

2023年08月30日

公司研究•证券研究报告

# 春秋航空 (601021.SH)

## 公司快报

### Q2 盈利维持高增，经营恢复领先

#### 事件：

春秋航空发布 23 年半年度报告：23H1 公司实现营收 80.3 亿元，同比增长 119.8%；实现归母净利润 8.4 亿元，去年同期 -12.5 亿元，同比增 20.8 亿元；实现扣非归母净利润 7.6 亿元，去年同期 -13.1 亿元，同比增 20.7 亿元。

◆ **23Q2 毛利率和净利率提升，预计为五一和端午假日票价上涨贡献：**23Q2 公司毛利率和净利率分别为 14.1% 和 11.6%，环比分别提升 1.5 和 2.4 个百分点。23Q2 公司实现归母净利润 4.8 亿元，同比增 12.9 亿元，环比 +35.8%。我们判断 Q2 盈利能力环比的提升来自五一和端午假日票价上涨。

◆ **成本管理更为精细化，费用端受汇兑损益影响显著低于行业水平：**23H1 座公里成本 0.32 元，同比 -10.0%；单位扣油成本 0.20 元，同比 -16.0%，而在 23H1 公司日利用率仅恢复至 19 年同期 72.5% 的情况下，单位扣油成本较 19 年同期仍实现持平。此外，公司通过持有足够以货币资金为主的美元金融资产，以及签署远期外汇合约等方式来控制外汇风险，23H1 产生净汇兑收益 0.1 亿元，显著低于行业水平。

◆ **公司经营快速恢复并逐步进入规模扩张区间：**23Q2 公司总体 ASK/RPK 分别恢复至 19Q2 的 109.8%/107.0%，国内 ASK/RPK 分别恢复至 19Q2 的 141.5%/138.6%，供需均超 19 年同期水平，国内线恢复程度领先于其他航司。

◆ **总体客座率进一步提升，国内线客座率创疫后新高：**23Q2 客座率 88.9%，环比 Q1 提升 2.0 个百分点。6 月总体客座率达 90.1% 且呈逐月提升的趋势，其中国内线 6 月客座率达到 91.3% 为疫情后新高。

◆ **上调盈利预测和维持“买入-A”评级：**公司作为低成本航司疫后快速恢复并逐步进入规模扩张区间，且基本无汇率端费用压力，综合来看我们上调公司 2023-2025 年每股收益至 1.89、3.71 和 4.71 元，对应当前股价 PE 估值分别为 30.3、15.4 和 12.1 倍。我们看好中秋、国庆长假期间行业维持高景气，维持“买入-A”评级。

◆ **风险提示：**暑运后出行需求低于预期、国际航线恢复进度低于预期

### 财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,858	8,369	17,055	21,486	24,456
YoY(%)	15.8	-22.9	103.8	26.0	13.8
净利润(百万元)	39	-3,036	1,845	3,632	4,606
YoY(%)	106.6	-7861.9	160.8	96.9	26.8
毛利率(%)	-4.4	-38.5	25.3	33.5	34.9
EPS(摊薄/元)	0.04	-3.10	1.89	3.71	4.71
ROE(%)	0.3	-22.2	11.9	19.0	19.4
P/E(倍)	1429.1	-18.4	30.3	15.4	12.1
P/B(倍)	4.1	4.1	3.6	2.9	2.4
净利率(%)	0.4	-36.3	10.8	16.9	18.8

数据来源：聚源、华金证券研究所

交通运输 | 航空III

投资评级

买入-A(维持)

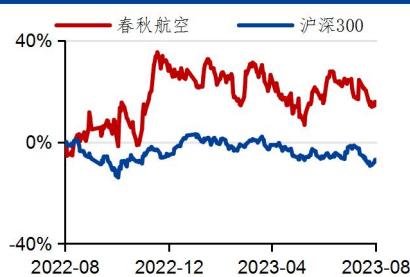
股价(2023-08-30)

57.12 元

### 交易数据

总市值 (百万元)	55,894.71
流通市值 (百万元)	55,894.71
总股本 (百万股)	978.55
流通股本 (百万股)	978.55
12 个月价格区间	65.33/47.29

### 一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-1.84	2.91	21.62
绝对收益	-6.96	1.73	14.26

### 分析师

SAC 执业证书编号: S0910523030001  
 lingjun1@huajinsc.cn

### 相关报告



## 财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)						
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8714	11846	6088	8345	12035	营业收入	10858	8369	17055	21486	24456
现金	7260	10208	2345	5577	7513	营业成本	11331	11590	12734	14291	15928
应收票据及应收账款	98	105	310	213	382	营业税金及附加	21	24	32	43	53
预付账款	292	428	1039	809	1294	营业费用	219	180	358	451	514
存货	213	175	252	227	307	管理费用	204	188	363	457	520
其他流动资产	850	929	2143	1519	2538	研发费用	119	122	229	297	334
<b>非流动资产</b>	<b>29606</b>	<b>31574</b>	<b>34007</b>	<b>35609</b>	<b>35835</b>	财务费用	287	622	652	754	693
长期投资	5	5	24	18	81	资产减值损失	-3	-1	-171	-256	-245
固定资产	16565	17283	18639	20380	20954	公允价值变动收益	-2	30	3	8	10
无形资产	782	765	895	1052	1239	投资净收益	-1	-13	-95	-122	-58
其他非流动资产	12255	13521	14448	14159	13560	<b>营业利润</b>	6	-3417	2424	4822	6121
<b>资产总计</b>	<b>38320</b>	<b>43420</b>	<b>40095</b>	<b>43954</b>	<b>47870</b>	营业外收入	13	20	39	24	24
<b>流动负债</b>	<b>9675</b>	<b>13446</b>	<b>8234</b>	<b>8767</b>	<b>8855</b>	营业外支出	3	2	3	3	3
短期借款	4234	5405	4819	5112	4966	利润总额	16	-3399	2460	4843	6142
应付票据及应付账款	667	662	798	840	985	所得税	-21	-363	615	1211	1535
其他流动负债	4774	7380	2617	2814	2904	<b>税后利润</b>	37	-3036	1845	3632	4606
<b>非流动负债</b>	<b>14898</b>	<b>16280</b>	<b>16324</b>	<b>16066</b>	<b>15300</b>	少数股东损益	-2	0	0	0	0
长期借款	9472	10896	10939	10682	9915	归属母公司净利润	39	-3036	1845	3632	4606
其他非流动负债	5427	5384	5384	5384	47870	EBITDA	1843	-1343	4221	6848	8232
<b>负债合计</b>	<b>24573</b>	<b>29727</b>	<b>24558</b>	<b>24833</b>	<b>24155</b>						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
股本	916	979	979	979	979						
资本公积	4881	7791	7791	7791	7791						
留存收益	7859	4823	6622	10232	14802						
归属母公司股东权益	13747	13693	15538	19121	23715						
<b>负债和股东权益</b>	<b>38320</b>	<b>43420</b>	<b>40095</b>	<b>43954</b>	<b>47870</b>						
<b>现金流量表(百万元)</b>											
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E						
<b>经营活动现金流</b>	<b>1684</b>	<b>439</b>	<b>1972</b>	<b>7145</b>	<b>5467</b>						
净利润	37	-3036	1845	3632	4606	<b>主要财务比率</b>					
折旧摊销	1163	1315	1279	1466	1642	<b>会计年度</b>	<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
财务费用	287	622	652	754	693	<b>成长能力</b>					
投资损失	1	13	95	122	58	营业收入(%)	15.8	-22.9	103.8	26.0	13.8
营运资金变动	-744	983	-1896	1178	-1523	营业利润(%)	101.0	-57553.	171.0	98.9	26.9
其他经营现金流	939	541	-3	-8	-10	归属于母公司净利润(%)	106.6	-7861.9	160.8	96.9	26.8
<b>投资活动现金流</b>	<b>-5963</b>	<b>-4544</b>	<b>-3804</b>	<b>-3183</b>	<b>-1916</b>	<b>获利能力</b>					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2320</b>	<b>6906</b>	<b>-6032</b>	<b>-730</b>	<b>-1615</b>	毛利率(%)	-4.4	-38.5	25.3	33.5	34.9
<b>每股指标(元)</b>						净利率(%)	0.4	-36.3	10.8	16.9	18.8
每股收益(最新摊薄)	0.04	-3.10	1.89	3.71	4.71	ROE(%)	0.3	-22.2	11.9	19.0	19.4
每股经营现金流(最新摊薄)	1.72	0.45	2.02	7.30	5.59	ROIC(%)	4.4	-5.8	5.9	9.9	11.1
每股净资产(最新摊薄)	14.05	13.99	15.88	19.54	24.23	偿债能力					
						资产负债率(%)	64.1	68.5	61.2	56.5	50.5
						流动比率	0.9	0.9	0.7	1.0	1.4
						速动比率	0.8	0.8	0.5	0.8	1.1
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.3	0.2	0.4	0.5	0.5
						应收账款周转率	134.7	82.2	82.2	82.2	82.2
						应付账款周转率	16.8	17.5	17.5	17.5	17.5
						<b>估值比率</b>					
						P/E	1429.1	-18.4	30.3	15.4	12.1
						P/B	4.1	4.1	3.6	2.9	2.4
						EV/EBITDA	38.3	-54.0	17.8	10.5	8.4

资料来源：聚源、华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

凌军声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.cn](http://www.huajinsec.cn)