

春秋航空 (601021.SH)

业绩落于预告上沿，三季度业绩或创历史新高

买入

核心观点

春秋航空披露 2023 年中报。2023 年上半年公司营业收入 80.3 亿，同比增长 119.8%，实现归母净利润 8.38 亿，同比扭亏，其中二季度公司营业收入 41.7 亿，同比增长 222.3%，实现归母净利润 4.83%。

运投大幅增长，客座率显著提升，运价坚挺推动收入同比大增。2023 年上半年民航持续复苏，公司运力投放大幅增长，客座率显著提升，ASK、RPK 分别同比提高 49.7%、81.3%，客座率恢复至 87.95%，同比大幅提高 15.34 个百分点。运价方面，公司客公里收益 0.403 元，同比增长 21.9%，相比 2019 年同期提高 10.6%，推动收入大幅增长。

成本费用节约成效显著，业绩落于预告上沿。上半年公司运营数据同比升幅明显，营业成本同比走高，达到 69.6 亿，同比增长 34.7%，其中航油成本 25.1 亿，同比增长 54.0%，非油成本 44.4 亿，同比提高 25.8%。公司上半年飞机日利用率 8.11 小时，同比显著提升，但仅恢复至 2019 年同期的 72%，尽管如此，公司单位 ASK 非油成本为 0.202 元，同比下降 16%，相比 2019 年同期持平，随着飞机日利用率进一步提高，公司单位运营成本有望进一步下降。费用方面，得益于周转效率提升，公司各项费用率全面下降，上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.43%、1.28%、0.88%、1.69%，同比分别下降 0.92pct、1.30pct、0.73pct、7.08pct。整体来看，公司上半年业绩落于预告上沿，经营表现优异，凸显低成本航司运营效率。

拟回购股份用于后续持股计划，彰显经营信心。公司拟以自有资金 0.5-1 亿元以集中竞价交易方式回购股份用于后续员工持股计划，彰显经营信心。暑运旺季民航市场量价齐升，公司 7 月客座率已经超过 2019 年同期水平，三季度或实现历史最佳单季度业绩。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“买入”评级。

春秋航空上半年业绩的优异表现再度印证了民营航司的经营韧性及恢复速度，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.1 亿、38.4 亿、47.4 亿，维持“买入”评级。

| 盈利预测和财务指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|---------|----------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 10,858 | 8,369 | 19,165 | 25,459 | 28,575 |
| (+/-%) | 15.8% | -22.9% | 129.0% | 32.8% | 12.2% |
| 净利润(百万元) | 39 | -3036 | 2310 | 3839 | 4741 |
| (+/-%) | -106.6% | -7861.9% | -176.1% | 66.2% | 23.5% |
| 每股收益(元) | 0.04 | -3.10 | 2.36 | 3.92 | 4.84 |
| EBIT Margin | -9.5% | -44.6% | 12.7% | 16.8% | 18.5% |
| 净资产收益率 (ROE) | 0.3% | -22.2% | 14.6% | 20.0% | 20.2% |
| 市盈率 (PE) | 1423.7 | -19.6 | 25.7 | 15.5 | 12.5 |
| EV/EBITDA | 1111.0 | -36.0 | 19.4 | 12.9 | 10.9 |
| 市净率 (PB) | 4.05 | 4.34 | 3.77 | 3.09 | 2.53 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

交通运输 · 航空机场

证券分析师：姜明

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

S0980521030003

基础数据

| | |
|-------------|-----------------|
| 投资评级 | 买入(维持) |
| 合理估值 | |
| 收盘价 | 57.12 元 |
| 总市值/流通市值 | 55895/55895 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 67.64/46.01 元 |
| 近 3 个月日均成交额 | 224.58 百万元 |

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

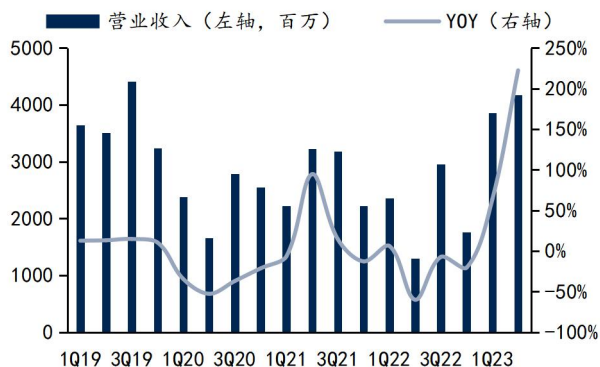
相关研究报告

- 《春秋航空 (601021.SH)——跨过至暗时刻，1Q23 率先实现盈利》——2023-04-28
- 《春秋航空 (601021.SH)——2022 年三季报点评-业绩低位徘徊，看好低成本航空长期潜力》——2022-10-29
- 《春秋航空 (601021.SH)——2021 年逆势盈利，1Q22 疫情加剧业绩承压》——2022-04-29
- 《春秋航空-601021-2021 年三季报点评：逆势盈利，再显韧性》——2021-11-01
- 《春秋航空-601021-2021 年中报点评：业务迅速恢复，中报实现盈利》——2021-09-02

春秋航空披露 2023 年中报

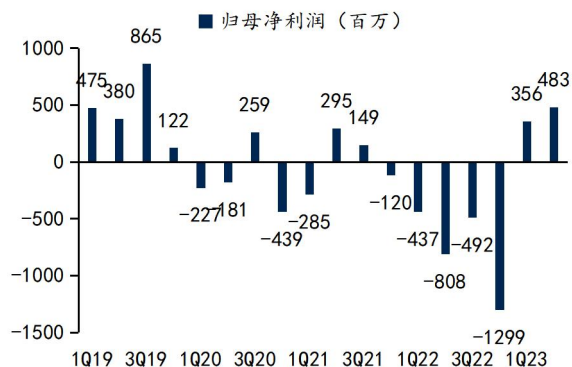
2023 年上半年公司营业收入 80.3 亿，同比增长 119.8%，实现归母净利润 8.38 亿，同比扭亏，其中二季度公司营业收入 41.7 亿，同比增长 222.3%，实现归母净利润 4.83%。

图1：春秋航空季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：春秋航空单季归母净利润

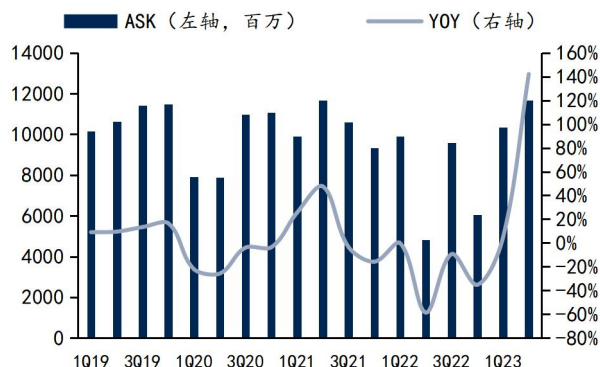


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

运投大幅增长，客座率显著提升，运价坚挺推动收入同比大增

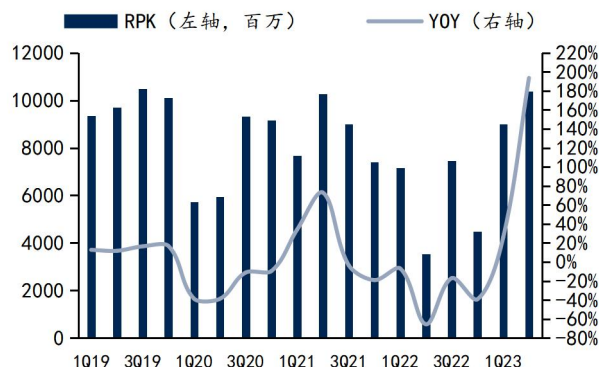
2023 年上半年民航持续复苏，公司运力投放大幅增长，客座率显著提升，ASK、RPK 分别同比提高 49.7%、81.3%，客座率恢复至 87.95%，同比大幅提高 15.34 个百分点。运价方面，公司客公里收益 0.403 元，同比增长 21.9%，相比 2019 年同期提高 10.6%，推动收入大幅增长。

图3：春秋航空季度 ASK 及同比增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春秋航空单季度 RPK 及同比增速



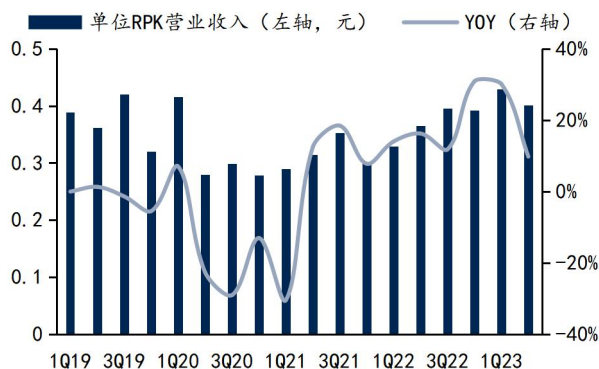
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 春秋航空季度客座率



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 春秋航空季度单位 RPK 营业收入

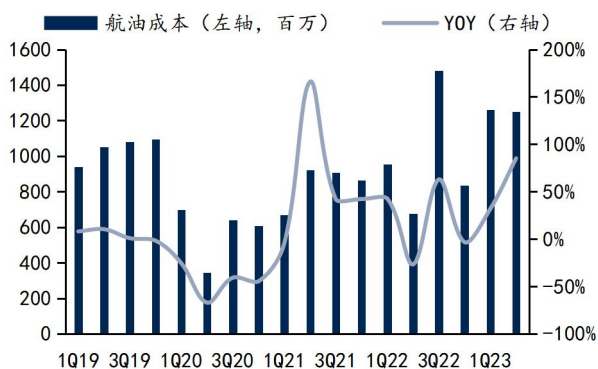


资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

成本费用节约成效显著，业绩落于预告上沿

上半年公司运营数据同比升幅明显, 营业成本同比走高, 达到 69.6 亿, 同比增长 34.7%, 其中航油成本 25.1 亿, 同比增长 54.0%, 非油成本 44.4 亿, 同比提高 25.8%。公司上半年飞机日利用率 8.11 小时, 同比显著提升, 但仅恢复至 2019 年同期的 72%, 尽管如此, 公司单位 ASK 非油成本为 0.202 元, 同比下降 16%, 相比 2019 年同期持平, 随着飞机日利用率进一步提高, 公司单位运营成本有望进一步下降。费用方面, 得益于周转效率提升, 公司各项费用率全面下降, 上半年公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.43%、1.28%、0.88%、1.69%, 同比分别下降 0.92pct、1.30pct、0.73pct、7.08pct。整体来看, 公司上半年业绩落于预告上沿, 经营表现优异, 凸显低成本航司运营效率。

图7: 春秋航空季度航油成本及同比



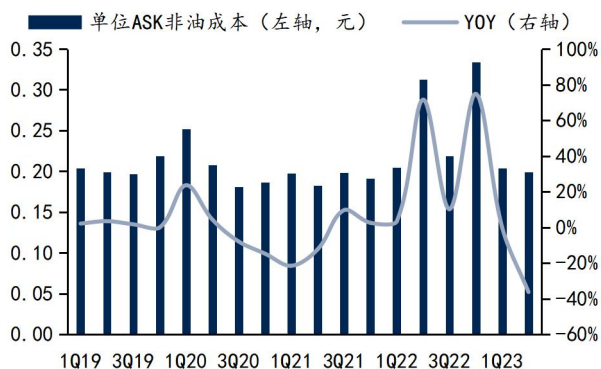
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 春秋航空季度非油成本及同比



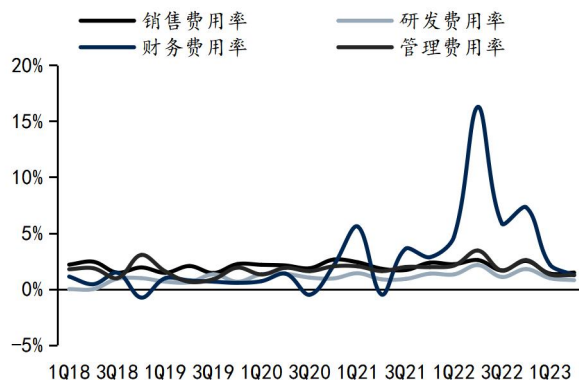
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9：春秋航空季度单位 ASK 非油成本及同比



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10：春秋航空季度费用率走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

拟回购股份用于后续持股计划，彰显经营信心

公司拟以自有资金 0.5-1 亿元以集中竞价交易方式回购股份用于后续员工持股计划，彰显经营信心。暑运旺季民航市场量价齐升，公司 7 月客座率已经超过 2019 年同期水平，三季度或实现历史最佳单季度业绩。

投资建议：维持“买入”评级

春秋航空上半年业绩的优异表现再度印证了民营航司的经营韧性及恢复速度，维持盈利预测，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 23.1 亿、38.4 亿、47.4 亿，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

财务预测与估值

| 资产负债表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物 | 7260 | 10208 | 8000 | 9000 | 10000 | 营业收入 | 10858 | 8369 | 19165 | 25459 | 28575 |
| 应收款项 | 673 | 633 | 788 | 1046 | 1174 | 营业成本 | 11331 | 11590 | 15684 | 19779 | 21721 |
| 存货净额 | 213 | 175 | 187 | 235 | 255 | 营业税金及附加 | 21 | 24 | 30 | 35 | 40 |
| 其他流动资产 | 502 | 599 | 114 | 151 | 169 | 销售费用 | 219 | 180 | 420 | 575 | 630 |
| 流动资产合计 | 8714 | 11846 | 9319 | 10663 | 11830 | 管理费用 | 204 | 188 | 385 | 513 | 578 |
| 固定资产 | 21965 | 24177 | 28078 | 32388 | 37225 | 研发费用 | 119 | 122 | 249 | 306 | 343 |
| 无形资产及其他 | 782 | 765 | 736 | 706 | 676 | 财务费用 | 287 | 622 | 470 | 489 | 499 |
| 投资性房地产 | 6855 | 6627 | 6627 | 6627 | 6627 | 投资收益 | (1) | (13) | 0 | 3 | 5 |
| 长期股权投资 | 5 | 5 | 7 | 10 | 14 | 资产减值及公允价值变动 | (2) | 30 | (2) | (3) | (4) |
| 资产总计 | 38320 | 43420 | 44765 | 50393 | 56372 | 其他收入 | 1212 | 801 | 881 | 1025 | 1188 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 7301 | 11023 | 9932 | 11338 | 12698 | 营业利润 | 6 | (3417) | 3055 | 5093 | 6296 |
| 应付款项 | 667 | 662 | 1004 | 1264 | 1372 | 营业外净收支 | 10 | 18 | 25 | 25 | 25 |
| 其他流动负债 | 1708 | 1762 | 1727 | 2185 | 2377 | 利润总额 | 16 | (3399) | 3080 | 5118 | 6321 |
| 流动负债合计 | 9675 | 13446 | 12663 | 14786 | 16448 | 所得税费用 | (21) | (363) | 770 | 1280 | 1580 |
| 长期借款及应付债券 | 9472 | 10896 | 10896 | 10896 | 10896 | 少数股东损益 | (2) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 5427 | 5384 | 5434 | 5484 | 5534 | 归属于母公司净利润 | 39 | (3036) | 2310 | 3839 | 4741 |
| 长期负债合计 | 14898 | 16280 | 16330 | 16380 | 16430 | 现金流量表（百万元） | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 负债合计 | 24573 | 29727 | 28993 | 31167 | 32878 | 净利润 | 39 | (3036) | 2310 | 3839 | 4741 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 资产减值准备 | (348) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 13747 | 13693 | 15772 | 19227 | 23493 | 折旧摊销 | 1108 | 1259 | 2129 | 2717 | 3190 |
| 负债和股东权益总计 | 38320 | 43420 | 44765 | 50393 | 56372 | 公允价值变动损失 | 2 | (30) | 2 | 3 | 4 |
| | | | | | | 财务费用 | 287 | 622 | 470 | 489 | 499 |
| 关键财务与估值指标 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 营运资本变动 | (1717) | 217 | 677 | 424 | 184 |
| 每股收益 | 0.04 | (3.10) | 2.36 | 3.92 | 4.84 | 其它 | 368 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 每股红利 | 0.52 | 0.58 | 0.24 | 0.39 | 0.48 | 经营活动现金流 | (549) | (1590) | 5117 | 6982 | 8118 |
| 每股净资产 | 15.00 | 13.99 | 16.12 | 19.65 | 24.01 | 资本开支 | 0 | (3497) | (6001) | (7001) | (8001) |
| ROIC | -10.45% | -11.81% | 4% | 7% | 8% | 其它投资现金流 | (31) | (166) | 0 | 0 | 0 |
| ROE | 0.28% | -22.17% | 15% | 20% | 20% | 投资活动现金流 | (31) | (3663) | (6003) | (7004) | (8005) |
| 毛利率 | -4% | -38% | 18% | 22% | 24% | 权益性融资 | (52) | 2972 | 0 | 0 | 0 |
| EBIT Margin | -10% | -45% | 13% | 17% | 19% | 负债净变化 | 3489 | 1424 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA Margin | 1% | -30% | 24% | 27% | 30% | 支付股利、利息 | (478) | (571) | (231) | (384) | (474) |
| 收入增长 | 16% | -23% | 129% | 33% | 12% | 其它融资现金流 | (7321) | 3522 | (1092) | 1406 | 1361 |
| 净利润增长率 | -107% | -7862% | -176% | 66% | 24% | 融资活动现金流 | (1352) | 8201 | (1323) | 1022 | 887 |
| 资产负债率 | 64% | 68% | 65% | 62% | 58% | 现金净变动 | (1931) | 2948 | (2208) | 1000 | 1000 |
| 股息率 | 0.8% | 1.0% | 0.4% | 0.6% | 0.8% | 货币资金的期初余额 | 9192 | 7260 | 10208 | 8000 | 9000 |
| P/E | 1423.7 | (19.6) | 25.7 | 15.5 | 12.5 | 货币资金的期末余额 | 7260 | 10208 | 8000 | 9000 | 10000 |
| P/B | 4.1 | 4.3 | 3.8 | 3.1 | 2.5 | 企业自由现金流 | 0 | (5357) | (1375) | (649) | (657) |
| EV/EBITDA | 1111.0 | (36.0) | 19.4 | 12.9 | 10.9 | 权益自由现金流 | 0 | (411) | (2820) | 390 | 330 |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

| 投资评级标准 | 类别 | 级别 | 说明 |
|--|------------|----|-------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票 投资评级 | 买入 | 股价表现优于市场代表性指数 20%以上 |
| | | 增持 | 股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间 |
| | | 中性 | 股价表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 卖出 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上 |
| | 行业 投资评级 | 超配 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上 |
| | | 中性 | 行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间 |
| | | 低配 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上 |

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032