

春秋航空 (601021.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收益水平回落 Q3 净利小幅下滑

业绩

2025 年 10 月 30 日，春秋航空发布 2025 年第三季度报告。2025 年前三季度实现营业收入 168 亿元，同比增长 5%；实现归母净利润 23.4 亿元，同比下降 10%；其中 Q3 实现营业收入 64.7 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 11.7 亿元，同比下降 6.2%。

经营分析

Q3 收益水平同比回落，量增推动收入增长。2025Q3 公司营业收入同比增长 6%，主要系量增推动，分量价看：(1) 量：2025Q3 公司 RPK 同比增长 14%，主要靠国际线 RPK 拉动（同比+26%，恢复至 2019Q3 98%）。(2) 价：估算 2025Q3 公司客公里收益同比下降 7%，主要系暑运期间行业商务线需求未能充分释放，国内票价不及预期；同期估算公司座公里收益同比下降 7.1%，主要系客座率同比下降 0.1pct，其中国际线客座率同比下降 0.8pct。

单位成本下降不及收益回落，Q3 盈利能力小幅回落。2025Q3 公司单位座公里营业成本为 0.29 元，同比下降 4.7%，主要系油价下跌以及利用率提升影响。因成本降幅低于收益水平下降，2025Q3 公司毛利率为 24%，同比下降 2pct。费用率方面，2025Q3 公司销售、管理、研发、财务费用率合计下降 0.1pct，主要系财务费用率下降 0.2pct。此外，Q3 公司其他收益 2.9 亿元，同比下降 11%，主要系补贴节奏确认影响。综上，2025Q3 公司归母净利率为 18%，同比下降 2.3pct。

新航季计划航班量增速领跑，利用率恢复成本或进一步降低。2025 年冬春航季，公司每周计划航班量为 3948 班，同比增长 5.2%，领跑其他航司，其中国内航线计划航班量同比增长 9.6%。公司飞机日利用率较 2019 年约有 10% 的缺口，高于行业，未来利用率恢复空间大，随着航班量增长周转提升，公司单位固定成本有望进一步下降，推动盈利提升。

盈利预测、估值与评级

维持公司 2025-2027 年归母净利预测 23 亿元、31 亿元、36 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

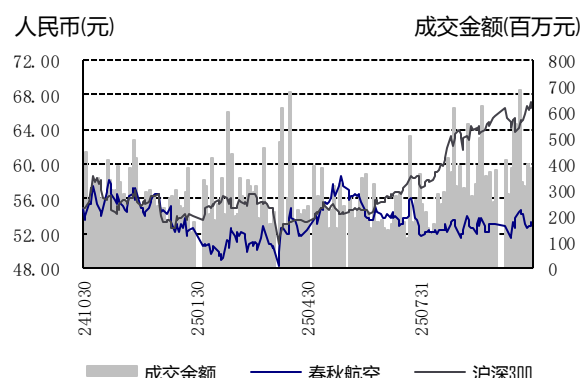
分析师：王凯婕 (执业 S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：53.35 元

相关报告：

- 《春秋航空公司点评：票价回落及税盾影响 H1 业绩同比下降》，2025.8.29
- 《春秋航空公司点评：单位成本明显改善 全年利润小幅增长》，2025.4.30
- 《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



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	21,490	24,356	26,678
营业收入增长率	114.34%	11.50%	7.45%	13.33%	9.54%
归母净利润(百万元)	2,257	2,273	2,326	3,115	3,590
归母净利润增长率	-174.36%	0.69%	2.35%	33.90%	15.24%
摊薄每股收益(元)	2.307	2.323	2.378	3.184	3.669
每股经营性现金流净额	6.58	5.84	6.11	7.57	8.13
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.33%	13.08%	12.49%	15.20%	15.85%
P/E	21.76	24.83	22.53	16.83	14.60
P/B	3.12	3.25	2.81	2.56	2.31

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	21,490	24,356	26,678
增长率	114.3%	11.5%	7.5%	13.3%	9.5%	
主营业务成本	-11,590	-15,519	-17,412	-18,548	-20,495	-22,270
%销售收入	138.5%	86.5%	87.1%	86.3%	84.1%	83.5%
毛利	-3,221	2,419	2,588	2,942	3,861	4,408
%销售收入	n.a	13.5%	12.9%	13.7%	15.9%	16.5%
营业税金及附加	-24	-28	-38	-41	-47	-51
%销售收入	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
销售费用	-180	-237	-249	-268	-303	-332
%销售收入	2.1%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
管理费用	-188	-231	-273	-293	-332	-364
%销售收入	2.3%	1.3%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
研发费用	-122	-144	-161	-173	-196	-214
%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	2,168	2,983	3,447
%销售收入	n.a	9.9%	9.3%	10.1%	12.2%	12.9%
财务费用	-622	-261	-266	-248	-163	-100
%销售收入	7.4%	1.5%	1.3%	1.2%	0.7%	0.4%
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	3,112	4,154	4,786
营业利润率	n.a	14.6%	13.2%	14.5%	17.1%	17.9%
营业外收支	18	26	4	-10	0	0
税前利润	-3,399	2,642	2,653	3,102	4,154	4,786
利润率	n.a	14.7%	13.3%	14.4%	17.1%	17.9%
所得税	363	-385	-381	-775	-1,038	-1,197
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	2,326	3,115	3,590
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	2,326	3,115	3,590
净利率	n.a	12.6%	11.4%	10.8%	12.8%	13.5%

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	2,326	3,115	3,590
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	2,345	2,444	2,812	2,959	3,137	3,344
非经营收益	146	294	262	499	535	573
营运资金变动	983	1,443	373	197	617	451
经营活动现金净流	439	6,438	5,719	5,981	7,404	7,957
资本开支	-4,572	-3,203	-7,213	-1,163	-1,398	-1,398
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	-1,163	-1,398	-1,398
股权募资	2,972	0	0	-150	0	0
债权募资	4,183	-1,884	-1,376	205	0	0
其他	-250	-828	1,027	-1,442	-1,781	-2,009
筹资活动现金净流	6,906	-2,712	-349	-1,387	-1,781	-2,009
现金净流量	3,055	1,031	-4,485	3,431	4,226	4,551

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	13,568	17,655	22,007
应收款项	633	537	498	556	630	690
存货	175	202	355	297	328	356
其他流动资产	830	658	936	954	998	1,038
流动资产	11,846	12,980	12,013	15,375	19,611	24,091
%总资产	27.3%	29.3%	27.4%	33.2%	39.1%	44.6%
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%	56.0%	50.1%	44.8%
无形资产	1,177	1,259	1,232	1,255	1,275	1,293
非流动资产	31,574	31,258	31,822	30,972	30,545	29,911
%总资产	72.7%	70.7%	72.6%	66.8%	60.9%	55.4%
资产总计	43,420	44,238	43,835	46,347	50,156	54,003
短期借款	11,023	8,921	4,601	4,645	4,645	4,645
应付款项	945	1,158	1,678	1,511	1,669	1,814
其他流动负债	1,479	2,717	2,770	3,121	3,694	4,101
流动负债	13,446	12,796	9,049	9,276	10,008	10,560
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	4,632	5,840	6,981
负债	29,727	28,488	26,454	27,721	29,660	31,353
普通股股东权益	13,693	15,750	17,381	18,627	20,496	22,650
其中：股本	979	979	979	979	979	979
未分配利润	4,409	6,591	8,180	9,576	11,445	13,599
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	46,347	50,156	54,003

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-3.102	2.307	2.323	2.378	3.184	3.669
每股净资产	13.993	16.095	17.762	19.039	20.950	23.152
每股经营现金净流	0.448	6.579	5.845	6.112	7.566	8.132
每股股利	0.000	0.700	0.820	0.951	1.273	1.467
回报率						
净资产收益率	-22.17%	14.33%	13.08%	12.49%	15.20%	15.85%
总资产收益率	-6.99%	5.10%	5.19%	5.02%	6.21%	6.65%
投入资本收益率	-9.36%	4.24%	4.47%	4.38%	5.74%	6.29%
增长率						
主营业务收入增长率	-22.92%	114.34%	11.50%	7.45%	13.33%	9.54%
EBIT 增长率	260.79%	-147.60%	5.01%	16.11%	37.62%	15.54%
净利润增长率	-7861.89%	-174.36%	0.69%	2.35%	33.90%	15.24%
总资产增长率	13.31%	1.88%	-0.91%	5.73%	8.22%	7.67%
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	403.6	343.4	300.8
偿债能力						
净负债/股东权益	84.44%	53.58%	47.11%	26.24%	3.91%	-15.68%
EBIT 利息保障倍数	-6.0	6.8	7.0	8.7	18.3	34.3
资产负债率	68.46%	64.40%	60.35%	59.81%	59.14%	58.06%

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	0	4	16	26	61
增持	0	3	6	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.43	1.27	1.26	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	2023-10-31	买入	52.90	N/A
2	2024-08-30	买入	48.56	N/A
3	2024-10-31	买入	56.27	N/A
4	2025-04-30	买入	53.37	N/A
5	2025-08-29	买入	54.00	N/A

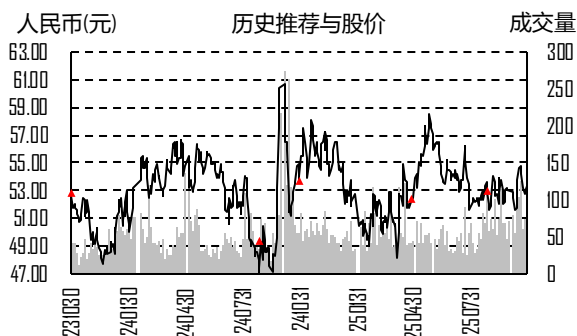
来源：国金证券研究所

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。

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