

评级： 买入

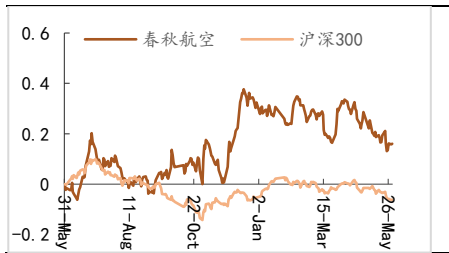
张功

SAC 执证编号：S0110522030003

zhanggong1@sczq.com.cn

电话：

市场指数走势（最近1年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价(元)	56.26
一年内最高/最低价(元)	67.64/44.92
市盈率(当前)	-24.54
市净率(当前)	3.91
总股本(亿股)	9.79
总市值(亿元)	550.53

资料来源：聚源数据

相关研究

- 客运环比复苏向好，看好中长期发展
- 春秋鼎盛，值得期待

核心观点

- **事件：**公司发布 2022 年年报和 2023 年一季报，2022 年全年实现收入 83.69 亿元，同比减少 24.89 亿元(同比-22.92%)；实现归母净利润-30.36 亿元，同比减少 30.75 亿元；实现扣非归母净利润-31.96 亿元，同比减少 30.86 亿元。2023 年第一季度，实现营业收入 38.63 亿元，同比+63.69%，环比+118.99%，较 2019 年+6.13%；实现归母净利润 3.56 亿元，同比增加 7.93 亿元，环比增加 16.55 亿元，较 2019 年同期减少 1.19 亿元。
- **2022 年航空运输供需两端受抑制，油价、汇率上涨，营业收入及毛利均下降。**2022 年全年平均客座率为 74.7%，同比下滑 8.2 个百分点，客公里收益较去年增长 16.8%，其中国内航线客公里收益较去年增长 14.9%。2022 年营业成本为 115.90 亿元，同比增加 2.59 亿元(同比+2.29%)，单位成本为 0.382 元，较去年增加 39.8%。单位成本上涨主要由于航油价格创历史新高，造成公司单位航油成本上升 60.3%。
- **22 年经营凛冬已过，23 年一季度扭亏，经营数据展现业绩修复情况，春秋航空作为国内优秀低成本航司展现盈利韧性。**2023 年初，中国民航业迎来了复苏拐点，国内积压需求得到较好释放，第一季度国内航线客公里收益相较 19 年同期实现近双位数增长。国际及地区航线也得益于亚太市场的快速回暖，恢复进程好于预期。2023 年 3 月，春秋航空国际及地区航线可用座位公里已恢复至 2019 年同期近四成，客座率一度恢复至 2019 年同期同等水平，同时票价仍有较高涨幅。受益于航空市场恢复，春秋航空第一季度扭亏为盈。
- **投资建议：**随着国内和国际航线数量增长，航空行业恢复迅速，量价齐升。收入侧，春秋航空立足上海，基地布局覆盖国内各主要区域，国际航线聚焦东南亚市场，辐射发展东北亚市场；成本侧通过精细化的成本管理实现综合成本最优化。我们预计 2023-2025 年归母净利润为 21.1/34.2/42.7 亿元，以最新收盘价计算 PE 为 26.1/16.1/12.9。维持公司“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动的风险；市场竞争导致的风险；政策变动风险；航空运输业竞争风险；航油价格波动风险。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	83.7	170.7	207.6	225.9
营收增速(%)	-22.9	104.0	21.6	8.8
净利润(亿元)	-30.4	21.1	34.2	42.7
净利润增速(%)	-7861.9	169.4	62.1	24.8
EPS(元/股)	-3.10	2.15	3.49	4.36
PE	-18.1	26.1	16.1	12.9

资料来源：Wind，首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	11846	9932	10733	11989	经营活动现金流	-591	4501	7022	7148
现金	10208	7470	7787	8805	净利润	-3036	2108	3418	4266
应收账款	105	114	139	151	折旧摊销	1315	1781	1970	1964
其它应收款	528	933	1135	1235	财务费用	622	775	578	398
预付账款	428	646	786	855	投资损失	13	-3	-3	-3
存货	175	265	305	323	营运资金变动	983	-287	933	396
其他	402	504	581	619	其它	-488	126	126	126
非流动资产	31574	31493	31563	31639	投资活动现金流	-4544	-1823	-2163	-2163
长期投资	5	5	5	5	资本支出	4407	1700	2040	2040
固定资产	21101	21652	23035	24387	长期投资	-122	0	0	0
无形资产	765	638	510	383	其他	-8829	-3523	-4203	-4203
其他	9703	9199	8014	6865	筹资活动现金流	6906	-5416	-4542	-3966
资产总计	43420	41425	42296	43627	短期借款	1171	-1802	-1201	-801
流动负债	13446	12183	12399	12232	长期借款	1217	-2839	-2763	-2768
短期借款	5405	3603	2402	1601	其他	4518	-775	-578	-398
应付账款	662	876	1009	1068	现金净增加额	2026	-2739	317	1019
其他	7380	7704	8988	9563	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
非流动负债	16280	13441	10678	7911	成长能力				
长期借款	13995	11155	8393	5625	营业收入	-22.92%	103.96%	21.64%	8.80%
其他	2286	2286	2286	2286	营业利润	-57553.75%	168.60%	62.53%	24.94%
负债合计	29727	25624	23077	20142	归属母公司净利润	-7861.89%	169.45%	62.10%	24.84%
少数股东权益	0	0	0	0	获利能力				
归属母公司股东权益	13693	15801	19219	23485	毛利率	-38.49%	16.43%	20.87%	23.03%
负债和股东权益	43420	41425	42296	43627	净利率	-36.27%	12.35%	16.46%	18.89%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	-22.17%	13.34%	17.78%	18.17%
营业收入	8369	17069	20763	22590	ROIC	-10.94%	12.64%	17.28%	20.94%
营业成本	11590	14265	16430	17388	偿债能力				
营业税金及附加	24	35	43	47	资产负债率	68.46%	61.86%	54.56%	46.17%
营业费用	180	362	440	478	净负债比率	67.13%	46.13%	15.65%	-6.72%
研发费用	122	137	239	260	流动比率	0.88	0.82	0.87	0.98
管理费用	188	332	404	439	速动比率	0.82	0.71	0.74	0.85
财务费用	622	775	578	398	营运能力				
资产减值损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.19	0.41	0.49	0.52
公允价值变动收益	30	0	0	0	应收账款周转率	79.51	149.59	149.59	149.59
投资净收益	-13	3	3	3	应付账款周转率	21.71	18.72	18.72	18.72
营业利润	-3417	2344	3810	4760	每股指标(元)				
营业外收入	20	19	19	19	每股收益	-3.10	2.15	3.49	4.36
营业外支出	2	3	3	3	每股经营现金	-0.60	4.60	7.18	7.30
利润总额	-3399	2360	3826	4776	每股净资产	13.99	16.15	19.64	24.00
所得税	-363	252	409	510	估值比率				
净利润	-3036	2108	3418	4266	P/E	-18.13	26.11	16.11	12.90
少数股东损益	0	0	0	0	P/B	4.02	3.48	2.86	2.34
归属母公司净利润	-3036	2108	3418	4266					
EBITDA	-1461	4916	6374	7139					
EPS (元)	-3.10	2.15	3.49	4.36					

## 分析師簡介

張功，畢業於南京航空航天大學，曾就職於華東空管局、春秋航空、平安證券，5年以上實業工作經歷。2022年3月加入首創證券，負責交通運輸、房地產等板塊研究。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）製作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

### 1. 投資建議的比較標準

投資評級分為股票評級和行業評級

以報告發布後的6個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

### 2. 投資建議的評級標準

報告發布日後的6個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深300指數的漲跌幅為基準

	評級	說明
股票投資評級	買入	相對滬深300指數漲幅15%以上
	增持	相對滬深300指數漲幅5%-15%之間
	中性	相對滬深300指數漲幅-5%-5%之間
	減持	相對滬深300指數跌幅5%以上
行業投資評級	看好	行業超越整體市場表現
	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現