

推荐 (维持)

## 国际航线加速恢复，行业第三拐点来临 ——景气归来系列报告（十）

2023年08月22日

## 重点公司

| 重点公司 | 23E  | 24E  | 评级 |
|------|------|------|----|
| 中国国航 | 0.12 | 1.25 | 增持 |
| 中国东航 | 0.02 | 0.52 | 增持 |
| 南方航空 | 0.12 | 0.81 | 增持 |
| 春秋航空 | 2.11 | 4.02 | 买入 |
| 吉祥航空 | 0.79 | 1.5  | 买入 |
| 华夏航空 | 0.32 | 1.02 | 增持 |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理；单位：元

## 相关报告

《以产定销转向量价平衡，格局优化引领景气周期》2023-07-26

《航空板块业绩预告点评：Q2国航南航加回汇兑后或扭亏，旺季业绩有望超预期》2023-07-16

《机场免税王者归来：不确定下的确定性》2022-08-21

《多重供给压制，或孕育长景气周期》2021-12-20

《监管放松周期开启，十四五是民营航企的黄金期》2020-09-17

《走在曲线之前——机场航空复苏的三个拐点》2020-07-23

## 分析师：

袁浩然

yuanhaoran@xyzq.com.cn

S0190523070003

张晓云

zhangxiaoyun@xyzq.com.cn

S0190514070002

肖祎

xiaoyiyi@xyzq.com.cn

S0190521080006

## 投资要点

- **国际航线发展回顾和展望：2014-2015 年高景气，2016-2019 年供给过剩+低线城市超开导致盈利水平下滑。** 1) 2015 年前后，在航权释放、消费升级、汇率强势、签证放松等因素共同影响下，出境需求超预期，并催生行业供需剪刀差，进而实现航司高盈利、行情高景气。2) 2016-2019 年，宽体机过量引进导致供给过剩，叠加补贴刺激下需求不足的低线城市新开过多国际航线，航司的国际航线盈利水平波动中下滑。3) 2023 年：上半年恢复斜率陡峭，7 月以来在 50% 左右，**第三批名单发布、团签松动后恢复速率有望重回快车道。** 国际航线旅客 Q1 恢复到 15%，Q2 恢复到 30-40%。8 月 10 日第三批名单发布，国际航线恢复有望重回快车道，预计 Q3 达到 50-60%，Q4 达到 70-80%。
- **国际航线是三大航未来盈利弹性生命线：摊薄固定成本、分担国内运力。** 宽体机具有成本高、座位数多的基本特征，其利用情况能对行业生态产生剧烈影响。特别在 2023 年，三大航业绩没有充分释放的主要原因是国际航线的拖累：**1) 成本端拖累：** 2023 年第一季度行业平均宽体机利用率仅 4.7 小时左右，相应地国航、南航、东航 2023Q1 每 ASK 成本分别高于 2019 年 12.48%、26.73%、26.11%。2023 年 7 月宽体机利用率 8.6 小时左右，仍较 2019 年低 18.4%。**2) 客座率拖累：** 宽体机座位数多，如果国际航线不足时过多宽体机在国内运行，会对境内市场供需结构产生较大冲击。2023 年 7 月，国航、东航、南航国内客座率分别低于 2019 年 7.20pct、2.51pct、4.22pct，客座率偏低的主要原因是宽体机在国内市场超额投放，并非需求不足。**3) 随着国际航线持续恢复：** 宽体机利用率提升，大航成本曲线将下至正常水平，展现充分盈利弹性。同时宽体机离开境内市场，境内客座率提升、票价更加坚挺。
- **行业第三拐点即将来临：供给降速、时刻上浮，国际线景气提升。** 我们在 2020 年的深度报告《走在曲线之前——机场航空复苏的三个拐点》中前瞻提出了航空需求及盈利复苏的“三大关键拐点”。随着国际航线复苏推动单位成本大幅下降、国内供给过剩得到缓解后客座率提升+票价坚挺，国际航线恢复 70% 之后，我们认为明年有望迎来第三拐点（弹性拐点），见证业绩弹性充分释放。同时四季度是格局优化的最佳确认时点。若见到四季度出现淡季不淡、行业价格坚挺，届时行业格局优化、航司量价平衡思路的确认将引导市场对未来 3-5 年维度景气周期进行定价，板块或展现强估值弹性。
- **投资策略：当前航空板块短中长逻辑兼备，周期蓄势待发。** 旺季行情已经开始，迎接行业量价齐升。从二季度航司业绩预告判断，三季度业绩释放仍有超预期的空间，23Q3、24Q1、24Q3 将会见证业绩的持续大幅改善，板块有望迎来弹性拐点。当前维度无论小航大航均有较大想象空间，继续推荐航空板块。持续关注弹性较强的三大航（南方航空、中国国航、中国东航），运营领先的民营航企（春秋航空、吉祥航空），运营逐渐走出底部的华夏航空。
- **风险提示：** 其他交通工具带来的竞争风险，汇率大幅波动，油价大幅波动，宏观经济增长失速，空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件发生。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目 录

|                                           |        |
|-------------------------------------------|--------|
| 前言:                                       | - 4 -  |
| 1、国际航线发展回顾和展望                             | - 6 -  |
| 1.1、2014-2015 年: 国际航线是上行周期重要驱动因素          | - 6 -  |
| 1.2、2016-2019 年: 宽体机供给过剩、低线市场补贴干扰, 收益质量下滑 | - 10 - |
| 1.3、2023 年: 上半年恢复斜率陡峭, 7 月以来在 50%左右       | - 15 - |
| 1.4、展望: 第三批名单发布, 国际航线有望重回快车道              | - 16 - |
| 2、国际航线是三大航未来盈利弹性生命线: 摊薄固定成本、分担国内运力        | - 20 - |
| 2.1、成本端拖累: 宽体机总成本高, 航程远、利用率高时单位成本低        | - 22 - |
| 2.2、客座率拖累: 宽体机转飞国内造成国内市场供给过剩              | - 23 - |
| 3、行业第三拐点即将来临: 供给降速、时刻上浮, 国际线景气提升          | - 25 - |
| 3.1、宽体机引进降速, 供需格局优化                       | - 25 - |
| 3.2、时刻向枢纽机场集中, 收益水平有望上行                   | - 26 - |
| 3.3、国际航线恢复 70%后将迎来行业第三拐点 (弹性拐点)           | - 29 - |
| 4、投资策略与风险提示                               | - 31 - |
| 4.1、投资策略                                  | - 31 - |
| 4.2、风险提示                                  | - 32 - |

## 图 目 录

|                                          |        |
|------------------------------------------|--------|
| 图 1、三大拐点示意图                              | - 4 -  |
| 图 2、国际航线条数及增速 (条, %)                     | - 6 -  |
| 图 3、国内居民出境人数分布及增速                        | - 7 -  |
| 图 4、城镇居民人均可支配收入                          | - 7 -  |
| 图 5、15-16 年国际航线需求超预期 (%)                 | - 7 -  |
| 图 6、2015 年间, 人民币对日元、澳元升值                 | - 7 -  |
| 图 7、2015 年我国赴英、日、澳人数同比大幅增加               | - 7 -  |
| 图 8、2015-2016 年民航业出现供需剪刀差                | - 9 -  |
| 图 9、2015-2016 年国际航线周转量增幅占行业周转量增幅的 40%以上  | - 9 -  |
| 图 10、全民航国际、地区旅客周转量 (亿人公里, %)             | - 9 -  |
| 图 11、加回汇兑后三大航历史业绩 (百万元)                  | - 9 -  |
| 图 12、加回汇兑后航司单机盈利 (百万元)                   | - 9 -  |
| 图 13、疫情前各航司国际旅客周转量逐年增长 (百万人公里)           | - 10 - |
| 图 14、各航司国际航航线客公里收益下滑 (元/人公里)             | - 10 - |
| 图 15、2014-2019 上半年中国航司国际航线票价指数 (不含亚洲)    | - 10 - |
| 图 16、三大航历史宽体机引进 (架)                      | - 11 - |
| 图 17、三大航宽体机占比 (%)                        | - 11 - |
| 图 18、三大航获取航线补贴情况 (百万元)                   | - 14 - |
| 图 19、国际旅客周转量及恢复率 (亿人公里, %)               | - 15 - |
| 图 20、国际旅客运输量及恢复率 (万人, %)                 | - 15 - |
| 图 21、周度可用座公里、旅客周转量相对 19 年恢复比例            | - 16 - |
| 图 22、疫情前出境跟团游旅客占总出境游客的 50%左右, 同时人数呈增长趋势  | - 16 - |
| 图 23、2023 年国际航线周度平均票价、客公里收益相较 2019 年同比情况 | - 18 - |
| 图 24、目前中美航班量较 2019 年同期恢复率仅 6.6% (班, %)   | - 19 - |

|                                                |        |
|------------------------------------------------|--------|
| 图 25、目前我国厦航、南航、国航、东航执飞每周 12 班的中美航班（班，%） - 19 - |        |
| 图 26、主流机型航程与座级分布 .....                         | - 20 - |
| 图 27、以上海为中心的国际航点航距 .....                       | - 20 - |
| 图 28、国际航线条数及增速（条，%） .....                      | - 21 - |
| 图 29、疫情前各航司国际旅客周转量逐年增长（百万人公里） .....            | - 21 - |
| 图 30、三大航整体宽体机占比（%） .....                       | - 22 - |
| 图 31、三大行总计宽体机引进增速（%） .....                     | - 22 - |
| 图 32、不同航距下 B787 单位成本随利用率变化测算 .....             | - 22 - |
| 图 33、不同航距下 A320 单位成本随利用率变化测算 .....             | - 22 - |
| 图 34、主要上市航司宽体机闲置率在疫情期间大幅上升 .....               | - 23 - |
| 图 35、国际航线停飞会导致航司单位成本大幅上升 .....                 | - 23 - |
| 图 36、宽体机航班中国际航班占比 .....                        | - 24 - |
| 图 37、境内宽体机航班数量（班次） .....                       | - 24 - |
| 图 38、各集团宽体机航班中国际航班占比 .....                     | - 24 - |
| 图 39、各个集团境内宽体机航班数量（班次） .....                   | - 24 - |
| 图 40、国内周度座位数（万个） .....                         | - 24 - |
| 图 41、国内周度客座率（%） .....                          | - 24 - |
| 图 42、三大航整体宽体机占比（%） .....                       | - 26 - |
| 图 43、三大行总计宽体机引进增速（%） .....                     | - 26 - |
| 图 44、民航局“十四五”发展规划中国内主要客运网络示意图 .....            | - 28 - |
| 图 45、三大拐点示意图 .....                             | - 29 - |

## 表目录

|                                                                       |        |
|-----------------------------------------------------------------------|--------|
| 表 1、2014-2016 年各地签证放松 .....                                           | - 8 -  |
| 表 2、中美航权分配情况 .....                                                    | - 12 - |
| 表 3、各地区国际航线补贴情况整理 .....                                               | - 12 - |
| 表 4、2016-2019 年，低线城市、非枢纽城市国际时刻增量过多，拖累收益水平（班/周） .....                  | - 14 - |
| 表 5、全民航上半年国际旅客周转量、运输量恢复情况 .....                                       | - 15 - |
| 表 6、文旅部分批次开恢复出境跟团游（红色为 2019 年出境旅游目的地前五位的国家） .....                     | - 17 - |
| 表 7、三大航、海航客机：增速放缓、宽体机占比下降（架，%） .....                                  | - 25 - |
| 表 8、2016-2019 年，低线城市、非枢纽城市国际时刻增量过多，拖累收益水平（班/周） .....                  | - 26 - |
| 表 9、19/20 冬春航季，中国承运人大于等于 3 的一类航线、中国承运人大于等于 2 的二类航线（括号中为中国承运人数量） ..... | - 28 - |
| 表 10、中国国航业绩敏感性分析（第一行为国际 ASK 恢复比例，第一列为国际客公里收益恢复比例）（亿元） .....           | - 30 - |
| 表 11、主要公司盈利预测 .....                                                   | - 32 - |

## 报告正文

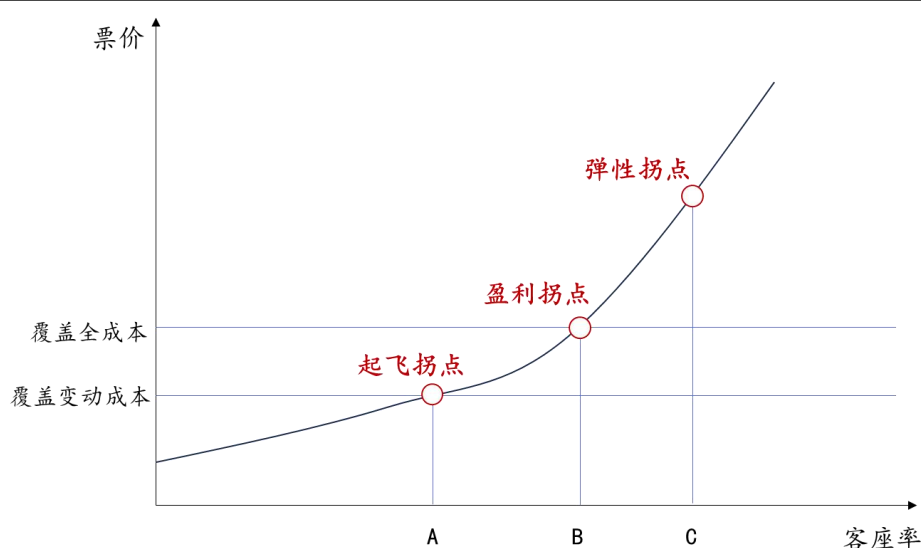
## 前言：

我们在 2020 年的深度报告《走在曲线之前——机场航空复苏的三个拐点》中前瞻提出了航空需求及盈利复苏的“三大关键拐点”。随着国际航线复苏推动单位成本大幅下降、国内供给过剩得到缓解后客座率提升+票价坚挺，国际航线恢复 70% 之后，我们认为明年有望迎来第三拐点（弹性拐点），见证业绩弹性充分释放。

我们提出，随着需求恢复、票价随之上升，行业盈利有三个关键拐点：

- **第一个拐点（起飞拐点）：**需求较低，边际定价（对应单机盈利依然为亏损）。随着航班量和旅客量逐步环比恢复客座率 A，价格到能覆盖变动成本。此时供需仍不平衡，票价处于低位。航空公司在第一个拐点到第二个拐点之间采取“保边策略”（保证价格覆盖变动成本），基本任务是提升需求体量，尽可能让所有飞机全部起飞。这也是疫情期间航企推出低价“随心飞”产品的初衷（边际定价+拉升客座率）。
- **第二个拐点（盈利拐点）：**客座率水平能实现盈亏平衡，迈过第二拐点后航空公司票价策略将转为积极（对应单机盈利从 0-400 万/架/年）。需求曲线继续上升到盈亏平衡客座率 B，票价已经提升到能覆盖全成本。此时基本扭亏为盈。第二个拐点至关重要，因为航空公司迈过这个拐点后会切换为积极的价格策略，从“保边策略”转换为“综合收益策略”。
- **第三个拐点（弹性拐点）：**客座率超预期，票价策略激进，盈利弹性充分（对应单机盈利从 400-4000 万/架/年）。需求及客座率达到高于航空公司预期的 C 点后，航空公司开始主动大幅提价。此时绝大部分航线达到预期收益率，价格策略将转为激进、大幅提价，盈利弹性非常大。

图 1、三大拐点示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

今年部分航司在客座率达到盈亏平衡点前就转向了积极的定价方式。我们认为这可能受两个因素影响：

- 当前客座率偏低的重要原因之一是国内宽体机超额投放，并非需求不足（根据航班管家数据，国内周旅客量4月第二周以来已经超过2019年同期），同时航司对需求价格弹性持乐观态度。
- 三年亏损后航司盈利诉求达到历史高点，行业票价共识下停止了以往以价换量的传统思路。

国际航线的持续修复有望推动航司单位成本大幅下降、助力国内客座率提升到较高水平，叠加竞争格局优化，行业或将迎来第三拐点，展现超强盈利弹性。以国航为例（假设：航油6500元/吨，2024年国内、地区ASK分别恢复到2019年的125%、100%，国内、国际、地区客座率分别73%、69%、70%，国内、地区客公里收益分别相当于2019年的115%、107%），国际ASK、客公里收益的业绩敏感性分析如下表。当国际客公里收益高于2019年30%时，ASK恢复到2019年的90%、95%、100%，国航分别有望实现106、112、119亿的净利润。

通过回顾国际航线的过往发展，我们发现近年干扰国际航线供需平衡进而限制其盈利水平的两个主因是：宽体机供给过剩、需求不足的低线城市超开国际线。近期团队游第三批国家放开，国际航线恢复速率或将加速，推动行业盈利持续修复。远期来看，上述两个主要限制因素或已得到解决，国际线有望迎来更长景气周期。

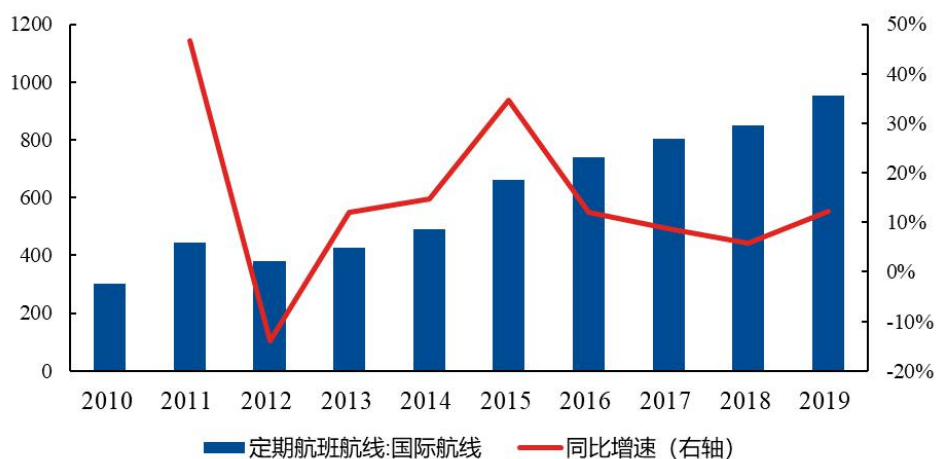
## 1、国际航线发展回顾和展望

### 1.1、2014-2015 年：国际航线是上行周期重要驱动因素

#### ● 2015 年航权大量释放，国际航线快速增加

2015 年，在民航局的简政放权和航权的快速释放下，我国国际航线网络迎来快速发展。政策方面尽可能减少对市场的牵绊，陆续出台了简化部分国家航线经营许可行政审批手续、简化国内航空公司定期国际航班计划变更手续，公布国际新增航权分配程序等政策，并将国内航空公司的国际航线包机申请由报批制改为备案制等。这些政策有效促进了国际航线的增长。根据民航局年度发展统计公报，2014 年我国国际航线数量 490 条，2015 年增长到 660 条。

图 2、国际航线条数及增速（条，%）



资料来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

#### ● 多因素催化下需求超预期，供需剪刀差支撑行业较高盈利水平

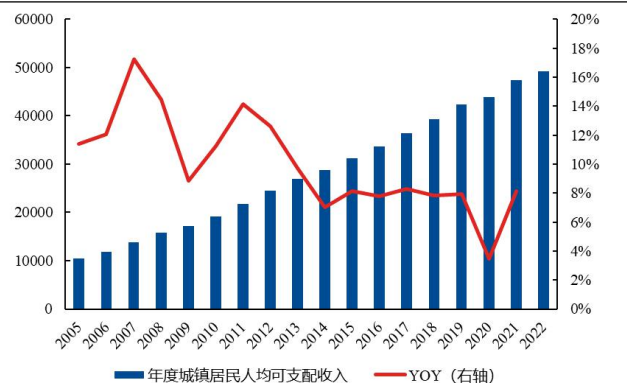
消费升级影响下，2010 年前后出境旅游市场开始快速发展。随着人均可支配收入的持续增长，出境人数于 2010 年前后迎来快速增长期，增速达到 20% 左右，而当时国际航线的分布还不能很好满足我国居民的出境需求。

图 3、国内居民出境人数分布及增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

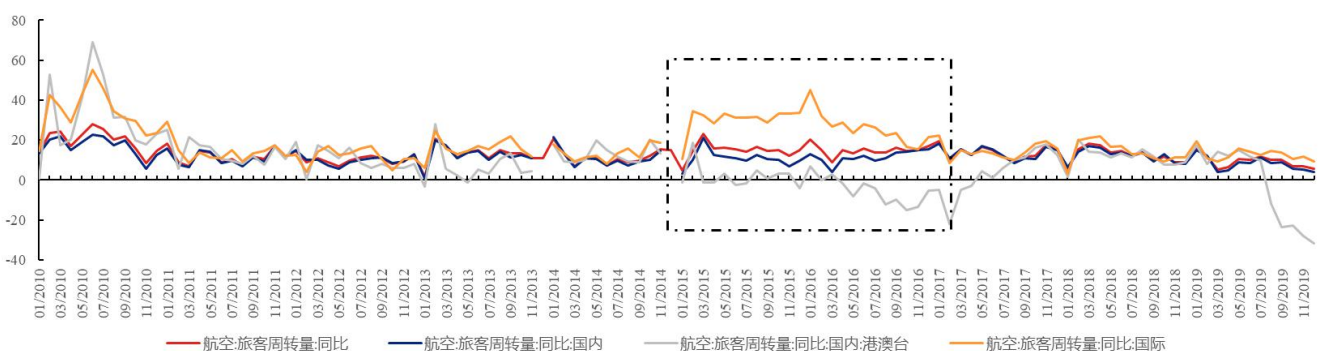
图 4、城镇居民人均可支配收入



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

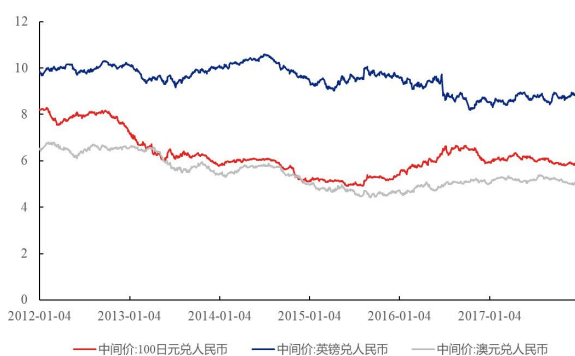
**2015 年前后，汇率强势、签证放松，出境需求超预期。**  
**汇率强势：** 汇率通过影响人民币购买力对国际航线需求造成影响，2015 年人民币对日元、英镑、澳元升值，赴英、日、澳入境人数同比大幅增加。  
**签证放松：** 面对持续成长、基数庞大的中国旅游市场，各国纷纷放宽对中国旅客的签证限制。2014 年欧洲、澳大利亚、加拿大、美国等对我国签证政策大幅放松。

图 5、15-16 年国际航线需求超预期 (%)



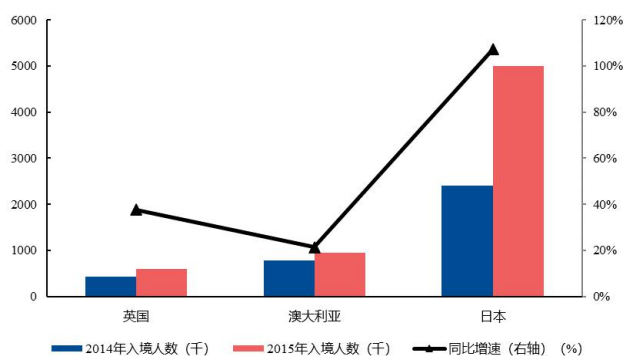
资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2015 年间，人民币对日元、澳元升值



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2015 年我国赴英、日、澳人数同比大幅增加



资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、2014-2016 年各地签证放松

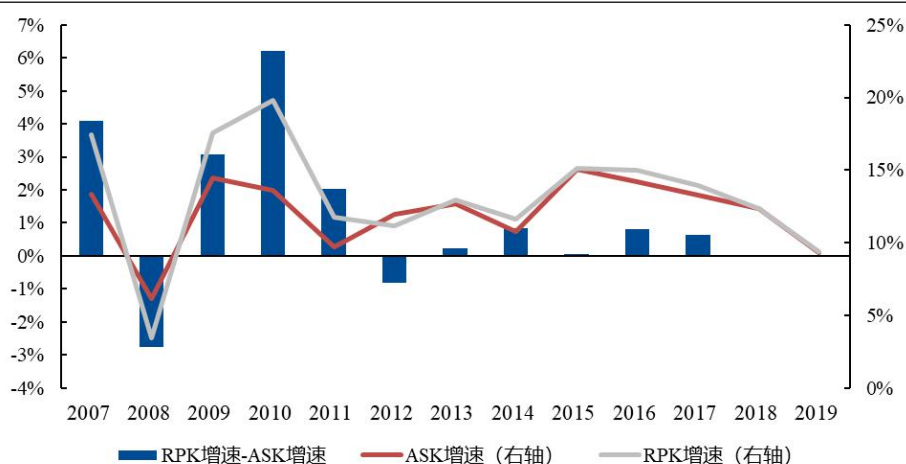
|     |       |                                                                                                                                                                                       |
|-----|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 亚洲  | 日本    | 2014 年 11 月起, 针对商务人士、文化学术人士, 申请多次签证的有效期从 5 年延长至 10 年; 中国教育部直属的 75 所高校的在校本科生、研究生, 以及毕业 3 年以内的往届生, 申请单次签证的手续简化。                                                                         |
|     | 韩国    | 2015 年 7 月至年末暂时免收中国团体游客签证费。2016 年 1 月 28 日起, 扩大五年期多次往返签证的签发对象的年龄限制, 最长停留期也将从 30 天延长至 90 天。对中国公民的签证条件将有所放宽, 对其经济能力、年龄、学历和工作等要求都将降低。针对律师、大学教授、公司企业代表等专门从业人员或硕士以上高学历者, 将首次实施 10 年的有效签证期。 |
|     | 泰国    | 2016 年 12 月 1 日-2018 年 8 月 31 日实施对包括中国在内的 21 个国家和地区的旅游签证费用减免政策, 免签证费用及落地签证费半价 (为 1000 泰铢)                                                                                             |
|     | 新加坡   | 2015 年 6 月 1 日宣布, 中国公民的新加坡多次有效签证(MJV)将最长可达 10 年有效期。若主申请人获得此项资格, 其配偶、年龄未满 21 岁的子女将获得同样的有效期限。                                                                                           |
|     | 马来西亚  | 2015 年 12 月 1 日起对符合条件的两人及以上组团来马的中国游客实行免签                                                                                                                                              |
|     | 印度尼西亚 | 2015 年 6 月, 正式对中国等 30 个国家的游客实施免签证政策。今后, 中国内地游客无需签证即可在印尼以游客身份停留不超过 30 天。                                                                                                               |
|     | 尼泊尔   | 2015 年 12 月 25 日起给予赴尼泊尔旅游的中国公民免签证费待遇, 立即生效。                                                                                                                                           |
| 美洲  | 美国    | 2014 年 11 月, 对中国游客发放 10 年多次往返签证。中国游客持有美签的同时可以免签进入另外 15 个地区: 菲律宾、墨西哥、洪都拉斯、多米尼加共和国、阿尔巴尼亚、哥斯达黎加、黑山、百慕大、塞尔维亚、荷属加勒比地区、巴拿马、格鲁吉亚、智利、哥伦比亚、伯利兹。                                                |
|     | 加拿大   | 2015 年 3 月起, 中国和加拿大正式互发有效期最长为 10 年的签证。                                                                                                                                                |
| 欧洲  | 英国    | 2016 年 1 月 11 日起为中国公民提供两年期多次往返签证, 针对前往英国旅游、商务、参加会议及商务考察人群。                                                                                                                            |
|     | 澳大利亚  | 从 2014 年 4 月起, 澳洲将放宽对中国的签证限制, 允许中国商务人士申请三年多次有效入境签证; 2016 年 11 月 19 日起为中国游客签发 10 年有效期的旅游签证, 主要面向旅游或者商业活动访客, 每次进入澳洲可以逗留的时间为 3 个月, 任意 24 个月内在澳停留时间不能超过 12 个月。                            |
| 大洋洲 | 新西兰   | 从 2014 年 5 月 1 日起到新西兰进行个人游的中国公民可申请 2 4 个月内多次往返的访问签证; 从 2017 年 5 月 8 日开始, 将中国游客多次入境签证的有效期从三年延长到五年, 签证费用依然保持不变; 将扩大 Smart Gate 设施适用范围到中国护照持有者; 签证申请人可以使用银联卡在网上缴纳签证费。                    |

资料来源: 央视网、新华社、人民政府官网、中国旅游新闻网、人民网、央视新闻、搜狐网, 兴业证券经济与金融研究院整理

### 超预期的国际航线需求触发 2015-2016 年全民航供不应求, 供需剪刀差对行业盈利起到支撑。

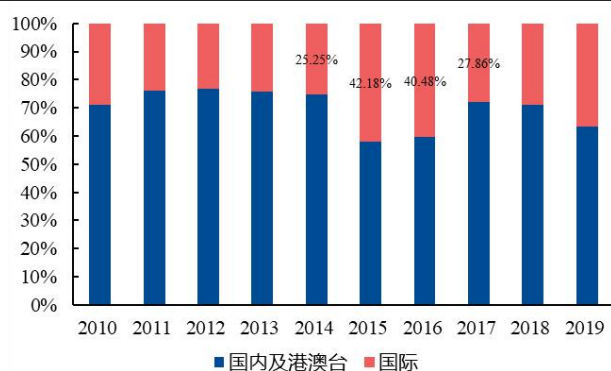
- **2015-2016 年国际航线需求是触发民航供不应求的核心因素。**2015-2016 年, 国际航线周转量增速处于较高水平, 带动了全行业周转量的快速上升。在需求的拉动下, 全行业供需差在 2015、2016 年达到相对高点, 可以说国际航线需求超预期成为了全行业供不应求的触发器。
- **供需差对行业盈利状况起到支撑, 行业在 2015 年前后兑现较高业绩弹性。**以加回汇兑的单机利润计算, 2015 年国航、东航、南航、春秋、吉祥分别为 2183、1908、1643、2706、2116 万元, 均上升至较高水平。

图 8、2015-2016 年民航业出现供需剪刀差



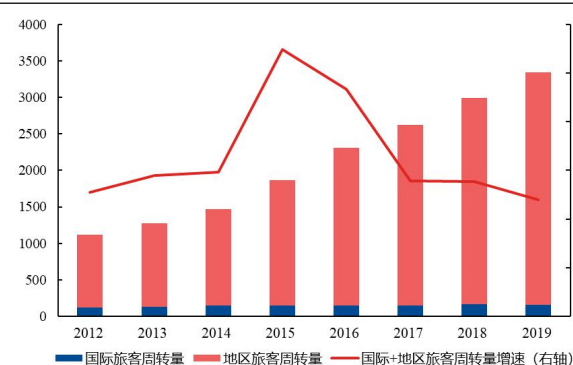
资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、2015-2016 年国际航线周转量增幅占行业周转量增幅的 40% 以上



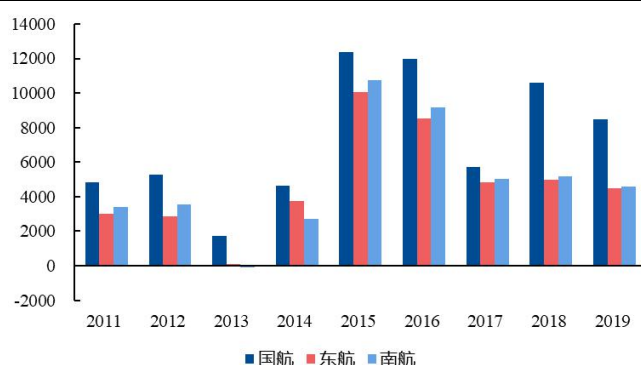
资料来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、全民航国际、地区旅客周转量（亿人公里，%）



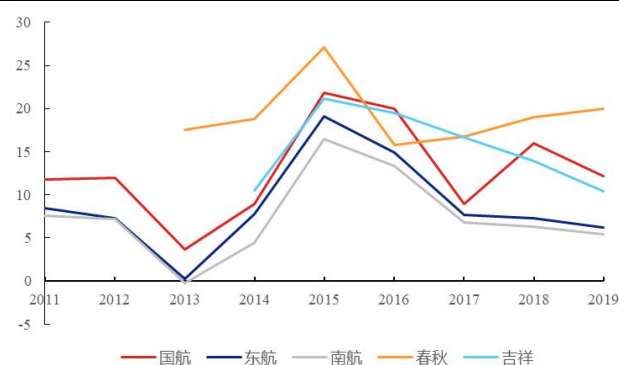
资料来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、加回汇兑后三大航历史业绩（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、加回汇兑后航司单机盈利（百万元）



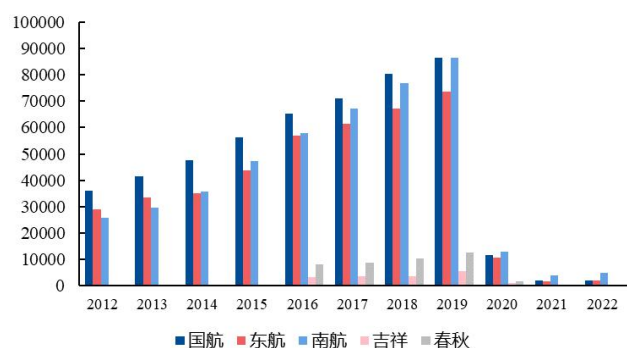
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、2016-2019 年：宽体机供给过剩、低线市场补贴干扰，收益质量下滑

2016-2019 年，各航司国际旅客周转量逐年增长，但国际航线盈利水平波动中下滑。主要原因可能有两个：

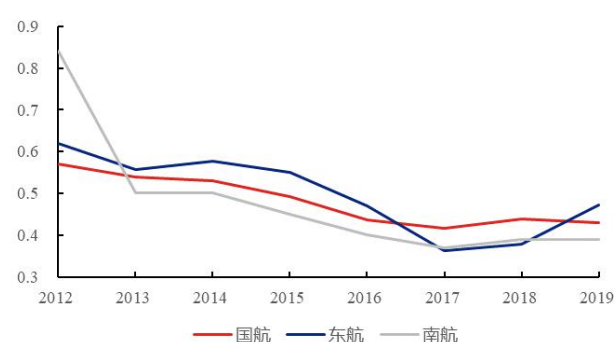
- 供给增速过快：国际航线的快速发展导致航司过量引进宽体机，超额供给对收益造成压力。
- 因补贴而在低线城市新开的航线缺乏需求支撑：枢纽拥挤+地方补贴刺激下，航司在低线城市新开大量国际航线，这些航线缺乏足量需求支撑，必然承受低票价和低客座率。尽管存在补贴，盈利情况仍然堪忧。

图 13、疫情前各航司国际旅客周转量逐年增长（百万人公里）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14、各航司国际航航线客公里收益下滑（元/人公里）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、2014-2019 上半年中国航司国际航线票价指数（不含亚洲）

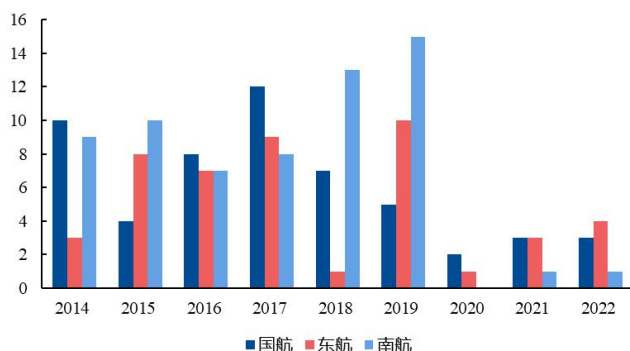


资料来源：CEIC，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 运力引进较快带来供给过剩

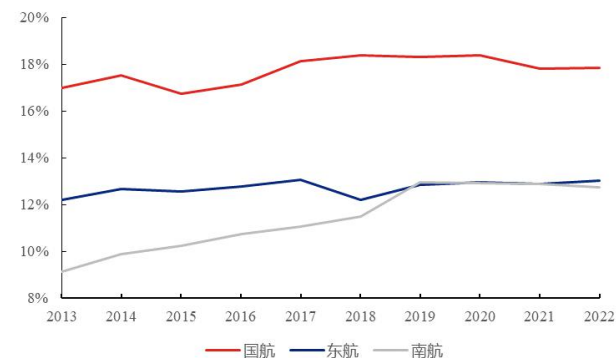
2014年下半年-2016年的国际航线高景气带来2016-2019的较快运力引进，供给超速影响收益水平。以三大航为例，中国国航、中国东航、南方航空的宽体机机队2016-2019年的宽体机数量复合增速为7.23%、8.41%、14.13%，宽体机在其机队中的占比随之提升。较快的运力引进下，国际航线的票价压力逐渐凸显。

图 16、三大航历史宽体机引进（架）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 17、三大航宽体机占比（%）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 枢纽拥挤下国际航线补贴生态形成，部分新开航线保本运行

一线枢纽时刻、航权受限，叠加各地通过补贴刺激航司加开国际航线，国际航线逐渐形成了低线市场补贴生态。

- 部分航权协定中有规定一线枢纽的航班数量上限，压制了国际航线在一线枢纽的加班。例如：中美航权协定中设立三大区，中国第一区为北京、上海、广州，中方航班限制为每周180班，且航权已被航司瓜分完毕，无法加班。而第三区包括重庆、甘肃、广西、贵州、海南、黑龙江、内蒙古、吉林、辽宁、宁夏、青海、陕西、四川、西藏、新疆、河北、河南、湖南、安徽、江西和云南等地区。美国和中国第三区之间没有航班班次限制，也不存在指定航空公司数量的限制，客观上为低线城市增开国际航班制造了条件。
- 与此同时，各地为加强对外经济交流，提升对外开放层次，不断通过补贴刺激航司新开国际航线。陆续出现以航班为基准按班进行大额现金补贴的做法，一定程度造成市场调节机制的失灵，航司不顾较低的需求持续投入运力，导致国际航线整体收益下降。16冬春到19/20冬春航季低线城市、非枢纽城市过量增开国际航线：1) 按照一、二、三类城市划分，三者国际直飞航班时刻增速分别为37.48%、85.64%、154.05%。2) 按照是否属于十个国际枢纽城市划分，国际枢纽城市、非国际枢纽城市国际直飞航班时刻增速分别为38.06%、118.19%。

在枢纽拥挤和补贴刺激的共同作用下，新开的长途航线主要位于二、三线城市，但大部分出境需求都位于一线城市、核心枢纽，在低线城市新开的国际航线必然需要承受低客座率和低票价。尽管有补贴的存在，国际航线盈利情况仍然较为堪忧。

表 2、中美航权分配情况

|    | 中国大陆地区                      | 中方班次/周 | 美方班次/周 |
|----|-----------------------------|--------|--------|
| 一区 | 北京，上海，广州                    | 180    | 160    |
| 二区 | 广东（除广州以外）、浙江、江苏、山东、天津、河北、福建 | 28     | 28     |
| 三区 | 中国大陆一二区以外其他所有地区             | 无限制    | 无限制    |

资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、各地区国际航线补贴情况整理

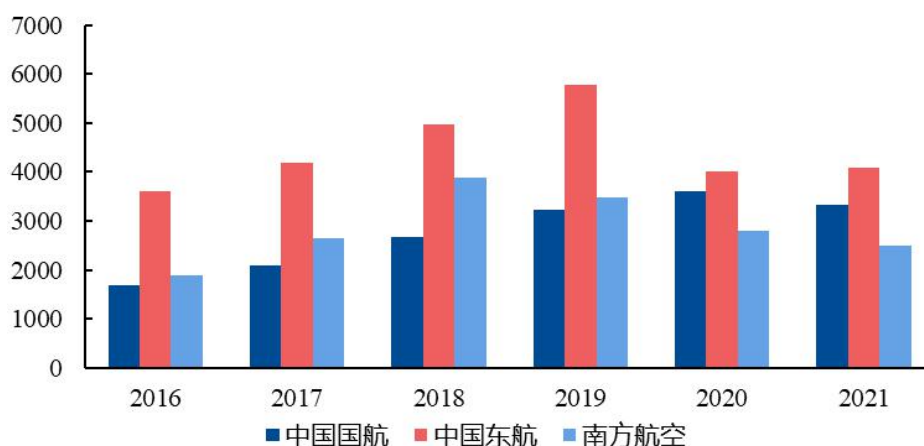
| 地区  | 年份   | 补贴政策                                                                                                                                                                                                                                                                                 |
|-----|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 湖南省 | 2008 | 新开直飞的国际航线航班，从第一个航班起 1 年内的补助标准：新开的国际定期客运航班按每航班进行补助，其中洲际航班、亚洲航班分别补助 10 万元/航班、4 万元/航班；新开的国际不定期客运航班按每航班进行补助，其中洲际航班、亚洲航班分别补助 9 万元/航班、3 万元/航班。新开的国际航线航班第 2 年、第 3 年按第一年补助标准的 80% 执行。                                                                                                        |
| 长沙  | 2013 | 对新开国际定期航线航班原则上补助 2 年，第 3 年视情况而定，补助标准按前 2 年每年的 80% 执行。（一）新开直飞的国际航线航班，从第一个航班起 2 年内的补助标准一般为：新开的国际客运航班按每往返航班和机型进行补助，其中：洲际航班补助 9-10 万元/往返航班；亚洲区域航班补助中型单通道飞机（100 人以上，200 人以下）3-4 万元/往返航班，大型宽体双通道飞机（200 人以上）6-8 万元/往返航班。<br>（二）新开经停长沙航空口岸且出入境手续均在长沙航空口岸办理的国际航线航班，按新开直飞国际航线航班补助标准的 80% 给予补助。 |
| 深圳  | 2016 | 若航空公司开通以深圳机场为出境地，定期直航洲际和阿拉伯半岛地区客运新航点，持续运营时间满一年，且期内每周出港航班达到 2 班（含）以上，首年资助标准为：至大洋洲、阿拉伯半岛地区航点 8000 万元；至欧洲、北美、非洲航点 1 亿元。第二年资助标准为为首年度的 75%，第三年资助标准为为首年度的 50%。该政策从 2017 年开始生效。                                                                                                             |
| 无锡  | 2008 | 对新开的国际客运航班的航空公司，每周离港航班达到 3 班次的，每条航线一次性扶持 300 万元；每周离港航班达到 5 班次以上的，每条航线增加一次性扶持 200 万元                                                                                                                                                                                                  |
| 上海  | 2014 | 对新辟中远程国际航线、复航和加密中远程国际航线、航班实施补贴。以基地航空公司 2012 年中远程国际航线和中远程国际航班为基数，对基地航空公司每增加一条中远程国际航线，补贴 3000 万元；对基地航空公司每复航一条中远程国际航线，补贴 2000 万元；对基地航空公司每定期加密一条中远程国际航线，补贴 1000 万元。                                                                                                                      |
| 青岛  | 2016 | 新开直飞亚洲（地区）定期和不定期客运航线，执飞机型座位数在 200 座（含）以上的每班分别补助 8 万元和 4 万元，200 座以下的每班分别补助 6 万元和 3 万元。新开经停亚洲（地区）定期客运航线按新开直飞定期航线补助标准的 50% 补助。对在青岛机场非高峰时段新增的国际（地区）客运定期航线按每班或每架次进行补助。1 个航班补助 1 万元，1 个架次补助 5000 元，连续补助最长不超过 3 年。                                                                          |
| 海南省 | 2013 | 对航空公司或包机单位新开抵离或经停海南的国际和地区重点客源地的航班，分不同航班类别、不同座位数机型，在 3 年内给予航空公司或包机单位新开境外航班补贴。<br>对已开通 3 年以上不定期航班的国际航线，若执行定期航班，按该航线新开境外航线航班补贴标准的 50%，再给予 1 年的补贴。                                                                                                                                       |
|     | 2015 | 1. 对航空公司或包机单位新开抵离或经停海南的境外航线直飞航班，给予新开境外航线航班 3 年的财政补贴，第一、第二和第三年分别按照财政补贴标准的 100%、75% 和 50% 计算。<br>2. 凡经省政府批准作为境外重点旅游城市开通的定期航班，在其执行期不少于 1 年、执行期内至少达到平均每周 4 架次的条件下，亚洲和洲际区域分别一次性给予 100 万元和 200 万元补贴；执行期满停飞后再次执飞的航空公司或包机单位不再享受一次性补贴政策。                                                      |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

|     |      |                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                               |
|-----|------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
|     |      | <p>3.对已开通3年以上不定期航班的国际航线,若执行定期航班,按该航线定期航班补贴标准的50%,再给予1年的补贴。</p> <p>4.航线运营超过3年原则上不再给予航班补贴,有需要特殊培育的境外直飞航线,经省政府批准,可以延长财政补贴期限,补贴金额按补贴标准的50%计算。</p> <p>5.对境外航空公司运用中途分程权将外国城市抵离海南的国际航班延伸至或经停境内其他城市以及运用第五航权将经停海南的国际航班延伸至其他国家城市的定期航班,在享受上述补贴政策基础上每架次增加补贴1万元。</p> <p>6.对新开经停其他城市抵离海南的境外航线航班,在该境外航线无定期直飞航班的条件下,补贴金额按该境外航线航班补贴标准的60%计算。</p>                               |
| 海口  | 2009 | 1、航空公司执飞国际及港澳台原有航线新增进港客源按每人50元人民币的标准进行奖励;2、航空公司或包机商执飞新开国际航线及港澳台进港客源,洲际航班按每人70元人民币的标准进行奖励,亚洲地区航班按每人50元人民币的标准进行奖励。                                                                                                                                                                                                                                              |
|     | 2013 | 亚洲航线定期航班,每降落1架次给予2万元奖励;洲际航线定期航班,每降落1架次给予15万元奖励                                                                                                                                                                                                                                                                                                                |
| 三亚  | 2008 | 对国际航线的航班起降费的财政补贴标准,由原来的0.35万元和0.5万元分别提高到0.7万元和1万元;对新开包机航班起降费的财政补贴标准,同样按大型飞机和一般飞机分别给予补贴0.7万元和0.5万元。                                                                                                                                                                                                                                                            |
|     | 2013 | 首次将航空补贴政策的期限设为三年。1、国内外航空公司及旅游包机公司执飞洲际航班(往返地点为亚洲以外航班)每起降一次补贴3.6万元,大型飞机执飞洲际航班的补贴金额再增加50%。2、新开通的国际定期航班在三亚现有的国际航线航班补贴的基础上,还将再给予航班每起降一次5万元的财政补贴。                                                                                                                                                                                                                   |
|     | 2015 | 对直飞国际航班起降费补贴从基础补贴、新开航线航班、航班增量补贴、使用大型飞机执飞航班补贴、定期航线航班补贴等五种类别进行补贴。基础补贴标准为对直飞进出三亚的港澳台地区、亚洲国家、洲际航班每起降一次分别给予2.4万元、4万元、6万元补贴。新开航线航班补贴是按航空公司区分,以开飞前一年内没有开通的航线航班为基础进行对比的,新开直飞进出三亚的港澳台地区、亚洲国家、洲际航班每起降一次分别额外给予1.2万元、4万元、6万元补贴。航班增量补贴是按航空公司区分,根据航空公司当年度与上年度累计直飞进出三亚的国际航班总量的基础进行比较,增加航班量即为航班增量(如含当年新开航线航班,需剔除已获得新开航线航班补贴的航班量),港澳台地区、亚洲国家、洲际航班增量每起降一次分别额外给予1.2万元、2万元、3万元补贴。 |
| 甘肃省 | 2012 | 新开国际(地区)航线航班补贴标准为:地区航线使用150座以下机型的,每航班补贴6万元;使用150座以上机型的,每航班补贴8万元。亚洲区域航线使用150座以下机型的,每航班补贴8万元;使用150—200座机型的,每航班补贴10万元;使用200座以上机型的,每航班补贴12万元。洲际航线使用200座以下机型的,每航班补贴15万元;使用200座以上机型的,每航班补贴18万元。                                                                                                                                                                     |
| 珠海  | 2009 | 珠海机场始发的国际客运航班,年营运班次达到70班的,对该航班的航空运输企业或者包机人第一年每班补贴4万元,第二年每班补贴2万元。                                                                                                                                                                                                                                                                                              |

资料来源:地方政府官网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 18、三大航获取航线补贴情况（百万元）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、2016-2019 年，低线城市、非枢纽城市国际时刻增量过多，拖累收益水平（班/周）

| 按照一、二、三类城市区分     |       |          |       |         |
|------------------|-------|----------|-------|---------|
|                  | 16 冬春 | 19/20 冬春 | 增加绝对值 | 增速      |
| 一类城市             | 2068  | 2843     | 775   | 37.48%  |
| 二类城市             | 808   | 1500     | 692   | 85.64%  |
| 三类城市             | 222   | 564      | 342   | 154.05% |
| 按照是否属于十个国际枢纽城市区分 |       |          |       |         |
|                  | 16 冬春 | 19/20 冬春 | 增加绝对值 | 增速      |
| 十个国际枢纽           | 2312  | 3192     | 880   | 38.06%  |
| 其他城市             | 786   | 1715     | 929   | 118.19% |

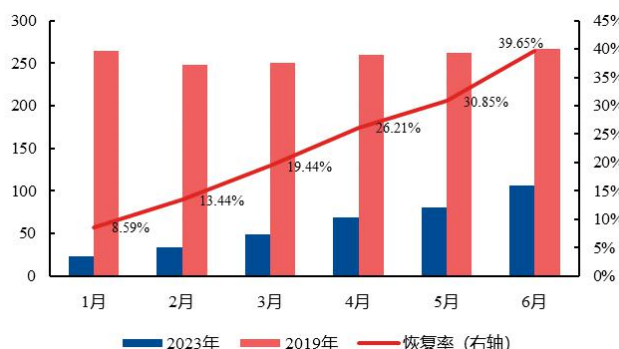
资料来源：preflight，兴业证券经济与金融研究院整理

分类标准：1) 一类城市：北上广深、成都；二类城市：省会城市；三类城市：其他城市。2) 十个国际枢纽：北上广深、成都、昆明、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨。

### 1.3、2023 年：上半年恢复斜率陡峭，7 月以来在 50%左右

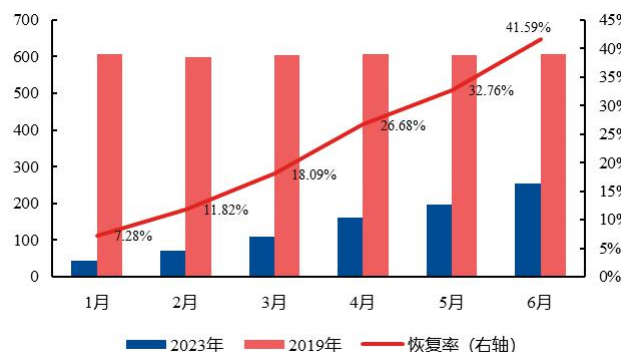
**上半年恢复斜率陡峭：**据民航局月度运输生产统计，1-6 月国际旅客周转量分别恢复到 2019 年同期的 8.59%、13.44%、19.44%、26.21%、30.85%、39.65%；国际旅客运输量分别恢复到 2019 年同期的 7.28%、11.82%、18.09%、26.68%、32.76%、41.59%。

图 19、国际旅客周转量及恢复率（亿人公里，%）



资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、国际旅客运输量及恢复率（万人，%）



资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、全民航上半年国际旅客周转量、运输量恢复情况

| 国际旅客周转量（亿人公里） |       |        |        |        |        |        |        |        |
|---------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 1 月   | 2 月    | 3 月    | 4 月    | 5 月    | 6 月    | Q1     | Q2     |
| 2023 年        | 22.7  | 33.4   | 48.7   | 68.2   | 80.9   | 105.9  | 104.8  | 255    |
| 2019 年        | 264.4 | 248.5  | 250.5  | 260.2  | 262.2  | 267.1  | 763.4  | 789.5  |
| 恢复率           | 8.59% | 13.44% | 19.44% | 26.21% | 30.85% | 39.65% | 13.73% | 32.30% |

| 国际旅客运输量（万人） |       |        |        |        |        |        |        |        |
|-------------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|             | 1 月   | 2 月    | 3 月    | 4 月    | 5 月    | 6 月    | Q1     | Q2     |
| 2023 年      | 44.2  | 70.6   | 109.4  | 162.2  | 197.6  | 252.9  | 224.2  | 612.7  |
| 2019 年      | 607.5 | 597.3  | 604.6  | 608    | 603.1  | 608.1  | 1809.4 | 1819.2 |
| 恢复率         | 7.28% | 11.82% | 18.09% | 26.68% | 32.76% | 41.59% | 12.39% | 33.68% |

资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

**7 月以来恢复率在 50%左右稍显停滞。**根据航班管家数据，6/30-7/6 这一周国际航线可用座公里、旅客周转量分别达到 2019 年同期的 49.17%、46.44%，8/4-8/10 这一周二者恢复率分别为 52.44%、47.39%，进度稍显停滞。我们认为短期恢复率瓶颈或因部分热门国家团客尚未恢复，近期第三批名单发布，国际航线恢复有望重回快车道。

图 21、周度可用座公里、旅客周转量相对 19 年恢复比例



资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 1.4、展望：第三批名单发布，国际航线有望重回快车道

**跟团游受限或对出境游需求产生很大影响：**疫情前，出境跟团游旅客占总出境游客的 50% 左右，同时人数呈增长趋势。大多数游客对于不太熟悉的境外旅游，依然倾向于通过旅行社安排出游活动。1) 根据 2016 年旅游业公报，经旅行社组织出境旅游的总人数达到 5727.1 万人次，在当年 1.22 亿人次出境游客中占比近 50%。如果把非旅游观光度假为目的的出境人次排除，那么占比更高。2) 根据中国旅游研究院发布的《中国出境新跟团游大数据报告 2019》，2018 年团队出境游客比例达到 55.24%，未来出境旅游时愿意参加旅游团的比例为 50.65%。2019 上半年，出境跟团游客人数较 2018 同期增长 43%。

图 22、疫情前出境跟团游旅客占总出境游客的 50% 左右，同时人数呈增长趋势



资料来源：中国旅游研究院《中国出境新跟团游大数据报告 2019》，兴业证券经济与金融研究院整理

部分热门国家未恢复跟团游导致需求低迷，可能是近期恢复率停滞在 50% 左右的原因。我国自 2023 年 1 月 8 日起，根据国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游。1 月 20 日、3 月 10 日、8 月 10 日，文旅部共发布三个批次的《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通

知》。

- 在8月10日第三批名单发布前，共放开跟团游国家60个，多个热门目的地未被包含。《中国出境旅游报告2020》中报告的2019年前十五位次的目的地中，韩国、缅甸、日本、美国、澳大利亚均未被包含，若不考虑中国澳门/香港/台湾三个出境目的地，则12个热门目的地中5个尚未放开团队游，占比较大。
- 这些第二批未被放开的热门目的地中，部分航线团客占比很高。以日本为例，据中国旅行社协会《2018年中国游客赴日旅游报告》，携程数据显示2018年1-10月，赴日旅游的中国游客52%选择跟团游。

表6、文旅部分批次开恢复出境跟团游（红色为2019年出境旅游目的地前十五位次的国家）

| 日期    | 国家名单                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                           | 国家数量         |
|-------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------|
| 1月20日 | 泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                                  | 20           |
| 3月10日 | 尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马                                                                                                                                                                                                                                                     | 新增40<br>共60  |
| 8月10日 | 1) 亚洲：阿曼、巴基斯坦、巴林、韩国、卡塔尔、黎巴嫩、孟加拉国、缅甸、日本、土耳其、以色列、印度<br>2) 非洲：阿尔及利亚、埃塞俄比亚、贝宁、博茨瓦纳、赤道几内亚、佛得角、加纳、喀麦隆、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、马里、摩洛哥、莫桑比克、塞舌尔、圣多美和普林西比、突尼斯<br>3) 欧洲：爱尔兰、爱沙尼亚、安道尔、奥地利、白俄罗斯、保加利亚、北马其顿、比利时、波黑、波兰、德国、芬兰、荷兰、黑山、捷克、拉脱维亚、立陶宛、列支敦士登、卢森堡、罗马尼亚、马耳他、摩纳哥、挪威、瑞典、塞浦路斯、斯洛伐克、英国<br>4) 北美洲：安提瓜和巴布达、巴巴多斯、格林纳达、哥斯达黎加、美国、墨西哥、特立尼达和多巴哥、牙买加<br>5) 南美洲：秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、圭亚那、苏里南、委内瑞拉<br>6) 大洋洲：澳大利亚、巴布亚新几内亚、库克群岛、密克罗尼西亚联邦、北马里亚纳群岛联邦、法属波利尼西亚、法属新喀里多尼亚 | 新增78<br>共138 |

资料来源：环球旅讯、中国文旅部、中国旅游研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

团签松动，则后续部分因需求不足恢复停滞的航线（中泰、中韩、中欧等）有望重新获得需求支撑，国际航线恢复或将重回快车道。

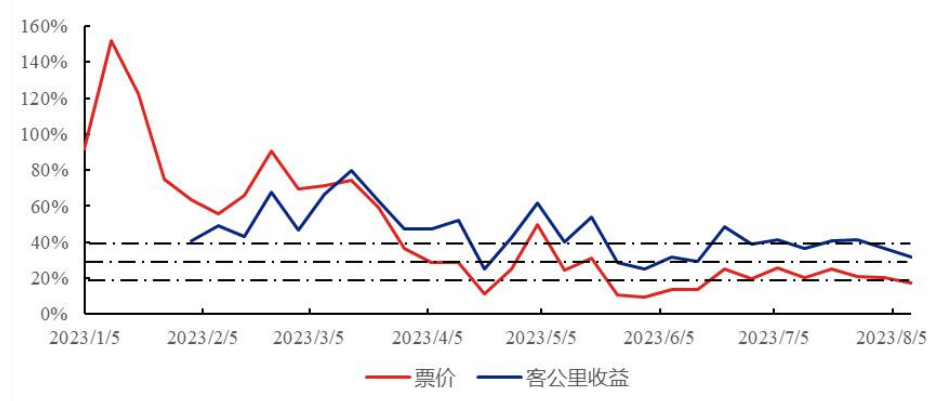
- 8月10日第三批放开更多国人出境较多的国家后，出境跟团游国家由此前的60个扩展至138个。政策发布后各OTA平台出境游搜索热度瞬时暴涨，出境游需求有望增长。1) 携程数据显示，政策发布后，出境游产品瞬时搜索增长超过20倍，其中国庆出发时段最受关注，日本、澳新等国家跟团产品热度飙升。2) 同程旅行签证咨询量则较前日同一时段上涨近3倍，前往新开放目的地的首批产品，目前主要以单一国家深度游为主，后续土耳其+埃及、土耳其+迪拜、北欧四国等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

经典的串联型产品也将逐步进入市场。3) 美团、大众点评数据也显示, 截至 8 月 10 日 12 时, 平台上境外酒店的瞬时浏览量暴涨 7 倍。其中, 日本、韩国的住宿浏览热度分别增长 12 倍和 15 倍。

- 未来一段时间出境人次的增加有望带动国际航线票价回归正常区间, 避免过高的票价压制出境需求。根据航班管家周度数据, 近期国际平均票价仍高于 19 年同期 20% 左右; 航司国际航线平均客公里收益高于 19 年同期 30-40%。若出境人次在第三批国家放开后得到进一步释放, 有望带动价格继续回归正常区间, 进一步刺激部分对价格较敏感的旅客的出境需求。

图 23、2023 年国际航线周度平均票价、客公里收益相较 2019 年同比情况

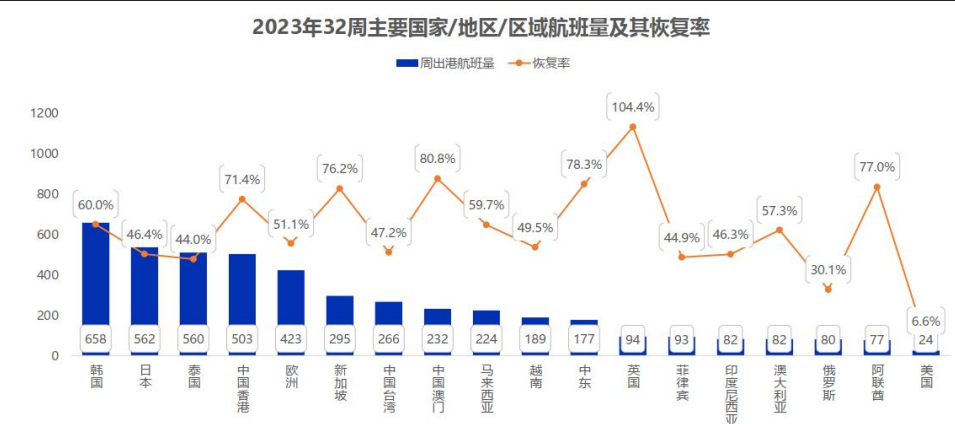


资料来源: 航班管家, 兴业证券经济与金融研究院整理

**恢复最慢的中美航线近期同样取得进展, 预计 9 月初、10 月末将分别增加至中国航司每周 18 班、24 班。**

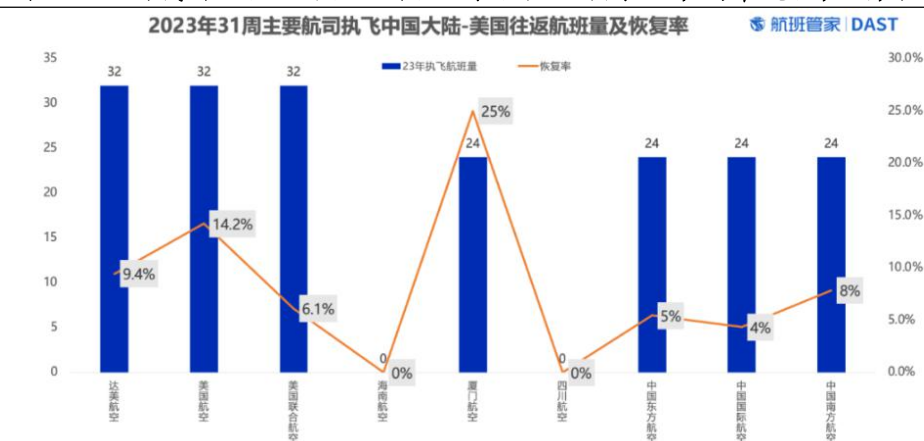
- 2023 年中美航线首次加班时间为 5 月。5 月 3 日, 美国交通部允许中国航司每周运营 12 个中美往返航班, 即刻生效。随后, 国航、东航、南航、厦航相继提交了增班申请。5 月 18 日, 美国交通部发布公告, 批准了 4 个新的中美直航航班, 自 5 月 20 日开始逐步执行。
- 8 月 11 日, 美国交通部宣布批准中国航司大幅增加中美航班。自 9 月 1 日起, 允许中国航司每周执行 18 班中美直飞往返航班, 自 10 月 29 日起, 允许中国航司每周执行每周 24 班中美直飞往返航班, 比目前正在执飞的数量翻倍。目前, 国航和东航已经率先申请新的中美增班, 其中国航申请新增每周一班北京-洛杉矶, 东航申请新增每周一班上海-洛杉矶。美联航也在宣布将自 10 月 1 日起旧金山-上海增加到每天一班, 11 月 1 日起旧金山-北京增加到每天一班。

图 24、目前中美航班量较 2019 年同期恢复率仅 6.6% (班, %)



资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、目前我国厦航、南航、国航、东航执飞每周 12 班的中美航班 (班, %)

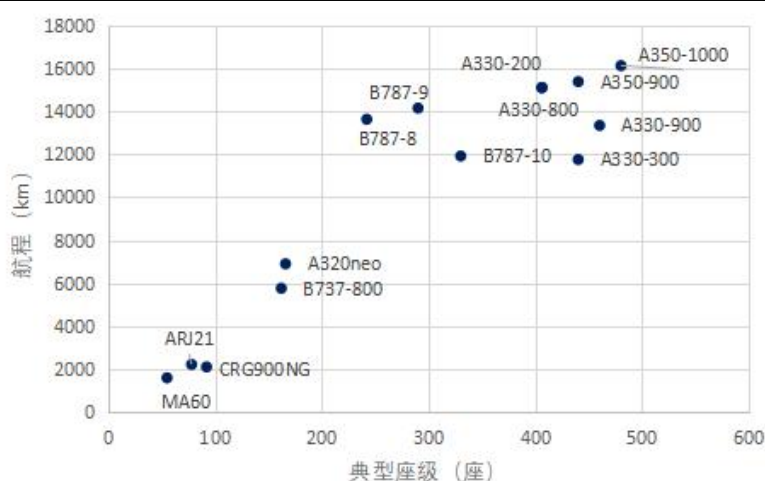


资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2、国际航线是三大航未来盈利弹性生命线：摊薄固定成本、分担国内运力

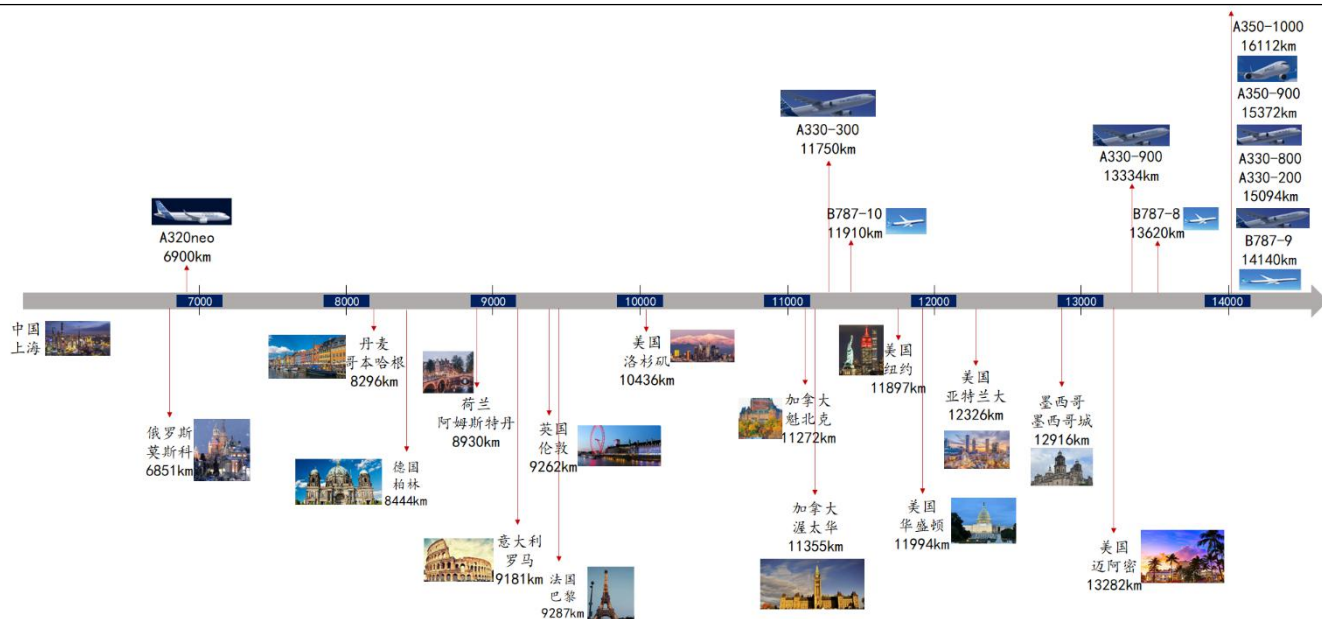
国际航线通常使用航程更远的宽体机执飞。由于窄体机的航程普遍较短，覆盖的中远程航点有限，航司通过引进宽体机满足日益丰富的国际航线需求。从下图可见，以上海为例，窄体机仅可覆盖部分东南亚、中亚的航点，而宽体机能够做到欧美主要航点的直接覆盖。

图 26、主流机型航程与座级分布



资料来源：波音、空客官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、以上海为中心的国际航点航距



资料来源: Great Circle Mapper, 兴业证券经济与金融研究院整理

航司宽体机比例随国际航线发展逐渐升高，这些成本高、座位多的宽体机的运行能对行业生态产生剧烈影响。

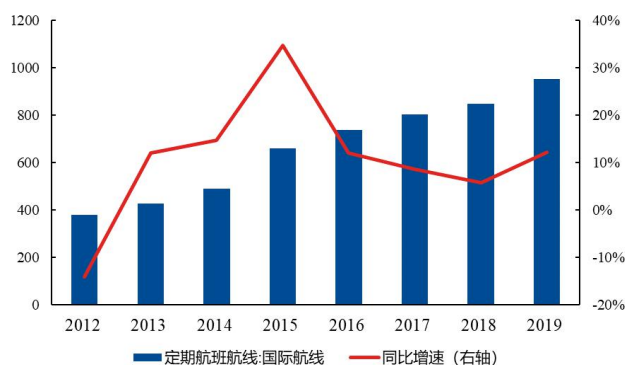
- 2013-2019 年，随着国际航线逐渐放量，航司宽体机比例也逐渐升高。截至 2019 年末，国航、东航、南航、海航、吉祥宽体机比例分别为 18.30%、12.86%、12.97%、22.16%、6.25%。截至 2022 年末，国航、东航、南航、海航、吉祥宽体机比例分别为 17.83%、13.03%、12.74%、22.81%、5.45%。
- 这些宽体机具有成本高、座位数多的基本特征，其利用情况能对行业生态产生剧烈影响。特别在 2023 年，三大航业绩没有充分释放的主要原因是国际航线的拖累：

**1) 成本端拖累：**宽体机总成本高，但当执飞航程远、利用小时数高时，单位成本将显著下降，当其航程过短、闲置/利用率低时则对成本端产生严重拖累。2023 年第一季度，行业平均宽体机利用率仅 4.7 小时左右，直接导致成本端承压，相应地国航、南航、东航 2023Q1 每 ASK 成本分别高于 2019 年 12.48%、26.73%、26.11%。根据航班管家数据，2023 年 7 月宽体机利用率 8.6 小时左右，仍较 2019 年低 18.4%。

**2) 客座率拖累：**宽体机座位数多，如果国际航线不足时过多宽体机在国内运行，会对境内市场供需结构产生较大冲击。2023 年 7 月，国航、东航、南航国内客座率分别低于 2019 年 7.20pct、2.51pct、4.22pct，客座率偏低的主要原因是宽体机在国内市场超额投放，并非需求不足。

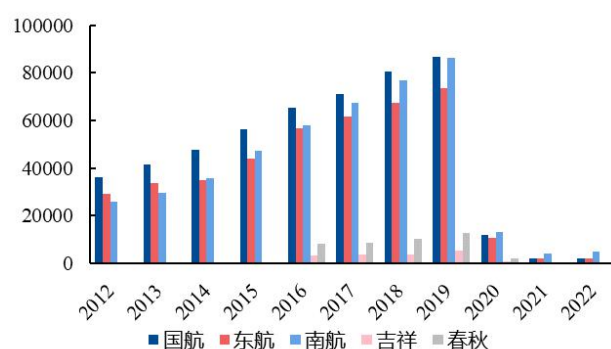
**3) 随着国际航线持续恢复：**1) 宽体机利用率提升，大航成本曲线将下至正常水平，展现充分盈利弹性。2) 宽体机离开境内市场，境内客座率提升、票价更加坚挺。

图 28、国际航线条数及增速（条，%）



资料来源：ifind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、疫情前各航司国际旅客周转量逐年增长（百万人公里）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、三大航整体宽体机占比 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 31、三大行总计宽体机引进增速 (%)

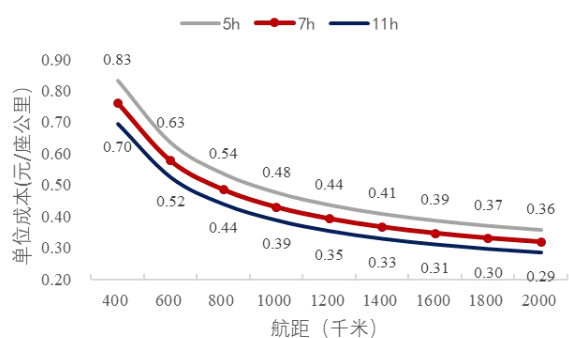


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.1、成本端拖累：宽体机总成本高，航程远、利用率高时单位成本低

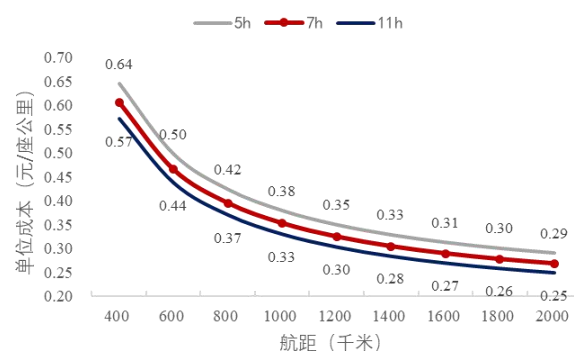
宽体机运行总成本高，高利用率长航距下充分发挥作用的宽体机能够带来固定成本的大幅摊薄，可以说是为了远程国际航线而生。宽体机的折旧、维修费用较高，利用率是摊低单位成本的关键。对 B787 与 A320 的成本进行拆分测算，因 B787 起降服务费、折旧费、燃油费等均显著高于 A320，所以 B787 的总成本更高；但随着日利用率提升、航距拉长，B787 单位成本下降幅度更大。

图 32、不同航距下 B787 单位成本随利用率变化测算



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

图 33、不同航距下 A320 单位成本随利用率变化测算

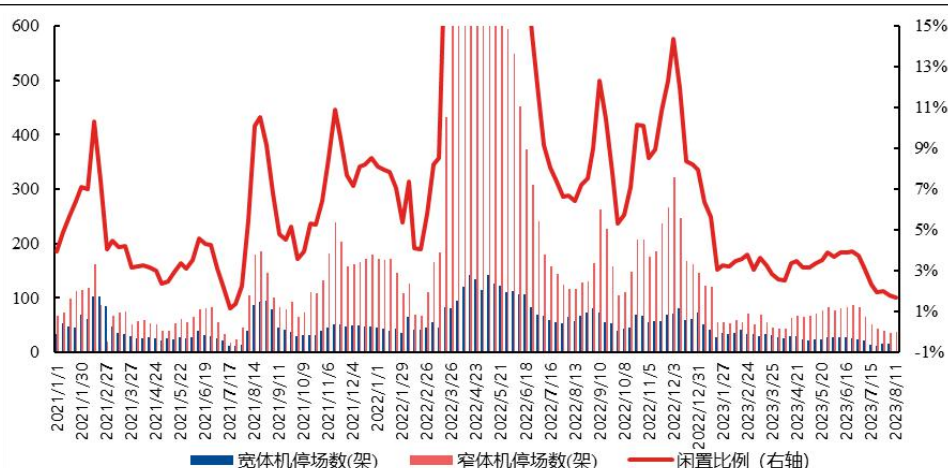


资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

疫情三年各航司宽体机普遍闲置或转飞国内航线，直接导致单位成本大幅上升。2020-2022 年，三大航国际+地区可用座公里占比从疫情前的 30-40% 下降到 10% 左右，吉祥航空从 15%-18% 下降到 2%-5%，春秋航空从 35% 左右下降到 1% 以内。宽体机利用率的下降导致各航司单位成本曲线陡峭上扬，且宽体机占比越高的航司单位成本增长幅度越大。国航、东航、南航、吉祥、春秋五家航司的每 ASK 成本，2022 年较 2019 年分别增长 118.22%、95.47%、74.45%、36.33%、27.26%。

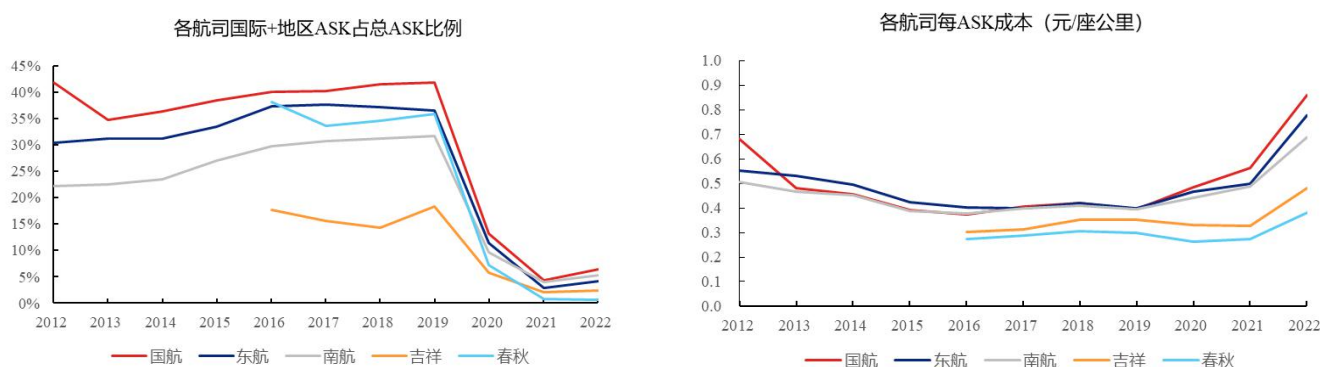
随着国际航线的持续修复，宽体机利用率提升后大航成本曲线将下至正常水平，展现充分盈利弹性。

图 34、主要上市航司宽体机闲置率在疫情期间大幅上升



资料来源：planespotters，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、国际航线停飞会导致航司单位成本大幅上升



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.2、客座率拖累：宽体机转飞国内造成国内市场供给过剩

当前宽体机执飞境内航班明显高于疫情前，这会导致境内市场供给过剩、客座率低迷。

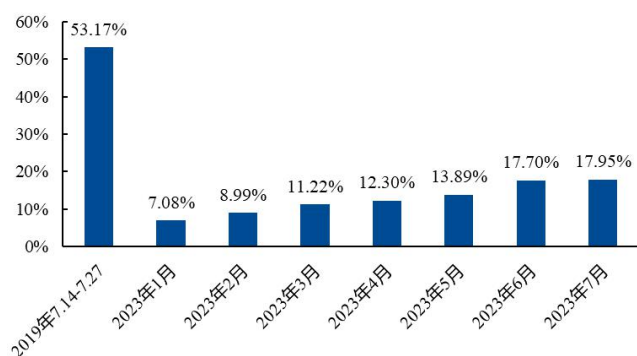
- 宽体机执飞境内航班量明显多于疫情前。据我们计算（把座位数超过 240 的飞机算作宽体机），7 月宽体机执飞的航班中，国际航班占比 17.95%，而在 2019 年 7.14-7.27 这两周，这一比例为 53.17%；7 月宽体机执飞境内航班量高达 2.5 万班，而 2019 年 7.14-7.27 这两周仅为 0.8 万班，粗略计算 2023 年 7 月境内宽体机航班量达到了 19 年 7 月的 1.5 倍。
- 这导致境内市场座位数增加、客座率低迷。据航班管家周度数据，2023 年 3 月以来境内航班座位数高于 19 年同期 20-30%，同时客座率低于 19 年同期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

10个百分点。

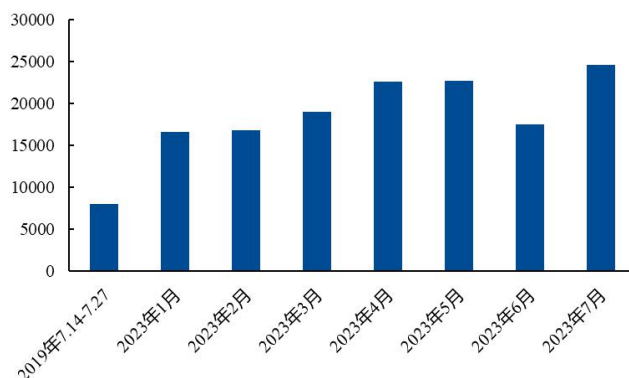
随着国际航线持续恢复，这些宽体机将离开境内市场，或将见到境内航班客座率提升、票价保持坚挺。

图 36、宽体机航班中国际航班占比



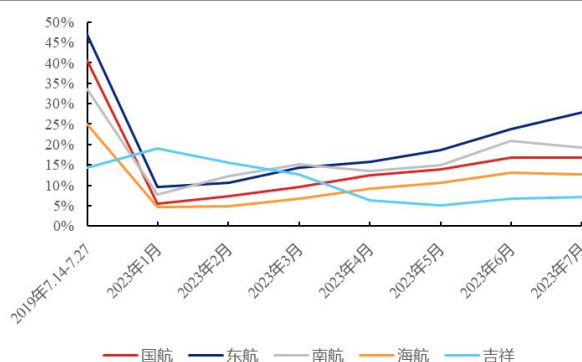
资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 37、境内宽体机航班数量（班次）



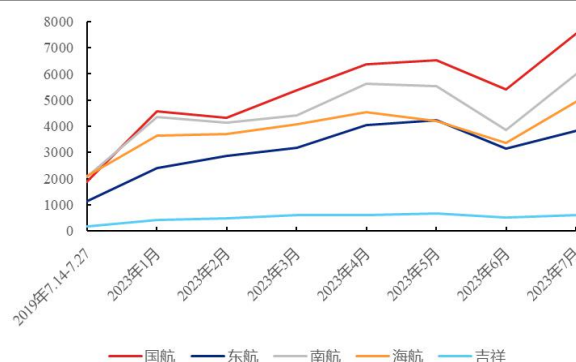
资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 38、各集团宽体机航班中国际航班占比



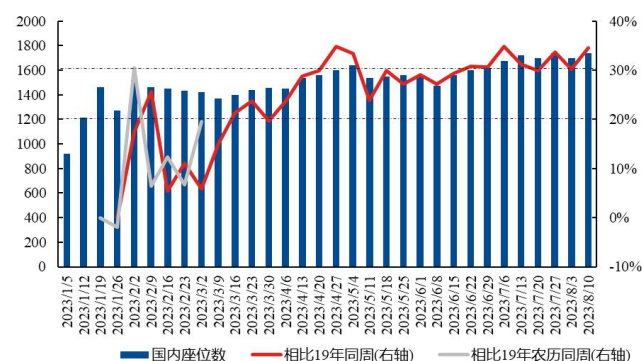
资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 39、各个集团境内宽体机航班数量（班次）



资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、国内周度座位数（万个）



资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

图 41、国内周度客座率（%）



资料来源：航班管家，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、行业第三拐点即将来临：供给降速、时刻上浮，国际线景气提升

#### 3.1、宽体机引进降速，供需格局优化

正如我们在《以产定销转向量价平衡，格局优化引领景气周期》中所论述的，十四五期间机队规模增速下降、结构上宽体机减少，这个整体趋势基本不可逆转。

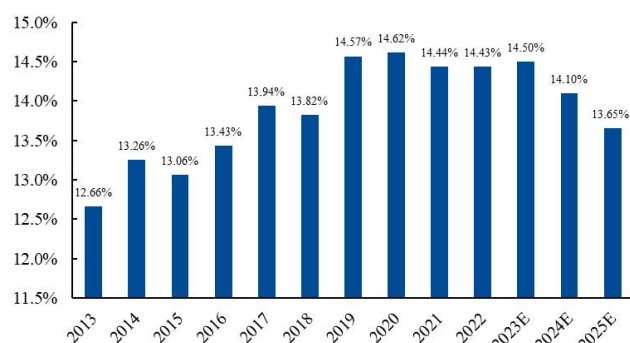
- “十四五”期间供给收缩趋势明确，根据航司引进计划，三大航未来三年运力增速放缓，东航2025年出现负增长。第一，航司有通过收紧供给降低竞争烈度的意愿；第二，三年疫情冲击下，2022年三大航经营活动现金流大幅减少甚至转负，资产负债率分别高达92.69%、89.47%、82.34%，无力应对飞机交付时的大量现金消耗。
- 同时宽体机引进速度下降、宽体机占比下降。经过此前的快速扩张，行业对宽体机的追求已经告一段落，在宽体机比例规划上趋于理性。据三大航年报，2023-2025年三大航宽体机引进增速分别为4.02%、1.66%、-0.27%，宽体机在机队中所占比重也随之下降。

表7、三大航、海航客机：增速放缓、宽体机占比下降（架，%）

|                               | 2018   | 2019    | 2020   | 2021   | 2022   | 2023E  | 2024E  | 2025E  |
|-------------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 中国国航（为了口径统一，暂时不包括今年3月山航并入的机队） |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 客机数量合计                        | 664    | 694     | 702    | 741    | 757    | 765    | 798    | 826    |
| 客机数量增速                        | 4.73%  | 4.52%   | 1.15%  | 5.56%  | 2.16%  | 1.06%  | 4.31%  | 3.51%  |
| 其中宽体机数量                       | 122    | 127     | 129    | 132    | 135    | 138    | 134    | 132    |
| 宽体机占比                         | 18.37% | 18.30%  | 18.38% | 17.81% | 17.83% | 18.04% | 16.79% | 15.98% |
| 中国东航                          |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 客机数量合计                        | 680    | 723     | 725    | 752    | 775    | 797    | 824    | 822    |
| 客机数量增速                        | 8.45%  | 6.32%   | 0.28%  | 3.72%  | 3.06%  | 2.84%  | 3.39%  | -0.24% |
| 其中宽体机数量                       | 83     | 93      | 94     | 97     | 101    | 106    | 113    | 117    |
| 宽体机占比                         | 12.21% | 12.86%  | 12.97% | 12.90% | 13.03% | 13.30% | 13.71% | 14.23% |
| 南方航空                          |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 客机数量合计                        | 826    | 848     | 851    | 862    | 879    | 935    | 988    | 1040   |
| 客机数量增速                        | 11.62% | 2.66%   | 0.35%  | 1.29%  | 1.97%  | 6.37%  | 5.67%  | 5.26%  |
| 其中宽体机数量                       | 95     | 110     | 110    | 111    | 112    | 118    | 121    | 118    |
| 宽体机占比                         | 11.50% | 12.97%  | 12.93% | 12.88% | 12.74% | 12.62% | 12.25% | 11.35% |
| 海航控股                          |        |         |        |        |        |        |        |        |
| 客机数量合计                        | 463    | 361     | 346    | 344    | 342    | 390    | 451    | 521    |
| 客机数量增速                        | 12.93% | -22.03% | -4.16% | -0.58% | -0.58% | 14.04% | 15.64% | 15.52% |
| 其中宽体机数量                       | 76     | 80      | 78     | 78     | 78     | 78     | 78     | 78     |
| 宽体机占比                         | 16.41% | 22.16%  | 22.54% | 22.67% | 22.81% | 20.00% | 17.29% | 14.97% |

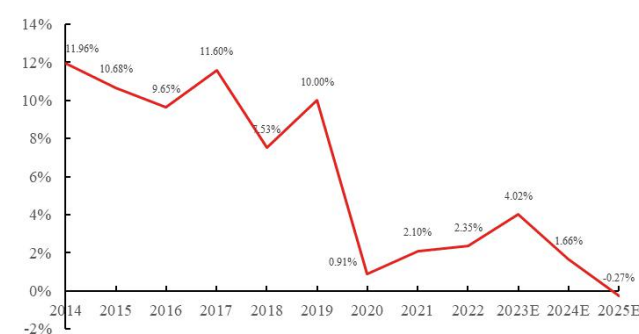
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 42、三大航整体宽体机占比 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 43、三大行总计宽体机引进增速 (%)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、时刻向枢纽机场集中，收益水平有望上行

如前所述，在枢纽拥挤+补贴刺激共同作用下，低线城市、非枢纽城市过量增开国际航线，这些缺乏足量需求支撑的航班拖累了国际航线的收益水平。

- 16 冬春到 19/20 冬春航季低线城市、非枢纽城市过量增开国际航线：1) 按照一、二、三类城市划分，三者国际直飞航班时刻增速分别为 37.48%、85.64%、154.05%。2) 按照是否属于十个国际枢纽城市划分，国际枢纽城市、非国际枢纽城市国际直飞航班时刻增速分别为 38.06%、118.19%。
- 当时航司热衷于在这些城市增开国际航线并非看好当地需求，仅是因为枢纽拥挤但宽体机有很多+政府补贴刺激，一定程度造成市场调节机制失灵，收益下滑。实际上绝大部分出境需求集中在经济发达、收入水平较高的省市，据中国旅游研究院发布的《2023 年上半年出境旅游大数据报告》，2023 年上半年 TOP20 的客源城市出境游客占比共 81.90%，北京、上海、广州、深圳等一线城市游客占比达到 35.6%。因此，在低线城市新开的国际航线必然要承受低客座率和低票价。尽管有补贴的存在，国际航线盈利情况仍然较为堪忧。

表 8、2016-2019 年，低线城市、非枢纽城市国际时刻增量过多，拖累收益水平 (班/周)

| 按照一、二、三类城市区分     |       |          |       |         |
|------------------|-------|----------|-------|---------|
|                  | 16 冬春 | 19/20 冬春 | 增加绝对值 | 增速      |
| 一类城市             | 2068  | 2843     | 775   | 37.48%  |
| 二类城市             | 808   | 1500     | 692   | 85.64%  |
| 三类城市             | 222   | 564      | 342   | 154.05% |
| 按照是否属于十个国际枢纽城市区分 |       |          |       |         |
|                  | 16 冬春 | 19/20 冬春 | 增加绝对值 | 增速      |
| 十个国际枢纽           | 2312  | 3192     | 880   | 38.06%  |
| 其他城市             | 786   | 1715     | 929   | 118.19% |

资料来源：preflight，兴业证券经济与金融研究院整理

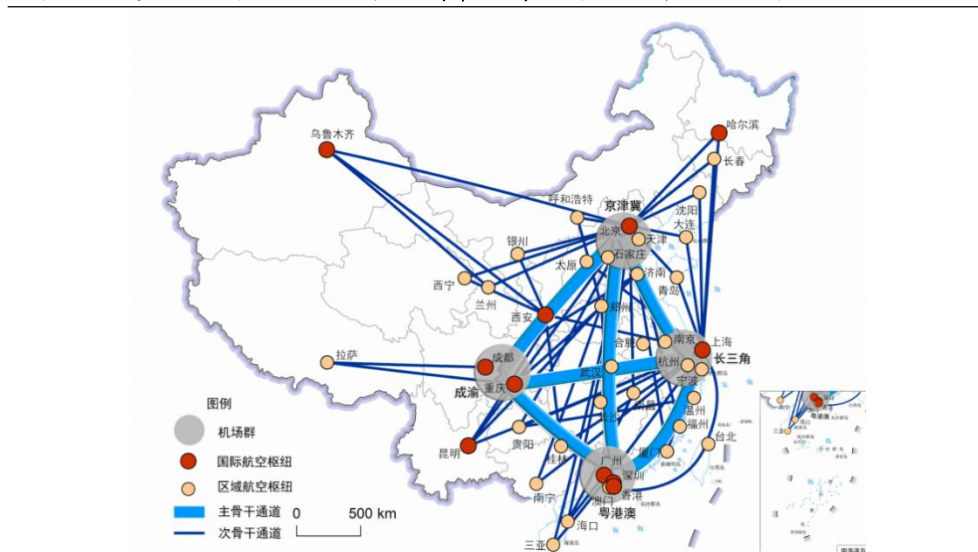
分类标准：1) 一类城市：北上广深、成都；二类城市：省会城市；三类城市：其他城市。2) 十个国际枢纽：北上广深、成都、

昆明、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨。

国际航班时刻向枢纽机场集中、每条航线承运人数量受限的趋势明确，竞争格局优化、市场供需平衡，国际航线客座率、票价有望上行。

- 民航局在2021年末印发的《“十四五”民用航空发展规划》中提到，要将航权资源、国际客流向国际航空枢纽聚集。“提升区域航空枢纽航线网络支撑功能，增强对周边非枢纽的连通及对国际航空枢纽的客源输送。”“完善枢纽导向的航权资源配置，重点支持枢纽化运营和主基地公司发展，引导航权资源向国际航空枢纽集聚。”这两点措施，一是明确了区域航空枢纽“网络支撑”的功能定位，二是明确了国际航权集中至国际航空枢纽的措施。
- 2023年7月末的《国际客运航权市场准入和配置规则（征求意见稿）》对一类、二类航线的承运人数量上限做出明确限制，同时明确新开航线必须由十个国际枢纽机场始发或经停。国际时刻向需求充足的枢纽机场聚集、同时竞争格局优化的趋势明确。文件提到：1) 一类航线：任一城市对航线不超过3家空运企业经营；涉及一市两场的，任一城市对航线不超过4家经营，其中任一机场对航线不超过3家经营。主基地空运企业不受上述限制。2) 二类航线：任一城市对航线不超过2家空运企业经营。3) 新开远程航线须在空运企业主基地机场（一类航线可以在主基地所在省域内的其他国际机场）或10个国际枢纽始发或经停。
- 《国际客运航权市场准入和配置规则（征求意见稿）》有两点明确趋势：1) 国际时刻将集中在出境需求旺盛的枢纽机场，低线城市的出境游客则通过中转经停地形式将聚集到枢纽机场，有望拉升国际航班客座率。2) 限制每条航线的承运人数量，竞争烈度的下降或将提高航司定价权。此前航司容易在热门国际航线过度拥挤。根据民航局截至2023年5月31日的航线分类目录，我们初步统计发现，19/20冬春航季，境内到日本、韩国、泰国等热门目的地国家城市的承运人数量明显过多，运营广州↔曼谷、上海↔曼谷、上海↔东京三条航线的境内航司均多达6个。超额的供给必将导致竞争激烈、收益下滑，未来这一问题或将有效改善。

图 44、民航局“十四五”发展规划中国内主要客运网络示意图



资料来源：民航局，兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、19/20 冬春航季，中国承运人大于等于 3 的一类航线、中国承运人大于等于 2 的二类航线（括号中为中国承运人数量）

|      |               |                                                                                                                                                                             |
|------|---------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 一类航线 | 超过 3 家承运人的机场对 | 北京↔大阪 (4), 成都↔曼谷 (4), 成都↔普吉 (4), 广州↔大阪 (4), 广州↔曼谷 (6), 广州↔普吉 (4), 上海↔大阪 (5), 上海↔曼谷 (6), 上海↔名古屋 (5), 深圳↔曼谷 (4), 杭州↔大阪 (5), 天津↔大阪 (4)                                         |
|      | 3 家承运人的机场对    | 北京↔曼谷, 广州↔金边, 广州↔西哈努克, 上海↔济州, 上海↔普吉, 上海↔清迈, 上海↔新加坡, 上海↔札幌, 深圳↔大阪, 深圳↔金边, 深圳↔普吉, 大连↔大阪, 杭州↔济州, 杭州↔静岡, 昆明↔曼德勒, 昆明↔曼谷, 昆明↔万象, 青岛↔首尔, 沈阳↔济州, 武汉↔大阪, 西安↔大阪, 郑州↔大阪, 宁波↔曼德勒, 温州↔曼谷 |
| 二类航线 | 超过 2 家承运人的城市对 | 上海↔东京 (6), 上海↔首尔 (4), 延吉↔首尔 (3)                                                                                                                                             |
|      | 2 家承运人的城市对    | 北京↔东京, 北京↔莫斯科, 北京↔首尔, 成都↔东京, 成都↔首尔, 上海↔巴黎, 上海↔法兰克福, 上海↔釜山, 上海↔伦敦, 深圳↔东京, 天津↔东京, 天津↔首尔, 西安↔东京, 长沙↔首尔                                                                         |

资料来源: preflight, 兴业证券经济与金融研究院整理

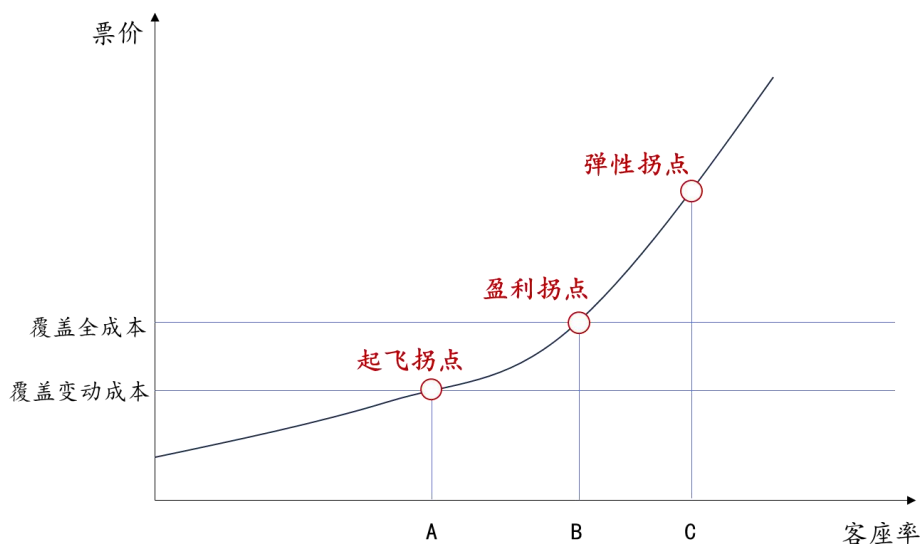
### 3.3、国际航线恢复 70%后将迎来行业第三拐点（弹性拐点）

我们在 2020 年的报告《走在曲线之前——机场航空复苏的三个拐点》中提出了航空需求及盈利复苏的“三大关键拐点”。随着国际航线复苏推动单位成本大幅下降、国内供给过剩得到缓解后客座率提升+票价坚挺，国际航线恢复 70%之后，我们认为明年有望迎来第三拐点（弹性拐点），见证业绩弹性充分释放。

我们提出，随着需求恢复、票价随之上升，行业盈利有三个关键拐点：

- **第一个拐点（起飞拐点）：**需求较低，边际定价（对应单机盈利依然为亏损）。随着航班量和旅客量逐步环比恢复客座率 A，价格到能覆盖变动成本。此时供需仍不平衡，票价处于低位。航空公司在第一个拐点到第二个拐点之间采取“保边策略”（保证价格覆盖变动成本），基本任务是提升需求体量，尽可能让所有飞机全部起飞。这也是疫情期间航企推出低价“随心飞”产品的初衷（边际定价+拉升客座率）。
- **第二个拐点（盈利拐点）：**客座率水平能实现盈亏平衡，迈过第二拐点后航空公司票价策略将转为积极（对应单机盈利从 0-400 万/架/年）。需求曲线继续上升到盈亏平衡客座率 B，票价已经提升到能覆盖全成本。此时基本扭亏为盈。第二个拐点至关重要，因为航空公司迈过这个拐点后会切换为积极的价格策略，从“保边策略”转换为“综合收益策略”。
- **第三个拐点（弹性拐点）：**客座率超预期，票价策略激进，盈利弹性充分（对应单机盈利从 400-4000 万/架/年）。需求及客座率达到高于航空公司预期的 C 点后，航空公司开始主动大幅提价。此时绝大部分航线达到预期收益率，价格策略将转为激进、大幅提价，盈利弹性非常大。

图 45、三大拐点示意图



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

略有差异的是，今年部分航司在客座率达到盈亏平衡点前就转向了积极的定价方式。我们认为这可能受两个因素影响：

- 当前客座率偏低的重要原因之一是国内宽体机超额投放，并非需求不足（根据航班管家数据，国内周旅客量4月第二周以来已经超过2019年同期），同时航司对需求价格弹性持乐观态度。
- 三年亏损后航司盈利诉求达到历史高点，行业票价共识下停止了以往以价换量的传统思路。

如前所述，国际航线的持续修复有望推动航司单位成本大幅下降、助力国内客座率提升到较高水平，叠加竞争格局优化下坚挺的票价表现，行业或将迎来第三拐点，展现超强盈利弹性。以国航为例（假设：航油6500元/吨，2024年国内、地区ASK分别恢复到2019年的125%、100%，国内、国际、地区客座率分别73%、69%、70%，国内、地区客公里收益分别相当于2019年的115%、107%），国际ASK、客公里收益的业绩敏感性分析如下表。当国际客公里收益高于2019年30%时，ASK恢复到2019年的90%、95%、100%，国航分别有望实现106、112、119亿的净利润。

表 10、中国国航业绩敏感性分析（第一行为国际ASK恢复比例，第一列为国际客公里收益恢复比例）（亿元）

|      | 70% | 75% | 80% | 85% | 90% | 95% | 100% |
|------|-----|-----|-----|-----|-----|-----|------|
| 130% | 80  | 86  | 93  | 99  | 106 | 112 | 119  |
| 135% | 90  | 97  | 105 | 112 | 119 | 126 | 134  |
| 140% | 101 | 109 | 117 | 125 | 133 | 141 | 149  |
| 145% | 111 | 120 | 129 | 137 | 146 | 155 | 164  |
| 150% | 122 | 131 | 141 | 150 | 160 | 169 | 179  |
| 155% | 132 | 142 | 153 | 163 | 173 | 183 | 194  |
| 160% | 143 | 154 | 165 | 176 | 187 | 198 | 209  |

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

## 4、投资策略与风险提示

### 4.1、投资策略

**供需优化，票价坚挺，行业即将进入业绩环比持续大幅提升的阶段。**截至 2023 年第一季度，春秋航空、吉祥航空已经重回盈利；根据各航司上半年业绩预告，二季度三大航大幅减亏，若按照 2022 年各航司披露的汇率敏感性计算加回汇兑后的业绩，第二季度国航、南航、春秋、吉祥均有可能实现扭亏。**暑运期间量价齐升，行业站在景气入口，全年盈利预期有望再次上调，随着国际航线的持续恢复，后续有望进入业绩环比高增的阶段。**

**展望远期，本轮景气周期有望持续更长时间。**

- 1) 疫情、生产瓶颈下，供给增速有望持续维持低位，需求正常发展将迎来较长景气周期。
- 2) 国企市场份额较大，若利润诉求提高，则行业竞争格局有望摆脱供需桎梏持续优化。参考美国航空业有望迎来较长景气周期。

**当前市场担忧未来需求潜在增速下降，供需错配难以出现，我们的观点：**

- 1、**格局比单纯看需求更加重要，四季度淡季是格局优化的最佳确认时点。**若见到四季度出现淡季不淡、行业价格坚挺，届时行业格局优化、航司量价平衡思路的确认将引导市场对未来 3-5 年维度景气周期进行定价，板块或展现强估值弹性。
- 2、**供需的优化幅度仍然可观。**整体供需角度看，国际航线的恢复带动供给结构的优化刚刚开始。当前国内 ASK 恢复至 2019 年的 122%，整体 ASK 刚刚持平 2019 年水平，航线结构较 2019 年水平仍有差距。国际航线的恢复将不断摊薄国内运力，既可以缓解国内运力相对过剩也将摊薄宽体机单位成本，收入成本两端拉动较明显。

**重申投资策略：**当前航空板块短中长逻辑兼备，周期蓄势待发。旺季行情已经开始，迎接行业量价齐升。从二季度航司业绩预告判断，三季度业绩释放仍有超预期的空间，23Q3、24Q1、24Q3 将会见证业绩的持续大幅改善。当前维度无论小航大航均有较大想象空间，继续推荐航空板块。持续关注弹性较强的三大航（南方航空、中国国航、中国东航），运营领先的民营航企（春秋航空、吉祥航空），运营逐渐走出底部的华夏航空。

表 11、主要公司盈利预测

| 公司代码      | 上市公司 | 股价（元） | 评级 | EPS（元） |      |      | PE |        |       |
|-----------|------|-------|----|--------|------|------|----|--------|-------|
|           |      |       |    | 22     | 23E  | 24E  | 22 | 23E    | 24E   |
| 601111.SH | 中国国航 | 8.83  | 增持 | -2.38  | 0.12 | 1.25 | -  | 73.58  | 7.06  |
| 600115.SH | 中国东航 | 4.55  | 增持 | -1.45  | 0.02 | 0.52 | -  | 227.50 | 8.75  |
| 600029.SH | 南方航空 | 6.69  | 增持 | -1.8   | 0.12 | 0.81 | -  | 55.75  | 8.26  |
| 601021.SH | 春秋航空 | 59.39 | 买入 | -3.1   | 2.11 | 4.02 | -  | 28.15  | 14.77 |
| 603885.SH | 吉祥航空 | 16.60 | 买入 | -1.87  | 0.79 | 1.5  | -  | 21.01  | 11.07 |
| 002928.SZ | 华夏航空 | 8.45  | 增持 | -1.14  | 0.32 | 1.02 | -  | 26.41  | 8.28  |

资料来源：公司公告，ifind，兴业证券经济与金融研究院整理，截至 20230820

## 4.2、风险提示

**其他交通工具带来的竞争风险。**若高铁等其他交通工具能给予运输时效的进一步提升，可能导致民航客运业务被分流，影响旅客出行选择，从而影响公司经营业绩。

**汇率大幅波动。**航空公司拥有较多外币金融负债和外币金融资产，人民币大幅贬值可能带来较多汇兑损失。

**油价大幅波动。**航油成本是航司的刚性成本，且在总成本中占比较高。油价大幅上升可能导致航司成本端承压、毛利率下降。

**宏观经济增长失速。**航空出行需求的持续增长本质上依赖于经济增长、居民可支配收入增长，金融危机等宏观经济波动可能导致出行需求锐减。

**空难、恐怖袭击、战争、疾病爆发等不确定性事件发生，**可能影响航空出行需求。

## 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：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50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](http://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     |