

## 股票投资评级

买入 | 首次覆盖

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	52.90
总股本/流通股本(亿股)	9.79 / 9.79
总市值/流通市值(亿元)	518 / 518
52 周内最高/最低价	66.79 / 47.43
资产负债率(%)	68.5%
市盈率	-16.03
第一大股东	上海春秋国际旅行社(集团)有限公司

## 研究所

分析师: 曾凡喆  
SAC 登记编号: S1340523100002  
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

## 春秋航空(601021)

### 三季度业绩超预期，低成本航空经营优势凸显

#### ● 春秋航空披露 2023 年三季报

春秋航空披露 2023 年三季报，前三季度公司实现营业收入 141.0 亿元，同比增长 113.5%，实现归母净利润 26.8 亿元，同比扭亏，第三季度公司实现营业收入 60.7 亿元，实现归母净利润 18.4 亿元，同比扭亏。

#### ● 旺季量价齐升，收入大幅增长

三季度民航旺季公司表现显著优于行业均值，运力、运量同比均大幅增长，其中 ASK 同比增长 41.6%、RPK 同比增长 66.9%，分别为 19 年同期的 118.9%、118.7%，客座率达到 91.80%，同比提高 13.88pct，相比 19 年同期仅下降 0.15pct。运价方面，得益于行业三季度旺季价格坚挺，公司单位运价同比明显提升，拉动收入大幅增长。

#### ● 成本费用节约，业绩超出预期

三季度航油价格同比下降，但公司业务量显著增长，公司航油成本小幅提升，非油成本表现优异，我们测算三季度公司单位 ASK 非油成本已经低于 2019 年同期。费用端，公司继续严控费用，叠加汇兑损益情况大幅改善，公司三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.02%、1.04%、0.60%、1.15%，同比分别下降 0.64pct、0.61pct、0.49pct、4.69pct。三季度公司其他收益 3.18 亿元，同比有所增长，此外，公司三季度所得税率仅为 6.58%，税率低于市场预期，业绩整体超出市场预期。

#### ● 盈利预测及投资建议

三季度春秋航空的业绩大幅释放再次印证了低成本航空的经营韧性和业绩弹性，我们继续看好 2024 年-2025 年民航景气度持续向上，公司业绩有望再创新高。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 180.7 亿元、223.6 亿元、252.1 亿元，同比分别增长 115.9%、23.7%、12.8%，归母净利润分别为 26.0 亿元、33.3 亿元、39.0 亿元，同比分别扭亏、增长 27.9%、增长 17.2%。2023 年 10 月 30 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 15.6X、13.3X，首次覆盖给予“买入”评级。

#### ● 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

#### ■ 盈利预测和财务指标

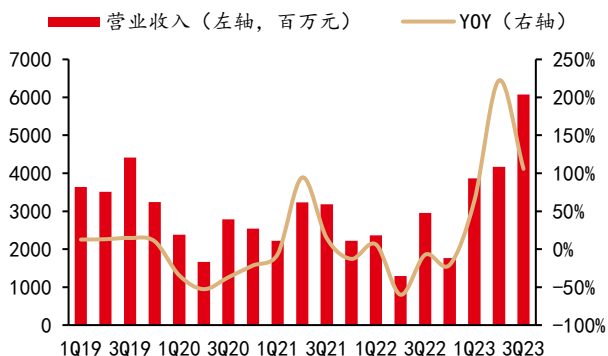
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8369	18071	22357	25213
增长率(%)	-22.92	115.93	23.72	12.77
EBITDA（百万元）	-467.26	5941.23	7307.68	8265.67
归属母公司净利润（百万元）	-3035.82	2601.71	3328.63	3902.35
增长率(%)	-7861.89	185.70	27.94	17.24
EPS(元/股)	-3.10	2.66	3.40	3.99
市盈率（P/E）	-17.05	19.90	15.55	13.27
市净率（P/B）	3.78	3.19	2.64	2.20
EV/EBITDA	-166.25	10.54	8.32	7.07

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 1 春秋航空披露 2023 年三季报

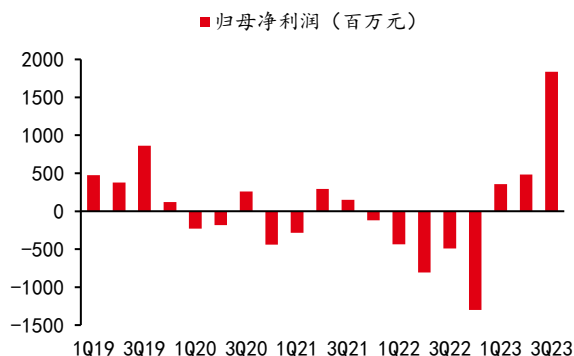
春秋航空披露 2023 年三季报,前三季度公司实现营业收入 141.0 亿元,同比增长 113.5%,实现归母净利润 26.8 亿元,同比扭亏,第三季度公司实现营业收入 60.7 亿元,实现归母净利润 18.4 亿元,同比扭亏。

图表1: 春秋航空季度营业收入及同比增速



资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表2: 春秋航空季度归母净利润

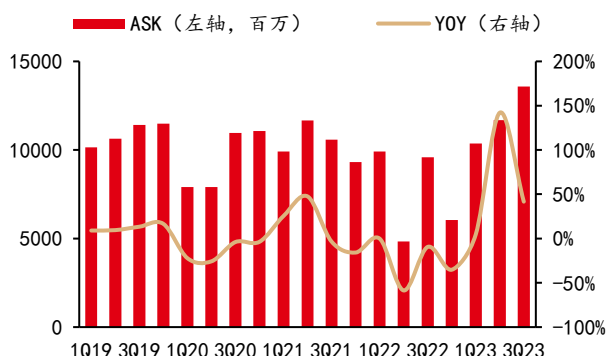


资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

## 2 旺季量价齐升, 收入大幅增长

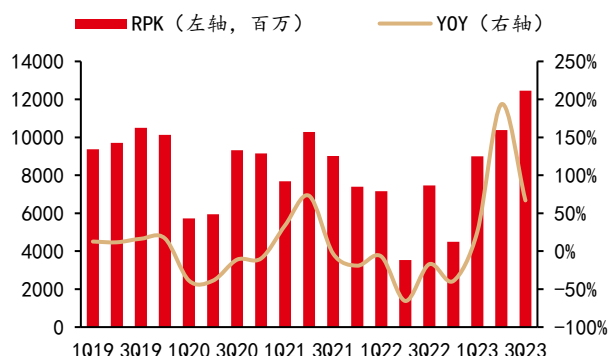
三季度民航旺季公司表现显著优于行业均值,运力、运量同比均大幅增长,其中 ASK 同比增长 41.6%、RPK 同比增长 66.9%,分别为 19 年同期的 118.9%、118.7%,客座率达到 91.80%,同比提高 13.88pct,相比 19 年同期仅下降 0.15pct。运价方面,得益于行业三季度旺季价格坚挺,公司单位运价同比明显提升,拉动收入大幅增长。

图表3: 春秋航空季度 ASK 及同比增速



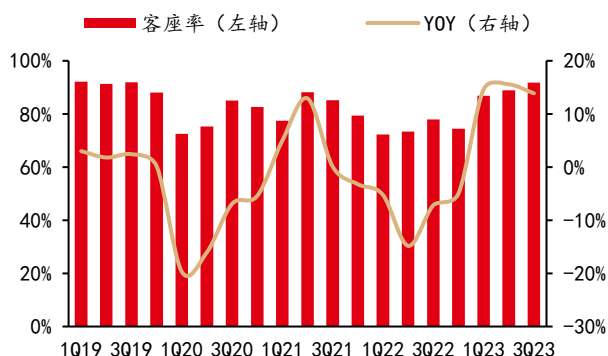
资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表4: 春秋航空季度 RPK 及同比增速



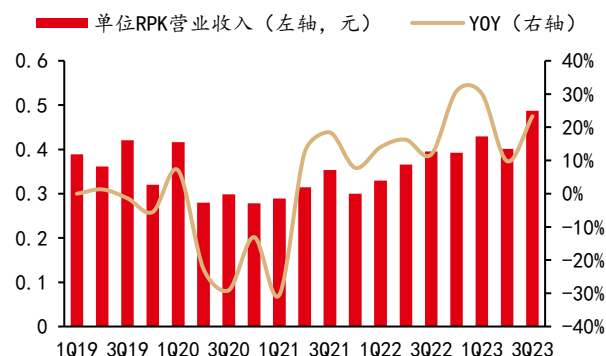
资料来源: 同花顺 iFind, 中邮证券研究所

图表5：春秋航空季度客座率及同比变化



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：春秋航空季度单位 RPK 营业收入

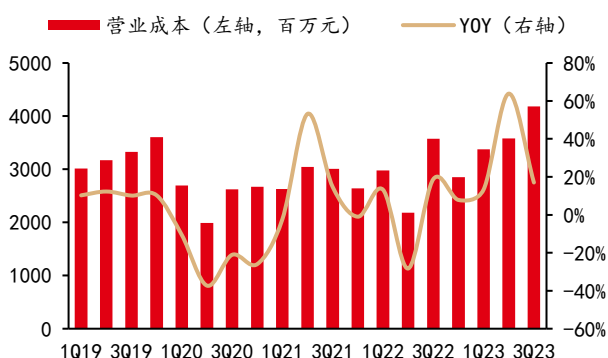


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

### 3 成本费用节约，业绩超出预期

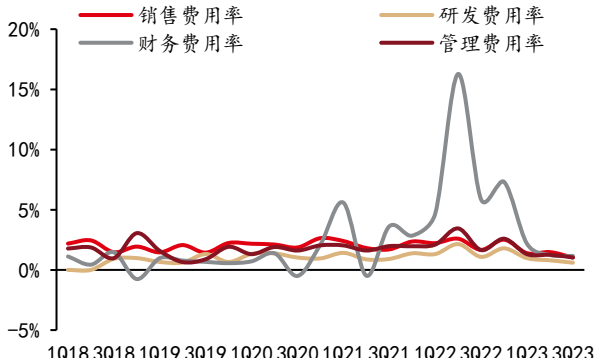
三季度航油价格同比下降，但公司业务量显著增长，公司航油成本小幅提升，非油成本表现优异，我们测算三季度公司单位 ASK 非油成本已经低于 2019 年同期。费用端，公司继续严控费用，叠加汇兑损益情况大幅改善，公司三季度销售、管理、研发、财务费用率分别为 1.02%、1.04%、0.60%、1.15%，同比分别下降 0.64pct、0.61pct、0.49pct、4.69pct。三季度公司其他收益 3.18 亿元，同比有所增长，此外，公司三季度所得税率仅为 6.58%，税率低于市场预期，业绩整体超出市场预期。

图表7：春秋航空季度成本及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：春秋航空季度费用率走势



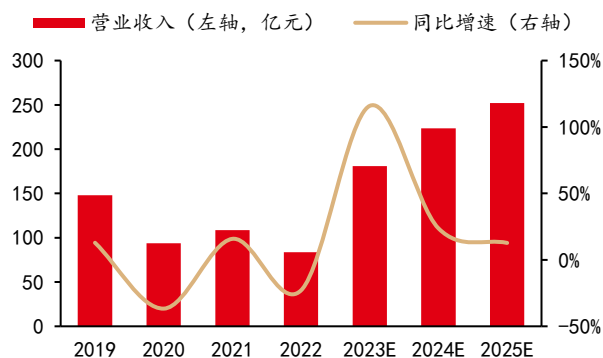
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

### 4 盈利预测及投资建议

三季度春秋航空的业绩大幅释放再次印证了低成本航空的经营韧性和业绩弹性，我们继续看好 2024 年-2025 年民航景气度持续向上，公司业绩有望再创新高。我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 180.7 亿元、223.6 亿元、252.1 亿元，同比分别增长 115.9%、23.7%、

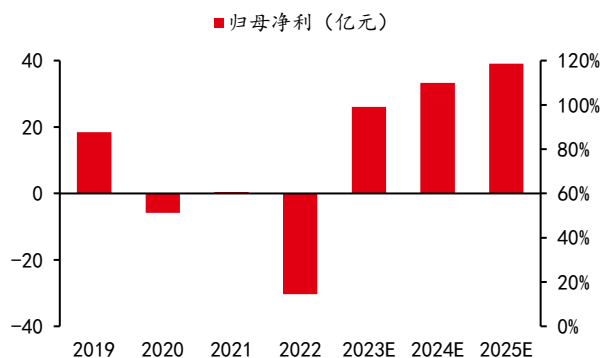
12.8%，归母净利润分别为 26.0 亿元、33.3 亿元、39.0 亿元，同比分别扭亏、增长 27.9%、增长 17.2%。2023 年 10 月 30 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 15.6X、13.3X，首次覆盖给予“买入”评级。

图表9：春秋航空收入预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

图表10：春秋航空盈利预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

## 5 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	8369	18071	22357	25213	营业收入	-22.9%	115.9%	23.7%	12.8%
营业成本	11590	14961	18025	20174	营业利润	-	186.6%	43.3%	18.9%
税金及附加	24	30	35	40	归属于母公司净利润	-7,861.9%	185.7%	27.9%	17.2%
销售费用	180	286	361	395	<b>获利能力</b>				
管理费用	188	259	350	409	毛利率	-38.5%	17.2%	19.4%	20.0%
研发费用	122	235	268	303	净利率	-36.3%	14.4%	14.9%	15.5%
财务费用	622	489	375	351	ROE	-22.2%	16.0%	17.0%	16.6%
资产减值损失	0	0	0	0	ROIC	-6.5%	7.6%	8.0%	8.1%
营业利润	-3417	2960	4242	5043	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	20	35	30	30	资产负债率	68.5%	64.7%	62.5%	60.1%
营业外支出	2	5	5	5	流动比率	0.88	1.08	1.27	1.47
利润总额	-3399	2990	4267	5068	<b>营运能力</b>				
所得税	-363	389	939	1166	应收账款周转率	82.16	128.65	123.52	127.20
净利润	-3036	2602	3329	3902	存货周转率	43.12	105.98	130.95	135.78
归母净利润	-3036	2602	3329	3902	总资产周转率	0.20	0.40	0.46	0.45
每股收益(元)	-3.10	2.66	3.40	3.99	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	-3.10	2.66	3.40	3.99
货币资金	10208	12756	16908	21598	每股净资产	13.99	16.60	20.00	23.99
交易性金融资产	120	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	105	176	186	210	PE	-17.05	19.90	15.55	13.27
预付款项	428	449	541	605	PB	3.78	3.19	2.64	2.20
存货	175	166	175	196	<b>现金流量表</b>				
流动资产合计	11846	14168	18725	23670	净利润	-3036	2602	3329	3902
固定资产	17283	18815	20539	22027	折旧和摊销	2344	2462	2665	2846
在建工程	6895	6371	6053	5890	营运资本变动	983	1205	190	73
无形资产	765	754	743	732	其他	148	886	669	747
非流动资产合计	31574	31840	33515	35109	经营活动现金流净额	439	7155	6853	7569
资产总计	43420	46009	52241	58778	资本开支	-4572	-3080	-4185	-4285
短期借款	5405	3905	4905	5905	其他	28	317	-127	-125
应付票据及应付账款	662	893	901	1065	投资活动现金流净额	-4544	-2763	-4312	-4410
其他流动负债	7380	8361	8953	9122	股权融资	2972	0	0	0
流动负债合计	13446	13160	14760	16092	债务融资	4183	-1203	2305	2305
其他	16280	16610	17910	19210	其他	-250	-741	-694	-774
非流动负债合计	16280	16610	17910	19210	筹资活动现金流净额	6906	-1944	1611	1531
负债合计	29727	29769	32670	35302	现金及现金等价物净增加额	3055	2548	4152	4690
股本	979	979	979	979					
资本公积金	7791	7791	7791	7791					
未分配利润	4409	6721	9553	12873					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	514	749	1248	1833					
所有者权益合计	13693	16239	19571	23476					
负债和所有者权益总计	43420	46009	52241	58778					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。



## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048