

春秋航空 (601021.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

供需快速恢复 Q2 扭亏为盈

业绩简评

2023年8月30日，春秋航空发布2023年半年度报告。2023H1公司实现营业收入80.3亿元，同比增长120%；实现归母净利润8.4亿元，上年同期为-12.5亿元；其中Q2实现营业收入41.7亿元，同比增长222%；实现归母净利润4.8亿元，上年同期为-8.1亿元。

经营分析

2023年以来供需快速复苏，H1客收高于2019年。2023年“乙类乙管”落实以来，航空出行需求复苏，2023Q2 RPK快速恢复至2019年107%，其中国内 RPK 恢复至2019年139%，国际地区 RPK 恢复至2019年44%；ASK快速恢复至2019年110%，其中国内 RPK 恢复至2019年142%，国际地区 RPK 恢复至2019年48%；客座率恢复至89%。同期，受需求恢复较好、燃油附加费征收等影响，2023H1公司客公里收益0.388元，较2019年同期增长10.1%。

伴随周转恢复，单位成本继续改善。2023H1由于周转大幅改善，公司单位成本为0.316元，同比下降10.0%，单位非油成本为0.202元，较去年同期下降16%，与2019年同期基本持平。受益于收入增加成本改善，2023Q2毛利率为14.1%，同比转正。费用率方面，2023Q2公司销售、管理、研发、财务费用率分别为1.5%、1.3%、0.8%、1.2%，同比分别降低1.1pct、2.2pct、1.3pct、15pct，其中财务费用率下降明显主要系公司利息收入同比增长226%。毛利率及费用率改善，Q2实现归母净利润4.8亿元，是A股上市航司中唯一一家盈利的航司。

日韩跨境团队游放开，公司国际线恢复可期。“乙类乙管”实施以来，国内市场恢复良好，公司国内运力投放远超2019年，7月国内ASK已高于2019年58%。同时国际线呈现“先周边后远程”的恢复特点，公司率先恢复以泰国为主的东南亚航线，6月公司泰国航线投入运力已恢复至2019年同期近七成。8月10日文旅部再发通知宣布扩大出境团队业务国家规模至138个，包括日本、韩国等公司重点国际航线目的地，预计公司整体国际航线有望快于行业而恢复。

盈利预测、估值与评级

维持2023-2025年净利预测18.8亿元、32.8亿元、38.7亿元。
维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：57.12 元

相关报告：

- 《春秋航空公司点评：Q1 业绩超预期 率先扭亏为盈》，2023.4.28
- 《Q3 盈利再度承压，业绩降幅环比收窄-春秋航空季报点评》，2022.10.30
- 《Q2 疫情影响供需，盈利承压明显-春秋航空半年报点评》，2022.8.31



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,858	8,369	18,291	24,070	26,273
营业收入增长率	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.2%
归母净利润(百万元)	39	-3,036	1,876	3,279	3,869
归母净利润增长率	-106.6%	-7861.9%	N/A	74.8%	18.0%
摊薄每股收益(元)	0.043	-3.102	1.917	3.351	3.954
每股经营性现金流净额	1.84	0.45	3.52	6.45	6.96
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.3%	-22.2%	12.6%	19.5%	20.2%
P/E	1,330.93	-20.71	29.79	17.05	14.45
P/B	3.79	4.59	3.75	3.32	2.91

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	
主营业务收入	9,373	10,858	8,369	18,291	24,070	26,273	货币资金	9,192	7,260	10,208	10,850	11,886	12,816	
增长率	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.2%		应收款项	504	684	633	2,572	3,385	3,695	
主营业务成本	-9,976	-11,331	-11,590	-15,553	-19,314	-20,723	存货	218	213	175	173	215	231	
%销售收入	106.4%	104.4%	138.5%	85.0%	80.2%	78.9%	其他流动资产	412	556	830	1,279	1,502	1,585	
毛利	-603	-473	-3,221	2,739	4,756	5,551	流动资产	10,325	8,714	11,846	14,875	16,988	18,327	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	15.0%	19.8%	21.1%	%总资产	31.8%	22.7%	27.3%	32.5%	35.5%	37.6%	
营业税金及附加	-14	-21	-24	-27	-36	-39	长期投资	899	1,022	1,133	1,133	1,133	1,133	
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资本	19,169	21,965	24,177	24,246	24,884	24,789	
销售费用	-206	-219	-180	-274	-361	-394	%总资产	59.1%	57.3%	55.7%	53.0%	51.9%	50.9%	
%销售收入	2.2%	2.0%	2.1%	1.5%	1.5%	1.5%	无形资产	1,105	1,167	1,177	1,244	1,306	1,364	
管理费用	-159	-204	-188	-238	-289	-315	非流动资产	22,105	29,606	31,574	30,843	30,933	30,408	
%销售收入	1.7%	1.9%	2.3%	1.3%	1.2%	1.2%	%总资产	68.2%	77.3%	72.7%	67.5%	64.5%	62.4%	
研发费用	-107	-119	-122	-165	-217	-236	资产总计	32,430	38,320	43,420	45,719	47,922	48,735	
%销售收入	1.1%	1.1%	1.5%	0.9%	0.9%	0.9%	短期借款	8,083	7,301	11,023	12,930	12,080	10,220	
息税前利润 (EBIT)	-1,089	-1,035	-3,735	2,034	3,853	4,565	应付款项	1,021	988	945	1,229	1,527	1,639	
%销售收入	n.a	n.a	n.a	11.1%	16.0%	17.4%	其他流动负债	1,785	1,386	1,479	2,486	3,387	3,737	
财务费用	-80	-287	-622	-599	-581	-517	流动负债	10,890	9,675	13,446	16,645	16,994	15,596	
%销售收入	0.9%	2.6%	7.4%	3.3%	2.4%	2.0%	长期贷款	5,983	9,472	10,896	10,896	10,896	10,896	
资产减值损失	-349	-3	-1	0	0	0	其他长期负债	1,377	5,427	5,384	3,287	3,173	3,063	
公允价值变动收益	-1	-2	30	34	0	0	负债	18,249	24,573	29,727	30,828	31,063	29,555	
投资收益	-379	-1	-13	10	0	0	普通股股东权益	14,181	13,747	13,693	14,891	16,858	19,180	
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.4%	0.0%	0.0%	其中：股本	916	916	979	979	979	979	
营业利润	-626	6	-3,417	2,480	4,372	5,159	未分配利润	7,903	7,444	4,409	5,534	7,502	9,823	
营业利润率	n.a	0.1%	n.a	13.6%	18.2%	19.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
营业外收支	21	10	18	5	0	0	负债股东权益合计	32,430	38,320	43,420	45,719	47,922	48,735	
税前利润	-605	16	-3,399	2,485	4,372	5,159	比率分析		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
利润率	n.a	0.1%	n.a	13.6%	18.2%	19.6%	每股指标							
所得税	13	21	363	-609	-1,093	-1,290	每股收益	-0.64	0.04	-3.10	1.92	3.35	3.95	
所得税率	n.a	-132.7%	n.a	24.5%	25.0%	25.0%	每股净资产	15.47	15.00	13.99	15.22	17.23	19.60	
净利润	-591	37	-3,036	1,876	3,279	3,869	每股经营现金净流	0.90	1.84	0.45	3.52	6.45	6.96	
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0	每股股利	0.20	0.00	0.00	0.77	1.34	1.58	
归属于母公司的净利润	-588	39	-3,036	1,876	3,279	3,869	回报率							
净利率	n.a	0.4%	n.a	10.3%	13.6%	14.7%	净资产收益率	-4.1%	0.3%	-22.2%	12.6%	19.5%	20.2%	
							总资产收益率	-1.8%	0.1%	-7.0%	4.1%	6.8%	7.9%	
							投入资本收益率	-3.8%	-7.9%	-9.4%	4.0%	7.2%	8.5%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	-36.7%	15.8%	-22.9%	118.6%	31.6%	9.2%	
							EBIT增长率	N/A	-5.0%	260.8%	-154.5%	89.4%	18.5%	
							净利润增长率	-132.0%	-106.6%	-7861.9%	N/A	74.8%	18.0%	
							总资产增长率	10.4%	18.2%	13.3%	5.3%	4.8%	1.7%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	3.6	2.7	4.4	3.0	3.0	3.0	
							存货周转天数	7.1	6.9	6.1	4.1	4.1	4.1	
							应付账款周转天数	25.8	19.4	16.6	18.5	18.5	18.5	
							固定资产周转天数	504.6	556.8	753.8	346.2	272.8	248.6	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	34.4%	69.2%	84.4%	86.1%	64.9%	42.5%	
							EBIT利息保障倍数	-13.7	-3.6	-6.0	3.4	6.6	8.8	
							资产负债率	56.27%	64.13%	68.46%	67.43%	64.82%	60.64%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-06-29	买入	56.90	65.60~65.60
2	2022-08-31	买入	49.33	N/A
3	2022-10-30	买入	51.23	N/A
4	2023-04-28	买入	60.76	N/A

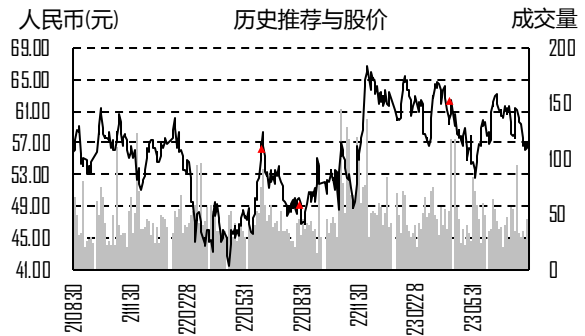
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心
紫竹国际大厦 7 楼		18 楼 1806