

# 春秋航空（601021.SH）

## 票价仍具韧性，税前利润同比表现稳健

优于大市

### 核心观点

**春秋航空披露 2024 年年报和 2025 年一季报。**2024 年全年营收 200.0 亿元（+11.5%），归母净利润 22.7 亿元（+0.7%）；2024 年四季度单季营收 40.2 亿元（+4.9%），归母净利润-3.3 亿元（同比减亏）；2025 年一季度单季营收 53.2 亿元（+2.9%），归母净利润 6.8 亿元（-16.4%）。

**一季度运投维持稳健增长，客座率同比微幅下降，运价韧性较强。**2024 年以来民航持续复苏，公司运力投放快速增长，客座率修复至较优水平，运价同比下滑，2024 年全年和 2025 年一季度，ASK 同比分别提升 16.1%和 6.9%，RPK 同比分别提升 18.8%和 6.2%，RPK 分别恢复至 2019 年同期的 167%和 141%，客座率分别恢复至 91.5%和 90.6%，客座率同比分别增加 2.1 pct 和减少 0.58 pct。2024 年客公里收益为 0.385 元，同比下降 6.53%，其中国内航线客公里收益同比下降 6.35%；2025 年一季度客公里收益同比下降 3.4%。

**成本费用管理继续优化，业绩表现相对稳健。**公司持续提升国际市场运力投放，叠加国际油价影响，2024 年全年营业成本达到 174.1 亿，同比增长 12.2%，其中航油成本 61.4 亿，同比增长 8.9%，非油成本 112.7 亿，同比增长 14.1%。公司 2024 年飞机日利用率为 9.30 小时，同比提升 9.41%，恢复至 2019 年同期的 82.7%。公司推进数字化成本管控成效明显，公司单位 ASK 非油成本为 0.205 元，同比下降 1.71%至 2019 年同期水平。随着飞机日利用率稳步提高以及油价下行，公司单位运营成本有望进一步下降。受宏观经济承压及出行需求疲软等影响，2024 年盈利能力同比有所下滑，导致全年归母净利润同比基本持平。虽然一季度受关税政策、泰国等市场业务波动以及国内需求弱复苏带来的影响，但是低成本航司票价表现韧性仍然较强，促使 2025 年一季度税前利润同比持平，而受税盾影响，导致归母净利润同比下滑。

**2025 年公司经营将继续修复，看好业绩继续上行。**2024 年公司净引进 8 架飞机，2025 年计划净引进 5 架飞机，同比增长 3.9%。机队扩张、国际航线修复、票价降幅收敛和成本端改善有望支撑公司业绩继续上行。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济增长承压、消费仍然疲软，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 25.8 亿、31.4 亿、37.6 亿（25-26 年调整幅度分别为-30.8%/-28.3%），由于春秋航空经营韧性强且长期具有成长空间，维持“优于大市”评级。

| 盈利预测和财务指标    | 2023    | 2024   | 2025E  | 2026E  | 2027E  |
|--------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)    | 17,938  | 20,000 | 22,262 | 24,397 | 26,519 |
| (+/-%)       | 114.3%  | 11.5%  | 11.3%  | 9.6%   | 8.7%   |
| 归母净利润(百万元)   | 2257    | 2273   | 2579   | 3144   | 3762   |
| (+/-%)       | -174.4% | 0.7%   | 13.5%  | 21.9%  | 19.7%  |
| 每股收益(元)      | 2.31    | 2.32   | 2.64   | 3.21   | 3.85   |
| EBIT Margin  | 9.9%    | 9.3%   | 14.2%  | 16.2%  | 18.1%  |
| 净资产收益率 (ROE) | 14.3%   | 13.1%  | 13.4%  | 14.7%  | 15.7%  |
| 市盈率 (PE)     | 23.6    | 23.4   | 20.6   | 16.9   | 14.2   |
| EV/EBITDA    | 25.7    | 21.4   | 13.6   | 11.5   | 9.9    |
| 市净率 (PB)     | 3.38    | 3.06   | 2.78   | 2.49   | 2.22   |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 交通运输·航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

|             |                 |
|-------------|-----------------|
| 投资评级        | 优于大市(维持)        |
| 合理估值        |                 |
| 收盘价         | 54.44 元         |
| 总市值/流通市值    | 53260/53260 百万元 |
| 52 周最高价/最低价 | 67.62/47.72 元   |
| 近 3 个月日均成交额 | 272.33 百万元      |

#### 市场走势



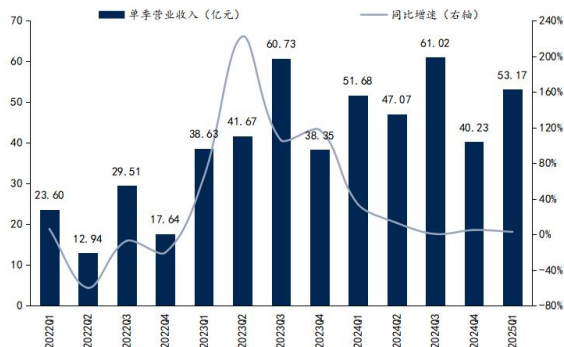
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《春秋航空（601021.SH）-客收表现稳健，成本管控优异》——2024-08-31
- 《春秋航空（601021.SH）——一季度业绩表现强劲，24 年盈利上行可期》——2024-04-30
- 《春秋航空（601021.SH）-业绩落于预告上沿，三季度业绩或创历史新高》——2023-08-31

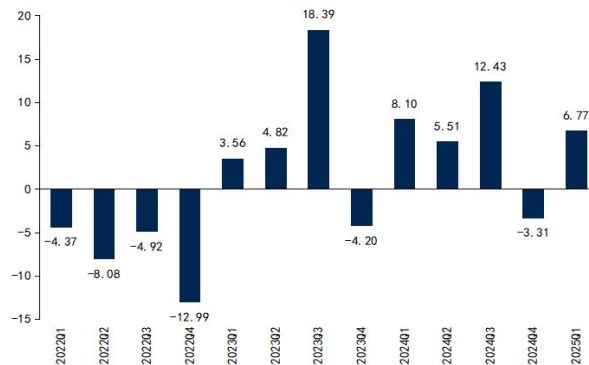
**春秋航空披露 2024 年年报和 2025 年一季报。**2024 年全年营收 200.0 亿元 (+11.5%)，归母净利润 22.7 亿元 (+0.7%)；24 年四季度单季营收 40.2 亿元 (+4.9%)，归母净利润-3.3 亿元 (同比减亏)；2025 年一季度单季营收 53.2 亿元 (+2.9%)，归母净利润 6.8 亿元 (-16.4%)。

图1：春秋航空单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：春秋航空单季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

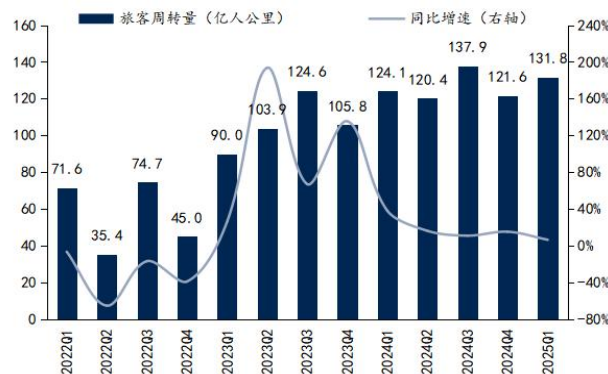
**一季度运投维持稳健增长，客座率同比微幅下降，运价韧性较强。**2024 年以来民航持续复苏，公司运力投放快速增长，客座率修复至较优水平，运价同比下滑，2024 年全年和 2025 年一季度，ASK 分别同比提升 16.1%和 6.9%，RPK 分别同比提升 18.8%和 6.2%，RPK 分别恢复至 2019 年同期的 167%和 141%，客座率分别恢复至 91.5%和 90.6%，客座率同比分别增加 2.1 pct 和减少 0.58 pct。2024 年客公里收益为 0.385 元，同比下降 6.53%，其中国内航线客公里收益同比下降 6.35%；2025 年一季度客公里收益同比下降 3.4%。

图3：春秋航空单季度 ASK 及同比增速



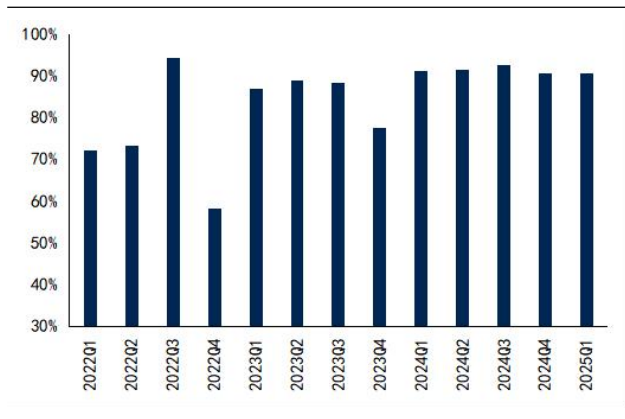
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春秋航空单季度 RPK 及同比增速



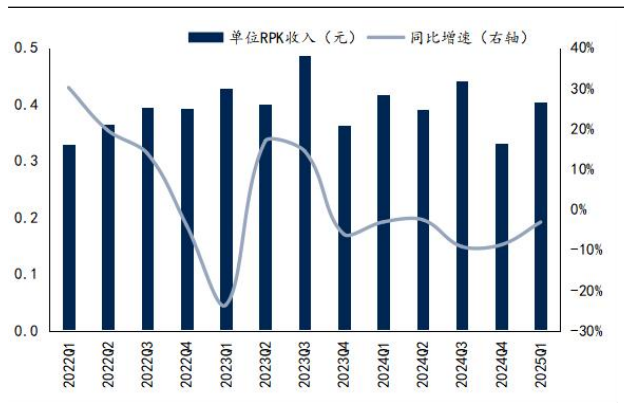
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 春秋航空客座率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 春秋航空单位 RPK 收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**成本费用管理继续优化，业绩表现相对稳健。**公司持续提升国际市场运力投放，叠加国际油价影响，2024 年全年营业成本达到 174.1 亿，同比增长 12.2%，其中航油成本 61.4 亿，同比增长 8.9%，非油成本 112.7 亿，同比增长 14.1%。公司 2024 年飞机日利用率为 9.30 小时，同比提升 9.41%，恢复至 2019 年同期的 82.7%。公司推进数字化成本管控成效明显，公司单位 ASK 非油成本为 0.205 元，同比下降 1.71%至 2019 年同期水平。随着飞机日利用率稳步提高以及油价下行，公司单位运营成本有望进一步下降。受宏观经济承压及出行需求疲软等影响，2024 年盈利能力同比有所下滑，导致全年归母净利润同比基本持平。虽然一季度受关税政策、泰国等市场业务波动以及国内需求弱复苏带来的影响，但是低成本航司票价表现韧性仍然较强，促使 2025 年一季度税前利润同比持平，而受税盾影响，导致归母净利润同比下滑。

**2025 年公司经营将继续修复，看好业绩继续上行。**2024 年公司净引进 8 架飞机，2025 年计划净引进 5 架飞机，同比增长 3.9%。机队扩张、国际航线修复、票价降幅收敛和成本端改善有望支撑公司业绩继续上行。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到宏观经济增长承压、消费仍然疲软，下调盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 25.8 亿、31.4 亿、37.6 亿（25-26 年调整幅度分别为 -30.8%/-28.3%），由于春秋航空经营韧性较强且长期具有成长空间，维持“优于大市”评级。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故

# 财务预测与估值

| 资产负债表（百万元）       | 2023         | 2024         | 2025E        | 2026E        | 2027E        | 利润表（百万元）          | 2023          | 2024          | 2025E         | 2026E         | 2027E         |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 11583        | 10224        | 10245        | 10526        | 11206        | 营业收入              | 17938         | 20000         | 22262         | 24397         | 26519         |
| 应收款项             | 180          | 126          | 1220         | 1337         | 1453         | 营业成本              | 15519         | 17412         | 18262         | 19536         | 20738         |
| 存货净额             | 202          | 355          | 214          | 227          | 239          | 营业税金及附加           | 28            | 38            | 45            | 49            | 53            |
| 其他流动资产           | 905          | 1308         | 1002         | 1098         | 1193         | 销售费用              | 237           | 249           | 289           | 317           | 345           |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>12980</b> | <b>12013</b> | <b>12681</b> | <b>13188</b> | <b>14091</b> | 管理费用              | 231           | 273           | 319           | 346           | 374           |
| 固定资产             | 25288        | 27135        | 28530        | 31067        | 33239        | 研发费用              | 144           | 161           | 178           | 195           | 212           |
| 无形资产及其他          | 751          | 733          | 705          | 677          | 648          | 财务费用              | 261           | 266           | 648           | 680           | 684           |
| 投资性房地产           | 5215         | 3949         | 3949         | 3949         | 3949         | 投资收益              | (1)           | (13)          | 3             | 3             | 3             |
| 长期股权投资           | 5            | 6            | 0            | (5)          | (11)         | 资产减值及公允价值变动       | (40)          | 14            | 15            | 15            | 0             |
| <b>资产总计</b>      | <b>44238</b> | <b>43835</b> | <b>45864</b> | <b>48874</b> | <b>51916</b> | 其他收入              | 997           | 887           | 722           | 705           | 688           |
| 短期借款及交易性金融负债     | 8921         | 4601         | 6222         | 6895         | 7180         | 营业利润              | 2616          | 2649          | 3439          | 4191          | 5016          |
| 应付款项             | 902          | 1443         | 1153         | 1222         | 1286         | 营业外净收支            | 26            | 4             | 0             | 0             | 0             |
| 其他流动负债           | 2972         | 3005         | 1948         | 2067         | 2178         | <b>利润总额</b>       | <b>2642</b>   | <b>2653</b>   | <b>3439</b>   | <b>4191</b>   | <b>5016</b>   |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>12796</b> | <b>9049</b>  | <b>9323</b>  | <b>10184</b> | <b>10644</b> | 所得税费用             | 385           | 381           | 860           | 1048          | 1254          |
| 长期借款及应付债券        | 11100        | 13812        | 13812        | 13812        | 13812        | 少数股东损益            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 其他长期负债           | 4592         | 3594         | 3543         | 3492         | 3441         | <b>归属于母公司净利润</b>  | <b>2257</b>   | <b>2273</b>   | <b>2579</b>   | <b>3144</b>   | <b>3762</b>   |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>15692</b> | <b>17405</b> | <b>17354</b> | <b>17304</b> | <b>17253</b> | <b>现金流量表（百万元）</b> | <b>2023</b>   | <b>2024</b>   | <b>2025E</b>  | <b>2026E</b>  | <b>2027E</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>28488</b> | <b>26454</b> | <b>26678</b> | <b>27487</b> | <b>27896</b> | 净利润               | 2257          | 2273          | 2579          | 3144          | 3762          |
| 少数股东权益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            | 资产减值准备            | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 股东权益             | 15750        | 17381        | 19186        | 21387        | 24020        | 折旧摊销              | 1409          | 1860          | 2705          | 3050          | 3389          |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>44238</b> | <b>43835</b> | <b>45864</b> | <b>48874</b> | <b>51916</b> | 公允价值变动损失          | 40            | (14)          | (15)          | (15)          | 0             |
|                  |              |              |              |              |              | 财务费用              | 261           | 266           | 648           | 680           | 684           |
| <b>关键财务与估值指标</b> | <b>2023</b>  | <b>2024</b>  | <b>2025E</b> | <b>2026E</b> | <b>2027E</b> | 营运资本变动            | 2190          | 339           | (2045)        | (89)          | (100)         |
| 每股收益             | 2.31         | 2.32         | 2.64         | 3.21         | 3.85         | 其它                | 0             | 0             | 0             | 0             | 0             |
| 每股红利             | 0.57         | 1.19         | 0.79         | 0.96         | 1.15         | <b>经营活动现金流</b>    | <b>5897</b>   | <b>4458</b>   | <b>3225</b>   | <b>6090</b>   | <b>7051</b>   |
| 每股净资产            | 16.10        | 17.76        | 19.62        | 21.87        | 24.56        | 资本开支              | 0             | (3708)        | (4057)        | (5544)        | (5533)        |
| ROIC             | 3.66%        | 3.87%        | 5%           | 6%           | 7%           | 其它投资现金流           | 122           | 109           | 0             | 0             | 0             |
| ROE              | 14.33%       | 13.08%       | 13%          | 15%          | 16%          | <b>投资活动现金流</b>    | <b>122</b>    | <b>(3599)</b> | <b>(4051)</b> | <b>(5538)</b> | <b>(5527)</b> |
| 毛利率              | 13%          | 13%          | 18%          | 20%          | 22%          | 权益性融资             | 53            | 0             | 0             | 0             | 0             |
| EBIT Margin      | 10%          | 9%           | 14%          | 16%          | 18%          | 负债净变化             | 204           | 2712          | 0             | 0             | 0             |
| EBITDA Margin    | 18%          | 19%          | 26%          | 29%          | 31%          | 支付股利、利息           | (553)         | (1166)        | (774)         | (943)         | (1129)        |
| 收入增长             | 114%         | 11%          | 11%          | 10%          | 9%           | 其它融资现金流           | (3998)        | (5308)        | 1621          | 673           | 285           |
| 净利润增长率           | -174%        | 1%           | 13%          | 22%          | 20%          | <b>融资活动现金流</b>    | <b>(4644)</b> | <b>(2217)</b> | <b>848</b>    | <b>(270)</b>  | <b>(844)</b>  |
| 资产负债率            | 64%          | 60%          | 58%          | 56%          | 54%          | <b>现金净变动</b>      | <b>1374</b>   | <b>(1359)</b> | <b>21</b>     | <b>281</b>    | <b>680</b>    |
| 股息率              | 1.0%         | 2.2%         | 1.5%         | 1.8%         | 2.1%         | 货币资金的期初余额         | 10208         | 11583         | 10224         | 10245         | 10526         |
| P/E              | 23.6         | 23.4         | 20.6         | 16.9         | 14.2         | 货币资金的期末余额         | 11583         | 10224         | 10245         | 10526         | 11206         |
| P/B              | 3.4          | 3.1          | 2.8          | 2.5          | 2.2          | 企业自由现金流           | 0             | 90            | (1019)        | 382           | 1354          |
| EV/EBITDA        | 25.7         | 21.4         | 13.6         | 11.5         | 9.9          | 权益自由现金流           | 0             | (2506)        | 116           | 545           | 1126          |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测



## 免责声明

### 分析师声明

作者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，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

| 投资评级标准                                                                                                                                                                                                                                               | 类别         | 级别   | 说明                            |
|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------|------|-------------------------------|
| 报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。 | 股票<br>投资评级 | 优于大市 | 股价表现优于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间   |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 股价表现弱于市场代表性指数 10%以上           |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 无评级  | 股价与市场代表性指数相比无明确观点             |
|                                                                                                                                                                                                                                                      | 行业<br>投资评级 | 优于大市 | 行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上         |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 中性   | 行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间 |
|                                                                                                                                                                                                                                                      |            | 弱于大市 | 行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上         |

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032