

买入 (维持)

春秋航空 (601021)

运营效率行业领先, 机队增速恢复正常

2023年4月29日

## 市场数据

日期	2023-4-28
收盘价(元)	62.39
总股本(百万股)	979
流通股本(百万股)	916
净资产(百万元)	14076.92
总资产(百万元)	42783.98
每股净资产(元)	14.38

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 相关报告

《春秋航空跟踪报告: 经营数据回升强劲, 静待旺季业绩兑现》  
2023-03-28

《春秋航空深度: 弯道超车仍在持续, 有望迎来三重收获期》  
2022-11-20

《春秋航空三季报点评: 三季度亏损环比收窄, 静待需求上行》  
2022-10-30

《春秋航空 2022 年中报点评: 疫情压制业务量, 短期基本面触底》  
2022-8-30

## 分析师:

张晓云

[zhangxiaoyun@xyzq.com.cn](mailto:zhangxiaoyun@xyzq.com.cn)

S0190514070002

肖祎

[xiaoyiyjy@xyzq.com.cn](mailto:xiaoyiyjy@xyzq.com.cn)

S0190521080006

## 研究助理:

袁浩然

[yuanhaoran@xyzq.com.cn](mailto:yuanhaoran@xyzq.com.cn)

## 投资要点

- 春秋航空发布 2022 年年报及 2023 年一季报: 2022 年公司实现营业收入 83.69 亿元, 同比减少 22.92%; 实现归母净亏损 30.36 亿元, 上年同期实现归母净利润 0.39 亿元, 同比下降 7861.89%。2023 年一季度公司实现营业收入 38.63 亿元, 同比增加 63.65%; 实现归母净利润 3.56 亿元, 2022 年一季度实现归母净亏损 4.37 亿元。
- 2022 年运营及财务: 旅客周转量约为 19 年六成, 飞机利用率严重不足。2022 年共投放运力 303.54 亿座公里, 同比-26.83%, 相当于 19 年的 69.45%; 其中国内、国际、地区 ASK 分别相当于 19 年的 107.6%、1.21%、2.74%。实现旅客周转量 226.60 亿座公里, 同比-34.08%, 相当于 19 年的 57.09%。客座率 74.65%, 同比-8.22pct, 较 19 年-16.16pct; 飞机利用率 5.6 小时, 较 19 年相差 5.64 小时。春秋业绩受油汇冲击较小。2022 年燃油成本占营业成本 34.03%、汇兑损失占财务费用 20.33%, 与 2019 年的 31.77%、21.29%相差不大。
- 一季度运营情况: 1) 整体: 国内运力大增, 客座率行业领先。共投放运力 103.6 亿座公里, 恢复到 19 年的 102.01%; 其中国内、国际、地区运力分别恢复到 19 年的 142.70%、26.50%、32.91%。一季度实现旅客周转量 90.01 亿座公里, 恢复到 19 年的 96.14%; 其中国内、国际、地区分别恢复到 19 年的 134.57%、23.57%、31.18%。综合客座率 86.88%, 低于 19 年 5.3pct。2) 分月份来看: 国内需求 1 月份即展现弹性, 国际逐月有序恢复。1、2、3 月, 国内运力恢复率分别为 134.58%、142.97%、150.79%, 客座率均与 19 年相差约 5pct; 国际运力恢复率分别为 8.87%、32.39%、38.25%, 同时与 19 年的客座率差距不断收窄。
- 机队增速恢复正常。2022 年公司引进机队 4 架, 退出 1 架, 净引进 3 架, 年末机队规模 116 架, 同比+2.65%。2023-2025 年, 公司计划净引进机队分别 7、14、10 架, 增速 6.03%、11.38%、7.30%, 2019-2025 年复合增速 7.93%。
- 盈利预测: 上调盈利预期, 预计 2023-2025 年公司归母净利润为 20.64、39.29、43.44 亿元, 对应当前股价, PE 估值分别为 29.6、15.5、14.1 倍, 维持“买入”评级。
- 投资策略: 1) 公司疫情前后规模提升显著, 将充分受益于本轮需求复苏。一季度出行恢复顺利、五一预订火爆, 旺季出行数据有望超预期。在三大航供给收紧的情况下, 公司规模扩张或将提升市占率。2) 低成本策略下成本管控能力优异, 效率行业领先, 将充分受益于票价上行。预计二三季度将见证基本面快速上行, 率先实现盈利。
- 风险提示: 疫情影响和政策执行的不确定, 汇率油价大幅波动, 行业供需失衡, 宏观经济增长失速, 国际贸易摩擦升级, 空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等

## 主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	8369	17888	24357	27713
同比增长	-22.9%	113.7%	36.2%	13.8%
归母净利润(百万元)	-3036	2064	3929	4344
同比增长	-7861.9%	/	90.4%	10.6%
毛利率	-38.5%	12.1%	18.9%	17.7%
ROE	-22.2%	13.2%	20.1%	18.2%
每股收益(元)	-3.10	2.11	4.02	4.44
市盈率	-20.1	29.6	15.5	14.1

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	11846	15078	13377	13601
货币资金	10208	12860	10453	10302
交易性金融资产	120	0	0	0
应收票据及应收账款	105	206	289	325
预付款项	428	522	681	776
存货	175	257	315	366
其他	809	1235	1640	1832
<b>非流动资产</b>	31574	31339	31338	30959
长期股权投资	5	5	5	5
固定资产	17283	20316	22011	22551
在建工程	6895	3447	1724	862
无形资产	765	765	765	765
商誉	0	0	0	0
长期待摊费用	411	411	411	411
其他	6215	6394	6422	6366
<b>资产总计</b>	43420	46417	44715	44560
<b>流动负债</b>	13446	12278	10790	10563
短期借款	5405	5900	4000	3500
应付票据及应付账款	662	781.28	945.90	1,098.76
其他	7380	5597	5844	5965
<b>非流动负债</b>	16280	18483	14339	10067
长期借款	10896	12896	9396	5596
其他	5384	5586	4943	4471
<b>负债合计</b>	29727	30760	25129	20630
股本	979	979	979	979
资本公积	7791	7791	7791	7791
未分配利润	4409	6472	10402	14745
少数股东权益	0	0	0	0
<b>股东权益合计</b>	13693	15657	19586	23930
<b>负债及权益合计</b>	43420	46417	44715	44560

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	-3036	2064	3929	4344
折旧和摊销	1315	1414	1698	1910
资产减值准备	0	0	0	0
资产处置损失	0	0	0	0
公允价值变动损失	-30	-8	-4	-8
财务费用	618	382	244	249
投资损失	13	-10	-10	-10
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	983	-1047	-1335	-699
<b>经营活动产生现金流量</b>	439	2598	4466	5868
<b>投资活动产生现金流量</b>	-4544	-657	-1662	-1570
<b>融资活动产生现金流量</b>	6906	710	-5210	-4450
现金净变动	3055	2651	-2406	-152
现金的期初余额	6963	10208	12860	10453
现金的期末余额	10019	12860	10453	10302

利润表

单位:百万元

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	8369	17888	24357	27713
营业成本	11590	15715	19763	22805
税金及附加	24	14	29	28
销售费用	180	215	317	333
管理费用	188	233	390	360
研发费用	122	158	189	227
财务费用	622	382	244	249
其他收益	925	1314	1522	1763
投资收益	-13	10	10	10
公允价值变动收益	30	8	4	8
信用减值损失	-1	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0
资产处置收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	-3417	2503	4960	5492
营业外收入	20	80	80	80
营业外支出	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	-3399	2580	5037	5569
所得税	-363	516	1108	1225
<b>净利润</b>	-3036	2064	3929	4344
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	-3036	2064	3929	4344
<b>BPS(元)</b>	-3.10	2.11	4.02	4.44

主要财务比率

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	-22.9%	113.7%	36.2%	13.8%
营业利润增长率	-5753.7%	/	98.2%	10.7%
归母净利润增长率	-7861.9%	/	90.4%	10.6%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	-38.5%	12.1%	18.9%	17.7%
归母净利率	-36.3%	11.5%	16.1%	15.7%
ROE	-22.2%	13.2%	20.1%	18.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	68.5%	66.3%	56.2%	46.3%
流动比率	0.88	1.23	1.24	1.29
速动比率	0.87	1.21	1.21	1.25
<b>营运能力</b>				
资产周转率	20.5%	39.8%	53.5%	62.1%
应收帐款周转率	8091%	11502%	9848%	9022%
存货周转率	5972%	7285%	6920%	6701%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	-3.10	2.11	4.02	4.44
每股经营现金	0.45	2.65	4.56	6.00
每股净资产	13.99	16.00	20.02	24.45
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	-20.1	29.6	15.5	14.1
PB	4.5	3.9	3.1	2.6

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中:A股市场以沪深300指数为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用,本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,投资者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口头承诺均为无效,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址:上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址:北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址:深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编:200135	邮编:100020	邮编:518035
邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn	邮箱:research@xyzq.com.cn