

股票投资评级

买入 | 维持

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)	56.79
总股本/流通股本(亿股)	9.79 / 9.79
总市值/流通市值(亿元)	556 / 556
52周内最高/最低价	63.07 / 47.43
资产负债率(%)	64.4%
市盈率	24.58
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)

业绩符合预期，盈利能力保持领先

● 春秋航空披露 2023 年年报及 2024 年一季报

春秋航空披露 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司营业收入 179.4 亿元，同比增长 114.3%，归母净利润 22.6 亿元，同比扭亏；2024 年一季度公司营业收入 51.7 亿元，同比增长 33.8%，归母净利润 8.10 亿元，同比增长 127.8%。

● 行业需求不断复苏，公司业务量回升带动收入明显增长

2023 年民航需求不断复苏，公司业务量明显回升，2024 年一季度行业运量同比继续增长，全行业客流达到 1.77 亿人次，同比增长 37.7%。公司业务量不断提升，一季度公司 ASK136.1 亿，同比增长 31.4%，RPK124.1 亿，同比增长 37.8%，客座率达到 91.2%，同比提高 4.3pct，因国际线供给增长、国内线航班量管控放松，公司单位运价同比小幅下降，但仍高于 2019 年同期，公司单季度收入为历史最高。

● 成本管控持续发力，一季度单位扣油成本低于 19 年同期

因业务量大幅增长，公司营业成本同比明显增长，但随着公司降本增效持续发力，一季度单位 ASK 非油成本已经降低至 0.195 元，低于 2019 年同期，随着公司飞机利用效率的进一步修复，单位成本仍有下降空间。

● 费用率走低，盈利能力保持领先

随着公司业务逐步恢复至常态运营，2023 年及 2024 年公司各项费用指标均明显下降，2023 年期间费用率合计 4.87%，同比下降 8.42pct，2024 年一季度期间费用率合计 4.16%，同比下降 1.68pct。公司盈利能力保持领先，2024 年一季度业绩在 A 股上市航空公司中表现最佳。

● 投资建议

春秋航空 2023 年及 2024 年一季度的业绩表现再次凸显了其高效率的运营模式带来的盈利能力优势。2023 年公司自 10%左右提升分红率至 30.3%，积极回馈股东，也体现了公司对未来经营的自信。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 206.5 亿元、228.9 亿元、247.6 亿元，同比分别增长 15.1%、10.8%、8.2%，归母净利润分别为 30.0 亿元、36.0 亿元、42.3 亿元，同比分别增长 33.0%、19.8%、17.6%。维持“买入”评级，继续推荐。

● 风险提示：

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

■ 盈利预测和财务指标

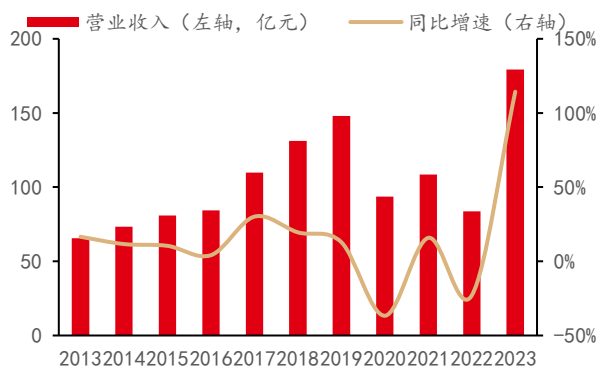
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	17938	20650	22885	24758
增长率 (%)	114.34	15.12	10.83	8.18
EBITDA (百万元)	5345.49	6127.83	7220.17	8320.26
归属母公司净利润 (百万元)	2257.43	3002.33	3597.70	4230.12
增长率 (%)	174.36	33.00	19.83	17.58
EPS (元/股)	2.31	3.07	3.68	4.32
市盈率 (P/E)	24.62	18.51	15.45	13.14
市净率 (P/B)	3.53	2.96	2.49	2.09
EV/EBITDA	11.18	10.75	8.95	7.50

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 春秋航空披露 2023 年年报及 2024 年一季报

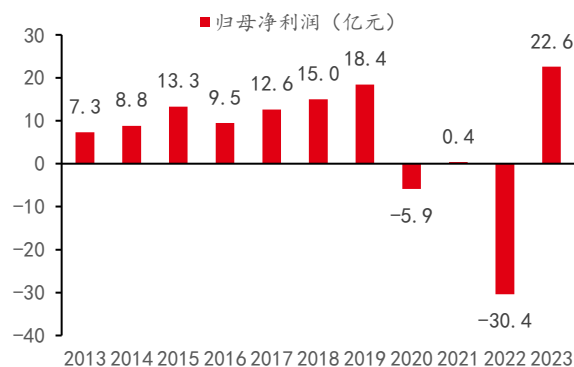
春秋航空披露 2023 年年报及 2024 年一季报，2023 年公司营业收入 179.4 亿元，同比增长 114.3%，归母净利润 22.6 亿元，同比扭亏；2024 年一季度公司营业收入 51.7 亿元，同比增长 33.8%，归母净利润 8.10 亿元，同比增长 127.8%。

图表1：春秋航空营业收入及同比增速



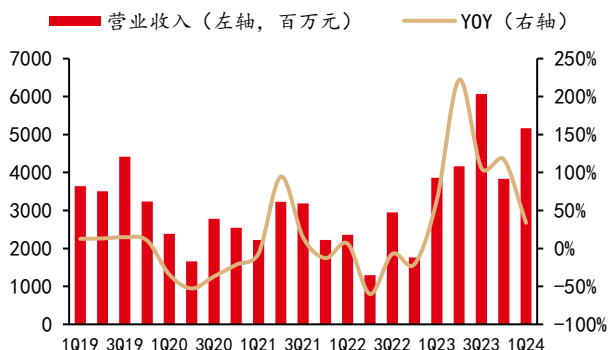
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：春秋航空归母净利润



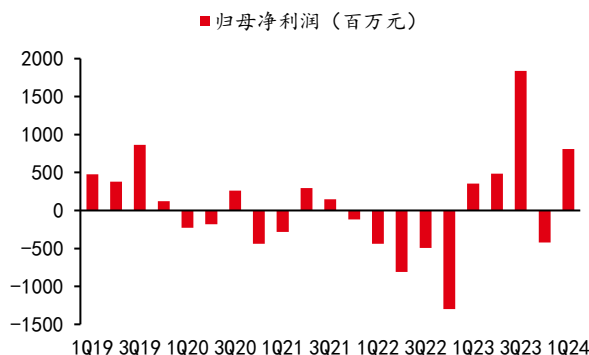
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表3：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4：春秋航空季度归母净利润



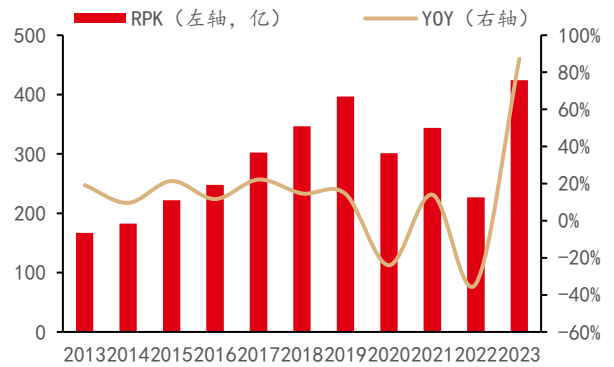
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 行业需求不断复苏，公司业务量回升带动收入明显增长

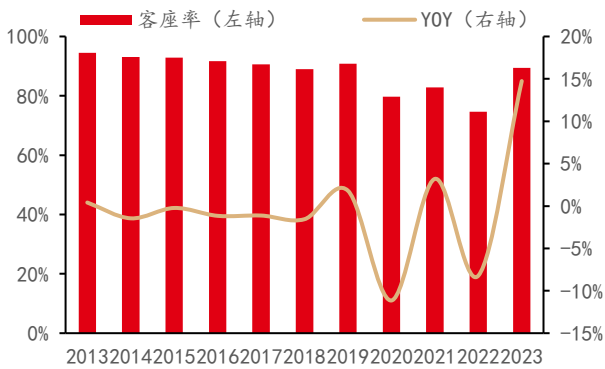
2023 年民航需求不断复苏，公司业务量明显回升，2024 年一季度行业运量同比继续增长，全行业客流达到 1.77 亿人次，同比增长 37.7%。公司业务量不断提升，一季度公司 ASK136.1 亿，同比增长 31.4%，RPK124.1 亿，同比增长 37.8%，客座率达到 91.2%，同比提高 4.3pct，因国际线供给增长、国内线航班量管控放松，公司单位运价同比小幅下降，但仍高于 2019 年同期，公司单季度收入为历史最高。

图表5：春秋航空 ASK 及同比增速

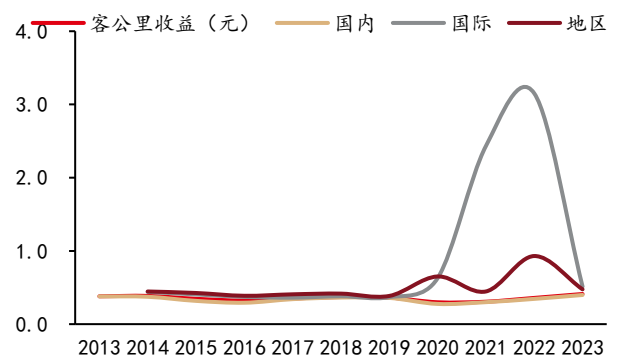

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：春秋航空 RPK 及同比增速


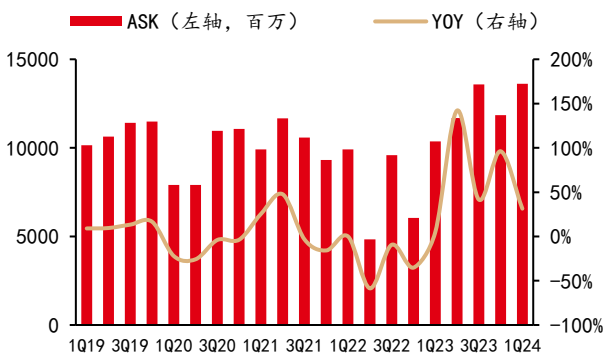
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表7：春秋航空客座率及同比变化


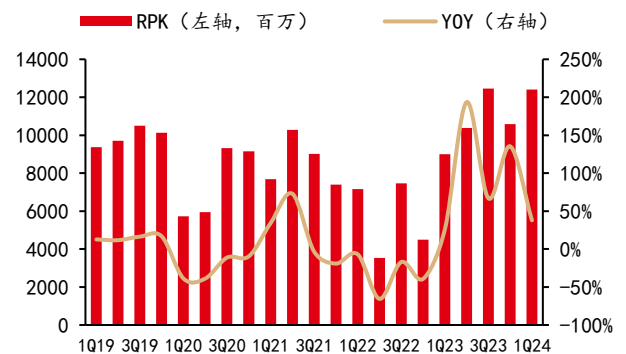
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：春秋航空客公里收益


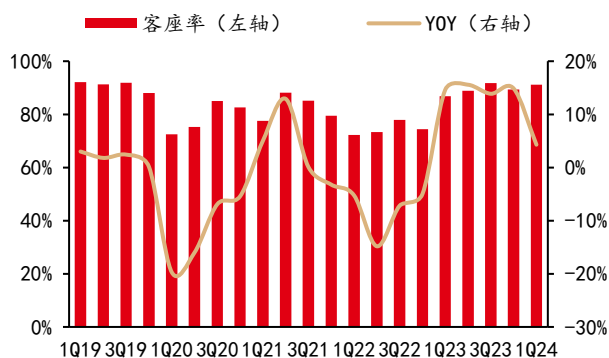
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表9：春秋航空季度 ASK 及同比增速


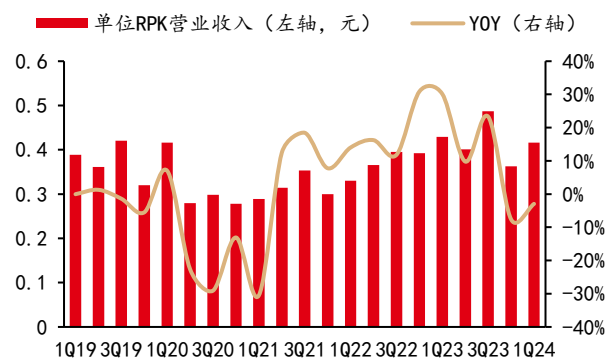
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表10：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11：春秋航空季度客座率及同比变化


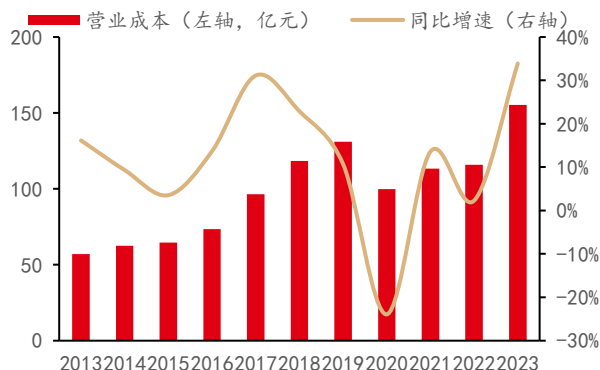
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表12：春秋航空季度单位收入


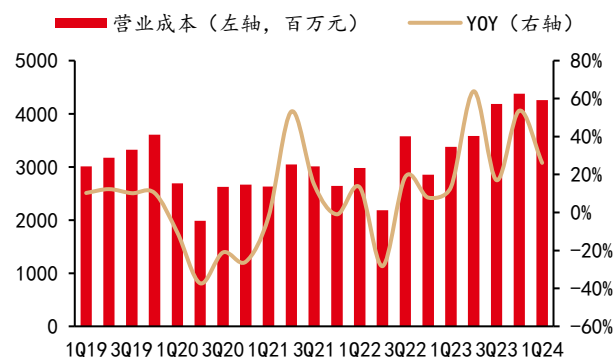
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3 成本管控持续发力，一季度单位扣油成本低于 19 年同期

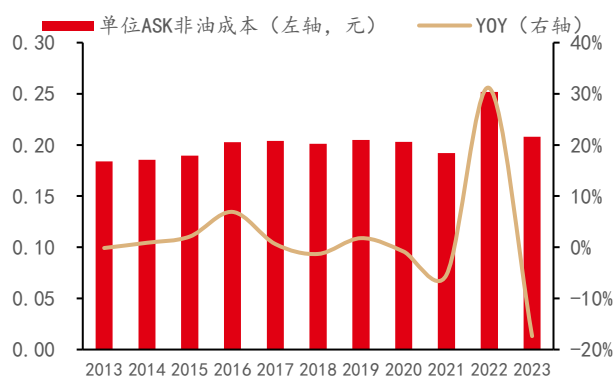
因业务量大幅增长，公司营业成本同比明显增长，但随着公司降本增效持续发力，一季度单位 ASK 非油成本已经降低至 0.195 元，低于 2019 年同期，随着公司飞机利用效率的进一步修复，单位成本仍有下降空间。

图表13：春秋航空营业成本


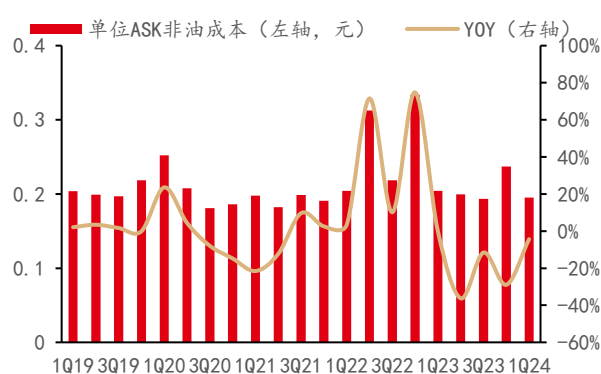
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表14：春秋航空季度营业成本


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表15：春秋航空单位非油成本


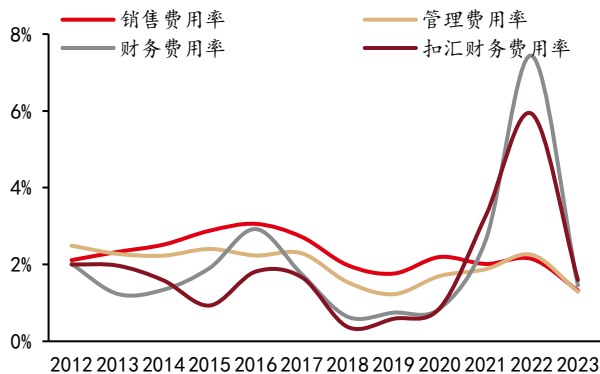
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表16：春秋航空季度单位非油成本


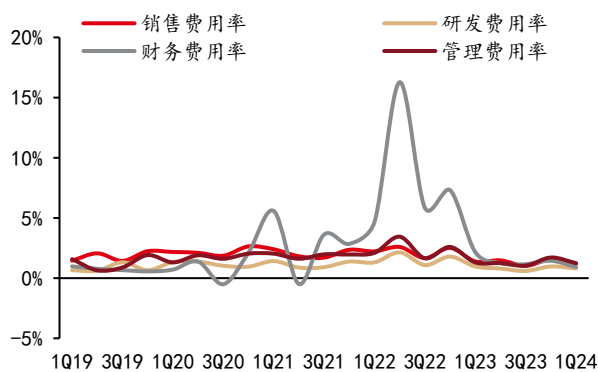
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 费用率走低，盈利能力保持领先

随着公司业务逐步恢复至常态运营，2023 年及 2024 年公司各项费用指标均明显下降，2023 年期间费用率合计 4.87%，同比下降 8.42pct，2024 年一季度期间费用率合计 4.16%，同比下降 1.68pct。公司盈利能力保持领先，2024 年一季度业绩在 A 股上市航空公司中表现最佳。

图表17：春秋航空费用率情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表18：春秋航空单季度费用率情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 投资建议

春秋航空 2023 年及 2024 年一季度的业绩表现再次凸显了其高效率的运营模式带来的盈利能力优势。2023 年公司自 10%左右提升分红率至 30.3%，积极回馈股东，也体现了公司对未来经营的自信。预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 206.5 亿元、228.9 亿元、247.6 亿元，同比分别增长 15.1%、10.8%、8.2%，归母净利润分别为 30.0 亿元、36.0 亿元、42.3 亿元，同比分别增长 33.0%、19.8%、17.6%。维持“买入”评级，继续推荐。

6 风险提示:

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	17938	20650	22885	24758	营业收入	114.3%	15.1%	10.8%	8.2%
营业成本	15519	17294	18654	19696	营业利润	176.6%	37.3%	24.5%	20.7%
税金及附加	28	31	40	45	归属于母公司净利润	174.4%	33.0%	19.8%	17.6%
销售费用	237	285	312	339	获利能力				
管理费用	231	287	316	348	毛利率	13.5%	16.3%	18.5%	20.4%
研发费用	144	145	160	173	净利率	12.6%	14.5%	15.7%	17.1%
财务费用	261	264	279	257	ROE	14.3%	16.0%	16.1%	15.9%
资产减值损失	0	-3	-2	-2	ROIC	6.5%	7.6%	7.9%	8.1%
营业利润	2616	3592	4472	5398	偿债能力				
营业外收入	28	30	30	30	资产负债率	64.4%	61.8%	59.5%	57.3%
营业外支出	3	5	5	5	流动比率	1.01	1.12	1.27	1.45
利润总额	2642	3617	4497	5423	营运能力				
所得税	385	615	899	1193	应收账款周转率	125.60	108.36	108.14	106.90
净利润	2257	3002	3598	4230	存货周转率	95.20	104.76	114.59	116.21
归母净利润	2257	3002	3598	4230	总资产周转率	0.41	0.44	0.44	0.42
每股收益(元)	2.31	3.07	3.68	4.32	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	2.31	3.07	3.68	4.32
货币资金	11583	13466	17010	21525	每股净资产	16.10	19.16	22.84	27.17
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	180	201	222	241	PE	24.62	18.51	15.45	13.14
预付款项	385	432	466	492	PB	3.53	2.96	2.49	2.09
存货	202	192	207	219	现金流量表				
流动资产合计	12980	15298	19025	23697	净利润	2257	3002	3598	4230
固定资产	19073	21465	23605	25509	折旧和摊销	2442	2247	2444	2640
在建工程	6214	5896	5733	5611	营运资本变动	1699	244	132	275
无形资产	751	740	729	718	其他	296	557	593	659
非流动资产合计	31258	33717	36213	38513	经营活动现金流净额	6694	6049	6767	7804
资产总计	44238	49015	55238	62211	资本开支	-3203	-4675	-4785	-4785
短期借款	3785	4785	5785	6785	其他	455	-145	-128	-127
应付票据及应付账款	902	961	1036	1094	投资活动现金流净额	-2748	-4820	-4913	-4912
其他流动负债	8109	7867	8112	8491	股权融资	0	0	0	0
流动负债合计	12796	13613	14933	16370	债务融资	-1884	1214	2305	2305
其他	15692	16656	17956	19256	其他	-828	-565	-615	-682
非流动负债合计	15692	16656	17956	19256	筹资活动现金流净额	-2712	649	1690	1623
负债合计	28488	30268	32888	35626	现金及现金等价物净增加额	1287	1883	3544	4515
股本	979	979	979	979					
资本公积金	7792	7792	7792	7792					
未分配利润	6591	9156	12219	15819					
少数股东权益	0	0	0	0					
其他	388	820	1360	1994					
所有者权益合计	15750	18747	22350	26585					
负债和所有者权益总计	44238	49015	55238	62211					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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