

春秋航空(601021)

报告日期: 2023年04月27日

## 23Q1 归母净利润恢复至 19 年的 75%，业绩复苏超预期

### ——春秋航空 2022 年报&2023 一季报点评报告

#### 投资要点

- 23Q1 盈利约 3.6 亿元、恢复至 19 年的 75%，业绩超预期**  
 4月27日，春秋航空发布2022年报以及2023一季报。(1) **2023年一季报**：23Q1，公司营业收入38.6亿元，同比22Q1增加64%，同比19Q1增加6%；营业成本33.8亿元，同比19Q1增加12%；**归母净利润3.56亿元，扭亏为盈，恢复至19Q1的75%**；扣非归母净利润3.41亿元，恢复至19Q1的74%。(2) **2022年报**：22年公司营业收入83.7亿元，同比21年-23%；营业成本115.9亿元，同比21年+2%；归母净利润-30.4亿元，21年为盈利0.4亿元。其中22Q4营业收入17.6亿元，同比22年-21%，归母净利润-13亿元，亏损同比扩大11.8亿元。
- 经营数据与运力规划：3月 RPK 较 19 年+5%；23-25 年计划净增 7、14、10 架飞机**  
**生产数据**：根据公司公告，1) **2022 年**，公司ASK、RPK、客座率同比21年分别-27%、-34%、-8pct。2) **23Q1**，公司ASK、RPK、客座率同比22Q1分别+5%、+26%、+15pct，同比19Q1分别+2%、-4%、-5pct。其中，1-3月公司ASK同比19年分别-9%、+5%、+10%，RPK同比19年分别-14%、-3%、+5%，客座率同比19年分别-5、-7、-4个百分点。
- 机队规模与运力规划**：22年末公司机队规模116架，当年净增3架。23Q1末机队规模117架，较22年末净增1架。根据22年报规划，**23-25年公司计划分别净增7、14、10架飞机**，对应25年末机队规模147架，19-25年机队CAGR约8%，我们预计将远超过行业供给增速3%-4%。
- 收益分析：23Q1 单位 RPK 营业收入较 19 年增长 10%、单位 ASK 非油成本较 19 年-1%**  
**收入端**：1) **22 年**，客公里收益0.358元，同比21年+17%，同比19年-1%。国内线客收0.345元，同比21年+15%，同比19年-4%；国际线客收3.152元，同比21年+30%，同比19年+757%；地区航线客收0.93元，同比21年+109%，同比19年+142%。2) **23Q1**，单位 RPK 营业收入0.429元，同比19年+10%。  
**成本端**：1) **22 年**，单位 ASK 营业成本0.382元，同比21年+40%，其中单位燃油成本0.130元，同比21年+60%，主要因为油价同比21年+73%；单位非油成本0.252元，同比21年+31%，主要因为利用率处于低位。2) **23Q1**，单位营业成本0.326元，同比19年+10%，其中单位燃油成本0.123元，同比19年+33%，主要因为油价同比19年上涨46%，单位非油成本0.203元，同比19年-1%，主要因为利用率提升摊薄固定成本。  
**费用端**：1) **22 年**，单位 ASK 销售费用0.006元，同比21年+12%，单位 ASK 管理费用0.006元，同比21年+26%；22年末人民币较上年末贬值9.2%，导致汇兑损失1.26亿元。2) **23Q1**，单位 ASK 销售费用0.005元、单位 ASK 管理费用0.005元，同比19年分别-0.1%、-14%；23Q1末人民币较22年末升值1.3%，假设公司外币敞口与22年末保持一致，我们预计23Q1汇兑收益约0.2亿元。
- 展望：航空大周期已至，春秋业绩兑现有望超预期**  
 十四五行业运力供给增速确定性放缓，未来需求恢复过程中有望出现明显供需错配，涨价预期下航司利润弹性可观。作为低成本航司龙头，大航提价预期下公司将显现更大票价弹性，凭借极致化的成本管控，大周期业绩兑现有望超预期。
- 盈利预测与投资建议**  
 假设24年平均票价较19年增长10%，我们预计公司23-25年归母净利润分别为24.4、41.6、44.2亿元，参照历史估值中枢，给予公司24年PE 20-25X，目标市值850亿元，对应目标价86.80元/股，**维持“买入”评级**。
- 风险提示：需求不及预期，油价、汇率大幅波动。**

#### 投资评级：买入(维持)

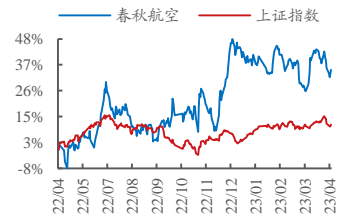
**分析师：李丹**  
 执业证书号：S1230520040003  
 lidan02@stocke.com.cn

**研究助理：李逸**  
 liyi01@stocke.com.cn

#### 基本数据

收盘价	¥ 60.76
总市值(百万元)	59,456.63
总股本(百万股)	978.55

#### 股票走势图



#### 相关报告

- 1 《Q4 预亏 8.6 至 6.1 亿元，23 年春运前半段航班量恢复率居首》2023.01.31
- 2 《客收同比改善，低利用率推高单位成本——春秋航空 2022 年三季报点评》2022.10.28
- 3 《疫情冲击下 22Q2 亏损环比加大，期待供需反转弹性释放——春秋航空 2022 半年报点评》2022.08.31

## 财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8369	17207	22332	24916
(+/-) (%)	-22.92%	105.60%	29.78%	11.57%
归母净利润	-3036	2437	4163	4417
(+/-) (%)	/	/	70.82%	6.10%
每股收益(元)	-3.10	2.49	4.25	4.51
P/E	-19.59	24.40	14.28	13.46

资料来源：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)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11846	11167	14367	18858
现金	10208	8887	11403	15377
交易性金融资产	120	40	53	71
应收账款	105	407	600	804
其它应收款	528	926	1264	1441
预付账款	428	437	508	605
存货	175	253	281	308
其他	282	217	258	252
<b>非流动资产</b>	31574	31898	34200	34919
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	17283	19478	21424	22585
无形资产	765	993	1062	1154
在建工程	6895	5877	5004	4623
其他	6627	5545	6705	6552
<b>资产总计</b>	43420	43065	48567	53777
<b>流动负债</b>	13446	11904	12347	13297
短期借款	5405	5028	4877	5091
应付款项	662	837	951	1069
预收账款	0	0	0	0
其他	7380	6038	6520	7136
<b>非流动负债</b>	16280	14959	15854	15698
长期借款	10896	10896	10896	10896
其他	5384	4062	4958	4801
<b>负债合计</b>	29727	26862	28201	28994
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13693	16202	20366	24783
<b>负债和股东权益</b>	43420	43065	48567	53777

### 现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	439	4577	6296	7322
净利润	(3036)	2437	4163	4417
折旧摊销	1315	1248	1446	1625
财务费用	622	1267	1351	1388
投资损失	13	13	13	13
营运资金变动	181	(130)	(108)	74
其它	1343	(259)	(570)	(196)
<b>投资活动现金流</b>	(4544)	(2554)	(2625)	(2533)
资本支出	(2213)	(2364)	(2457)	(2345)
长期投资	0	(0)	0	0
其他	(2331)	(191)	(167)	(189)
<b>筹资活动现金流</b>	6906	(3344)	(1155)	(815)
短期借款	1171	(377)	(152)	214
长期借款	1424	0	0	0
其他	4310	(2967)	(1003)	(1029)
<b>现金净增加额</b>	2801	(1322)	2516	3974

### 利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8369	17207	22332	24916
营业成本	11590	13633	16082	18062
营业税金及附加	24	36	51	60
营业费用	180	310	402	448
管理费用	188	258	313	324
研发费用	122	155	201	224
财务费用	622	1267	1351	1388
资产减值损失	1	(214)	(93)	(137)
公允价值变动损益	30	30	30	30
投资净收益	(13)	(13)	(13)	(13)
其他经营收益	925	1175	1144	1081
<b>营业利润</b>	(3417)	2954	5186	5645
营业外收支	18	18	18	18
<b>利润总额</b>	(3399)	2972	5204	5663
所得税	(363)	535	1041	1246
<b>净利润</b>	(3036)	2437	4163	4417
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	(3036)	2437	4163	4417
EBITDA	(1313)	5329	7737	8328
EPS (最新摊薄)	-3.10	2.49	4.25	4.51

### 主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-22.92%	105.60%	29.78%	11.57%
营业利润	-31088%	186.47%	75.54%	8.85%
归属母公司净利润	-	-	70.82%	6.10%
<b>获利能力</b>				
毛利率	-38.49%	20.77%	27.99%	27.51%
净利率	-36.27%	14.16%	18.64%	17.73%
ROE	-22.13%	16.31%	22.77%	19.57%
ROIC	-5.77%	8.42%	11.19%	10.49%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.46%	62.38%	58.07%	53.92%
净负债比率	73.74%	73.47%	70.70%	70.77%
流动比率	0.88	0.94	1.16	1.42
速动比率	0.87	0.92	1.14	1.40
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.20	0.40	0.49	0.49
应收账款周转率	82.16	128.51	113.37	99.58
应付账款周转率	22.00	21.60	21.33	21.63
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	-3.10	2.49	4.25	4.51
每股经营现金	0.45	4.68	6.43	7.48
每股净资产	13.99	16.56	20.81	25.33
<b>估值比率</b>				
P/E	-19.59	24.40	14.28	13.46
P/B	4.34	3.67	2.92	2.40
EV/EBITDA	-60.58	13.90	9.38	8.29

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>