

# 春秋航空 (601021.SH)

## 跨过至暗时刻，1Q23 率先实现盈利

买入

### 核心观点

**春秋航空披露 2022 年年报及 2023 年一季报。**2022 全年营收 83.7 亿元 (-22.9%)，归母净利润-30.4 亿元，其中四季度单季营收 17.6 亿元 (-20.5%)，归母净利润-13.0 亿元。2023 年一季度营业收入 38.6 亿 (+63.6%)，归母净利润 3.56 亿。

**2022 疫情冲击营收下降，1Q23 业务量迅猛回升。**2022 年疫情影响贯穿全年，公司旅客运输量 1361 万，同比降 36.1%，相比 2019 年降 39.2%，拖累营收下滑，但随着民航 1Q23 迎来全面复苏，公司业务量迅猛回升，1Q23 旅客量 500.4 万人次，同比增长 16.3%，恢复至 19 年同期的 95.7%，客座率回升至 86.88%，同比提高 14.62pct。一季度公司运价同比显著上涨，国内线客收相比 19 年实现近两位数增长，带动营收同比大增 63.6%。

**运力腾挪灵活，低成本航空韧性凸显，1Q23 率先盈利。**2022 年航油价格保持高位，全年航油成本为 39.5 亿，同比升 17.3%，带来成本压力，1Q23 公司航油成本 12.6 亿，同比仍有明显提升，但由于公司机队结构单一，均为窄体客机，运力腾挪灵活，在国际航线尚未全面恢复之时，运力大量转投国内，全面摊薄固定成本，公司单位非油成本与 19 年同期基本持平，显著优于大航。得益于民航复苏运量及运价全面上行，公司率先实现盈利。

**看好民航供需反转方向，公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升**

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划更为保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。预计五一假期需求火热，也进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势。公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，因此上调盈利预测，自 1.1 亿、29.1 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 23.1 亿、38.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 47.4 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	10,858	8,369	19,165	25,459	28,575
(+/-%)	15.8%	-22.9%	129.0%	32.8%	12.2%
净利润(百万元)	39	-3036	2310	3839	4741
(+/-%)	-106.6%	-7861.9%	-176.1%	66.2%	23.5%
每股收益(元)	0.04	-3.10	2.36	3.92	4.84
EBIT Margin	-9.5%	-44.6%	12.7%	16.8%	18.5%
净资产收益率 (ROE)	0.3%	-22.2%	14.6%	20.0%	20.2%
市盈率 (PE)	1423.7	-19.6	25.7	15.5	12.5
EV/EBITDA	1111.0	-36.0	19.4	12.9	10.9
市净率 (PB)	4.05	4.34	3.77	3.09	2.53

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：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521030003

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	60.76 元
总市值/流通市值	59457/55684 百万元
52 周最高价/最低价	67.64/40.14 元
近 3 个月日均成交额	256.67 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)——2022 年三季报点评-业绩低位徘徊，看好低成本航空长期潜力》——2022-10-29
- 《春秋航空(601021.SH)-2021 年逆势盈利，1Q22 疫情加剧业绩承压》——2022-04-29
- 《春秋航空-601021-2021 年三季报点评：逆势盈利，再显韧性》——2021-11-01
- 《春秋航空-601021-2021 年中报点评：业务迅速恢复，中报实现盈利》——2021-09-02
- 《春秋航空-601021-2020 年年报及 2021 年一季报点评：顶住疫情压力，低成本韧性凸显》——2021-05-05

### 春秋航空披露 2022 年年报及 2023 年一季度报

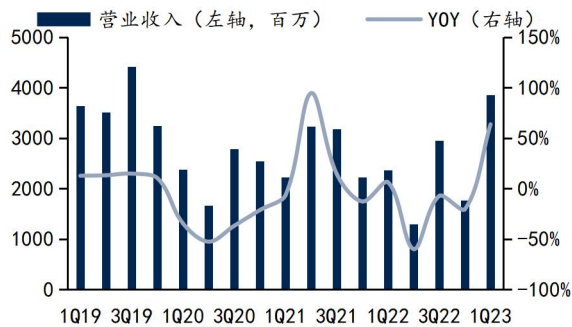
2022 全年营收 83.7 亿元（-22.9%），归母净利润-30.4 亿元，其中四季度单季营收 17.6 亿元（-20.5%），归母净利润-13.0 亿元。2023 年一季度营业收入 38.6 亿（+63.6%），归母净利润 3.56 亿。

图1: 春秋航空营业收入及增速



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



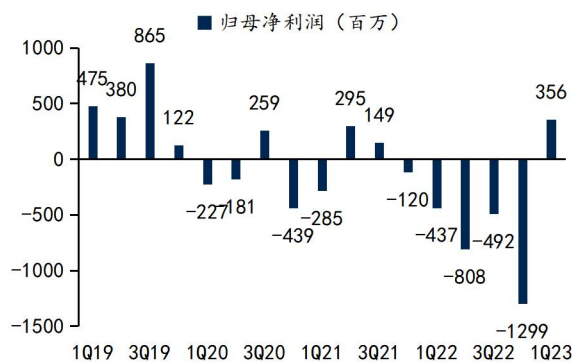
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 春秋航空归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 春秋航空单季归母净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 2022 疫情冲击营收下降，1Q23 业务量迅猛回升

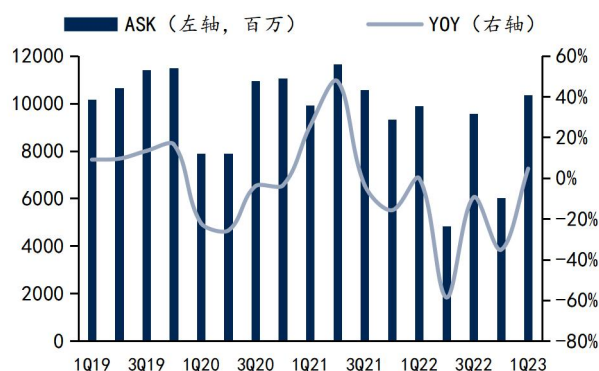
2022 年疫情影响贯穿全年，公司旅客运输量 1361 万，同比降 36.1%，相比 2019 年降 39.2%，拖累营收下滑，但随着民航 1Q23 迎来全面复苏，公司业务量迅猛回升，1Q23 旅客量 500.4 万人次，同比增长 16.3%，恢复至 19 年同期的 95.7%，客座率回升至 86.88%，同比提高 14.62pct。一季度公司运价同比显著上涨，国内线客收相比 19 年实现近两位数增长，带动营收同比大增 63.6%。

图5: 春秋航空 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6: 春秋航空季度 ASK 及同比增速



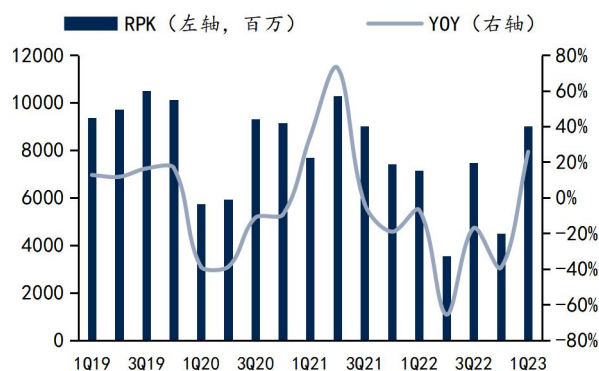
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图7: 春秋航空 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8: 春秋航空单季度 RPK 及同比增速



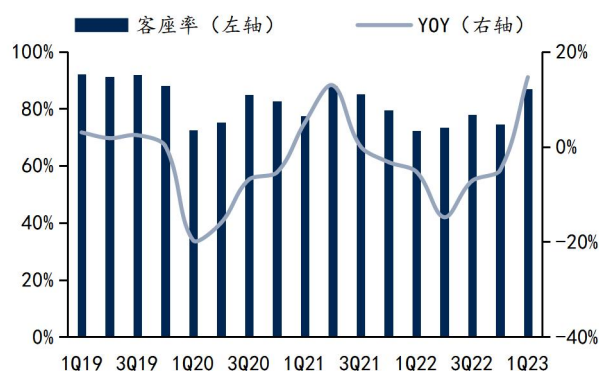
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图9: 春秋航空客座率及同比变化



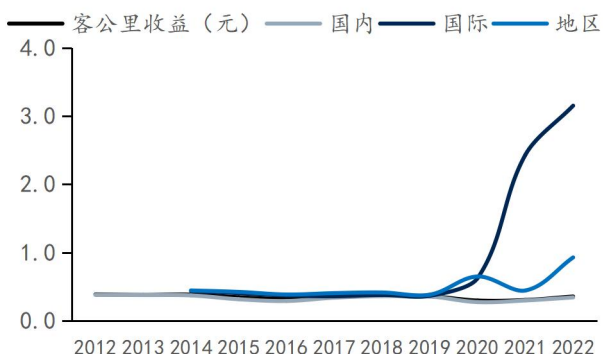
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图10: 春秋航空季度客座率



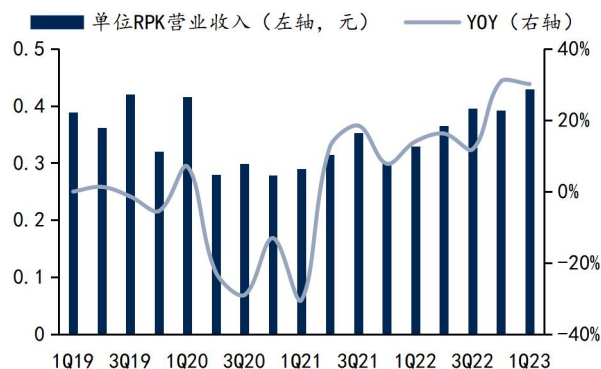
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图11: 春秋航空客公里收益变化



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图12: 春秋航空季度单位 RPK 营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 运力腾挪灵活, 低成本航空韧性凸显, 1Q23 率先盈利

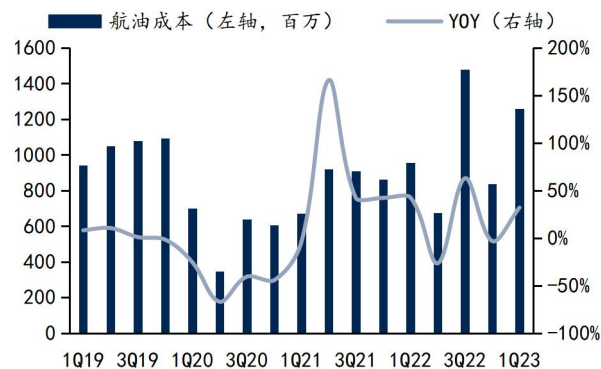
2022 年航油价格保持高位, 全年航油成本为 39.5 亿, 同比升 17.3%, 带来成本压力, 1Q23 公司航油成本 12.6 亿, 同比仍有明显提升, 但由于公司机队结构单一, 均为窄体客机, 运力腾挪灵活, 在国际航线尚未全面恢复之时, 运力大量转投国内, 全面摊薄固定成本, 公司单位非油成本与 19 年同期基本持平, 显著优于大航。得益于民航复苏运量及运价全面上行, 公司率先实现盈利。

图13: 春秋航空航油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图14: 春秋航空季度航油成本及同比



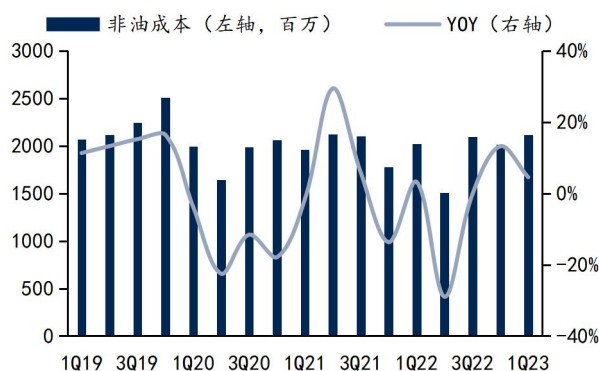
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图15: 春秋航空非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图16: 春秋航空季度非油成本及同比



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图17: 春秋航空单位ASK非油成本及同比



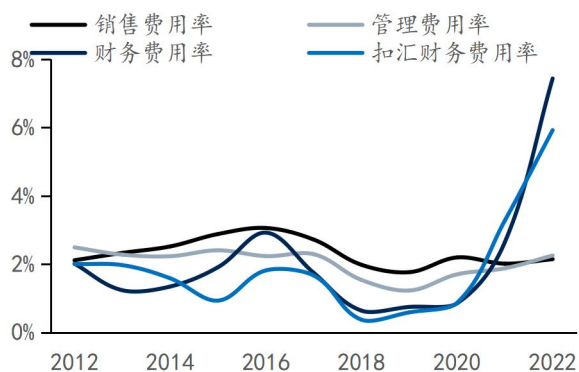
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图18: 春秋航空季度单位ASK非油成本及同比



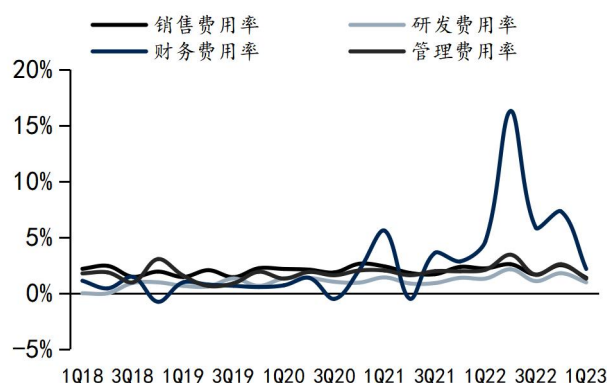
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图19: 春秋航空费用率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图20: 春秋航空季度费用率走势



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

### 看好民航供需反转方向，公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升

我们继续看好民航业供需反转的大方向。2020-2022 年民航机队增速大幅放缓，为供需反转创造先决条件，2023 年三大航预计飞机增速仅为 3.6%，海航未来几年机队扩张计划更为保守，预计行业机队扩张速度仍有望保持低位。2023 年夏秋换季后国内客运航班量已超 2019 年同期，国际地区航线航班量也在持续增长，客流不断恢复。预计五一假期需求火热，也进一步推升暑运预期，伴随着需求持续复苏，民航终将由供大于求逐步向供需平衡乃至供不应求过渡，运价水平有望持续强势。公司成长性及周期弹性兼备，业绩有望持续提升。

### 投资建议：上调盈利预测，维持“买入”评级。

考虑到相比于前次报告，防疫政策优化时点早于预期，民航业复苏节奏提前，因此上调盈利预测，自 1.1 亿、29.1 亿分别上调 2023-2024 年盈利预测至 23.1 亿、38.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 47.4 亿，维持“买入”评级。

### 风险提示

宏观经济下滑，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)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	7260	10208	8000	9000	10000	营业收入	10858	8369	19165	25459	28575
应收款项	673	633	788	1046	1174	营业成本	11331	11590	15684	19779	21721
存货净额	213	175	187	235	255	营业税金及附加	21	24	30	35	40
其他流动资产	502	599	114	151	169	销售费用	219	180	420	575	630
<b>流动资产合计</b>	<b>8714</b>	<b>11846</b>	<b>9319</b>	<b>10663</b>	<b>11830</b>	管理费用	204	188	385	513	578
固定资产	21965	24177	28078	32388	37225	研发费用	119	122	249	306	343
无形资产及其他	782	765	736	706	676	财务费用	287	622	470	489	499
投资性房地产	6855	6627	6627	6627	6627	投资收益	(1)	(13)	0	3	5
长期股权投资	5	5	7	10	14	资产减值及公允价值变动	(2)	30	(2)	(3)	(4)
<b>资产总计</b>	<b>38320</b>	<b>43420</b>	<b>44765</b>	<b>50393</b>	<b>56372</b>	其他收入	1212	801	881	1025	1188
短期借款及交易性金融负债	7301	11023	9932	11338	12698	营业利润	6	(3417)	3055	5093	6296
应付款项	667	662	1004	1264	1372	营业外净收支	10	18	25	25	25
其他流动负债	1708	1762	1727	2185	2377	<b>利润总额</b>	<b>16</b>	<b>(3399)</b>	<b>3080</b>	<b>5118</b>	<b>6321</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>9675</b>	<b>13446</b>	<b>12663</b>	<b>14786</b>	<b>16448</b>	所得税费用	(21)	(363)	770	1280	1580
长期借款及应付债券	9472	10896	10896	10896	10896	少数股东损益	(2)	0	0	0	0
其他长期负债	5427	5384	5434	5484	5534	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>39</b>	<b>(3036)</b>	<b>2310</b>	<b>3839</b>	<b>4741</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>14898</b>	<b>16280</b>	<b>16330</b>	<b>16380</b>	<b>16430</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>24573</b>	<b>29727</b>	<b>28993</b>	<b>31167</b>	<b>32878</b>	净利润	39	(3036)	2310	3839	4741
少数股东权益	0	0	0	0	0	资产减值准备	(348)	0	0	0	0
股东权益	13747	13693	15772	19227	23493	折旧摊销	1108	1259	2129	2717	3190
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>38320</b>	<b>43420</b>	<b>44765</b>	<b>50393</b>	<b>56372</b>	公允价值变动损失	2	(30)	2	3	4
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	287	622	470	489	499
每股收益	0.04	(3.10)	2.36	3.92	4.84	营运资本变动	(1717)	217	677	424	184
每股红利	0.52	0.58	0.24	0.39	0.48	其它	368	0	0	0	0
每股净资产	15.00	13.99	16.12	19.65	24.01	<b>经营活动现金流</b>	<b>(549)</b>	<b>(1590)</b>	<b>5117</b>	<b>6982</b>	<b>8118</b>
ROIC	-10.45%	-11.81%	4%	7%	8%	资本开支	0	(3497)	(6001)	(7001)	(8001)
ROE	0.28%	-22.17%	15%	20%	20%	其它投资现金流	(31)	(166)	0	0	0
毛利率	-4%	-38%	18%	22%	24%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(31)</b>	<b>(3663)</b>	<b>(6003)</b>	<b>(7004)</b>	<b>(8005)</b>
EBIT Margin	-10%	-45%	13%	17%	19%	权益性融资	(52)	2972	0	0	0
EBITDA Margin	1%	-30%	24%	27%	30%	负债净变化	3489	1424	0	0	0
收入增长	16%	-23%	129%	33%	12%	支付股利、利息	(478)	(571)	(231)	(384)	(474)
净利润增长率	-107%	-7862%	-176%	66%	24%	其它融资现金流	(7321)	3522	(1092)	1406	1361
资产负债率	64%	68%	65%	62%	58%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(1352)</b>	<b>8201</b>	<b>(1323)</b>	<b>1022</b>	<b>887</b>
股息率	0.8%	1.0%	0.4%	0.6%	0.8%	<b>现金净变动</b>	<b>(1931)</b>	<b>2948</b>	<b>(2208)</b>	<b>1000</b>	<b>1000</b>
P/E	1423.7	(19.6)	25.7	15.5	12.5	货币资金的期初余额	9192	7260	10208	8000	9000
P/B	4.1	4.3	3.8	3.1	2.5	货币资金的期末余额	7260	10208	8000	9000	10000
EV/EBITDA	1111.0	(36.0)	19.4	12.9	10.9	企业自由现金流	0	(5357)	(1375)	(649)	(657)
						权益自由现金流	0	(411)	(2820)	390	330

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有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所提及的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