

春秋航空 (601021.SH)

票价和税率影响 Q3 业绩表现，看好明年业绩重回较快增长

春秋航空 Q3 收入同比+0.5%至 61 亿元，归母净利同比-32.4%至 12.4 亿元。

- 2024Q2 业绩同比下滑 32.4%。2024 年前三季度，公司收入同比+13.3%至 159.8 亿元，归母净利同比-2.7%至 26 亿元；其中 Q3 收入同比+0.5%至 61 亿元，归母净利同比-32.4%至 12.4 亿元。
- 利润率及费用率：Q3 公司毛利率 25.7%，同比下滑 5.4 个百分点；管理+销售+研发费用率 2.9%，同比增长 0.2 个百分点；实际税率 23.4%，同比增长 16.8 个百分点，从去年同期较低基数恢复至正常水平；归母净利率 20.4%，同比下滑 9.9 个百分点。
- 客座率保持高位，单位成本下降。从经营数据看，2024Q3 公司：1) ASK/RPK 分别同比+10%/11%，客座率同比提升 0.9 个百分点至 92.7%；2) 国内 ASK/RPK 分别同比+3.8%/4.4%，国内客座率 93.3%，同比提升 0.6 个百分点；3) 国际 ASK/RPK 同比+48.9%/56.2%，国际客座率 90.0%，同比提升 4.2 个百分点。受益于经营效率提升，Q3 公司单位 ASK 成本同比-1%。
- 估算 Q3 票价高位回落，Q4 有望跌幅收窄。估算 Q3 公司座公里收益同比-8%，客公里收益同比-9%，与行业今年整体趋势类似。我们认为票价下滑原因主要是：1) 2023 年作为出行恢复的第一年，国内旅客需求集中爆发，且供给处于恢复过程中，供需共同推动国内票价走高，对于今年形成高基数；2) 国际航班稳步修复，带动国际票价逐步回落至正常水平。展望 Q4，在去年同期票价相对低基数下，有望实现票价同比跌幅收窄。
- 低成本优势有望持续体现，盈利韧性强。考虑到今年国内票价表现较弱且 Q4 为传统淡季，我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 25/30/40 亿元。展望未来，我们认为：1) 随着公司国际航班以及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。维持公司“增持”评级。
- 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	20052	22612	25115
同比增长	-23%	114%	12%	13%	11%
营业利润(百万元)	(3417)	2616	2928	4060	5387
同比增长	-57554%	-177%	12%	39%	33%
归母净利润(百万元)	(3036)	2257	2465	3041	4037
同比增长	-7862%	-174%	9%	23%	33%
每股收益(元)	-3.10	2.31	2.52	3.11	4.13
PE	-18.1	24.4	22.3	18.1	13.6
PB	4.0	3.5	3.1	2.8	2.4

资料来源：公司数据、招商证券

增持 (维持)

周期/交通运输

目标估值：NA

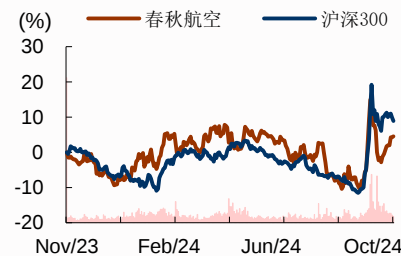
当前股价：56.27 元

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)	55.1
流通市值 (十亿元)	55.1
每股净资产 (MRQ)	18.1
ROE (TTM)	12.3
资产负债率	58.7%
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	-4	2	11
相对表现	-1	-6	2



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《春秋航空 (601021) — 淡季业绩有韧性，低成本优势凸显》2024-09-16
- 《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

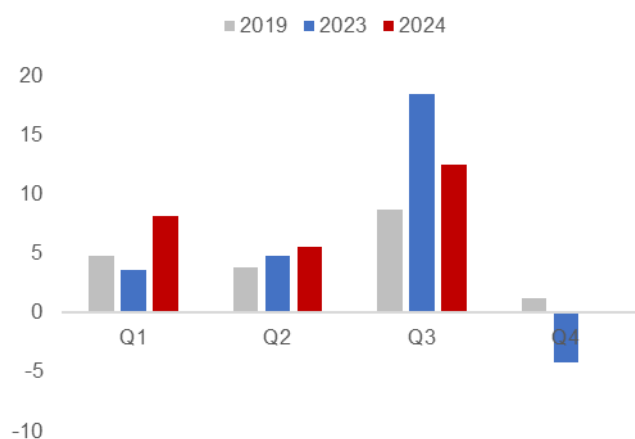
王春环	S1090524060003
✉ wangchunhuan@cmschina.com.cn	
孙修远	S1090524070005
✉ sunxiuyuan@cmschina.com.cn	
肖欣晨	S1090522010001
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn	
魏芸	S1090522010002
✉ weiyun@cmschina.com.cn	
刘若琮	研究助理
✉ liuruocong@cmschina.com.cn	

1、2024Q2 业绩同比下滑 32.4%

2024 年前三季度，公司收入同比+13.3%至 159.8 亿元，归母净利同比-2.7%至 26 亿元；其中 Q3 收入同比+0.5%至 61 亿元，归母净利同比-32.4%至 12.4 亿元。

利润率及费用率：Q3 公司毛利率 25.7%，同比下滑 5.4 个百分点；管理+销售+研发费用率 2.9%，同比增长 0.2 个百分点；实际税率 23.4%，同比增长 16.8 个百分点，从去年同期较低基数恢复至正常水平；归母净利率 20.4%，同比下滑 9.9 个百分点。

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、客座率保持高位，单位成本下降

从经营数据看，2024Q3 公司：1）ASK/RPK 分别同比+10%/11%，客座率同比提升 0.9 个百分点至 92.7%；2）国内 ASK/RPK 分别同比+3.8%/4.4%，国内客座率 93.3%，同比提升 0.6 个百分点；3）国际 ASK/RPK 同比+48.9%/56.2%，国际客座率 90.0%，同比提升 4.2 个百分点。受益于经营效率提升，Q3 公司单位 ASK 成本同比-1%。

估算 Q3 票价高位回落，Q4 有望跌幅收窄。估算 Q3 公司座公里收益同比-8%，客公里收益同比-9%。我们认为票价下滑原因主要是：1）2023 年作为出行恢复的第一年，国内旅客需求集中爆发，且供给处于恢复过程中，供需共同推动国内票价走高，对于今年形成高基数；2）国际航班稳步修复，带动国际票价逐步回落至正常水平。展望 Q4，在去年同期票价相对低基数下，有望实现票价同比跌幅收窄。

3、投资建议

考虑到今年国内票价表现较弱且 Q4 为传统淡季，我们预计公司 2024-26 年归母净利润分别为 25/30/40 亿元。

展望未来，我们认为：1）随着公司国际航班及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。维持公司“增持”评级。

表 1: 主要经营数据假设

	2023	2024E	2025E	2026E
可用座位公里（百万）	47467	54536	61590	68132
客座利用率	89.4%	91.6%	91.6%	91.5%
客公里收益（元）	0.41	0.39	0.39	0.39

资料来源：公司财报、招商证券预测

4、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）—淡季业绩有韧性，低成本优势凸显》2024-09-16
- 2、《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
- 3、《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

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	11846	12980	11814	11464	12108
现金	10208	11583	10286	9776	10269
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	182	205	227
其它应收款	528	357	399	449	499
存货	175	202	215	231	245
其他	681	658	732	802	867
非流动资产	31574	31258	32608	33868	35042
长期股权投资	5	5	5	5	5
固定资产	17283	19073	20600	22009	23309
无形资产商誉	765	751	676	608	548
其他	13521	11429	11327	11246	11181
资产总计	43420	44238	44422	45332	47150
流动负债	13446	12796	12199	11817	11520
短期借款	5405	3785	3028	2422	1938
应付账款	662	902	1001	1074	1137
预收账款	636	1312	1455	1562	1652
其他	6744	6797	6716	6758	6793
长期负债	16280	15692	14692	13692	12692
长期借款	10896	11100	10100	9100	8100
其他	5384	4592	4592	4592	4592
负债合计	29727	28488	26891	25509	24212
股本	979	979	979	979	979
资本公积金	7719	7718	7718	7718	7718
留存收益	4995	7053	8834	11127	14241
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	13693	15750	17530	19824	22938
负债及权益合计	43420	44238	44422	45332	47150

现金流量表

单位：百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	439	6694	3474	4105	5177
净利润	(3036)	2257	2465	3041	4037
折旧摊销	1315	1480	1649	1739	1825
财务费用	618	256	294	294	257
投资收益	13	1	(1102)	(1032)	(980)
营运资金变动	1983	2443	165	59	34
其它	(455)	256	2	4	4
投资活动现金流	(4544)	(2748)	(1898)	(1968)	(2020)
资本支出	(4573)	(3205)	(3000)	(3000)	(3000)
其他投资	29	457	1102	1032	980
筹资活动现金流	6906	(2712)	(2872)	(2647)	(2665)
借款变动	4675	(1667)	(1893)	(1606)	(1484)
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)	(748)	(923)
其他	(669)	(1043)	(294)	(294)	(257)
现金净增加额	2801	1234	(1297)	(510)	493

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
营业总收入	8369	17938	20052	22612	25115
营业成本	11590	15519	17209	18477	19546
营业税金及附加	24	28	40	45	50
营业费用	180	237	250	282	313
管理费用	188	231	274	309	343
研发费用	122	144	159	179	199
财务费用	622	261	294	294	257
资产减值损失	(1)	1	0	0	0
公允价值变动收益	30	(40)	14	0	0
其他收益	925	1140	1100	1045	993
投资收益	(13)	(1)	(13)	(13)	(13)
营业利润	(3417)	2616	2928	4060	5387
营业外收入	20	28	23	0	0
营业外支出	2	3	4	0	0
利润总额	(3399)	2642	2947	4060	5387
所得税	(363)	385	482	1018	1350
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	(3036)	2257	2465	3041	4037

主要财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
年成长率					
营业总收入	-23%	114%	12%	13%	11%
营业利润	-57554%	-177%	12%	39%	33%
归母净利润	-7862%	-174%	9%	23%	33%
获利能力					
毛利率	-38.5%	13.5%	14.2%	18.3%	22.2%
净利率	-36.3%	12.6%	12.3%	13.5%	16.1%
ROE	-22.1%	15.3%	14.8%	16.3%	18.9%
ROIC	-7.5%	6.9%	7.6%	9.1%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	68.5%	64.4%	60.5%	56.3%	51.4%
净负债比率	50.5%	45.3%	40.8%	36.4%	31.9%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.1
速动比率	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
营运能力					
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	82.4	82.7	82.1
应收账款周转率	82.2	126.0	111.0	117.0	116.0
应付账款周转率	17.5	19.8	18.1	17.8	17.7
每股资料(元)					
EPS	-3.10	2.31	2.52	3.11	4.13
每股经营净现	0.45	6.84	3.55	4.19	5.29
每股净资产	13.99	16.10	17.91	20.26	23.44
每股股利	0.00	0.70	0.76	0.94	1.25
估值比率					
PE	-18.1	24.4	22.3	18.1	13.6
PB	4.0	3.5	3.1	2.8	2.4
EV/EBITDA	-48.4	17.4	15.3	12.2	10.0

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。