

春秋航空 (601021.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
 证券研究报告

单位成本明显改善 全年利润小幅增长

业绩

2025 年 4 月 29 日，公司发布 2024 年年度报告及 2025 年一季报。2024 年公司营业收入为 200 亿元，同比增长 11.5%；归母净利润为 22.7 亿元，同比增长 0.7%；其中 Q4 营业收入 40 亿元，同比增长 5%；归母净利润-3.3 亿元，同比增长 21%。2025Q1 营业收入为 53 亿元，同比增长 2.9%；归母净利润为 6.8 亿元，同比下降 16%。

经营分析

全年客收同比回落，量增推动收入增长。2024 年公司营业收入同比增长 11.5%，主要系量增影响。航空客运收入分量价看：(1) 量：公司运力持续投放且客座率持续提升，2024 年公司 ASK 同比增长 16%，客座率为 91.5%，同比上升 2.1pct，带动 RPK 同比增长 18.8%。

(2) 价：2024 年公司客公里收益同比下降 6.5%，但相较 2019 年仍然增长 6.4%，其中国内航线客收同比下降 6.4%，主要受制于行业经营策略调整及旅客结构变化，国际航线客收同比下降 14.8%，主要系国际运力增长后票价逐步回归常态。

单位成本同比改善，客收下降影响盈利能力。2024 年公司飞机日利用率为 9.3 小时，同比增长 9.4%，周转提升固定成本摊薄，同时航油价格同比下降，2024 年公司单位成本为 0.316 元，同比下降 3.3%，其中单位非油成本为 0.205 元，同比下降 1.7%，较 2019 年下降 0.1%。综合票价及成本影响，2024 年公司毛利率为 12.9%，同比下降 0.5pct。2024 年公司期间费用率为 4.7pct。同比下降 0.1pct。同期公司其他收益为 10.5 亿元，同比下降 7.8%。综合以上影响，2024 年公司净利率为 11.4%，同比下降 1.2pct。

若航油成本维持低位，将对冲其他成本增加。公司积极恢复国际航线，预计 2025 年国际及地区运力投放将恢复至 2019 年的 90% 以上，运力占比将恢复至 20% 以上，或带来起降成本增加。受 OPEC+ 增产超预期等影响，2025 年 4 月以来国际油价下跌，4 月布伦特油价均价为 66.75 美元/桶，较 2024 年均价下降 16%，若仅油价下降 10% 估算公司可节省营业成本 6.1 亿元，有望对冲其他成本的增加，公司单位成本仍将维持较低水平，2025 年盈利有望持续增长。

盈利预测、估值与评级

考虑需求恢复情况，下调公司 2025-2026 年净利预测至 27 亿元、38 亿元（原 33 亿元、44 亿元），新增 2027 年净利预测 45 亿元。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期风险，汇率波动风险，油价上涨风险，增发摊薄风险，安全事故风险。

交通运输组

分析师：郑树明 (执业 S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

分析师：王凯捷 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：53.37 元

相关报告：

1. 《春秋航空公司点评：票价回落及税盾影响，Q3 净利润下滑》，2024.10.31

2. 《春秋航空公司点评：周转提升成本下降 H1 净利润同比大增》，2024.8.30



公司基本情况 (人民币)

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,938	20,000	22,956	26,574	29,564
营业收入增长率	114.3%	11.5%	14.8%	15.8%	11.2%
归母净利润(百万元)	2,257	2,273	2,681	3,805	4,497
归母净利润增长率	-174.4%	0.7%	18.0%	41.9%	18.2%
摊薄每股收益(元)	2.307	2.323	2.741	3.889	4.596
每股经营性现金流净额	6.58	5.84	6.75	8.46	9.19
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.3%	13.1%	14.1%	17.8%	18.5%
P/E	21.76	24.83	19.47	13.72	11.61
P/B	3.12	3.25	2.76	2.44	2.14

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	8,369	17,938	20,000	22,956	26,574	29,564
增长率	114.3%	11.5%	14.8%	15.8%	11.2%	
主营业务成本	-11,590	-15,519	-17,412	-19,453	-21,705	-23,733
%销售收入	138.5%	86.5%	87.1%	84.7%	81.7%	80.3%
毛利	-3,221	2,419	2,588	3,503	4,870	5,831
%销售收入	n.a	13.5%	12.9%	15.3%	18.3%	19.7%
营业税金及附加	-24	-28	-38	-44	-51	-57
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-180	-237	-249	-286	-331	-368
%销售收入	2.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-188	-231	-273	-313	-336	-344
%销售收入	2.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.3%	1.2%
研发费用	-122	-144	-161	-184	-213	-237
%销售收入	1.5%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
息税前利润 (EBIT)	-3,735	1,778	1,867	2,676	3,938	4,825
%销售收入	n.a	9.9%	9.3%	11.7%	14.8%	16.3%
财务费用	-622	-261	-266	-301	-227	-146
%销售收入	7.4%	1.5%	1.3%	1.3%	0.9%	0.5%
资产减值损失	-1	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	30	-40	14	0	0	0
投资收益	-13	-1	-13	0	0	0
%税前利润	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	-3,417	2,616	2,649	3,575	5,073	5,995
营业利润率	n.a	14.6%	13.2%	15.6%	19.1%	20.3%
营业外收支	18	26	4	0	0	0
税前利润	-3,399	2,642	2,653	3,575	5,073	5,995
利润率	n.a	14.7%	13.3%	15.6%	19.1%	20.3%
所得税	363	-385	-381	-894	-1,268	-1,499
所得税率	n.a	14.6%	14.3%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	-3,036	2,257	2,273	2,681	3,805	4,497
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	-3,036	2,257	2,273	2,681	3,805	4,497
净利率	n.a	12.6%	11.4%	11.7%	14.3%	15.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-3,036	2,257	2,273	2,681	3,805	4,497
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,345	2,444	2,812	2,913	3,058	3,260
非经营收益	146	294	262	551	601	647
营运资金变动	983	1,443	373	461	812	592
经营活动现金净流	439	6,438	5,719	6,607	8,277	8,995
资本开支	-4,572	-3,203	-7,213	-960	-1,313	-1,313
投资	-122	121	19	0	0	0
其他	150	334	-2,698	0	0	0
投资活动现金净流	-4,544	-2,748	-9,893	-960	-1,313	-1,313
股权募资	2,972	0	0	-174	0	0
债权募资	4,183	-1,884	-1,376	-1,393	0	0
其他	-250	-828	1,027	-1,522	-1,933	-2,221
筹资活动现金净流	6,906	-2,712	-349	-3,089	-1,933	-2,221
现金净流量	3,055	1,031	-4,485	2,558	5,031	5,462

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,208	11,583	10,224	12,717	17,649	22,955
应收款项	633	537	498	594	688	765
存货	175	202	355	311	347	380
其他流动资产	830	658	936	975	1,025	1,071
流动资产	11,846	12,980	12,013	14,597	19,709	25,171
%总资产	27.3%	29.3%	27.4%	32.5%	39.8%	46.3%
长期投资	1,133	868	952	952	952	952
固定资产	24,177	25,288	27,135	25,976	25,127	24,199
%总资产	55.7%	57.2%	61.9%	57.9%	50.7%	44.5%
无形资产	1,177	1,259	1,232	1,189	1,148	1,111
非流动资产	31,574	31,258	31,822	30,274	29,841	29,206
%总资产	72.7%	70.7%	72.6%	67.5%	60.2%	53.7%
资产总计	43,420	44,238	43,835	44,871	49,550	54,376
短期借款	11,023	8,921	4,601	4,745	4,745	4,745
应付款项	945	1,158	1,678	1,584	1,768	1,933
其他流动负债	1,479	2,717	2,770	3,367	4,132	4,679
流动负债	13,446	12,796	9,049	9,697	10,646	11,357
长期贷款	10,896	11,100	13,812	13,812	13,812	13,812
其他长期负债	5,384	4,592	3,594	2,413	3,669	4,862
负债	29,727	28,488	26,454	25,921	28,126	30,030
普通股股东权益	13,693	15,750	17,381	18,950	21,423	24,346
其中：股本	979	979	979	979	979	979
未分配利润	4,409	6,591	8,180	9,923	12,397	15,319
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	43,420	44,238	43,835	44,871	49,550	54,376

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-3.10	2.31	2.32	2.74	3.89	4.60
每股净资产	13.99	16.10	17.76	19.37	21.90	24.89
每股经营现金净流	0.45	6.58	5.84	6.75	8.46	9.19
每股股利	0.00	0.70	0.82	0.96	1.36	1.61
回报率						
净资产收益率	-22.2%	14.3%	13.1%	14.1%	17.8%	18.5%
总资产收益率	-7.0%	5.1%	5.2%	6.0%	7.7%	8.3%
投入资本收益率	-9.4%	4.2%	4.5%	5.3%	7.4%	8.4%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.9%	114.3%	11.5%	14.8%	15.8%	11.2%
EBIT 增长率	260.8%	-147.6%	5.0%	43.3%	47.2%	22.5%
净利润增长率	-7861.9%	-174.4%	0.7%	18.0%	41.9%	18.2%
总资产增长率	13.3%	1.9%	-0.9%	2.4%	10.4%	9.7%
资产管理能力						
应收账款周转天数	4.4	2.9	2.8	2.8	2.8	2.8
存货周转天数	6.1	4.4	5.8	5.8	5.8	5.8
应付账款周转天数	16.6	16.9	20.8	20.8	20.8	20.8
固定资产周转天数	753.8	388.1	454.8	377.8	314.7	271.4
偿债能力						
净负债/股东权益	84.4%	53.6%	47.1%	30.8%	4.2%	-18.1%
EBIT 利息保障倍数	-6.0	6.8	7.0	8.9	17.4	33.0
资产负债率	68.46%	64.40%	60.35%	57.77%	56.76%	55.23%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	5	10	15	45
增持	1	4	7	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.44	1.41	1.38	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-31	买入	57.12	N/A
2	2023-10-31	买入	52.90	N/A
3	2024-08-30	买入	48.56	N/A
4	2024-10-31	买入	56.27	N/A

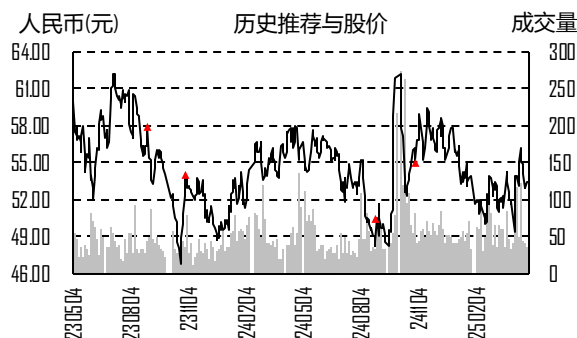
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806