



证券研究报告  
(优于大市, 维持)

# 23年基本面逐季改善, 大周期后市可期

## ——航空行业中期策略报告

虞楠 (交运行业首席分析师)

SAC执业证书编号: S0850512070003

陈宇 (分析师)

SAC执业证书编号: S0850520060002

2023年08月17日

# 航空：23年基本面逐季改善，大周期后市可期



1. 回顾：供需稳定恢复，油价下行，行业上升周期开启

2. 展望：供给增长有限，需求修复打开提价空间，大周

## 期启航

- 1) 美国航空疫后恢复与航司股价复盘
- 2) 供给低速增长可能性增加
- 3) 国内看票价弹性，国际看需求修复
- 4) 我国民航中长期内生需求增长潜力可观

3. 建议：板块估值处于相对低位，关注逆向投资机会

风险提示：人民币贬值、油价大幅上涨、疫情等自然灾害、经济下行

## 第一节要点：

- 国内供需已超**19**年同期水平，地区国际快速恢复；
- 生产端改善，油价下行，航司一季度大幅减亏、部分转盈。

# 1. 23Q1供需复苏整体未及19年同期水平



疫情放开、复苏进程开启，六家主要上市公司（国航、东航、南航、春秋、吉祥、海航）23年一季度总供给、需求同比上升55.4%/78.6%，客座率同比上升9.7个百分点至74.3%。对比2019年一季度，总供给、需求仍下降21.5%/29.8%，客座率下降8.8个百分点，23Q1供需复苏速度较快，但整体尚未达到2019年同期水平。

表1 2023年Q1航司生产数据

	国航			南航			东航			海航			春秋			吉祥			六家上市航空合计		
	2023.1-3	2022.1-3	变化 (%)																		
<b>客运</b>																					
可用座位公里	59313	34127	73.80	66949	44722	49.70	48090	31536	52.49	27771	15464	79.58	10360	9905	4.60	10629	7844	35.50	223111	143598	55.37
收入客公里	42140	21522	95.80	49843	29223	70.56	33954	18905	79.60	22327	10783	107.07	9001	7157	25.76	8490	5198	63.33	165756	92789	78.64
客座率 (%)	71.0	63.1	8.0pp	74.4	65.3	9.1pp	70.6	59.9	10.7pp	80.4	69.7	10.7pp	86.9	72.3	14.6pp	79.9	66.3	13.6pp	74.3	64.6	9.7pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	54724	32555	68.10	61484	43171	42.42	44370	30621	44.90	26576	15357	73.06	9389	9844	-4.62	9688	7727	25.38	206231	139274	48.08
收入客公里	39304	20951	87.60	45844	28374	61.57	31547	18450	70.98	21521	10729	100.58	8207	7123	15.22	7838	5128	52.85	154260	90755	69.97
客座率 (%)	71.8	64.4	7.5pp	74.6	65.7	8.8pp	71.1	60.3	10.8pp	81.0	69.9	11.1pp	87.4	72.4	15.1pp	80.9	66.4	14.5pp	74.8	65.2	9.6pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3355	950	253.10	5068	1471	244.61	3091	685	351.33	1179	108	994.65	851	36	2286.02	808	92	778.50	14353	3341	329.57
收入客公里	2051	246	734.50	3721	806	361.59	1949	326	498.31	799	53	1393.42	690	15	4460.29	549	52	956.79	9757	1498	551.36
客座率 (%)	61.1	25.9	35.3pp	73.4	54.8	18.6pp	63.0	47.5	15.5pp	67.8	49.7	18.1pp	81.1	42.4	38.7pp	67.9	56.4	11.5pp	68.0	44.8	23.1pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	1233	627	96.70	397	82	381.12	629	230	173.85	16	-	-	120	25	372.47	132	25	428.14	2527	1005	151.33
收入客公里	785	319	146.10	279	27	919.55	459	129	256.19	8	-	-	105	19	441.16	103	18	467.14	1739	521	233.86
客座率 (%)	63.6	50.9	12.8pp	70.2	33.1	37.1pp	73.0	56.1	16.9pp	50.4	-	-	87.2	76.1	11.1pp	78.1	72.8	5.4pp	68.8	51.8	17.0pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	410	1083	-62.1	1744	1802	-3	388	795	-51.2	165	248	-33.47	29	36	-19.22	45	70	-35.70	2781	4034	-31.1
<b>(百万)</b>																					
	2023.1-3	2019.1-3	变化 (%)																		
<b>客运</b>																					
可用座位公里	59313	70319	-15.65	66949	83513	-19.83	48090	65809	-26.93	27771	44362	-37.40	10360	10156	2.01	10629	9974	6.56	223111	284134	-21.48
收入客公里	42140	57268	-26.42	49843	69215	-27.99	33954	54343	-37.52	22327	37530	-40.51	9001	9362	-3.86	8490	8500	-0.12	165756	236219	-29.83
客座率 (%)	71.0	81.4	-10.4pp	74.4	82.9	-8.4pp	70.6	82.6	-12.0pp	80.4	84.6	-4.2pp	86.9	92.2	-5.3pp	79.9	85.2	-5.3pp	74.3	83.1	-8.8pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	54724	41364	32.30	61484	57177	7.53	44370	42142	5.29	26576	33605	-20.92	9389	6580	42.70	9688	8198	18.18	206231	189066	9.08
收入客公里	39304	34100	15.26	45844	47207	-2.89	31547	35056	-10.01	21521	29908	-28.04	8207	6099	34.57	7838	7040	11.33	154260	159410	-3.23
客座率 (%)	71.8	82.4	-10.6pp	74.6	82.6	-8.0pp	71.1	83.2	-12.1pp	81.0	89.0	-8.0pp	87.4	92.7	-5.3pp	80.9	85.9	-5.0pp	74.8	84.3	-9.5pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3355	26224	-87.21	5068	25191	-79.88	3091	22015	-85.96	1179	10590	-88.87	851	3212	-73.50	808	1601	-49.53	14353	88832	-83.84
收入客公里	2051	20930	-90.20	3721	21136	-82.40	1949	17931	-89.13	799	7487	-89.33	690	2928	-76.43	549	1316	-58.31	9757	71729	-86.40
客座率 (%)	61.1	79.8	-18.7pp	73.4	83.9	-10.5pp	63.0	81.5	-18.4pp	67.8	70.7	-2.9pp	81.1	91.2	-10.1pp	67.9	82.2	-14.3pp	68.0	80.7	-12.7pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	1233	2732	-54.85	397	1145	-65.33	629	1652	-61.96	16	167	-90.43	120	365	-67.09	132	175	-24.39	2527	6236	-59.48
收入客公里	785	2238	-64.92	279	872	-68.05	459	1356	-66.15	8	136	-94.05	105	336	-68.82	103	144	-28.06	1739	5081	-65.78
客座率 (%)	63.6	81.9	-18.3pp	70.2	76.2	-6.0pp	73.0	82.1	-9.0pp	50.4	81.0	-30.6pp	87.2	92.0	-4.8pp	78.1	82.1	-4.0pp	68.8	81.5	-12.7pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	410	1097	-62.6	1744	1687	3	388	614	-36.8	165	425	-61.18	29	25	17.17	45	42	7.93	2781	3889	-28.5

资料来源: Wind, 各上市公司月度生产运营数据公告, 海通证券研究所

# 1. 国内线恢复态势良好，国际、地区线尚需时间



国内线方面，六家主要上市公司23年一季度总供给、需求相比2019年同期各+9.1%/-3.2%，客座率下降9.5个百分点；国际线方面，一季度总供给、需求相比2019年同期各-83.8%/-86.4%，客座率下降12.8个百分点；地区线方面，一季度总供给、需求相比2019年同期各-59.5%/-65.8%，客座率下降12.7个百分点。国内线供需已近2019年同期水平，国际、地区线恢复尚需时间。

表2 2023年Q1航司生产数据

(百万)	国航			南航			东航			海航			春秋			吉祥			六家上市航司合计		
	2023.1-3	2022.1-3	变化 (%)																		
<b>客运</b>																					
可用座位公里	59313	34127	73.80	66949	44722	49.70	48090	31536	52.49	27771	15464	79.58	10360	9905	4.60	10629	7844	35.50	223111	143598	55.37
收入客公里	42140	21522	95.80	49843	29223	70.56	33954	18905	79.60	22327	10783	107.07	9001	7157	25.76	8490	5198	63.33	165756	92789	78.64
客座率 (%)	71.0	63.1	8.0pp	74.4	65.3	9.1pp	70.6	59.9	10.7pp	80.4	69.7	10.7pp	86.9	72.3	14.6pp	79.9	66.3	13.6pp	74.3	64.6	9.7pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	54724	32555	68.10	61484	43171	42.42	44370	30621	44.90	26576	15357	73.06	9389	9844	-4.62	9688	7727	25.38	206231	139274	48.08
收入客公里	39304	20951	87.60	45844	28374	61.57	31547	18450	70.98	21521	10729	100.58	8207	7123	15.22	7838	5128	52.85	154260	90755	69.97
客座率 (%)	71.8	64.4	7.5pp	74.6	65.7	8.9pp	71.1	60.3	10.8pp	81.0	69.9	11.1pp	87.4	72.4	15.1pp	80.9	66.4	14.5pp	74.8	65.2	9.6pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3355	950	253.10	5068	1471	244.61	3091	685	351.33	1179	108	994.65	851	36	2286.02	808	92	778.50	14353	3341	329.57
收入客公里	2051	246	734.50	3721	806	361.59	1949	326	498.31	799	53	1393.42	690	15	4460.29	549	52	956.79	9757	1498	551.36
客座率 (%)	61.1	25.9	35.3pp	73.4	54.8	18.6pp	63.0	47.5	15.5pp	67.8	49.7	18.1pp	81.1	42.4	38.7pp	67.9	56.4	11.5pp	68.0	44.8	23.1pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	1233	627	96.70	397	82	381.12	629	230	173.85	16	-	-	120	25	372.47	132	25	428.14	2527	1005	151.33
收入客公里	785	319	146.10	279	27	919.55	459	129	256.19	8	-	-	105	19	441.16	103	18	467.14	1739	521	233.86
客座率 (%)	63.6	50.9	12.8pp	70.2	33.1	37.1pp	73.0	56.1	16.9pp	50.4	-	-	87.2	76.1	11.1pp	78.1	72.8	5.4pp	68.8	51.8	17.0pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	410	1083	-62.1	1744	1802	-3	388	795	-51.2	165	248	-33.47	29	36	-19.22	45	70	-35.70	2781	4034	-31.1
<b>(百万)</b>																					
<b>客运</b>																					
可用座位公里	59313	70319	-15.65	66949	83513	-19.83	48090	65809	-26.93	27771	44362	-37.40	10360	10156	2.01	10629	9974	6.56	223111	284134	-21.48
收入客公里	42140	57268	-26.42	49843	69215	-27.99	33954	54343	-37.52	22327	37530	-40.51	9001	9362	-3.86	8490	8500	-0.12	165756	236219	-29.83
客座率 (%)	71.0	81.4	-10.4pp	74.4	82.9	-8.4pp	70.6	82.6	-12.0pp	80.4	84.6	-4.2pp	86.9	92.2	-5.3pp	79.9	85.2	-5.3pp	74.3	83.1	-8.8pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	54724	41364	32.30	61484	57177	7.53	44370	42142	5.29	26576	33605	-20.92	9389	6580	42.70	9688	8198	18.18	206231	189066	9.08
收入客公里	39304	34100	15.26	45844	47207	-2.89	31547	35056	-10.01	21521	29908	-28.04	8207	6099	34.57	7838	7040	11.33	154260	159410	-3.23
客座率 (%)	71.8	82.4	-10.6pp	74.6	82.6	-8.0pp	71.1	83.2	-12.1pp	81.0	89.0	-8.0pp	87.4	92.7	-5.3pp	80.9	85.9	-5.0pp	74.8	84.3	-9.5pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3355	26224	-87.21	5068	25191	-79.88	3091	22015	-85.96	1179	10590	-88.87	851	3212	-73.50	808	1601	-49.53	14353	88832	-83.84
收入客公里	2051	20930	-90.20	3721	21136	-82.40	1949	17931	-89.13	799	7487	-89.33	690	2928	-76.43	549	1316	-58.31	9757	71729	-86.40
客座率 (%)	61.1	79.8	-18.7pp	73.4	83.9	-10.5pp	63.0	81.5	-18.4pp	67.8	70.7	-2.9pp	81.1	91.2	-10.1pp	67.9	82.2	-14.3pp	68.0	80.7	-12.8pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	1233	2732	-54.85	397	1145	-65.33	629	1652	-61.96	16	167	-90.43	120	365	-67.09	132	175	-24.39	2527	6236	-59.48
收入客公里	785	2238	-64.92	279	872	-68.05	459	1356	-66.15	8	136	-94.05	105	336	-68.82	103	144	-28.06	1739	5081	-65.78
客座率 (%)	63.6	81.9	-18.3pp	70.2	76.2	-6.0pp	73.0	82.1	-9.0pp	50.4	81.0	-30.6pp	87.2	92.0	-4.8pp	78.1	82.1	-4.0pp	68.8	81.5	-12.7pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	410	1097	-62.6	1744	1687	3	388	614	-36.8	165	425	-61.18	29	25	17.17	45	42	7.93	2781	3889	-28.5

资料来源: Wind, 各上市公司月度生产运营数据公告, 海通证券研究所

# 1. 1Q23产量恢复、油价下行助力航司经营业绩大幅改善



行业供需恢复叠加油价下行使得航司经营业绩大幅改善，23Q1国航、东航、南航、春秋、吉祥、海航营收同比各+94%/+76%/+59%/+64%/+79%/+106%，较19年同期各-23%/-26%/-10%/+6%/+7%/-29%，春秋、吉祥营收已超过19年同期水平。归母净利润同比各+67%/+51%/+58%/+181%/+130%/+104%，其中三大航亏损大幅收窄，春秋、吉祥、海航成功扭亏。

图1 历年一季度航司营收

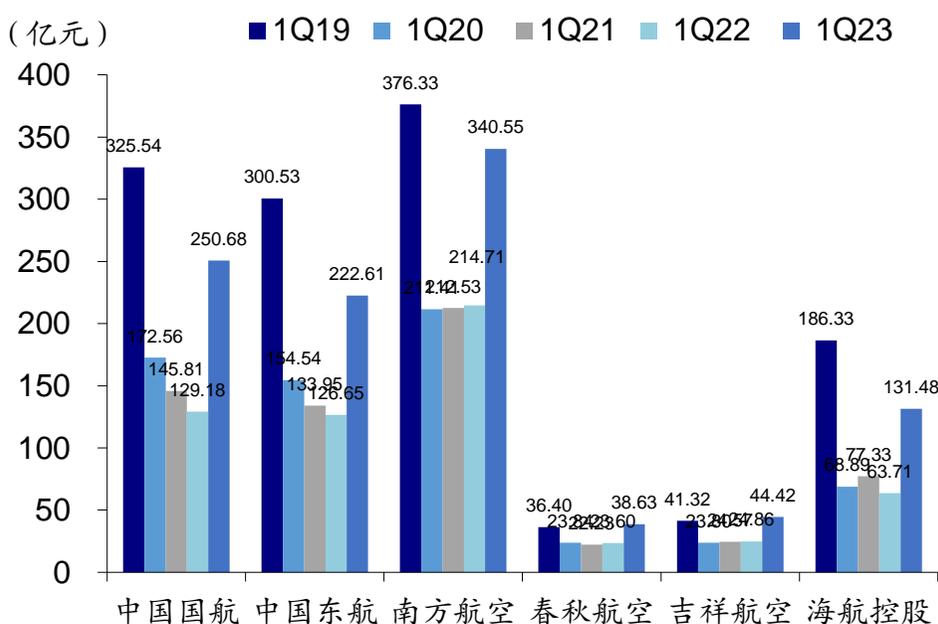
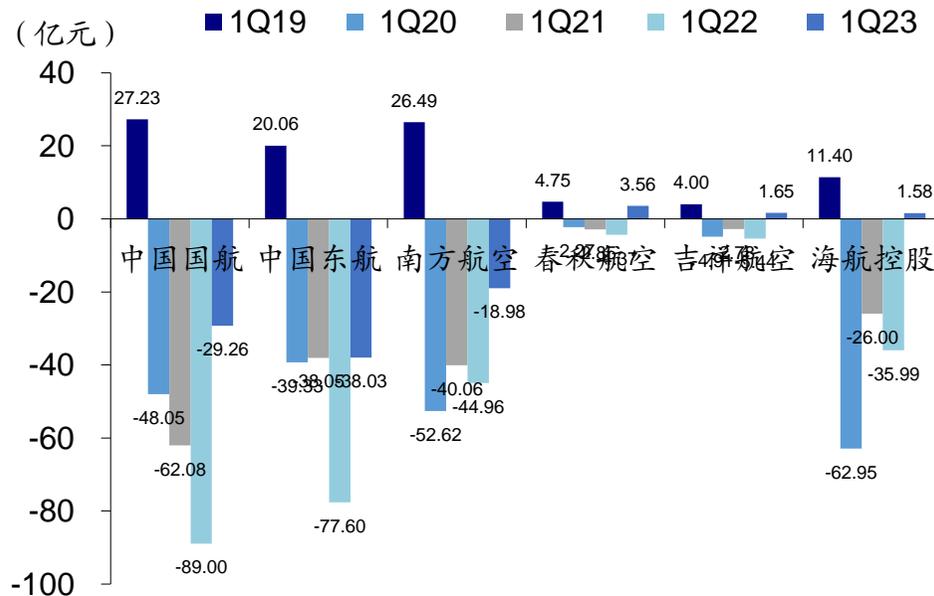


图2 历年一季度航司归母净利润



资料来源: Wind, 海通证券研究所

# 1. 复苏持续，5月生产数据延续上涨势头

23年5月航司生产经营数据延续恢复趋势，六家主要上市公司总供给/需求与2019年同期相比下降5.5%/15.5%，差距继续收窄。客座率稳中有升，六家主要上市公司国内总客座率为73.3%，与2019年同期水平相差8.6个百分点。

图3 六家上市航司合计供给需求单月同比增速

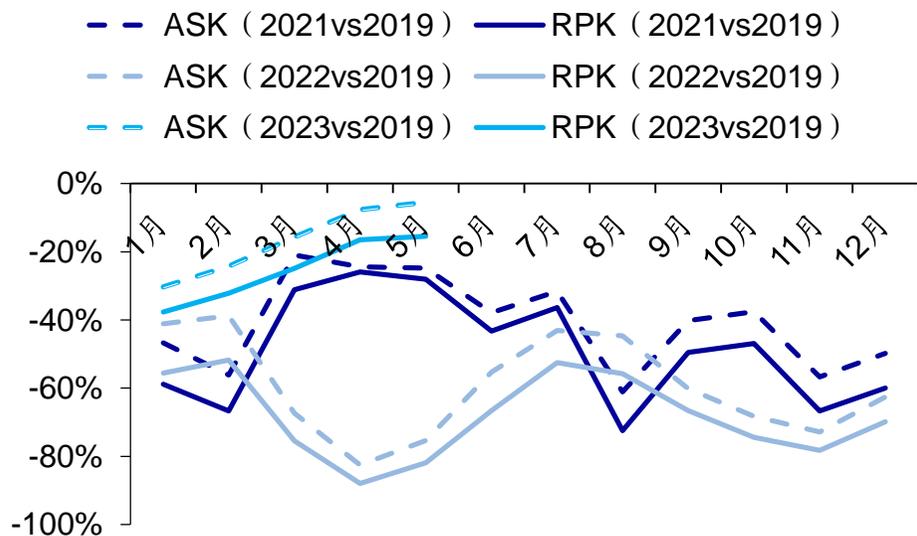
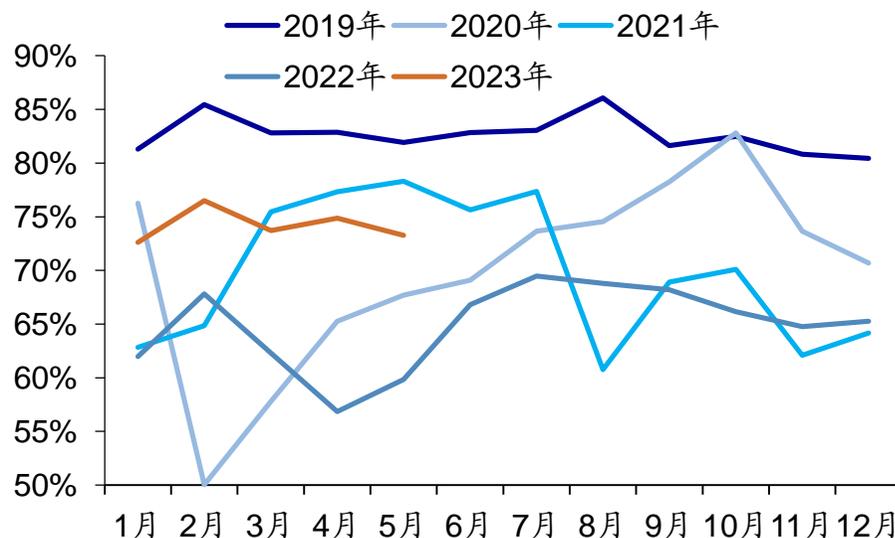


图4 六家上市航司合计单月客座率



# 1. 5月国内线供需已超过19年同期水平



23年5月，六家主要上市公司（不含华夏航空）国内线总供给、需求对比2019年同期各上升23.9%/10.8%，客座率下降8.9个百分点至74.7%，供需均已超过19年同期水平。国际线总供给、需求对比2019年同期各下降62.9%/69.5%；地区线总供给、需求对比2019年同期各下降36.6%/47.2%，国际线、地区线相比Q1进一步恢复。

表3 2023年5月航司生产数据

(百万)	国航			南航			东航			海航			春秋			吉祥			六家上市航司合计		
	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)	2023.5	2022.5	变化 (%)
<b>客运</b>																					
可用座位公里	25588	5963	329.10	26253	9331	181.36	20840	3688	465.07	10637	2773	283.65	3957	1482	167.00	4090	502	715.46	91365	23738	284.89
收入客公里	17439	3416	410.50	19756	5676	248.04	14593	2241	551.08	8428	1592	429.51	3476	1023	239.78	3264	310	953.65	66955	14258	369.59
客座率 (%)	68.2	57.3	10.9pp	75.3	60.8	14.4pp	70.0	60.8	9.3pp	79.2	57.4	21.8pp	87.8	69.0	18.8pp	79.8	61.8	18.0pp	73.3	60.1	13.2pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	21320	5694	274.40	22718	8790	158.46	17685	3453	412.12	9636	2723	253.86	3363	1474	128.24	3644	477	664.50	78365	22611	246.59
收入客公里	14991	3288	355.90	17051	5314	220.85	12623	2134	491.42	7864	1564	402.73	3012	1018	195.86	2975	299	894.58	58516	13618	329.69
客座率 (%)	70.3	57.7	12.6pp	75.1	60.5	14.6pp	71.4	61.8	9.6pp	81.6	57.4	24.2pp	89.6	69.1	20.5pp	81.7	62.8	18.9pp	74.7	60.2	14.4pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3626	211	1621.60	3327	531	526.45	2718	234	1063.71	966	50	1844.80	533	8	6364.04	407	25	1535.29	11576	1058	994.16
收入客公里	2057	107	1818.60	2549	357	614.07	1672	107	1466.79	545	27	1880.47	409	5	8350.43	259	11	2341.72	7490	614	1120.30
客座率 (%)	56.7	50.9	5.8pp	76.6	67.2	9.4pp	61.5	45.7	15.8pp	56.4	55.4	1.0pp	76.8	58.8	18.1pp	63.6	42.6	21.0pp	64.7	58.0	6.7pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	643	58	1004.40	209	10	1957.33	436	1	41068.87	36	-	-	60	-	-	39	-	-	1423	69	1949.82
收入客公里	391	20	1832.90	156	5	3031.56	298	0	#####	20	-	-	54	-	-	29	-	-	949	25	3625.40
客座率 (%)	60.8	34.8	26.1pp	74.8	49.2	25.7pp	68.3	23.6	44.7pp	55.2	-	-	89.9	-	-	76.2	-	-	66.7	36.7	30.0pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	241	369	-34.7	639	665	-4	192	169	13.8	80	92	-13.14	10	7	32.29	17	5	212.31	1179	1308	-9.8
(百万)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)	2023.5	2019.5	变化 (%)
<b>客运</b>																					
可用座位公里	25588	24216	5.67	26253	27937	-6.03	20840	22341	-6.72	10637	15170	-29.88	3957	3647	8.50	4090	3364	21.59	91365	96674	-5.49
收入客公里	17439	19400	-10.11	19756	22742	-13.13	14593	18323	-20.36	8428	12534	-32.76	3476	3309	5.04	3264	2881	13.29	66955	79189	-15.45
客座率 (%)	68.2	80.1	-12.0pp	75.3	81.4	-6.2pp	70.0	82.0	-12.0pp	79.2	82.6	-3.4pp	87.8	90.7	-2.9pp	79.8	85.6	-5.8pp	73.3	81.9	-8.6pp
<b>国内</b>																					
可用座位公里	21320	13724	55.35	22718	19149	18.64	17685	14170	24.81	9636	10969	-12.16	3363	2397	40.34	3644	2838	28.37	78365	63247	23.90
收入客公里	14991	11179	34.09	17051	15666	8.84	12623	11761	7.33	7864	9564	-17.78	3012	2213	36.12	2975	2448	21.56	58516	52831	10.76
客座率 (%)	70.3	81.5	-11.1pp	75.1	81.8	-6.8pp	71.4	83.0	-11.6pp	81.6	87.2	-5.6pp	89.6	92.3	-2.8pp	81.7	86.2	-4.6pp	74.7	83.5	-8.9pp
<b>国际</b>																					
可用座位公里	3626	9506	-61.86	3327	8369	-60.25	2718	7572	-64.10	966	4133	-76.63	533	1131	-52.90	407	470	-13.36	11576	31181	-62.87
收入客公里	2057	7440	-72.36	2549	6758	-62.28	1672	6068	-72.45	545	2919	-81.35	409	987	-58.55	259	387	-33.11	7490	24560	-69.50
客座率 (%)	56.7	78.3	-21.5pp	76.6	80.8	-4.1pp	61.5	80.1	-18.6pp	56.4	70.6	-14.2pp	76.8	87.3	-10.5pp	63.6	82.4	-18.8pp	64.7	78.8	-14.1pp
<b>地区</b>																					
可用座位公里	643	986	-34.75	209	419	-50.17	436	600	-27.26	36	68	-46.70	60	119	-49.14	39	55	-29.63	1423	2246	-36.62
收入客公里	391	780	-49.86	156	318	-50.93	298	494	-39.67	20	51	-60.80	54	109	-49.99	29	46	-35.92	949	1798	-47.21
客座率 (%)	60.8	79.2	-18.3pp	74.8	76.0	-1.2pp	68.3	82.4	-14.1pp	55.2	75.1	-19.9pp	89.9	91.5	-1.5pp	76.2	83.6	-7.5pp	66.7	80.1	-13.4pp
<b>货运</b>																					
货运载运吨公里	241	423	-43.1	639	650	-2	192	246	-21.9	80	164	-51.55	10	9	2.96	17	17	-2.80	1179	1511	-22.0

资料来源: Wind, 各上市公司月度生产运营数据公告, 海通证券研究所

# 2. 预计23Q3航班量与飞机日利用率延续恢复趋势



图5 行业国内线航班量及恢复情况

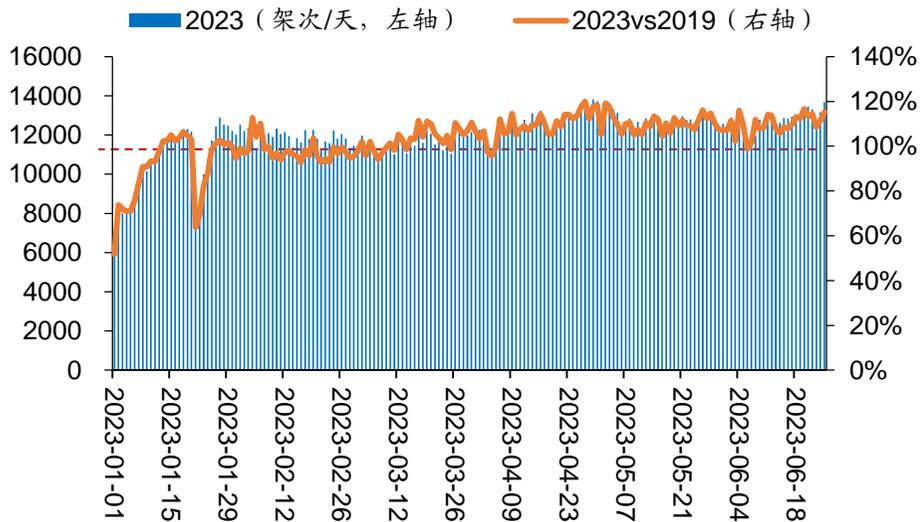


图6 行业国际线航班量及恢复情况

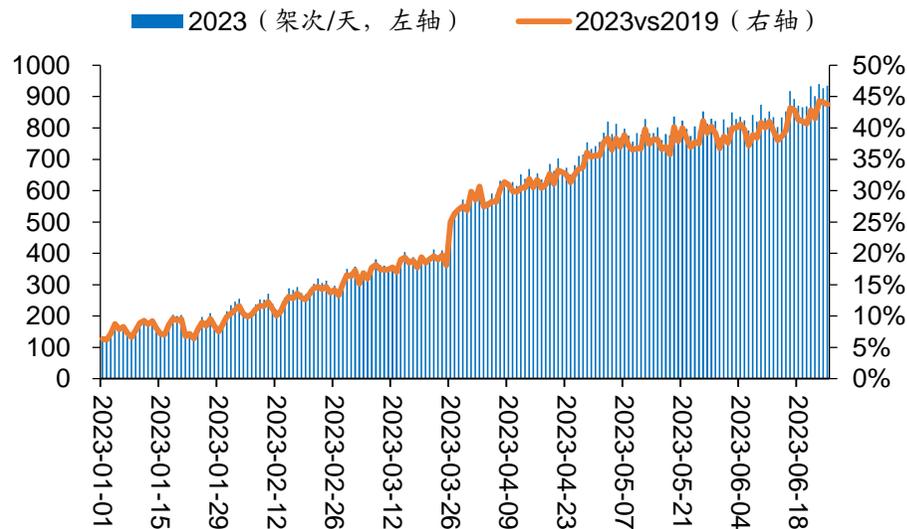


图7 行业飞机日利用率

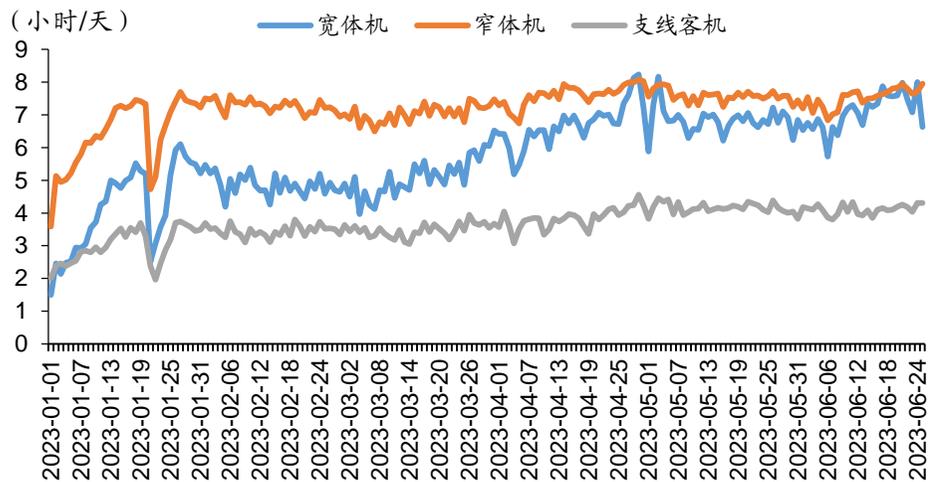
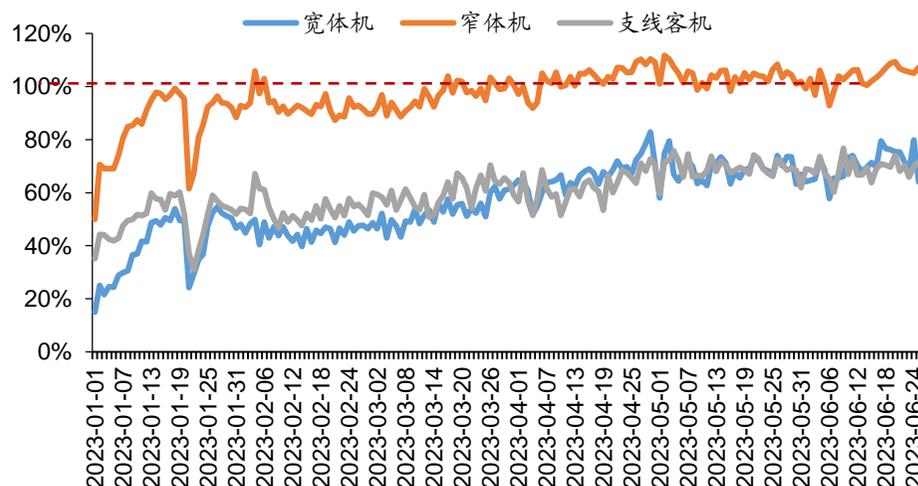


图8 行业飞机日利用率恢复情况 (vs2019)



资料来源：航班管家，海通证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

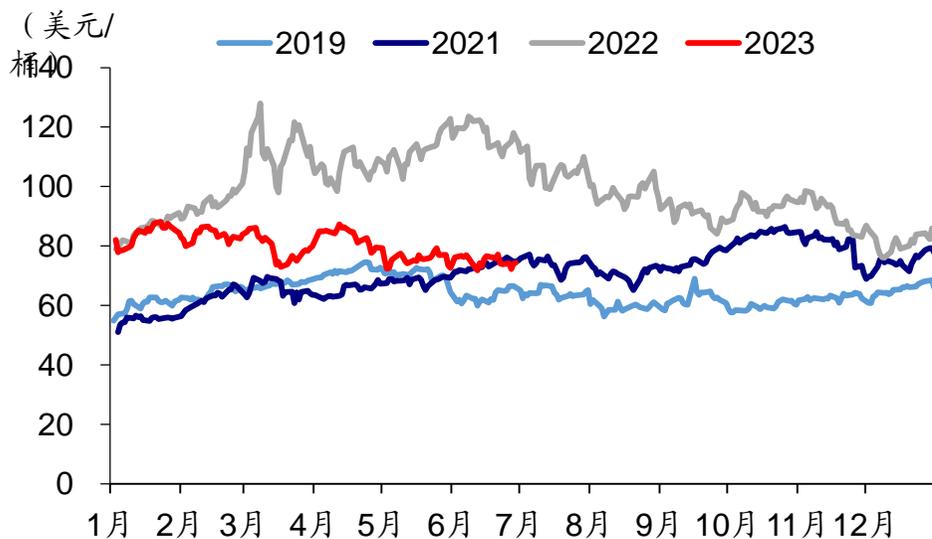
## 2. 油价下行，看好航司业绩逐季改善

我们认为**2023年油价震荡下行**，人民币汇率有望底部企稳，有利于航司增厚利

润  
表4 油价汇率表

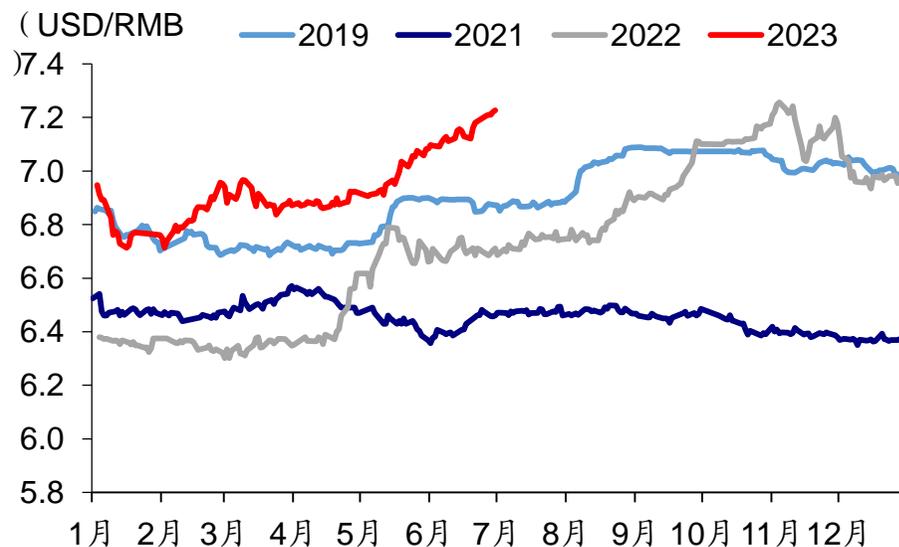
	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2
航空煤油出厂价 (元/吨)	4756	5069	4884	4956	4732	2144	2833	2679	3522	4111	4518	5151	5462	7933	8736	7910	6946	6073
环比增长率	-19.9%	6.6%	-3.6%	1.5%	-4.5%	-54.7%	32.1%	-5.4%	31.5%	16.7%	9.9%	14.0%	6.0%	45.2%	10.1%	-9.5%	-12.2%	-12.6%
期间汇率均值(USD/RMB)	6.75	6.82	6.99	7.03	6.97	7.08	6.92	6.62	6.48	6.46	6.47	6.39	6.35	6.61	6.83	7.09	6.84	7.01
升贬值	-1.9%	2.1%	2.9%	-1.4%	1.6%	-0.1%	-3.8%	-4.2%	0.7%	-1.7%	0.4%	-1.7%	-0.4%	5.7%	5.8%	-1.9%	-1.3%	5.2%

图9 油价



资料来源: Wind, 海通证券研究所

图10 汇率



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

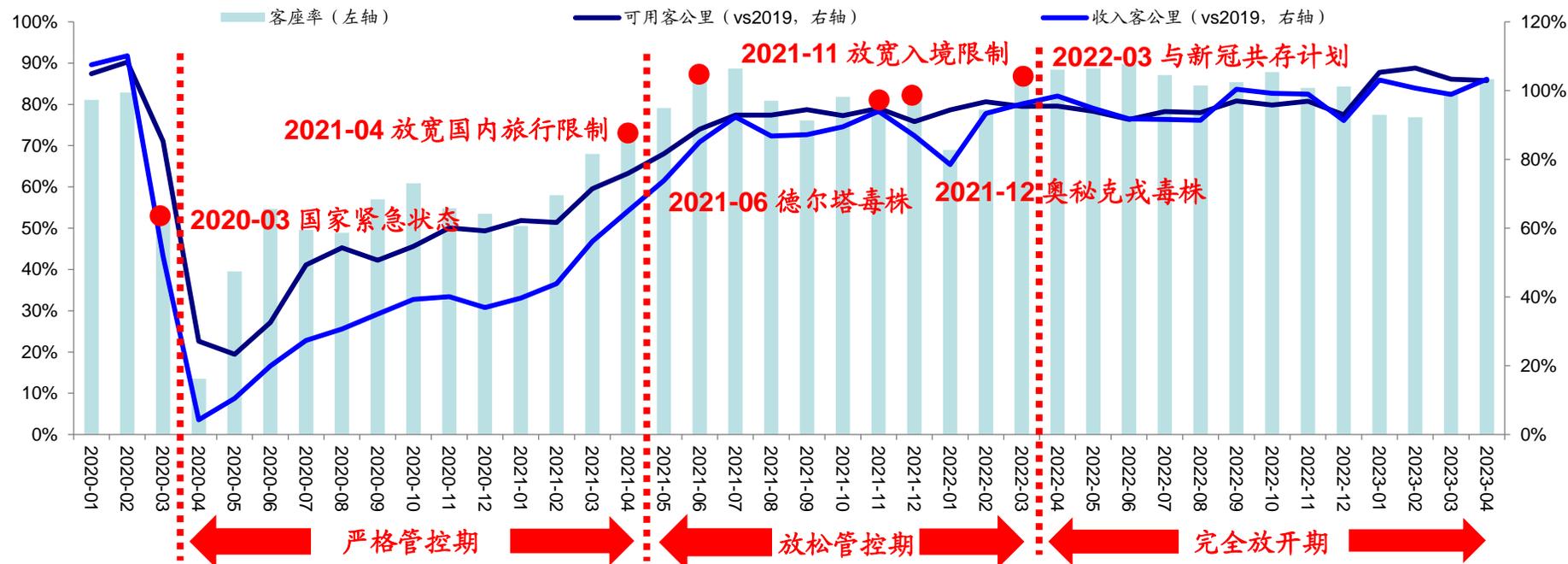
## 第二节要点：

- 美国航空疫后恢复与航司股价复盘：国内供需率先修复，通胀+刚性需求推动机票价格上涨，基本面向好推动航司股价上行；
- 波音空客产业链亦受影响，疫后我国民航业监管趋严，供给增速进一步放缓；
- 国内看票价弹性，供需已超19年同期水平下票价上行打开业绩增长空间；国际看需求修复，下半年国际航线有望加速恢复；
- 我国民航中长期内生需求增长潜力可观。

# 1.美国国内航空市场恢复情况

总体来看，美国国内航空市场恢复受防疫管控政策与疫情反复影响较大：**1) 严格管控期**：供需降至冰点后，在**2021年4月**缓慢恢复至19年同期水平的**76.0%**和**65.1%**；**2) 放松管控期**：供需恢复加速，3个月后即**2021年7月**恢复到19年同期水平的**90%**以上，期间受新毒株影响有所波动；**3) 完全放开期**：供给与需求变化基本同步、差距较小，**2023年4月**，供给/需求分别为19年同期水平的**102.9%/103.3%**，客座率达到**86.1%**。

图11 美国国内航空市场恢复情况

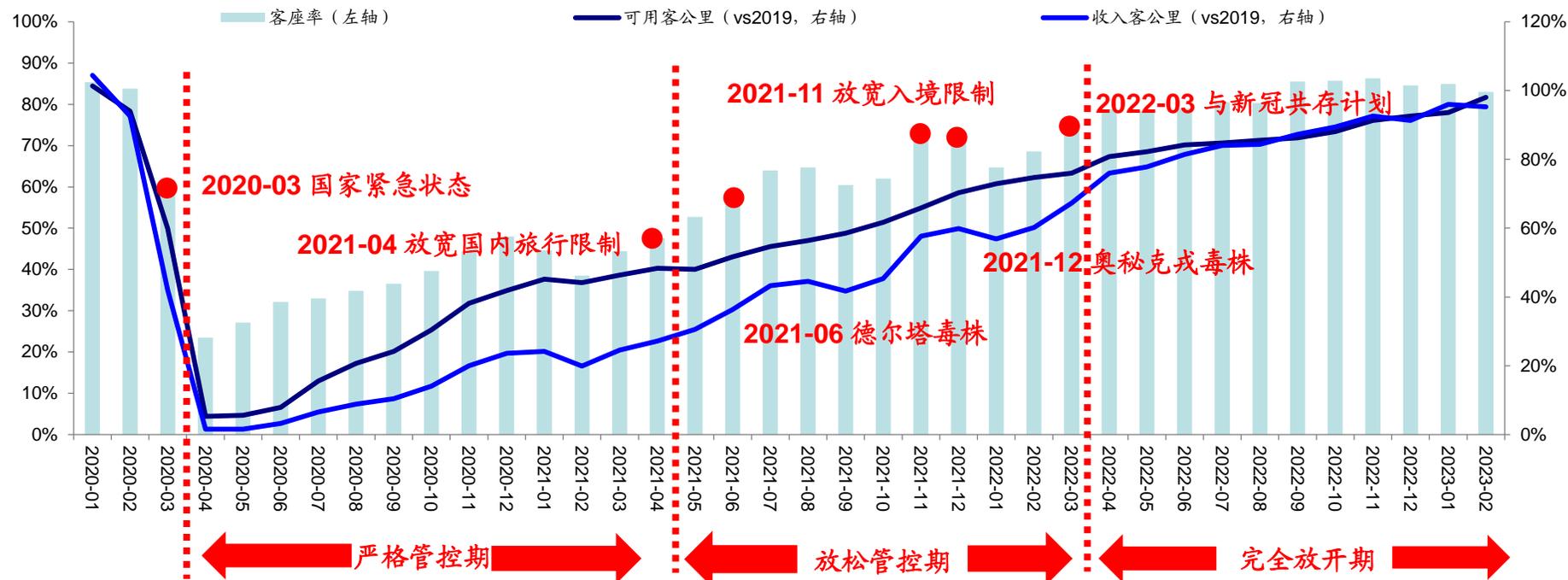


资料来源：IATA, The White House, CDC, CNN, 光明网, 沈阳晚报百家号, 海通证券研究所

# 1.美国国际航空市场恢复情况

美国国际航空市场恢复情况与国内航空市场类似，体现出恢复速度慢于国内市场、需求恢复略慢于供给的特点。在2020年4月份降至冰点后一路恢复至今，2023年2月供给/需求分别为19年同期水平的98.0%/95.3%。相比于2019年同期水平，国际航空市场需求从2020年4月的1.6%恢复至2023年2月的95.3%，平均每月恢复2.8%。

图12 美国国际航空市场恢复情况



# 1.美国国内市场：人员恢复需要时间、飞行员面临缺口

美国民航国内供需增长较为缓慢的原因之一是人员短缺。2020年11月民航从业人员数量降至19年同期的80.6%，从业人员数量恢复需要时间；此外疫情冲击下许多飞行员被安排休假或提早退休，由于资质较难取得，飞行员数量难以随需求快速恢复。根据Oliver Wyman Analysis测算，2023年北美飞行员预计缺口12543人，2029年将会增加至20629人。人员短缺或持续制约美国民航业的增长。

图13 美国民航从业人员数量恢复情况 (vs2019)

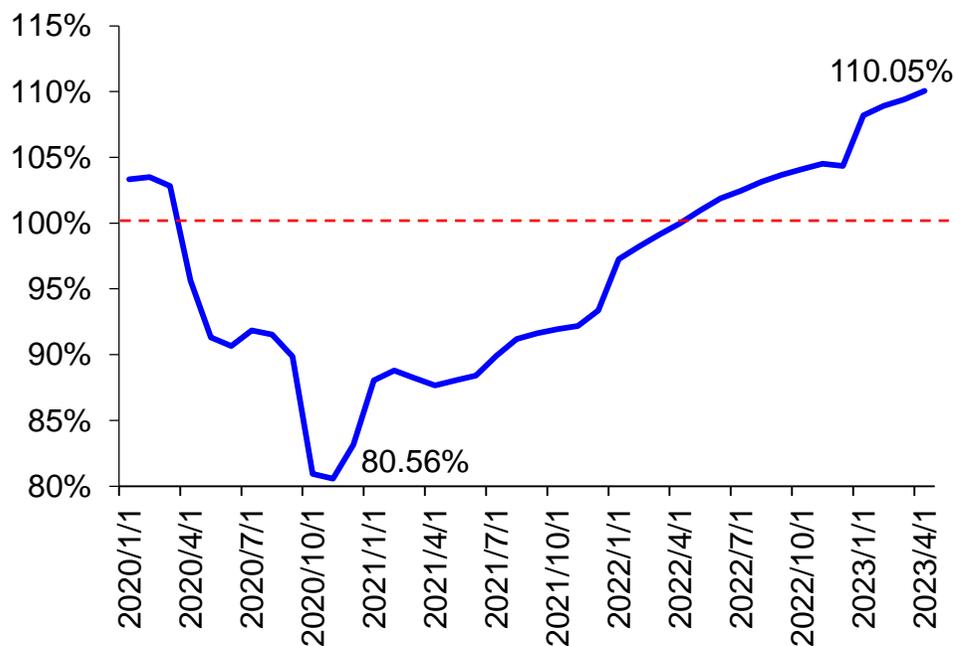
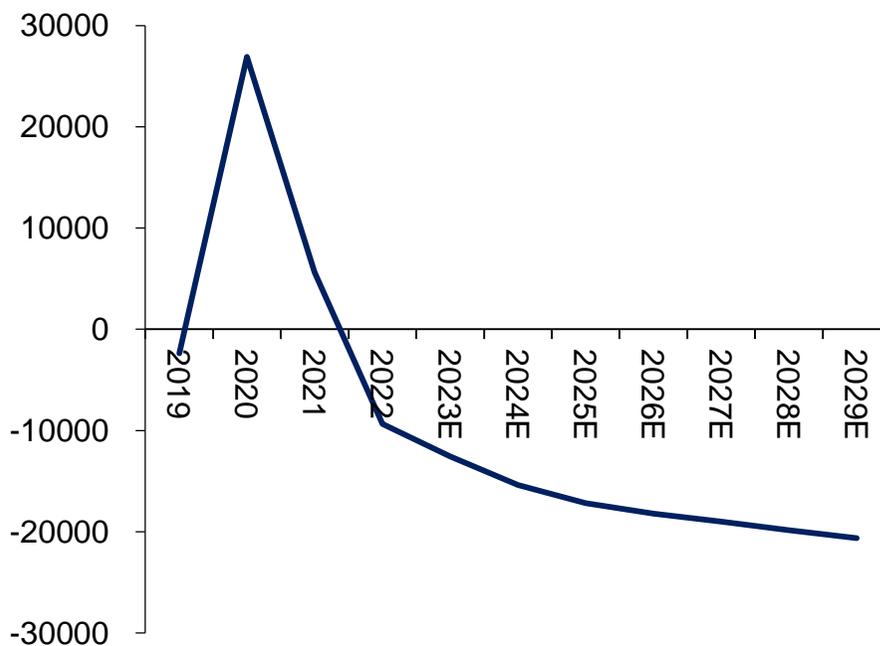


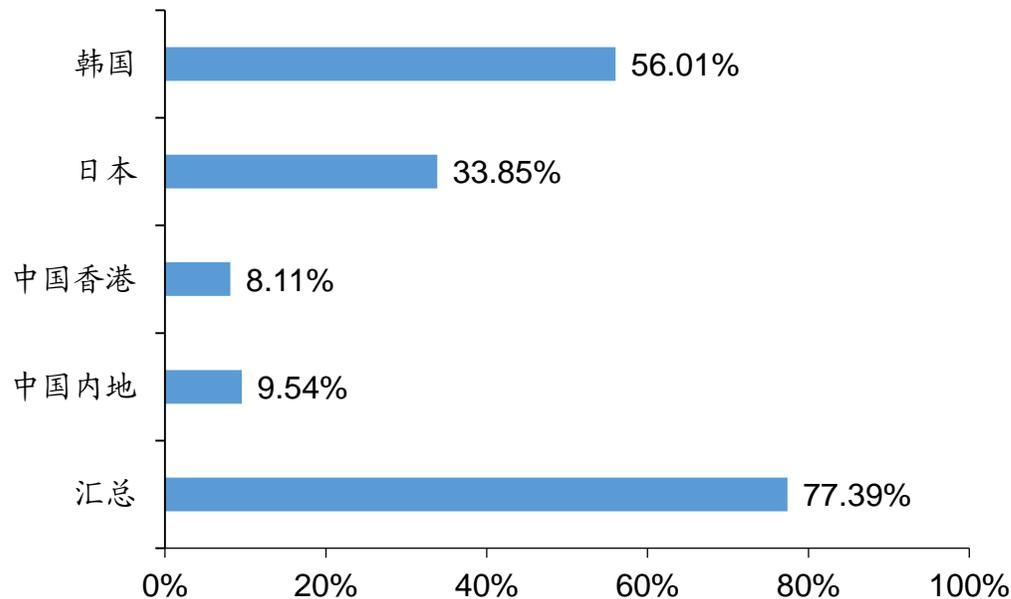
图14 北美飞行员富余\缺口 (人)



# 1.美国国际市场：地区局势影响国际线恢复

国际线方面，受地区重启时间较晚、俄国关闭空域等因素影响，美国国际航空市场恢复明显受亚太地区拖累。**2022年底**，美国国际往返旅客人数已恢复至**2019年底的77.4%**，其中东亚地区中国内地、中国香港、日本、韩国等国家及地区仅恢复至**2019年水平**的**9.5%/8.1%/33.9%/56.0%**，地区局势影响美国国际线恢复至疫情前水平。

图15 2022年美国国际市场亚太地区恢复情况（vs2019）



# 1.供需平衡下机票价格存在提升空间

疫情影响下供需收缩导致机票价格下降，2021年Q2起需求持续恢复叠加油价大幅上涨共同推动机票价格上涨。2022年Q4，剔除通胀后机票平均价格393.9美元，同比上涨12.4%，约为2019年同期水平的95.5%。

2023年油价进入下行空间，但得益于需求恢复良好，机票价格稳中有升。我们借鉴美国经验分析预测供需充分修复后机票约有10%-20%的提价空间。

图16 供需修复下机票价格上涨明显

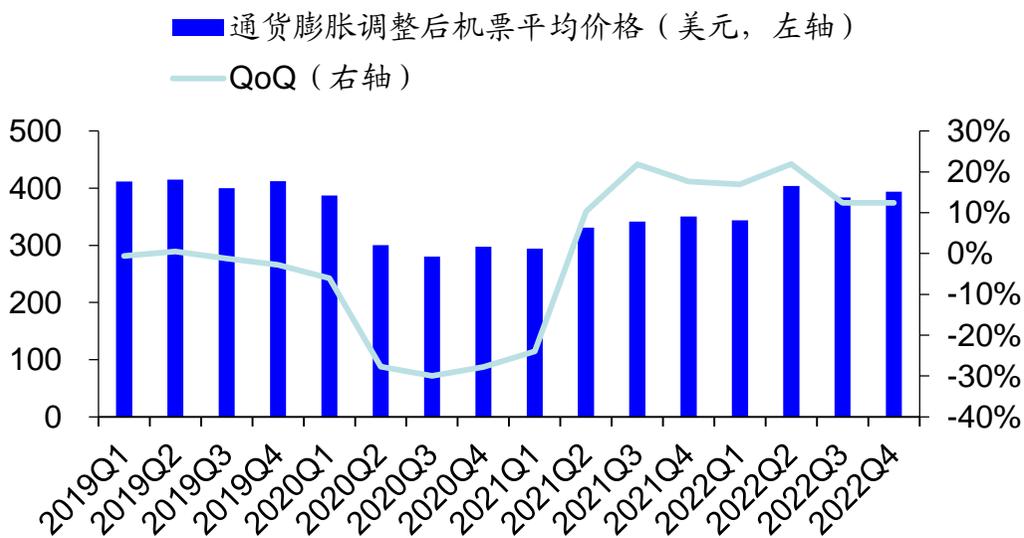
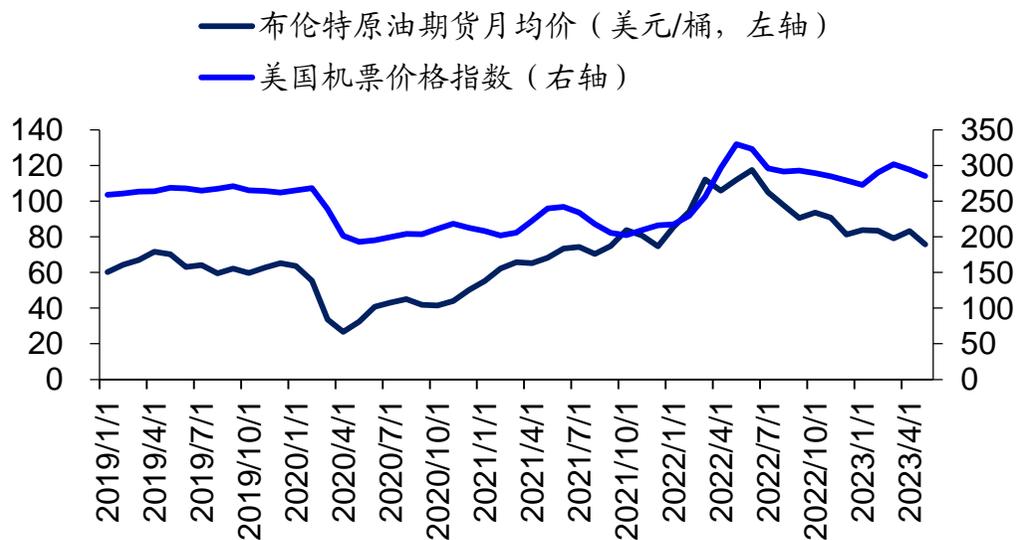


图17 票价提升空间充分条件下，即使油价下行机票价格也能稳中有升



# 1.美国主要航司业绩快速修复

随着需求快速恢复、票价上涨，北美主要航空公司业绩快速修复。以美国四大航空公司（美联航、美国航空、西南航空、达美航空）为例，自2022年3月美国宣布共存政策以来，四大航司2022年Q2-Q4营业总收入迅速回升、超过2019年同期水平。且四大航司从22年Q2开始扭亏为盈，连续三个季度归母净利润为正，但尚未回归到2019年同期水平。2023Q1，四大航司共亏损6.71亿美元，主要由于经济不景气、燃油成本短期快速上升引起。

图18 美国前四大航空公司分季度营收

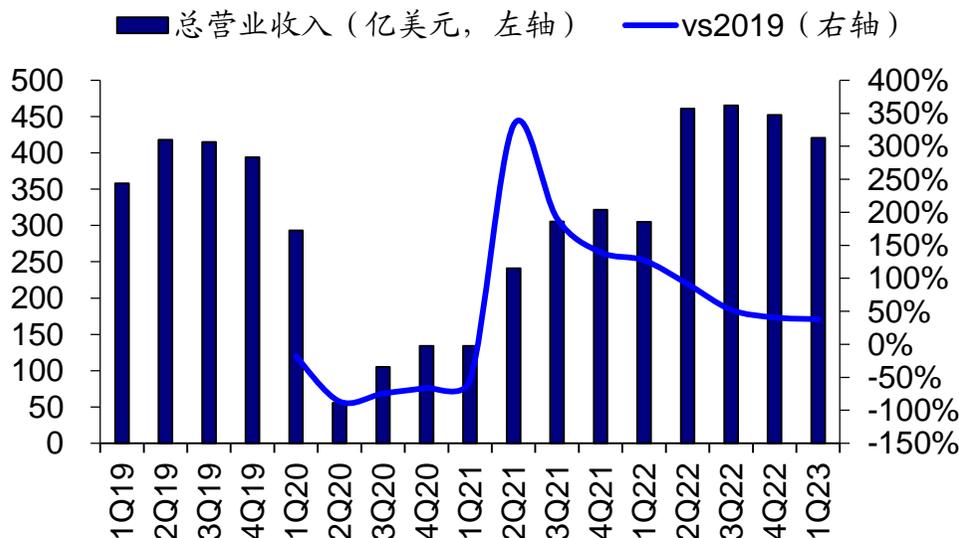
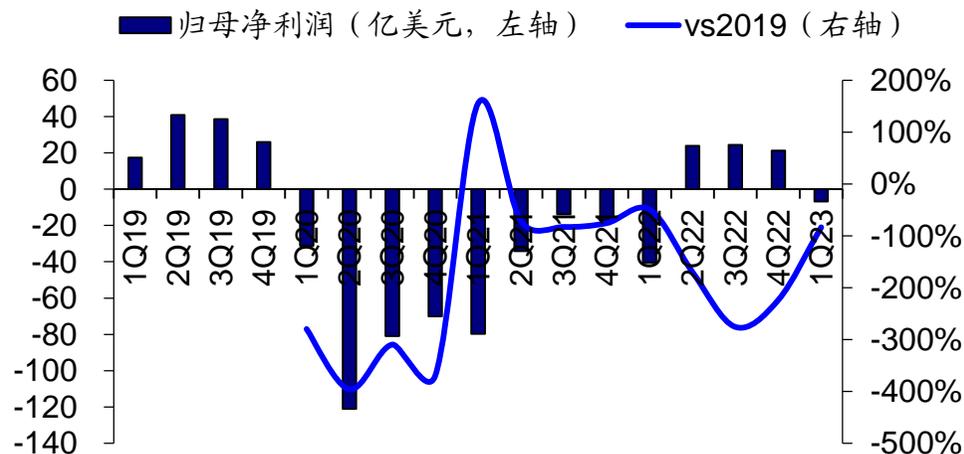


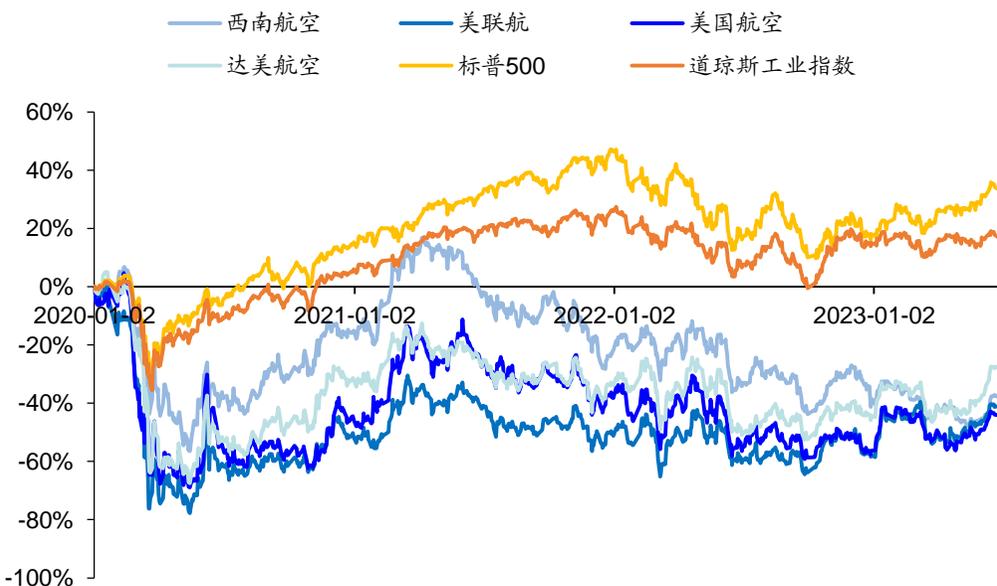
图19 美国前四大航空公司分季度净利润



# 1.美国航司股价复盘：最坏时刻已经过去，年初至今收益跑赢大盘

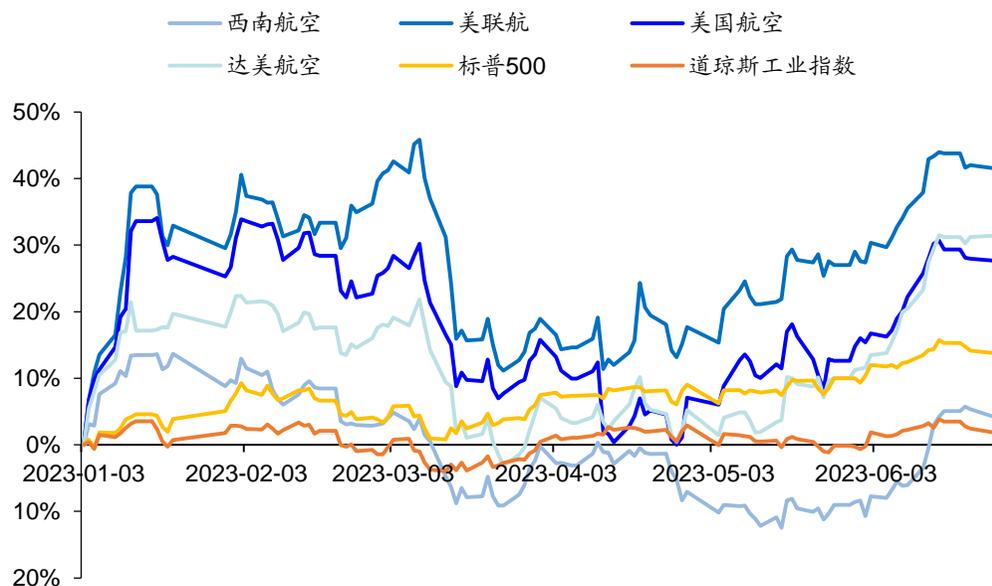
美国四大航司股价自疫情爆发以来迅速下挫，至2022年3-4月疫情冰点到达底部，此后在民航供需自然恢复、大盘走势向上下股价缓慢上扬。期间疫情反复，股价低位震荡。2023年初至今，随着航司业绩修复、全年业绩增长向好，除西南航空（主要受2022年底航班大面积取消影响）外，三家航司收益率均跑赢大盘（美联航/美国航空/达美航空相对于标普500的超额收益率分别为27.8%/13.9%/17.7%）。

图20 疫情以来美国前四大航空公司股价累计收益率



资料来源：Wind，海通证券研究所

图21 23年初至今美国前四大航空公司股价累计收益率



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 2.供给：机队引进增速放缓，运力扩张受限



**20年**受疫情冲击，波音空客部分工厂停工，全球机队交付进度明显放缓，交付数据跌至低谷；**21年-22年**机队交付数量虽有所回升，但仍远低于疫情前水平，主因供应链持续紧张叠加俄乌冲突令上游“钛”金属等原材料短缺；**23年**，交付量依旧波动，我们判断民航飞机的交付将继续承压。

图22 波音历史年度飞机交付数

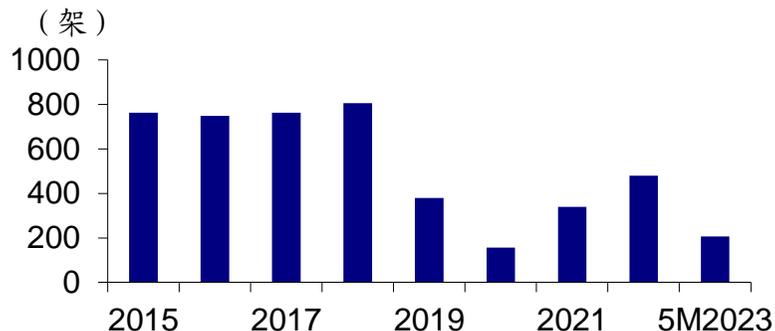


图23 空客历史年度飞机交付数

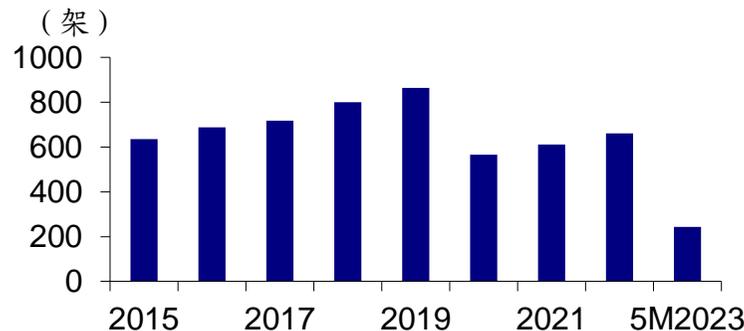


图24 波音历史月订单交付数

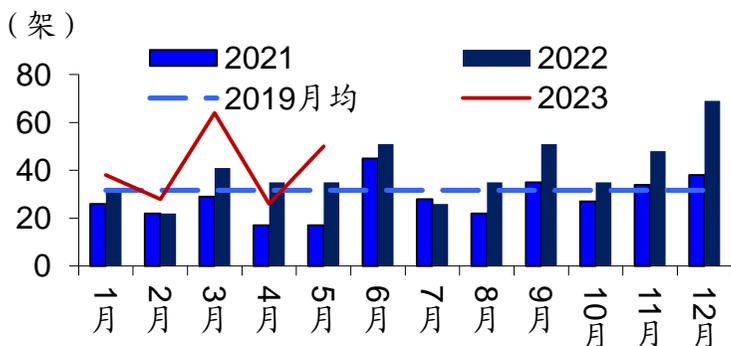
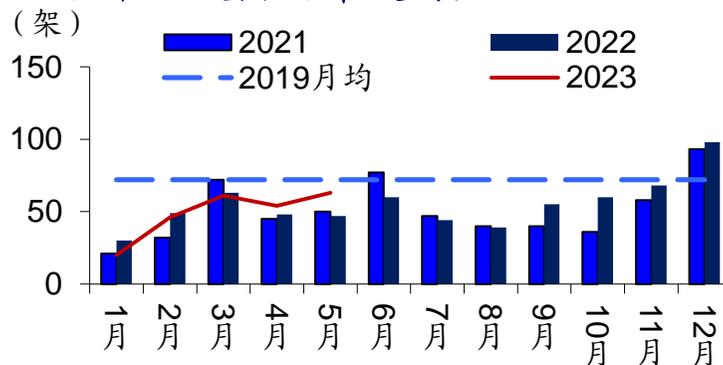


图25 空客历史月订单交付数



注：2019年3月埃航事件发酵后，波音重点机型737MAX停飞停产，致使其19年交付数据不到18年的一半。

资料来源：波音、空客官网，海通证券研究所

## 2.供给：机队引进增速放缓，运力扩张受限

受737MAX停产与疫情影响，全民航机队净增数自2019年起下滑，2020年受疫情影响达到最低点，2022年虽有回升（111架），但未及2018年水平的一半（343架）。2022年中国国航、东方航空机队净增较2021年均有所回落。2023年1-5月，6大上市航司机队净增15架（月均3架），较2022年全年净增56架（月均4.7架）速度明显放缓。综合考虑疫情、供应商产能及国际关系影响等因素，我们预计23-25年机队将维持低速扩张。

图26 三大航机队净增数

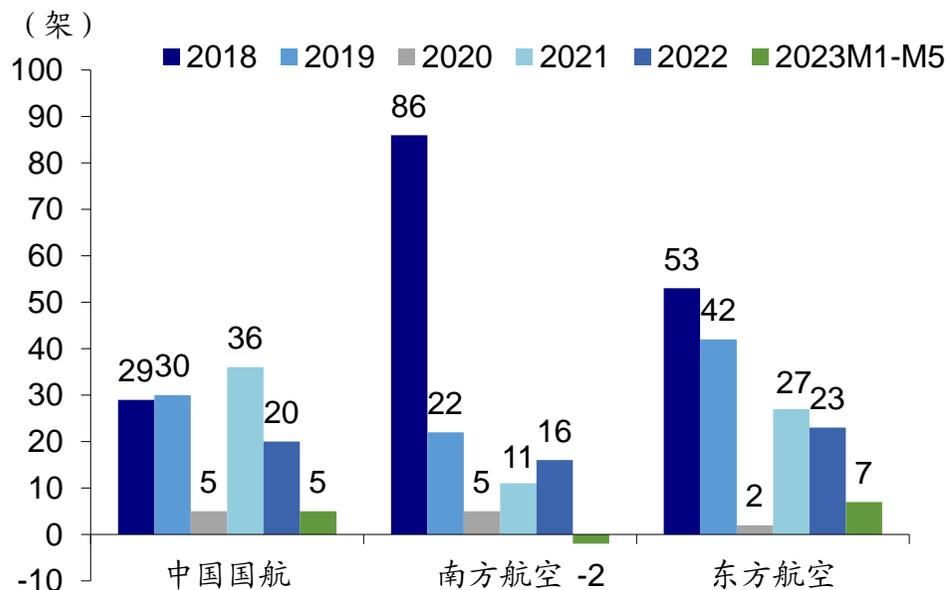
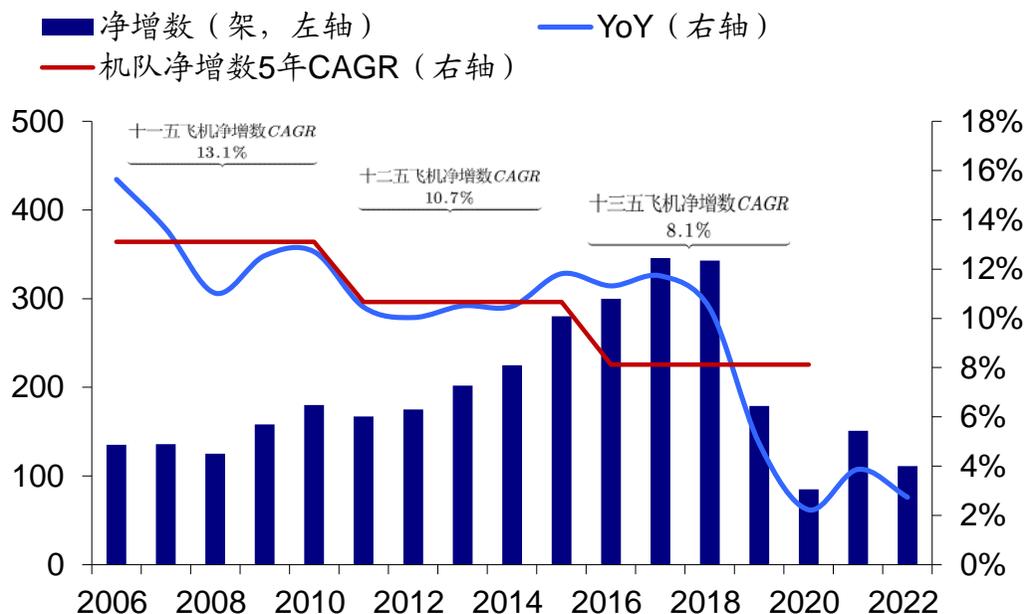


图27 全民航机队净增数



## 2.供给：监管趋严进一步限制供给增长

我们分析近年来“3.21空难”、“5.12”西藏航空飞机冲出跑道等多起航空安全事故将令行业监管趋严，行业供给增速进一步受限：一方面，航空承运人牌照下发将更为谨慎；另一方面，疫情期间机组人员实际执飞时长不够或令机长牌照维系受影响，20-22年共计净增1973张机长牌照，较17-19年共计净增4711张速度明显放缓。

图28 航司数量（含纯货运航司）

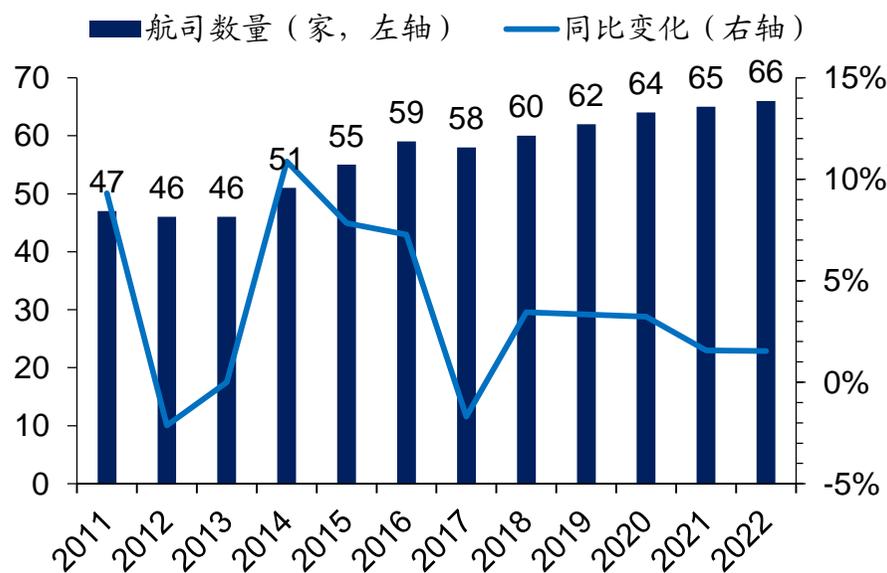
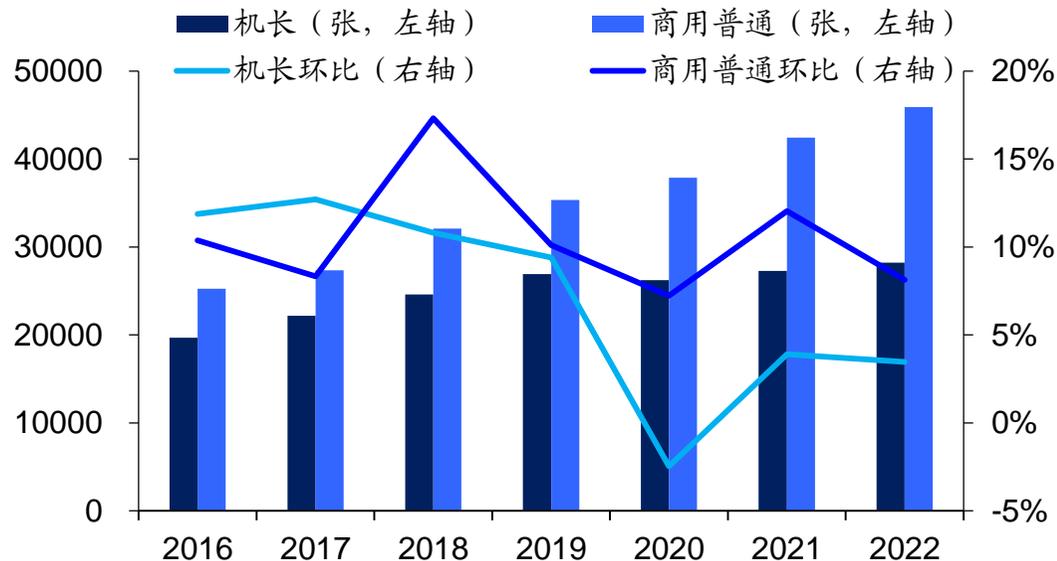


图29 飞行员牌照



### 3.需求：国内航线需求已超19年同期，地区、国际持续恢复

2023年1-5月，我国旅客周转量持续恢复。5月份国内航线旅客周转量达754.4亿人公里，已超过2019年同期水平（698.5亿人公里），涨幅8.0%；国际航线旅客周转量达80.9亿人公里，约为2019年同期水平（262.2亿人公里）的30.9%；地区航线旅客周转量达7.8亿人公里，约为2019年同期水平（15.7亿人公里）的49.7%。积压的旅行需求将在暑运旺季持续释放，我们预计2023年国内航线需求将在2019年水平上有所增长，地区、国际航线则持续修复。

图30 国内航线旅客周转量恢复情况

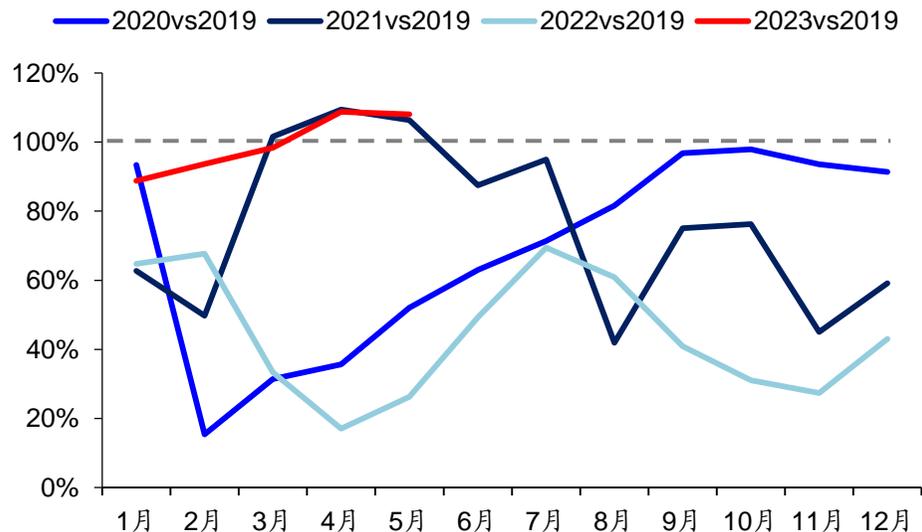
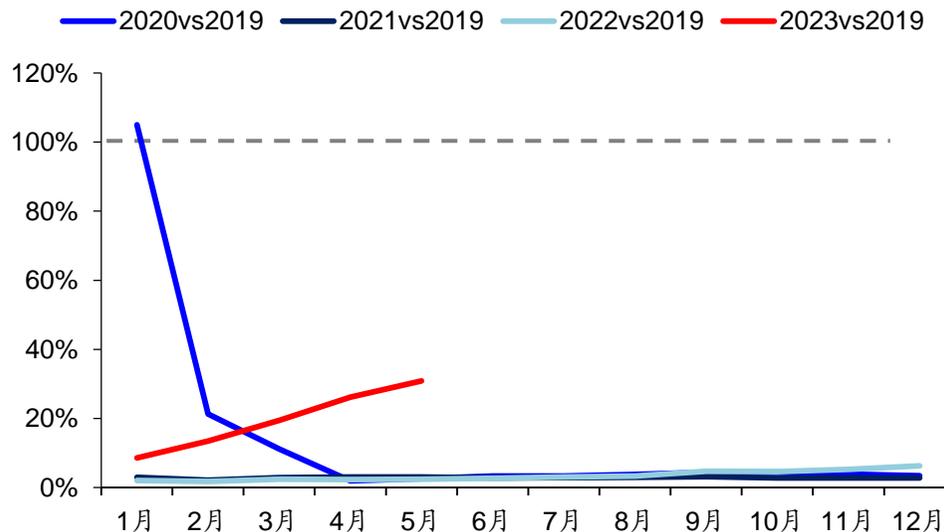


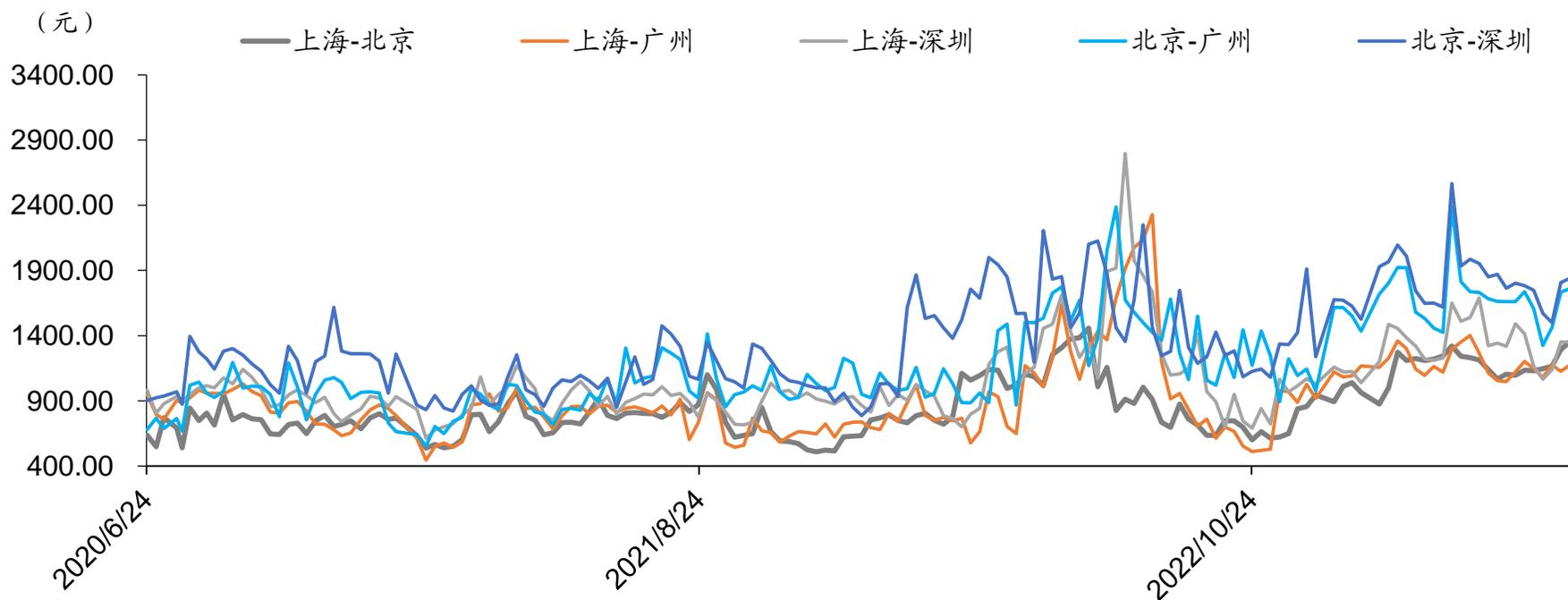
图31 国际航线旅客周转量恢复情况



### 3.需求：国内线看票价弹性

受益于国内需求不断恢复，机票价格弹性初步显现。据携程在售机票价格数据显示，2023年6月26日，上海-北京/上海-广州/上海-深圳/北京-广州/北京-深圳等主要线路在售最低票价均值分别为1356/1174/1351/1762/1840元，较2023年年初分别增长34.0%/8.5%/20.4%/9.1%/10.0%。

图32 携程航班在售最低票价均值走势图

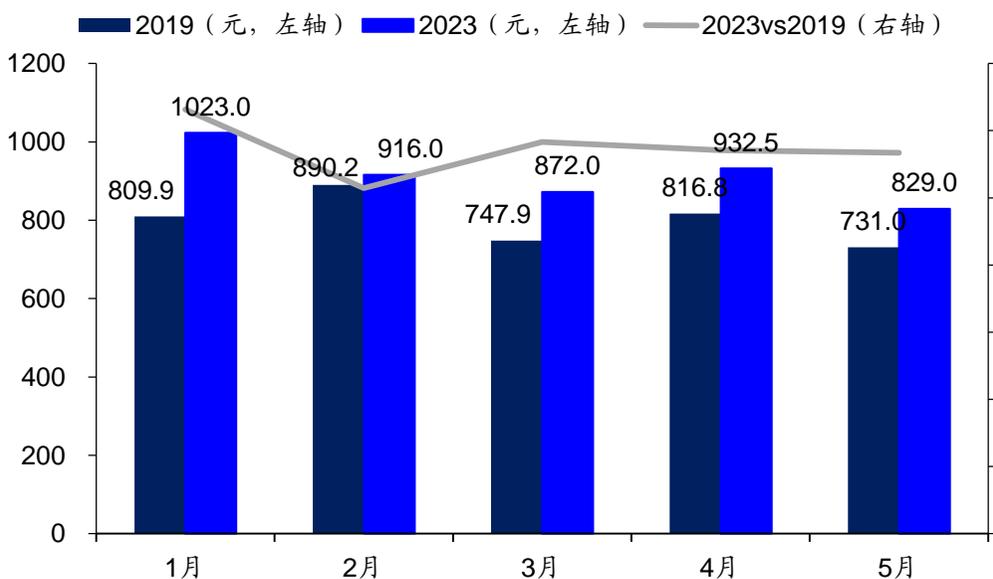


### 3.需求：强需求下机票价格上涨空间已经显现



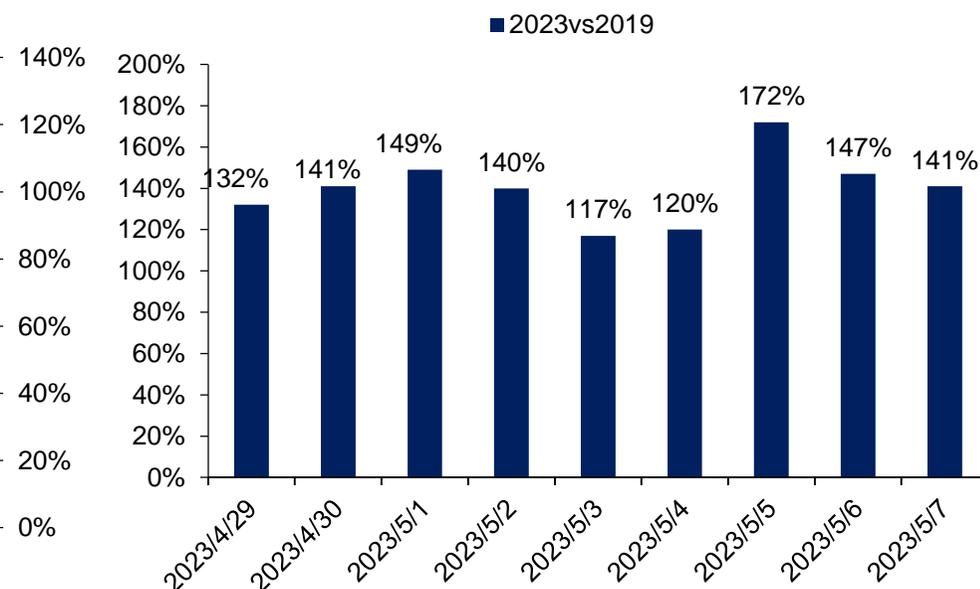
中国航协数据显示，2023年1-5月我国民航机票平均价格均超过2019年同期水平。1/2/3/4/5月机票平均价格分别为1023.0/916.0/872.0/932.5/829.0元，超过2019年同期水平26.3%/2.9%/16.6%/14.2%/13.4%。据FlightAI与证券日报之声微信公众号援引航班管家数据显示，五一期间，出行需求火爆，机票价格较19年同期平均上涨35%，节前与节后均显示出旺盛的活力；而端午期间国内机票经济舱平均价格740元，较2019年增长13%。在国内线需求明显恢复、节假日需求高增下，我们认为机票价格上涨空间已经显现。

图33 机票平均价格明显恢复



数据来源：中国航协微信公众号，FlightAI航空智能大数据  
微信公众号，海通证券研究所

图34 五一期间出游火爆，机票价格上涨三成



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

### 3.需求：量价齐升，暑运值得期待



IATA数据显示，全球2023年5月-9月的机票预订量同比增长35.2%，已经达到2019年同期水平的92%，其中亚太/欧洲/北美分别恢复至77%/91%/99%的水平。步入暑运，航空旺季打开机票提价空间。中国航协数据显示，6月/7月前两周/7月平均单程机票价格已分别超过2019年同期7.5%/20.0%/19.1%，暑运旺盛的需求释放已在机票价格中有所体现。

2023年来国内航班燃油附加费已三次下调，利好航旅出行。我们认为机票提价空间已在五一、端午显现，出行需求有望在假期更长的暑期强劲释放，机票价格弹性叠加燃油附加费下调利好航司营收增长空间打开，量价齐升的暑运值得期待

图35 2023年来国内航班燃油附加费已三次下调

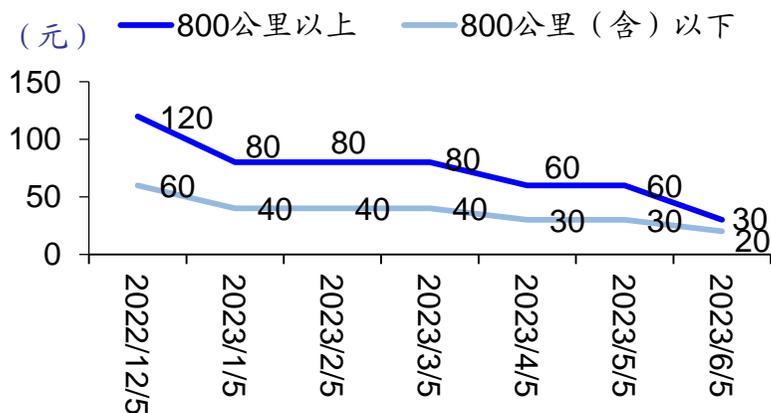
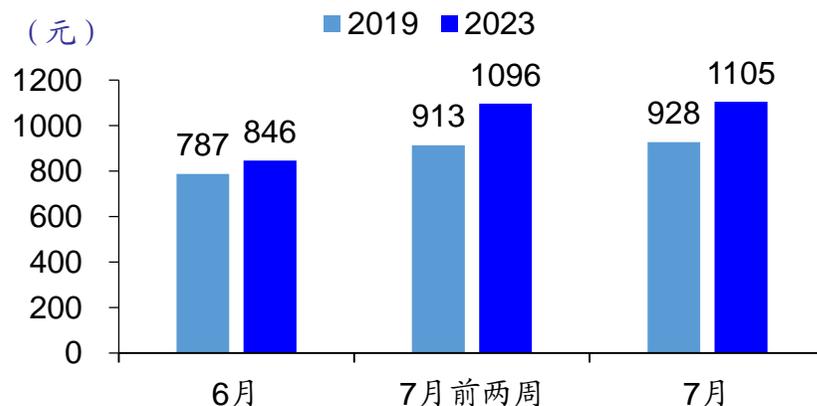


图36 6-7月机票价格已超2019年同期



数据来源：环球网百家号援引中国经济网，厦航规划财务部微信公众号援引携程数据，海通证券研究所

### 3.需求：国际线看需求修复

当前，我国航司国际线业务恢复正持续推进。2023年6月12日-6月18日，国内航司国际线业务已恢复至2019年同期水平的**33.1%**。其中厦门航空恢复最快，已恢复至**71.2%**。从地区来看，2023年第25周（6月19日-6月25日），中国至亚太地区的航班恢复情况领先，至欧洲的出港航班量也已恢复至2019年同期的**48.2%**，中美航班恢复较为落后（仅为**6.3%**）。随着国际航线复开、美国批准中美绕飞俄国航线，我们预计下半年国际线业务修复有望加速。

图37 航司国际线业务恢复率

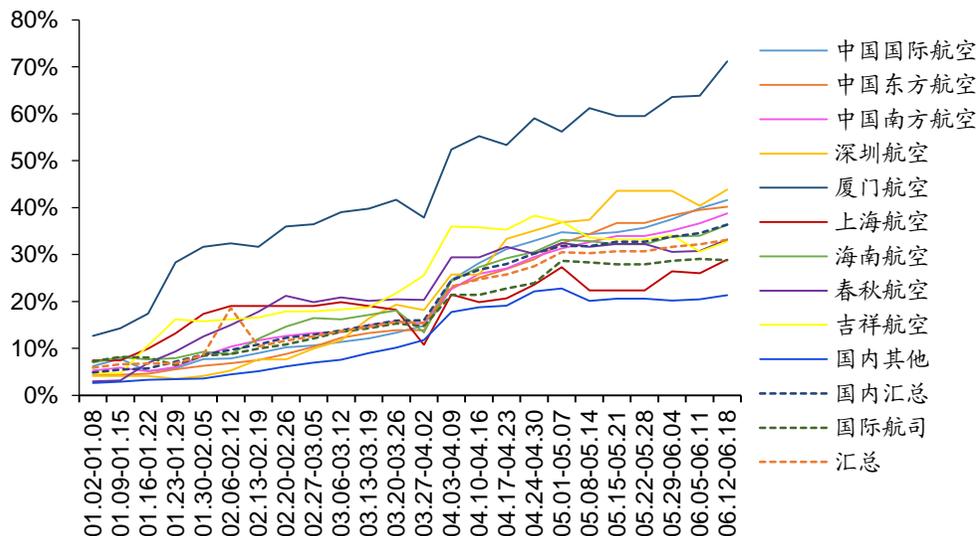
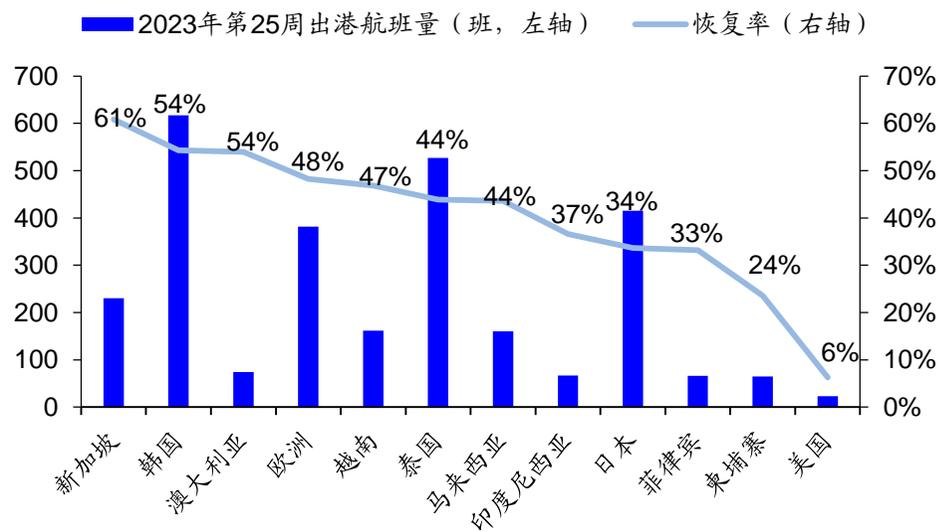


图38 2023年第25周中国至主要国家出港航班量



资料来源：航班管家，海通证券研究所

# 4.需求：我国民航中长期内生需求增长潜力可观

从长期来看，我国的人均乘机次数较海外发达国家仍有很大的空间，2019年我国的人均乘机次数仅有**0.47次**，较美国（**2.82次**）等有很大的差距。另一方面，据22年1月公布的《“十四五”民用航空发展规划》、世界银行，我国人均乘机次数从2019年的**0.47次**提升至2025年的**0.67次**，预计25年底旅客量达**9.3亿人次**，较19年共计增**40.9%**，预计19-25年的人均客运复合增速达**5.9%**（15-19年均复合增速**10.9%**）。

图39 我国人均乘机次数有较大增长空间

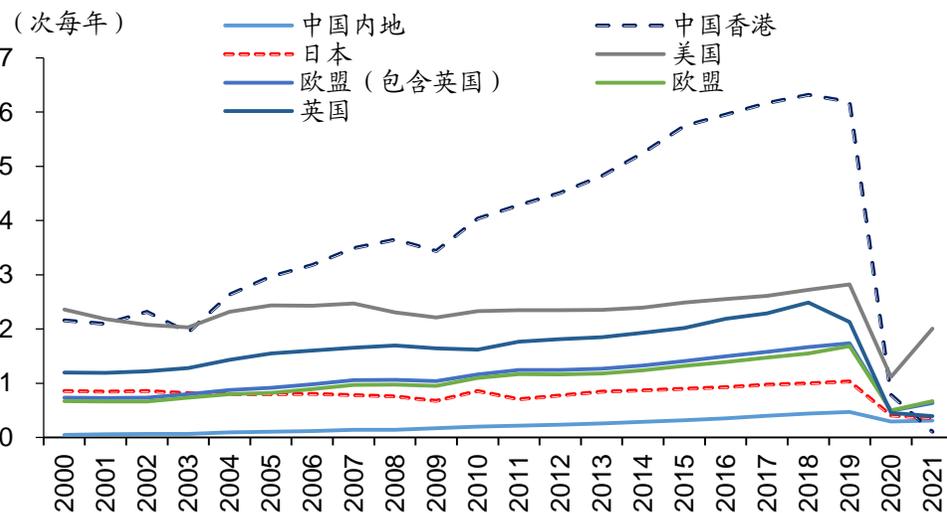
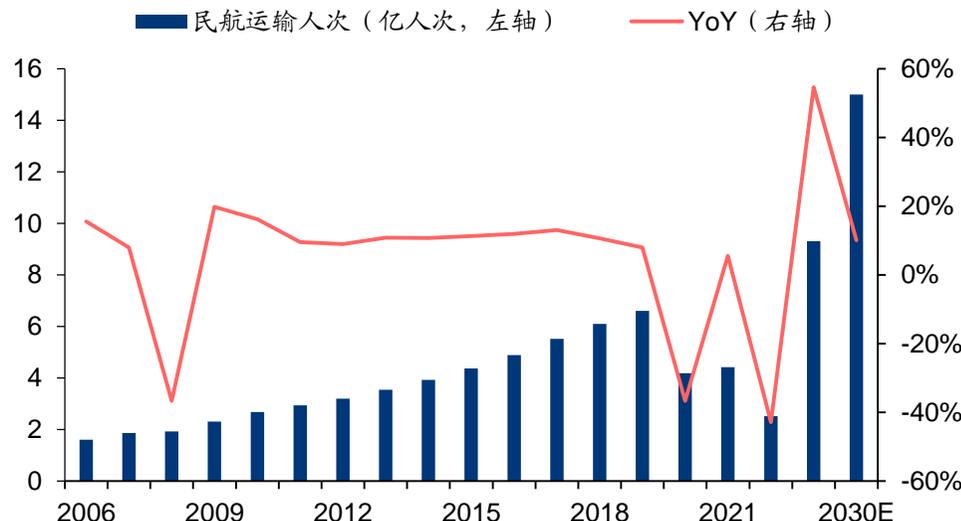


图40 民航旅客量有望加速提升

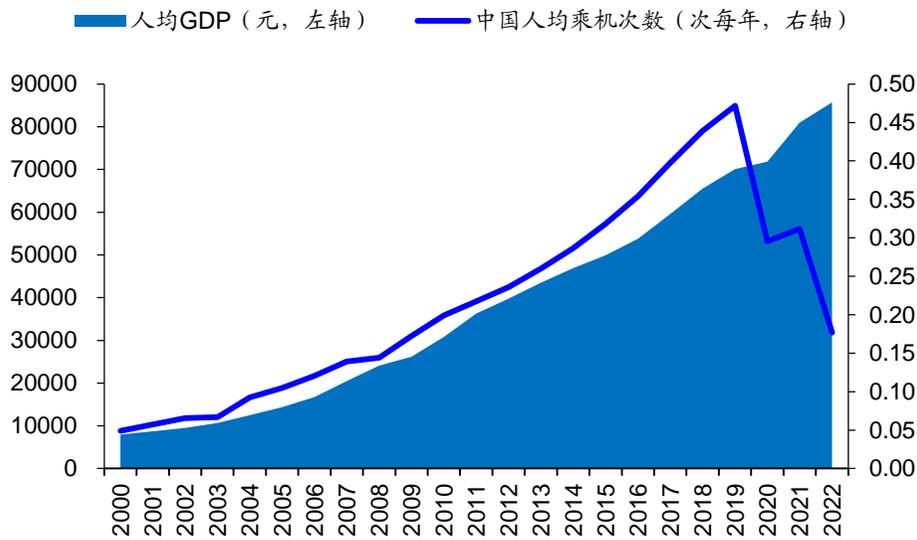


# 4.需求：宏观经济稳中向好，民航需求复苏持续



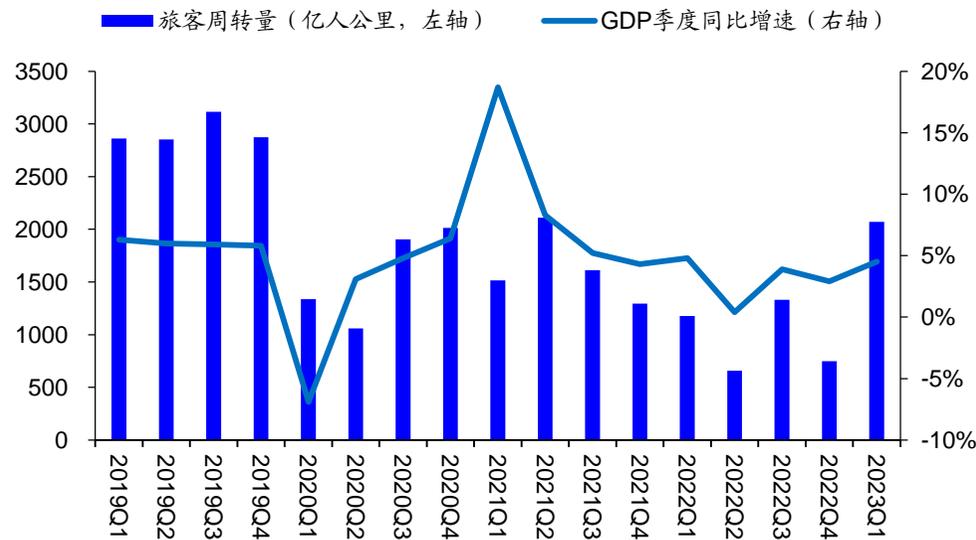
中国经济的高速增长为航空发展奠定了坚实基础，人均乘机次数从2000年的0.05次增长到2019年的0.47次。2000-2005/2005-2010/2010-2015/2015-2020年间CAGR分别为16.4%/13.7%/9.8%/-1.5%。2020-2022年受到新冠疫情的反复影响，出行限制暂时抑制了航空出行需求，人均乘机次数下降至2022年的0.18次。可以预见的是随着出行管控放开，航空出行需求有较大的释放空间。2023年一季度，我国GDP同比增长4.5%，民航旅客周转量同比增长75.7%，达到19年同期水平的72.3%。政府工作报告中将今年GDP增长目标定为5%，看好全年经济增长带动民航需求稳定释放。

图41 民航旅客需求与宏观经济增长密切相关



数据来源：Wind，世界银行，海通证券研究所

图42 2023年一季度民航旅客周转量恢复良好

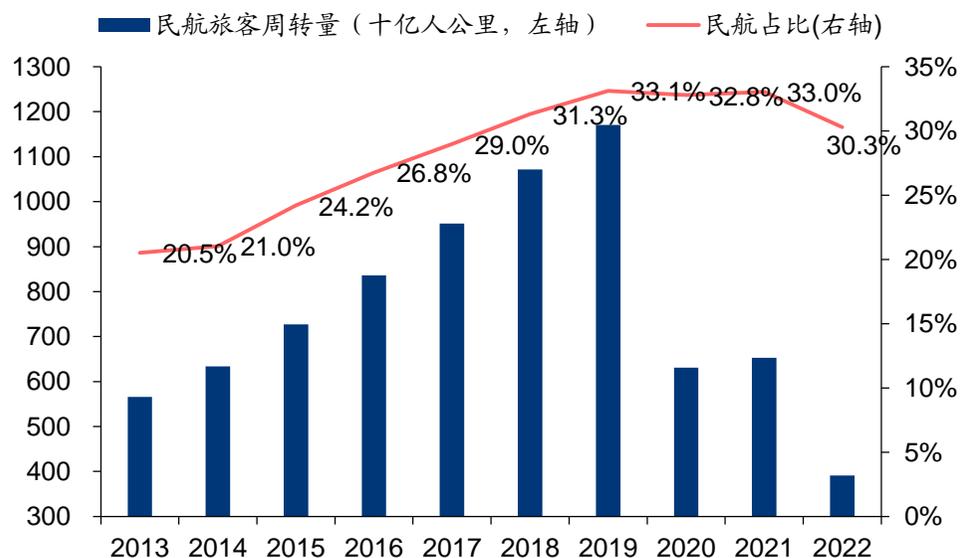


请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 4.需求：民航旅客周转量占比不断提升

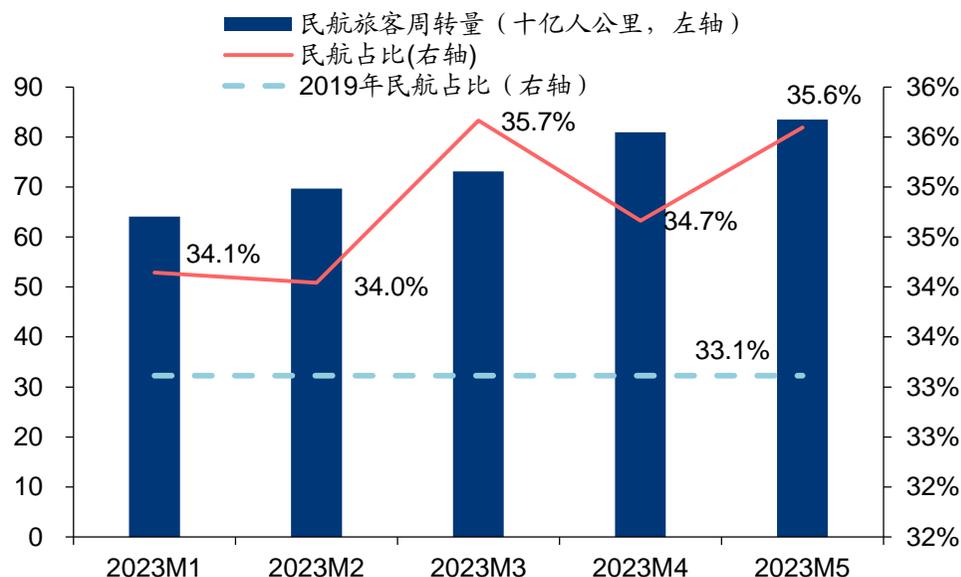
2013年至2019年，民航旅客周转量从5658.5亿人公里增长到11705.3亿人公里，占旅客总周转量比例从20.5%增长到33.1%。疫情影响下民航旅客周转量明显下滑，占比稳中有降，2022年仅为30.3%。2023年，民航需求快速恢复，前五个月民航旅客周转量占总周转量比例分别为34.1%/34.0%/35.7%/34.7%/35.6%，均已超过2019年水平（33.1%）。我们判断未来航空旅客周转量占比有望逐年增长，航空需求增长势头良好。

图43 民航旅客周转量占总周转量比例不断提升



数据来源：交通运输部，民航发展统计公报，海通证券研究所

图44 2023年1-5月民航旅客周转量占比超过2019年同期



请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

## 4.需求：关注支线民航需求增长潜力

民航局“干支通，全网连”服务模式要求构建干线、支线、通航（短途）运输三张航线网络融合的互联模式，提高全国支线航线网络的通达性。据中国新闻网百家号报道，“十三五”以来，支线航空旅客运输量已经由2015年的4859万人次增长到2019年的1.1亿人次，年均同比增速达24.6%。我们认为随着产业和消费的下沉，三四线城市航空客运将不断增长，支线民航既顺应了中西部地区经济发展需要，也满足了人民航空出行需求的增加。预计未来支线航线、机场个数有望逐年增加，中西部民航需求有望持续释放。

图45 支线机场数量不断增加

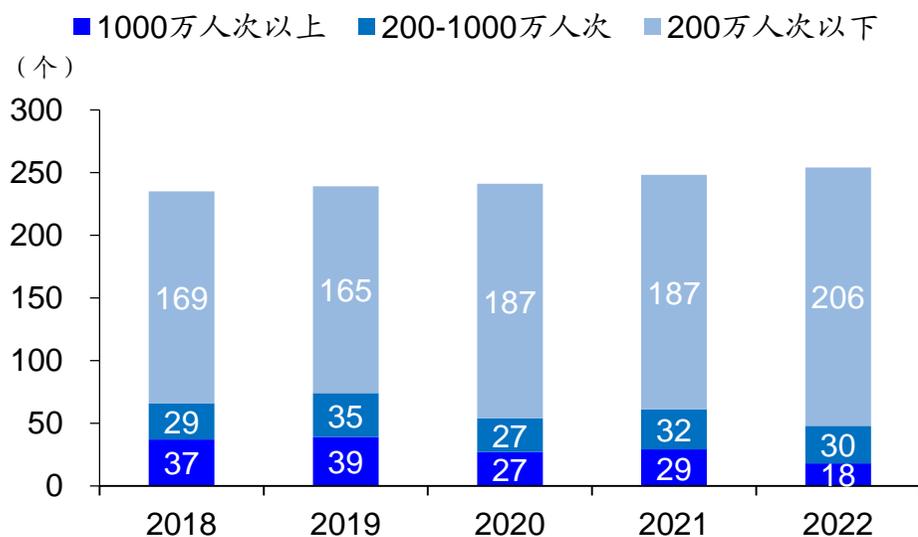
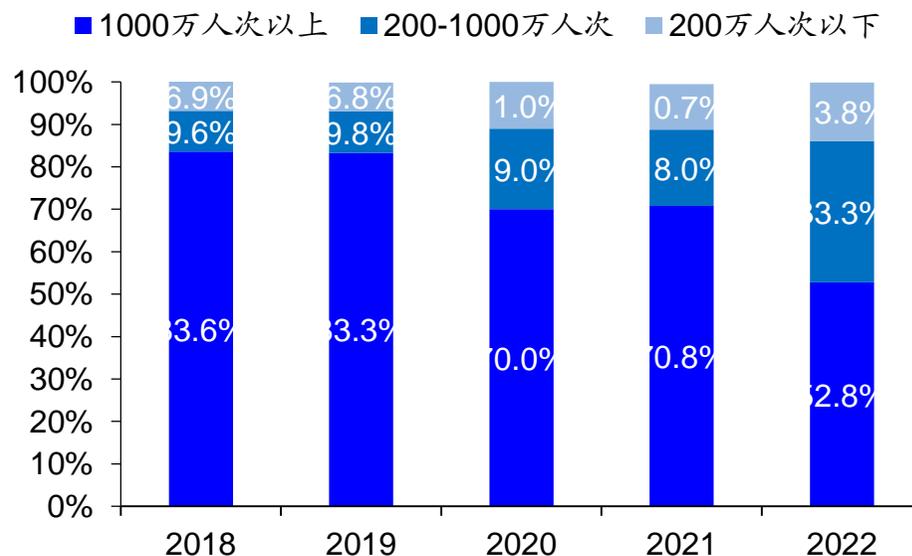


图46 支线机场吞吐量占比不断提高



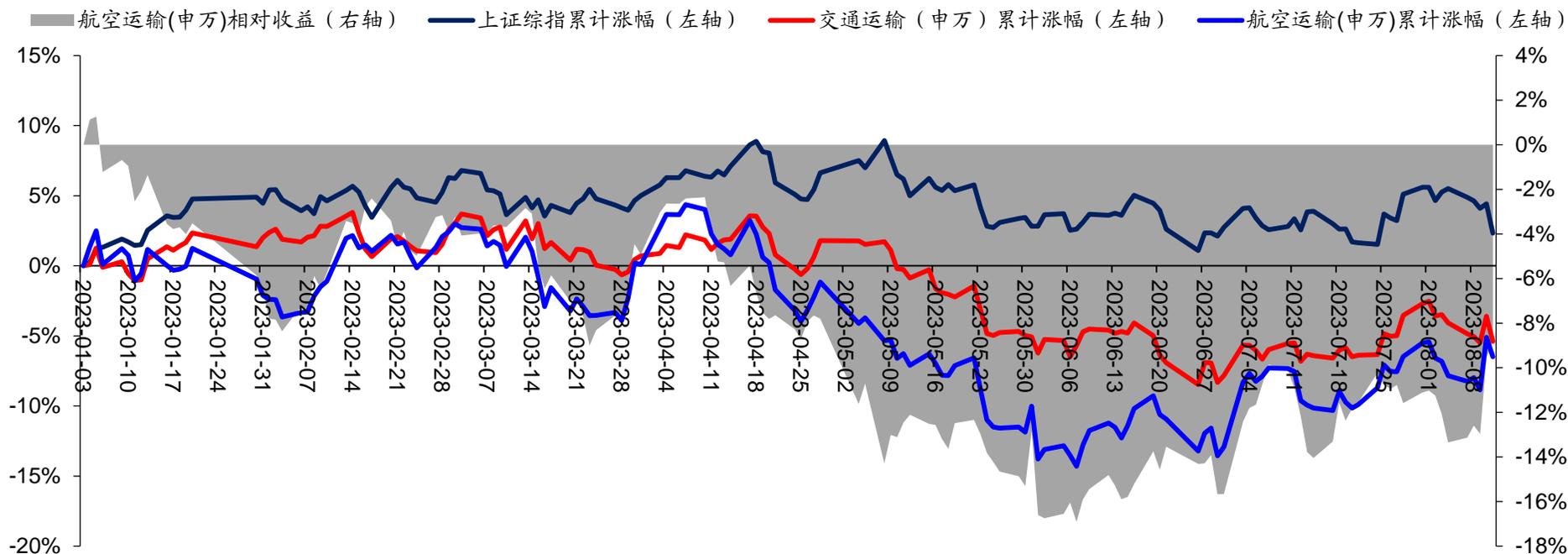
## 第三节要点：

- 基本面恢复一波三折，估值具有安全边际，疫情后若油汇稳定，则航司业绩回升可期；
- 尽管人民币贬值带来业绩波动，但近年美元债务规模进一步下降，汇率敏感性缩小；
- 结合航司航线结构，短中期建议关注春秋航空、吉祥航空，后期建议关注充分受益价格弹性的中国国航。

# 1. 板块低位回升，建议持续关注

2023年上半年，受一季度复苏偏弱、南航增发等事件影响，市场情绪整体较低。步入暑运旺季，基本面修复明显，叠加文旅部公布恢复出境团队旅游第三批国家和地区名单等事件影响，板块低位回升。6月30日-8月11日累积上涨7.4%，跑赢大盘7.8个百分点。下半年需求有望加快恢复，建议持续关注。

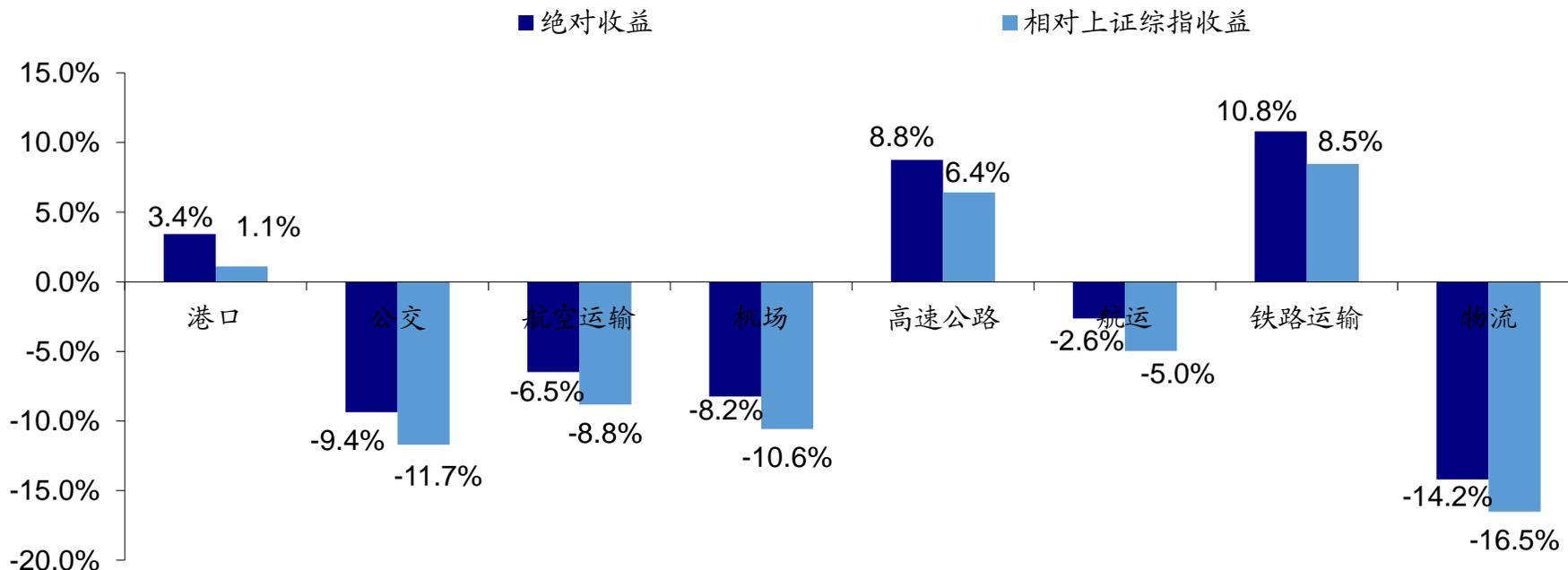
图47 航空板块股价表现（2023年年初至2023年8月11日）



# 1.板块低位回升，建议持续关注

2023年初至8月11日，航空（申万）指数绝对收益-6.5%，相对上证指数收益-8.8%，跌幅次于物流、公交、机场等板块。

图48 航空板块股价表现（2023年年初至2023年8月11日）



# 1. 板块低位回升，建议持续关注



2023年8月11日收盘价对应国航/东航/南航/春秋/吉祥/华夏估值分别为4.6x/3.1x/2.8x/3.9x/3.6x/2.9x 2023E PB，板块低位回升，建议持续关注。

表5 航空A股估值表

代码	简称	总市值 (亿元)	EPS (元)		PE (倍)		BPS (元)		PB (倍)	
			2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E	2023E	2024E
601111	中国国航	1516.39	0.17	1.12	53.89	8.34	2.04	3.11	4.58	3.01
600115	东方航空	1058.84	0.08	0.56	62.17	8.43	1.52	2.11	3.12	2.25
600029	南方航空	1246.72	0.17	0.74	40.95	9.36	2.51	3.27	2.75	2.10
601021	春秋航空	597.99	1.98	3.64	30.92	16.78	15.85	19.36	3.86	3.16
603885	吉祥航空	395.42	0.60	1.28	29.93	13.91	4.93	6.17	3.62	2.89
002928	华夏航空	117.09	0.05	0.76	203.10	12.03	3.21	3.95	2.85	2.32
	算术平均				70.16	11.47			3.46	2.62

注：2023E和2024E盈利预测取自Wind一致预期，收盘价为2023年8月11日

资料来源：Wind，海通证券研究所

## 2.若美元债占比下降；若油汇稳定，则业绩回升可期

短期人民币贬值，油价居高将对航司利润造成负面影响，加剧行业短期经营压力。但一方面，三大航美元债规模占比均下滑，汇兑敏感性较19年均有明显下降，一定程度减少业绩波动。

图49 三大航汇兑敏感性

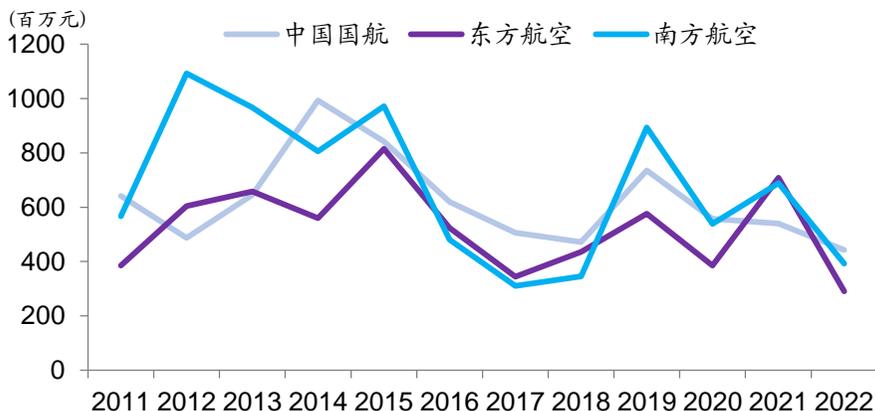


图50 三大航美元债务比例

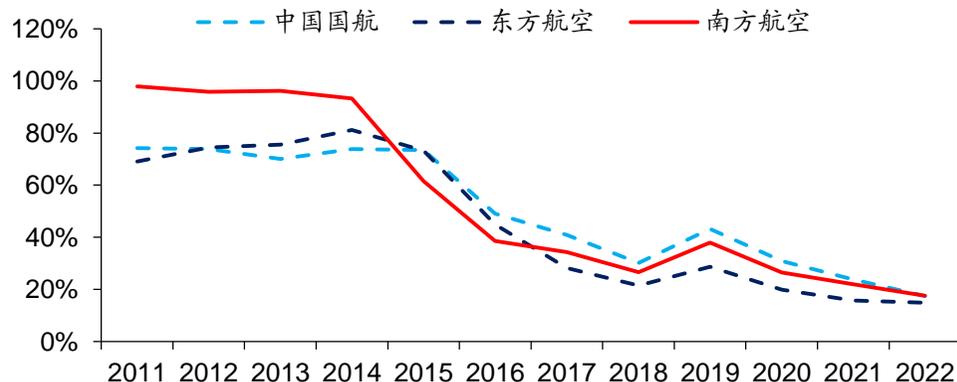


表6 航司油价汇率敏感性测算表

*基本条件*		2019年布伦特油均价为63.49美元/桶，汇率为1美元兑人民币6.98元。											
单位：百万元		中国国航		东方航空		南方航空		吉祥航空		春秋航空		三大航平均	
2019年净利润		6409		3195		2651		994		1841		4085	
		变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度	变化额	变化幅度
票价提升1%		875	13.65%	821	25.68%	905	34.16%	116	11.65%	110	5.97%	867	21.23%
客座率增加1个百分点		1078	16.81%	1000	31.29%	1094	41.27%	136	13.67%	121	6.58%	1057	25.88%
油价上涨1美元/桶		-398	-6.21%	-400	-12.53%	-441	-16.63%	-49	-4.91%	-50	-2.73%	-413	-10.11%
人民币贬值1% (汇兑损益)		-517	-8.07%	-447	-13.99%	-586	-22.12%	-6	-0.60%	-11	-0.59%	-517	-12.65%
期间汇率-人民币贬值1% (经营成本)		-349	-5.45%	-348	-10.90%	-384	-14.50%	-42	-4.27%	-42	-2.26%	-361	-8.83%

注：指对归母净利润的直接影响金额

资料来源：Wind, Bloomberg, 海通证券研究所

# 3.内循环下建议关注小航，长期建议关注航网优秀的国航

国航国内线航网相对最优，协调机场航网结构占其国内线**33.5%**，居国内航司首位。

前十大机场对飞航线占其国内线**20.4%**，领先其他上市航司；前十大机场对飞市场份额中，国航占比达**24.4%**，后期能充分受益需求恢复后的机票价格弹性。

图51 各航司航班数量国内分析图（23年夏秋季）

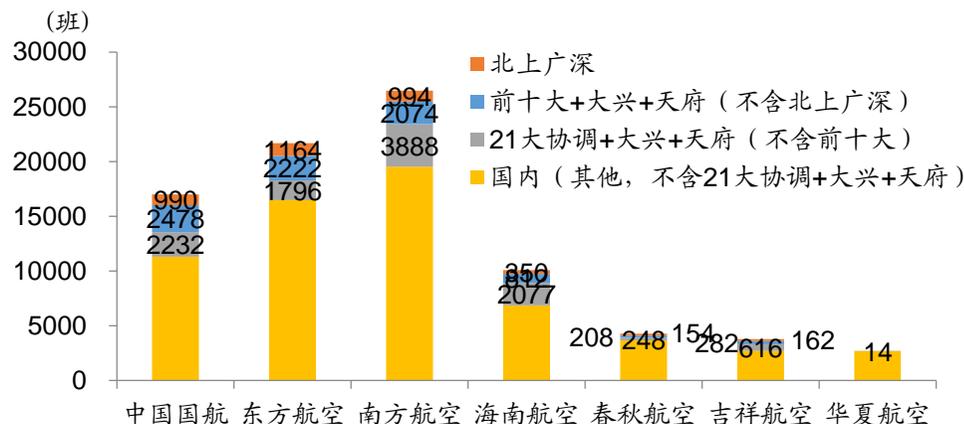


图52 北上广深机场时刻分布

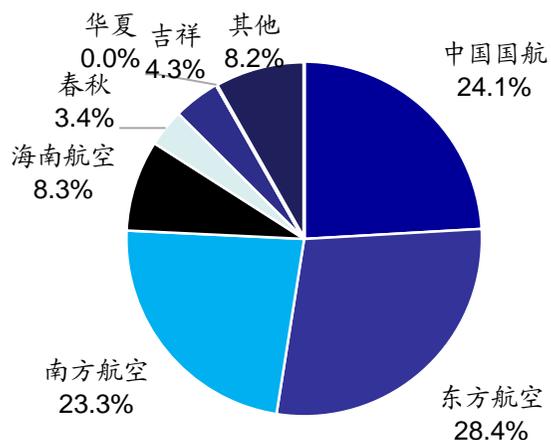


图53 前十大机场时刻分布

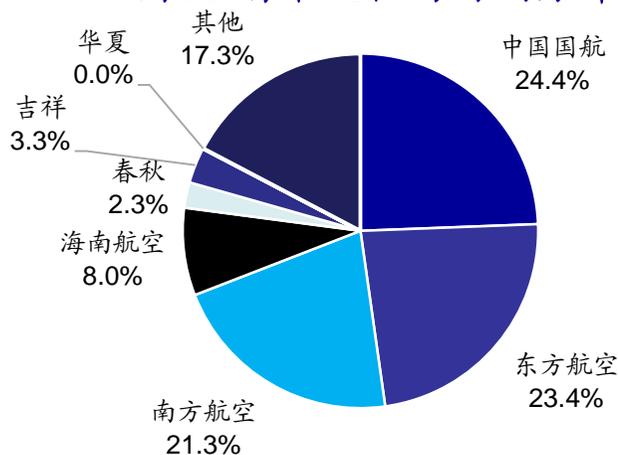
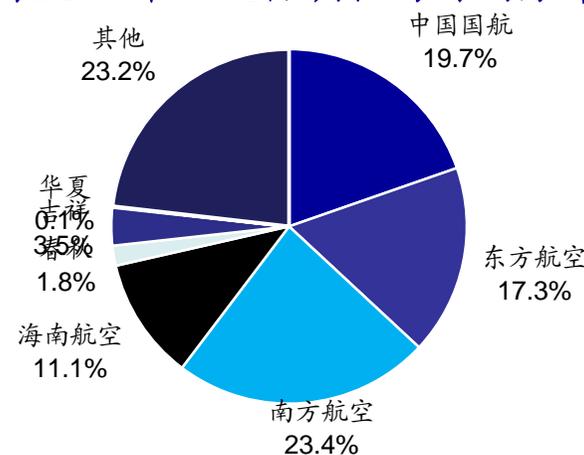


图54 二十一大协调机场时刻分布



资料来源：2023年夏秋季公司航班正班计划，海通证券研究所

- 人民币贬值
- 油价大幅上涨
- 疫情等自然灾害
- 经济下行

## 分析师声明

虞 楠  
陈 宇

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 交运研究团队:

交运行业首席分析师

虞 楠

**SAC执业证书编号: S0850512070003**

**电 话: 021-23219382**

**Email: yun@haitong.com**

分析师: 陈 宇

**SAC执业证书编号: S0850520060002**

**电 话: 021-23219442**

**Email: cy13115@haitong.com**

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b> 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b> A 股市场以海通综指为基准; 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。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

## 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。