

春秋航空（601021.SH）

公司报告 | 首次评级报告



任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月29日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	55.95
总市值	547.38亿
PE-TTM	27.31
PB-MRQ	3.01

估值结果

价值	624.91亿
DDM估值	上行空间 14%
状态	合理估值
价值	613.62亿
动态估值	上行空间 12%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★☆
护城河	★★★★☆

核心评级结论

春秋航空作为中国首批民营航空公司之一，定位于低成本航空业务模式，主要从事航空客、货运输业务及与航空运输业务相关的服务。

公司成长空间中等，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到公司定位于低成本航空，我国低成本航空渗透率依旧存在较大提升空间。公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩大幅修复，但消费疲软导致公司业绩承压，我们认为随着未来行业供给增速放缓，公司盈利能力有望提升。公司产业格局中等，主要系我国航空运输业为完全市场化竞争行业，三大航市占率超过60%，春秋航空作为民营航空企业，市占率占比较低。公司护城河较深，主要系公司是中国低成本航空的先行者和领跑者，凭借“两单”“两高”和“两低”，公司具有明显的成本优势，盈利能力位居行业前列。

我们基于公司客运量稳健增长，未来机票价格触底反弹，公司盈利能力逐步提升的合理假设下，公司估值处于合理状态。

我们区别于市场的观点

2025年航空公司盈利普遍承压，相对处于航空周期低位，市场普遍认为2026年航空板块或会迎来一波盈利周期反转，因此对于春秋航空的未来盈利预测给予了非常乐观的假设。虽然我们认同航空盈利周期反转是大趋势，但对于公司未来盈利能力我们相对保持理性。

风险提示

航空运输板块盈利周期依旧处于相对底部，若未来航空需求不及预期，或导致公司盈利能力下滑风险；若未来春秋航空发生重大航空安全事件，可能导致公司品牌受损、市占率下滑风险；若未来行业竞争加剧，春秋航空利润低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	5
3.2 营销强度	5
3.3 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	4
图2：预测2025年毛利占比	4
图3：近年公司盈利能力趋势图	5
图4：近年公司历史成长能力趋势图	6
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	6
图6：近年股东回报能力趋势图	6
表1：护城河详解表	8
表2：公司整体业绩预测	9
表3：公司分业务业绩预测	9
表4：公司整体及分业务动态估值	9
表5：公司整体及分业务DDM估值	9

1. 基本信息

春秋航空是国内低成本航空公司的先行者和领先者，春秋航空凭借价格优势吸引大量对价格较为敏感的自费旅客以及追求高性价比的商务旅客构成的细分市场。截至2024年底，公司已拥有129架A320系列飞机机队，成为国内在飞航线、载运旅客人次、旅客周转量等规模最大的民营航空公司之一，同时也是东北亚地区领先的低成本航空公司。公司以上海虹桥机场和浦东机场作为枢纽基地，上海作为我国重要的经济、金融、航运中心城市，辐射华东地区，有利于公司持续发展航空运输业务，上海独特的地理位置优势也为公司的进一步扩张奠定了坚实的基础。

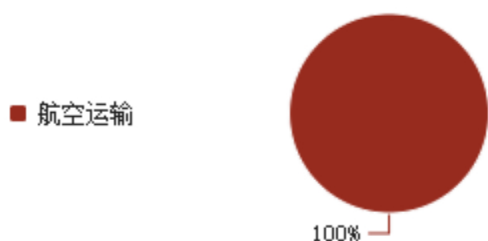
2. 业务介绍

对于春秋航空公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

航空运输：

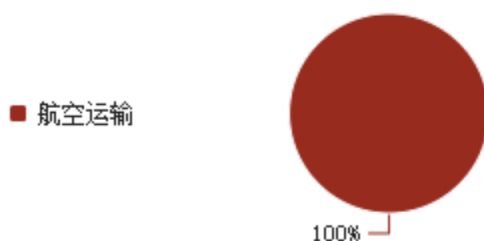
公司主要从事国内、国际及港澳台航空客货运输业务及与航空运输业务相关的服务。2024年，公司完成运输旅客2,868万人次，我国民航业全年共完成旅客运输量7.3亿人次，从客运量角度公司市占率约为3.93%。我们对该业务的市场界定为我国航空运输业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

春秋航空作为中国低成本航空的典型代表，其商业模式的核心在于通过全方位的成本控制，实现低票价运营，从而激活大众化航空出行市场。该模式具体体现为“两单、两高、两低”：采用单一机型与单一经济舱位以降低采购、维修及管理复杂度；通过高客座率和高飞机日利用率来摊薄单位成本；凭借低销售费用和低管理费用实现精细化管理。同时，公司通过简化服务，如对托运行李、机上餐食等采取收费模式，来增加辅助性收入，并维持核心票价的竞争力。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

航空运输企业普遍资产较重，截至2024年末，公司总资产为438亿元，其中固定资产约为249亿元，使用权资产约为17亿元，公司绝大部分资产为飞机及发动机，总资产周转率较低，说明公司属于高资产强度高型企业。

3.2 营销强度

低 较低 中等 较高 高

公司以电子商务直销为主要销售渠道，一方面通过销售特价机票等各类促销优惠活动的发布，吸引大量旅客在本公司网站预订机票；另一方面通过积极推广移动互联网销售，拓展电子商务直销渠道，有效降低了公司的销售代理费用。2024年公司销售费率用仅为1.45%，说明公司营销强度低。

3.3 客户集中度

低 较低 中等 较高 高

2024年公司前五名客户销售额占年度销售总额5.54%，整体处于偏低水平，公司主要客户为终端个人消费者，因此公司整体客户集中度低。

4. 历史经营绩效

2023年新冠疫情结束之后，公司盈利能力和成长能力持续提升，业务控制力较高，但公司整体股东回报星级不高。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力星级较高。2020年新冠疫情爆发导致公司旅客运输量大幅下滑，盈利能力承压，2023年疫情结束，公司各项经营指标修复，盈利能力持续提升，整体来看公司盈利处于市场较高水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



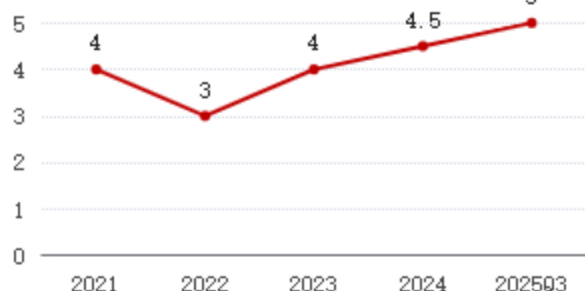
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级一般。2020年疫情导致公司收入下滑，业绩亏损，导致公司整体成长星级较低，2023年新冠疫情结束，公司旅客运输量开始逐步修复，收入增长利润修复，成长空间星级提升。2025年以来公司机票价格承压，收入、利润增速放缓导致公司成长能力一般。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



数据来源：公司财报，壹评级

航空公司的机票销售模式为提前售卖，因此整体业务控制力较强，2020年-2022年公司业务控制力星级有所走低，主要系新冠疫情导致公司业绩亏损。2023年疫情结束，公司业绩扭亏为盈，现金流持续改善，提升公司整体业务控制力星级。

4.4 股东回报评级

★★★★☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年-2022年新冠疫情期间，公司存在业绩压力，因此公司连续三年无分红，2023年新冠疫情结束，公司业绩扭亏为盈，2023年分红率为30%，2024年提升至35%。按照2024年收盘价计算，公司整体股息率为1.42%，股东回报率一般。

5. 四维评级

公司成长空间中等，未来随着行业反内卷，公司盈利趋势向好，护城河较深，但公司产业格局中等。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到公司定位于低成本航空，我国低成本航空渗透率依旧存在较大提升空间。

航空运输(3星):

按照国家规划，我国民航业客运量未来10年复合增速大约在5%左右。根据亚太航空中心统计，2024年我国低成本航空占国内航线市场份额为12.5%，低成本航空公司无论从数量还是市场份额来看仍然较少，且经营模式和目标客群定位相对海外同类型公司较为模糊，但市场需求结构化、差异化转变的趋势刚性不可逆，我国大众化航空出行需求将日益旺盛，未来市场前景广阔，潜力较大。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩大幅修复，但消费疲软导致公司业绩承压，我们认为随着未来行业供给增速放缓，公司盈利能力有望提升。

航空运输(3.5星):

2023年疫情结束，公司业绩大幅修复，但2024年后由于消费疲软导致客座率、机票价格等数据相对不乐观，公司整体盈利能力有所下滑。展望未来，我们认为随着民航业反内卷政策推进，航空供给端增速存在放缓预期，公司未来盈利能力有望持续提升，因此盈利趋势向好。

5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国航空运输业为完全市场化竞争行业，三大航市占率在60%左右，春秋航空作为民营航空企业，市占率整体占比较低。

航空运输(3星):

我国民航运输业属于典型的寡头竞争行业，三大航（国航、南航、东航）市占率超60%，春秋航空市占率不到4%，处于第二梯队；此外航空运输业属于相对同质化程度较高的行业，上游供应商主要为航空燃油企业和飞机制造商，相对较为强势，且下游客户对机票价格敏感度较高，客户粘性较低，因此公司整体产业格局中等。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司是中国低成本航空的先行者和领跑者，凭借“两单”“两高”和“两低”，公司具有明显的成本优势，盈利能力位居行业前列。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
航空运输	(3星)春秋航空作为民营航空的优秀代表，不考虑新冠疫情因素，经壹评级调整后公司历史平均净资产收益率大约在12%以上，具有明显的超额收益，且公司业务控制力星级较高，但考虑到公司市占率较低，因此公司护城河宽度星级中等。	(4星)公司护城河主要系成本优势和管理运营优势。成本优势体现在公司的独具特色的经营模式，公司单位扣油成本全行业最低，远低于三大航，且未来衰退的可能性较低。此外公司作为优秀的民营航司企业，在市场定位和管理效率上相比三大航存在一定的竞争优势，综合考虑我们认为公司护城河持续性较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

我们基于公司客运量稳健增长，未来机票价格触底反弹，公司盈利能力逐步提升的合理假设下，公司估值处于合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为航空运输，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 量（RPK）：2024年公司客运量市占率约为3.8%，考虑到三大航在民航业市场地位难以撼动，我们假设公司市占率小幅提升，远期市占率提升至4%左右，收入客公里（RPK）保持高个位数增速；
- 2) 价（客公里收益）：2023年疫情结束，受消费疲软因素，航空运输行业供大于需，公司客公里收益持续回落，但考虑到航空股存在反内卷预期，我们预测2026年公司客公里收益提升4%，未来每年提升1%；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2025年公司整体盈利能力相对有所承压，我们假设2025年公司毛利率为12.2%，假设2026年公司盈利能力有所提升，预测公司未来毛利率持续提升至13.5%；
- 2) 费用率：公司费用端主要为销售费用和财务费用，我们假设销售费用率维持不变，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，我们假设公司有息负债率维持2024年水平；

资产负债假设：

- 1) 未来随着公司引进规模放缓和收入增长，公司资产周转率存在提升预期，我们假设公司经营性资产周转率回归到历史均值水平；
- 2) 疫情三年导致公司负债率高企，我们假设未来随着盈利改善，公司存在降杠杆预期，假设公司经营性负债率降低到历史平均水平。

表2：公司整体业绩预测

春秋航空	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	83.7	179.4	200.0	213.0	238.8	255.6	273.6	292.8
归母净利润(亿)	-30.4	22.6	22.7	21.8	26.2	29.2	31.2	33.4
归母净利润增速(%)	-7640.4	174.4	0.6	-4.0	20.2	11.2	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	-29.8	22.1	21.6	21.8	26.2	29.2	31.2	33.4
经营性净利润增速(%)	-11651.7	174.2	-2.1	0.8	20.2	11.2	7.0	7.0
经营性归母净利润(亿)	-29.8	22.1	21.6	21.8	26.2	29.2	31.2	33.4
经营性归母净利润增速(%)	-11112.1	174.2	-2.1	0.8	20.2	11.2	7.0	7.0

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

航空运输	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	83.7	179.4	200.0	213.0	238.8	255.6	273.6	292.8
收入增速(%)	-22.9	114.3	11.5	6.5	12.1	7.0	7.0	7.0
经营性净利润(亿)	-29.8	22.1	21.6	21.8	26.2	29.2	31.2	33.4
经营性净利率(%)	-35.6	12.3	10.8	10.2	11.0	11.4	11.4	11.4
经营性净利润增速(%)	-11651.7	174.2	-2.1	0.8	20.2	11.2	7.0	7.0

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
航空运输	7.0%	中等	较好	较强	7.5%	17.73	46.7
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
航空运输(亿)	149.6	431.6	581.1	32.5	-	-	613.6
公司整体测算(亿)	149.6	431.6	581.1	32.5	-	-	613.6

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
航空运输(亿)	222.3	370.1	592.4	32.5	-	-	624.9
公司整体测算(亿)	222.3	370.1	592.4	32.5	-	-	624.9

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

我国航空运输业属于典型的周期性行业，机票价格受行业供需影响，且航空运输营业成本中约1/3为燃油成本，因此原油价格波动会对航司业绩形成一定的扰动，其次人民币汇率的波动亦会对航司业绩有所影响。但春秋航空作为低成本航空龙头，公司整体盈利稳健性明显高于其他航司，因此公司业绩预测的难度较其他航司较低，估值确定性较高。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。