拆解美国航空业疫后复苏供需双弱之谜：我们可以更乐观

行业评级 看好（维持）
国家/地区 中国
行业 交通运输行业
报告发布日期 2022 年 12 月 12 日



证券分析师
刘阳 liuyang6@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860522030001
联系人
燕斯娴 yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告
出行大周期，物流大时代：——交通运输行业 2023 年度投资策略 2022-11-28
经营数据环比改善，亏损收窄，坚定看好航空大周期弹性，枢纽机场价值重塑：——航空机场 22 年三季报业绩综述 2022-11-01
需求恢复预期强化，供给或进一步紧缩：——航空近期事件影响点评 2022-09-28

核心观点

- **“新十条”发布，航空业迎来确定性复苏，逐步走向繁荣。**我们从供需两端分析疫情以来美国航空市场基本面表现，并对影响其表现的各个因素与国内进行对比，**我们认为对于国内航空业恢复期表现，可更为乐观。**
- **国内外表现：国内见底快速上行，海外稳健恢复但未超越 19 年。1）国内：“新十条”发布，国内航班量快速恢复**，当前约为 19 年的 55%，国际为 19 年的 6%；**2）海外：航班量稳健恢复，但较 19 年仍有一定缺口。**11 月北美恢复至 83.5%。
- **美国航空业疫后复苏供需双弱，有何原因？1）复盘：航司利润与旅客量强相关，股价从同步到分化。**美国航空业当前供需两端均在低于 19 年约 10%的水平上平衡，客座率与 19 年基本持平，票价上涨将增量成本（相比 19 年）充分纾解，最终利润与旅客量强相关。股价在疫情初期与基本面同步恢复，21Q2 见顶之后与基本面发生分化；**2）消失的供给：有效劳动力的结构性短缺为核心原因。a）飞机数量**：低于 19 年末约 4%，静态座位数与 19 年持平；**b）员工数量：总员工数量已超过 19 年水平，但飞行员结构性短缺难解。**飞行员老龄化、劳动力参与度下降和工作时长缺失等，是造成当前美国航空业相比 19 年供给缺口的核心原因；**3）消失的需求：区域恢复程度差异、出行习惯变化和经济冲击。a）国际目的地恢复进度：亚太地区和加拿大客流缺失造成缺口。**剔除亚太地区和加拿大后，其他方向客流较 19 年仅下滑 1.2%，显著好于总体的-14.8%；**b）出行习惯变化：休闲客和商务客的出行反差。**工作日客流较 19 年缺口显著大于周末，显示出商务客的相对缺失。疫情后美国**工作场所和公交站点**客流显著低于疫情前，较基准期分别下滑 21.6%和 21.5%，其他场所均基本持平或高于；**3）经济冲击影响：**衰退预期下的航空需求缺失。
- **相比美国，我国民航后续恢复趋势如何展望？盘点造成美国航空业供需缺口的各项影响因素的中国表现，对于后续恢复进程我们可以更为乐观。1）供给端：**国内疫情影响程度远大于美国。**a）飞机数量：极度降速下理论供需缺口远大于美国。**疫情以来国内总体运力增长约 6.6%，但考虑疫情前国内民航业与美国截然不同的发展阶段和增速水平（15-19 年我国旅客复合增速分别为 10.9%，美国为 3.8%），**我国实际供给缺口远大于美国**；**b）员工数量：**飞行员与运力较为匹配，年轻化明显；**2）需求端：出行意愿和出行习惯未有显著变化，长周期需求仍有较大渗透空间。a）短期：国内旅客出行意愿和出行习惯未有明显变化。**与美国相反，疫情后国内劳动力工作意愿有所强化；主要城市地铁客流强度可恢复甚至超越 19 年，反映出国人出行特别是通勤习惯仍基本与疫情前一致；疫情相对缓和时期，国内民航需求相比 19 年几乎完全恢复甚至超越；出行特征来看，2021 年公商务客数量、占比和出行频次并未有显著降低；**b）中长期：民航渗透率远未到天花板，国内民航市场空间仍大。**

投资建议与投资标的

- **航空站在大周期起点。防疫政策大幅优化，航空出行正式开启复苏之路，走向繁荣。**1）**从节奏来看**，我们预计在经历一段“疫情适应期”后，行业将走向持续快速复苏，直至超越 19 年水平。元旦和春运将是判断后续恢复进程的关键节点；**2）从空间来看**，供需两端对比下，国内民航后续恢复趋势预计远好于美国当前，供给确定性大幅降速，叠加近年来头部航线经济舱全价票大幅提升，最终为行业票价弹性构筑了极佳的外部环境，业绩弹性可期；3）**从位置来看**，近期各航司受政策带动涨幅明显，单机市值处于中位数以上水平，从周期角度看，后续仍有较大空间。
- 建议关注龙头**中国国航**，以及民营航空**春秋航空、吉祥航空、华夏航空**，此外关注**南方航空，中国东航**。

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、油价和汇率大幅波动风险、相关假设测算偏差风险

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目 录

前言 5

国内外表现：国内见底快速上行，海外稳健恢复但未超越 19 年 5

国内：低位快速上行，复苏趋势向好 5
海外：总体航班量稳健恢复，但较 19 年仍有一定缺口 6

美国航空业疫后复苏供需双弱，有何原因？ 8

复盘：航司利润与旅客量强相关，股价从同步到分化 8
消失的供给：有效劳动力的结构性短缺为核心原因 13
飞机数量：低于 19 年末约 4%，静态座位数仅减少 0.5% 13
员工数量：总员工数量已恢复至超过 19 年水平，但飞行员结构性短缺难解 13
其他：疫情导致平均工时下降，移民减少加剧劳动力紧张 15
消失的需求：区域恢复程度差异、出行习惯变化和经济冲击 17
国际目的地恢复进度：亚太地区和加拿大客流缺失造成缺口 17
出行习惯变化：休闲客和商务客的出行反差 18
经济冲击影响：衰退预期下的航空需求缺失 20

相比美国，我国民航后续恢复趋势如何展望？ 21

供给端：国内疫情影响程度远大于美国 22
飞机数量：极度降速下理论供需缺口远大于美国 22
员工数量：飞行员数量与运力较为匹配，年轻化明显 23
需求端：出行意愿和出行习惯未有显著变化，长周期需求仍有较大渗透空间 24
短期：国内旅客出行意愿和出行习惯未有明显变化 24
中长期：民航渗透率远未到天花板，国内民航市场空间仍大 28

投资建议：航空站在大周期起点 29

风险提示 30

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图表目录

图 1：国内客运航班量（架次）.....5
图 2：国际航班量周度趋势（班）.....5
图 3：全球民航客运航班恢复率月趋势（较 19 年同期，下同）.....6
图 4：亚洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势.....6
图 5：欧洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势.....7
图 6：北美洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势.....7
图 7：大洋洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势.....7
图 8：南美洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势.....7
图 9：主要国家/区域的国际航班同比 2019 年情况.....8
图 10：美国航空业数据比对.....9
图 11：美国航空业总体客流恢复水平（千人次）.....10
图 12：美国国内航班客座率（%）.....10
图 13：美国分区域客流较 19 年变化（%）.....10
图 14：美国分区域客座率（%）.....10
图 15：美国航空业旅客量和四大航合计利润.....11
图 16：22 年以来票价相比 19 年涨幅（%）.....11
图 17：美国四大航座公里收益和成本差（美元，22Q3 VS 19Q3）.....12
图 18：中国三大航座公里收益和成本差（人民币元，22Q3 VS 19Q3）.....12
图 19：美国航空业机队数量（架）.....13
图 20：美国航空业全职员工数量变化（千人）.....14
图 21：美国航线运输飞行员年龄分布（人，2021 年）.....14
图 22：美国人口年龄分布（万人，2021 年）.....14
图 23：美国失业率和劳动力参与率（%）.....15
图 24：美国失业人数和空缺职位数（万人）.....15
图 25：部分年龄段劳动力参与率 1（%）.....15
图 26：部分年龄段劳动力参与率 2（%）.....15
图 27：美国企业平均每周工时和加班工时（小时）.....16
图 28：美国净移民数量（千人）.....16
图 29：登机旅客相比 19 年同期差距（7 天平均，%）.....17
图 30：航班量相比 19 年同期差距（7 天平均，%）.....17
图 31：美国 10 月前 22 大国际/地区目的地客流较 19 年同期变化（从左至右按客流量排序，%）.....17
图 32：美国航空业前 22 国/地区 10 月客流对比（万人次，2019 VS 2022）.....18
图 33：美国航空业周度客流分布（22 年 11 月累计 VS 17-19）.....18

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 34：美国不同场合客流相比疫情前水平（%）.....18
图 35：ZOOM 营收（亿美元）.....19
图 36：ZOOM 公司客户数（>10 员工，万个）.....19
图 37：ZOOM 公司客户（>10 员工）的净美元扩展率.....19
图 38：美国 GDP 和民航旅客量增速（5 年复合增速）.....20
图 39：美国航空业渗透率（%）.....20
图 40：中美航空业供需影响因素对比.....21
图 41：全行业机队增速预测示意（架）.....22
图 42：中美旅客运输量增速对比.....22
图 43：航线运输驾驶员执照（ATPL）数量（本）.....23
图 44：国内航线运输驾驶员执照年龄分布（本）.....23
图 45：国内劳动力参与率.....24
图 46：就业人员周平均工作时间（小时）.....24
图 47：19-22 年四大一线城市地铁日均客流量（万人次/天）.....25
图 48：深圳地铁客流量（万人次/天）.....25
图 49：上海地铁客流量（万人次/天）.....25
图 50：广州地铁客流量（万人次/天）.....25
图 51：北京地铁客流量（万人次/天）.....25
图 52：19-22 年逐月旅客运输量（亿人次）.....26
图 53：19-22 年逐月国内旅客运输量（亿人次）.....26
图 54：近五年旅客按出行频次分布占比.....26
图 55：近五年客运量按出行频次分布占比.....26
图 56：各出行频次客群数量变化（万）.....27
图 57：各出行频次客群重复购买率变化情况（次）.....27
图 58：北上广深成商务客占比.....27
图 59：北上广深成商务客数量（万）.....27
图 60：出行 12 次以上客群平均重复购买率变化（次）.....28
图 61：G20 国家人均乘机次数（2019）.....28
图 62：民航客运量（万人次）.....28
图 63：每年约 30%旅客为新增旅客.....29
图 64：美国民航渗透率（%）.....29

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

前言

12 月 7 日，国务院联防联控机制综合组发布《关于进一步优化落实新冠肺炎疫情防控措施的通知》，即“新十条”，整体防疫措施大幅优化。

“新十条”的发布，意味着相关疫情管控政策的全面松绑，也意味着出行等疫情受损板块在压抑近 3 年后，终于迎来确定性复苏，逐步走向繁荣。

而另一方面，对于国内需求后续恢复进程和幅度的担忧也甚嚣尘上，一定程度也造成了短期股价的波动。市场担心的核心在于，海外各国/区域供需两端恢复程度普遍不及 19 年水平，相应对于我国民航业，恢复期表现又将如何?

本篇报告尝试从供需两端分析疫情以来美国航空市场基本面和市场表现，并对影响其表现的各个因素与国内进行对比，进而可为我国的恢复路径确立更为清晰的认知。

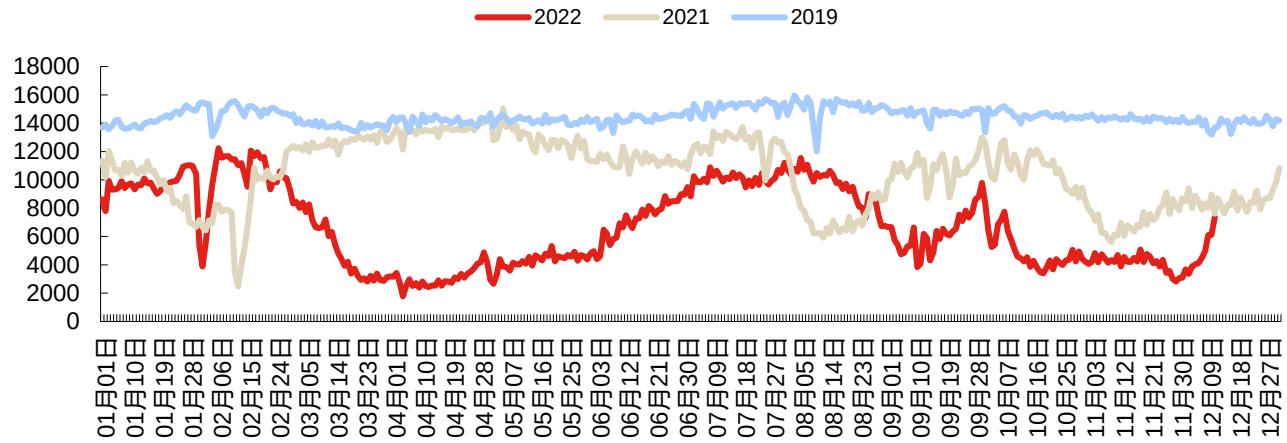
我们认为相比美国，我国后续恢复进程可以更为乐观。

国内外表现：国内见底快速上行，海外稳健恢复但未超越 19 年

国内：低位快速上行，复苏趋势向好

得益于“新十条”出台后出行端压制大幅解除，12 月 11 日，全民航执行客运航班量 7370 架次，同比 2021 年下降 3.1%，同比 2019 年下降 46.2%，环比上周同期提升 90%，航班执飞率为 49.7%。

图 1：国内客运航班量（架次）

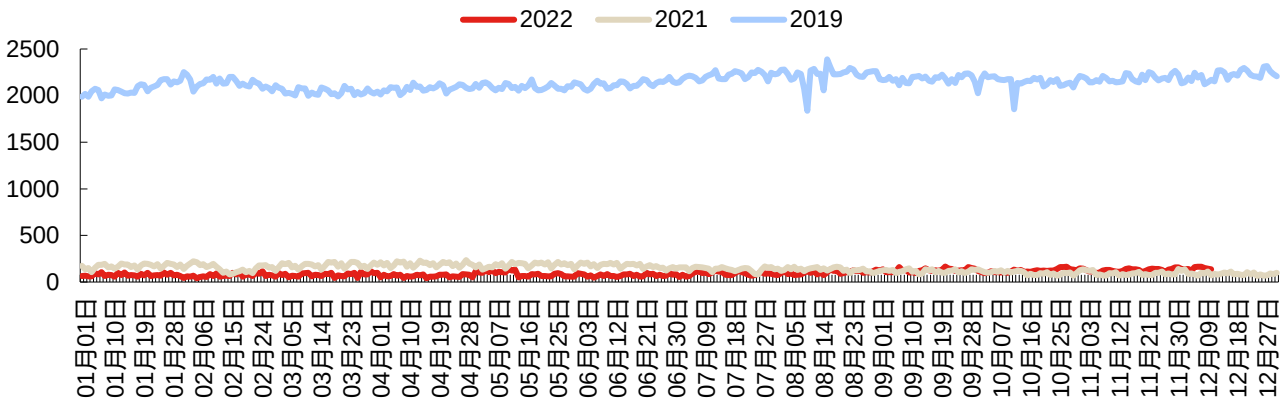


数据来源：航班管家、东方证券研究所

国际航班方面，12 月 11 日执行国际+地区航班 135 班，同比增长 92.9%，较 19 年下滑 93.8%。

图 2：国际航班量周度趋势（班）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



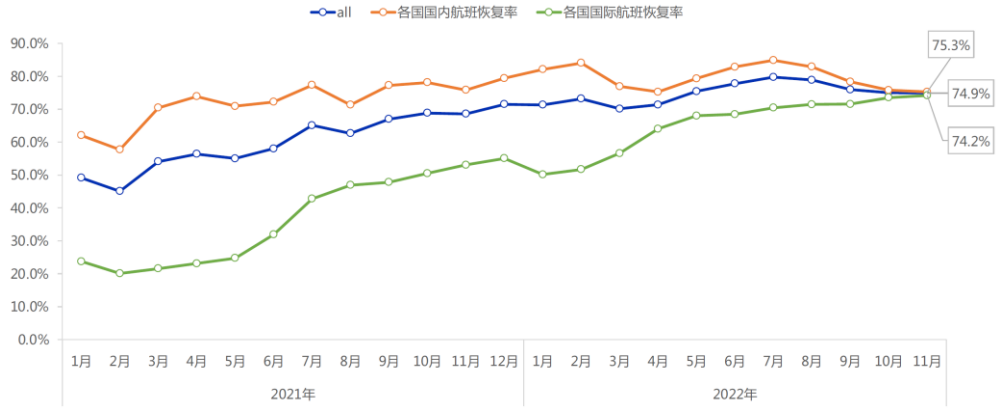
数据来源：航班管家、东方证券研究所

海外：总体航班量稳健恢复，但较 19 年仍有一定缺口

总体来看，海外各国恢复水平普遍领先于我国，但均未超越 19 年。

全球来看，总体民航航班量稳健恢复，11月恢复至19年的74.9%，其中国内航班恢复至75.3%，国际航班恢复至 74.2%。

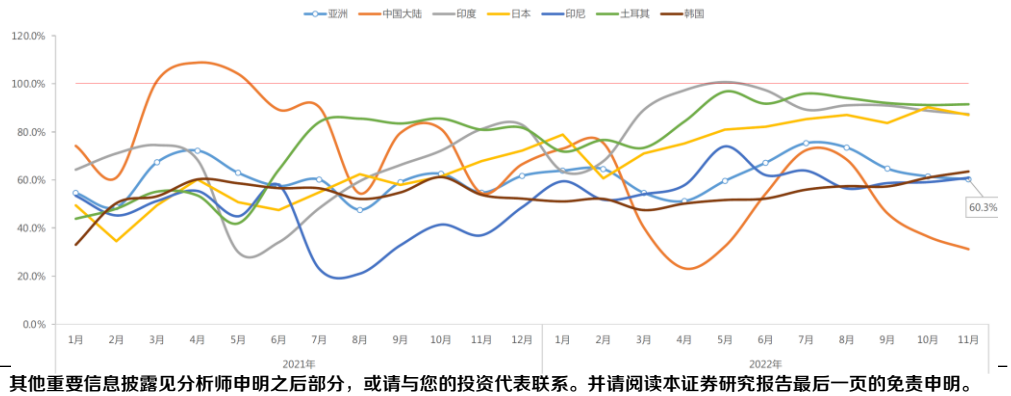
图 3：全球民航客运航班恢复率月趋势（较 19 年同期，下同）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

分区域来看，亚洲市场恢复至 19 年同期的 60.3%，落后于其他区域，我国为 31.2%。

图 4：亚洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势

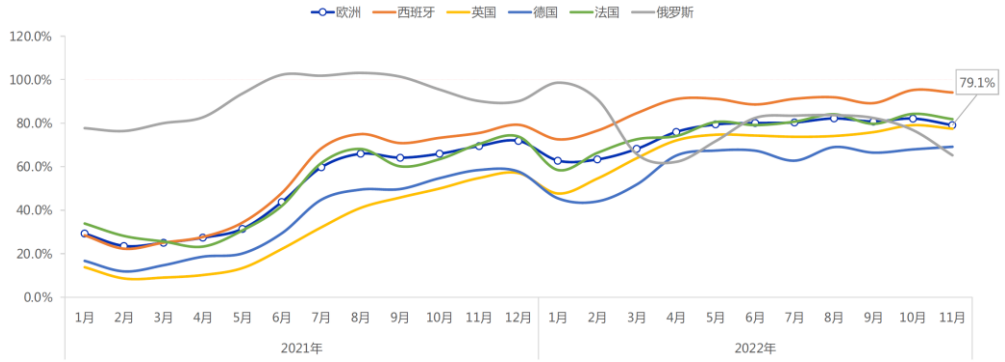


有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

数据来源：航班管家、东方证券研究所

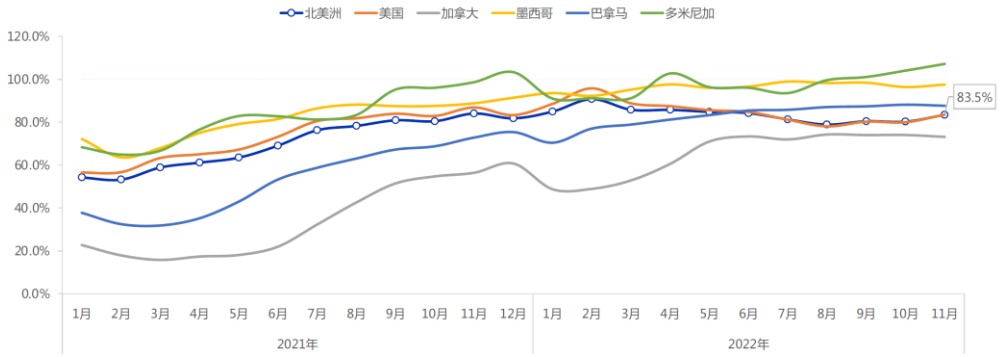
欧洲恢复至 79.1%，北美洲恢复至 83.5%，各国恢复水平相对接近；

图 5：欧洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势



数据来源：航班管家、东方证券研究所

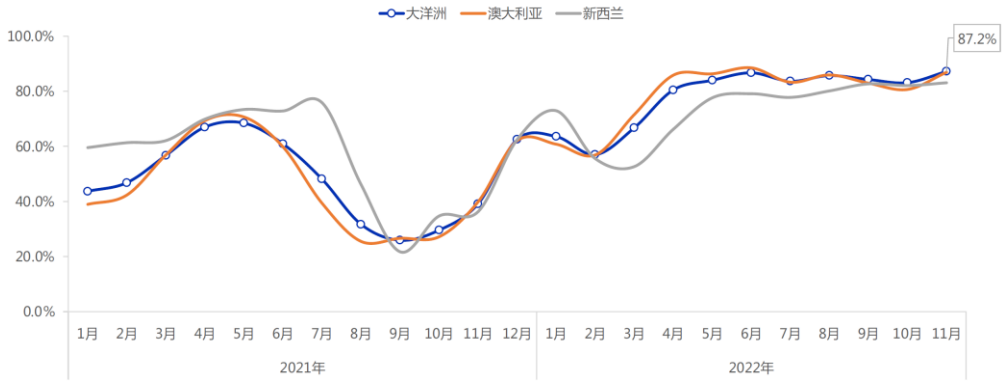
图 6：北美洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势



数据来源：航班管家、东方证券研究所

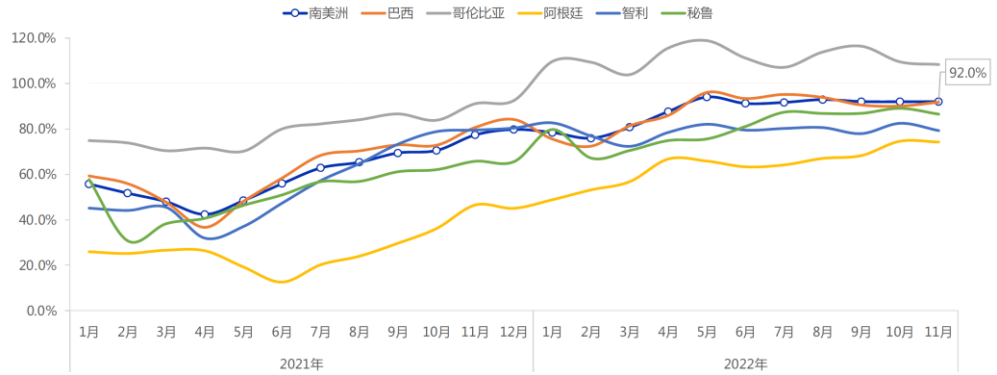
大洋洲和南美洲恢复水平领先，分别恢复至 19 年的 87.2%和 92.0%。

图 7：大洋洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势



数据来源：航班管家、东方证券研究所

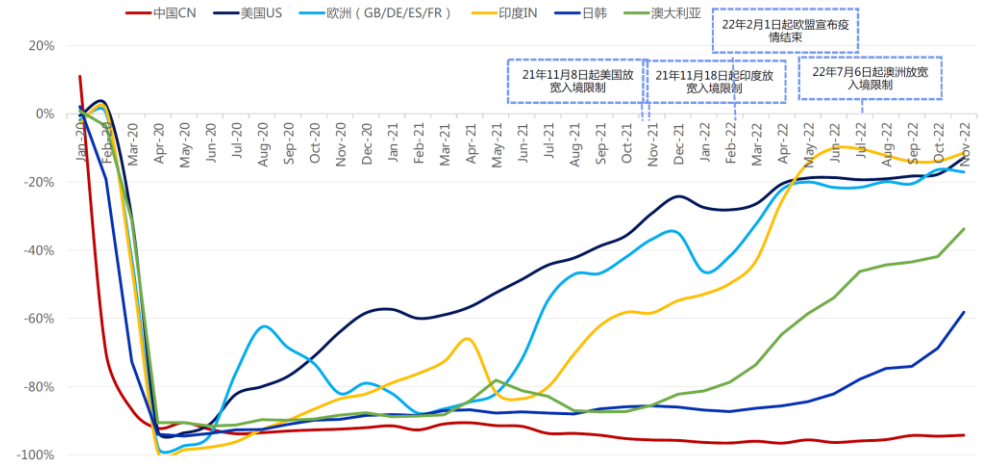
图 8：南美洲民航及部分国家客运航班恢复率月趋势



数据来源：航班管家、东方证券研究所

分国家/区域看，美国/欧洲/印度国际航班恢复水平领先，日韩和澳大利亚自今年年中放宽入境限制以来恢复明显。

图 9：主要国家/区域的国际航班同比 2019 年情况



数据来源：航班管家、东方证券研究所

美国航空业疫后复苏供需双弱，有何原因？

鉴于美国相关数据较为丰富，我们重点探讨美国航空业供需两端较 19 年缺口的形成原因。综合来看，我们认为其恢复水平均弱于 19 年，受多方面因素影响：

供给端，飞机数量/静态座位数略有减少，但更重要的是**员工结构性短缺，和新冠导致的劳动力参与度下降和工作时长缺失等**，是造成当前美国航空业相比 19 年供给缺口的主要原因。

需求端，相当程度是**国际区域恢复程度差异**导致，此外**出行习惯和出行意愿变化造成商务客缺失和经济衰退预期**等也导致需求恢复不及预期。

后续展望来看，**供给端**年龄结构问题短期难解，劳动力参与度下降等均为慢变量，而**需求端**部分国家/地区需求缺口逐渐弥合，商务客逐步恢复，**后续供需展望向好。**

复盘：航司利润与旅客量强相关，股价从同步到分化

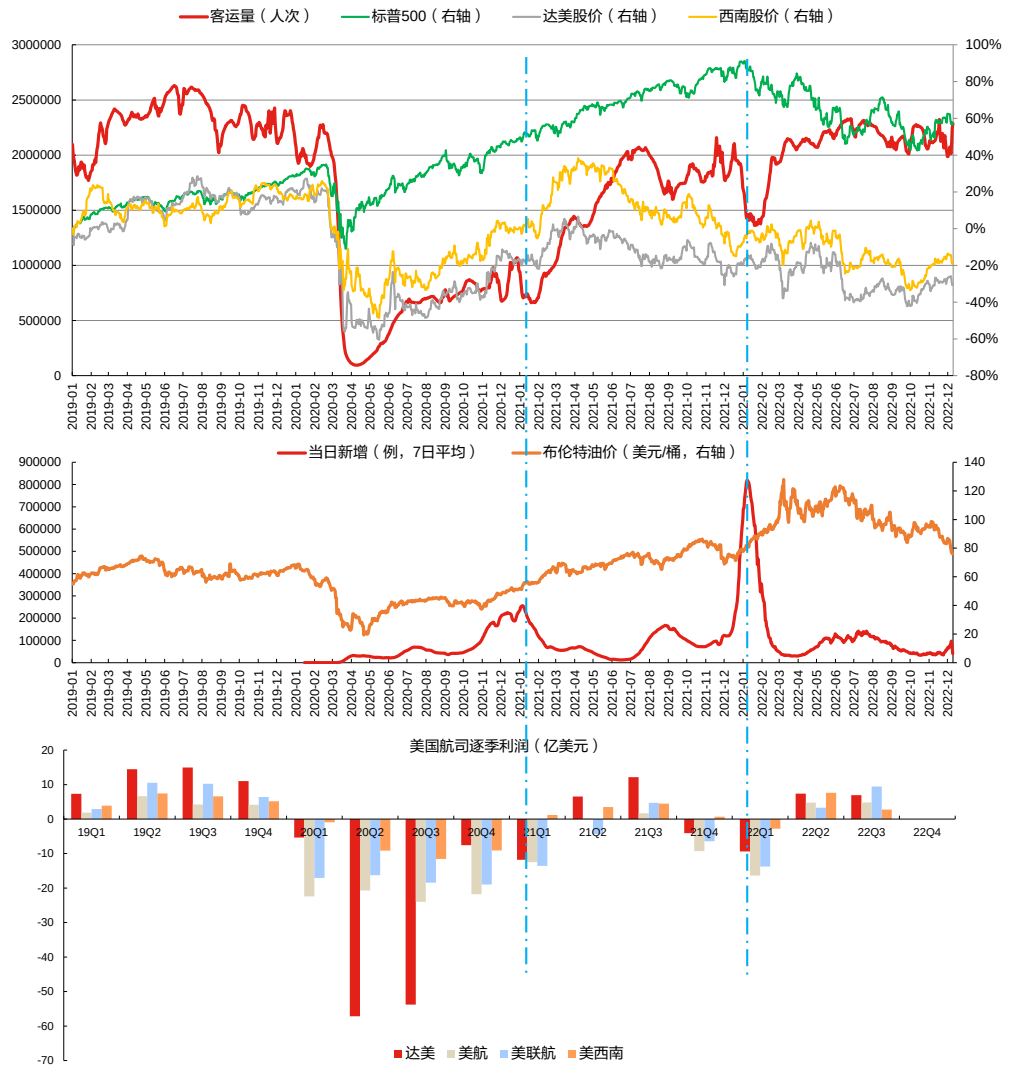
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

美国航空业当前呈现供需两端均在低于 19 年的水平上平衡，客座率基本与 19 年持平。

在供需基本平衡下，票价上涨将油价等增量成本（相比 19 年）充分纾解，最终呈现为利润与旅客量强相关。而股价在疫情初期与基本面同步恢复，21 年 2 季度见顶之后，与基本面发生分化。

我们将美国日旅客量、航空公司/市场股价走势、油价、当日新增确诊、各公司季度利润印证对比来看：

图 10：美国航空业数据比对



数据来源：Wind、TSA、东方证券研究所

具体来看各项数据疫情以来趋势：

■ **旅客量：当前在日均 200 万以上水平震荡，与 19 年仍有 10%以上缺口**

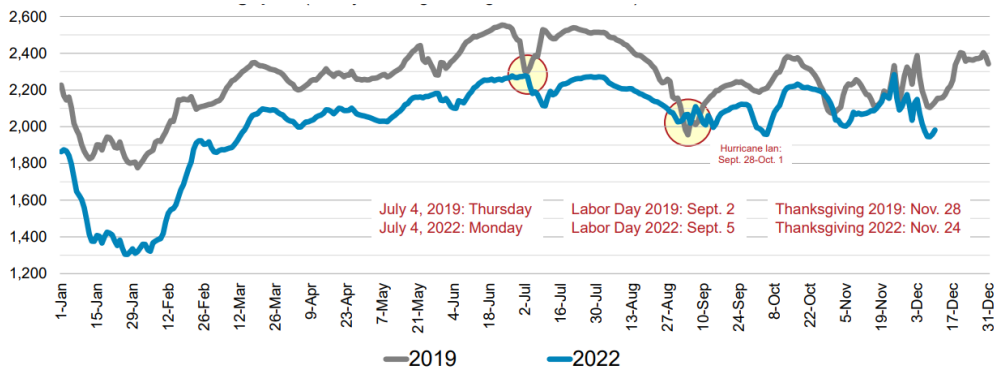
恢复节奏来看，21 年 6 月下旬美国航空业实现疫情以来第一次突破 200 万人次，此后由于疫情反复有所回撤，最低跌至 22 年初 130 余万人次，此后迅速恢复至 200 万以上，并保持在 200 万上方震荡。**从 21 年底快速下滑至 22 年 2 月底恢复至 200 万左右旅客量，奥密克戎疫情影响行业约 2 个月。**

与 19 年相比，19 年全年日客流均值 230.8 万人次，22 年截至 12 月 9 日日均 207.1 万人次，为 19 年的 89.7%。峰值来看，美国航空业客流年度分布呈现“两头小，中间大”，高点 19 年年中达到 263 万人次，22 年最高达到 233 万人次，同样有 10%以上缺口。

分国内国际来看，12 月 3 日-12 月 9 日一周，总客流较 19 年下滑 7%，其中国内客流基本持平略低于 19 年，国际客流 10 月相比 19 年下滑 13%，但各方向分化较大，大西洋、拉美等方向客流相比 19 年有不同程度增长，加拿大和太平洋航线客流仍有较大缺口。

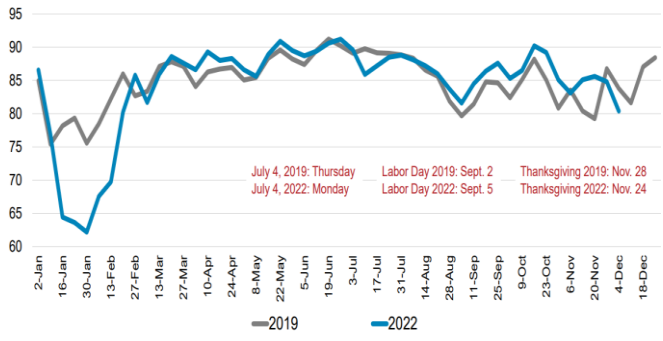
国内航班客座率约为 80%，总体与 19 年基本持平，国际各区域客座率总体在 75%-85%之间。

图 11：美国航空业总体客流恢复水平（千人次）



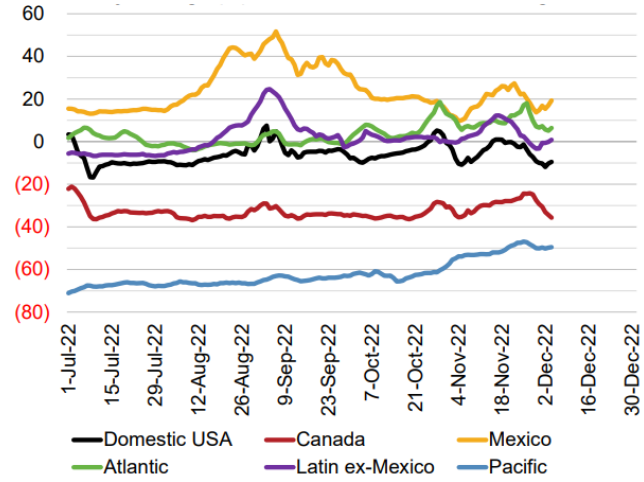
数据来源：A4A、东方证券研究所

图 12：美国国内航班客座率（%）



数据来源：A4A、东方证券研究所

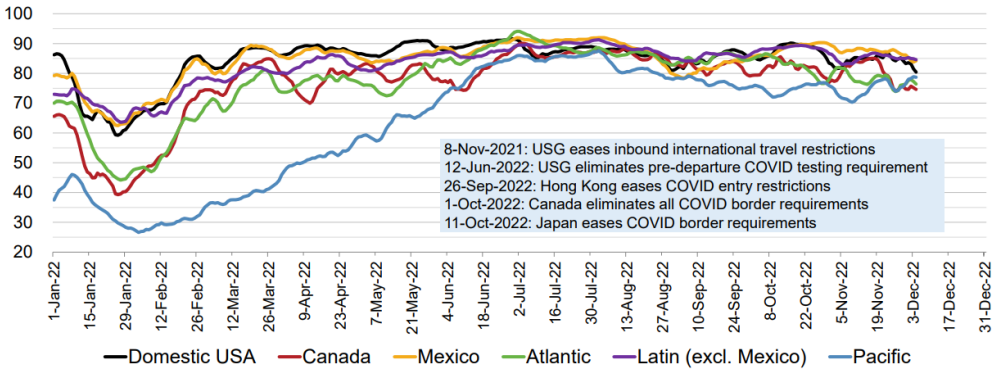
图 13：美国分区域客流较 19 年变化（%）



数据来源：A4A、东方证券研究所

图 14：美国分区域客座率（%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：A4A、东方证券研究所

■ **疫情数据：20 年冬和 21 年冬疫情为趋势关键点**

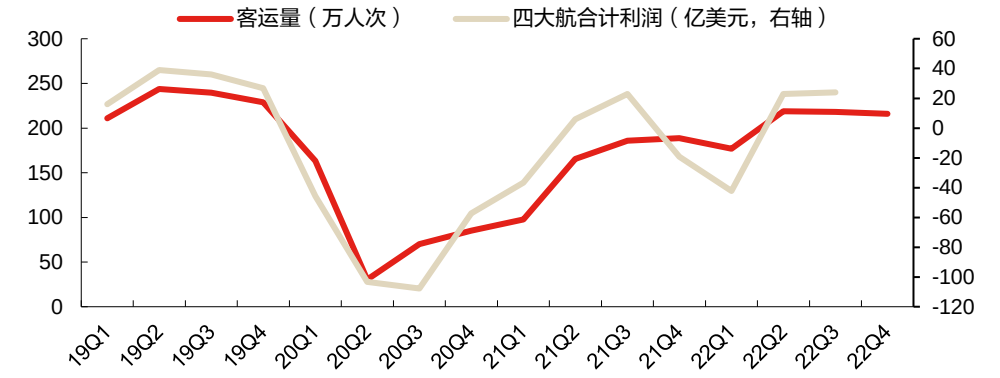
从趋势来看，20 年冬疫情（第二波）较疫情初期第一波疫情影响明显放大，而疫情过后，旅客量快速增长并迅速攀升至 200 万水平，同期航空股股价见顶。

21 年冬奥密克戎变异株疫情为疫情爆发以来最大规模一波疫情释放，同期 11 月美国宣布边境开放，行业自谷底快速修复，但股价持续下跌。值得一提的是，标普 500 指数也在该轮疫情高峰时见顶。

■ **利润表现：与旅客量强相关**

回溯疫情以来美国航空公司逐季利润表现，总体与旅客量强相关。

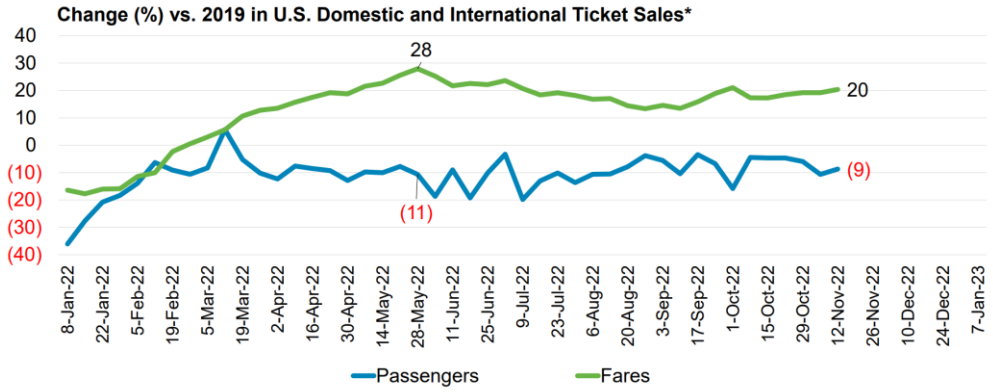
图 15：美国航空业旅客量和四大航合计利润



数据来源：Wind、TSA、东方证券研究所

从供需来看，美国航空业当前供需两端在低于 19 年的水平上平衡，而同期油价大幅飙升，由 20 年最低不足 40 美金/桶（20Q2），涨至最高超过 120 美金/桶（22Q2），反映出疫情以来，美国航空业在总体较好的竞争格局下，**行业可将绝大多数增量成本通过票价传导**，而利润缺口主要由于客流量缺口导致。

图 16：22 年以来票价相比 19 年涨幅（%）

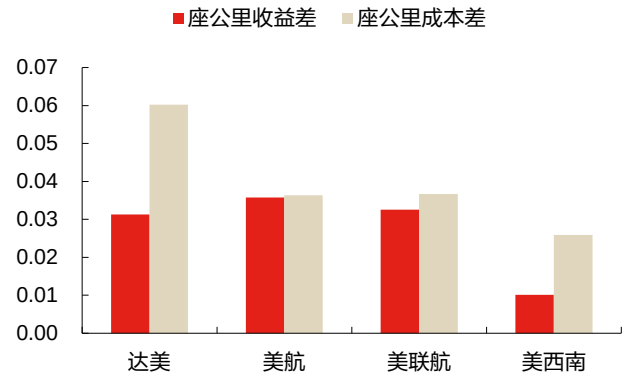


数据来源：A4A、东方证券研究所

具体数据来看，美国四大航司 22Q3 合计座公里收入 0.172 美元，座公里成本 0.177 美元，19Q3 分别为 0.143 和 0.137 美分，单位座收和成本分别增加 0.029 和 0.041 美分，对应单位座收增量覆盖单位成本的 71.4%。

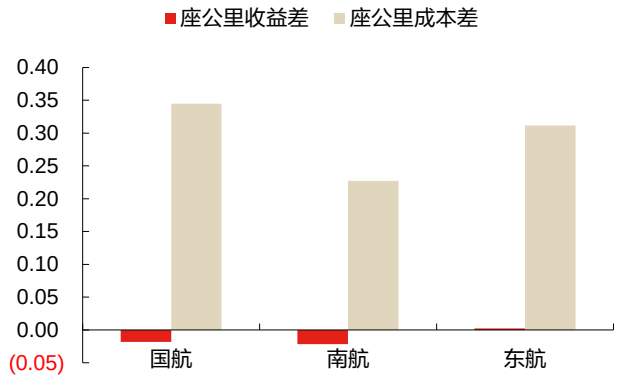
相较之下国内三大航 22Q3 相比 19Q3，合计座公里收益下滑 0.016 分，而座公里成本增加 0.283 分。

图 17：美国四大航座公里收益和成本差（美元，22Q3 VS 19Q3）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

图 18：中国三大航座公里收益和成本差（人民币元，22Q3 VS 19Q3）



数据来源：Wind、公司公告、东方证券研究所

而由于需求暂时无法进一步上行，导致客座率和票价均无更高表现，相应利润较 19 年仍有一定缺口。

■ **股价表现：21 年上半年之前与基本面趋同，此后分化**

美国航空股走势初期与基本面接近，疫情初期一度下跌约 80%，此后伴随基本面逐步上行，并在 21 年 4 月见顶，正如前述，彼时恰好也为旅客量快速恢复，行业第一次盈利拐点。此后航空股持续下跌。

经历 21 年底奥密克戎疫情影响后，旅客量再次恢复，而美国航空股股价并未有所表现，而该时点也是美股市场总体见顶时点。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

总体来看，在 21 年 4 季度前，航空股走势与基本面恢复趋势相同，此后基本面高位震荡，但股价持续下跌。

我们从供需两方面分析美国航空业的表现。

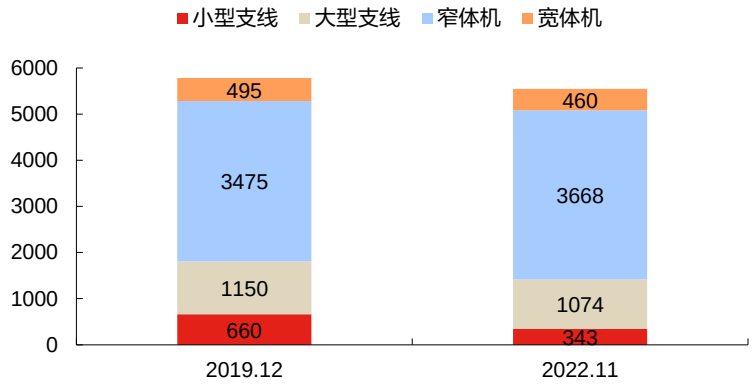
消失的供给：有效劳动力的结构性短缺为核心原因

总体来看我们认为飞机数量下滑、特别是员工结构性短缺和新冠导致的劳动力参与度下降和工作时长缺失等，是造成当前美国航空业相比 19 年供给缺口的原因。

飞机数量：低于 19 年末约 4%，静态座位数仅减少 0.5%

根据 A4A 统计，22 年 11 月底美国全行业飞机数量 5545 架，19 年末为 5780 架，下滑 4.1%（235 架）。分机型来看，仅窄体机增加 193 架，宽体机减少 35 架，小型支线飞机减少 317 架，大型支线飞机减少 76 架。

图 19：美国航空业机队数量（架）



数据来源：A4A、东方证券研究所

但同时考虑机型结构的变化，我们按照小型支线 45 座、大型支线 80 座、窄体机 160 座、宽体机 300 座计算（部分参考美国支线航空 RAA 数据），**对应实际静态座位与 19 年持平（0.0%）。**

机型结构变化反映出航司疫情后更加追求机型经济性。美国航空业存在大量的老旧飞机，导致其燃油经济性较差，疫情成为各航司淘汰老旧飞机的契机，降低运营成本同时更省油的飞机可以进一步实现机队现代化。

员工数量：总员工数量已恢复至超过 19 年水平，但飞行员结构性短缺难解

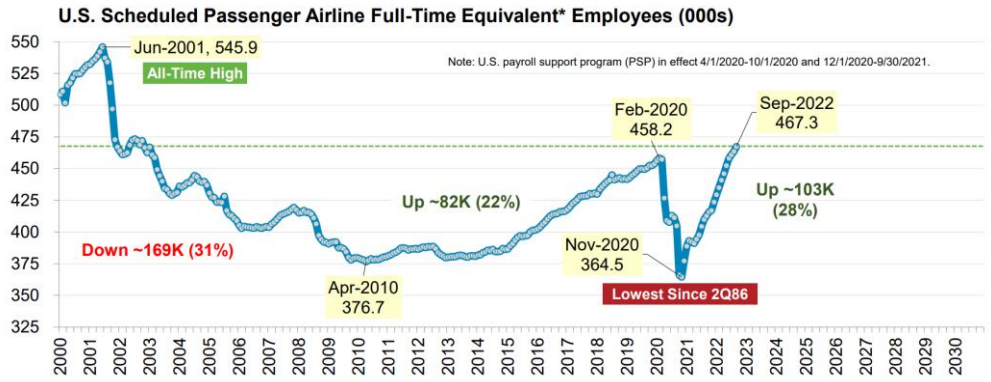
疫情爆发以来，由于航班量锐减，美国航空公司推出自愿离职/休假、提前退休、短工时工作制等，应对人力成本压力，全行业全职员工减少至最低 36.4 万人。

从 2020 年 11 月至 2022 年 9 月，美国航空业合计增加了 10.3 万全职员工，其中 22 年 9 月，美国客运航空公司雇佣了 20 年来最多的全职员工。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

截至 22 年 9 月，全职员工数量达到 46.7 万人，较疫情前 20 年 2 月 45.8 万人高出约 2%。

图 20：美国航空业全职员工数量变化（千人）



数据来源：A4A、东方证券研究所

员工减少特别是飞行员减少在一定程度影响了航班恢复。如据海外网 22 年 6 月报道，“美国即将进入繁忙的夏季旅行季节，**而多家航空公司因飞行员严重短缺而削减航班。**”

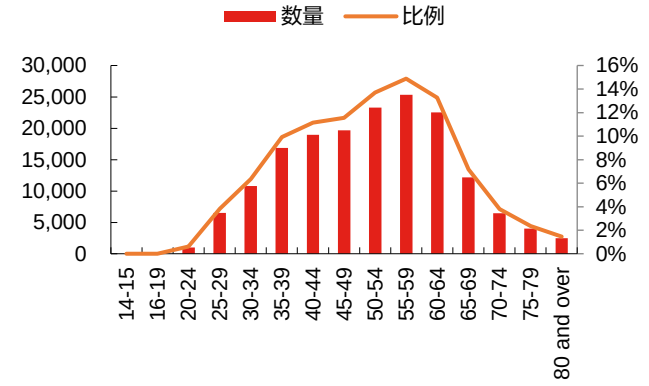
“削减航班数量最多的是**美国西南航空公司**，该航空公司已经削减近 2 万个航班，计划今年招聘 1.2 万名新员工；

达美航空公司也表示，因飞行员短缺，7 月 1 日至 8 月 7 日期间，每天将取消 100 个航班；

美国梅萨航空集团有限公司表示，美国航空业飞行员严重短缺是真实存在的，大多数航空公司根本无法实现运力计划，飞行员数量短缺的问题，至少在未来五年多的时间里都无法解决。”

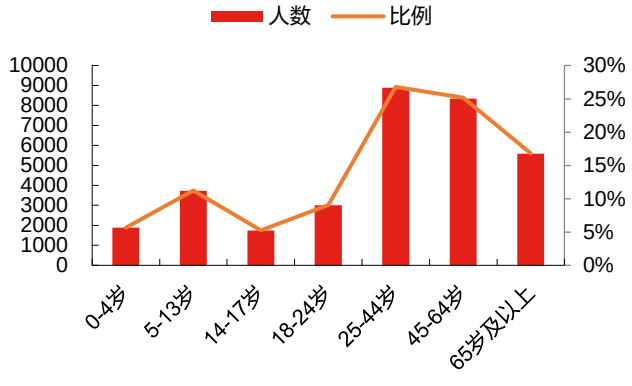
当前来看，我们认为飞行员短缺更多是结构性的问题。统计美国航线运输飞行员执照（ATPL）数量，2021 年 60-64 岁区间飞行员占比达到 13%，45-64 岁合计占比达到 53%，飞行员平均年龄达到 51.3 岁，相较之下美国 2021 年人口年龄分布 45-64 岁占比仅 25%，飞行员队伍老龄化明显，**而疫情以后在前述自愿离职/休假、提前退休等政策下，该部分大龄飞行员重返岗位概率较低，导致美国民航业飞行员结构性短缺，而该问题预计短时间无法解决。**

图 21：美国航线运输飞行员年龄分布（人，2021 年）



数据来源：FAA、东方证券研究所

图 22：美国人口年龄分布（万人，2021 年）

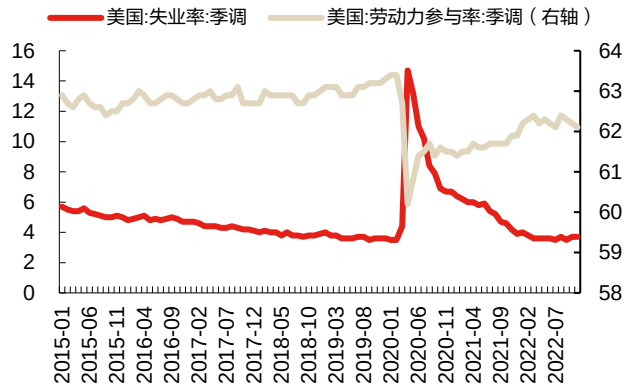


数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

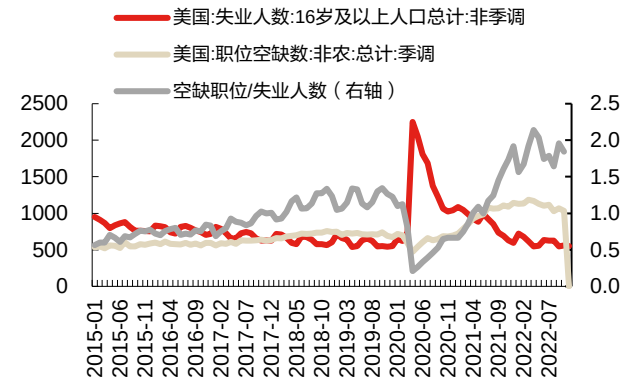
从宏观数据来看，美国当前失业率已降至疫情前水平，同时职位空缺数 10 月达到失业人数的 1.8 倍，但同时劳动力参与率相比疫情前仍有缺口，当前约 62%，疫情前 15-19 年均为 63%左右。**相对矛盾的就业数据反映出美国就业市场的结构性供需错配。**

图 23：美国失业率和劳动力参与率（%）



数据来源：Wind、东方证券研究所

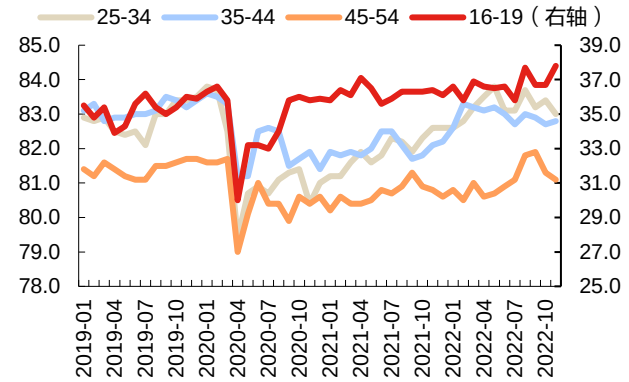
图 24：美国失业人数和空缺职位数（万人）



数据来源：Wind、东方证券研究所

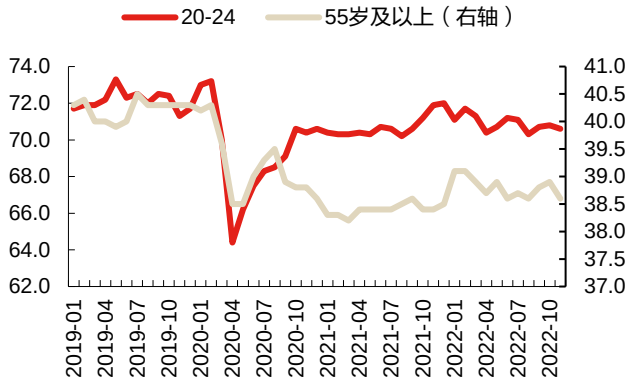
细分年龄层来看，16-19 岁及 25-54 岁年龄层人群劳动参与率恢复状况相对良好，而 20-24 岁及 55 岁以上人群劳动参与率较疫情前峰值仍存在较大缺口。

图 25：部分年龄段劳动力参与率 1（%）



数据来源：DOL、东方证券研究所

图 26：部分年龄段劳动力参与率 2（%）



数据来源：DOL、东方证券研究所

飞行员的结构性短缺是美国当前劳动力结构性短缺的具体反映。整体来看老龄人口受退休潮、疫情提前退休及疫情所带来的健康担忧等影响总体恢复状况停滞不前，青壮年人口劳动参与率进一步上升空间相对有限；对于 20-24 岁劳动力即大学毕业生，或由于较为悲观的经济前景和衰退预期导致企业校招放缓，造成一定就业压力。

因此在人口结构短期内难以改变，且经济环境总体衰退预期下，劳动参与率在短期内或难以大幅好转。

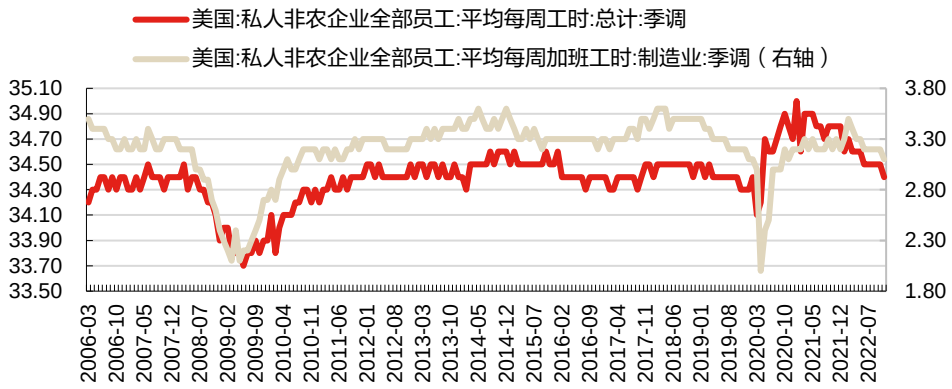
其他：疫情导致平均工时下降，移民减少加剧劳动力紧张

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

除劳动力参与率降低外，疫情也导致平均工作时长减少。11 月数据来看，美国私人非农企业工人平均每周工时 34.40h，与 2019 年持平，但低于 2018（34.48h）、2020（34.57h）和 2021（34.82h）。此外私人非农企业员工平均每周加班工时显著下降，11 月为 3.10h，除 2020 年（2.88h）外，低于 2018（3.52h）、2019（3.29h）、2021（3.23h）。

下降的平均工作时长也导致在员工数量短缺之外，进一步加剧有效劳动力供给。

图 27：美国企业平均每周工时和加班工时（小时）

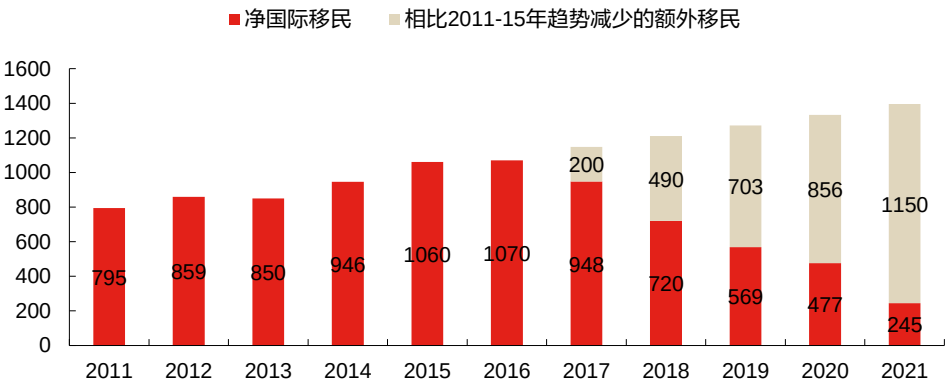


数据来源：Wind、东方证券研究所

紧缺的飞行员数量也使得飞行员大规模加薪成为必然。据财联社近期报道，达美航空与飞行员工会初步达成一项加薪协议，其中飞行员在四年期限内获得超 30%的加薪，其中在签订最终合同时加薪 18%，同时在之后的第一年加薪 5%，随后的第三年和第四年分别加薪 4%。

除前述飞机数量下滑、员工结构性短缺、劳动力参与率降低和平均工时下降外，**移民政策和疫情导致的净移民减少等也一定程度加剧劳动力紧张。**

图 28：美国净移民数量（千人）



数据来源：Federal Reserve Bank of Kansas City、东方证券研究所

总体来看，对于美国航空业，飞机数量/静态座位数较 19 年仅轻微下滑，**实际有效劳动力的短缺是造成供给较 19 年有较大缺口的核心因素。**具体体现为飞行员结构性短缺、新冠导致的劳动力参与度下降和工作时长缺失、净移民减少等。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

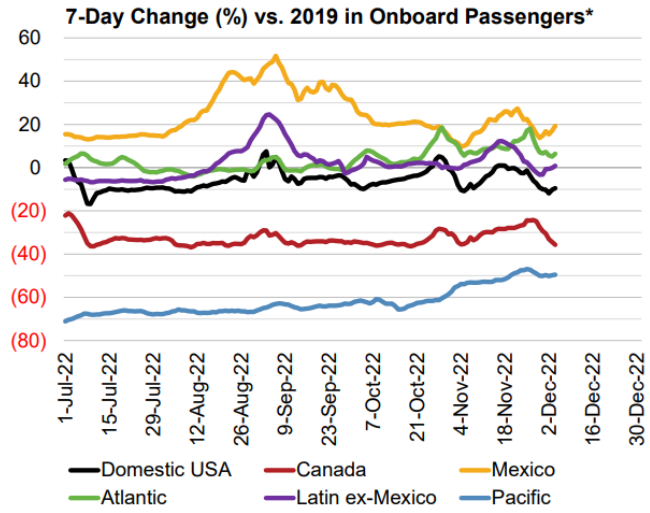
消失的需求：区域恢复程度差异、出行习惯变化和经济冲击

我们认为美国航空业需求缺口，相当程度是区域恢复程度差异导致，此外出行习惯变化造成商务客缺失和经济衰退预期也导致需求恢复不及预期。

国际目的地恢复进度：亚太地区和加拿大客流缺失造成缺口

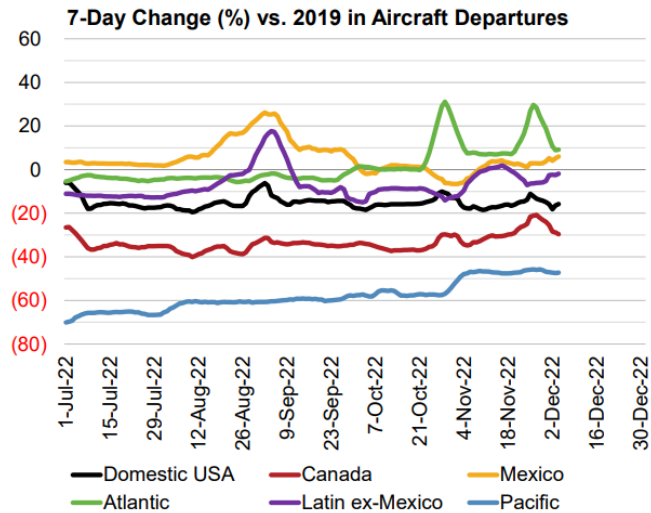
分区域来看，11 月 28 日-12 月 4 日，以客流量计，亚太地区和加拿大缺口较大，其他地区总体与 19 年持平或有所增长；而以航班量计，美国国内、拉美等区域相比 19 年缺口明显大于客流量缺口，而考虑总体客座率与 19 年持平，我们认为旅客量和航班量的缺口差异，主要由于结构性的机型变化所致（即如前述，当前小型和大型支线飞机相比 19 年净减少而座位更多的窄体机数量增加，此外由于澳洲和亚太区域缺口较大，预计部分宽体机转至国内和拉美航线并替换部分较小机型）。

图 29：登机旅客相比 19 年同期差距（7 天平均，%）



数据来源：A4A、东方证券研究所

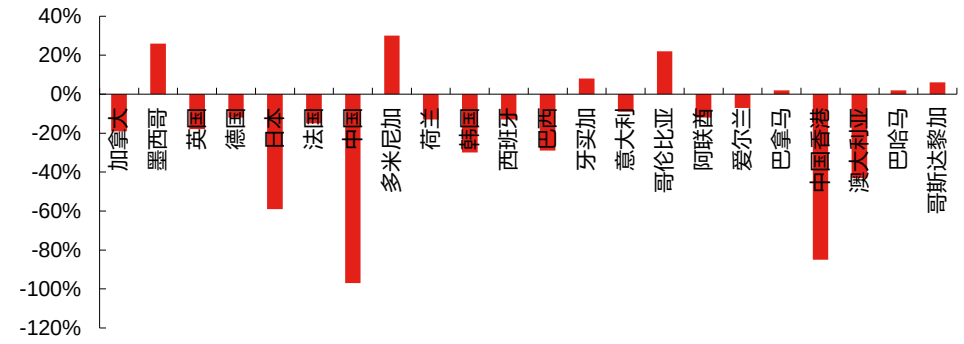
图 30：航班量相比 19 年同期差距（7 天平均，%）



数据来源：A4A、东方证券研究所

分主要国家/地区来看，亚太地区（日本、中国大陆、中国香港、澳洲）缺口较大，相较 19 年增长的国家/地区集中于拉美地区如墨西哥、多米尼加、牙买加、哥伦比亚等。

图 31：美国 10 月前 22 大国际/地区目的地客流较 19 年同期变化（从左至右按客流量排序，%）



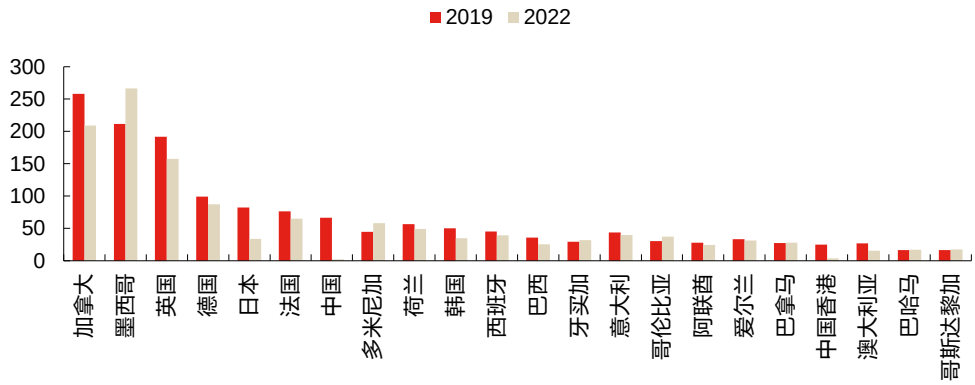
数据来源：A4A、东方证券研究所

部分区域出入境政策造成较 19 年较大的缺口，导致总体需求较 19 年仍有较大缺口。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

基于 19 年 10 月美国往来各国/地区旅客量，我们测算上述 22 国/地区合计旅客量（占 19 年总国际/地区旅客的 78.6%）较 19 年同期**下滑 14.8%**。考虑**亚太地区（含澳大利亚）和加拿大**恢复较慢，我们剔除日本、韩国、中国大陆、中国香港、澳大利亚和加拿大数据，则剩余 16 个国家/地区总体需求**下滑 1.2%，显著好于总量数据，与 19 年基本持平。可见部分国家/地区恢复节奏较慢的确一定程度导致总需求恢复缺口。**

图 32：美国航空业前 22 国/地区 10 月客流对比（万人次，2019 VS 2022）



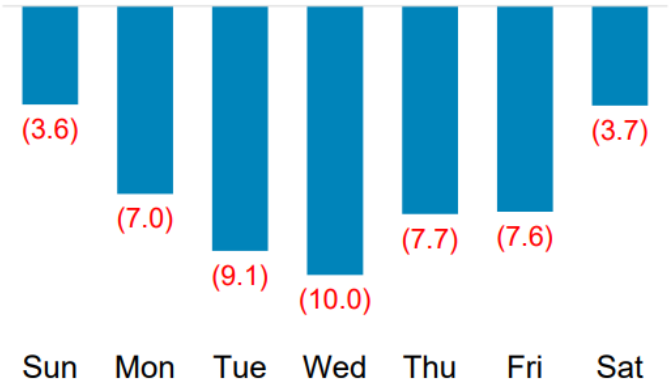
数据来源：BTS、A4A、东方证券研究所

出行习惯变化：休闲客和商务客的出行反差

前述供给端劳动力参与率降低也是需求端下降的一大因素。

从需求结构性变化来看，观察 22 年年初至 11 月底每周客流平均分布，较 17-19 年均值，呈现明显的“周末高、周中低”特征，显示出休闲客的相对景气和商务客的相对缺失。

图 33：美国航空业周度客流分布（22 年 11 月累计 VS 17-19）

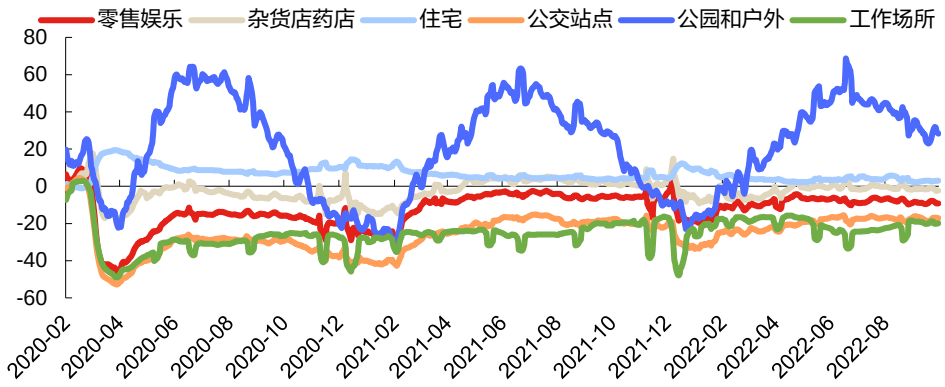


数据来源：A4A、东方证券研究所

根据 Ourworldindata 统计，疫情后美国工作场所和公交站点客流显著低于疫情前，22 年均值相比基准期（2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日 5 周期间的中值）分别下滑 21.6%和 21.5%，此外零售娱乐也低于疫情前 9.7%，其他场所如公园户外（24.3%，有季节性因素影响）、住宅（4.5%）、杂货店药店（-2.5%）等与疫情前持平或高于。

图 34：美国不同场合客流相比疫情前水平（%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Ourworldindata、东方证券研究所（基准为 2020 年 1 月 3 日至 2 月 6 日 5 周期间的中值）

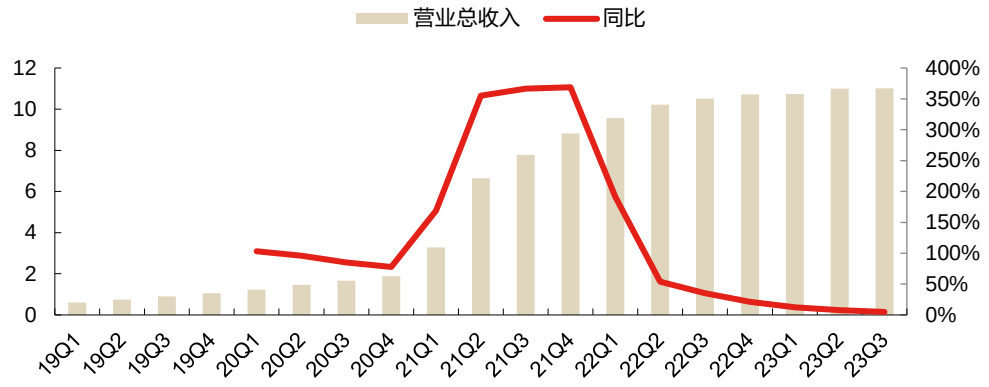
商务客恢复节奏较慢，或由于居家办公、线上会议等对线下商务活动替代导致。此外疫情担忧及前述劳动力参与率下降也一定程度导致商务客下滑。

我们认为美国商务出行后续仍然有修复空间。从全球云视频会议龙头 ZOOM 营收和活跃用户来看，目前营收增长显著放缓；同时公司客户（>10 员工）数量较高点轻微下滑，公司客户（>10 员工）的净美元扩展率近几个季度下滑明显，或受前期公司客户收入基数增加的影响，**但同时也反映出公司客户持续付费意愿走低。**

净美元拓展率为一项关键绩效指标，反映 ZOOM 付费订阅用户的持续付费意愿和长期价值。净美元扩展率较高，反映出客户留存率较高，且存量客户倾向于在 ZOOM 平台上续订并且购买更多的服务。（即该指标增长，反映客户或增加对公司服务的使用，或采用公司的新产品）

总体来看，以 ZOOM 为代表的视频会议平台逐渐处于用户流失和付费意愿降低进程，对应商务出行仍然有修复空间。

图 35：ZOOM 营收（亿美元）

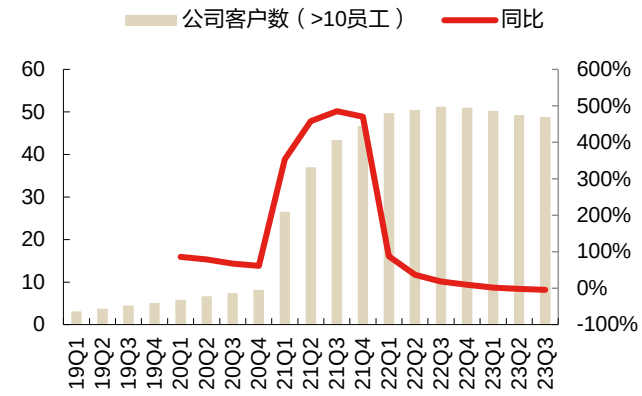


数据来源：Wind、东方证券研究所

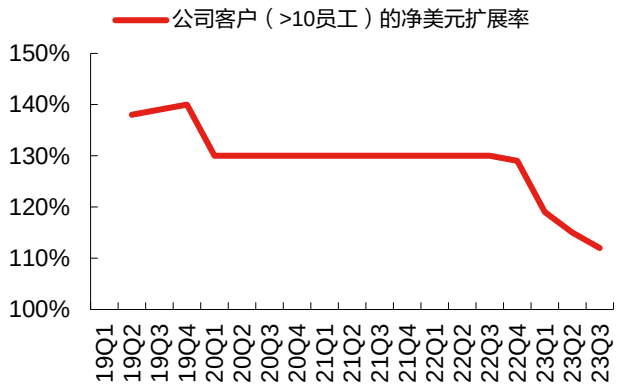
图 36：ZOOM 公司客户数（>10 员工，万个）

图 37：ZOOM 公司客户（>10 员工）的净美元扩展率

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：公司公告、东方证券研究所

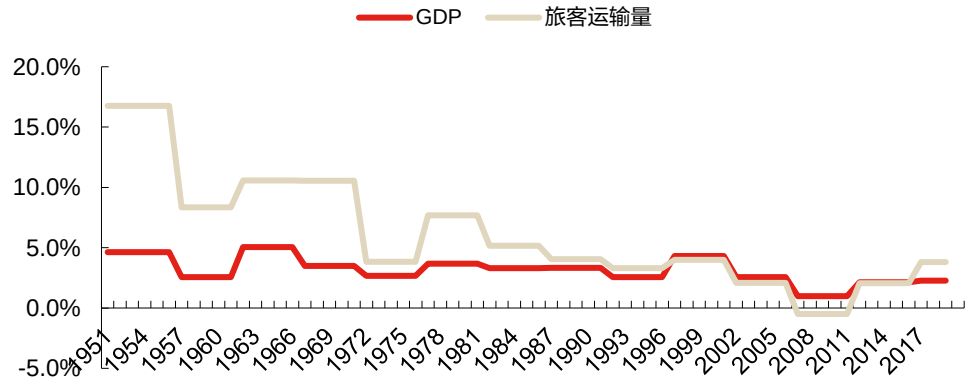


数据来源：公司公告、东方证券研究所

经济冲击影响：衰退预期下的航空需求缺失

除上述影响外，本身美国经济衰退预期也压制需求释放。从长周期来看，经济下行期，美国航空业需求降幅通常大于 GDP 降幅。如 1957-1958 年美国战后第三次经济危机、2008 年金融危机等期间，航空需求增速显著下滑。

图 38：美国 GDP 和民航旅客量增速（5 年复合增速）

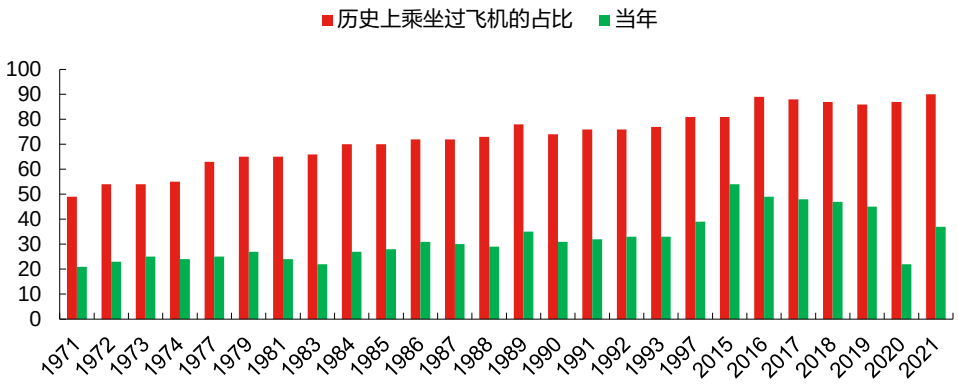


数据来源：Wind、东方证券研究所（由于 GDP 和旅客增速波动均较大，为更为直观我们修正为 5 年复合增速）

从发展阶段来看，美国航空业经历近半年发展，本身已进入成熟期，渗透率已达到极高水平，美国民航客群占比约 90%（即 90%人口坐过飞机），其中当年乘坐飞机人数占比约 50%（即 50%人口在最近一年坐过飞机），因此并无行业渗透逻辑，主要是伴随经济的自然增长。

图 39：美国航空业渗透率（%）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：BTS、东方证券研究所

后续展望来看，我们认为**供给端**飞行员年龄结构问题短期难解，而劳动力参与度下降等均为慢变量，而**需求端**预计包括我国在内的部分国家/地区往来美国的需求缺口逐渐弥合，商务客出行习惯逐步恢复，后续供需展望总体向好。

相应我们认为当前美国航空业供需双弱，并非中长期稳态，而是多重因素叠加造成的阶段稳态。

相比美国，我国民航后续恢复趋势如何展望？

盘点造成美国航空业供需缺口的各项影响因素的中国表现，对于行业表现我们可以更为乐观。

图 40：中美航空业供需影响因素对比

		美国	中国	结论
供给端	飞机数量	较19年下滑4.1%（22年11月）	较19年底增长约6.6%（22年6月）	国内总体运力有所增长，但考虑疫情前国内民航业与美国截然不同的发展阶段和需求增速水平，我国实际供给缺口远大于美国。
	静态座位数	较19年持平（22年11月）	较19年底增长约5.9%（22年6月）	
	员工数量	较20年2月增长2%； 但飞行员结构性短缺严重，主要由于飞行员老龄化（平均年龄51.3岁），叠加提前退休、自愿离职等导致	截至22年10月，国内航线运输驾驶员执照（ATPL）数量较19年末增长约5%，与机队较为匹配，且总体年轻化（平均年龄40.08岁），无老龄化担忧	**与美国不同**，国内飞行员队伍无老龄化担忧；从全民角度无大规模提前退休、自愿离职等社会环境
	工作意愿	当前总体劳动力参与率低于疫情前约1个百分点，其中20-24岁和55岁以上年龄段劳动力参与率缺口更大	受社会保障制度完善、教育水平提高、收入增长、产业结构变化等带动，自1990年以来国内劳动力参与率持续下降，而20-21年下降斜率显著放缓，即疫情后劳动力意愿有所强化，一定程度对抗了既有趋势。	**与美国趋势相反，**疫情后国内总体工作意愿有所提升
	工作时长	11月平均每周工时（34.4h）和每周加班工时（3.1）均低于疫情前（18-19年，平均每周工时34.44h，加班工时3.4h）	平均工作时长疫情后进一步提升。22年前10月平均为47.4h，高于19年46.2h	**与美国趋势相反，**疫情后国内平均工作时长进一步提升
	其他	净移民减少等加剧劳动力紧张		
需求端	国际区域恢复程度差异	亚太地区和加拿大客流缺失造成缺口，剔除亚太地区和加拿大后，国际客流相比19年由下滑14.8%降至下滑1.2%		国内暂未大规模恢复，尚未可知后续恢复进程
	出行习惯变化	劳动力参与率下降导致公商务需求缺失； 休闲客较商务客恢复更好，商务客或由于居家办公、线上会议等对线下商务活动替代导致。 工作场所和公交站点客流较疫情前分别下滑21.6%和21.5%	疫情后劳动力参与率有所提升； 疫情相对缓和时期，国内需求可几乎完全恢复； 主要城市疫情后地铁客流在疫情影响较小，且管控措施相对宽松时，可恢复甚至超越19年客流； 商务客21年出行人数和频次未有明显变化，即相对韧性的出行需求	**与美国不同，**地铁客流和商务客疫情后的相对韧性，反映出疫情以来国人出行特别是通勤和出差习惯等仍基本与疫情前一致。
	经济下行预期	美国民航业处于成熟期，渗透率已达到90%，总体为跟随经济的自然增长，衰退预期下航空需求增速下滑	国内总体经济趋势向好； 长周期国内民航渗透率远未到天花板，目前渗透率约24.5%，国内民航市场空间仍大，中长期需求增速仍可保持较快增长	**与美国民航成熟期特征不同，**国内民航仍处于快速渗透时期，仍可保持较快增长，一定程度对冲经济增速下滑影响

数据来源：A4A、BTS、Ourworldindata、Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

供给端：国内疫情影响程度远大于美国

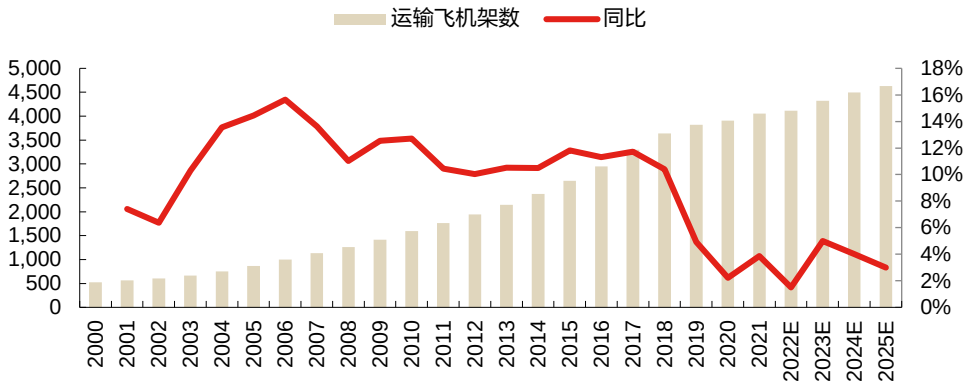
飞机数量：极度降速下理论供需缺口远大于美国

我们在此前 2023 年度策略中详细论述了国内飞机供给所面临的现状，**巨额亏损下各行业主体主观扩张意愿和客观扩张能力均降至冰点，同时叠加上游制造商供应链问题，飞机供给大幅降速明确。**

综合测算下，预计全行业飞机数量至 25 年复合增速仅约 3%左右。而从结构上来讲，考虑国内边际引进窄体机更多，总体静态座位增速预计小于飞机增速。

行业“十四五”期间总体降速明确，也为后续需求弹性释放时供需大幅改善，构筑了极佳的外部环境。

图 41：全行业机队增速预测示意（架）



数据来源：民航局、东方证券研究所

虽然总体运力有所增长，但考虑疫情前国内民航业与美国截然不同的发展阶段和增速水平，我国实际供给缺口远大于美国。

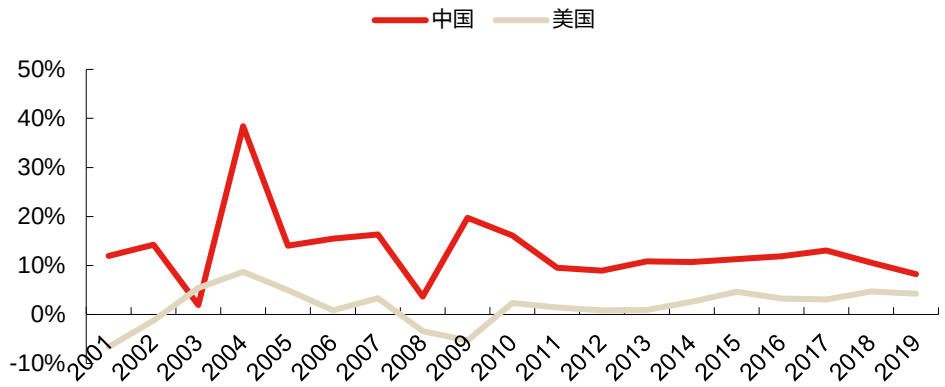
疫情前 10-19 年和 15-19 年我国旅客复合增速分别为 10.5%和 10.9%，美国分别为 2.8%和 3.8%。

以 15-19 年复合增速作为 19-22 年“影子增速”，对应当前（22 年底）理论需求较 19 年底增长 36.4%，美国理论需求增长 11.8%，二者相差 24.6 个百分点；

而飞机数量美国当前较 19 年末下滑 4.1%，我国客机数量截至 22 年中增长约 6.6%，二者相差 10.7 个百分点，若以座位数计算，美国航空业与 19 年持平，我国增长 5.9%，相差 5.9 个百分点，均远小于需求端 24.6 个百分点的差距，**反映出国内供需两端影响较美国更为剧烈。**

图 42：中美旅客运输量增速对比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

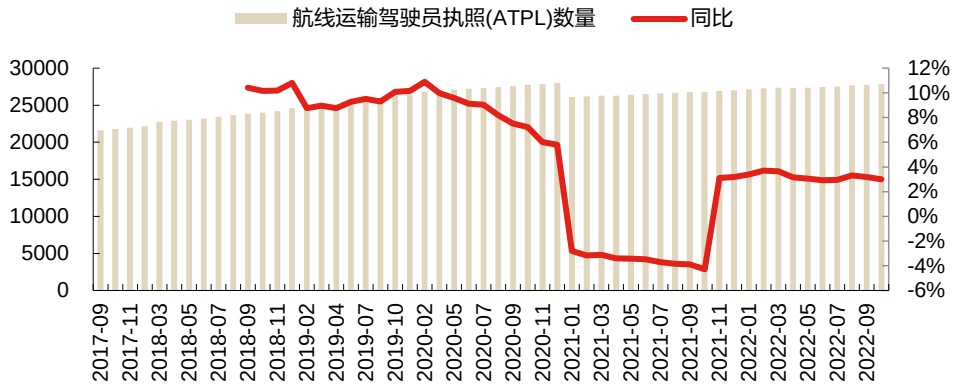


数据来源：Wind、东方证券研究所

员工数量：飞行员数量与运力较为匹配，年轻化明显

截至 22 年 10 月，国内航线运输驾驶员执照（ATPL）数量较 19 年末增长约 5%，总体与前述飞机增速（6.6%）较为匹配，数量缺口较小。

图 43：航线运输驾驶员执照（ATPL）数量（本）



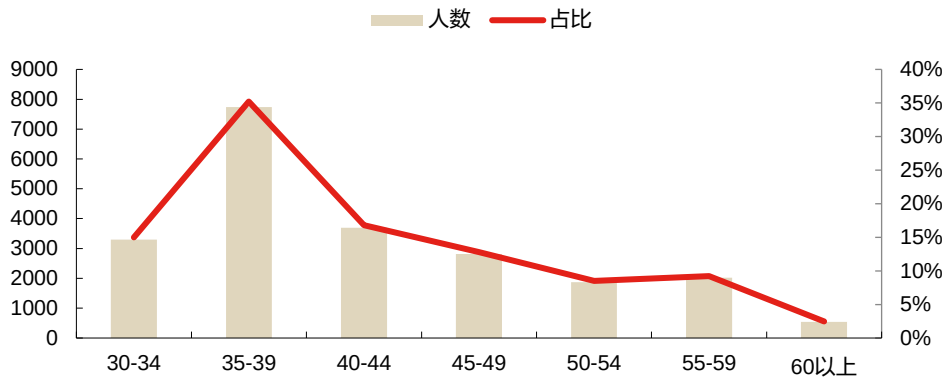
数据来源：Wind、东方证券研究所

平均年龄来看，国内运输航司机长平均年龄为 40.08 岁，远低于前述美国航司航线运输驾驶员平均 51.3 岁，此外年龄分布上国内飞行员年轻化明显，无美国飞行员老龄化担忧。

（注：数据与 36 图有出入，主要由于年龄分布数据不含非活跃执照持有人）

图 44：国内航线运输驾驶员执照年龄分布（本）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：民航局飞标司、东方证券研究所

综合来看，我们认为面对后续的行业需求释放，

运力端，国内运力与潜在增量需求之间的缺口较美国更大；

员工端，国内飞行员年轻化趋势明显，无老龄化担忧。

需求端：出行意愿和出行习惯未有显著变化，长周期需求仍有较大渗透空间

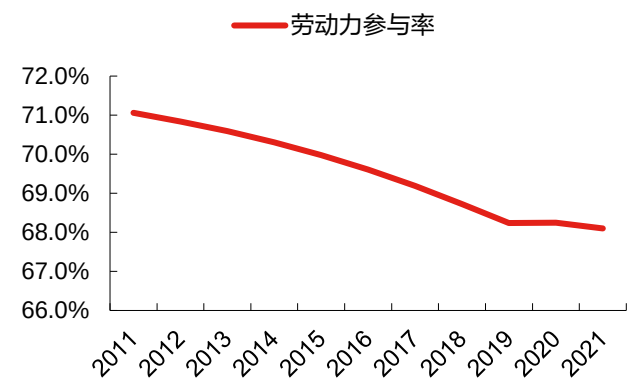
短期：国内旅客出行意愿和出行习惯未有明显变化

相比美国疫情后劳动力参与率下降，我国自 1990 年以来国内劳动力参与率持续下降，其背后或是社会保障制度完善、教育水平提高、收入增长、产业结构变化等带动，而 20-21 年下降斜率显著放缓，即疫情后劳动力意愿有所强化，一定程度对抗了既有趋势。

此外平均工作时长疫情后进一步提升。22 年前 10 月平均为 47.4h，高于 19 年 46.2h。

总体来看，与美国相反，**疫情后国内劳动力工作意愿反而有所强化，一定程度也预示着需求恢复水平将好于美国。**

图 45：国内劳动力参与率



数据来源：CEIC、东方证券研究所

图 46：就业人员周平均工作时间（小时）



数据来源：Wind、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

相比美国数据，我国暂无场所客流强度统计，**但从疫情前后主要城市地铁客流强度来看，总体在疫情影响较小，且管控措施相对宽松的时期，可恢复甚至超越 19 年客流，也反映出疫情以来国人出行特别是通勤习惯仍基本与疫情前一致。**

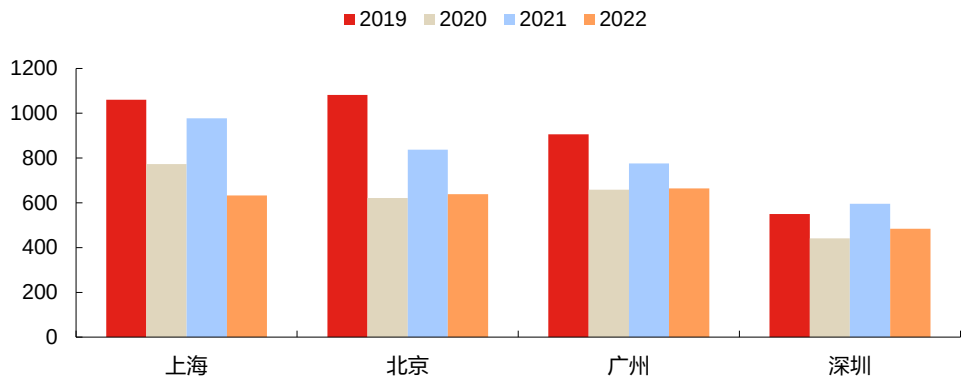
深圳地铁客流在 20 年初疫情后快速恢复，20 年下半年至 21 年全年显著超越 19 年水平，今年以来缺口增加。20-22 年至今（12 月 7 日，下同）各年平均客流分别为 19 年的 80%、108%和 88%；

上海与深圳类似，在疫情相对平稳时期可恢复至疫情前水平，今年以来缺口增加，20-22 年至今各年平均客流分别为 19 年的 73%、92%和 60%；

广州疫情以来客流强度总体略低于疫情前，20-22 年至今各年平均客流分别为 19 年的 73%、86%和 73%；

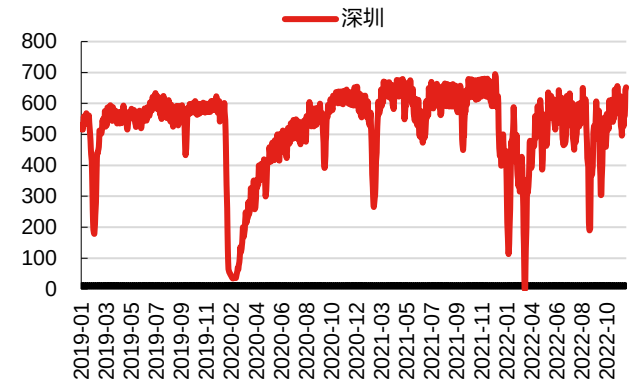
北京受较为严格的管控政策影响，自疫情以来始终大幅低于 19 年水平，20-22 年至今各年平均客流分别为 19 年的 57%、77%和 59%。

图 47：19-22 年四大一线城市地铁日均客流量（万人次/天）



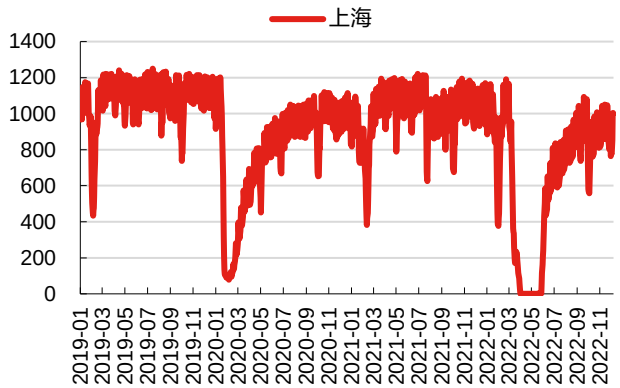
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 48：深圳地铁客流量（万人次/天）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 49：上海地铁客流量（万人次/天）

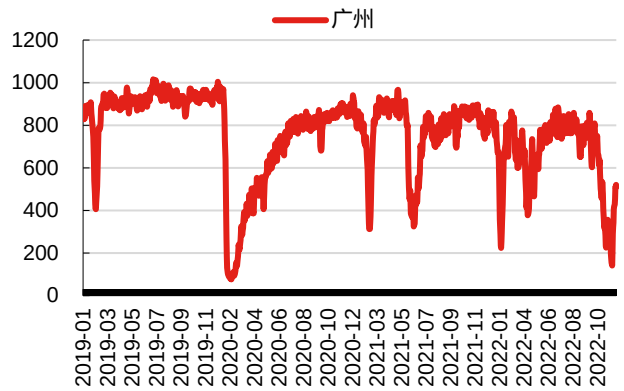


数据来源：Wind、东方证券研究所

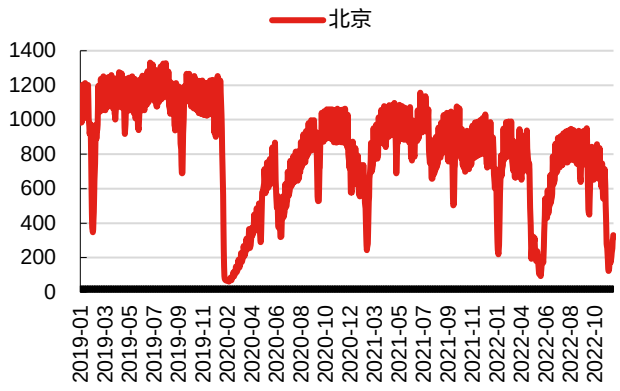
图 50：广州地铁客流量（万人次/天）

图 51：北京地铁客流量（万人次/天）

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



数据来源：Wind、东方证券研究所



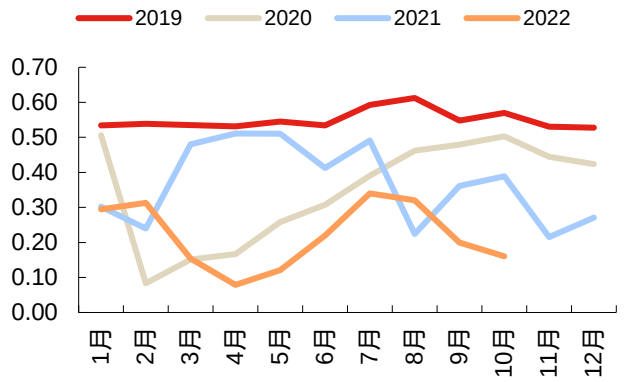
数据来源：Wind、东方证券研究所

从疫情以来民航业表现来看，在疫情相对缓和时期，国内民航需求相比 19 年几乎完全恢复甚至超越，彰显需求韧性。

20 年 9-10 月全行业旅客量恢复至 19 年 88%，其中国内旅客恢复至 98%；

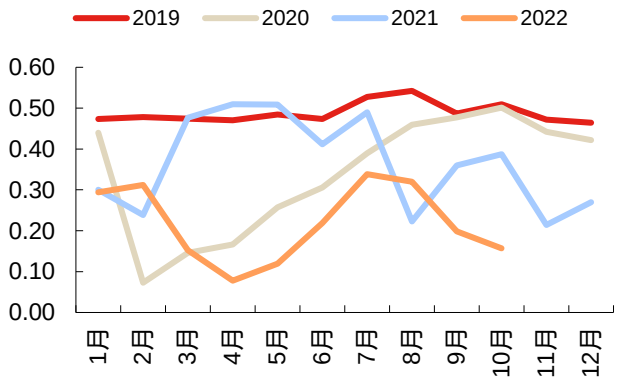
21 年 3-5 月全行业旅客运输量恢复至 19 年同期 9 成以上，其中 4 月恢复至 96%，而国内旅客实现 8.3%的增长，反映出极强的国内需求韧性。

图 52：19-22 年逐月旅客运输量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 53：19-22 年逐月国内旅客运输量（亿人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

此外从航空出行特征来看，2021 年公商务客数量、占比和出行频次并未有显著降低。

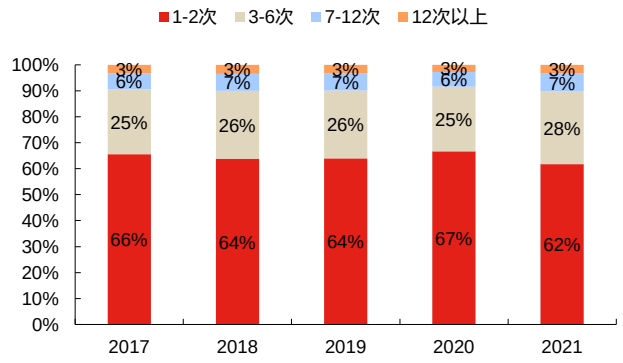
疫情以来由于出行不畅，众多公商务活动转为线上，部分投资者担忧其对于公商务活动的影响是永久性的，即疫情后仍会有大量公商务出行被线上替代。

而从国内数据来看，并无该趋势。我们将出行频次在 7 次及以上人群定义为公商务客群，该部分客群占总体客群的约 10%，同时贡献 40%的出行量。

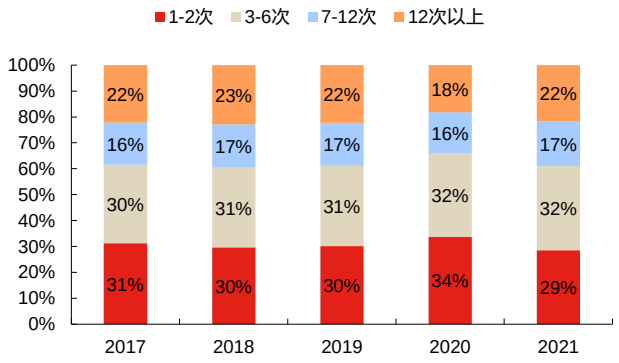
图 54：近五年旅客按出行频次分布占比

图 55：近五年客运量按出行频次分布占比

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



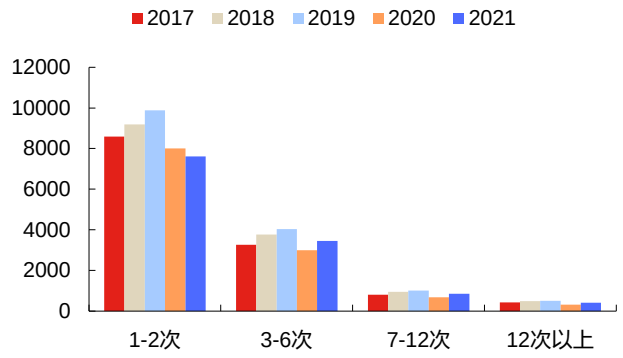
数据来源：中航信、东方证券研究所



数据来源：中航信、东方证券研究所

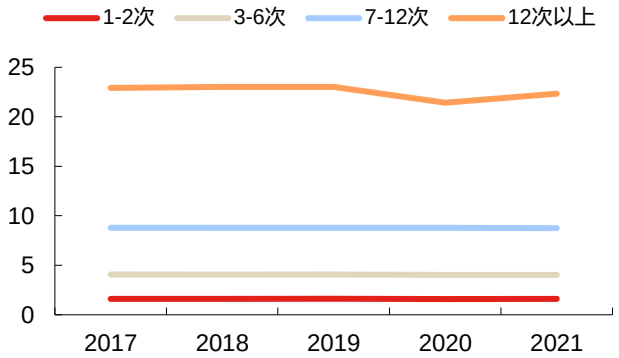
从近 5 年数据来看，公商务出行占比 21 年未有明显降低。一方面公商务客群人数没有显著变化，另一方面重复购买率没有显著变化。

图 56：各出行频次客群数量变化（万）



数据来源：中航信、东方证券研究所

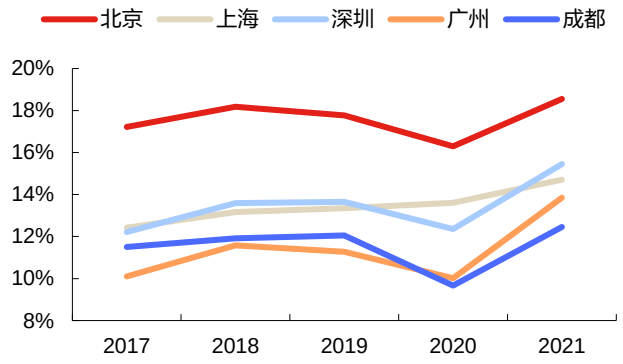
图 57：各出行频次客群重复购买率变化情况（次）



数据来源：中航信、东方证券研究所

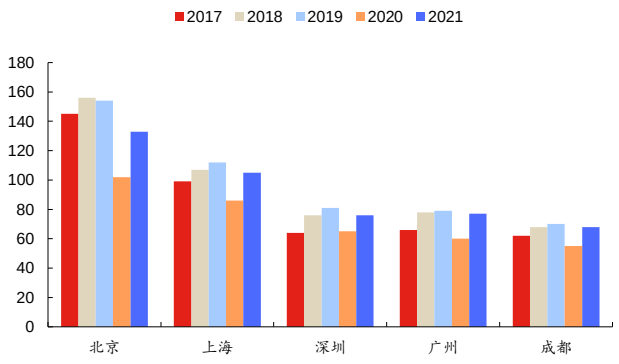
而北上广深成 5 大城市公商务客群占比在 21 年均创出近 5 年新高，即使考虑疫情下对因私出行的更大打击，占比被动提升，但除北京由于一直较为严格的防疫政策，公商务客数量相比疫情前仍有一定缺口，**其他 4 座城市 21 年公商务客数量绝对值均基本恢复到疫情前水平。**

图 58：北上广深成商务客占比



数据来源：中航信、东方证券研究所

图 59：北上广深成商务客数量（万）

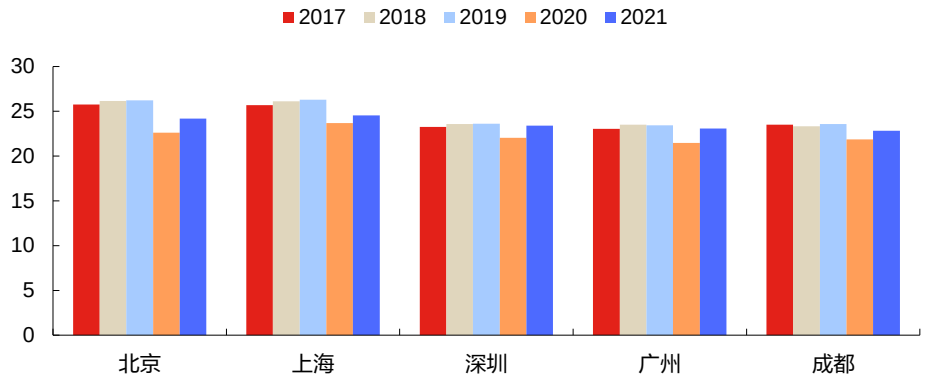


数据来源：中航信、东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

出行频次来看，7-12 次商务客群平均出行频次没有明显波动，而 12 次以上除北上略有缺口，其他城市均基本恢复。

图 60：出行 12 次以上客群平均重复购买率变化（次）



数据来源：中航信、东方证券研究所

中长期：民航渗透率远未到天花板，国内民航市场空间仍大

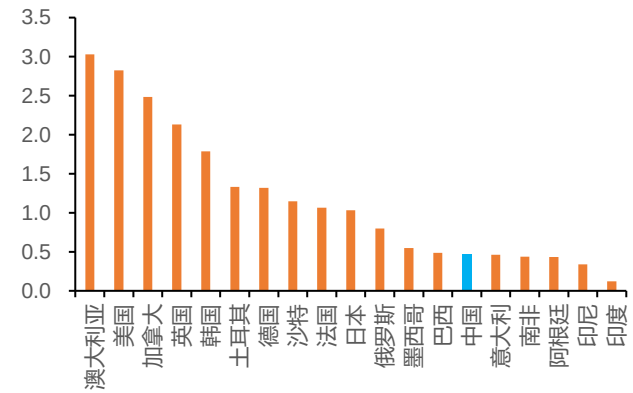
人均乘机次数来看，我国 2019 年仅为 0.47 次（6.6/14），在 G20 国家中，我国人均乘机次数排名第 14。

按照民航局《新时代民航强国建设行动纲要》规划，至 2035 年人均乘机次数超过 1 次，乐观预计可达到约 1.5 次左右，假设人口维持 14 亿水平，则对应 16 年旅客复合增速 4.8%-7.5%，仍处于较快发展时期。

因私出行占比提升，航空出行消费属性逐步增强。

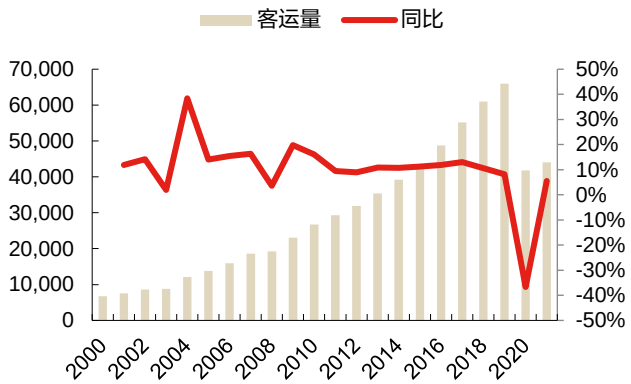
随着经济发展和居民可支配收入提高，休闲旅游、留学、探亲等因私出行占比已经提升至过半，航空出行消费属性凸显。长期以来国内民航需求增长较为稳定，2010 年是中国航空业分水岭（行业客座率升至 80%以上，三大航再无出现过亏损）。2010-19 年旅客人数复合增速 10.5%，其中国际增速更快为 16.1%，国内增速 10.0%。

图 61：G20 国家人均乘机次数（2019）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 62：民航客运量（万人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

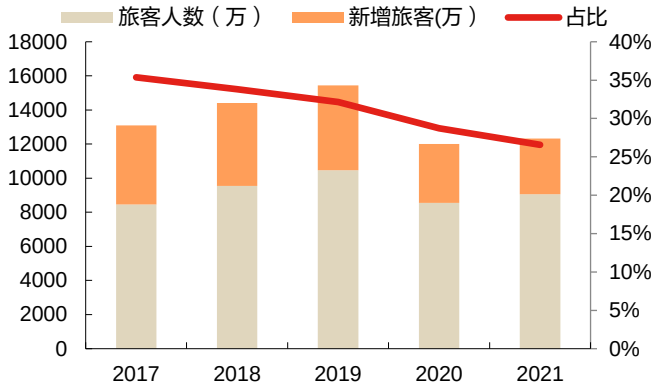
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

根据中航信披露，近五年国内累计坐过飞机的人数（按照证件对应 1 人，并非人次）仅为 **3.43 亿**，国际为 8943 万人，可认为国内民航客群大致为 3.43 亿，按照全国 14 亿人计算，即 **5 年累计渗透率 24.5%**。若仅看单年数字，19 年仅有 1.54 亿人乘坐过飞机，即**渗透率仅 11%**。20-21 年由于疫情影响，乘机人数有所下降分别为 1.20 和 1.23 亿人。

对比来看，美国民航客群占比约 90%，当年做乘坐飞机占比约 50%，均大幅超过我国。

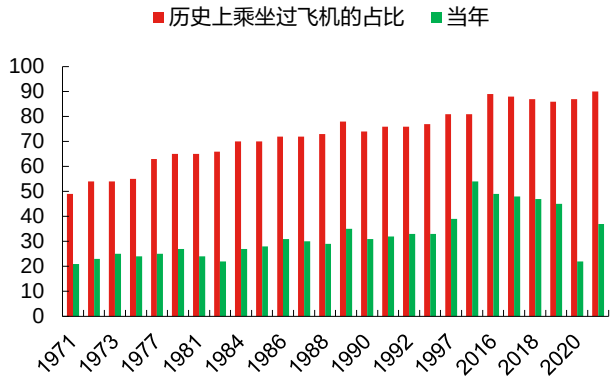
另一方面，我国**每年新增旅客规模**（即首次乘坐飞机人数）仍保持较快增长，近年来**每年国内客源中约 30%即 4000-5000 万为首次出行的新增客源**，20-21 年略有下降，但仍基本保持该趋势，反映出即使在疫情压制下，民航业仍有其自身发展和渗透逻辑。

图 63：每年约 30%旅客为新增旅客



数据来源：中航信、东方证券研究所

图 64：美国民航渗透率（%）



数据来源：BTS、东方证券研究所

综合以上，

我们认为无论从短期国内旅客出行习惯和出行意愿变化，还是中长期国内民航发展空间来看，均较美国民航业有着更强的恢复势头。

投资建议：航空站在大周期起点

防疫政策大幅优化，航空出行正式开启复苏之路，走向繁荣。

从节奏来看，我们预计在经历一段“疫情适应期”后，行业将走向持续快速复苏，直至超越 19 年水平，未来一段时间，特别是元旦和随后开启的春运将是关键节点，对于判断后续恢复进程将有重大意义。此外随着“新十条”发布，我们预计后续出入境政策也将相应优化，国际航线恢复可期。

从空间来看，正如本文所述，供需两端对比下，**国内民航后续恢复趋势预计远好于美国当前**，供给确定性大幅降速，叠加近年来头部航线经济舱全价票大幅提升，最终为行业票价弹性构筑了极佳的外部环境，业绩弹性可期。若对标上一轮周期即 10 年金融危机后行业供需反转带来的盈利弹性，全行业 2010 年全年单机利润总额 2198 万元，为疫情前 19 年 684 万的 3.2 倍，为 10 年以来最高点 17 年 1238 万的 1.8 倍，**航司业绩有着极高的弹性。**

从位置来看，近期各航司受政策带动涨幅明显，单机市值处于中位数以上水平，从周期角度看，后续仍有较大空间。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

建议关注龙头中国国航(601111，未评级)，以及民营航空春秋航空(601021，未评级)、吉祥航空(603885，未评级)、华夏航空(002928，未评级)，此外关注疫情期间在三大航中表现明显更好的南方航空(600029，未评级)，以及相对低位的中国东航(600115，未评级)

风险提示

1、宏观经济不及预期：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；

2、疫情冲击超预期：疫情对经济、客运出行乃至货运领域影响深远，后续客流货流恢复节奏和幅度或不及预期；

3、政策不及预期：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；

4、油价和汇率大幅波动风险：国际局势波动，导致油价和汇率大幅波动造成相关企业受损风险；

5、相关假设测算偏差风险：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。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。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，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。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。