

一次性因素影响25年一季度业绩

——春秋航空点评报告（一）

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO：S1120522060002

2025年5月9日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

本篇报告主要观点

事件概述:

- 公司披露24年报及25年一季报: 24年营收200亿元(+11.5%), 归母净利润22.73亿元(+0.69%)。25Q1营收53.17亿元(+2.88%), 归母净利润6.77亿元(-16.39%)。

主要观点:

- 一次性因素影响25Q1业绩。24年角度, 在飞机架次相较19年底增长38.7%、飞机日均利用小时相较19年下降17.3%情况下, 公司ASK相较19年增长26.1%(621.5亿座公里, 同比增长16.1%)。在行业“以价换量”大环境下, 公司平均客公里收益同比下降6.5%, 全年客座率91.49%(相较23年提升2.1个百分点), 扣油座公里收益同比下降7.8%; 25Q1角度, 因搭载的leap-1a发动机维修, 25年前13周公司平均停车场飞机为8架(约占比6%), 25Q1公司ASK同比增长仅6.9%。在一季度行业延续价跌的趋势下, 公司一季度客公里收益同比下降3.1%, 扣油座公里收益同比下降0.16%。最终25Q1税前利润8.92亿元(+0.5%), 因所得税率的影响, 归母净利润同比下降16.39%。
- 能力建设在持续推进。截止24年底, 公司合计129架飞机(其中12架240座级A321neo), 同比增长6.6%, 刚好完成23年初制定的24年机队增长计划。根据24年报, 预计25年、26年机队规模为134架、146架(23年初计划, 25年、26年机队规模为141架、155架); 公司机长培养在持续推进, 截止24年底公司可用机长605人, 同比增长9.2%, 此外公司截止24年底可用副驾驶和待改装驾驶员合计1023人。在机队和机长两项能力的支撑下, 25Q1公司在上海浦东机场运力市占率从去年同期8.06%提升至8.21%、在上海虹桥机场运力市占率从去年同期9.46%提升至9.63%。
- 我们预计公司25年盈利预测依旧有上修的概率。假设leap-1a发动机维修对停车场飞机影响在二季度逐渐消退, 按照25年全年平均客公里收益下降0.27%、航空煤油全年均值5600元/吨(同比下降11.24%)计算, 预计25年公司归母净利润为26.92亿元。在此基础上, 客公里收益增长2%或航空煤油下降5%, 归母净利润将增厚3.3亿元、2.3亿元(所得税率按照25%计算)。

投资建议:

- 作为国内低成本航司的龙头, 春秋航空将充分享受未来中国民航出行大众化的红利。考虑核心假设票价和油价的变化情况, 我们调整25年盈利预测, 预计25年营收从270.74亿元下调至224.37亿元, 预计25年公司EPS从4.59元下调至2.75元, 新增26年、27年盈利预测, 预计26-27年营收为267.40亿元、302.48亿元, EPS为3.47元、4.12元, 对应2025年5月9日54.44元/股收盘价, PE分别为19.78/15.70/13.22倍, 维持“买入”评级。

风险提示:

- 宏观经济增长不及预期、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值

本篇报告主要观点

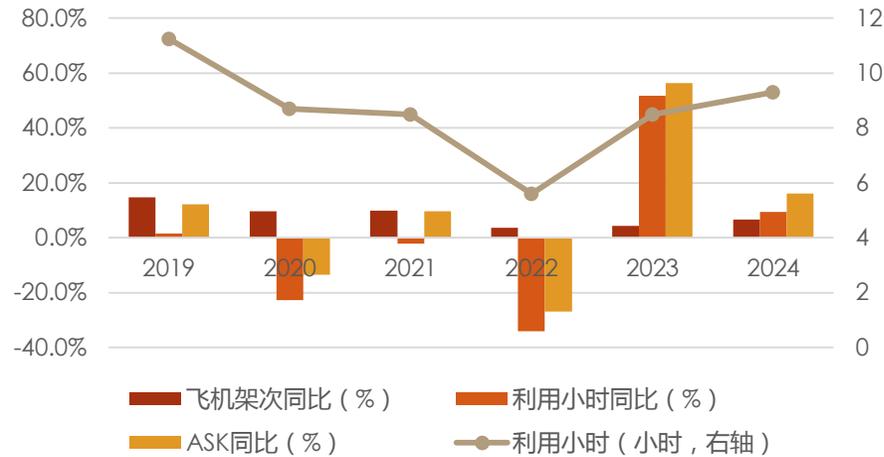
盈利预测与估值

财务摘要	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	17,938	20,000	22,437	26,740	30,248
YoY (%)	114.3%	11.5%	12.2%	19.2%	13.1%
归母净利润 (百万元)	2,257	2,273	2,692	3,393	4,028
YoY (%)	174.4%	0.7%	18.4%	26.0%	18.7%
毛利率 (%)	13.5%	12.9%	15.6%	16.4%	17.2%
每股收益 (元)	2.31	2.33	2.75	3.47	4.12
ROE	14.3%	13.1%	13.5%	14.6%	14.8%
市盈率	23.57	23.36	19.78	15.70	13.22

资料来源：公司公告，华西证券研究所

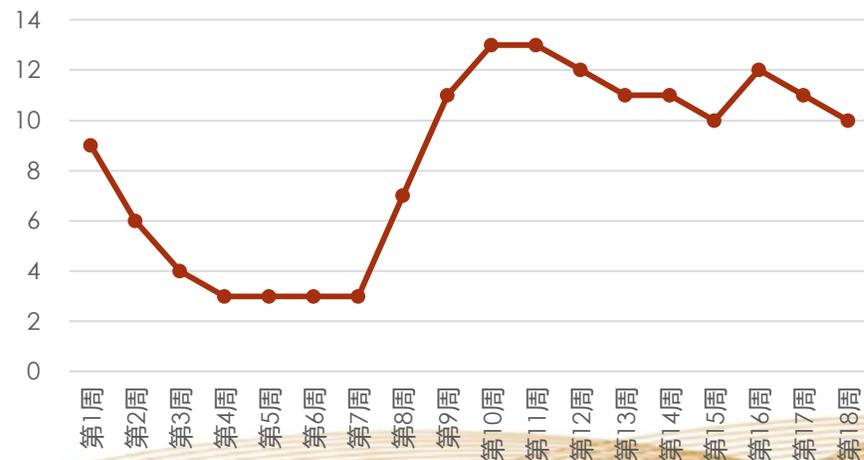
附图 春秋航空主要经营指标变化趋势

图表：2019-2024年春秋航空飞机架次增幅等变化趋势



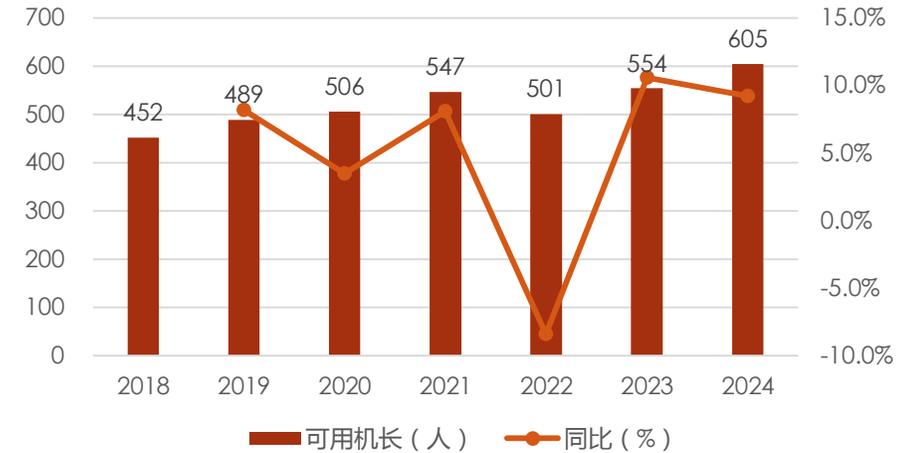
资料来源：wind，华西证券研究所

图表：25年春秋航空停场飞机变化趋势（架）



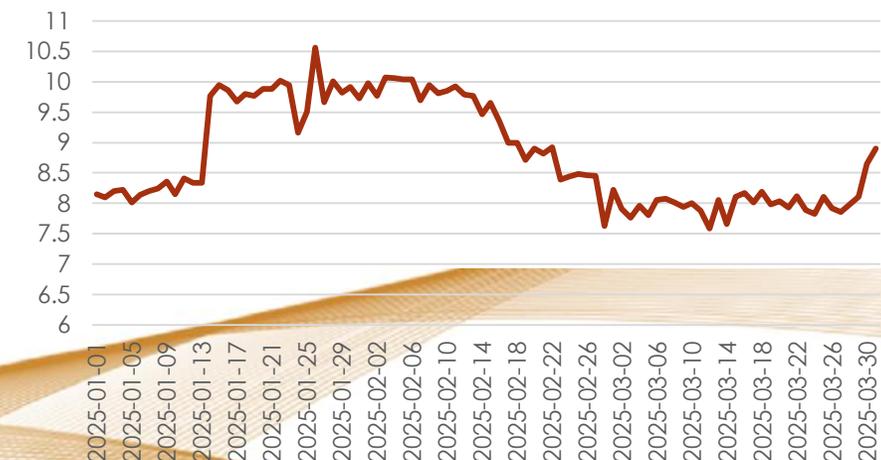
资料来源：航班管家，华西证券研究所

图表：2018-2024年春秋航空可用机长变化趋势



资料来源：中国民用航空局，华西证券研究所

图表：25年Q1春秋航空飞机的单日利用率变化趋势（小时）



资料来源：航班管家，华西证券研究所

附表 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,000	22,437	26,740	30,248	净利润	2,273	2,692	3,393	4,028
YoY(%)	11.5%	12.2%	19.2%	13.1%	折旧和摊销	2,809	1,935	2,130	2,280
营业成本	17,412	18,941	22,351	25,033	营运资金变动	375	-2,477	2,161	-1,440
营业税金及附加	38	45	53	60	经营活动现金流	5,895	2,595	8,114	5,253
销售费用	249	278	326	363	资本开支	-7,213	-1,500	-2,500	-2,500
管理费用	273	298	348	384	投资	19	0	0	0
财务费用	266	314	348	378	投资活动现金流	-9,893	-1,500	-2,500	-2,500
研发费用	161	179	214	242	股权募资	0	-190	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-1,376	0	-1,000	-2,000
投资收益	-13	0	0	0	筹资活动现金流	-349	-636	-1,431	-2,386
营业利润	2,649	3,547	4,464	5,300	现金净流量	-4,309	459	4,183	367
营业外收支	4	0	0	0	主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
利润总额	2,653	3,547	4,464	5,300	成长能力 (%)				
所得税	381	855	1,071	1,272	营业收入增长率	11.5%	12.2%	19.2%	13.1%
净利润	2,273	2,692	3,393	4,028	净利润增长率	0.7%	18.4%	26.0%	18.7%
归属于母公司净利润	2,273	2,692	3,393	4,028	盈利能力 (%)				
YoY(%)	0.7%	18.4%	26.0%	18.7%	毛利率	12.9%	15.6%	16.4%	17.2%
每股收益	2.33	2.75	3.47	4.12	净利率	11.4%	12.0%	12.7%	13.3%
资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E	总资产收益率ROA	5.2%	6.0%	6.9%	7.9%
货币资金	10,224	10,683	14,866	15,233	净资产收益率ROE	13.1%	13.5%	14.6%	14.8%
预付款项	399	379	671	751	偿债能力 (%)				
存货	355	276	469	366	流动比率	1.33	1.76	1.83	2.05
其他流动资产	1,035	2,282	1,465	2,633	速动比率	1.18	1.61	1.65	1.87
流动资产合计	12,013	13,620	17,470	18,983	现金比率	1.13	1.38	1.56	1.65
长期股权投资	6	6	6	6	资产负债率	60.3%	55.8%	52.7%	46.4%
固定资产	24,922	24,987	25,858	26,578	经营效率 (%)				
无形资产	733	733	733	733	总资产周转率	0.45	0.51	0.57	0.60
非流动资产合计	31,822	31,388	31,758	31,978	每股指标 (元)				
资产合计	43,835	45,008	49,228	50,961	每股收益	2.33	2.75	3.47	4.12
短期借款	629	629	629	629	每股净资产	17.76	20.32	23.79	27.91
应付账款及票据	1,443	872	1,860	1,200	每股经营现金流	6.02	2.65	8.29	5.37
其他流动负债	6,977	6,219	7,059	7,424	每股股利	0.82	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	9,049	7,720	9,548	9,253	估值分析				
长期借款	13,812	13,812	12,812	10,812	PE	23.36	19.78	15.70	13.22
其他长期负债	3,594	3,594	3,594	3,594	PB	3.25	2.68	2.29	1.95
非流动负债合计	17,405	17,405	16,405	14,405					
负债合计	26,454	25,125	25,953	23,658					
股本	979	975	975	975					
少数股东权益	0	0	0	0					
股东权益合计	17,381	19,882	23,275	27,303					
负债和股东权益合计	43,835	45,008	49,228	50,961					

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxqz/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！