

## 暑运表现亮眼，三季度业绩可期

### 投资要点

- 事件:**公司发布2023年8月生产经营数据。8月公司完成旅客周转量(ASK)44.9亿人公里,同比增长67.0%,且相比2019年8月增长24.4%。其中,8月国内航线旅客周转量同比增长41.3%,且相比2019年8月增长60.2%;国际和地区航线旅客周转量同比均超7倍增长,且分别恢复至2019年同期的57%和50%。8月公司可用座公里数(ASK)为48.6亿人公里,同比增长39.9%,且相比2019年8月增长26.2%。其中,8月国内航线ASK同比增长18.1%,且相比2019年同期增长62.8%;国际及地区航线ASK同比均实现大幅增长,且分别恢复至2019年同期的59%和45%。春秋航空8月总体客座率为92.5%,环比7月改善0.2pps,同比增长15.0pps,相比2019年8月下降1.4pps,其中,国内客座率环比7月略有下降(-0.4pps),而国际及地区客座率环比分别提升3.8pps和1.0pp;国内和国际客座率相比2019年8月分别-1.5pps和-3.1pps,地区客座率则接近10pps超2019年同期。截至2023年8月,公司前8个月累计总体ASK和RPK分别恢复至2019年同期的111%和108%。
- 暑运期间国内旅客周转量同比2019年同期增长远超行业平均水平,国际运力恢复符合预期。**春秋航空7-8月暑运合计旅客吞吐量同比2019年暑运增长25%,而行业总体旅客周转量则恢复至2019年暑运的99%。分航线看,春秋航空国内航线旅客吞吐量同比2019年暑运增长60%,远超20%的行业总体增速;春秋航空国际及地区总体旅客周转量恢复至2019年暑运的57%,比行业总体恢复快7pps。公司7-8月总体运力恢复至2019年同期的125%,其中国内运力恢复至2019年暑运的160%,国际及地区运力总体则恢复至2019年暑运的58%。
- 预期2024年下半年公司飞机利用率将大致恢复到疫情前水平。**截至2022年底,公司在职飞行员为1,707名,相比2019年底仅增长12%,较大幅度低于同期25%的机队规模增速。2023年上半年,公司飞机利用率为8.11小时,同比增长46.1%,但仍低于2019年同期11.19小时的日均利用率水平。2023年上半年,公司资本化的飞行员引进费用超过8,200万,已几乎与2022年全年增加金额持平,一定程度上反应了公司正加速对飞行员的引进。预期2023年下半年到2024年公司的飞机利用率会随着国际运力的恢复以及飞行员队伍的扩充而进一步改善。
- 盈利预测与投资建议。**预计2023-2025年EPS分别为2.06元、3.25元、4.5元,当前股价对应动态P/E分别为27倍、17倍及12倍。公司国际线运力恢复有序,飞行员缺口问题逐步改善,精细化管控成效渐显,看好公司未来三年的业绩弹性,维持“买入”评级。
- 风险提示:**受宏观经济影响航空出行需求恢复不及预期、原油价格及汇率波动等风险。

### 西南证券研究发展中心

分析师: 胡光怿  
执业证号: S1250522070002  
电话: 021-58351859  
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	9.79
流通A股(亿股)	9.79
52周内股价区间(元)	48.55-66.79
总市值(亿元)	535.36
总资产(亿元)	438.19
每股净资产(元)	14.68

### 相关研究

- 春秋航空(601021):运力投放环比提高,经营承压依旧显著 (2022-10-31)

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8368.97	19627.53	24338.13	28353.93
增长率	-22.92%	134.53%	24.00%	16.50%
归属母公司净利润(百万元)	-3035.82	2013.63	3183.41	4402.68
增长率	-7861.89%	166.33%	58.09%	38.30%
每股收益EPS(元)	-3.10	2.06	3.25	4.50
净资产收益率ROE	-22.17%	12.55%	16.91%	19.49%
PE	-18.09	27.27 7.25		12.47
PB	4.01	3.42	2.92	2.43
PEG	—	0.81	0.51	0.37

数据来源: Wind, 西南证券

## 盈利预测与估值

### 关键假设：

假设 1：预计公司 2023-2025 年 ASK 同比增速为 +69%、+23%、+25%。预期公司国际运力将在 2024 年恢复到 2019 年的水平，并在 2025 年恢复增长；同时考虑到公司十四五期间 8% 的机队年均复合增速，以及国内市场运距进一步拉长的因素。

假设 2：预计公司 2023-2025 年单位客公里收益同比变化为 +16%、-2%、-7%。预期公司 2023 年全年单位客公里收益与 2019 年水平相比保持双位数以上的增长，考虑到高油价、国内假期及旺季出行需求旺盛，以及国际线运力恢复有限带来的票价增长。预期随着运力的有序恢复，国际线单位客公里收益将在 2024-2025 年期间逐步下降并恢复至接近 2019 年的水平。

假设 3：预计公司 2023-2025 年单位扣油成本同比变化为 -21%、-5%、-5%。根据公司 2023 年上半年的业绩表现，预期公司 2023 年全年单位扣油成本将保持接近 2019 年的水平。预期未来 1-3 年公司供给及需求恢复之后的规模效应，叠加数字化运营和精细化管理的成效逐步显现，公司的单位扣油成本将进一步改善。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入、成本及毛利率

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8,369.0	19,627.5	24,338.1	28,353.9
YoY		134.5%	24.0%	16.5%
客运收入	8,101.6	19,038.7	23,608.0	27,503.3
YoY		135.0%	24.0%	16.5%
货运收入	93.8	101.3	121.5	143.4
YoY		8.0%	20.0%	18.0%
营业成本	11,590.3	16,398.5	19,625.0	22,176.0
YoY		41.5%	19.7%	13.0%
扣油成本	7,644.4	10,224.7	11,976.8	14,177.5
YoY		33.8%	17.1%	18.4%
毛利	-3,221.4	3,229.0	4,713.1	6,177.9
毛利率	-38.5%	16.5%	19.4%	21.8%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 196.3 亿元 (+134.5%)、243.4 亿元 (+24.0%) 和 283.5 亿元 (+16.5%)，归母净利润分别为 20.1 亿元（去年同期为亏损 30.4 亿元）、31.8 亿元 (+58.1%)、44.0 亿元 (+38.3%)，EPS 分别为 2.06 元、3.25 元、4.50 元，对应动态 PE 分别为 27 倍、17 倍、12 倍。

综合考虑业务范围，选取了交通运输行业 5 家上市航空公司作为估值参考，其中中国国航、南方航空、中国东航以及吉祥航空是全国范围内的全服务航空公司，华夏航空是区域全服务航空，春秋航空是国内最大的低成本航空。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)				PB (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
601111.SH	中国国航	1,156.45	8.03	-2.81	0.18	1.15	1.32	-3.37	45.24	7.00	6.10	5.51	3.70	2.51	1.82
600029.SH	南方航空	982.19	6.08	-1.90	0.13	0.73	0.94	-3.37	46.10	8.35	6.50	2.68	2.45	1.89	1.46
600115.SH	中国东航	878.17	4.39	-1.98	0.03	0.56	0.66	-2.62	160.81	7.84	6.62	3.37	2.96	2.14	1.64
603885.SH	吉祥航空	321.25	14.51	-2.03	0.59	1.26	1.55	-7.74	24.65	11.52	9.39	3.37	2.96	2.36	1.91
002928.SZ	华夏航空	92.29	7.22	-1.91	-0.34	0.54	0.84	-4.67	-	13.43	8.63	2.28	2.53	2.13	1.73
平均值								-4.36	38.66	9.63	7.45	3.44	2.92	2.21	1.71
601021.SH	春秋航空	540.26	55.21	-3.30	2.06	3.25	4.50	-17.80	27.27	17.25	12.47	3.95	3.42	2.92	2.43

数据来源: Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看, 公司当前股价对应 2023 年估值为 27 倍, 剔除异常值后的行业平均值为 39 倍, 显著低于行业平均估值水平。考虑到我国目前航空消费市场较低的渗透率, 春秋作为国内最大的低成本航空, 在市场的成长阶段仍然具备巨大的开拓潜力。预期随着国际线时刻的逐步恢复, 以及公司飞行员缺口逐渐缩小, 公司业绩将呈现高质量修复和增长趋势, 看好利润端进一步的弹性释放, 给予 2023 年 35 倍 P/E 估值, 对应目标价 72.18 元, 基于公司 2019-2025 年 34% 的盈利年均复合增长率(排除疫情三年的影响), 目标价对应 1.0 倍 PEG, 维持“买入”评级。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	8368.97	19627.53	24338.13	28353.93	净利润	-3035.82	2013.63	3183.41	4402.68
营业成本	11590.34	16398.54	19625.02	22175.98	折旧与摊销	1315.09	1221.52	1221.52	1221.52
营业税金及附加	23.67	23.55	29.21	34.02	财务费用	622.20	620.39	564.38	394.70
销售费用	179.51	333.67	413.75	482.02	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	188.46	235.53	292.06	340.25	经营营运资本变动	36.24	-875.46	-122.24	-9.29
财务费用	622.20	620.39	564.38	394.70	其他	1500.90	106.27	-4.93	-6.93
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	438.62	3086.35	4842.15	6002.68
投资收益	-13.39	10.00	10.00	10.00	资本支出	-2240.38	1276.13	2512.26	1794.47
公允价值变动损益	30.48	-80.00	0.00	0.00	其他	-2303.24	41.13	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-4543.61	1317.26	2522.26	1804.47
<b>营业利润</b>	<b>-3416.65</b>	<b>2644.10</b>	<b>4181.20</b>	<b>5780.45</b>	短期借款	1171.17	-2000.00	-500.00	-3000.00
其他非经营损益	17.88	5.41	7.50	12.55	长期借款	1424.36	-500.00	-3000.00	-1000.00
<b>利润总额</b>	<b>-3398.77</b>	<b>2649.51</b>	<b>4188.70</b>	<b>5793.00</b>	股权融资	2972.03	-100.00	0.00	0.00
所得税	-362.95	635.88	1005.29	1390.32	支付股利	0.00	607.16	-402.73	-636.68
<b>净利润</b>	<b>-3035.82</b>	<b>2013.63</b>	<b>3183.41</b>	<b>4402.68</b>	其他	1337.99	-965.03	-1599.66	-739.79
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	6905.55	-2957.87	-5502.38	-5376.48
归属母公司股东净利润	-3035.82	2013.63	3183.41	4402.68	<b>现金流量净额</b>	3055.33	1445.74	1862.03	2430.68
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
货币资金	10208.39	11654.13	13516.16	15946.84	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1060.71	1860.27	2355.55	2723.52	销售收入增长率	-22.92%	134.53%	24.00%	16.50%
存货	174.79	247.30	293.95	333.42	营业利润增长率	-57553.75%	177.39%	58.13%	38.25%
其他流动资产	401.93	453.90	534.03	602.34	净利润增长率	-8241.86%	166.33%	58.09%	38.30%
长期股权投资	4.64	4.64	4.64	4.64	EBITDA 增长率	-201.64%	403.24%	33.02%	23.96%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	24177.49	21822.32	18211.03	15317.52	毛利率	-38.49%	16.45%	19.37%	21.79%
无形资产和开发支出	765.20	663.85	582.50	501.15	三费率	11.83%	6.06%	5.22%	4.29%
其他非流动资产	6626.54	6585.40	6544.26	6503.12	净利润率	-36.27%	10.26%	13.08%	15.53%
<b>资产总计</b>	<b>43419.68</b>	<b>43291.81</b>	<b>42042.12</b>	<b>41932.56</b>	ROE	-22.17%	12.55%	16.91%	19.49%
短期借款	5404.98	3404.98	2904.98	-95.02	ROA	-6.99%	4.65%	7.57%	10.50%
应付和预收款项	1460.07	2160.91	2575.64	2973.88	ROIC	-11.35%	10.96%	17.30%	26.06%
长期借款	10896.20	10396.20	7396.20	6396.20	EBITDA/销售收入	-17.68%	22.86%	24.52%	26.09%
其他负债	11965.53	11288.13	10343.02	10069.21	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>29726.79</b>	<b>27250.22</b>	<b>23219.84</b>	<b>19344.28</b>	总资产周转率	0.20	0.45	0.57	0.68
股本	978.55	978.55	978.55	978.55	固定资产周转率	0.49	1.22	1.85	2.87
资本公积	7791.39	7691.39	7691.39	7691.39	应收账款周转率	79.31	122.25	99.96	94.61
留存收益	4823.09	7443.88	10224.57	13990.57	存货周转率	59.72	77.70	72.25	70.36
归属母公司股东权益	13692.89	16041.59	18822.28	22588.28	<b>资本结构</b>				
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率	68.46%	62.95%	55.23%	46.13%
<b>股东权益合计</b>	<b>13692.89</b>	<b>16041.59</b>	<b>18822.28</b>	<b>22588.28</b>	带息债务/总负债	54.84%	50.65%	44.36%	32.57%
负债和股东权益合计	43419.68	43291.81	42042.12	41932.56	流动比率	0.88	1.24	1.60	2.59
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	速动比率	0.87	1.22	1.57	2.55
EBITDA	-1479.36	4486.01	5967.10	7396.67	股利支付率	0.00%	-30.15%	12.65%	14.46%
PE	-18.09	27.27	17.25	12.47	<b>每股指标</b>				
PB	4.01	3.42	2.92	2.43	每股收益	-3.10	2.06	3.25	4.50
PEG	—	0.81	0.51	0.37	每股净资产	13.99	16.39	19.23	23.08
EV/EBITDA	-40.76	12.52	8.34	5.81	每股经营现金	0.45	3.15	4.95	6.13
股息率	0.00%	—	0.73%	1.16%	每股股利	0.00	-0.62	0.41	0.65

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上

持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间

公司评级 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间

回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间

卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上

行业评级 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
北京	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田婧雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阙钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com

	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龑	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文峰	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cryf@swsc.com.cn