

航空序列深度研究4：现实与预期的交织

华西证券交运行业首席分析师：游道柱

邮箱：youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

2025年1月18日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

本篇报告主要观点

- **回顾反思：**22年8月以来我们合计外发5篇航空深度报告（3篇行业深度、2篇公司深度），但23年以来航空股价表现并不好，我们总结之前对航空研判存在的不足，包括对疫后经济及航空需求恢复考虑不足（包括节奏与持续时间）、对油价间接影响需求恢复的速度考虑不足。
- **宏观总结：**以年度为单位，当前总体经济增长中枢低于2019年，24年制造业与非制造业均面临不同程度的价跌、量跌，个人就业环境也弱于前一年。但24年9月重要会议后，24年四季度制造业订单量在回升，非制造业量、价环比回升。
- **24年航司经营总结：**24年三大航机队建设继续低于年初的计划，2025年行业ASK潜在增量来自利用小时数的增长（尤其淡季）与飞机架次增长。考虑2019-2024年飞机引进机构以及其他供给端的影响因子，我们判断未来春秋航空的ASK增长弹性最大。24年航司客座率基本恢复至19年水平，其中票价是主因，淡季ASK调整是次因。
- **25年航空展望：**经济预期变化是牵动航空基本面预期的第一因子。如果25年继续出台重大政策抬升经济预期，将会带来商务出行需求的修复，同时提升个人支出中愿意用于旅游的占比。在既定供给下，出行需求总量增长预期的抬升，则意味着航空有机会通过价格筛选出相对支付能力较强的旅客。
- **投资建议：**经济预期变化是牵动25年航空基本面预期的第一因子，同时当下弱现实仍有机会推动航司继续下调飞机的引进计划（增强行业供给端逻辑）。我们期待宏观政策落地对商旅、因私出行需求的提振，进而带来航空板块业绩弹性。受益公司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、海航控股、中国民航信息网络等。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。

目录

contents

- 01 回顾反思：之前对航空研判犯过哪些错误？
- 02 宏观总结：24年面临什么样的需求环境？
- 03 立足当下：24年航司采取了哪些经营策略？
- 04 展望未来：哪些因子将牵动航空未来预期？
- 05 投资建议及风险提示

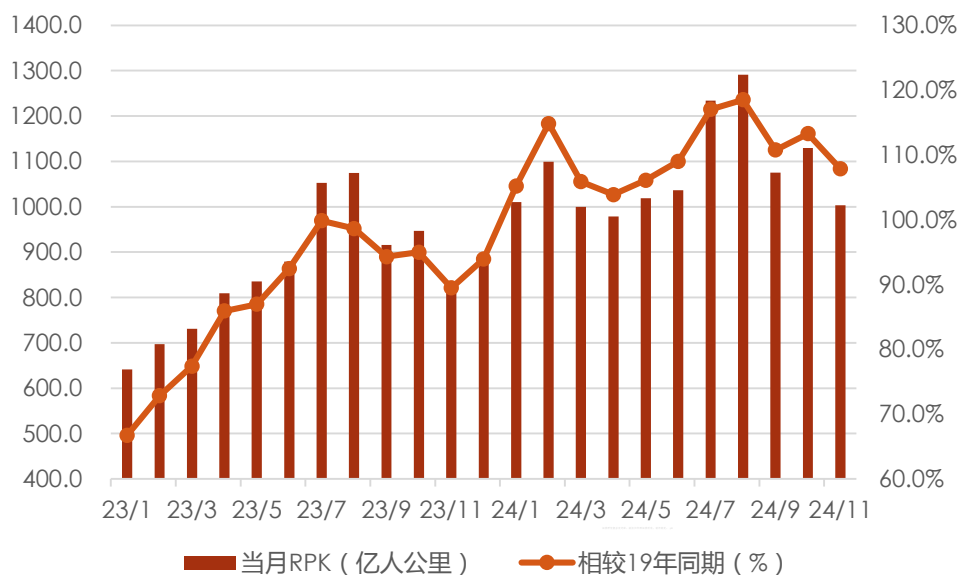
1

回顾反思：之前对航空研判犯过哪些错误？

1.1 正视过去的错误是为了更好把握未来

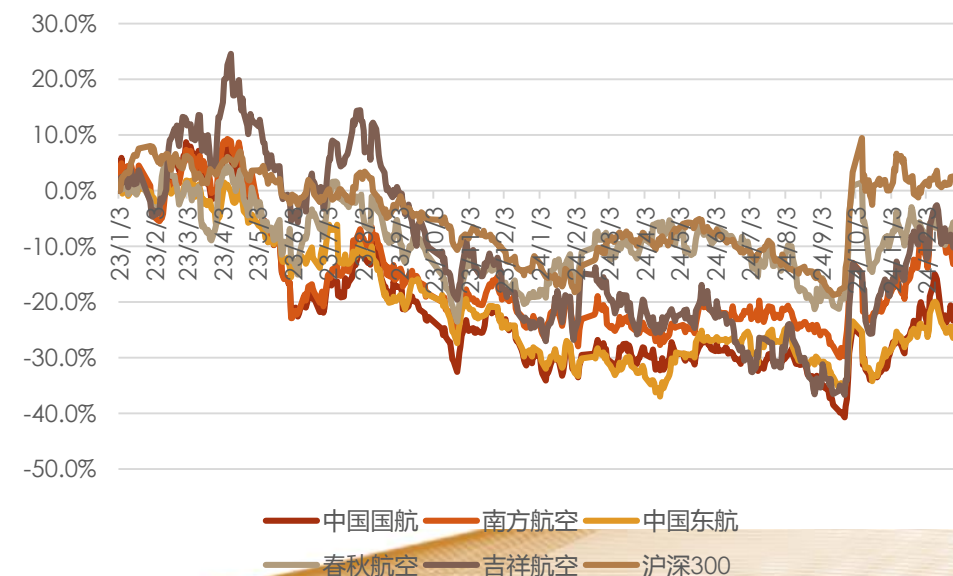
- 22年8月以来我们合计外发5篇航空深度报告（3篇行业深度、2篇公司深度）：《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》（2022/8/9）、《春秋航空：比较优势正在扩大的低成本航空龙头》（2022/9/13）、《南方航空：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇》（2023/4/25）、《当前市场对航空出行担心什么？》（2023/7/25）、《航空24年三季报深度总结：需求是核心变量》（2024/11/12）。
- 但23年以来航空股价表现并不好，因此我们希望通过反思，找出之前对航空研判犯过的错误，期待对未来有所帮助。

图表：23年以来航空当月RPK以及相较19年同期恢复率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2023年以来中国国航、春秋航空、沪深300等累计涨幅情况 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

1.2 反思一：我们对疫后经济及航空需求恢复节奏考虑不足

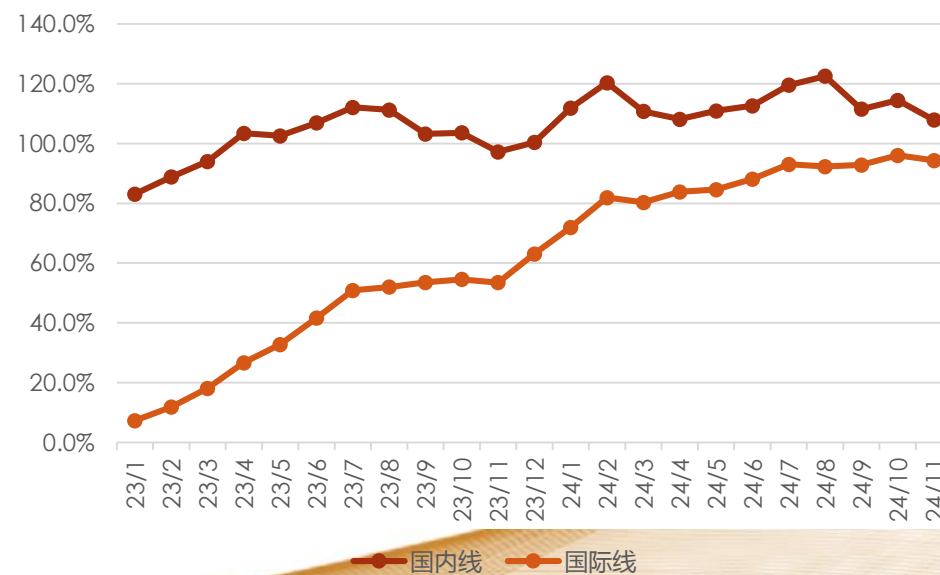
- 我们在《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》（2022/8/9）对疫情后国内、国际线需求的展望是：①一旦消费者信心修复，当下新增的人民币存款能够起到助推消费复苏的作用，国内线需求恢复速度将会更乐观；②结合国际线放开的节奏、以及需求的特点，认为未来国际线需求恢复的速度大概率要超预期。
- 但以消费者信心指数为例，仅仅在23年1-3月小幅反弹，之后在85-90区间内低位震荡。较低的消费信心，制约消费者的当期消费倾向，进而影响国内及国际线需求的恢复速度。

图表：23年以来消费者信心指数变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年以来航空当月客运量相较19年同期恢复情况（%）

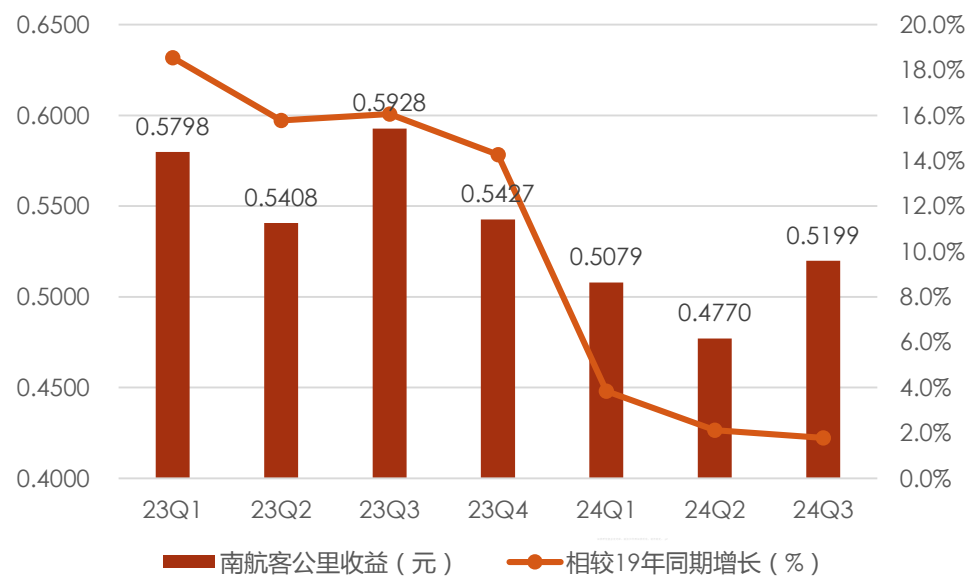


资料来源：wind，华西证券研究所

1.3 反思二：我们对需求在困难状态的持续时间考虑不足

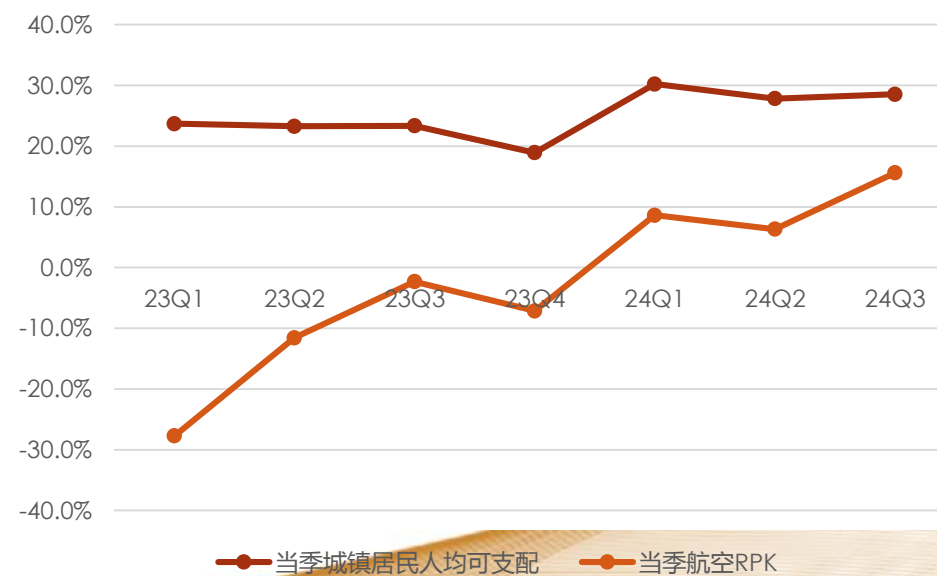
- 我们在《当前市场对航空出行担心什么？》（2023/7/25）中认为，市场对消费倾向担心，有短期问题长期化倾向。短期消费者信心指数在边际修复，中期必将会均值回归。
- 但如本报告P5图中所示，24年消费者信心指数甚至略低于23年（24年1-11月均值为87.16，23年1-12月均值为88.76）。在这种情况下，24年航空公司主要降低票价去吸引价格敏感旅客，从而使得24年人均可支配收入与航空出行需求增速差（均以19年为基数计算）小于23年。

图表：23Q1以来南方航空客公里收益变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年以来当季城镇居民人均可支配收入等相较19年同期增长情况 (%)

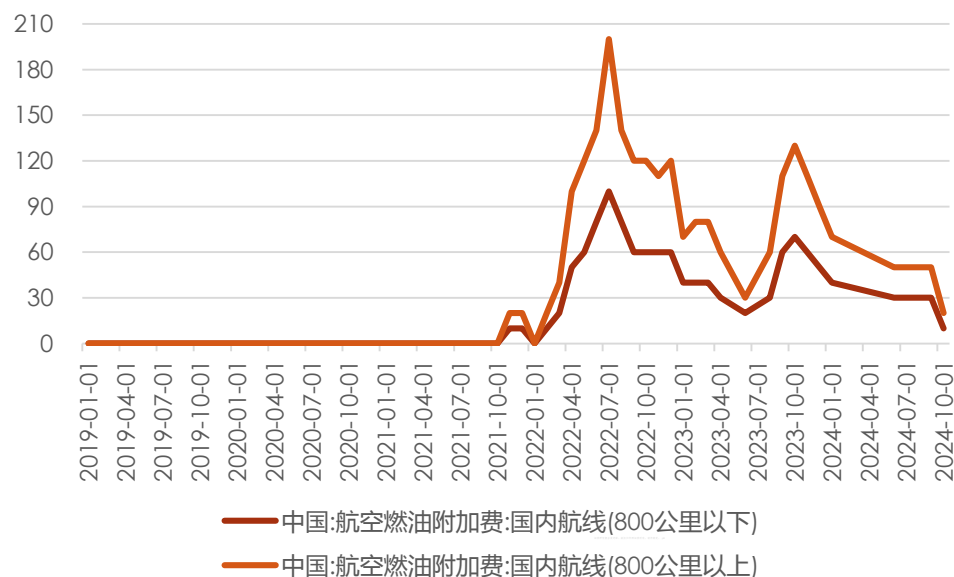


资料来源：wind，华西证券研究所

1.4 反思三：我们对油价间接影响需求恢复的速度考虑不足

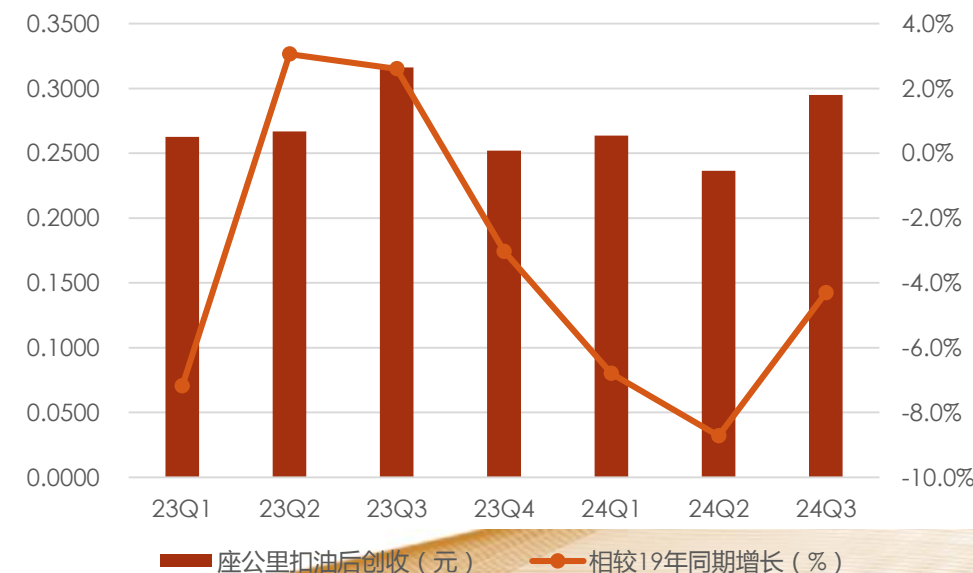
- 以航空煤油出厂价为例，19、23、24年均值分别为4916.3元/吨、6823.7元/吨、6315.6元/吨。上涨的燃油价格触发燃油附加费，以800公里以上国内线为例，23年以来最高曾经达到130元。作为旅客实际支出的航空出行成本之一，较高的燃油附加费降低航空在中长距离出行的比较优势（与其他交通方式比）。
- 以南方航空为例，扣掉燃油成本后计算座公里创收能力，南方航空24年前三季度分别相较19年同期下降6.8%、8.7%、4.3%。因此燃油价格的上涨带来旅客航空出行负担上升（客公里收益角度）、航司单位盈利能力下降（扣掉燃油成本后座公里创收角度）的双输局面。

图表：2019年以来国内航线燃油附加费变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年以来座公里扣燃油成本后创收变化趋势（以南方航空为例）



资料来源：wind，华西证券研究所

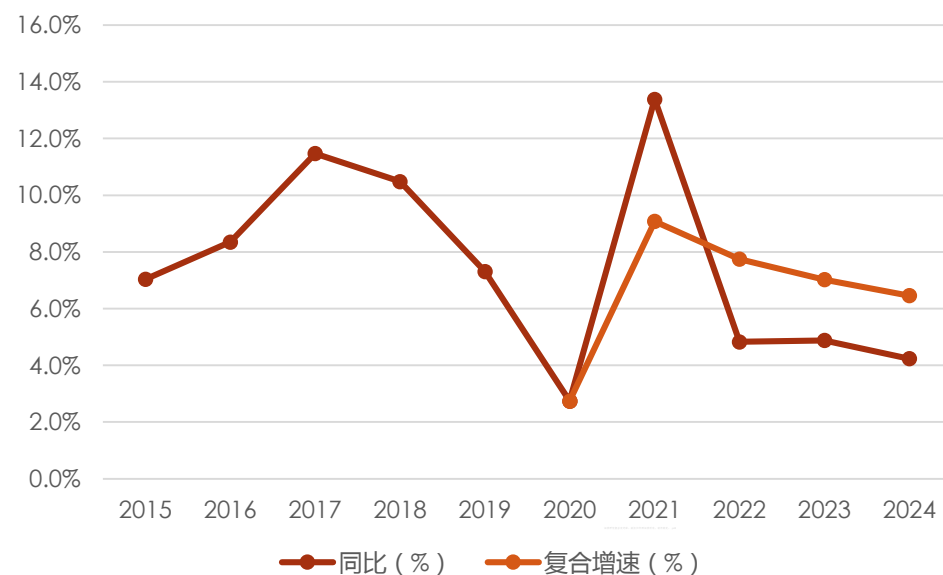
2

宏观总结：24年面临什么样的需求环境？

2.1 总量层面：24Q4增速环比提升较为明显

- 当前总体经济增长中枢低于2019年：
- ①以年度为单位，24年现价GDP为1349084亿元，同比增长4.2%。19-24年复合增速为6.5%，低于2019年。
- ②以季度为单位，23年单季度增速有22年同期低基数的原因。24年分季度看，二、三季度均低于一季度的增速，四季度增速环比较为明显提升，说明24年9月以来重要会议及相关政策在经济数据层面开始得到验证。

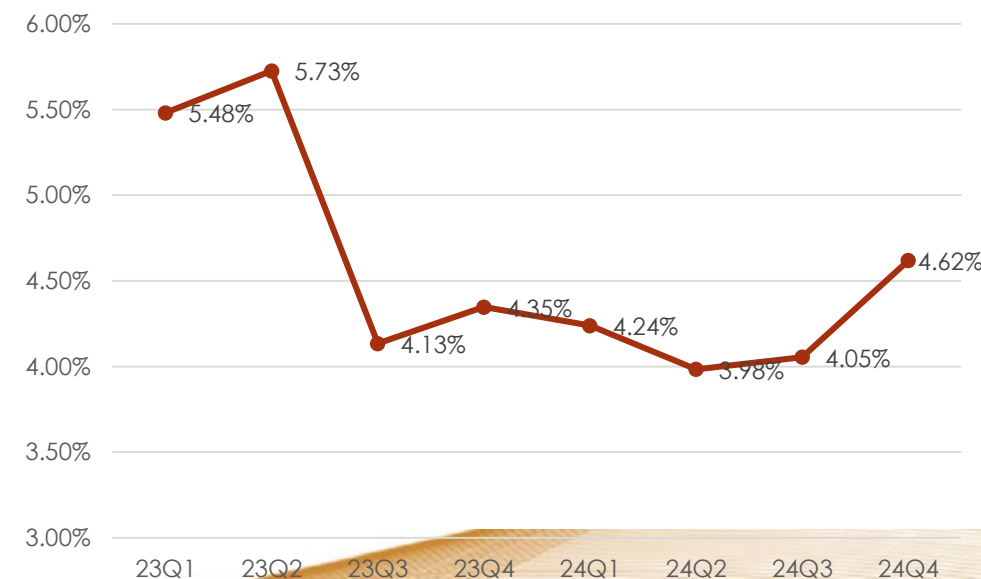
图表：2015-2024年现价GDP增速的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2019年为基数的当年累计复合

图表：2022Q1-2024Q3季度现价GDP增速的变化趋势（%）



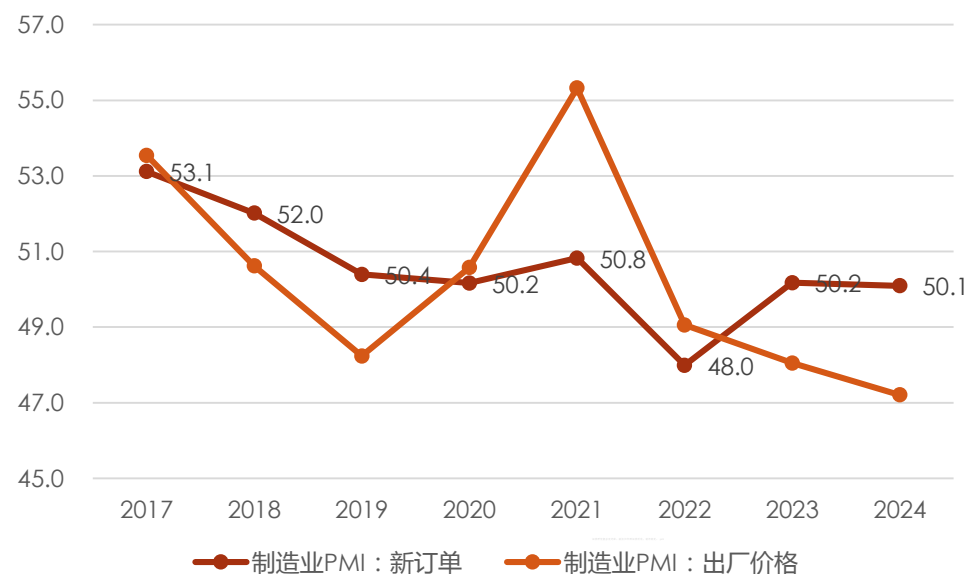
资料来源：wind，华西证券研究所

注：复合增速是指以2021年同期为基数的当季累计复合

2.2 行业层面：企业盈利困难并且经营预期等待修复

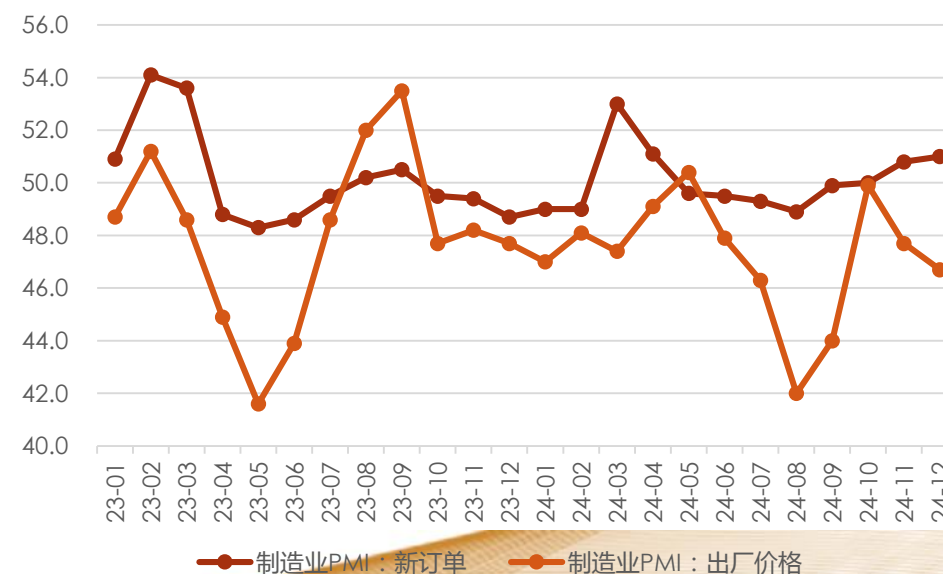
- 以年度为单位看制造业，24年“制造业PMI：新订单”均值为50.1%（前值为50.2%）、“制造业PMI：出厂价格”均值为47.2%（前值为48.1%），意味着24年整个制造业继续以价换订单的策略，但最终只取得了价跌、量跌的结果。
- 以月度为单位看制造业，24年9月以来系列重要会议后，24年10月制造业的价（制造业PMI：出厂价格）明显修复，“制造业PMI：新订单”回到50%。24年11月、12月价在环比回落，但订单量在环比增长态势。

图表：2017-2024年制造业PMI：新订单等变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年1月以来制造业PMI：新订单等变化趋势（%）

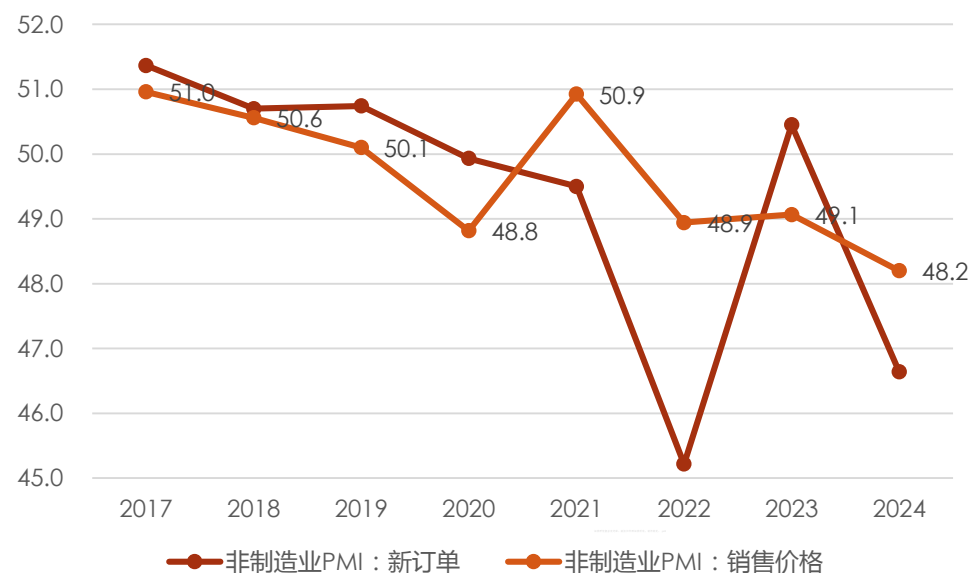


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 行业层面：企业盈利困难并且经营预期等待修复

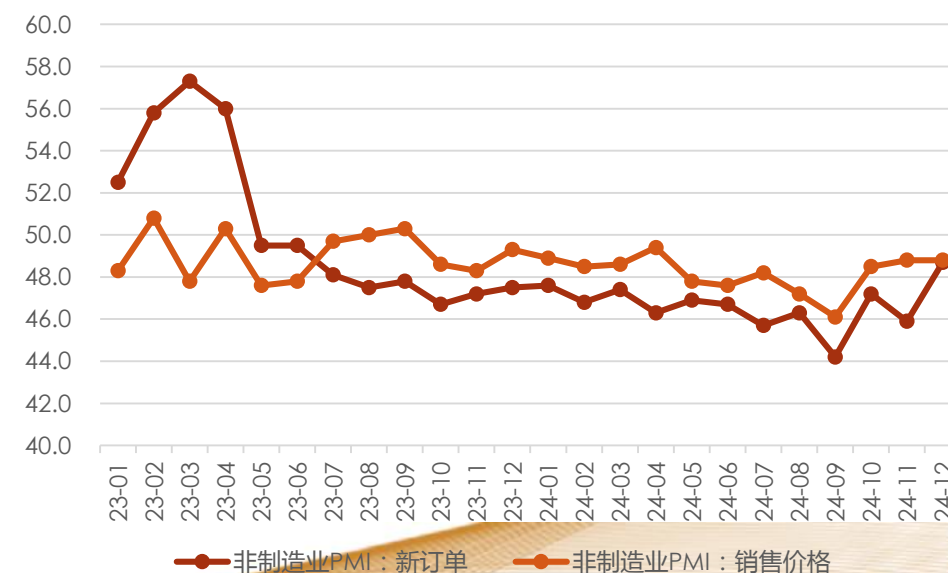
- 以年度为单位看非制造业，由于22年疫情造成的基数原因，23年非制造业整体呈现量、价双升（非制造业PMI：新订单、非制造业PMI：销售价格），但24年价跌并没有换来订单的增长，整体呈现量、价双跌的态势。
- 以月度为单位看非制造业，24年9月以来系列重要会议后，24年10月-12月非制造业整体呈现环比量、价双升的态势（尽管中间有波动），因此我们可以判断24Q4期间非制造业盈利环比改善幅度强于制造业。

图表：2017-2024年非制造业PMI：新订单等变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年1月以来非制造业PMI：新订单等变化趋势（%）

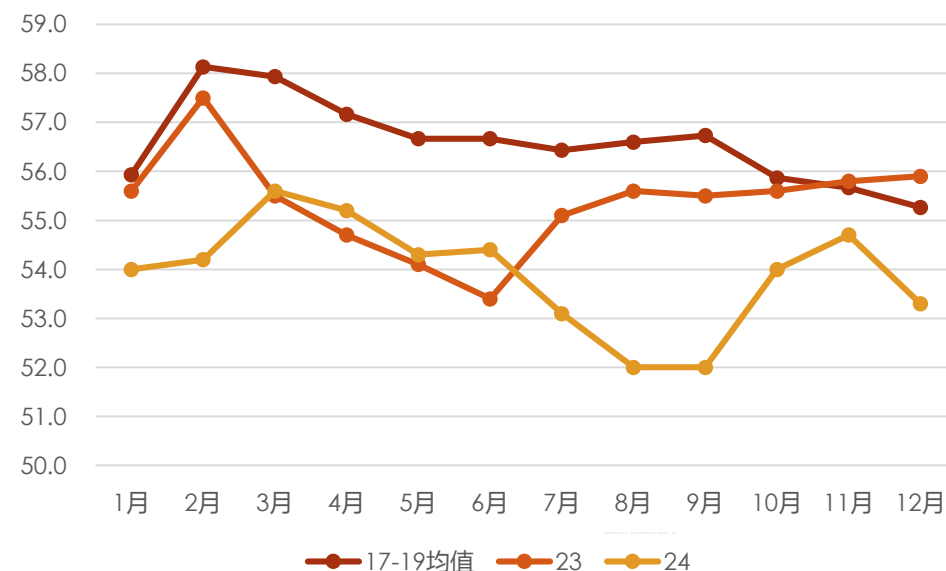


资料来源：wind，华西证券研究所

2.2 行业层面：企业盈利困难并且经营预期等待修复

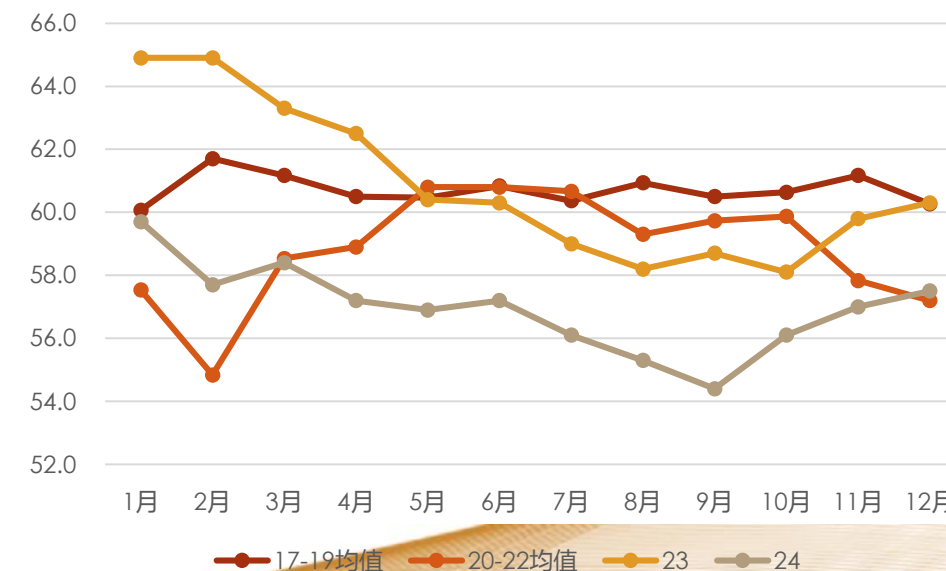
- 以制造业企业的经营预期为例，23、24年整体弱于疫情前（制造业PMI：生产经营活动预期）。不考虑23年1、2月基数的原因，24年上半年制造业企业经营预期好于23年同期。24年9月以来系列重要会议后，24年10、11月企业经营预期明显改善，但24年12月又较大幅度回落。
- 以非制造业企业的经营预期为例，24年“非制造业PMI：业务活动预期”整体弱于疫情前（17-19年均值）、弱于疫情中（20-22年均值）、弱于疫情后（23年），但24年9月重要会议后呈现持续环比改善的态势。

图表：当月“制造业PMI：生产经营活动预期”变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年1月以来非制造业PMI：业务活动预期（%）

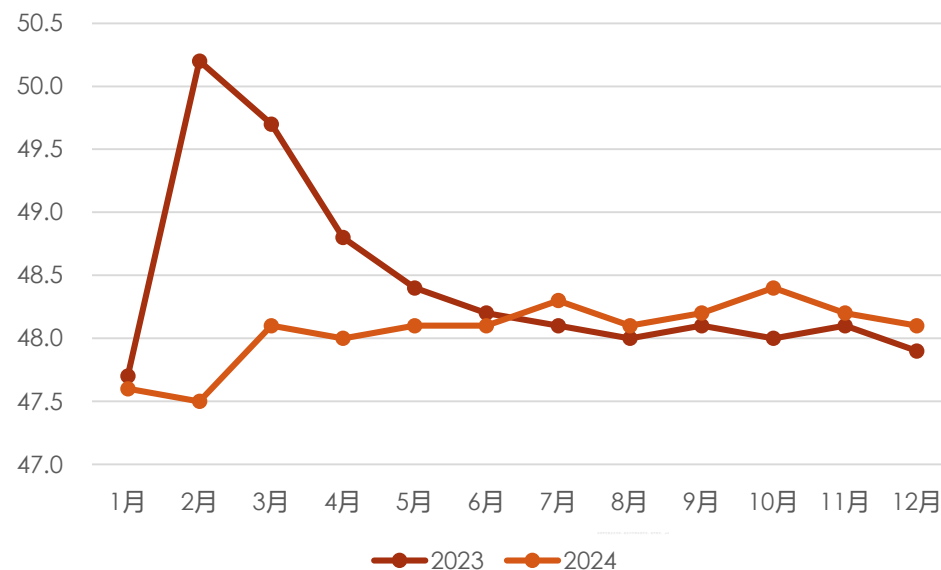


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 个人层面：多重因素相互交织影响消费倾向

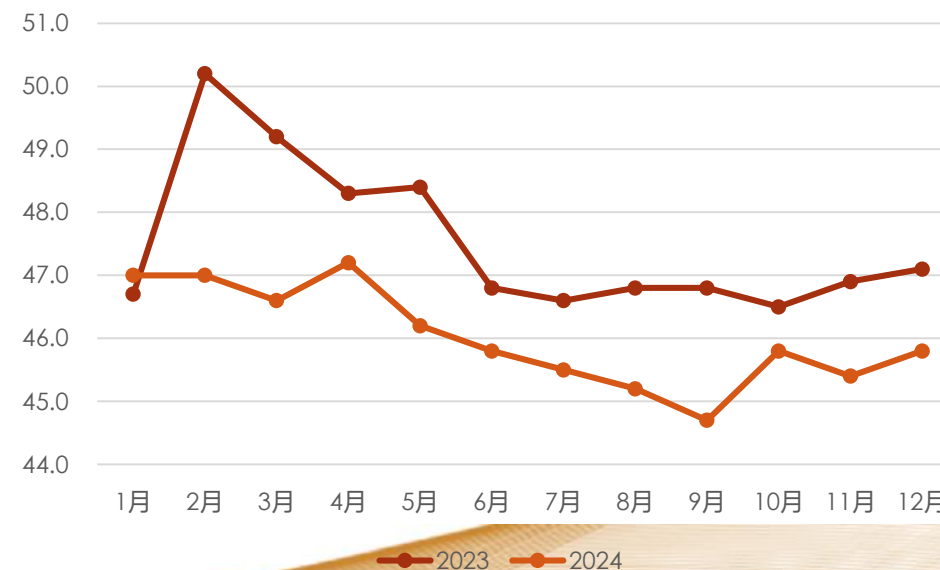
- 以制造业的就业环境为例，我们认为企业用工需求计划滞后于新订单，在企业当前经营状况以及对未来经营预期大幅改善之前，企业用工需求一般难以大幅度改善。
- 以非制造业的就业环境为例，24年用工需求（非制造业PMI：从业人员）始终低于23年，这与本报告P12页中分析“24年非制造业全年呈现量、价双跌”的趋势基本一致。从月度数据看，随着9月重要会议后非制造业量、价环比改善，企业业务活动预期边际改善，24Q4用工需求也随之边际改善。

图表：当月“制造业PMI：从业人员”变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：当月“非制造业PMI：从业人员”变化趋势（%）

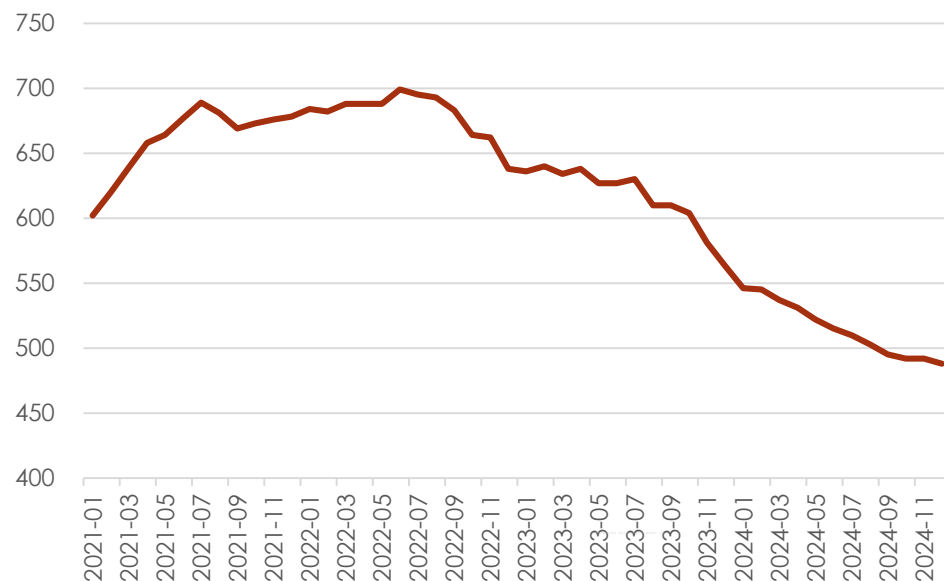


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 个人层面：多重因素相互交织影响消费倾向

- 通过劳动获得工资、存量资产获得收益是个人获得收入的两个重要方式，我们观察房价、基金净值发现，近年个人在存量资产大概率获得了负的收益率：
- ①以上海房价为例，21年以来上海中原领先指数最高降幅达30.2%，并且截至24年12月并没有看到企稳的迹象。
- ②以基金重仓指数为例，21年以来累计跌幅达33%（截至25年1月16日），而截至24年11月开放式股票与混合型基金合计资产净值仍有7.85万亿元、封闭式基金资产净值为3.8万亿元。

图表：21年以来当月上海：中原领先指数变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：21年以来基金重仓指数变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 个人层面：多重因素相互交织影响消费倾向

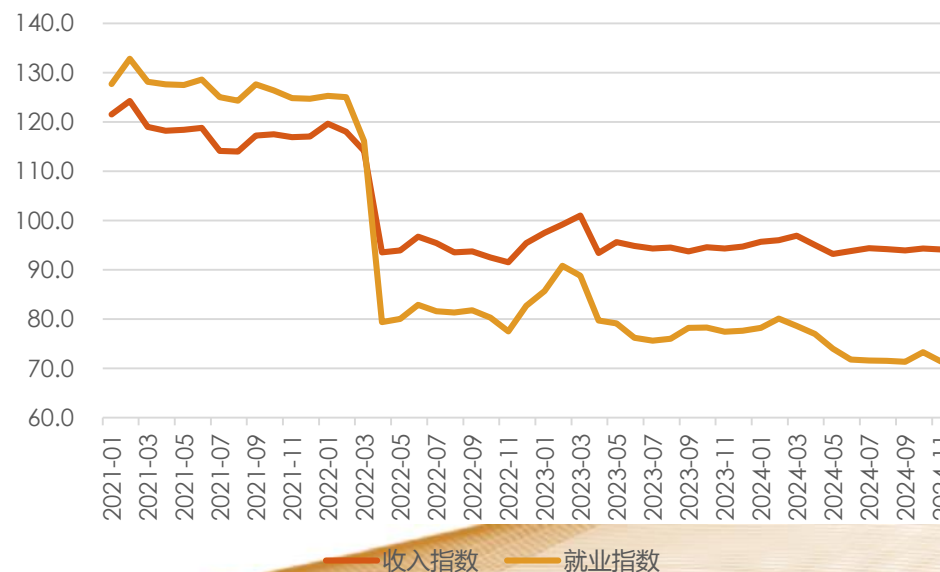
- 个人就业环境（包括工资水平、就业稳定性）、存量资产收益的变化，直接影响个人的消费信心：
- 以消费者信心指数为例，21年1月-22年3月均值为120.6，但22年4月-24年11月均值只有87.8。
- 从消费者信心指数分项来看，21年1月-22年3月就业指数好于收入指数，但22年4月以来就业指数一直弱于收入指数，甚至24年以来收入与就业指数的差值呈现继续扩大的态势。

图表：21年1月以来消费者信心指数的变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：21年1月以来消费者信心指数主要分项（收入与就业指数）变化趋势

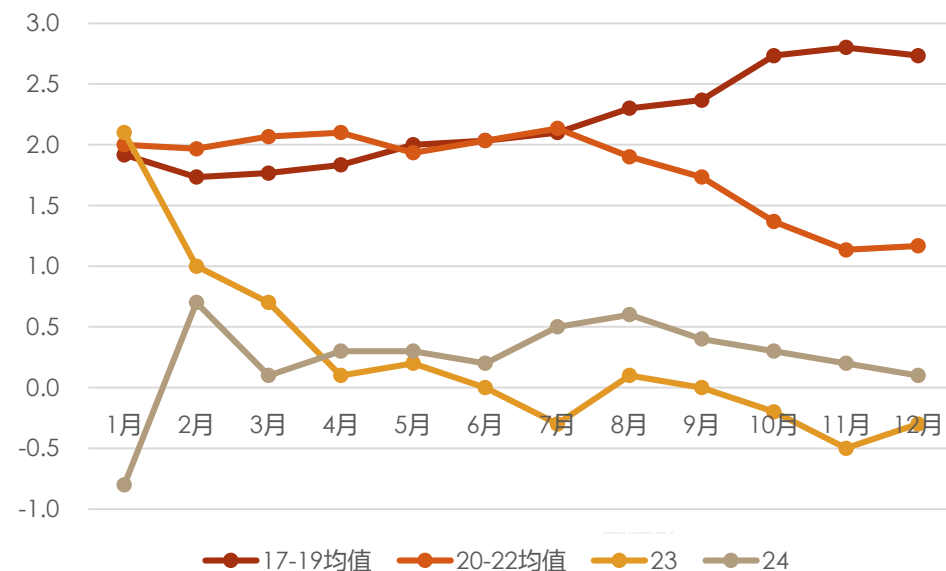


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 个人层面：多重因素相互交织影响消费倾向

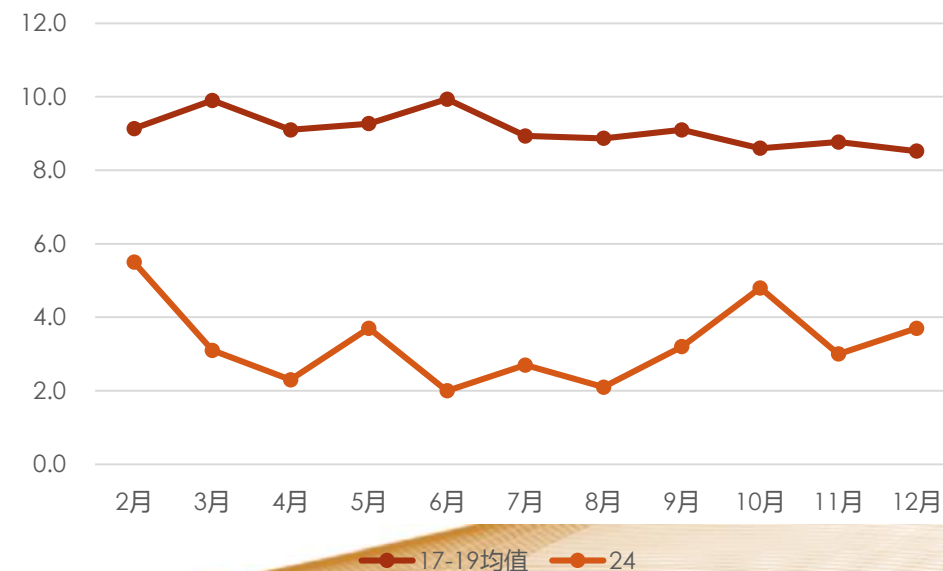
- 对于居民消费价格的变动，可以有两个角度解释（比如供需关系的变化，比如消费升级或降级的变化）。24年全国居民消费价格同比（CPI）依旧低于疫情前（17-19年均值）、疫情中（20-22年均值）。
- 社会消费品零售额是消费品价格与消费量二者变化的综合结果。24年全国社会消费品零售额同比增速低于疫情前（17-19年均值）。从月度数据看，9月重要会议后，10月增速出现较大幅度环比提升，11月增速回落的一部分原因可以归结于零售商促销节奏的变化。

图表：当月CPI（同比）变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：当月社会消费品零售额同比增速变化趋势（%）

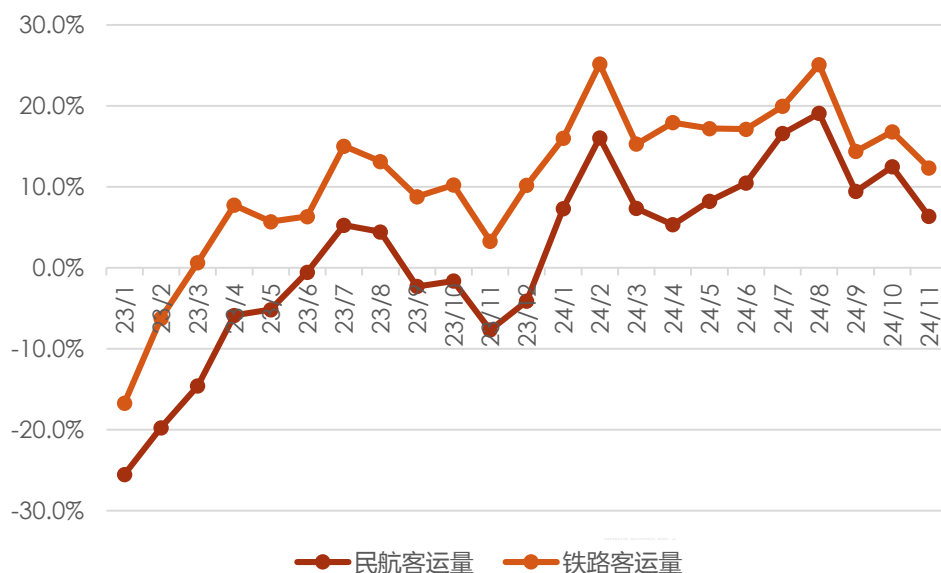


资料来源：wind，华西证券研究所

2.3 个人层面：多重因素相互交织影响消费倾向

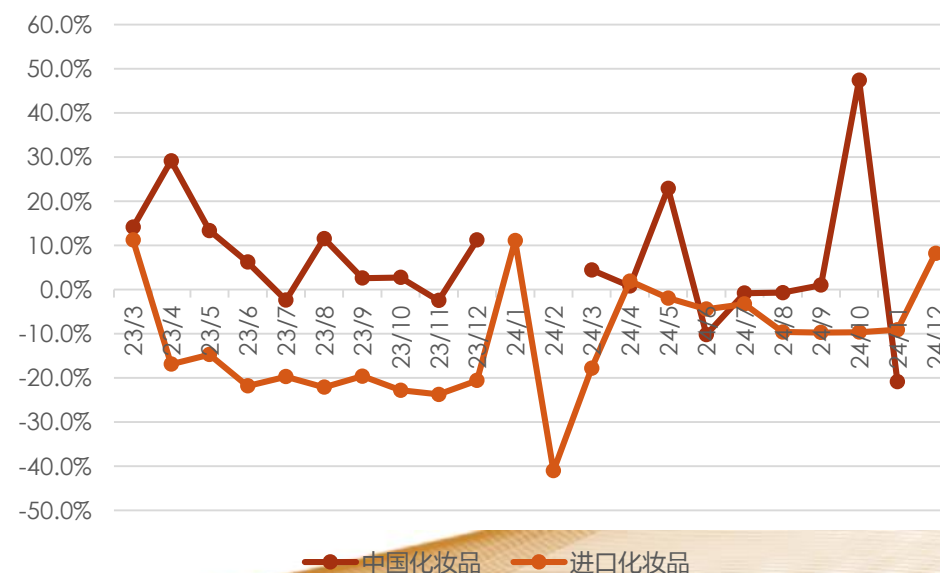
- 我们还观察到消费者转向性价比消费的趋势依旧在延续：
- ①以出行为例，23年以来航空、铁路均为恢复式增长阶段，但铁路出行需求增速要明显高于航空。
- ②以化妆品为例，由于22年基数的原因，23年中国当月化妆品零售额保持较快的增长。但23年以来，进口化妆品整体负增长、并且增速整体低于中国化妆品零售额增速。

图表：当月航空、铁路旅客量相较19年同期增幅



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23年各月中国化妆品零售额、进口化妆品同比增速 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

3

立足当下：24年航司采取了哪些经营策略？

3.1 机队建设：24年三大航继续低于年初的计划

- 我们认为飞机制造商的交付能力、各家飞机引进指标、各家当年飞机引进意愿共同影响各家机队建设：
- 根据24年初计划，三大航（国航、南航及东航）预计24年净增加114架，其中净退出3架宽体机、净增86架窄体机、净增28架支线飞机。
- 根据24年12月各家月报，三大航合计净增加56架，其中净退出8架宽体机、净增44架窄体机、净增20架支线飞机。

图表：6家上市干线航司客机机队情况（不含货机及公务机，架）

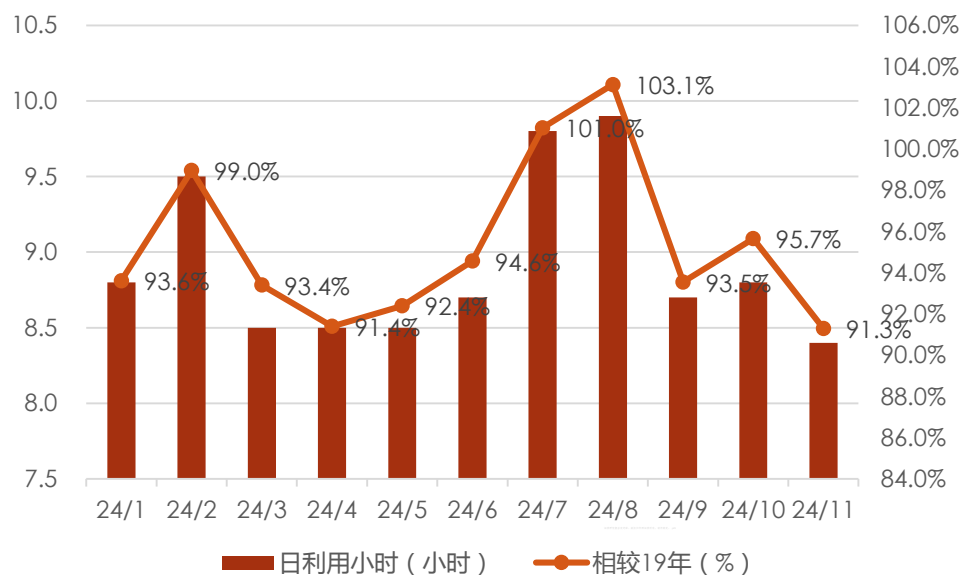
	2019年底				2023年底				2024年底				
	宽体机	窄体机	支线机	合计	宽体机	窄体机	支线机	合计	宽体机	窄体机	支线机	合计	相较19年
中国国航	127	567	0	694	139	608	24	771	136	623	33	792	114.1%
南方航空	110	718	20	848	110	746	35	891	120	758	39	917	108.1%
东方航空	93	630	0	723	106	659	17	782	108	672	24	804	111.2%
海航控股	80	263	18	361	71	251	12	334	69	267	12	348	96.4%
春秋航空		93		93		121		121		129		129	138.7%
吉祥航空	6	90		96	7	110		117	8	119		127	132.3%
6家合计	416	2361	38	2815	433	2495	88	3016	441	2568	108	3117	110.7%

资料来源：wind，华西证券研究所（注：国航剔除山东航空并表影响。如果加上山东航空，则24年底国航客机架次为19年底的133.4%）

3.2 ASK投放：方向有差异，淡季有收缩运力保客座率意图

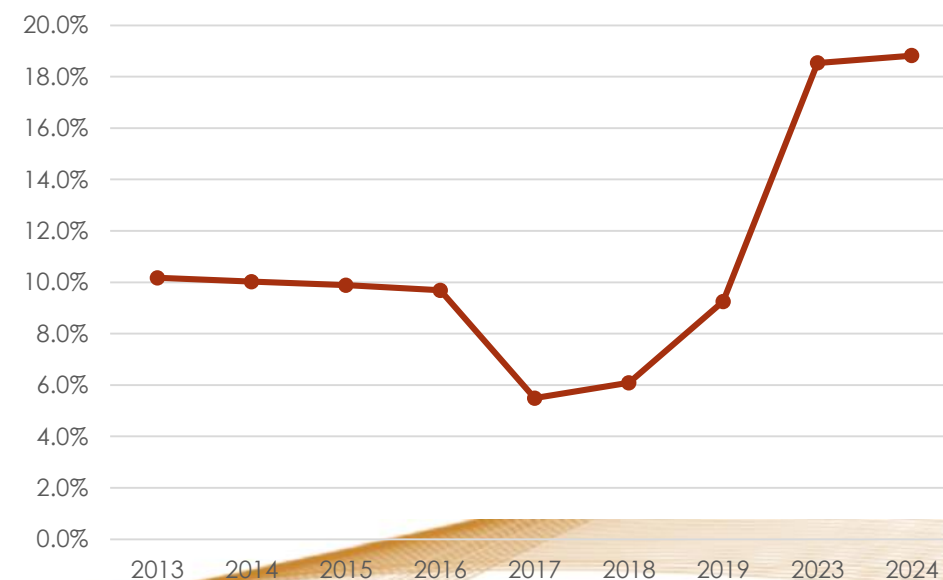
- ASK取决于现有机队规模与飞机平均利用小时数，我们能够从24年的运行数据中看到，24年淡季有较为明显收缩运力投放保客座率的意图：
- ①飞机利用率角度，旺季平均飞机利用小时恢复至19年同期100%左右，但淡季最低只有19年同期的91%左右。
- ②ASK角度，由于淡旺季需求的波动，淡季适量收缩ASK是航司常规动作，但24年淡季ASK收缩幅度明显高于历年。

图表：24年1月以来当月飞机利用小时及相较19年同期的恢复率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：历年11月相较8月行业ASK收缩的幅度 (%)

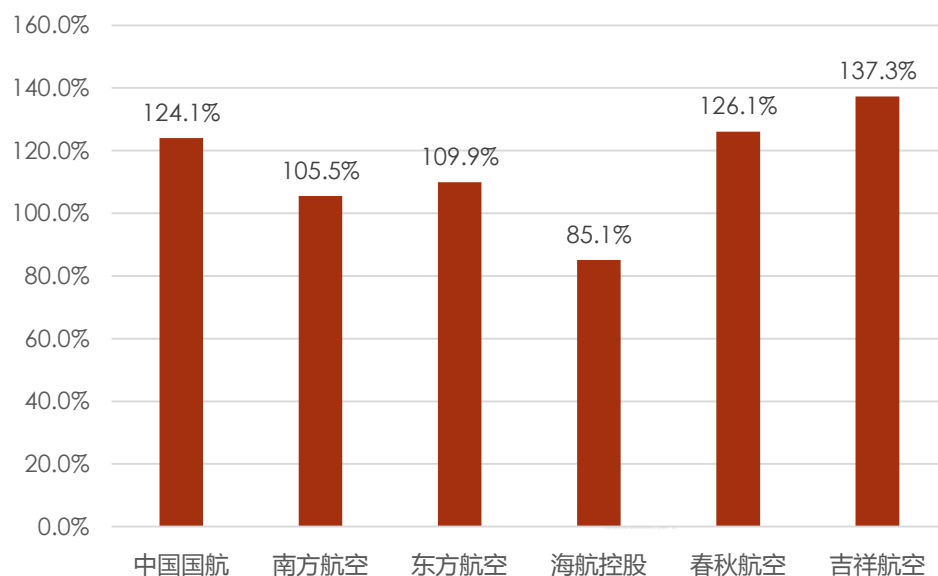


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 ASK投放：方向有差异，淡季有收缩运力保客座率意图

- ①由于2019年海航控股合并报表范围调整的原因，2024年ASK低于2019年。
- ②行业角度，2025年行业ASK潜在增量来自利用小时数的增长（尤其淡季）与飞机架次增长。航司角度，考虑2019-2024年飞机引进机构以及其他供给端的影响因子，我们判断未来春秋航空的ASK增长弹性最大。

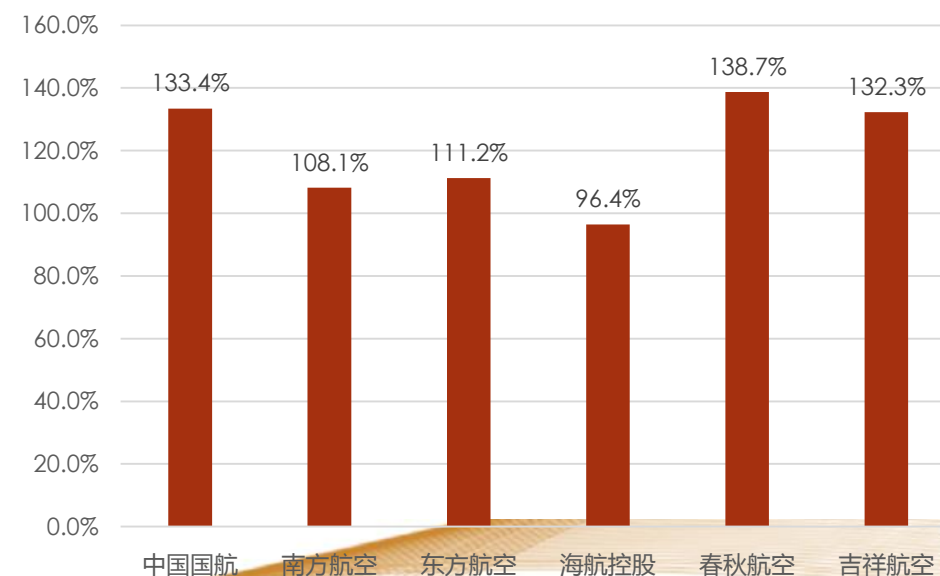
图表：2024年各家ASK与2019年的比值关系（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：天津航空于2019年11月开始不在海航控股合并报表范围

图表：2024年底各家客机架次与2019年的比值关系（%）



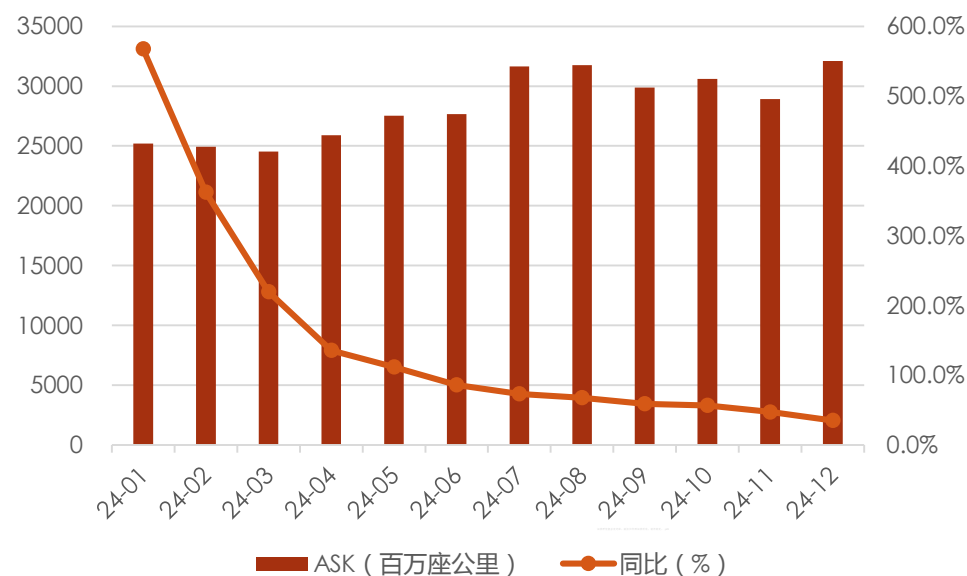
资料来源：wind，华西证券研究所

注：2024年中国国航客机架次含山东航空

3.2 ASK投放：方向有差异，淡季有收缩运力保客座率意图

- 24年各家均将主要的ASK增量投放在国际及中国港澳台航线：
- ①同比增速角度，6家干线上市航司24年国际及中国港澳台航线合计投放ASK同比增长95%（上半年有基数原因）。
- ②横向比较，吉祥航空由于787引进节奏及投向的原因，国际及中国港澳台航线ASK占比已经超过2019年。在其他5家航司中，春秋航空将更高比例的ASK投放在国内航线（与2019年比）。

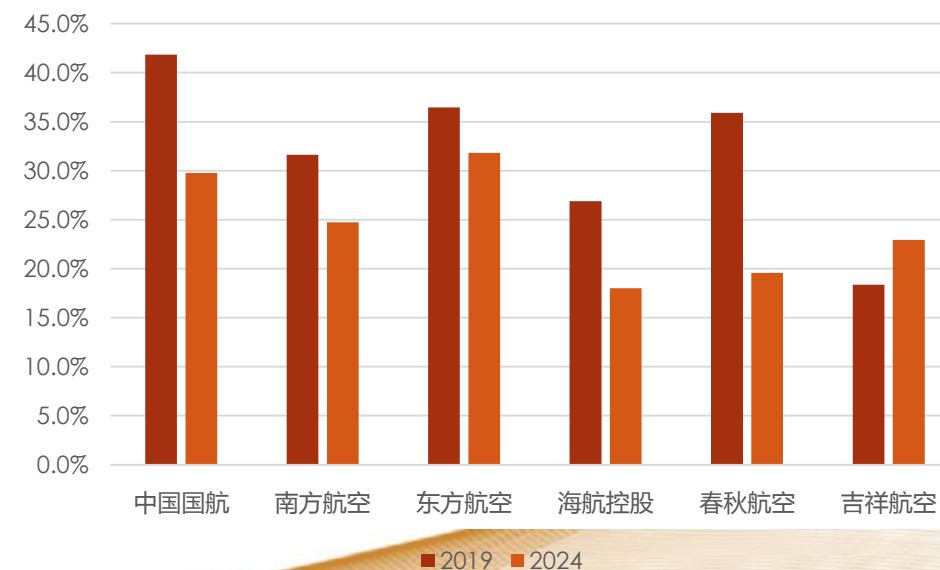
图表：24年6家干线上市航司合计在国际及中国港澳台航线ASK投放情况



资料来源：wind，华西证券研究所

注：六大上市干线航司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、海南控股、吉祥航空

图表：历年各家在国际及中国港澳台航线投放ASK占比 (%)

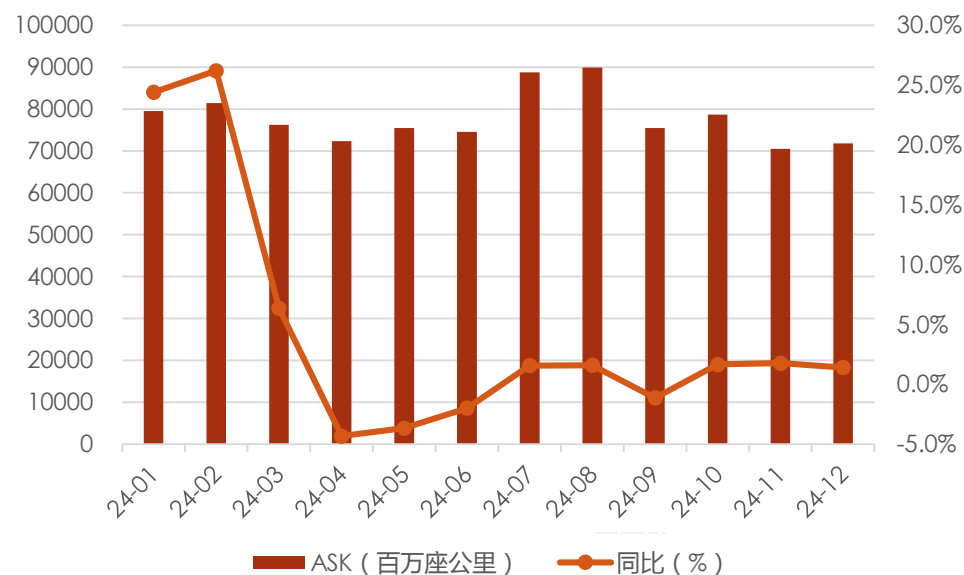


资料来源：wind，华西证券研究所

3.2 ASK投放：方向有差异，淡季有收缩运力保客座率意图

- 24年各家在国内线ASK的投放都偏向保守：
- ①同比增速角度，6家干线上市航司24年国内航线合计投放ASK同比增长仅3.9%。如果剔除23Q1基数的影响，24年4-12月6家干线上市航司国内航线合计投放ASK同比增长0.3%。
- ②平均航距角度，24年相较19年国内航线平均航距累计增幅与14-19年变化不大，因此我们认为航空与高铁还处在分享中长距离出行需求增量的阶段。

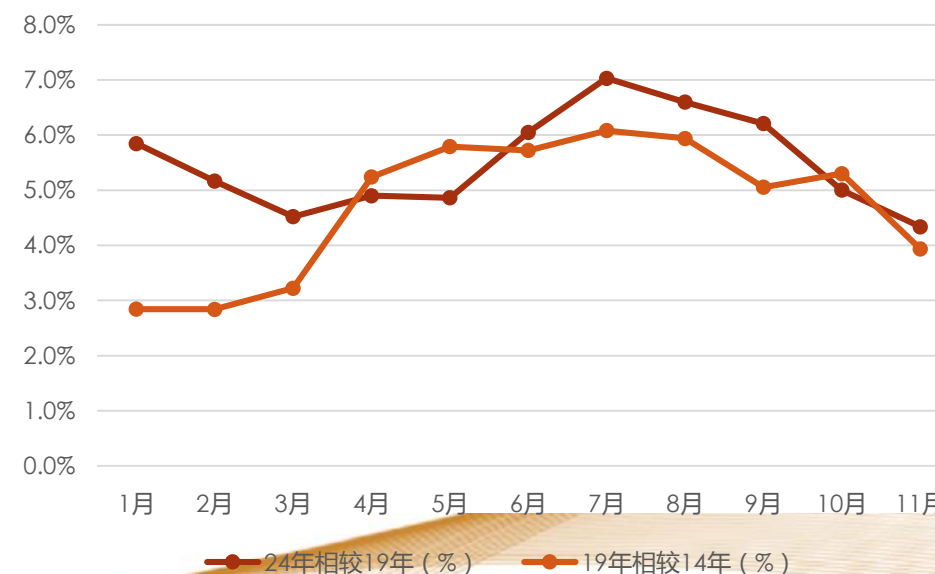
图表：24年6家干线上市航司合计在国内航线ASK投放情况



资料来源：wind，华西证券研究所

注：六大上市干线航司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、海南控股、吉祥航空

图表：国内线平均航距在区间的累计增幅情况 (%)

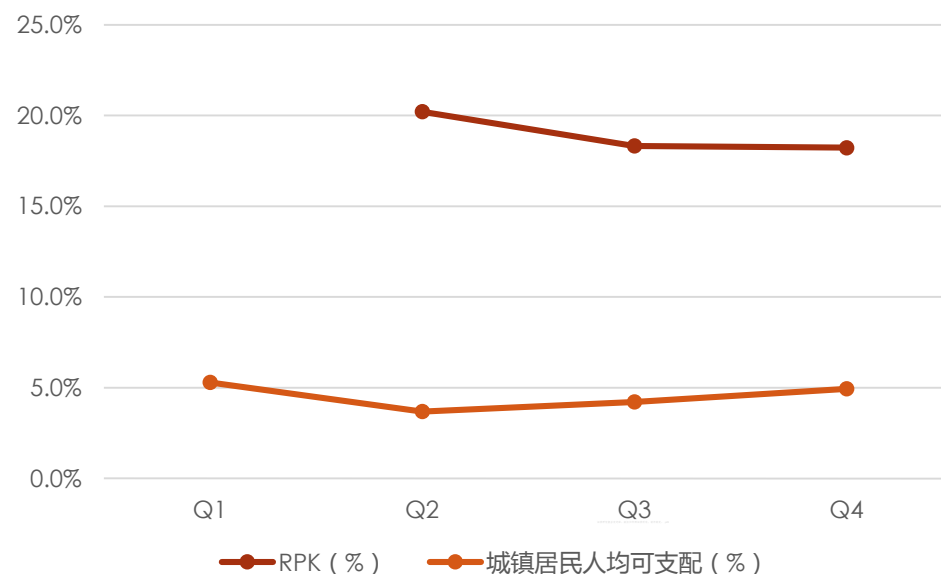


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 客座率：票价是主因，淡季ASK调整是次因

- 我们在《航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望》（2022/8/9）总结到，航空出行增速取决于当前的机票价格与居民收入增速情况。**24年航空出行需求增速明显高于收入增速，我们判断其中主因是机票价格的变动。**
- 根据CADAS，24年票价呈现总体走低趋势，四季度票价显著低于23年同期，也低于19年同期。核心商务航线（首都、虹桥、广州、深圳、双流对飞航线）票价同比下降约260元，降幅高于国内航线降幅均值，较2019年降低约162元。

图表：24年各个季度航空RPK及城镇居民人均可支配收入同比增速（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：各月国内航班平均票价（元）

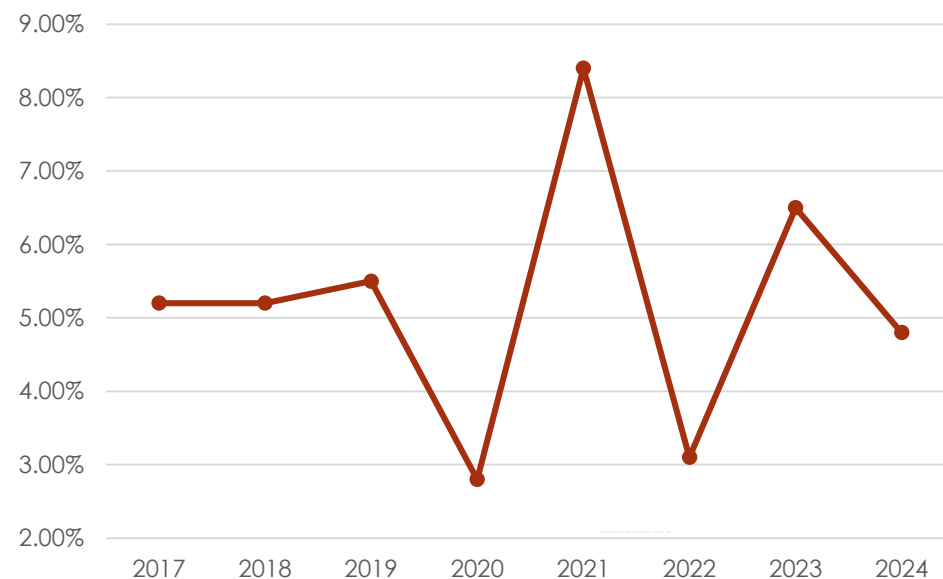


资料来源：CADAS，华西证券研究所

3.3 客座率：票价是主因，淡季ASK调整是次因

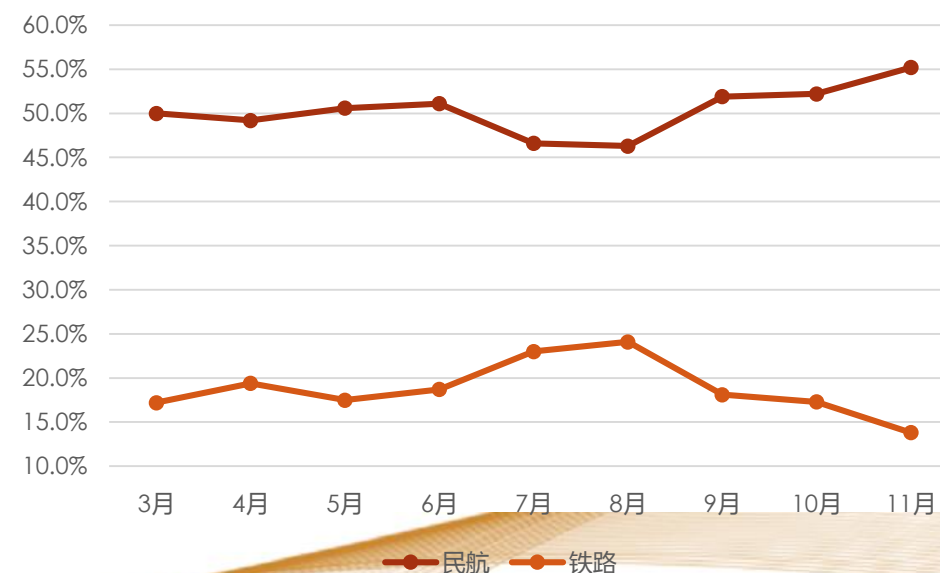
- 从旅客画像的角度，我们也能够深刻感受24年旅客结构的变化：
- ①根据去哪儿航旅大数据，出行12次（含）以上定义为高频旅客人数，24年其占总旅客人数的比例为4.8%，均低于19年（5.5%）、23年（6.5%）。按此计算，24年高频旅客的总体出行需求甚至略低于19年。
- ②根据CADAS，在1000公里以上区间的国内出行市场上，2024年Q4民航的市占率显著提升，总体上呈现淡季民航市占率较高、旺季民航市占率较低的特点，与民航票价波动趋势大致相反。

图表：2017-2024年航空高频旅客占比变化趋势（%）



资料来源：去哪儿航旅大数据，华西证券研究所

图表：2024年3-11月1000公里以上区间各交通方式占比

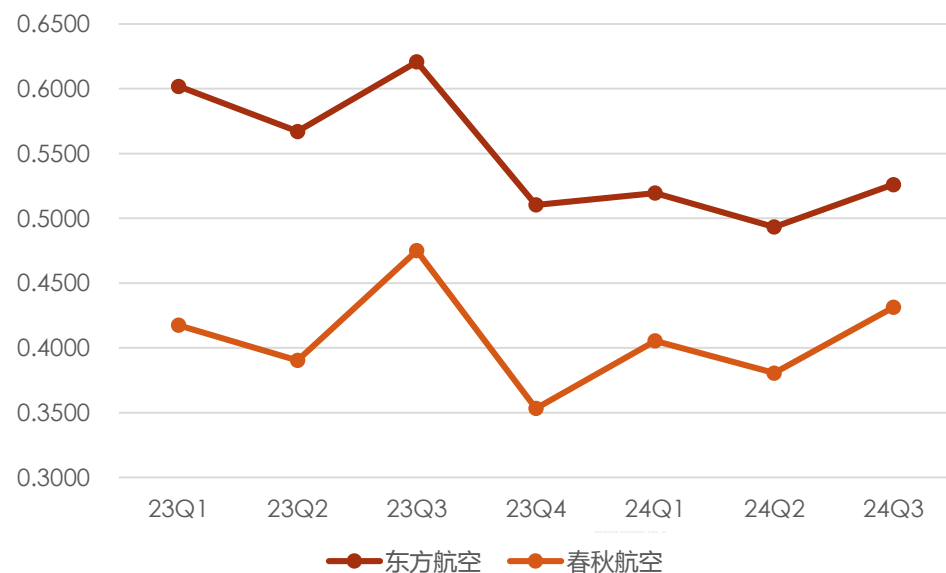


资料来源：CADAS，华西证券研究所

3.3 客座率：票价是主因，淡季ASK调整是次因

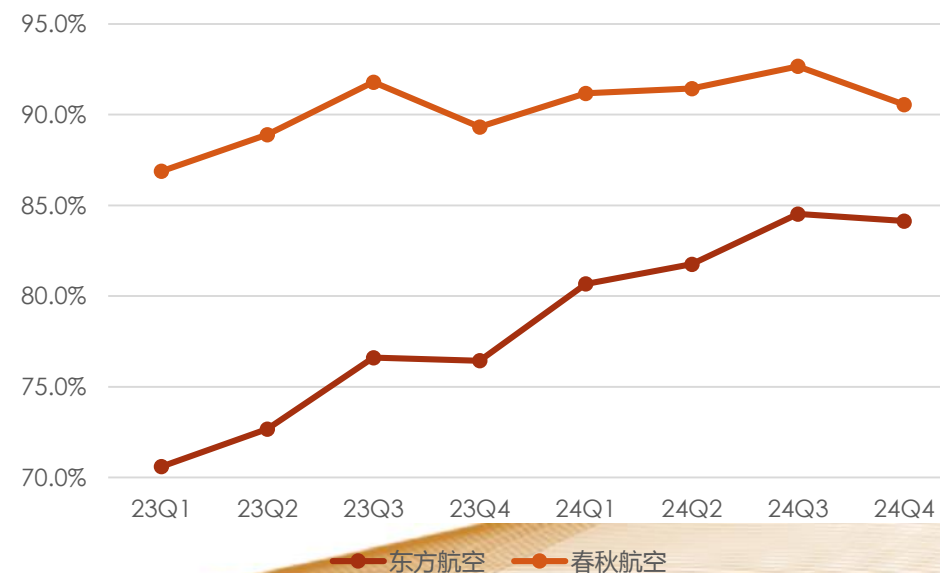
- 在旅客整体价格敏感度提高的情况下，票价是航司提升客座率的重要手段：
- ①纵向比较（以东航航空为例），24年前三季度平均客公里收益同比下降14%左右，客座率平均提升9个百分点。
- ②横向比较，尽管春秋与东航客公里收益比值从19年前三季度的74.1%提升至79.1%，但春秋航空的客座率依旧保持相对明显的领先幅度，并且疫情后的恢复速度也快于东航。

图表：23Q1以来东方航空、春秋航空单季度客公里收益变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：23Q1以来东方航空、春秋航空单季度客座率变化趋势（%）

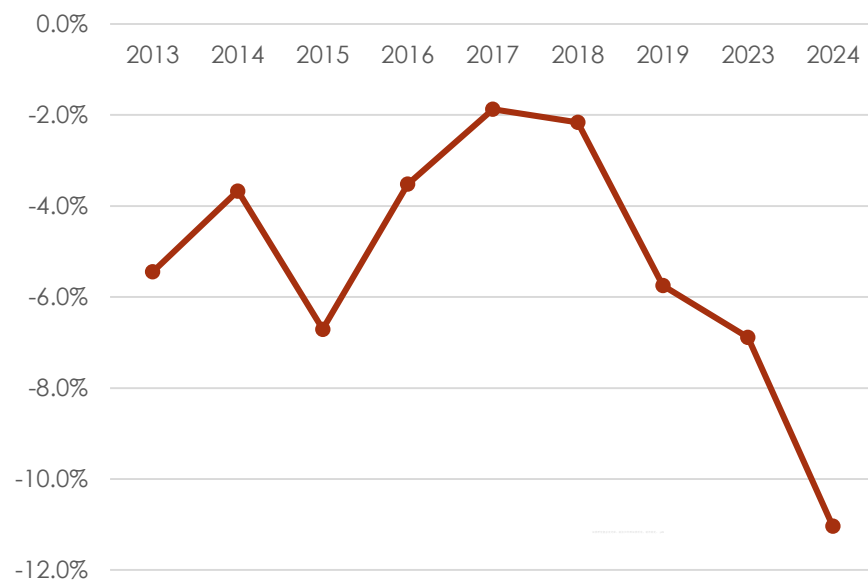


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 客座率：票价是主因，淡季ASK调整是次因

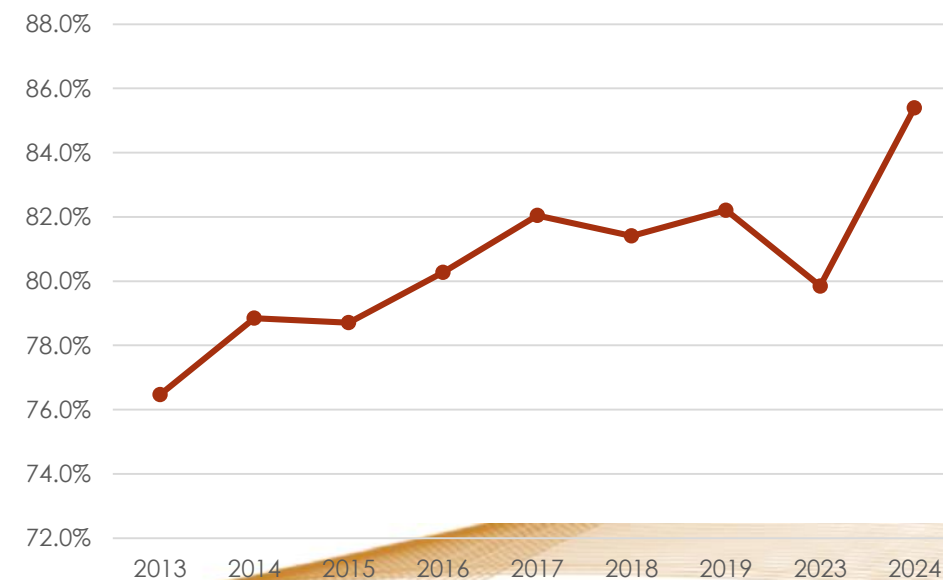
- 基于第二章分析，24Q4制造业与非制造业均不同程度景气度回暖，因此我们认为24Q4航司可能采取了过度谨慎策略：
- ①谨慎体现在ASK投放与价格政策。以南方航空为例，24Q4的ASK环比24Q3下降11%，环比下降幅度明显超过历年。根据P25的CADAS数据，四季度国内机票价格整体低于二季度。
- ②过度谨慎策略带来较高的四季度客座率。以南方航空为例，24Q4客座率为85.4%，明显高于历年四季度（其中17-19年四季度客座率均值为81.9%）。

图表：历年南方航空四季度ASK环比三季度下降幅度（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2013年以来南方航空四季度客座率变化趋势（%）

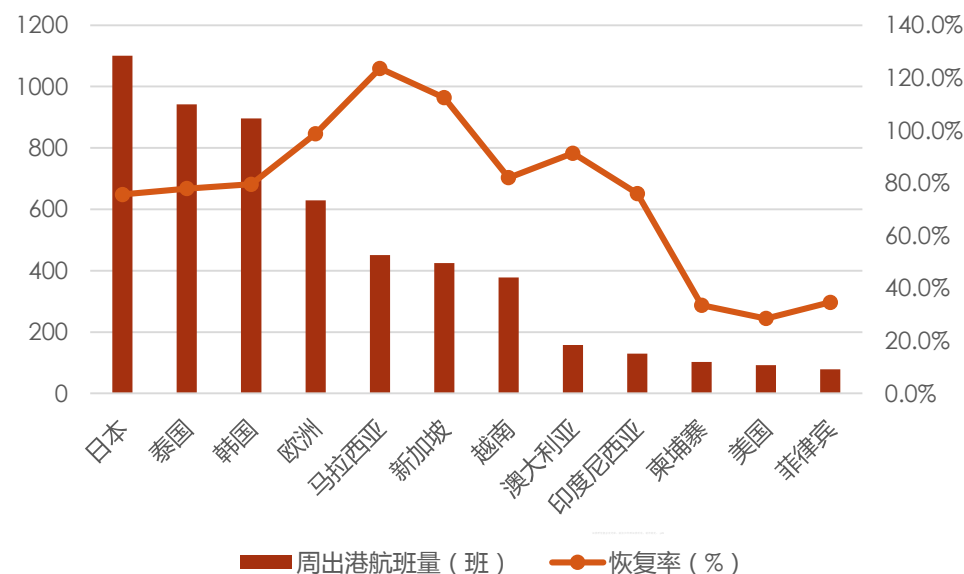


资料来源：wind，华西证券研究所

3.3 客座率：票价是主因，淡季ASK调整是次因

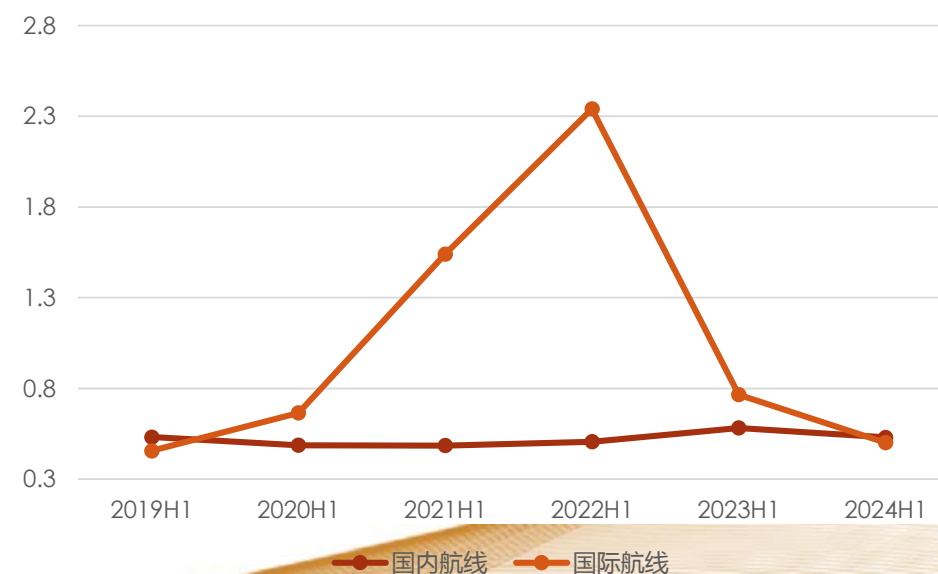
- 24年航司在国内线、国际及中国港澳台线ASK的投放倾向可能也是基于盈利最大化的考虑：
- ①以24年第50周为例，中国与日本、泰国、韩国之间的航班量不到19年同期的80%。恢复率不足，使得24年的国际线机票价格依旧高于19年同期（以南方航空为例）。
- ②以南方航空为例，19H1国际线客公里收益比国内线低14.3%，24H1国际线客公里收益仅比国内线低5.5%。展望25年，我们预计供给恢复推动国际线客公里收益下降，航司将继续调整ASK在不同航线的占比。

图表：24年第50周中国至主要目的地周度航班量及恢复率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：南方航空国内航线与国际航线平均客公里收益变化趋势（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

3.4 24年各家航司的综合经营结果

- 以年度为单位看各家综合经营结果：
- ①24年各家飞机利用小时相较19年还有提升空间，而这将继续形成未来ASK增长的因子之一（同时关注各家因发动机等其他因子造成的飞机停场情况）。
- ②三大航依托北上广主基地优势，跨境航线ASK恢复率较高。年度为单位，6家总体客座率基本恢复至19年水平。

图表：24年6家上市干线航司综合经营结果

	客机（架）		ASK（百万座公里）						客座率（%）					
	24年底	较19年	总体ASK	较19年	国内线	较19年	跨境线	较19年	总体	较19年	国内线	较19年	跨境线	较19年
中国国航	926	133.4%	356113	124.1%	250072	149.8%	106041	88.3%	79.8%	98.5%	81.5%	98.8%	75.9%	95.9%
南方航空	917	108.1%	362924	105.5%	273178	116.1%	89747	82.5%	84.3%	101.8%	84.7%	102.0%	83.2%	101.0%
东方航空	804	111.2%	296909	109.9%	202445	117.9%	94464	95.9%	82.8%	101.0%	84.0%	101.0%	80.2%	100.4%
海航控股	348	96.4%	148339	85.1%	121621	95.4%	26718	57.0%	83.5%	100.1%	86.1%	98.5%	71.6%	99.0%
春秋航空	129	138.7%	55093	126.1%	44307	158.2%	10786	68.7%	91.5%	100.7%	92.2%	99.7%	88.7%	100.8%
吉祥航空	127	132.3%	56014	137.3%	43156	129.6%	12858	171.4%	84.6%	99.3%	87.1%	100.5%	76.4%	96.5%

资料来源：wind，华西证券研究所

注：①中国国航23年4月起并表山东航空；②天津航空于2019年11月开始不在海航控股合并报表范围。

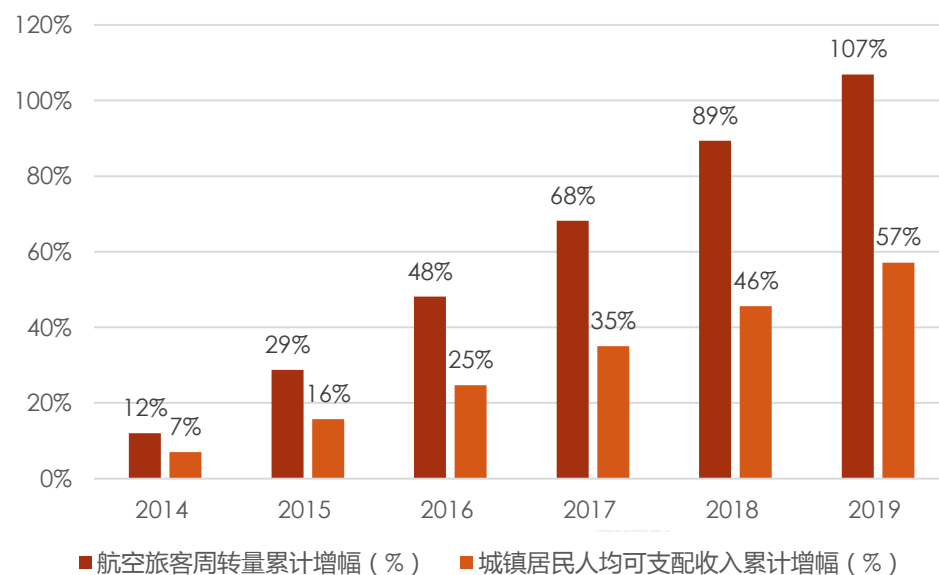
4

展望未来：哪些因子将牵动航空未来预期？

4.1 经济预期变化是牵动航空基本面预期的第一因子

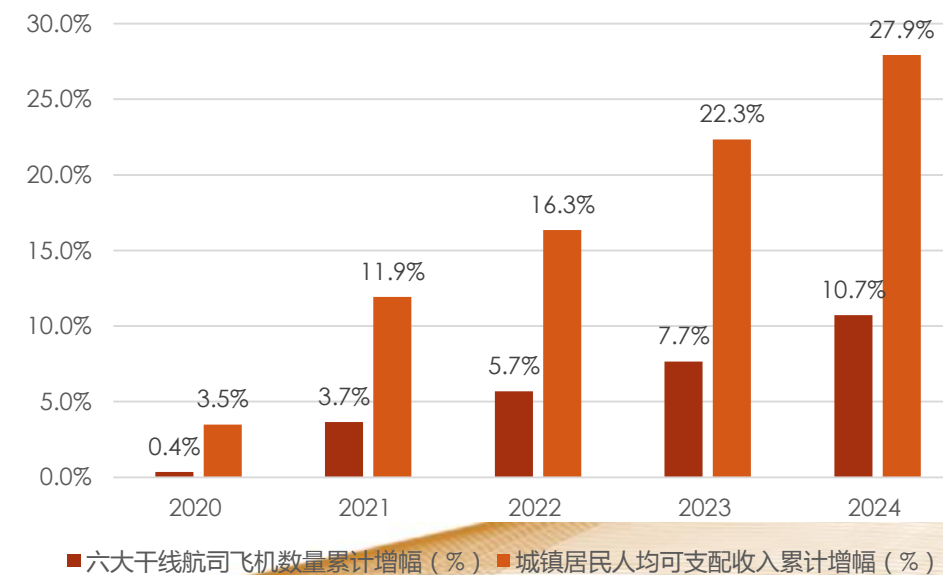
- 总体而言，我们期待未来消费信心提振带来航空出行需求的增量：
- ①13-19年，城镇居民人均可支配收入累计增长57%，同期航空旅客周转量累计增长107%，飞机数量累计增长78%；
- ②19-24年，城镇居民人均可支配收入累计增长27.9%，同期6大干线航司飞机数量累计增长10.7%。我们期待伴随消费信心的恢复，航空出行需求的增幅逐步赶上、甚至反超同期收入增幅。

图表：14-19年航空旅客周转量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（13年为基数）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：6大干线航司飞机数量及城镇居民人均可支配收入累计增幅（19年为基数）



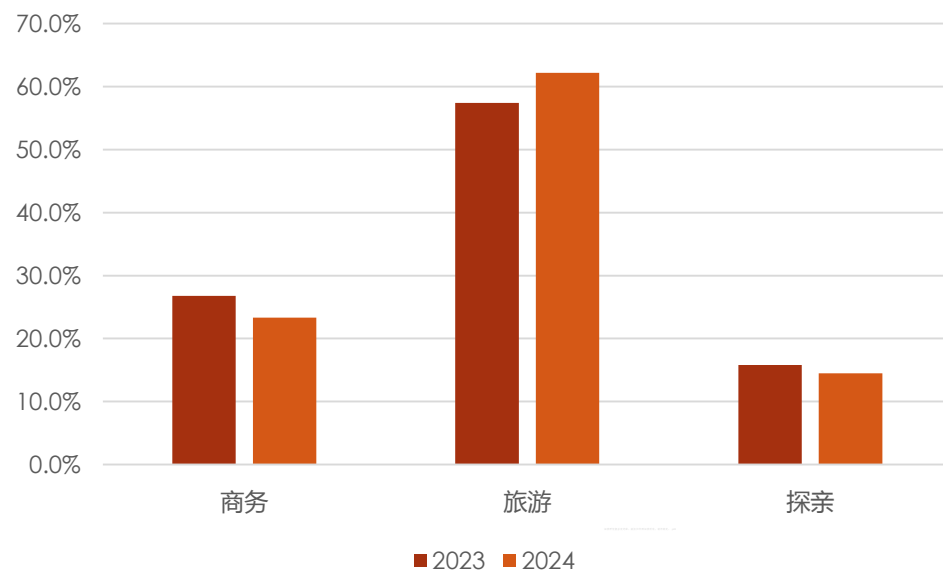
资料来源：wind，华西证券研究所

注：国航剔除山东航空并表影响

4.1 经济预期变化是牵动航空基本面预期的第一因子

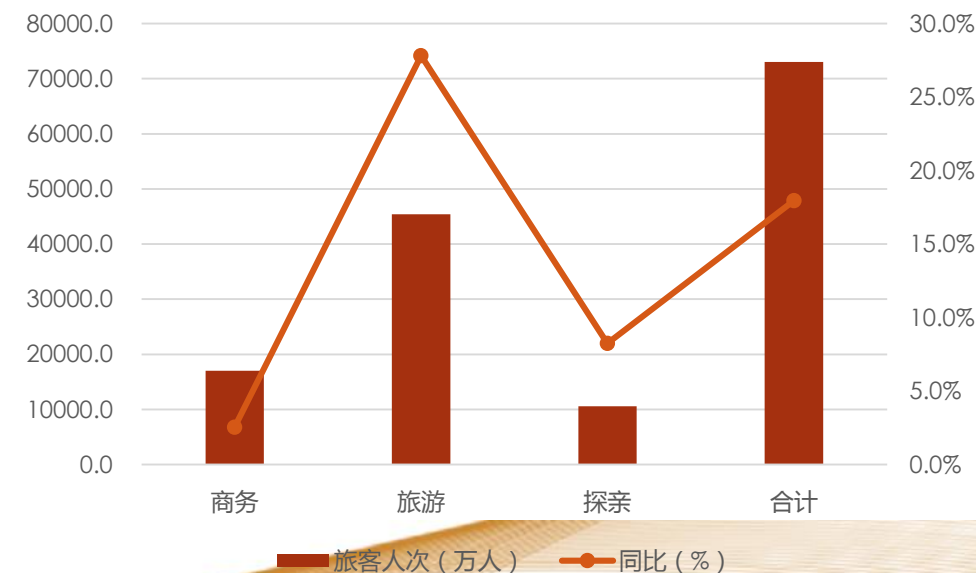
- 对于企业而言，当下经营情况以及对未来的预期，影响企业当期费用的预算（比如差旅费）：
- ①根据本报告第二章的分析，24年制造业与非制造业均出现了不同程度的量跌、价跌，这种情况将会导致企业出现不同程度的费用预算收缩（比如差旅费）。根据航旅纵横，24年商务旅客同比增长仅2.5%（行业增长18%）。
- ②24年9月重要会议后，制造业与非制造业景气度均出现不同程度回暖。如果25年继续出台重大政策抬升经济预期，将会带来商务出行需求的修复，这对于航空是旅客结构的改善。

图表：2023年与2024年民航旅客出行需求分布情况（%）



资料来源：航旅纵横，华西证券研究所

图表：2024年各个类型旅客规模及同比增速情况

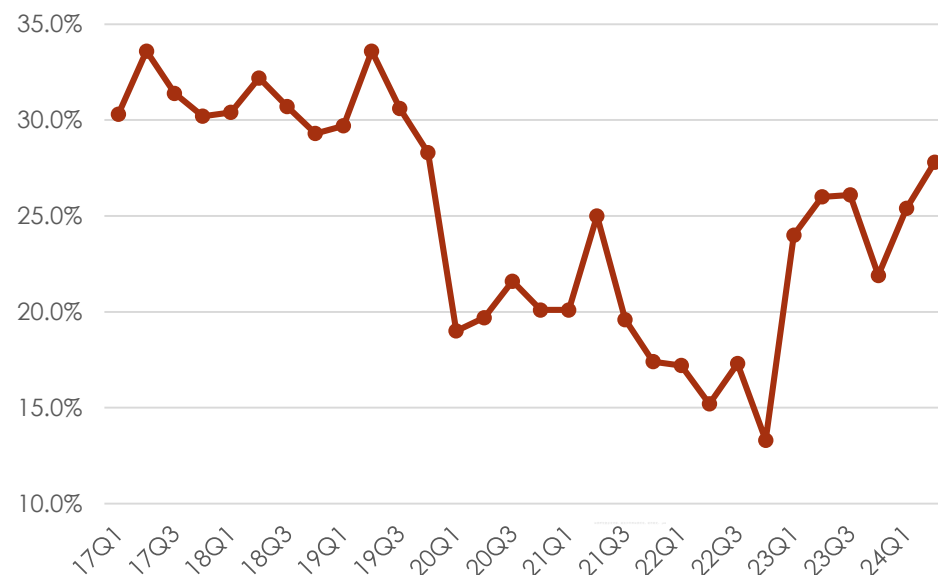


资料来源：wind，航旅纵横，华西证券研究所

4.1 经济预期变化是牵动航空基本面预期的第一因子

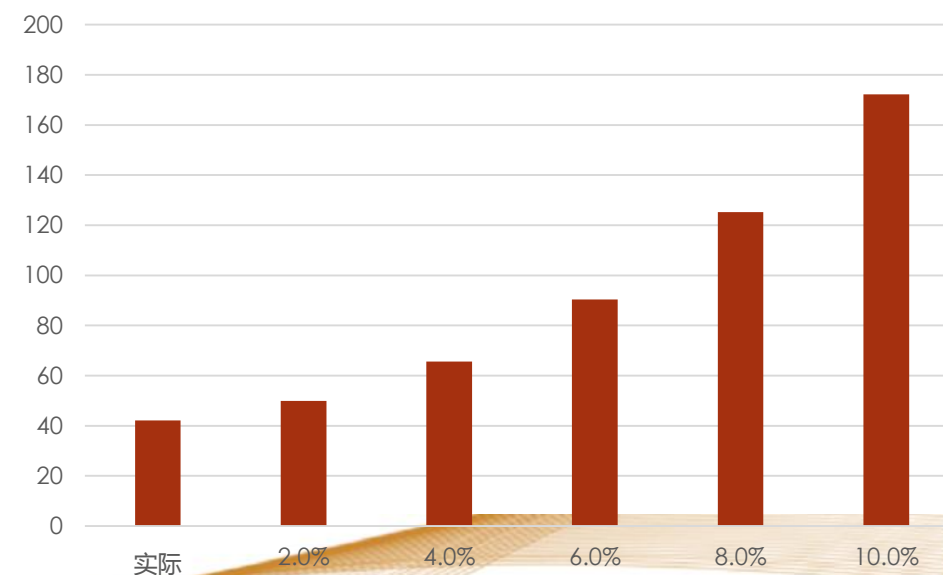
- 对于个人而言，经济预期变好将间接提升个人支出中愿意用于旅游的占比。在既定供给下，出行需求总量增长预期的抬升，则意味着航空有机会通过价格筛选出相对支付能力较强的旅客。
- 以已经发生的24Q3为例（以南方航空为例），假设在其24Q3供给与需求不变的情况下，票价上涨6%即可实现利润在原有基础上超过翻倍的增长（票价涨幅取决于经济预期的变化幅度）。

图表：17Q1以来旅游占个人支出意愿比的变化趋势（%）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：不同涨价情景下南方航空24Q3利润测算（以24Q3实际票价为基数，亿元）

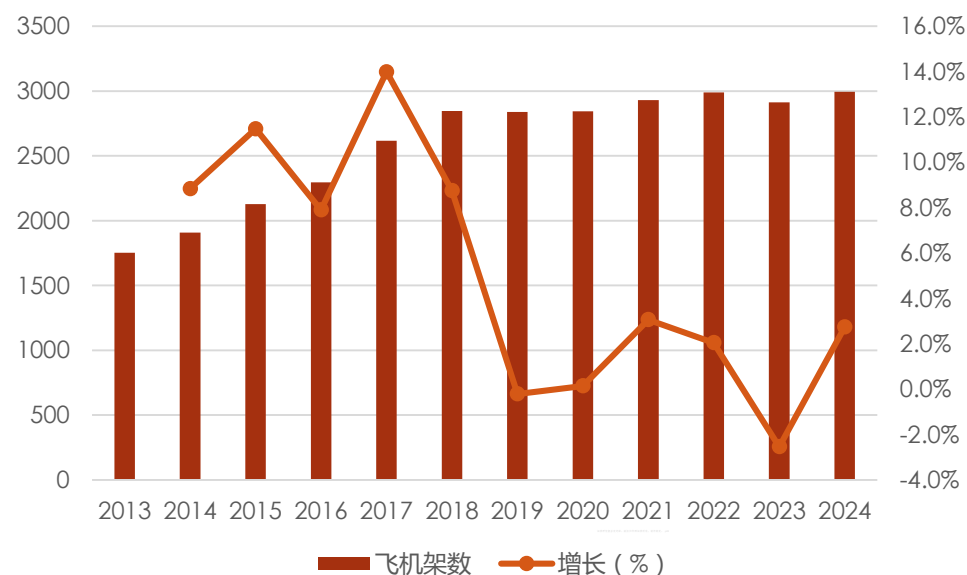


资料来源：wind，去哪儿，华西证券研究所

4.2 我们判断当下的弱现实反过来会增强供给端的逻辑

- 尽管我们认为20年以来飞机增长明显降速已经体现在航空板块的预期内：
- ①以6大上市干线航司为例，其合计飞机数量在13-18年复合增速为10%，而在19-24年的复合增速仅为1.1%。
- ②根据历年民航行业发展统计公报，截至23年12月底全行业客运飞机4013架，相较19年底累计增幅为10.1%，其中支线飞机、窄体机、宽体机累计增幅分别为38.2%、9.3%、3.5%，意味着实际座位数的增速低于飞机架次增速。

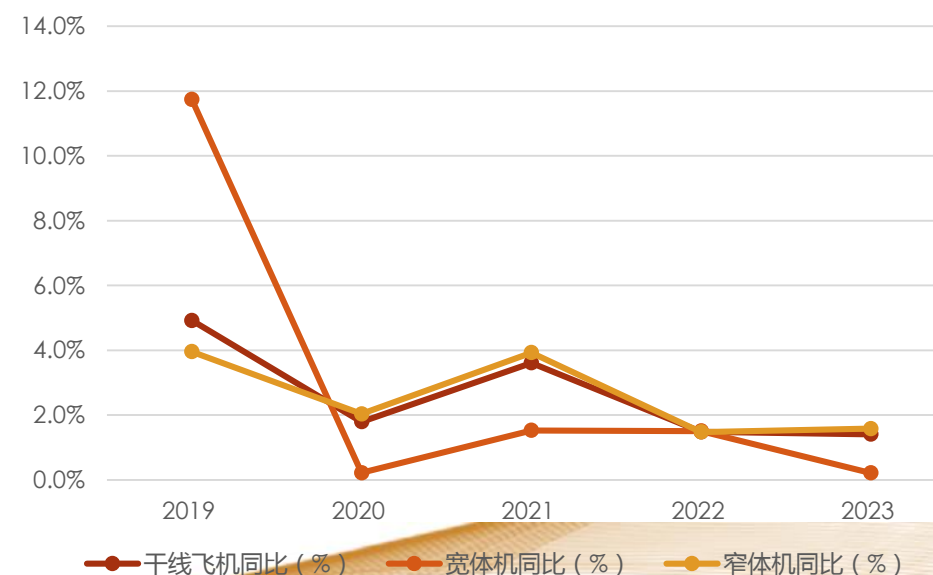
图表：13-24年6大上市干线航司飞机数量变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

注：六大上市干线航司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、海南控股、吉祥航空，国航剔除山东航空并表影响

图表：19-23年各个机型飞机架次增速变化趋势 (%)

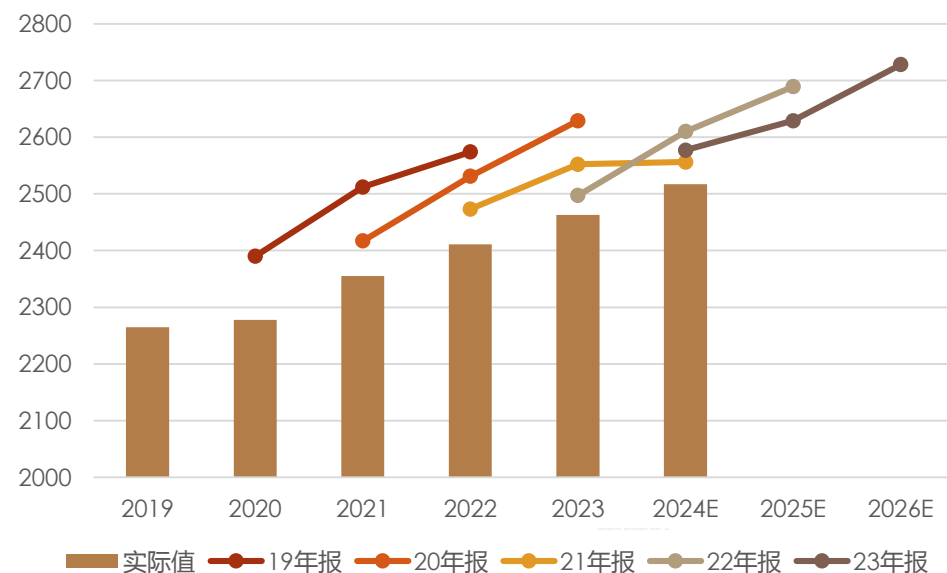


资料来源：wind，华西证券研究所

4.2 我们判断当下的弱现实反过来会增强供给端的逻辑

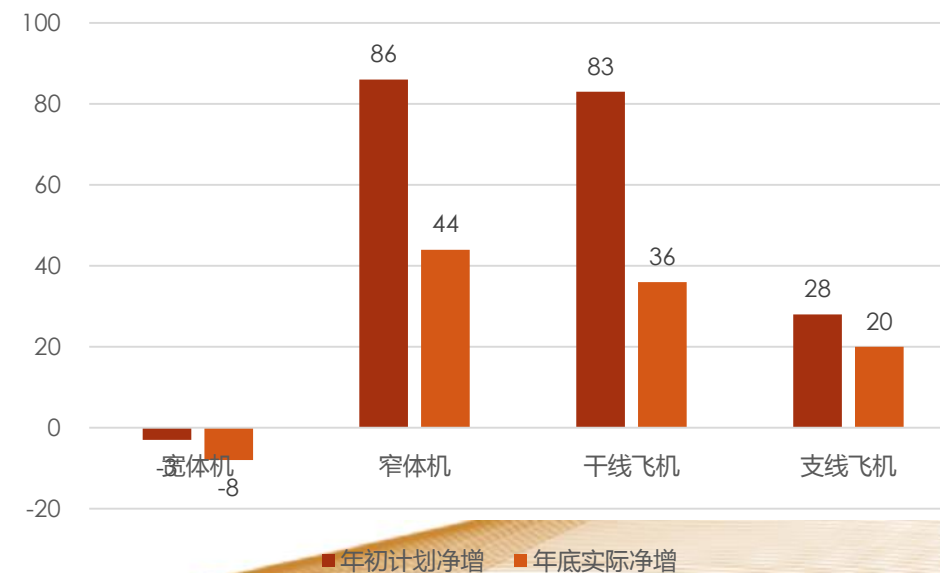
- 但当下弱现实仍有机会推动航司继续下调飞机的引进计划（尤其当年）：
- ①以三大航合计数为例，其在20、21、22年报对23年的客机数量指引分别为2629架、2552架、2497架，而截至23年底三大航客机数量实际值为2463架（不含山东航空）。
- ②根据23年报，三大航预计24年净增加114架（净退出3架宽体机、净增86架窄体机、净增28架支线飞机），而截至24年底累计净增加仅56架（净退出8架宽体机、净增44架窄体机、净增20架支线飞机）。

图表：三大航飞机引进情况变化趋势（架）



资料来源：wind，华西证券研究所
注：国航剔除山东航空并表影响

图表：24年三大航合计机队规模变化情况（架）



资料来源：wind，华西证券研究所

4.3 油价与汇率的变动可能增强或削弱航空基本面预期

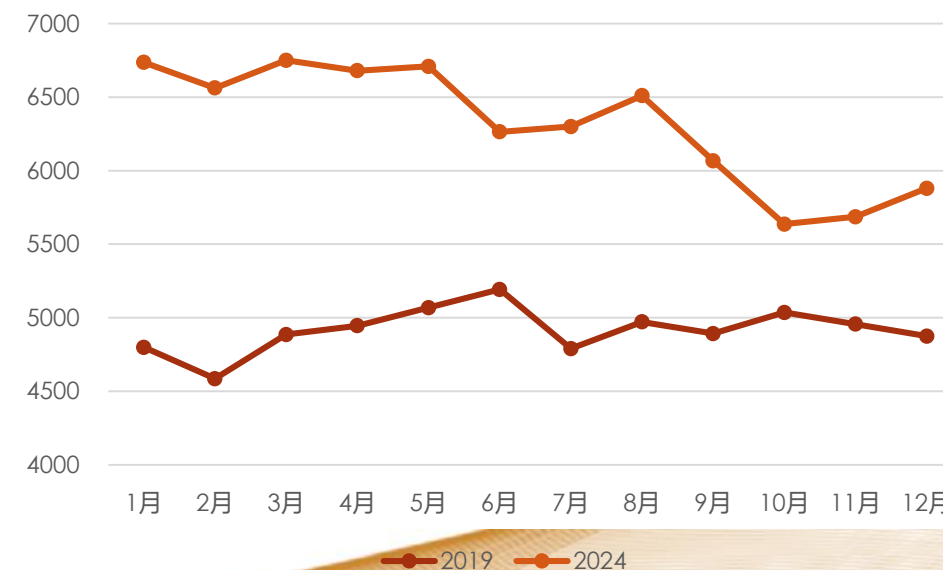
- 尽管作为交运分析师，我们不具备准确预判未来油价与汇率走势的能力，但是我们依旧需要重视油价与汇率变动对航空板块业绩预期的影响。
- 以南方航空2023年为例，人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将增厚（减少）公司利润3.2亿元，油价每上升或下降10%，将减少（增厚）公司利润52.05亿元。

图表：即期汇率：美元兑人民币变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：航空煤油价格变化趋势（元/吨）



资料来源：wind，华西证券研究所

4

投资建议及风险提示

4.1 投资建议

- **回顾反思：**22年8月以来我们合计外发5篇航空深度报告（3篇行业深度、2篇公司深度），但23年以来航空股价表现并不好，我们总结之前对航空研判存在的不足，包括对疫后经济及航空需求恢复考虑不足（包括节奏与持续时间）、对油价间接影响需求恢复的速度考虑不足。
- **宏观总结：**以年度为单位，当前总体经济增长中枢低于2019年，24年制造业与非制造业均面临不同程度的价跌、量跌，个人就业环境也弱于前一年。但24年9月重要会议后，24年四季度制造业订单量在回升，非制造业量、价环比回升。
- **24年航司经营总结：**24年三大航机队建设继续低于年初的计划，2025年行业ASK潜在增量来自利用小时数的增长（尤其淡季）与飞机架次增长。考虑2019-2024年飞机引进机构以及其他供给端的影响因子，我们判断未来春秋航空的ASK增长弹性最大。24年航司客座率基本恢复至19年水平，其中票价是主因，淡季ASK调整是次因。
- **25年航空展望：**经济预期变化是牵动航空基本面预期的第一因子。如果25年继续出台重大政策抬升经济预期，将会带来商务出行需求的修复，同时提升个人支出中愿意用于旅游的占比。在既定供给下，出行需求总量增长预期的抬升，则意味着航空有机会通过价格筛选出相对支付能力较强的旅客。
- **投资建议：**经济预期变化是牵动25年航空基本面预期的第一因子，同时当下弱现实仍有机会推动航司继续下调飞机的引进计划（增强行业供给端逻辑）。我们期待宏观政策落地对商旅、因私出行需求的提振，进而带来航空板块业绩弹性。受益公司包括中国国航、南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空、海航控股、中国民航信息网络等。

4.2 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，航空出行需求将受到收入和消费倾向的双杀。
- **油价大幅上涨或汇率大幅度贬值。**油价或汇率的波动，不仅直接影响航空公司成本费用项，还将间接影响航空出行需求。目前市场能够看得清过去及未来几年飞机增速大幅下降，对疫情后供需关系改善带来的航空高景气度周期有较强预期。如果届时油价大幅上涨或汇率大幅度贬值，虽然不会改变航空出行板块景气向上的方向，但依旧有可能使得景气向上的幅度不及预期。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

谢谢！