

供给护航，内需可期

——交通运输业2025年度策略之航空机场篇

行业评级：看好

2024年11月23日

分析师
邮箱
证书编号

李丹
lidan02@stocke.com.cn
S1230520040003

分析师
邮箱
证书编号

李逸
liyi01@stocke.com.cn
S1230523070008

航空：供给受限或将至少持续至2027年，24Q3供需基本达到平衡，2025年行业迎供需反转

- **供给端：我国民航业24-26年飞机表观复合平均增速已降至3.4%，增速较19年以前显著下降。但由于上游发动机制造商、飞机制造商的产能瓶颈，以及国产飞机引进速度快，实际供给24-26年复合平均增速或将降至2.5%。**
 - **发动机：LEAP产能未能恢复至19年，PW存质量问题返厂检修。** GE集团（含CFM，市占率约59%）产能仅恢复至19年的7成。PW发动机（市占率约15%）受质量问题扰动，全球35%搭载PW的A320处于停场状态。
 - **波音空客：产能仅恢复至48%/77%，空客最早27年恢复产能。** 波音受安全事故、罢工等影响，24年前三季度产能仅恢复至18年的48%。空客受发动机交付不及时等影响，24年前三季度产能恢复至19年的77%，空客最新预期2027年恢复至月交付75架A320。
 - **国产大飞机：24Q1-3已交付7架C919，24架ARJ，产能释放中。** 但由于C919、ARJ飞机小时利用率不足，对实际供给拉动有限。
- **24年7-8月，供需关系已优于19年同期。** 从月度客流恢复率与月度机队引进情况来看，民航总体供需在6月基本达到弱平衡，7-8月旺季需求已超19年同期。

机场：国际客流恢复至9成，静待消费意愿恢复拉动免税租金收入/其他非航收入提升

- **客流：**国内航线客流已大幅超过19年同期，国际客流恢复至19年的9成左右。10月上海机场、白云机场、深圳机场旅客量分别恢复至19年的108%、107%、111%；其中国内线旅客量分别恢复至19年的118%、114%、126%，国际及地区线旅客量分别恢复至19年的89%、87%、93%。
- **业绩持续修复：**航空性业务与旅客量同步恢复，非航业务收入恢复慢，静待消费意愿恢复拉动免税租金收入/其他非航收入提升。

投资建议：积极扩内需，看多高弹性航空板块

- 我们预计2025年航空行业迎来供需拐点，25/26年供需差分别为+3.2%、+4.4%。
- 标的：持续推荐华夏/吉祥/春秋/南航 (H/A) /国航 (H/A) /东航 (H/A)。

风险提示

- 1、需求不及预期风险
- 2、油价大幅上涨风险
- 3、汇率大幅波动风险
- 4、机场免税销售额不及预期

01

2024年 复盘

- **业绩：航司旺季业绩下滑**
- **行情：2024年整体下行**
- **重仓仓位：逐季下降**

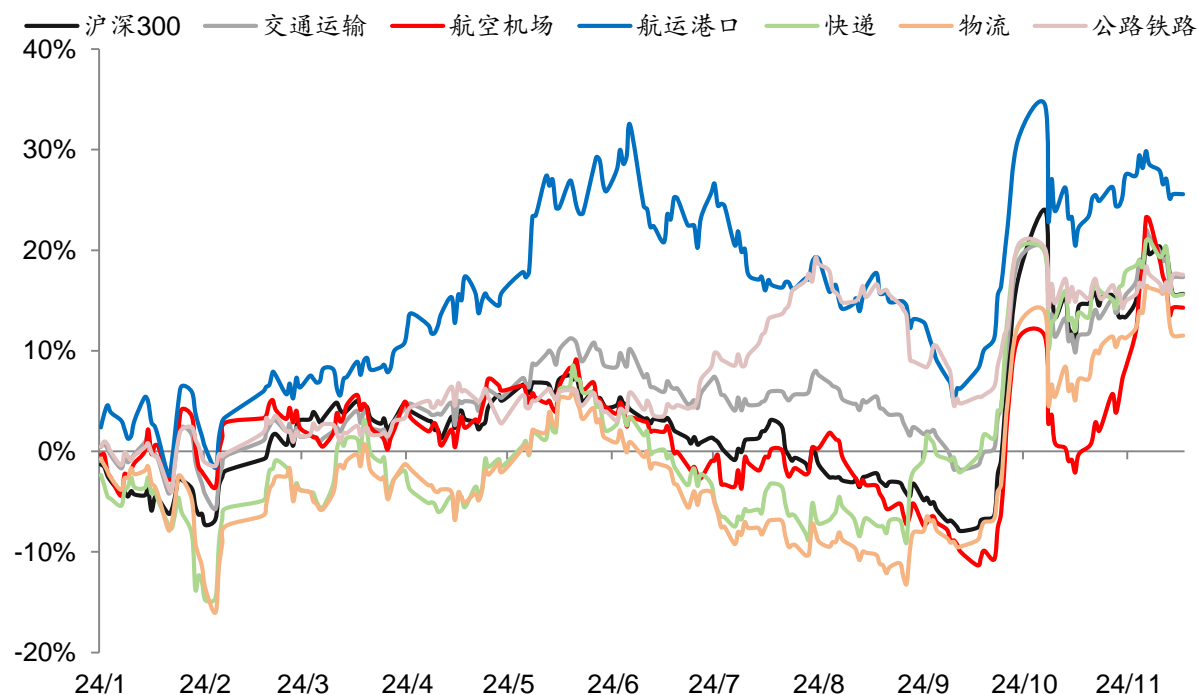
- **航空**：2024年行业呈现量增价减趋势，航司营业收入同比正增长，24Q3归母净利润同比普遍下滑。其中，华夏航空24Q1-3扭亏为盈，迎来业绩拐点。
- **机场**：2024年业绩随客流恢复而继续修复，其中白云机场恢复领先，24Q2-Q3业绩已超过19年同期。

表：航司、机场业绩一览（单位：亿元）

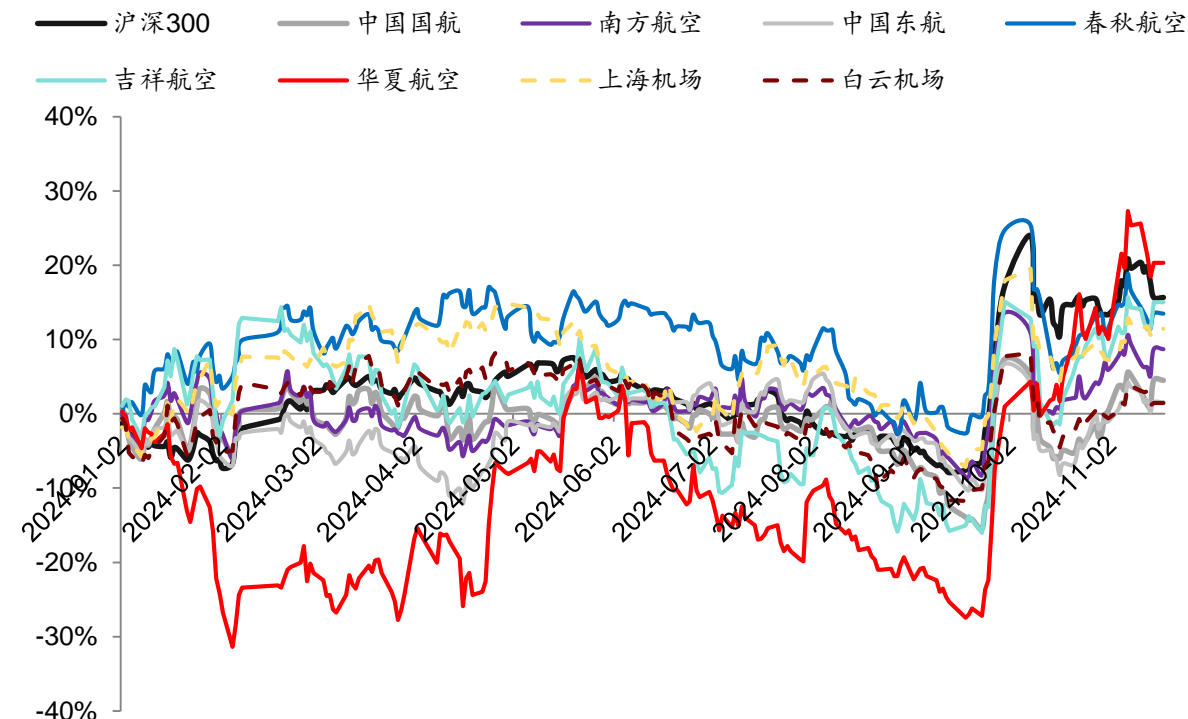
单位：亿元	行业	航空							机场		
		标的	中国国航	南方航空	中国东航	海航控股	春秋航空	吉祥航空	华夏航空	白云机场	上海机场
营业收入	24Q1	401	446	332	175	52	57	16	17	30	11
	24Q2	395	402	310	142	47	52	16	18	30	11
	24Q3	486	499	384	200	61	65	19	18	31	12
同比23年同期	24Q1	60%	31%	49%	33%	34%	29%	55%	22%	41%	24%
	24Q2	14%	6%	14%	-2%	13%	7%	36%	17%	12%	8%
	24Q3	6%	5%	6%	5%	0%	0%	19%	7%	2%	11%
归母净利润	24Q1	-16.7	7.6	-8.0	6.9	8.1	3.7	0.2	1.9	3.9	0.9
	24Q2	-11.1	-19.8	-19.7	-13.2	5.5	1.2	0.0	2.5	4.3	0.8
	24Q3	41.4	31.9	26.3	28.1	12.4	7.8	2.8	2.3	3.9	1.5
同比23年同期	24Q1	-	-	-	335%	128%	125%	-	319%	-	-
	24Q2	-	-	-	-	14%	-	-	121%	85%	51%
	24Q3	-2%	-24%	-28%	13%	-32%	-27%	412%	98%	6%	-30%
同比19年同期	24Q1	-	-71%	-	-40%	71%	-7%	-71%	-16%	-72%	-45%
	24Q2	-	-	-	-	45%	-34%	-97%	22%	-67%	-41%
	24Q3	14%	34%	8%	2491%	44%	19%	24%	59%	-70%	-11%

- 2024年1-9月，交通运输行业整体跑赢大盘，高股息/出海板块获超额收益，顺周期板块表现弱势。9月底市场风格切换、风险偏好提升后，交运行业跑输大盘。
- 2024年市场对消费弱复苏信心不足，同时航空呈现量增价跌趋势，航空机场板块整体呈下行趋势，中间五一、暑运旺季出现阶段性行情。2024年9月底以来，市场风险偏好提升，提振消费政策出台预期增强，航空作为顺周期中弹性较大的板块，反弹幅度居前。

图：2024年初至今累计涨跌幅（截至2024.11.18）

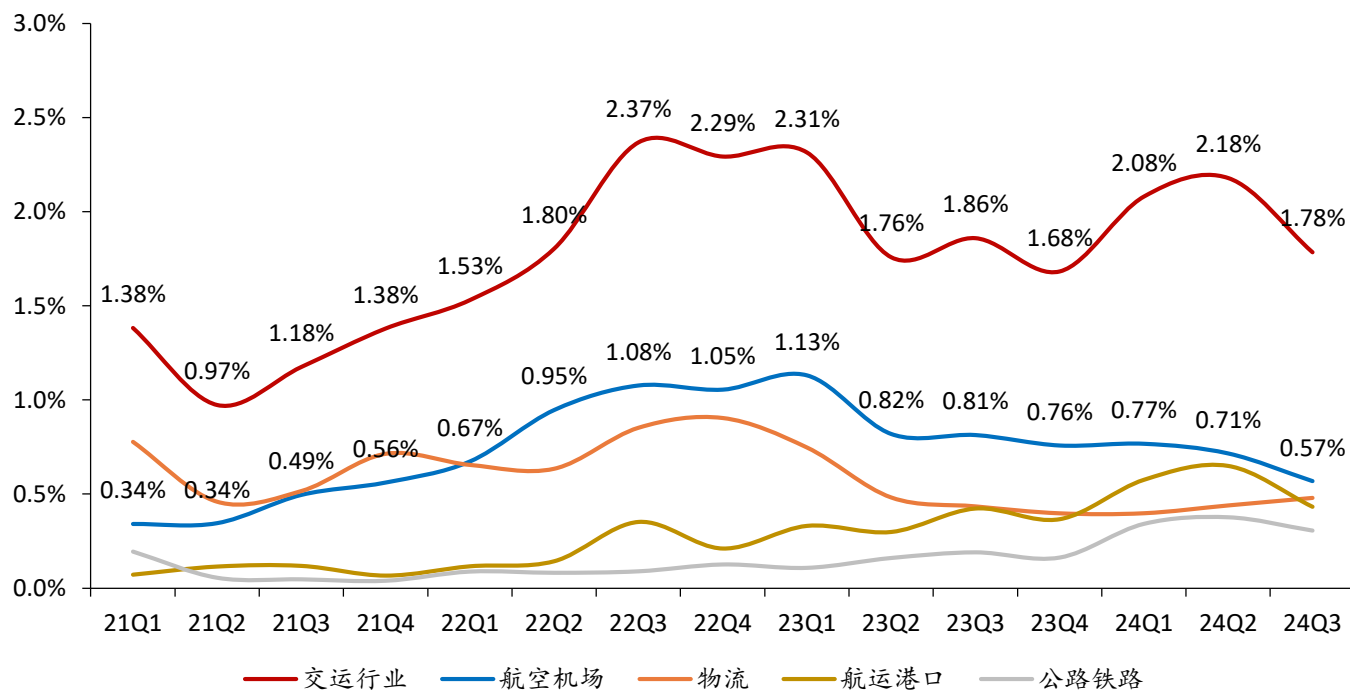


表：航空机场个股2024年累计涨幅（单位：元/股，截至11.18）



- 24Q1-3航空机场子行业基金重仓仓位逐季环比下降，三季度末下降至0.57%，但仍为交运行业中仓位最重的二级子行业。
- **航空板块**：2024年基金重仓仓位下降，Q3末春秋、国航、南航、东航仓位低于19年，吉祥、华夏仓位高于19年。
- **机场板块**：24Q3末基金重仓仓位处于历史低位。

图：2024Q1-3航空机场子行业重仓仓位逐季下降



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表：基金重仓持股市值占基金股票投资市值比(0.1%)

板块	航空						机场	
	中国国航	南方航空	中国东航	春秋航空	吉祥航空	华夏航空	白云机场	上海机场
1Q18	9.0	15.0	10.0	2.0	1.0	0.0	5.0	14.0
2Q18	7.0	11.0	12.0	3.0	2.0	0.0	4.0	22.0
3Q18	7.0	6.0	6.0	4.0	3.0	0.0	6.0	26.0
4Q18	5.0	5.0	2.0	3.0	4.0	0.0	4.0	26.0
1Q19	9.0	7.0	5.0	4.0	3.0	0.0	6.0	24.0
2Q19	11.0	8.0	5.0	6.0	1.0	0.0	9.0	45.0
3Q19	5.6	4.8	0.7	4.8	1.7	0.2	13.0	38.1
4Q19	10.2	5.1	2.1	4.9	2.8	0.5	3.6	30.2
1Q20	2.2	1.0	0.7	2.1	0.6	1.0	1.8	15.5
2Q20	1.1	0.1	0.4	1.9	0.5	1.6	0.7	12.5
3Q20	1.6	0.3	1.4	2.6	0.8	3.2	0.3	8.9
4Q20	0.7	0.2	0.3	3.4	0.3	2.0	0.4	3.9
1Q21	3.4	0.6	0.6	5.7	2.9	2.9	0.3	2.7
2Q21	3.6	0.5	2.2	5.3	3.6	2.5	0.1	1.2
3Q21	4.1	2.6	2.9	7.4	5.7	1.5	0.0	1.4
4Q21	5.0	2.9	2.5	6.2	6.3	2.5	0.7	1.3
1Q22	8.6	4.7	3.2	4.9	4.6	2.4	2.0	3.0
2Q22	12.5	6.6	4.1	8.3	6.5	2.8	2.4	3.9
3Q22	11.6	6.3	4.9	7.9	7.2	2.8	3.5	8.2
4Q22	9.1	6.3	5.2	12.1	6.5	3.7	1.8	5.5
1Q23	10.3	7.3	5.4	9.2	9.2	2.8	1.9	4.4
2Q23	6.5	3.4	4.0	9.0	7.6	1.8	1.4	2.4
3Q23	8.5	4.2	4.0	9.0	6.5	1.3	0.2	1.8
4Q23	8.2	4.4	3.2	8.1	5.5	1.3	0.0	1.3
1Q24	8.0	3.9	2.8	9.2	5.4	0.5	0.2	1.4
2Q24	6.6	4.7	2.9	6.8	4.9	1.6	0.2	1.3
3Q24	3.9	3.2	1.2	4.5	5.0	1.5	0.5	1.3

02

航空

- **量增价减趋势致航司业绩同比下滑**
- **制造缺陷/发动机瓶颈导致供给收紧至少持续至27年**
- **2025年将迎来供需反转**

表观供给增速：已显著下滑，但24年仍供大于求

——参考上市公司公告数据

□ **上游产能瓶颈压制行业供给增速，行业逐步消化存量供给，国际航线恢复利于缓解国内市场供给压力，静待供需差转正。**根据航司披露的24-26年机队引进规划，我们预计24年行业客机规模增速维持低位，24年末机队规模较19年增长约14.9%。1-9月累计民航运输量约5.5亿人次，较19年同期增长11%。故我们预计2024年我国民航旅客量约7.26亿人次，较19年增长10%。

表：航空供需平衡表（架，仅含客机，不含货机、公务机；国航机队数据均考虑山航）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	24vs19
中国国航	786	818	833	875	891	901	935	969	1033	14.3%
YOY	5%	4%	2%	5%	2%	1%	4%	4%	7%	-
南方航空	826	848	851	862	879	891	928	945	955	9.4%
YOY	12%	3%	0%	1%	2%	1%	4%	2%	1%	-
中国东航	680	723	725	752	775	782	815	834	863	12.7%
YOY	8%	6%	0%	4%	3%	1%	4%	2%	3%	-
春秋航空	81	93	102	113	116	121	129	141	155	38.7%
YOY	7%	15%	10%	11%	3%	4%	7%	9%	10%	-
吉祥航空	90	96	98	110	110	117	129	130	136	34.4%
YOY	11%	7%	2%	12%	0%	6%	10%	1%	5%	-
合计	2463	2578	2609	2712	2771	2812	2936	3019	3142	13.9%
YOY	8.5%	4.7%	1.2%	3.9%	2.2%	1.5%	4.4%	2.8%	4.1%	-
行业客机 (架)	3479	3645	3717	3856	3942	4013	4190	4307	4483	14.9%
YOY	11.6%	4.8%	2.0%	3.7%	2.2%	1.8%	4.4%	2.8%	4.1%	-
旅客量 (亿人次)	6.1	6.6	4.2	4.4	2.5	6.2	7.3	7.6	8.0	10.0%
YOY	10.6%	8.2%	-36.7%	5.5%	-42.9%	146.3%	17.1%	5.0%	5.0%	-
需求增速-供给增速	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-4.9%

机队结构变迁：国产飞机利用率偏低、座位数少，有效供给少

□ 虽然三大航2024-2026飞机净增104、70、103架，增速为4.0%、2.6%、3.7%，但从结构上来看：

- (1) 宽体机净增很少：24-26宽体机净增-4、7、14架，增速-1.1%、2.0%、3.9%。
- (2) 国产飞机增速较快：24-26国产飞机净增30、33、20架，增速37.5%、30%、14%。
- (3) 国产飞机座位数少，仅为宽体机的1/3-1/2。
- (4) 国产飞机利用率低，仅为宽体机、窄体机的1/3-1/2。

因此，我们假设，国产飞机对于有效供给的增加，ARJ21仅为窄体机的30%，C919仅为窄体机的60%左右。

表：典型宽体、窄体、国产飞机座位数和利用率

		座位数	东航利用率2023
宽体机	A330	260	8.27
	A350	335	8.69
	B787	297	9.37
	B777	361	8.19
窄体机	A320	160	8.12
	B737	164	8.38
国产飞机	C919	164	5.03
	ARJ21	90	3.85

飞机发动机：未来两年是核心供给制约因素

- ❑ **PW1100G**：2023年9月11日，受飞机发动机起火事件催化，美国RTX(雷神技术)公司宣布，旗下的普惠公司将在未来三年召回600-700台用于A320neo系列客机的GTF齿轮传动涡扇发动机(PW1100G)并对其进行质量检查。普惠母公司RTX表示，受影响的PW1000发动机需要提前检查和更换零件，每台发动机需要 250至300天的时间，从现在到2026年底，将导致平均有**350架**飞机停飞。中国新闻网报道，**全球约有三分之一安装该发动机的喷气式飞机机队处于停飞状态**。
- ❑ 九元航空的维修副总裁贺健在第二届航空发动机技术资产管理论坛谈到：**俄罗斯是发动机所需的钛合金材料的重要输出国，欧洲一半以上的钛合金供应来源于俄罗斯，乌克兰是非常重要的发动机机械部件生产加工地，俄乌战争打破了发动机供应链，严重制约了上游原材料和部件生产供应能力。**

图：目前全球550架（超过全球的35%）搭载PW1100G的A320飞机停场

Currently around 550 PW1100G-powered A320 family aircraft parked, >35% of global fleet

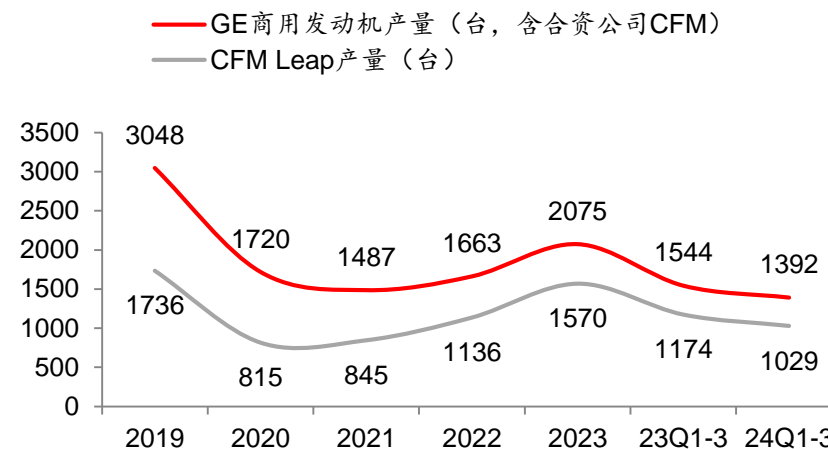


Source: Cirium Core, aircraft classified as parked following 7 continuous days of inactivity and therefore subject to restatement in near-term

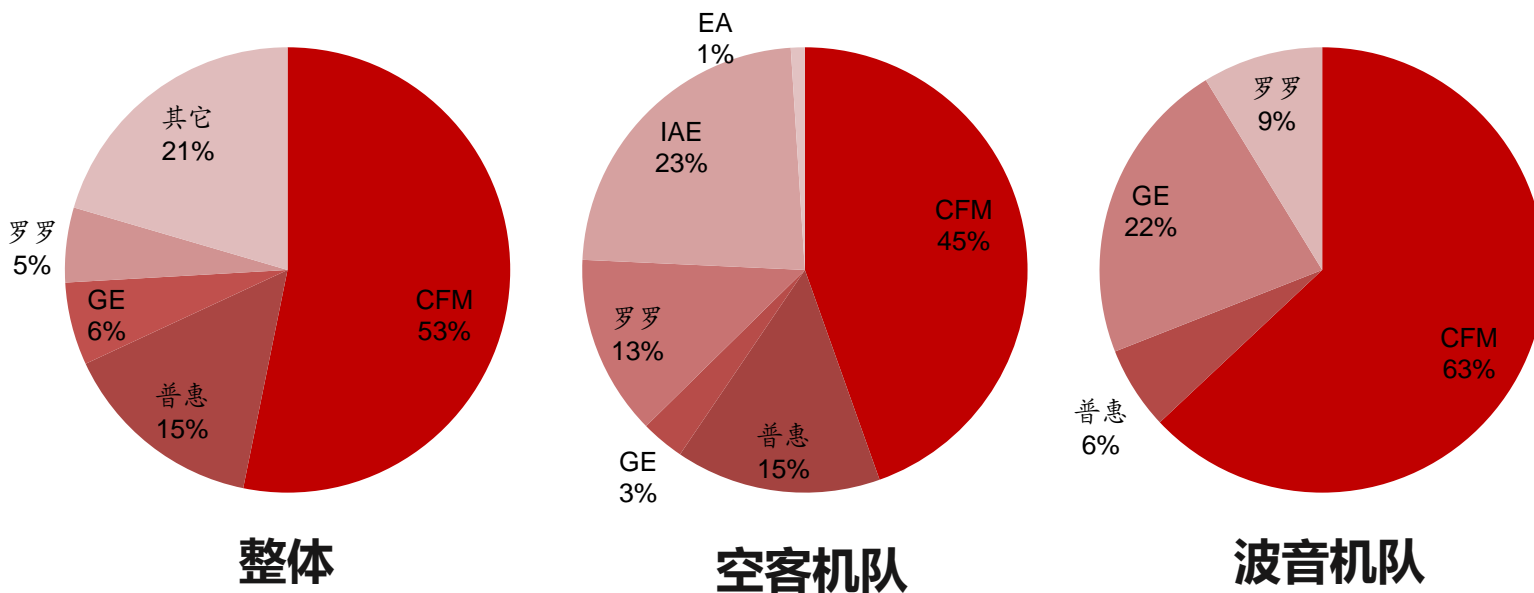
飞机发动机：未来两年是核心供给制约因素

- GE集团在全球民用商业航空发动机市场龙头地位。截至23H1末，GE集团（含合资公司CFM）市场份额约59%，在空客机队中份额为48%，在波音机队中份额为85%。
- GE集团商用发动机2023年产量仅恢复至2019年的68%，且2024年Q1-3同比掉头向下。

图：发动机产量尚未恢复至2019年



图：全球民用商业航空发动机市场格局（截至23H1末）



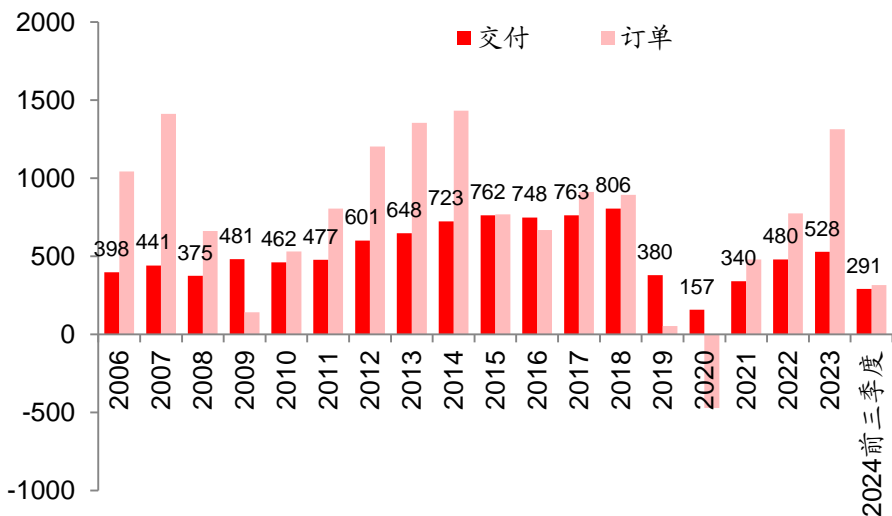
表：主要窄体机型搭载发动机型号

窄体机型	发动机选项1	发动机选项2
空客A320系列	CFM 56-5B	V2500
空客A320neo系列	CFM Leap	PW1100G
波音737max系列	CFM Leap	/
C919	CFM Leap	CJ1000A

波音：受安全问题、罢工影响，产能仅恢复至48%

- 2024年波音飞机安全事故频发，包括舱门脱落、滑轮脱落、机翼受损、发动机起火等，质量问题压制交付与产能恢复。
- 交付：2024年前三季度，波音月均交付32架飞机（合计291架），与18年相比，**恢复率为48%**。
- 订单：受安全检查、工人罢工等问题，波音24年前三季度收获订单315架，仅为空客648架的**49%**，亦恢复缓慢。
- 中国区：截止24年10月中国区波音未交付订单为147架，而中国现役波音机队规模超过1800架。

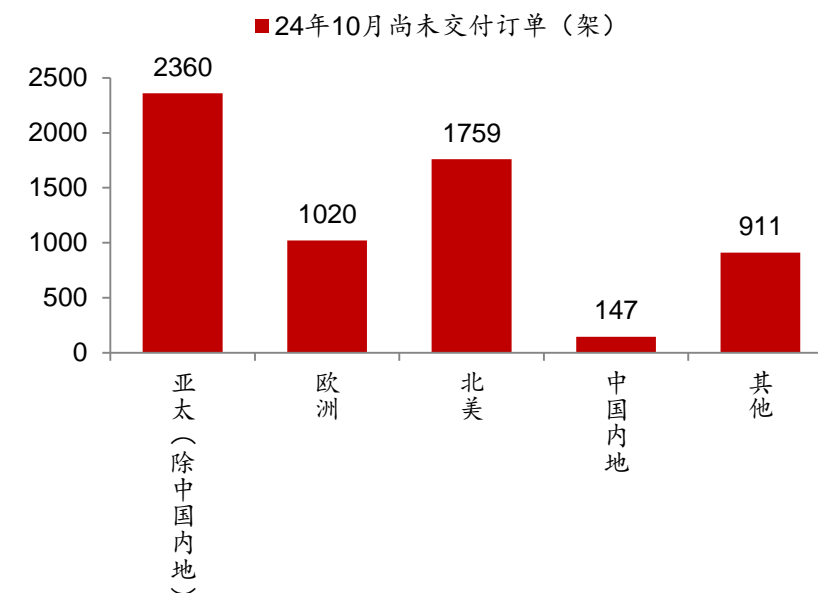
图：波音每年交付、新订单情况



表：波音737产能恢复目标推迟

架/月	22年目标	23年目标	24年目标
23H1	38	31	-
23年底	47	38	-
24年1月	-	42	38架以下
24年6月	-	47	
25年	50	-	38

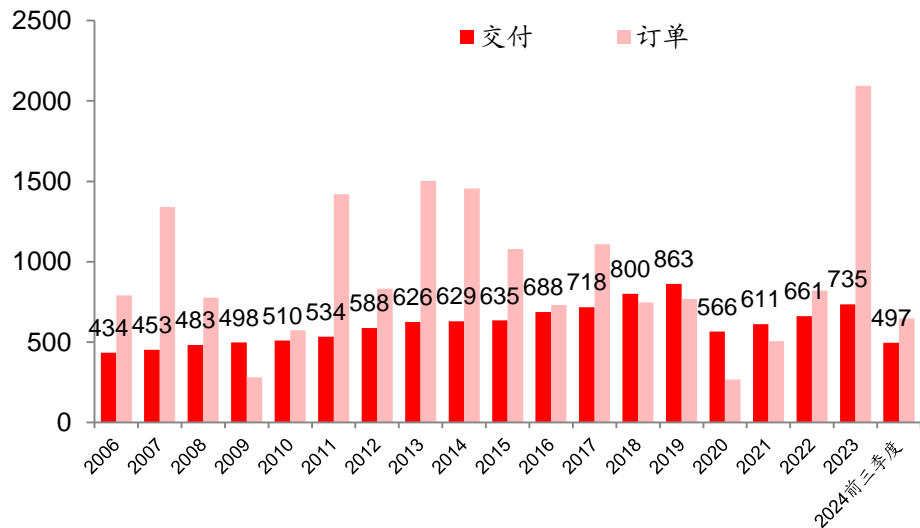
图：24年10月全球各区域波音未交付订单情况



空客：发动机问题频频，产能仅恢复至77%

- 空客窄体机主力机型A320neo系列面临发动机质量问题，增量交付速度或低于预期。2023Q3，RTX披露普惠GTF发动机被发现存在制造缺陷，计划于2023-2026年分批次召回该缺陷涉及的600-700台为空客A320neo飞机提供动力的GTF发动机（PW1100G）进行“下发维修”（预计每台发动机维修时间长达300天）。
- 交付：2024年前三季度，空客月均交付55架飞机，共交付497架，与19年相比，恢复率为77%。空客24年交付目标为770架飞机，目前看完成概率较低。
- 订单：空客24年前三季度收获订单648架，中国区订单存量比26%，全球垫底，中国区订单增长意愿不足。截至24年10月末，空客有8769架飞机订单未交付，按照目前产量每年增长10%，估计也要8-9年才能交付完毕。

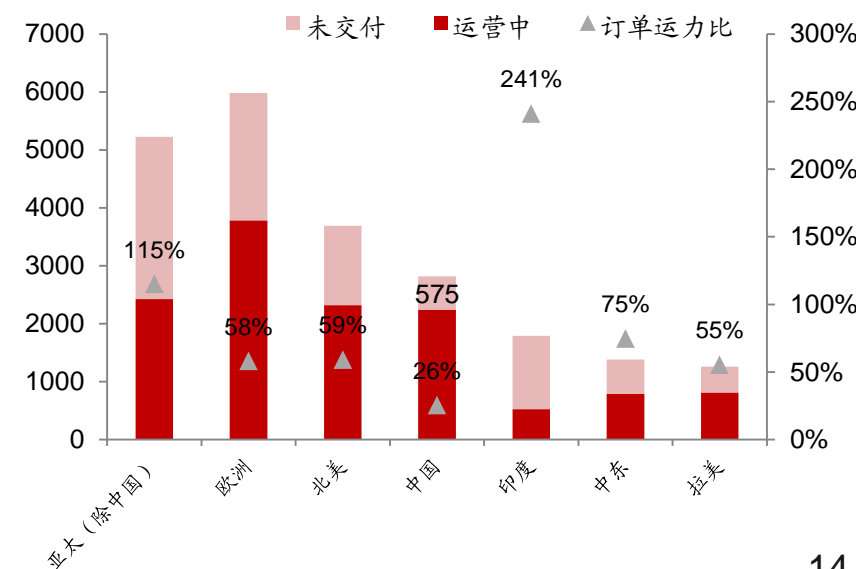
图：空客每年交付、订单情况



表：空客A320产能恢复目标推迟

架/月	22年目标	23年目标	24年H1目标	24年H2目标
23Q2	64	-	-	-
24年初	70	-	-	-
24年底	-	65	-	-
25年	75	-	-	-
26年	-	75	75	-
27年	-	-	-	75

图：截止24Q3各区域国家空客运营机队及订单情况



资料来源：空客官网，华尔街日报，环球网，浙商证券研究所

商飞：24年C919已交付8架，国产大飞机渐入佳境

- **交付：**截至24Q3末，商飞已经交付的C919飞机11架，其中24年交付7架。ARJ机型已交付146架飞机，其中24年交付了24架。
- **订单：**根据三大航的公告，东航、国航、南航飞机计划各接收100架C919飞机。根据中国东航公告，其100架C919飞机计划于2024年至2031年分批交付。其中，2024年计划交付5架，2025年至2027年每年计划交付10架，2028年至2030年每年计划交付15架，2031年计划交付20架。

表：商飞历年交付情况（架）

架/年	ARJ	C919
2017	2	
2018	6	
2019	12	
2020	22	
2021	22	
2022	34	1
2023	22	3
24Q1-3	24	7
累计交付	146	11

表：东航公告C919未来交付计划

架/年	交付计划（架）
2024	5
2025	10
2026	10
2027	10
2028	15
2029	15
2030	15
2031	20
合计	100

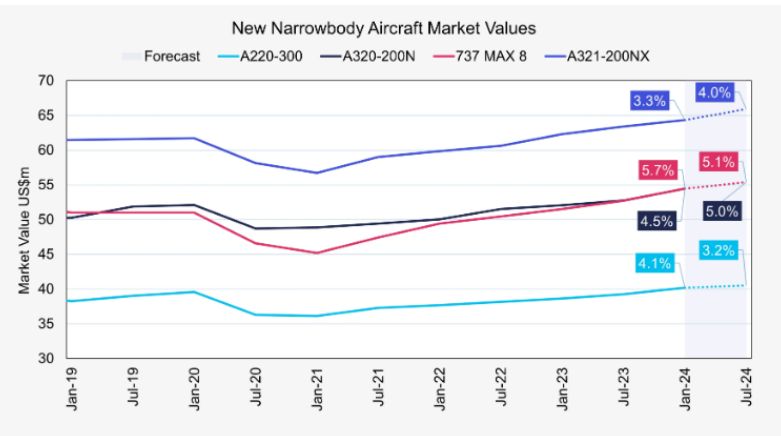
表：商飞部分订单情况（架）

时间	机型	数量	预定公司
2018	C919、ARJ	30+20	华融金融租赁
2020	ARJ、C919	合计100	华夏航空
2021	C919	5	中国东航
2022	C919、ARJ	300+30	国银金租、工银金租、建信金租、交银金租、招银金租、浦银金租、苏银金租
2023	C919	100	中国东航
2023	C919、ARJ	合计100	海航航空集团
2024	C919	100	中国国航
2024	C919	100	南方航空

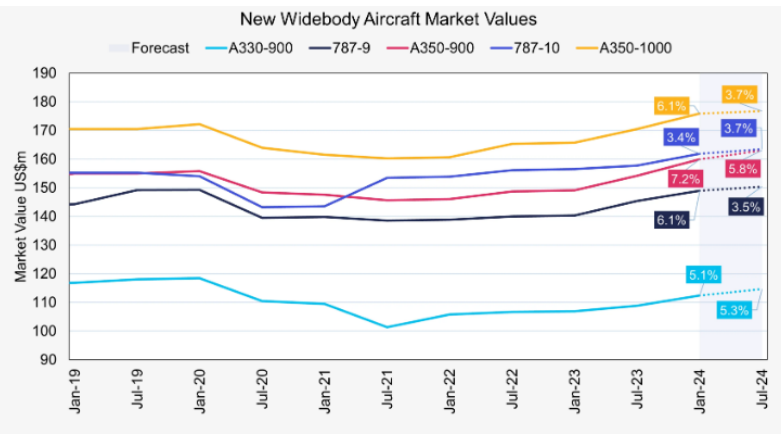
二手飞机市场：租金历史新高，出租率基本打满

上游发动机和飞机制造产能受限，租赁市场和二手市场交易活跃，目前各租赁公司飞机出租率很高，租金率也超过19年。

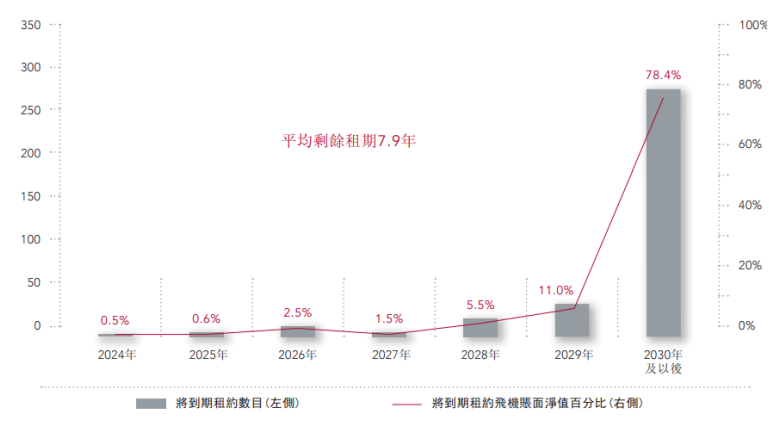
图：新窄体机市场价值



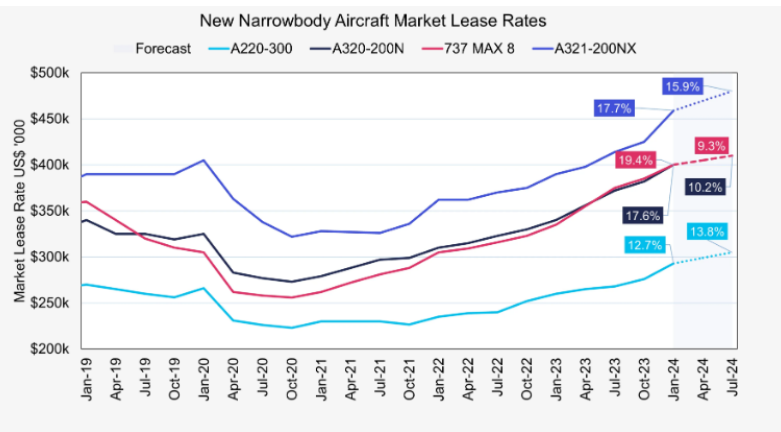
图：新宽体机市场价值



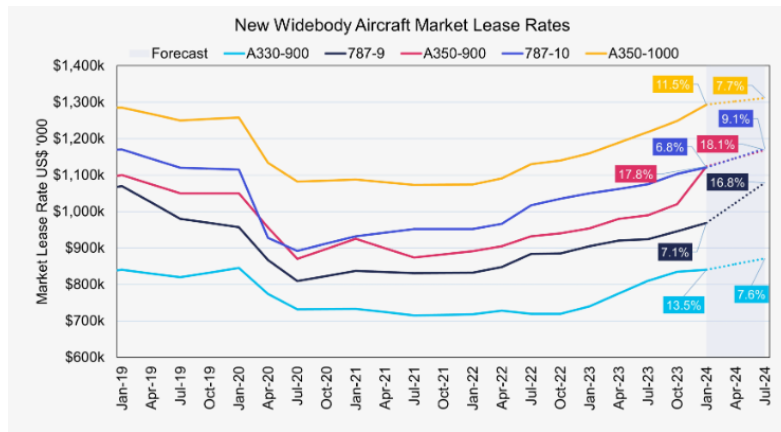
图：中银航空租赁飞机租约情况



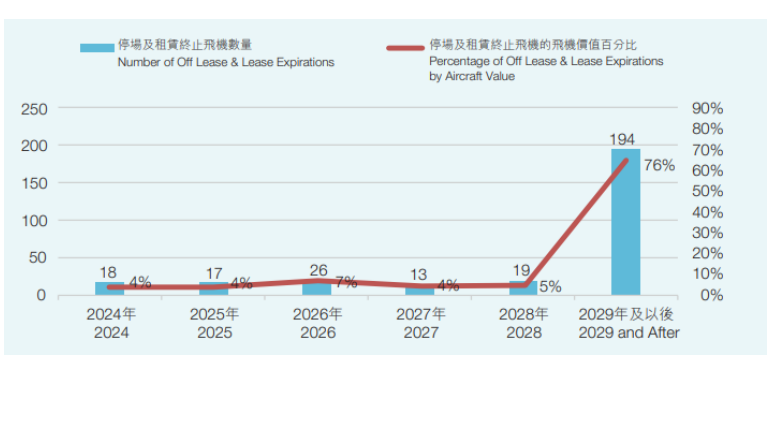
图：新窄体机租金率



图：新宽体机租金率



图：国银租赁飞机租约情况



有效供给测算：25年迎来供需拐点

——考虑国产飞机座位数和利用率、因发动机离场带来的运力损失等问题

- **国产飞机**：根据我们前述分析，未来2年，国产飞机引进占比高，但由于国产飞机座位数量少、利用率低，所以对有效供给的贡献，小于波音、空客。
- **发动机**：PW发动机的影响仍在持续，预计25-26年每年有30%搭载PW发动机的A320离场检修。

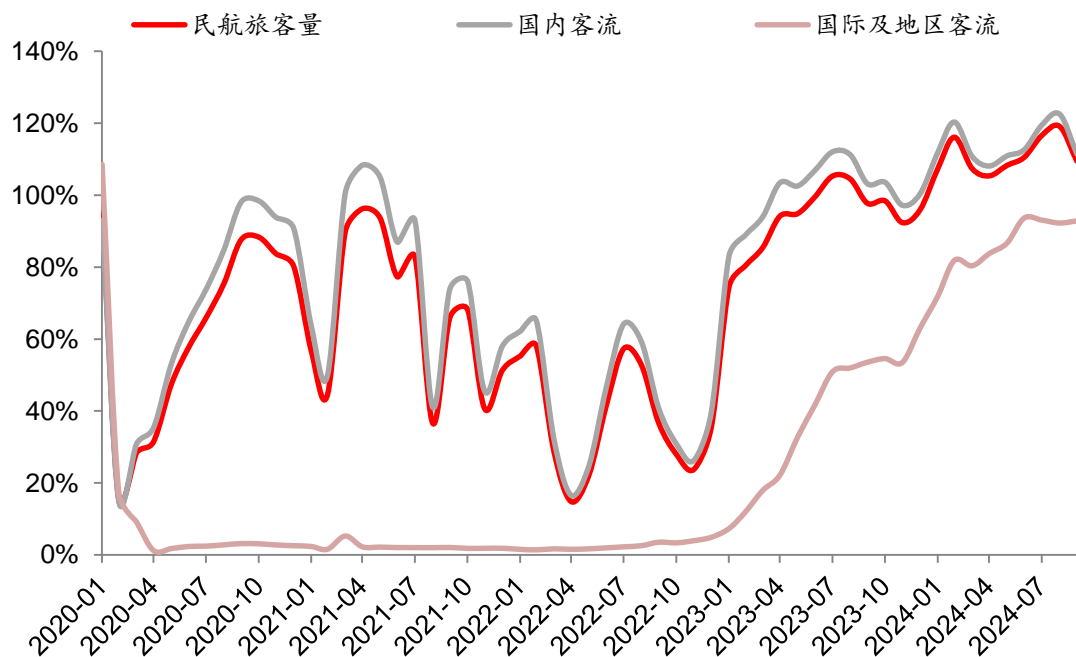
表：航空供需平衡表24-26测算（架，仅含客机，不含货机、公务机；国航机队数据均考虑山航）

	2018	2019	2023	2024E	2025E	2026E	24vs19	25Evs19	26Evs19
三大航波音+空客机队	2266	2369	2494	2568	2605	2688			
YOY	14.7%	4.5%	5.3%	3.0%	1.4%	3.2%			
春秋航空	81	93	121	129	141	155			
YOY	6.6%	14.8%	30.1%	6.6%	9.3%	9.9%			
吉祥航空	90	96	117	129	130	136			
YOY	11.1%	6.7%	21.9%	10.3%	0.8%	4.6%			
5大航波音+空客机队合计	2437	2558	2732	2826	2876	2979			
YOY	14.3%	5.0%	6.8%	3.4%	1.8%	3.6%			
国产C919			4	13	33	53			
国产ARJ			70	97	110	110			
国产合计 (C919*60%+ARJ*30%)	0	0	23	37	53	65			
每年减少搭载PW发动机A320约30%供给				-20	-55	-55			
上市航司有效供给飞机总数 (架)	2437	2558	2755	2843	2874	2989	11.1%	12.3%	16.8%
YOY	14.3%	5.0%	7.7%	3.2%	1.1%	4.0%			
旅客量 (亿人次)	6.1	6.6	6.2	7.3	7.6	8.0	10.0%	15.5%	21.3%
YOY	11%	8%	146%	17%	5%	5%	-		
需求增速-供给增速	-	-	-	-	-	-	-1.1%	+3.2%	+4.4%

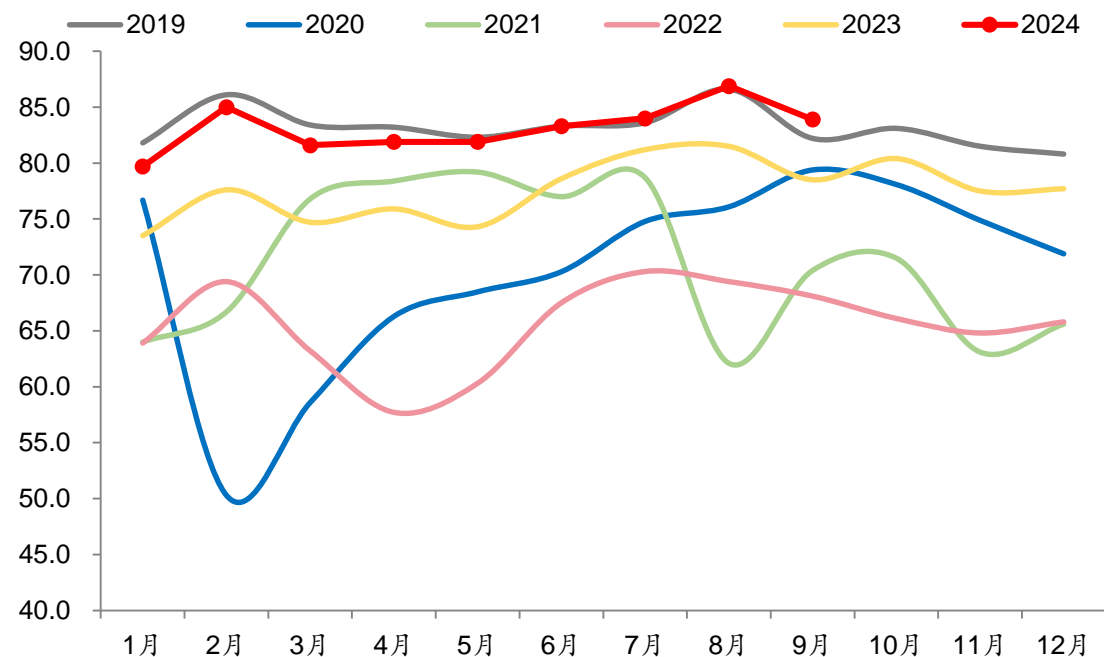
需求端：1-9月旅客量超过19年11%，Q3客座率超过19年

- **民航旅客量**：2023年6月民航旅客量基本恢复至2019年，到2024年8月恢复至119%。其中国内客流，2023年4月开始超过2019年，到2024年8月恢复至123%；国际及地区客流，2024年9月恢复至93%。
- **行业客座率**：2024年客座率高位运行，6-9月已超过2019年同期。

图：民航旅客量较2019年的恢复率



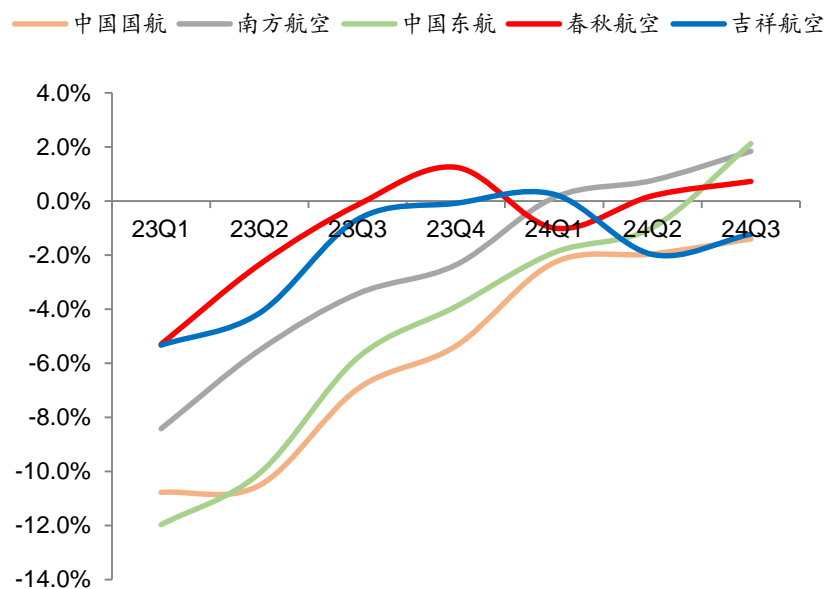
图：民航正班客座率 (%)



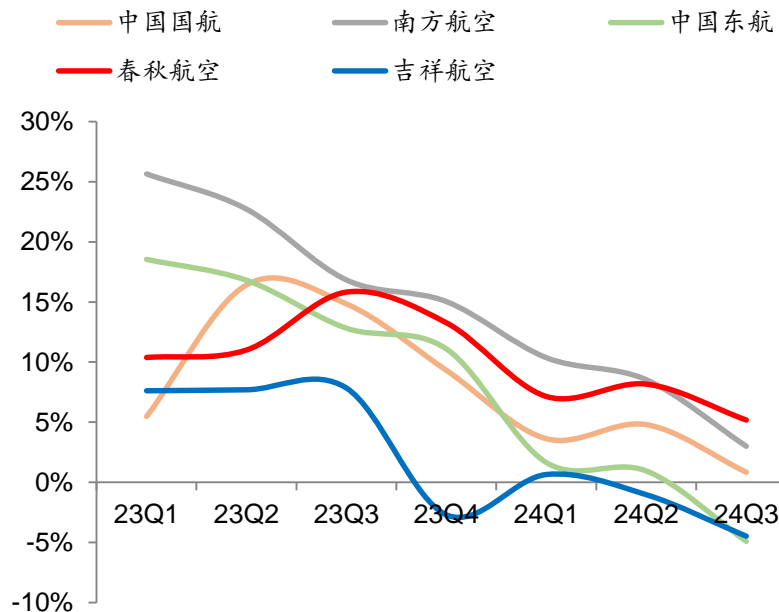
需求端：23年需求集中爆发，24年呈现量增价减趋势

- **客座率**：24Q1-3航司客座率同比23年大幅提升，甚至超过19年同期。
- **单位RPK收入**：24Q1-3航司票价表现在23年高基数上回落，但国航、南航、春秋客收仍超过19年同期。
- **单位ASK营业成本**：因利用率未完全恢复+油价处于高位，航司24Q1-3单位ASK成本超过2019年。

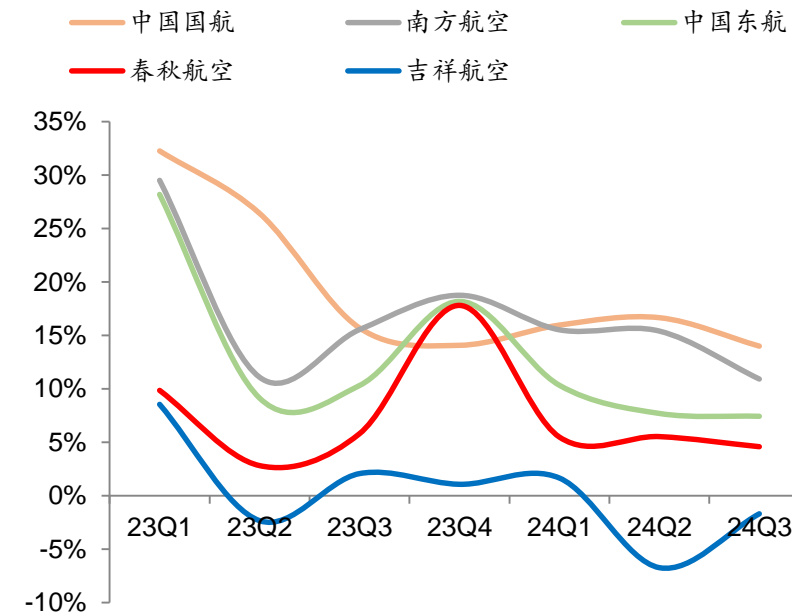
图：航司客座率同比2019年



图：航司单位RPK收入同比2019年



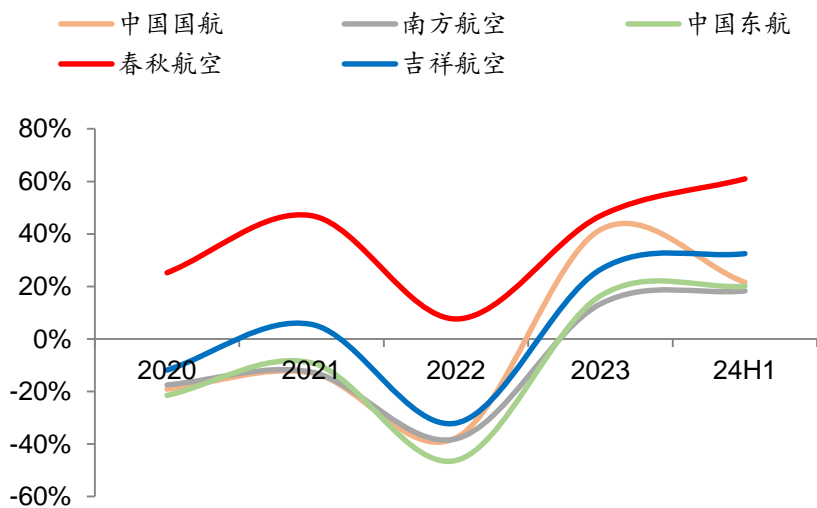
图：航司单位ASK成本同比2019年



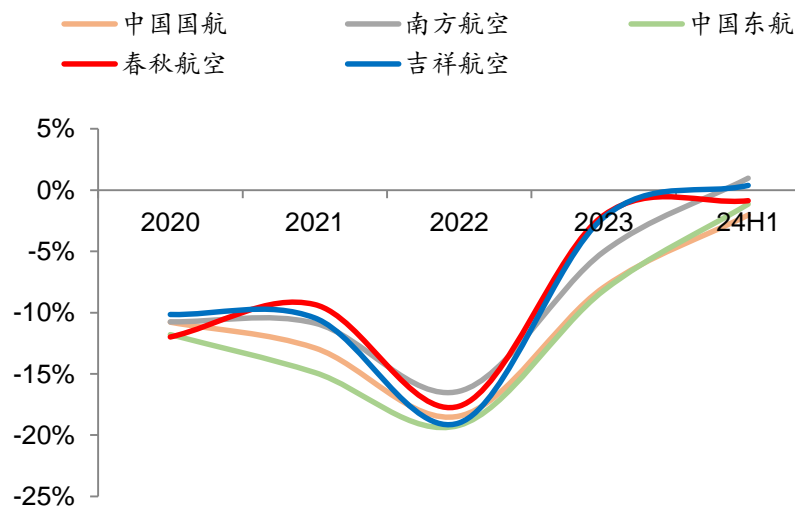
需求端：国内市场供给宽松，彰显需求强韧性

- **国内航线运力供给：**由于航司2020年以来仍保持机队规模正增长，23-24年国内市场ASK大幅超过19年。
- **国内航线客座率：**客座率随着需求恢复，2024年航司定价策略偏向保量，客座率同比大幅提升，甚至超过19年同期。
- **国内航线票价：**从单位客收指标看，2023年需求集中爆发，票价冲高，2024年在高基数上回落，但小航司仍高于2019年同期。

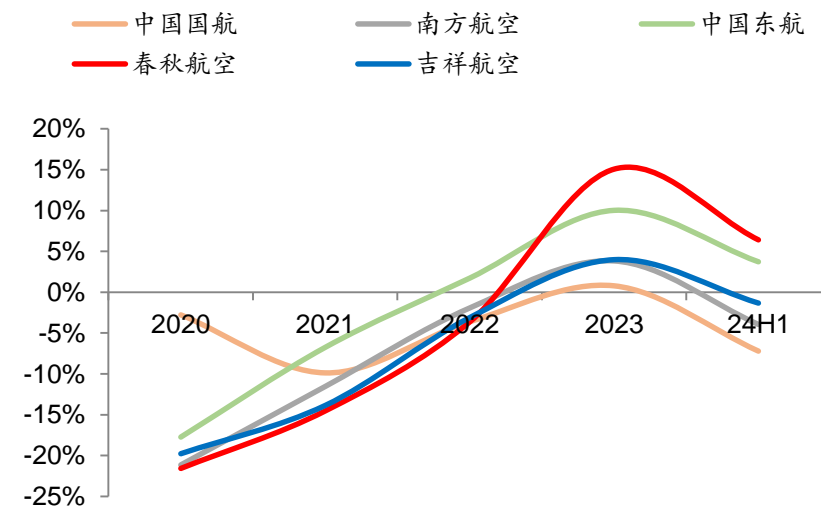
图：航司国内航线ASK同比19年



图：航司国内航线客座率同比19年



图：航司国内航线单位客收同比19年



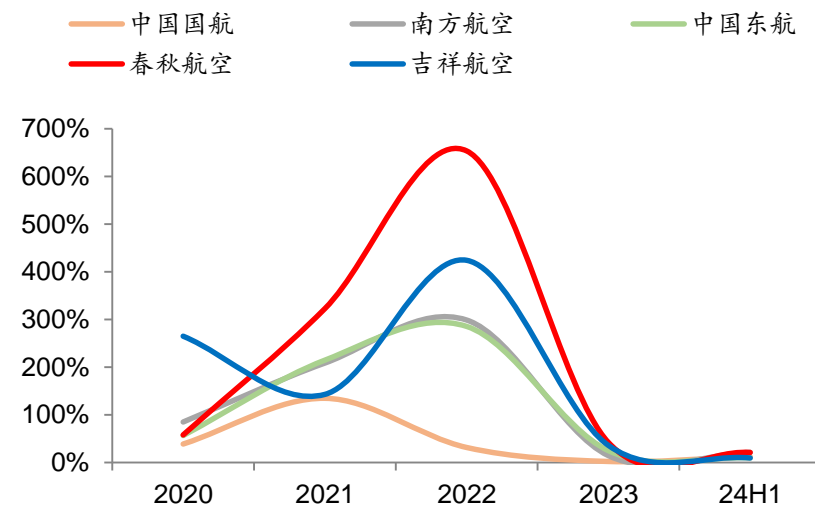
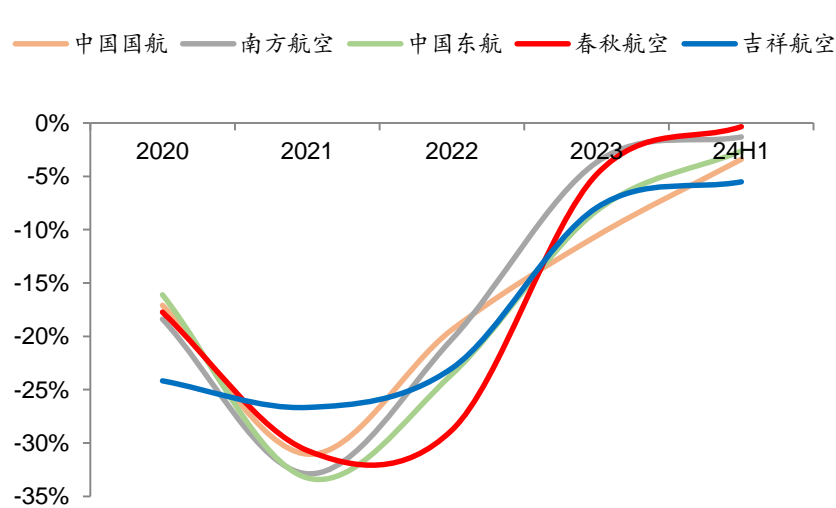
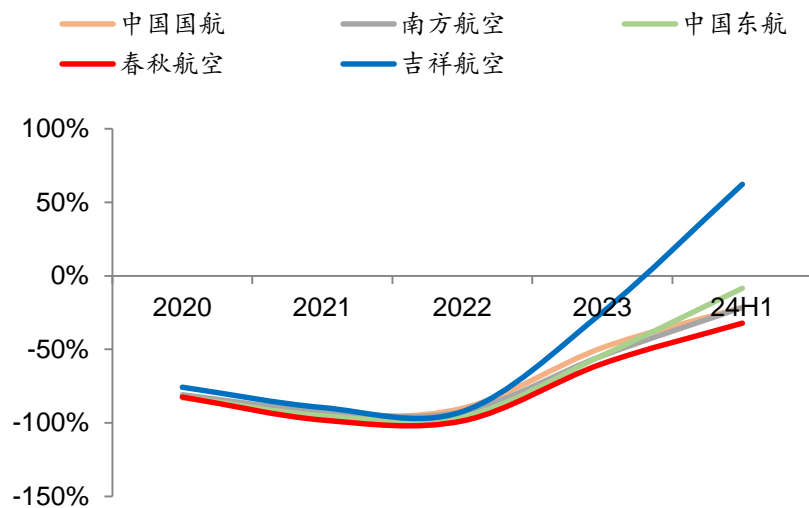
需求端：国际市场运力恢复至83%，票价将逐步回归常态

- **国际航线运力供给**：受供给、需求两方面限制，国际线ASK尚未恢复至19年，24H1恢复率为：国航78%、南航79%、东航92%、春秋68%、吉祥162%。（注：吉祥19年国际线ASK基数低）
- **国际航线客座率**：客座率随着需求恢复，较19年的缺口逐步收窄。
- **国际航线票价**：从单位客收指标看，2020-2023年国际线航班恢复有限，票价出现非常态化大幅上涨，随着运力逐步恢复，票价将回归常态。

图：航司国际航线ASK同比19年

图：航司国际航线客座率同比19年

图：航司国际航线单位客收同比19年



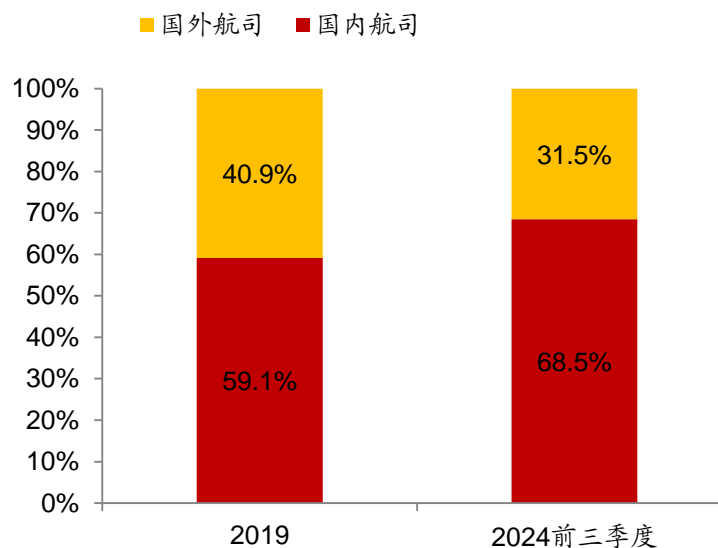
国际线：国内航司份额不断提升，收益品质有望提高

- 欧洲航司停飞中欧航线：**受俄乌战争影响，欧洲航司执飞中欧航线，需绕开俄罗斯领空，增加飞行时间，增加了燃油成本，同时还必须配备4名机长，大幅增加了航线运营支出。目前，已有4家航司停飞中欧航线。
- 份额：**根据航班管家的统计，上半年国内航司执飞到欧洲的国际航班量市场份额达到72.2%，国外航司只占27.8%。而在2019年，中外航司在中欧航线上的航班量市场份额差别并没有那么大，中方占52.7%，外航占47.3%。1-9月国内航司承运国际航班29.1万班次，恢复至2019年的84.9%，国外航司的恢复率只有56.3%。时刻份额占比上，国内航司由2019年的59.1%提升至68.5%，增长9.3个百分点，相应的国外航司份额下降9.3个百分点至31.5%。

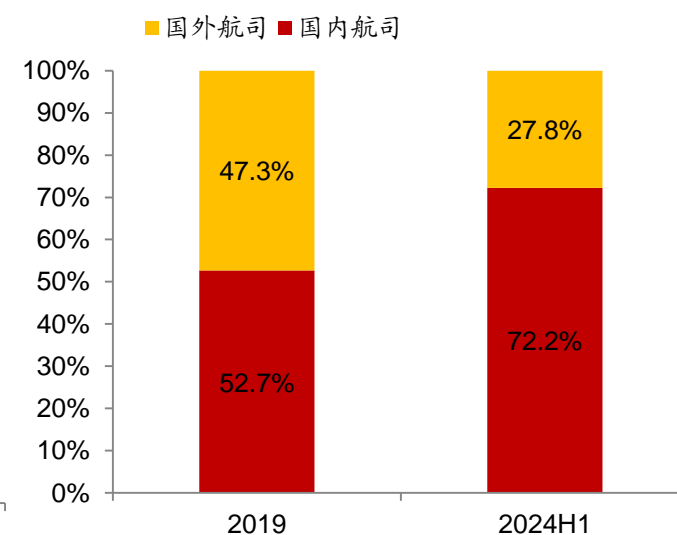
表：欧洲航司停飞中欧航线情况

航司	航线	停飞时间
北欧航空	哥本哈根-上海	24.11.8
维珍航空	伦敦-上海	24.10.26
汉莎航空	北京-法兰克福	24年10月底
英国航空	伦敦-北京	24.10.26

图：国内外航司国际航线份额变化



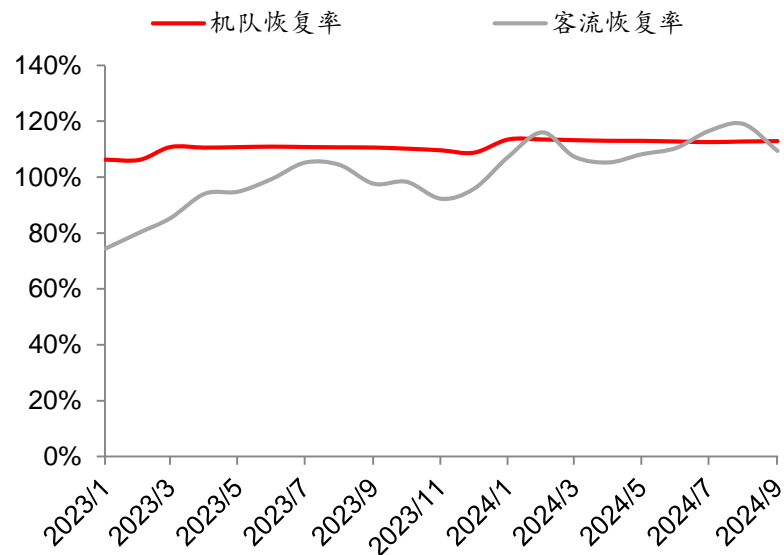
图：国内外航司中欧航线份额变化



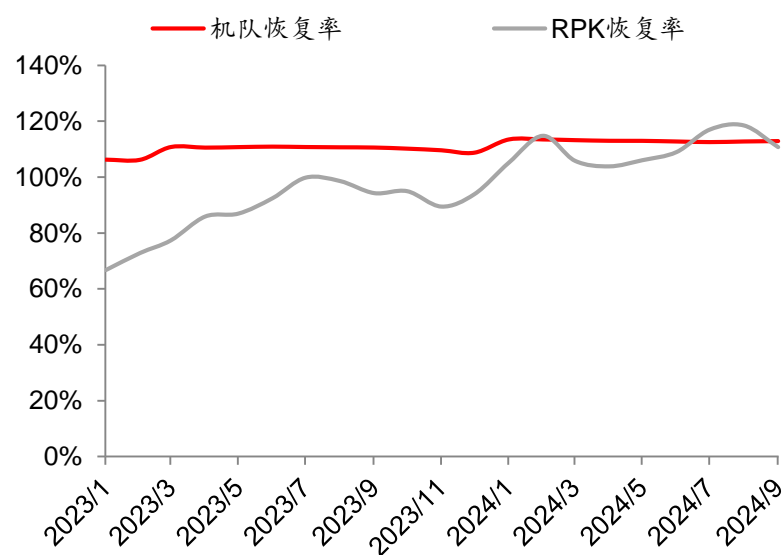
航空行业供需平衡表：截至24年9月，供需基本达到平衡

- 从月度客流恢复率与月度机队引进情况来看，民航总体供需在6月基本达到弱平衡，7-8月旺季需求已超19年同期。
- 供给：与2019年同期相比，24年9月机队恢复至**113%**。
- 需求量：与2019年同期相比，24年9月总客流恢复至**109%**，其中，国内、国际及地区客流分别恢复至**112%、93%**。
- 需求周转量：与2019年同期相比，24年9月民航客运周转量（RPK）恢复至**111%**。

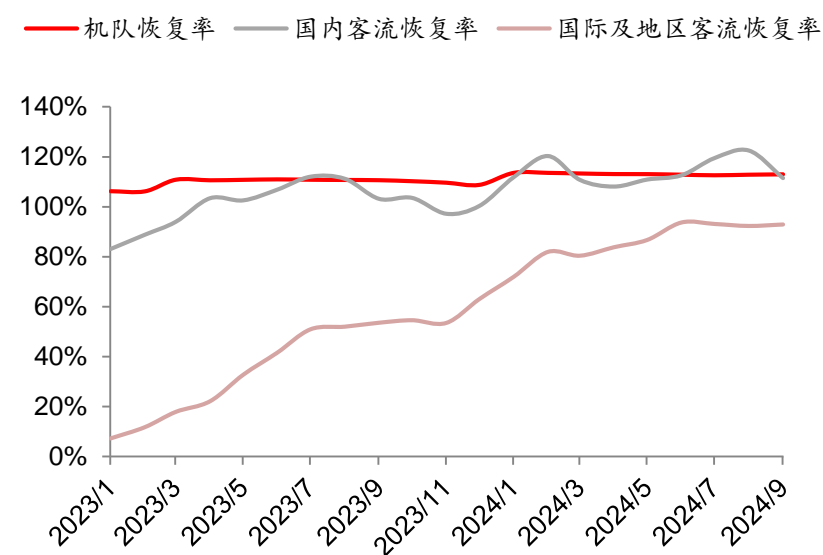
图：总客流恢复率与机队恢复率对比
(相比2019年)



图：旅客周转量恢复率与机队恢复率对比
(相比2019年)



图：国内/国际客流恢复率与机队恢复率对比
(相比2019年)



票价、油价、汇率弹性测算

- **油价敏感性:** 若油价在24H1均价 (6638元/吨) 基础上下跌1%，航司增加净利润为：南航>国航>东航>春秋>吉祥>华夏
- **汇率敏感性:** 若人民币在24H1末汇率 (美元对人民币中间价7.1268) 基础上升值1%，航司增加净利润为：南航>国航>东航>华夏>吉祥。另外，春秋保持汇兑中性策略，基本不受汇率波动影响。

表：航空公司票价、油价、汇率敏感性测算 (单位：亿元)

	票价+1% 净利润增加	票价-1% 净利润增加	油价+1% 净利润增加	油价-1% 净利润增加	人民币升值1% 净利润增加	人民币贬值1% 净利润增加
国航	14.5	-14.5	-4.1	4.1	2.3	-2.3
南航	12.8	-12.8	-4.2	4.2	3.2	-3.2
东航	11.0	-11.0	-3.5	3.5	2.1	-2.1
春秋	1.6	-1.6	-0.5	0.5	0.004	-0.004
吉祥	1.6	-1.6	-0.4	0.4	0.6	-0.6
华夏	0.5	-0.5	-0.2	0.2	0.7	-0.7

03

机场

- 客流超过19年，国际客流恢复至9成
- 业绩随客流恢复而修复，但非航收入恢复慢
- 静待消费意愿恢复拉动非航收入提升

客流：机场旅客量已超过19年，国际线恢复至9成

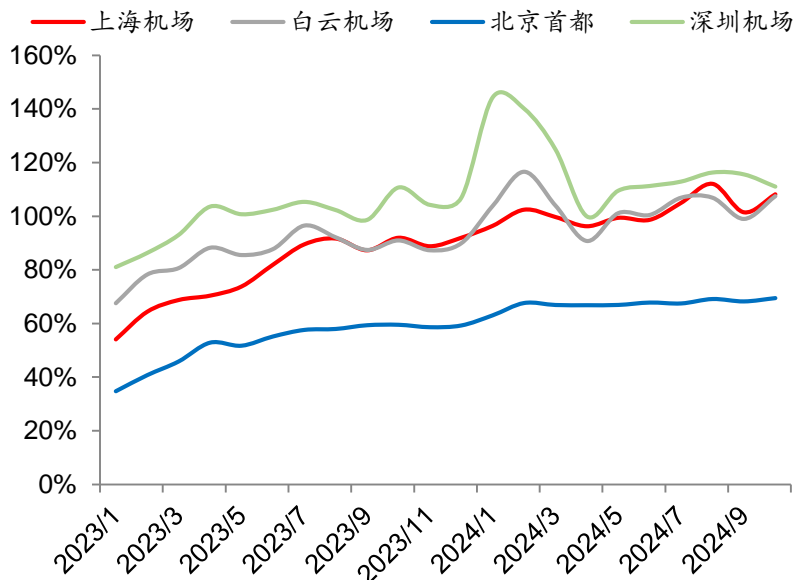
□ 旅客吞吐量：国内航线客流已大幅超过19年同期，国际客流恢复至19年的9成左右。

(1) 整体：10月上海机场、白云机场、深圳机场旅客量分别恢复至19年的108%、107%、111%。

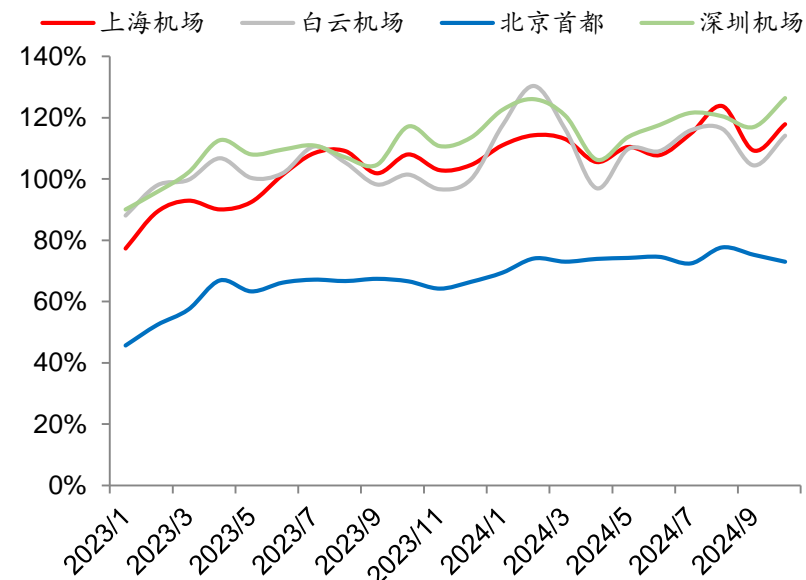
(2) 国内线：10月上海机场、白云机场、深圳机场旅客量分别恢复至19年的118%、114%、126%。

(3) 国际及地区线：10月上海机场、白云机场、深圳机场旅客量分别恢复至19年的89%、87%、93%。

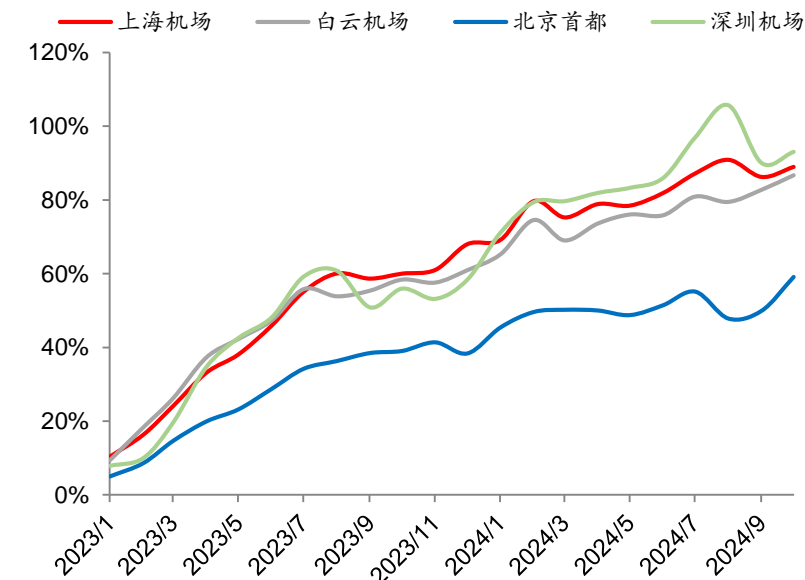
图：机场旅客吞吐量较19年恢复率



图：机场国内旅客吞吐量较19年恢复率



图：机场国际旅客吞吐量较19年恢复率



资料来源：公司公告、公司官网、Wind，浙商证券研究所；注：上海机场19、23、24年数据均使用包含浦东、虹桥两场合计数据。

航空性业务与旅客量同步恢复，非航业务收入恢复慢

- **白云机场**：24H1航空性业务收入同比增长20%，与旅客量增速趋同；非航空性业务收入同比增长15%，其中广告收入1.8亿元，同比-50%。
- **上海机场**：24Q1-3上海机场免税店销售额同比增长近60%，机场取得免税租金收入累计9.2亿元（Q1-Q3分别为3.5、3.0、2.7亿元），同比下降30%，主要因为：1) 机场免税销售额恢复较慢；2) 上海机场与中国中免2023.12.1实施的新版免税补充协议下，当免税店销售额在一定水平内时，机场拿到的免税租金收入短期将较旧模式下对应金额有所下降。

表：白云机场营业收入拆分（亿元）

	24H1	同比
营业收入	34.6	20%
(1) 航空性业务收入	14.4	27%
①起降相关	5.6	18%
②旅客相关	8.8	33%
(2) 非航空性业务收入	20.2	15%
①租赁特许经营收入	6.9	7%
其中：广告	1.8	-50%
其中：其他	5.1	85%
②航空地服+配餐收入	6.2	36%
③其他非航收入	7.8	19%

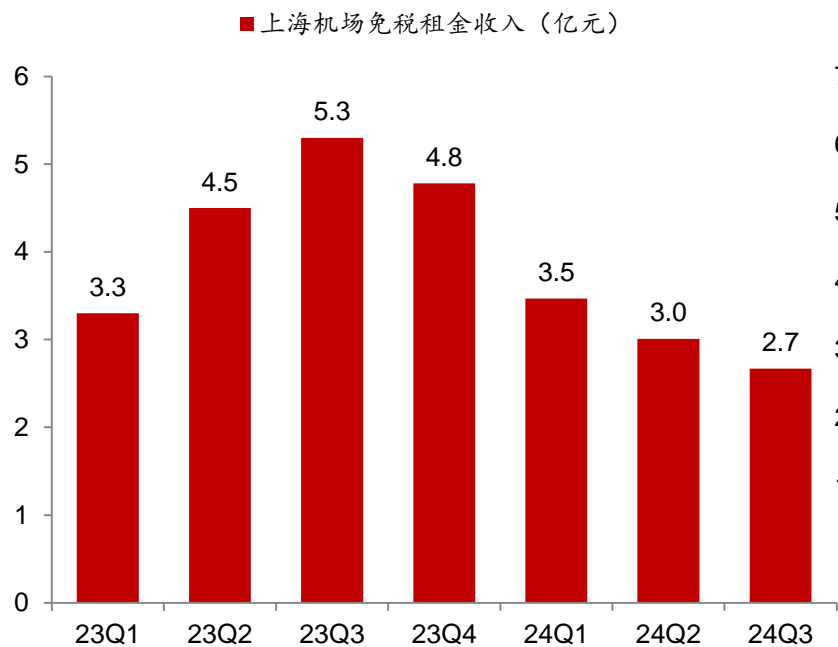
表：上海机场营业收入拆分（亿元）

	24H1	同比
营业收入	60.6	25%
(1) 航空性业务收入	26.9	41%
①起降相关	11.2	25%
②旅客及货邮相关	15.7	55%
(2) 非航空性业务收入	33.7	14%
①商业餐饮收入	10.7	-3%
其中：免税租金	6.5	-17%
其中：其他	4.2	31%
②物流服务收入	8.3	28%
③其他非航收入	14.8	22%

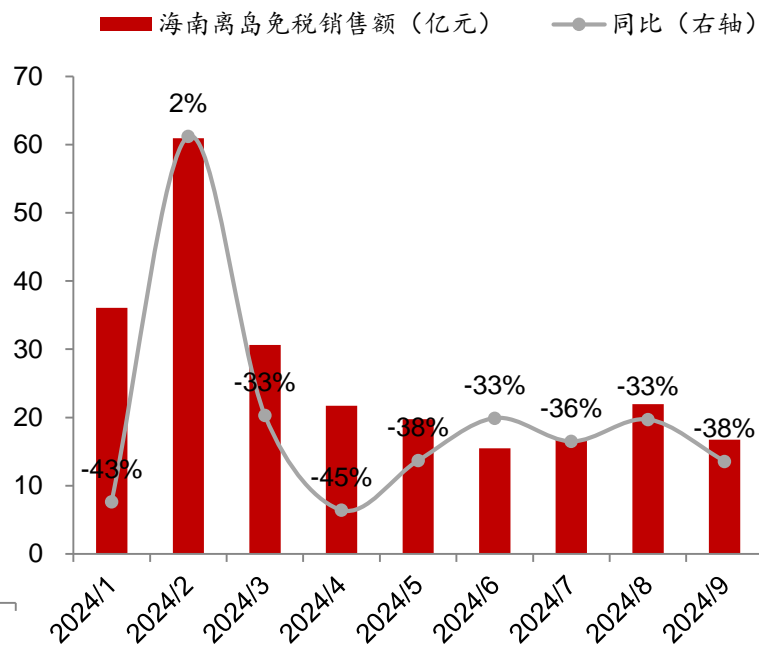
静待消费意愿恢复拉动机场非航业务收入恢复

- 一线核心机场国际客流已恢复至2019年的9成左右，但免税店销售客单价恢复较慢，静待消费意愿恢复拉动机场免税渠道销售额与机场免税租金收入增长，以及驱动非航业务收入提升。
- 海南离岛免税渠道：24年1-9月离岛免税销售额累计240亿元，同比-31%，购物人次447万人次，同比-15%，客单价5376元，同比-19%。

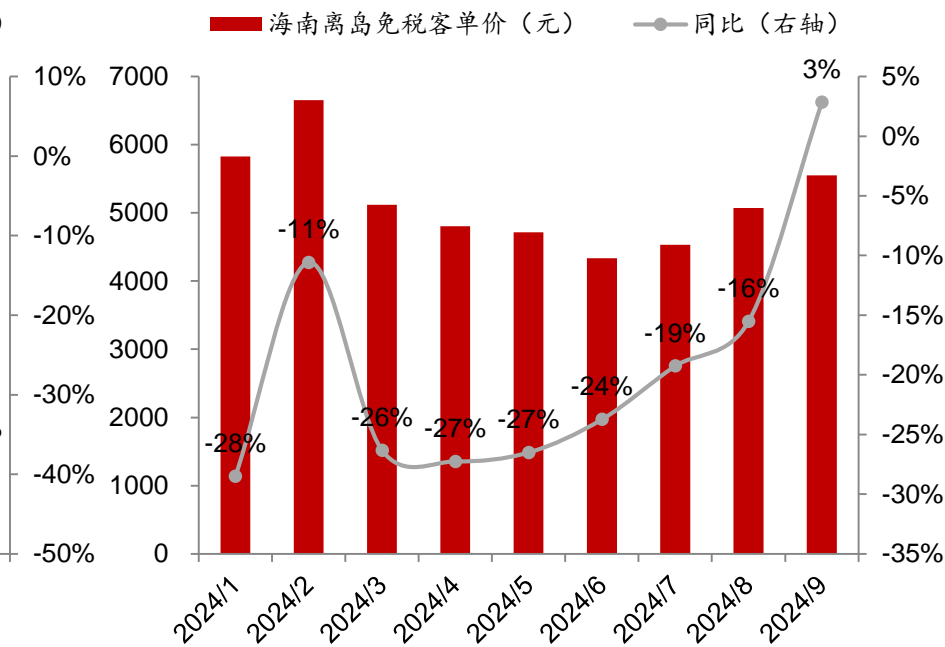
图：上海机场免税租金收入（亿元）



图：海南离岛免税销售额及同比



图：海南离岛免税客单价及同比



04

投资建议

投资建议：积极扩内需，看多高弹性航空板块

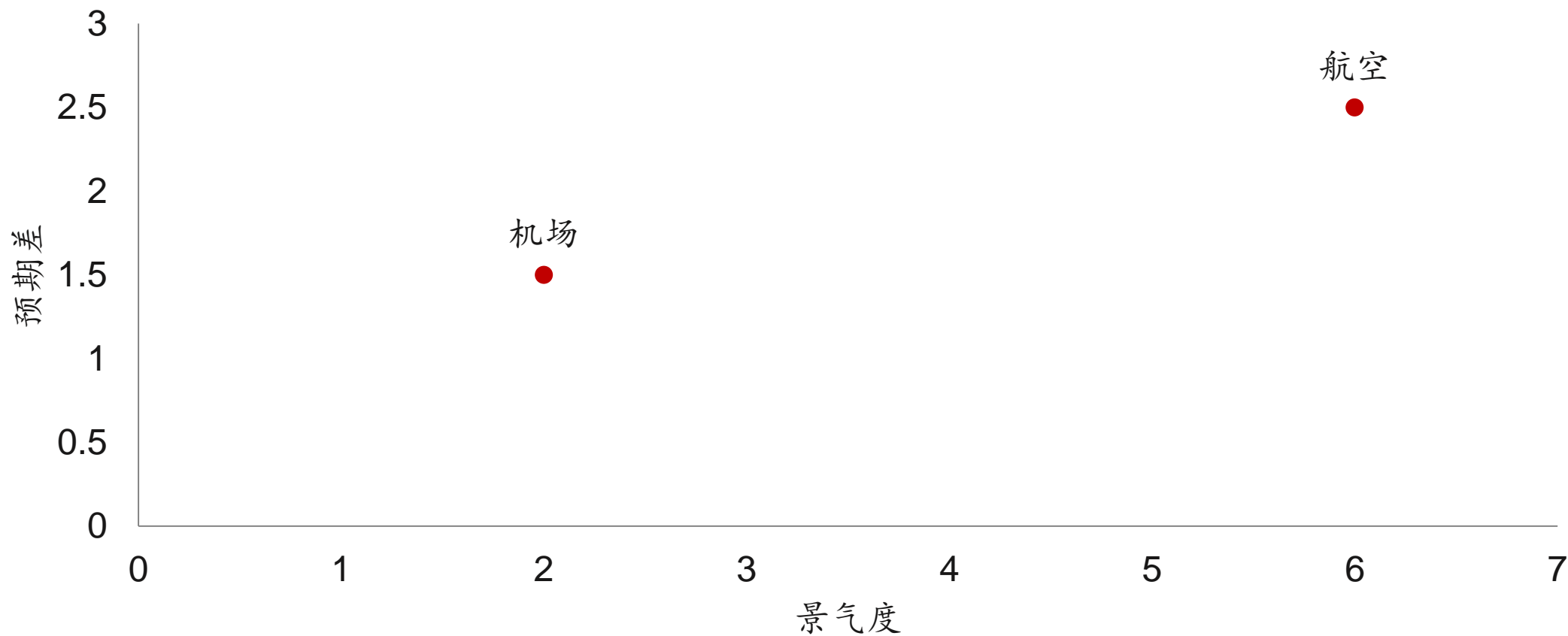
- 航空供给收紧逻辑至少演绎至2027年，需求持续向好，航空板块投资价值凸显。我们预计，2025年航空行业迎来供需拐点，25/26年供需差分别为+3.2%、+4.4%。
- 标的：持续推荐**华夏航空**（支线航空龙头，利用率恢复、补贴规模提升、地方化债有望驱动业绩超预期）、**吉祥航空**（民营航空龙头，与三大航重叠的优质航线占比较高，充分受益票价弹性）、**春秋航空**（低成本航空龙头，成长性突出）、**南方航空/中国国航/中国东航**（机队规模领先，景气周期业绩弹性大）。

表：航空公司盈利预测与估值（单位：亿元，按照2024.11.22收盘价计算）

	当前市值	归母净利润				PE		
		2023	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中国国航	1329	-10.5	-19.0	46.2	83.6	-	29	16
南方航空	1192	-42.1	-7.9	33.9	55.4	-	35	22
中国东航	907	-81.7	-28.3	27.4	47.2	-	33	19
春秋航空	567	22.6	23.3	32.6	39.3	24	17	14
吉祥航空	320	7.5	10.5	17.2	20.6	31	19	16
华夏航空	108	-9.6	4.2	8.8	12.1	25	12	9

附：2025年度航空机场行业景气投资图

图：2025年航空机场行业景气投资图



- (1) **需求不及预期**：若出行需求不及预期，将影响航司、机场收入，影响业绩恢复节奏。
- (2) **油价大幅上涨**：燃油是航司的重要成本项，若油价大幅上涨，将导致航司成本大幅上涨，影响业绩表现。
- (3) **汇率大幅波动风险**：航司外币敞口普遍较大，若人民币汇率大幅波动，将产生明显汇兑损益，影响业绩表现。
- (4) **机场免税销售额不及预期**：免税业务为机场贡献大部分利润，若机场免税销售不及预期，机场相应的免税租金收入将不及预期，影响机场业绩表现。

股票的投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1.买入：相对于沪深300指数表现 + 20%以上；
- 2.增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%之间波动；
- 4.减持：相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。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。

本公司的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。本公司的资产管理公司、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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>