

评级变动报告

吉祥航空 603885.SH



2026年3月起，受美伊冲突影响，国际油价大幅上涨。油价上行一方面直接侵蚀航司利润，另一方面推动航司加征燃油附加费、推高机票价格，或对需求形成压制，基于此我们做如下调整：

2026年客公里收益提升：我们此前预计2026年客公里收益小幅提升，但2026年燃油附加费大幅提升机票价格，从而导致客公里收益增长超预期；

高机票价格压制公司客运量增速：由于加征燃油附加费，机票价格大幅上涨压制航空出行需求，导致航司客运量增速放缓，因此我们下调公司2026年RPK增速；

公司2026年毛利率将明显承压：由于油价大涨直接导致公司成本上升，燃油附加费不足以完全覆盖油价上涨成本，从而导致公司毛利率下跌，因此我们下调公司2026年毛利率。

吉祥航空作为民营航空公司代表，公司业绩处于周期相对低位，油价上涨侵蚀公司2026年利润，但对远期利润影响有限，根据壹评级DDM估值和动态估值，当前估值处于合理偏低估状态。

公司基本信息



吉祥航空主营业务为航空客货运输业务，采用主运营基地模式，持续打造以“长三角”区域及“珠三角”区域为依托的高价值、高效率的航线网络。吉祥航空（全服务航空）以上海虹桥、浦东两场为主基地机场，以南京、成都为辅助基地；子公司九元航空（低成本航空）以广州白云机场为主基地机场。

公司深度评级

所属行业	工业	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	319.23亿(较上期+1.17%)
当前股价	11.35元	盈利趋势	★★★★☆	状态	偏低估(上行空间+29%)
总市值	247.88亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	21.84	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	309.25亿(较上期+1.87%)
PB-MRQ	2.40			状态	合理估值(上行空间+25%)

公司盈利预测

吉祥航空	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	201.0	220.9	225.0	251.8	269.0	295.8	325.4	358.0
归母净利润(亿)	7.5	9.1	10.4	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
归母净利润增速(%)	118.1	21.7	13.8	-31.9	171.2	13.7	9.6	9.5
经营性净利润(亿)	7.6	9.0	10.5	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
经营性净利润增速(%)	118.3	18.1	17.5	-32.9	171.2	13.7	9.6	9.5
经营性归母净利润(亿)	7.5	9.0	10.5	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
经营性归母净利润增速(%)	118.2	19.3	17.5	-32.9	171.2	13.7	9.6	9.5

资料来源：壹评级

估值评级

我们对公司DDM估值调整幅度不大，主要是我们对公司近三年业绩进行了调整，但是对远期业绩调整不大。

1、我们对公司2026-2028年收入及归母净利润预测进行调整

1) 未来三年收入预测的变动：

上调2026吉祥航空客公里收益：我们此前预计2026年公司客公里收益小幅提升，但燃油附加费推高机票价格，我们修正为2026年公司客公里收益提升8%，2027年油价回落，公司机票价格下调3%。

下调公司2026年RPK增速：由于加征燃油附加费，机票价格大幅上涨压制航空出行需求，导致吉祥航空客运量增速放缓，此前我们预测2026年公司RPK增速为9%，现在下调为仅增长2%，但考虑到2027年机票价格回落，我们假设2027年公司RPK增长12%。

2) 未来三年归母净利润预测的变动

下调公司2026年毛利率：由于油价大涨直接导致公司成本上升，燃油附加费不足与完全覆盖油价上涨成本，从而导致公司毛利率下跌，因此我们下调公司2026年毛利率至9.9%，但因我们假设2027年油价回归合理中枢，因此2027年公司毛利率提升至15.7%。

2、我们对公司远期业绩调整幅度较小

我们认为美伊冲突导致油价上涨是短期时间，虽然油价现在处于高位，随着冲突缓和，霍尔木兹海峡重新通航，油价未来会回落至合理中枢水平，因此油价上涨对公司业绩影响偏短期，中长期业绩不受此事件影响。

盈利预测

核心假设及逻辑

公司业务主要为航空运输，未来预测的核心假设及逻辑如下：

收入假设：

1) 量（RPK）：2025年公司客运量市占率约为3.53%，考虑到三大航在民航业市场地位难以撼动，我们假设公司市占率小幅提升，远期市占率提升至4%左右，收入客公里（RPK）保持高个位数增速；

2) 价（客公里收益）：受消费疲软等因素影响，航空运输行业呈现供大于需的格局，公司客公里收益持续回落，但2026年油价高位导致燃油附加费加征，我们假设2026年公司客公里收益提升8%，2027年油价回落，客公里收益在2026年的基础上回落3%，2028年后保持1%的增速；

盈利能力假设：

1) 毛利率：2025年公司毛利率依旧处于周期偏低水平，受油价高位不利影响，假设2026年毛利率为9.9%，2027年以后行业盈利走向正规，假设公司盈利能力回归至历史中枢水平，预测公司未来毛利率持续提升至15.9%；

2) 费用率：公司费用端主要为销售费用和财务费用，我们假设销售费用率维持2025年水平不变；考虑到我国大概率保持长期低利率环境，利息支出压力可控，因此假设公司有息负债率维持2025年水平；

资产负债假设：

- 1) 未来随着公司引进规模放缓和收入增长，公司资产周转率存在提升预期，我们假设公司经营性资产周转率回归到历史均值水平；
- 2) 疫情三年导致公司负债率高企，我们假设未来随着盈利改善，公司存在降杠杆预期，公司经营性负债率降低到历史平均水平。

公司整体业绩预测

吉祥航空	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	201.0	220.9	225.0	251.8	269.0	295.8	325.4	358.0
归母净利润(亿)	7.5	9.1	10.4	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
归母净利润增速(%)	118.1	21.7	13.8	-31.9	171.2	13.7	9.6	9.5
经营性净利润(亿)	7.6	9.0	10.5	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
经营性净利润增速(%)	118.3	18.1	17.5	-32.9	171.2	13.7	9.6	9.5
经营性归母净利润(亿)	7.5	9.0	10.5	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
经营性归母净利润增速(%)	118.2	19.3	17.5	-32.9	171.2	13.7	9.6	9.5

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

航空运输	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	201.0	220.9	225.0	251.8	269.0	295.8	325.4	358.0
收入增速(%)	144.8	9.9	1.8	11.9	6.8	10.0	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	7.6	9.0	10.5	7.1	19.2	21.8	23.9	26.2
经营性净利率(%)	3.8	4.1	4.7	2.8	7.1	7.4	7.3	7.3
经营性净利润增速(%)	118.3	18.1	17.5	-32.9	171.2	13.7	9.6	9.5

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
航空运输	5.1%	中等-	一般	较强	8.0%	13.5	35.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
航空运输(亿)	29.1	260.1	289.2	-	-	20.0	309.2
公司整体测算(亿)	29.1	260.1	289.2	-	-	20.0	309.2

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期价值	永续期价值	业务价值	富余现金	少数股东权益价值	股权投资价值	总价值
航空运输(亿)	70.5	228.7	299.2	-	-	20.0	319.2
公司整体测算(亿)	70.5	228.7	299.2	-	-	20.0	319.2

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

我国航空运输业属于典型的周期性行业，机票价格受行业供需影响，且营业成本中约35%为燃油成本，因此原油价格波动会对航司业绩形成一定的扰动；其次2023年新冠疫情结束后，航空板块盈利整体处于周期低位，在民航局反内卷倡导下，虽然存在周期反转预期，但具体的反转时间存在一定的不确定性。受上述行业周期性、油价波动及周期反转时间不确定等因素影响，公司业绩预测难度较高，估值确定性一般。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生任何变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。