

航空机场

报告日期：2023年08月14日

从国泰航空 23H1 业绩超 19H1 之我见，国内航司 Q3 业绩有望创新高

——航空行业专题报告

投资要点

□ 国泰航空发布 23H1 业绩，净利润已大幅超过 19H1

国泰航空发布 23H1 业绩，实现营收 435.93 亿港元/同比+135%，恢复至 19H1 的 81%，营业成本 369.67 亿港元，为 19H1 的 72%，实现净利润 39.59 亿港元，同比大幅扭亏（22H1 为亏损 52.99 亿港元），并已大幅超过 19H1（19H1 为 13.47 亿港元）。盈利的一部分来源于上半年确认了一笔约 19 亿港元的非现金收入（国航于 2023 年 1 月完成 A 股增发，国泰航空在国航的持股量被摊薄（从 18.13% 降至 16.26%，视作为出售国航部分股份）。

□ 国泰航空 23H1 整体客座率已超疫前同期，其中欧、美线需求大爆发

截至 23Q2，国泰航空整体 ASK 恢复至 19Q2 的 50%，整体 RPK 恢复至 19Q2 的 51%，整体客座率为 87%，较 19Q2 高出约 2pct。其中，欧、美航线需求迎来大爆发，23Q2 客座率分别为 91% 和 95%，较 19Q2 分别高出 4pct、9pct。

□ 国泰航空 23H1 客收较 19H1 高 41%，过去三年大幅裁员，员工总数下降超 1 万

随着航班量的恢复，国泰航空票价水平对应出现回落，23H1 客公里收益 0.77 港币/同比下降 32%，但较 19H1 仍有 41% 的上涨。

同时，随着供给恢复，单位成本端被摊薄，获得显著改善，23H1 单位 ASK 成本 1.00 港币/同比下降 85%，较 19H1 增加 58%，其中，上半年油价同比去年大幅回落，单位 ASK 燃油成本 0.29 港币/同比下降 67%，较 19H1 增加 57%，单位 ASK 非油成本 0.71 港币/同比下降 87%，较 19H1 增加 58%。

值得一提的是，国泰航空在过去三年大幅精简员工规模，截至 23H1，员工总数约 2.19 万名员工，较 19H1 减少大约 1.09 万名。

□ 文旅部发布恢复出境团队旅游第三批名单，中美航班量即将翻倍

8 月 10 日，文旅部宣布扩大出境团队业务国家规模至 138 个。

根据美国交通部 8 月 10 日的最新指令，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，允许自 10 月 29 日起，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。

根据航班管家，截至 2023 年 8 月中，中国大陆至中国香港、新加坡、中国澳门、英国、阿联酋等国家/地区恢复超 7 成。欧洲线恢复至 51%，中美线仅恢复至 6.6%。

□ 供给确定降速、国际线持续恢复，国内航司定价逻辑已发生变化，盈利诉求强烈，23Q3 业绩有望创历史单季最佳

过去，行业运力供给快速增长，国内航司为抢占市场，航线不断下沉、2011 年至今票价持续下行。但在当前时点，国内航司在经过过去三年的巨额亏损后，我们认为，国内航司低价战略或不可持续，过去“以量换价”的定价逻辑已发生变化。

短期来看，随着国际线恢复，国内线供给将趋于紧张，供需关系将进一步改善，有望实现量价齐升；中期来看，供给降速较为确定，出行需求有望持续爆发，若出现明显供需差，航司可通过涨价步入盈利强周期，结合机票全价提升带来的盈利中枢改善，航空供需大周期业绩兑现有望超预期。

□ 投资建议

暑运量价齐升，航空大周期已至，Q3 有望成为大周期业绩兑现起点。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度，推荐吉祥航空/南方航空/中国国航/春秋航空/中国东航。

□ 风险提示

出行需求恢复不及预期、油价大幅上涨、人民币兑美元大幅贬值等。

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

相关报告

- 《航空 Q3 业绩能创历史新高吗？》 2023.07.24
- 《Q2 航司经营业绩超预期，布局正当时》 2023.07.16
- 《5 月淡季不淡，建议积极布局暑运旺季行情》 2023.06.17

正文目录

1 国泰航空 23H1 业绩大幅超过 19H1	4
1.1 整体运力供给恢复至疫前同期的 50%，客座率超过 19Q2 约 2pct.....	4
1.2 国泰航空 23H1 客收较 19H1 高 41%，过去三年大幅裁员	5
2 文旅部发布恢复出境团队游第三批名单，中美航班量即将翻倍	6
3 投资建议	7
4 风险提示	8

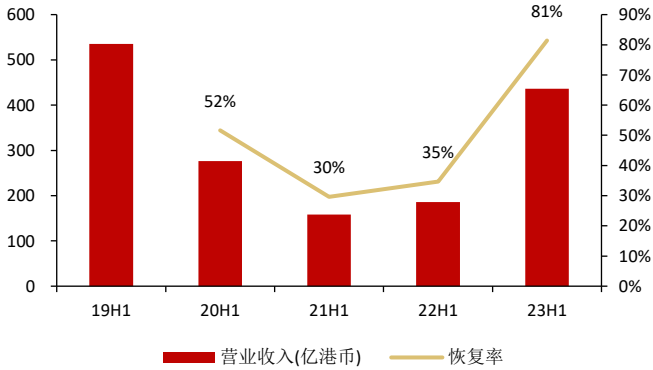
图表目录

图 1: 国泰航空 23H1 营收恢复至 19H1 的 81%.....	4
图 2: 国泰航空 23H1 净利润大幅超过 19H1	4
图 3: 国泰航空整体 ASK 恢复 19Q2 的 50% (截至 23Q2)	4
图 4: 国泰航空整体 RPK 恢复至 19Q2 的 51% (截至 23Q2)	4
图 5: 国泰航空整体客座率已超 19Q2 (截至 23Q2)	5
图 6: 国泰航空 23H1 客公里收益较 19H1 上涨 41%.....	5
图 7: 国泰航空 23H1 单位 ASK 成本较 19H1 增加 58%.....	5
图 8: 国泰航空 23H1 单位 ASK 燃油成本较 19H1 增加 57%.....	6
图 9: 国泰航空 23H1 单位 ASK 非油成本较 19H1 增加 58%.....	6
图 10: 国泰航空过去三年大幅精简员工规模.....	6
图 11: 2023 年 32 周主要国家/地区/区域航班量及其恢复率	7
图 12: 2011-2019 年三大航客公里收益不断下行 (元)	7
表 1: 第三批恢复出境团队旅游国家名单	7

1 国泰航空 23H1 业绩大幅超过 19H1

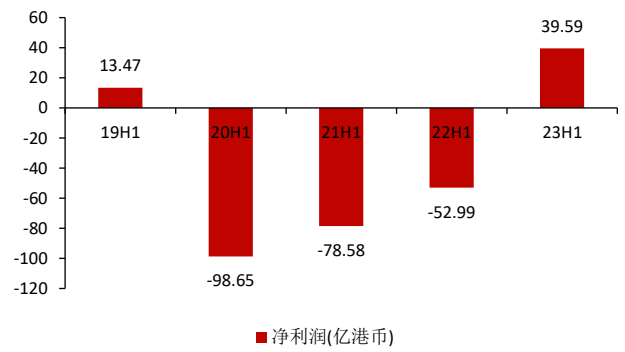
国泰航空发布 23H1 业绩，实现营收 435.93 亿港元/同比+135%，恢复至 19H1 的 81%，实现净利润 39.59 亿港元，同比大幅扭亏（22H1 为亏损 52.99 亿港元），并已大幅超过 19H1（19H1 为 13.47 亿港元）。盈利的一部分来源于上半年确认了一笔约 19 亿港元的非现金收入（国航于 2023 年 1 月完成发行 A 股增发，国泰航空在国航的持股量被摊薄（从 18.13% 降至 16.26%，视作为出售国航部分股份）。

图1：国泰航空 23H1 营收恢复至 19H1 的 81%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图2：国泰航空 23H1 净利润大幅超过 19H1



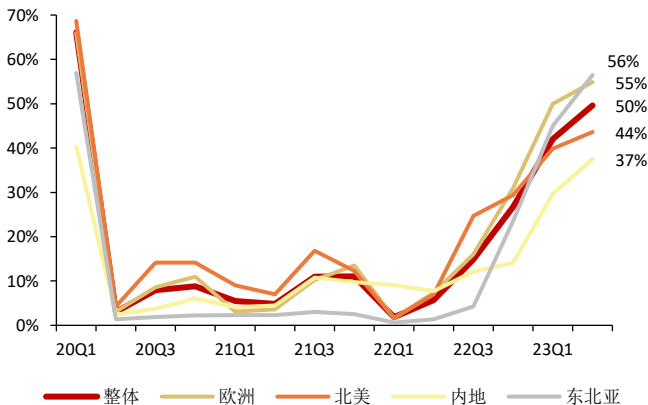
资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.1 整体运力供给恢复至疫前同期的 50%，客座率超过 19Q2 约 2pct

截至 23Q2，国泰航空整体 ASK 恢复至 19Q2 的 50%，整体 RPK 恢复至 19Q2 的 51%，整体客座率为 87%，较 19Q2 高出约 2pct。

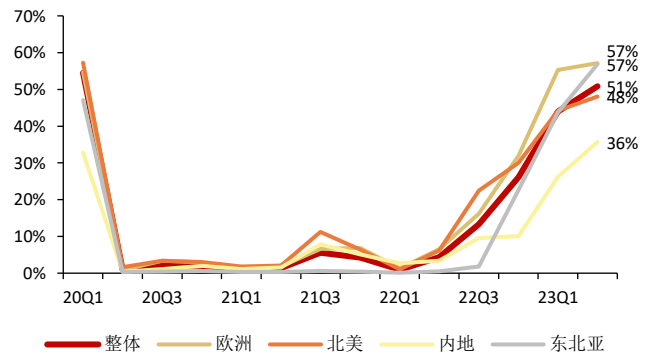
其中，欧、美航线需求迎来大爆发，23Q2 客座率分别为 91%和 95%，较 19Q2 分别高出 4pct、9pct。

图3：国泰航空整体 ASK 恢复 19Q2 的 50%（截至 23Q2）



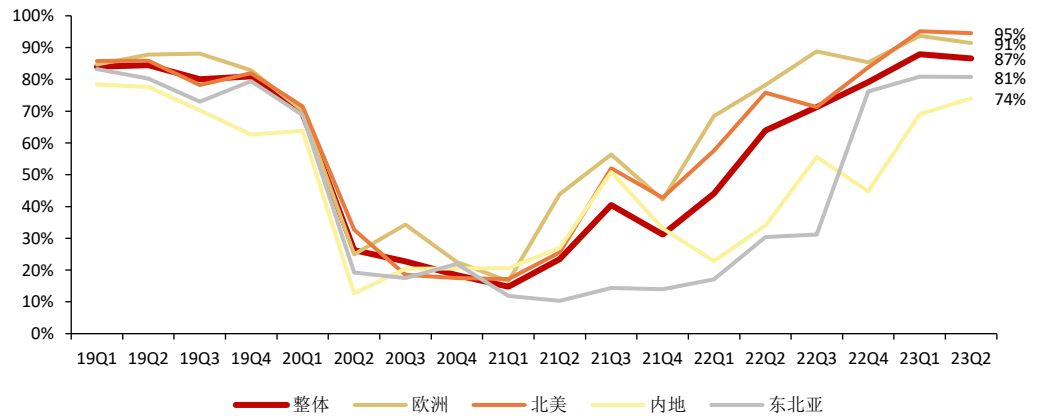
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图4：国泰航空整体 RPK 恢复至 19Q2 的 51%（截至 23Q2）



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图5: 国泰航空整体客座率已超 19Q2 (截至 23Q2)

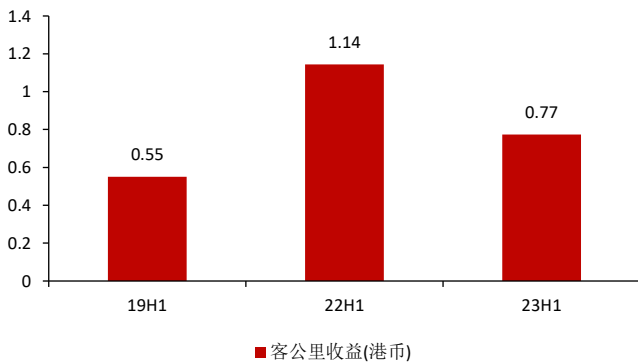


资料来源: Wind, 浙商证券研究所

1.2 国泰航空 23H1 客收较 19H1 高 41%，过去三年大幅裁员

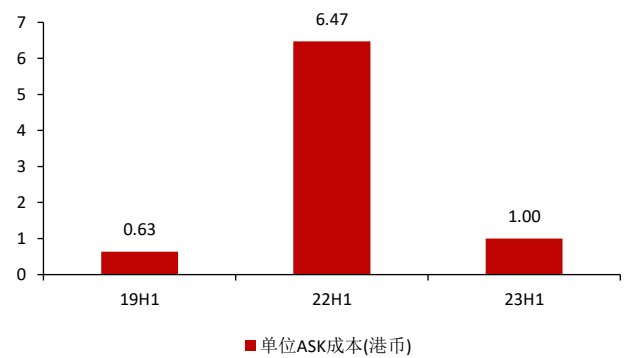
随着航班量的恢复，国泰航空票价水平对应出现回落，23H1 客公里收益 0.77 港币/同比下降 32%，但较 19H1 仍有 41% 的上涨。

图6: 国泰航空 23H1 客公里收益较 19H1 上涨 41%



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

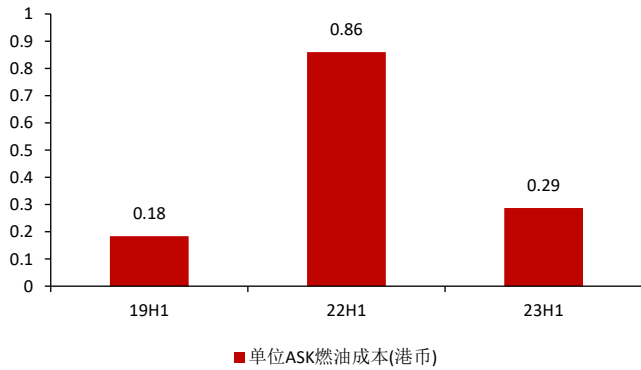
图7: 国泰航空 23H1 单位 ASK 成本较 19H1 增加 58%



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

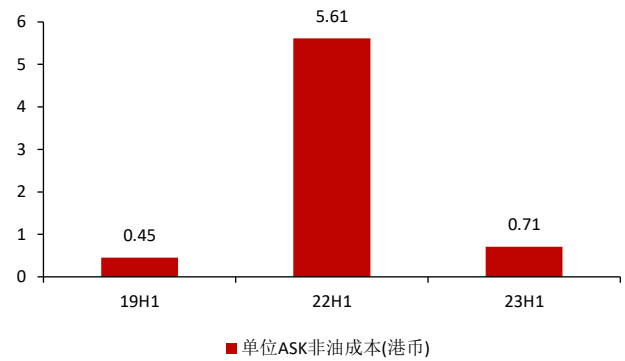
同时，随着供给恢复，单位成本端被摊薄，获得显著改善，23H1 单位 ASK 成本 1.00 港币/同比下降 85%，较 19H1 增加 58%，其中，上半年油价同比去年大幅回落，单位 ASK 燃油成本 0.29 港币/同比下降 67%，较 19H1 增加 57%，单位 ASK 非油成本 0.71 港币/同比下降 87%，较 19H1 增加 58%。

图8: 国泰航空 23H1 单位 ASK 燃油成本较 19H1 增加 57%



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

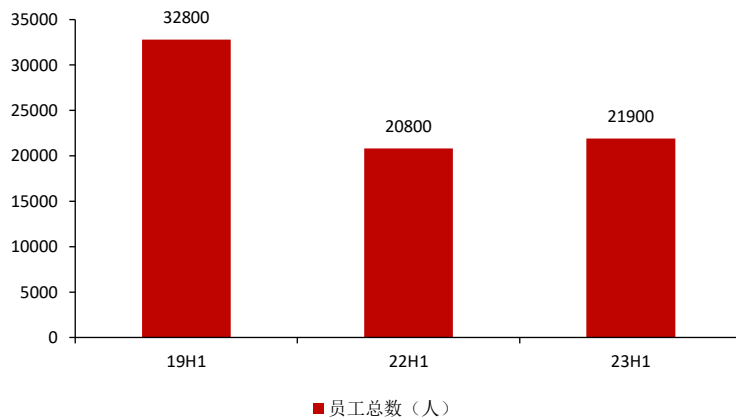
图9: 国泰航空 23H1 单位 ASK 非油成本较 19H1 增加 58%



资料来源: Bloomberg, 浙商证券研究所

值得一提的是, 国泰航空在过去三年大幅精简员工规模, 截至 23H1, 员工总数约 2.19 万名员工, 较 19H1 减少大约 1.09 万名。

图10: 国泰航空过去三年大幅精简员工规模



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

2 文旅部发布恢复出境团队游第三批名单, 中美航班量即将翻倍

8月10日, 文旅部再发通知, 宣布扩大出境团队业务国家规模。自此, 出境跟团游国家和地区已由60个扩展至138个。

根据美国交通部8月10日的最新指令, 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, 允许自10月29日起, 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。

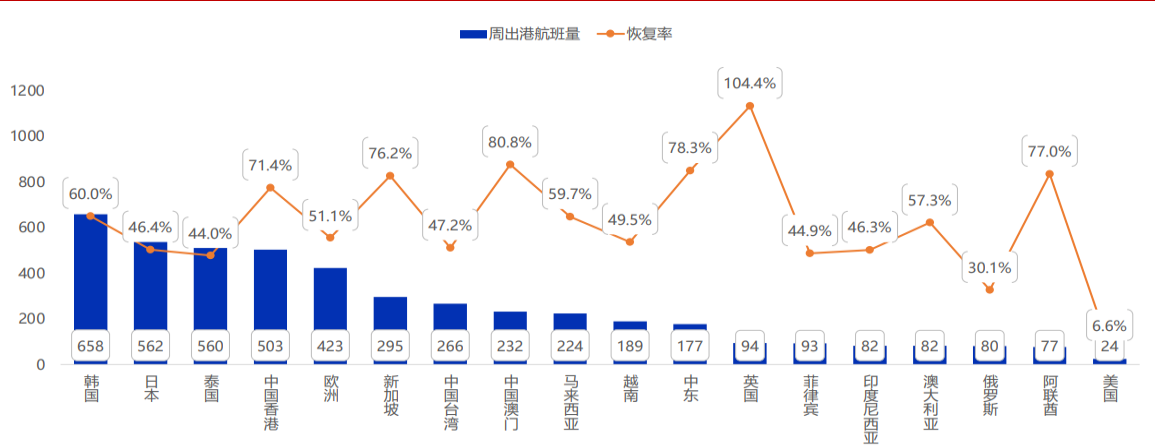
表1: 第三批恢复出境团队旅游国家名单

大洲	国家
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
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
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
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
南美洲	秘鲁、厄瓜多尔、哥伦比亚、圭亚那、苏里南、委内瑞拉
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

资料来源: 文旅部, 浙商证券研究所

根据航班管家, 截至 2023 年 8 月中旬, 中国大陆至中国香港、新加坡、中国澳门、英国、阿联酋等国家/地区恢复率超 7 成。欧洲航线恢复至 51.1%, 中美航线仅恢复至疫前的 6.6%。

图11: 2023 年 32 周主要国家/地区/区域航班量及其恢复率

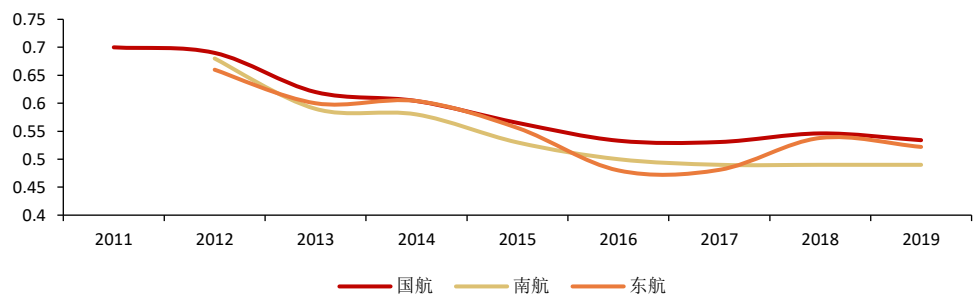


资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

3 投资建议

过去, 行业运力供给快速增长, 国内航司为抢占市场, 航线不断下沉、2011 年至今票价持续下行。但在当前时点, 国内航司在经过过去三年的巨额亏损后, 我们认为, 国内航司低价战略或不可持续, 过去“以量换价”的定价逻辑已发生变化。

图12: 2011-2019 年三大航客公里收益不断下行 (元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

短期来看，随着国际航线运力恢复，国内市场供给将趋于紧张，供需关系将进一步改善，有望实现量价齐升；中期来看，供给降速逻辑较为确定，出行需求有望持续爆发，若出现明显供需差，航司可通过涨价步入盈利强周期，结合机票全价提升带来的盈利中枢改善，航空供需大周期业绩兑现有望超预期。

暑运量价齐升，航空大周期已至，23Q3有望成为大周期业绩兑现起点。基于预期弹性空间、业绩兑现确定度，推荐吉祥航空/南方航空/中国国航/春秋航空/中国东航。

注：“23Q3 业绩创历史单季最佳”的定量测算请见 2023.7.24 外发报告《浙商证券航空大周期专题报告：航空 Q3 业绩能创历史新高吗？》

4 风险提示

出行需求恢复不及预期、油价大幅上涨、人民币兑美元大幅贬值等。

股票投资评级说明

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。

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

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>