

需求——或迎爆发式增长

——航空大周期研判系列（三）

行业评级：看好

2022年7月24日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
联系人	李逸
邮箱	liyi01@stocke.com.cn

背景：航空大周期核心逻辑

- 航空具有高收入、低利润率的特点，其盈利对票价变化非常敏感，本质上由供需关系决定。十四五我国航空供给增速明显下台阶，疫情过后需求爆发预期强，或出现明显供需缺口，从宏观“供不应求”传导至微观“涨价”。历史航空强周期主要由供需驱动，新一轮供需大周期酝酿中。

航空需求拆解：核心看旅客量增长、长期成长空间大，因私出行占比持续提升增强航空周期消费属性

- 1) **航空需求指标**RPK=旅客量*航距，RPK增速与旅客量增速曲线高度拟合。2) **我国航空需求维持高增**：2000-2019年，我国民航RPK年均复合增速14.0%，除非典、金融危机、2019年外，RPK均保持双位数正增长。3) **需求结构**：2018年公商务、因私旅客约四六开，因私出行需求占比持续提升，航空周期消费属性增强。4) **成长空间大**：航空需求是宏观经济晴雨表，我国人均乘机次数尚低、渗透空间大。

疫后我国民航需求有望迎来爆发式增长：海外多国解封后需求强劲复苏，我国或迎来休闲、商务出行需求两旺

- 1) **复盘非典/金融危机**：我国民航需求探底后，爬坡1-4个月后完全恢复，并迎来1.5-2年爆发期。2) **海外恢复情况**：超60国解封，需求强劲反弹。3) **海外复苏趋势1**：低成本航司、经济型/中端酒店引领行业复苏。4) **海外复苏趋势2**：休闲旅游需求恢复快于商务需求。5) **展望**：我国或迎来休闲、公商务出行需求两旺。

重点个股未来看点

- 1) **中国国航**：国际运力占比最高，航线网络优质，我们认为景气周期公司涨价概率较高。2) **南方航空**：国际运力占比高，机队规模最大，同样涨价幅度下公司业绩弹性最大。3) **春秋航空**：旅游包机包座业务收入占比相对较高，有望率先受益于休闲旅游需求复苏；基于低成本优势下沉国内低线城市仍有望实现盈利，东南亚航司洗牌，公司在东南亚航线的市占率有望提升，我们认为疫情修复后业绩兑现程度高；4) **吉祥航空**：受益于航空板块整体预期好转，中长期成长性高。5) **中国东航**：国内“黄金线”京沪线在北京两场运营，在国内需求爆发期将体现高盈利弹性。

风险提示：1) 疫情恢复不及预期；2) 需求恢复不及预期；3) 油汇大幅波动风险。

目录

CONTENTS

01 航空大周期背景

02 航空需求拆解

- (1) 航空需求指标RPK：与旅客量增速高度拟合
- (2) 除非典、金融危机、2019年外，RPK均保持双位数正增长
- (3) 因私出行占比提升，航空周期消费属性增强
- (4) 我国人均乘机次数尚低，需求成长潜力大

03 我国需求或迎来爆发式增长

- (1) 复盘非典/金融危机：需求探底后爬坡1-4个月即完全恢复，并迎来1.5-2年爆发期
- (2) 海外恢复情况：超60国解封，需求强劲反弹
- (3) 海外复苏趋势1：低成本航司、经济型/中端酒店引领行业复苏
- (4) 海外复苏趋势2：休闲旅游需求恢复快于商务需求
- (5) 展望：我国或迎休闲、公商务出行需求两旺

04 重点个股

中国国航/南方航空/春秋航空/吉祥航空/中国东航

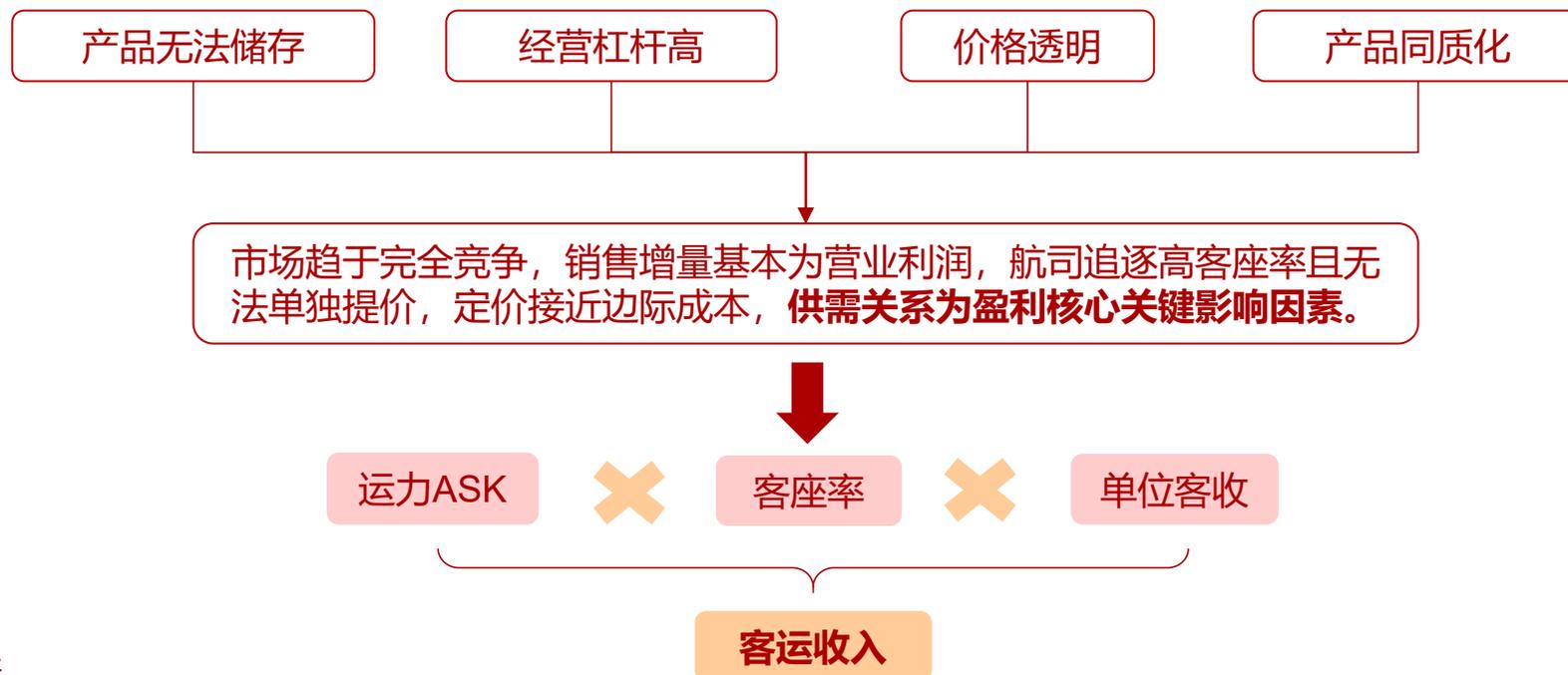
01

航空大周期 背景介绍

需求预期向好，
供给确定性降速，
下一轮大周期酝酿中

1.1 完全竞争情况下，航空大周期为供需周期

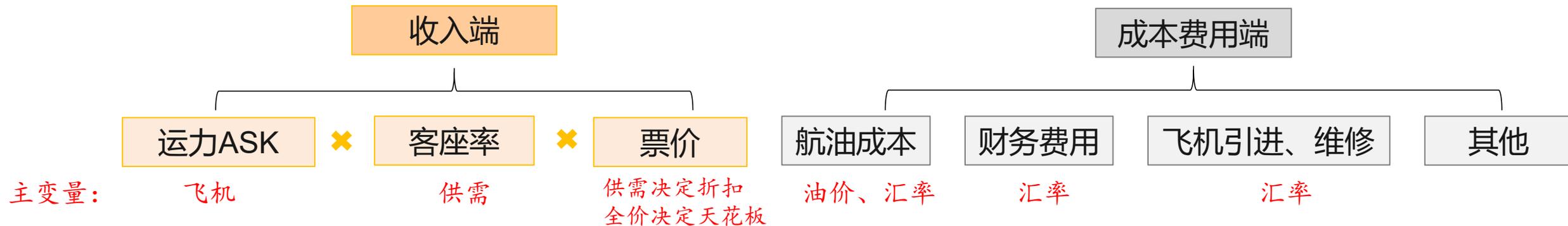
- **航空运输业趋于完全竞争状态，主要基于航空运输服务具有以下显著特征：**
 - 对航司来说，**①产品不可储存**，航班起飞后空位价值直线下降为零；**②经营杠杆较高**，覆盖变动成本后的销售额增量即为利润。
 - 对消费者来说，**③产品同质化**，在同类航司（全服务或者低成本）执飞的航班中，产品本身对于消费者而言差别基本可忽略，故票价是消费的关键决定因素；**④价格透明**，航司无法单独提价，故定价接近边际成本。
- **低边际成本+激烈的价格竞争，供需关系决定航司客运收入。** 客运收入的主要影响因素为票价和客座率，考虑到完全竞争下机票市场定价接近边际成本，故供需关系是影响源头。
- **航空大周期本质为供需周期。** 当供需出现顺差时，票价上涨，增量基本转化为利润，民航业进入上行周期；当供需逆差扩大时，票价或大幅下滑，受制于固定成本占比高，航空公司利润将大幅下降。



1.2 航司盈利核心驱动因素：宏观面“供不应求” → 微观面“涨价”

- 上市航司客运业务贡献90%以上收入：客运收入主要取决于运力（供给），客座率、票价（供需关系）。
- 航司固定成本占比高：其中航油成本占比约3成，飞发折旧维修成本占比约2成，受油价、汇率波动影响。
- 三大航收入体量大（2019年为1209-1543亿元）、利润率薄（2019年为2.01%-5.33%），其盈利对客座率、票价提升非常敏感；考虑到客座率拥有天花板，提价是行业盈利的核心驱动力。

图：航司业绩关键影响因素



表：2019年航司收入成本情况（考虑到会计准则变化，汇兑损益为2021年数据）

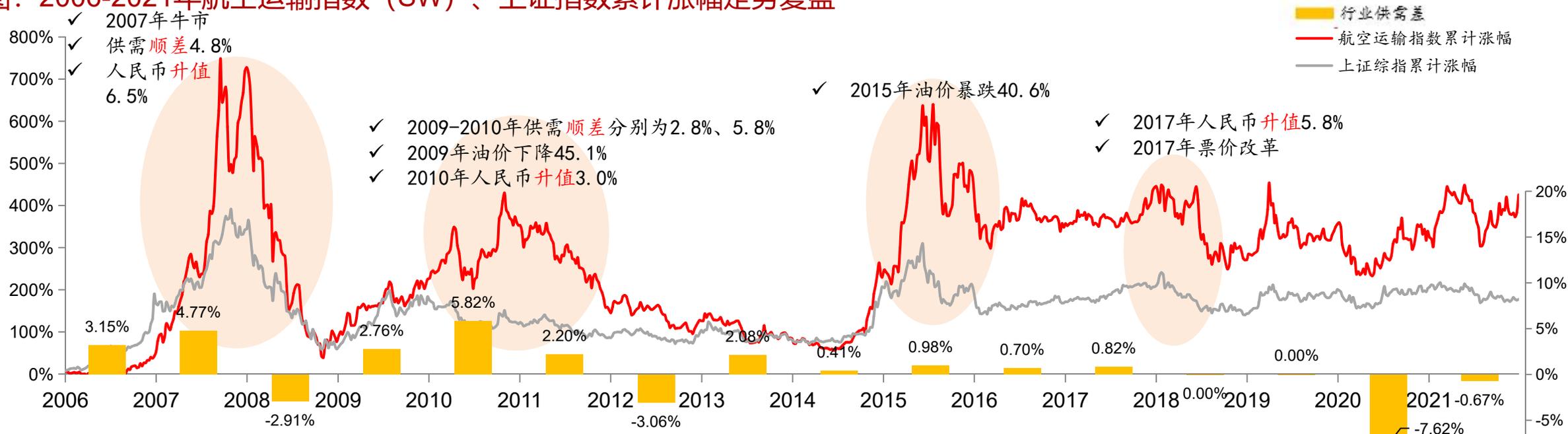
	ASK (亿人公里)	客座率	单位客收 (元)	客运收入	总收入 (亿元)	航油成本占比	飞发折旧维修成本占比	2021年汇兑收益 (亿元)	净利润 (亿元)	净利润率
国航	2878	81.0%	0.534	1245亿元, 占91%	1362	32%	24%	12.4	72.5	5.33%
南航	3441	82.8%	0.486	1385亿元, 占91%	1543	32%	24%	15.8	30.9	2.01%
东航	2702	82.1%	0.522	1103亿元, 占95%	1209	32%	21%	16.2	34.8	2.88%
吉祥	408	85.2%	0.469	163亿元, 占97%	167	30%	24%	2.2	10.1	6.04%
春秋	437	90.8%	0.362	144亿元, 占99%	148	32%	20%	0.7	18.4	12.42%

1.3 复盘：历史强周期主要由供需驱动，新一轮供需大周期或将来临

□ A股市场历次航空股行情主要驱动因素可归纳为供需错配、油价暴跌、人民币升值，其中供需是核心驱动。

□ 十四五期间航空供给增速明显下台阶，疫情过后需求侧有望爆发，或出现明显供需错配，新一轮供需大周期酝酿中。

图：2006-2021年航空运输指数（SW）、上证指数累计涨幅走势复盘



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
航空指数当年涨幅	55%	401%	-81%	103%	39%	-49%	-10%	-25%	81%	45%	-19%	24%	-39%	15%	-10%	20%
油价涨幅	+20%	+4%	+47%	-45%	+29%	+39%	+2%	-5%	-6%	-41%	-17%	+25%	+28%	-8%	-37%	+39%
CNY升值	3.2%	6.5%	6.4%	0.1%	3.0%	4.9%	0.2%	3.0%	-0.4%	-6.1%	-6.8%	5.8%	-5.0%	-1.6%	6.5%	2.3%
驱动因素	-	供需、汇率	油价、供需	供需、油价	供需、汇率	油价	供需、油价	高铁四横四纵	油价	油价下降	-	票价改革	油价、汇率	停飞B737 MAX	新冠疫情	新冠疫情

02

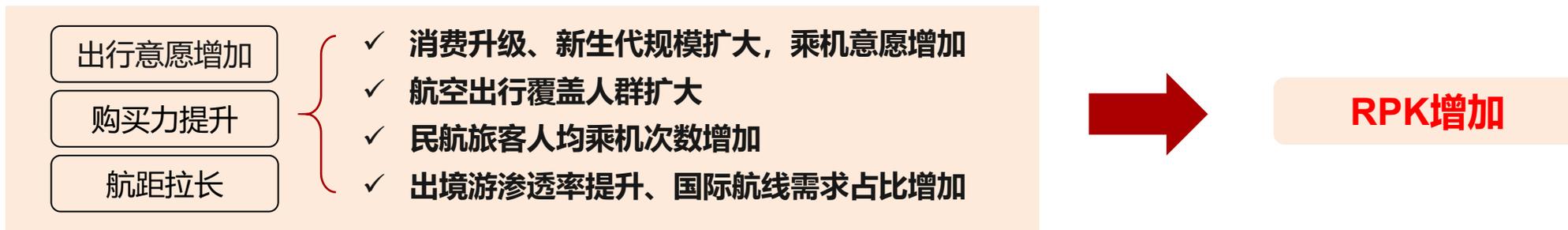
航空需求 拆解

- **航空需求指标RPK**：与旅客量增速高度拟合
- **需求增速**：除非典、金融危机、2019年外，RPK均保持双位数正增长
- **需求结构**：因私出行需求占比提升，航空周期消费属性增强
- **成长空间**：我国人均乘机次数尚低、渗透空间大

2.1 需求：RPK指标综合衡量航空出行人次、里程

- 民航需求可用指标RPK（旅客周转量）综合衡量，即每一航段旅客运输量（人）与该航段距离的乘积之和。
- 客座率：实际售出座位数占可售座位数的比例，由供需关系决定，是需求边际向好的先行指标。

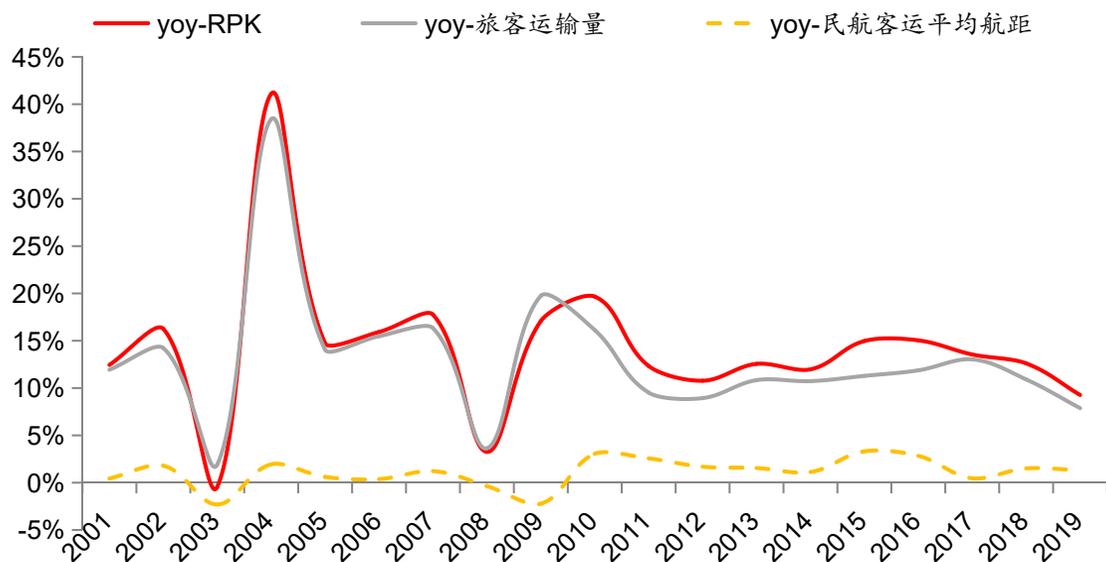
图：航空需求拆分与主要驱动因素分析



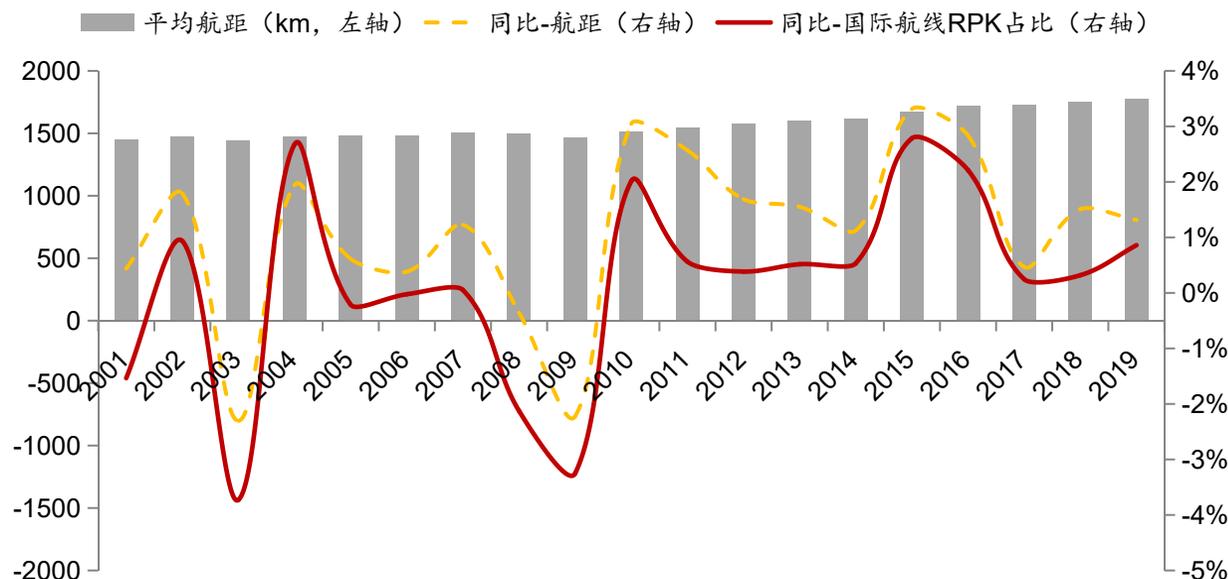
2.1 需求：RPK与旅客量增速拟合，航距与国际线RPK占比同向变动

- **我国民航RPK增速与旅客量增速曲线高度拟合。**如前文所述，RPK可以拆解为旅客量与航距的乘积，2001-2019年，我国民航RPK、旅客量、平均航距CAGR分别为14.1%、12.8%、1.1%，航空RPK增速与旅客运输量增速曲线高度拟合，而平均航距增速相对平稳。
- **平均航距随着国际航线（远距离）RPK占比提升而平稳增长。**2002-2019年，国际航线RPK占比整体呈上升趋势，航距同比增速与国际航线RPK占比增速均保持同向变动；平均航距从1476千米增长至1774千米，CAGR为1.1%；国际航线RPK占比从23.4%提升至27.2%。2020年，受新冠疫情影响，国际航班按照“五个一政策”执行，国际航线RPK占比降至7%，当年平均航距同比下降20.2%。

图：我国民航RPK增速与旅客运输量增速高度拟合



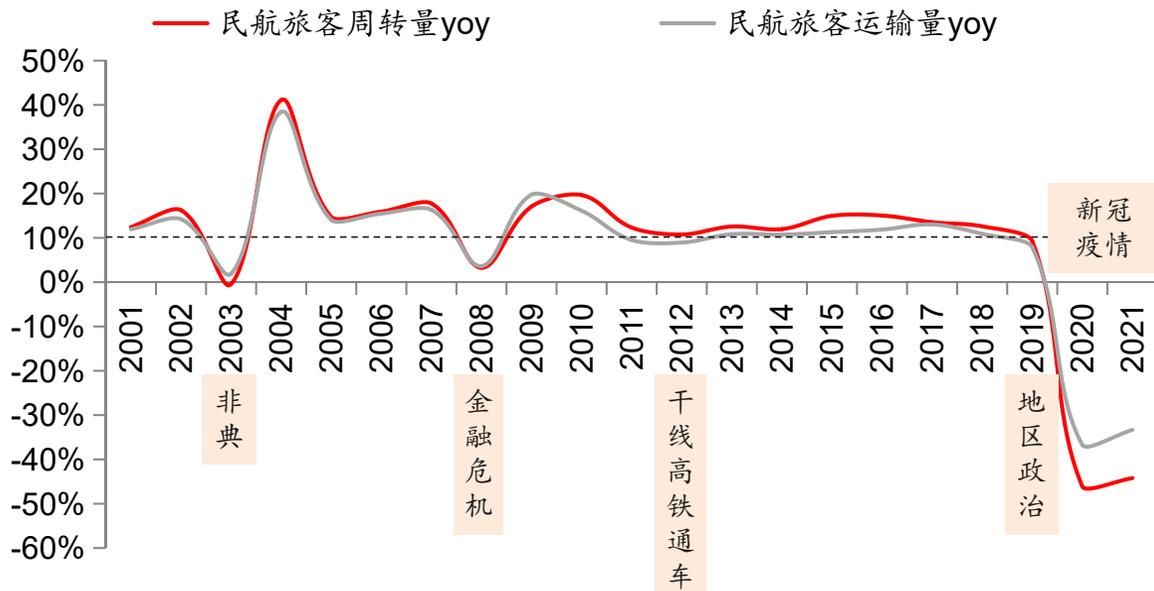
图：平均航距与国际航线RPK占比变动方向一致



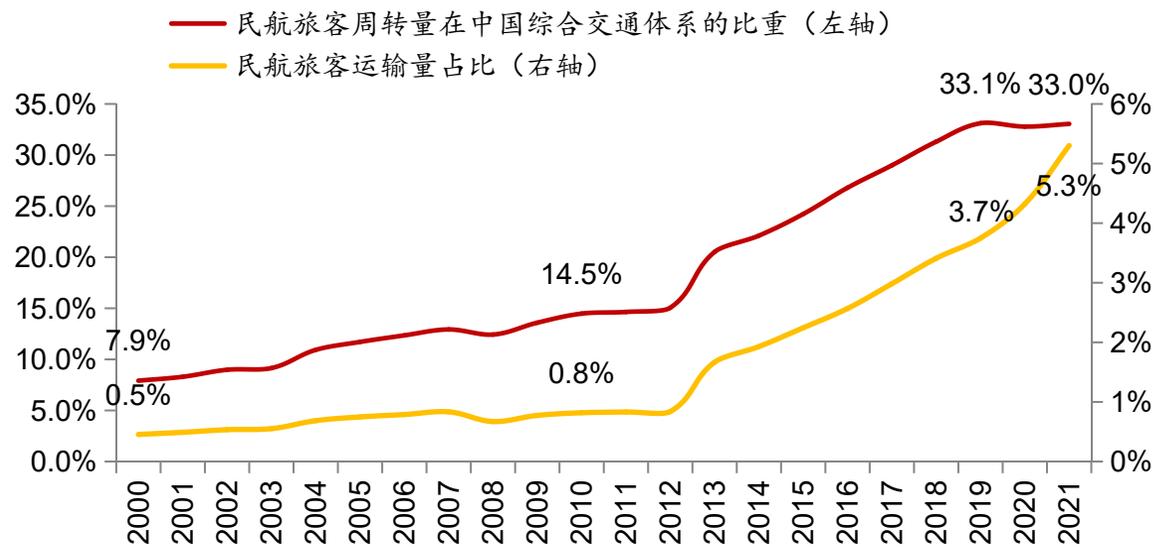
2.1 需求：除非典、金融危机、MAX停飞外，RPK保持双位数正增长

- 在无外部非正常因素临时压制的年份，我国民航需求RPK均保持双位数正增长，航空出行在交通体系的比重呈上升趋势。
- 除了非典、金融危机、2019年地区政治影响3次罕见失速外，航空RPK、旅客量均保持双位数正增长。2000-2019年，我国民航旅客周转量CAGR为14.0%，民航旅客运输量CAGR为12.8%，RPK增速更明显主要因为平均航距亦呈上涨趋势。新冠疫情前，民航需求增速降至双位数以下的情况为：**1) RPK增速仅3年低于10%**：除了2003年（SARS）增长-0.4%、2008年（金融危机）增长3.3%、2019年（地区政治影响）增长9.3%，其他年份RPK增速均保持在10%以上。**2) 旅客量增速仅4年低于10%**：个位数增长年份仅2003年（SARS）1.9%、2008年（金融危机）3.6%、2012年（经济下行、重要干线高铁通车）8.9%、2019年（地区政治影响）7.9%。
- **航空出行占比迅速提升**：**1)** 2019年，我国民航旅客周转量占综合交通体系的33.1%，2021年为33.0%；**2)** 2019年，民航旅客运输量占整体客运量的3.7%，2021年为5.3%。

图：民航旅客运输量、旅客周转量同比增速



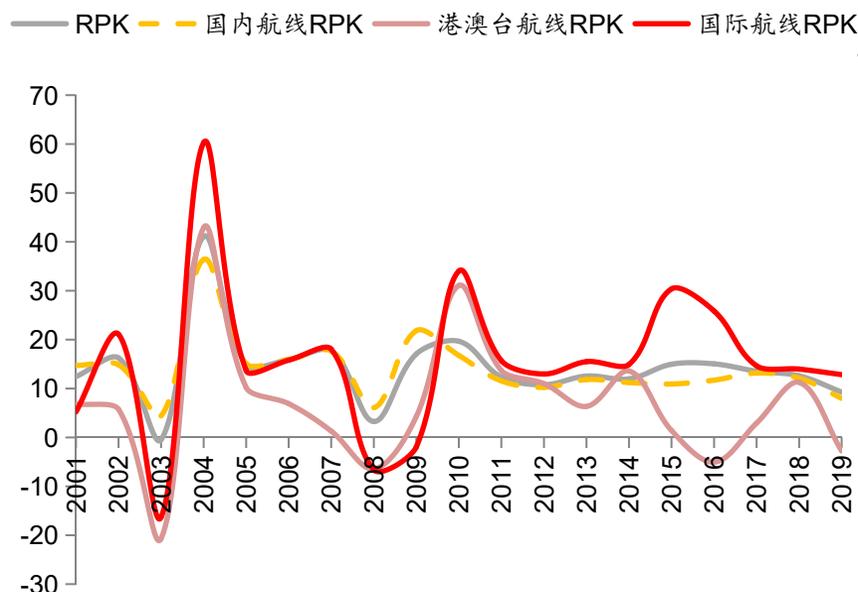
图：民航旅客运输量、周转量在综合交通体系的比重持续提升



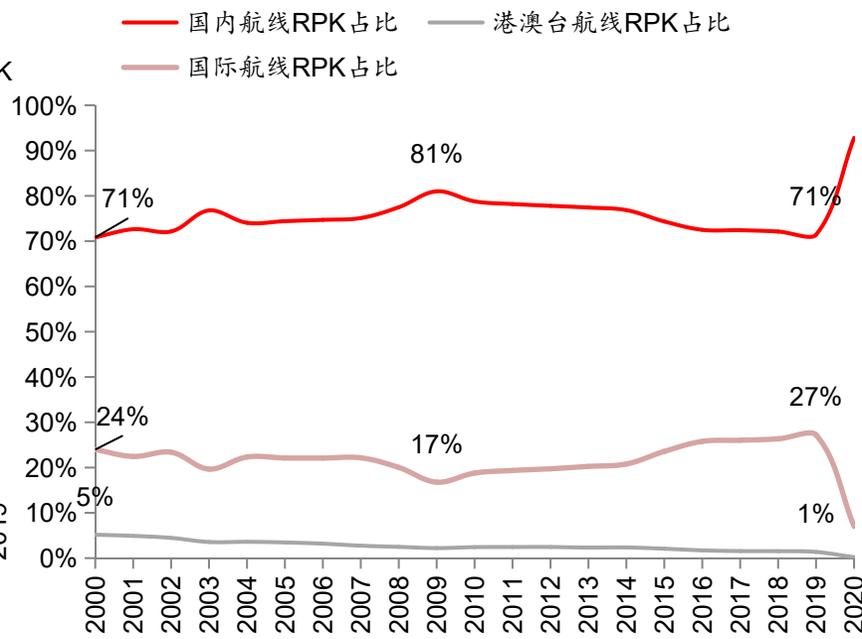
2.2 需求结构：疫情前国际航线增速更快，低线市场潜力巨大

- 国际航线RPK占比27%，增速相对更快。**分航线来看，根据民航局数据，2019年国内、港澳台、国际航线RPK分别占比71%、1%、27%。1) 2000-2009年我国航空RPK年均复合增速为14.9%、国内需求增速更快，其中国内、港澳台、国际航线RPK的年均复合增速分别为16.6%、4.5%、10.4%；2) 2010-2019年我国航空RPK年均复合增速12.5%、国际及地区增速更快，其中国内、港澳台、国际航线RPK的年均复合增速分别为11.3%、5.6%、17.3%，主要因为出境游渗透率快速提升。
- 我国干支机场发展不平衡，低线市场潜力巨大。**2019年旅客吞吐量千万级以上的干线机场（数量占比16%）产出83.3%的旅客吞吐量。根据民航十四五规划，2020-2025年，我国民用运输机场预计从241个增加至270个，料增量绝大部分为支线机场，未来我国支线机场密度有望持续提升、航空通达性将随之改善，覆盖面亦将持续扩大。

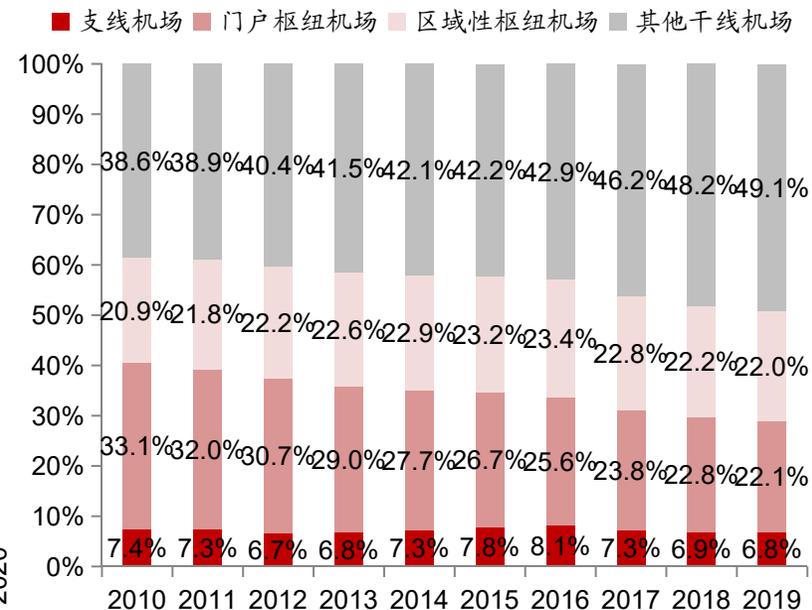
图：疫情前我国国际航线RPK增速更快



图：10-19年我国国际航线RPK占比持续提升



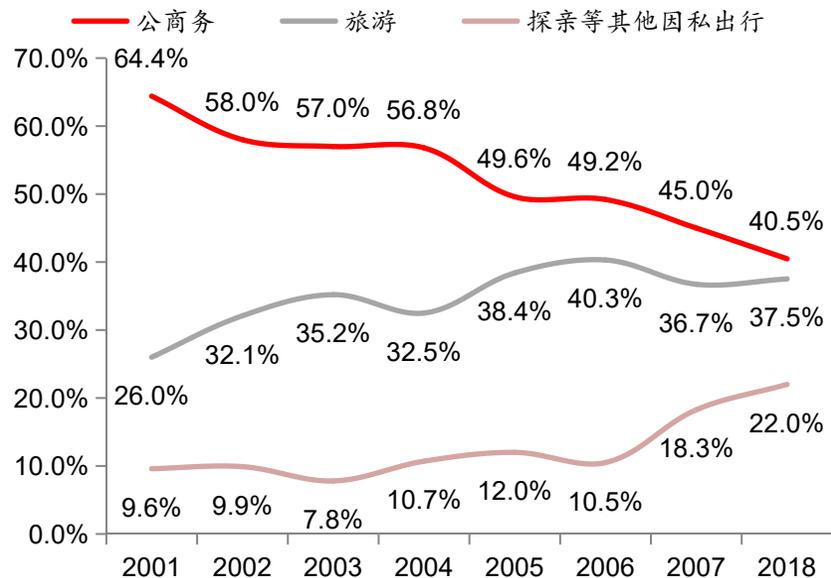
图：中国各类机场旅客吞吐量占比



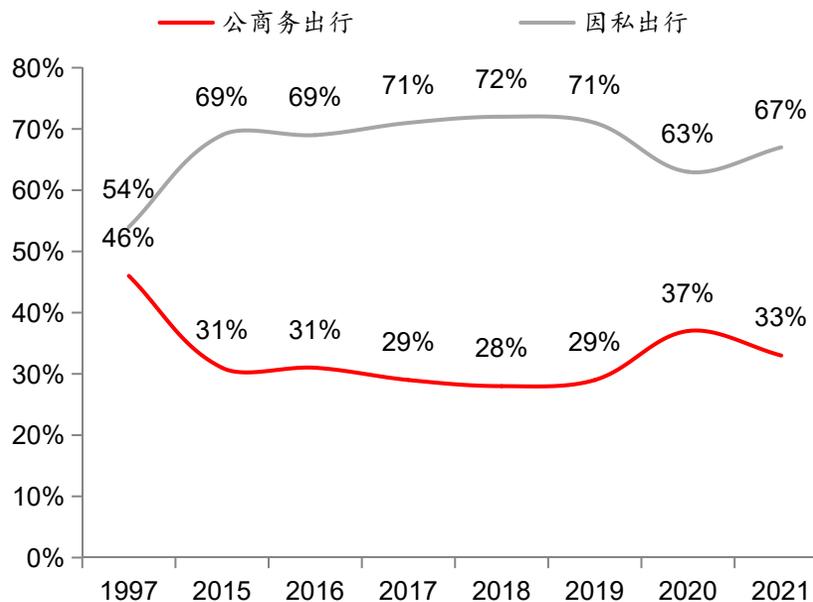
2.2 需求结构：因私出行需求占比提升，航空周期消费属性增强

- 中国：航空乘客中商旅客占比约8成，因公出行占比下降、因私出行占比提升，航空需求周期消费属性增强，我们认为需求端有望持续保持较稳定的增速。**按照出行目的划分，航空需求可分为因公、因私（休闲、探亲、求学等），近十年公商务客占比下降，旅游、其他因私出行旅客占比显著提升。根据携程数据，2018年航空乘客画像中，公商务客占40%、旅游客占38%、探亲客占13%、求学客占4%、其他旅客占5%。
- 美国：疫情前因私出行占比持续提升，2019年公商务、因私出行旅客占比分别为29%、71%。**疫情后，公商务出行需求相对刚性，受损程度相对更小，2020年占比提升至37%，随着因私出行需求恢复，2021年占比回落至33%。
- 英国：疫情前因私出行占比呈上升趋势，2019年公商务、因私出行旅客占比分别为19%、81%。**

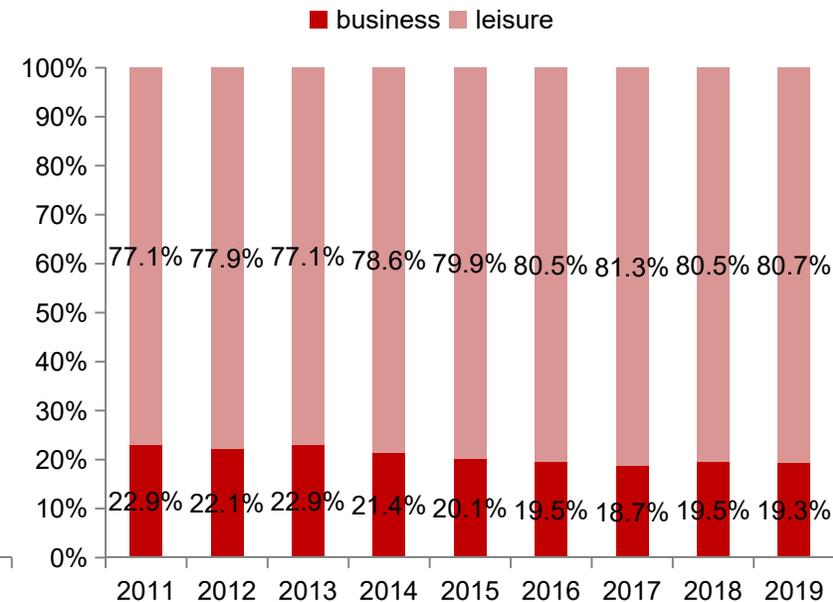
图：中国航空旅客出行目的结构



图：美国航空旅客出行目的结构



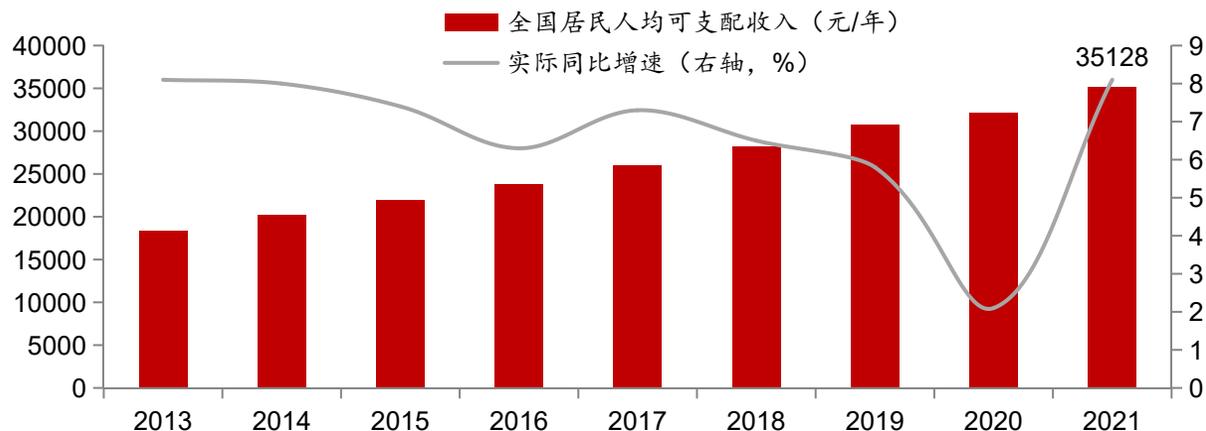
图：英国航空旅客出行目的结构



2.3 成长空间：航空出行需求是宏观经济晴雨表，我国提升潜力巨大

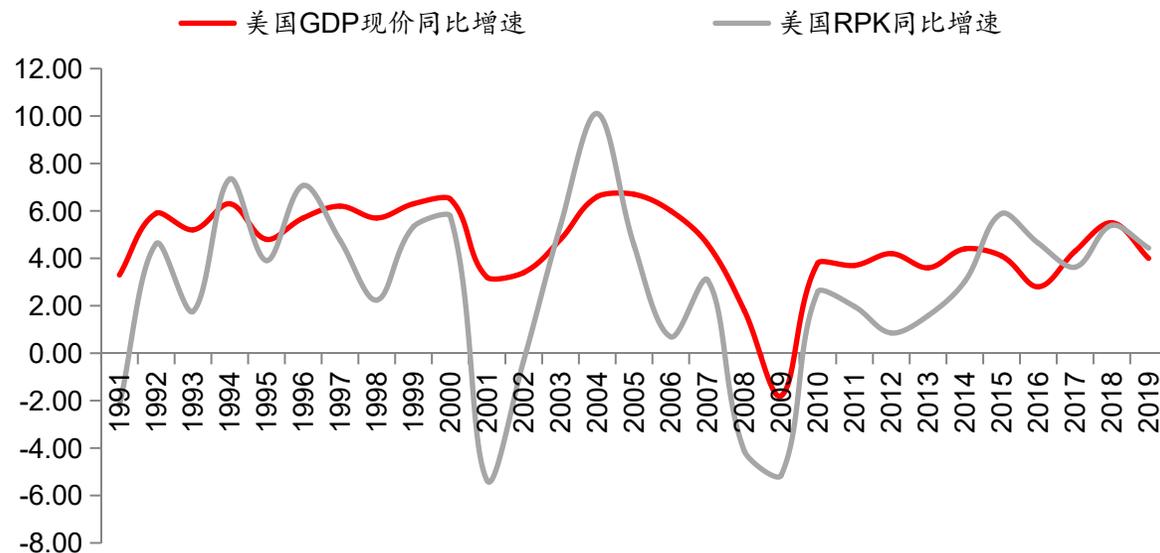
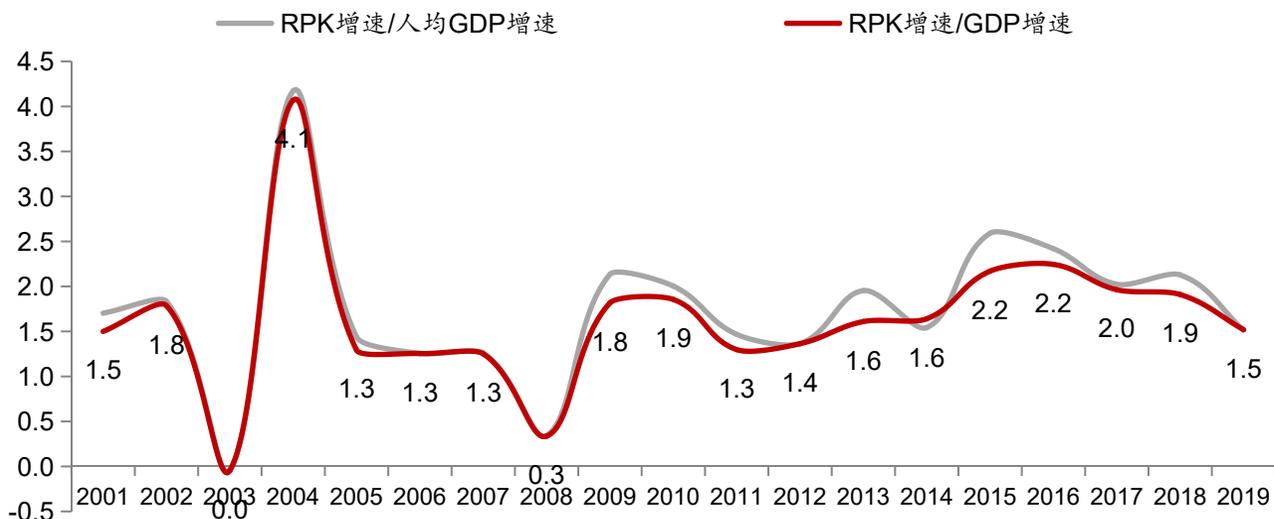
- 航空出行需求是宏观经济晴雨表。1) 中国：我国RPK增速一般是GDP增速的1.5-2倍。2) 美国：我们复盘对比了1991-2019年间美国GDP增速、RPK增速趋势，发现正常情况下经济与航空出行需求增速的环比变动一般是同向。
- 我国持续推进城镇化进程，三四线城市成航空需求增速新支撑点。2000-2021年，我国城镇化人口比重从36.22%提升至64.72%。
- 居民消费能力持续提升，航空需求提升潜力巨大。2021年，我国居民人均可支配收入35128元，13-21年CAGR为9.8%。

图：我国人均可支配收入持续提升



图：我国RPK增速一般是GDP增速的1.5-2倍

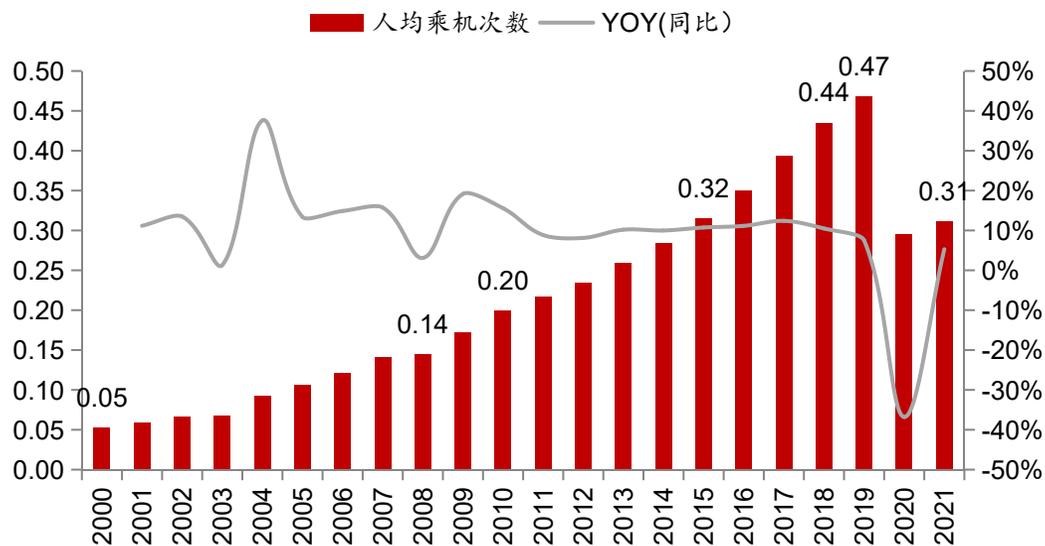
图：美国RPK增速与GDP增速趋势比较



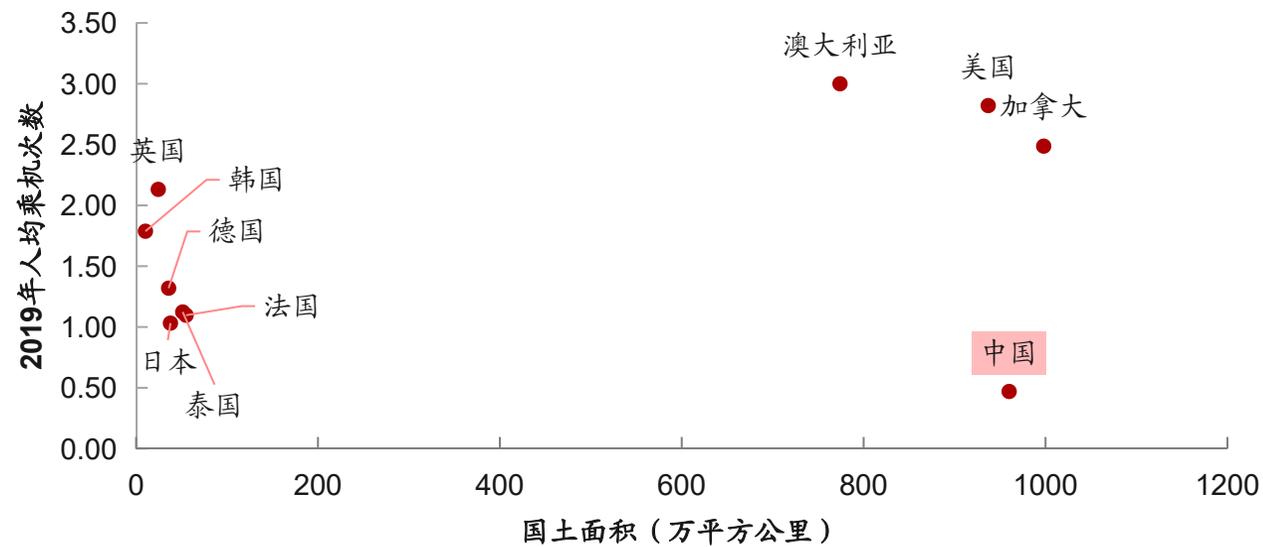
2.3 成长空间：我国航空渗透率提升空间大，中长期需求增长无忧

- **短期：**民航局在《十四五民航规划》中预计2025年我国民航旅客量约9.3亿人次，对应19-25年累计涨幅为41%、CAGR为5.9%。
- **中长期：我国人均乘机次数距离世界平均水平仍有较大差距，渗透率提升潜力巨大。** 1) 根据华夏航空《2020中国副省级以下城市航空通达性报告》，我国尚有10亿人未坐过飞机；根据民航局数据，2019年我国人均乘机次数仅0.47次，低于世界平均水平0.87次，远低于美国2.82次、加拿大2.49次、澳大利亚3次。2) 根据2018年发布的《新时代民航强国建设行动纲要》，民航局等部门预计到2035年我国人均航空出行次数超过1次。

图：中国人均乘机次数



图：多国2019年人均乘机次数与国土面积对比



03

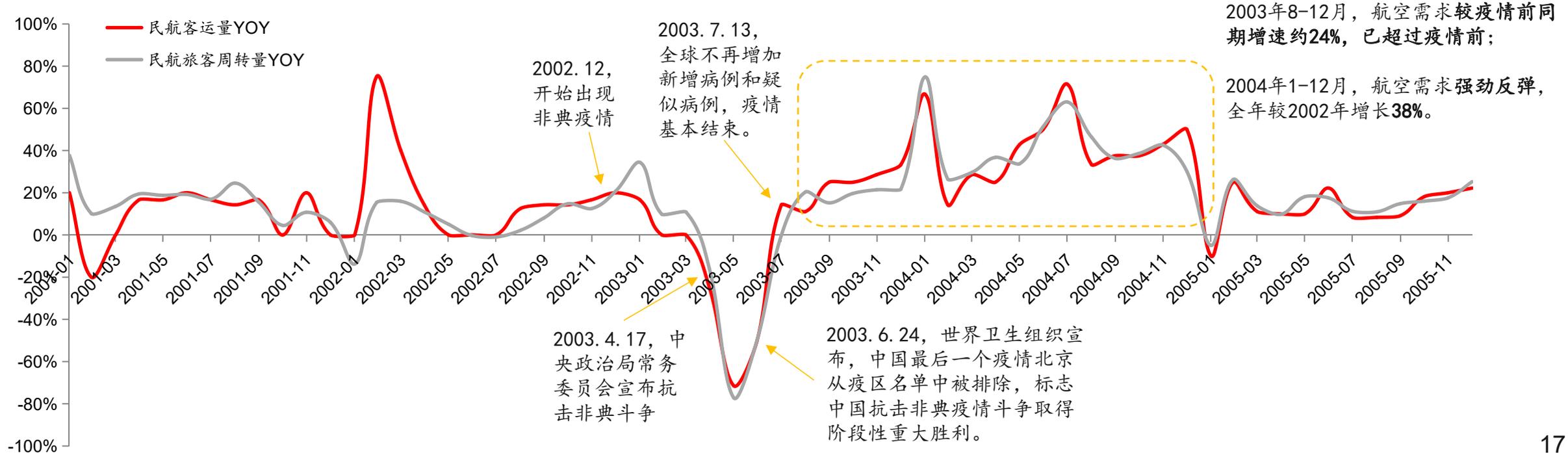
疫后需求 或爆发

- **复盘非典/金融危机：**需求爬坡1-4个月后完全恢复，并迎来1.5-2年爆发期
- **海外恢复情况：**至少57国解封，需求强劲反弹
- **海外复苏趋势1：**低成本航司、经济型/中端酒店引领行业复苏
- **海外复苏趋势2：**休闲旅游需求恢复快于商务需求
- **展望：**我国或迎休闲、公商务出行需求两旺

3.1 复盘非典：国内抗疫胜利次月需求完全恢复，迎来一年半爆发期

- 复盘2003年SARS疫情：国内抗疫胜利次月（需求探底后2个月）需求反弹至疫情前水平，随后迎来持续约1.5年的强劲爆发期。
- 2003年4-6月：疫情冲击期。4月17日中央政治局宣布抗击非典斗争，4-6月航空客运量同比分别-25%、-71%、-50%。6月24日我国抗疫斗争取得阶段性重大胜利，航空需求开始回升。
- 2003年7月：全球疫情基本结束，我国航空RPK已恢复至疫情前同期水平，民航客运量同比增长14%。
- 2003年8-12月：民航旅客量增速约24%，已超过非典前2002年14%的增速。
- 2004年1-12月：需求强劲反弹。04年民航客运量较02年增长38%（02年同比增速约14%）；05年高基数下增速回落至14%。

图：2003年SARS疫情前后我国航空需求趋势

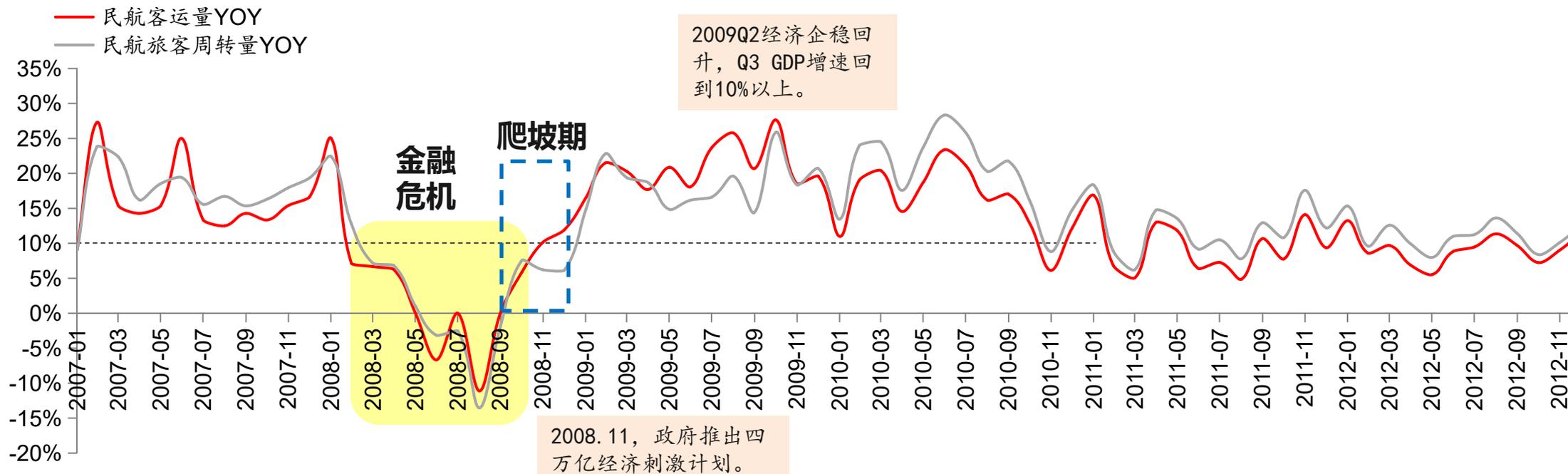


3.1 复盘金融危机：需求探底后4个月完全恢复，爆发期持续近2年

复盘2008年金融危机：金融危机前后影响出行需求约9个月，需求探底后经历4个月爬坡期就完全恢复至危机前同期，四万亿经济刺激计划后迎来近2年的需求高增期。

- 2008年金融危机席卷全球，2月民航客运量增速跌至7%，6月客运量出现负增长-7%；整体对出行需求影响时间持续9个月左右，10月民航客运量同比增速回正至6%，11月增速重新站到10%以上。
- 2008年11月，我国政府推出四万亿经济刺激计划；2009年全球经济复苏并出现增长趋势，我国经济于09Q1探底后回升，Q3 GDP增速回到10%以上。2009年民航客运量同比增长20%，2010年高基数下增速回落至16%（2007年增速16%）。

图：2008年金融危机前后我国航空需求趋势

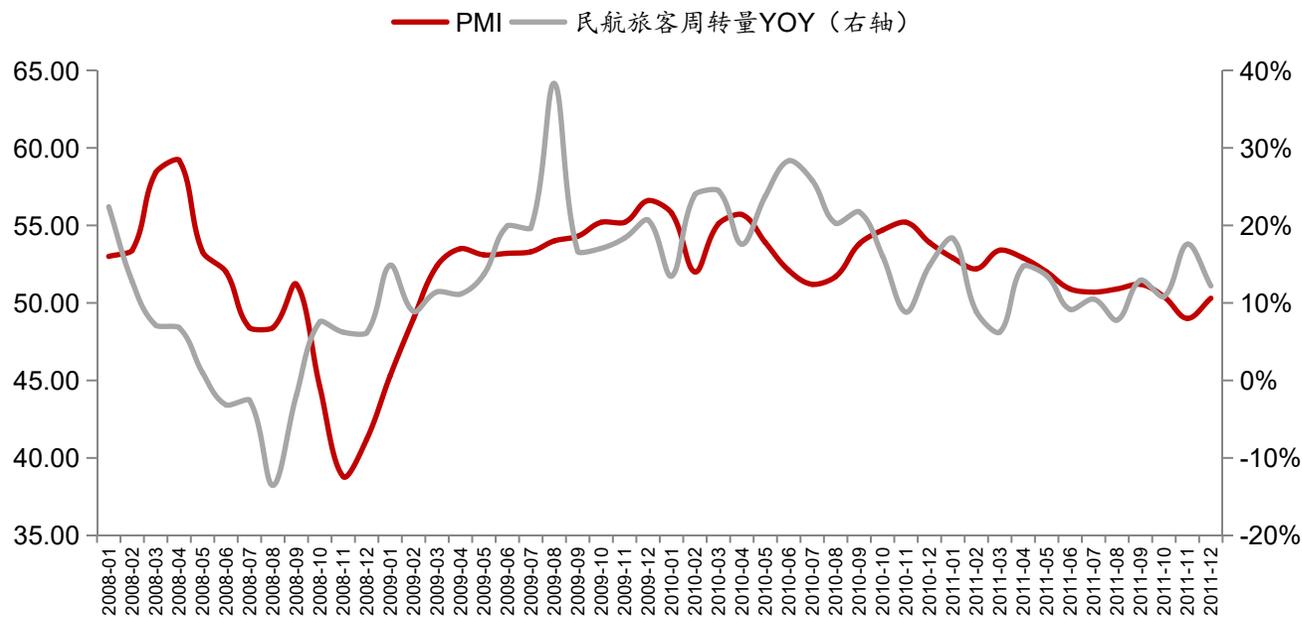


3.1 复盘：PMI是航空需求前瞻性指标，客座率是复苏先行指标

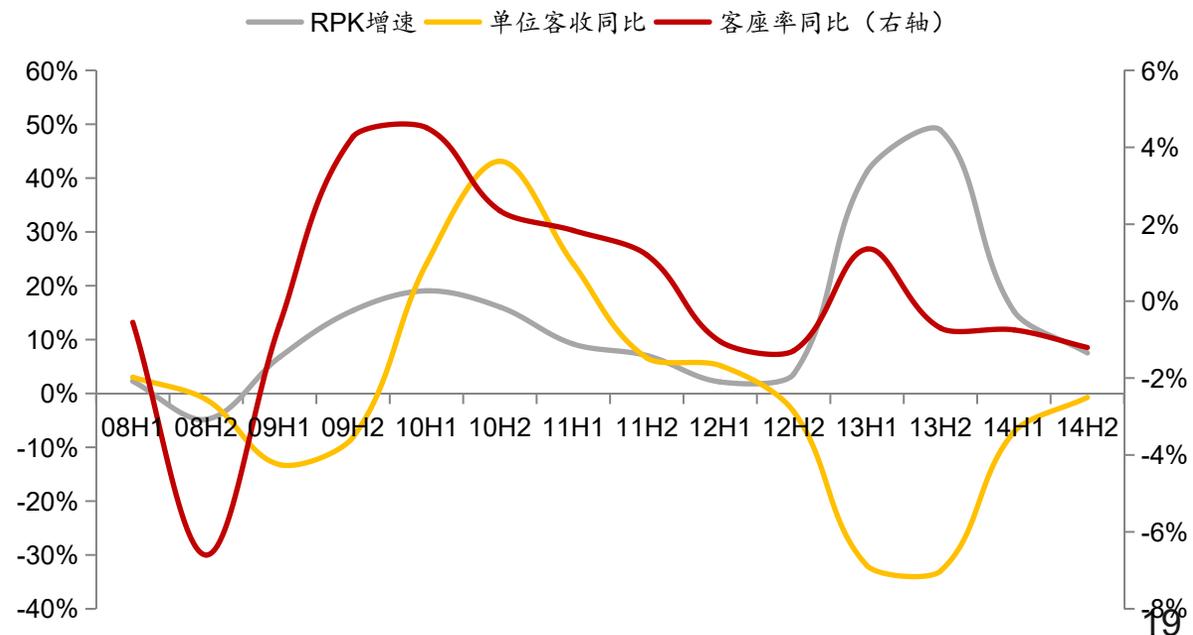
□ 复盘2008年金融危机后恢复路径：客座率反弹→客座率、票价齐升→客座率趋稳，票价大幅提升。

- **PMI是航空需求前瞻性指标**：通过比较PMI与RPK同比增速走势，我们发现PMI走势一般领先于航空RPK增速走势1-2个月。
- **航司坚持先量后价定价策略，客座率是复苏先行指标**；当客座率反弹到一定水平时，票价将成为供需关系的主要反映指标。以国航为例，1) 08H2，金融危机爆发，经济下行，商旅需求大幅下降，国航客座率跌至74.6%。2) 09H2，需求开始复苏，国航RPK同比+15%，客座率同比+4.3pct恢复至78.9%，单位客收同比-8%。3) 10H1-H2，经济回暖，国航RPK增速分别为19%、16%，客座率增速分别为4.5pct、2.4pct，增速开始下降；需求景气周期下公司开始提升票价，单位客收增速分别为24%、43%。

图：PMI是航空需求前瞻性指标



图：中国国航2008年金融危机后客座率先于单位客收恢复

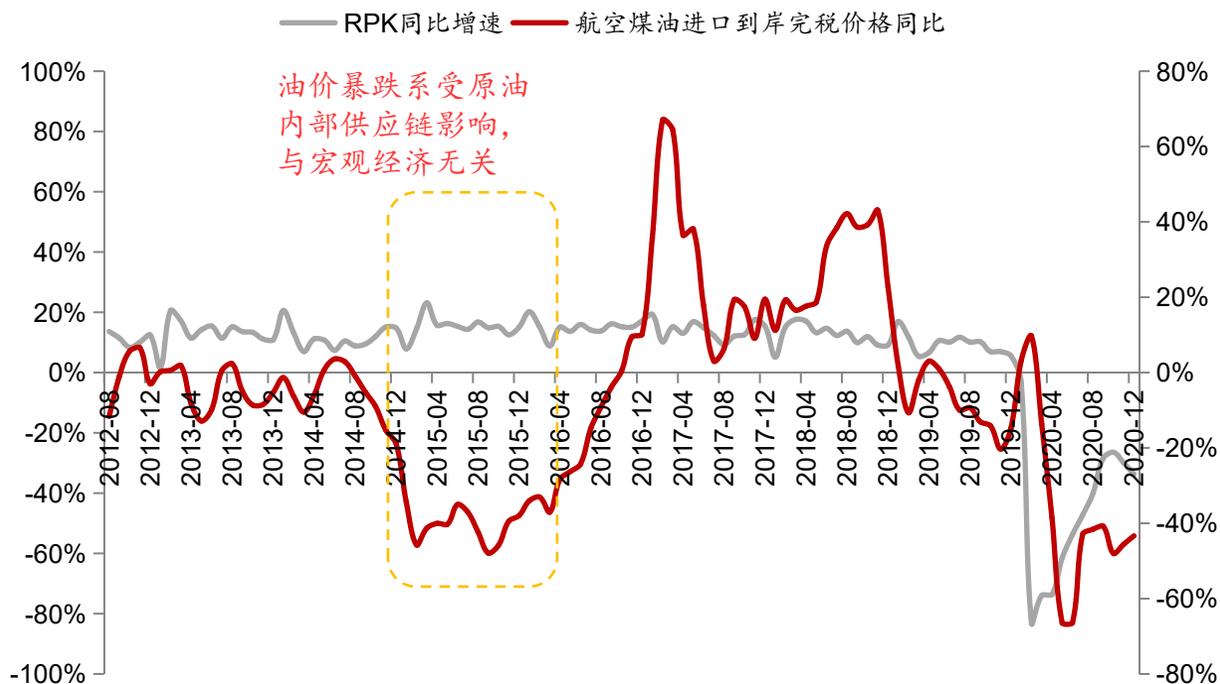


3.1 复盘：航司定价策略一般为先量后价，票价亦是需求调节手段

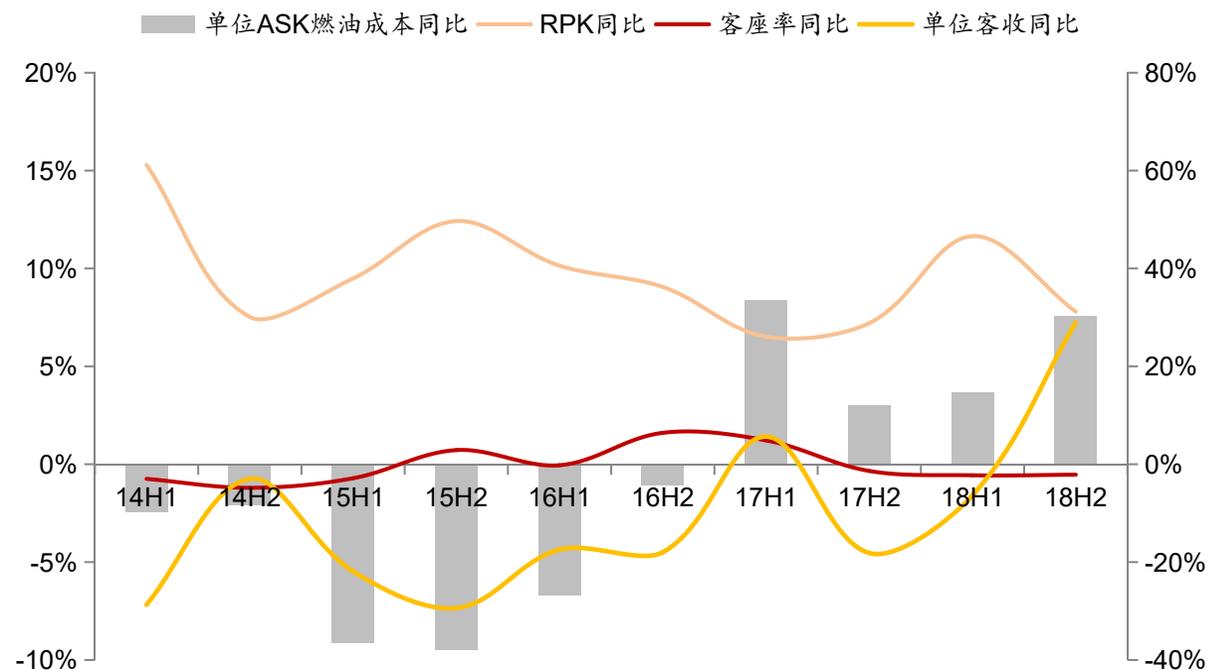
□ 在成本端压力下降时，票价亦是航司调节需求的手段。

- 油价、航空需求均与宏观经济强相关，航空需求景气与油价走高往往同步出现。近十年中仅2015年是个例外，2016年2月航空煤油进口完税价格2573元/吨，跌倒谷底，较2014年12月暴跌55%，主要因为原油内部供应链出现问题。
- 以国航为例，2015年，航空煤油均价同比-41%，公司单位ASK燃油成本同比-37%；基于成本端下降，公司通过调节票价维持同比基本持平的客座率以提高盈利水平，当年公司单位客收同比-4%，收入同比+4%、但净利润同比+68%。

图：航空需求景气、油价走高往往同步出现



图：中国国航14H1-18H2经营情况



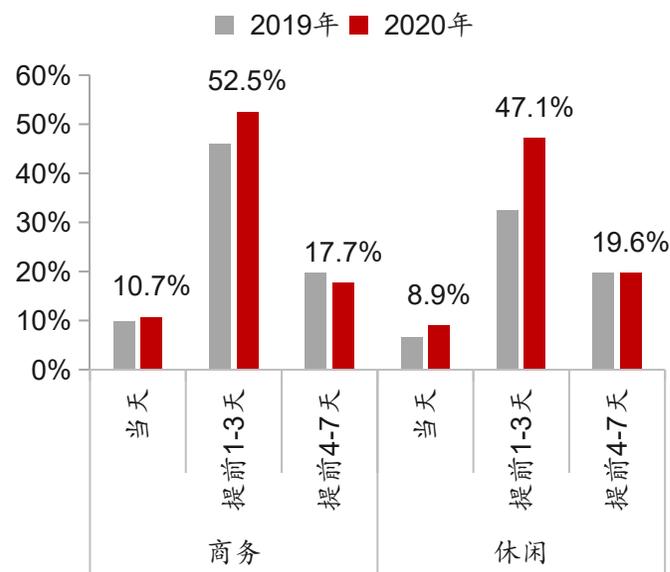
3.2 疫情后旅客行为变化：平均订票期缩短、低成本航司偏好度提升

□ 疫情后，我们观察到，我国旅客消费偏好与订票行为主要发生以下变化：

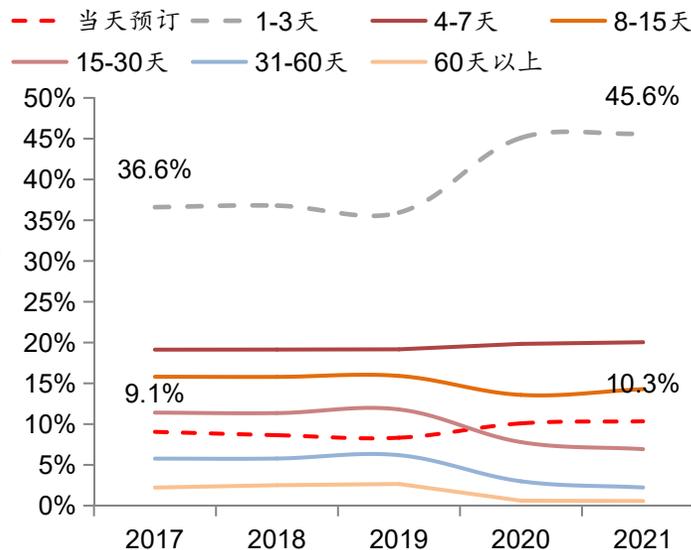
1) **平均订票期缩短**：休闲旅客通常比商务旅客更早安排出行计划，根据携程数据，2020年休闲旅客平均订票提前期缩短4.2天，商务旅客缩短0.8天。根据中航信数据，2021年当天预订旅客占比较2019年提高2pct，提前1-3天旅客占比提升10pct，主要因为疫情后出行不确定性增强以及商务客占比被动提升。

2) **疫情后低成本航司偏好度提升**：根据携程FlightAI数据，2021年低成本航司票量占比5.9%，较2019年提升近2pct，其中商务客群的低成本航司票量比重提升1.2pct，我们认为主要是疫情后降本增效的大环境下部分商务客价格敏感度亦有小幅提升。

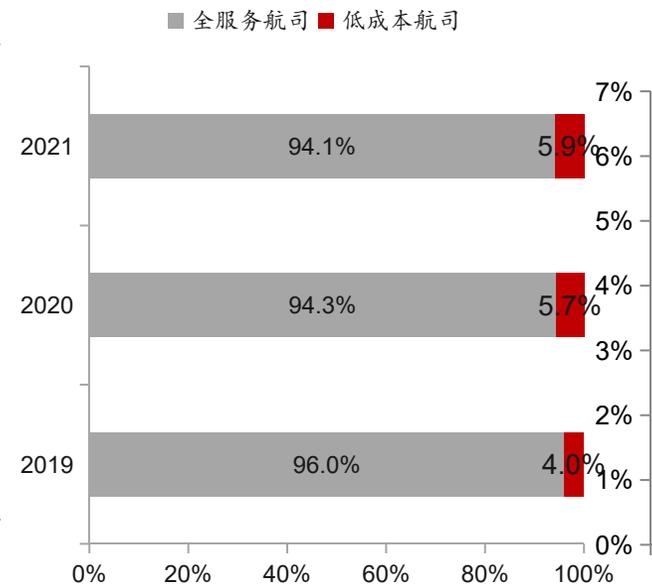
图：疫情后机票平均订票期缩短



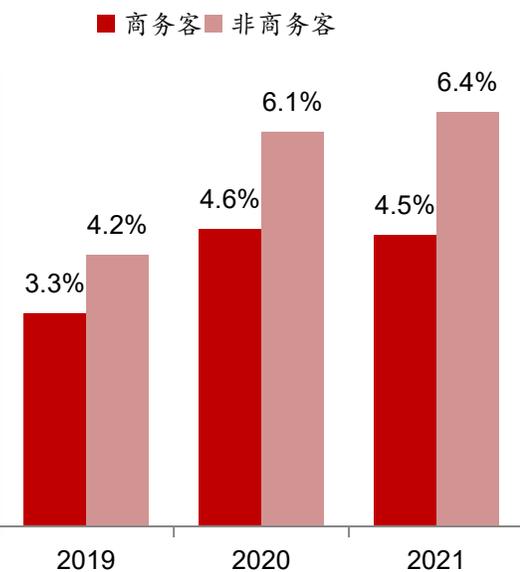
图：疫情后机票平均订票期缩短



图：疫后低成本航司票量占比提升



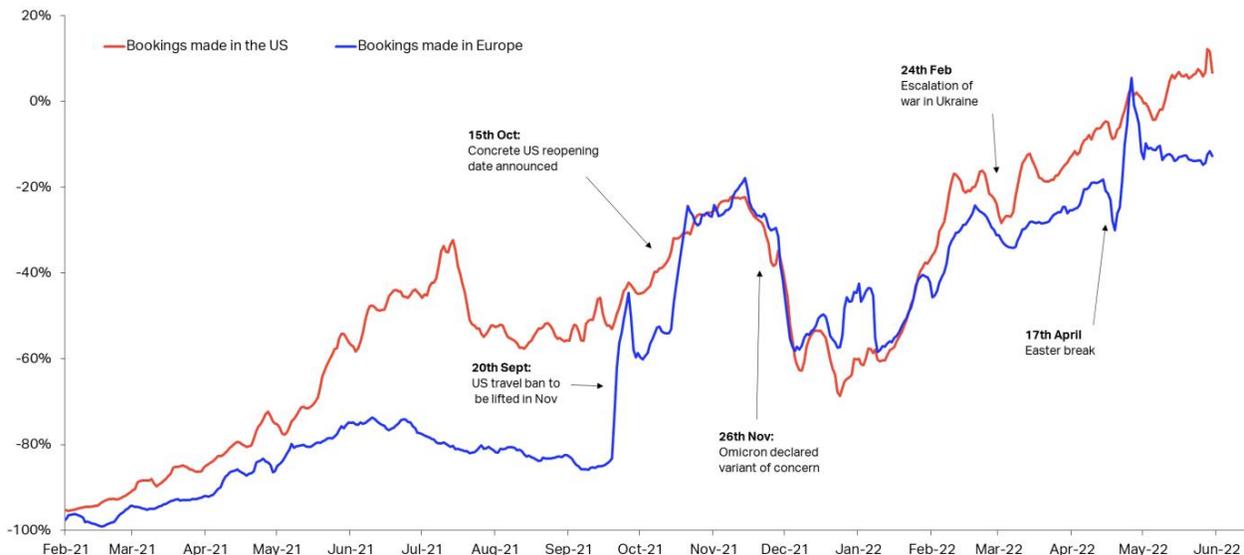
图：疫后商务客群低成本航司票量占比提升超1个点



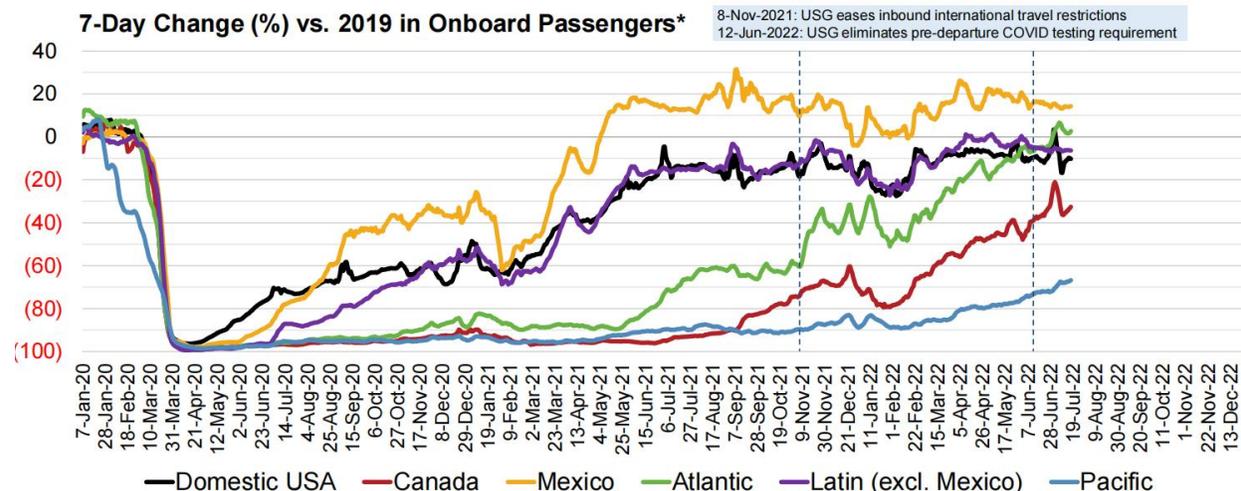
3.3 海外复苏：超60国解封，出行限制放开后需求强劲反弹

- **防控措施放宽、区域间重新联通后机票预定量激增，2022年3月美洲机票预定量恢复至疫情前。**根据中国侨网报道，美国2021年9月公布自11月初起将免除来自33个国家的完全疫苗接种者的隔离限制。消息报道后，美洲机票预定量激增。2021年11月，美国拥有最多国际服务的三家航空公司均表示，拜登政府宣布结束国际旅行禁令后机票预定数据激增，其中，美国航空公司数据显示，英美来往机票预订量增长66%，欧洲、巴西与美国之间的机票预订量分别增长了40%、74%；根据IATA数据，2022年3月，南美洲机票预定量已超过疫情前水平，北美洲机票预定量已基本接近疫情前水平。
- **7月中下旬，美国民航局A4A会员航空公司机上国内航空旅客量恢复至19年的90%、国际旅客量恢复至90%。**
- 根据彭博资讯，截至6月底，全球已有超60个国家开放边境、且取消入境检测与隔离。

图：美国-欧洲机票7天移动平均预订量同比2019年



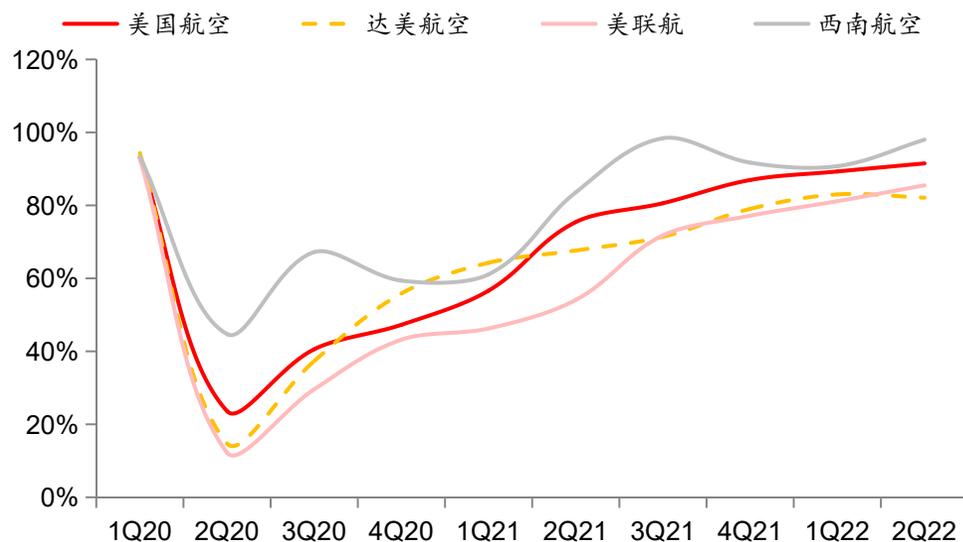
图：美国民航局A4A会员航司机上客运量较2019年的增速%



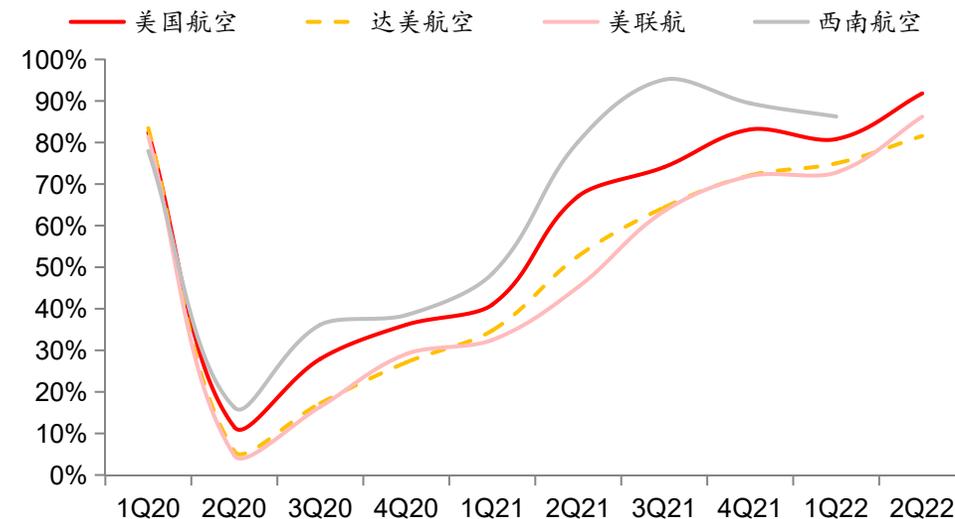
3.3 海外复苏：美国民航需求持续恢复，22Q2美国四大航均扭亏

- 美国航空供给持续恢复，但受工作人员短缺影响，部分航班被取消。22Q2，西南航空、美国航空、美联航、达美航空ASK分别恢复至19Q2的98%、92%、85%、82%。
- 美国放松出行限制后出行需求持续回升。22Q2，美国航空、美联航、达美航空RPK分别恢复至19Q2的92%、86%、82%（西南航空暂未公布）。
- 22Q2美国四大航收入均超过19Q2，均实现扭亏。在此前4-6月公布的业绩指引中，美国四大航空公司对22Q2需求反弹持乐观态度，均预计22Q2收入同比19Q2实现正增长。根据22Q2季度业绩公告，美国航空、达美航空、美联航净利润分别为4.8、7.4、3.3亿元，分别恢复至19Q2的72%、51%、31%。

图：美国四大航司ASK较2019年的恢复率



图：美国四大航司RPK较2019年的恢复率

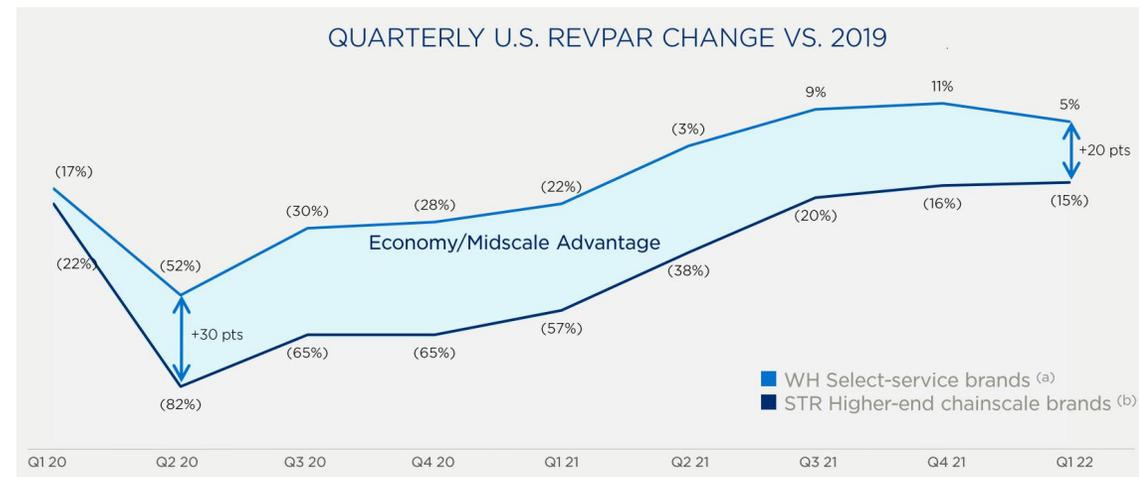


3.3 海外复苏趋势1：低成本航司、经济型/中端酒店引领行业复苏

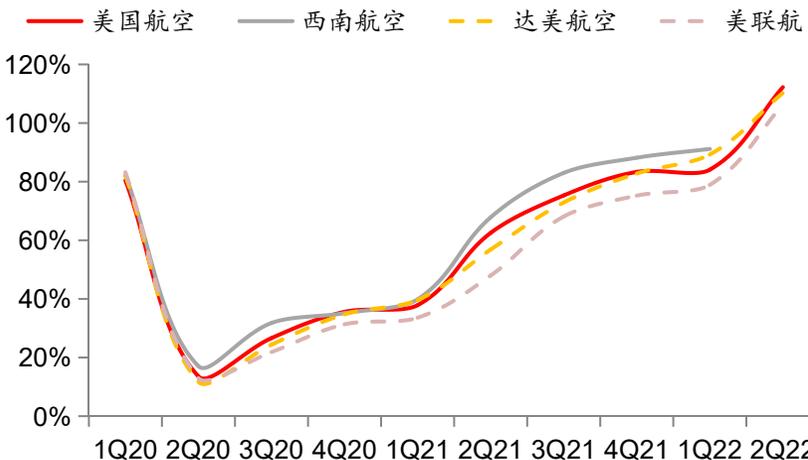
□ **航司：低成本航司西南航空收入恢复速度领先美国全服务航司，21Q1率先扭亏为盈。** 1) **收入**：22Q1美国四大航司主营收入较2019年同期的恢复率指标上，西南航空91% > 达美航空89% > 美国航空84% > 美联航79%；22Q2美国四大航收入均超过19Q2。2) **净利润**：西南航空、达美航空、美国航空、美联航分别于21Q1、21Q2、21Q2、21Q3实现单季度扭亏。22Q2，美国航空、达美航空、美联航净利润分别恢复至19Q2的72%、51%、31%。

□ **酒店：经济型/中端酒店恢复速度领先高端/奢华酒店。** 对比温德姆酒店经济型/中端酒店RevPAR与STR高端及以上酒店RevPAR，经济型/中端酒店的RevPAR增长遥遥领先。

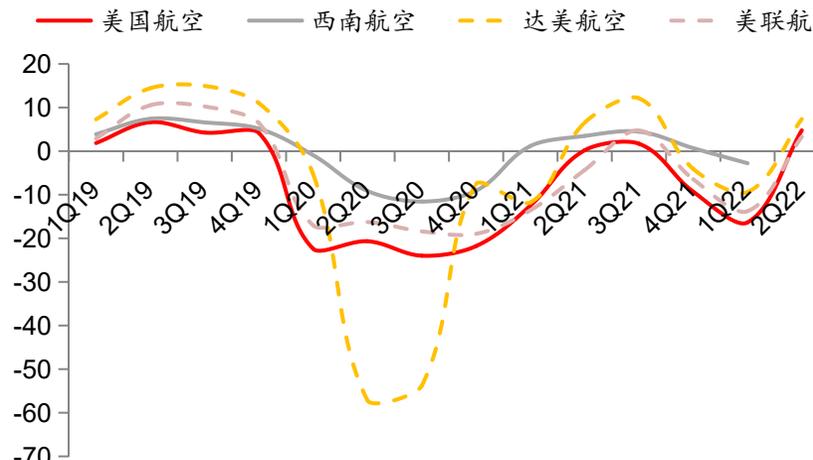
图：温德姆酒店经济型及中端酒店业务与STR高端酒店RevPAR增长对比（同比2019）



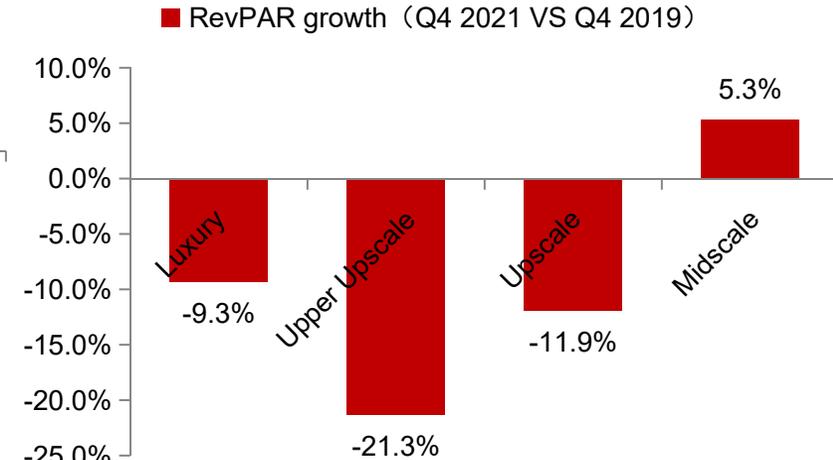
图：美国四大航收入恢复率（较19年）



图：美国四大航司净利润（亿元）



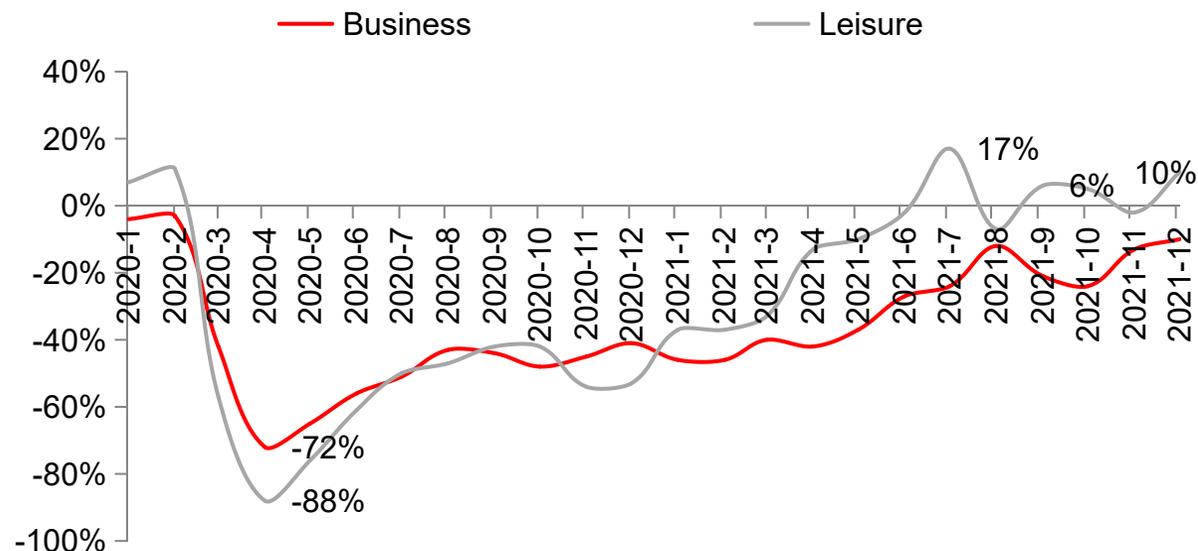
图：美国中端酒店RevPAR增速率先恢复



3.3 海外复苏趋势2：休闲旅游需求恢复快于商务需求

- 航空、酒店消费者重叠度较高，商务、休闲旅游合计占比超8成，因此，我们可以酒店恢复趋势作为航空恢复的参照。
- 洲际酒店：相较于商务出行，休闲出行需求弹性更大，引领公司业绩复苏。以洲际酒店商务及休闲收入为例，疫情期间商务和休闲出行带来的收入最大降幅分别为72%和88%，随着疫情逐步得到控制，休闲出行意愿率先反弹，2021年以来休闲收入复苏超越商务出行收入，旅游旺季下收入得到大幅增长，2021年7月、10月和12月，洲际酒店休闲业务收入相较于2019年分别增长17%、6%和10%，休闲出行成为酒店行业复苏领先驱动力。
- 精选国际酒店：休闲业务支撑下，经营数据表现出强反弹。2021年，精选国际酒店休闲业务占比高达82%，受益于休闲出行在疫情期间的率先复苏，精选国际酒店表现出强劲的业绩反弹。以精选国际在美国地区的经营表现为例，自2021年6月起，美国地区的RevPAR已经超越2019年同期水平，下半年RevPAR增长强劲，2021年12月RevPAR同比2019年增长20.7%。

图：洲际酒店商务及休闲业务12月滚动收入增速对比



图：精选国际酒店美国国内RevPAR恢复情况



3.3 海外复苏趋势2：休闲旅游需求恢复快于商务需求

- 美国旅游协会数据显示，2022年4月**美国整体旅行支出**在疫情后首次超过2019年同期。此前于21年11月中旬，其预测2022年美国旅行支出将恢复至19年的91%。
- 美国休闲旅游出行次数、支出恢复程度均领先于公商务出行。**2021年11月15日，美国旅游协会预计，2021年美国国内旅客量恢复至2019年的87%，其中休闲客、公商务客出行次数分别恢复至96%、54%；此外，预计美国国内休闲旅游支出、公商务旅行支出分别于2023年、2024年恢复至疫情前水平。
- 根据美国民航局数据，22年4月**美国公商务出行机票预定量**恢复至19年的7成。

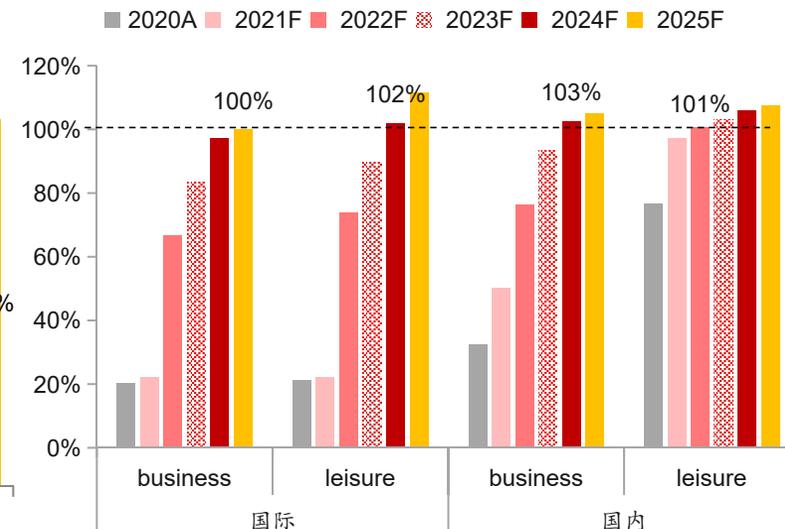
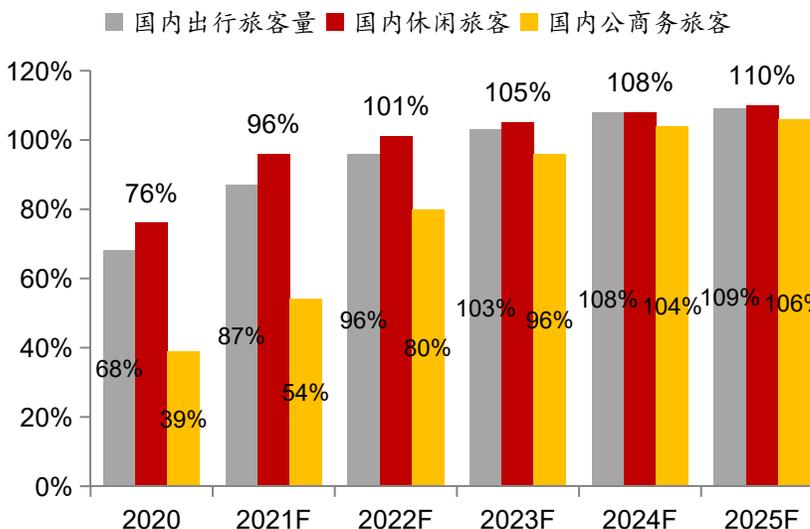
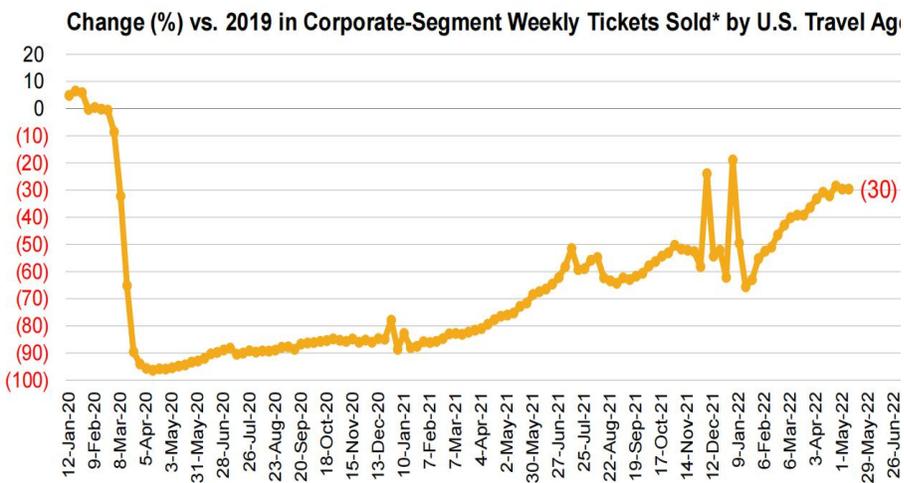
图：22年4月美国整体旅行支出在疫情后首次超过19年同期



图：22年4月美国公商务出行机票预订量恢复至19年的7成

图：美国国内旅游出行次数较2019年的恢复率预测

图：美国旅游市场公商务、休闲旅行支出较2019年的恢复率预测



资料来源：FAA、U.S. Travel Association, 浙商证券研究所

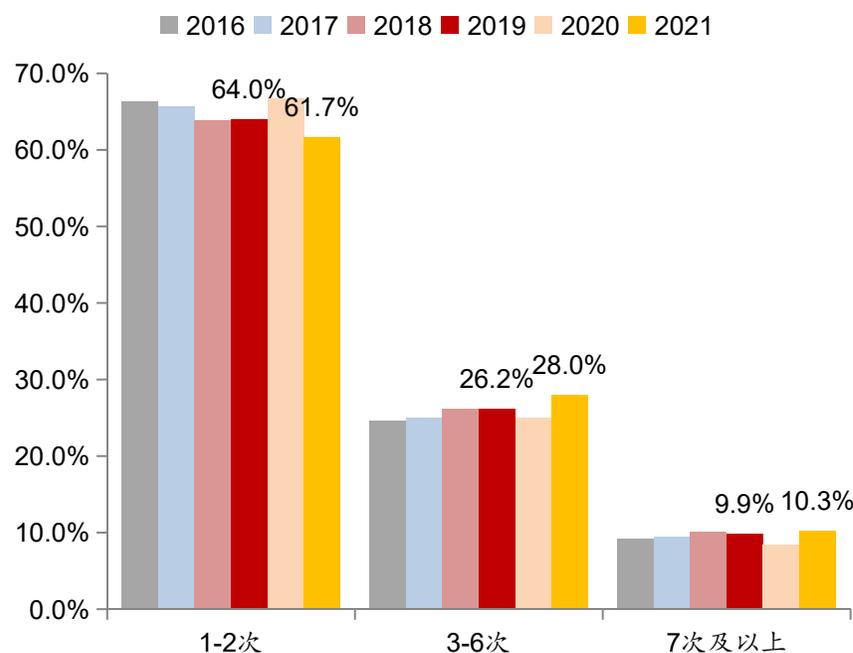
注：美国旅行次数/支出预测数据为美国旅游协会2021.11.15发布。26

3.4 我国出行复苏展望：或迎休闲旅游、公商务出行需求两旺

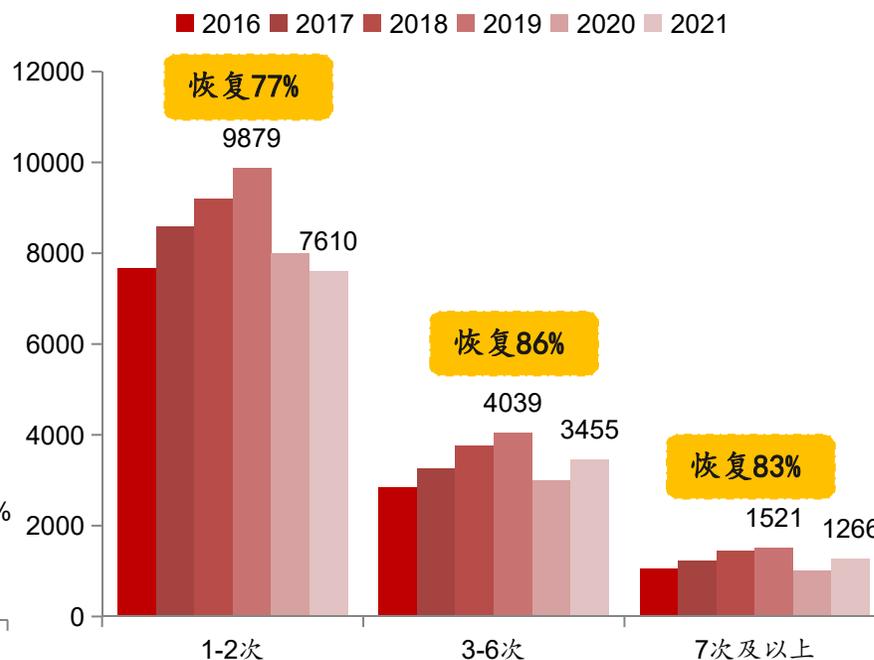
- **休闲旅游出行需求反弹可期。**疫情后因私出行受影响相对更大，6月起国内出行限制逐步放松，人流加速复苏，叠加7-8月暑期，同时参照海外出行、旅游恢复情况，我们认为短期、中期维度国内休闲旅游需求爆发均可期待。
- **高低频客源结构较疫情前差异不大，我们认为疫情后商务活动线上化替代程度对整体商务出行影响有限。**我们将出行次数 ≥ 3 次的旅客视作高频旅客，根据中航信数据，**1) 结构未出现大变化：**2019年高频旅客约占64%，2021年约占62%。**2) 高频出行商务旅客量疫情后未出现大缺口：**2021年，高频旅客恢复至2019年的85%左右，其中出行7次及以上的旅客约为2019年的83%，考虑局部疫情影响，我们认为并未出现明显缺口。

(注：我们将一年出行次数 ≥ 3 次的旅客视作高频旅客；我们认为一年出行次数 ≥ 7 次的旅客群体中绝大部分为商务客。)

图：民航国内市场旅客重复频次占比



图：民航国内市场各频次旅客人数（万人）



图：国内市场旅客重复购买率



注：1个身份证号算1人。

04

重点个股

航空板块核心推荐逻辑：看好疫后供需大周期弹性，供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期。行业存在整合/出清可能，强化行业供给侧逻辑，龙头上市公司市占率有望提升，进一步巩固定价权。



(1) 供给侧：十四五增速确定性下降。疫情前我国民航供给一般保持双位数正增长，2014-18年，机队规模、ASK年均复合增速分别为13.4%、11.3%。2019年起，供给增速受到737 MAX停飞事件、新冠疫情影响，根据航司2021年报披露的最新计划，国航、南航、东航19-24年机队规模增速分别为1.9%、3.5%、1.9%。考虑到飞机引入政策、流程、上游供应能力等因素，运力到位一般滞后需求恢复两年以上，我们预计十四五期间民航供给端将出现确定性降速。

(2) 需求侧：疫情后需求侧有望迎来大爆发。国内方面，2021年3-5月、7月中上旬，在国内疫情较为平息的情况下，国内航空旅客量已超过2019年同期水平；参照海外，防疫政策放开后需求出现强劲反弹。

(3) 票价基础提升充分，疫情后有望加大利润弹性。在政策推动下，2018年夏秋航季起航司对经济舱机票全价进行了多次提价，截至22夏秋航季，核心航线累计涨幅达60%。疫情后我国出行需求亦有望迎来大爆发，行业或出现供需错配，涨价带来的利润弹性可期。

(4) 行业或迎来新变局：长时间疫情影响下，中小航司处境尤为艰难，部分中小航司已经资不抵债。我们认为，行业存在整合/出清可能，上市航司集中度有望提升，疫情好转后将带来整体盈利改善。

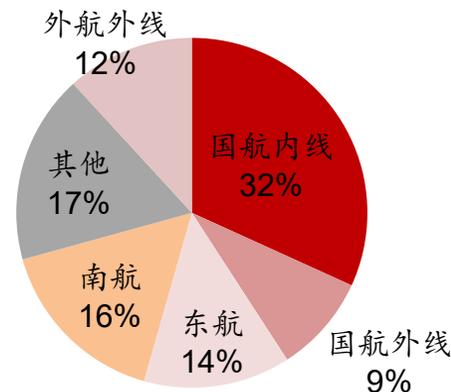
□ **国际航班复苏曙光或现，行业进入供需结构性拐点。**三大航国际航班量占比较高，目前国际航线恢复缓慢拖累业绩，但未来将显著受益于国际航线复苏；同时，供需上行周期，三大航利润弹性较大。

1) **国际运力占比高，把握优质国内、国际时刻资源。**根据公司公告，在航司内部运力结构上，2019年国航、南航、东航国际及地区ASK占比分别为41.7%、31.6%、37.1%；根据民航预先飞行计划，19夏秋航季三大航在首都机场的航班量占比合计71%。

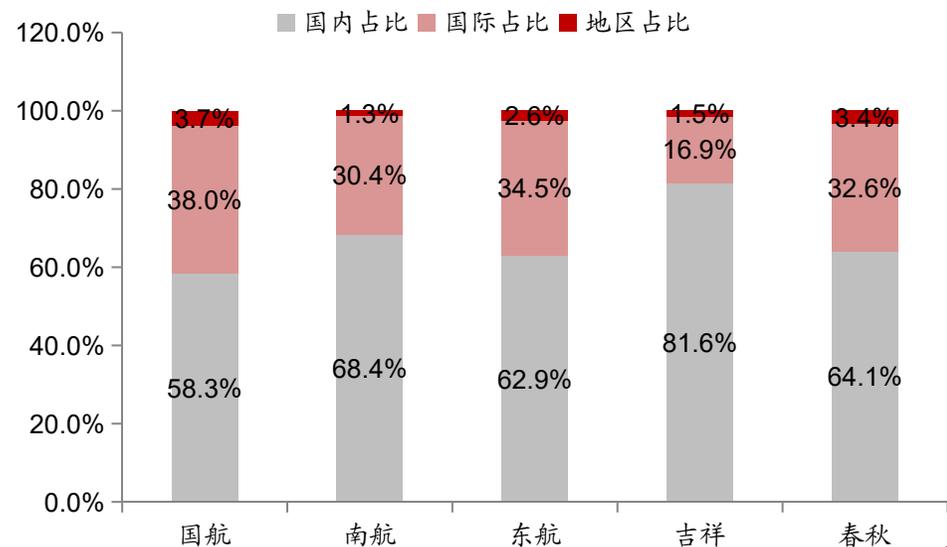
2) **接种率+特效药等防疫基础加强，国际复苏预期持续升高。**根据国家卫健委消息，截至2022年3月31日，新冠疫苗覆盖人数占全国总人口的90.63%，全程接种人数占全国总人口的88.11%；此外，我国紧急批准辉瑞特效药注册，国产新冠特效药正在推进中。我们预计，今年国际航班量有望小幅增加，明年出入境政策有望迎来明显松动信号，国际运力占比较大的三大航将显现较大业绩弹性。

3) **国内供给侧偏紧，需求爆发在即，短期供需或将出现明显缺口，供需错配有望驱动票价上行，从而提升航司盈利水平，三大航利润弹性相对更大。**我们测算得，当票价在2019年基础上+1%，三大航预计获得的净利润增量在10亿元上下。

图：19夏秋航季三大航航班量在首都机场的占比

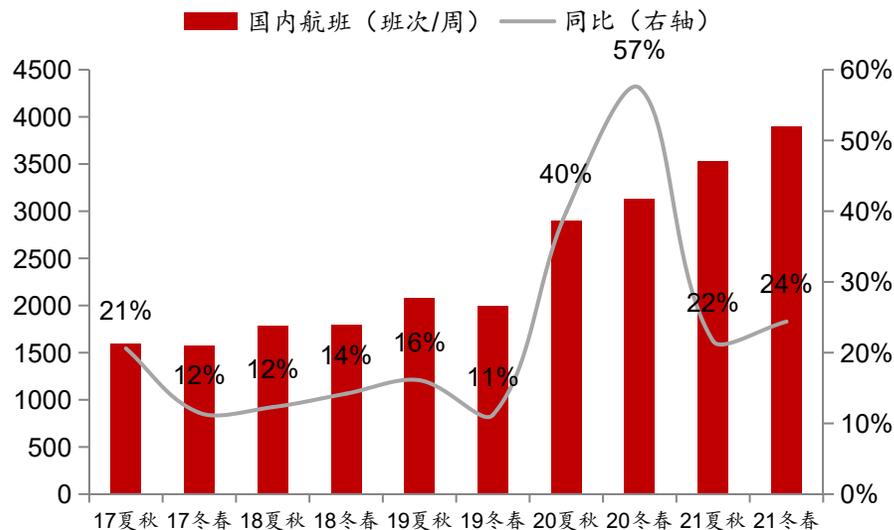


图：2019年上市航司ASK分区域占比

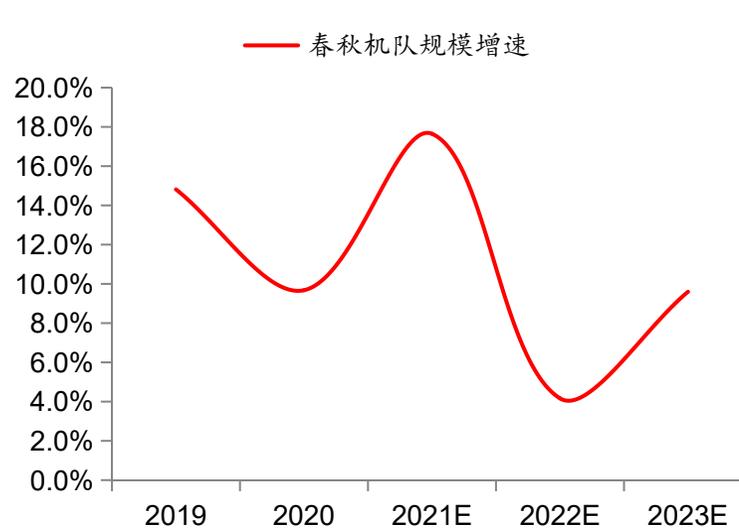


- 疫情下逆势扩张，2021年成唯一盈利上市航司，短期业绩相对稳健。** 公司经营管理高效，疫情下下沉三四线城市逆势扩张，21夏秋、21冬春航季国内线航班量同比分别增加22%、24%，在高基数下增速仍快于疫情前，我们认为公司未来成长性高。
- 海外休闲旅游需求恢复领先于商务出行需求恢复，公司有望率先受益于旅游需求复苏，尤其是出境游热门目的地日韩泰航线。** 春秋的国际航线均为亚洲周边航线，其中，日韩泰运力投入在国际运力中占比达到80%以上。
- 长期来看，中国低成本航空空间大，我们认为公司长期成长性较高。**（1）春秋航空未来3年依靠飞机引进、机型升级（座位数增加）能维持15%左右ASK增长；（2）依靠单位成本低于其他航司15%-20%的优势，可以下沉至三四线经营，模式可复制；（3）成熟基地航线占公司运力比例85%，存在运价优化的可能。

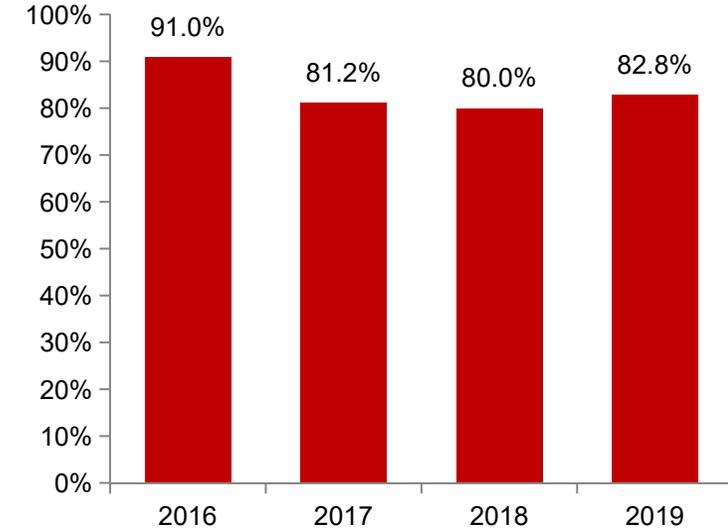
图：春秋航空各航季国内航班量



图：春秋机队规模增速（依据运力引进计划）



图：春秋日韩泰航线ASK占国际线比例



- 民营航司经营灵活，持续获得优质时刻资源，国内核心市场占比提升。** 21H1，公司（不含九元航空）在上海市场的占有率同比提升2个百分点达到12.9%。2021冬春航季，公司国内时刻同比增长11%，明显超过三大航增速。我们认为，国内航线核心市场占比提高有助于公司客公里收益水平的提升。
- 洲际航线开启新征程，787利用率趋于正常运营水平，补贴增量亦可观。** 2019年，吉祥航空开通第一条洲际航线“上海至赫尔辛基航线”；2020年10月，开通第二条洲际航线“郑州-赫尔辛基航线”。随着洲际航线开始运行，787利用率将有所提升，单位成本将有所下降，进入正常运营节奏。后续公司计划陆续开通墨尔本、曼城、冰岛、都柏林等洲际航线，整体飞机运行效率有望进一步提升。此外，上海市政府对基地航司洲际航线的补贴政策标准处于高水平，补贴增量亦可观。
- 与芬兰航空联营欧洲航线，国际化战略更近一步。** 根据新京报，2021年7月起，公司与芬兰航空开启航线联营，第一阶段将围绕上海-赫尔辛基主干线以及各自执飞的中欧以远点航线开展，双方旅客可经由上海-赫尔辛基主干线便捷中转至中国及欧洲120余个城市，公司在欧洲市场的影响力有望提升。

表：上海市财政局对基地航空公司的补贴条款

航司要求	补贴措施	补贴标准 (万元)
本市基地航司	新辟中远程国际线1条	3000
本市基地航司	复航中远程国际线1条	2000
本市基地航司	加密中远程国际线1条	1000
年旅客运量≤500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	500
年旅客运量500-1000万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	1000
年旅客运量1000-1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	2000
年旅客运量≥1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	5000

- 1、疫情恢复不及预期；
- 2、出入境政策不及预期；
- 3、需求恢复不及预期；
- 4、油价大幅上涨；
- 5、汇率风险。

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楼

深圳地址：深圳市福田区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>