



Research and
Development Center

航空巨头经营修复，盈利改善弹性可期

—南方航空(600029)公司深度报告

2024 年 1 月 8 日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

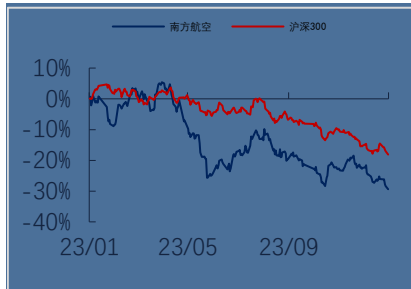
公司研究

公司深度报告

南方航空 (600029)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	5.50
52 周内股价波动区间 (元)	8.21-5.50
最近一月涨跌幅 (%)	-8.33
总股本 (亿股)	181.21
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	996.65

资料来源：聚源，信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

南方航空 (600029. SH) 深度报告：航空巨头经营修复，盈利改善弹性可期

2024 年 01 月 08 日

本期内容提要：

◆规模领先，经营韧性凸显，前三季度归母净利实现扭亏

公司历史积淀深厚，为国内最大航司之一，控股多家地方航司。2023 年前三季度，公司实现营业收入 1195 亿元，较 2019 年同期同比+2.4%，基本恢复至 2019 年同期水平；归母净利实现扭亏，对应录得 13.20 亿元，同比增长 107.5%，较 2019 年同比-67.6%。扣汇净利方面，只考虑美元情况，扣除汇兑损失影响，我们预计公司 23H1 归母净利润约-18.1 亿元，23Q2 归母净利润约 4.86 亿元，同比 19Q2 增长 150.7%，二季度已实现扣汇盈利。

◆国际航线复苏持续，行业迎来多重利好

- 1) 供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善。**短期看，行业供需回升，运力恢复快于需求，客座率持续修复。10 月全国民航客运旅客量和航班量分别较 2019 年同比-1.7%、-4.0%；10 月运力 ASK、周转量 RPK 较 2019 年同期同比分别-1.8%、-5.0%，客座率较 2019 年差距收窄至 2.7pct。中长期看，需求提升、供给增速放缓，行业盈利上升空间可期。
- 2) 票价端：航司单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平。**23Q3，南航、国航、东航、春秋、吉祥单位 RPK 营业收入分别 0.67、0.71、0.67、0.49、0.58 元，较 2019 年同期分别提升 16.8%、13.8%、12.8%、15.8%、7.8%。
- 3) 油汇：近期油价回落、人民币汇率走强。**油价方面，2023 年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，近期有所回落，油价整体波动幅度较 2022 年减小，但均价较 2019 年仍在高位。汇率方面，2023 年上半年，中间价美元兑人民币汇率上涨较多，近期人民币汇率走强，汇率有所回落，波动幅度放缓。

◆双枢纽网络型航司，降本创效保障业绩

- 1) 航网布局：京广枢纽南北呼应，航线网络覆盖密集。**公司不断强化以广州、北京为核心的枢纽网络战略，形成了发达的航线网络。2016~2022 年南航在行业中的 RPK 占比一直位居首位，2023 年前 11 个月，南航 RPK 占比为 23.9%，为航司占比最高。

国内线：航班时刻总量多，高收益航线市占率高。2023 年冬春航季，公司国内客运周度航班时刻量达到 16508 架次，总量领先其余航司；航线资源看，一线城市互飞时刻占比达到 22.3%。航班量排名前 20 位的城市间航线中，公司市占率排名第一位的有 10 条、排名第二位的有 5 条，基本均为公商务旅客资源丰富的航线。

国际线：东南亚和澳新地区航线市占率为航司最高。2014-2019 年，南航国际线运力投入年均增速 18.4%，高于国航的 12.4%及东航的 15.7% 年均增速；对应客座率由 79.5%提升至 82.7%，一直位居航司前列。国际航线具体区域看，2023 年冬春航季航班时刻中，南航在东南亚地区、日韩地区、澳新地区航班量最多，占比分别 45.3%、31.7%、9.2%；在国内航司中市占率分别 18.9%、12.6%、37.6%，市占率领先。

- 2) 成本费用：管控能力优秀，2019 年前单位 ASK 成本稳中有降。**单位 ASK 燃油成本端，各航司基本趋势一致，2020 年后南航成本管控相对较强，2020~2022 年单位 ASK 燃油成本均保持最低。单位 ASK 非油成

本端，2019 年前南航和国航单位 ASK 非油成本水平基本一致，稳中略降，均低于东航；2019 年后，南航成本管控能力凸显，在航司中基本保持最低水平，至 2022 年南航单位 ASK 非油成本达到 0.4758 元，显著低于国航的 0.6241 元和东航的 0.5443 元。期间费用方面，2013-2022 年期间，南航期间费用率一直保持在三大航司中最低水平。

3) 运营表现：经营韧性凸显，大航中复苏最快。ASK 方面，2023 年年初至 11 月末，南航运力较 2019 年恢复率由 74.9%提升至 91.5%，恢复率一直领先于其余航司。RPK 方面，旅客周转量略慢于运力恢复，南航恢复度显著强于其余航司。至 11 月末公司累计收入客公里恢复至 2019 年同期的 86.0%，显著高于国航的 80.2%和东航的 81.2%。客座率方面，至 11 月末，公司较 2019 年同期差距已缩减至 5.0pct，国航、东航累计客座率较 2019 年差距仍有 8.6、7.9pct。

4) 未来看点：南航物流分拆上市，聚焦主业同时有望长期受益货运转型。公司拟分拆货运板块子公司南航物流上市，助力主业聚焦。分拆完成后，南航物流仍为上市公司并表子公司，公司持有其 55%股权。中长期看，本次分拆上市完成后，南航股份和南航物流均能更加聚焦双方主业，提升业务发展能力，进而增厚公司未来整体盈利水平。

◆**盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利 5.09、90.26、132.88 亿元，同比分别+101.56%、+1673.92%、+47.22%，对应每股收益分别为 0.03、0.50、0.73 元，现价对应 PE 分别为 195.88、11.04、7.50 倍。当前公司国内外航线恢复，供需关系加速改善，公司业绩有望提升。综合上述估值考虑，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

◆**股价催化剂：**年报业绩超预期，公司月度经营数据超预期等。

◆**风险因素：**出行需求恢复不及预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	101,644	87,059	159,119	190,457	209,643
增长率 YoY %	9.8%	-14.3%	82.8%	19.7%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	-12,103	-32,682	509	9,026	13,288
增长率 YoY%	-11.6%	-170.0%	101.6%	1673.9%	47.2%
毛利率%	-2.5%	-21.6%	7.1%	13.2%	15.5%
净资产收益率ROE%	-17.9%	-79.6%	1.2%	17.8%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.67	-1.80	0.03	0.50	0.73
市盈率 P/E(倍)	—	—	195.88	11.04	7.50
市净率 P/B(倍)	1.47	2.43	2.40	1.97	1.56

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 1 月 8 日收盘价

目 录

投资聚焦.....	6
一、规模领先，经营韧性凸显.....	6
1.1 国内规模最大航司之一，控股多家地方航司.....	6
1.2 业务概述：客货运业务并重，营收快速恢复.....	7
1.3 运营情况：载客量回升、国内率先恢复，客座率修复仍需时间.....	8
1.4 财务表现：多项财务指标改善，前三季度归母净利实现扭亏.....	10
二、国际航线复苏持续，行业迎来多重利好.....	11
2.1 供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善.....	11
2.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平.....	14
2.3 油汇：近期油价回落、人民币汇率走强.....	15
三、双枢纽网络型航司，降本创效保障业绩.....	18
3.1 航网布局：京广枢纽南北呼应，航线网络覆盖密集.....	18
3.2 成本费用：管控能力优秀，2019 年前单位 ASK 成本稳中有降.....	22
3.3 运营表现：经营韧性凸显，大航中复苏最快.....	23
3.4 未来看点：南航物流分拆上市，聚焦主业同时有望长期受益货运转型.....	24
四、盈利预测、估值与投资评级.....	26
4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 90.26 亿元.....	26
4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级.....	28
五、风险因素.....	29

表 目 录

表 1：南方航空历史沿革.....	6
表 2：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务.....	12
表 3：各航司未来飞机引进计划.....	13
表 4：民航国内航空运价政策演进.....	14
表 5：各航司油价变动 5% 对公司营业成本/净利润影响程度.....	16
表 6：各航司汇率变动 1% 对公司净利润影响程度.....	17
表 7：公司经营数据预测表.....	26
表 8：公司营收拆分及预测表.....	26
表 9：简易盈利预测表.....	27
表 10：南方航空 2010~2019 年 PE-TTM 均值为 20.96 倍.....	28
表 11：可比公司估值（截至 2024.1.8）.....	28

图 目 录

图 1：南方航空股权结构（截至 23H1）.....	7
图 2：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期同比+2.4%.....	8
图 3：23H1，公司客运业务收入同比高增 128%.....	8
图 4：23H1，公司货运业务收入同比-35.6%.....	8
图 5：23H1，公司客运/货运业务收入占比分别 84.9%/10.0%.....	8
图 6：截至 2023 年 11 月末，公司载客量较 2019 年同比-6.6%.....	9
图 7：截至 2023 年 11 月末，国内线载客量较 2019 年同比+2.1%.....	9
图 8：截至 2023 年 11 月末，公司 RPK 较 2019 年同比-20.5%.....	9
图 9：11 月底，公司客座率回升至 78.0%，较疫情前仍有差距.....	9
图 10：截至 2023 年 11 月底，公司合计运营 904 架飞机.....	9
图 11：2023~2025 年公司机队引进计划（单位：架次）.....	9
图 12：23Q1-3 公司毛利润较 2019 年同比-23.3%.....	10
图 13：23Q1-3 公司销售毛利率/净利率分别升至 11.0%/2.3%.....	10
图 14：前三季度，公司归母净利已实现扭亏.....	10
图 15：截至 23Q3，公司资产负债率降至 81.1%.....	10
图 16：全国民航客运旅客量较 2019 年同期逐渐恢复.....	11
图 17：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减.....	11
图 18：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求.....	11
图 19：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄.....	11
图 20：2023 年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复.....	12
图 21：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓.....	13
图 22：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓.....	13
图 23：机长平均年龄近几年明显增加.....	13
图 24：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距.....	13

图 25: 各航司单位 RPK 营收回升	14
图 26: 各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期	14
图 27: 2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36%	15
图 28: 主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70%以上	15
图 29: 航空煤油出厂价变化 (元/吨)	15
图 30: 五大航司燃油成本情况/亿元	15
图 31: 2023 年以来布伦特原油价格波动较小	16
图 32: 五大航司燃油成本占比对比	16
图 33: 航空燃油附加费波动情况	16
图 34: 2023 年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨, 三季度汇率小幅回落	17
图 35: 公司聚焦构建以广州、北京为核心的两大综合枢纽	18
图 36: 南航 RPK 占比常年保持首位, 2022 年占比 26.1%	18
图 37: 公司国内客运航班时刻量在三大航中领先	18
图 38: 公司一线城市互飞时刻占比最高, 达到 22.3%	18
图 39: 2023 年冬春航季航班计划的 top20 城市间航线中, 南航市占率排名第一的有 10 条、排名第二的有 5 条	19
图 40: 公司在广州白云机场航班时刻占比高达 47.9%	19
图 41: 公司在北京大兴机场航班时刻占比为 36.2%	19
图 42: 公司在深圳宝安机场航班时刻占比为 26.6%	19
图 43: 公司国际航线运力投入持续增加	20
图 44: 南航国际线 ASK 同比增速基本保持前列	20
图 45: 南航国际线客座率持续居前	20
图 46: 南航国际线航班量在东南亚、日韩、澳新地区最多	20
图 47: 2023 年冬春航季南航在澳新地区航班时刻占比 37.6%	21
图 48: 2023 年冬春航季南航在东南亚航班时刻占比 18.9%	21
图 49: 2023 年冬春航季南航在日本航班时刻占比 12.6%	21
图 50: 2023 年冬春航季南航在韩国航班时刻占比 25.5%	21
图 51: 2023 年冬春航季南航在欧洲地区航班时刻占比 12.6%	22
图 52: 2023 年冬春航季南航在欧洲地区航班时刻占比 23.0%	22
图 53: 各航司单位 ASK 燃油成本对比 (单位: 元)	22
图 54: 各航司单位 ASK 非油成本对比 (单位: 元)	22
图 55: 南航期间费用率一直较低且波动较小	23
图 56: 南航飞机平均日利用率水平基本保持前列	23
图 57: 至 11 月末, 南航累计 ASK 较 2019 年恢复率为 91.5%	23
图 58: 至 11 月末, 南航累计 RPK 较 2019 年恢复率为 86.0%	23
图 59: 至 11 月末, 南航累计客座率较 2019 年差距-0.5pct	24
图 60: 南航物流股权结构	24
图 61: 南航货运收入占比在 2022 年达到 24.0%	25
图 62: 至 23H1, 南航物流业务净利率为 16.1%	25

投资聚焦

南方航空为中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，形成了密集覆盖国内、全面辐射亚洲、有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。公司业务经营平稳、复苏有序快速，成本费用管控优秀，具备经营强韧性。随国际航班加速恢复，需求逐渐释放，公司业绩向上确定性高。中长期看，票价市场化长期效应催化下，公司盈利中枢有望上行。

一、规模领先，经营韧性凸显

1.1 国内规模最大航司之一，控股多家地方航司

历史积淀深厚，国内最大航司之一。公司发起人南航集团的前身为中国民用航空广州管理局的一部分，1991 年中国南方航空公司在国家工商局注册成；1995 年中国南方航空（集团）公司以其相关的航空运输业务资产组建中国南方航空股份有限公司，同时更名为南航（集团）公司。1997 年南航股份在中国香港和纽约两地挂牌上市，2003 年 7 月成功登陆上交所，正式进入 A 股市场；2005 年公司设立北京分公司，在北京基地增加宽体机型运营，拓展北京航空市场业务，构建除广州外的另一个主要枢纽，战略布局初步搭建。

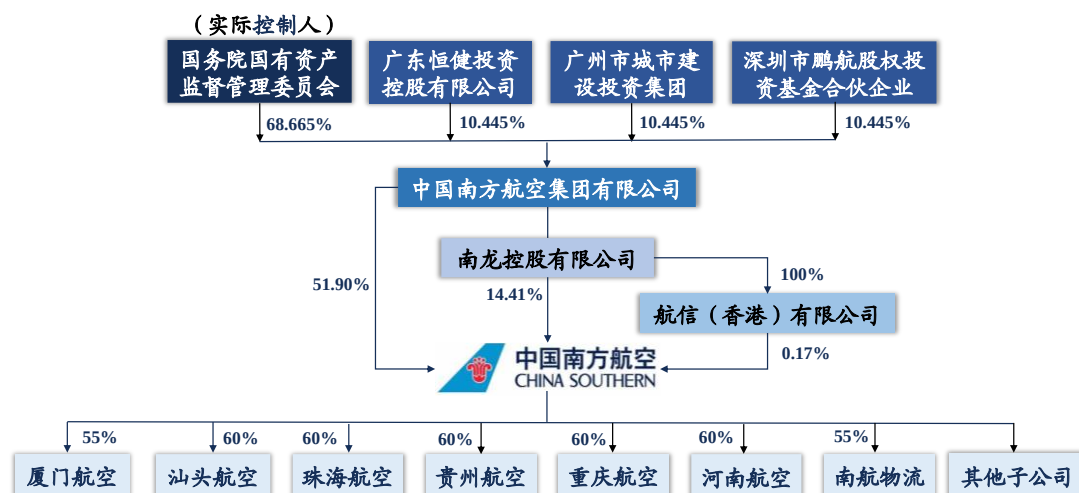
表1：南方航空历史沿革

时间	事件
1991 年	中国南方航空公司在国家工商管理局注册成立
1995 年	中国南方航空（集团）公司以其相关的航空运输业务资产组建中国南方航空股份有限公司
1997 年	公司在中国香港、纽约两地挂牌上市
2002 年	以南方航空（集团）公司为主体，联合中国北方航空公司和新疆航空公司，正式成立中国南方航空集团公司
2003 年	在上海交易所上市
2004 年	南航收购南航集团持有的中国北方航空公司、新疆航空公司的航空运输业务相关资产、负债
2005 年	公司设立北京分公司，构建北京枢纽
2007 年	公司正式加入天合联盟，与重庆市开发投资公司共同投资的重庆航空公司正式挂牌成立
2014 年	公司控股子公司厦门航空收购河北航空
2018 年	公司宣布自 2019 年 1 月 1 日起正式退出天合联盟
2019 年	公司进驻北京大兴国际机场，开启广州-北京“双枢纽”时代
2023 年	南航从纽交所退市，并计划分拆南航物流至上交所主板上市

资料来源：公司公告，公司招股说明书及年报，信达证券研发中心

实控人国资委，大股东为南航集团，公司控股、参股众多地方航司。公司实际控制人国务院国资委，控股股东为南航集团，南航集团直接持有公司 51.90% 的股份，并通过南龙控股间接持有公司 14.41% 的股份。公司现有北京、深圳等 21 家分公司和厦门航空等多家控股航空子公司，分子公司能较好地协调当地市场、机场、大客户、渠道等资源的优势，为枢纽输送中转客源。

图1：南方航空股权结构（截至 23H1）



资料来源：公司公告，截至 2023 年半年报，信达证券研发中心

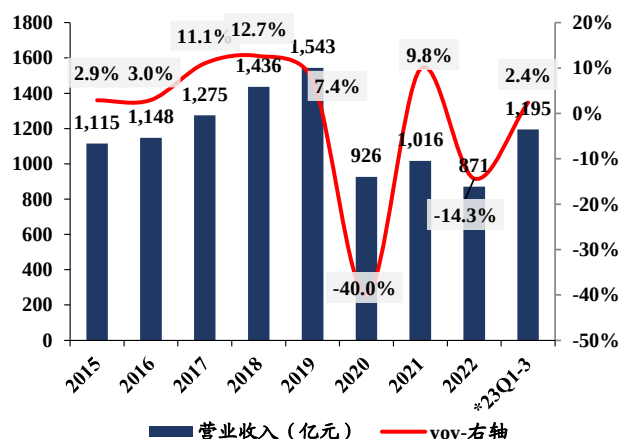
1.2 业务概述：客货运业务并重，营收快速恢复

南方航空以建设世界一流航空运输企业为出发点和落脚点，主要从事提供国内、地区和国际的航空客货运及航空相关服务。总体看，2022 年公司实现营业收入 871 亿元，同比-14.3%；2023 年前三季度，公司实现营业收入 1195 亿元，同比高增 70.3%，较 2019 年同期同比+2.4%，公司营收显著提升，基本恢复至 2019 年同期水平。细分业务来看：

1) 航空客运业务：公司航线网络发达，形成了发达的航线网络，是目前国内年客运量最大的航空公司。2022 年公司实现客运收入 600.17 亿元，同比-20.4%，占总收入比重约 68.9%；2023 年上半年此项业务实现收入 609.58 亿元，同比+128.0%，较 2019 年同期同比-7.1%，客运收入显著增加，占比提升至 84.9%。

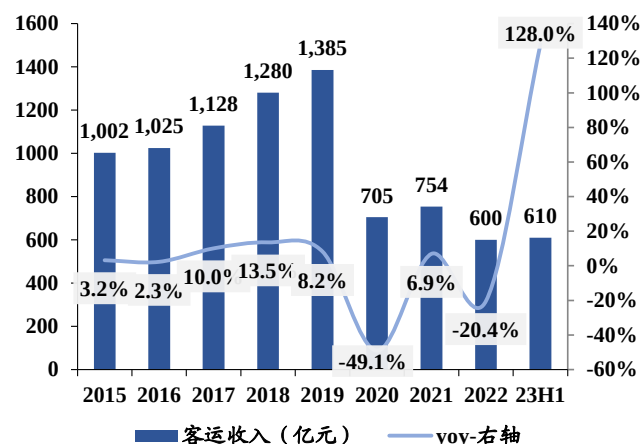
2) 航空货运及邮运业务：2022 年公司实现货运及邮运收入 208.84 亿元，同比+5.0%，占总收入比重约 24.0%；2023 年上半年此项业务收入实现 71.8 亿元，同比-35.6%，较 2019 年同期同比+62.8%。

3) 其他业务：公司其他业务主要包括酒店及旅游服务、航空配餐服务、地面服务及其他服务等。2022 年公司实现其他业务收入 36.54 亿元，同比+17.3%，占总收入比重约 4.2%；2023 年上半年此项业务收入达到 22.7 亿元，同比+28.0%。

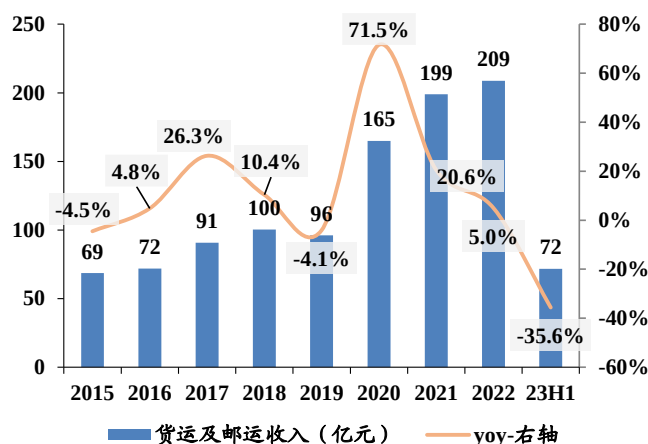
图2：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期同比+2.4%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

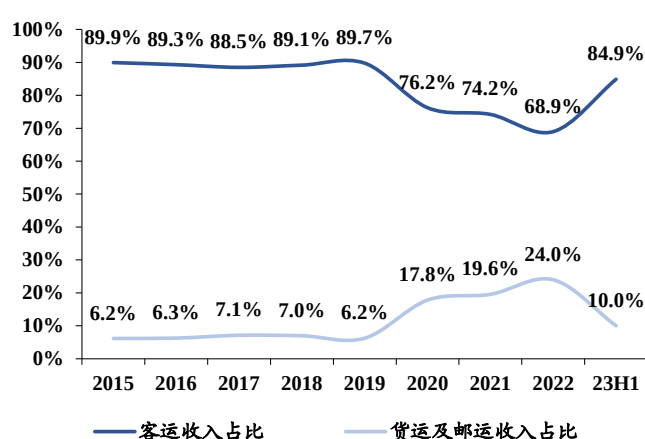
注：23Q1-3 同比增速为相较于19Q1-3 情况

图3：23H1，公司客运业务收入同比高增 128%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4：23H1，公司货运业务收入同比-35.6%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：23H1，公司客运/货运业务收入占比分别 84.9%/10.0%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

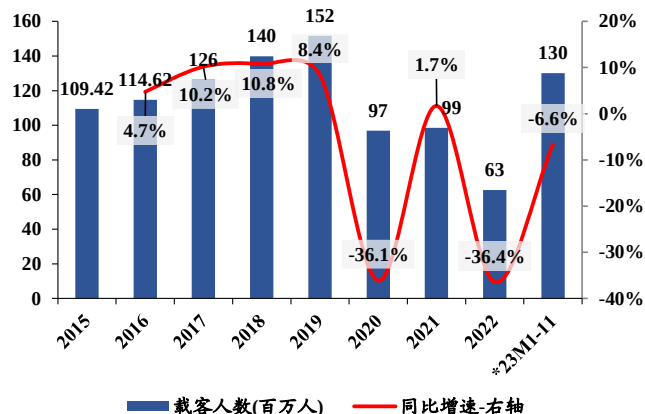
1.3 运营情况：载客量回升、国内率先恢复，客座率修复仍需时间

1) 旅客量情况：疫情前，公司年载客量均保持稳定增长；疫情三年期间旅客出行受到较大影响，公司载客量出现明显下滑；2023 年年初疫情政策调整后，旅客出行增加，截至 2023 年 11 月末，公司载客量达到 130 亿人次，大幅超过 2022 年全年载客量，较 2019 年同期同比-6.6%，仍有一定修复空间。具体区域看，国内线载客量已超过 2019 年同期，同比+2.1%，国际及地区线载客量仍有较大差距，较 2019 年同比-57.7%、-40.5%。

2) RPK 及客座率情况：公司收入客公里变化趋势与载客量情况相似，到 11 月底，公司累计收入客公里达到 1091 亿人次公里，同比 2019 年同期-20.5%，差距仍较大。客座率方面，至 11 月底，公司客座率回升至 78.0%，同比 2019 年同期的 83.0%客座率仍有 5.0pct 较大差距，客座率修复仍需时间。

3) 机队规模及引进计划情况：截至 2023 年 11 月底，公司合计运营 904 架运输飞机，数量排名前三的机型为波音 737 系列、空客 320 系列、波音 787 系列，分别有 387、355、39 架，占比分别 42.8%、39.3%、4.3%。根据公司 2022 年报披露计划，2023~2025 年公司预计净增长 58、55、52 架飞机。

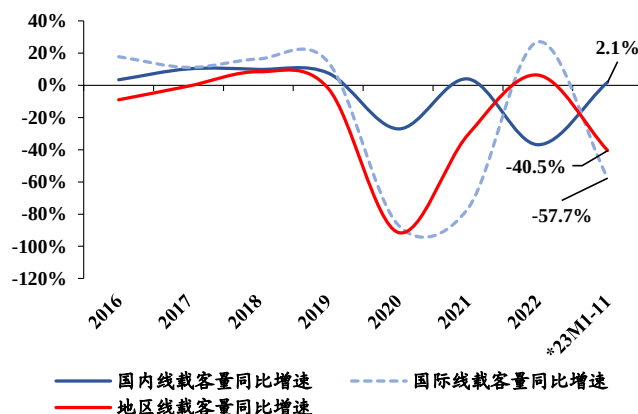
图6: 截至 2023 年 11 月末, 公司载客量较 2019 年同比-6.6%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 23M1-11 同比增速为相较于 19M1-11 情况

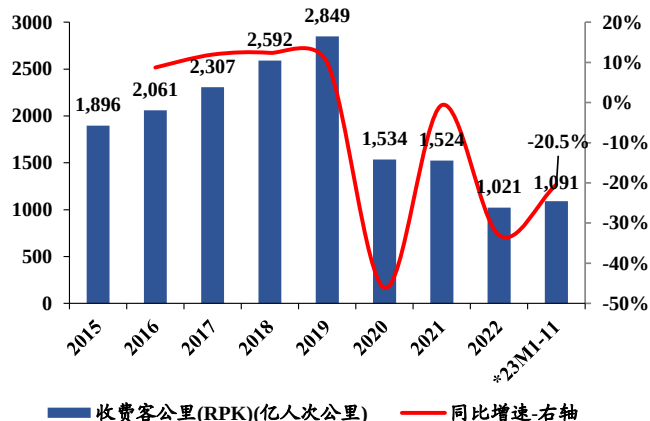
图7: 截至 2023 年 11 月末, 国内线载客量较 2019 年同比+2.1%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 23M1-11 同比增速为相较于 19M1-11 情况

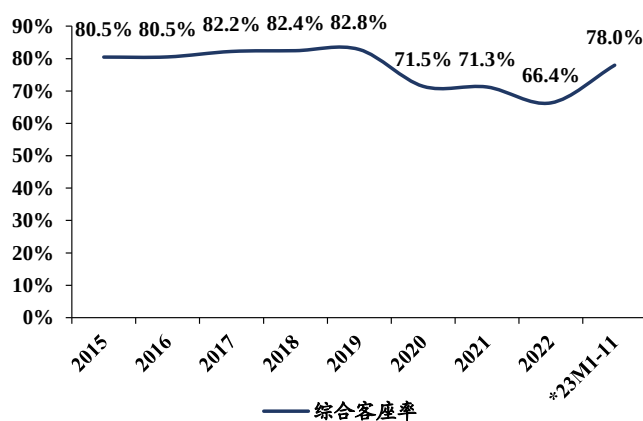
图8: 截至 2023 年 11 月末, 公司 RPK 较 2019 年同比-20.5%



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

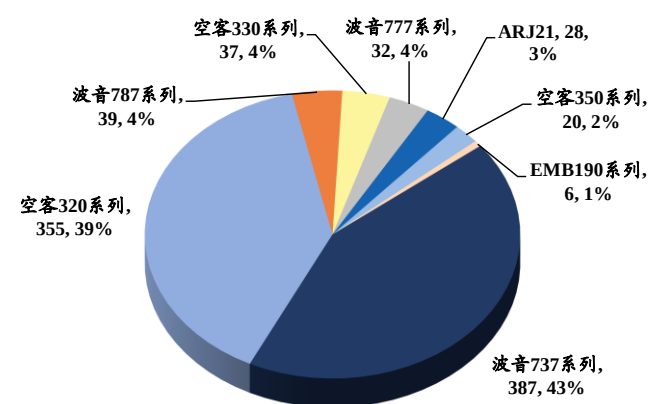
注: 23M1-11 同比增速为相较于 19M1-11 情况

图9: 11 月底, 公司客座率回升至 78.0%, 较疫情前仍有差距



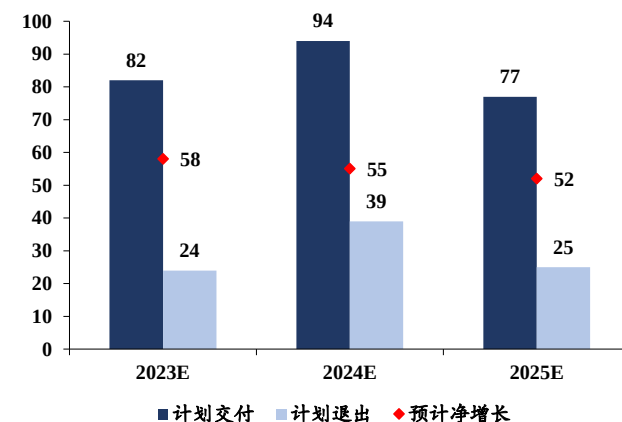
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图10: 截至 2023 年 11 月底, 公司合计运营 904 架飞机



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图11: 2023-2025 年公司机队引进计划 (单位: 架次)



资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

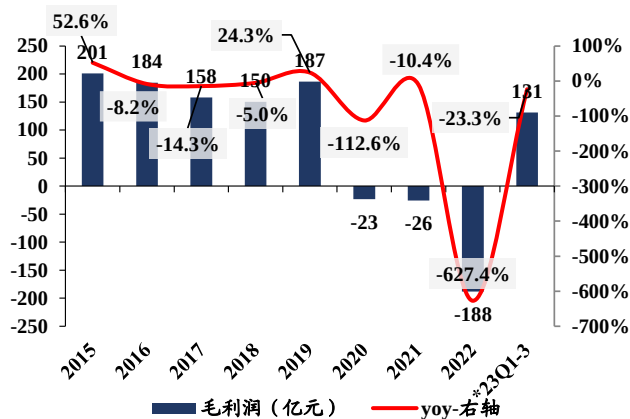
1.4 财务表现：多项财务指标改善，前三季度归母净利实现扭亏

1) 毛利及毛利率：从毛利角度看，2023 年以来民航运输业市场迎来显著复苏，带动公司整体经营情况向好，公司毛利润同比大幅增加；前三季度，公司毛利润实现 131 亿元，较 2022 年同比高增 230.6%，较 2019 年同期同比-23.3%；毛利率及净利率双升，23Q1-3 公司实现毛利率、净利率分别 11.0%、2.3%，较 2022 年同比大幅提升 28.2、25.3pct，较 2019 年同比分别-1.6、-3.7pct。

2) 归母净利及扣汇净利：至三季度末，公司归母净利已实现扭亏为盈。23Q1-3 公司实现归母净利 13.20 亿元，同比增长 107.5%，较 2019 年同比-67.6%。**扣汇净利方面**，2023 年上半年，人民币兑美元汇率中间价较 22 年末贬值 3.75%，尤其二季度人民币兑美元汇率中间价贬值约 5.15%。根据公司中报，人民币贬值 1%，将导致公司净利润减少 2.84 亿元；只考虑美元情况，扣除汇兑损失影响后，我们预计公司 23H1 产生的汇兑损失约 10.65 亿元，其中 23Q2 约 14.63 亿元。加回汇兑损失影响后，预计公司 23H1 归母净利润约-18.1 亿元，23Q2 归母净利润约 4.86 亿元，同比 19Q2 增长 150.7%，二季度公司已实现扣汇盈利。

3) 资产负债率：2022 年前公司资产负债率均保持在 75%以下，2022 年提升至 82.3%，至 23Q3 末，资产负债率已降至 81.1%。

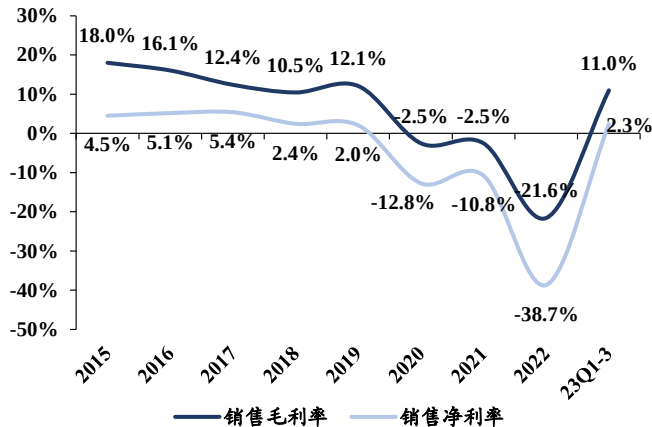
图12：23Q1-3 公司毛利润较 2019 年同比-23.3%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

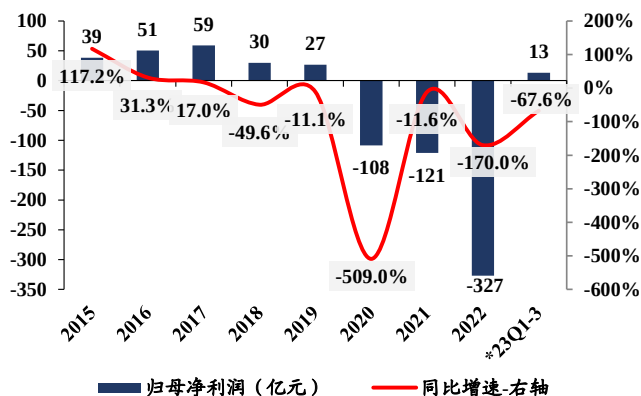
注：23Q1-3 同比增速为相较于19Q1-3 情况

图13：23Q1-3 公司销售毛利率/净利率分别升至 11.0%/2.3%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

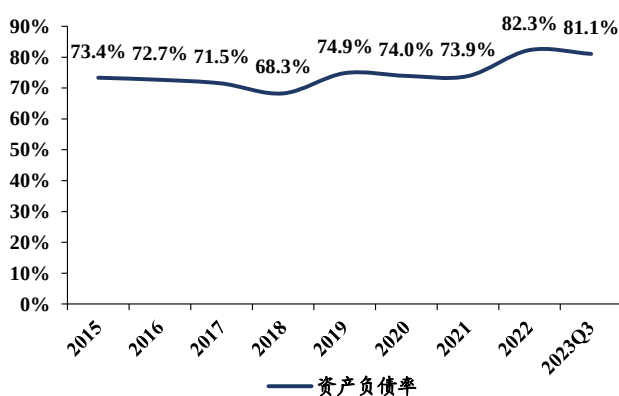
图14：前三季度，公司归母净利已实现扭亏



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：23Q1-3 同比增速为相较于19Q1-3 情况

图15：截至 23Q3，公司资产负债率降至 81.1%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

二、国际航线复苏持续，行业迎来多重利好

2.1 供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善

1) 短期看，行业供需回升，运力恢复快于需求，客座率持续修复

民航客运快速修复，暑运出行情况超 2019 年同期水平。全国民航客运量和航班量逐月恢复，与 2019 年同比差距收窄；其中 7 月和 8 月暑运期间，出行数据超出 2019 年同期水平，7/8 月旅客量较 2019 年同比分别+4.5%/+4.1%，7/8 月民航客运航班量较 2019 年同比分别+0.7%/+2.9%。9 月后出行进入淡季，客运量和航班量较 2019 年同期均有下降，11 月民航客运旅客量较 2019 年同比-7.6%，12 月客运航班量较 2019 年同比-6.3%。

图16：全国民航客运旅客量较 2019 年同期逐渐恢复

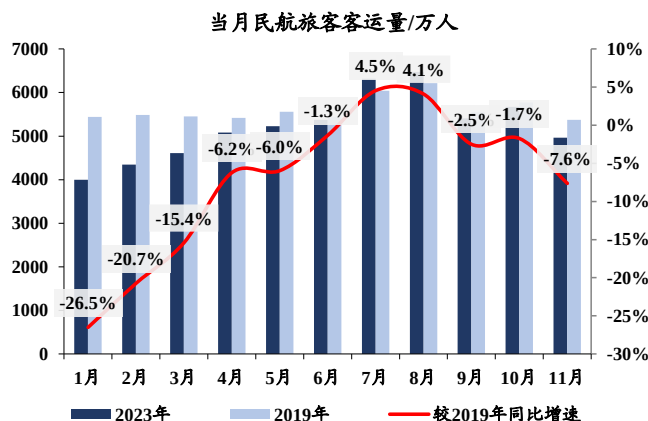
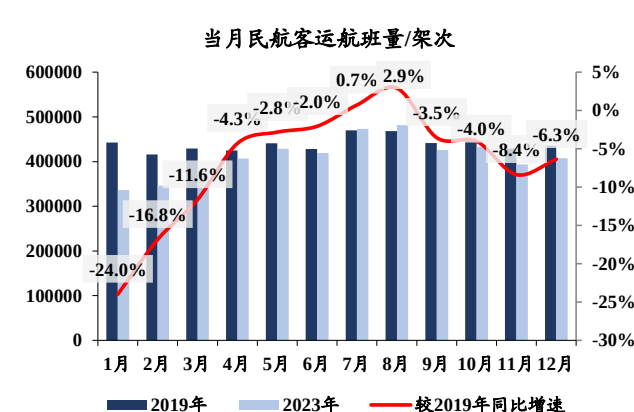


图17：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减

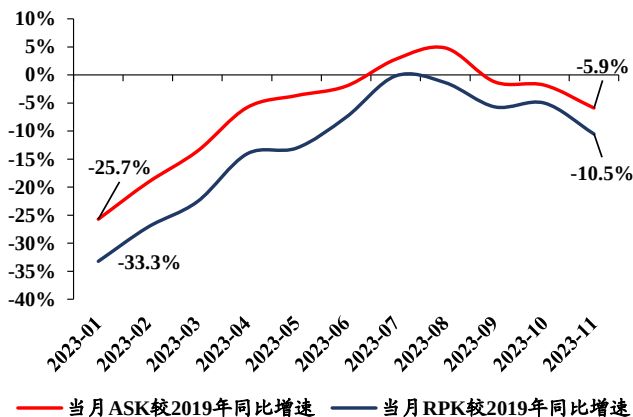


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

资料来源：航班管家，信达证券研发中心

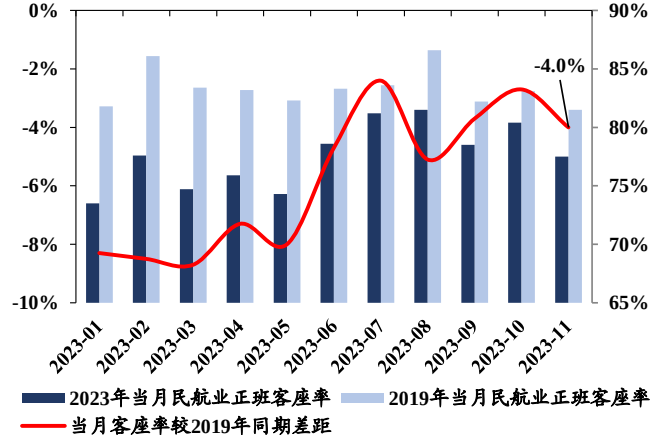
行业整体运力及周转量回升，运力恢复快于需求，月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄。行业月度 ASK 在 7~8 月超出 2019 年同期水平，分别较 2019 年同比+2.8%、+4.8%，但月度 RPK 尚未恢复到 2019 年同期情况，7~8 月较 2019 年差距最小，同比分别-0.2%、-1.4%；因而月度客座率较 2019 年同期仍有差距，但整体上差距逐渐收窄，客座率由 1 月的 73.5%回升至 11 月的 77.5%，7/8 月客座率达到 81.2%/81.5%，与 2019 年相比，客座率差距从 1 月的-8.3pct 缩小至 11 月的-4.0pct，7/8 月客座率较 2019 年差距分别为-2.4pct/-5.1pct。

图18：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求



资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图19：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄



资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

2) 中长期看，需求提升、供给增速放缓，行业盈利上升空间可期

行业需求端，旅客周转量呈现上升趋势。2023 年以来，全国民航旅客周转量逐月上升，民航旅客周转量恢复率快速上升，旅客出行需求复苏。

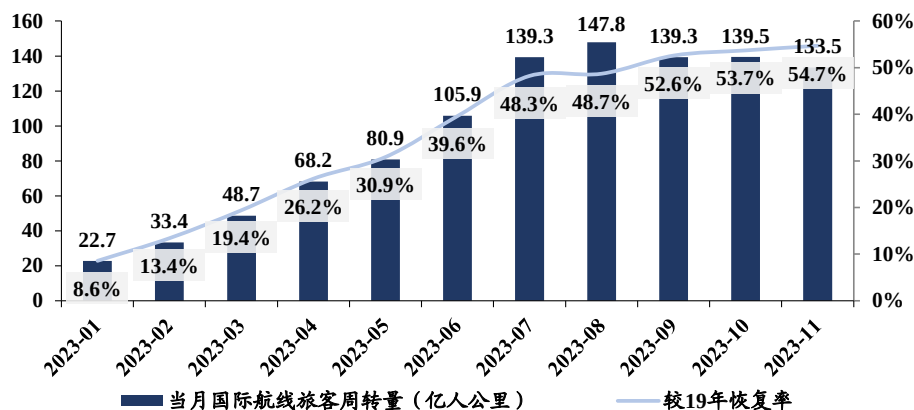
国际航线逐步放开，第三批出境团队游名单公布，国际出游需求持续提升。2023 年年初至今，文旅部已先后公布三批恢复出境团队旅游国家和地区名单，开放数目逐批增加，目前公民出境团队游目的地已达 138 个；月度国际航线旅客周转量也呈现逐月增加恢复趋势，2023 年 1 月到 11 月，国际航线旅客周转量较 2019 年同期恢复率已经从 8.6% 提升至 54.7%。

表2：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务

发布时间	通知	具体实施时间	开放国家和地区数目
2023.1.20	《文化和旅游部办公厅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》	2023.2.6	20
2023.3.10	《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》	2023.3.15	40
2023.8.10	《文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》	2023.8.10	78

资料来源：文旅部，信达证券研发中心

图20：2023 年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复

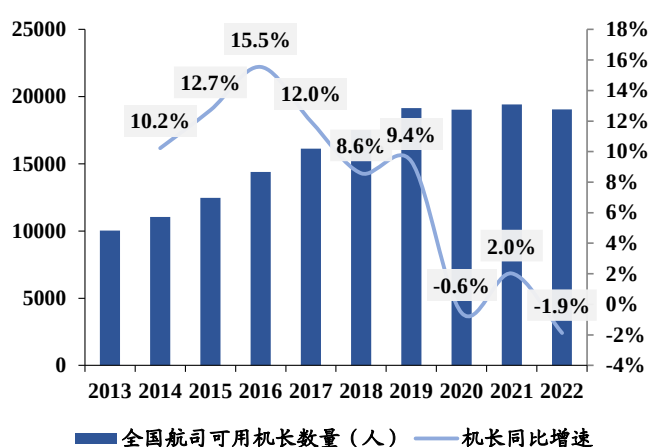


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

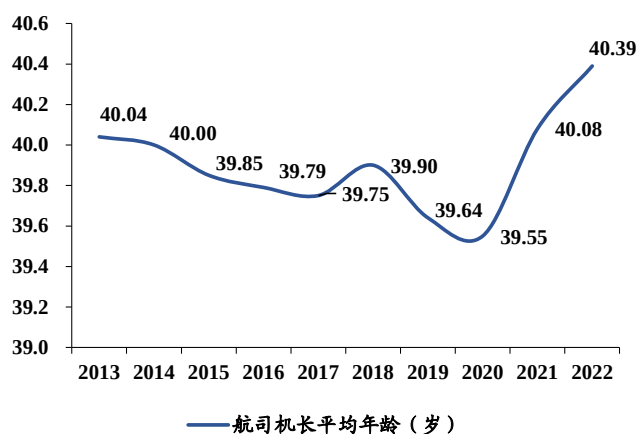
行业供给端情况看，全国民航机队规模整体增速放缓，驾驶员等劳动人员数量减少。机队规模上，2022 年国内运输飞机架数为 4165 架，同比增长 2.7%；自 2019 年起，国内运输飞机数量增速出现明显下降，至 2022 年飞机架数增速连续四年维持个位数增速，且增速呈现波动下降趋势。行业从业人员上，全国航司机长数量自 2020 年起增速明显下降，2022 年国内航司机长人数为 19054 人，同比下降 1.9%；机长平均年龄近几年也有明显提升，由 2020 年的 39.55 岁快速增至 2022 年的 40.39 岁。人机比上，2022 年持有航线运输驾驶执照数（可担任机长）对应飞机架数的比值为 6.77，过去三年人机比逐渐回升，但与 2019 年的 7.05 比值仍存在一定差距。

图21：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓

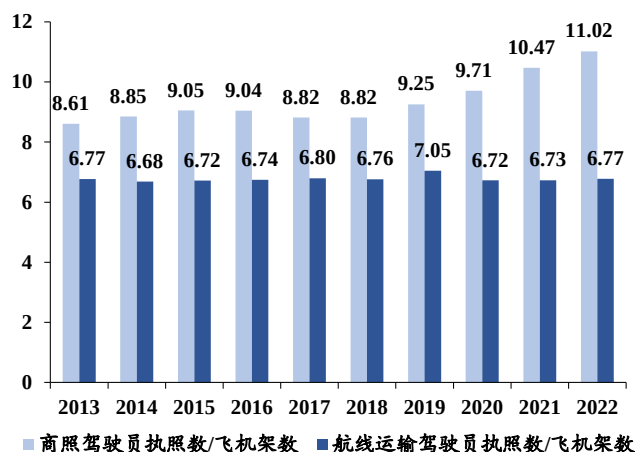

资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图22：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图23：机长平均年龄近几年明显增加


资料来源：民航局，信达证券研发中心

图24：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距


资料来源：Wind，民航局，国家统计局，信达证券研发中心

航司未来三年飞机引进计划看，南航、国航、东航、春秋、吉祥引入飞机数量年均增速分别 5.8%、3.7%、+1.6%、+8.2%、+9.6%。

表3：各航司未来飞机引进计划

机队规模/架次	南航	国航	东航	春秋	吉祥
23H1	880	897	782	120	114
2023 年计划引进&退出/ 净增长	80-24=56	37-22=15	34-14=20	7	13
2024 年计划引进&退出/ 净增长	92-39=53	62-8=54	43-23=20	14	12
2025 年计划引进&退出/ 净增长	77-25=52	40-7=33	35-37=-2	10	10
未来三年年均增速	5.8%	3.7%	1.6%	8.2%	9.6%

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：统计口径仅含客机，剔除货机、公务机；其中东航引用 2023 年中报机队引进计划，其余航司均引用 2022 年报计划；国航机队数据含山航

2.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平

季度情况看，除南航外，基本各航司单位 RPK 营收在 23Q3 达到年内最高。23Q3，南航、国航、东航、春秋、吉祥单位 RPK 营业收入分别 0.67、0.71、0.67、0.49、0.58 元，较 2019 年同期分别提升 16.8%、13.8%、12.8%、15.8%、7.8%。

图25：各航司单位 RPK 营收回升

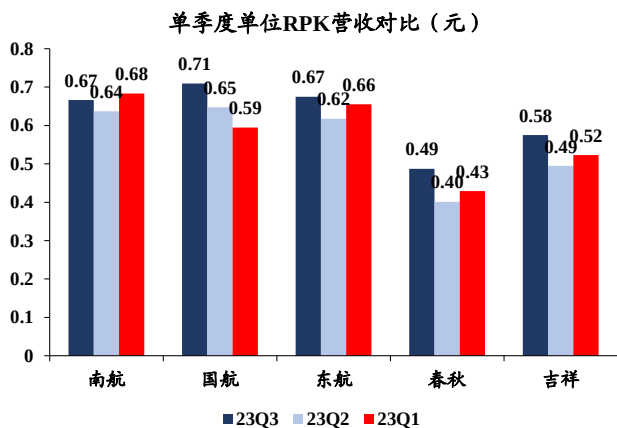
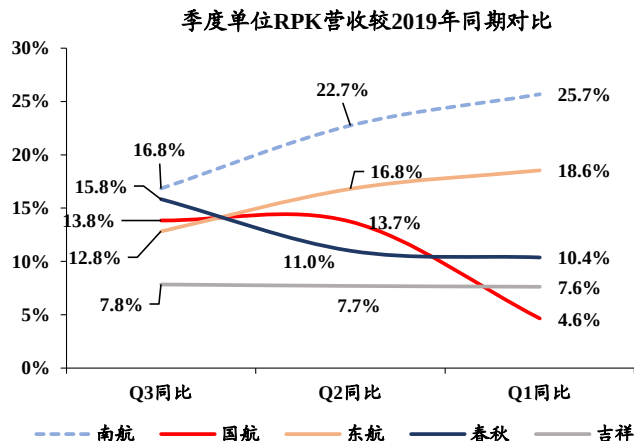


图26：各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：此处使用单季度营业收入计算单位 RPK 营收

资料来源：Wind，信达证券研发中心

国内民航票价市场化改革逐步推进。自 2004 年起，国内票价管控放开，航空运价逐步由政府指导价转为市场调节价，越来越多航线开始实施市场化定价。

从实行市场调节价航线情况看，2014 年 12 月实行市场调节价的国内航线共 365 条，至 2020 年 11 月航线数目已增至 1698 条，占当年全部国内航线的比例由 13.8% 提升至 36.2%。

从具体航线价格情况看，2017-2023 年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从 1240 元、2080 元、1350 元增加至 2150 元、3650 元、2350 元，累计涨幅分别为 73.4%、75.5%、74.1%，均超过 70%，票价市场化改革持续深化。

票价市场化持续有望带动航司盈利能力大幅提升。当前实行市场调节价的国内航线数量及占比均保持上升趋势，票价市场化持续推进。叠加民航需求回暖、旅客周转量提升、市场调节带动的航线提价效应，航司未来盈利能力有望持续提升、业绩增长可期。

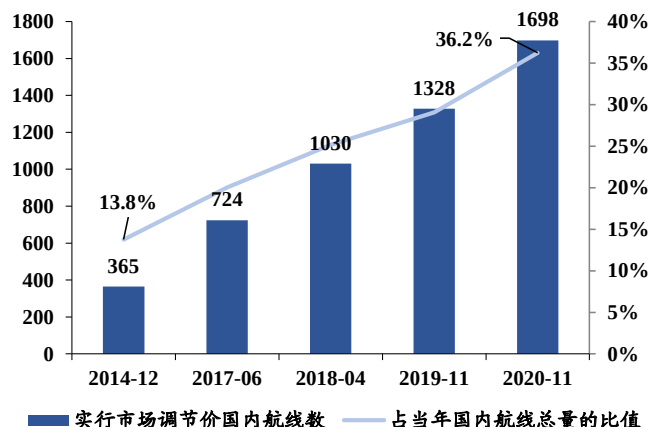
表4：民航国内航空运价政策演进

发布时间	文件名	具体内容摘要
2004.3	《民航国内航空运输价格改革方案》	国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理(基准价平均每客公里 0.75 元+上浮不超过基准价 25%/下浮不超过 45%)
2010.4	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。
2013.10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	对实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制；对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，由实行政府指导价改为市场调节价。

2016.9	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800 公里以下航线、800 公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。
2017.12	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5 家以上（含 5 家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。 每家航司每航季上调实行市场调节价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的 15%（不足 10 条航线的最多可以调整 10 条）；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过 10%。
2020.11	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	2020 年 12 月 1 日起，3 家以上（含 3 家）航司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。

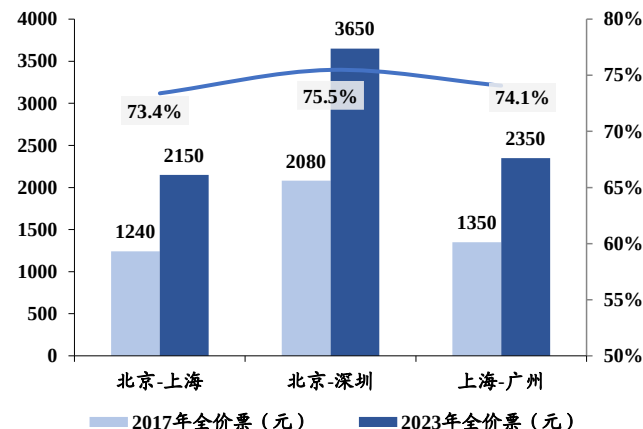
资料来源：民航局，信达证券研发中心

图27：2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36%



资料来源：民航局，Wind，信达证券研发中心

图28：主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70%以上



资料来源：携程网，第一财经，民航资源网，信达证券研发中心

2.3 油汇：近期油价回落、人民币汇率走强

重要影响因素 1：油价

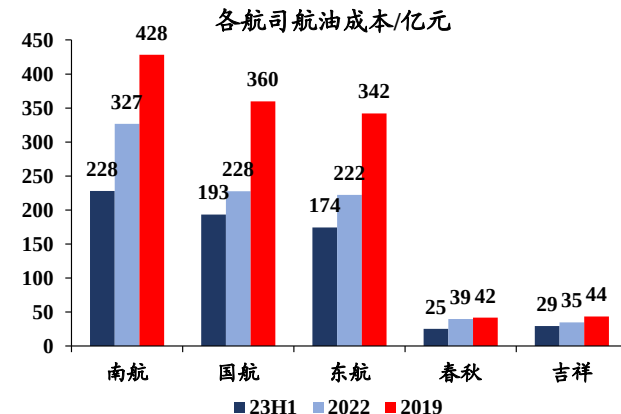
航油是公司重要营运成本之一，航油价格波动会影响公司航空油料成本，进而影响公司业绩。行业情况看，2020 年上旬起，国际布伦特原油价格持续上涨，航司成本承压；航空煤油油价在 2022 年中旬达到峰值，此后油价逐渐回落；2023 年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，近期有所回落，油价整体波动幅度较 2022 年减小，但均价较 2019 年仍在高位。

图29：航空煤油出厂价变化（元/吨）



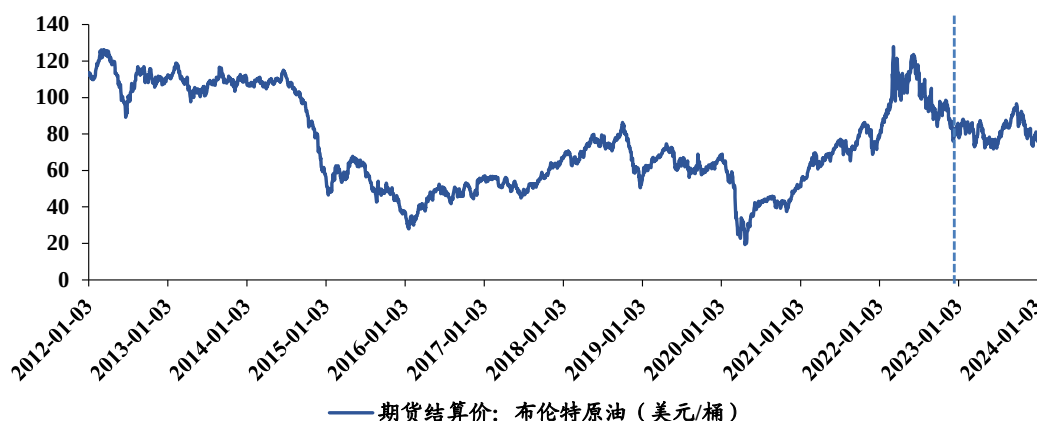
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图30：五大航司燃油成本情况/亿元



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

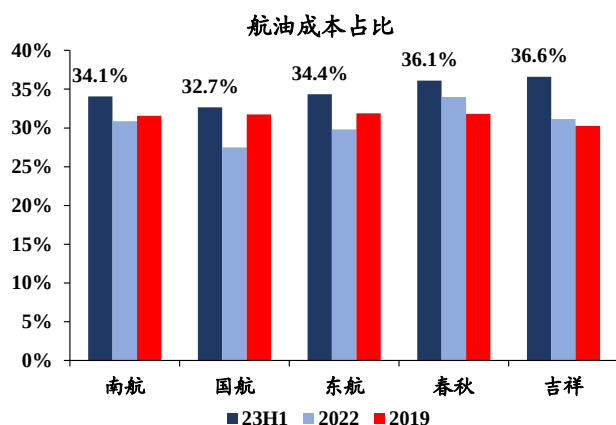
图31：2023 年以来布伦特原油价格波动较小



资料来源：Wind，信达证券研发中心

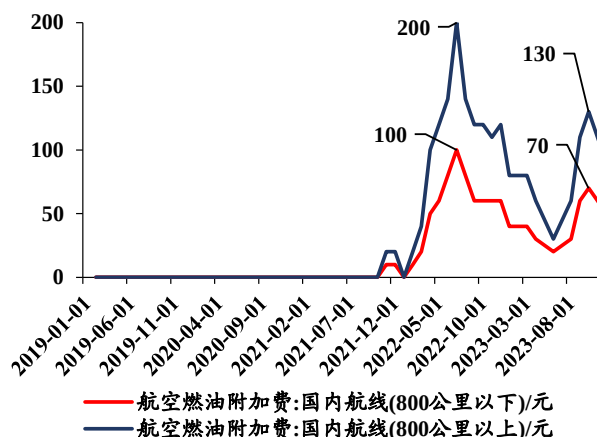
航司航空油料成本在营业成本中占比大致保持在 30%左右。对比各航司情况，2023 年上半年燃油成本占比较 2022 及 2019 年均有一定上涨。受油价过快上涨影响，2021 年 11 月国内开始收取燃油附加费，征收标准较快提升；2023 年 12 月 5 日起，燃油附加费继续下调，800 公里(含)以下航线每位旅客收取 50 元燃油附加费，800 公里以上航线每位旅客收取 90 元燃油附加费。

图32：五大航司燃油成本占比对比



资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图33：航空燃油附加费波动情况



资料来源：Wind，信达证券研发中心

表5：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度

单位/亿元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	21.5	19.2	16.8	2.0	2.0
2019	21.4	18.0	17.1	2.1	1.6
2020	9.4	7.4	6.9	1.2	0.8
2021	12.8	10.4	10.3	1.7	1.3
2022	16.3	11.4	11.1	2.0	1.3
23H1	11.4	9.7	8.7	-	1.1

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/095341223242011040>