

# 春秋航空 (601021.SH)

## 客收表现稳健，成本管控优异

优于大市

### 核心观点

**春秋航空披露 2024 年中报。**2024 年上半年营收 98.8 亿元 (+23.0%)，归母净利润 13.6 亿元 (+62.3%)，扣非净利润 13.6 亿元 (+79.4%)；其中，二季度单季营收 47.1 亿元 (+12.9%)，归母净利润 5.51 亿元 (+14.1%)，扣非净利润 5.5 亿元 (+31.1%)。

**供需数据提升显著，客座率稳步修复。**2024 年上半年，公司 ASK、RPK 分别同比增长 21.5%/26.1%，相较 2019 年同期分别增长 28.7%/28.2%，客座率为 91.3%，同比上涨 3.4pct，相较 2019 年同期下降 0.4pct。其中，二季度公司 ASK、RPK 分别同比增长 12.7%/15.9%，相较 2019 年同期分别增长 23.7%/24.0%，客座率为 91.4%，同比上涨 2.5pct，相较 2019 年二季度增加 0.2pct。2024 年上半年公司客公里收益为 0.393 元，同比下降 2.5%；国内/国际航线客公里收益相比 2019 年同期分别增长 7.9%/18.0%。

**单位成本同比微幅下降，看好业绩继续上行。**2024 年上半年运行保障端资源瓶颈有所缓解，日利用率小时同比提升 14.4%，使得固定成本有效摊薄。上半年公司单位成本为 0.31 元，同比下降 0.6%，单位非油成本为 0.197 元，同比下降 2.1%。最终，上半年公司毛利率实现 15.0%，同比提升 1.6pct，归母净利率实现 13.8%，同比增长 3.3pct。2024 年公司计划引进 8 架飞机，截至二季度末，春秋航空共运营 127 架空客 A320 系列飞机，上半年净增 6 架。公司计划 24-26 年分别净增长 8、12、14 架飞机，23-26 年飞机数量的年复合增速为 8.6%，机队扩张、加速引进飞行员以及国际航线修复将继续支撑公司运投和客运量维持较快增长，随着业务量的增长，公司的客座率和飞机利用率有望继续提升，从而带动业绩继续上行。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济增长承压、消费仍然疲软，小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 29.1 亿、37.3 亿、43.8 亿（24-26 年调整幅度分别为 -11.1%/-7.4%/-7.0%），由于春秋航空及经营韧性强且长期具有成长空间，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,369	17,938	21,557	24,314	26,686
(+/-%)	-22.9%	114.3%	20.2%	12.8%	9.8%
归母净利润(百万元)	-3036	2257	2912	3730	4384
(+/-%)	-7861.9%	-174.4%	29.0%	28.1%	17.5%
每股收益(元)	-3.10	2.31	2.98	3.81	4.48
EBIT Margin	-44.6%	9.9%	14.5%	16.8%	18.0%
净资产收益率 (ROE)	-22.2%	14.3%	16.4%	18.3%	18.7%
市盈率 (PE)	-16.3	21.9	17.0	13.2	11.3
EV/EBITDA	-32.0	43.8	14.5	11.3	9.7
市净率 (PB)	3.61	3.14	2.78	2.42	2.10

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 交通运输·航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

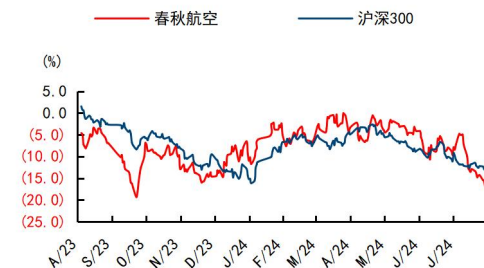
gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	50.48 元
总市值/流通市值	49397/49397 百万元
52 周最高价/最低价	59.30/46.92 元
近 3 个月日均成交额	179.75 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《春秋航空 (601021.SH) 一季度业绩表现强劲，24 年盈利上行可期》——2024-04-30

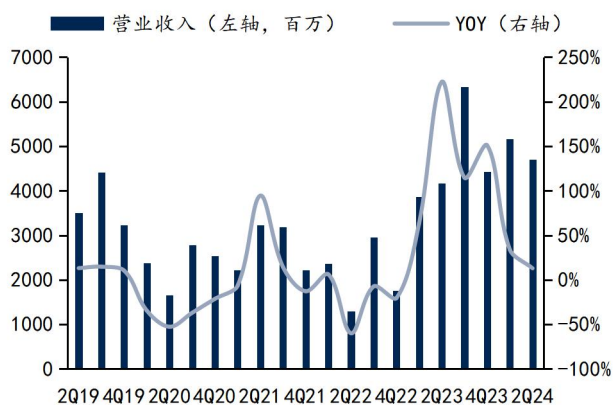
《春秋航空 (601021.SH) 业绩落于预告上沿，三季度业绩或创历史新高》——2023-08-31

《春秋航空 (601021.SH) 跨至至暗时刻，1Q23 率先实现盈利》——2023-04-28

《春秋航空 (601021.SH) 2022 年三季度点评-业绩低位徘徊，看好低成本航空长期潜力》——2022-10-29

**春秋航空披露 2024 年中报。**2024 年上半年营收 98.8 亿元 (+23.0%)，归母净利润 13.6 亿元 (+62.3%)，扣非净利润 13.6 亿元 (+79.4%)；其中，二季度单季营收 47.1 亿元 (+12.9%)，归母净利润 5.51 亿元 (+14.1%)，扣非净利润 5.5 亿元 (+31.1%)。

图1：春秋航空季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：春秋航空单季归母净利润



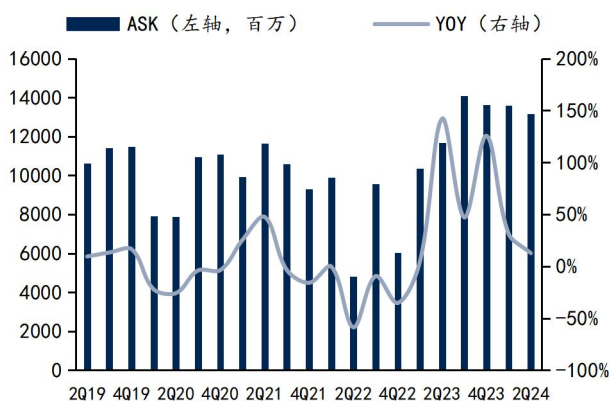
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**供需数据提升显著，客座率稳步修复。**2024 年上半年，公司 ASK、RPK 分别同比增长 21.5%/26.1%，相较于 2019 年同期分别增长 28.7%/28.2%，客座率为 91.3%，同比上涨 3.4pct，相较于 2019 年同期下降 0.4pct。其中，二季度公司 ASK、RPK 分别同比增长 12.7%/15.9%，相较于 2019 年同期分别增长 23.7%/24.0%，客座率为 91.4%，同比上涨 2.5pct，相较于 2019 年二季度增加 0.2pct。2024 年上半年公司客公里收益为 0.393 元，同比下降 2.5%；国内/国际航线客公里收益相比 2019 年同期分别增长 7.9%/18.0%。

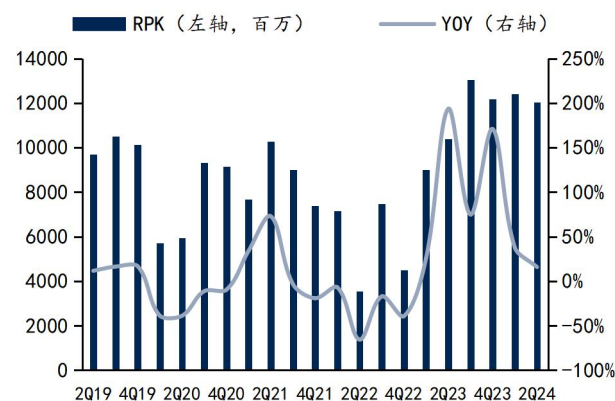
**单位成本同比微幅下降，看好业绩继续上行。**2024 年上半年运行保障端资源瓶颈有所缓解，日利用率小时同比提升 14.4%，使得固定成本有效摊薄。上半年公司单位成本为 0.31 元，同比下降 0.6%，单位非油成本为 0.197 元，同比下降 2.1%，较 2019 年同期下降 2.1%。最终，上半年公司毛利率实现 15.0%，同比提升 1.6pct，归母净利率实现 13.8%，同比增长 3.3pct。2024 年公司计划引进 8 架飞机，截至二季度末，春秋航空共运营 127 架空客 A320 系列飞机，上半年净增 6 架。公司计划 24-26 年分别净增长 8、12、14 架飞机，23-26 年飞机数量的年复合增速为 8.6%，机队扩张、加速引进飞行员以及国际航线修复将继续支撑公司运投和客运量维持较快增长，随着业务量的增长，公司的客座率和飞机利用率有望继续提升，从而带动业绩继续上行。

图3：春秋航空季度 ASK 及同比增速

图4：春秋航空单季度 RPK 及同比增速

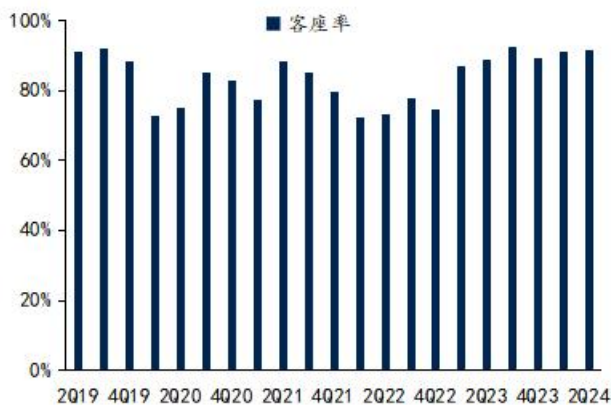


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：春秋航空客座率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：春秋航空客公里收益



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济增长承压、消费仍然疲软，小幅下调盈利预测，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 29.1 亿、37.3 亿、43.8 亿（24-26 年调整幅度分别为 -11.1%/-7.4%/-7.0%），由于春秋航空及经营韧性强且长期具有成长空间，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	10208	11583	10245	10526	11206	营业收入	8369	17938	21557	24314	26686
应收款项	633	180	1181	1332	1462	营业成本	11590	15519	17654	19357	20917
存货净额	175	202	212	230	248	营业税金及附加	24	28	22	24	27
其他流动资产	599	905	970	1094	1201	销售费用	180	237	280	316	347
<b>流动资产合计</b>	<b>11846</b>	<b>12980</b>	<b>12717</b>	<b>13291</b>	<b>14226</b>	管理费用	188	231	310	346	377
固定资产	24177	25288	27156	28076	28732	研发费用	122	144	172	195	213
无形资产及其他	765	751	722	693	664	财务费用	622	261	610	606	550
投资性房地产	6627	5215	5215	5215	5215	投资收益	(13)	(1)	3	3	3
长期股权投资	5	5	(1)	(6)	(12)	资产减值及公允价值变动	30	(40)	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>43420</b>	<b>44238</b>	<b>45809</b>	<b>47268</b>	<b>48825</b>	其他收入	801	997	728	705	687
短期借款及交易性金融负债	11023	8921	9311	7954	6230	营业利润	(3417)	2616	3426	4388	5157
应付款项	662	902	1141	1236	1333	营业外净收支	18	26	0	0	0
其他流动负债	1762	2972	1927	2089	2255	<b>利润总额</b>	<b>(3399)</b>	<b>2642</b>	<b>3426</b>	<b>4388</b>	<b>5157</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>13446</b>	<b>12796</b>	<b>12380</b>	<b>11279</b>	<b>9817</b>	所得税费用	(363)	385	514	658	774
长期借款及应付债券	10896	11100	11100	11100	11100	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	5384	4592	4541	4490	4439	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(3036)</b>	<b>2257</b>	<b>2912</b>	<b>3730</b>	<b>4384</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>16280</b>	<b>15692</b>	<b>15641</b>	<b>15590</b>	<b>15539</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>29727</b>	<b>28488</b>	<b>28021</b>	<b>26869</b>	<b>25357</b>	净利润	(3036)	2257	2912	3730	4384
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	13693	15750	17788	20399	23468	折旧摊销	1259	0	2233	2657	2906
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43420</b>	<b>44238</b>	<b>45809</b>	<b>47268</b>	<b>48825</b>	公允价值变动损失	(30)	40	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	622	261	610	606	550
每股收益	(3.10)	2.31	2.98	3.81	4.48	营运资本变动	217	2190	(1933)	(86)	(43)
每股红利	0.58	0.00	0.89	1.14	1.34	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	13.99	16.10	18.18	20.85	23.98	<b>经营活动现金流</b>	<b>(1590)</b>	<b>4487</b>	<b>3197</b>	<b>6285</b>	<b>7247</b>
ROIC	-11.81%	3.65%	6%	8%	9%	资本开支	0	(1070)	(4057)	(3533)	(3533)
ROE	-22.17%	14.33%	16%	18%	19%	其它投资现金流	(166)	122	0	0	0
毛利率	-38%	13%	18%	20%	22%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(166)</b>	<b>(949)</b>	<b>(4051)</b>	<b>(3527)</b>	<b>(3527)</b>
EBIT Margin	-45%	10%	14%	17%	18%	权益性融资	255	0	0	0	0
EBITDA Margin	-30%	10%	25%	28%	29%	负债净变化	1424	204	0	0	0
收入增长	-23%	114%	20%	13%	10%	支付股利、利息	(571)	0	(874)	(1119)	(1315)
净利润增长率	-7862%	-174%	29%	28%	18%	其它融资现金流	2742	(2572)	390	(1358)	(1724)
资产负债率	68%	64%	61%	57%	52%	<b>融资活动现金流</b>	<b>4704</b>	<b>(2164)</b>	<b>(483)</b>	<b>(2477)</b>	<b>(3039)</b>
股息率	1.2%	0.0%	1.8%	2.3%	2.7%	<b>现金净变动</b>	<b>2948</b>	<b>1374</b>	<b>(1338)</b>	<b>281</b>	<b>680</b>
P/E	(16.3)	21.9	17.0	13.2	11.3	货币资金的期初余额	7260	10208	11583	10245	10526
P/B	3.6	3.1	2.8	2.4	2.1	货币资金的期末余额	10208	11583	10245	10526	11206
EV/EBITDA	(32.0)	43.8	14.5	11.3	9.7	企业自由现金流	0	2639	(1107)	2502	3414
						权益自由现金流	0	271	(1235)	629	1222

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测



# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032