

复盘欧美航司Q3业绩，观全球出行复苏趋势

——海外复苏趋势研究系列四

行业评级：看好

2022年11月5日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003

1、海外旅行限制基本解除，航空业持续恢复，航司龙头Q3业绩大幅提升

- 全球疫情趋缓，海外国家和地区（除俄乌）入境防疫政策基本放开，入境无需再隔离。欧、美ASK分别恢复至85%、91%。
- 美四大航与汉莎航空连续两季盈利**，其中美航Q3净利润4.83亿美元，超过19Q3；美联航Q3净利润9.42亿美元，恢复至19Q3的92%。**四大航22Q3营收均超疫情前同期10%以上**，汉莎航空Q3收入基本完全恢复。**客收显著改善**：达美、美航、美联航、美西南和汉莎航空客收较21Q3增加24%/24%/25%/21%/9%，较19Q3增加24%/24%/25%/6%/33%。**高油价拖累成本**，达美、美航、美联航、美西南和汉莎航空22Q3单位成本较21年+43%、+29%、+21%、+36%、-14%，较19年分别增加33%、20%、21%、25%和20%。**利用率回暖，摊薄非油成本**，美四大航与汉莎航空单位非油成本基本降至疫情前水平。

2、全球航空业复苏脉络更新

- 亚太多地解除入境防疫，国际线恢复加快**：中国香港、韩国、泰国、日本和中国台湾等国家和地区的入境防疫政策松绑，亚太线恢复加快，截至22年8月，全球国际线恢复至近7成，国际线预定量已实现赶超国内线，其中亚太线恢复至疫情前的40%。
- 公商务旅客量持续恢复**：美国10月W4工作日累计安检旅客量已超过19年同期。截至22年8月，两舱(商务舱和头等舱)的恢复程度已经与经济舱持平，**休闲旅客需求持续强劲**：以目的地夏威夷为代表的休闲旅游出行人数早已超过疫情前。2021年7月夏威夷州取消检测和隔离措施，当月到达的航空旅客量创下历史最高，此后旅客量持续超过疫情前。
- 货运增长放缓**：受全球经济放缓和高油价影响，截至8月，全球货运吨公里较19年下降2.9%。**欧洲受地缘局势影响**，截至8月，货运吨公里较19年同期下降12.7%，货运业务表现落后。**欧美“客改货”运力基本退出**。疫情期间，大量航司选择将客机改为货机，以降低客运停飞带来的损失。随着客运航班逐渐恢复，带来客机腹仓运力提升，“客改货”降低。截至2022年8月，亚太、欧洲、北美地区“客改货”贡献的运力占比分别降至11%、1%、0%。
- 持续关注供给端扰动**：截至22Q3美国全行业机队较疫前减少4%，达美/美航/美联航/美西南机队较19年减少7%/6%/4%/1%。

3、投资建议

- 推荐中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航



风险提示

- 1、疫情恢复不及预期
- 2、需求恢复不及预期
- 3、油价大幅上涨
- 4、汇率风险等

目录

C O N T E N T S

01

海外航空业持续恢复

- 海外基本解除入境隔离，航空业迎持续恢复
- 欧美航司龙头Q3收入超疫前，连续两季实现盈利
- 客收提升明显，高油价拖累成本

02

全球航空业复苏脉络更新

- 亚太主要市场旅行限制松绑，国际线恢复提速
- 公商务客流加快恢复，休闲游持续高景气
- 货运业务增长放缓，欧美“客改货”式微
- 持续关注供应链短缺问题

03

投资建议

- 三大航
- 春秋航空
- 吉祥航空

04

风险提示

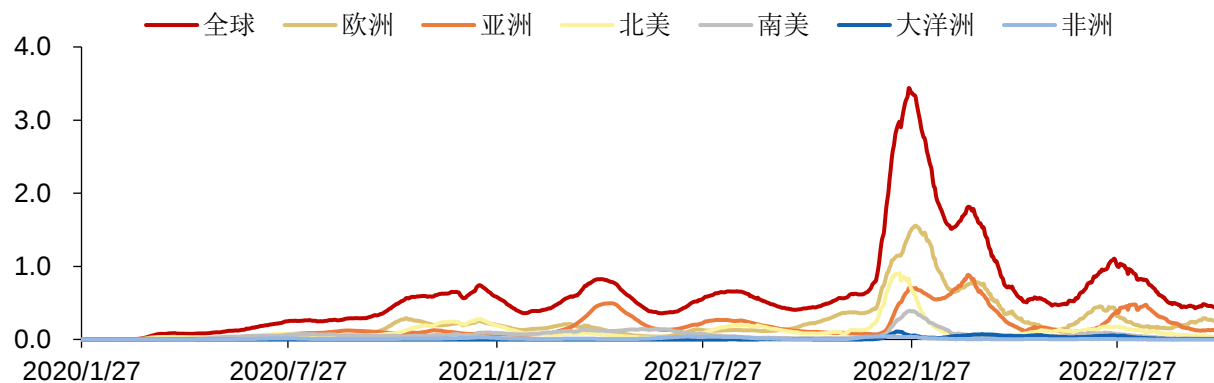
01

海外 持续恢复

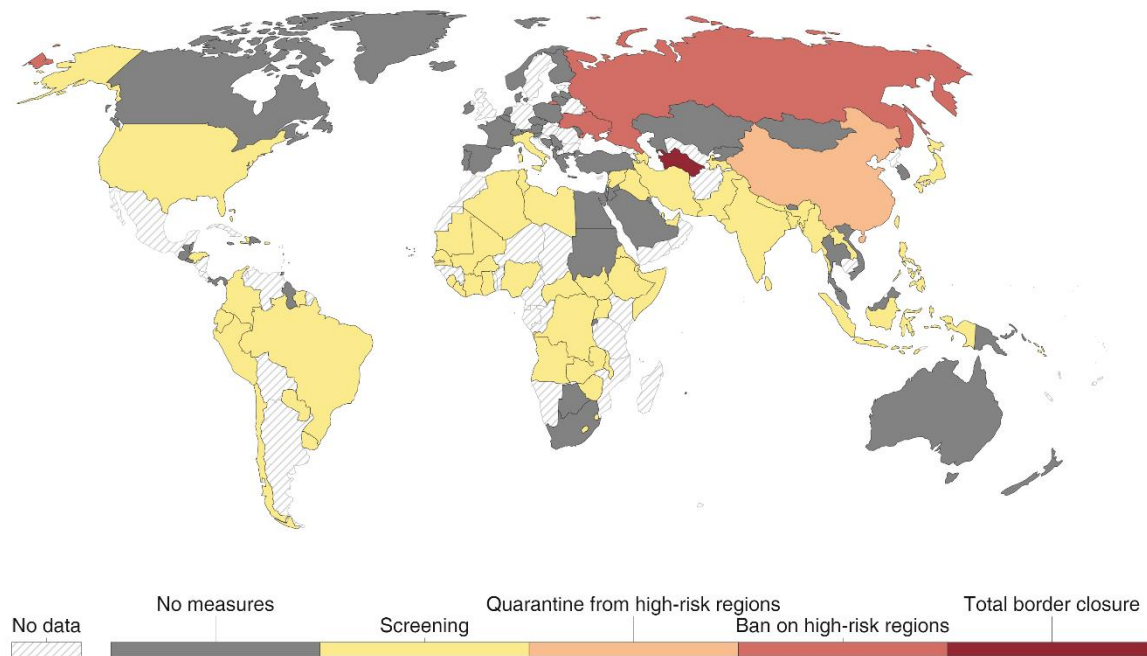
海外基本解除入境隔离政策
欧美航司龙头Q3营收超疫前
客收改善明显
高油价拖累成本

海外疫情趋缓，海外（除俄、乌）均已解除旅行限制。当下，全球疫情趋于缓和，每日新增确诊人数及新增死亡病例数量渐稳，海外国家和地区（除俄乌）入境防疫政策基本放开，旅行限制均已解除、入境无需再隔离。

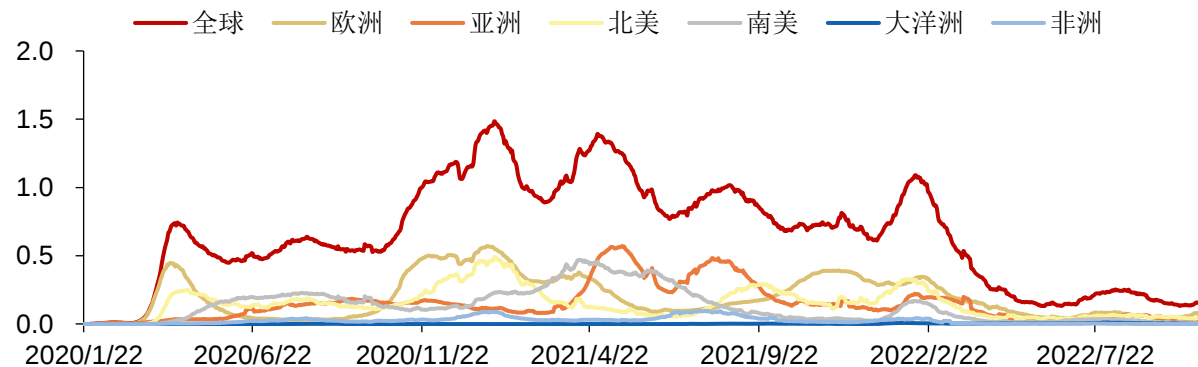
图：全球每日新增确诊人数（百万人，MA7）



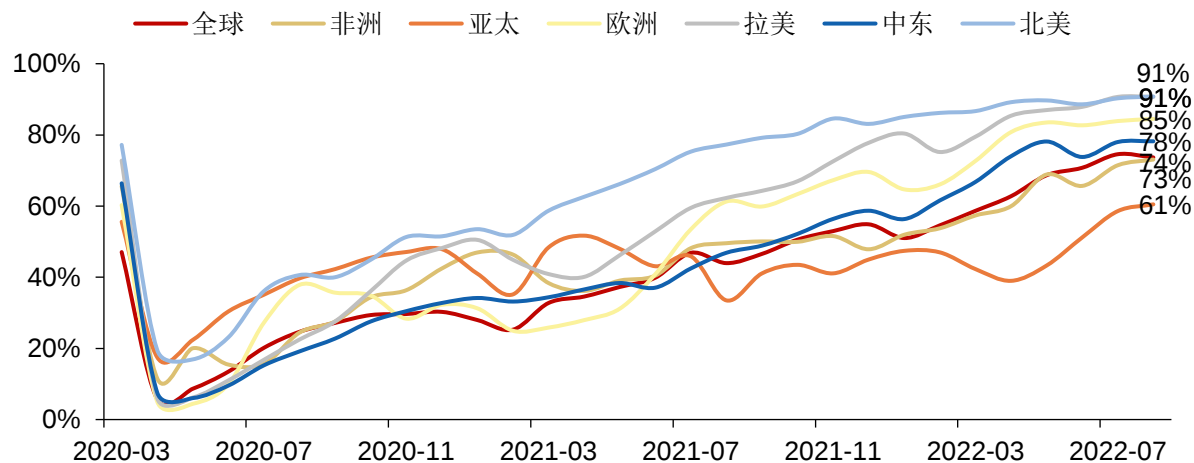
图：海外基本解除入境隔离要求（截至2022.10.30）



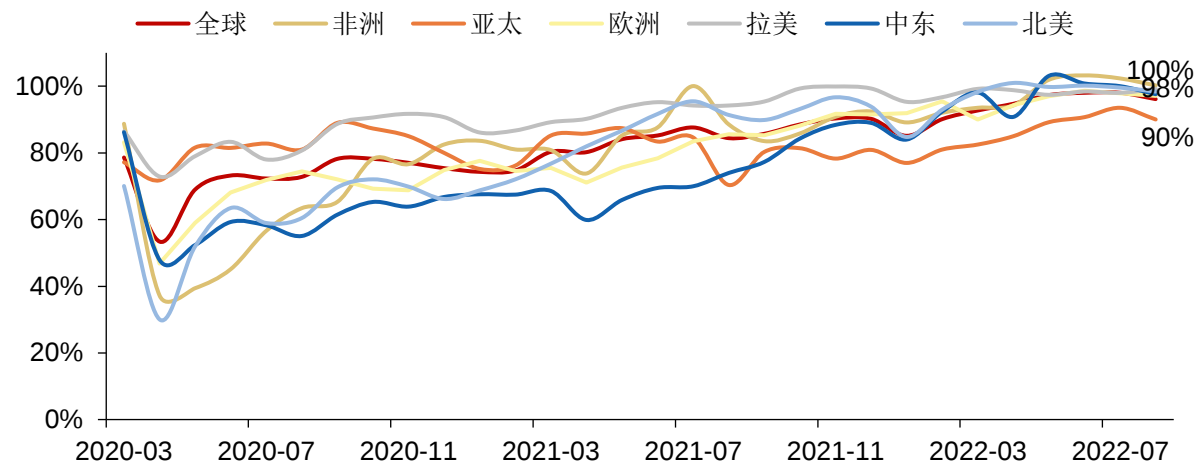
图：全球每日新增死亡病例（百万人，MA7）



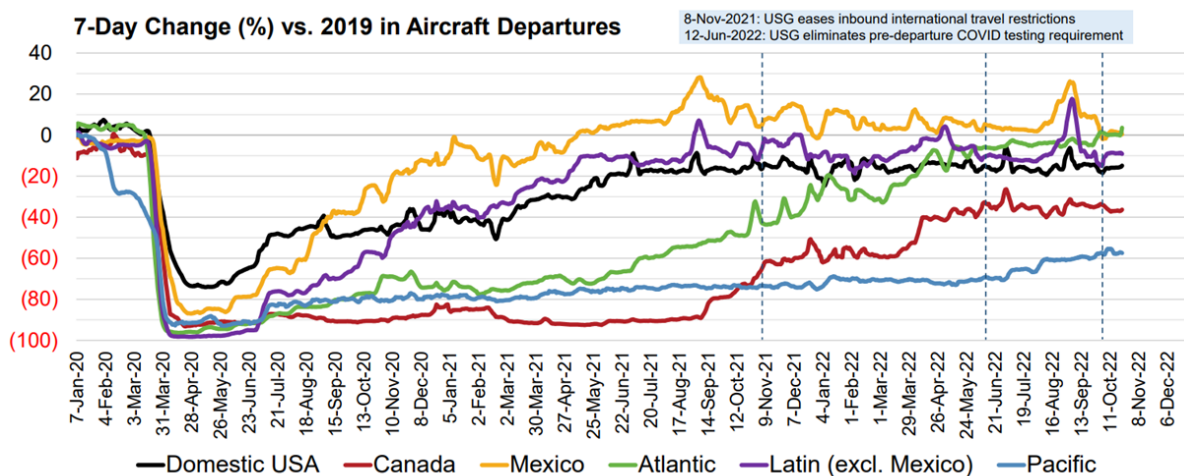
图：全球ASK恢复至74%，其中北美、欧洲恢复至91%、85%，亚太恢复至61%



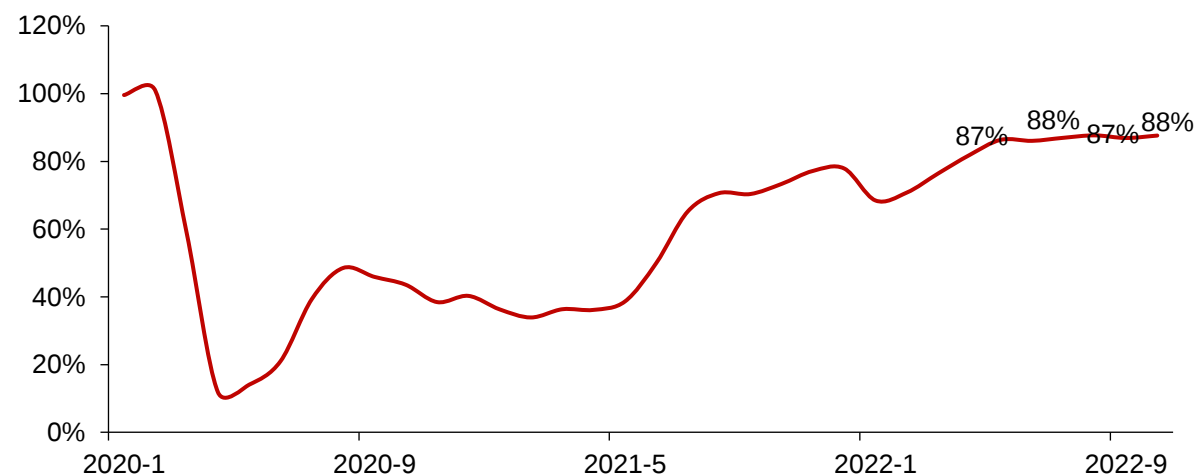
图：全球客座率恢复至96%，除亚太（恢复至90%）外均基本完全恢复



图：美国航班量恢复至疫情前85%

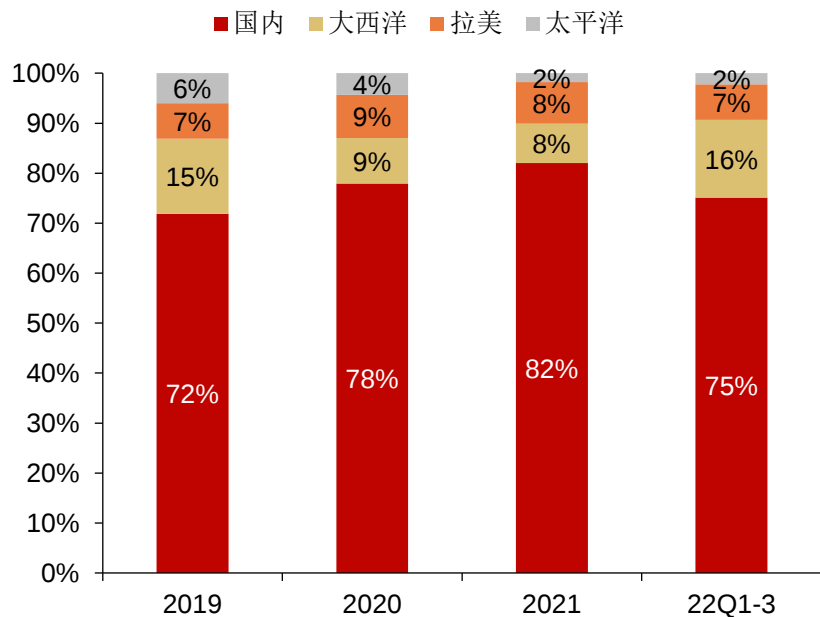


图：欧洲航班量受地缘局势影响恢复陷入停滞，恢复程度维持在88%左右

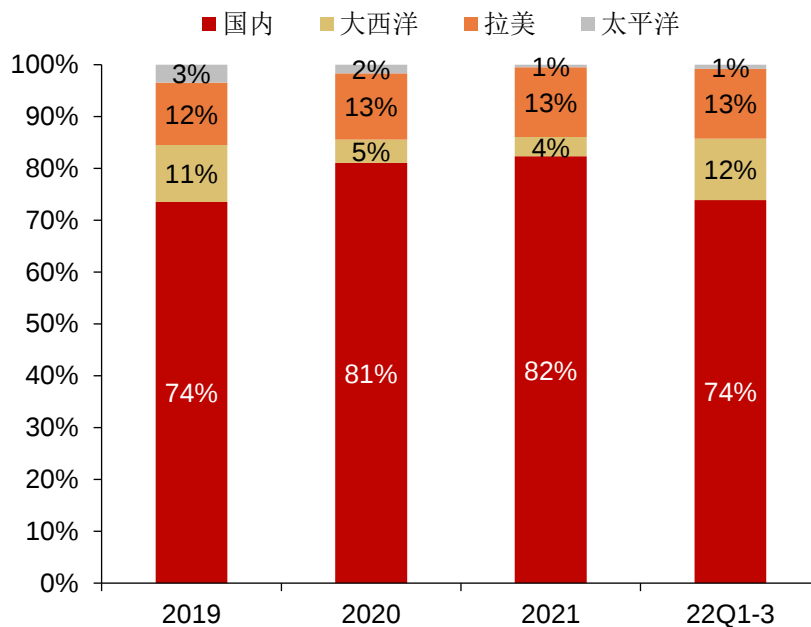


欧洲线贡献收入占比大幅提升。欧洲多国自2月以来陆续解除旅行限制，欧洲线（大西洋航线）取得快速恢复，截至22Q3，达美、美航、美联航欧洲航线收入占比分别提升至16%、12%、20%。

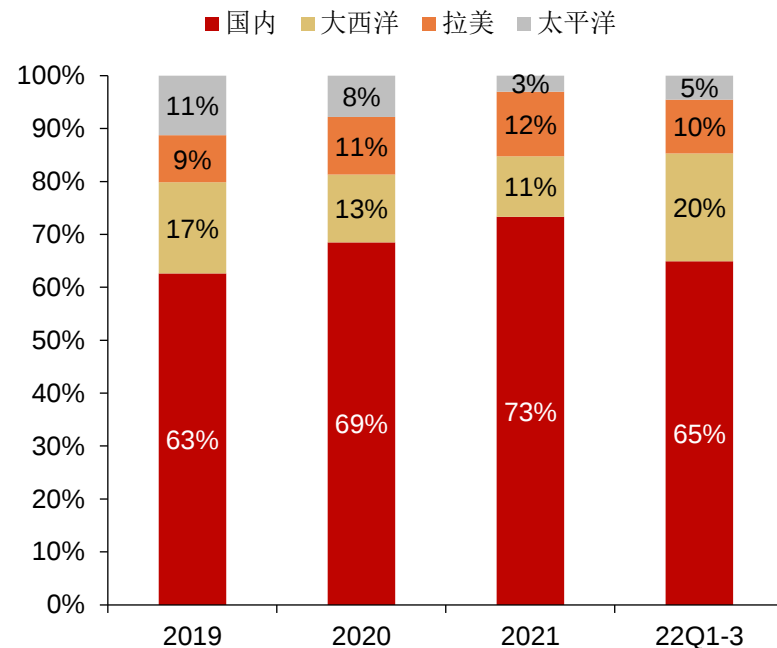
图：达美航空欧洲航线收入占比提升至16%



图：美国航空欧洲航线收入占比提升至12%

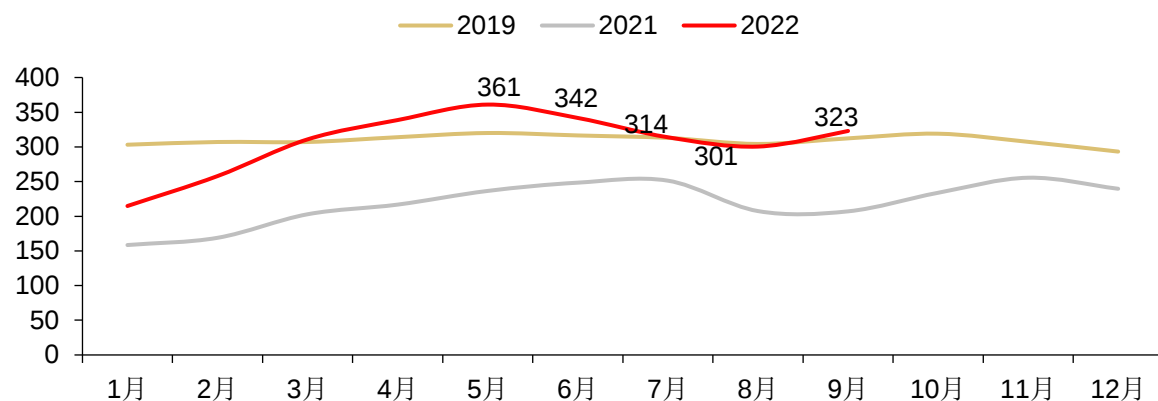


图：美联航欧洲航线收入占比提升至20%

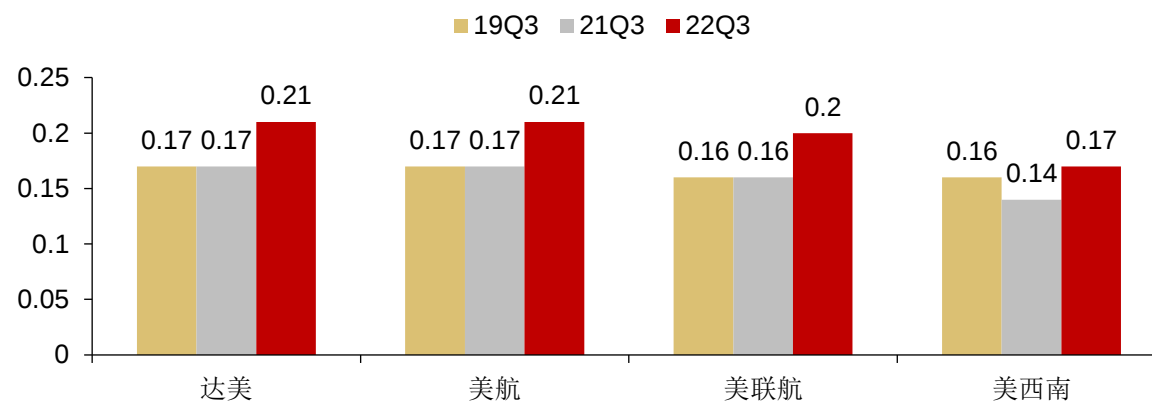


- **票价持续超疫情前：**9月美国国内线平均票价323美元，较19年上涨3.5%，国际线平均票价620美元，较19年上涨7.3%。
- **客收显著改善：**达美、美航、美联航、美西南和汉莎航空客收分别较21Q3增加24%/24%/25%/21%/9%，较19Q3分别增加24%/24%/25%/6%/33%。

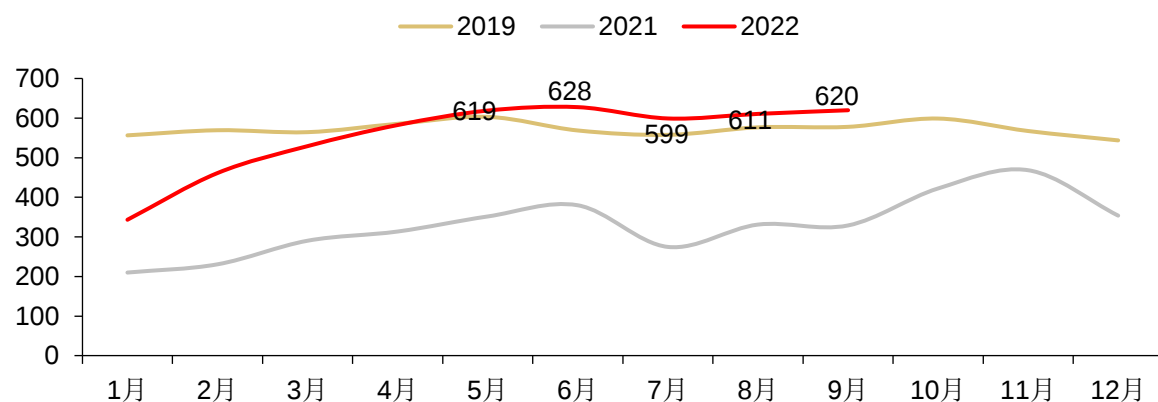
图：美国国内线平均票价（美元）



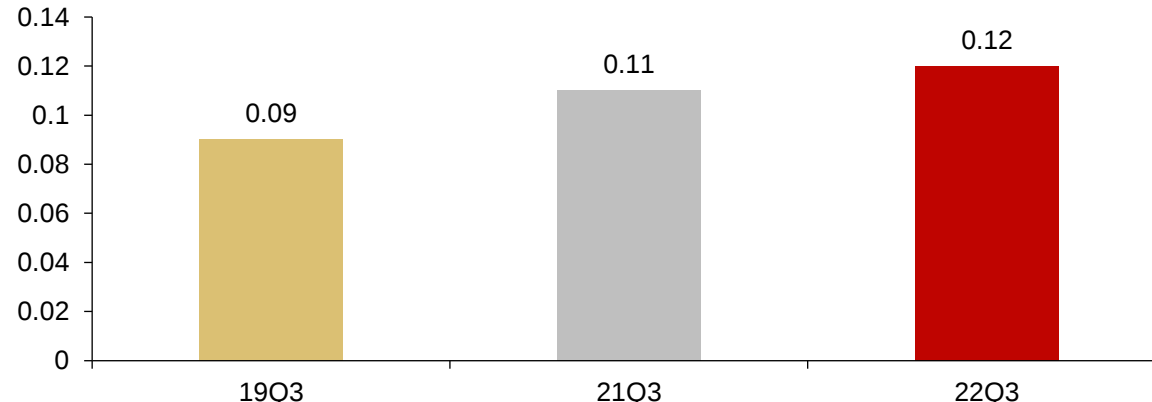
图：美国四大航客英里收益（美元）



图：美国国际线平均票价（美元）

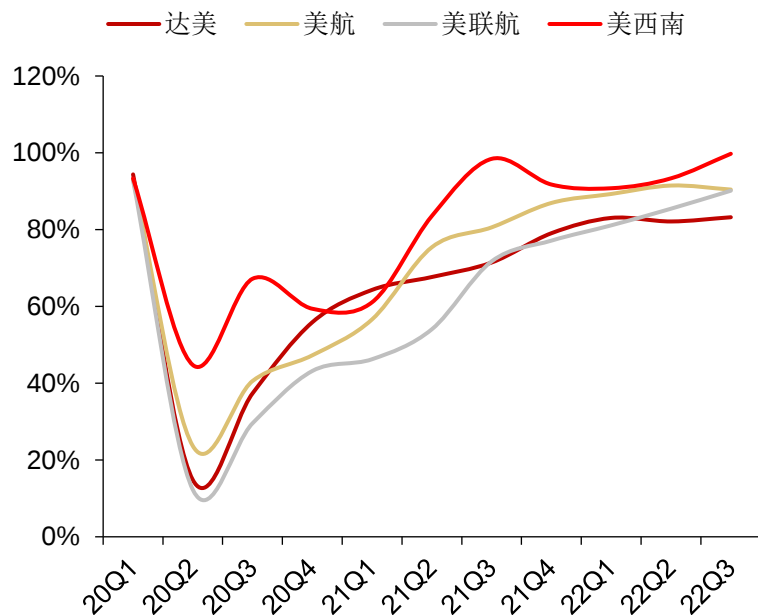


图：汉莎航空客公里收益（欧元）

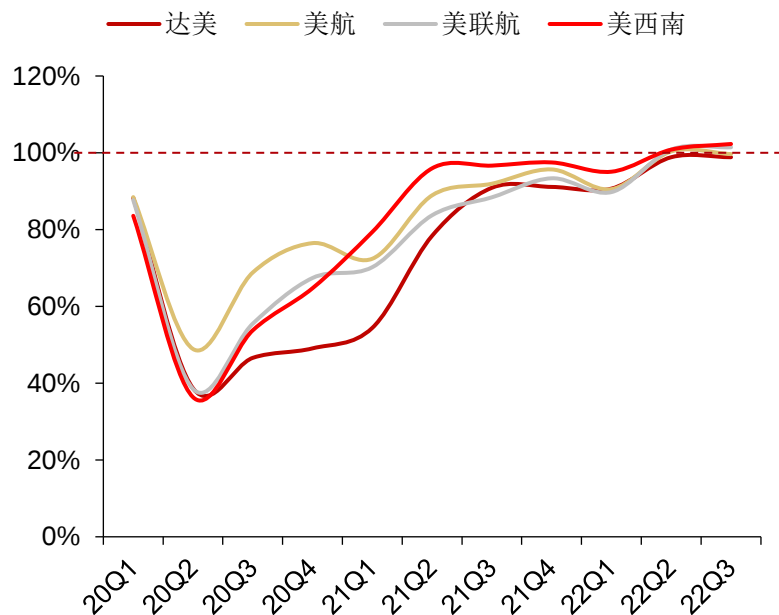


- ▣ **ASM**: 达美、美航、美联航、美西南22Q3运力分别恢复至19Q3的83%、90%、90%、100%，环比+1、-1、+5、+7pct。
- ▣ **客座率**: 达美、美航、美联航、美西南22Q3客座率分别较19年同期-1.0、-0.3、+1.2、+1.9pct。
- ▣ **RPM**: 达美、美航、美联航、美西南22Q3旅客周转量分别恢复至19Q3的82%、90%、91%、102%，环比+0、-2、+5、+8pct。

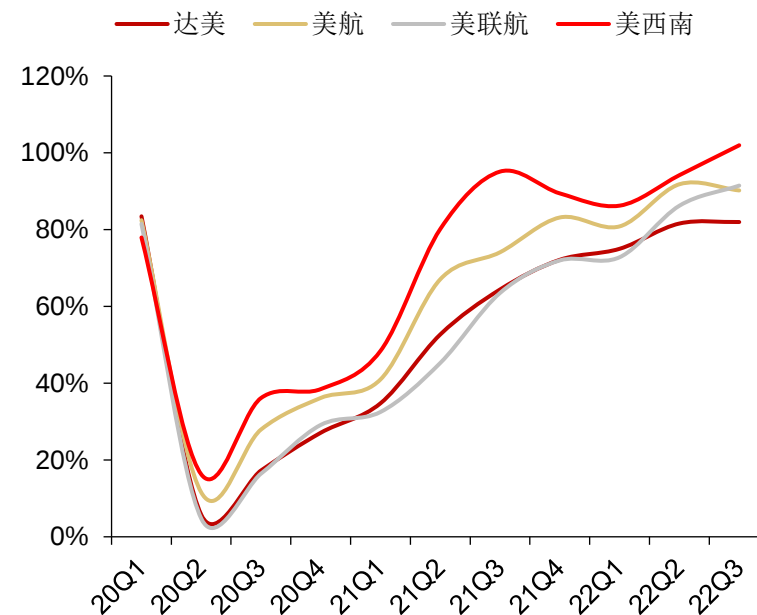
图：美国四大航ASM恢复情况



图：美国四大航客座率恢复情况

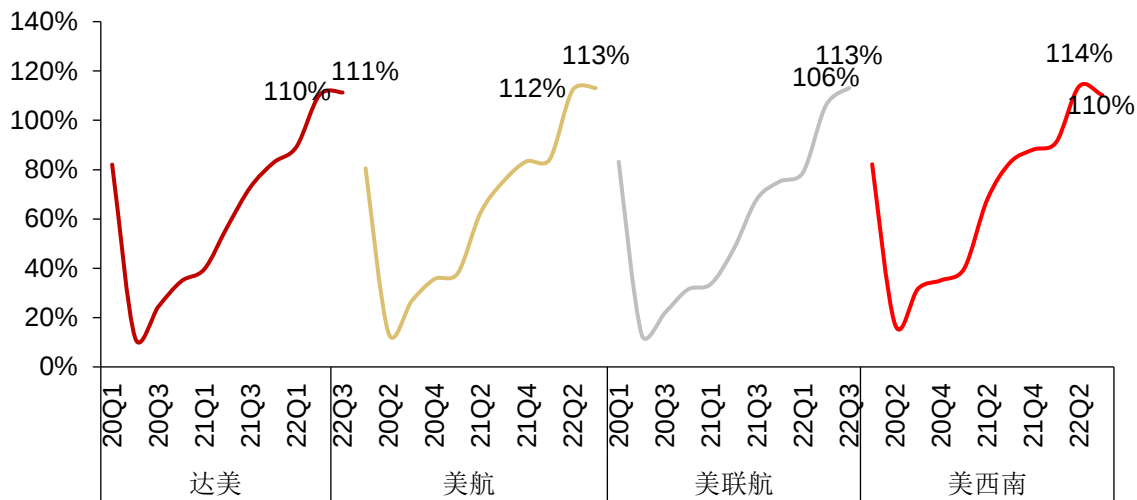


图：美国四大航RPM恢复情况

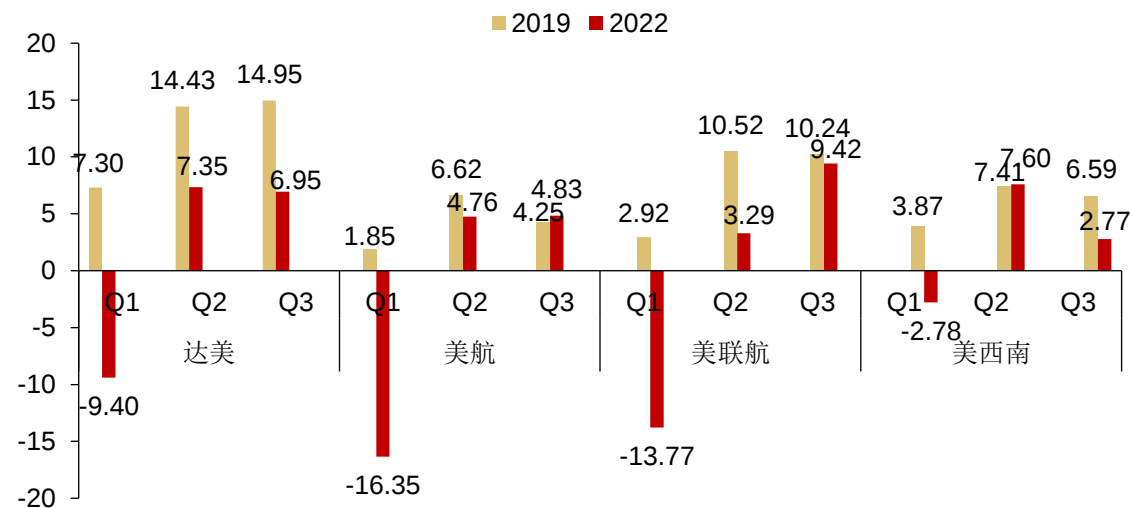


- 达美航空：**Q3营收139.75亿美元，同比+52.7%，较19Q3增长11%，Q3净利润6.95亿美元，恢复至19Q3的46%。
- 美国航空：**Q3营收为134.62亿美元，同比+50.1%，较2019年同期增长13%，净利润为4.83亿美元，超过19年同期，疫情以来连续两季在未有政府援助下实现盈利。
- 美联航：**Q3营收128.8亿美元，同比增长66.2%，较19Q3增加13%，Q3单季盈利9.42亿美元，恢复至19Q3的92%。美联航展望Q4营业利润率将超2019年同期。
- 西南航空：**Q3营收62.2亿美元，较2019年同期增长10%，实现净利润2.77亿美元，同比下降37.9%，恢复至19Q3的42%。

图：美国四大航营收较19年恢复程度

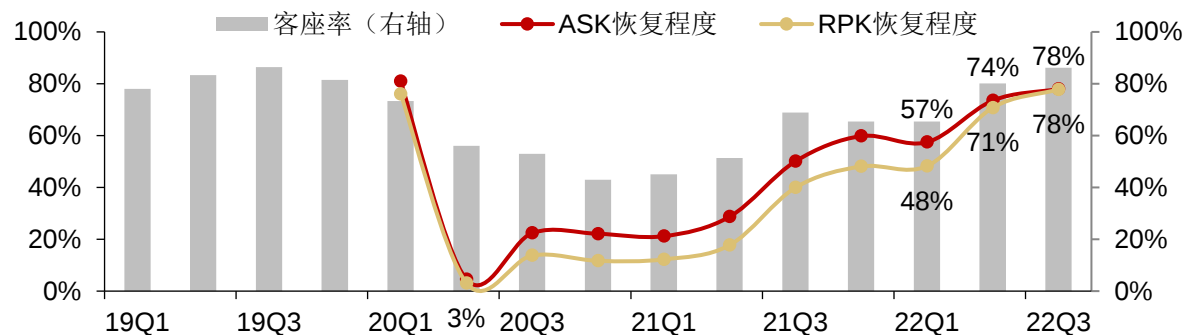


图：美国四大航分季度净利润（亿美元）

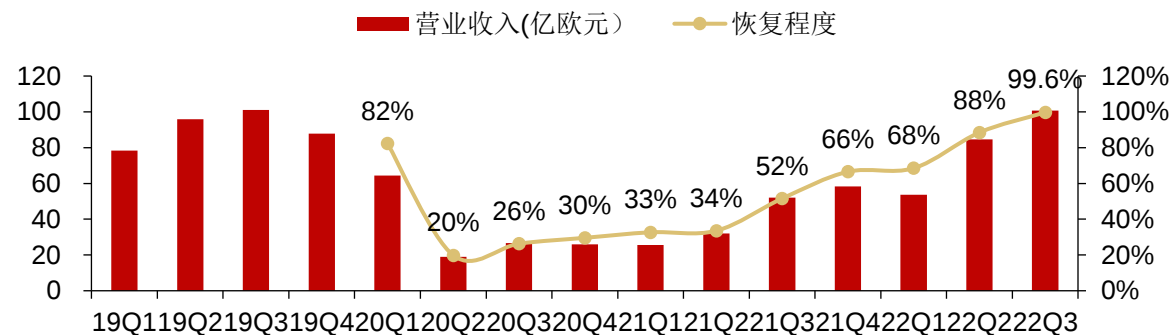


- 22年以来供、需恢复加快，欧洲线运力占比提升。欧洲多国自22年2月起陆续解除旅行限制，汉莎航空经营数据恢复加快，截至22Q3，汉莎航空欧洲线ASK占比提升至41%，整体ASK、RPK均恢复至19Q3的78%，客座率已完全恢复至疫情前同期水平。
- 营收基本恢复至疫情前水平，连续两季实现盈利。22Q3营收100.68亿欧元/+93%，基本与19Q3持平，实现净利润8.09亿欧元，恢复至19Q3的70%。

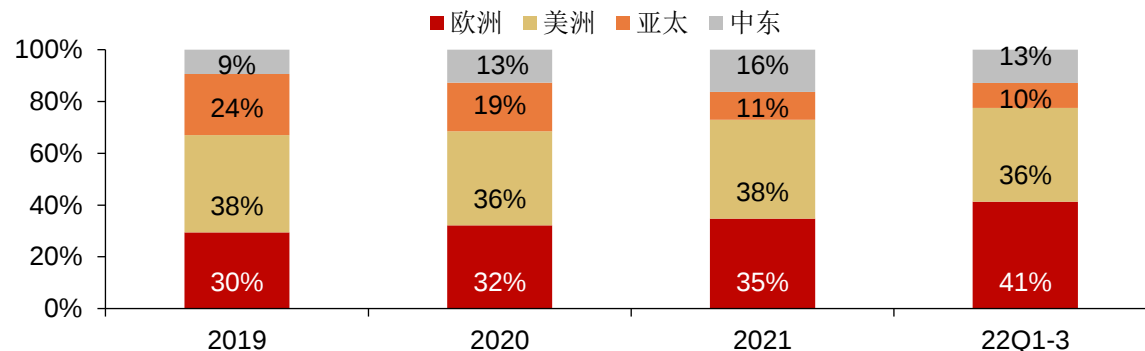
图：汉莎航空运营数据恢复情况



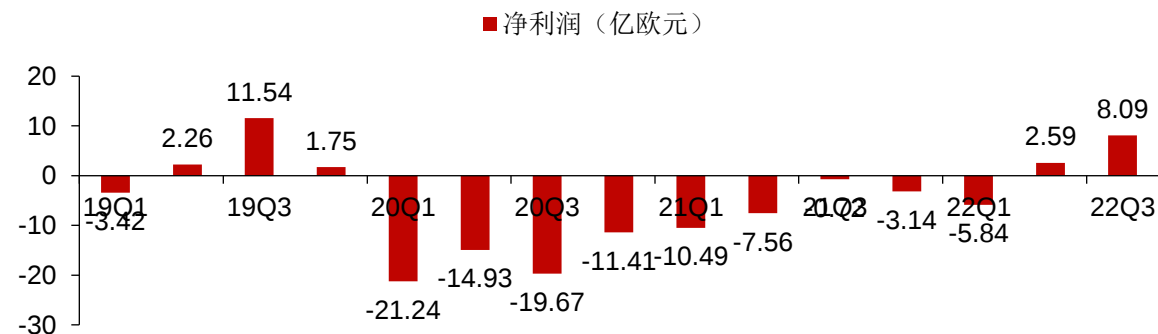
图：汉莎航空营收及恢复程度



图：汉莎航空欧洲线ASK占比提升



图：汉莎航空分季度净利润

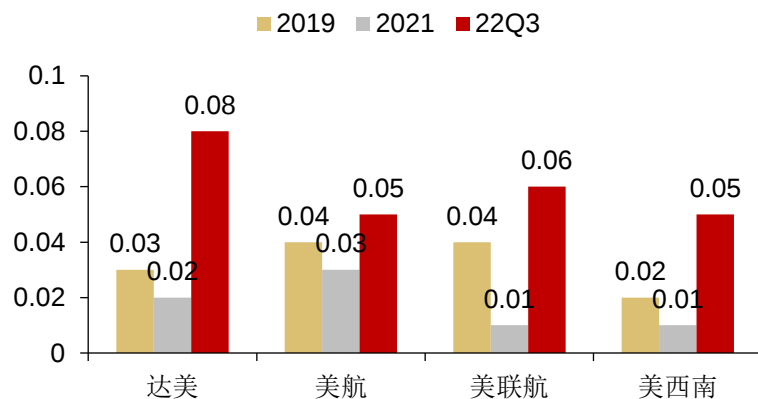


□ **油价飙升并持续高位，各航司单位航油成本大幅提升，推高单位成本。**达美、美航、美联航、美西南和汉莎航空22Q3单位ASM/ASK成本较21年分别+43%、+29%、+21%、+36%、-14%，较19年分别增加33%、20%、21%、25%和20%。

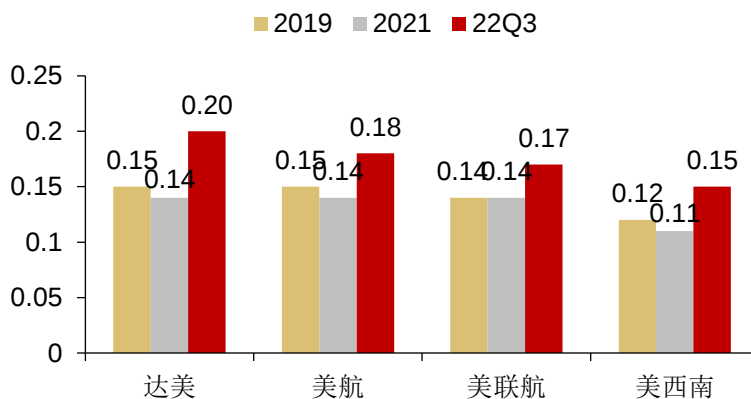
图：油价持续高位（美元/桶）



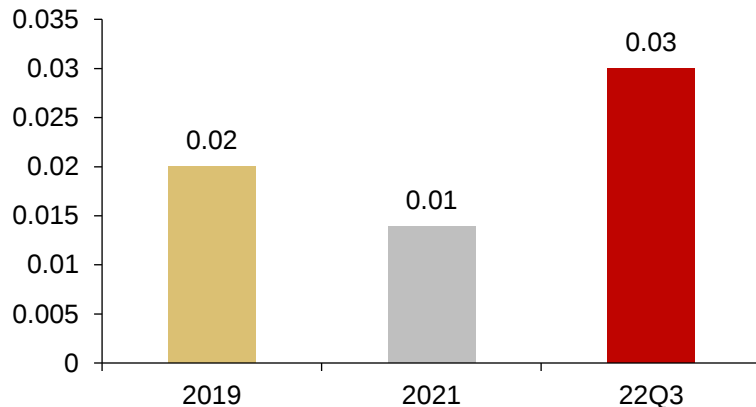
图：美国四大航单位ASM航油成本



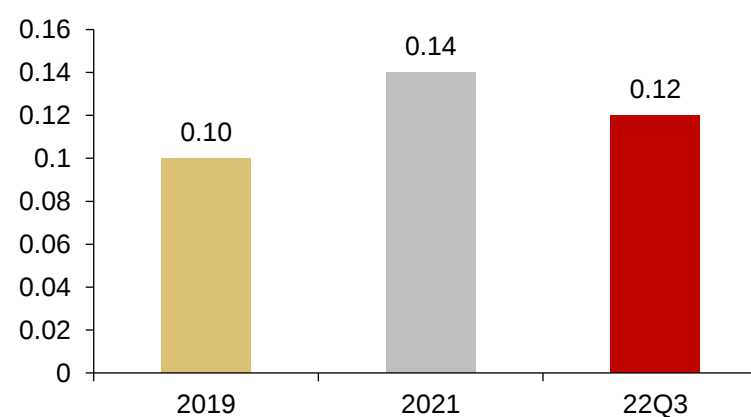
图：美国四大航单位ASM成本（美元）



图：汉莎航空单位ASK航油成本（欧元）

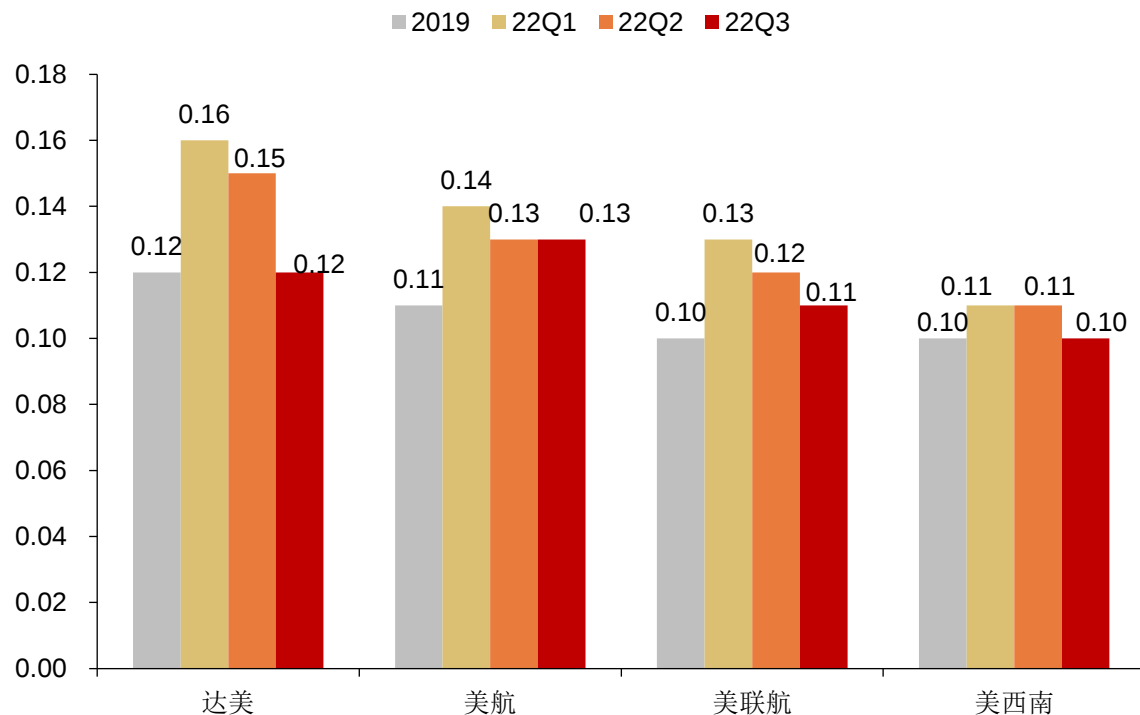


图：汉莎航空单位ASK成本（欧元）

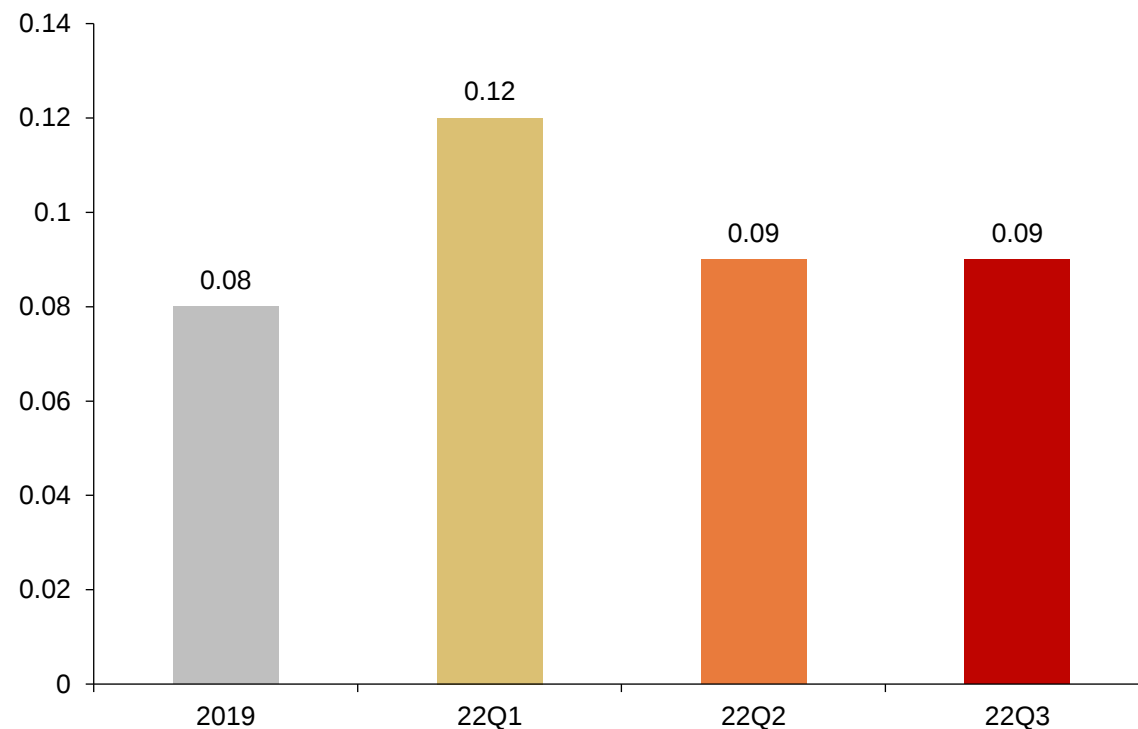


运力供给不断恢复，单位ASM非油成本下降。随着运力供给恢复、利用率提升，成本被有效摊薄。美国四大航和汉莎航空单位ASM/ASK非油成本在2022年不断下降，截至Q3已基本回落至疫情前水平。

图：美国四大航单位ASM非油成本（美元）



图：汉莎航空单位ASK非油成本（欧元）



02

复苏脉络 更新

亚太线恢复提速

公商务客流加快恢复

货运业务增长放缓

持续关注供应链短缺问题

□ 亚太多个国家和地区的入境防疫政策松绑：

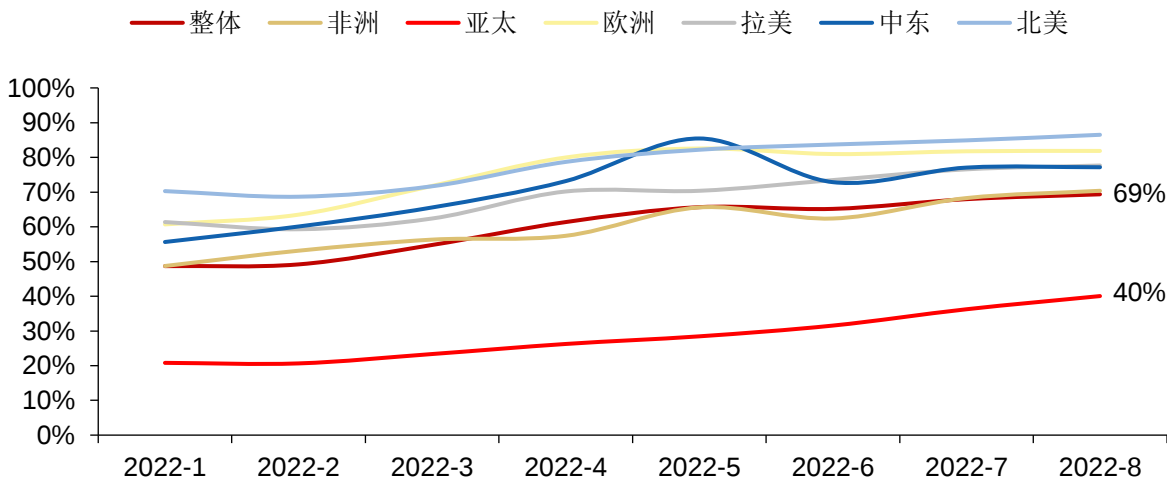
- 中国香港：9.26起入境检疫改为0+3，取消酒店隔离检疫；
- 韩国：10.1起取消入境24小时内进行核酸检测的规定；
- 泰国：10.1起入境无需快速抗原检测和出示疫苗证明；
- 日本：10.11起取消入境旅客数量限制；恢复对免签国的免签入境待遇、放开个人自由行；
- 中国台湾：10.13起入境无需隔离，仅需7天居家监测。

□ **亚太线加快恢复，国际线持续恢复。**随着海外基本放开旅行限制和入境防疫政策，国际线持续恢复，截至22年8月，全球整体国际线恢复至疫情前近7成，国际线预定量已实现赶超国内线。其中亚太线恢复至疫情前的40%（尽管恢复提速，但由于中国在疫情前是全球最大出境游市场，占亚太线的权重最大）。

图：国内线和国际线订票量较19年恢复程度

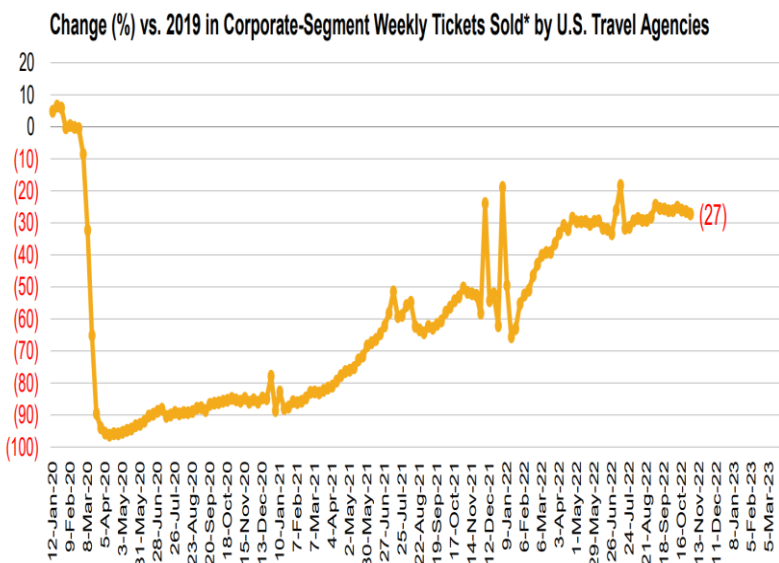


图：亚太线恢复加快

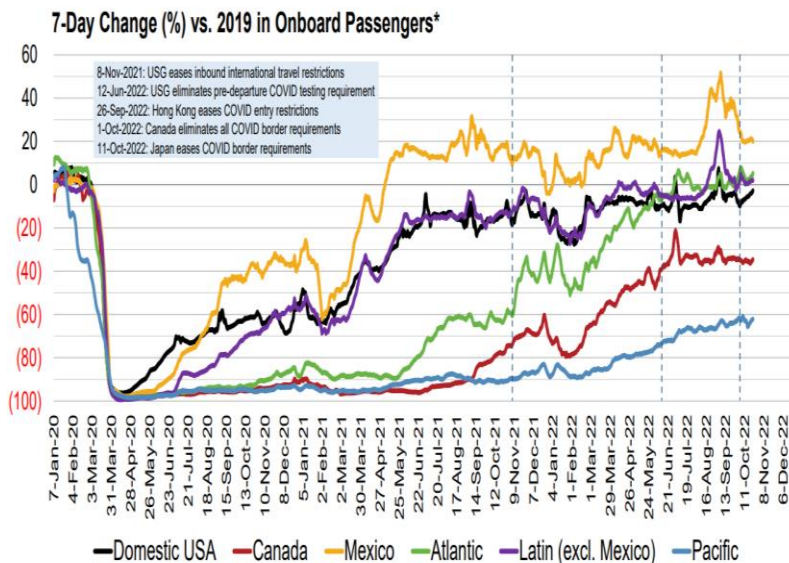


- 美国集团客户订票数量持续恢复，截至22年11月，集团客户订票量已恢复至疫情前的73%。
- 美国-亚太航线复苏加快，支撑国际线持续恢复，截至22年10月，美国国际线整体旅客量恢复疫情前的94%，除美-加、美-亚太线外其余国际航线旅客量均已完全恢复至疫情前水平。
- 国际线与公商务旅客快速恢复，美国机票销售额的恢复程度反超订票量。

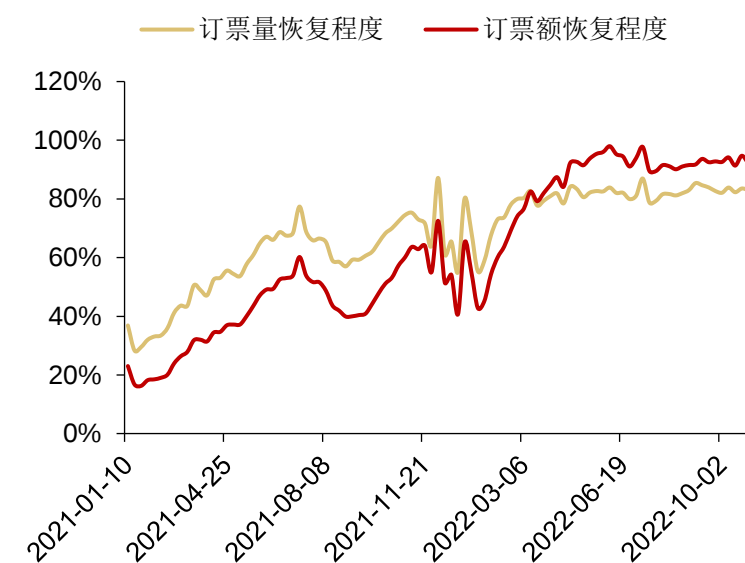
图：美国集团订票量持续恢复



图：美国国际线旅客量持续恢复



图：美国机票销售额恢复程度高于销售量

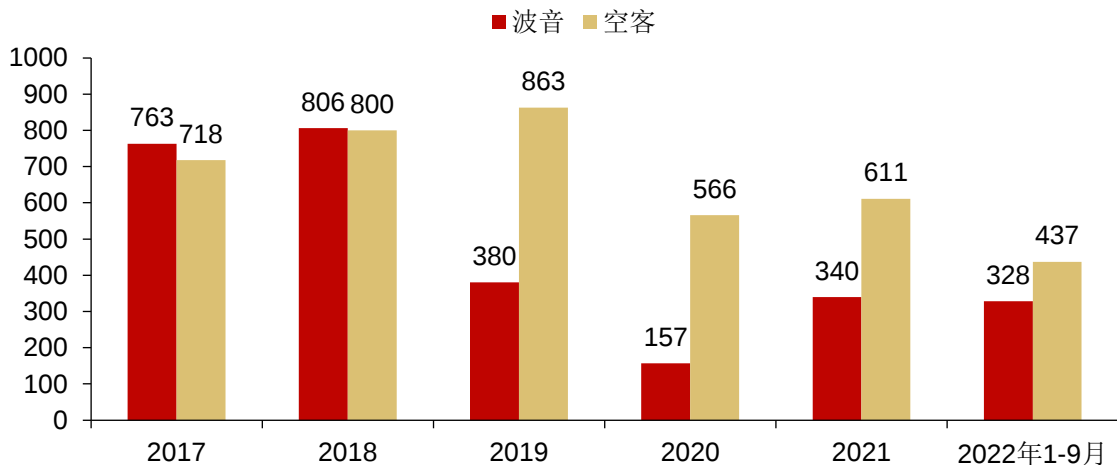


□ 制造商产能不足、产能爬坡慢，供给端扰动短期将持续存在。

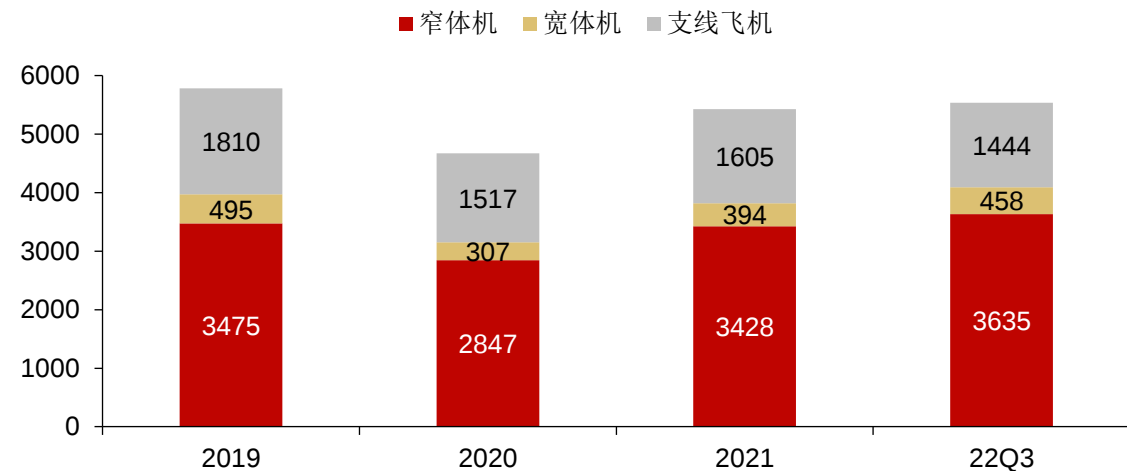
飞机供应链涉及多个国家，协作面广、管理困难，“经济全球化”在疫情期间严重影响生产效率，截至2022年9月底，波音完成交付328架，空客交付437架。受供应链和劳动力限制，未来飞机数量增长受限，行业运力问题或将影响进一步恢复。

□ 美国行业机队规模低于疫情前。截至22Q3，美国全行业机队规模较疫情前减少4%，达美/美航/美联航/美西南机队规模较19年分别减少7%/6%/4%/1%。

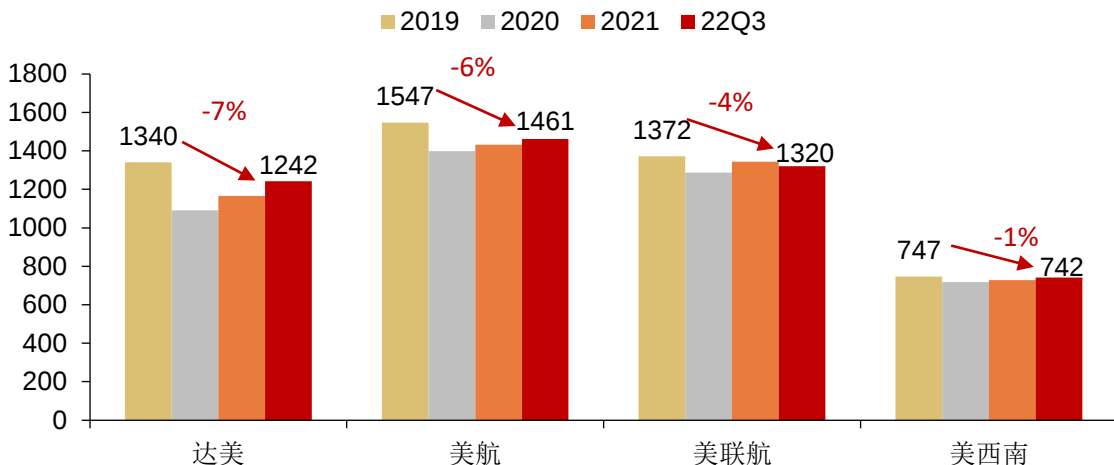
图：飞机制造商交付量远低于疫情前（单位：架）



图：截至22Q3美国全行业机队规模较疫前减少4%（单位：架）

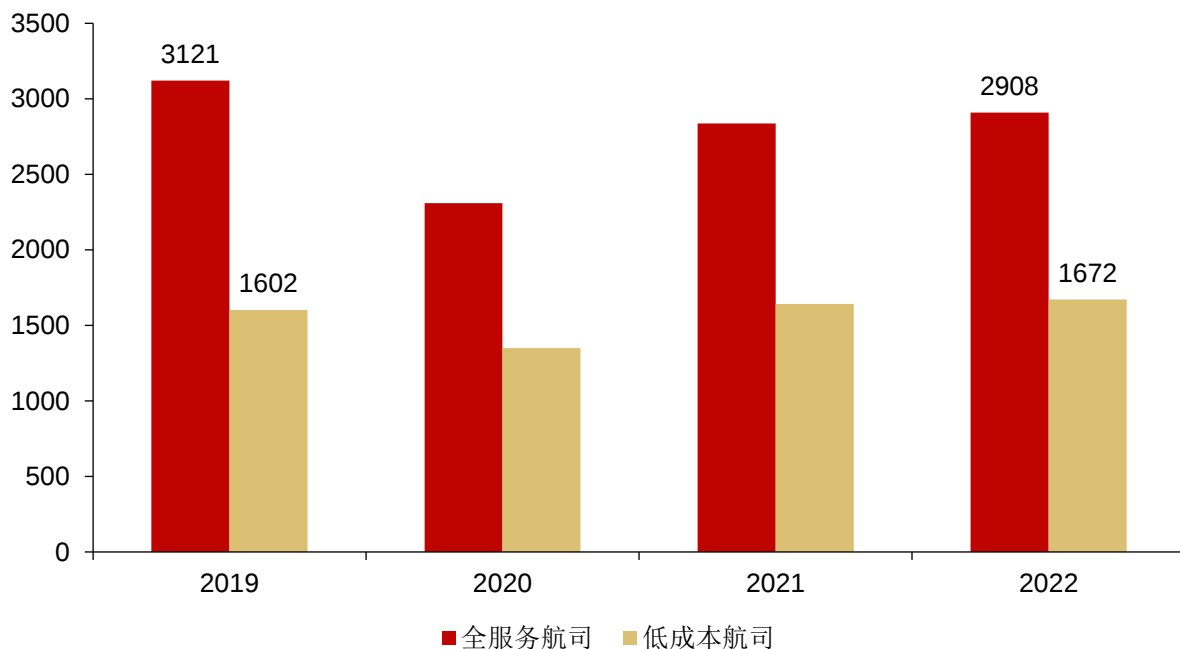


图：美国四大航机队均低于疫情前（单位：架）

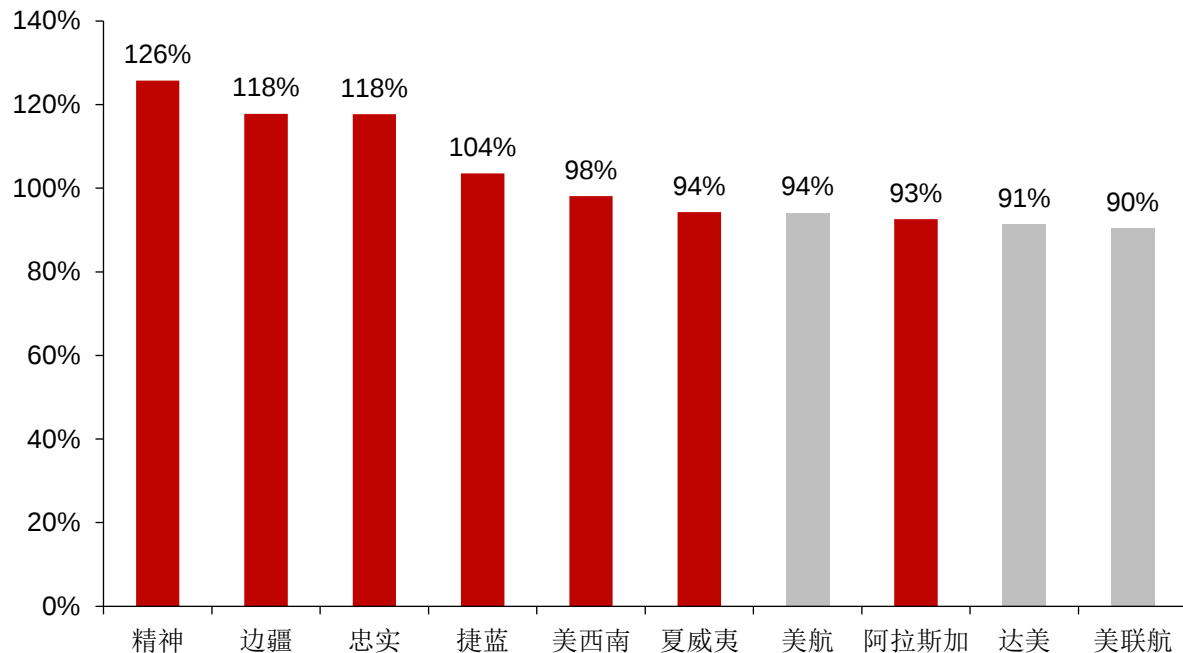


美国低成本航司运力恢复持续领先全服务航司。美国全服务航司机队规模较疫情前下降约7%，而低成本航司机队则增加4%。忠实航空、精神航空、边疆航空、捷蓝航空等低成本航司的22Q4计划运力安排均超过 2019 年同期水平，明显优于3家全服务航司。

图：美国全服务航司在役机队规模较疫情前下降7%（单位：架）

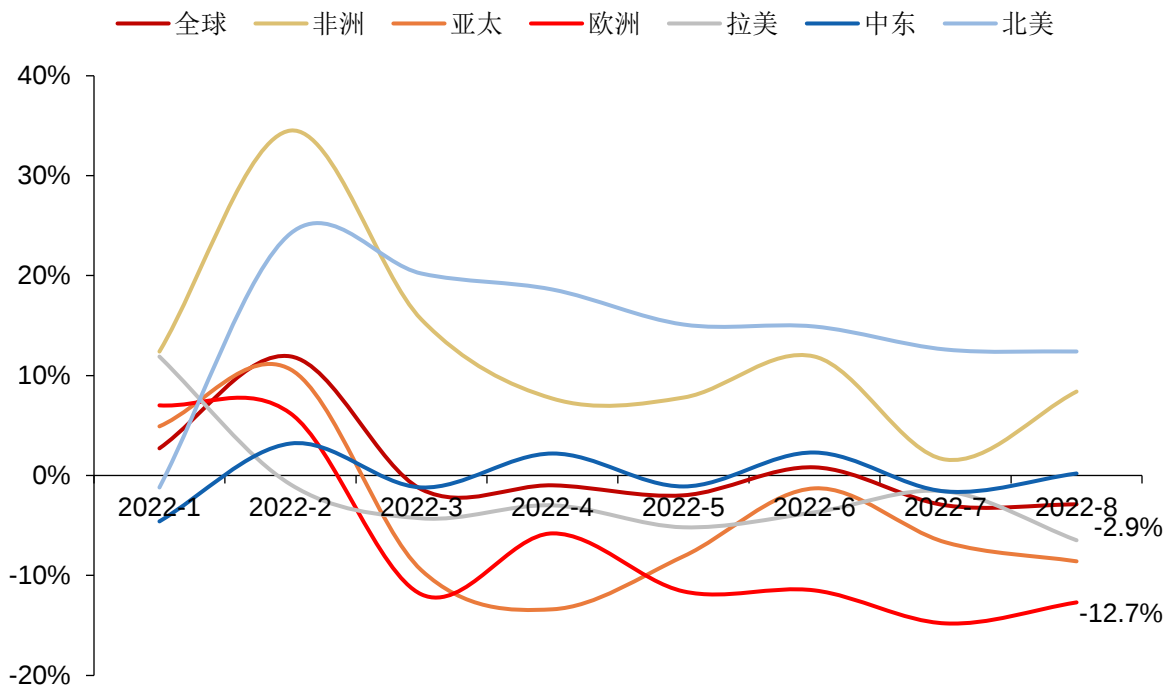


图：美国低成本航司22Q4计划供给恢复程度高于全服务航司

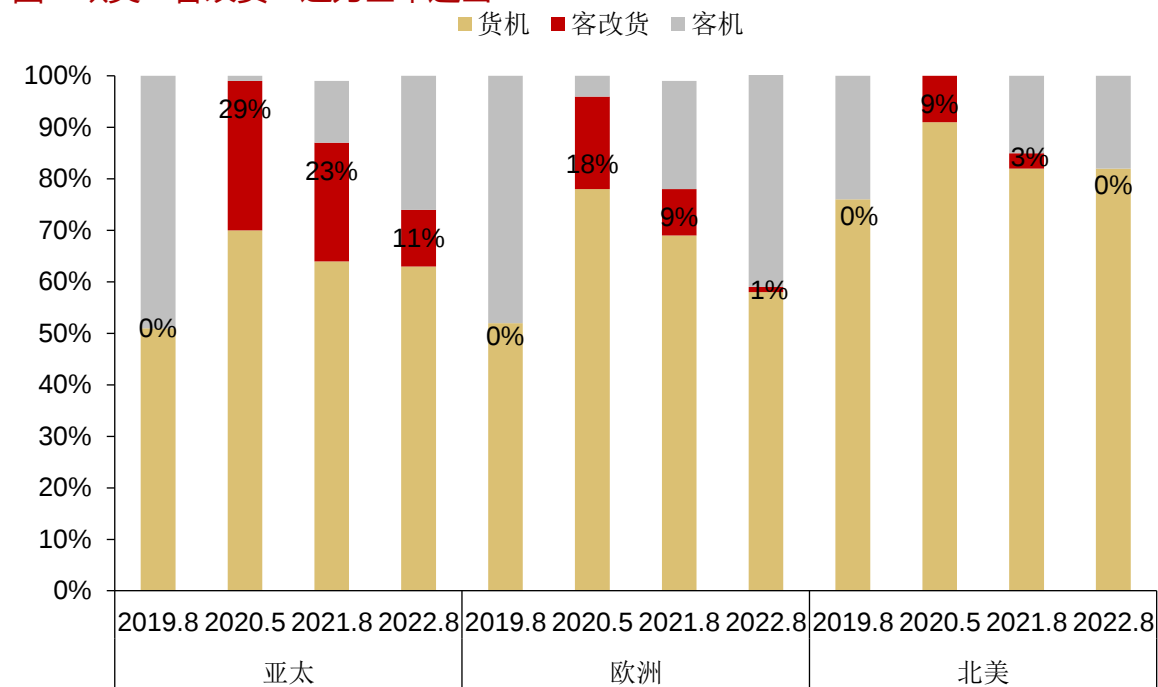


- ❑ **货运增长放缓，但依然优于客运业务。** 货运业务受全球经济增长放缓和高油价影响，截至8月，全球货运吨公里（CTK）较19年同期下降2.9%。
- ❑ **欧洲受地缘局势影响，货运业务表现落后。** 截至8月，欧洲货运吨公里（CTK）较19年同期下降12.7%，远低于全球平均水平。
- ❑ **欧美“客改货”运力基本退出。** 疫情期间，大量航司选择将客机改为货机，以降低客运停飞带来的损失。随着客运航班逐渐恢复，带来客机腹仓运力提升，“客改货”降低。截至2022年8月，亚太、欧洲、北美地区“客改货”贡献的运力占比分别降至11%、1%、0%。

图：全球货运CTK同比19年情况



图：欧美“客改货”运力基本退出



03

投资建议

三大航（国、南、东）

春秋航空

吉祥航空

□ 推荐三大航（国航、南航、东航）：

6月多条国际航线增班，航空供需错配大周期正在酝酿中，我们认为国际运力占比较大、机队规模大的三大航有望显现较大业绩弹性。

□ 推荐春秋航空：

低成本优势巨大，下沉三四线城市仍能盈利，有望效仿海外低成本航司，率先受益于休闲旅游需求恢复，引领行业复苏，公司业绩端确定性相对较高。

□ 推荐吉祥航空：

民营航司经营管理较为灵活，疫情期间逆势扩张趋势明显。长期来看，洲际航线亦有望成为新增长极，公司将显现较高成长性。

04

风险提示



风险提示

- 1、疫情恢复不及预期
- 2、需求恢复不及预期
- 3、油价大幅上涨
- 4、汇率风险等

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>