机场数量变多。2018 年夏秋航季, 九元航空通航国内 23 个机场, 后公司通航机场数量逐年增多, 到 2023 年夏秋航季, 九元航空的通航机场数量达 60 个。

**图表 36: 2018-2023 年夏秋航季九元航空国内通航点变化情况**



来源: preflight、中泰证券研究所

- 从时刻分布看，除 23-24 时、1-6 时外，九元航空全天候时刻均有大幅增加。
  - 以主基地广州白云机场看，九元航空时刻总量和质量大幅提升。2023 年夏秋航季，九元航空在广州白云的周计划时刻量从 2018 年夏秋航季的 136 个增长至 280 个，累计增幅达 106%。从时刻分布看，公司减少了 20 个 1-2 时的时刻，新增时刻多分布于 6-23 时，白天的时刻量大幅增加，时刻质量提升显著。
  - 以九元航空时刻总量看，公司时刻总量从 2018 年夏秋航季的 832 个增加到 2023 年夏秋航季的 1780 个，累计增幅 114%，同比 2022 年夏秋航季增长 3.2%。从时刻分布看，公司新增时刻多分布于 6-23 时及 0-1 时。与 2018 年夏秋航季比，2023 年夏秋航季，公司 0-1 时、7-8 时、10-11 时、17-18 时、21-22 时时时刻量增幅分别为 660%、200%、319%、535%、1414%。

**图表 37: 2018、2023 年夏秋九元航空时刻分布情况**

| 时间    | 九元广州白云国内时刻 |       | 九元国内时刻总量 |       |               |
|-------|------------|-------|----------|-------|---------------|
|       | 18 夏秋      | 23 夏秋 | 18 夏秋    | 23 夏秋 | 18 夏秋 vs23 夏秋 |
| 0-1   | 5          | 14    | 5        | 38    | 660%          |
| 1-2   | 63         | 43    | 63       | 50    | -21%          |
| 6-7   | 68         | 74    | 68       | 95    | 40%           |
| 7-8   |            | 3     | 21       | 63    | 200%          |
| 8-9   |            | 14    | 63       | 84    | 33%           |
| 9-10  |            | 14    | 63       | 147   | 133%          |
| 10-11 |            |       | 21       | 88    | 319%          |
| 11-12 |            | 7     | 43       | 92    | 114%          |
| 12-13 |            | 7     | 51       | 109   | 114%          |
| 13-14 |            |       | 44       | 119   | 170%          |
| 14-15 |            |       | 49       | 90    | 84%           |
| 15-16 |            |       | 28       | 72    | 157%          |
| 16-17 |            | 7     | 67       | 87    | 30%           |
| 17-18 |            | 7     | 17       | 108   | 535%          |
| 18-19 |            | 28    | 28       | 98    | 250%          |
| 19-20 |            | 7     | 54       | 61    | 13%           |
| 20-21 |            | 21    | 40       | 108   | 170%          |
| 21-22 |            | 16    | 7        | 106   | 1414%         |
| 22-23 |            | 18    | 44       | 112   | 155%          |
| 23-24 |            |       | 56       | 53    | -5%           |
| 总和    | 136        | 280   | 832      | 1780  | 114%          |

来源: Preflight、中泰证券研究所

- 除广州白云机场外, 九元航空在贵阳龙洞堡机场、长沙黄花机场、大连周水子机场、长春龙嘉机场、三亚凤凰机场、乌鲁木齐地窝堡机场涨幅明显, 较 2018 年夏秋航季相比, 时刻量涨幅分别达 71%、100%、50%、100%、57%、40%。

**图表 38: 2018-2023 年夏秋航季九元航空部分机场时刻增幅明显**

| 机场      | 18 夏秋 | 19 夏秋 | 20 夏秋 | 21 夏秋 | 22 夏秋 | 23 夏秋 | 23 年较 18 年增幅 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|
| 贵阳龙洞堡   | 98    | 168   | 182   | 196   | 196   | 168   | 71%          |
| 长沙黄花    | 28    | 50    | 66    | 42    | 56    | 56    | 100%         |
| 大连周水子   | 28    | 28    | 28    | 42    | 48    | 42    | 50%          |
| 长春龙嘉    | 14    | 14    | 28    | 14    | 14    | 28    | 100%         |
| 三亚凤凰    | 14    | 14    | 14    | 22    | 22    | 22    | 57%          |
| 乌鲁木齐地窝堡 | 10    | 14    | 14    |       |       | 14    | 40%          |

来源: preflight、中泰证券研究所

## 估值及投资建议

- 基于上述分析，我们认为吉祥航空经营管理绩优、财务指标行业领先、票价向三大航靠拢而成本比肩春秋航空，在疫后经济恢复时代具备两大优势：
  - 公司疫后经营恢复领先，引进 787 后，国际航线平均航距拉长，且 787 日利用率不断提升。得益于公司较高的国内运力占比，公司复苏进程居行业首位；
  - 公司奉行双品牌战略，未来发展可期。吉祥航空深耕上海、南京，聚焦高端旅客，九元航空经营恢复较快，全天候时刻大幅增加。
- 随着出行政策的完全放开，市场需求逐步恢复。我们认为吉祥航空有望持续提升竞争优势。公司自 2018 年下半年引进宽体机以来，不断优化其执飞的航线网络，提高其日利用率，随着航空市场的逐步复苏，787 的运行效率有望进一步提升。在票价市场化改革的背景下，航空票价不断上行，公司恢复速度行业领先。公司已于 2023 年 Q1 率先实现扭亏为盈，公司业绩有望在暑运旺季进一步向上突破。
- 我们维持此前对公司的盈利预测。预计 2023-2025 年公司实现营业收入分别为 166.56、186.02、221.03 亿元人民币，实现归母净利润分别为 12.12、18.39、42.58 亿元，同比增速分别为 129%、52%、131%。
- 按照 2023 年 5 月 26 日收盘价，可比公司中国东航、中国国航、春秋航空、南方航空的 P/B 分别为 4.17X、4.05X、3.92X、2.92X，吉祥航空为 3.73X；2023-2025 年可比公司中国东航、中国国航、春秋航空、南方航空的 P/E 分别为 67.43X/13.88X/7.04X、40.09X/9.38X/7.11X、25.04X/14.99X/10.75X、63.20X/18.59X/7.80X。吉祥航空为 28.64X/18.98X/8.20X，维持“买入”评级。

图表 39：可比公司估值表

| 代码        | 公司   | 2023/5/26 |      | 每股收益  |       |      |      |      | P/E    |     |       |       |       |
|-----------|------|-----------|------|-------|-------|------|------|------|--------|-----|-------|-------|-------|
|           |      | 收盘价       | P/B  | 21A   | 22A   | 23E  | 24E  | 25E  | 21A    | 22A | 23E   | 24E   | 25E   |
| 600115.SH | 中国东航 | 4.72      | 4.17 | -0.55 | -1.68 | 0.07 | 0.34 | 0.67 | /      | /   | 67.43 | 13.88 | 7.04  |
| 601111.SH | 中国国航 | 8.82      | 4.05 | -1.03 | -2.38 | 0.22 | 0.94 | 1.24 | /      | /   | 40.09 | 9.38  | 7.11  |
| 601021.SH | 春秋航空 | 56.35     | 3.92 | 0.04  | -3.1  | 2.25 | 3.76 | 5.24 | 1214.5 | /   | 25.04 | 14.99 | 10.75 |
| 600029.SH | 南方航空 | 6.32      | 2.92 | -0.67 | -1.8  | 0.1  | 0.34 | 0.81 | /      | /   | 63.20 | 18.59 | 7.80  |
|           | 平均值  | /         | 3.76 |       |       |      |      |      |        |     | 48.94 | 14.21 | 8.18  |
| 603885.SH | 吉祥航空 | 15.75     | 3.73 | -0.22 | -1.87 | 0.55 | 0.83 | 1.92 | /      | /   | 28.64 | 18.98 | 8.20  |

来源：Wind、中泰证券研究所

## 风险提示

- **宏观经济下行风险。**航空业的发展与宏观经济的发展密切相关。虽目前出行政策已完全放松，但若经济复苏不及预期，或新冠疫情的再次反复，造成航空需求减弱，或将对公司经营产生不利影响。
- **油价上涨风险。**航油成本是航空公司的大项成本之一，油价大幅上升将增加航司的燃油成本，进而影响经营业绩。
- **汇率波动风险。**航空公司有较多外币负债且多以美元负债为主，近期人民币兑美元汇率波动较大，可能会使公司产生较大金额的汇兑损益，从而影响当期利润。
- **研报使用信息数据更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。

## 盈利预测表

| 资产负债表   |        |        |        |        | 利润表       |          |          |         |         |
|---------|--------|--------|--------|--------|-----------|----------|----------|---------|---------|
| 单位:百万元  |        |        |        |        | 单位:百万元    |          |          |         |         |
| 会计年度    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 会计年度      | 2022     | 2023E    | 2024E   | 2025E   |
| 货币资金    | 1,189  | 2,411  | 2,693  | 4,098  | 营业收入      | 8,210    | 16,656   | 18,602  | 22,103  |
| 应收票据    | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业成本      | 11,164   | 13,784   | 14,826  | 15,334  |
| 应收账款    | 471    | 825    | 777    | 859    | 税金及附加     | 11       | 9        | 10      | 12      |
| 预付账款    | 117    | 144    | 155    | 161    | 销售费用      | 378      | 672      | 783     | 931     |
| 存货      | 209    | 258    | 277    | 287    | 管理费用      | 546      | 725      | 810     | 963     |
| 合同资产    | 0      | 0      | 0      | 0      | 研发费用      | 68       | 112      | 125     | 149     |
| 其他流动资产  | 1,367  | 2,660  | 2,959  | 3,495  | 财务费用      | 2,076    | 728      | 604     | 509     |
| 流动资产合计  | 3,351  | 6,299  | 6,861  | 8,899  | 信用减值损失    | 0        | 0        | 0       | 0       |
| 其他长期投资  | 49     | 99     | 111    | 132    | 资产减值损失    | -110     | 0        | 0       | 0       |
| 长期股权投资  | 2      | 2      | 2      | 2      | 公允价值变动    | 2        | 2        | 2       | 2       |
| 固定资产    | 12,225 | 13,717 | 14,968 | 15,219 | 投资收益      | -16      | -16      | -16     | -16     |
| 在建工程    | 6,062  | 5,277  | 4,492  | 4,392  | 其他收益      | 627      | 627      | 627     | 627     |
| 无形资产    | 721    | 552    | 399    | 263    | 营业利润      | -5,495   | 1,273    | 2,091   | 4,853   |
| 其他非流动资产 | 22,737 | 22,605 | 22,499 | 22,414 | 营业外收入     | 17       | 17       | 17      | 17      |
| 非流动资产合计 | 41,796 | 42,252 | 42,471 | 42,422 | 营业外支出     | 7        | 7        | 7       | 7       |
| 资产合计    | 45,147 | 48,551 | 49,332 | 51,321 | 利润总额      | -5,485   | 1,283    | 2,101   | 4,863   |
| 短期借款    | 10,843 | 11,864 | 10,802 | 8,415  | 所得税       | -1,316   | 64       | 252     | 583     |
| 应付票据    | 89     | 110    | 118    | 122    | 净利润       | -4,169   | 1,219    | 1,849   | 4,280   |
| 应付账款    | 1,021  | 1,260  | 1,356  | 1,402  | 少数股东损益    | -22      | 6        | 10      | 22      |
| 预收款项    | 0      | 0      | 0      | 0      | 归属母公司净利润  | -4,147   | 1,213    | 1,839   | 4,258   |
| 合同负债    | 486    | 987    | 1,102  | 1,309  | NOPLAT    | -2,591   | 1,910    | 2,381   | 4,728   |
| 其他应付款   | 604    | 604    | 604    | 604    | EPS (按最新  | -1.87    | 0.55     | 0.83    | 1.92    |
| 一年内到期的  | 4,181  | 4,181  | 4,181  | 4,181  |           |          |          |         |         |
| 其他流动负债  | 636    | 811    | 894    | 1,039  | 主要财务比率    |          |          |         |         |
| 流动负债合计  | 17,860 | 19,817 | 19,056 | 17,072 | 会计年度      | 2022     | 2023E    | 2024E   | 2025E   |
| 长期借款    | 3,625  | 3,318  | 3,011  | 2,704  | 成长能力      |          |          |         |         |
| 应付债券    | 0      | 0      | 0      | 0      | 营业收入增长    | -30.20%  | 102.90%  | 11.70%  | 18.80%  |
| 其他非流动负债 | 14,093 | 14,093 | 14,093 | 14,093 | EBIT增长率   | 2740.60% | -159.00% | 34.50%  | 98.60%  |
| 非流动负债合计 | 17,718 | 17,411 | 17,104 | 16,797 | 归母公司净利    | 733.60%  | -129.20% | 51.70%  | 131.50% |
| 负债合计    | 35,577 | 37,228 | 36,160 | 33,869 | 获利能力      |          |          |         |         |
| 归属母公司所  | 9,542  | 11,289 | 13,128 | 17,386 | 毛利率       | -36.00%  | 17.20%   | 20.30%  | 30.60%  |
| 少数股东权益  | 28     | 34     | 44     | 66     | 净利率       | -50.80%  | 7.30%    | 9.90%   | 19.40%  |
| 所有者权益合计 | 9,570  | 11,323 | 13,172 | 17,452 | ROE       | -43.30%  | 10.70%   | 14.00%  | 24.40%  |
| 负债和股东权益 | 45,147 | 48,551 | 49,332 | 51,321 | ROIC      | -16.60%  | 8.70%    | 11.50%  | 21.40%  |
|         |        |        |        |        | 偿债能力      |          |          |         |         |
| 现金流量表   | 单位:百万元 |        |        |        | 资产负债率     | 78.80%   | 76.70%   | 73.30%  | 66.00%  |
| 会计年度    | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  | 债务权益比     | 342.10%  | 295.50%  | 243.60% | 168.40% |
| 经营活动现金流 | 208    | 3,087  | 3,754  | 5,887  | 流动比率      | 0.2      | 0.3      | 0.4     | 0.5     |
| 现金收益    | -1,124 | 3,156  | 3,731  | 6,124  | 速动比率      | 0.2      | 0.3      | 0.3     | 0.5     |
| 存货影响    | -2     | -49    | -19    | -10    | 营运能力      |          |          |         |         |
| 经营性应收影响 | 423    | -382   | 37     | -87    | 总资产周转率    | 0.2      | 0.3      | 0.4     | 0.4     |
| 经营性应付影响 | 282    | 260    | 104    | 51     | 应收账款周转天数  | 23       | 14       | 16      | 13      |
| 其他影响    | 628    | 102    | -98    | -191   | 应付账款周转天数  | 32       | 30       | 32      | 32      |
| 投资活动现金流 | -1,734 | -1,629 | -1,499 | -1,279 | 存货周转天数    | 7        | 6        | 6       | 7       |
| 资本支出    | -2,367 | -1,748 | -1,591 | -1,350 | 每股指标 (元)  |          |          |         |         |
| 股权投资    | 10     | 0      | 0      | 0      | 每股收益      | -1.87    | 0.55     | 0.83    | 1.92    |
| 其他长期资产  | 623    | 119    | 92     | 71     | 每股经营现金    | 0.09     | 1.39     | 1.7     | 2.66    |
| 融资活动现金流 | 1,588  | -235   | -1,973 | -3,203 | 每股净资产     | 4.31     | 5.1      | 5.93    | 7.85    |
| 借款增加    | 1,697  | 715    | -1,369 | -2,694 | 估值比率      |          |          |         |         |
| 股利及利息支  | -538   | -479   | -467   | -403   | P/E       | -8       | 29       | 19      | 8       |
| 股东融资    | 3,284  | 0      | 0      | 0      | P/B       | 4        | 3        | 3       | 2       |
| 其他影响    | -2,855 | -471   | -137   | -106   | EV/EBITDA | -163     | 124      | 100     | 59      |

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。



## 重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。