

春秋航空 (601021.SH)  
航空机场

证券研究报告/公司点评报告

2024年11月01日

评级: 买入(维持)

分析师: 杜冲

执业证书编号: S0740522040001

Email: duchong@zts.com.cn

分析师: 李晶莹

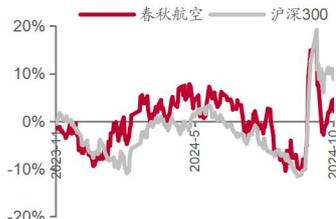
执业证书编号: S0740524080001

Email: lidy@zts.com.cn

### 基本状况

|           |           |
|-----------|-----------|
| 总股本(百万股)  | 978.55    |
| 流通股本(百万股) | 978.55    |
| 市价(元)     | 54.93     |
| 市值(百万元)   | 53,751.69 |
| 流通市值(百万元) | 53,751.69 |

### 股价与行业-市场走势对比



### 相关报告

- 《春秋航空(601021.SH)2024年中报点评:量增价跌盈利向好,经营管理优势维持》2024-08-31
- 《春秋航空(601021.SH)2023年年报及2024年一季报点评:业绩行业领先,盈利值得期待》2024-04-30
- 《春秋航空(601021.SH)2023年业绩预告点评:盈利规模新高,业绩上行可期》2024-01-31

### 公司盈利预测及估值

| 指标         | 2022A   | 2023A  | 2024E  | 2025E  | 2026E  |
|------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)  | 8,369   | 17,938 | 20,436 | 22,784 | 26,442 |
| 增长率 yoy%   | -23%    | 114%   | 14%    | 11%    | 16%    |
| 归母净利润(百万元) | -3,036  | 2,257  | 2,511  | 3,078  | 3,925  |
| 增长率 yoy%   | -7,862% | 174%   | 11%    | 23%    | 28%    |
| 每股收益(元)    | -3.10   | 2.31   | 2.57   | 3.15   | 4.01   |
| 每股现金流量     | 0.45    | 6.84   | 3.85   | 5.32   | 6.09   |
| 净资产收益率     | -22%    | 14%    | 14%    | 14%    | 16%    |
| P/E        | -17.7   | 23.8   | 21.4   | 17.5   | 13.7   |
| P/B        | 3.9     | 3.4    | 2.9    | 2.5    | 2.1    |

备注:股价截止自2024年10月31日收盘价,每股指标按照最新股本数全面摊薄

### 报告摘要

#### ■ 春秋航空于2024年10月30日发布2024年三季报:

➢ 2024年前三季度,公司实现归母净利润26.04亿元,较去年同期下降2.73%;实现扣非归母净利润25.96亿元,较去年同期上升0.85%;2024年Q3,公司实现归母净利润12.44亿元,较去年同期下降32.37%;实现扣非归母净利润12.41亿元,较去年同期下降31.73%。

#### ■ 2024年前三季度,公司成本管控优势保持,客座率水平领先,具体表现如下:

➢ 前三季度净增飞机7架。截至2024年9月底,公司机队规模128架,较2023年底净增7架,累计增速5.79%。

➢ 2024年前三季度公司客座率始终领先。2024年前三季度,公司整体及国内可用座公里(ASK)分别较2023年同期增长17%、10%,国际及地区ASK恢复至2019年同期的73%、38%;公司整体及国内旅客周转量(RPK)分别较2023年同期增长20%、12%,国际及地区RPK分别恢复至2019年同期的73%、39%;公司累计客座率91.79%,行业领先,较2019年持平,较2023年同期提升2.37pct;公司单三季度客座率92.66%,同比2019年、2023年同期分别上涨0.72、0.87pct。

■ 2024年Q3,票价水平有所下滑。根据测算,2024年Q3,公司单位ASK收入0.3991元,同比2023年下降8.41%,环比2024年Q2上升14.68%;公司单位ASK营业成本0.305元,同比2023年下降1.41%,环比2024年Q2下降3.11%。

■ 盈利预测与投资评级:由于2024年行业供给较为宽松且票价整体下滑,我们下调公司2024-2026年归母净利润为25.11/30.78/39.25亿元(前值:33.62/42.52/45.30亿元),对应P/E分别为21.4X/17.5X/13.7X,考虑到公司成本管控优势明显且盈利能力行业领先,维持“买入”评级。

■ 风险提示:宏观经济下行风险、油价上涨风险、汇率波动风险。

**盈利预测表**

| 资产负债表          |               |               |               |               | 利润表             |              |              |              |              |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |               |               |               |               | 单位: 百万元         |              |              |              |              |
| 会计年度           | 2023A         | 2024E         | 2025E         | 2026E         | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 货币资金           | 11,583        | 13,443        | 17,144        | 21,750        | 营业收入            | 17,938       | 20,436       | 22,784       | 26,442       |
| 应收票据           | 0             | 0             | 0             | 0             | 营业成本            | 15,519       | 17,158       | 18,793       | 21,410       |
| 应收账款           | 180           | 206           | 152           | 98            | 税金及附加           | 28           | 61           | 53           | 64           |
| 预付账款           | 385           | 426           | 466           | 531           | 销售费用            | 237          | 266          | 296          | 344          |
| 存货             | 202           | 223           | 245           | 290           | 管理费用            | 231          | 249          | 273          | 317          |
| 合同资产           | 0             | 0             | 0             | 0             | 研发费用            | 144          | 153          | 182          | 212          |
| 其他流动资产         | 630           | 717           | 840           | 987           | 财务费用            | 261          | 361          | 293          | 204          |
| 流动资产合计         | 12,980        | 15,015        | 18,847        | 23,656        | 信用减值损失          | -2           | 0            | 0            | 0            |
| 其他长期投资         | 0             | 0             | 0             | 0             | 资产减值损失          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期股权投资         | 5             | 5             | 5             | 5             | 公允价值变动收益        | -40          | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 19,073        | 18,536        | 18,041        | 17,583        | 投资收益            | -1           | 0            | 0            | 0            |
| 在建工程           | 6,214         | 6,579         | 6,894         | 7,159         | 其他收益            | 1,140        | 942          | 1,100        | 1,200        |
| 无形资产           | 751           | 674           | 599           | 534           | <b>营业利润</b>     | <b>2,616</b> | <b>3,129</b> | <b>3,993</b> | <b>5,091</b> |
| 其他非流动资产        | 5,215         | 5,217         | 5,231         | 5,244         | 营业外收入           | 29           | 10           | 0            | 0            |
| 非流动资产合计        | 31,258        | 31,011        | 30,770        | 30,525        | 营业外支出           | 3            | 1            | 0            | 0            |
| <b>资产合计</b>    | <b>44,238</b> | <b>46,026</b> | <b>49,617</b> | <b>54,181</b> | <b>利润总额</b>     | <b>2,642</b> | <b>3,138</b> | <b>3,993</b> | <b>5,091</b> |
| 短期借款           | 3,785         | 3,457         | 3,457         | 3,457         | 所得税             | 385          | 627          | 915          | 1,166        |
| 应付票据           | 0             | 103           | 141           | 131           | <b>净利润</b>      | <b>2,257</b> | <b>2,511</b> | <b>3,078</b> | <b>3,925</b> |
| 应付账款           | 902           | 998           | 1,093         | 1,245         | 少数股东损益          | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 预收款项           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>归属母公司净利润</b> | <b>2,257</b> | <b>2,511</b> | <b>3,078</b> | <b>3,925</b> |
| 合同负债           | 1,312         | 368           | 410           | 476           | NOPLAT          | 2,481        | 2,800        | 3,304        | 4,082        |
| 其他应付款          | 0             | 0             | 0             | 0             | EPS (摊薄)        | 2.31         | 2.57         | 3.15         | 4.01         |
| 一年内到期的非流动负债    | 5,136         | 5,136         | 5,136         | 5,136         |                 |              |              |              |              |
| 其他流动负债         | 1,661         | 1,781         | 1,915         | 2,141         |                 |              |              |              |              |
| 流动负债合计         | 12,796        | 11,842        | 12,151        | 12,586        | <b>主要财务比率</b>   |              |              |              |              |
| 长期借款           | 11,100        | 11,304        | 11,508        | 11,712        | 会计年度            | 2023A        | 2024E        | 2025E        | 2026E        |
| 应付债券           | 0             | 0             | 0             | 0             | <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |
| 其他非流动负债        | 4,592         | 4,592         | 4,592         | 4,592         | 营业收入增长率         | 114.3%       | 13.9%        | 11.5%        | 16.1%        |
| 非流动负债合计        | 15,692        | 15,896        | 16,100        | 16,304        | EBIT 增长率        | 204.6%       | 20.5%        | 22.5%        | 23.6%        |
| <b>负债合计</b>    | <b>28,488</b> | <b>27,738</b> | <b>28,251</b> | <b>28,890</b> | 归母公司净利润增长率      | 174.4%       | 11.2%        | 22.6%        | 27.5%        |
| 归属母公司所有者权益     | 15,750        | 18,288        | 21,366        | 25,292        | <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |
| 少数股东权益         | 0             | 0             | 0             | 0             | 毛利率             | 13.5%        | 16.0%        | 17.5%        | 19.0%        |
| <b>所有者权益合计</b> | <b>15,750</b> | <b>18,288</b> | <b>21,366</b> | <b>25,292</b> | 净利率             | 12.6%        | 12.3%        | 13.5%        | 14.8%        |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>44,238</b> | <b>46,026</b> | <b>49,617</b> | <b>54,181</b> | ROE             | 14.3%        | 13.7%        | 14.4%        | 15.5%        |
|                |               |               |               |               | ROIC            | 8.1%         | 9.2%         | 10.4%        | 11.7%        |
|                |               |               |               |               | <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 资产负债率           | 64.4%        | 60.3%        | 56.9%        | 53.3%        |
|                |               |               |               |               | 债务权益比           | 156.3%       | 133.9%       | 115.6%       | 98.4%        |
|                |               |               |               |               | 流动比率            | 1.0          | 1.3          | 1.6          | 1.9          |
|                |               |               |               |               | 速动比率            | 1.0          | 1.2          | 1.5          | 1.9          |
|                |               |               |               |               | <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 总资产周转率          | 0.4          | 0.4          | 0.5          | 0.5          |
|                |               |               |               |               | 应收账款周转天数        | 3            | 3            | 3            | 2            |
|                |               |               |               |               | 应付账款周转天数        | 17           | 20           | 20           | 20           |
|                |               |               |               |               | 存货周转天数          | 4            | 4            | 4            | 4            |
|                |               |               |               |               | <b>每股指标 (元)</b> |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | 每股收益            | 2.31         | 2.57         | 3.15         | 4.01         |
|                |               |               |               |               | 每股经营现金流         | 6.84         | 3.85         | 5.32         | 6.09         |
|                |               |               |               |               | 每股净资产           | 16.10        | 18.69        | 21.83        | 25.85        |
|                |               |               |               |               | <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |
|                |               |               |               |               | P/E             | 23.8         | 21.4         | 17.5         | 13.7         |
|                |               |               |               |               | P/B             | 3.4          | 2.9          | 2.5          | 2.1          |
|                |               |               |               |               | EV/EBITDA       | 99           | 84           | 74           | 63           |

来源: WIND, 中泰证券研究所

**投资评级说明**

|  | 评级 | 说明                                 |
|--|----|------------------------------------|
| 股票评级   | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|  | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|  | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级   | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|  | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|  | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |
| 备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。 |    |                                    |

**重要声明**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。