

研究所
 证券分析师： 许可 S0350521080001
 xuk02@ghzq.com.cn
 证券分析师： 李跃森 S0350521080010
 liys05@ghzq.com.cn
 联系人： 王航 S0350121100020
 wangh09@ghzq.com.cn

一季度盈利超预期，低成本龙头弹性初现

——春秋航空（601021）2022年年报及2023年一季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
春秋航空	5.4%	-4.1%	35.1%
沪深300	0.4%	-3.6%	3.4%

市场数据	2023/04/28
当前价格(元)	62.39
52周价格区间(元)	40.14-67.64
总市值(百万)	59,456.63
流通市值(百万)	55,684.27
总股本(万股)	97,854.88
流通股本(万股)	91,646.27
日均成交额(百万)	261.48
近一月换手(%)	0.47

相关报告

《——春秋航空（601021）三季报点评：疫情冲击暑运表现，静待行业供需反转（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-11-02

《——春秋航空（601021）中报点评：需求探底，静待反转（增持）*航空机场*许可，李跃森》——2022-09-02

《——春秋航空（601021）年报及一季报点评：航网逆势扩张，经营韧性凸显（增持）*航空运输*许可，李跃森》——2022-05-01

《——春秋航空（601021）公司深度研究：中国低成本航空龙头，尽享航空大众化红利（增持）*航空运输*许可，李跃森》——2021-11-18

事件：

春秋航空发布 2022 年年报和 2023 年一季报

业务方面：2022 年全年公司累计运输旅客 1360.5 万人次/yoy-36.1%，相当于 2019 年的 60.8%；ASK、RPK 同比 2021 年分别下降 26.8%、34.1%，分别相当于 2019 年的 69.4%、57.1%；客座率为 74.7%/yoy-8.2pcts，同比 2019 年下降 16.2pcts。

1Q2023 公司运输旅客 500.4 万人次/yoy+16.3%，相当于 2019 年同期的 95.7%；ASK、RPK 同比分别上升 4.6%、25.8%，分别相当于 2019 年同期的 102.0%、96.1%；客座率为 86.9%/yoy+14.6pcts，同比 2019 年同期下降 5.3pcts。

财务方面：公司 2022 年实现营业收入 83.7 亿元/yoy-22.92%，达到 2019 年同期的 56.5%；归母净利润-30.4 亿元，扣非归母净利润-32.0 亿元，较 2021 年分别增亏 30.7 亿元、30.9 亿元，较 2019 年分别下降 48.8 亿元、47.8 亿元。

1Q2023 公司实现营业收入 38.6 亿元/yoy+63.6%，为 2019 年同期的 106.1%；归母净利润 3.6 亿元，同比 2022 年增盈 7.9 亿元，较 2019 年同期下降 1.2 亿元。

投资要点：

■ 疫情反复经营受损，2022 全年亏损扩大

受本土疫情影响，公司 2022 年旅客运输量仅相当于 2019 年约 6 成水平，客运收入同比减少 24.2 亿元至 81.0 亿元/yoy-23.0%，RRPK 为 0.358 元/yoy+16.8%。此外，由于业务量下滑导致航线补贴下降，其他收益同比减少 4.1 亿元至 9.2 亿元/yoy-30.5%。

成本端，2022 年国际油价上涨带动公司燃油成本增加 5.8 亿元至 39.5 亿元/yoy+17.3%，全年营业成本为 115.9 亿元/yoy+2.3%，CASK、扣油 CASK 分别为 0.38 元/+39.8%、0.25 元/+31.1%。在低成本运营模式之下，公司成本表现仍然维持行业领先水平。

费用端，受人民币贬值影响，2022 年公司净汇兑损失同比增加 2.0

亿元至 1.3 亿元，财务费用达到 6.2 亿元/yoy+116.9%。

■ 一季度盈利超预期，引领行业走向复苏

自 2022 年底新冠病毒感染“乙类乙管”落地以来，航空出行需求快速修复。公司 1Q2023 业务量恢复节奏行业领先，ASK 已超 2019 年同期，RPK 和旅客运输量也已基本达到 2019 年同期水平。

一季度在监管层面量价恢复指引、国内需求快速修复以及燃油附加费共同影响下，公司国内线客公里收益较 2019 年实现双位数增长，为业绩扭亏打下坚实基础。国际业务方面，得益于东南亚市场的快速回暖，一季度公司地区及国际旅客运输量恢复至 2019 年同期 21.62%，同时票价仍然维持较高涨幅。在国内国际两端的共同带动下，1Q2023 公司营业收入大幅增长 15.02 亿元至 38.63 亿元/yoy+63.65%，而营业成本随着业务量恢复同比上升 3.96 亿元至 36.06 亿元/yoy+13.30%，CASK 为 0.33 元，同比仅上升 8.3%。受益于收入端强劲增长，公司一季度顺利扭亏，实现归母净利润 3.56 亿元，达到 2019 年同期 74.93%，盈利水平超预期，引领行业走向复苏。

■ 低成本龙头弹性初现，看好旺季量价表现

2023 年 3 月 26 日夏秋航季开启后，国内航班量稳步上行，国际航线增班工作加速推进。五一小长假临近，根据 FlightAI 最新预测数据，五一期间民航国内日均旅客运输量较 2019 年增长近 20%，票价较 2019 年涨幅超 30%。展望二、三季度，伴随供需差边际改善以及票价弹性显现，航空业大周期行情有望提前演绎。春秋航空作为中国低成本航空龙头，享受需求红利、竞争格局清晰，疫情期间公司逆势扩张，基地及航网布局持续改善。此外，2023-2025 年公司预计每年分别净增飞机 7 架、14 架、10 架，运力引进速度明显领先行业水平。伴随国际、国内航班量不断修复，公司在周期上行阶段有望持续受益，单机利润上行可期。

■ **盈利预测和投资评级：**考虑到 2022 年底防疫政策调整以来，行业基本面已经迎来拐点，我们看好本轮周期上行阶段的航空业价格弹性，并调整对公司业绩预期。预计公司 2023-2025 年营收分别为 192.12 亿元、257.11 亿元、266.21 亿元，归母净利润分别为 17.40 亿元、38.62 亿元、33.57 亿元，对应 PE 分别为 35.08 倍、15.81 倍、18.19 倍，维持“增持”评级。

■ **风险提示：**(1) 永久性亏损风险：现金流断裂导致破产、大规模增发导致股份被动大幅稀释；(2) 阶段性冲击风险：宏观层面，经济大幅波动，疫情再度爆发，重大自然灾害、疫苗接种及相关药物研发受阻；行业方面，重大政策变动，航空事故，行业竞争加剧等。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8369	19212	25711	26621
增长率(%)	-23	130	34	4
归母净利润(百万元)	-3036	1740	3862	3357
增长率(%)	-7862	157	122	-13
摊薄每股收益(元)	-3.10	1.78	3.95	3.43
ROE(%)	-22	11	20	15
P/E	—	35.08	15.81	18.19
P/B	4.59	3.96	3.16	2.70
P/S	7.51	3.18	2.37	2.29
EV/EBITDA	-166.25	12.60	7.85	8.44

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

附表：春秋航空盈利预测表

证券代码:	601021				股价:	62.39		投资评级:	增持		日期:	2023/04/28	
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E				
盈利能力					每股指标								
ROE	-22%	11%	20%	15%	EPS	-3.30	1.78	3.95	3.43				
毛利率	-38%	12%	18%	15%	BVPS	13.99	15.77	19.72	23.15				
期间费率	12%	5%	4%	3%	估值								
销售净利率	-36%	9%	15%	13%	P/E	—	35.08	15.81	18.19				
成长能力					P/B	4.59	3.96	3.16	2.70				
收入增长率	-23%	130%	34%	4%	P/S	7.51	3.18	2.37	2.29				
利润增长率	-7,862%	157%	122%	-13%									
营运能力					利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
总资产周转率	0.19	0.41	0.50	0.47	营业收入	8369	19212	25711	26621				
应收账款周转率	79.51	71.60	111.01	93.07	营业成本	11590	16960	20959	22608				
存货周转率	47.88	44.37	172.29	46.98	营业税金及附加	24	29	36	40				
偿债能力					销售费用	180	231	274	286				
资产负债率	68%	67%	63%	60%	管理费用	188	206	334	358				
流动比	0.88	0.78	0.68	0.66	财务费用	622	514	337	269				
速动比	0.82	0.70	0.61	0.56	其他费用/(-收入)	122	213	223	216				
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润	-3417	2309	5143	4469				
现金及现金等价物	10328	9807	10988	8071	营业外净收支	18	12	6	7				
应收款项	105	268	232	286	利润总额	-3399	2320	5149	4476				
存货净额	175	433	149	567	所得税费用	-363	580	1287	1119				
其他流动资产	1237	3187	1698	4847	净利润	-3036	1740	3862	3357				
流动资产合计	11846	13696	13067	13771	少数股东损益	0	0	0	0				
固定资产	17283	17245	19180	21120	归属于母公司净利润	-3036	1740	3862	3357				
在建工程	6895	7437	9312	10834	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E				
无形资产及其他	7392	8641	10130	11168	经营活动现金流	439	8134	12448	5991				
长期股权投资	5	5	5	5	净利润	-3036	1740	3862	3357				
资产总计	43420	47024	51694	56897	少数股东权益	0	0	0	0				
短期借款	5405	4405	3405	3405	折旧摊销	2344	2986	3446	3921				
应付款项	662	1350	978	2162	公允价值变动	-30	0	0	0				
预收帐款	0	1095	1218	1385	营运资金变动	983	2693	4518	-1875				
其他流动负债	7380	10660	13618	14013	投资活动现金流	-4544	-4728	-8739	-8414				
流动负债合计	13446	17510	19218	20965	资本支出	-4572	-3754	-7950	-8228				
长期借款及应付债券	10896	8896	7896	7896	长期投资	-122	-946	-702	-98				
其他长期负债	5384	5184	5284	5384	其他	150	-27	-87	-88				
长期负债合计	16280	14080	13180	13280	筹资活动现金流	6906	-3927	-2528	-495				
负债合计	29727	31591	32399	34245	债务融资	4183	-3200	-1900	100				
股本	979	979	979	979	权益融资	2972	0	0	0				
股东权益	13693	15433	19295	22652	其它	-250	-727	-628	-595				
负债和股东权益总计	43420	47024	51694	56897	现金净增加额	3055	-521	1181	-2917				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保

证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。