

客公里收益阶段性承压，看好收入端量价回升

2025 年 11 月 04 日

► **2025 年 10 月 30 日公司发布 2025 年三季报：**2025Q1-3 公司营收 168 亿元，同比+5.0%，归母净利润 23.4 亿元，同比-10.3%，扣非归母净利润 23.1 亿元，同比-10.9%。**单三季度：**25Q3 公司营收 65 亿元，同比+6.0%，归母净利润 11.7 亿元，同比-6.2%，扣非归母净利 11.7 亿元，同比-6.1%。25Q3 公司盈利和毛利率同比下降，主要系公司客公里收益同比下降，收入端 Q3 行业价格回落的情况下客座率提升不明显，单位成本降幅低于价格降幅导致毛利率下降，运量提升对收入拉动幅度低于利润率降幅导致盈利同比下降。

► **25Q3 公司运力投放同比增长 14%，整体客座率与 24Q3 持平。**根据公司公告，25Q3 公司运力投放同比+14%，整体客座率达到 92.5%，同比基本持平。运力主要增投在国际航线，25Q3 公司国际港澳台运力同比增长 25%，客座率达到 89.3%，同比-0.9pct，国际航线增班后供需基本平衡；国内航线运力同比增长 11%，客座率 93.5%，与往年 Q3 旺季基本持平。

► **油价回落和飞机利用率恢复带动单位成本下降，但客公里收益阶段性承压导致利润率同比下滑。**公司 25Q3 毛利率 23.8%，同比-1.9pcts，单位成本同比下降 4.7%，小于座公里收益降幅：**1) 油价回落缓解成本压力：**25Q3 国内航空煤油出厂价同比-11%，我们测算公司单位燃油成本同比-11%；**2) 飞机利用率提升带动单位非油成本下降：**我们测算 25Q3 公司单位非油成本同比-0.9%，虽然国际运力增长后面临起降成本提升，且发动机和维修成本项目亦存在涨价压力，但飞机利用率提升使得单位非油成本下降（25H1 机队利用率较 2019 年同期仍有 13%差距，利用率有回升空间）；**3) 座公里收益同比下降：**受行业降价影响我们测算公司 25Q3 整体座公里收益同比-7.5%，由于公司稳态客座率高于行业，客座率提升对座公里收益贡献较小。

► **由于暑期国内机票价格承压以及日本线价格下降，公司客公里收益阶段性承压，看好收入端量价回升。**公司客公里收益受到暑期国内航线和日本航线价格下降影响，航班管家显示 25Q3 国内票价同比-3.9%。我们认为行业降价来提升客座率达到较为极致水平，往后看公司客公里收益有望从低位走出。运力端公司机队利用率仍有回升空间，叠加机队净增长，运量仍在扩张通道，看好量价回升。

► **投资建议：**前三季度国内机票价格阶段承压，我们看好行业供需改善带动票价回升以及公司量价回升，看好公司中长期航网布局深化带动的公司票价水平及盈利能力提升。我们下调 2025 年归母净利润预测至 24.0 亿元，维持 2026-2027 年归母净利润预测 29.6/34.7 亿元，当前春秋航空股价对应 2025-2027 年 22/18/15 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	21,518	22,548	24,381
增长率（%）	11.5	7.6	4.8	8.1
归属母公司股东净利润（百万元）	2,273	2,403	2,962	3,470
增长率（%）	0.7	5.7	23.3	17.1
每股收益（元）	2.32	2.46	3.03	3.55
PE	23	22	18	15
PB	3.0	2.8	2.5	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 11 月 3 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

53.38 元


分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张骁瀚

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) 2025 年半年报点评：利用率稳步回升，中期分红并回购提升股东回报-2025/08/31

2.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	21,518	22,548	24,381
营业成本	17,412	18,517	18,517	19,607
营业税金及附加	38	45	48	51
销售费用	249	280	293	317
管理费用	273	258	271	293
研发费用	161	172	180	195
EBIT	2,915	3,366	4,368	5,065
财务费用	266	392	448	468
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0
营业利润	2,649	2,974	3,920	4,597
营业外收支	4	30	30	30
利润总额	2,653	3,004	3,950	4,627
所得税	381	601	987	1,157
净利润	2,273	2,403	2,962	3,470
归属于母公司净利润	2,273	2,403	2,962	3,470
EBITDA	5,724	6,380	7,818	8,994

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	10,224	6,955	6,567	6,659
应收账款及票据	126	135	142	153
预付款项	399	425	425	450
存货	355	378	378	400
其他流动资产	909	937	956	991
流动资产合计	12,013	8,829	8,467	8,652
长期股权投资	6	6	6	6
固定资产	24,922	27,147	29,223	31,437
无形资产	733	740	747	755
非流动资产合计	31,822	36,067	39,693	43,176
资产合计	43,835	44,896	48,160	51,828
短期借款	629	129	129	129
应付账款及票据	1,443	1,092	1,183	1,198
其他流动负债	6,977	7,228	7,354	7,609
流动负债合计	9,049	8,449	8,666	8,937
长期借款	13,812	13,312	12,812	12,312
其他长期负债	3,594	4,503	5,505	6,448
非流动负债合计	17,405	17,815	18,317	18,759
负债合计	26,454	26,263	26,983	27,696
股本	979	978	978	978
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	17,381	18,632	21,177	24,132
负债和股东权益合计	43,835	44,896	48,160	51,828

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
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.50	7.59	4.79	8.13
EBIT 增长率	-0.03	15.46	29.76	15.96
净利润增长率	0.69	5.72	23.28	17.14
盈利能力 (%)				
毛利率	12.94	13.95	17.88	19.58
净利润率	11.36	11.17	13.14	14.23
总资产收益率 ROA	5.19	5.35	6.15	6.70
净资产收益率 ROE	13.08	12.90	13.99	14.38
偿债能力				
流动比率	1.33	1.05	0.98	0.97
速动比率	1.18	0.89	0.82	0.81
现金比率	1.13	0.82	0.76	0.75
资产负债率 (%)	60.35	58.50	56.03	53.44
经营效率				
应收账款周转天数	2.75	2.18	2.21	2.18
存货周转天数	5.76	7.12	7.34	7.14
总资产周转率	0.45	0.49	0.48	0.49
每股指标 (元)				
每股收益	2.32	2.46	3.03	3.55
每股净资产	17.77	19.05	21.65	24.67
每股经营现金流	6.03	5.86	7.28	8.29
每股股利	0.82	0.43	0.53	0.62
估值分析				
PE	23	22	18	15
PB	3.0	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	11.07	9.93	8.11	7.05
股息收益率 (%)	1.54	0.80	0.99	1.15

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,273	2,403	2,962	3,470
折旧和摊销	2,809	3,015	3,451	3,929
营运资金变动	375	-185	192	178
经营活动现金流	5,895	5,733	7,127	8,113
资本开支	-7,213	-5,147	-4,827	-4,967
投资	19	0	0	0
投资活动现金流	-9,893	-5,377	-4,827	-4,967
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-1,376	-990	-500	-500
筹资活动现金流	-349	-3,625	-2,687	-3,054
现金净流量	-4,309	-3,269	-387	92

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。	公司评级	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