

## 春秋航空 (601021.SH)

## 淡季业绩有韧性，低成本优势凸显

春秋航空 2024H1 实现营业收入 98.75 亿元，同比+22.97%，归母净利润 13.61 亿元，同比+62.28%。

- 2024Q2 业绩略超预期。2024H1 公司实现营业收入 98.75 亿元，同比+22.97%，归母净利润 13.61 亿元，同比+62.28%；其中 Q2 公司实现营业收入 47.1 亿元，同比+12.9%，归母净利润 5.5 亿元，同比+14.1%。公司 Q2 业绩略超预期，且超过 2019Q2 业绩。
- 淡季公司保持高客座率。从经营数据看，2024Q2 公司：1) ASK/RPK 分别同比+12.7%/15.9%，客座率 91.4%，同比提升 2.5 个百分点，较 2019Q2 略高 0.2 个百分点；2) 国内 ASK/RPK 分别同比+7.0%/8.6%，国内客座率 91.7%，同比提升 1.4 个百分点，较 2019Q2 仅有 0.5 个百分点差距；3) 国际和地区 ASK/RPK 分别恢复至 2019Q2 的 70%/71%，国际和地区平均客座率 90.3%，较 2019Q2 提升 1 个百分点。
- 国内票价表现相较同业更具韧性，单位成本下降。2024H1 公司客公里收益 0.393 元，同比-2.45%；其中国内线同比-2.0%，国际线同比-12.67%。我们认为：1) 公司国内票价下滑主要受到今年淡季国内商务需求疲软影响，但公司下滑幅度好于同业（2024H1 三大航国内客公里收益平均同比-8%），公司竞争优势凸显；2) 国际票价下滑主要由于随着国际航班修复，国际票价逐步回落至疫情前正常水平。成本端，2024H1 公司单位非油成本 0.197 元，同比-2%；费用端，2024H1 公司费用率（销售+管理+研发）3.3%，同比下降 0.3 个百分点。我们认为公司成本费用的良好表现主要受益于飞机利用率持续修复，以及优秀的费用管控。
- 低成本优势有望持续体现，盈利韧性强。2024 年 7-8 月，公司 RPK 同比+10%，客座率同比提升 1.1 个百分点至 93.5%，继续延续增长趋势。考虑到今年国内票价较弱，我们调整盈利预测，预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 29/34/42 亿元，当前股价对应 2024 年 P/E 为 16 倍，给予公司“增持”评级。展望未来，我们认为：1) 随着公司飞机利用率持续修复，单位成本有望持续下降，贡献利润增长空间；2) 公司作为低成本航空龙头，有望充分受益于二线城市航空需求增长，发展空间广阔。
- 风险提示：需求不及预期；运力引进不及预期；油价大幅上涨；人民币大幅贬值。

## 财务数据与估值

| 会计年度       | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 8369   | 17938 | 20396 | 23040 | 25517 |
| 同比增长       | -23%   | 114%  | 14%   | 13%   | 11%   |
| 营业利润(百万元)  | (3417) | 2616  | 3408  | 4557  | 5605  |
| 同比增长       | -5754% | -177% | 30%   | 34%   | 23%   |
| 归母净利润(百万元) | (3036) | 2257  | 2935  | 3437  | 4223  |
| 同比增长       | -7862% | -174% | 30%   | 17%   | 23%   |
| 每股收益(元)    | -3.10  | 2.31  | 3.00  | 3.51  | 4.32  |
| PE         | -15.7  | 21.1  | 16.2  | 13.8  | 11.3  |
| PB         | 3.5    | 3.0   | 2.6   | 2.3   | 2.0   |

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持（下调）

周期/交通运输

目标估值：NA

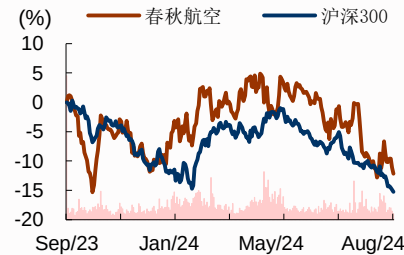
当前股价：48.6 元

## 基础数据

|             |               |
|-------------|---------------|
| 总股本（百万股）    | 979           |
| 已上市流通股（百万股） | 979           |
| 总市值（十亿元）    | 47.6          |
| 流通市值（十亿元）   | 47.6          |
| 每股净资产（MRQ）  | 16.8          |
| ROE（TTM）    | 16.9          |
| 资产负债率       | 61.2%         |
| 主要股东        | 上海春秋国际旅行社(集团) |
| 主要股东持股比例    | 51.5%         |

## 股价表现

| %    | 1m | 6m  | 12m |
|------|----|-----|-----|
| 绝对表现 | -7 | -12 | -12 |
| 相对表现 | -2 | -1  | 3   |



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《春秋航空 (601021) — 业绩表现亮眼，受益于经营数据增长、优秀成本管控》2024-05-01
- 《春秋航空 (601021) — 预计 2023 年盈利 21~24 亿元；关注春运旺季行情》2024-01-31
- 《春秋航空 (601021) — 差异化优势有望持续体现》2023-11-13

王春环 S1090524060003

wangchunhuan@cmschina.com.cn

孙修远 S1090524070005

sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001

xiaoxinchen@cmschina.com.cn

魏芸 S1090522010002

weiyun@cmschina.com.cn

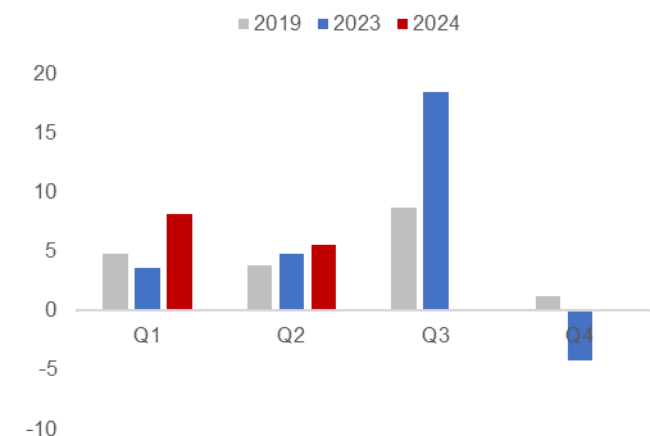
刘若琮 研究助理

liuruocong@cmschina.com.cn

## 1、2024Q2 业绩略超预期

2024H1 公司实现营业收入 98.75 亿元,同比+22.97%,归母净利润 13.61 亿元,同比+62.28%;其中 Q2 公司实现营业收入 47.1 亿元,同比+12.9%,归母净利润 5.5 亿元,同比+14.1%。公司 Q2 业绩略超预期,且超过 2019Q2 业绩。

图 1: 公司季度净利润 (单位: 亿元)



资料来源: 公司财报、招商证券

## 2、公司淡季保持高客座率

从经营数据看, 2024Q2 公司: 1) ASK/RPK 分别同比+12.7%/15.9%, 客座率 91.4%, 同比提升 2.5 个百分点, 较 2019Q2 略高 0.2 个百分点; 2) 国内 ASK/RPK 分别同比+7.0%/8.6%, 国内客座率 91.7%, 同比提升 1.4 个百分点, 较 2019Q2 仅有 0.5 个百分点差距; 3) 国际和地区 ASK/RPK 分别恢复至 2019Q2 的 70%/71%, 国际和地区平均客座率 90.3%, 较 2019Q2 提升 1 个百分点。

## 3、国内票价表现相较同业更具韧性, 单位成本下降

2024H1 公司客公里收益 0.393 元, 同比-2.45%; 其中国内线同比-2.0%, 国际线同比-12.67%。我们认为: 1) 公司国内票价下滑主要受到今年淡季国内商务需求疲软影响, 但公司下滑幅度好于同业 (2024H1 三大航国内客公里收益平均同比-8%), 公司竞争优势凸显; 2) 国际票价下滑主要由于随着国际航班修复, 国际票价逐步回落至疫情前正常水平。

成本端, 2024H1 公司单位非油成本 0.197 元, 同比-2%; 费用端, 2024H1 公司费用率 (销售+管理+研发) 3.3%, 同比下降 0.3 个百分点。我们认为公司成本费用的良好表现主要受益于飞机利用率持续修复, 以及优秀的费用管控。

表 1: 公司票价、单位成本表现

|             | 2019H1 | 2023H1 | 2024H1 | 相较 2023H1 | 相较 2019H1 |
|-------------|--------|--------|--------|-----------|-----------|
| 国内客公里收益 (元) | 0.35   | 0.39   | 0.38   | -2%       | 8%        |
| 单位成本 (元)    | 0.30   | 0.32   | 0.31   | -1%       | 6%        |
| 单位非油成本 (元)  | 0.20   | 0.20   | 0.20   | -2%       | -2%       |

资料来源: 公司财报、招商证券

#### 4、低成本优势有望持续体现，盈利韧性强

2024 年 7-8 月,公司 RPK 同比+10%,客座率同比提升 1.1 个百分点至 93.5%,继续延续增长趋势。考虑到今年国内票价较弱,我们调整盈利预测,预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 29/34/42 亿元,当前股价对应 2024 年 P/E 为 16 倍,给予公司“增持”评级。

展望未来,我们认为:1)随着公司飞机利用率持续修复,单位成本有望持续下降,贡献利润增长空间;2)公司作为低成本航空龙头,有望充分受益于二线城市航空需求增长,发展空间广阔。

表 2: 主要经营数据假设

|            | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 可用座位公里(百万) | 47467 | 54843 | 62806 | 71414 |
| 客座利用率      | 89.4% | 91.6% | 91.6% | 91.6% |
| 客公里收益(元)   | 0.41  | 0.40  | 0.39  | 0.38  |

资料来源:公司财报、招商证券预测

#### 5、风险提示

需求不及预期;运力引进不及预期;油价大幅上涨;人民币大幅贬值。

#### 参考报告:

- 1、《春秋航空(601021)——业绩表现亮眼,受益于经营数据增长、优秀成本管控》2024-05-01
- 2、《春秋航空(601021)——预计 2023 年盈利 21~24 亿元;关注春运旺季行情》2024-01-31
- 3、《春秋航空(601021)——差异化优势有望持续体现》2023-11-13

## 附：财务预测表

## 资产负债表

| 单位：百万元         | 2022         | 2023         | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>流动资产</b>    | 11846        | 12980        | 11761        | 13449        | 15982        |
| 现金             | 10208        | 11583        | 10222        | 11742        | 14117        |
| 交易性投资          | 148          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收票据           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 应收款项           | 105          | 180          | 185          | 209          | 231          |
| 其它应收款          | 528          | 357          | 405          | 458          | 507          |
| 存货             | 175          | 202          | 214          | 231          | 248          |
| 其他             | 681          | 658          | 734          | 809          | 879          |
| <b>非流动资产</b>   | 31574        | 31258        | 32109        | 32907        | 33656        |
| 长期股权投资         | 5            | 5            | 5            | 5            | 5            |
| 固定资产           | 17283        | 19073        | 20100        | 21048        | 21923        |
| 无形资产商誉         | 765          | 751          | 676          | 608          | 548          |
| 其他             | 13521        | 11429        | 11327        | 11246        | 11181        |
| <b>资产总计</b>    | <b>43420</b> | <b>44238</b> | <b>43869</b> | <b>46357</b> | <b>49639</b> |
| <b>流动负债</b>    | 13446        | 12796        | 10178        | 9815         | 9562         |
| 短期借款           | 5405         | 3785         | 3028         | 2422         | 1938         |
| 应付账款           | 662          | 902          | 993          | 1074         | 1150         |
| 预收账款           | 636          | 1312         | 1444         | 1561         | 1672         |
| 其他             | 6744         | 6797         | 4712         | 4758         | 4801         |
| <b>长期负债</b>    | 16280        | 15692        | 15692        | 15692        | 15692        |
| 长期借款           | 10896        | 11100        | 11100        | 11100        | 11100        |
| 其他             | 5384         | 4592         | 4592         | 4592         | 4592         |
| <b>负债合计</b>    | <b>29727</b> | <b>28488</b> | <b>25870</b> | <b>25507</b> | <b>25254</b> |
| 股本             | 979          | 979          | 979          | 979          | 979          |
| 资本公积金          | 7719         | 7718         | 7718         | 7718         | 7718         |
| 留存收益           | 4995         | 7053         | 9303         | 12153        | 15688        |
| 少数股东权益         | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 归属于母公司所有者权益    | 13693        | 15750        | 17999        | 20849        | 24385        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>43420</b> | <b>44238</b> | <b>43869</b> | <b>46357</b> | <b>49639</b> |

## 现金流量表

| 单位：百万元         | 2022        | 2023        | 2024E         | 2025E       | 2026E       |
|----------------|-------------|-------------|---------------|-------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 439         | 6694        | 3904          | 4418        | 5278        |
| 净利润            | (3036)      | 2257        | 2935          | 3437        | 4223        |
| 折旧摊销           | 1315        | 1480        | 1649          | 1700        | 1750        |
| 财务费用           | 618         | 256         | 284           | 249         | 222         |
| 投资收益           | 13          | 1           | (1098)        | (1043)      | (991)       |
| 营运资金变动         | 1983        | 2443        | 133           | 71          | 70          |
| 其它             | (455)       | 256         | 2             | 4           | 4           |
| <b>投资活动现金流</b> | (4544)      | (2748)      | (1402)        | (1457)      | (1509)      |
| 资本支出           | (4573)      | (3205)      | (2500)        | (2500)      | (2500)      |
| 其他投资           | 29          | 457         | 1098          | 1043        | 991         |
| <b>筹资活动现金流</b> | 6906        | (2712)      | (3863)        | (1441)      | (1394)      |
| 借款变动           | 4675        | (1667)      | (2893)        | (606)       | (484)       |
| 普通股增加          | 62          | 0           | 0             | 0           | 0           |
| 资本公积增加         | 2838        | (1)         | 0             | 0           | 0           |
| 股利分配           | 0           | 0           | (685)         | (587)       | (687)       |
| 其他             | (669)       | (1043)      | (284)         | (249)       | (222)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>2801</b> | <b>1234</b> | <b>(1360)</b> | <b>1520</b> | <b>2375</b> |

资料来源：公司数据、招商证券

## 利润表

| 单位：百万元           | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入</b>     | 8369   | 17938 | 20396 | 23040 | 25517 |
| 营业成本             | 11590  | 15519 | 17085 | 18469 | 19785 |
| 营业税金及附加          | 24     | 28    | 32    | 36    | 40    |
| 营业费用             | 180    | 237   | 261   | 295   | 327   |
| 管理费用             | 188    | 231   | 259   | 293   | 324   |
| 研发费用             | 122    | 144   | 164   | 185   | 205   |
| 财务费用             | 622    | 261   | 284   | 249   | 222   |
| 资产减值损失           | (1)    | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 30     | (40)  | 0     | 0     | 0     |
| 其他收益             | 925    | 1140  | 1098  | 1043  | 991   |
| 投资收益             | (13)   | (1)   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>      | (3417) | 2616  | 3408  | 4557  | 5605  |
| 营业外收入            | 20     | 28    | 28    | 28    | 28    |
| 营业外支出            | 2      | 3     | 3     | 3     | 3     |
| <b>利润总额</b>      | (3399) | 2642  | 3434  | 4583  | 5630  |
| 所得税              | (363)  | 385   | 500   | 1146  | 1408  |
| 少数股东损益           | 0      | 0     | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属于母公司净利润</b> | (3036) | 2257  | 2935  | 3437  | 4223  |

## 主要财务比率

|                | 2022   | 2023  | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |        |       |       |       |       |
| 营业总收入          | -23%   | 114%  | 14%   | 13%   | 11%   |
| 营业利润           | -5755% | -177% | 30%   | 34%   | 23%   |
| 归母净利润          | -7862% | -174% | 30%   | 17%   | 23%   |
| <b>获利能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 毛利率            | -38.5% | 13.5% | 16.2% | 19.8% | 22.5% |
| 净利率            | -36.3% | 12.6% | 14.4% | 14.9% | 16.5% |
| ROE            | -22.1% | 15.3% | 17.4% | 17.7% | 18.7% |
| ROIC           | -7.5%  | 6.9%  | 8.9%  | 9.9%  | 11.2% |
| <b>偿债能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 68.5%  | 64.4% | 59.0% | 55.0% | 50.9% |
| 净负债比率          | 50.5%  | 45.3% | 39.0% | 35.6% | 32.3% |
| 流动比率           | 0.9    | 1.0   | 1.2   | 1.4   | 1.7   |
| 速动比率           | 0.9    | 1.0   | 1.1   | 1.3   | 1.6   |
| <b>营运能力</b>    |        |       |       |       |       |
| 总资产周转率         | 0.2    | 0.4   | 0.5   | 0.5   | 0.5   |
| 存货周转率          | 59.7   | 82.4  | 82.1  | 83.0  | 82.6  |
| 应收账款周转率        | 82.2   | 126.0 | 112.0 | 117.0 | 116.0 |
| 应付账款周转率        | 17.5   | 19.8  | 18.0  | 17.9  | 17.8  |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |       |
| EPS            | -3.10  | 2.31  | 3.00  | 3.51  | 4.32  |
| 每股经营净现金        | 0.45   | 6.84  | 3.99  | 4.52  | 5.39  |
| 每股净资产          | 13.99  | 16.10 | 18.39 | 21.31 | 24.92 |
| 每股股利           | 0.00   | 0.70  | 0.60  | 0.70  | 0.86  |
| <b>估值比率</b>    |        |       |       |       |       |
| PE             | -15.7  | 21.1  | 16.2  | 13.8  | 11.3  |
| PB             | 3.5    | 3.0   | 2.6   | 2.3   | 2.0   |
| EV/EBITDA      | -43.5  | 15.7  | 12.6  | 10.3  | 8.9   |

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。