



# 春秋航空 (601021.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 暑运需求旺盛 Q3 盈利大超 2019 年

### 业绩简评

2023 年 10 月 30 日，春秋航空发布 2023 年三季度报告。2023 年前三季度公司实现营业收入 141 亿元，同比增长 114%；实现归母净利润 26.8 亿元，上年同期为-17.4 亿元；其中 Q3 实现营业收入 60.7 亿元，同比增长 105.8%；实现归母净利润 18.4 亿元，上年同期为-4.9 亿元。

### 经营分析

**2023 年暑运旺季需求旺盛，推动收入大幅增长。**2023 年暑运旺季航空出行需求旺盛，带动公司 Q3 经营数据大幅增长。2023Q3 公司 RPK 为 2019 年 119%，其中国内 RPK 为 2019 年 154%，国际地区 RPK 恢复至 2019 年 50%；ASK 为 2019 年 119%，其中国内 ASK 为 2019 年 155%，国际地区 ASK 恢复至 2019 年 51%；客座率恢复至 92%，与 2019 年基本持平。价方面，受需求恢复较好、燃油附加费征收等影响，公司客收高于 2019 年 10%以上。受量价齐升影响，公司 Q3 营业收入为 60.7 亿元，同比增长 106%，较 2019 年增长 38%。

**单位成本持续改善，毛利率高于 2019 年。**2023Q3 国内航空煤油出厂价平均为 6525 元/吨，同比下降 25%，较 2019 年增长 34%，同期公司周转大幅改善，单位营业成本为 0.31 元，同比下降 17%，仍较 2019 年高 6%。受益于收入大幅增加，2023Q3 毛利率为 31.1%，较 2019 年增长 6.4pct。费用率方面，2023Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 1%、1%、0.6%、1.2%，同比分别降低 0.6pct、0.6pct、0.5pct、4.7pct，合计降低 6.4pct。毛利率及费用率均改善，Q3 实现归母净利润 18.4 亿元，较 2019 年增长 113%。

**新航季积极恢复国际航线，整体恢复增长可期。**2023 年冬春新航季已开启，公司积极增班，整体客运航班量为 4197 班/周，较 2019 年增长 38.4%，其中公司对国际客班恢复较为积极，计划航班量已恢复至 2019 年 99.5%，基本与 2019 年持平，高于行业水平，显示公司对于国际线业务恢复的信心。若国际航班恢复，公司利用率有望进一步提升，盈利能力将进一步改善。

### 盈利预测、估值与评级

考虑公司恢复较快，上调 2023-2025 年净利预测至 27 亿元、40 亿元、46 亿元（原 19 亿元、33 亿元、39 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：王凯捷（执业 S1130522070001）

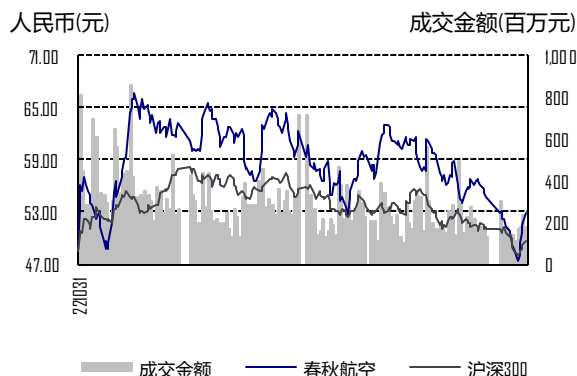
wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：52.90 元

### 相关报告：

1.《春秋航空公司点评：供需快速恢复 Q2 扭亏为盈》，2023.8.31

2.《春秋航空公司点评：Q1 业绩超预期 率先扭亏为盈》，2023.4.28



### 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	18,156	24,689	27,132
营业收入增长率	15.8%	-22.9%	116.9%	36.0%	9.9%
归母净利润(百万元)	39	-3,036	2,743	4,023	4,638
归母净利润增长率	-106.6%	-7861.9%	N/A	46.6%	15.3%
摊薄每股收益(元)	0.043	-3.102	2.804	4.111	4.740
每股经营性现金流净额	1.84	0.45	4.85	7.32	7.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.3%	-22.2%	17.9%	22.6%	22.6%
P/E	1,330.93	-20.71	19.53	13.32	11.55
P/B	3.79	4.59	3.49	3.01	2.61

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	9,373	10,858	8,369	18,156	24,689	27,132
增长率		15.8%	-22.9%	116.9%	36.0%	9.9%
主营业务成本	-9,976	-11,331	-11,590	-14,777	-19,046	-20,667
%销售收入	106.4%	104.4%	138.5%	81.4%	77.1%	76.2%
毛利	-603	-473	-3,221	3,379	5,644	6,464
%销售收入	n.a	n.a	n.a	18.6%	22.9%	23.8%
营业税金及附加	-14	-21	-24	-27	-37	-41
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-206	-219	-180	-254	-346	-380
%销售收入	2.2%	2.0%	2.1%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-159	-204	-188	-218	-296	-326
%销售收入	1.7%	1.9%	2.3%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	-107	-119	-122	-145	-198	-217
%销售收入	1.1%	1.1%	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-1,089	-1,035	-3,735	2,734	4,767	5,501
%销售收入	n.a	n.a	n.a	15.1%	19.3%	20.3%
财务费用	-80	-287	-622	-556	-503	-427
%销售收入	0.9%	2.6%	7.4%	3.1%	2.0%	1.6%
资产减值损失	-349	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	-1	-2	30	34	0	0
投资收益	-379	-1	-13	10	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.3%	0.0%	0.0%
营业利润	-626	6	-3,417	3,223	5,364	6,184
营业利润率	n.a	0.1%	n.a	17.7%	21.7%	22.8%
营业外收支	21	10	18	5	0	0
税前利润	-605	16	-3,399	3,228	5,364	6,184
利润率	n.a	0.1%	n.a	17.8%	21.7%	22.8%
所得税	13	21	363	-484	-1,341	-1,546
所得税率	n.a	-132.7%	n.a	15.0%	25.0%	25.0%
净利润	-591	37	-3,036	2,743	4,023	4,638
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-588	39	-3,036	2,743	4,023	4,638
净利率	n.a	0.4%	n.a	15.1%	16.3%	17.1%

### 现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-591	37	-3,036	2,743	4,023	4,638
少数股东损益	-3	-2	0	0	0	0
非现金支出	1,332	2,218	2,345	2,132	2,106	2,135
非经营收益	377	172	146	955	719	670
营运资金变动	-292	-744	983	-1,085	317	53
经营活动现金净流	826	1,684	439	4,746	7,166	7,497
资本开支	-4,357	-6,190	-4,572	-1,583	-1,900	-2,260
投资	-731	-2	-122	34	0	0
其他	200	229	150	10	0	0
投资活动现金净流	-4,887	-5,963	-4,544	-1,539	-1,900	-2,260
股权募资	0	0	2,972	27	0	0
债权募资	4,784	1,739	4,183	-1,284	-1,138	-1,544
其他	816	580	-250	-1,864	-2,329	-2,526
筹资活动现金净流	5,600	2,320	6,906	-3,121	-3,467	-4,070
现金净流量	1,460	-2,011	3,055	86	1,799	1,167

### 资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	9,192	7,260	10,208	10,176	11,861	12,918
应收款项	504	684	633	2,553	3,472	3,815
存货	218	213	175	165	212	230
其他流动资产	412	556	830	1,239	1,491	1,587
流动资产	10,325	8,714	11,846	14,132	17,036	18,551
%总资产	31.8%	22.7%	27.3%	31.4%	35.8%	37.6%
长期投资	899	1,022	1,133	1,133	1,133	1,133
固定资产	19,169	21,965	24,177	24,342	24,684	25,239
%总资产	59.1%	57.3%	55.7%	54.1%	51.8%	51.2%
无形资产	1,105	1,167	1,177	1,244	1,306	1,364
非流动资产	22,105	29,606	31,574	30,820	30,614	30,739
%总资产	68.2%	77.3%	72.7%	68.6%	64.2%	62.4%
资产总计	32,430	38,320	43,420	44,953	47,650	49,290
短期借款	8,083	7,301	11,023	9,515	8,226	6,530
应付款项	1,021	988	945	1,167	1,505	1,634
其他流动负债	1,785	1,386	1,479	2,806	4,004	4,386
流动负债	10,890	9,675	13,446	13,489	13,735	12,550
长期贷款	5,983	9,472	10,896	10,896	10,896	10,896
其他长期负债	1,377	5,427	5,384	5,202	5,239	5,281
负债	18,249	24,573	29,727	29,587	29,870	28,727
普通股股东权益	14,181	13,747	13,693	15,366	17,780	20,563
其中：股本	916	916	979	979	979	979
未分配利润	7,903	7,444	4,409	6,055	8,468	11,251
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	32,430	38,320	43,420	44,953	47,650	49,290

### 比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-0.64	0.04	-3.10	2.80	4.11	4.74
每股净资产	15.47	15.00	13.99	15.70	18.17	21.01
每股经营现金净流	0.90	1.84	0.45	4.85	7.32	7.66
每股股利	0.20	0.00	0.00	1.12	1.64	1.90
回报率						
净资产收益率	-4.1%	0.3%	-22.2%	17.9%	22.6%	22.6%
总资产收益率	-1.8%	0.1%	-7.0%	6.1%	8.4%	9.4%
投入资本收益率	-3.8%	-7.9%	-9.4%	6.5%	9.7%	10.9%
增长率						
主营业务收入增长率	-36.7%	15.8%	-22.9%	116.9%	36.0%	9.9%
EBIT 增长率	N/A	-5.0%	260.8%	-173.2%	74.3%	15.4%
净利润增长率	-132.0%	-106.6%	-7861.9%	N/A	46.6%	15.3%
总资产增长率	10.4%	18.2%	13.3%	3.5%	6.0%	3.4%
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	350.8	263.0	246.8
偿债能力						
净负债/股东权益	34.4%	69.2%	84.4%	65.6%	40.0%	21.2%
EBIT 利息保障倍数	-13.7	-3.6	-6.0	4.9	9.5	12.9
资产负债率	56.27%	64.13%	68.46%	65.82%	62.69%	58.28%

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
5	2023-08-31	买入	57.12	N/A

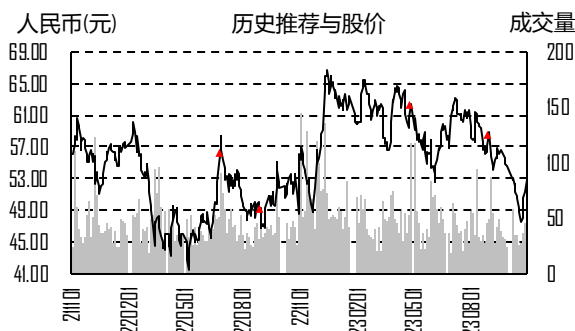
来源：国金证券研究所

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

电话：021-80234211

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 5 楼

### 北京

电话：010-85950438

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100005

地址：北京市东城区建内大街 26 号

新闻大厦 8 层南侧

### 深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心

18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究