

春秋航空 (601021)

证券研究报告

2024年10月22日

高 ROE、高成长、高弹性

低成本航司龙头，综合实力稳步提升

春秋航空是国内低成本航司的先行者和领先者，主要从事航空客货运输业务及相关服务。逆势加速扩张，蓄力成长。2019-24H1，得益于充足现金储备和较强偿债能力，春秋航空飞机数量累计增幅达37%，显著高于大部分航司。2014-19年，春秋航空的营业收入、归母净利润、飞机数量等都呈现上升趋势，综合实力不断提高。春秋航空凭借逆势布局，疫后复苏成效显著，2024H1，归母净利润同比大幅增长62%。

高 ROE 有望趋势提升，投资价值凸显

航空盈利分层，春秋航空表现亮眼。2024H1，春秋的扣非 ROE、毛利率均高于三大航。2014-19年，春秋航空 ROE 均值为18%，领先多数同行。增收降本减费，铸就高盈利能力。春秋航空收入份额与运力份额高度正相关，并随之增长。飞机引进增速较快，推动营收高增长，市场份额提升。严格成本管控，低成本优势显著。单位费用趋势下降，进一步强化盈利能力优势。“市场+杠杆+治理”三因素或将共振，春秋的利润或将保持高增长、盈利能力有望进一步提高，投资价值凸显。

周期复苏+供需逆转，赋予向上期权

周期复苏+供需差释放，赋予春秋航空向上期权。中美库存周期共振，有望趋势回升。库存周期回升意味着经济复苏，一般持续2年左右，春秋航空收入增速和毛利率有望随之回升，即迎来周期复苏。航空潜在需求随名义 GDP 增长，运力持续强约束，供需差拐点或在2025年，有望释放丰厚利润。一旦经济回暖或股市回升，春秋航空有望迎来“戴维斯双击”。

盈利预测与目标价

2024-26年盈利有望大幅增长。随着经济复苏，在票改背景下，供需差有望带动航空利润持续数年趋势性上升。我们预测2024-26年归母净利润分别为：26.5、33.9、39.1亿元。采用可比公司 PE 估值法，给予20x2025E PE，目标价为69.19元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：经济周期性风险，航空安全风险，航油价格波动风险，飞行员紧缺风险，汇率风险，航空政策变化风险，补贴收入风险，股价异动风险，测算结果具有主观性。

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	54.16元
目标价格	69.19元

基本数据

A 股总股本(百万股)	978.55
流通 A 股股本(百万股)	978.55
A 股总市值(百万元)	52,998.20
流通 A 股市值(百万元)	52,998.20
每股净资产(元)	16.77
资产负债率(%)	61.20
一年内最高/最低(元)	67.62/46.92

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《春秋航空-半年报点评:积极调整,把握国内航空市场复苏》 2021-09-02
- 《春秋航空-季报点评:盈利基本符合预期,继续看好低成本航空发展前景》 2020-10-31
- 《春秋航空-半年报点评:国内线加速复苏二季度减亏,3Q 有望实现经营盈利》 2020-08-30

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8,368.97	17,937.86	20,788.49	24,302.17	27,492.46
增长率(%)	(22.92)	114.34	15.89	16.90	13.13
EBITDA(百万元)	(2,336.77)	3,290.07	3,867.46	4,883.55	5,702.20
归属母公司净利润(百万元)	(3,035.82)	2,257.43	2,646.69	3,385.43	3,914.59
增长率(%)	(7,861.89)	(174.36)	17.24	27.91	15.63
EPS(元/股)	(3.10)	2.31	2.70	3.46	4.00
市盈率(P/E)	(17.46)	23.48	20.02	15.65	13.54
市净率(P/B)	3.87	3.36	2.99	2.64	2.33
市销率(P/S)	6.33	2.95	2.55	2.18	1.93
EV/EBITDA	(28.98)	15.88	14.51	11.31	9.87

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 低成本航司龙头，综合实力稳步提升	4
1.1. 国内民营航空第一股，低成本赛道领跑者	4
1.2. 逆势加速扩张，蓄力成长、未来可期	5
1.3. 收入、利润大幅增长，综合实力提升	6
2. 高 ROE 有望趋势提升，投资价值凸显	6
2.1. 航空盈利分层，春秋航空表现亮眼	7
2.2. 增收降本减费，铸就高盈利能力	7
2.3. 三因素共振，盈利能力有望提升	10
3. 周期复苏+供需逆转，赋予向上期权	11
3.1. 中美库存周期共振，趋势回升	11
3.2. 航空周期与库存周期高度相关	11
3.3. 供需有望逆转，利润充分释放	12
4. 盈利预测与目标价	14
4.1. 2024-2026 年盈利有望大幅增长	14
4.2. 目标价 69.19 元	14
5. 风险提示	15

图表目录

图 1: 春秋航空股权结构图（截至 2024 年 10 月 22 日）	4
图 2: 2015 年以来春秋航空的航线网络日益完善	5
图 3: 2019-23 年春秋航空飞机增速领先同行	5
图 4: 2011 年以来春秋航空飞机数量呈增长趋势	5
图 5: 2018 年以来春秋航空的资产负债率显著低于同行	5
图 6: 2019 年以来春秋航空的货币资金大幅提高	5
图 7: 春秋航空的营业收入呈增长趋势	6
图 8: 春秋航空的营业收入增速显著高于三大航	6
图 9: 春秋航空的归母净利润呈增长趋势	6
图 10: 2014-2024H1 春秋航空的归母权益呈增长趋势	6
图 11: 2024 年上半年，吉祥和春秋航空的毛利率高于三大航	7
图 12: 2024 年上半年，吉祥和春秋的扣非 ROE 高于三大航	7
图 13: 2019 年以来，春秋航空 ROE 领先于多数同行	7
图 14: 2019 年以来，春秋航空净利率领先于多数同行	7
图 15: 春秋航空营业收入增速高于同行	8
图 16: 春秋航空飞机数量增速高于同行	8
图 17: 春秋航空收入份额与运力份额高度正相关，并随之增长	8
图 18: 2023-2026 年，春秋航空计划的飞机数量年化增速为 9%	8
图 19: 春秋航空座公里成本处于行业领先地位	8
图 20: 春秋航空座公里扣油成本处于行业领先地位	8

图 21: 春秋航空座公里收益较低, 向上弹性空间较大	9
图 22: 春秋航空客公里收益较低, 向上弹性空间较大	9
图 23: 2014-23 年春秋航空三费率显著低于同行	9
图 24: 春秋航空座公里管理费用趋势下降	9
图 25: 春秋航空座公里销售费用趋势下降	9
图 26: 全球低成本航空市场规模仍具有较大提升空间	10
图 27: 亚太地区低成本航空市场规模预计增速较快	10
图 28: 春秋航空杠杆率显著低于同行	10
图 29: 春秋航空 ROIC 领先于多数同行	10
图 30: 春秋航空资产周转率有较大提升空间	10
图 31: 春秋航空飞机利用小时数仍有较大提升空间	10
图 32: 中国和美国的库存周期都处于底部回升区间	11
图 33: 中国库存的领先指标 PPI 处于历史相对底部, 步入回升周期	11
图 34: 航空周期和库存周期高度相关	11
图 35: 三大航毛利率与库存周期相关	11
图 36: 春秋航空营业收入和库存周期高度相关	12
图 37: 春秋航空毛利率和库存周期相关	12
图 38: 中国民航客运量/GDP 趋于稳定, 在 0.066 上下波动	12
图 39: 中国航空行业收入/GDP 趋于稳定, 在 0.6% 上下波动	12
图 40: 2025 年航空业供需形势有望逆转	12
图 41: 航空需求仍在疫后恢复过程中	12
图 42: 预期 2024-26 年航空收入增速超过飞机运力	13
图 43: 未来航空需求增长来自 GDP 增长和需求疫后修复	13
图 44: 航空业的飞机利用小时数仍有恢复空间	13
图 45: 主要航空公司的客座率、票价恢复情况	13
图 46: 票价市场化推升票价上限, 使航空公司利润增加	13
图 47: 客运需求增长带动全价票旅客增长, 有助于平均票价上升	13
表 1: 春秋航空的收入和利润预测	14
表 2: 可比公司估值表	15

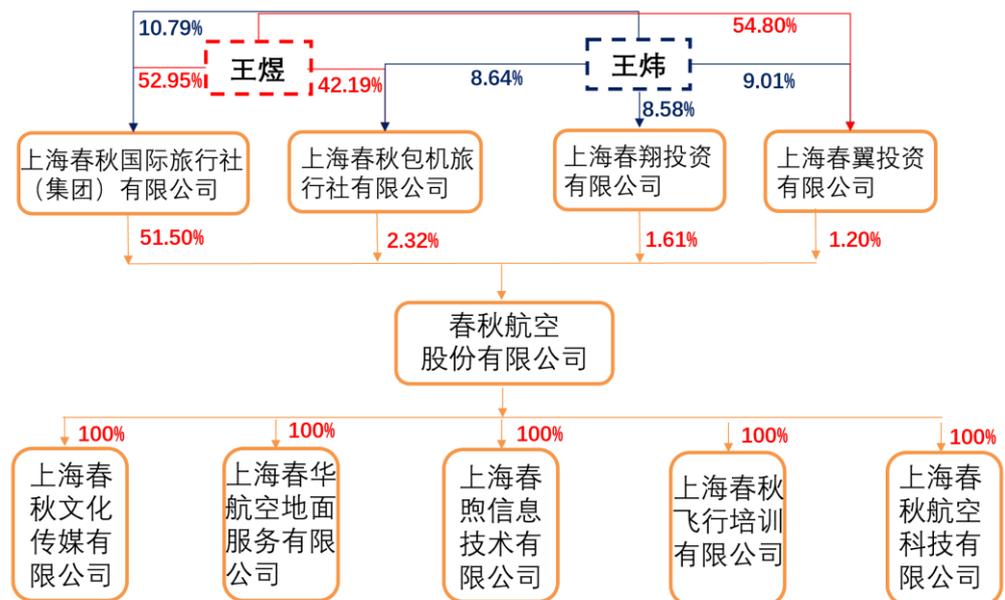
1. 低成本航司龙头，综合实力稳步提升

春秋航空是国内低成本航空公司的先行者和领先者，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。逆势加速扩张，蓄力成长、未来可期。2019-24H1，各航司运力引进增速放缓，但得益于充足现金和较强偿债能力的春秋航空表现突出，飞机数量累计增幅达 37%，显著高于大部分航司。2014-2019 年，春秋航空不断优化业务结构、增加运力投入，营业收入、归母净利润和飞机数量等都呈现上升趋势，综合实力不断提高。春秋航空凭借逆势布局，疫后复苏成效显著，2024H1，归母净利润同比大幅增长 62%。

1.1. 国内民营航空第一股，低成本赛道领跑者

春秋航空是国内低成本航空公司的先行者和领先者，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。区别于全服务航空公司，春秋航空凭借价格优势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构成的细分市场。春秋航空的创始人王正华先生。王正华先生于 1981 年创立上海春秋旅行社（上海春秋国际旅行社的前身），上海春秋国际旅行社是春秋航空的第一大股东，持股占比 51.5%，实际控制人为王正华先生、王煜先生（王正华先生之子）。

图 1：春秋航空股权结构图（截至 2024 年 10 月 22 日）



资料来源：Wind，天风证券研究所

注：上图只列举部分股东、控股子公司等信息

春秋航空的战略定位与目标：受益于中国经济持续向好、行业恢复以及向上发展的趋势，公司将继续优化和加强低成本航空的业务模式与竞争优势，在确保飞行安全和准点的前提下，积极扩大机队规模和航线网络，致力于实现“成为具有竞争力的国际化低成本航空公司，为旅客提供实惠且有品质的航空服务”的战略目标。

民航业发展趋势：推动国内国际经济双循环，构建完善“十四五”期间民航发展新任务。内循环方面，要在机场网络建设中立足国内市场这一战略基点，扎实推动京津冀协同发展、粤港澳大湾区建设、长三角区域一体化等重大战略，激活二三线城市航空出行潜在需求，进一步扩大国内循环规模，打造我国完整的航空产业链。国内国际双循环相互促进上，“RCEP”的签署将促使中国进一步发展区域经济一体化，同“一带一路”战略一起，使得中国在“十四五”规划的背景下，在国际舞台上实现更高级别的开发和开放。

1.2. 逆势加速扩张，蓄力成长、未来可期

国内航线日益完善，国际航线加快布局。2015-2024H1，春秋航空国内外在飞航线从 114 条提高至 222 条，大幅增长 95%。在国内枢纽建设上，春秋航空已形成以上海基地为核心、扬州和宁波基地为支撑的华东枢纽；在国际航网布局上，以泰国曼谷、日本大阪和韩国济州为主要的境外过夜航站，聚焦东南亚重点市场。

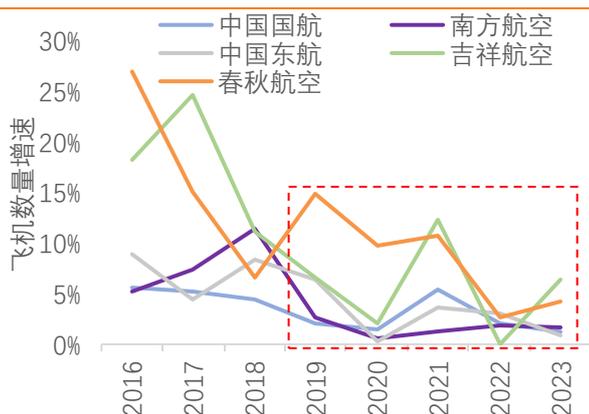
图 2：2015 年以来春秋航空的航线网络日益完善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

逆势扩张，蓄力成长。疫情期间各航司运力引进增速放缓，春秋航空引进飞机速度保持坚挺，2019-2024H1，飞机数量累计增幅达 37%，显著高于大部分航司。

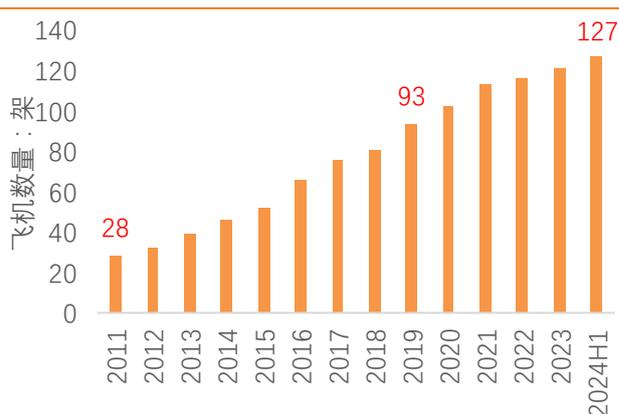
图 3：2019-23 年春秋航空飞机增速领先同行



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：考虑统一口径，2022 年国航飞机数量包含山航

图 4：2011 年以来春秋航空飞机数量呈增长趋势

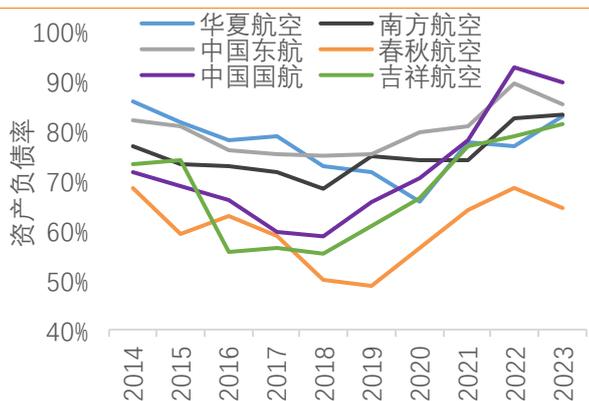


资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：数据只包含春秋航空本体的 A320 飞机

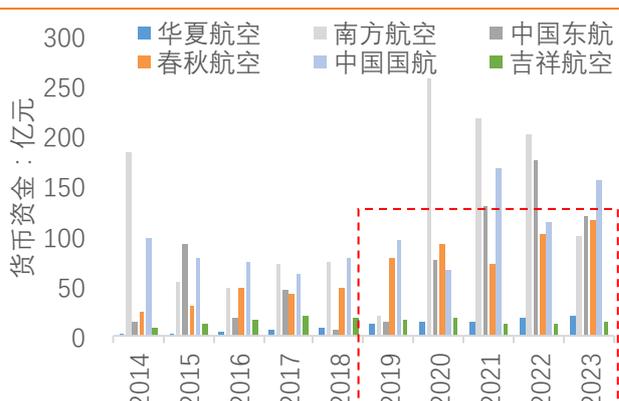
充足的现金储备和较强的偿债能力，助力春秋航空逆势增长。

图 5：2018 年以来春秋航空的资产负债率显著低于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 6：2019 年以来春秋航空的货币资金大幅提高



资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 收入、利润大幅增长，综合实力提升

2014-19年，春秋航空的营业收入呈现增长趋势。2019年营业收入比2014年增长1倍以上，2020-22年，受疫情影响，收入有所下滑。

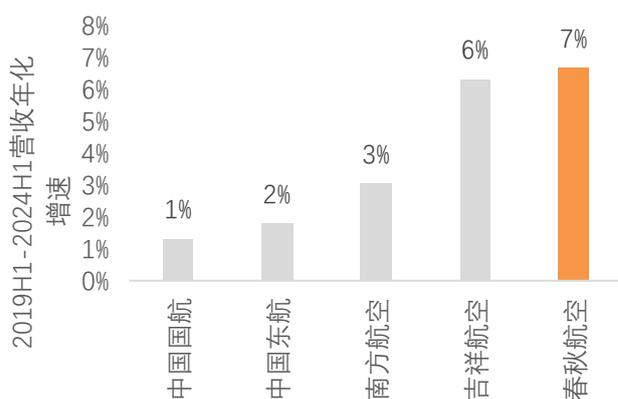
增长分层，春秋航空领先。2019H1-2024H1，春秋航空的营业收入增速显著高于三大航，预期2023-26年，春秋航空的飞机数量年化增速为9%，高于其他航司；飞机数量增速快，有助于收入和利润更快增长。

图 7：春秋航空的营业收入呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 8：春秋航空的营业收入增速显著高于三大航



资料来源：Wind，天风证券研究所

利润积累推动春秋航空的综合实力上升。2014-2019年，春秋航空的归母净利润和归母权益呈现明显上升趋势。股东权益增长，主要是利润积累推动的，能够反映公司综合实力。2014-2019年，春秋航空的归母权益累计增加115亿元。

图 9：春秋航空的归母净利润呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：2014-2024H1 春秋航空的归母权益呈增长趋势



资料来源：Wind，天风证券研究所

疫后复苏成效显著。凭借逆势加速布局，2023年春秋航空的归母净利润达22.6亿元，相较于2019年涨幅为23%；2024H1，归母净利润同比大幅增长62%。

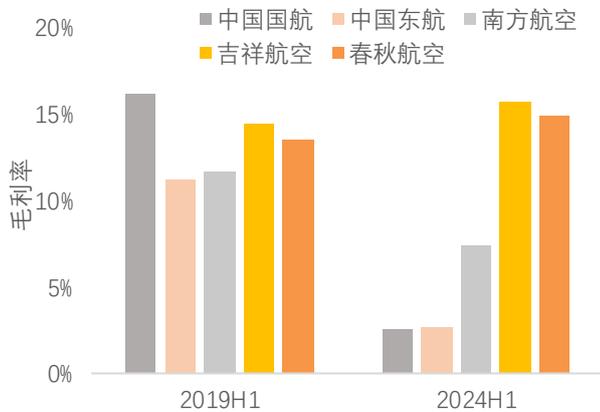
2. 高 ROE 有望趋势提升，投资价值凸显

航空盈利分层，春秋航空表现亮眼。2024年上半年，春秋的扣非 ROE、毛利率均高于三大航。2014-19年，春秋航空 ROE、净利率均值分别为18%和13%，领先于多数同行。增收降本减费，铸就高盈利能力。飞机引进增速较快，推动营收高增长。严格成本管控，低成本优势显著。单位费用趋势下降，进一步强化盈利能力优势。市场因素、杠杆因素、治理因素或将共振，我们预计春秋航空的盈利能力有望进一步提高，投资价值凸显。

2.1. 航空盈利分层，春秋航空表现亮眼

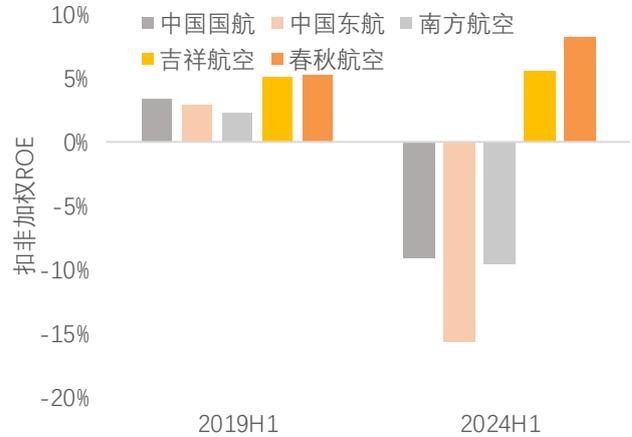
航空盈利分层，民营航司领先。2024 年上半年，春秋航空和吉祥航空的盈利能力远高于三大航。相比 2019 年上半年，春秋航空和吉祥航空，与三大航的盈利能力差距扩大。

图 11：2024 年上半年，吉祥和春秋航空的毛利率高于三大航



资料来源：Wind，天风证券研究所

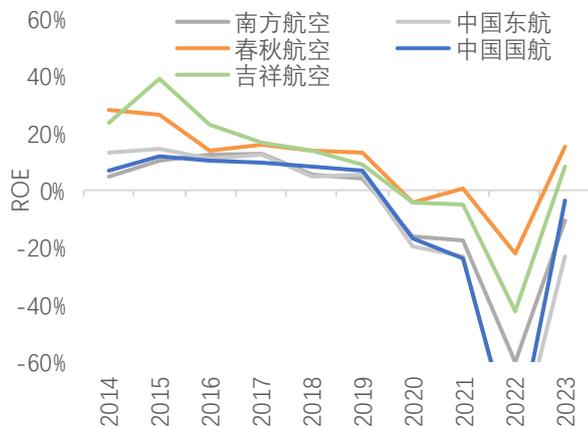
图 12：2024 年上半年，吉祥和春秋的扣非 ROE 高于三大航



资料来源：Wind，天风证券研究所

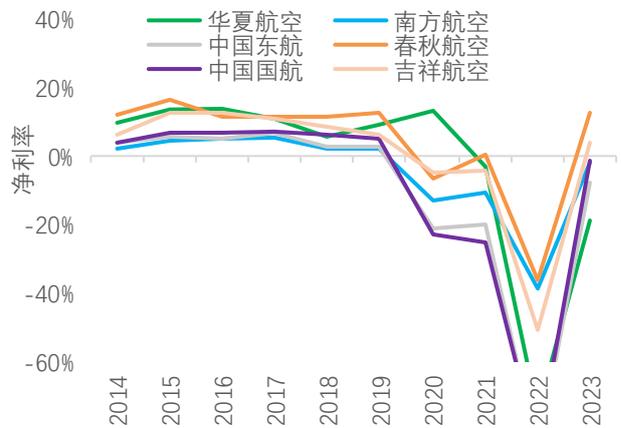
春秋航空的盈利能力较强。2014-19 年，春秋航空 ROE、净利率均值分别为 18%和 13%，领先多数同行。疫后修复阶段，春秋航空表现亮眼。2023 年 ROE 达 15%，净利率达 13%，均位于行业第一。

图 13：2019 年以来，春秋航空 ROE 领先于多数同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：2019 年以来，春秋航空净利率领先于多数同行



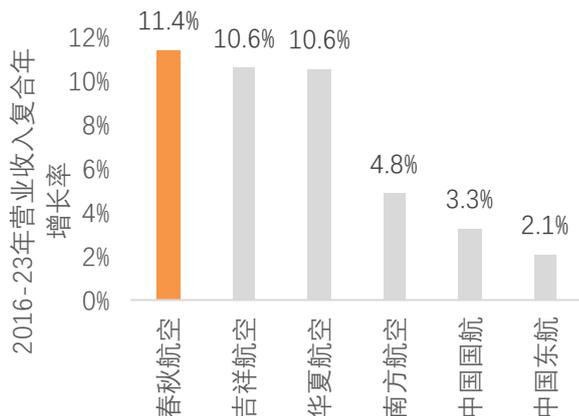
资料来源：Wind，天风证券研究所

我们认为，春秋航空现阶段已具备较高的预期回报率。2024 年上半年，春秋航空 ROE 为 8.3%，全年或将达 15%左右，有望带来持续高回报率，同时有望享受到经济复苏的盈利高弹性、牛市的股价高弹性。

2.2. 增收降本减费，铸就高盈利能力

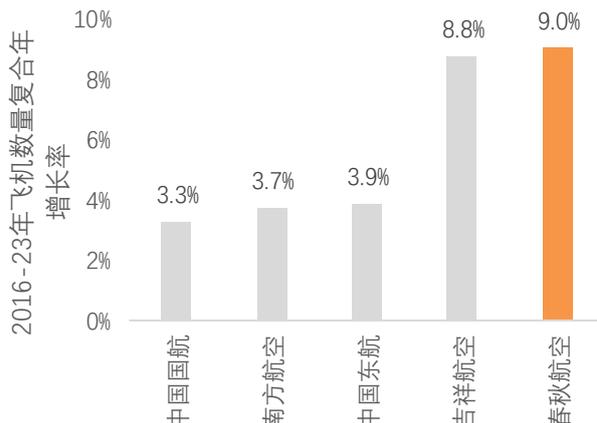
飞机引进增速较快，推动营收高增长。2016-23 年，春秋航空飞机数量复合年增长率达 9%，远高于三大航均值（3.6%），飞机数量增速快，有助于收入和利润更快增长，营业收入年复合增长率高达 11.4%，位于行业第一水平。

图 15：春秋航空营业收入增速高于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 16：春秋航空飞机数量增速高于同行

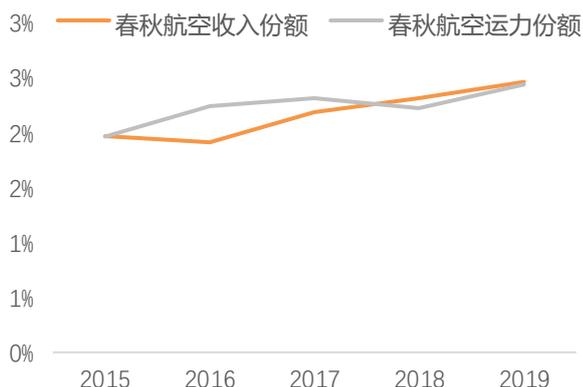


资料来源：各公司公告，天风证券研究所

注：考虑统一口径，2016 年国航飞机数量包含山航

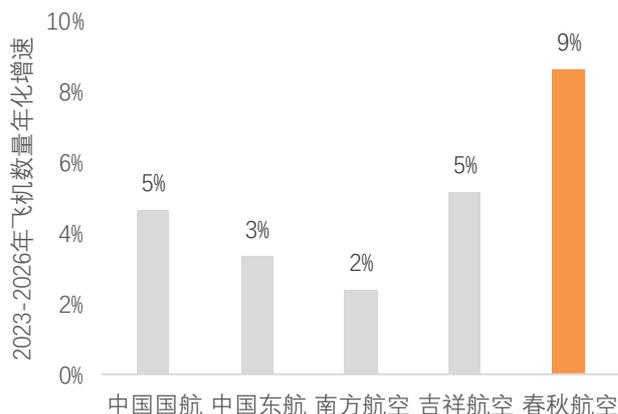
春秋航空的营业收入有望保持高增长。2023-26 年，春秋航空的飞机数量年化增速为 9%，显著高于其他航司，运力高增助推营收快速增长，春秋航空的市场份额有望提升。

图 17：春秋航空收入份额与运力份额高度正相关，并随之增长



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

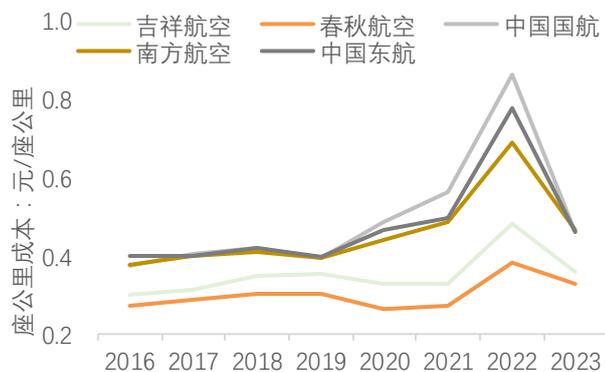
图 18：2023-2026 年，春秋航空计划的飞机数量年化增速为 9%



资料来源：各公司公告，天风证券研究所

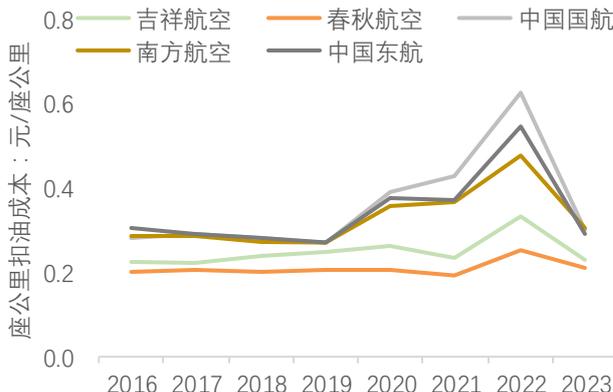
严格成本管控，低成本优势显著。成本端，公司“两单”、“两高”、“两低”的运营模式和严格的成本管控使得公司在单位营业成本方面相比传统的全服务航空公司具备显著的优势。2016-23 年，春秋航空 CASK 和扣油 CASK 均处于行业领先地位。

图 19：春秋航空座公里成本处于行业领先地位



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

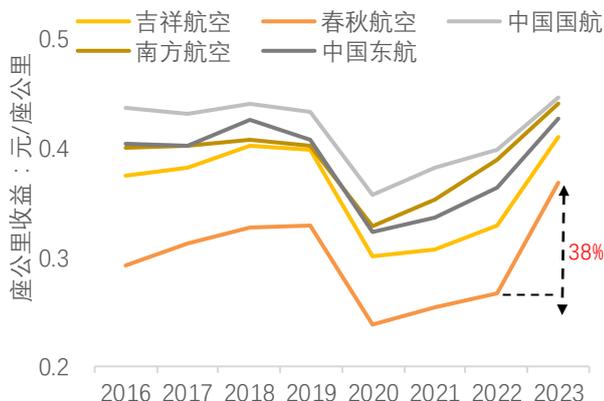
图 20：春秋航空座公里扣油成本处于行业领先地位



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

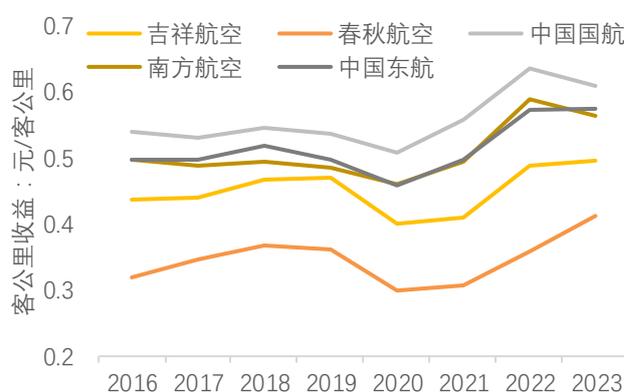
成本管控托底价格优势，向上弹性较为广阔。2016-23 年，春秋航空的座公里收益和客公里收益均位于同行较低位置，价格优势显著，在票价市场化背景下，向上弹性值得期待。

图 21：春秋航空座公里收益较低，向上弹性空间较大



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

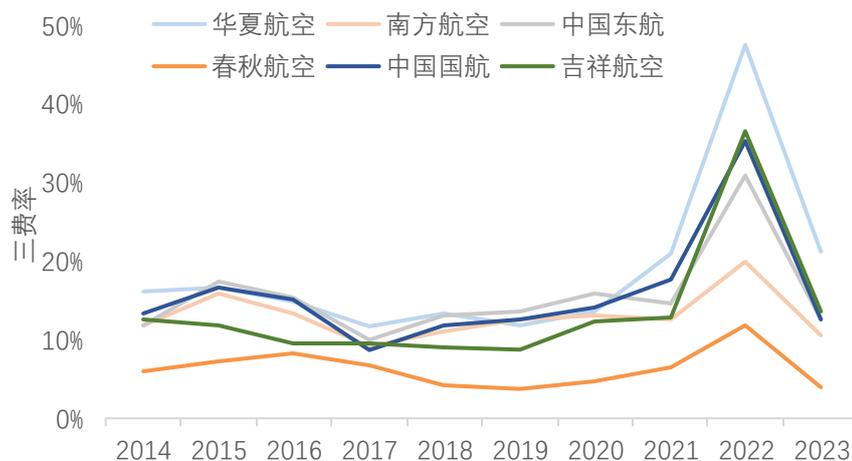
图 22：春秋航空客公里收益较低，向上弹性空间较大



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

单位费用趋势下降，进一步强化高盈利能力优势。得益于直销占比高与严格的费用管控，春秋航空三费率显著低于传统全服务航空公司，且座公里管理费用、座公里销售费用呈趋势下降态势，进一步强化高盈利能力优势。

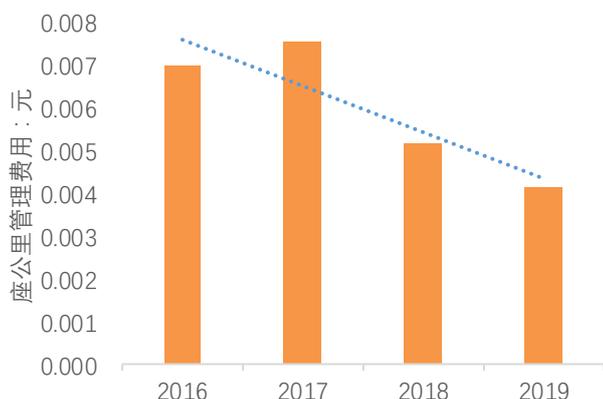
图 23：2014-23 年春秋航空三费率显著低于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

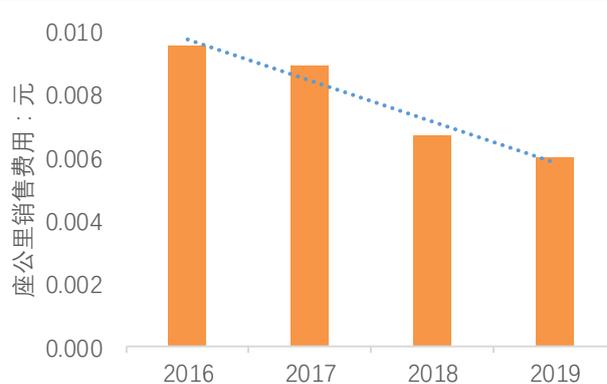
注：三费包括：财务费用、管理费用、销售费用

图 24：春秋航空座公里管理费用趋势下降



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

图 25：春秋航空座公里销售费用趋势下降



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

2.3. 三因素共振，盈利能力有望提升

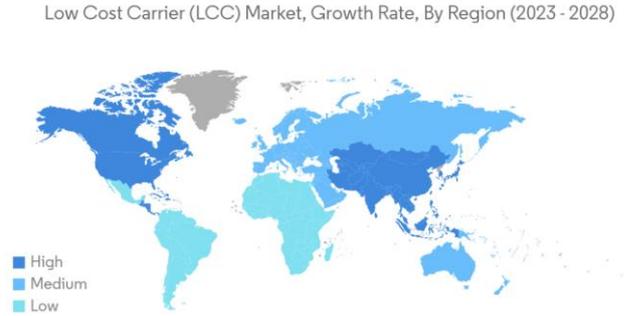
市场因素：低成本航空渗透率有望加速提升。航空运输业仍在发展，尤其中国发展潜力深厚。民航业持续发展，低成本航司兴起、渗透率快速提升，成为民航运输的重要助力。

图 26：全球低成本航空市场规模仍具有较大提升空间



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

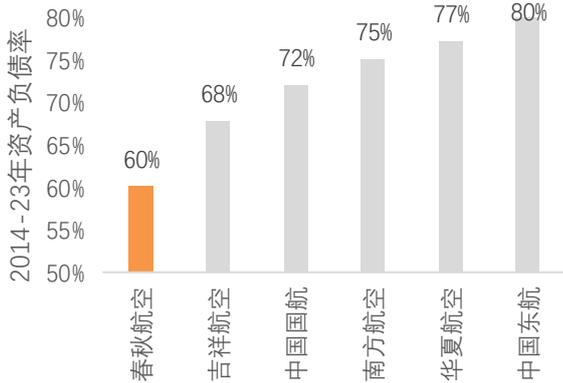
图 27：亚太地区低成本航空市场规模预计增速较快



资料来源：Mordor Intelligence，天风证券研究所

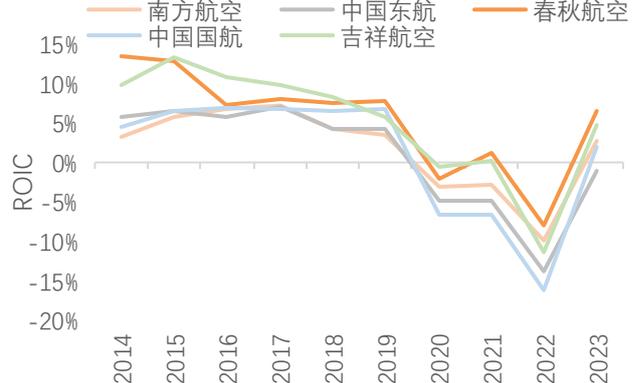
杠杆因素：春秋航空具备加杠杆的空间，未来一旦加杠杆，有望推动 ROE 上行。净资产收益率 $ROE = \text{投入资本回报率 ROIC} + \text{杠杆贡献率}$ 。春秋航空具备较高的 ROE 和 ROIC，兼具较低的杠杆率，如果未来春秋航空适当加杠杆，ROE 有望进一步提高。

图 28：春秋航空杠杆率显著低于同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

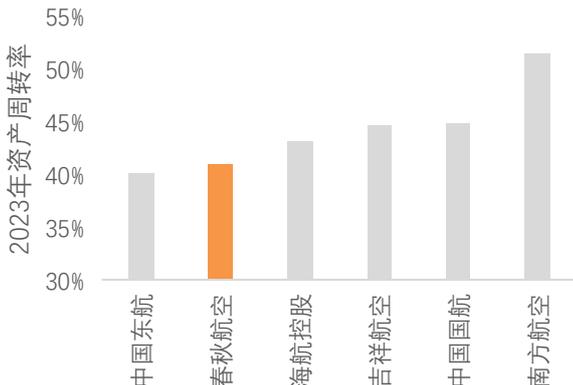
图 29：春秋航空 ROIC 领先于多数同行



资料来源：Wind，天风证券研究所

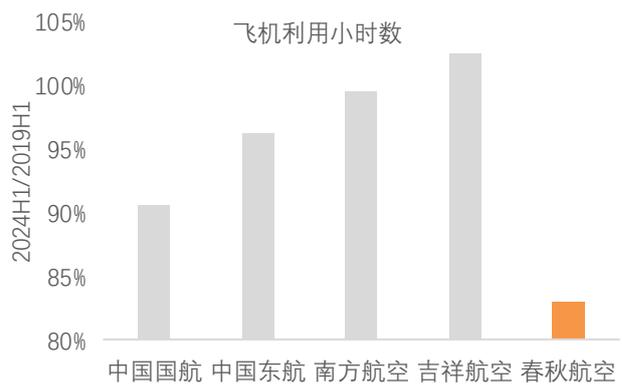
治理因素：春秋航空飞机周转效率具有较大的提升空间。截至 2024 年上半年，春秋航空的飞机利用小时恢复程度仍落后于多数同行，但随着疫情影响消退，机长紧缺问题或将缓和，飞机周转效率具有较大提升空间，推动资产周转率提升，进一步提高公司盈利能力。

图 30：春秋航空资产周转率有较大提升空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 31：春秋航空飞机利用小时数仍有较大提升空间



资料来源：Wind，天风证券研究所

在增收降本减费持续发力的背景下，“市场+杠杆+治理”三因素共振，我们预计春秋航空利润或将保持高增长、盈利能力有望进一步提高，投资价值凸显。

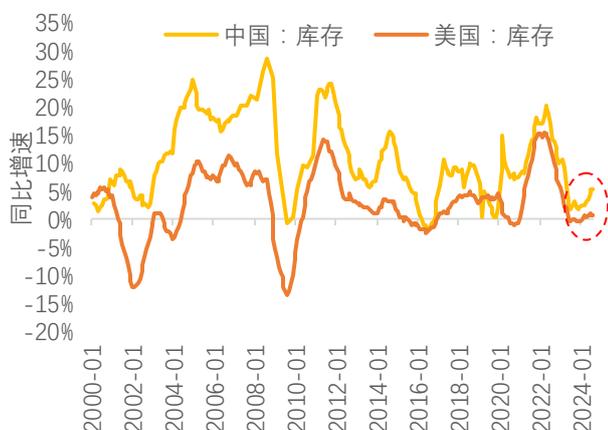
3. 周期复苏+供需逆转，赋予向上期权

周期复苏+供需差释放，有望赋予春秋航空向上期权。中美库存周期共振，有望持续回升。2023年7月以来，中美库存周期步入回升区间，前瞻指标PPI趋势回升。库存周期回升意味着经济复苏，一般持续2年左右，春秋航空收入增速和毛利率有望随之回升，即迎来周期复苏。航空潜在需求随GDP增长，运力持续强约束，供需差拐点或将出现在2025年，有望释放丰厚利润。

3.1. 中美库存周期共振，趋势回升

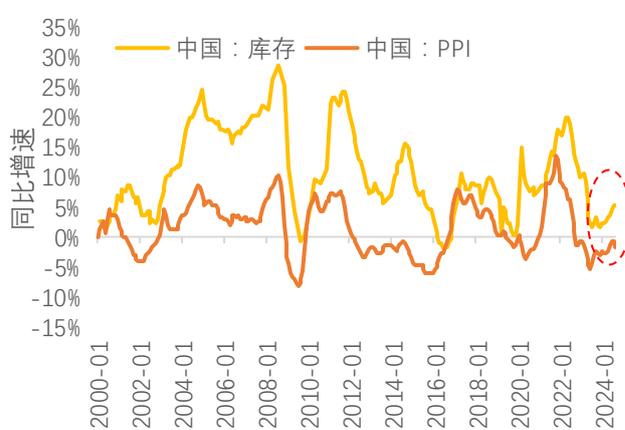
中美库存周期共振，有望持续回升。2023年7月以来，中美库存周期步入回升区间，前瞻指标PPI趋势回升。库存周期回升意味着经济复苏，一般持续2年左右，航空作为可选消费品，需求增速有望回升。

图 32：中国和美国的库存周期都处于底部回升区间



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 33：中国库存的领先指标 PPI 处于历史相对底部，步入回升周期



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.2. 航空周期与库存周期高度相关

航空周期与库存周期高度相关。三大航营业收入和毛利率 3Q-MA 增速与产成品库存增速走势高度一致。2024 年疫情影响消退，航空尚未呈现高盈利，或与库存周期在底部有关；随着库存周期趋势回升，航空营业收入、利润增速有望回升。

图 34：航空周期和库存周期高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

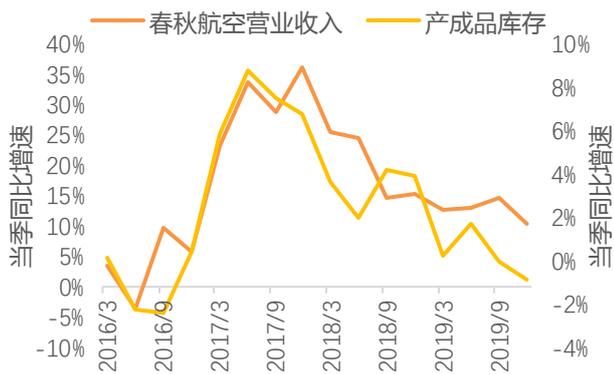
图 35：三大航毛利率与库存周期相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

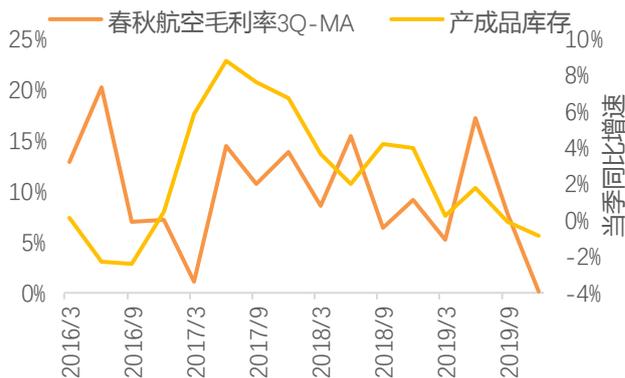
春秋航空收入、毛利率周期与库存周期高度相关。2023年7月以来库存周期趋势回升，有望持续2年左右，春秋航空的收入增速和毛利率有望随之回升，即迎来周期复苏。

图 36：春秋航空营业收入和库存周期高度相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 37：春秋航空毛利率和库存周期相关



资料来源：Wind，天风证券研究所

3.3. 供需有望逆转，利润充分释放

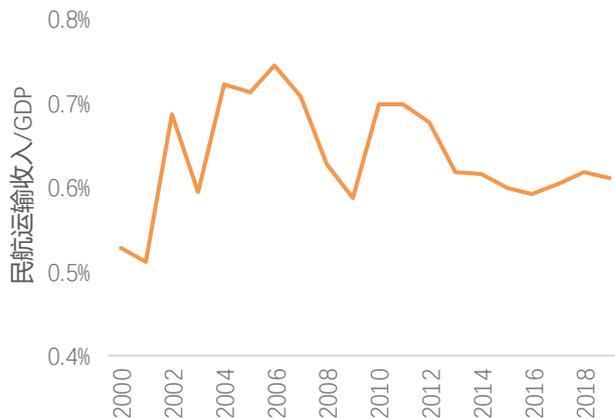
航空潜在需求随 GDP 增长。经济发展带动公商务航空需求增长，居民收入提高带动因私航空需求增长。航空客运量和航空收入，与 GDP 的比值都趋于稳定。

图 38：中国民航客运量/GDP 趋于稳定，在 0.066 上下波动



资料来源：Wind，中国民航局，国家统计局，天风证券研究所

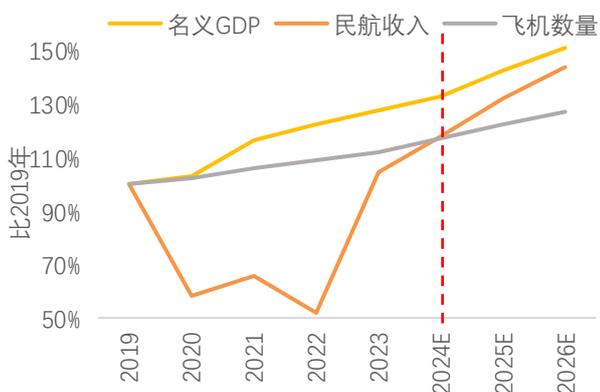
图 39：中国航空行业收入/GDP 趋于稳定，在 0.6% 上下波动



资料来源：Wind，中国民航局，国家统计局，天风证券研究所

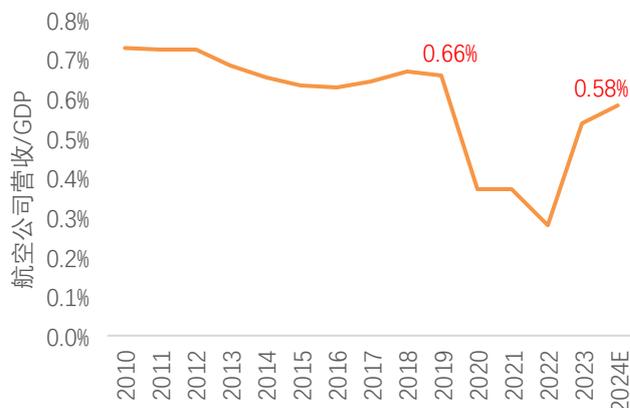
供需差拐点或在 2025 年。2019-24 年，航空公司收入的累计增幅有望达到飞机数量的累计增幅，之后供需逆转。航空公司收入累计增幅，有望趋向名义 GDP 累计增幅，即产业占比恢复。

图 40：2025 年航空业供需形势有望逆转



资料来源：Wind，天风证券研究所

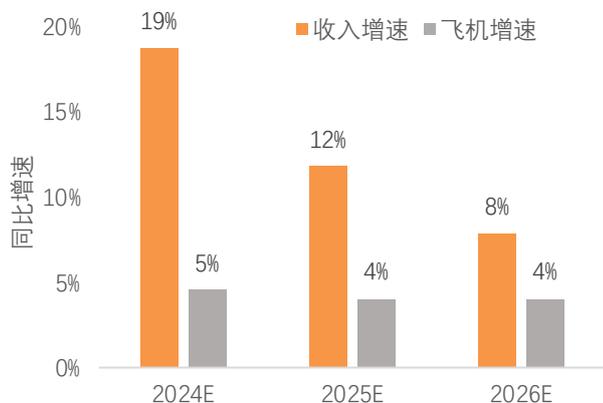
图 41：航空需求仍在疫后恢复过程中



资料来源：Wind，天风证券研究所

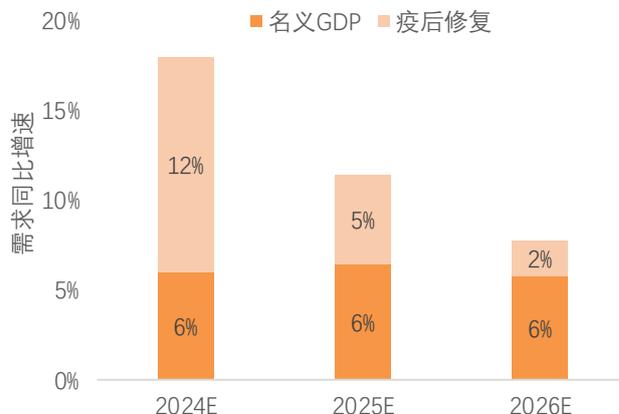
盈利拐点：供需差转化为利润。预期 2024-26 年航空公司收入增速超过飞机运力增速。供需差的边际成本较小，增加的收入大部分能转化成毛利润。

图 42：预期 2024-26 年航空收入增速超过飞机运力



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

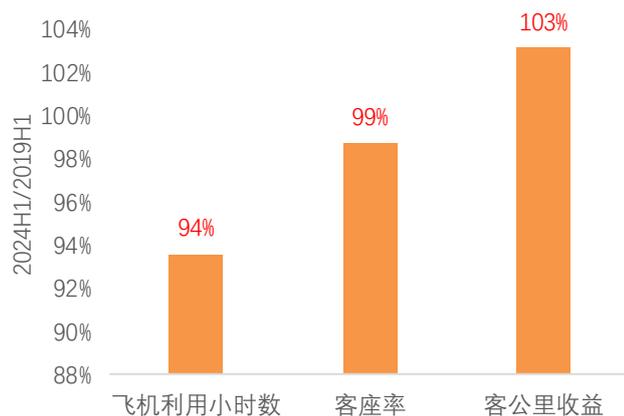
图 43：未来航空需求增长来自 GDP 增长和需求疫后修复



资料来源：Wind，天风证券研究所

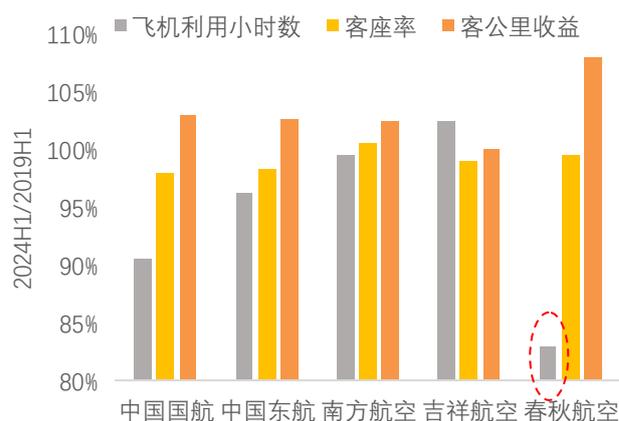
飞机周转效率仍需提升，春秋航空的提高空间较大。收入增长更快，通过飞机利用小时数上升、客座率上升、票价上涨实现。

图 44：航空业的飞机利用小时数仍有恢复空间



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

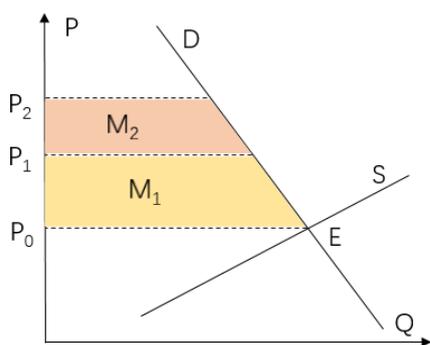
图 45：主要航空公司的客座率、票价恢复情况



资料来源：Wind，各公司公告，天风证券研究所

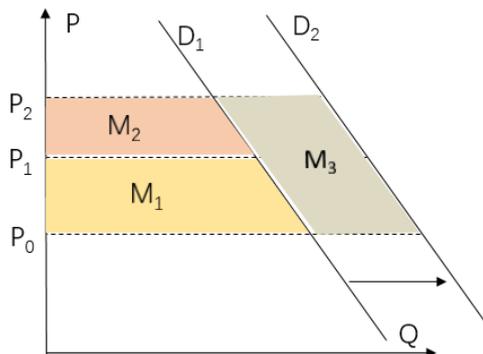
票价市场化改革有望释放票价弹性。票价市场化推升票价上限，航空公司获得更多的消费者剩余，盈利增加。客运需求增长，全价票旅客有望随之增加，推动平均票价上升，春秋航空客公里收益有望提高。

图 46：票价市场化推升票价上限，使航空公司利润增加



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 47：客运需求增长带动全价票旅客增长，有助于平均票价上升



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 盈利预测与目标价

2024–2026 年盈利有望大幅增长。随着经济复苏，在票价市场化改革的背景下，2019 年以来积累的供需差有望带动航空利润持续数年趋势性上升。采用可比公司 PE 估值法，可比公司 2025E 平均 PE 为 15.06 倍，参考疫情前（2016–2019 年）春秋航空正常运营时期 26x 的历史 PE (TTM) 中枢，给予 20x2025E PE，我们预计 2025 年 EPS 为 3.46 元，目标价为 69.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

4.1. 2024–2026 年盈利有望大幅增长

假设航空需求随着名义 GDP 增长。经济发展带动居民收入增长，带动消费支出增长，带动航空消费支出增长，带动航空公司收入增长。2010–2019 年，民航客运量/GDP，航空业收入/GDP 都比较稳定。

假设 2024–2026 年客公里收益分别为 0.39、0.40、0.41 元/客公里。2024H1，春秋航空客公里收益为 0.39 元/客公里。2025–26 年，在票价市场化背景下，考虑到航空业供需逆转、周期上行，有望带来票价提高。

假设 2024–2026 年客座率分别为 91.3%、92%、92.5%。2024H1，春秋航空客座率达 91.3%。未来考虑到周期上行、疫后复苏，航空需求仍有望较快增长。

假设 2019–2026 年飞机数量累计增长 67%，相关成本随之增长。根据春秋航空 2023 年年度报告中的飞机引进和退出计划，预计疫后飞机数量持续增长，折旧费、维修费、起降费、餐食费等随之增长。

假设 2024–2026 年航空煤油价格分别为 6400 元/吨、6000 元/吨、5600 元/吨。2024 年以来，航空煤油价格趋势下行，2024 年 1–10 月均值为 6414 元/吨，且 2024 年 10 月 1 日为 5637 元/吨。未来考虑到新能源带来的持续性影响，原油需求不足或将持续，油价中枢有望下移。

表 1：春秋航空的收入和利润预测

	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入：亿元	93.7	108.6	83.7	179.4	207.9	243.0	274.9
yoy	-36.7%	15.8%	-22.9%	114.3%	15.9%	16.9%	13.1%
飞机数量：架	102	113	116	121	129	141	155
客运收入：亿元	90.2	105.2	81.0	174.8	202.7	237.6	269.4
货运收入：亿元	1.5	1.2	0.9	1.0	1.2	1.3	1.4
毛利率	-6.4%	-4.4%	-38.5%	13.5%	14.4%	16.1%	16.7%
归母净利润：亿元	-5.9	0.4	-30.4	22.6	26.5	33.9	39.1
yoy					17.2%	27.9%	15.6%
ROE	-4.2%	0.3%	-22.2%	14.3%	14.9%	16.9%	17.2%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4.2. 目标价 69.19 元

我们采用可比公司法来测算春秋航空的目标价格。可比公司为 A 股上市的航空公司：中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空、海航控股。考虑到 2024 年疫情等对航空公司仍有较大的影响，相关公司盈利差距较大，PE 参考性较低，所以用 2025 年 PE 进行估值测算。可比公司 2025 年 Wind 一致预测 PE 平均值为 15.06 倍，考虑到春秋航空作为低成本航空龙头，盈利增速高于行业，且当前航空板块整体估值受到宏观经济和油价汇率等外部因素压制，春秋航空 PE 估值或将仍有一定的上升空间，参考疫情前（2016–2019 年）正常运营时期 26x 的历史 PE (TTM) 中枢，给予 20x2025E PE，我们预计 2025 年 EPS 为 3.46 元，目标价为 69.19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值表

代码	名称	股价（元） 2024/10/22	EPS（元）			PE（倍）		
			2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
601111.SH	中国国航	6.98	0.00	0.42	0.64	-3323.81	16.74	10.84
600029.SH	南方航空	5.89	0.12	0.36	0.54	49.29	16.55	10.98
600115.SH	中国东航	3.64	0.03	0.24	0.38	115.56	15.14	9.57
600221.SH	海航控股	1.14	0.03	0.08	0.11	44.53	14.69	10.23
603885.SH	吉祥航空	12.63	0.69	1.04	1.26	18.18	12.19	10.03
算数平均数						-619.25	15.06	10.33
601021.SH	春秋航空	54.16	2.70	3.46	4.00	20.02	15.65	13.54

资料来源：Wind，天风证券研究所

注：除春秋航空为分析师预测得出，其他盈利预测均来自万得一致预期；收盘价为 2024 年 10 月 22 日

5. 风险提示

经济周期性风险。航空运输业周期受宏观经济周期的影响较为明显。当经济进入上行周期时，商务往来与外贸活动开始频繁，个人消费水平提升，带动航空出行需求与货邮业务增长，促进航空业的发展；当经济增速减缓或进入下行周期时，商务活动减少，个人收支收紧，乘客可能选择票价相对低廉的替代性交通工具出行，或者减少旅行频率，导致航空出行需求下降。

航空安全风险。安全飞行是航空公司赖以生存和发展的重要基础，任何重大飞行事故或飞行事故征候都可能降低公众对公司飞行安全的信任度，使公司承担包括受伤及遇难旅客的索赔、受损飞机和零部件的修理费用或更换成本。

航油价格波动风险。航油成本是国内航空公司营业成本中占比最大的项目，因此，航油价格波动成为影响国内航空公司利润水平的主要因素。近年来，受到世界经济、美元汇率、地缘政治与市场投机等多种因素的影响，国际原油价格经历了较大幅度的波动，航油价格也随之发生较大变动。

飞行员紧缺风险。航空运输飞机驾驶具有较高的技术性要求，飞行学员通常需经历不少于规定时间的技能培训和飞行小时积累才能成为专业的飞行员。近年来，随着各航空公司机队运力的扩张以及新航空公司的设立，民航业在短期内面临飞行员资源短缺的问题。

汇率风险。公司部分债务、资产以外币计值。在人民币汇率波动的情况下，以外币计值的资产和负债折算将产生汇兑损益，从而对公司的财务状况和经营业绩产生一定的影响。此外，公司未来购置飞机、来源于境外的航材等采购成本也会受到汇率波动的影响。

航空政策变化风险。航空业受国家财政、信贷、税收等相关政策的影响，任何涉及市场准入与退出、航权开放、国内及国际航线布局、航班时刻管理等方面的航空业政策变化，都可能对公司未来业务的发展产生影响。

补贴收入风险。公司的补贴收入主要包括航线补贴、财政补贴和其他补贴等。公司航线补贴收入所依据的合作协议均有期限约定，在该等合作协议到期后存在无法与合作方续签合作协议及续约补贴标准大幅下降的风险，亦存在拓展新增补贴航线的不确定性。

股价异动风险。2024 年 10 月公司股价出现交易异动，需考虑交易异动风险。

测算结果具有主观性。尽管已经考虑了经济复苏、供需逆转等，但是仍有部分因素未充分考虑，因此测算结果有主观性，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	10,208.39	11,582.69	12,297.80	13,229.68	13,252.24
应收票据及应收账款	105.25	180.38	166.09	238.94	219.27
预付账款	427.90	384.99	604.08	528.95	743.64
存货	174.79	202.06	272.69	271.17	339.68
其他	929.49	629.53	1,117.63	871.06	1,294.86
流动资产合计	11,845.81	12,979.65	14,458.29	15,139.80	15,849.68
长期股权投资	4.64	4.96	4.98	5.04	5.17
固定资产	17,282.77	19,073.48	20,323.20	22,790.59	25,723.57
在建工程	6,894.72	6,214.20	6,314.20	6,414.20	6,464.20
无形资产	765.20	751.08	737.56	718.59	700.90
其他	6,626.54	5,214.53	4,469.08	4,411.24	3,340.66
非流动资产合计	31,573.87	31,258.25	31,849.01	34,339.66	36,234.50
资产总计	43,419.68	44,237.90	46,307.30	49,479.46	52,084.19
短期借款	5,404.98	3,784.70	2,000.00	2,000.00	2,000.00
应付票据及应付账款	661.64	902.39	1,174.65	1,204.72	1,467.72
其他	6,743.80	6,797.07	7,264.71	8,057.26	7,688.97
流动负债合计	12,810.42	11,484.16	10,439.36	11,261.98	11,156.69
长期借款	10,896.20	11,100.12	13,000.00	13,000.00	13,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5,384.19	4,592.00	5,134.25	5,134.25	5,134.25
非流动负债合计	16,280.39	15,692.11	18,134.25	18,134.25	18,134.25
负债合计	29,726.79	28,487.99	28,573.62	29,396.23	29,290.94
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	978.55	978.55	978.55	978.55	978.55
资本公积	7,791.39	7,792.41	7,792.41	7,792.41	7,792.41
留存收益	4,823.09	7,080.52	8,933.21	11,303.01	14,043.22
其他	99.86	(101.57)	29.52	9.27	(20.92)
股东权益合计	13,692.89	15,749.91	17,733.68	20,083.24	22,793.25
负债和股东权益总计	43,419.68	44,237.90	46,307.30	49,479.46	52,084.19

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	(3,035.82)	2,257.43	2,646.69	3,385.43	3,914.59
折旧摊销	1,315.09	1,480.27	1,621.09	1,836.36	2,087.06
财务费用	618.05	255.79	220.00	200.00	180.00
投资损失	13.39	1.22	20.00	20.00	20.00
营运资金变动	1,230.56	2,728.95	88.72	1,130.75	277.84
其它	297.35	(29.49)	(0.01)	0.00	0.00
经营活动现金流	438.62	6,694.17	4,596.49	6,572.54	6,479.49
资本支出	3,497.17	3,297.75	2,415.02	4,384.79	5,052.36
长期投资	(0.15)	0.31	0.02	0.06	0.13
其他	(8,040.64)	(6,046.28)	(5,392.28)	(8,789.64)	(10,124.85)
投资活动现金流	(4,543.61)	(2,748.21)	(2,977.25)	(4,404.79)	(5,072.36)
债权融资	4,524.71	(2,159.55)	(241.21)	(200.00)	(180.00)
股权融资	2,981.62	(884.18)	(662.92)	(1,035.88)	(1,204.57)
其他	(600.79)	332.23	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	6,905.55	(2,711.50)	(904.13)	(1,235.88)	(1,384.57)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,800.55	1,234.46	715.12	931.88	22.56

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	8,368.97	17,937.86	20,788.49	24,302.17	27,492.46
营业成本	11,590.34	15,518.70	17,803.22	20,394.60	22,906.61
营业税金及附加	23.67	28.36	32.86	38.42	43.46
销售费用	179.51	237.24	249.46	291.63	329.91
管理费用	188.46	231.47	270.25	315.93	357.40
研发费用	122.31	144.18	166.31	194.42	219.94
财务费用	622.20	261.34	220.00	200.00	180.00
资产/信用减值损失	(1.19)	(1.56)	(1.60)	(1.60)	(1.60)
公允价值变动收益	30.48	(39.97)	(0.01)	0.00	0.00
投资净收益	(13.39)	(1.22)	(20.00)	(20.00)	(20.00)
其他	(956.78)	(1,056.94)	(900.00)	(900.00)	(900.00)
营业利润	(3,416.65)	2,616.27	2,924.77	3,745.59	4,333.54
营业外收入	19.89	28.31	22.00	22.00	22.00
营业外支出	2.01	2.58	6.00	6.00	6.00
利润总额	(3,398.77)	2,642.01	2,940.77	3,761.59	4,349.54
所得税	(362.95)	384.58	294.08	376.16	434.95
净利润	(3,035.82)	2,257.43	2,646.69	3,385.43	3,914.59
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	(3,035.82)	2,257.43	2,646.69	3,385.43	3,914.59
每股收益(元)	(3.10)	2.31	2.70	3.46	4.00

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-22.92%	114.34%	15.89%	16.90%	13.13%
营业利润	-57553.75%	-176.57%	11.79%	28.06%	15.70%
归属于母公司净利润	-7861.89%	-174.36%	17.24%	27.91%	15.63%
获利能力					
毛利率	-38.49%	13.49%	14.36%	16.08%	16.68%
净利率	-36.27%	12.58%	12.73%	13.93%	14.24%
ROE	-22.17%	14.33%	14.92%	16.86%	17.17%
ROIC	-15.28%	13.26%	15.00%	17.03%	18.19%
偿债能力					
资产负债率	68.46%	64.40%	61.70%	59.41%	56.24%
净负债率	85.53%	53.58%	43.43%	33.71%	29.60%
流动比率	0.88	1.01	1.38	1.34	1.42
速动比率	0.87	1.00	1.36	1.32	1.39
营运能力					
应收账款周转率	82.16	125.60	120.00	120.00	120.00
存货周转率	43.12	95.20	87.58	89.37	90.01
总资产周转率	0.20	0.41	0.46	0.51	0.54
每股指标(元)					
每股收益	-3.10	2.31	2.70	3.46	4.00
每股经营现金流	0.45	6.84	4.70	6.72	6.62
每股净资产	13.99	16.10	18.12	20.52	23.29
估值比率					
市盈率	-17.46	23.48	20.02	15.65	13.54
市净率	3.87	3.36	2.99	2.64	2.33
EV/EBITDA	-28.98	15.88	14.51	11.31	9.87
EV/EBIT	-18.83	27.77	24.98	18.13	15.57

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com