

春秋航空(601021)

报告日期: 2025 年 01 月 06 日

资源超车，春秋正盛

——春秋航空深度报告

投资要点

□ 核心推荐逻辑:

春秋航空是国内低成本航空龙头，单公里票价大幅低于高铁，行业供需反转在即，票价上涨有望驱动公司利润超预期。

□ 赛道β和公司α如何看？

1、赛道β：供需拐点将至、油价预期下跌，收入成本共振。航空供给收紧逻辑至少演绎至 2027 年，需求持续向好，我们预计 2025 年航空行业迎来供需拐点，25/26 年供需差分别为+3.2%、+4.4%。

2、公司α：1）“十四五”逆势扩张，时刻资源超车，核心机场时刻增速快于“十三五”，票价与大航差距有望进一步缩窄。24H1 国内航线客公里收益 0.381 元，为三大航均值的 72%，高于 2019 年的 65%。**2）机长数量增长将驱动飞机日利用率抬升，有望进一步优化单位非油成本。**2024 年末春秋航空飞机日利用率恢复至 2019 年平均水平的 82%，落后于同行主要因为机长不足。**3）低成本优势显著，叠加汇率中性策略，带来 ROE 长期稳定。****4）日韩泰拟放宽中国游客签证，春秋日韩泰航班量占比最高，有望最受益于跨境游需求增长。**24 冬春航季，春秋日韩泰航班占自身国际航班的 90%、占整体客运航班的 16%。

□ 主要的预期差在哪里？

1、核心预期差一：春秋航空涨价能力与空间或强于大航。**1）市场预期：**当行业出现供不应求，三大航作为行业主导者，票价上涨幅度将强于春秋。**2）与众不同的认识：**由于春秋单公里票价低于高铁，其涨价具备弹性，且不会带来客座率的明显下滑。春秋 2015-24H1 国内航线单公里票价区间为 0.30-0.398 元（剔除 20-22 年），京沪高铁二等座单公里票价约 0.5 元。在民航与高铁竞争客流的环境下，春秋具备价格优势，并且在景气周期具有向上 30%左右的安全上涨空间。

2、核心预期差二：公司估值消化在航空板块中最彻底。**1）市场预期：**强周期春秋涨价能力弱于大航，以周期高点预期业绩看，春秋估值高于三大航。**2）与众不同的认识：**公司经营效率领先，低成本优势突出，单公里票价低于高铁，涨价能力与空间或强于大航，且业绩兑现概率更高，当前市值对应估值低于三大航。

□ 潜在的催化剂是什么？

1) 行业供给进一步降速；2) 票价上涨；3) 油价下跌。

□ 盈利预测与估值

预计公司 24-26 年归母净利润为 23.3、32.6、39.3 亿元。给予 25 年 23 倍 PE，目标市值 751 亿元，目标空间 38%，维持“买入”评级。

□ 风险提示：需求不及预期，油价大幅上涨风险，人民币贬值风险。

投资评级：买入(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

liidan02@stocke.com.cn

分析师：李逸

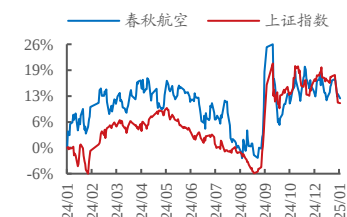
执业证书号：S1230523070008

liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 55.56
总市值(百万元)	54,368.17
总股本(百万股)	978.55

股票走势图



相关报告

- 《客座率超过 19 年，收入同比持平》2024.10.31
- 《Q2 盈利 5.5 亿元，业绩略超预期》2024.08.30
- 《24Q1 盈利 8.1 亿元，较 19 年同期+71%，略超预期》2024.05.01

财务摘要

(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	17938	20083	23218	26068
(+/-) (%)	114%	12%	16%	12%
归母净利润	2257	2331	3264	3927
(+/-) (%)	-	3%	40%	20%
每股收益(元)	2.31	2.38	3.34	4.01
P/E	24.08	23.32	16.66	13.85

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 这是一家怎样的公司？——国内低成本航空领跑者	4
2 行业 β ：供需拐点将至、油价预期下跌，收入成本共振	6
3 公司 α ：低成本优势突出，时刻资源超车	9
4 未来预期差：春秋航空涨价能力与空间或强于大航	13
5 股价上涨由何驱动？	13
6 盈利预测与估值	13
7 风险提示	14

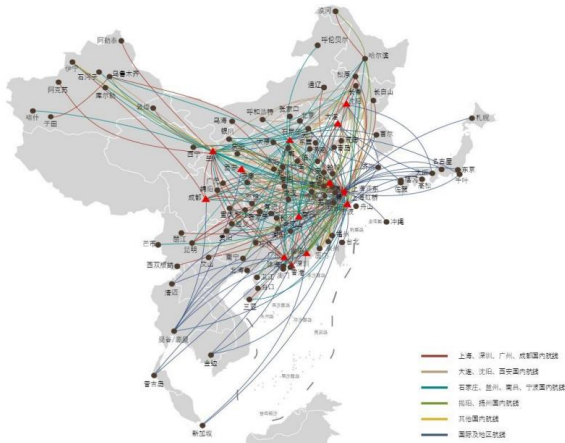
图表目录

图 1: 春秋航空航线网络覆盖示意图 (截至 2024 年 6 月末)	4
图 2: 航空公司商业模式区分	4
图 3: 春秋航空航线网络覆盖示意图 (截至 2024 年 6 月末)	4
图 4: 春秋航空低成本航空业务模式	5
图 5: 中国民航客机格局 (2023 年末)	5
图 6: 24H1 中国民航竞争格局 (RPK 口径)	5
图 7: 上市航司单机扣汇净利润对比 (单位: 万元)	6
图 8: 中国人均乘机次数低于世界平均水平 (2019 年)	6
图 9: 中国旅客周转量结构	6
图 10: 波音民航飞机每年新订单、交付情况 (单位: 架)	7
图 11: 空客民航飞机每年新订单、交付情况 (单位: 架)	7
图 12: GTF、Leap 发动机非飞行天数比例 (%)	7
图 13: 飞机发动机产量尚未恢复至 2019 年	7
图 14: 航空供需平衡表 24-26 年测算 (架, 仅含客机, 不含货机、公务机)	7
图 15: 总客流恢复率与机队恢复率对比 (相比 2019 年)	8
图 16: 总 RPK 恢复率与机队恢复率对比 (相比 2019 年)	8
图 17: 航空股历史经典行情复盘	8
图 18: 2014 年 vs2023 年低成本航空国内航线市场份额	9
图 19: 2014 年 vs2023 年低成本航空国际航线市场份额	9
图 20: 春秋航空十四五在 2000 万级以上机场的航班量大幅增加	9
图 21: 春秋航空各基地航班量对比 (班次/周)	9
图 22: 春秋航空客公里收益向三大航靠近	10
图 23: 春秋航空国内线客公里收益与三大航的差距收窄	10
图 24: 春秋航空 2023 年人机比仅恢复至 2019 年的 87%	10
图 25: 航空公司飞机日利用率较 2019 年的恢复率	10
图 26: 上市航司飞机日利用率 (小时/日)	11
图 27: 上市航司客座率	11
图 28: 上市航司单位 ASK 航油成本比较	11
图 29: 上市航司单位 ASK 非油成本比较	11
图 30: 上市航司单位 ASK 销售费用对比	11
图 31: 上市航司单位 ASK 管理费用对比	11
图 32: 上市航司汇兑损益 (单位: 亿元, 正值表示净损失)	12
图 33: 上市航司 ROE 对比 (%)	12
图 34: 24 冬春航季上市航司国际航班时刻结构	12
图 35: 24 冬春航季上市航司日韩泰航班运力份额	12
表 1: 近期签证政策放宽汇总	12
表 2: 春秋航空国内航线客公里收益低于高铁	13
表 3: 可比公司估值表 (以 2025.1.6 收盘价计算, 单位: 亿元)	14
表附录: 三大报表预测值	15

1 这是一家怎样的公司？——国内低成本航空领跑者

春秋航空是国内低成本航空的先行者和领跑者，主要从事国内、国际及港澳台航空客货运输业务以及相关服务。截至 2024 年 11 月，公司拥有 128 架飞机，具备中型航空公司规模。区别于全服务航空公司，公司定位于低成本航空经营模式，凭借价格优势吸引大量由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客户。

图1：春秋航空航线网络覆盖示意图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

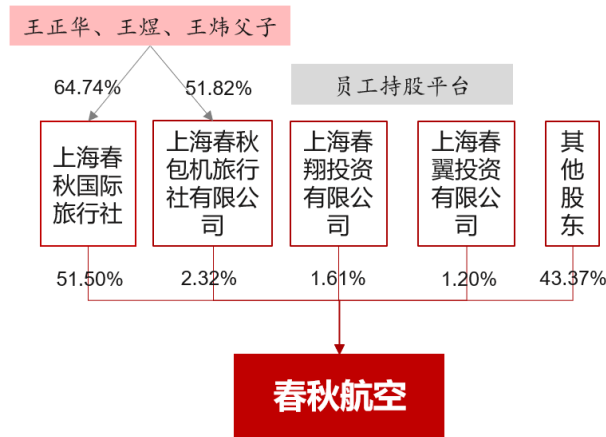
图2：航空公司商业模式区分

	全服务航司	低成本航司	支线航司
特征	提供高品质服务	通过精简服务降低成本，提供优惠价格	在更下沉的细分市场差异化竞争
主要客源市场	出行需求旺盛、客源充足的大型门户城市、全国性枢纽城市和部分区域枢纽城市、省会城市和省内经济发达城市	客源相对不足的中、小城市、旅游城市	
主要目标客户	对价格相对不敏感的公商务出行旅客与自费出行旅客	对价格较为敏感的自费旅客、追求高性价比的商务旅客	下沉市场客户
航线结构	干支结合为主	干支结合为主	支线为主
上市公司举例	中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空	春秋航空	华夏航空

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

国内最大的民营航司公司之一，为控股股东旗下唯一上市平台。春秋航空控股股东春秋国旅以旅行社起家，实控人为王正华、王煜、王炜父子，专注旅游出行主业，春秋航空为旗下唯一上市平台。

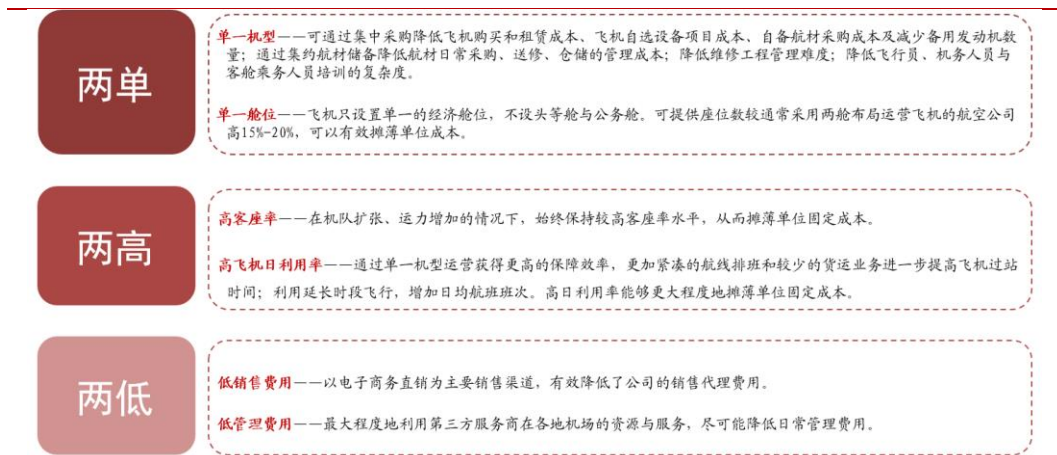
图3：春秋航空航线网络覆盖示意图（截至 2024 年 6 月末）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

公司恪守低成本航空经营模式，可概括为“两单”（单一机型&单一舱位）、“两高”（高客座率&高飞机日利用率）和“两低”（低销售费用&低管理费用）。低成本航空采取此类业务模式，可以提高运营效率，更大程度摊薄固定成本与费用，从而获取竞争优势。

图4: 春秋航空低成本航空业务模式



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

行业格局集中且稳定，市场由三大航主导，春秋航空客机份额约3%、RPK份额约4%。我国民航行业供给集中，三大航份额合计约6成。2016年下半年民航局出台《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》，出于安全管理与生产效率考虑，将严格控制新设航空公司，预计我国民航业中短期将暂无新进入者，亦难以有参与者退出。

图5: 中国民航客机格局（2023年末）

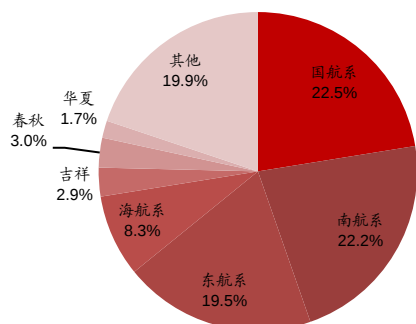
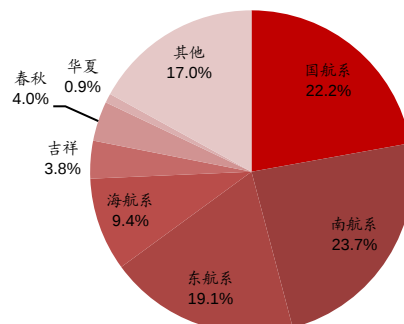


图6: 24H1 中国民航竞争格局（RPK口径）

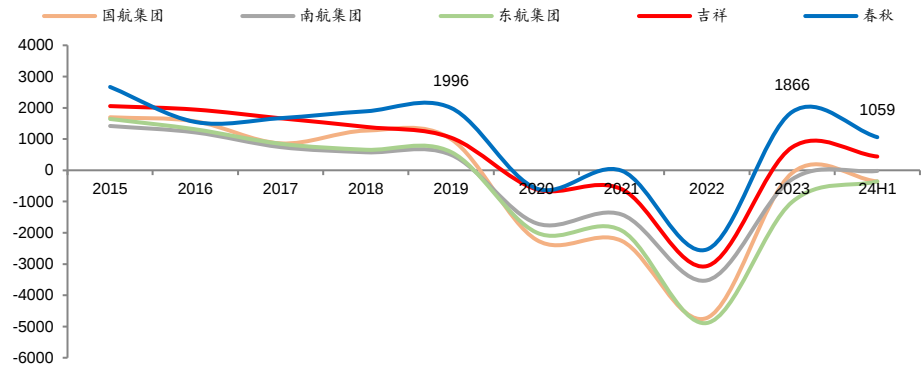


资料来源：Wind，民航局，公司公告，浙商证券研究所

资料来源：Wind，民航局，公司公告，浙商证券研究所

公司治理优秀，经营效率领先，盈利能力领先。2019年，春秋、吉祥、国航、东航、南航单架飞机平均扣汇净利润分别为1996、1043、998、584、495万元，ROE分别为13.0%、8.9%、6.9%、5.2%、4.1%。

图7：上市航司单机扣汇净利润对比（单位：万元）

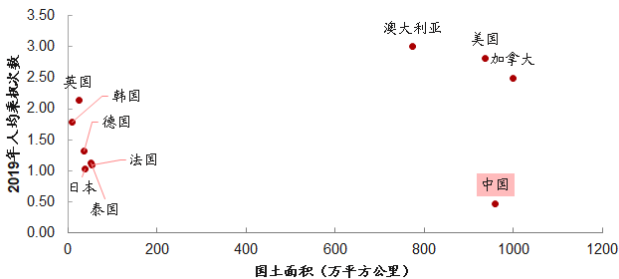


资料来源：Wind，公司公告，浙商证券研究所

2 行业β：供需拐点将至、油价预期下跌，收入成本共振

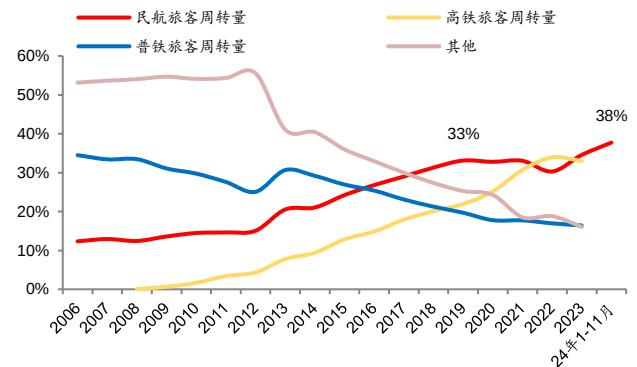
我国民航业处于发展成长期，人均乘机次数距世界平均水平仍有较大差距，中长期民航渗透率提升潜力大。2019年我国人均乘机次数仅0.47次，低于世界平均水平0.87次，远低于美国2.82次、加拿大2.49次、澳大利亚3次。根据2018年发布的《新时代民航强国建设行动纲要》，民航局等部门预计到2035年我国人均航空出行次数超过1次。

图8：中国人均乘机次数低于世界平均水平（2019年）



资料来源：民航局，Wind，浙商证券研究所

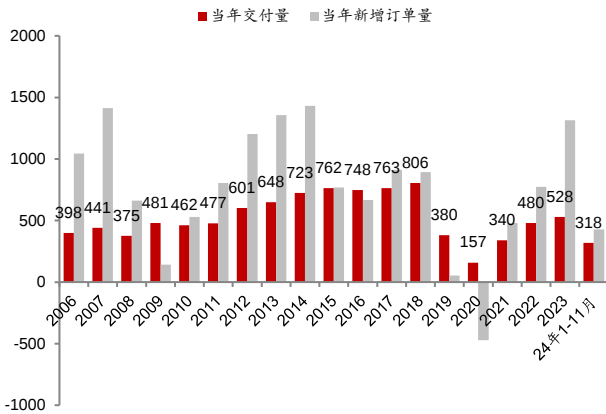
图9：中国旅客周转量结构



资料来源：Wind，浙商证券研究所

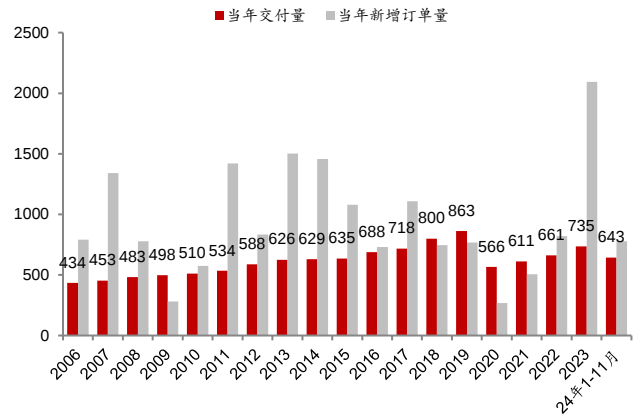
上游供给受限或将至少持续至2027年。1) **飞机发动机**：普惠GTF、Leap发动机均在质量改进与部分批次返厂检修，受供应链短缺、维修能力限制影响，2024年非飞行天数比例较高，交付量尚未恢复至2019年。2) **波音**：2024年波音飞机安全事故频发，包括舱门脱落、滑轮脱落、机翼受损、发动机起火等，质量问题压制交付与产能恢复。24年1-11月每月平均交付29架，恢复至18年的43%。截至24年11月，波音未交付订单6268架。3) **空客**：窄体机主力机型A320neo系列面临发动机质量问题，增量交付速度或低于预期。24年1-11月每月平均交付58架，恢复至19年的81%。截至24年11月，空客未交付订单8769架。

图10: 波音民航飞机每年新订单、交付情况 (单位: 架)



资料来源: 波音官网, 浙商证券研究所

图11: 空客民航飞机每年新订单、交付情况 (单位: 架)



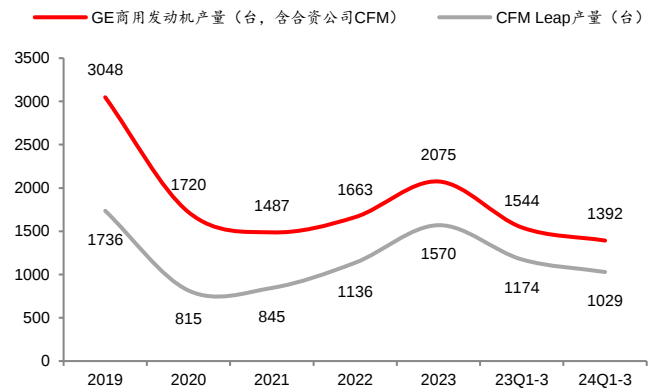
资料来源: 空客官网, 浙商证券研究所

图12: GTF、Leap 发动机非飞行天数比例 (%)



资料来源: AWIN Tracked Aircraft Utilization, 浙商证券研究所

图13: 飞机发动机产量尚未恢复至 2019 年



资料来源: GE 集团公告, 浙商证券研究所

我们预计 2025 年航空行业有望迎来供需反转。根据航司披露的 24-26 年机队引进规划, 我国民航业 24-26 年飞机表观复合平均增速已降至 3.4%, 增速较 19 年以前显著下降。但由于上游发动机制造商、飞机制造商的产能瓶颈, 以及国产飞机引进速度快, 我们预计飞机交付节奏或低于预期, 实际供给 24-26 年复合平均增速或将降至 2.5%。

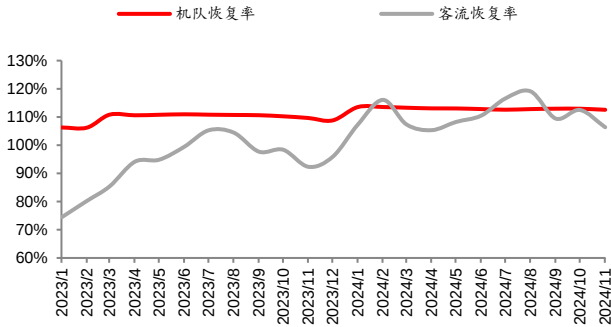
图14: 航空供需平衡表 24-26 年测算 (架, 仅含客机, 不含货机、公务机)

	2018	2019	2023	2024E	2025E	2026E	24vs19	25vs19	26vs19
三大航波音+空客机队	2266	2369	2494	2568	2605	2688			
YOY	14.7%	4.5%	5.3%	3.0%	1.4%	3.2%			
春秋航空	81	93	121	129	141	155			
YOY	6.6%	14.8%	30.1%	6.6%	9.3%	9.9%			
吉祥航空	90	96	117	129	130	136			
YOY	11.1%	6.7%	21.9%	10.3%	0.8%	4.6%			
5大航波音+空客机队合计	2437	2558	2732	2826	2876	2979			
YOY	14.3%	5.0%	6.8%	3.4%	1.8%	3.6%			
国产C919			4	13	33	53			
国产ARJ			70	97	110	110			
国产合计 (C919*60%+ARJ*30%)	0	0	23	37	53	65			
每年减少搭载PW发动机A320约30%供给				-20	-55	-55			
上市航司有效供给飞机总数 (架)	2437	2558	2755	2843	2874	2989	11.1%	12.3%	16.8%
YOY	14.3%	5.0%	7.7%	3.2%	1.1%	4.0%			
旅客量 (亿人次)	6.1	6.6	6.2	7.3	7.6	8.0	10.0%	15.5%	21.2%
YOY	11%	8%	146%	17%	5%	5%	-	-	-
需求增速-供给增速	-	-	-	-	-	-	-1.1%	+3.2%	+4.4%

资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所。注: 1) 国航机队数据均考虑山航; 2) 25-26 年旅客量为浙商交运团队预测。

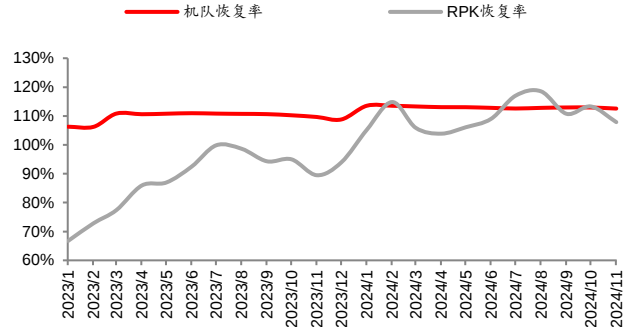
24Q3 旺季行业供需基本达到平衡。从月度客流恢复率与月度机队引进情况来看，民航总体供需在6月基本达到弱平衡，7-8月旺季需求已超19年同期。

图15: 总客流恢复率与机队恢复率对比 (相比2019年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

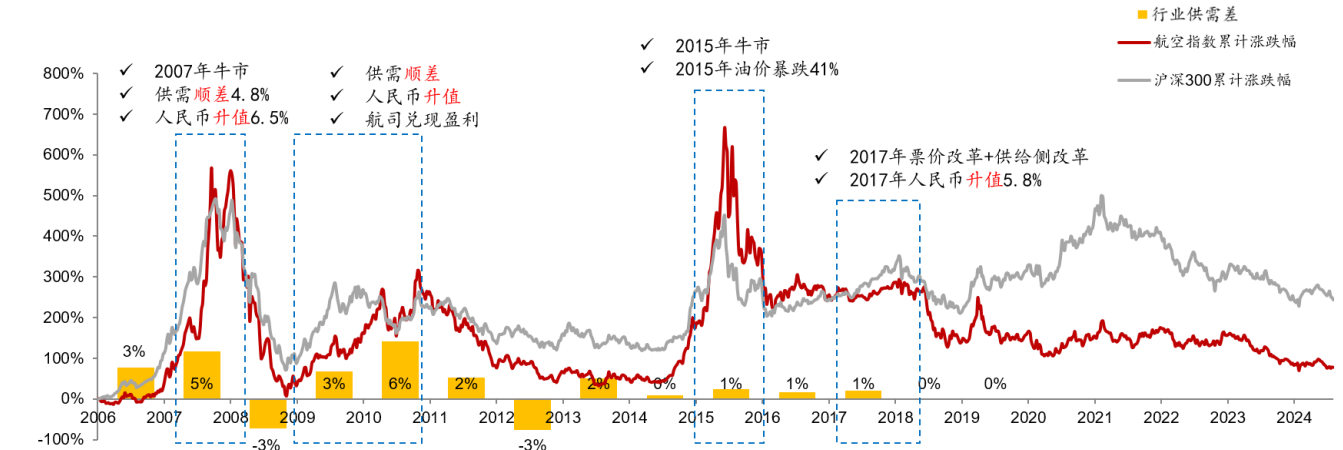
图16: 总 RPK 恢复率与机队恢复率对比 (相比2019年)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

航空股本轮投资逻辑: 油价中枢预期下行+供需关系反转, 有望驱动业绩爆发。复盘历史行情复盘, 航空公司盈利水平核心影响因素包括供需关系、油价、汇率。航空股为典型牛市品种, A股市场历次航空股行情主要驱动因素可归纳为供需错配、油价暴跌、人民币升值, 其中供需错配是核心驱动。

图17: 航空股历史经典行情复盘



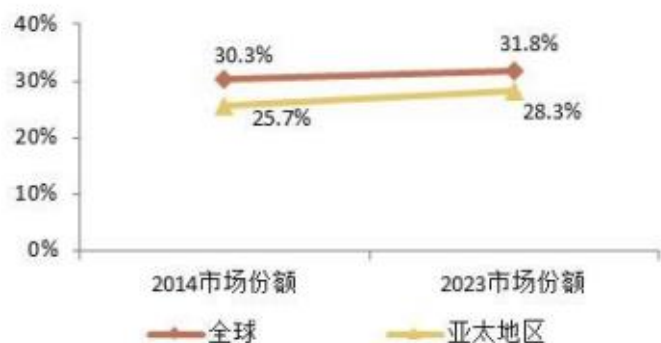
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
行业供需差	3%	5%	-3%	3%	6%	2%	-3%	2%	0%	1%	1%	1%	0%	0%	需求受不可抗力因素影响			
油价涨幅	20%	4%	47%	-45%	29%	39%	2%	-5%	-6%	-41%	-17%	25%	28%	-8%	-37%	39%	73%	-10%
CNY升值	3%	7%	6%	0%	3%	5%	0%	3%	0%	-6%	-7%	6%	-5%	-2%	7%	2%	-9%	-2%

资料来源: Wind, 民航局, 浙商证券研究所

3 公司 α ：低成本优势突出，时刻资源超车

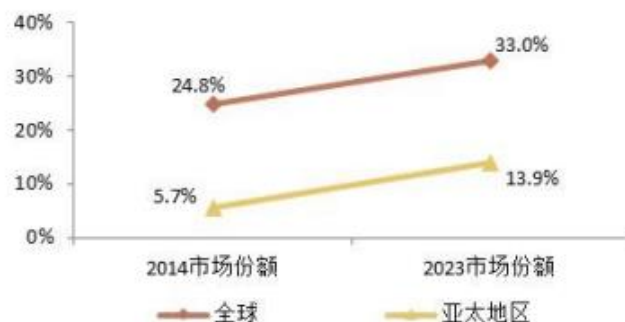
我国低成本航空市场渗透空间巨大。2024 上半年我国低成本航空占国内航线市场份额为 12.7%，而 2023 年亚太地区为 28.3%、全球为 31.8%，我国低成本航空市场前景广阔。

图18：2014 年 vs2023 年低成本航空国内航线市场份额



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

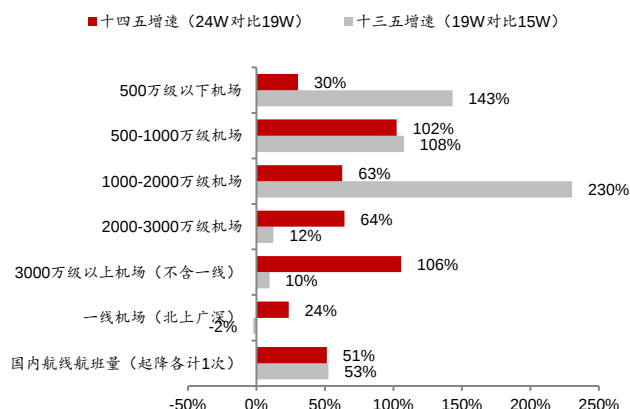
图19：2014 年 vs2023 年低成本航空国际航线市场份额



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

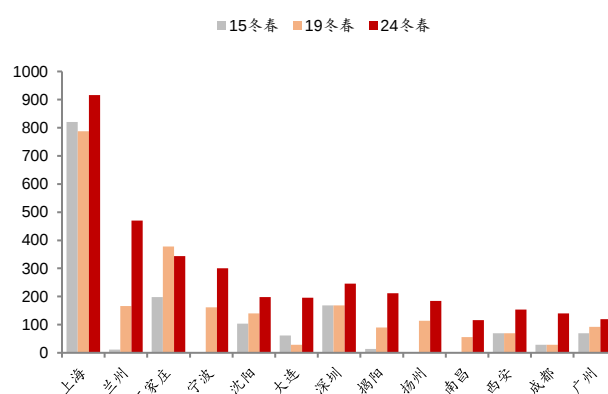
十四五期间公司国内线时刻资源超车，基地机场航班放量，开启长周期资源改善，票价与大航差距有望进一步收窄。十三五期间（19 冬春航季对比 15 冬春航季），公司在国内市场获取的时刻资源主要集中在 2000 万级旅客量以下的机场，在一线机场（北上广深）的时刻资源略降。十四五期间（24 冬春航季对比 19 冬春航季），公司逆势扩张，时刻资源实现超车，一线机场时刻增加 24%，3000 万级旅客量以上机场时刻增加 106%，2000-3000 万级旅客量机场时刻增加 64%。24H1 公司国内航线客公里收益 0.381 元，为三大航平均值的 72%，高于 2019 年的 65%。

图20：春秋航空十四五在 2000 万级以上机场的航班量大幅增加



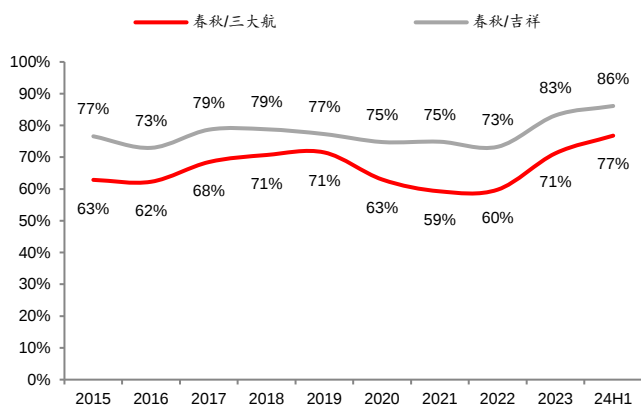
资料来源：pre-flight.cn，浙商证券研究所。注：24W 表示 24 年冬春航季，19W 表示 19 年冬春航季，15W 表示 15 年冬春航季。

图21：春秋航空各基地航班量对比（班次/周）



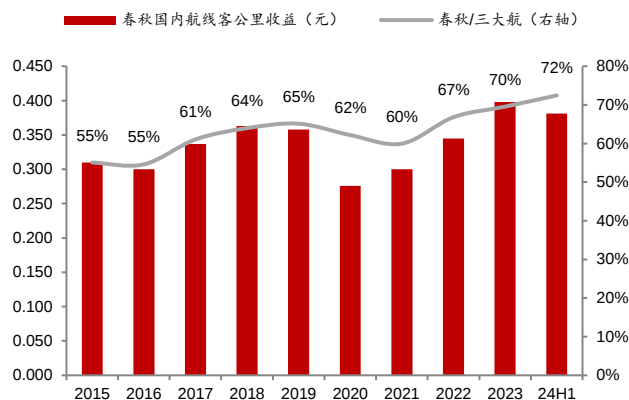
资料来源：pre-flight.cn，浙商证券研究所

图22: 春秋航空客公里收益向三大航靠近



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

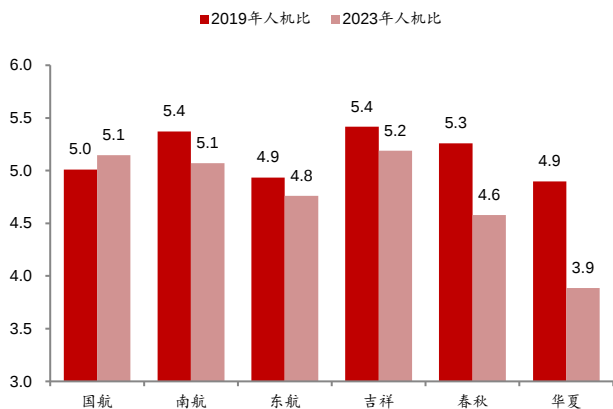
图23: 春秋航空国内航线客公里收益与三大航的差距收窄



资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

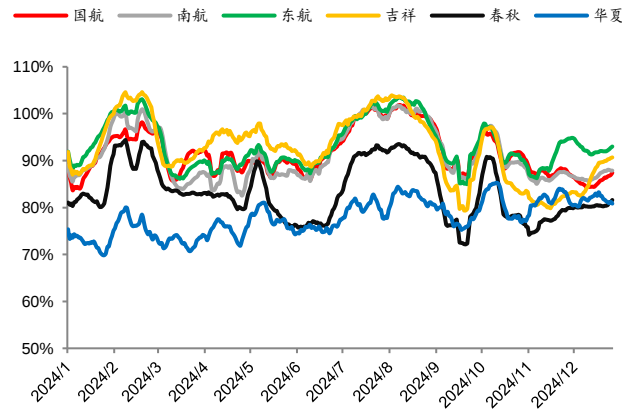
机长数量增长将驱动飞机日利用率抬升，有望进一步优化单位非油成本。2024年12月20-26日，春秋航空飞机日利用率恢复至2019年平均水平的82%，落后于吉祥的91%、东航的93%、南航的88%、国航的87%，主要因为2022-2023年外籍机长流失导致人机比不足。2023年末，春秋航空机长数量554人，与机队规模的比例为4.6，而2019年人机比为5.3，主要因为外籍机长数量较2019年末下降117人（占比从2019年的38%降至2023年的13%）。

图24: 春秋航空2023年人机比仅恢复至2019年的87%



资料来源: 民航局, 公司公告, 浙商证券研究所

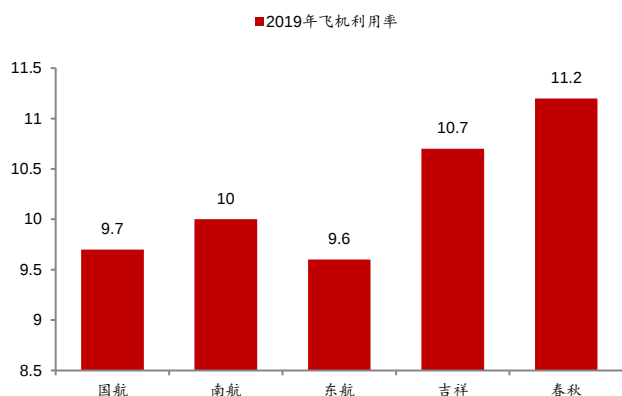
图25: 航空公司飞机日利用率较2019年的恢复率



资料来源: 航班管家, 公司公告, 浙商证券研究所

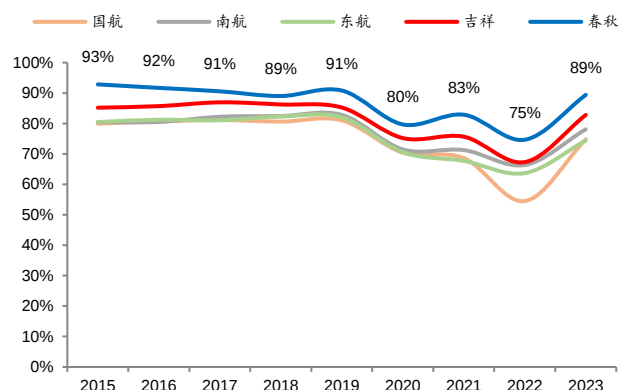
低成本优势显著+汇兑中性策略，带来ROE长期稳定。公司坚持低成本航空差异化竞争路线，践行“两单”（单一机型、单一舱位）、“两高”（高飞机利用率、高客座率）和“两低”（低销售费用、低管理费用）的运营模式，成本端优势突出。2015-2019年，公司单位ASK营业成本相比三大航平均值低30%左右，比吉祥航空低10%左右。2019年，单位ASK销售费用较三大航低74%、较吉祥航空低64%；单位ASK管理费用较三大航低70%、较吉祥航空低62%。

图26: 上市航司飞机日利用率(小时/日)



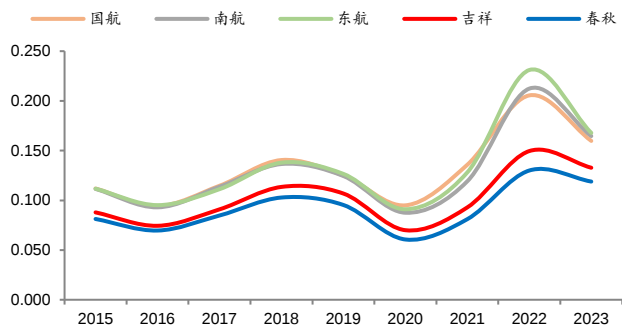
资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图27: 上市航司客座率



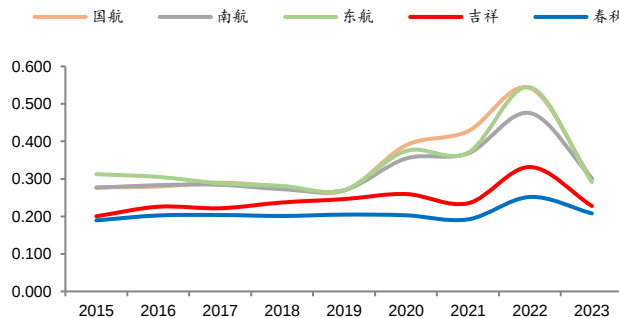
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图28: 上市航司单位ASK航油成本比较



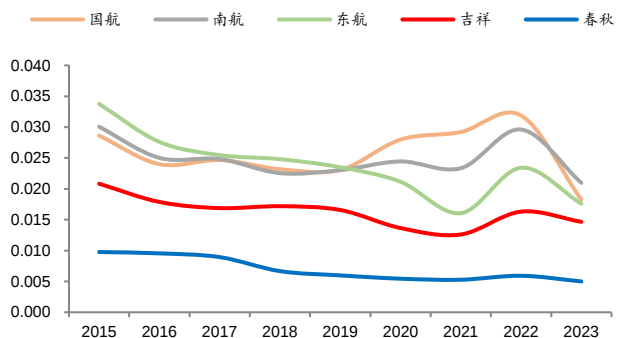
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图29: 上市航司单位ASK非油成本比较



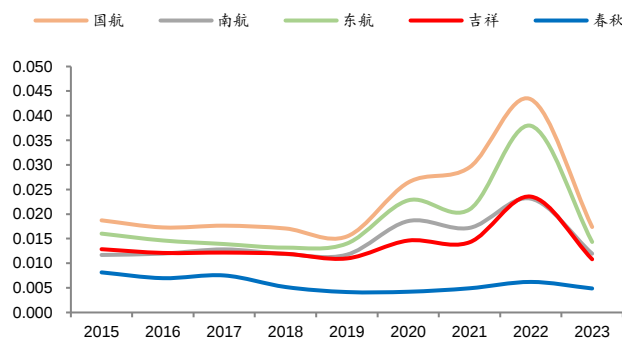
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图30: 上市航司单位ASK销售费用对比



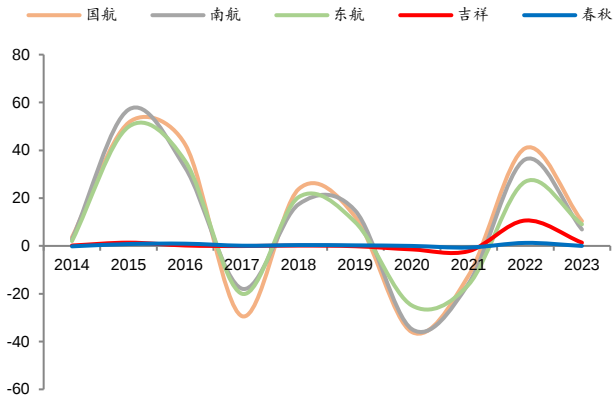
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图31: 上市航司单位ASK管理费用对比



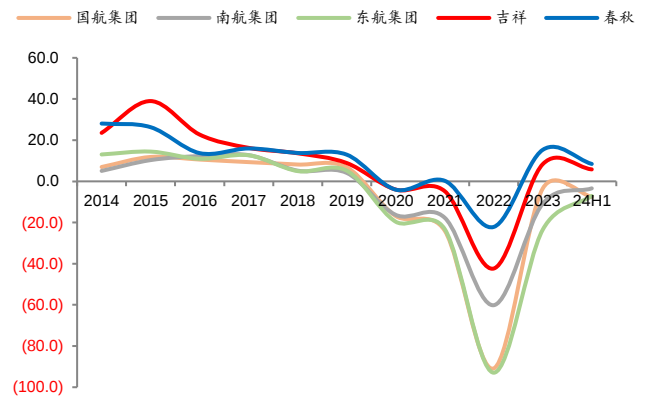
资料来源: 公司公告, Wind, 浙商证券研究所

图32: 上市航司汇兑损益 (单位: 亿元, 正值表示净损失)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

图33: 上市航司 ROE 对比 (%)



资料来源: Wind, 公司公告, 浙商证券研究所

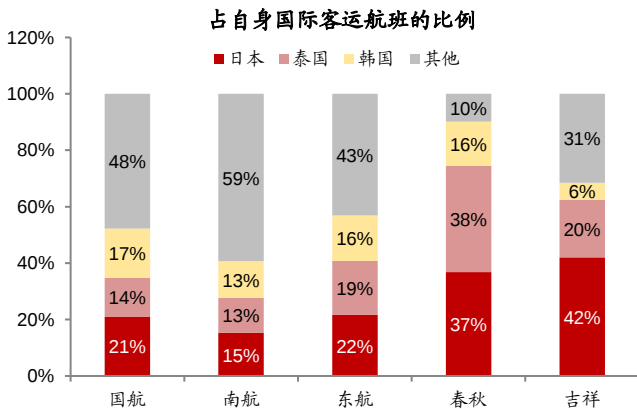
日韩泰放宽中国游客签证, 春秋日韩泰航班量占比最高, 有望最受益于中日、中韩、中泰跨境游需求增长。24 冬春航季, 春秋日韩泰航班占自身国际航班的 90%、占整体客运航班的 16%, 在上市航司中占比最高。

表1: 近期签证政策放宽汇总

时间	签证政策	具体内容
2024 年 11 月	中国扩大入境免签国家范围	中国入境免签国家范围扩容至 38 个, 本次扩容新增日本、韩国。
2024 年 12 月 17 日	中国过境免签政策全面放宽优化	将过境免签外国人在境内停留时间由原 72 小时和 144 小时均延长为 240 小时 (10 天), 同时新增 21 个口岸为过境免签人员入出境口岸, 并进一步扩大停留活动区域。
2024 年 3 月 1 日	中国、泰国互免签证协定生效	自 7 月 15 日起泰国免签停留期限从 30 日增加至 60 日
2024 年 12 月 25 日	日本放宽中国游客签证	日本外相宣布一系列针对中国公民的签证放宽措施, 具体包括设立有效期 10 年的旅游签证, 并将团队旅行签证的可停留天数从 15 天延长至 30 天。上述放宽措施预计于 2025 年春季开始实施。
2024 年 12 月 26 日	韩国政府考虑对中国团客免签入境政策。	韩国第九次国家旅游战略会议提出, 考虑面向中国团体游客试点实行免签入境政策。

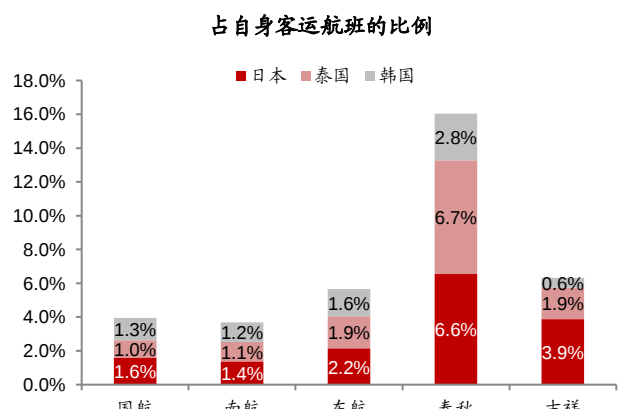
资料来源: 人民日报, 环球网, 新华社, 观察者网, 《环球》, 浙商证券研究所

图34: 24 冬春航季上市航司国际航班时刻结构



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图35: 24 冬春航季上市航司日韩泰航班运力份额



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

4 未来预期差：春秋航空涨价能力与空间或强于大航

市场预期：当行业出现供不应求，航司将通过涨价筛选更优质的旅客，消费者对价格的容忍度将提升，三大航作为行业主导者，票价上涨幅度将领跑行业。

核心预期差：我们认为，行业景气周期春秋航空涨价能力和空间强于大航，同时，由于春秋单公里票价低于高铁，其涨价具备弹性，且不会带来客座率的明显下滑。

与众不同的认识：春秋航空 2015-24H1 国内航线单公里票价区间为 0.300-0.398 元（剔除 2020-2022 年），京沪高铁二等座单公里票价约 0.5 元。在民航与高铁竞争客流的环境下，春秋航空具备价格优势，并且在景气周期具有向上 30% 左右的安全上涨空间。

表2：春秋航空国内航线客公里收益低于高铁

		24H1 国内线平均航距/里程 (km)	国内线客公里收益 (元)
航空	中国国航	1519	0.548-0.602
	南方航空	1588	0.500-0.550
	中国东航	1422	0.530-0.582
	春秋航空	1712	0.300-0.398
高铁	京沪高铁	1318	0.50
	广深高铁	115	0.65
	广深城际	147	0.54
	赣深高铁	434	0.55

资料来源：Wind，公司公告，12306，浙商证券研究所；注：航空公司客公里收益数据为 2015-24H1 区间（剔除 2020-2022 年）。

5 股价上涨由何驱动？

预期差的跟踪检验指标：客座率、票价、RPK、归母净利润。

驱动股价上涨的催化剂：当单公里票价涨幅高于行业、客座率保持高位时，将驱动营业收入高增，若油价维持在相对合理位置，公司将兑现较佳归母净利润增速，驱动股价上涨。

6 盈利预测与估值

公司因私出行占比较高，将充分受益于旅游市场高景气。国际航班量有望持续恢复，公司机队利用率有望持续提升，看好业绩释放。我们预计春秋航空 2024-2026 年归母净利润分别为 23.3、32.6、39.3 亿元，同比分别+3%、+40%、+20%。给予 25 年 23 倍 PE，对应目标市值 751 亿元，目标空间 38%，维持“买入”评级。

表3: 可比公司估值表 (以 2025.1.6 收盘价计算, 单位: 亿元)

当前市值		归母净利润			PE		
		2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国国航	1323	-5.1	50.8	95.6	-	26	14
南方航空	1122	0.9	34.1	60.1	-	33	19
中国东航	854	-25.1	27.4	47.3	-	31	18
吉祥航空	284	10.5	17.2	20.6	27	16	14
平均值					27	27	16
春秋航空	544	23.3	32.6	39.3	23	17	14

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

7 风险提示

- (1) 需求不及预期: 若出行需求不及预期, 将导致行业客座率、票价表现不及预期, 进而影响公司业绩表现。
- (2) 油价上涨风险: 若油价大幅上涨, 将导致公司营业成本明显增加, 侵蚀利润。
- (3) 人民币贬值风险: 若汇率贬值, 航司将产生汇兑损益, 影响利润表现。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	12980	13822	17799	21603
现金	11583	11682	15482	19349
交易性金融资产	0	40	53	31
应收账款	180	174	180	159
其它应收款	357	909	992	938
预付账款	385	482	550	563
存货	202	258	265	289
其他	273	277	277	276
非流动资产	31258	33100	33235	33064
金融资产类	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5
固定资产	19073	21061	22158	23131
无形资产	751	738	719	701
在建工程	6214	4972	4195	3247
其他	5215	6325	6159	5979
资产总计	44238	46923	51035	54667
流动负债	12796	12532	13478	13299
短期借款	3785	4474	4555	4271
应付款项	902	958	1048	1161
预收账款	0	0	0	0
其他	8109	7100	7875	7867
非流动负债	15692	16234	16137	16021
长期借款	11100	11100	11100	11100
其他	4592	5134	5037	4921
负债合计	28488	28767	29615	29320
少数股东权益	0	0	0	0
归属母公司股东权	15750	18156	21420	25347
负债和股东权益	44238	46923	51035	54667

现金流量表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	6694	3071	6194	7083
净利润	2257	2331	3264	3927
折旧摊销	1480	1361	1535	1691
财务费用	261	1101	1118	1093
投资损失	1	1	1	1
营运资金变动	(131)	(33)	15	31
其它	2825	(1690)	261	341
投资活动现金流	(2748)	(2123)	(1859)	(1676)
资本支出	(1110)	(2040)	(1787)	(1646)
长期投资	(0)	0	(0)	(0)
其他	(1638)	(84)	(72)	(31)
筹资活动现金流	(2712)	(849)	(535)	(1540)
短期借款	(1620)	690	80	(283)
长期借款	204	0	0	0
其他	(1295)	(1539)	(615)	(1257)
现金净增加额	1234	99	3800	3867

利润表

(百万元)	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	17938	20083	23218	26068
营业成本	15519	16515	18153	20026
营业税金及附加	28	42	50	51
营业费用	237	301	418	469
管理费用	231	221	244	261
研发费用	144	181	209	235
财务费用	261	1101	1118	1093
资产减值损失	2	(2)	(1)	(1)
公允价值变动损益	(40)	(40)	(40)	(40)
投资净收益	(1)	(1)	(1)	(1)
其他经营收益	1142	1135	1068	1115
营业利润	2616	2818	4055	5008
营业外收支	26	26	26	26
利润总额	2642	2843	4080	5034
所得税	385	512	816	1108
净利润	2257	2331	3264	3927
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	2257	2331	3264	3927
EBITDA	4804	5210	6612	7659
EPS（最新摊薄）	2.31	2.38	3.34	4.01

主要财务比率

	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入	114%	12%	16%	12%
营业利润	177%	8%	44%	24%
归属母公司净利润	-	3%	40%	20%
获利能力				
毛利率	13%	18%	22%	23%
净利率	13%	12%	14%	15%
ROE	15%	14%	16%	17%
ROIC	7%	7%	9%	9%
偿债能力				
资产负债率	64%	61%	58%	54%
净负债比率	70%	70%	70%	69%
流动比率	1.01	1.10	1.32	1.62
速动比率	1.00	1.08	1.30	1.60
营运能力				
总资产周转率	0.41	0.44	0.47	0.49
应收账款周转率	125.60	102.31	98.98	97.95
应付账款周转率	21.61	19.11	20.63	20.04
每股指标(元)				
每股收益	2.31	2.38	3.34	4.01
每股经营现金	6.84	3.14	6.33	7.24
每股净资产	16.10	18.55	21.89	25.90
估值比率				
P/E	24.08	23.32	16.66	13.85
P/B	3.45	2.99	2.54	2.14
EV/EBITDA	12.88	12.98	9.73	7.83

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>