

## 利用率稳步回升，中期分红并回购提升股东回报

2025 年 08 月 31 日

► **2025 年 8 月 28 日公司发布 2025 年中报：**2025H1 公司营业收入 103 亿元，同比 +4.3%，归母净利润 11.7 亿元，同比-14.1%，扣非归母净利润 11.5 亿元，同比-15.2%；25Q2 公司营业收入 49.9 亿元，同比+6.0%，利润总额 6.5 亿元，同比+5.6%，归母净利润 4.9 亿元，同比-10.7%，扣非归母净利润 4.8 亿元，同比-13.0%。我们认为 25Q2 行业价格承压、去年同期所得税抵减的费用低基数恢复正常，造成 25Q2 归母净利润同比下降。

► **国内航线受到行业需求结构变化和竞争影响票价有所承压，国际航线日韩方向运力占比增加提升收益表现。国内票价承压：**2025H1 公司国内航线客公里收益同比-4.9%，受到行业需求结构变化和行业竞争影响，除去五一假期行业量价双旺（公司国内客座率同比+2.6pcts、客公里收益同比+2.0%），行业整体延续了 2024 年以价换量特征，其中 6 月商务出行表现欠佳拖累价格表现。**日韩航线运力占比增加提升收益表现：**东南亚是公司传统国际市场，2025 年泰国市场受多重负面因素影响需求表现欠佳，公司调整国际航线结构增加日韩航线航班，25H1 公司日本航线运力同比+117%、较 2019 年同期+78%，韩国航线运力投放亦超过 2019 年同期水平。25H1 公司国际线客公里收益同比-5.5%，尽管国际线供给恢复使得票价较去年同期高基数回落，但日韩航线占比提升国际线整体收益水平，25H1 国际线客公里收益较 19H1 仍有 11.5% 上涨。

► **油价回落带动单位成本下降，飞机利用率恢复缓解单位扣油成本上涨压力。油价回落缓解成本压力：**25H1 公司单位成本 0.30 元，同比-3.5%，主要由油价下降贡献（25H1 国内航空煤油出厂价同比-18%），公司单位燃油成本同比-13%；**利用率回升部分缓解单位扣油成本上涨压力：**海外机场保障成本显著高于国内且海外地服供应涨价幅度大，日韩航线运力增长使得公司单位起降成本同比+3.0%，发动机和维修成本项目亦存在涨价压力，25H1 公司单位扣油成本 0.20 元，同比+1.9%，25H1 公司飞机利用率 9.74 小时，同比+5.0% 一定程度上摊薄了扣油成本涨幅。公司上半年机队利用率较 2019 年同期仍有 13% 差距，我们预计往后利用率回升仍有一定的成本缓冲空间。

► **推出新一轮股份回购用于员工持股完善公司长效激励机制，中期分红提升股东回报。**公司发布新一轮股份回购预案，拟以自有和自筹资金 3.0-5.0 亿元回购股份用于员工持股计划（上轮回购耗资 3.0 亿元已于 2025 年 8 月 22 日完成），公司于 2022 年首次开展股票回购，至今四次股份回购均用于员工持股计划，我们认为长效股份回购机制体现了管理层对核心团队、股东和公司利益一致性的重视，有利于公司长期稳健发展。此外公司宣派中期分红 4.18 亿元（占 25H1 归母净利润 35.7%），体现出公司对股东回报的重视。

► **投资建议：**上半年国际航线需求扰动、国内价格仍承压，我们看好公司价格韧性和公司经营能力，看好利用率回升及中长期公司航网布局深化带动的公司票价水平及盈利能力提升。我们维持公司 2025-2027 年归母净利润 25.9/29.6/34.7 亿元，当前春秋航空股价对应 2025-2027 年 20/18/15 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公商务需求恢复不及预期；油价大幅上涨；飞行员恢复进度低于预期。

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	20,000	21,017	22,555	24,782
增长率 (%)	11.5	5.1	7.3	9.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	2,273	2,589	2,962	3,470
增长率 (%)	0.7	13.9	14.4	17.2
每股收益 (元)	2.32	2.65	3.03	3.55
PE	23	20	18	15
PB	3.0	2.8	2.4	2.1

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 8 月 29 日收盘价）

### 推荐

维持评级

当前价格：

53.35 元



**分析师 黄文鹤**

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

**分析师 张晓瀚**

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

**研究助理 陈佳裕**

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

### 相关研究

1.春秋航空 (601021.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：价格具备韧性，分红比例提升增强投资者回报-2025/05/04

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	20,000	21,017	22,555	24,782
营业成本	17,412	17,776	18,535	20,024
营业税金及附加	38	44	48	52
销售费用	249	273	293	322
管理费用	273	252	271	297
研发费用	161	168	180	198
EBIT	2,915	3,598	4,356	5,053
财务费用	266	392	437	456
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0
营业利润	2,649	3,206	3,919	4,597
营业外收支	4	30	30	30
利润总额	2,653	3,236	3,949	4,627
所得税	381	647	987	1,157
净利润	2,273	2,589	2,962	3,470
归属于母公司净利润	2,273	2,589	2,962	3,470
EBITDA	5,724	6,586	7,729	8,856

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,224	7,710	7,332	7,398
应收账款及票据	126	132	142	156
预付款项	399	408	425	459
存货	355	362	378	408
其他流动资产	909	928	957	998
流动资产合计	12,013	9,540	9,233	9,419
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	24,922	25,646	26,778	28,188
无形资产	733	740	747	755
非流动资产合计	31,822	35,518	39,217	42,820
资产合计	43,835	45,058	48,451	52,240
短期借款	629	129	129	129
应付账款及票据	1,443	1,048	1,184	1,224
其他流动负债	6,977	7,146	7,356	7,671
流动负债合计	9,049	8,323	8,669	9,023
长期借款	13,812	13,312	12,812	12,312
其他长期负债	3,594	4,615	5,617	6,559
非流动负债合计	17,405	17,926	18,429	18,871
负债合计	26,454	26,249	27,097	27,894
股本	979	978	978	978
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	17,381	18,809	21,353	24,346
负债和股东权益合计	43,835	45,058	48,451	52,240

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	11.50	5.09	7.32	9.87
EBIT 增长率	-0.03	23.41	21.07	16.01
净利润增长率	0.69	13.88	14.43	17.15
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	12.94	15.42	17.82	19.20
净利润率	11.36	12.32	13.13	14.00
总资产收益率 ROA	5.19	5.74	6.11	6.64
净资产收益率 ROE	13.08	13.76	13.87	14.25
<b>偿债能力</b>				
流动比率	1.33	1.15	1.07	1.04
速动比率	1.18	0.99	0.91	0.89
现金比率	1.13	0.93	0.85	0.82
资产负债率 (%)	60.35	58.26	55.93	53.40
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	2.75	2.21	2.18	2.16
存货周转天数	5.76	7.27	7.19	7.07
总资产周转率	0.45	0.47	0.48	0.49
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.32	2.65	3.03	3.55
每股净资产	17.77	19.23	21.83	24.88
每股经营现金流	6.03	5.93	7.29	8.22
每股股利	0.82	0.43	0.49	0.57
<b>估值分析</b>				
PE	23	20	18	15
PB	3.0	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	10.99	9.55	8.14	7.10
股息收益率 (%)	1.54	0.80	0.92	1.07

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,273	2,589	2,962	3,470
折旧和摊销	2,809	2,989	3,373	3,803
营运资金变动	375	-267	275	234
经营活动现金流	5,895	5,803	7,132	8,044
资本开支	-7,213	-4,661	-4,823	-4,961
投资	19	0	0	0
投资活动现金流	-9,893	-4,792	-4,823	-4,961
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,376	-870	-500	-500
筹资活动现金流	-349	-3,525	-2,687	-3,017
现金净流量	-4,309	-2,514	-378	66

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048