

# 春秋航空 (601021.SH)

## 单位成本持续优化，四季度业绩实现减亏

优于大市

### 核心观点

**春秋航空披露 2025 年年报。**2025 年全年营收 214.6 亿元 (+7.3%)，归母净利润 23.2 亿元 (+2.0%)；2025 年四季度单季营收 46.9 亿元 (+16.5%)，归母净利润-0.2 亿元 (同比减亏)。

**运投维持较快增长，客座率维持高位，运价韧性较强。**2025 年以来民航持续复苏，公司运力投放较快增长，客座率维持在较优水平，2025 年，公司 ASK 整体/国内/国际同比分别为 +12.1%/+8.7%/+28.5%，RPK 整体/国内/国际同比分别为 +12.1%/+9.1%/27.5%，客座率整体/国内/国际分别为 91.5%/92.5%/88.0%，客座率同比分别为 +0.0 pct/+0.4 pct/-0.7 pct，客公里收益整体/国内/国际分别为 0.371 元/0.355 元/0.429 元，客公里收益同比分别为 -3.8%/-4.9%/-1.9%，其中四季度客公里收益同比降幅已经明显收窄。

**飞机利用率提升，成本管理继续优化，业绩表现相对稳健。**2025 年，公司单位成本为 0.30 元，同比下降 5.0%，其中单位非油成本为 0.199 元，同比下降 2.5%。公司单位成本同比下降的主要原因是国际油价全年呈现宽幅震荡下行趋势，使得公司单位航油成本同比下降 9.6%，以及日利用率小时同比提升摊薄了公司固定成本，公司 2025 年飞机日利用率为 9.97 小时，同比提升 7.2%，恢复至 2019 年同期的 88.7%。随着飞机日利用率稳步提高以及维修等经营优化，公司单位非油成本有望实现优化。综合量价以及成本的影响，2025 年公司毛利率为 13.6%，同比增加 0.6 pct，归母净利率为 10.8%，同比减少 0.6 pct。

**2025 年公司机队稳步扩张，2026 - 2028 年将继续有序引进飞机。**2025 年公司净引进 5 架飞机，2026-2028 年分别计划净引进 12 架、14 架和 14 架飞机，同比增速分别为 9.0%、9.6%、8.8%。中长期来看，机队扩张、国际航线修复、票价降幅收敛和成本端改善将支撑公司业绩中枢稳步上行。

**风险提示：**宏观经济低于预期，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。

考虑到油价大幅上涨，下调盈利预测，预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 17.9 亿、26.9 亿、36.9 亿 (26-27 年调整幅度分别为 -43%/-29%)，由于行业供需格局持续改善，且公司长期具有成长性，维持“优于大市”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	20,000	21,460	26,152	28,998	32,362
(+/-%)	11.5%	7.3%	21.9%	10.9%	11.6%
归母净利润(百万元)	2273	2317	1791	2686	3689
(+/-%)	0.7%	2.0%	-22.7%	49.9%	37.4%
每股收益(元)	2.32	2.37	1.83	2.75	3.77
EBIT Margin	9.3%	10.0%	8.2%	11.8%	14.7%
净资产收益率 (ROE)	13.1%	12.8%	9.4%	13.2%	16.6%
市盈率 (PE)	20.3	19.9	25.7	17.2	12.5
EV/EBITDA	19.5	17.2	18.7	13.7	10.9
市净率 (PB)	2.65	2.54	2.42	2.26	2.07

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 交通运输 · 航空机场

**证券分析师：罗丹**

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	46.53 元
总市值/流通市值	45522/45522 百万元
52 周最高价/最低价	60.48/43.08 元
近 3 个月日均成交额	371.56 百万元

#### 市场走势



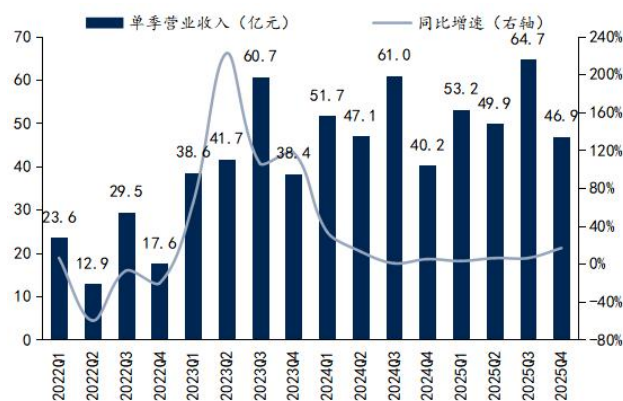
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《春秋航空 (601021.SH) - 票价仍具韧性，税前利润同比表现稳健》——2025-05-12
- 《春秋航空 (601021.SH) - 客收表现稳健，成本管控优异》——2024-08-31
- 《春秋航空 (601021.SH) - 一季度业绩表现强劲，24 年盈利上行可期》——2024-04-30

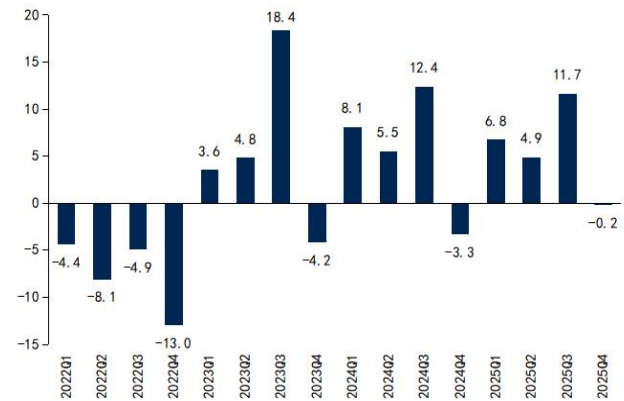
**春秋航空披露 2025 年年报。**2025 年全年营收 214.6 亿元 (+7.3%)，归母净利润 23.2 亿元 (+2.0%)；2025 年四季度单季营收 46.9 亿元 (+16.5%)，归母净利润-0.2 亿元 (同比减亏)。

图1：春秋航空单季度营业收入及增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：春秋航空单季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

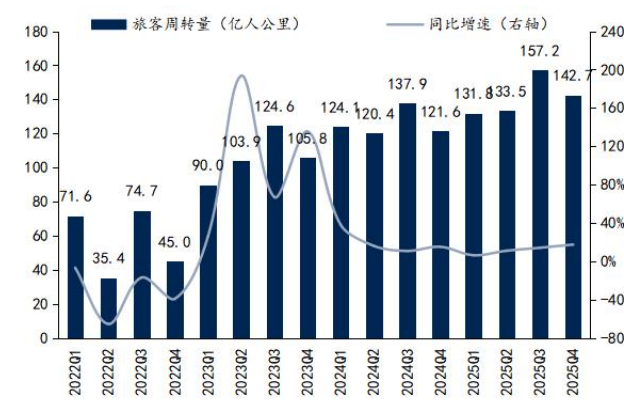
**运投维持较快增长，客座率维持高位，运价韧性较强。**2025 年以来民航持续复苏，公司运力投放较快增长，客座率维持在较优水平，2025 年，公司 ASK 整体/国内/国际同比分别为+12.1%/+8.7%/+28.5%，RPK 整体/国内/国际同比分别为+12.1%/+9.1%/27.5%，客座率整体/国内/国际分别为 91.5%/92.5%/88.0%，客座率同比分别为+0.0 pct/+0.4 pct/-0.7 pct，客公里收益整体/国内/国际分别为 0.371 元/0.355 元/0.429 元，客公里收益同比分别为-3.8%/-4.9%/-1.9%，其中四季度客公里收益同比降幅已经明显收窄。

图3：春秋航空单季度 ASK 及同比增速



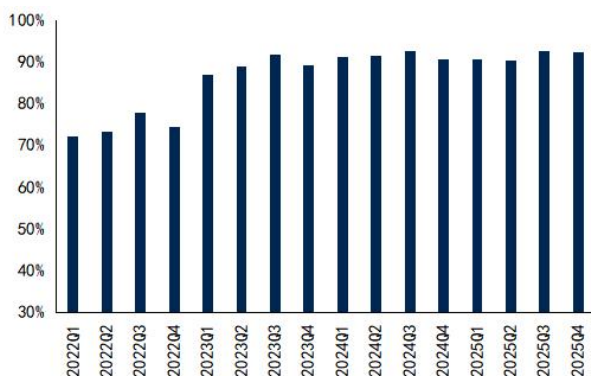
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：春秋航空单季度 RPK 及同比增速



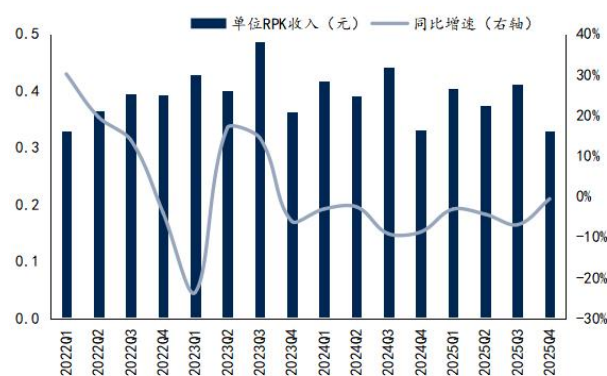
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 春秋航空客座率变化趋势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 春秋航空单位 RPK 收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**飞机利用率提升, 成本管理继续优化, 业绩表现相对稳健。**2025 年, 公司单位成本为 0.30 元, 同比下降 5.0%, 其中单位非油成本为 0.199 元, 同比下降 2.5%。公司单位成本同比下降的主要原因是国际油价全年呈现宽幅震荡下行趋势, 使得公司单位航油成本同比下降 9.6%, 以及日利用率小时同比提升摊薄了公司固定成本, 公司 2025 年飞机日利用率为 9.97 小时, 同比提升 7.2%, 恢复至 2019 年同期的 88.7%。随着飞机日利用率稳步提高以及维修等经营优化, 公司单位非油成本有望实现优化。综合量价以及成本的影响, 2025 年公司毛利率为 13.6%, 同比增加 0.6 pct, 归母净利率为 10.8%, 同比减少 0.6 pct。

**2025 年公司机队稳步扩张, 2026 - 2028 年将继续有序引进飞机。**2025 年公司净引进 5 架飞机, 2026-2028 年分别计划净引进 12 架、14 架和 14 架飞机, 同比增速分别为 9.0%、9.6%、8.8%。中长期来看, 机队扩张、国际航线修复、票价降幅收敛和成本端改善将支撑公司业绩中枢稳步上行。

**投资建议:** 维持“优于大市”评级。

考虑到油价大幅上涨, 下调盈利预测, 预计 2026-2028 年公司归母净利润分别为 17.9 亿、26.9 亿、36.9 亿 (26-27 年调整幅度分别为 -43%/-29%), 由于行业供需格局持续改善, 且公司长期具有成长性, 维持“优于大市”评级。

**风险提示:** 宏观经济低于预期, 油价汇率剧烈波动, 安全事故

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	10224	8830	10245	10526	11206	营业收入	20000	21460	26152	28998	32362
应收款项	126	118	143	159	177	营业成本	17412	18544	23140	24516	26408
存货净额	355	381	503	524	561	营业税金及附加	38	55	52	58	65
其他流动资产	1308	1290	1569	1740	1942	销售费用	249	259	288	377	421
<b>流动资产合计</b>	<b>12013</b>	<b>10708</b>	<b>12548</b>	<b>13037</b>	<b>13974</b>	管理费用	273	302	316	406	449
固定资产	27135	30712	35087	38260	40951	研发费用	161	164	209	232	259
无形资产及其他	733	719	692	664	636	财务费用	266	305	737	840	873
投资性房地产	3949	4731	4731	4731	4731	投资收益	(13)	0	3	3	3
长期股权投资	6	7	1	(5)	(10)	资产减值及公允价值变动	14	0	15	15	0
<b>资产总计</b>	<b>43835</b>	<b>46877</b>	<b>53058</b>	<b>56688</b>	<b>60282</b>	其他收入	887	1045	691	668	641
短期借款及交易性金融负债	4601	6109	12238	14043	15138	营业利润	2649	3041	2327	3488	4790
应付款项	1443	2699	2311	2712	3223	营业外净收支	4	(10)	0	0	0
其他流动负债	3005	3008	2603	2735	2929	<b>利润总额</b>	<b>2653</b>	<b>3030</b>	<b>2327</b>	<b>3488</b>	<b>4790</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9049</b>	<b>11816</b>	<b>17153</b>	<b>19490</b>	<b>21291</b>	所得税费用	381	713	535	802	1102
长期借款及应付债券	13812	13140	13140	13140	13140	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他长期负债	3594	3757	3706	3656	3605	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2273</b>	<b>2317</b>	<b>1791</b>	<b>2686</b>	<b>3689</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>17405</b>	<b>16897</b>	<b>16847</b>	<b>16796</b>	<b>16745</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>26454</b>	<b>28713</b>	<b>33999</b>	<b>36286</b>	<b>38036</b>	净利润	2273	2317	1791	2686	3689
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	17381	18164	19059	20402	22246	折旧摊销	1860	2217	2134	2602	2970
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>43835</b>	<b>46877</b>	<b>53058</b>	<b>56688</b>	<b>60282</b>	公允价值变动损失	(14)	(0)	(15)	(15)	0
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	266	305	737	840	873
每股收益	2.32	2.37	1.83	2.75	3.77	营运资本变动	339	639	(1269)	274	398
每股红利	1.19	1.68	0.92	1.37	1.89	其它	0	0	0	0	0
每股净资产	17.76	18.57	19.49	20.86	22.75	<b>经营活动现金流</b>	<b>4458</b>	<b>5173</b>	<b>2642</b>	<b>5547</b>	<b>7056</b>
ROIC	3.87%	3.88%	3%	4%	6%	资本开支	0	(5773)	(6466)	(5733)	(5633)
ROE	13.08%	12.76%	9%	13%	17%	其它投资现金流	109	(88)	0	0	0
毛利率	13%	14%	12%	15%	18%	<b>投资活动现金流</b>	<b>109</b>	<b>(5862)</b>	<b>(6460)</b>	<b>(5727)</b>	<b>(5627)</b>
EBIT Margin	9%	10%	8%	12%	15%	权益性融资	38	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	20%	16%	21%	24%	负债净变化	2712	(1469)	0	0	0
收入增长	11%	7%	22%	11%	12%	支付股利、利息	(1166)	(1646)	(896)	(1343)	(1844)
净利润增长率	1%	2%	-23%	50%	37%	其它融资现金流	(9053)	5526	6129	1805	1095
资产负债率	60%	61%	64%	64%	63%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(5925)</b>	<b>(705)</b>	<b>5234</b>	<b>462</b>	<b>(749)</b>
股息率	2.5%	3.6%	1.9%	2.9%	4.0%	<b>现金净变动</b>	<b>(1359)</b>	<b>(1394)</b>	<b>1415</b>	<b>281</b>	<b>680</b>
P/E	20.3	19.9	25.7	17.2	12.5	货币资金的期初余额	11583	10224	8830	10245	10526
P/B	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1	货币资金的期末余额	10224	8830	10245	10526	11206
EV/EBITDA	19.5	17.2	18.7	13.7	10.9	企业自由现金流	0	(1283)	(3948)	(232)	1401
						权益自由现金流	0	2774	1614	926	1823

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032