

春秋航空 (601021)

成本严格管控，静待行业拐点

入境游高增长，行业拐点或现

优化过境免签、扩大单方面免签，2025 年 1-9 月免签入境外国人同比增长 52%、国际航班客运量增长 25%，未来有望继续高增长。如果免签出入境外国人增速维持 40%左右，那么国际航班客运量增速有望维持 15%左右，拉动航空旅客周转量增速 3.1pct。如果入境游高增长带动航空客运周转量增速维持 6%左右，超过飞机数量近 3%的增速，而飞机利用率、客座率上升空间有限，票价有望趋势上涨，行业盈利拐点或现。

运力延续高增，盈利略有下滑

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%。获益于公司较快的飞机引进速度以及利用率修复，公司 ASK 持续保持快速增长，25Q3 公司 ASK 同比增加 14.1%，RPK 同比增加 14.0%。2023 年以来，公司国际及地区 RPK 占比趋势提高，25Q3 已达 21%。单位成本下降不及收益回落，Q3 盈利能力小幅回落。

成本严格管控，应对市场波动

增收降本减费，铸就高盈利能力。春秋航空收入份额与运力份额高度正相关，并随之增长。飞机引进增速较快，推动营收高增长，市场份额提升。成本严格管控，低成本优势显著。2022 年以来，获益于油价下跌以及公司领先的管理能力，单位座公里成本呈下降趋势，扣油单位成本基本持平。25Q3 成本改善的主要驱动力来自于运力利用率的有效恢复，成本管控是应对市场波动的核心方式。

调整盈利预测，维持“买入”评级

考虑到票价承压、发动机维修等影响，下调 2025 和 2026 年预测归母净利润至 23.0 和 29.4 亿元（原预测 33.9 和 39.1 亿元），引入 2027 年预测归母净利润 34.0 亿元。维持“买入”评级。

风险提示：经济持续低迷，燃料油成本超预期上行，飞机引进速度加快，飞行员紧缺风险，测算具有主观性。

财务数据和估值	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	17,937.86	19,999.93	21,541.92	24,258.95	27,550.48
增长率(%)	114.34	11.50	7.71	12.61	13.57
EBITDA(百万元)	3,290.07	3,888.82	4,443.67	5,516.35	6,421.80
归属母公司净利润(百万元)	2,257.43	2,272.94	2,300.02	2,940.26	3,396.80
增长率(%)	(174.36)	0.69	1.19	27.84	15.53
EPS(元/股)	2.31	2.32	2.35	3.01	3.47
市盈率(P/E)	23.59	23.43	23.15	18.11	15.67
市净率(P/B)	3.38	3.06	2.80	2.53	2.27
市销率(P/S)	2.97	2.66	2.47	2.19	1.93
EV/EBITDA	15.88	15.60	13.08	10.63	9.46

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	交通运输/航空机场
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	54.42 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	978.33
流通 A 股股本(百万股)	978.33
A 股总市值(百万元)	53,240.90
流通 A 股市值(百万元)	53,240.90
每股净资产(元)	18.58
资产负债率(%)	60.93
一年内最高/最低(元)	60.48/48.20

作者

陈金海	分析师
SAC 执业证书编号：S1110521060001	
chenjinhai@tfzq.com	
李宁	联系人
liningb@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《春秋航空-首次覆盖报告:高 ROE、高成长、高弹性》 2024-10-22
- 《春秋航空-半年报点评:积极调整，把握国内航空市场复苏》 2021-09-02
- 《春秋航空-季报点评:盈利基本符合预期，继续看好低成本航空发展前景》 2020-10-31

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	11,582.69	10,223.81	8,173.78	7,735.75	5,701.94	营业收入	17,937.86	19,999.93	21,541.92	24,258.95	27,550.48
应收票据及应收账款	180.38	125.59	203.97	167.16	254.33	营业成本	15,518.70	17,412.26	18,613.80	20,460.63	23,078.10
预付账款	384.99	399.31	439.11	482.49	557.00	营业税金及附加	28.36	38.37	41.33	46.54	52.85
存货	202.06	355.06	240.51	414.15	324.26	销售费用	237.24	249.16	268.37	302.22	343.22
其他	629.53	909.03	949.31	1,008.07	1,069.30	管理费用	231.47	272.56	293.57	330.60	375.46
流动资产合计	12,979.65	12,012.79	10,006.68	9,807.63	7,906.82	研发费用	144.18	160.63	173.01	194.84	221.27
长期股权投资	4.96	5.58	5.84	6.24	6.67	财务费用	261.34	266.40	291.98	323.85	346.32
固定资产	19,073.48	24,921.99	26,629.78	30,037.56	34,095.35	资产/信用减值损失	(1.56)	(2.91)	(2.91)	(2.91)	(2.91)
在建工程	6,214.20	2,212.67	2,312.67	2,412.67	2,512.67	公允价值变动收益	(39.97)	14.34	0.00	0.00	0.00
无形资产	751.08	733.33	704.62	675.69	646.11	投资净收益	(1.22)	(12.89)	(12.89)	(12.89)	(12.89)
其他	5,214.53	3,948.65	3,894.36	3,829.81	3,739.11	其他	1,142.45	1,050.04	850.00	850.00	850.00
非流动资产合计	31,258.25	31,822.22	33,547.26	36,961.96	40,999.91	营业利润	2,616.27	2,649.13	2,694.06	3,434.48	3,967.45
资产总计	44,237.90	43,835.01	43,553.94	46,769.59	48,906.74	营业外收入	28.31	9.86	8.00	8.00	8.00
短期借款	3,784.70	628.93	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业外支出	2.58	5.54	17.00	10.00	10.00
应付票据及应付账款	902.39	1,443.15	1,064.24	1,691.93	1,416.83	利润总额	2,642.01	2,653.45	2,685.06	3,432.48	3,965.45
其他	8,108.79	6,976.66	6,903.82	7,433.60	7,468.08	所得税	384.58	380.50	385.04	492.22	568.65
流动负债合计	12,795.88	9,048.74	8,968.06	10,125.53	9,884.91	净利润	2,257.43	2,272.94	2,300.02	2,940.26	3,396.80
长期借款	11,100.12	13,811.70	12,000.00	12,000.00	12,000.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	2,257.43	2,272.94	2,300.02	2,940.26	3,396.80
其他	4,592.00	3,593.67	3,593.67	3,593.67	3,593.67	每股收益(元)	2.31	2.32	2.35	3.01	3.47
非流动负债合计	15,692.11	17,405.37	15,593.67	15,593.67	15,593.67						
负债合计	28,487.99	26,454.12	24,561.74	25,719.20	25,478.59	主要财务比率	2023	2024	2025E	2026E	2027E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	978.55	978.55	978.33	978.33	978.33	营业收入	114.34%	11.50%	7.71%	12.61%	13.57%
资本公积	7,792.41	7,793.44	7,784.16	7,784.16	7,784.16	营业利润	-176.57%	1.26%	1.70%	27.48%	15.52%
留存收益	7,080.52	8,669.69	10,279.71	12,337.89	14,715.65	归属于母公司净利润	-174.36%	0.69%	1.19%	27.84%	15.53%
其他	(101.57)	(60.79)	(50.00)	(50.00)	(50.00)	获利能力					
股东权益合计	15,749.91	17,380.90	18,992.21	21,050.39	23,428.15	毛利率	13.49%	12.94%	13.59%	15.66%	16.23%
负债和股东权益总计	44,237.90	43,835.01	43,553.94	46,769.59	48,906.74	净利率	12.58%	11.36%	10.68%	12.12%	12.33%
						ROE	14.33%	13.08%	12.11%	13.97%	14.50%
						ROIC	13.26%	13.24%	11.83%	13.47%	13.97%
						偿债能力					
						资产负债率	64.40%	60.35%	56.39%	54.99%	52.10%
						净负债率	53.58%	47.11%	46.32%	43.88%	48.10%
						流动比率	1.01	1.33	1.12	0.97	0.80
						速动比率	1.00	1.29	1.09	0.93	0.77
						营运能力					
						应收账款周转率	125.60	130.73	130.73	130.73	130.73
						存货周转率	95.20	71.80	72.34	74.11	74.62
						总资产周转率	0.41	0.45	0.49	0.54	0.58
						每股指标(元)					
						每股收益	2.31	2.32	2.35	3.01	3.47
						每股经营现金流	6.84	6.02	4.57	7.02	6.57
						每股净资产	16.10	17.76	19.41	21.52	23.95
						估值比率					
						市盈率	23.59	23.43	23.15	18.11	15.67
						市净率	3.38	3.06	2.80	2.53	2.27
						EV/EBITDA	15.88	15.60	13.08	10.63	9.46
						EV/EBIT	27.77	29.90	27.18	20.14	17.53

现金流量表(百万元)					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	2,257.43	2,272.94	2,300.02	2,940.26	3,396.80
折旧摊销	1,480.27	1,939.84	2,304.72	2,605.12	2,955.12
财务费用	255.79	259.56	291.98	323.85	346.32
投资损失	1.22	12.89	12.89	12.89	12.89
营运资金变动	2,728.95	(45.93)	(441.63)	982.64	(283.36)
其它	(29.49)	1,455.66	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	6,694.17	5,894.97	4,467.98	6,864.76	6,427.77
资本支出	3,297.75	4,687.96	4,083.79	6,083.98	7,083.34
长期投资	0.31	0.62	0.26	0.40	0.43
其他	(6,046.28)	(14,581.26)	(8,180.74)	(12,181.24)	(14,180.00)
投资活动现金流	(2,748.21)	(9,892.68)	(4,096.68)	(6,096.87)	(7,096.23)
债权融资	(2,159.55)	(1,875.16)	(1,732.61)	(323.85)	(346.32)
股权融资	(884.18)	(756.28)	(688.71)	(882.08)	(1,019.04)
其他	332.23	2,282.33	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(2,711.50)	(349.12)	(2,421.32)	(1,205.92)	(1,365.36)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	1,234.46	(4,346.84)	(2,050.02)	(438.03)	(2,033.82)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com