

春秋航空 (601021.SH)

全年营收稳健增长，四季度盈利显著改善

核心观点:

- 25 全年营收稳健增长，四季度利润大幅减亏。** 公司发布 2025 年报，全年实现营业收入 214.6 亿元 (yoy+7.3%)；税前利润 30.3 亿元，同比提升 14.2%；由于 25 年不再有税盾，所得税率回升至 24%，使得所得税费用同比提升 87.3%，最终归母净利润小幅增长 2.0% 至 23.2 亿元。其中，单 Q4 实现营业收入 46.9 亿元 (yoy+16.5%)，营业成本 47.4 亿元 (yoy+5.8%)，毛利率同比提升 10.2pcts 至 -1.1%，最终单季度归母净利润 -0.2 亿元，同比减亏 3.1 亿元。
- 供需增长与成本管控双轮驱动，经营效率边际改善。** 供需端，2025 年公司共引进 5 架飞机，机队日平均利用率同比增长 7.2% 至 10.0 小时，推动总供给/需求同比各上升 12.1%/12.1%，客座率微幅提升至 91.5%。分地区来看，国内航线、国际航线、地区航线供需同比分别变化 +8.7%/+9.1%、+28.5%/+27.5%、-27.7%/-27.6%。**成本端**，机队数量增加及日利用率提升摊薄单位固定成本，推动公司单位 ASK 成本同比下降 5.0%；受益于国际油价 2025 年呈现宽幅震荡下行趋势，公司单位航油成本同比下降 9.6%；单位扣油成本同比下降 2.5%。**收入端**，单位座/客公里收益同比下降 3.7%/3.8%，其中，国内线/国际线/地区线单位客公里收益同比分别变化 -4.9%/-1.9%/+5.8%。票价虽仍承压，但得益于单位成本下行幅度大于收入，公司毛利率同比小幅提升 0.65pcts 至 13.6%。
- 盈利预测与投资建议。** 综合考虑近期油价上涨等影响，我们测算未来三年公司营业收入为 277.3/286.6/312.0 亿元，归母净利润分别为 25.58/29.27/40.44 亿元，参考可比公司，给予公司 20X 2026PE，对应合理价值 52.30 元/股。维持“增持”评级。
- 风险提示：** 宏观经济与出行需求波动风险；航油价格与汇率波动风险；安全与运营风险等。

盈利预测:

单位:人民币百万元	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,000	21,460	27,728	28,659	31,201
增长率 (%)	11.5%	7.3%	29.2%	3.4%	8.9%
EBITDA	5,727	5,661	6,437	7,256	8,969
归母净利润	2,273	2,317	2,558	2,927	4,044
增长率 (%)	0.7%	2.0%	10.4%	14.4%	38.2%
EPS (元/股)	2.32	2.37	2.61	2.99	4.13
市盈率 (P/E)	24.8	25.1	18.0	15.8	11.4
ROE (%)	13.1%	12.8%	12.3%	12.4%	14.6%
EV/EBITDA	10.6	11.2	8.3	7.3	5.6

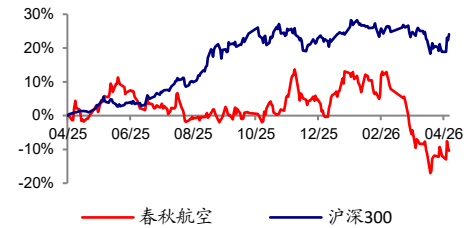
数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

增持

当前价格	47.14 元
合理价值	52.30 元
前次评级	增持
报告日期	2026-04-12

相对市场表现



分析师:

许可



SAC 执证号: S0260523120004

SFC CE No. BUY008



0755-88285832



xuke@gf.com.cn

分析师:

陈宇



SAC 执证号: S0260524100002

SFC CE No. BLW740



021-38003771



shchenyu@gf.com.cn

相关研究:

春秋航空 (601021.SH) :Q1 2025-05-04

税前利润微增, 看好经营管

 理 α 突出

一、运营假设

运力层面，公司2024-2025年ASK同比增长16.07%、12.08%，结合机队引进以及日利用率恢复节奏，2026-2028年预计同比增长14.60%/9.58%/7.69%，运力投放延续稳健扩张态势；需求层面，2024-2025年客座率稳定在91.5%的行业高位，未来三年预计维持稳定，RPK增速与ASK增速基本匹配，体现出公司航线网络的需求韧性与精细化运营能力。收入层面，2026年航空客运收入预计同比增长29.44%，主要受益于运力扩张与票价弹性释放，2027-2028年增速回归3.30%、8.89%的常态化水平，增长动能持续夯实；成本层面，2026年单位ASK营业成本受航油等外部因素影响同比上行14.39%，2027-2028年预计同比下降7.46%、3.38%，低成本运营优势持续凸显，成本管控能力为公司盈利弹性提供坚实支撑。综上，我们预计未来三年归母净利润分别为25.58/29.27/40.44亿元。参考可比公司，给予公司20X 2026PE，对应合理价值52.30元/股。维持“增持”评级。

表 1: 关键运营数据假设

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
可用座公里 (ASK 百万座公里)	55,093	61,749	70,766	77,548	83,515
YoY	16.07%	12.08%	14.60%	9.58%	7.69%
旅客周转量(RPK 百万客公里)	50,404	56,519	64,295	70,647	76,340
YoY	18.79%	12.13%	13.76%	9.88%	8.06%
客座率 (P L/F)	91.5%	91.5%	90.9%	91.1%	91.4%
	2.10%	0.04%	-0.67%	0.24%	0.31%
航空客运收入 (百万人民币)	19,405	20,937	27,102	27,996	30,485
YoY	11.03%	7.90%	29.44%	3.30%	8.89%
营业成本 (百万人民币)	17,412	18,544	24,310	24,653	25,652
YoY	12.20%	6.50%	31.09%	1.41%	4.06%
单位 ASK 营业成本 (元)	0.3160	0.3003	0.3435	0.3179	0.3072
YoY	-3.33%	-4.98%	14.39%	-7.46%	-3.38%
归母净利润 (百万人民币)	2,273	2,317	2,558	2,927	4,044

资料来源：公司年报，广发证券发展研究中心

表 2: 可比公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)		PB (倍)	
			2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E	2026E	2027E
002928.SZ	华夏航空	109.29	0.75	0.93	11.45	9.19	3.88	4.80	2.21	1.78
600115.SH	中国东航	931.99	0.34	0.39	35.57	13.17	1.91	2.21	2.01	1.89
600221.SH	海航控股	631.95	0.10	0.15	14.04	9.88	0.26	0.41	5.62	3.56
601111.SH	中国国航	1,084.49	0.49	0.57	34.47	14.08	2.84	3.27	2.13	2.00
603885.SH	吉祥航空	268.85	0.82	1.07	15.08	11.54	5.17	5.98	2.38	2.06
			算术平均		22.12	11.57			2.87	2.26

资料来源：ifind，广发证券发展研究中心

注：数据截至 2026.4.10

二、风险提示

宏观经济与出行需求波动风险：若宏观经济增速不及预期、居民消费意愿走弱，或出现疫情、地缘冲突等突发公共事件，航空出行需求可能承压，导致公司客座率、票价水平低于预期，进而影响收入与盈利。

航油价格与汇率波动风险：航油为航空业核心成本项，若国际油价大幅上涨，将直接推高公司营业成本；同时，人民币汇率波动会影响航油采购、飞机租赁等外币负债的汇兑损益，对盈利造成扰动。

安全与运营风险：航空安全事故、极端天气、空域管制等因素可能导致航班延误、取消，影响公司运营效率与品牌口碑，进而对经营业绩产生不利影响。

资产负债表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产总额	12,013	10,708	9,867	11,320	12,375
货币资金	10,224	8,830	7,354	8,708	9,659
应收及预付	525	560	1,111	1,213	1,320
存货	355	381	465	463	461
其他	909	936	936	936	936
非流动资产总额	31,822	36,169	40,551	43,028	44,619
长期股权投资	6	7	7	7	7
固定资产	24,922	27,270	32,345	34,338	35,690
在建工程	2,213	3,442	2,665	3,061	3,210
使用权资产	1,742	2,497	2,497	2,497	2,497
无形资产	733	719	803	891	983
其他	2,207	2,234	2,234	2,234	2,234
资产总额	43,835	46,877	50,418	54,348	56,995
流动负债总额	9,049	11,816	12,268	14,740	14,812
短期借款	629	862	1,183	3,641	3,021
应付及预收	3,112	4,067	4,198	4,213	4,904
其他	5,308	6,887	6,887	6,887	6,887
非流动负债总额	17,405	16,897	17,428	15,959	14,491
长期借款	13,812	12,343	12,874	11,405	9,936
应付债券	0	797	797	797	797
其他	3,594	3,757	3,757	3,757	3,757
负债总额	26,454	28,713	29,696	30,700	29,303
股本	979	978	978	978	978
其他	16,402	17,185	19,743	22,670	26,714
归母权益合计	17,381	18,164	20,721	23,648	27,692
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	43,835	46,877	50,418	54,348	56,995

利润表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	20,000	21,460	27,728	28,659	31,201
营业成本	17,412	18,544	24,310	24,653	25,652
营业税金及附加	38	55	71	73	80
销售费用	249	259	334	346	376
管理费用	273	302	390	403	438
研发费用	161	164	212	219	238
财务费用	266	305	329	372	351
资产信用减值损失	-3	-4	0	0	0
公允价值变动收益	14	0	0	0	0
投资收益	-13	0	0	0	0
营业利润	2,649	3,041	3,355	3,837	5,298
营业外收支	4	-10	-10	-10	-10
利润总额	2,653	3,030	3,345	3,827	5,288
所得税费用	381	713	787	900	1,244
合并净利润	2,273	2,317	2,558	2,927	4,044
少数股东损益	0	0	0	0	0
归母净利润	2,273	2,317	2,558	2,927	4,044
EPS (元/股)	2.32	2.37	2.61	2.99	4.13

现金流量表

单位:人民币百万元

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流净额	5,895	6,623	5,339	6,447	8,485
合并净利润	2,273	2,317	2,558	2,927	4,044
折旧摊销	2,809	2,312	2,753	3,048	3,321
营运资金变动	373	827	-504	-84	587
其他	0	0	0	0	0
投资活动现金流净额	-9,893	-4,855	-4,953	-5,524	-4,912
资本性开支	-7,213	-6,332	-7,135	-5,525	-4,912
投资	19	285	0	0	0
其他	-2,698	1,192	2,181	0	0
融资活动现金流净额	-349	-2,078	320	431	-2,622
股本融资	0	0	0	0	0
债权融资	-1,376	739	852	989	-2,089
股利分配与偿付利息	-1,166	-1,646	-532	-558	-534
其他	2,194	-1,170	0	0	0
现金净增加额	-4,309	-348	706	1,354	951
期初现金余额	11,306	6,997	6,649	7,354	8,708
期末现金余额	6,997	6,649	7,354	8,708	9,659

主要财务比率

	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长能力					
营业收入增长率	11.5%	7.3%	29.2%	3.4%	8.9%
营业利润增长率	1.3%	14.8%	10.3%	14.4%	38.1%
归母净利增长率	0.7%	2.0%	10.4%	14.4%	38.2%
获利能力					
毛利率	12.9%	13.6%	12.3%	14.0%	17.8%
净利率	11.4%	10.8%	9.2%	10.2%	13.0%
ROE	13.1%	12.8%	12.3%	12.4%	14.6%
偿债能力					
资产负债率	60.3%	61.3%	58.9%	56.5%	51.4%
有息负债率	32.9%	29.9%	29.5%	29.2%	24.1%
流动比率	1.3	0.9	0.8	0.8	0.8
利息保障倍数	5.5	6.9	6.9	7.5	10.6
营运能力					
应收账款周转率	130.7	175.9	149.4	149.4	149.4
存货周转率	49.0	48.6	52.2	53.2	55.7
应付账款周转率	16.1	12.5	12.5	12.5	10.3
每股指标					
每股收益	2.32	2.37	2.61	2.99	4.13
每股净资产	17.76	18.57	21.18	24.17	28.31
每股经营现金流	6.02	6.77	5.46	6.59	8.67
估值比率					
PE	24.8	25.1	18.0	15.8	11.4
PB	3.2	3.2	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	10.6	11.2	8.3	7.3	5.6

广发交通运输行业研究小组

- 许可：首席分析师，西南财经大学硕士，7年证券从业经验，2年私募经验，更注重从投资视角看待公司长期投资价值，擅长系统化深度研究。
- 陈宇：联席首席分析师，南开大学本硕，7年交运行业研究经验，1年产业研究经验，坚持产业链上下游一体化研究，产研融合的方法，覆盖航空机场跨境物流低空经济，及时跟踪公司及行业信息，擅长为投资者挖掘高弹性周期性机会，并提供景气度验证。
- 周延宇：资深分析师，毕业于兰州大学，5年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，覆盖大物流全产业链及物流基础设施资产，擅长为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会。
- 李然：资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，5年交运行业研究经验，深耕海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并提供产业链景气度验证，主攻航运板块。
- 钟文海：资深分析师，美国罗切斯特大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻大物流全产业链及物流基础设施资产。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦47楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港湾仔骆克道81号广发大厦27楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。