



Research and
Development Center

低成本航空龙头，定位精准空间可期

—春秋航空(601021)公司深度报告

2024年04月16日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

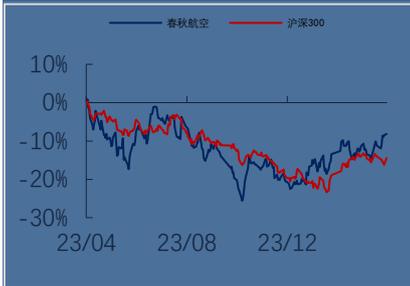
公司研究

公司深度报告

春秋航空(601021)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	58.49
52周内股价波动区间(元)	64.30-47.43
最近一月涨跌幅(%)	3.45
总股本(亿股)	9.79
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	572.35

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

春秋航空(601021.SH)深度报告：低成本航空龙头，定位精准空间可期

2024年04月16日

本期内容提要：

◆**中国低成本航空领跑者，盈利能力持续提升。**2015年公司成功上市，成为中国民营航空第一股。从运营情况看，2019年前，公司国内线及国际线周转量均保持稳定增长，国内线客座率基本保持在91%以上，国际线客座率基本保持在85%以上，客座率稳定且水平较高；截至2023年末，公司国内线、国际旅客周转量分别达到372、47亿人次，较2019年同期分别+43.7%、-62.7%；国内线客座率回升到90.3%，基本快恢复到疫情前水平，国际线客座率回升到82.2%，国内线周转量已超过2019年，国际线恢复较慢，仍有一定修复空间。从财务情况看，公司营收及归母净利润修复显著。2023年前三季度，公司实现营业收入141.0亿元，较2019年同期+21.9%；对应归母净利润已经扭亏，录得26.77亿元，较2019年同期+55.8%。毛利率及净利率双升，实现毛利率、净利率分别21.01%、18.98%，盈利指标大幅改善。

◆**行业：低成本航空发展前景广阔。**

1) **行业趋势1：低成本航空渗透率提升。民航业持续发展，低成本航司兴起、渗透率快速提升，成为民航运输的重要助力。**

中国民航发展潜力深厚。2009-2019年十年间，中国民航旅客运输量由2.31亿人次增至6.60亿人次，年均增长率高达11.1%。根据空客发布的《全球市场预测(2023-2042)》，未来20年内全球客运需求将以年均3.6%增速增长，中国年均增长率将达到5.2%；同时，中国的人均乘机次数将由2019年的0.5次增至2042年的1.7次。

全球及亚太地区低成本航司渗透率快速提升。根据亚太航空中心统计，2013年至2022年十年间，全球低成本航空的区域内航线市场份额从29.8%提高至34.3%，国际航线市场份额从9.5%提升至17.9%；亚太地区的国内航线市场份额从23.7%攀升至27.3%，国际航线市场份额从5.3%提升至16.5%。无论是全球还是亚太地区，低成本航空公司市占率均提升显著。

中国低成本航空发展仍有较大提升空间。截至2022年末，中国低成本航空占国内航线的市场份额仅有5.2%，与亚太及全球市场份额均存在较大差距。随后续中国民航出行大众化程度提升，低成本航空公司有望凭借经济实惠便捷等优势迎来较快发展。

2) **行业趋势2：票价端改革持续，单位客收有望提升。**

民航市场化定价范围逐渐扩大。自2004年起，国内票价管控放开，航空运价逐步由政府指导价转为市场调节价，越来越多航线开始实施市场化定价。从实行市场调节价航线情况看，2014年12月实行市场调节价的国内航线共365条，至2020年11月航线数目已增至1698条，占当年全部国内航线的比例由13.8%提升至36.2%。从具体航线价格情况看，2017-2023年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从1240元、2080元、1350元增加至2150元、3650元、2350元，累计涨幅分别为73.4%、75.5%、74.1%，均超过70%，票价市场化改革持续深化。

票价市场化持续有望带动航司盈利能力大幅提升，低成本航司收入端也有望向上。当前实行市场调节价的国内航线数量及占比均保持上升趋势，票价市场化持续推进。叠加民航需求回暖、旅客周转量提升、

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 2

市场调节带动的航线提价效应，航司单位客收预期向上，未来盈利能力有望持续提升、业绩增长可期，低成本航司或显著受益。

◆**定位低成本航空，降本增效铸造经营强韧性。**

1) **收入端：公司定位低成本航空，积极布局国内外航线网络。国内航线方面**，公司凭借自身差异化竞争优势，在全国范围积极打造区域主基地，注重一线城市开发的同时，加强二至四线市场的航点渗透，迎合市场需求。客户群体定位清晰，契合航线网络建设方向。定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势可吸引大量对价格较为敏感的自费旅客，以及追求高性价比的商务旅客。**国际线方面**，聚焦东南亚及日韩地区，以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站。

2) **成本费用端：“两单两高两低”运营模式打造低成本优势。**

使用单一机型和舱位，便于采购管理的同时，有效降低油耗及折旧摊销成本。截至 2023 年末，公司机队规模达到 121 架，均为空客 320 系列飞机及经济舱布局。每架飞机座位数相较国内其他航空公司机型平均高 10%-15%；对比各航司的单位 ASK 燃油及单位租赁折旧费用，公司成本优势显著，基本保持在最低水平。

高客座率及利用率降本增效，摊薄单位固定成本。2019 年前，公司客座率基本保持在 90%以上，基本一直领先其余航司，运营效率位居前列。同时，公司保持较高飞机利用率，2019 年前飞机利用率基本保持在 11 小时左右，最大程度摊薄单位固定成本，2019 年利用率较行业平均水平高出近两小时。回看公司过去单位 ASK 非油成本情况，2019 年前公司单位非油成本基本不超过 0.2 元，较其余航司具备明显成本优势。

自主研发核心运行管理系统，凭借信息技术优势降低销售费用支出。公司自主研发出国内最早独立于中航信体系的分销、订座、结算和离港系统，逐渐打造推广出自有电商直销平台，发展位居行业前列。2023 年上半年，公司除包机包座业务以外的销售渠道中，电子商务直销（含 OTA 旗舰店）占比达到 97.2%。客户黏性有效增强的同时，公司渠道掌控力和运营效率提升，财务结算周期有效缩短，并且节省了大量销售费用支出，以及便于成本预算管理优化。2019 年前，公司单位 ASK 销售费用基本呈下降趋势，至 2019 年已降低至 0.0060 元，与 2015 年单位销售成本相比大幅下降 38.8%，年均降幅达到 11.6%。与其余航司相比，公司单位销售成本一直保持在最低水平，且差距逐渐拉大。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利 21.64、30.21、40.12 亿元，同比分别+171.3%、+39.6%、+32.8%，对应每股收益分别为 2.21、3.09、4.10 元，现价对应 PE 分别为 26.45、18.95、14.27 倍。考虑到公司作为国内低成本航空龙头，公司成长仍具备较高弹性，行业提振背景下业绩修复加快。综合历史估值情况考虑，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**行业供需状况明显改善，年报业绩超预期，公司月度经营数据超预期等。

◆**风险因素：**出行需求恢复不及预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	10,858	8,369	17,278	20,759	22,554
增长率 YoY %	15.8%	-22.9%	106.5%	20.1%	8.6%
归属母公司净利润 (百万元)	39	-3,036	2,164	3,021	4,012
增长率 YoY%	106.6%	-7861.9%	171.3%	39.6%	32.8%
毛利率%	-4.4%	-38.5%	12.8%	13.4%	14.2%
净资产收益率ROE%	0.3%	-22.2%	13.7%	16.1%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.04	-3.10	2.21	3.09	4.10
市盈率 P/E(倍)	1,463.37	—	26.45	18.95	14.27
市净率 P/B(倍)	4.16	4.18	3.63	3.05	2.51

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 15 日收盘价

目录

投资聚焦	7
1 中国低成本航空领跑者，盈利能力持续提升	7
1.1 国内民营航空第一股，稳步开拓国内外航线网络	7
1.2 运营情况：国内线表现超过 2019 年，国际线仍待修复	8
1.3 财务情况：业绩显著修复，财务指标大幅改善	9
2 低成本航空发展前景广阔	11
2.1 行业趋势 1：低成本航空渗透率提升	11
2.2 行业趋势 2：票价端改革持续，单位客收有望提升	12
3 定位低成本航空，降本增效铸造经营强韧性	14
3.1 收入端：公司定位低成本航空，积极布局国内外航线网络	14
3.1.1 国内线：设立区域基地，提升国内市场深度和广度	14
3.1.2 国际线：聚焦东南亚、辐射东北亚，稳步恢复市场	16
3.2 成本费用端：“两单两高两低”运营模式打造低成本优势	18
3.2.1 两单：单一机型和单一舱位	18
3.2.2 两高：高客座率和日利用率	19
3.2.3 两低：低销售费用和管理费用	20
3.3 疫情后率先恢复，业绩可期	21
4 盈利预测、估值与投资评级	23
4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 30.21 亿元	23
4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级	25
5 风险因素	26

表目录

表 1：春秋航空历史沿革	7
表 2：低成本航空公司与全服务航空公司经营模式对比	12
表 3：民航国内航空运价政策演进	13
表 4：公司经营数据预测表	23
表 5：公司营收拆分及预测表	23
表 6：简易盈利预测表	24
表 7：春秋航空 2015~2019 年 PE-TTM 均值为 28.70 倍	25
表 8：可比公司估值（截至 2024.4.15）	25

图目录

图 1：春秋航空股权结构（截至 2024.2.27 公司最新股权变动公告）	8
图 2：2023 年国内线 RPK 达到 372 亿人次，较 2019 年+44%	8
图 3：2023 年国际线 RPK 达到 47 亿人次，较 2019 年-63%	8
图 4：2023 年国际线 RPK 占比较 2019 年减少 20.5pct	9
图 5：2023 年国内线/国际线客座率较 2019 年同期-2/-5.8pct	9
图 6：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期+21.9%	9
图 7：23Q1-3 公司归母净利较 2019 年同期+55.8%	9
图 8：2019 年及此前，国际及地区营收保持增长	10
图 9：2019 年及此前，国际及地区营收占比约三成	10
图 10：23Q1-3，公司实现毛利率/净利率分别 21.01%/18.98%	10
图 11：至 2023Q3 末，公司资产负债率降至 64.4%	10
图 12：2009~2019 年，中国民航旅客运输量 CAGR+11.1%	11
图 13：2023~2042 年，中国民航客运量预计 CAGR+5.2%	11
图 14：2022 年全球低成本航空国内线市场份额提升至 34.3%	11
图 15：2022 年全球低成本航空国际线市场份额提升至 17.9%	11
图 16：2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36%	13
图 17：主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70%以上	13
图 18：截至 2014H1，公司运行了 57 条国内线和 10 条国际线	14
图 19：截至 23H1，公司运行了 181 条国内线和 35 条国际线	14
图 20：公司使用的 A320 飞机可飞行范围	15
图 21：公司持续完善国内各区域的基地布局和航线网络	15
图 22：2009-2019 年，国内旅游人次年均增速 12.2%	15
图 23：疫情前，国内人均旅游花费金额保持稳定增长	15
图 24：2014-2019 年，公司国内线运力 CAGR+11.7%	16
图 25：2014-2019 年，公司国内线客运量 CAGR+10.6%	16

图 26:	公司国际航线航权时刻主要是在东南亚和日韩地区	16
图 27:	2023 年冬春航季, 春秋在泰国的航权时刻占比 24.4%.....	16
图 28:	2023 年冬春航季, 春秋在日本的航权时刻占比 15.6%.....	17
图 29:	2023 年冬春航季, 春秋在韩国的航权时刻占比 10.9%.....	17
图 30:	2023 年国际及地区线运力恢复至 2019 年的 40.2%	17
图 31:	国际及地区线客座率较 2019 年仍有差距.....	17
图 32:	截至 2023 年末, 公司共有 120 架飞机	18
图 33:	截至 23H1, 各航司现有机型数量情况对比	18
图 34:	各航司单位燃油成本对比.....	18
图 35:	各航司单位折旧租赁成本对比	18
图 36:	各航司客座率对比	19
图 37:	各航司飞机日利用率对比.....	19
图 38:	公司单位非油成本基本保持稳定	19
图 39:	各航司单位非油成本对比.....	19
图 40:	春秋航空分销、订座、结算系统流程示意图	20
图 41:	2019 年前, 公司单位销售费用基本保持下降趋势.....	20
图 42:	公司单位销售费用在航司中一直保持在最低水平	20
图 43:	公司单位管理费用降低效果显著	21
图 44:	公司单位管理费用在航司重一直保持在最低水平	21
图 45:	公司较 2019 年同期月度国内线 ASK 情况恢复对比	21
图 46:	公司较 2019 年同期月度国际线 ASK 情况恢复对比	21
图 47:	公司较 2019 年同期月度国内线 RPK 情况恢复对比	22
图 48:	公司较 2019 年同期月度国际线 RPK 情况恢复对比	22
图 49:	公司较 2019 年同期月度国内线客座率情况恢复对比.....	22
图 50:	公司较 2019 年同期月度国际线客座率情况恢复对比.....	22

投资聚焦

春秋航空作为中国首批民营航空公司之一,定位于低成本航空业务模式,主要从事国内、国际及港澳台航空客货运输业务及与航空运输业务相关的服务。公司定位对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客群体,持续优化低成本航空的经营模式,最大限度地利用现有资产,实现高效率的航空生产运营。随着我国大众化航空出行需求日益旺盛,公司作为低成本航司,未来市场前景广阔。

1 中国低成本航空领跑者, 盈利能力持续提升

1.1 国内民营航空第一股, 稳步开拓国内外航线网络

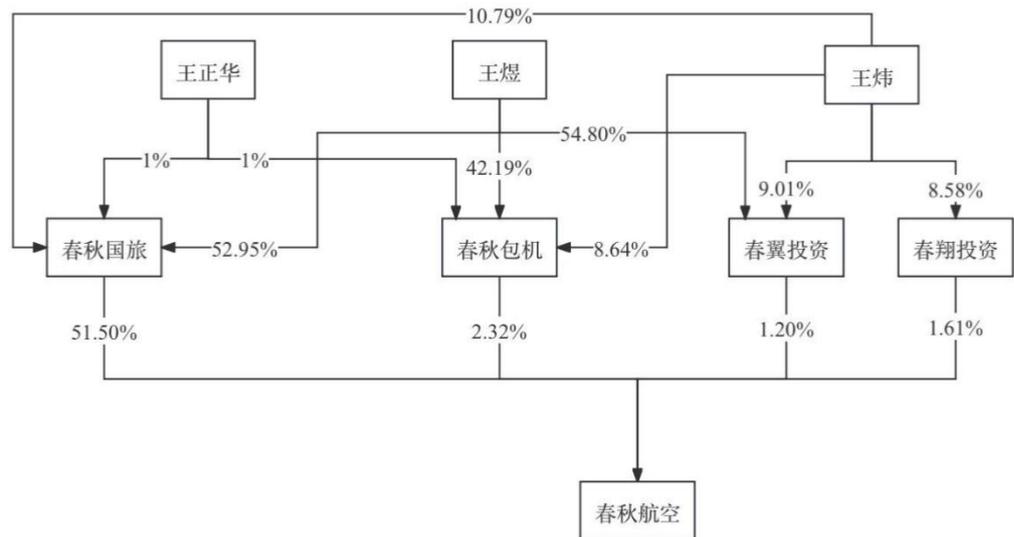
经营规模稳步扩张, 中国低成本航空的先行者和领跑者。公司前身为春秋航空有限公司, 由春秋国旅、春秋包机分别出资 60%、40%, 于 2004 年 11 月 1 日在上海成立。2010 年, 春秋国旅、春秋包机、春翔投资、春翼投资作为发起人, 将春秋有限整体变更为股份公司, 春秋航空在上海注册成立。同年, 公司开始经营国际及地区航线。2015 年, 公司在 A 股市场成功上市, 成为中国民营航空第一股。经过二十余年发展, 公司已将上海两场作为枢纽基地, 持续开发一、二线城市市场的同时, 不断深耕三、四线重要城市的航网建设, 市场的广度和深度不断提升。

表1: 春秋航空历史沿革

时间	事件
2004 年	公司前身春秋有限在上海成立, 春秋国旅、春秋包机分别以现金出资 4800 万元、3200 万元, 分别占注册资本的 60%、40%
2010 年	春秋国旅、春秋包机、春翔投资、春翼投资作为发起人, 将春秋有限整体变更为股份公司, 春秋航空在上海注册成立。同年, 公司开始经营国际及地区航线, 开通了上海往返日本茨城、香港, 石家庄往返香港等国际和地区航线
2011 年	开始加快开辟国际和港澳台航线的步伐; 与河北省人民政府签订战略合作框架协议, 与河北机场管理集团有限公司签署合作协议, 进一步深化合作, 挖掘当地市场潜力
2012 年	重要参股公司-春秋航空日本在日本成立
2014 年	公司在深圳宝安机场设立过夜基地并建立华南枢纽, 并于杭州、大阪和济州设立过夜航站, 逐步形成以华东上海为核心、以东北沈阳、华北石家庄、华南深圳为战略支撑点的国内航线网络布局
2015 年	1 月, 公司在 A 股上市; 成功引进空客全新客舱布局的 A320 飞机, 座位数量在保持间隔不变的情况下由 180 座增加至 186 座; 同年, 增设曼谷和名古屋过夜航站, 与大阪和济州过夜航站构成公司境外基地网络
2018 年	年初揭阳潮汕机场设立又一发展基地; 10 月公司首个航空分公司河北分公司正式揭牌成立
2019 年	新增兰州、西安机场基地, 开拓西北区域; 7 月深圳分公司成立, 华南深圳基地进一步升级
2020 年	12 月与南昌市人民政府、江西省机场集团公司等签署了战略合作协议, 设立江西分公司
2021 年	先后落地江西南昌基地和辽宁大连基地, 推进打造华中地区空中枢纽及巩固东北腹地支点地位的进程
2022 年	新设西安、成都基地, 航线网络进一步扩张

资料来源: 公司公告, 公司官网, 公司招股说明书及年报, 信达证券研发中心

公司控股股东为春秋国旅, 实控人为王正华和王煜。春秋国旅为公司的控股股东, 王正华、王煜通过控制春秋国旅、春秋包机及春秋国旅的一致行动人春翔投资、春翼投资, 合计拥有公司 56.64% 股份对应的表决权, 是公司的共同实际控制人。

图1：春秋航空股权结构（截至 2024.2.27 公司最新股权变动公告）


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

1.2 运营情况：国内线表现超过 2019 年，国际线仍待修复

1) RPK 情况：2019 年前，公司国内线及国际线周转量均保持稳定增长；疫情三年期间旅客出行尤其是国际线方面受到较大影响，旅客周转量出现明显下滑；2023 年年初疫情政策调整后，旅客出行增加，国内外周转量恢复。截至 2023 年末，公司国内线、国际旅客周转量分别达到 372、47 亿人次，占比分别 87.6%、11.0%，较 2019 年同期分别+43.7%、-62.7%，国内线表现已超过 2019 年，国际线恢复较慢，仍有一定修复空间。

2) 客座率情况：2019 年前，公司国内线客座率基本保持在 91%以上，国际线客座率基本保持在 85%以上，客座率稳定且水平较高。疫情期间，航线客座率受到较大影响，下滑幅度较大；2023 年已有一定修复，国内线客座率回升到 90.3%，基本快恢复到疫情前水平；国际线客座率回升到 82.2%，较疫情前还存在较大修复空间。

图2：2023 年国内线 RPK 达到 372 亿人次，较 2019 年+44%

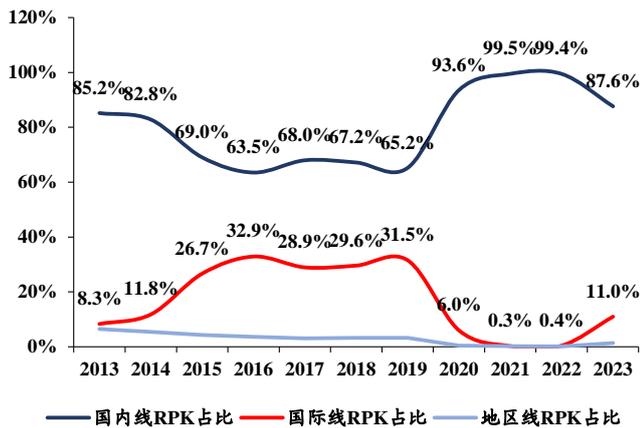

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年为较 2019 年同期增速

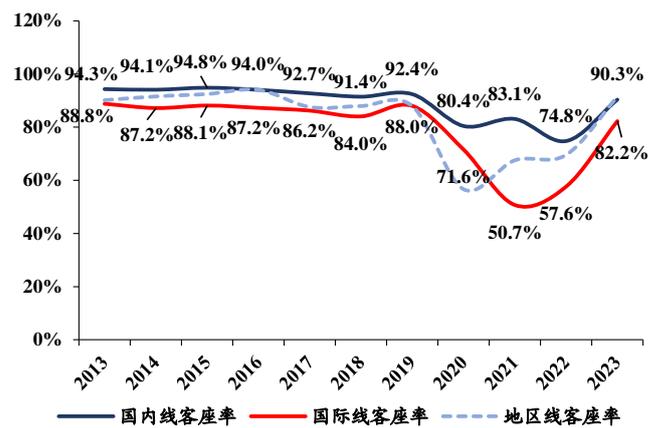
图3：2023 年国际线 RPK 达到 47 亿人次，较 2019 年-63%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2023 年为较 2019 年同期增速

图4：2023年国际线 RPK 占比较 2019 年减少 20.5pct


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图5：2023年国内线/国际线客座率较 2019 年同期-2/-5.8pct


资料来源：iFind，信达证券研发中心

1.3 财务情况：业绩显著修复，财务指标大幅改善

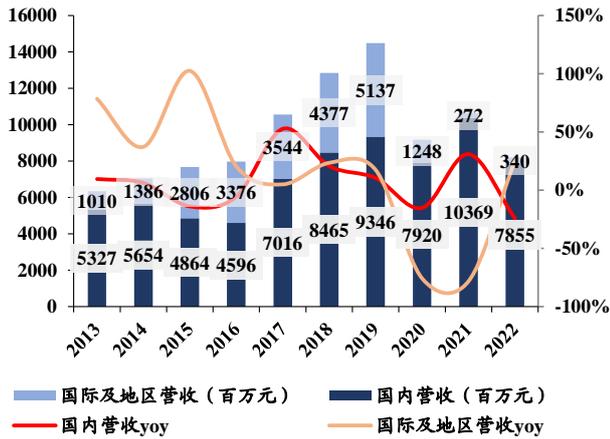
营收及归母净利润修复显著。总体看，2022 年公司实现营业收入 83.7 亿元，同比-22.9%；2023 年前三季度，公司实现营业收入 141.0 亿元，同比高增 113.5%，较 2019 年同期+21.9%；归母净利润方面，2022 年录得归母净利润-30.36 亿元，23Q1-3 归母净利润已经扭亏，录得 26.77 亿元，同比+254.1%，较 2019 年同期+55.8%。**分地区看**，疫情前国内线营收占比基本在 60%左右，国际及地区航线营收占比约 30%。2022 年，国内线、国际及地区线营收分别 78.55、3.40 亿元，占比分别 93.9%、4.1%。

图6：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期+21.9%

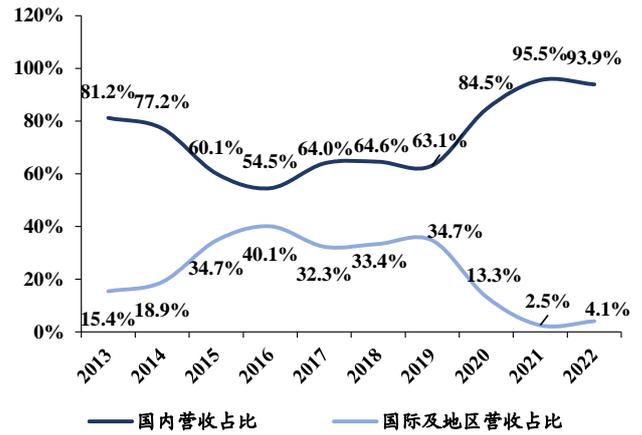
 资料来源：iFind，信达证券研发中心
 注：23Q1-3 同比增速为相较于 19Q1-3 情况

图7：23Q1-3 公司归母净利润较 2019 年同期+55.8%

 资料来源：iFind，信达证券研发中心
 注：23Q1-3 同比增速为相较于 19Q1-3 情况，2022 年同比增速未列示

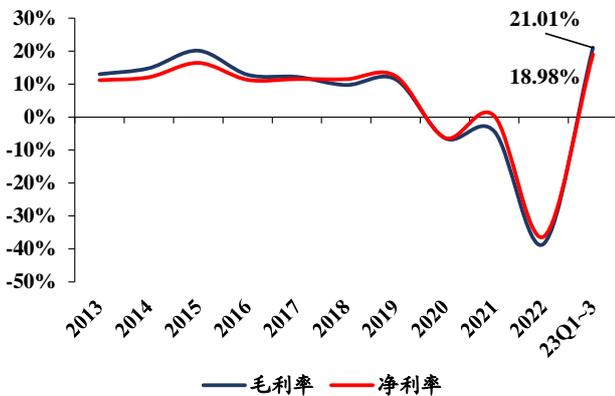
图8：2019年及此前，国际及地区营收保持增长


资料来源：iFind，信达证券研发中心

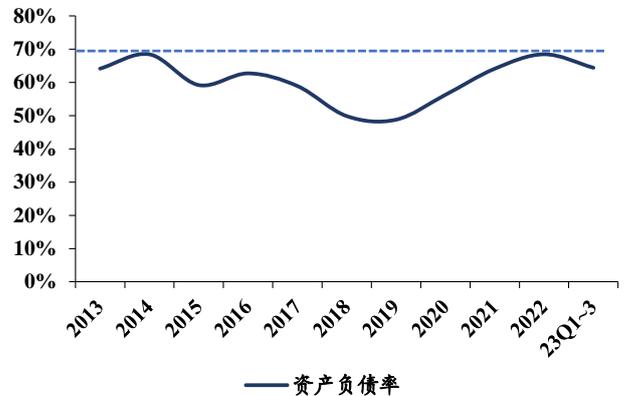
图9：2019年及此前，国际及地区营收占比约三成


资料来源：iFind，信达证券研发中心

财务指标来看,疫情前公司毛利率、净利率相对稳定,毛利率和净利率基本保持在11%、12%左右,公司成本费用管控能力凸显。23Q1-3,公司毛利率及净利率双升,实现毛利率、净利率分别21.01%、18.98%,盈利指标大幅改善,费用管理优势凸显。负债率方面,公司资产负债率一直保持在70%以下,在疫情前基本呈下降趋势,至2019年负债率降至最低48.8%,疫情期间负债率有较明显提升,2022年提升至68.5%,至2023Q3末,资产负债率降至64.4%,公司负债管理优秀。

图10：23Q1-3，公司实现毛利率/净利率分别21.01%/18.98%


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图11：至2023Q3末，公司资产负债率降至64.4%


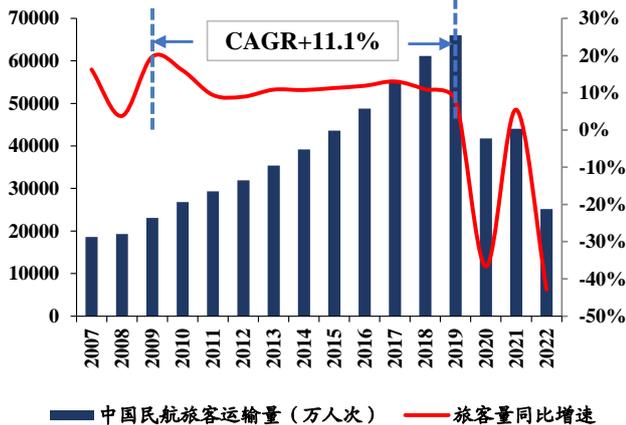
资料来源：iFind，信达证券研发中心

2 低成本航空发展前景广阔

2.1 行业趋势 1：低成本航空渗透率提升

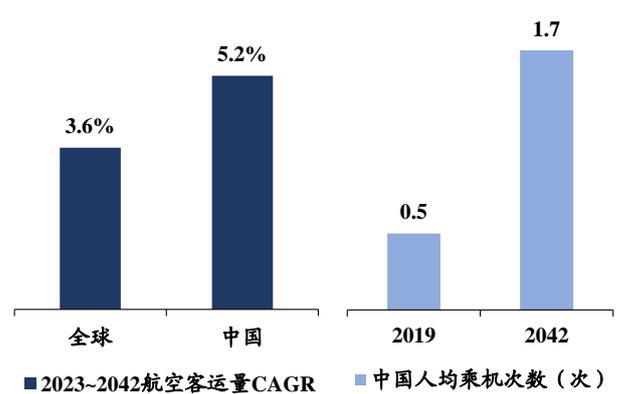
航空运输业仍在发展，尤其中国发展潜力深厚。回顾疫情前中国民航运输情况，2009~2019 年十年间，中国民航旅客运输量由 2.31 亿人次增至 6.60 亿人次，年均增长率高达 11.1%。根据空客发布的《全球市场预测（2023-2042）》，未来 20 年内全球客运需求将以年均 3.6% 增速增长，中国将成为全球最大航空服务市场之一，年均增长率将达到 5.2%，为全球平均水平近两倍；同时，中国的人均乘机次数将由 2019 年的 0.5 次增至 2042 年的 1.7 次；中国民航业发展前景广阔。

图12：2009~2019 年，中国民航旅客运输量 CAGR+11.1%



资料来源：中国民航局，iFind，信达证券研发中心

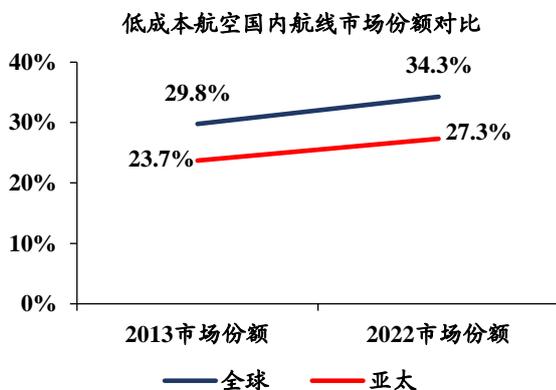
图13：2023~2042 年，中国民航客运量预计 CAGR+5.2%



资料来源：空客，新京报，北京日报，信达证券研发中心

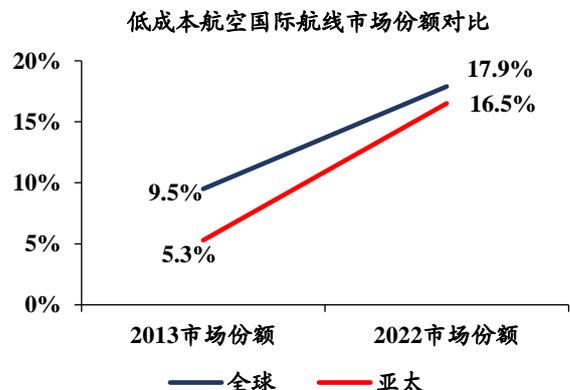
民航业持续发展，低成本航司兴起、渗透率快速提升，成为民航运输的重要助力。根据亚太航空中心统计，2013 年至 2022 年十年间，全球低成本航空的区域内航线市场份额从 29.8% 提高至 34.3%，国际航线市场份额从 9.5% 提升至 17.9%；亚太地区的国内航线市场份额从 23.7% 攀升至 27.3%，国际航线市场份额从 5.3% 提升至 16.5%。无论是全球还是亚太地区，低成本航空公司市占率均提升显著。

图14：2022 年全球低成本航空国内线市场份额提升至 34.3%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图15：2022 年全球低成本航空国际线市场份额提升至 17.9%



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

与全服务航司不同，低成本航司在多方面均具备较强成本优势。典型的低成本航空公司经营模式与全服务航空公司经营模式在机队设置、舱位设置、飞机利用率、航线航班设置、机票销售和附赠服务内容等方面存在较大差异，具体比较如下：

表2：低成本航空公司与全服务航空公司经营模式对比

	低成本航空公司	全服务航空公司	低成本航空公司经营模式优势
机队设置	<ul style="list-style-type: none"> · 单一机型（通常是 A320 或 B737） · 座椅密度较高（如 A320 机型设置 180 个座位） 	<ul style="list-style-type: none"> · 多种机型 · 座椅密度较低 	<ul style="list-style-type: none"> · 单一机型导致飞机采购、维修、航材采购和修理成本较低
舱位设置	<ul style="list-style-type: none"> · 单一舱位（不设公务舱和头等舱） 	<ul style="list-style-type: none"> · 一般分设头等舱、公务舱与经济舱 	<ul style="list-style-type: none"> · 单位成本低，运行复杂程度低
飞机利用率	<ul style="list-style-type: none"> · 延长至凌晨和深夜起飞，提高日均飞行时间（平均飞机日利用率约 11 小时） · 多使用二线机场，周转速度快 	<ul style="list-style-type: none"> · 通常利用早上八点至晚上九点的时刻，平均飞机日利用率约 9 小时 · 使用航班密集的大机场，因此往返时间较长 	<ul style="list-style-type: none"> · 利用率较高，摊薄单位固定成本
航线网络	<ul style="list-style-type: none"> · 中短途、点对点直线航线 	<ul style="list-style-type: none"> · 以枢纽轮辐式航线为主 	<ul style="list-style-type: none"> · 运行效率高，复杂程度低
机场选择	<ul style="list-style-type: none"> · 偏向选择二线机场起降，并与其开展积极合作 	<ul style="list-style-type: none"> · 大多选择国际、大型机场为枢纽起降 	<ul style="list-style-type: none"> · 二线机场和低成本航站楼收费较低
机票销售	<ul style="list-style-type: none"> · 以网络直销为主 	<ul style="list-style-type: none"> · 目前以代理、自主营业部销售为主 	<ul style="list-style-type: none"> · 网上直销的销售费用较低
附赠服务	<ul style="list-style-type: none"> · 无附赠服务，额外服务需收取费用（如机供餐饮、座位挑选、快速登机） 	<ul style="list-style-type: none"> · 无额外收费下提供机上餐饮、娱乐活动、座位挑选等 	<ul style="list-style-type: none"> · 积极发展辅助收入

资料来源：公司招股说明书，信达证券研发中心

亚太地区低成本航空公司发展较快，但存在较明显区域差异，其中中国的低成本航空发展仍有较大提升空间。通过上述区别于全服务航空公司的商业模式，低成本航空公司可有效降低单位成本，使其在以低票价吸引乘客的同时获得较好的收益，并在经济周期性低谷中体现出较强的抗风险能力。目前我国国内低成本航空公司主要包括两类，一类是独立成立的低成本航空公司，另一类是由传统全服务航空公司成立低成本航空子公司或下属公司转型为低成本航空公司。截至 2022 年末，中国低成本航空占国内航线的市场份额仅有 5.2%，与亚太及全球市场份额均存在较大差距。随后续中国民航出行大众化程度提升，低成本航空公司有望凭借经济实惠便捷等优势迎来较快发展。

2.2 行业趋势 2：票价端改革持续，单位客收有望提升

国内民航票价市场化改革逐步推进，自 2004 年起，国内票价管控放开，航空运价逐步由政府指导价转为市场调节价，越来越多航线开始实施市场化定价。

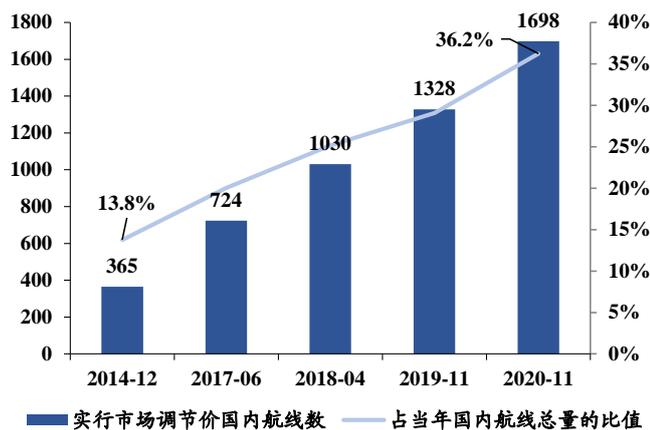
从实行市场调节价航线情况看，2014 年 12 月实行市场调节价的国内航线共 365 条，至 2020 年 11 月航线数目已增至 1698 条，占当年全部国内航线的比例由 13.8% 提升至 36.2%。从具体航线价格情况看，2017-2023 年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从 1240 元、2080 元、1350 元增加至 2150 元、3650 元、2350 元，累计涨幅分别为 73.4%、75.5%、74.1%，均超过 70%，票价市场化改革持续深化。

票价市场化持续有望带动航司盈利能力大幅提升，低成本航司收入端也有望向上。当前实行市场调节价的国内航线数量及占比均保持上升趋势，票价市场化持续推进。叠加民航需求回暖、旅客周转量提升、市场调节带动的航线提价效应，航司单位客收预期向上，未来盈利能力有望持续提升、业绩增长可期，低成本航司或显著受益。

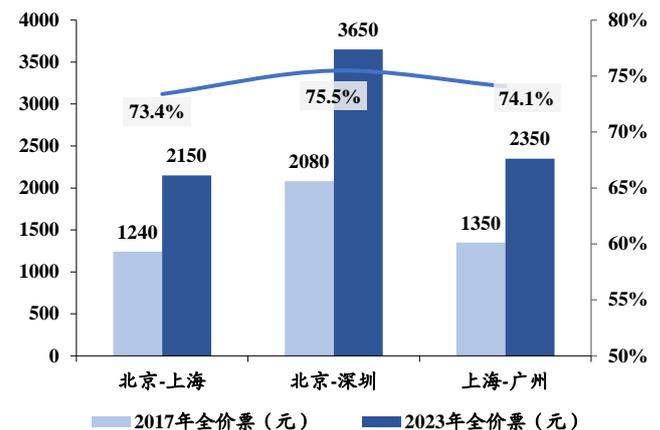
表3：民航国内航空运价政策演进

发布时间	文件名	具体内容摘要
2004.3	《民航国内航空运输价格改革方案》	国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理(基准价平均每客公里 0.75 元+上浮不超过基准价 25%/下浮不超过 45%)
2010.4	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。
2013.10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	对实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制；对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，由实行政府指导价改为市场调节价。
2016.9	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。
2017.12	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。 每家航司每航季上调实行市场调节价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。
2020.11	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	2020 年 12 月 1 日起，3 家以上（含 3 家）航司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。

资料来源：民航局，信达证券研发中心

图16：2020年后实行市场调节价的国内航线占比增至36%


资料来源：民航局，Wind，中国新闻网，人民网，中国民用航空网，信达证券研发中心

图17：主要航线票价在2017-2023年累计涨幅均在70%以上


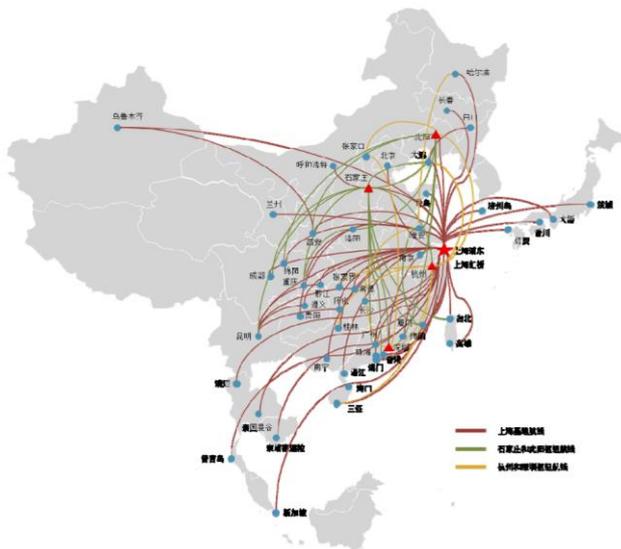
资料来源：携程网，第一财经，民航资源网，信达证券研发中心

3 定位低成本航空，降本增效铸造经营强韧性

3.1 收入端：公司定位低成本航空，积极布局国内外航线网络

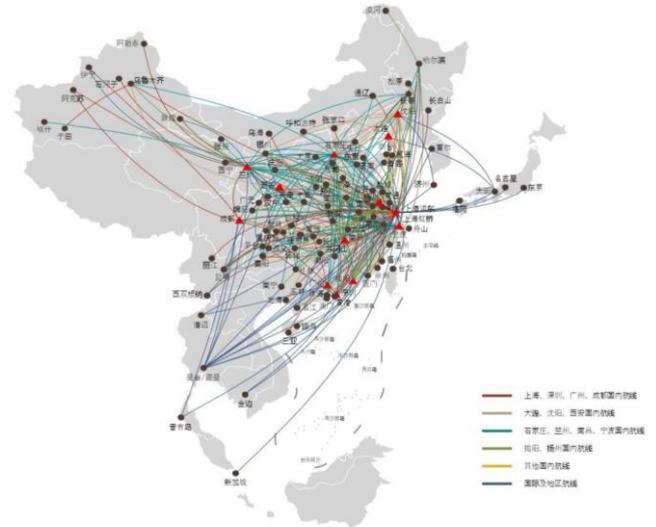
公司依托国内国际双循环的民航新发展格局，积极布局国内外航线网络。公司以点对点、中程航线为主，航线设置在以基地、枢纽为中心向外飞行时间 5 小时以内的航段内。截至 2014 年 6 月末，公司共运行 57 条国内航线、6 条港澳台航线、10 条国际航线。截至 2023 年上半年末，公司在飞航线共 219 条，其中国内航线 181 条，国际航线 35 条，港澳台航线 3 条。截止 2023 年 6 月末，公司在飞国际航线涉及泰国、日本、韩国、柬埔寨、新加坡共 5 个目的地国家、11 个国际航点，在飞国际航线数量 35 条。地区航线，截止 2023 年 6 月末，恢复了上海往返香港、澳门、台北的航线。

图18：截至 2014H1，公司运行了 57 条国内线和 10 条国际线



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图19：截至 23H1，公司运行了 181 条国内线和 35 条国际线

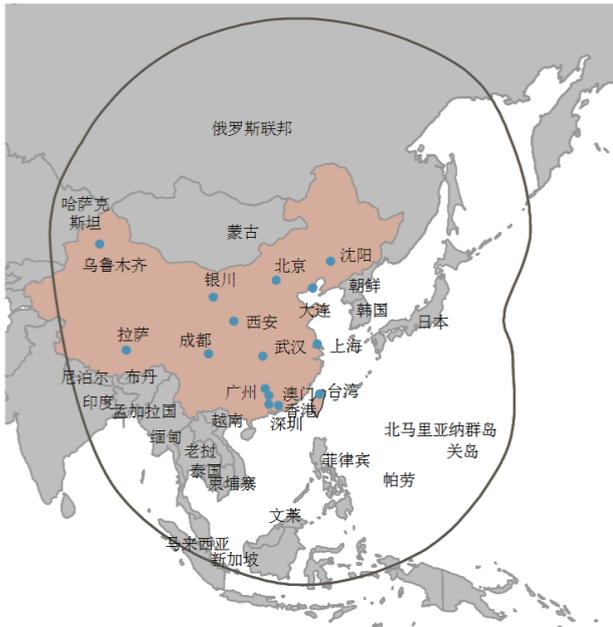


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

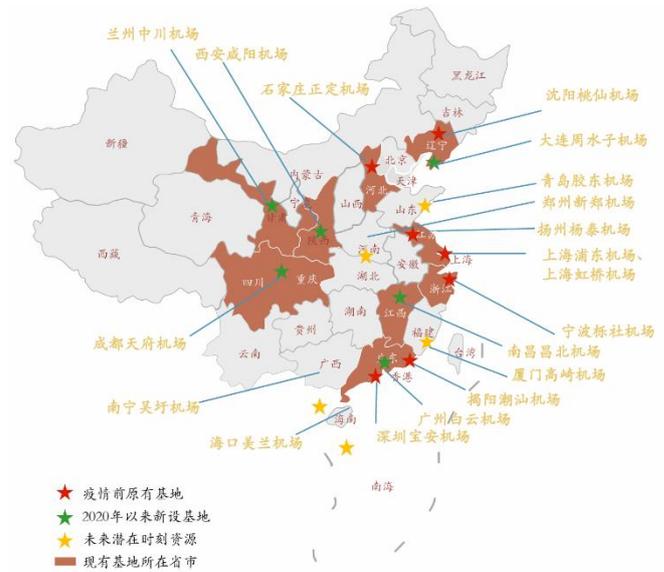
3.1.1 国内线：设立区域基地，提升国内市场深度和广度

国内航线方面，公司在国内大循环背景下，凭借自身差异化竞争优势，在全国范围积极打造区域主基地，迎合市场需求。考虑到上海的经济金融中心地位，公司将上海虹桥机场和浦东机场作为枢纽基地，先后开通了多个往返国内主要城市的航线。同时，上海的地理优势也为公司后续扩张奠定良好基础。以上海为中心，公司运营的 A320 系列机型飞机飞行范围可通航 26 个国家和地区的 266 个城市，覆盖约 37 亿人口，未来发展拥有深厚潜力。

除上海等一线城市的市场开发外，公司秉持大众化发展思路，加强二至四线市场的航点渗透，挖掘潜力市场需求，在国内各区域设立区域基地。至 2023 年上半年，公司已形成以服务长三角区域经济一体化建设的上海基地为核心、江苏扬州和浙江宁波基地为支撑的华东枢纽；以服务粤港澳大湾区建设的广东广州基地、深圳分公司为核心、广东揭阳基地为支撑的华南机场枢纽；以服务京津冀一体化建设的河北分公司为核心的华北机场枢纽；以服务东北全面振兴战略建设的辽宁沈阳和大连基地为核心的东北枢纽；以服务新时代西部大开发建设的甘肃兰州、陕西西安分公司为核心的西北枢纽；和以服务中部地区崛起战略建设的江西南昌基地为核心的华中枢纽；同时，成都天府基地的建设也为公司逐步增加成渝双城经济圈重要市场的投入创造了更多机遇。公司在国内基地的深度及广度均有显著提升，进一步完善了在国内的基地布局和航线网络。

图20：公司使用的 A320 飞机可飞行范围


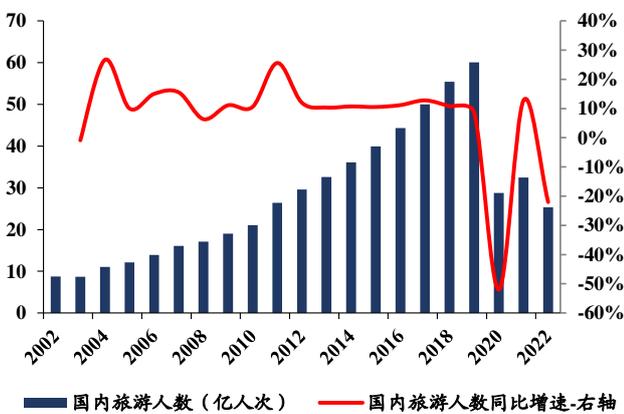
资料来源：公司招股说明书，iFind，信达证券研发中心

图21：公司持续完善国内各区域的基地布局和航线网络


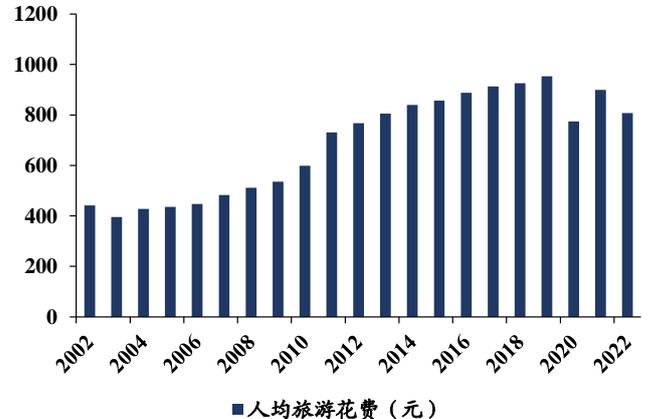
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

客户群体定位清晰，契合航线网络建设方向。公司的客户群体定位是以自费乘客为主的目标客户群体，同时兼顾追求高性价比的商务旅客。随着人均可支配收入增长和消费需求升级，国内旅游人数及人均旅游消费水平明显提升，2009~2019年，国内旅游人数年均增速达到12.2%，2019年旅游人次超过60亿。航空作为旅游出行重要出行方式，占据航旅产业链的起点，航空公司作为优质的流量平台，在“互联网+”的推动下，航旅合作也愈加紧密。

公司控股股东春秋国旅是全国最大的旅行社之一，这使得公司拥有独特航旅合作优势。区别于全服务航空公司，公司定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势可吸引大量对价格较为敏感的自费旅客，以及追求高性价比的商务旅客。2019年前，公司国内线可用座公里及旅客运输量均保持稳定增长，2014~2019年期间，国内线运力及客运量年均增速分别达到11.7%和10.6%，公司国内线运营规模显著提升。

图22：2009-2019年，国内旅游人次年均增速12.2%


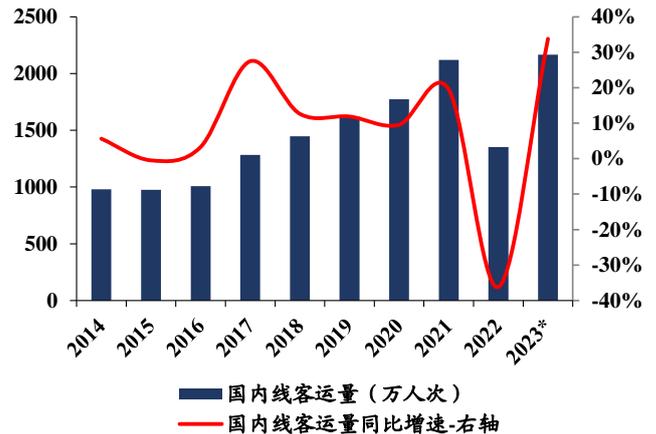
资料来源：国家统计局，iFind，信达证券研发中心

图23：疫情前，国内人均旅游花费金额保持稳定增长


资料来源：国家统计局，iFind，信达证券研发中心

图24：2014-2019年，公司国内线运力 CAGR+11.7%


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心
 注：2023年同比增速为较2019年同期增速

图25：2014-2019年，公司国内线客运量 CAGR+10.6%


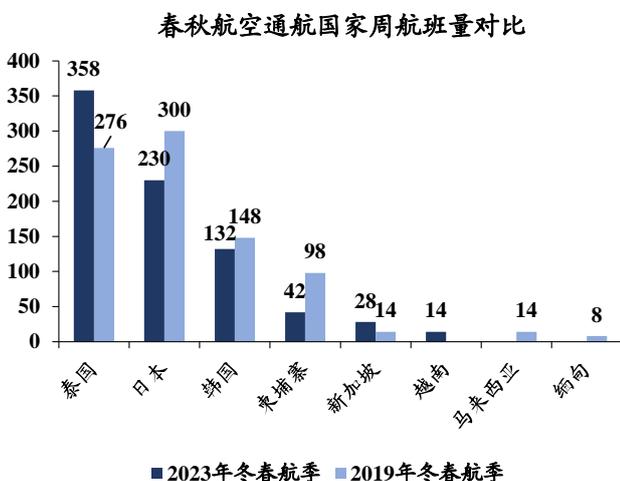
资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心
 注：2023年同比增速为较2019年同期增速

3.1.2 国际线：聚焦东南亚、辐射东北亚，稳步恢复市场

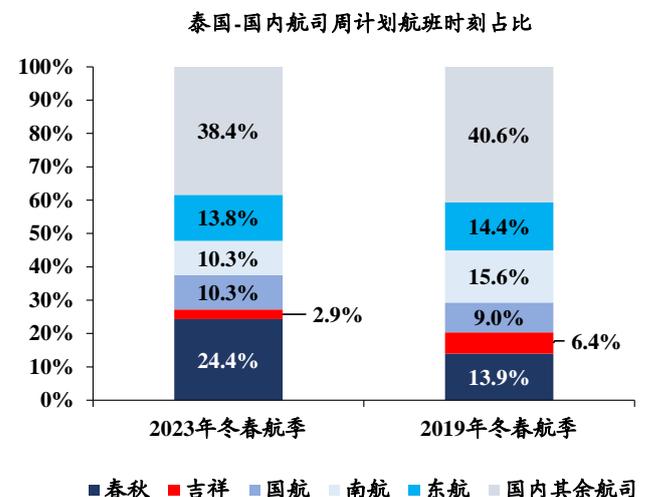
国际线聚焦东南亚及日韩地区，主动服务国家重大战略。公司国际航线以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站，背靠国内各主要基地和目的地网络，聚焦东南亚重点市场，并向东北亚区域市场辐射发展，主动服务“一带一路”、“RCEP”建设等国家重大战略。

公司国际航线航权时刻主要是在东南亚和日韩地区。2023年冬春航季中，公司航权时刻最多的前五个国家分别是泰国、日本、韩国、柬埔寨、新加坡，周计划航班量分别是358、230、132、42、28班，其中泰国航班量较2019年冬春航季时刻的276架次航班量有显著提升。

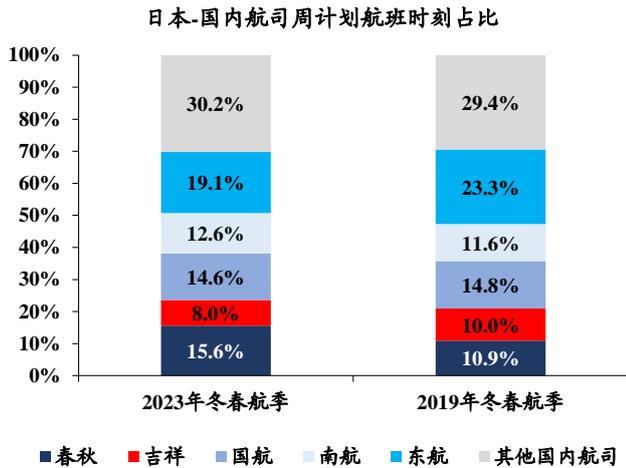
与其余航司对比看，泰国区域春秋航空在2023年冬春航季周计划航班量占比24.4%，航班量占比较2019年13.9%的比例提升10.5pct，成为航司最高。日本地区，春秋航空在2023年冬春航季周计划航班量占比15.6%，与2019年冬春航季时刻占比相比，公司排名由五大航司中占比第四提升至第二，与排名第一的东航之间占比差距由12.4pct缩减至3.5pct。韩国地区，公司在2023年冬春航季周计划航班量占比10.9%。

图26：公司国际航线航权时刻主要是在东南亚和日韩地区


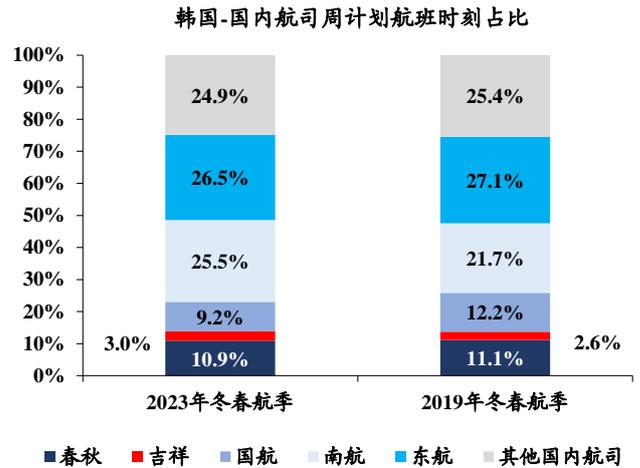
资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

图27：2023年冬春航季，春秋在泰国的航权时刻占比24.4%


资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

图28：2023年冬春航季，春秋在日本的航权时刻占比15.6%


资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

图29：2023年冬春航季，春秋在韩国的航权时刻占比10.9%


资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

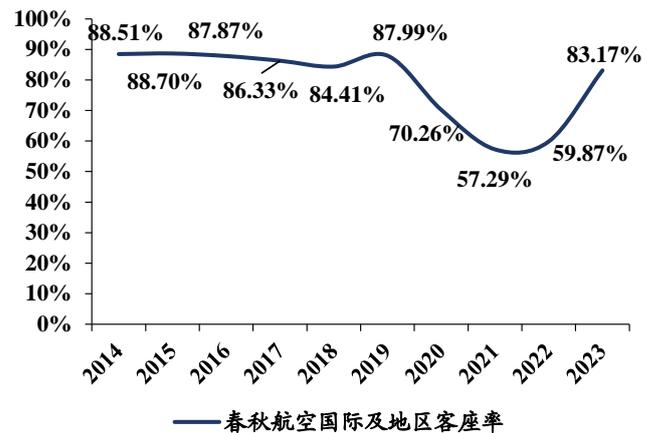
当前公司国际航线仍处恢复状态，国际客运市场的复苏呈现先慢后快、先周边后远程、先国内航司后外国航司的特点。2023年第二季度，公司投入国际航线可用座位公里已恢复至2019年同期近五成，其中，率先恢复以泰国为主的东南亚航线。6月公司泰国航线投入运力已恢复至2019年同期近七成。

东北亚航线中，韩国市场恢复相对较快，日本市场因机场保障能力、团队旅游暂未开放等原因恢复进度较慢。截止2023年6月末，公司在飞国际航线涉及泰国、日本、韩国、柬埔寨、新加坡共5个目的地国家、11个国际航点，在飞国际航线数量35条；地区航线方面，恢复了上海往返香港、澳门、台北的航线。2023年全年看，公司国际及地区线运力恢复至2019年同期的40.2%，客座率恢复至83.17%，较2019年的87.99%客座率仍有差距，公司国际及地区线仍待复苏。

图30：2023年国际及地区线运力恢复至2019年的40.2%


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：2023年同比增长率为较2019年同期增速

图31：国际及地区线客座率较2019年仍有差距


资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：2023年同比增长率为较2019年同期增速

3.2 成本费用端：“两单两高两低”运营模式打造低成本优势

3.2.1 两单：单一机型和单一舱位

单一机型和舱位便于采购管理，有效降低油耗及折旧摊销成本。截至 2023 年末，公司机队规模达到 121 架，与其余航司的多种机型及两舱布局不同，公司飞机机型和舱位单一，均为空客 320 系列飞机及经济舱布局。每架飞机座位数为空客 A320 机型最大可提供座位数，相较国内其他通常采用两舱布局运营 A320 机型飞机的航空公司高 10%-15%，可以有效摊薄单位成本。

图32：截至 2023 年末，公司共有 120 架飞机



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图33：截至 23H1，各航司现有机型数量情况对比

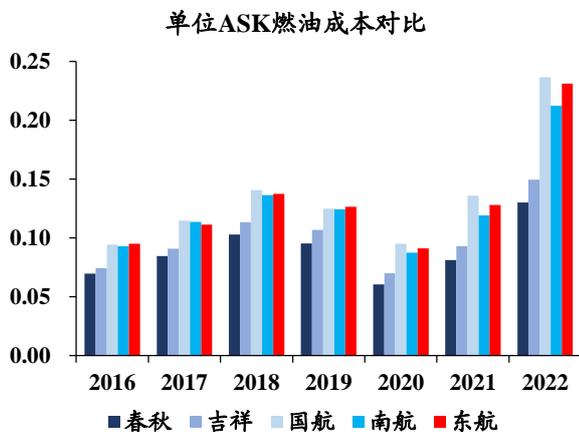
机型	春秋	吉祥	国航	南航	东航
A320系列	120	85	348	351	382
A330系列			60	40	56
A350系列			27	18	17
B737系列		23	392	388	279
B747系列			10		
B777系列			28	32	20
B787系列		6	14	39	10
EMB190				6	0
C919					1
ARJ21			18	23	17
公务机			5		3
合计	120	114	902	897	785

资料来源：公司公告，各航司 2023 年中报，iFind，信达证券研发中心

单一机型和舱位有效降低多方面营业成本，打造出低成本航空公司的成本优势。航油成本为航司最主要营业成本之一，占营业成本比例约 30%，租赁及折旧费用占比约 15~20%。

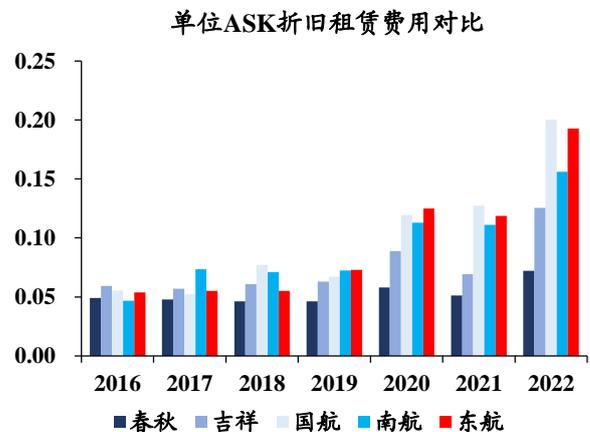
一方面，公司采用单一机型，可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本；同时引进更为环保节油的 A320neo 系列飞机，提升燃油效率；另一方面，单一经济舱布局有效摊薄了单位 ASK 燃油成本，且由于公司同机型的座位数比同行高出约 15~20%，使得单位 ASK 租金和折旧成本相对较低；此外，对机场起降费以飞机起降架次为标准收费的相关机场费用，公司单机可用座位数的增加，也使得单位 ASK 机场收费成本有所降低。对比各航司的单位 ASK 燃油及单位租赁折旧费用，春秋成本优势显著，基本保持在最低水平。

图34：各航司单位燃油成本对比



资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图35：各航司单位折旧租赁成本对比



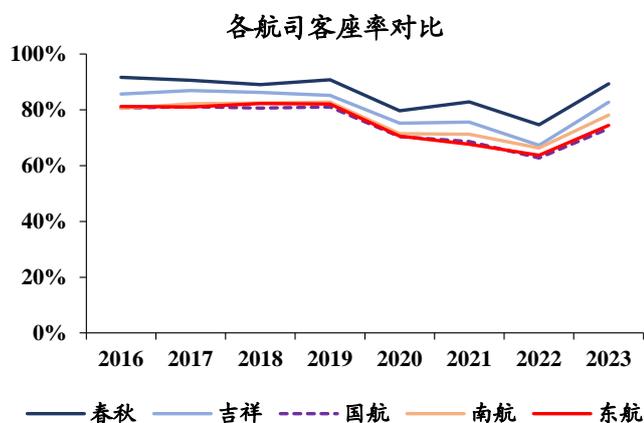
资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心
注：国航和东航未单独披露租赁费用情况，仅计算了折旧费用

3.2.2 两高：高客座率和日利用率

高客座率及利用率降本增效，摊薄单位固定成本。2019年前，公司客座率基本保持在90%以上，基本一直领先其余航司，运营效率位居前列。同时，公司保持较高飞机利用率，2019年前飞机利用率基本保持在11小时左右，最大程度摊薄单位固定成本，2019年利用率较行业平均水平高出近两小时。

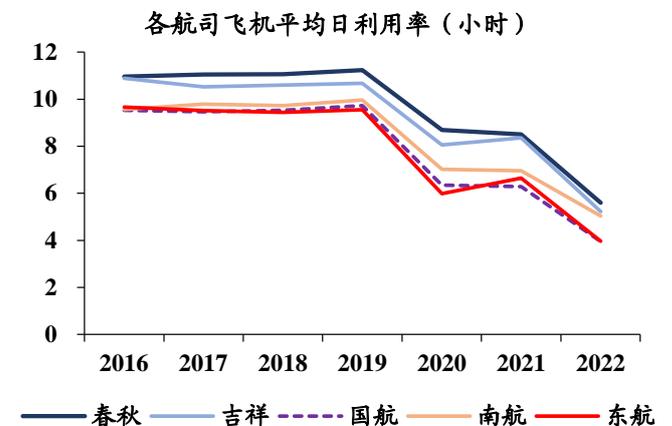
飞机利用率的提升可有效提升公司运力水平、降低公司固定成本，如飞机和发动机的固定资产折旧和租赁费，除按小时计费以外的人力成本、飞机和发动机的保险费等。回看公司过去单位ASK非油成本情况，2019年前公司单位非油成本基本不超过0.2元，较其余航司具备明显成本优势。

图36：各航司客座率对比



资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图37：各航司飞机日利用率对比



资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图38：公司单位非油成本基本保持稳定



资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图39：各航司单位非油成本对比



资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

3.2.3 两低：低销售费用和管理费用

自主研发核心运行管理系统，凭借信息技术优势降低销售费用支出。公司以电子商务直销为主要销售渠道，自主研发出国内最早独立于中航信体系的分销、订座、结算和离港系统，逐渐打造推广出自有电商直销平台，发展位居行业前列。同时，随着互联网以及智能手机普及带来的应用移动化浪潮，公司充分利用自身信息技术优势以及航空直销平台流量优势，通过升级移动官网平台及移动终端应用，将更多航旅产品和服务线上化、移动化，并保障平台及应用的稳定性和流畅性，完善用户体验，有效增强客户黏性。2023年上半年，公司除包机包座业务以外的销售渠道中，电子商务直销（含OTA旗舰店）占比达到97.2%。

通过自主研发的分销、订座、结算信息技术系统，以及众多覆盖主要业务流程点的信息系统，公司渠道掌控力和运营效率提升，财务结算周期有效缩短，并且节省了大量销售费用支出，以及便于成本预算管理优化。从过往情况看，2019年前，公司单位ASK销售费用基本呈下降趋势，至2019年已降低至0.0060元，与2015年单位销售成本相比大幅下降38.8%，年均降幅达到11.6%。与其余航司相比，公司单位销售成本一直保持在最低水平，且差距逐渐拉大。

此外，凭借在互联网航空信息系统所拥有的全面开发、运营和维护能力，公司也具备了向国内其他航司输出具有自主知识产权的系统解决方案的技术能力，信息技术优势逐渐凸显。

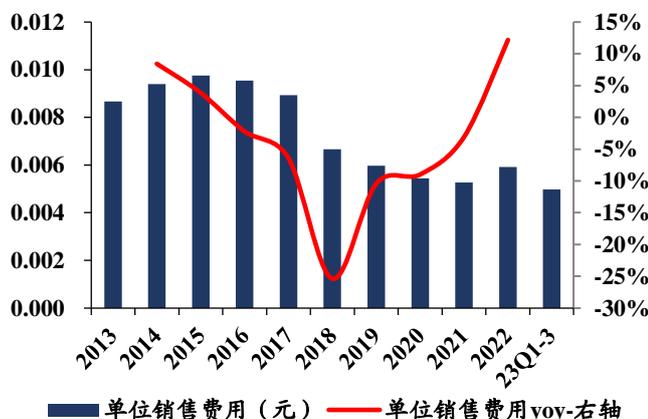
图40：春秋航空分销、订座、结算系统流程示意图



注：1、辅助产品销售包括航空保险、逾重行李运输、网上选座等产品与服务。

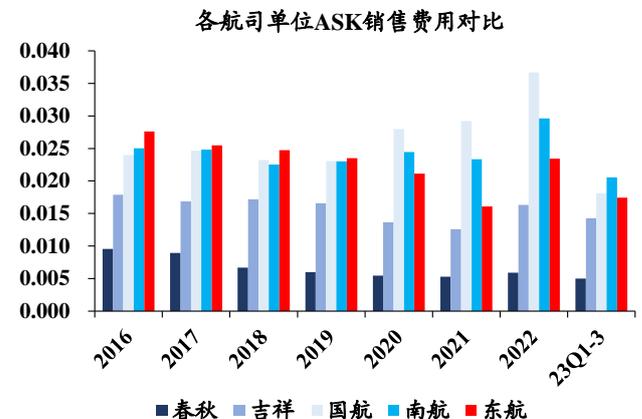
资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图41：2019年前，公司单位销售费用基本保持下降趋势



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图42：公司单位销售费用在航司中一直保持在最低水平

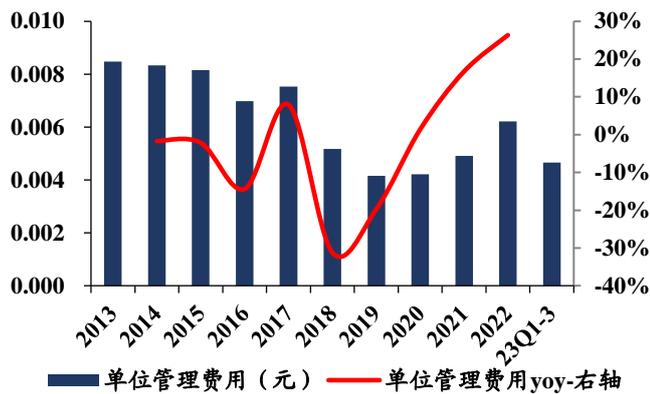


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

多项措施降低管理费用。作为国内第一家低成本航空公司，公司在确保飞行安全、确保运行品质和确保服务质量的前提下，严格按照相关规定充分保障一线人员，通过精简二、三线人员，合理控制人机比，有效降低人力成本和管理成本。通过对部分非核心运营环节进行外包，最大程度地利用第三方服务商的资源与服务达到精简人员的目的，有效地降低人力成本和相关管理费用。

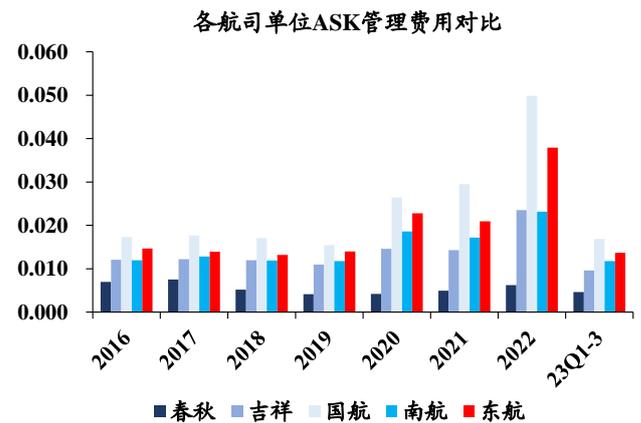
2019年前，公司单位ASK管理费用除开在2017年略有增加，总体保持下降；至2019年单位管理费用降低至0.0042元，与2013年相比大幅下降51.0%，年均降幅达到11.2%。与其余航司相比，公司单位管理成本一直保持在最低水平，且差距逐渐拉大，成本优势持续增加。

图43：公司单位管理费用降低效果显著



资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

图44：公司单位管理费用在航司重一直保持在最低水平

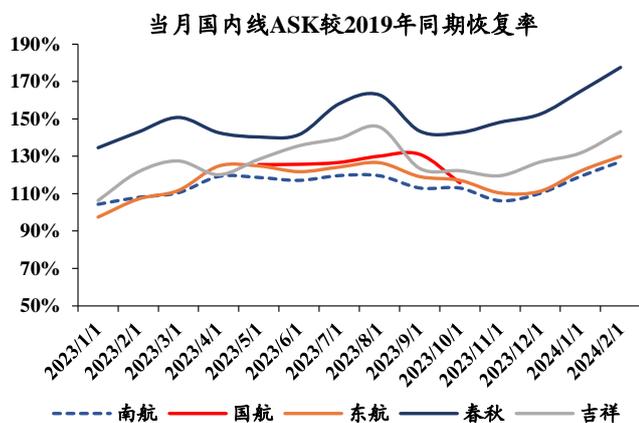


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

3.3 疫情后率先恢复，业绩可期

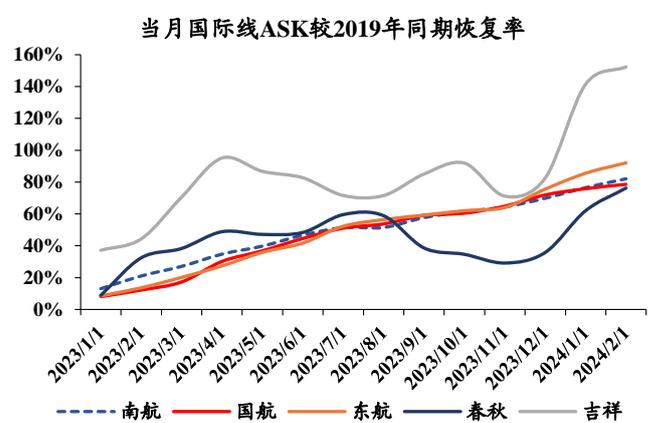
疫情后公司运力率先恢复，客座率快速回升。国内航线方面，自2023年2月起，各航司国内运力投放均已超过2019年同期。春秋的国内线ASK及RPK较2019年同期的恢复率均领先其余航司，经营率先恢复；国际线方面，受到东南亚及东北亚恢复速度影响，9月后国际线运力及周转量恢复率有所下降；客座率方面，无论是国内线还是国际线，公司与2019年同期客座率差距整体均在缩减，呈现快速回升趋势。公司经营数据快速恢复，恢复速度位居行业前列，业绩有望快速修复。

图45：公司较2019年同期月度国内线ASK情况恢复对比

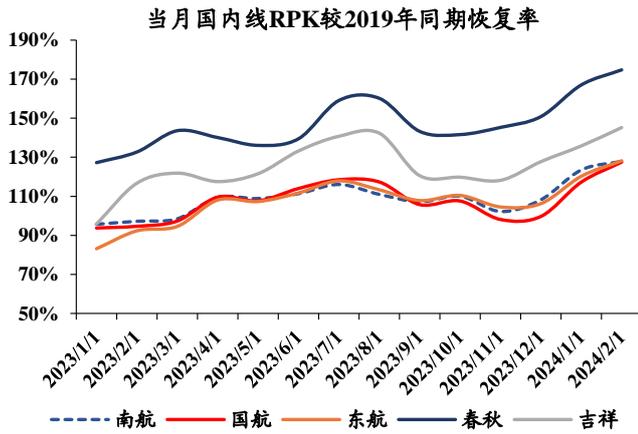


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

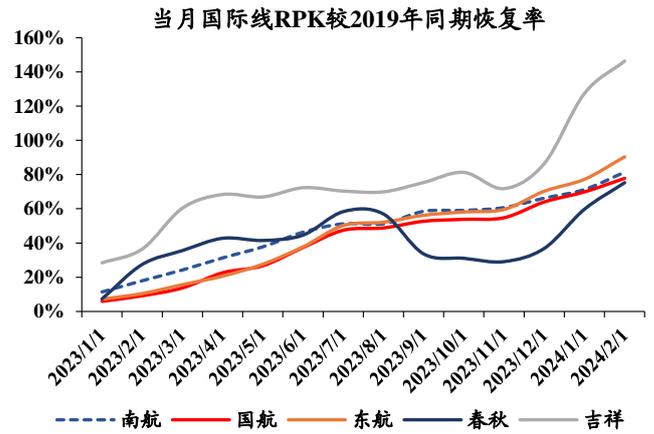
图46：公司较2019年同期月度国际线ASK情况恢复对比



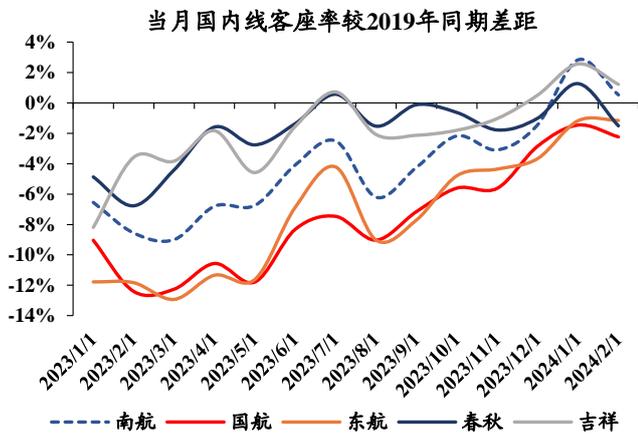
资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图47：公司较 2019 年同期月度国内线 RPK 情况恢复对比


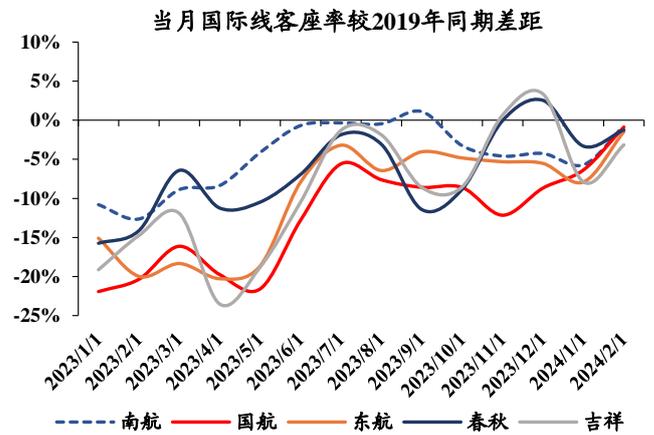
资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图48：公司较 2019 年同期月度国际线 RPK 情况恢复对比


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图49：公司较 2019 年同期月度国内线客座率情况恢复对比


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

图50：公司较 2019 年同期月度国际线客座率情况恢复对比


资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

4 盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 30.21 亿元

经营数据预测：2022 年末，防疫政策优化调整，航空运力投放及需求快速恢复，我们预计 2023 年公司可用座公里及客座率均有大幅提升。

1) 运力方面，我们预计 2023~2025 年公司运力同比增速分别+56.38%/+21.38%/+10.53%。

2) 客座率方面，公司 2023 年综合客座率为 89.39%，我们预计 2024、2025 年公司航线客座率分别 90.66%、91.20%。

3) 预计 2023~2025 年单位客公里收益分别 0.40/0.39/0.38 元。

表4：公司经营数据预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
可用座公里 ASK/百万人次公里	41481	30354	47467	57614	63680
yoy	9.62%	-26.83%	56.38%	21.38%	10.53%
收入客公里 RPK/百万人次公里	34376	22660	42432	52232	58075
yoy	14.02%	-34.08%	87.26%	23.10%	11.19%
客座率 (%)	82.87%	74.65%	89.39%	90.66%	91.20%
客公里收益 (元)	0.31	0.36	0.40	0.39	0.38

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

营收预测：结合上述公司经营数据预测，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 173/208/226 亿元，同比分别+106.45%/+20.15%/+8.65%。

1) 客运收入：预计公司 2023~2025 年客运收入分别 169/204/222 亿元，同比分别+108.89%/+20.37%/+8.80%；

2) 货运收入：预计公司 2023~2025 年货运收入分别 1.06/1.29/1.48 亿元，同比分别+13.32%/+21.74%/+14.64%；

3) 考虑到其他业务包括与航空运输主业相关的日常支出等，假设收入相对稳定。

表5：公司营收拆分及预测表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10858	8369	17278	20759	22554
YOY	15.85%	-22.92%	106.45%	20.15%	8.65%
1 客运收入	10521	8102	16924	20372	22164
YOY	16.65%	-22.99%	108.89%	20.37%	8.80%
2 货运收入	119	94	106	129	148
YOY	-19.28%	-21.48%	13.32%	21.74%	14.64%
3 其他业务收入	218	174	248	258	242
YOY	5.93%	-20.38%	42.99%	4.05%	-6.49%

资料来源：公司公告，iFind，信达证券研发中心

利润预测:

1) **综合毛利率:** 经测算, 最终预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别 12.85%、13.35%、14.21%, 综合毛利率有望持续回升。

2) **归母净利润:** 我们最终预计 2023-2025 年公司归母净利润分别 21.64/30.21/40.12 亿元, 同比分别+171.27%、+39.62%、+32.81%。

表6: 简易盈利预测表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	10858	8369	17278	20759	22554
YOY	15.85%	-22.92%	106.45%	20.15%	8.65%
营业成本	11331	11590	15058	17987	19349
毛利率	-4.35%	-38.49%	12.85%	13.35%	14.21%
归母净利润	39	-3036	2164	3021	4012
YOY	106.65%	-7861.89%	171.27%	39.62%	32.81%

资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级

根据前文盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利 21.64/30.21/40.12 亿元，同比分别+171.27%、+39.62%、+32.81%，对应每股收益分别为 2.21、3.09、4.10 元，现价对应 PE 分别为 26.45、18.95、14.27 倍。

从历史估值情况看，2015~2019 年中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空、春秋航空平均 PE 值分别为 19.97、23.72、24.62、24.73、28.70 倍；对应公司 2024 年 PE 值仅 18.95 倍存在较明显低估。考虑到公司作为国内低成本航空龙头，公司成长仍具备较高弹性，行业提振背景下业绩修复加快，我们认为公司 PE 值可在 20~25 倍，对应 2024 年合理市值区间在 604~755 亿元。

当前公司国内外航线运力修复，预计航空需求持续回升，供需关系加速改善，公司业绩有望提升。综合历史估值情况考虑，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

表7：春秋航空 2015~2019 年 PE-TTM 均值为 28.70 倍

PE-TTM 均值	中国国航	南方航空	中国东航	吉祥航空	春秋航空
2010	5.43	24.53	36.99	-	
2011	10.99	12.95	11.65		
2012	12.65	11.61	10.50		
2013	13.44	13.99	11.71		
2014	17.40	27.72	25.62		
2015	29.38	37.27	35.81	33.92	39.46
2016	13.37	15.23	16.53	27.93	26.72
2017	19.56	17.94	19.16	22.21	29.38
2018	18.87	17.65	19.45	19.51	24.52
2019	18.66	30.49	32.12	20.04	23.42
2010~2019 年均值	19.97	23.72	24.62	24.73	28.70

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表8：可比公司估值（截至 2024.4.15）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE					每股收益 (元)				PB (LF)
			2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
600029.SH	南方航空	1,004	-3.07	-23.85	197.3	11.12	7.55	-1.90	0.03	0.50	0.73	2.73
600115.SH	中国东航	778	-2.08	-9.52	-16.06	9.93	7.18	-1.98	-0.22	0.35	0.49	3.79
601111.SH	中国国航	1,195	-3.09	-	491.0	8.91	6.58	-2.81	0.02	0.83	1.12	3.21
603885.SH	吉祥航空	268	-6.45	35.63	28.51	12.06	9.11	-2.03	0.42	1.00	1.33	3.19
	平均值	-	-3.67	-28.0	175.2	10.51	7.61	-2.18	0.06	0.67	0.92	3.23
601021.SH	春秋航空	572	-18.85	41.51	26.45	18.95	14.27	-3.30	2.21	3.09	4.10	3.52

资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：估值情况截至 2024.4.15，中国国航、南方航空为信达研发中心预测，其余采用 iFind 一致预期

5 风险因素

- 1、出行需求恢复不及预期；**宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，致使出行需求恢复不及预期，预计将直接影响公司基本面情况。
- 2、国际航线恢复不及预期；**国际航线是公司客运收入中的重要来源，若国际航线恢复节奏不及预期，公司国际客运收入回升过慢，预期对整体业绩将产生较大影响。
- 3、油价大幅上涨风险；**航油成本为公司重要营业成本之一，公司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计公司航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。
- 4、人民币大幅贬值风险。**公司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使公司产生汇兑损益；若人民币大幅贬值，公司将产生较大汇兑损失，最终影响业绩水平。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	8,714	11,846	13,378	16,712	17,211
货币资金	7,260	10,208	11,542	14,469	14,692
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	98	105	139	164	175
预付账款	292	428	482	594	639
存货	213	175	222	275	322
其他	850	929	993	1,210	1,383
非流动资产	29,606	31,574	31,765	33,054	34,207
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产(合计)	16,565	17,283	19,041	20,299	21,256
无形资产	782	765	759	753	748
其他	12,255	13,521	11,960	11,997	12,197
资产总计	38,320	43,420	45,143	49,766	51,418
流动负债	9,675	13,446	13,850	15,800	15,122
短期借款	4,234	5,405	4,405	5,505	4,605
应付票据	147	128	146	175	204
应付账款	520	534	694	839	914
其他	4,774	7,380	8,604	9,281	9,399
非流动负债	14,898	16,280	15,510	15,175	13,493
长期借款	9,472	10,896	10,596	10,396	10,496
其他	5,427	5,384	4,914	4,779	2,997
负债合计	24,573	29,727	29,360	30,975	28,615
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属母公司股东权益	13,747	13,693	15,784	18,791	22,803
负债和股东权益	38,320	43,420	45,143	49,766	51,418

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,858	8,369	17,278	20,759	22,554
同比(%)	15.8%	-22.9%	106.5%	20.1%	8.6%
归属母公司净利润	39	-3,036	2,164	3,021	4,012
同比(%)	106.6%	-7861.9%	171.3%	39.6%	32.8%
毛利率(%)	-4.4%	-38.5%	12.8%	13.4%	14.2%
ROE%	0.3%	-22.2%	13.7%	16.1%	17.6%
EPS(摊薄)(元)	0.04	-3.10	2.21	3.09	4.10
P/E	1,463.37	—	26.45	18.95	14.27
P/B	4.16	4.18	3.63	3.05	2.51
EV/EBITDA	25.85	-166.25	13.58	11.13	9.13

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	10,858	8,369	17,278	20,759	22,554
营业成本	11,331	11,590	15,058	17,987	19,349
营业税金及附加	21	24	22	31	34
销售费用	219	180	231	374	429
管理费用	204	188	210	270	338
研发费用	119	122	126	187	226
财务费用	287	622	366	322	261
减值损失合计	0	0	0	0	0
投资净收益	-1	-13	6	0	0
其他	1,330	954	1,149	1,690	2,457
营业利润	6	-3,417	2,420	3,279	4,376
营业外收支	10	18	23	78	97
利润总额	16	-3,399	2,443	3,357	4,473
所得税	-21	-363	279	336	461
净利润	37	-3,036	2,164	3,021	4,012
少数股东损益	-2	0	0	0	0
归属母公司净利润	39	-3,036	2,164	3,021	4,012
EBITDA	2,509	-467	5,061	5,982	7,169
EPS(当年)(元)	0.04	-3.30	2.21	3.09	4.10

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金	1,684	439	6,311	6,163	6,826
净利润	37	-3,036	2,164	3,021	4,012
折旧摊销	2,216	2,344	2,252	2,304	2,436
财务费用	280	618	570	553	550
投资损失	1	13	-6	0	0
营运资金变动	-744	983	989	395	-46
其它	-107	-484	342	-110	-125
投资活动现金流	-5,963	-4,544	-2,592	-3,491	-3,478
资本支出	-6,190	-4,572	-2,778	-3,322	-3,343
长期投资	-2	-122	228	-110	-120
其他	229	150	-42	-60	-15
筹资活动现金流	2,320	6,906	-2,484	255	-3,125
吸收投资	0	2,972	-16	-13	0
借款	10,385	11,152	-1,300	900	-800
支付利息或股息	-478	-571	-570	-553	-550
现金流净增加额	-2,011	3,055	1,334	2,927	223

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。