

春秋vs吉祥： 民营航空双典范

行业评级：看好

2023年4月4日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003
研究助理	李逸
邮箱	liyi01@stocke.com.cn

1、经营模式比较：吉祥双品牌运营（HO全服务、AQ低成本），春秋为低成本龙头，均为民营航司，通过员工持股计划绑定核心骨干思路一致

- **吉祥航空**（22年末110架飞机，2.0万座）：双品牌运营，旗下吉祥航空(HO)定位全服务，九元航空(AQ)定位低成本，均为主辅基地运营模式。控股股东为上海均瑶集团（控股4家上市平台），与东航交叉持股。18-19年连续引入6架宽体机。
- **春秋航空**（22年末116架飞机，2.2万座）：为低成本航空，多基地运营模式，以上海为主枢纽基地，在全国另设12个区域基地。控股股东旗下唯一上市平台，18-22年连续推出5期员工持股计划，23Q1末员工持股平台持股2.81%。

2、时刻比较：23夏秋国内航班量中热门航线占比吉祥61%>春秋55%，19冬春国际航班量占比春秋29%>吉祥16%

- **吉祥HO**：23夏秋国内线航班量3664班次/周。以上海为主基地（承担吉祥64%的旅客）、以南京为辅基地（承担吉祥15%的旅客量）运营，19年上海市占率9.1%。国内热门航线航班量占比上吉祥（占自身的61%）略高于春秋（占自身的55%），或更受益于三大航联合提价。19年开通首条洲际航线、20年开通第2条，23年预计继续推进。
- **九元AQ**：以广州为主基地（市占率3.3%）、以贵阳为辅基地（市占率5.0%）运营，19年起主基地广州时刻获放量，21年获得一线互飞时刻。
- **春秋**：23夏秋国内线航班量3638班次/周。围绕13大基地投放运力，相关航班量占自身国内线的90%。春秋国际航班量占比29%，高于吉祥的16%，其中日韩泰航线占自身国际航班量的84%。

3、盈利比较：吉祥、春秋19年单机收入1.74、1.59亿元，春秋贯彻极致的成本控制，毛利率吉祥>春秋，净利率春秋>吉祥

- 2019年吉祥毛利率14%、净利率6%；春秋毛利率11%、净利率12%，其中补贴贡献明显。低成本航司春秋单位ASK收入更低、但践行极致的成本费用管控，定位低成本故受益于高额航线补贴，净利率表现相对更优异。在航司成本结构中，燃油成本占比约30%，固定成本（人工+租赁折旧+起降）占比约50%-60%。

4、发展战略总结

- **0-50架飞机**：吉祥、春秋数据趋同。2013-19年，春秋、吉祥收入CAGR分别为15%、19%，净利润CAGR分别为17%、20%。
- **51-80架飞机（15-17年）**：吉祥分化出九元，春秋多基地战略。
- **81-150架飞机（17年至今）**：吉祥18年起引入宽体机、19年起开拓洲际航线；春秋围绕基地发力国内二线、加密东南亚中短途国际线。

5、未来判断

- 1) 1月国内航司盈利31.6亿元，Q2淡季不淡，Q3旺季有望更旺，航空供需大周期序幕已拉开。
- 2) 机队增速：上市航司19-24年CAGR约为3.2%。吉祥、春秋19-24年CAGR预计为7.2%、7.4%。
- 3) 吉祥中期增长点为宽体机B787，九元在广州逐步站稳脚跟；预计春秋将继续在国内发力二线、国际加密日韩泰中短途线。
- 4) 核心资源或向枢纽机场的主运营公司倾斜。

6、利润弹性测算

- 1) **春秋、吉祥市值对比**：18H1前业绩趋同、市值接近，18H2起出现分化。15年9月-19年12月，春秋、吉祥PE（TTM）中枢分别为27倍、24倍。
- 2) **吉祥航空单机模型**：**A320系列、B737系列**机型单机利润总额（扣汇）高点0.24亿元、0.16亿元，若考虑票价上涨，在19年基础上每涨1%，单机利润总额将增加约0.17、0.15亿元。**B787系列**正常利用率下单机利润总额0.53亿元（测算值）。
- 3) **春秋航空单机模型**：**A320系列**单机利润总额（扣汇）高点0.36亿元，若考虑票价上涨，在19年基础上每涨1%，单机利润总额将增加约0.16亿元。
- 4) **利润弹性测算**：
 - 假设整体票价上涨1%，吉祥利润+2.1亿元、春秋利润+1.9亿元。
 - 假设前20国内航线票价上涨1%，吉祥利润+0.3亿元，春秋利润+0.2亿元。
 - 假设本轮大周期单机盈利回到历史高点，按照23年末预计机队规模，春秋扣汇利润总额43亿元，吉祥扣汇利润总额34亿元。

7、投资建议

- **推荐吉祥航空**：受宽体机低利用率拖累，18-19年业绩为低基数。随着洲际航线拓展，在财政补贴与利用率提升的双重促进下，宽体机单机盈利能力有望迎来明显改善。假设24年平均票价在19年基础上涨10%，我们预计公司22-24年净利润分别为-37、18、30亿元，按照24年PE 20-25X，上行空间较大，给予“买入”评级。
- **推荐春秋航空**：凭借极致的成本控制优势，业绩有望超预期恢复，中期成长性突出。假设24年平均票价在19年基础上涨10%，我们预计公司22-24年净利润分别为-25、24、42亿元，参照公司历史估值中枢（2015.9-2019.12PE(TTM)为27倍），上行空间较大，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、航空出行需求不及预期；
- 2、票价涨幅不及预期；
- 3、油价、汇率风险；
- 4、测算偏差风险（报告内盈利等弹性测算均基于一定前提假设条件，或因假设条件不达预期，导致结论存在一定偏差，仅供参考）。

说明：

- 1、本文对航班量有2种统计口径：①在统计航线相关航班量时，一起一降计为1次；②在统计机场相关航班量时，起、降各算1次，即口径②数量为口径①的2倍。
- 2、民航业每年有2个航季，夏秋航季为3月底到10月底，冬春航季为10月底到次年3月底。15S表示15年夏秋航季，15W表示15年冬春航季，以此类推。

目录

CONTENTS

01

经营模式比较

- 全服务vs低成本
- 股东介绍、股权激励

02

时刻比较

- 吉祥：上海&南京主辅基地运营，热门航线时刻资源占比高于春秋
- 九元：广州&贵阳主辅基地运营，19年起主基地广州时刻获放量
- 春秋：基地相关航班量占比9成，国际运力占比高于吉祥

03

盈利比较

- 收入、成本、利润、航线补贴比较
- 单位收入、成本拆分比较

04

发展战略总结

- 0-50架飞机：吉祥、春秋各项数据趋同
- 51-80架飞机（15-17年）：吉祥分化出九元，春秋多基地战略
- 81-150架飞机（17年至今）：吉祥拓展洲际，春秋国内发力二线、国际加密中短途

05

未来趋势判断

- 航空大周期序幕已拉开
- 上市航司19-24年飞机CAGR约3.2%
- 吉祥增开洲际线，春秋继续发力二线、加密日韩泰，九元在广州站稳脚跟
- 核心资源或向枢纽机场的主运营公司倾斜

06

利润弹性测算与投资建议

- 单机模型（分机型）
- 3种角度下的利润弹性测算

01

经营模式 比较

全服务vs低成本

机队规模、航线网络比较

股权结构

股权激励

□ 吉祥航空 (22年末110架飞机)：双品牌运营，旗下吉祥航空(HO)定位全服务，九元航空(AQ)定位低成本，均为主辅基地运营。

□ 春秋航空 (22年末116架飞机)：低成本航空，多基地运营模式，以上海为主枢纽基地，在全国另设有12个区域基地。

表：春秋航空、吉祥航空、九元航空业务模式与经营情况对比

	吉祥航空(HO)	九元航空(AQ)	春秋航空(9C)
控股股东属性	民营	民营；吉祥航空持股96.95%	民营
商业运营时间	2006年	2015年	2005年
定位	全服务	低成本	低成本
主要目标客户群	对价格相对不敏感的旅客		对价格较为敏感的自费旅客、追求高性价比的商务旅客
基地	主辅基地运营模式 主基地：上海 第二基地：南京	主辅基地运营模式 主基地：广州 第二基地：贵阳	多基地运营模式 1) 主枢纽基地：上海。 2) 区域基地：扬州、宁波、广州、深圳、揭阳、兰州、西安、石家庄、沈阳、大连、南昌、成都天府。
机队 (22年末数据)	多机型 ，共87架 (81架窄体机、6架宽体机) 座椅密度相对较低	单一机型 ，23架窄体机B737 座椅密度高	单一机型 ，116架窄体机A320 座椅密度高 (座位数较一般布局多15%-20%)
舱位设置	一般分设头等舱、公务舱与经济舱	单一舱位 (不设公务舱和头等舱)	单一舱位 (不设公务舱和头等舱)
航线网络	以上海/南京枢纽轮辐式航线为主	以广州/贵阳枢纽轮辐式航线为主	中短途、点对点直线航线
机票销售	目前以代理、自主营业部销售为主	目前以代理、自主营业部销售为主	以网络直销为主
附赠服务	无额外收费下提供餐饮、娱乐、座位挑选等	无附赠服务，额外服务需收取费用	无附赠服务，额外服务需收取费用
飞机利用率 (19年)	窄体机A320系列：10.65小时 宽体机B787系列：11.35小时 (爬坡期)	10.59小时	11.24小时
客座率 (19年)	窄体机A320系列：83.62% 宽体机B787系列：84.22% (爬坡期)	91.30%	90.81%

- **低成本航空业务模式**：“两单”（单一机型&单一舱位）、“两高”（高客座率&高飞机日利用率）和“两低”（低销售费用&低管理费用）。低成本航空采取此类业务模式，可以提高运营效率，更大成本摊薄单位固定成本、单位费用，从而获取竞争优势。

图：低成本航空业务模式

两单

单一机型——可通过集中采购降低飞机购买和租赁成本、飞机自选设备项目成本、自备航材采购成本及减少备用发动机数量；通过集约航材储备降低航材日常采购、送修、仓储的管理成本；降低维修工程管理难度；降低飞行员、机务人员与客舱乘务人员培训的复杂度。

单一舱位——飞机只设置单一的经济舱位，不设头等舱与公务舱。可提供座位数较通常采用两舱布局运营飞机的航空公司高15%-20%，可以有效摊薄单位成本。

两高

高客座率——在机队扩张、运力增加的情况下，始终保持较高客座率水平，从而摊薄单位固定成本。

高飞机日利用率——通过单一机型运营获得更高的保障效率，更加紧凑的航线排班和较少的货运业务进一步提高飞机过站时间；利用延长时段飞行，增加日均航班班次。高日利用率能够更大程度地摊薄单位固定成本。

两低

低销售费用——以电子商务直销为主要销售渠道，有效降低了公司的销售代理费用。

低管理费用——最大程度地利用第三方服务商在各地机场的资源与服务，尽可能降低日常管理费用。

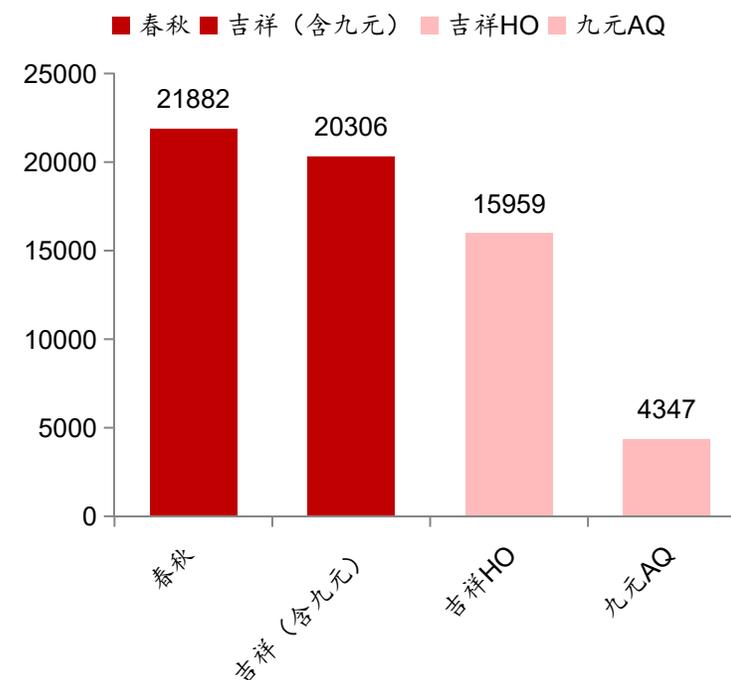
01 机队规模：春秋116架、吉祥110架，春秋2.2万座、吉祥2万座

- **22年末机队规模**：1) 吉祥航空机队规模110架。其中吉祥航空HO为87架（81架A320系列、6架B787系列），18年10月起引入宽体机打破单一机型；九元航空AQ为23架（B737系列，含1架737 MAX）。2) 春秋航空机队规模116架（A320系列）。
- **22年末座位数规模**：1) 吉祥航空共有20306个座位（其中吉祥HO为15959个，占比79%；九元为4347个，占比21%）。2) 春秋航空拥有21882个座位。

表：吉祥、春秋航空机队规模（架，空格表示0）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
春秋 (均为窄体机A320系列)	39	46	52	66	76	83	93	102	113	116
YOY	-	18%	13%	27%	15%	9%	12%	10%	11%	3%
吉祥 (含九元)	34	41	55	65	81	90	96	98	110	110
YOY	-	21%	34%	18%	25%	11%	7%	2%	12%	0%
其中：吉祥HO	34	39	50	56	67	73	76	78	88	87
窄体机：A320系列	34	39	50	56	67	70	70	72	82	81
宽体机：B787系列						3	6	6	6	6
其中：九元AQ		2	5	9	14	17	20	20	22	23
窄体机：B737 (不含MAX)		2	5	9	14	16	19	19	21	22
窄体机：B737MAX						1	1	1	1	1

图：22年末吉祥、春秋座位数（个）



- 春秋为多基地运营模式：**以上海为主枢纽基地，在国内设立12个区域基地。1) 华东枢纽：上海、扬州、宁波；2) 华南枢纽：广州、深圳、揭阳；3) 华北枢纽：石家庄；4) 东北枢纽：沈阳、大连；5) 西北枢纽：兰州、西安；6) 华中枢纽：南昌；7) 西南枢纽：成都天府。
- 吉祥为主辅基地运营模式：**以上海为主基地，以南京为辅基地，构建枢纽轮辐式航网。
- 九元为主辅基地运营模式：**以广州为主基地，以贵阳为第二基地，构建枢纽轮辐式航网。

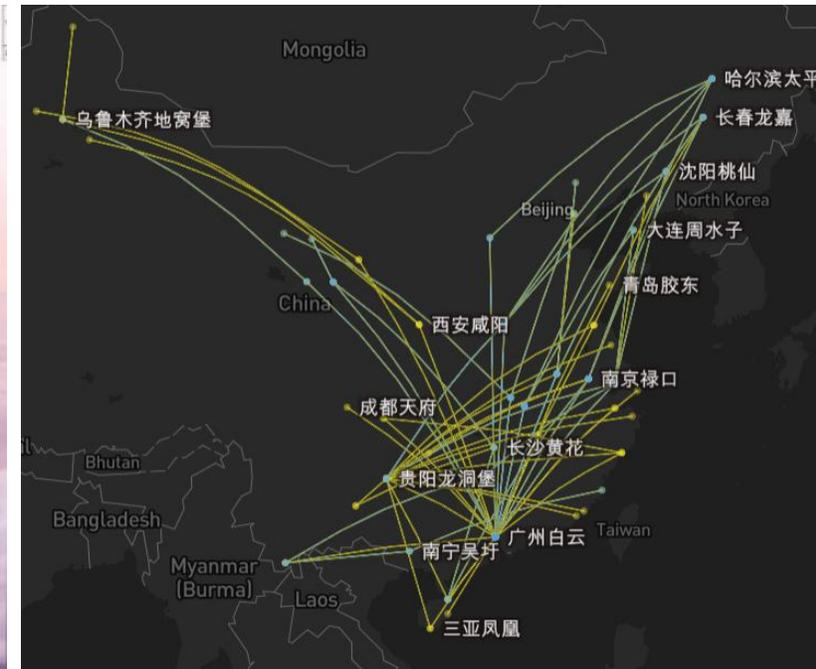
图：春秋航空航线图



图：吉祥航空航线图

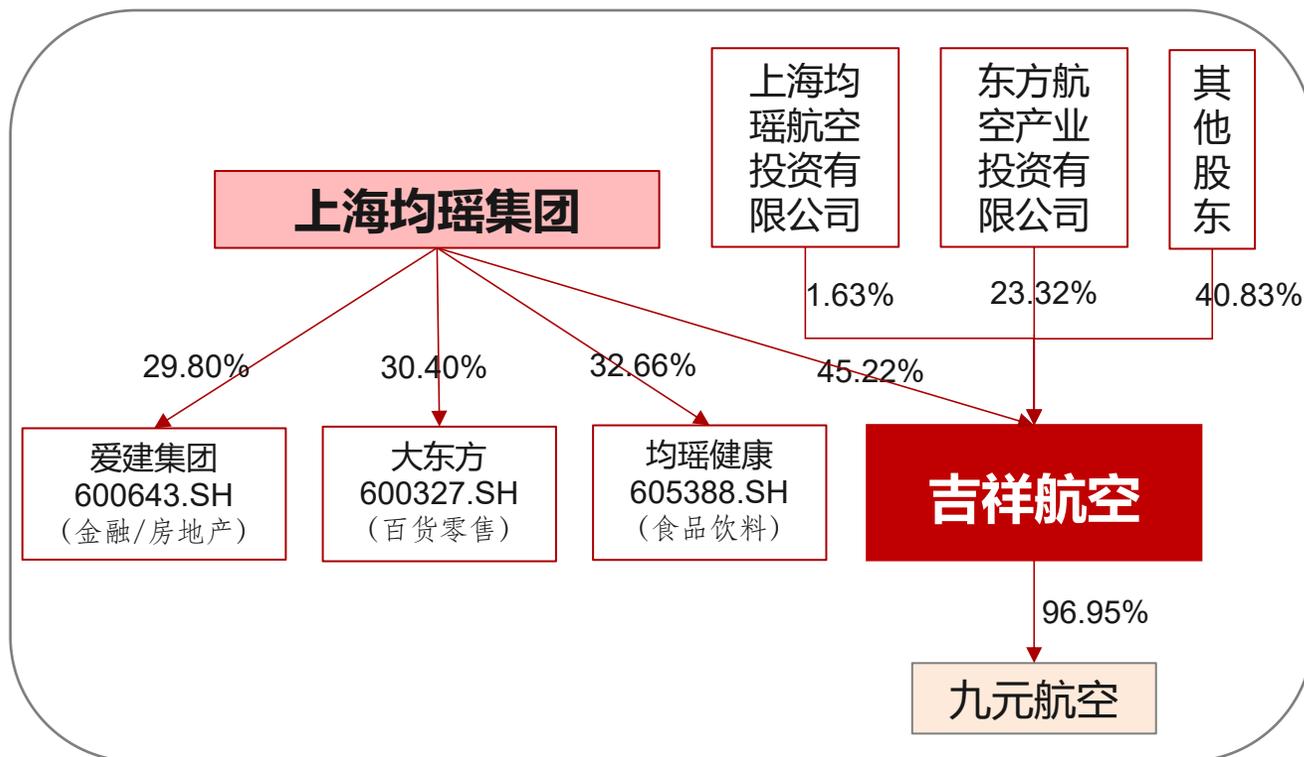


图：九元航空航线图

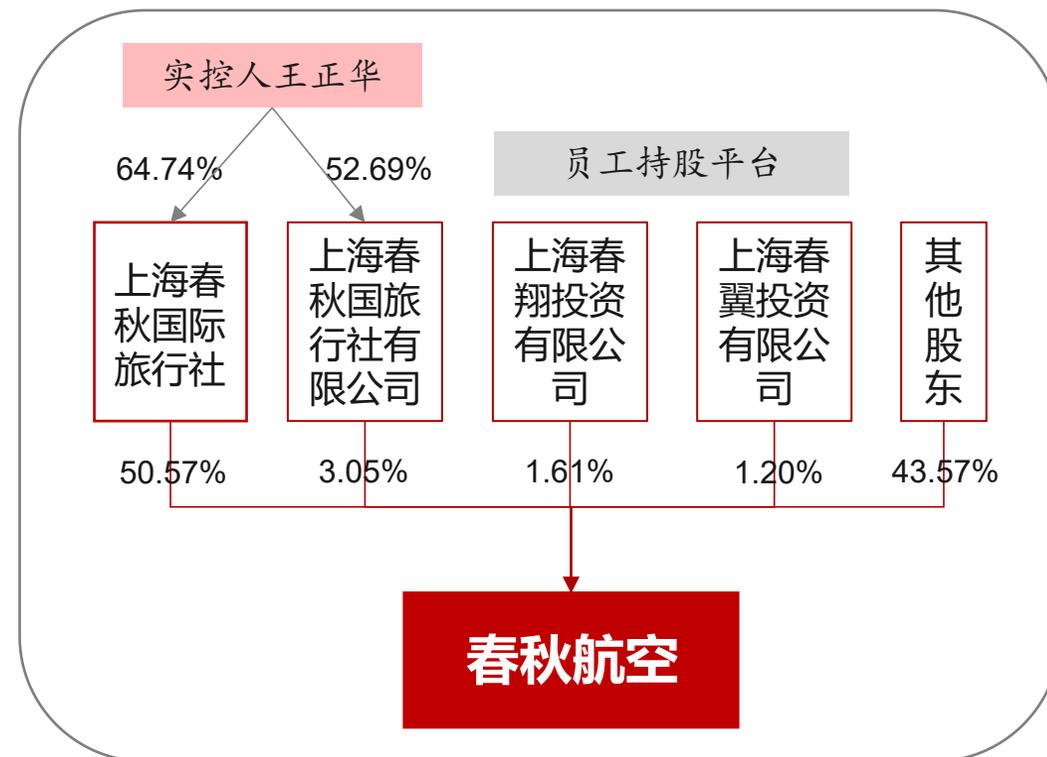


- **吉祥航空**：民营航空公司，控股股东为上海均瑶集团（旗下控股4家上市公司），2019年吉祥与东航交叉持股落地，开启“股权+业务”合作。
- **春秋航空**：民营航空公司，控股股东旗下唯一上市平台，将获得资源倾斜。此外，23Q1末员工持股平台持股2.81%。

图：吉祥航空股权结构（2022年三季报）



图：春秋航空股权结构（23Q1）



- 吉祥航空：**公司分别在2018、2021年推出两期员工持股计划，分别认购股票838、538万股，对应市值（2023.3.23收盘价）1.4、0.9亿元。
- 春秋航空：**1) 1次股权激励：2016年授予30人58万股（2023.3.23收盘价对应市值3286万元）；2) 5期员工持股计划：2018年-2022年，公司每年推出员工持股计划，每次认购金额在3000万元左右。

表：吉祥航空共推出2期员工持股计划

	第一期	第二期
性质	员工持股计划	员工持股计划
推出时间	2018年	2021年
认购人数	373人	356人
计划筹资	≤5.91亿元	无需持有人出资
认购股票	838万股（占0.47%），成交均价16.257元/股	538.3万股（占0.27%）。过户当天收盘价18.04元/股
第一个解锁期业绩考核目标	/	<ul style="list-style-type: none"> 解锁比例40% 21年收入较20年增长率不低于20%
第二个解锁期业绩考核目标	/	<ul style="list-style-type: none"> 解锁比例30% 22年收入较20年增长不低于30%
第三个解锁期业绩考核目标	/	<ul style="list-style-type: none"> 解锁比例30% 23年收入较20年增长不低于40%

表：春秋航空共推出1次股权激励、5期员工持股计划

性质	时间	授予/认购对象	授予数量	授予价格/总额	业绩考核目标/解锁条件
股权激励	2016年	30人	58万股（0.07%）	24.29元/股	分4年解锁（每次25%）。过去三年单机利润平均值不少于2000万元。
	2018年	121人	82.3万股（0.09%）	33.28元/股，2740万元	依据2019年-2022年度工作绩效评级结果分四期解锁分配（每期25%）
员工持股计划	2019年	126人	73.6万股（0.08%）	40.00元/股，2944万元	依据2020年-2023年度工作绩效评级结果分四期解锁分配（每期25%）
	2020年	136人	52.12万股（0.06%）	58.34元/股，3040.7万元	依据2021年-2024年度工作绩效评级结果分四期解锁分配（每期25%）
	2021年	130人	61.5万股（0.07%）	50.40元/股，3099.6万元	依据2022年-2025年度工作绩效评级结果分四期解锁分配（每期25%）
	2022年	128人	54万股（0.06%）	51.46元/股，2783万元	依据2023年-2026年度工作绩效评级结果分四期解锁分配（每期25%）

02

时刻比较

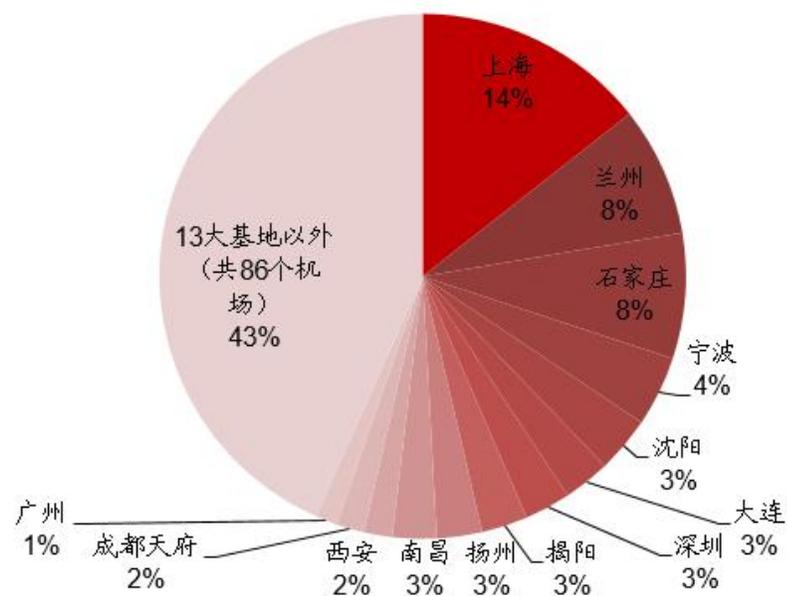
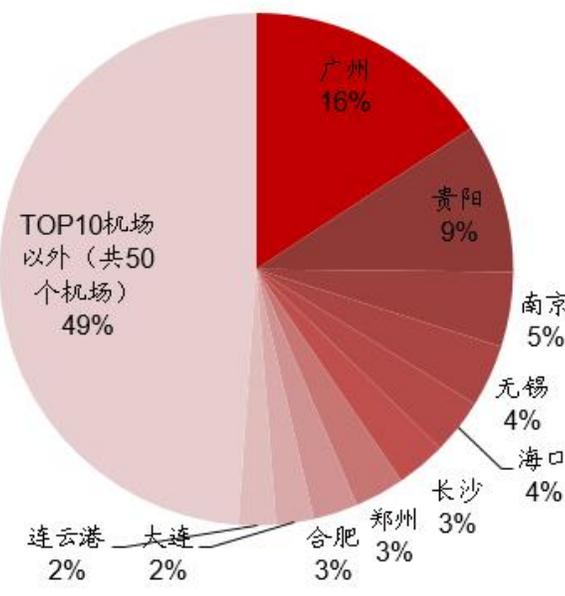
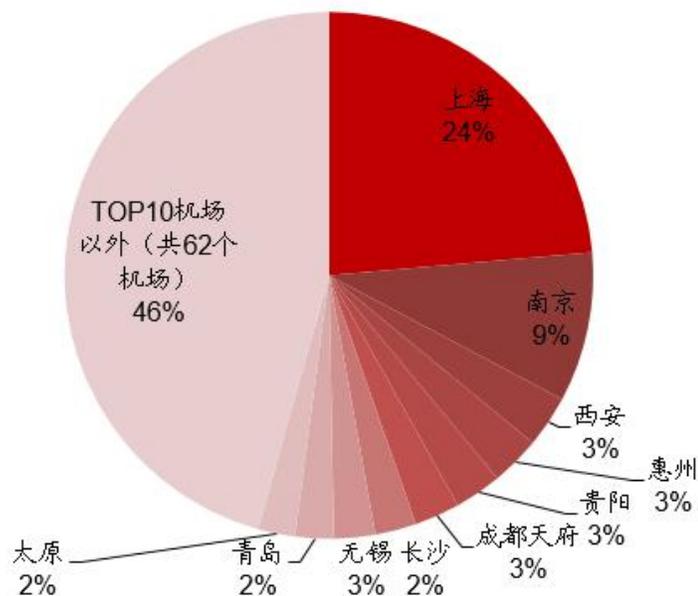
- (1) 吉祥：上海&南京主辅基地运营，热门航线时刻资源占比高于春秋，19年起拓展洲际航线
- (2) 九元：广州&贵阳主辅基地运营，19年起主基地广州时刻放量
- (3) 春秋：围绕13大基地投放运力，国际运力占比高于吉祥，其中日韩泰占84%

□ 23夏秋国内航线航班量上，春秋、吉祥计划航班量分别为3638班次/周、3664班次/周，较19夏秋分别+75%、+23%。相比19年末，春秋、吉祥22年末机队规模分别+25%、+15%。

表：吉祥、春秋航空计划航班量情况（一起一降算1次；疫情后国际航线计划时刻表暂未公布）

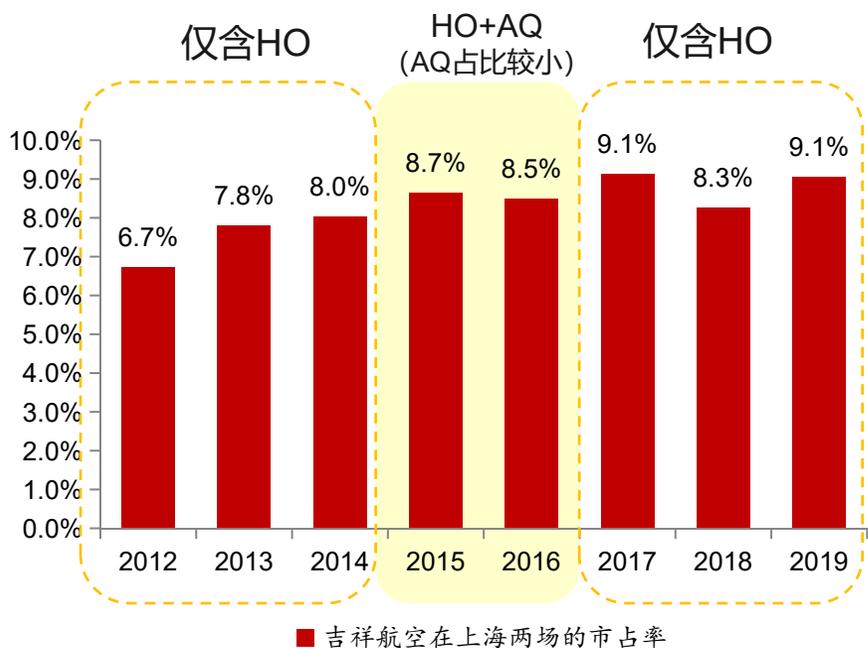
航司	航线	15冬春	16夏秋	16冬春	17夏秋	17冬春	18夏秋	18冬春	19夏秋	19冬春	20夏秋	20冬春	21夏秋	21冬春	22夏秋	22冬春	23夏秋	
春秋航空 9C	国内航线	1304	1318	1406	1590	1568	1786	1790	2074	1990	2902	3132	3530	3896	4270	4096	3638	
	YOY	-	-	7.8%	20.6%	11.5%	12.3%	14.2%	16.1%	11.2%	39.9%	57.4%	21.6%	24.4%	21.0%	5.1%	-14.8%	
	港澳台航线	72	86	72	72	92	86	100	114	154	-	-	-	-	-	-	-	68
	YOY	-	-	0.0%	-16.3%	27.8%	19.4%	8.7%	32.6%	54.0%	-	-	-	-	-	-	-	-
	国际航线	496	508	608	596	614	648	622	708	888	-	-	-	-	-	-	-	-
	YOY	-	-	22.6%	17.3%	1.0%	8.7%	1.3%	9.3%	42.8%	-	-	-	-	-	-	-	-
	合计	1872	1912	2086	2258	2274	2520	2512	2896	3032	-	-	-	-	-	-	-	-
	YOY	-	-	11.4%	18.1%	9.0%	11.6%	10.5%	14.9%	20.7%	-	-	-	-	-	-	-	-
吉祥航空 HO+AQ	国内航线	1603	1700	1908	2080	2373	2543	2695	2971	2782	3290	3357	3694	3748	3778	3606	3664	
	YOY	-	-	19.0%	22.4%	24.4%	22.3%	13.6%	16.8%	3.2%	10.7%	20.7%	12.3%	11.6%	2.3%	-3.8%	-3.0%	
	港澳台航线	44	42	44	38	44	40	44	40	40	-	-	-	-	-	-	-	200
	YOY	-	-	0.0%	-9.5%	0.0%	5.3%	0.0%	0.0%	-9.1%	-	-	-	-	-	-	-	-
	国际航线	256	258	294	322	330	341	352	408	539	-	-	-	-	-	-	-	-
	YOY	-	-	14.8%	24.8%	12.2%	5.9%	6.7%	19.6%	53.1%	-	-	-	-	-	-	-	-
	合计	1903	2000	2246	2440	2747	2924	3091	3419	3361	-	-	-	-	-	-	-	-
	YOY	-	-	18.0%	22.0%	22.3%	19.8%	12.5%	16.9%	8.7%	-	-	-	-	-	-	-	-

- **吉祥高度依赖上海主基地、快速拓展南京辅基地：**23夏秋国内航线计划航班量中，与主基地上海相关航班量占比24%、第二基地南京占比9%，航班量TOP10的机场合计占比54%。
- **九元广州、贵阳两大基地齐头并进：**23夏秋国内航线计划航班量中，与主基地广州相关航班量占比16%、第二基地贵阳占比9%，航班量TOP10的机场合计占比51%。
- **春秋运力投放向13大基地倾斜：**23夏秋国内航线计划航班量中，与主基地上海相关航班量占比14%，与13大基地机场相关航班量合计占比57%，基地以外机场（86个）合计占比43%。

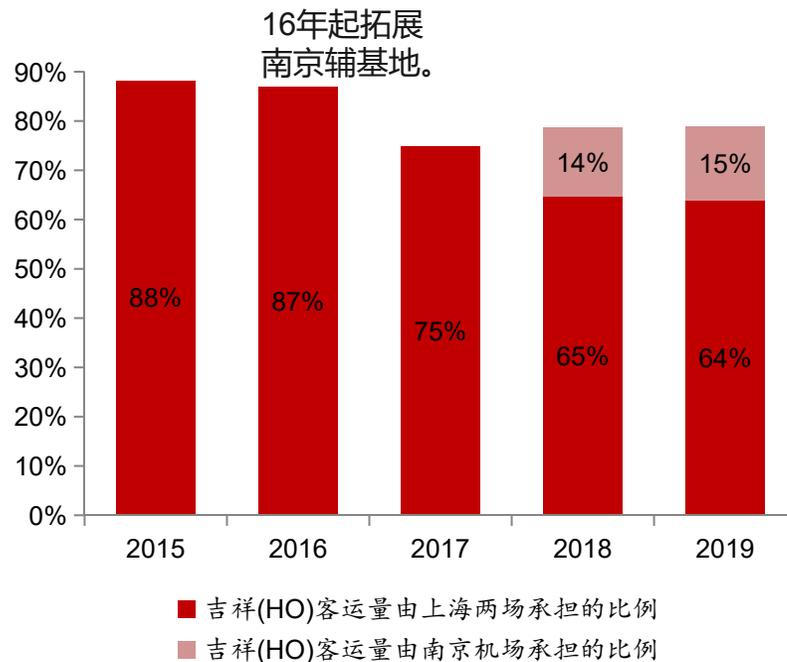
图：23夏秋**吉祥**国内航线计划航班量结构图：23夏秋**九元**国内航线计划航班量结构图：23夏秋**春秋**国内航线计划航班量结构

- 吉祥航空采用主辅基地运营模式，以上海为基地，建立辐射全国及周边地区和国家的航线网络。在上海浦东、虹桥两大机场时刻紧张、资源有限的大背景下，为了更好的匹配飞机引进与时刻和航线排布，2016年起，吉祥航空将南京设立为辅助基地。
- 吉祥航空在上海主基地、南京辅基地的市占率稳步提升。12-19年，吉祥（不含九元）在上海两场的市占率从6.7%提升至9.1%，19年在南京的市占率为8.4%。2019年，吉祥在上海两场的旅客运输量为1103万人次、在南京机场的旅客运输量为257万人次，在吉祥内部的比重分别为64%、15%。

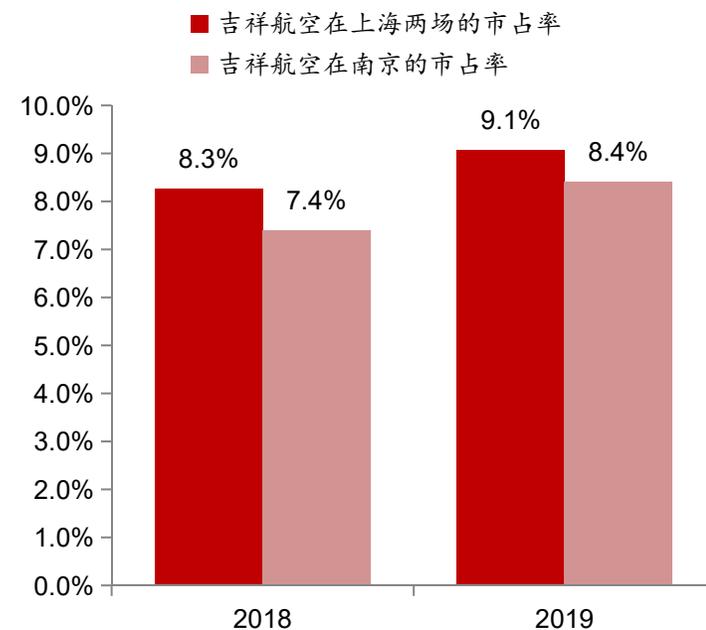
图：吉祥在上海主基地的市占率（旅客量口径）持续提升



图：吉祥航空客运量中由上海、南京机场承担的比例



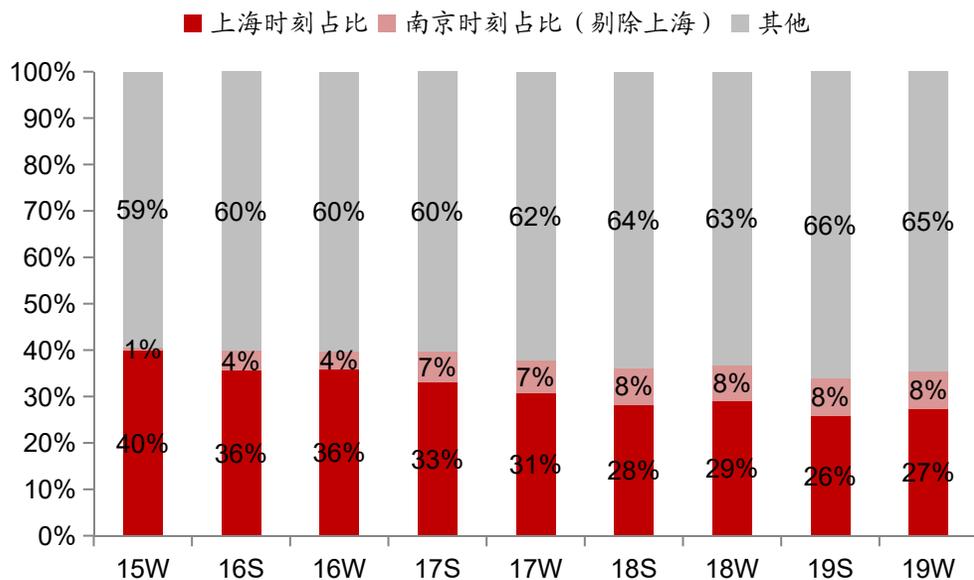
图：19年吉祥在南京机场市占率8.4%（旅客量口径）



□ **上海主基地**：19冬春，吉祥(HO)上海计划起降班次(起/降均算1次)为1465班次/周，较15冬春+5.6%；占吉祥总时刻的27.3%，较15冬春-12.5pct。

□ **南京辅基地**：19冬春，吉祥(HO)南京计划起降班次(起/降均算1次，剔除上海)为434班次/周，占吉祥总时刻的8.1%。15冬春仅为28班次/周，16年设立为辅基地后，时刻资源猛增。

图：吉祥航空(仅HO)时刻结构



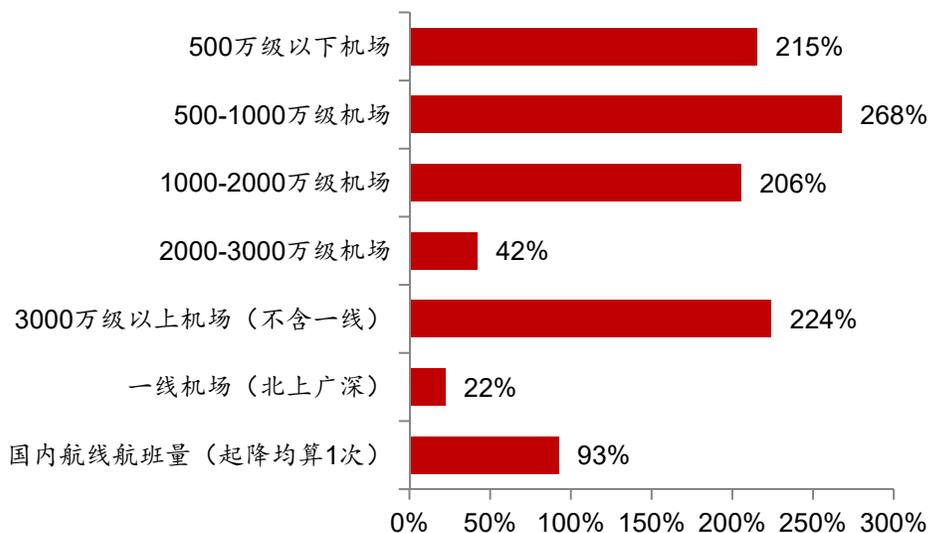
表：吉祥航空(HO)19冬春计划航班量(起/降均计1次)主要目的地占比

班次/周	15冬春	16夏秋	16冬春	17夏秋	17冬春	18夏秋	18冬春	19夏秋	19冬春	15S-19W 走势图
上海	1387	1288	1412	1388	1441	1417	1441	1437	1465	
/自身航班量	39.8%	35.6%	35.8%	33.0%	30.7%	28.2%	28.9%	25.9%	27.3%	
南京	28	154	154	282	336	395	392	444	434	
/自身航班量	0.8%	4.3%	3.9%	6.7%	7.2%	7.9%	7.9%	8.0%	8.1%	
西安	98	112	126	140	148	140	154	162	154	
/自身航班量	2.8%	3.1%	3.2%	3.3%	3.2%	2.8%	3.1%	2.9%	2.9%	
哈尔滨	70	70	98	98	126	98	140	106	154	
/自身航班量	2.0%	1.9%	2.5%	2.3%	2.7%	2.0%	2.8%	1.9%	2.9%	
贵阳	112	128	140	140	140	146	140	160	140	
/自身航班量	3.2%	3.5%	3.6%	3.3%	3.0%	2.9%	2.8%	2.9%	2.6%	
青岛	56	70	84	98	104	124	110	124	118	
/自身航班量	1.6%	1.9%	2.1%	2.3%	2.2%	2.5%	2.2%	2.2%	2.2%	
惠州	28	28	28	54	84	112	98	154	112	
/自身航班量	0.8%	0.8%	0.7%	1.3%	1.8%	2.2%	2.0%	2.8%	2.1%	
三亚	112	70	112	70	112	70	112	70	112	
/自身航班量	3.2%	1.9%	2.8%	1.7%	2.4%	1.4%	2.2%	1.3%	2.1%	
昆明	78	92	100	100	100	100	100	100	100	
/自身航班量	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%	2.1%	2.0%	2.0%	1.8%	1.9%	
深圳	84	84	84	88	74	88	88	88	98	
/自身航班量	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	1.6%	1.8%	1.8%	1.6%	1.8%	
长沙	84	84	84	84	84	84	84	98	98	
/自身航班量	2.4%	2.3%	2.1%	2.0%	1.8%	1.7%	1.7%	1.8%	1.8%	

吉祥增量运力向一线机场以外投放，其中千万级以下机场增速更快。23夏秋国内航线中，吉祥千万级以上机场相关航班量4278班次/周（占比77%），较19夏秋增长28%；千万级以下机场相关航班量1270班次/周（占比23%），较19夏秋下降7%。

图：吉祥航空(HO)国内航线计划航班量增速

■ 23夏秋vs15冬春增速



表：吉祥航空(HO)国内航线计划航班量（起/降各计1次）分布

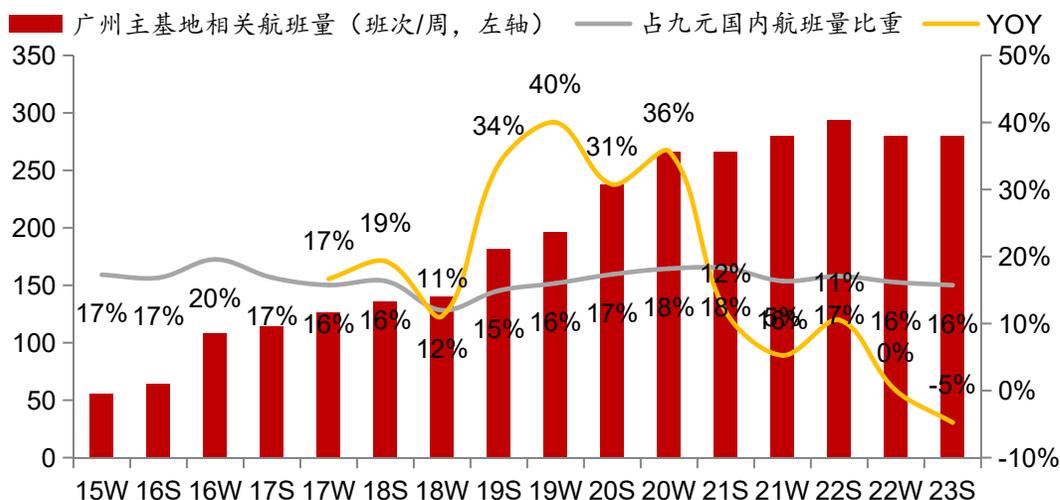
注：以机场19年旅客量分等级	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
计划航班量（班次/周）										
国内航线航班量（起降均算1次）	2882	3020	3264	3484	3946	4254	4222	4722	4340	5548
一线机场（北上广深）	1227	1132	1246	1202	1263	1228	1255	1258	1340	1500
3000万级以上机场（不含一线）	338	480	490	614	688	737	778	841	824	1096
2000-3000万级机场	715	722	808	782	866	856	914	880	922	1016
1000-2000万级机场	218	222	234	246	375	474	389	372	310	666
500-1000万级机场	112	154	156	216	170	210	208	220	188	412
500万级以下机场	272	310	330	424	584	749	678	1151	756	858

计划航班量占比										
一线机场（北上广深）	43%	37%	38%	35%	32%	29%	30%	27%	31%	27%
3000万级以上机场（不含一线）	12%	16%	15%	18%	17%	17%	18%	18%	19%	20%
2000-3000万级机场	25%	24%	25%	22%	22%	20%	22%	19%	21%	18%
1000-2000万级机场	8%	7%	7%	7%	10%	11%	9%	8%	7%	12%
500-1000万级机场	4%	5%	5%	6%	4%	5%	5%	5%	4%	7%
500万级以下机场	9%	10%	10%	12%	15%	18%	16%	24%	17%	15%

计划航班量YOY（23S为同比19S数据）										
一线机场（北上广深）	2%	6%	1%	2%	-1%	2%	7%	19%		
3000万级以上机场（不含一线）	45%	28%	40%	20%	13%	14%	6%	30%		
2000-3000万级机场	13%	8%	7%	9%	6%	3%	1%	15%		
1000-2000万级机场	7%	11%	60%	93%	4%	-22%	-20%	79%		
500-1000万级机场	39%	40%	9%	-3%	22%	5%	-10%	87%		
500万级以下机场	21%	37%	77%	77%	16%	54%	12%	-25%		

九元航空2015年初正式通航，15冬春-23夏秋，国内航线计划航班量（一起一降计1次）从162增至890班次/周（+449%）。1) **广州主基地时刻19年起放量**：九元是国内第二家以广州机场为主基地的航司，但19-20年时刻才放量，21年才拿到一线互飞时刻（广州-上海）。23夏秋，广州主基地相关航班280班次/周，较16夏秋+338%；占九元航班量的16%。2) **贵阳第二基地时刻增长迅速**：18年起九元将贵阳设为第二基地。23夏秋，贵阳辅基地相关航班量168班次/周，较17夏秋+83%；占九元航班量的9%。

图：23夏秋九元国内线航班量分布（按机场旅客量等级）



资料来源：pre-flight.cn，公司公告，航班管家，浙商证券研究所

表：15冬春-23夏秋九元航空国内航线计划航班量（起/降各计1次，班次/周）

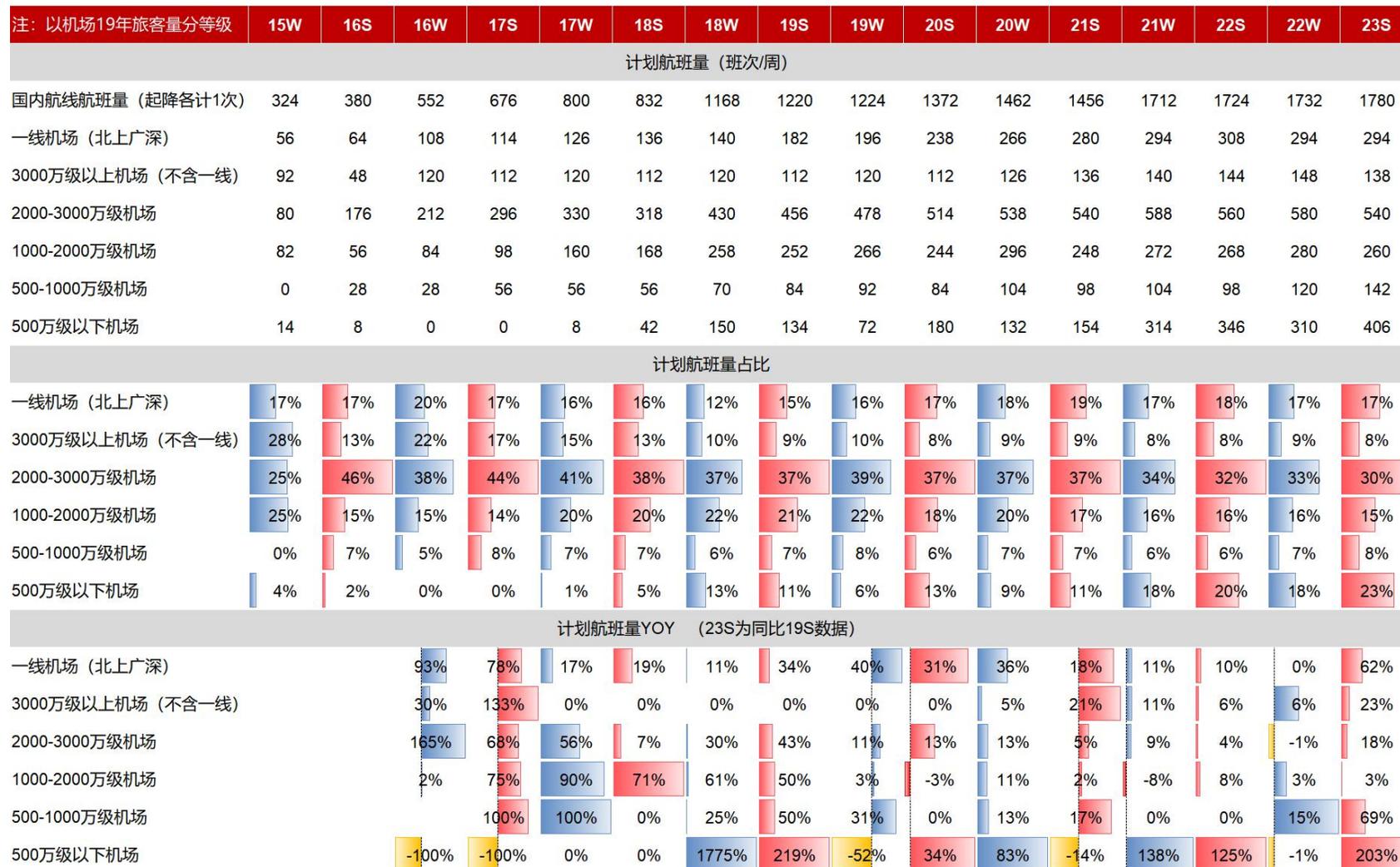
航班量	广州	贵阳	南京	无锡	海口	长沙	郑州	合肥	大连	连云港	兰州	威海	温州	宁波	天津	西安	哈尔滨	沈阳	其他
15冬春	56		84		28								28		16		28		84
16夏秋	64	48	48	28	28								28		28		28	14	66
16冬春	108	76	84	28	42								28	28	28	28	28	28	46
17夏秋	114	92	84	56	56	14			28				42	28	28	28	28	28	50
17冬春	126	112	84	56	42		28		28				62	28	28	28	28	28	150
18夏秋	136	98	84	56	56	28			28		28		56	28	28	28	28	28	122
18冬春	140	168	84	70	56	14	28	42	28		28		90	28	28	28	28	28	308
19夏秋	182	168	84	70	56	50	28	28	28		28		70	28	28	28	28	28	288
19冬春	196	188	84	70	56	28	42	48	28		28		70	28	28	28	28	28	274
20夏秋	238	182	84	70	56	66	42	28	28	14	28		70	28	28	28	28	42	312
20冬春	266	230	84	70	62	28	56	70	28	14	28		56	14	28	28	28	28	344
21夏秋	266	196	84	70	62	42	56	30	42	20	28		56	34	28	34	28	28	352
21冬春	280	230	84	70	62	28	70	62	42	22	12	14	56	20	28	28	34	28	542
22夏秋	294	196	84	70	62	56	56	36	48	18	26	42	56	42	28	28	28	28	526
22冬春	280	196	84	70	62	42	84	62	14	32	26		56	6	28	28	36	28	598
23夏秋	280	168	84	70	62	56	56	50	42	42	40	40	34	34	28	28	28	28	610
占比	广州	贵阳	南京	无锡	海口	长沙	郑州	合肥	大连	连云港	兰州	威海	温州	宁波	天津	西安	哈尔滨	沈阳	其他
15冬春	17%		26%		9%								9%		5%		9%		26%
16夏秋	17%	13%	13%	7%	7%								7%		7%		7%	4%	17%
16冬春	20%	14%	15%	5%	8%								5%	5%	5%	5%	5%	5%	8%
17夏秋	17%	14%	12%	8%	8%	2%			4%				6%	4%	4%	4%	4%	4%	7%
17冬春	16%	14%	11%	7%	5%		4%		4%				8%		4%	4%	4%	4%	19%
18夏秋	16%	12%	10%	7%	7%	3%			3%		3%		7%	3%	3%	3%	3%	3%	15%
18冬春	12%	14%	7%	6%	5%	1%	2%	4%	2%		2%		8%		2%	2%	2%	2%	26%
19夏秋	15%	14%	7%	6%	5%	4%	2%	2%	2%		2%		6%	2%	2%	2%	2%	2%	24%
19冬春	16%	15%	7%	6%	5%	2%	3%	4%	2%		2%		6%		2%	2%	2%	2%	22%
20夏秋	17%	13%	6%	5%	4%	5%	3%	2%	2%	1%	2%		5%	2%	2%	2%	2%	3%	23%
20冬春	18%	16%	6%	5%	4%	2%	4%	5%	2%	1%	2%		4%	1%	2%	2%	2%	2%	24%
21夏秋	18%	13%	6%	5%	4%	3%	4%	2%	3%	1%	2%		4%	2%	2%	2%	2%	2%	24%
21冬春	16%	13%	5%	4%	4%	2%	4%	4%	2%	1%	1%	1%	3%	1%	2%	2%	2%	2%	32%
22夏秋	17%	11%	5%	4%	4%	3%	3%	2%	3%	1%	2%	2%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	31%
22冬春	16%	11%	5%	4%	4%	2%	5%	4%	1%	2%	2%		3%	0%	2%	2%	2%	2%	35%
23夏秋	16%	9%	5%	4%	3%	3%	3%	3%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	34%

注：16S、16W分别表示16年夏秋航季、16年冬春航季，以此类推。

02 九元：一线机场&千万级以下机场航班量增速最快

□ 19年起九元一线机场时刻放量，疫情后千万级以下机场时刻大增；23夏秋运力投放最多为2000-3000万级机场，占比30%。

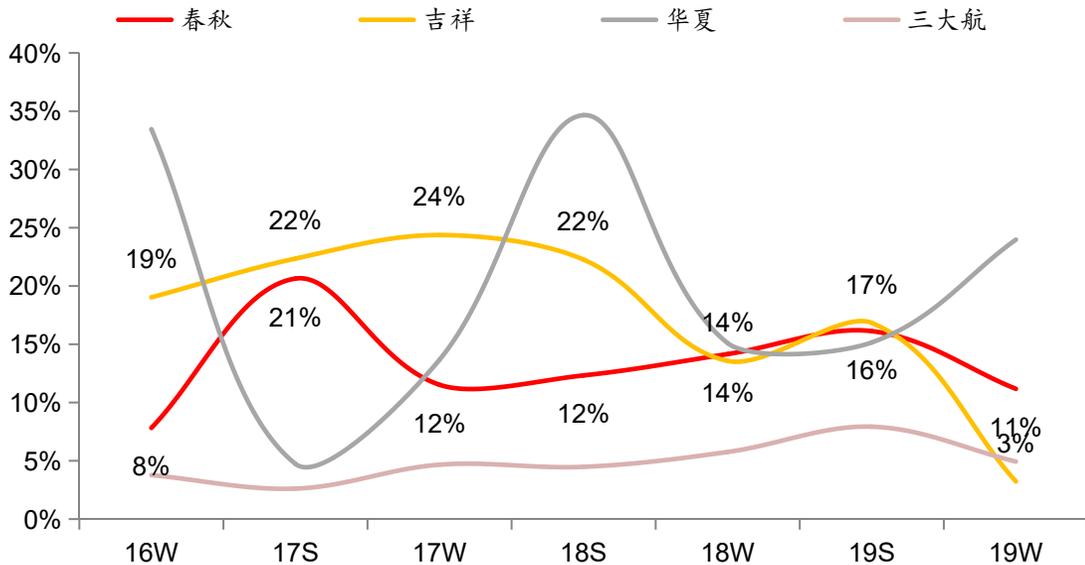
表：九元航空(AQ)国内航线计划航班量（起/降各计1次）分布



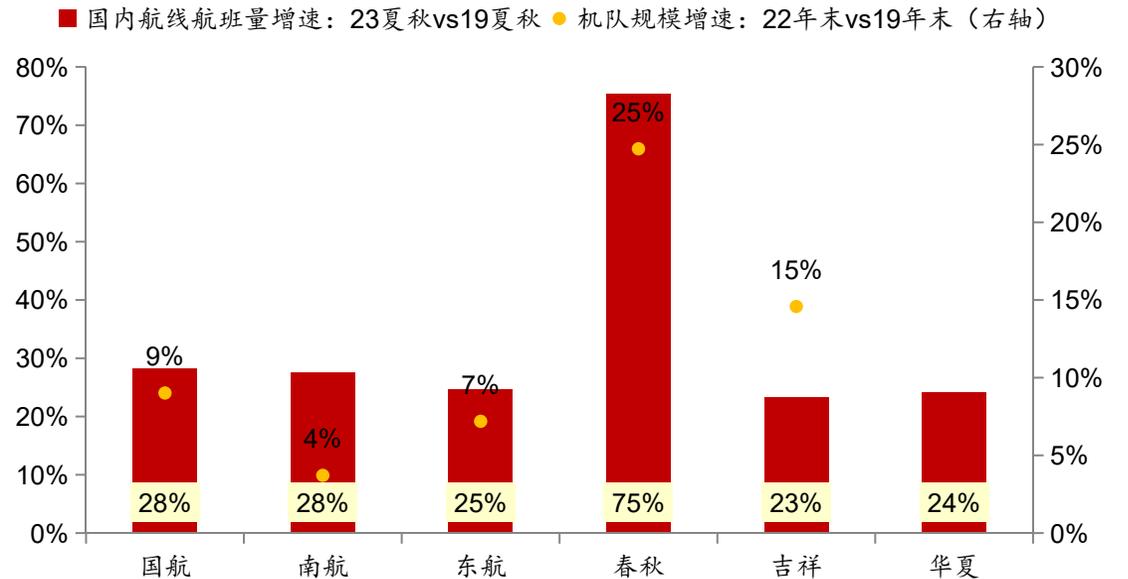
资料来源：pre-flight.cn，公司公告，航班管家，浙商证券研究所；注：16S、16W分别表示16年夏秋航季、16年冬春航季，以此类推。

- 16冬春-19夏秋，春秋航空航空国内线航班量增速低于吉祥，19冬春航季实现反超。
- 疫情期间春秋航空逆势扩张，机队规模、时刻增速为上市航司第一。20-21年春秋航空基本保持着正常的机队引进速度，22年末机队规模116架，较19年末增长25%，高于吉祥的15%、三大航的6%。与此同时，春秋国内航线时刻资源高速增长，23夏秋国内线航班量3638班次/周，较19夏秋增长75%，高于吉祥的23%、三大航的27%。

图：16冬春-19冬春上市航司国内航线计划航班量同比增速



图：上市航司23夏秋航季国内线计划航班量增速

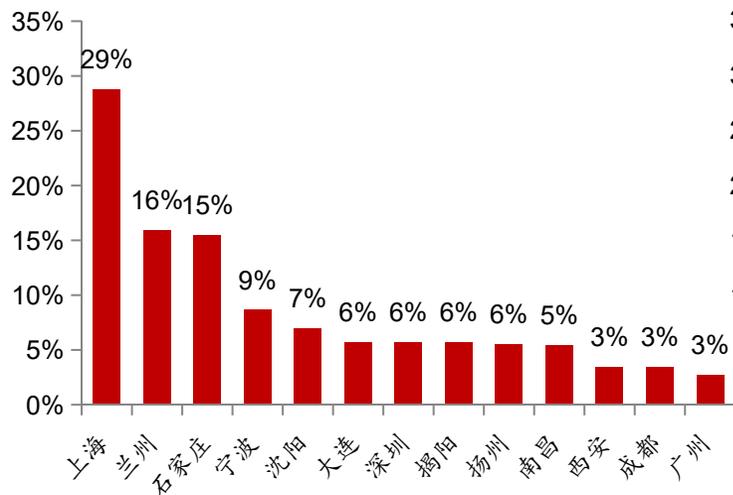


□ 23夏秋，春秋国内线航班量3638班次/周，其中3282班次连接基地，基地相关航班高达90%。

1) **华东枢纽（上海、扬州、宁波）**：公司传统优势区域，23夏秋公司在主基地上海投放的运力占比29%，市占率为9%。2) **华南枢纽（深圳、揭阳、广州）**：23夏秋公司在揭阳市占率达到13%，在深圳、广州的运力投放稳中有升。3) **华北枢纽（石家庄）**：23夏秋，石家庄为公司第三大基地，市占率达到24%。4) **东北枢纽（沈阳、大连）**：大连基地21年落地，23夏秋市占率达到6.3%。5) **西北枢纽（兰州、西安）**：19年开始拓展西北，22年兰州已成为公司第二大基地，23夏秋兰州市占率达19%。6) **华中枢纽（南昌）**：南昌基地21年落地，23夏秋市占率达到7%。7) **西南枢纽（成都）**：成都天府机场21年6月投产后，春秋设立成都天府基地，在成都的时刻资源实现突破。

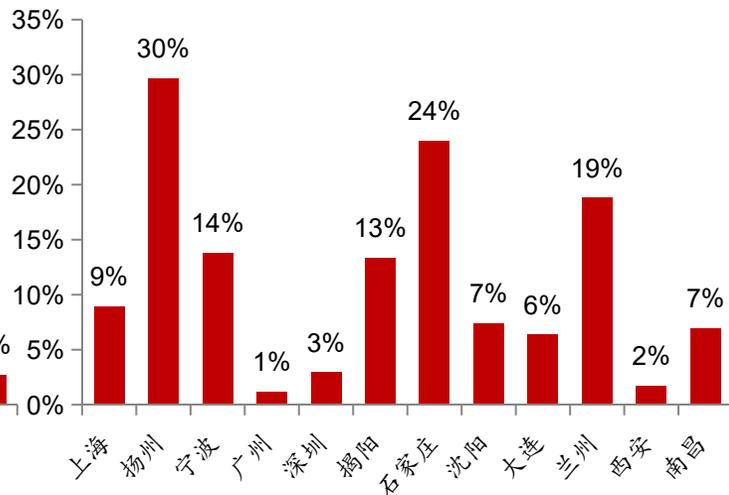
图：23夏秋春秋国内线航班量中各基地占比

■ 国内航线各基地相关航班量占自身国内航班量的比例



图：23夏秋春秋在各基地的市场份额（航班量口径，仅国内线）

■ 春秋航空在各基地的航班量份额

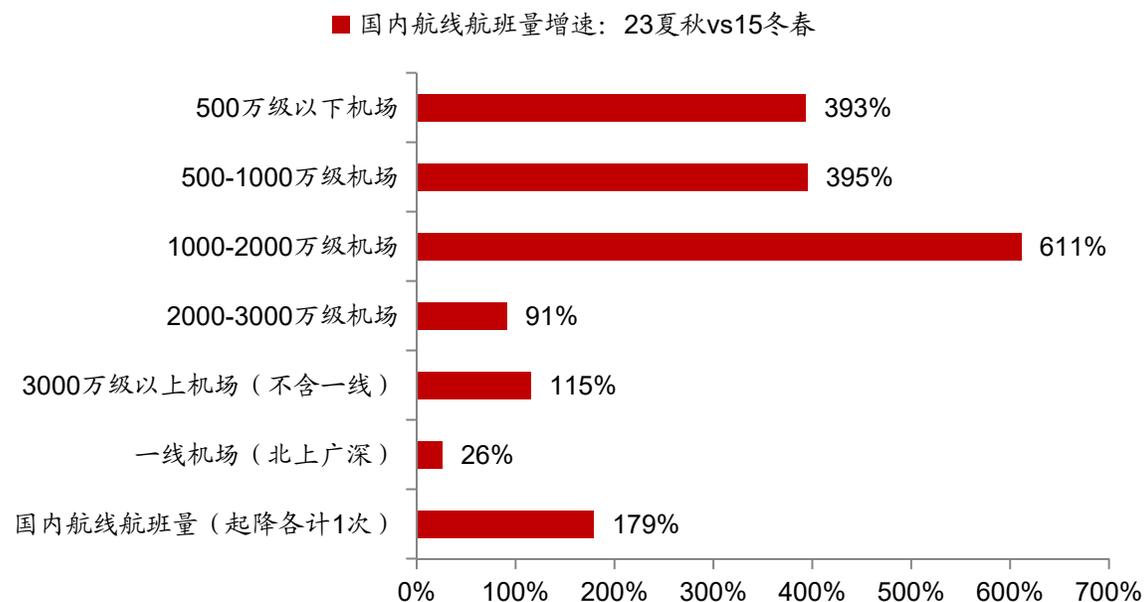


表：春秋航空在13大基地的航班量（班次/周，起/降各算1次）

	上海	宁波	扬州	兰州	西安	石家庄	沈阳	大连	深圳	揭阳	广州	南昌	成都
15W	820			12	70	198	104	62	168	14	70		28
16S	874			36	70	190	104	76	154	14	70		28
16W	824	20	28	46	70	184	126	34	168	22	78		28
17S	864	62	98	82	70	250	126	48	168	22	78		28
17W	772	84	70	82	70	348	126	28	168	14	78	42	28
18S	830	128	106	90	70	352	148	48	168	82	78	52	28
18W	778	156	90	82	70	348	140	28	168	48	92	56	28
19S	890	140	106	174	70	374	164	48	168	122	92	52	28
19W	788	162	114	166	70	378	140	28	168	90	92	56	28
23S	1046	314	202	580	126	562	252	208	206	206	98	196	126

□ 春秋增量运力向一线机场以外投放，其中1000-2000万级机场增速最快。23夏秋，春秋航空国内航线计划航班量中，千万级以上机场相关航班量5292班次/周（占比73%），较19夏秋增长69%；千万级以下机场相关航班量1984班次/周（占比27%），较19夏秋增长96%。

图：春秋航空国内航线计划航班量增速



表：春秋航空国内航线计划航班量（起/降各计1次）分布

注：以机场19年旅客量分等级

	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
计划航班量（班次/周）										
国内航线航班量（起降各计1次）	2608	2636	2812	3180	3136	3572	3580	4148	3980	7276
一线机场（北上广深）	1072	1112	1070	1110	1018	1076	1038	1150	1048	1350
3000万级以上机场（不含一线）	292	318	314	284	272	298	306	332	320	628
2000-3000万级机场	514	492	492	572	524	578	566	608	578	982
1000-2000万级机场	328	332	386	604	760	868	896	1048	1084	2332
500-1000万级机场	78	84	116	82	58	146	92	196	162	386
500万级以下机场	324	298	434	528	504	606	682	814	788	1598

计划航班量占比

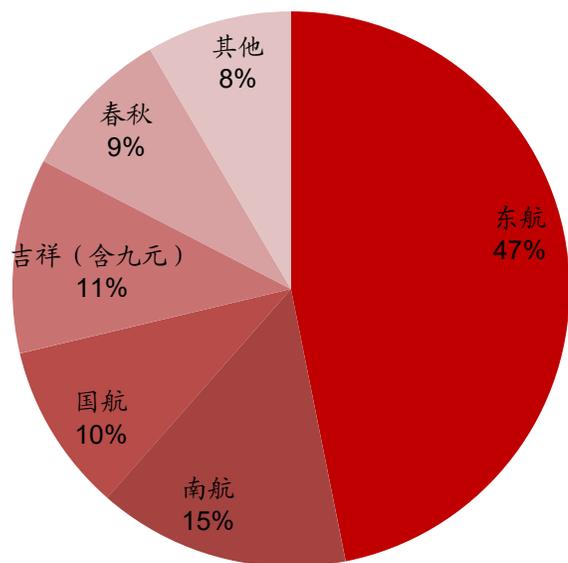
	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
一线机场（北上广深）	41%	42%	38%	35%	32%	30%	29%	28%	26%	19%
3000万级以上机场（不含一线）	11%	12%	11%	9%	9%	8%	9%	8%	8%	9%
2000-3000万级机场	20%	19%	17%	18%	17%	16%	16%	15%	15%	13%
1000-2000万级机场	13%	13%	14%	19%	24%	24%	25%	25%	27%	32%
500-1000万级机场	3%	3%	4%	3%	2%	4%	3%	5%	4%	5%
500万级以下机场	12%	11%	15%	17%	16%	17%	19%	20%	20%	22%

计划航班量YOY（23S为同比19S数据）

	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
一线机场（北上广深）	0%	0%	5%	-3%	2%	7%	1%	17%		
3000万级以上机场（不含一线）	8%	-11%	-13%	5%	13%	11%	5%	89%		
2000-3000万级机场	-4%	16%	7%	1%	8%	5%	2%	62%		
1000-2000万级机场	18%	82%	97%	44%	18%	21%	21%	123%		
500-1000万级机场	49%	-2%	50%	78%	59%	34%	76%	97%		
500万级以下机场	34%	77%	16%	15%	35%	34%	16%	96%		

- 东航、吉祥、春秋均以上海机场为主基地，23夏秋国内航线上，市占率（运力口径）分别为46.9%、11.3%、9.0%。
- 吉祥**：15W-23S，吉祥航空在上海两场的国内线航班量从1087班次增至1324班次，运力份额稳定在11%-12%。其中九元航空21夏秋航季才获得上海机场时刻。
- 春秋**：15W-23S，春秋航空在上海两场的国内线航班量从820班次增至1046班次，运力份额从8.7%增至9.0%。

图：23夏秋上海两场国内航班量结构



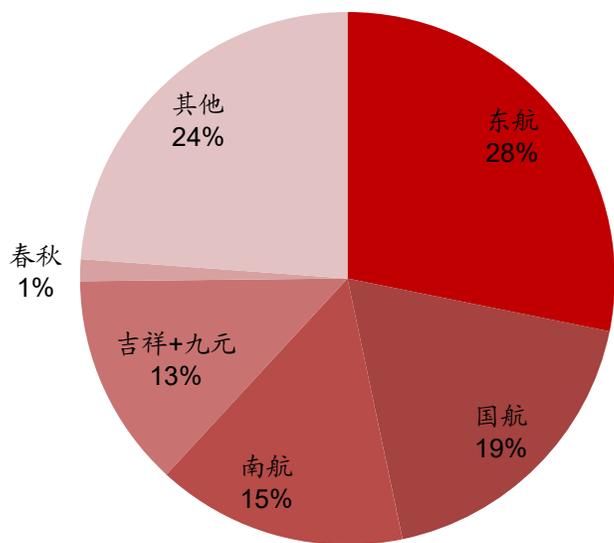
表：吉祥、春秋在主基地上海的航班量及市占率（仅国内航线，市占率为运力口径）

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
东航	4489	4410	4500	4448	4481	4497	4563	4567	4605	5475
市占率	47.6%	44.9%	46.9%	46.0%	47.1%	46.3%	47.2%	46.1%	46.8%	46.9%
南航	1476	1560	1476	1560	1490	1574	1504	1602	1504	1705
市占率	15.7%	15.9%	15.4%	16.1%	15.7%	16.2%	15.6%	16.2%	15.3%	14.6%
国航	842	886	850	882	838	876	864	892	926	1148
市占率	8.9%	9.0%	8.9%	9.1%	8.8%	9.0%	8.9%	9.0%	9.4%	9.8%
吉祥+九元	1087	1002	1120	1072	1133	1098	1125	1128	1164	1324
市占率	11.5%	10.2%	11.7%	11.1%	11.9%	11.3%	11.6%	11.4%	11.8%	11.3%
其中：吉祥HO	1087	1002	1120	1072	1133	1098	1125	1128	1164	1310
其中：九元AQ	0	0	0	0	0	0	0	0	0	14
春秋	820	874	824	864	772	830	778	890	788	1046
市占率	8.7%	8.9%	8.6%	8.9%	8.1%	8.5%	8.0%	9.0%	8.0%	9.0%
其他航司市占率	7.6%	11.1%	8.6%	8.8%	8.4%	8.6%	8.6%	8.5%	8.7%	8.4%

02 南京（吉祥辅基地）运力份额：23S吉祥系大增至13%

- 2016年起，吉祥航空走出上海，开始拓展南京辅基地，南京运力投放保持高速增长。2019年，南京机场旅客吞吐量3058万人次，在城市排名中位列全国第10。16夏秋-23夏秋，吉祥航空（含九元）在南京机场的国内航班量从146增至552班次/周（+278%），市占率从4.6%提升至13.0%。
- 春秋18夏秋航季才进入南京，在此运力投放相对较少，23夏秋航班量56班次/周，较19年翻倍，市占率1.3%。

图：23夏秋南京机场国内航班量结构



表：23S吉祥在辅基地南京的市占率13.0%（仅国内航线，市占率为运力口径）

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
东航	673	772	716	848	856	908	962	1026	1034	1196
市占率	27%	24%	28%	28%	28%	27%	29%	28%	29%	28%
国航	602	658	540	582	608	632	658	681	714	786
市占率	24%	21%	21%	19%	20%	19%	20%	19%	20%	19%
南航	518	558	546	560	546	602	588	650	610	642
市占率	21%	17%	21%	18%	18%	18%	18%	18%	17%	15%
吉祥+九元	70	146	150	266	298	361	354	423	380	552
市占率	2.8%	4.6%	5.8%	8.7%	9.9%	10.8%	10.6%	11.5%	10.6%	13.0%
其中：吉祥	14	112	94	210	242	305	298	367	324	496
市占率	0.6%	3.5%	3.6%	6.9%	8.0%	9.2%	8.9%	10.0%	9.0%	11.7%
其中：九元	56	34	56	56	56	56	56	56	56	56
市占率	2.3%	1.1%	2.2%	1.8%	1.9%	1.7%	1.7%	1.5%	1.6%	1.3%
春秋	0	14	0	0	0	14	14	28	14	56
市占率	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.4%	0.4%	0.8%	0.4%	1.3%

资料来源：pre-flight.cn，公司公告，航班管家，浙商证券研究所；注：16S、16W分别表示16年夏秋航季、16年冬春航季，以此类推。

02 九元基地市占率：主基地广州3.3%、辅基地贵阳5.0%

- 广州（九元主基地）**：九元航空是广州机场第二家国内基地航司，但发展初期时刻资源较为薄弱。2019年起九元广州时刻开始放量，23夏秋航季计划航班量为280班次/周，市占率提升至**3.3%**；三大航市占率超80%，吉祥+九元为**4.1%**，春秋为1.1%。
- 贵阳（九元辅基地）**：九元航空2018年起拓展贵阳辅基地，时刻增速较快，23夏秋计划航班量168班次/周，市占率提升至**5.0%**；三大航贵阳市占率40.6%，吉祥+九元市占率**9.8%**，春秋市占率1.7%。

表：23S九元在**主基地广州**的市占率3.3%（仅国内航线）

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
南航	3128	3320	3288	3434	3278	3426	3354	3578	3594	4544
市占率	49.5%	49.6%	49.4%	51.2%	49.3%	50.8%	49.2%	50.6%	49.8%	53.3%
国航	1269	1238	1292	1212	1284	1212	1284	1240	1326	1310
市占率	20.1%	18.5%	19.4%	18.1%	19.3%	18.0%	18.8%	17.5%	18.4%	15.4%
东航	882	898	896	902	882	902	898	926	912	982
市占率	14.0%	13.4%	13.5%	13.4%	13.3%	13.4%	13.2%	13.1%	12.6%	11.5%
吉祥+九元	84	92	136	142	154	164	168	210	238	350
市占率	1.3%	1.4%	2.0%	2.1%	2.3%	2.4%	2.5%	3.0%	3.3%	4.1%
其中：九元	56	64	108	114	126	136	140	182	196	280
市占率	0.9%	1.0%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%	2.1%	2.6%	2.7%	3.3%
其中：吉祥	28	28	28	28	28	28	28	28	42	70
市占率	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	0.6%	0.8%
春秋	70	70	78	78	78	78	92	92	92	98
市占率	1.1%	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	1.4%	1.3%	1.3%	1.1%

表：23S九元在**辅基地贵阳**的市占率5.0%（仅国内航线）

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
南航	674	702	694	698	742	712	762	790	788	884
市占率	31.7%	30.7%	27.5%	27.1%	26.3%	25.9%	24.8%	25.0%	25.0%	26.5%
国航	246	300	224	280	266	308	280	322	280	322
市占率	11.6%	13.1%	8.9%	10.9%	9.4%	11.2%	9.1%	10.2%	8.9%	9.7%
东航	112	138	143	112	131	112	112	126	126	148
市占率	5.3%	6.0%	5.7%	4.4%	4.6%	4.1%	3.6%	4.0%	4.0%	4.4%
吉祥+九元	98	154	174	190	224	230	294	314	280	328
市占率	4.6%	6.7%	6.9%	7.4%	7.9%	8.4%	9.6%	10.0%	8.9%	9.8%
其中：九元	0	48	62	78	98	98	168	168	160	168
市占率	0.0%	2.1%	2.5%	3.0%	3.5%	3.6%	5.5%	5.3%	5.1%	5.0%
其中：吉祥	98	106	112	112	126	132	126	146	120	160
市占率	4.6%	4.6%	4.4%	4.4%	4.5%	4.8%	4.1%	4.6%	3.8%	4.8%
春秋	14	22	14	42	20	42	34	56	48	56
市占率	0.7%	1.0%	0.6%	1.6%	0.7%	1.5%	1.1%	1.8%	1.5%	1.7%

□ 根据2019年实际客流量排序，得到TOP20热门航线。从计划航班量口径来看，TOP20热门航线上三大航合计份额为56%-88%，综合为74%，我们预计其亦为提价概率相对最大的航线。通过测算（具体测算假设、过程见后文），我们预计2019年TOP20航线合计收入占三大航国内客运收入的25%左右。

□ **吉祥**：2019年已开通其中10/20条航线，19冬春相关航班量占自身国内线航班量的8.2%，我们测算后预计2019年TOP20航线客运收入占公司国内客运收入的27%左右。

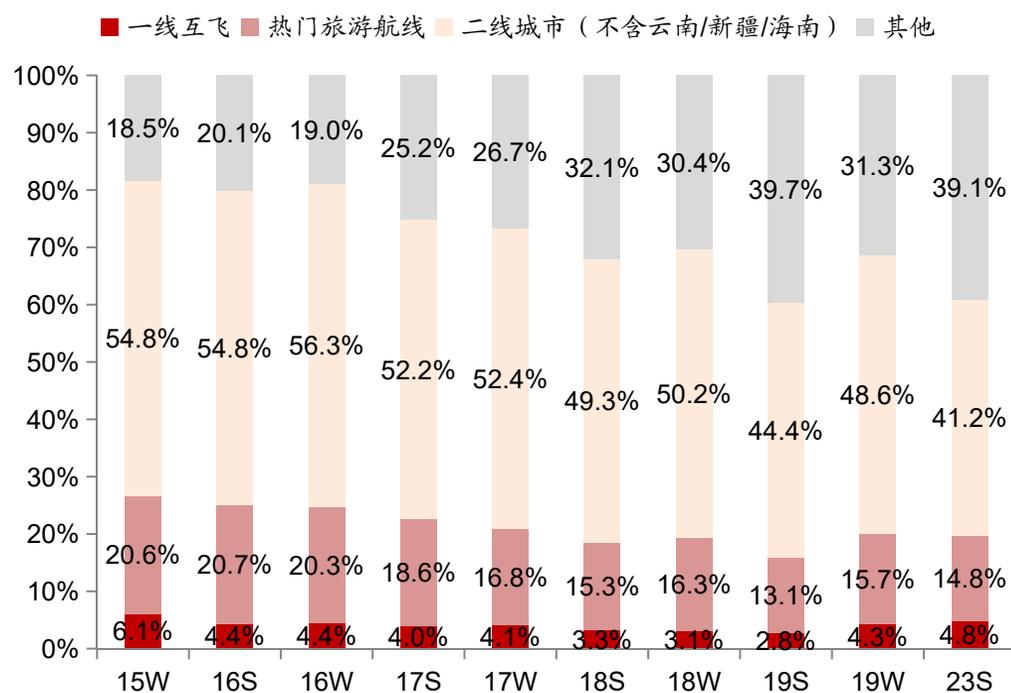
□ **春秋**：2019年已开通6/20条航线，19冬春相关航班量占自身国内线航班量的8.3%，我们测算后预计2019年TOP20航线客运收入占公司国内客运收入的27%左右。

表：2019年TOP20航线份额情况

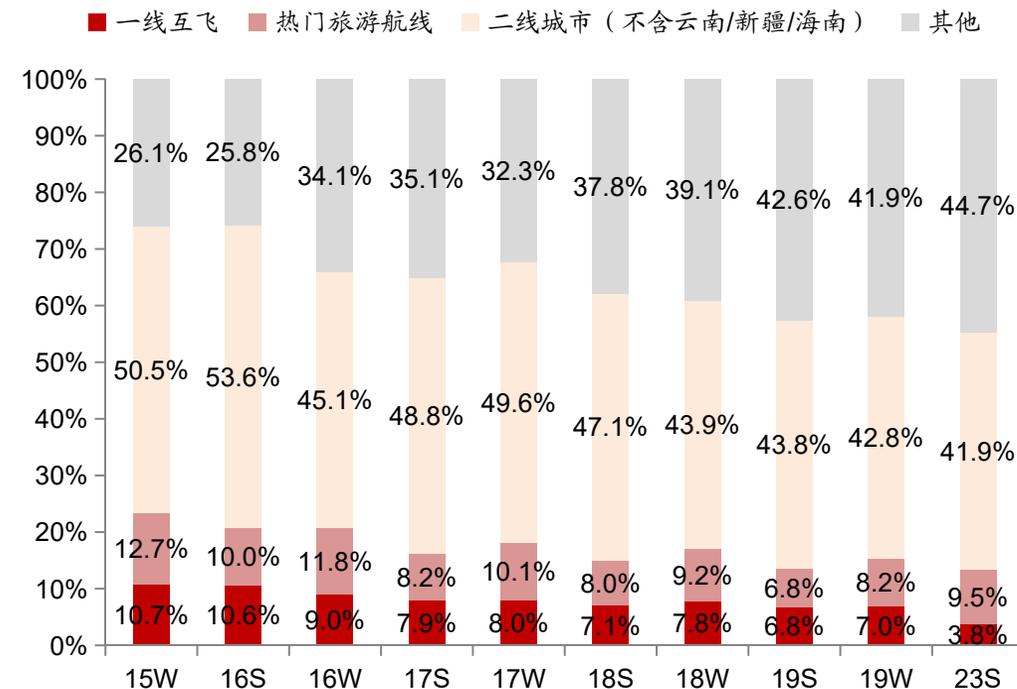
TOP20航线	2019年客流量 (万人次)	三大航合计份额 (航班量)	春秋份额 (航班量)	吉祥份额 (航班量)
北京-上海	825	88%	-	2.4%
上海-深圳	634	77%	8.9%	7.1%
上海-广州	626	71%	8.9%	10.7%
北京-广州	557	82%	-	-
北京-深圳	498	84%	-	-
北京-成都	509	70%	-	-
上海-成都	439	69%	2.8%	8.5%
上海-重庆	357	57%	13.9%	13.9%
广州-成都	318	69%	-	-
上海-西安	313	60%	9.5%	22.3%
广州-杭州	305	76%	-	1.3%
成都-深圳	300	69%	-	-
杭州-北京	300	83%	-	-
北京-重庆	276	82%	-	-
深圳-重庆	269	64%	-	-
广州-重庆	258	61%	-	1.5%
杭州-深圳	255	79%	-	-
上海-青岛	250	56%	-	8.8%
上海-厦门	238	64%	17.6%	11.2%
北京-昆明	236	83%	-	-
TOP20航线航班量占自身的比重		7.7%	8.3%	8.2%
2019年TOP20航线合计收入（测算）/国内线客运收入		25%	27%	27%

- 国内航线方面，热门航线包括一线互飞（北上广深互飞）、典型旅游航线（海南、云南、新疆）、二线航线（千万级以上机场对飞）。
- 吉祥（含九元）**：23夏秋，一线互飞+旅游航线航班量720班次/周，占自身国内线的19.6%；二线航线（不含云南/新疆/海南）航班量1510班次/周，占自身国内线的41.2%。
- 春秋**：23夏秋，一线互飞+旅游航线航班量486班次/周，占自身国内线的13.3%。二线城市相关航线（不含云南/新疆/海南）航班量1524班次/周，占自身国内线的41.9%。

图：15W-23S吉祥航空（含九元）国内航线航班量结构



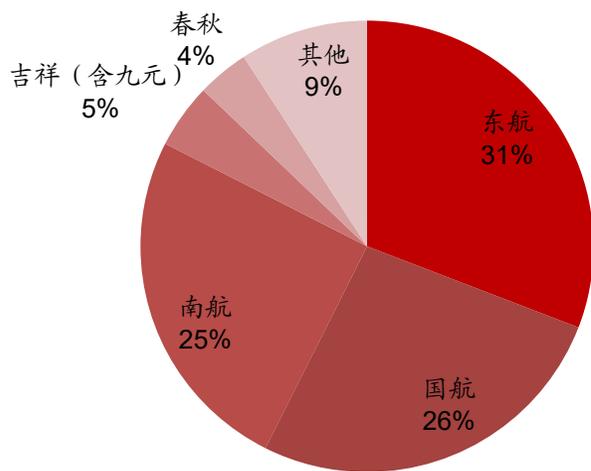
图：15W-23S春秋航空国内航线航班量结构



注：一线互飞航线指北京、上海、广州、深圳互飞航线。

- **行业**：23夏秋一线互飞航线计划3790班次/周，较15冬春增加34%，占国内航线航班总量的3.3%。其中三大航份额82%。
- **吉祥在上海-北京大兴、上海-广州航线上取得增量时刻**：15W-23S，一线互飞航班量从98增至162班次/周（上海-北京22班次、上海-广州70班次、上海-深圳70班次），占自身国内线航班的比例从6.8%下降至5.8%。北京大兴机场投产后，吉祥获得北京增量时刻，上海-北京航班量从18W的14班次增加至19W的36班次。
- **九元**：21夏秋起公司获得广州-上海时刻，计划航班量14班次/周。23夏秋一线互飞航班量占自身国内线航班量的1.6%。
- **春秋**：15冬春-23夏秋，公司一线互飞航班量基本稳定在140班次/周（上海-广州70班次、上海-深圳70班次），占自身国内线航班量的比重从10.7%降至3.8%。

图：23夏秋一线互飞航班量结构



表：吉祥、九元、春秋一线互飞航线计划航班量及占比（仅考虑国内航线）

班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
吉祥	98	74	84	84	98	84	84	84	120	162
/自身国内线航班量	6.8%	4.9%	5.1%	4.8%	5.0%	3.9%	4.0%	3.6%	5.5%	5.8%
九元	-	-	-	-	-	-	-	-	-	14
/自身国内线航班量	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1.6%
吉祥+九元	98	74	84	84	98	84	84	84	120	176
/自身国内线航班量	6.8%	4.9%	5.1%	4.8%	5.0%	3.9%	4.0%	3.6%	5.5%	4.8%
春秋	140	140	126	126	126	126	140	140	140	140
/自身国内线航班量	10.7%	10.6%	9.0%	7.9%	8.0%	7.1%	7.8%	6.8%	7.0%	3.8%
一线互飞航班总量	2828	2806	2812	2824	2906	2906	2932	3008	3100	3790
/国内线航班量	4.2%	3.9%	3.9%	3.6%	3.7%	3.5%	3.5%	3.3%	3.5%	3.3%

02 23夏秋旅游航线比重：吉祥系14.5% > 春秋9.1%

注：旅游航线定义为与典型旅游目的地海南、云南、新疆相关的航线。

- **行业**：在国内航线，旅游航线相关航班量占比约2成，票价一般明显高出全航线均价。
- **三大航**：16S-23S，旅游航线市占率从54.0%降至49.4%，占自身国内线航班量的比重从19.2%降至18.6%。
- **吉祥（含九元）**：16S-23S，旅游航线航班量从352增至530班次/周（+51%），占自身国内线航班量的比重从20.7%降至14.5%。
 - **吉祥**：旅游航线上具备先发优势，16S-23S航班量从294增至382班次/周（+30%），23S占自身国内线航班量的比重为13.8%。
 - **九元**：航网持续优化，16S-23S，旅游航线航班量从58增至148班次/周（+155%），23S占自身国内线航班量的比重为16.6%。
- **春秋**：旅游航线运力增速较快，16夏秋-23夏秋，旅游航线航班量从132增至332班次/周（+152%），占自身国内线航班量的比重从10.0%降至9.1%。

表：吉祥、春秋在旅游航线（海南、云南、新疆）的航班量与占比

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
吉祥航班量	294	294	336	308	320	294	330	290	330	382
/自身国内线航班量	20.4%	19.5%	20.6%	17.7%	16.2%	13.8%	15.6%	12.3%	15.2%	13.8%
九元航班量	36	58	52	78	78	94	94	98	108	148
/自身国内线航班量	22.2%	30.5%	18.8%	23.1%	19.5%	22.6%	16.1%	16.1%	17.6%	16.6%
吉祥+九元航班量	330	352	388	386	398	388	424	388	438	530
/自身国内线航班量	20.6%	20.7%	20.3%	18.6%	16.8%	15.3%	15.7%	13.1%	15.7%	14.5%
春秋航班量	166	132	166	130	158	142	164	142	164	332
/自身国内线航班量	12.7%	10.0%	11.8%	8.2%	10.1%	8.0%	9.2%	6.8%	8.2%	9.1%
三大航航班量	8417	8347	8757	8784	8993	9214	9373	9865	10019	11877
/自身国内线航班量	20.5%	19.2%	20.5%	19.7%	20.2%	19.7%	19.9%	19.6%	20.2%	18.6%
旅游航线航班量	15288	15462	16437	16665	17048	17572	17880	18832	19399	24051
/国内航线航班量	22.9%	21.3%	22.6%	21.2%	21.7%	21.1%	21.2%	20.7%	21.9%	20.7%

注：旅游航线定义为与典型旅游目的地海南、云南、新疆相关的航线。

- **旅游航线航班量上，云南>新疆>海南。**16夏秋-23夏秋，云南航班量增长56%至11227班次/周，新疆航班量增长89%至6712班次/周，海南航班量增长29%至6112班次/周。
- **吉祥：**海南为传统优势市场，旅游线主要增量来自云南。
- **九元：**19年进入云南，16S-23S新疆/海南时刻获翻倍增长。
- **春秋：**疫情后新疆、云南时刻放量，19S-23S，新疆航班量从40班次增至182班次（+355%），云南航班量从74班次增至122班次（+65%），海南时刻较稳定。

表：吉祥、春秋在新疆航线航班量及比重

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
新疆航班量	2974	3550	3144	3662	3542	4372	3771	4856	4512	6712
YOY	-	-	6%	3%	13%	19%	6%	11%	20%	38%
吉祥	20	20	20	20	28	20	28	16	14	16
/自身国内航班量	1.4%	1.3%	1.2%	1.1%	1.4%	0.9%	1.3%	0.7%	0.6%	0.6%
九元	8	16	10	8	22	24	24	14	24	36
/自身国内航班量	4.9%	8.4%	3.6%	2.4%	5.5%	5.8%	4.1%	2.3%	3.9%	4.0%
吉祥+九元	28	36	30	28	50	44	52	30	38	52
/自身国内航班量	1.7%	2.1%	1.6%	1.3%	2.1%	1.7%	1.9%	1.0%	1.4%	1.4%
春秋	14	28	14	28	20	40	26	40	26	182
/自身国内航班量	1.1%	2.1%	1.0%	1.8%	1.3%	2.2%	1.5%	1.9%	1.3%	5.0%

表：吉祥、春秋在云南/海南航线的航班量与比重

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
云南航班量	7008	7190	7825	7836	7883	8140	8355	8820	8865	11227
YOY	-	-	12%	9%	1%	4%	6%	8%	6%	27%
吉祥	134	176	184	184	160	170	170	170	184	254
/自身国内航班量	9.3%	11.7%	11.3%	10.6%	8.1%	8.0%	8.1%	7.2%	8.5%	9.2%
九元	-	-	-	-	-	-	-	14	14	28
/自身国内航班量	-	-	-	-	-	-	-	2.3%	2.3%	3.1%
吉祥+九元	134	176	184	184	160	170	170	184	198	282
/自身国内航班量	8.4%	10.4%	9.6%	8.8%	6.7%	6.7%	6.3%	6.2%	7.1%	7.7%
春秋	76	76	90	74	76	74	76	74	76	122
/自身国内航班量	5.8%	5.8%	6.4%	4.7%	4.8%	4.1%	4.2%	3.6%	3.8%	3.4%

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
海南航班量	5306	4722	5468	5167	5623	5060	5754	5156	6022	6112
YOY	-	-	3%	9%	3%	-2%	2%	2%	5%	19%
吉祥	140	98	132	104	132	104	132	104	132	112
/自身国内航班量	9.7%	6.5%	8.1%	6.0%	6.7%	4.9%	6.3%	4.4%	6.1%	4.0%
九元	28	42	42	70	56	70	70	70	70	84
/自身国内航班量	17.3%	22.1%	15.2%	20.7%	14.0%	16.8%	12.0%	11.5%	11.4%	9.4%
吉祥+九元	168	140	174	174	188	174	202	174	202	196
/自身国内航班量	10.5%	8.2%	9.1%	8.4%	7.9%	6.8%	7.5%	5.9%	7.3%	5.3%
春秋	76	28	62	28	62	28	62	28	62	28
/自身国内航班量	5.8%	2.1%	4.4%	1.8%	4.0%	1.6%	3.5%	1.4%	3.1%	0.8%

资料来源：pre-flight.cn，公司公告，航班管家，Wind，浙商证券研究所。注：16S、16W分别表示16年夏秋航季、16年冬春航季，以此类推。

注：二线航线定义为起、降机场均为2019年民航旅客吞吐量超过千万级水平的城市的航线（不含海南/新疆/云南，不含一线互飞）。

- 15W-23S，二线航线航班量从33710班次增至47426班次（+41%），占国内航线航班量的比重从51%降至41%。
- **吉祥**：16S-23S，二线航线航班量从828增至1232班次（+49%），占自身国内线航班量的比重从55%降至44%。
- **九元**：16S-23S，相关航班量从104增至278班次（+167%），占自身国内线航班量的比重从55%降至31%。
- **吉祥+九元**：23S相关航班量为1510班次/周，较16S增长62%，占自身国内线航班量的41%。
- **春秋**：16S-23S，相关航班量从706增至1524班次（+116%），占自身国内线航班量的比重从54%降至42%。

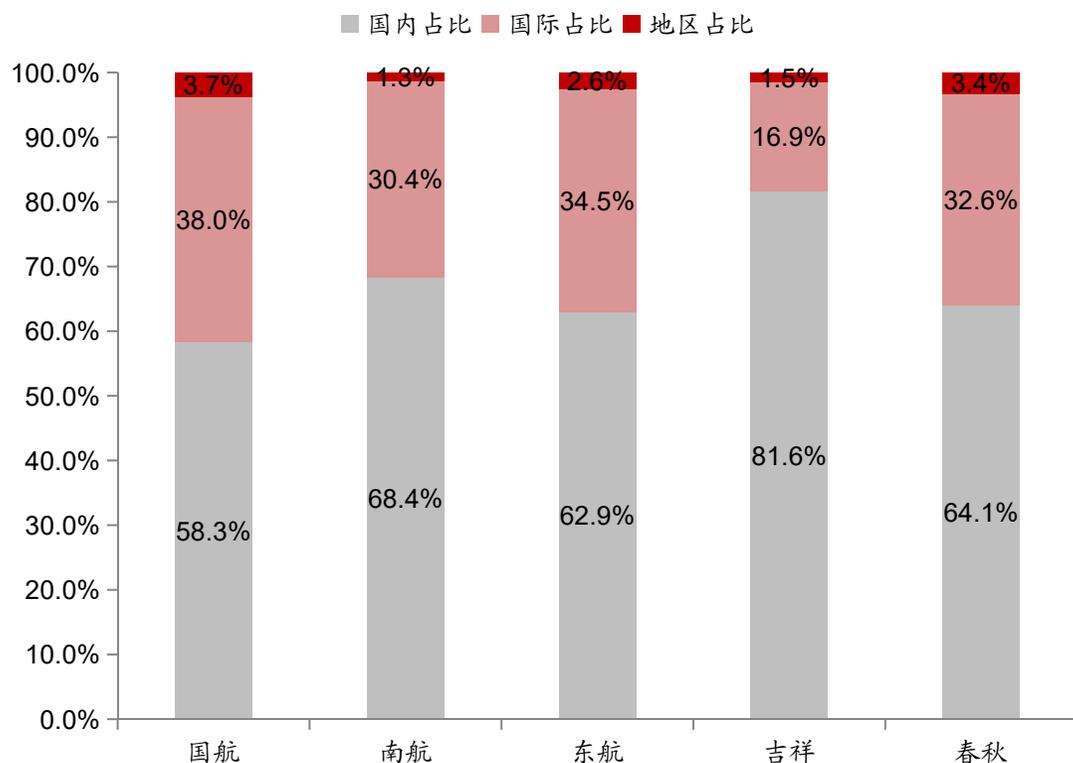
表：吉祥、春秋在二线城市航线的计划航班量与比重

单位：班次/周	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W	23S
吉祥航班量	767	828	878	882	977	1002	1017	962	988	1232
/自身国内线航班量	53.2%	54.8%	53.8%	50.6%	49.5%	47.1%	48.2%	40.7%	45.5%	44.4%
九元航班量	112	104	196	204	266	252	336	358	364	278
/自身国内线航班量	69.1%	54.7%	71.0%	60.4%	66.5%	60.6%	57.5%	58.7%	59.5%	31.2%
吉祥+九元航班量	879	932	1074	1086	1243	1254	1353	1320	1352	1510
/自身国内线航班量	54.8%	54.8%	56.3%	52.2%	52.4%	49.3%	50.2%	44.4%	48.6%	41.2%
春秋航班量	658	706	634	776	778	842	786	908	852	1524
/自身国内线航班量	50.5%	53.6%	45.1%	48.8%	49.6%	47.1%	43.9%	43.8%	42.8%	41.9%
二线航线航班量	33710	36314	35676	38037	37642	38969	38678	39641	39190	47426
/国内线航班量	50.6%	50.0%	49.0%	48.4%	47.9%	46.7%	45.9%	43.7%	44.2%	40.8%

□ 国际及地区航线上，春秋优势大于吉祥，二者主要运力聚焦日韩泰。吉祥19年起开通洲际航线，中期有望成为新增长点。

- 2019年国际及地区收入占比上，国航35.5% > 春秋35.5% > 东航33.9% > 南航29.2% > 吉祥19.6%
- 2019年国际及地区航线ASK占比上，国航42% > 东航37% > 春秋36% > 南航32% > 吉祥18%
- 航班量占自身比重上，1) 日本：吉祥48% > 春秋30%；2) 泰国：吉祥29% > 春秋28%；3) 韩国：春秋15% > 吉祥6%。

图：2019年上市航司ASK分区域占比

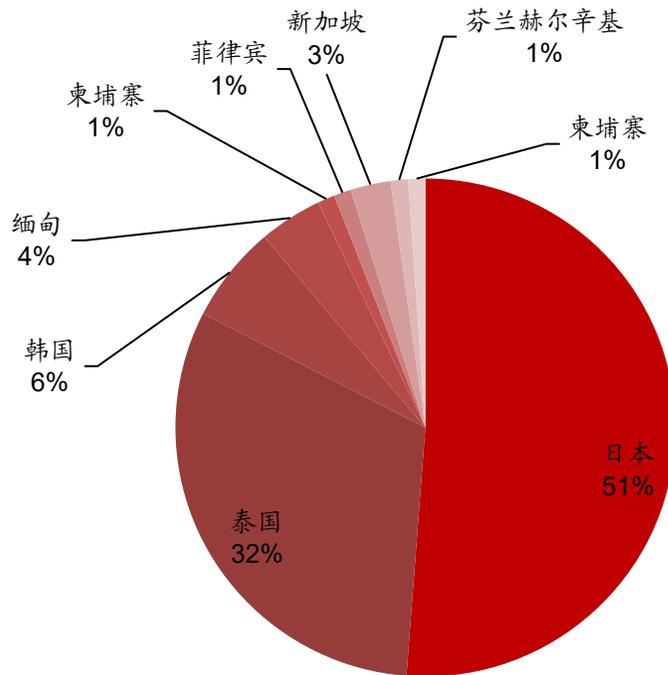


表：19冬春航季三大航国际及地区航班量分布结构（占自身的比重）

	国航	东航	南航	春秋	吉祥
港澳台	19%	21%	14%	13%	7%
日本	28%	28%	15%	30%	48%
泰国	16%	16%	14%	28%	29%
韩国	9%	16%	11%	15%	6%
新加坡	5%	3%	5%	1%	2%
美国	5%	4%	3%	-	-
加拿大	1%	2%	1%	-	-
英国	3%	1%	1%	-	-
德国	4%	1%	0%	-	-
法国	2%	2%	1%	-	-
意大利	2%	1%	0%	-	-
澳大利亚	2%	4%	6%	-	-
其他	4%	3%	30%	12%	8%

- 吉祥19年6月洲际航线首航。19冬春航季，吉祥（含九元）国际航班量（不含地区）539班次，侧重东南亚，其中日本占比51%、泰国占32%、韩国占6%。19年开通首条洲际航线（上海-赫尔辛基），19冬春赫尔辛基航线6班次/周，占比1%。
- 九元18冬春航季起开通国际航线：以缅甸为起点，拓展至泰国、柬埔寨。19冬春航季，国际航班量为70班次/周，其中泰国42班、缅甸22班、柬埔寨6班。

图：19冬春航季吉祥航空（含九元）国际航线运力投放结构



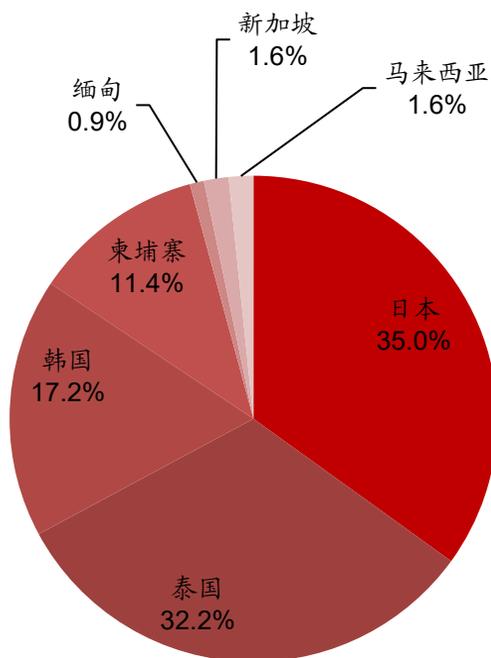
表：15冬春-19冬春航季吉祥航空国际航线航班量（班次/周；空格表示0）

航司	国际通航点	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W
吉祥HO	日本	90	90	114	110	116	114	136	156	276
	泰国	98	98	110	112	106	159	114	93	127
	韩国	26	28	28	38	10	10	26	35	34
	缅甸								10	
	柬埔寨									6
	菲律宾					56	12	20	12	6
	新加坡								14	14
	俄罗斯				6		4			
	芬兰赫尔辛基								14	6
	合计		214	216	252	266	288	299	296	334
九元AQ	缅甸							14	26	22
	泰国								6	42
	柬埔寨									6
	合计							14	32	70
吉祥+九元合计		214	216	252	266	288	299	310	366	539

□ 春秋国际运力投放高于吉祥。19冬春航季，春秋、吉祥国际航班量分别为858、539班次/周，占自身运力的比例分别为28.3%、16.0%。

□ 19冬春航季，春秋国际航班集中在亚洲7个国家，其中日泰韩航班量合计占84%（日本35%、泰国32%、韩国17%），柬埔寨占11%。

图：19冬春航季春秋航空国际航线运力投放结构



表：15冬春-19冬春航季春秋航空国际航线航班量（班次/周；空格表示0）

国际通航点	15W	16S	16W	17S	17W	18S	18W	19S	19W
日本	192	184	174	160	124	130	138	208	300
泰国	162	146	198	198	232	292	252	268	276
韩国	72	78	86	92	92	90	104	100	148
柬埔寨	8	8	36	30	62	46	56	56	98
缅甸								4	8
新加坡	8	8	8	14	20	14	14	14	14
马来西亚	8	8	14	24	28	14	14	14	14
菲律宾				6		4			
越南	4			8					
合计	454	432	516	532	558	590	578	664	858

03

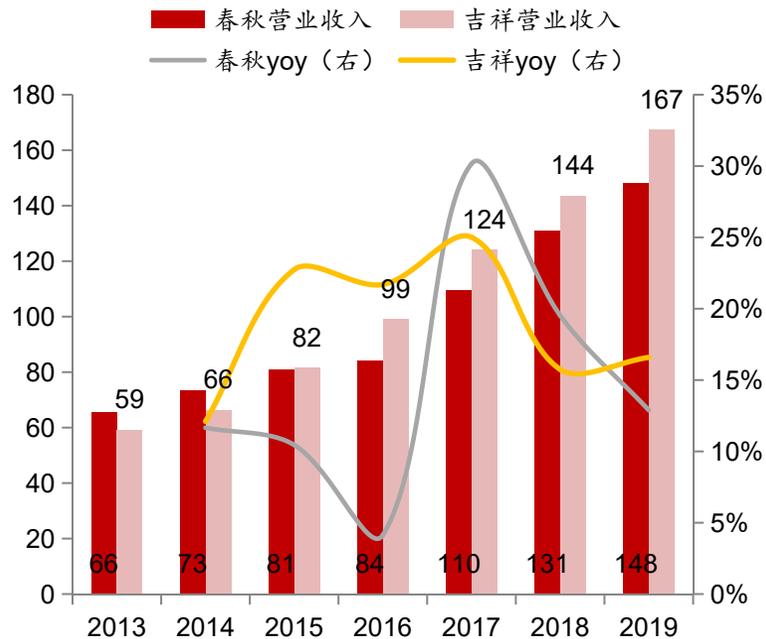
盈利比较

- (1) 收入端：吉祥单位收入更高
- (2) 成本端：春秋践行极致的成本管控，吉祥持续优化
- (3) 补贴端：因定位差异，春秋航线补贴收入规模远高于吉祥
- (4) 利润端：毛利率吉祥 > 春秋，净利率春秋 > 吉祥

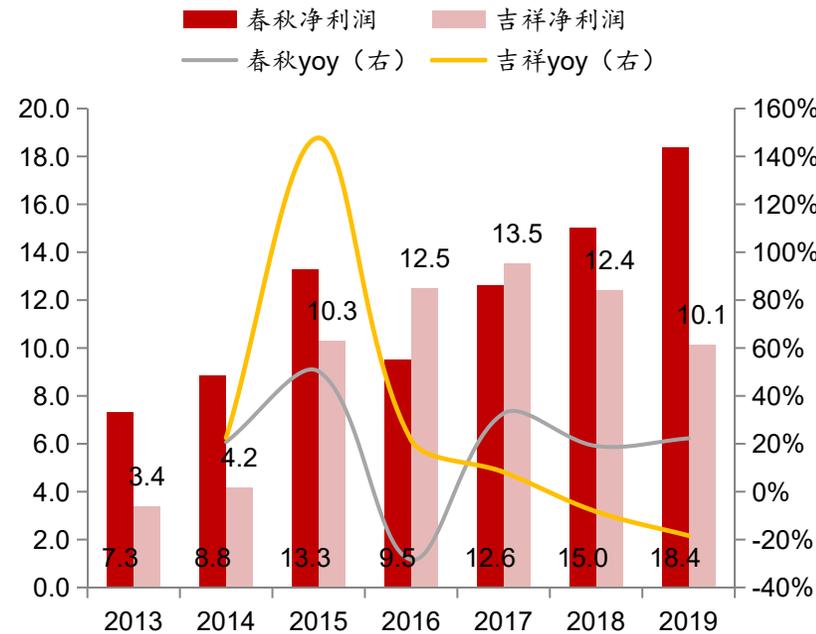
03 19年盈利能力：毛利率吉祥 > 春秋，净利率春秋 > 吉祥

- **营业收入**：2019年，吉祥收入167亿元/+17%，春秋收入148亿元/+13%。
- **净利润**：在吉祥引入宽体机前的2017年，吉祥、春秋净利润分别为13.5、12.6亿元。2019年，吉祥净利润10.1亿元/-18%，主要受新引入的宽体机拖累；春秋净利润18.4亿元/+22%。
- **毛利率、净利率**：2019年，吉祥毛利率14%、净利率6%；春秋毛利率11%、净利率12%，其中补贴贡献明显。

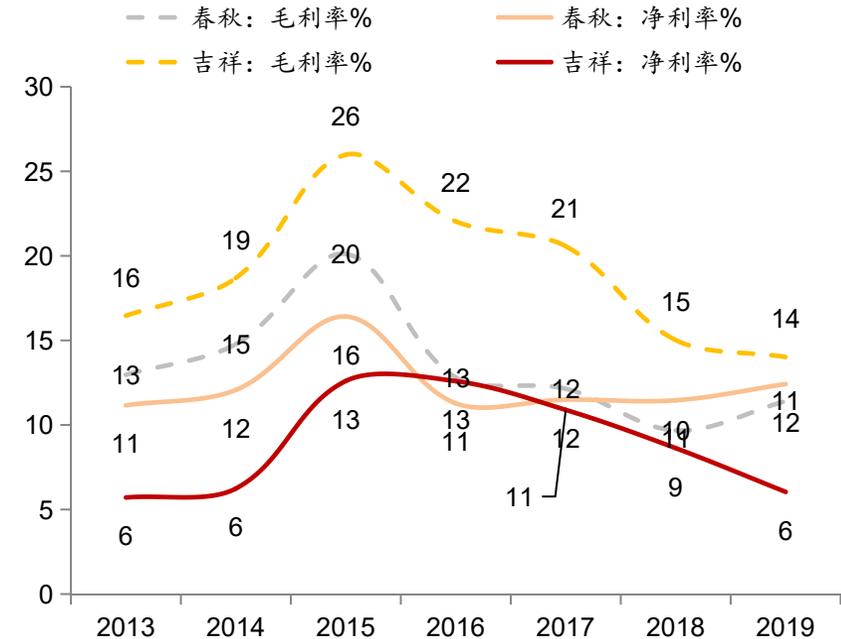
图：吉祥、春秋航空营业收入（亿元）



图：吉祥、春秋航空净利润（亿元）

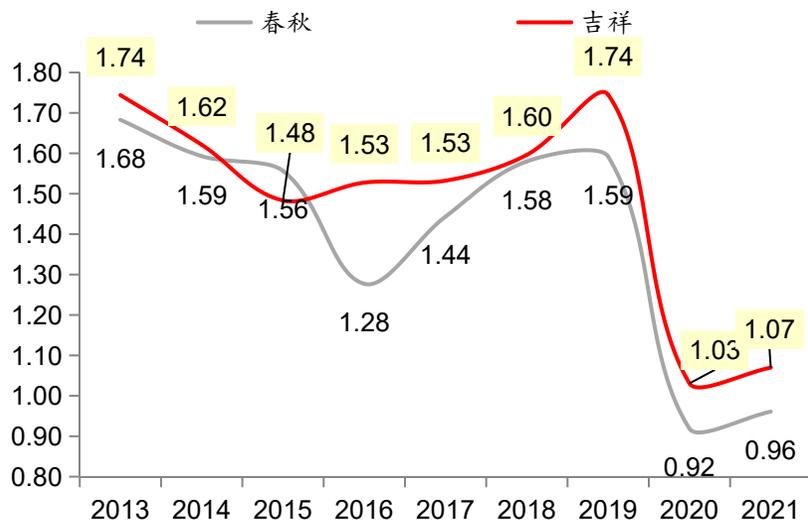


图：吉祥、春秋航空毛利率、净利率

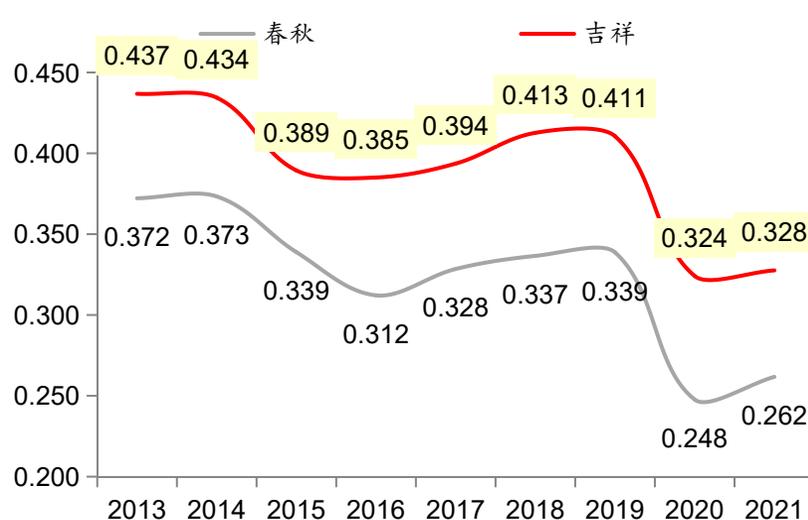


- **单机营业收入**：2013-2019年，吉祥航空单机营业收入区间为1.48-1.74亿元，春秋航空单机营业收入区间为1.28-1.68亿元。
- **单位ASK收入**：2013-2019年，吉祥航空单位ASK收入区间为0.385-0.437元，春秋航空单位ASK收入区间为0.312-0.373元。
- **单位RPK收入**：2013-2019年，吉祥航空单位RPK收入区间为0.449-0.522元，春秋航空单位RPK收入区间为0.340-0.401元。

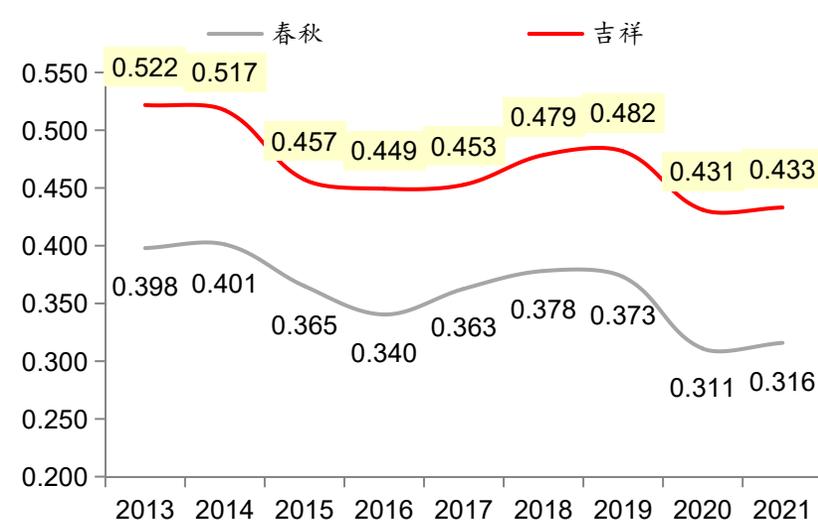
图：吉祥、春秋航空单机收入（亿元/架）



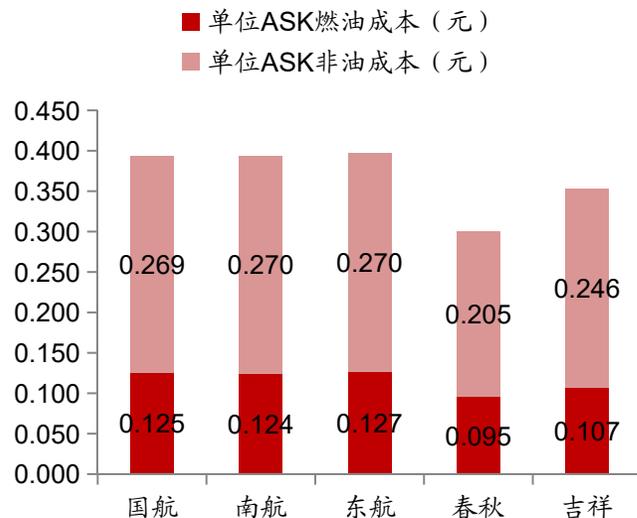
图：吉祥、春秋航空单位ASK收入（元）



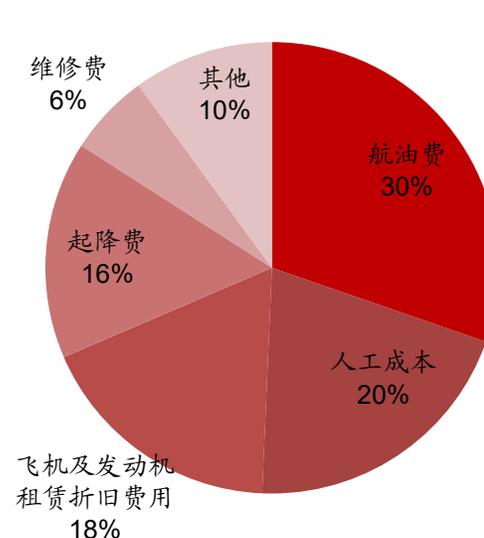
图：吉祥、春秋航空单位RPK收入（元）



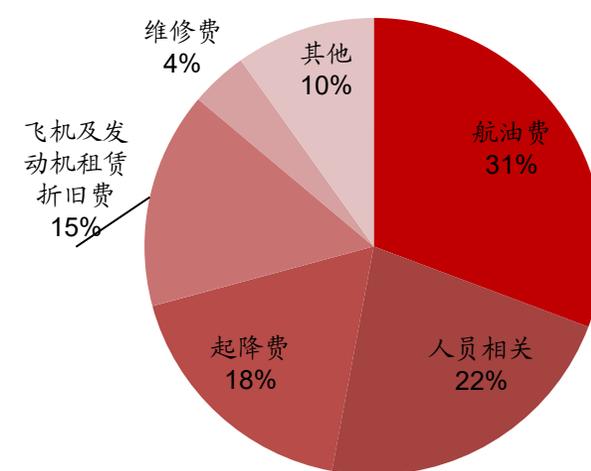
图：上市航司2019年单位成本结构



图：19年吉祥航空营业成本结构



图：19年春秋营业成本+销售费用+管理费用结构



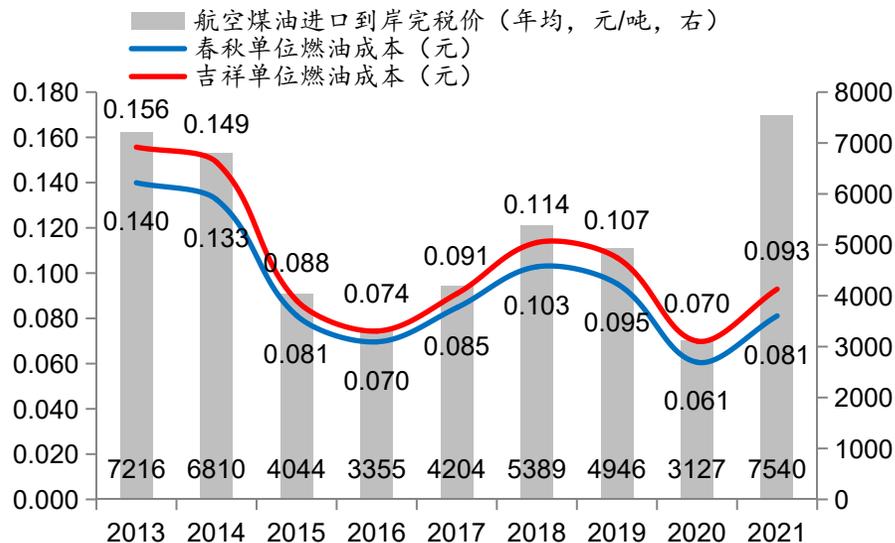
单位ASK营业成本：

2019年，三大航（平均）、吉祥、春秋单位成本分别0.395、0.353、0.300元。其中，三大航（平均）、吉祥、春秋单位燃油成本分别为0.125、0.107、0.095元，单位非油成本分别为0.270、0.246、0.205元。

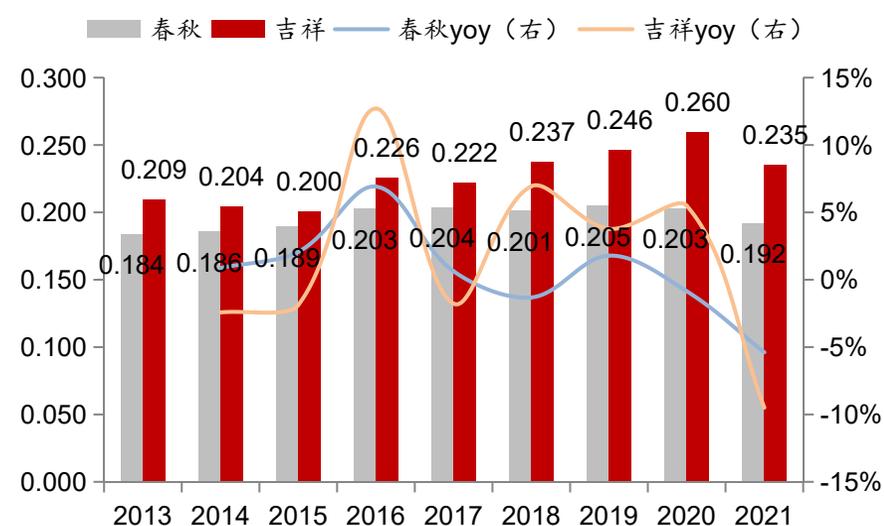
成本结构：燃油+非油固定成本占比8-9成。从吉祥、春秋19年情况来看，

航油成本占比约30%，人工成本占比约20%，飞机及发动机租赁折旧费占比15%-18%，起降费占比16%-18%，维修费占比4%-6%。

图：吉祥、春秋航空单位ASK燃油成本



图：吉祥、春秋航空单位ASK非油成本 (元)



□ **人工成本**：2019年，春秋单机员工人数91人，单位ASK人工成本**0.061元**，上涨主要因为薪酬待遇提升。吉祥单位员工人数90人，单位ASK人工成本**0.072元**。我们认为差异主要跟经营模式有关。

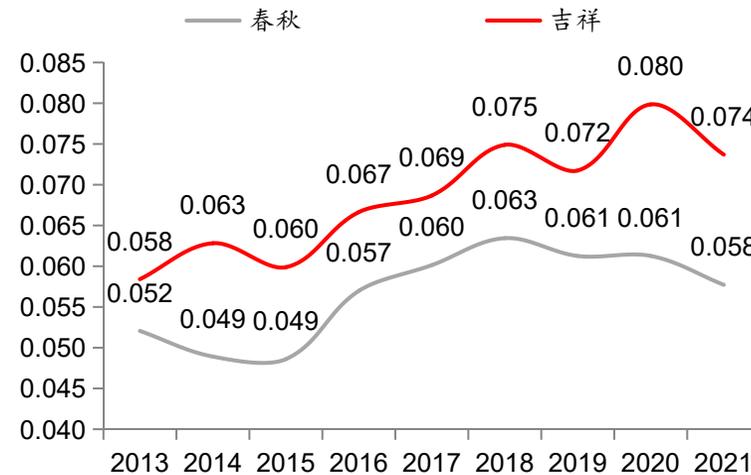
□ **起降成本**：2019年春秋、吉祥单架次起降成本分别为**1.48万元、1.72万元**。单架次收费标准由民航局制定，与机场等级、机型有关，同时机场与航司可在指导价基础上自行约定折扣，优惠一般倾斜于基地航司（春秋基地更多）。**收费标准差异主要体现在：**

1) 低级别机场>高级别机场：一类机场（北上广深成都）收费标准最低，三类机场（主要为1500万旅客量级以下机场）最高，吉祥三类机场航班量占比低于春秋。

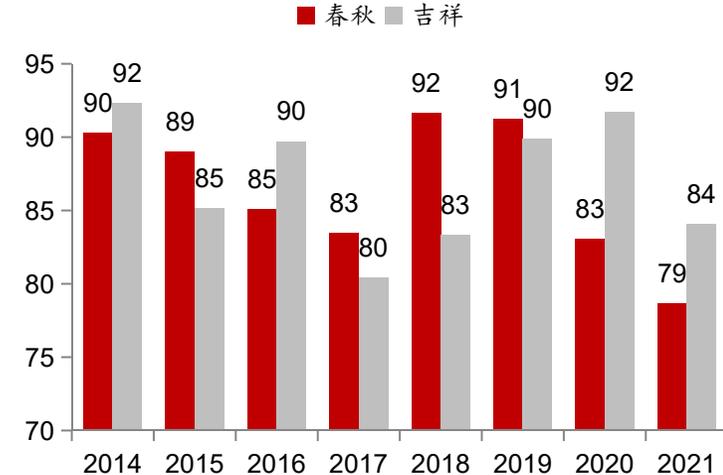
2) 大飞机>小飞机：2019年末，吉祥拥有7架B787大飞机（占比7.3%），春秋均为A320系列小飞机。

3) 国际及地区航班>国内航班：19冬春，吉祥国际及地区航班量占比20%，春秋占比34%。

图：吉祥、春秋单位ASK人工成本（元）



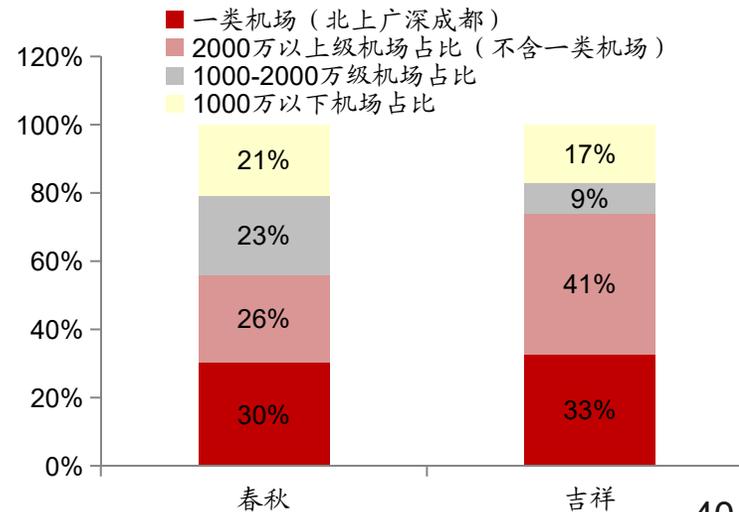
图：吉祥、春秋单机员工人数



图：吉祥、春秋单位起降架次起降费（万元/架次）



图：吉祥、春秋在国内各类机场的航班量结构



□ **维修成本**：2019年，吉祥、春秋单位ASK维修成本分别为0.021、0.014元，单机维修成本分别为881、655万元。1) **单一机型能有效降低维修成本**，春秋航空为A320系列单一机型，吉祥航空为A320系列、B737、B787多元机队。2) **航司一般5-6年会对飞机及发动机进行大修**，大修当年单机维修成本同比将显著增加，比如吉祥2016年、2019年均会发生。

□ **飞机、发动机租赁折旧成本**：2017年，春秋、吉祥单机成本为0.21、0.22亿元；2019年，分别为0.22、0.27亿元。我们认为差距拉大主要跟机型结构有关：1) 从目录价来看，宽体机B787为窄体机的2.4倍左右。2018.10吉祥开始接收宽体机，2019年末已接收6架B787。2) 春秋机队为单一窄体机，规模优势下有望拿到更大折扣力度。

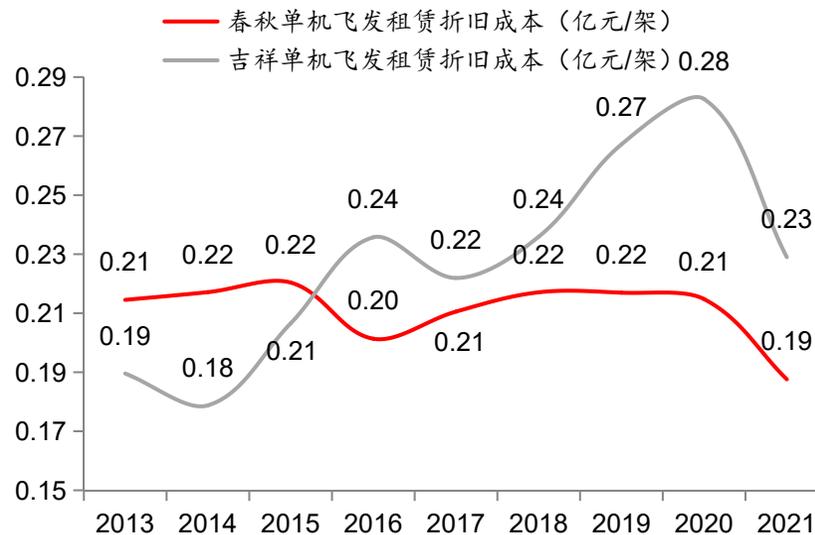
图：吉祥、春秋航空单机维修成本（万元/年）



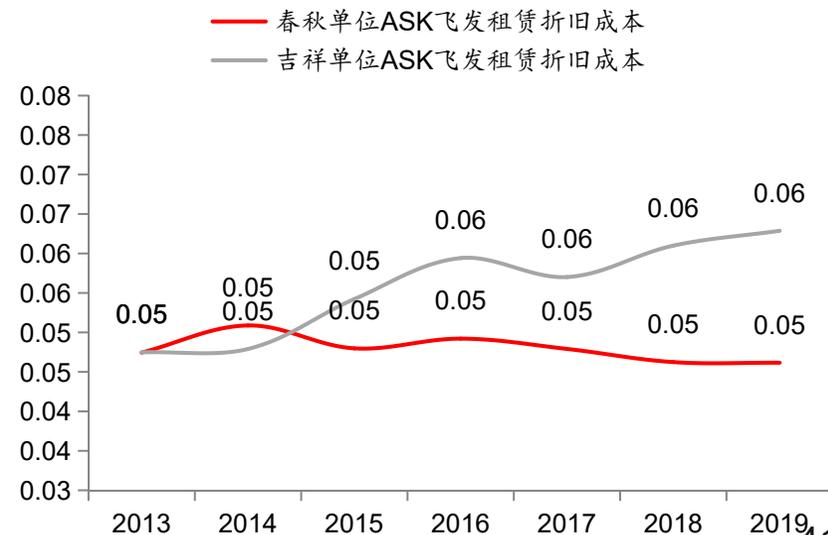
图：吉祥、春秋航空单位ASK维修成本（元）



图：吉祥、春秋航空单机飞发租赁折旧成本

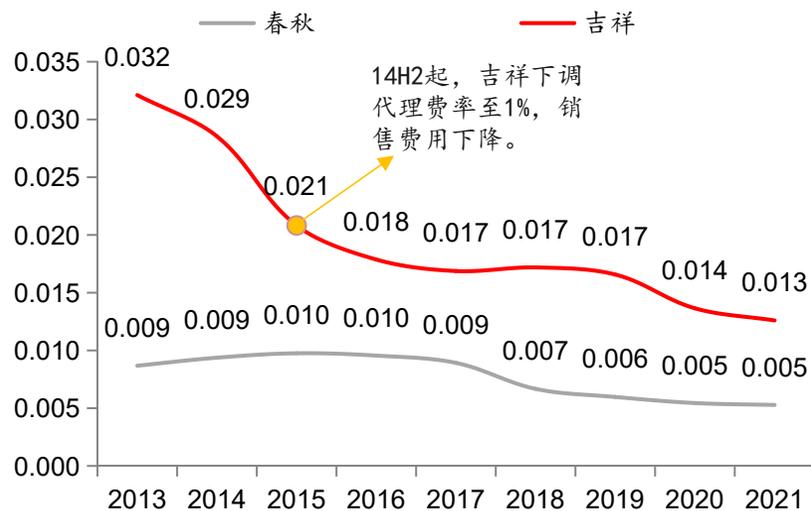


图：吉祥、春秋航空单位ASK飞发租赁折旧成本

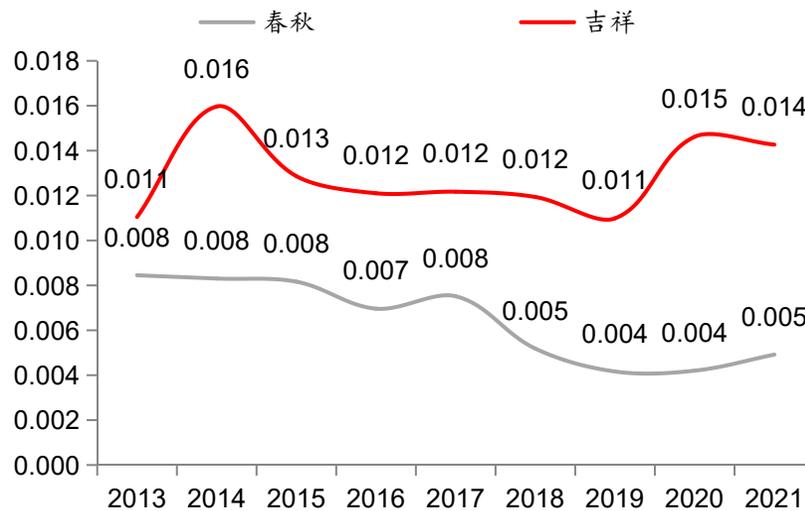


- 单位ASK销售费用：**2019年，春秋航空、吉祥航空单位销售费用分别为0.006、0.017元。1) 春秋航空：根据19年报，公司除包机包座业务以外的销售渠道占比中，电子商务直销（含OTA旗舰店）占比达91.9%，故销售费用低于同行。2) 吉祥航空：2014下半年起下调代理费率至1%，故14-15年单位销售费用从0.029元下降至0.021元。
- 单位ASK管理费用：**13-19年春秋航空从0.008元降至0.004元；14-19年吉祥航空单位ASK管理费用持续改善。
- 财务费用：**2019年，春秋、吉祥航空财务费用分别为1.1亿元、3.4亿元。2021年，受新租赁准则影响（经营租赁由表外转表内），吉祥航空当年财务费用5.4亿元（上年为3.75亿元），春秋航空2.9亿元（上年为0.8亿元）。

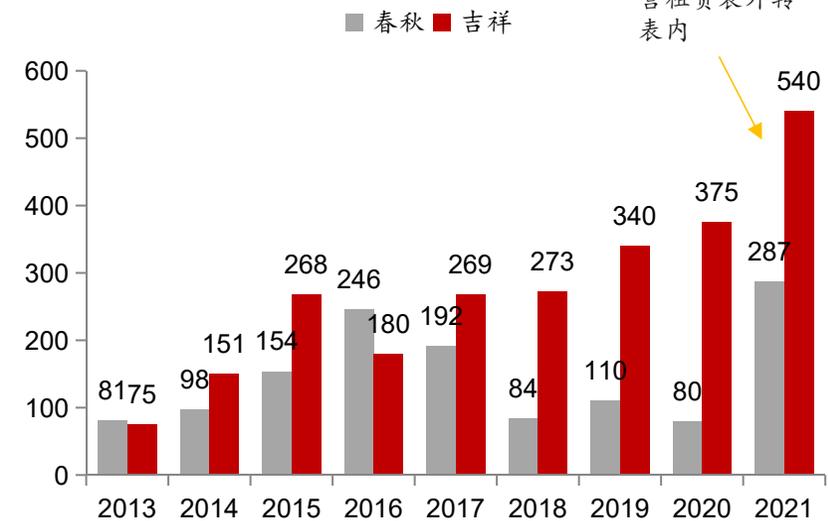
图：吉祥、春秋航空单位ASK销售费用（元）



图：吉祥、春秋航空单位ASK管理费用（元）



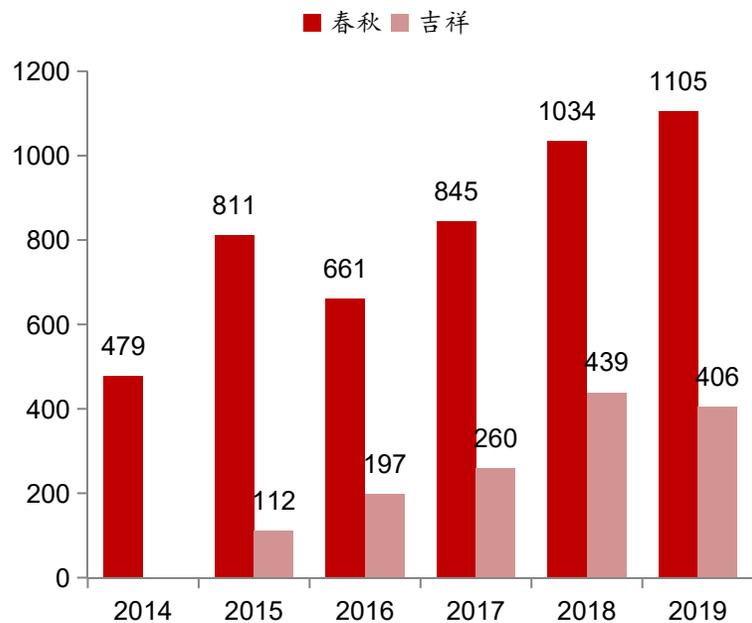
图：吉祥、春秋航空财务费用（百万元）



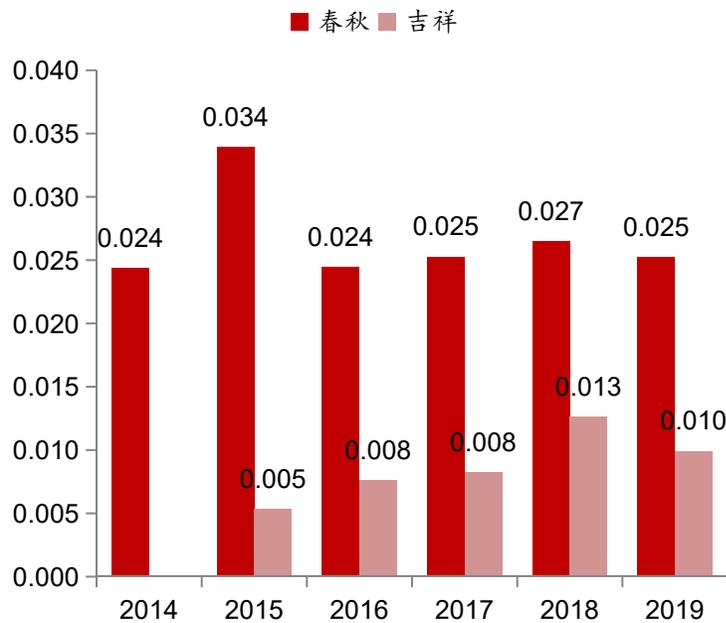
21年起适用新租赁准则，经营租赁表外转表内

- 春秋航线补贴收入规模远超吉祥，对利润产生强支撑。从国内航空业发展阶段来看，我们认为中期航线补贴收入规模仍具有持续性。2019年，春秋、吉祥航空分别取得航线补贴11.05亿元/+6.9%、4.06亿元/-7.5%；单位ASK航线补贴分别为0.025元、0.010元。航司在与地方机场/政府的合作中产生航线补贴收入，因定位差异，低成本航司春秋航空在低线市场的份额高于吉祥，故取得规模更大的航线补贴收入。
- 2019年，春秋、吉祥净利润分别为18.4、10.1亿元，净利率分别为12.4%、6.0%；剔除掉航线补贴后，净利润（不含补贴）分别约10.1、7.1亿元，净利率（不含补贴）分别为6.8%、4.2%。

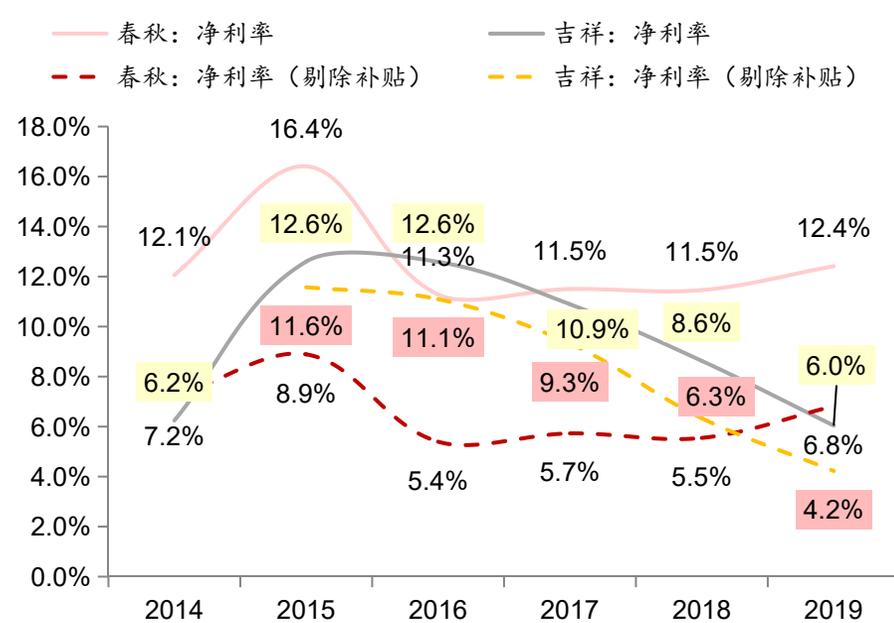
图：2014-2019年春秋、吉祥航空航线补贴（百万元）



图：2014-2019年春秋、吉祥单位ASK航线补贴（元）



图：2014-2019年春秋、吉祥净利率、净利率（剔除补贴）



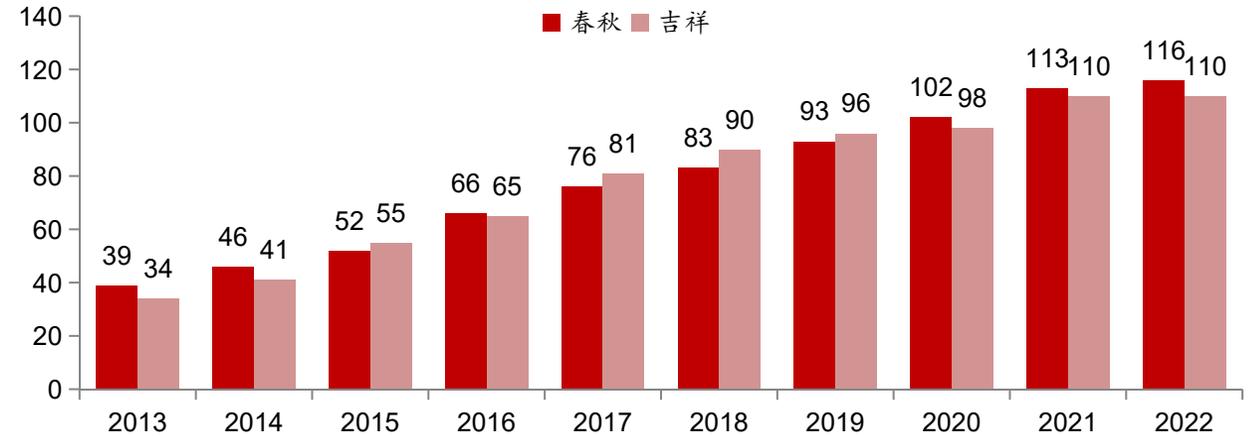
04

发展战略 总结

- (1) 0-50架飞机：吉祥、春秋各项数据趋同
- (2) 51-80架飞机（15-17年）：吉祥分化出九元，春秋多基地战略
- (3) 81-150架飞机（17年至今）：吉祥拓展洲际，春秋发力二线城市、加密中短途国际线

- 2014年，春秋、吉祥ASK增速分别为11%、13%，RPK增速分别为11%、13%，收入增速分别为12%、12%，净利润增速分别为21%、23%。
- 2013-19年，春秋、吉祥机队规模复合增速分别为16%、19%，ASK复合增速分别为16%、20%，RPK复合增速分别为16%、20%，收入复合增速分别为15%、19%，净利润复合增速分别为17%、20%。

图：吉祥、春秋机队规模（架）

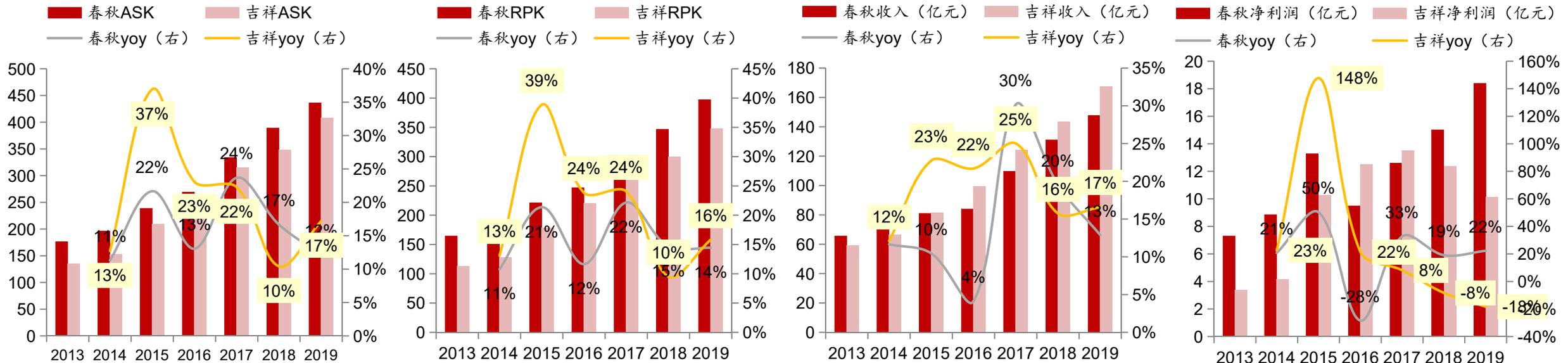


图：吉祥、春秋ASK及同比

图：吉祥、春秋RPK及同比

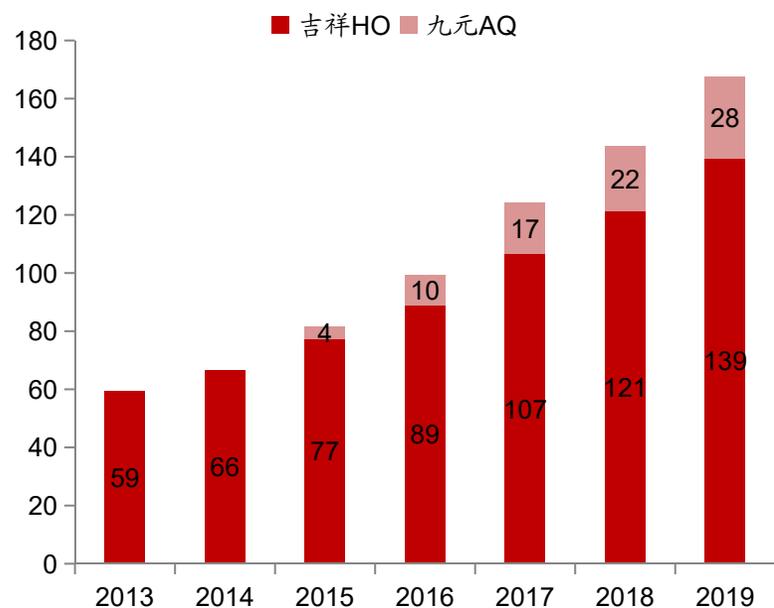
图：吉祥、春秋收入及同比

图：吉祥、春秋净利润及同比

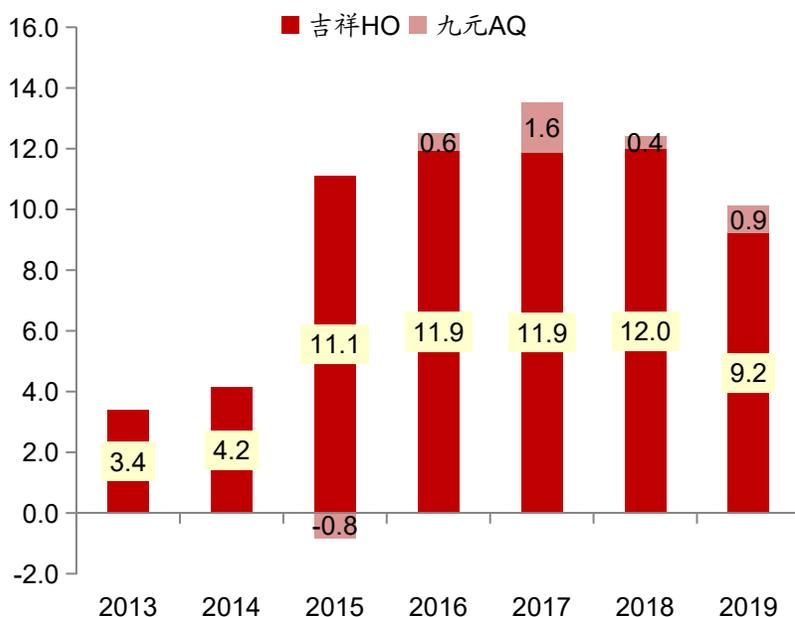


- 吉祥14年分化出低成本航司九元航空**，实现高、中、低端旅客市场全覆盖，实现双品牌及双基地运行的发展战略。九元定位低成本航司，15年初开航。2016年，九元航空运营11架B737飞机，实现营业收入10亿元，并开始盈利。2019年，九元运营20架B737飞机，实现营业收入28亿元，占吉祥整体的17%；净利润0.9亿元，占吉祥整体的9%。2022年末，吉祥HO、九元AQ分别拥有87架、23架飞机。
- 春秋实行多基地发展战略**：在持续强化上海枢纽机场的基地优势的基础上，公司加快在上海主基地以外的其他战略性基地的建设和开发，构建多元化航线网络。2014-2018年，先后设立深圳基地、扬州泰州基地、宁波基地、揭阳潮汕基地。

图：吉祥、九元航空营业收入（亿元）



图：吉祥、九元航空净利润（亿元）



表：春秋航空基地设立情况

基地	设立年份
上海	2004年
沈阳	2010年
石家庄	2011年
深圳	2014年
扬州泰州	2016年
宁波	2017年
揭阳潮汕	2018年
兰州	2019年
西安	2019年
南昌	2021年
大连	2021年
成都天府	2021年

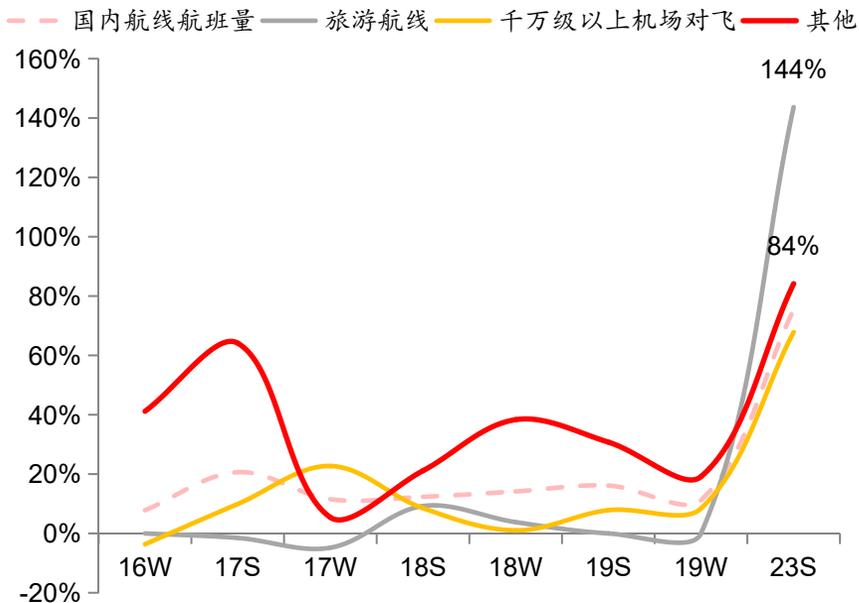
□ **吉祥航空17年起大力拓展洲际航线。**2017年与波音签订10架宽体机B787购买协议，2018年10月接收首架B787，2019年6月开通首条洲际航线（上海-赫尔辛基）、2020年开通第2条洲际航线，22年末已有6架B787在列。2023年，公司预计Q3接收2架B787，并规划多条远程洲际航线。我们预计，随着B787利用率提升，单机盈利能力将有明显改善，**我们测算得（具体见后文），19年吉祥B787单机利润总额约-0.36亿元，正常利用率、正常票价下有望达0.53亿元。**

表：吉祥航空购买宽体机、运营洲际航线进展

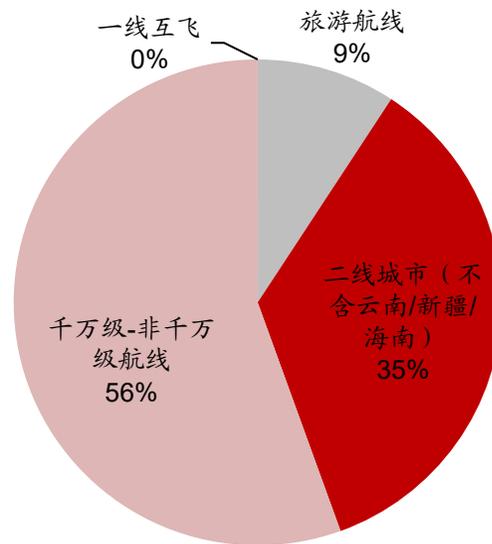
时间	进展	具体内容
2017年1月	确认购买5架宽体机	吉祥与波音签订《购买B787系列飞机协议》，5架为确认购买（18年交付3架、19年交付2架），5架为意向购买（可撤销）。
2017年11月	确认增加购买5架宽体机（原为意向）	确认购买《购买B787系列飞机协议》中意向购买的5架B787-9远程宽体机飞机，意向于19年引进1架、20年引进4架。
2018年10月	接收首架B787，并成功商业首航	大陆民营航空首架宽体客机正式投入商业运营。
2018年12月	接收第2、3架B787	公司已有3架B787飞机入列
2019年3月	接收第4架B787	/
2019年6月	开通首条洲际航线	上海-赫尔辛基航线
2019年8月	接收第5架B787	/
2019年12月	接收第6架B787	/
2020年10月	开通第2条洲际航线	郑州-赫尔辛基航线
2023年	1) 恢复接收宽体机 2) 新开洲际航线	1) 预计Q3接收2架宽体机； 2) 积极规划多条远程洲际航线，包括上海至希腊雅典、比利时布鲁塞尔、澳大利亚悉尼、墨尔本，郑州至意大利米兰、法国巴黎、美国纽约。

- 春秋航空国内线：17年起加速发力二线航线。** 1) 16年起公司加速在省会城市设立基地。根据公司17年报披露，由于一线机场增量时刻有限，公司将大部分国内同比新增运力投放至二线市场，新设扬州泰州、宁波基地；二线市场基地及新设基地ASK占国内线比重分别从16年的23.3%、1.3%提升至17年的24.8%、8.6%。2) 23夏秋，春秋国内航班量较16夏秋增长76%至3638班次/周，增量航班中，35%为二线城市航线（千万级-千万级），9%为旅游航线，56%为千万级-非千万级航线。
- 春秋航空国际线：加密东南亚中短途航线，日韩泰运力占比持续提升。** 公司于15年增设泰国曼谷和日本名古屋过夜航班，与大阪和济州过夜航班构成公司境外基地网络。2019年，公司在日韩泰航线ASK占国际线的83%，国际线收入占32%。19冬春较16冬春新增国际航班量中，日本、泰国、韩国分别占37%、23%、18%。

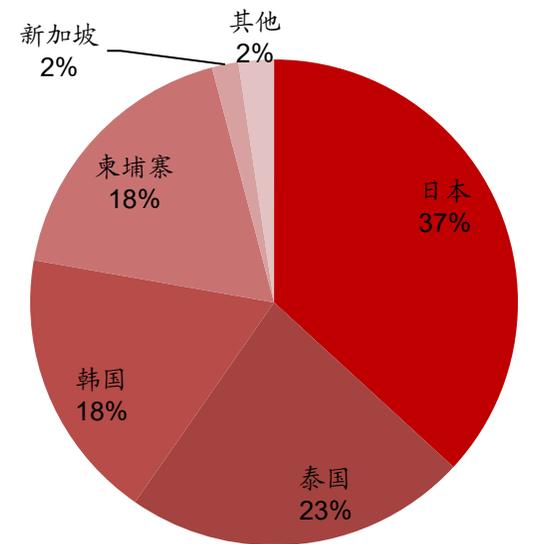
图：春秋航空国内各类航线航班量同比



图：春秋23S较16S新增国内线航班量分布



图：春秋19W较16W新增国际航班量分布



05

未来判断

航空供需大周期已拉开序幕

**机队增速：上市航司19-24年CAGR
约为3.2%**

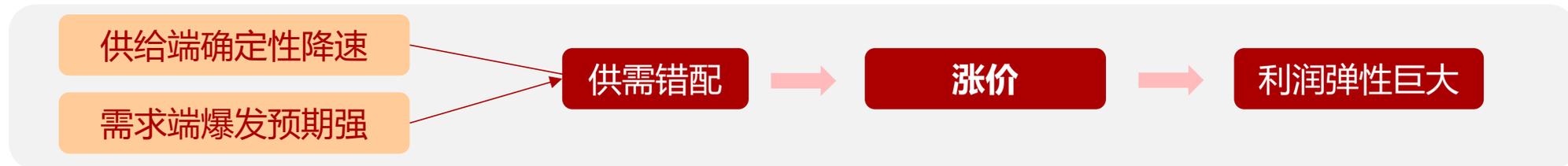
吉祥：787成中期增长点

九元：在广州逐步站稳脚跟

春秋：发力国内二线，加密日韩泰

**核心资源或向枢纽机场的主运营公
司倾斜**

□ **航空供需大周期已拉开序幕。**十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，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。根据中国民航报，客运全面复苏+货运正贡献+汇兑正收益多重驱动下，1月国内航司盈利31.6亿元。



(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，根据航司公告披露的最新计划，19-25年三大航机队规模CAGR约2.8%。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：有望迎来持续性爆发。国内方面，根据航班管家，2月民航国内航班量已恢复至19年、客流量已恢复至2019年同期的90%。23夏秋航季，国内航班计划量较19年增长29%，国际及地区航线恢复至19年的6成左右。23Q1需求恢复亮眼，多地会展集中举办下Q2有望淡季不淡，Q3旺季有望更旺，票价高增长可期。

(3) 票价基础提升充分，涨价下利润弹性可观。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冬春航季，一线互飞航线累计涨幅超70%。若需求端持续爆发、民航业出现供需错配，我们预计航司联手涨价意愿较强，利润弹性可期。

- 根据公司公告，2022年末，吉祥、春秋机队规模分别为110架、116架。根据公司公告披露的未来三年机队引进计划，考虑吉祥航空恢复接收737 MAX，我们预计24年末春秋、吉祥机队规模分别为136、133架，对应19-24年CAGR分别为7.4%、7.2%。
- 5家上市航司合计来看，19-24年CAGR约为3.2%。

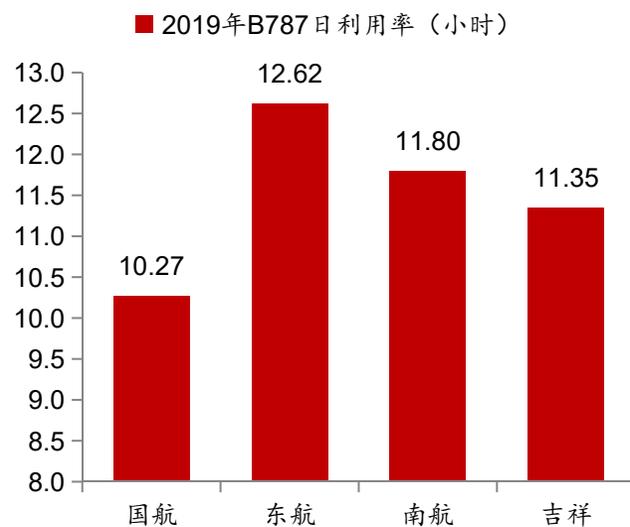
表：2013-2025年上市航司机队规模与预测（架，仅含客机，不含货机、公务机；2023年起国航并表山航）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	19-24 CAGR	19-25年 CAGR
中国国航	477	519	567	601	634	664	694	702	741	757	765	798	826	2.8%	2.9%
山东航空	66	74	86	98	113	122	124	131	134	134	134	134	134	1.6%	1.3%
国航（含山航）	-	-	-	-	-	-	818	833	875	891	899	932	960	2.6%	2.7%
南方航空	551	602	653	688	740	826	848	851	862	879	935	988	1040	3.1%	3.5%
中国东航	465	497	535	581	627	680	723	725	752	775	797	824	822	2.6%	2.2%
三大航合计	1493	1618	1755	1870	2001	2170	2389	2409	2489	2545	2631	2744	2822	2.8%	2.8%
春秋航空	39	46	52	66	76	81	93	102	113	116	120	133	-	7.4%	-
吉祥航空	34	41	55	65	81	90	96	98	110	110	123	136	-	7.2%	-
合计	1566	1705	1862	2001	2158	2341	2578	2609	2712	2771	2874	3013	-	3.2%	-
YOY	-	9%	9%	7%	8%	8%	10%	1%	4%	2%	4%	5%	-	-	-

注：三大航23-25年机队规模计划来自公司22年年报；吉祥、春秋23-24年计划为浙商交运团队基于21年报数据、22年末公告数据预测。

- **吉祥：18-19年连续引入6架宽体机致业绩承压，2023年起公司将积极开拓洲际航线，宽体机负面影响将逐步解除，787将成为中期增长点，补贴增量亦可观。** 1) 2018年10月到2019年12月，公司连续引入6架宽体机。直到2019年6月底，公司才开通首条洲际航线，因此，19年其B787飞机日利用率仅11.35小时，而同年东航、南航旗下B787飞机日利用率分别为12.6、11.8小时，对公司盈利表现有所拖累，导致公司19年净利润从上年的12.4亿元降至10.1亿元 (-18%)。随着洲际航线恢复运行，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。
- **九元：19年起，九元在广州主基地的时刻迎来放量，未来有望维持市场份额。此外，公司在辅基地贵阳的运力投放亦上升明显，持续巩固基地航司地位。**

图：19年国内航司B787利用率



表：19年吉祥各机型利用率、客收

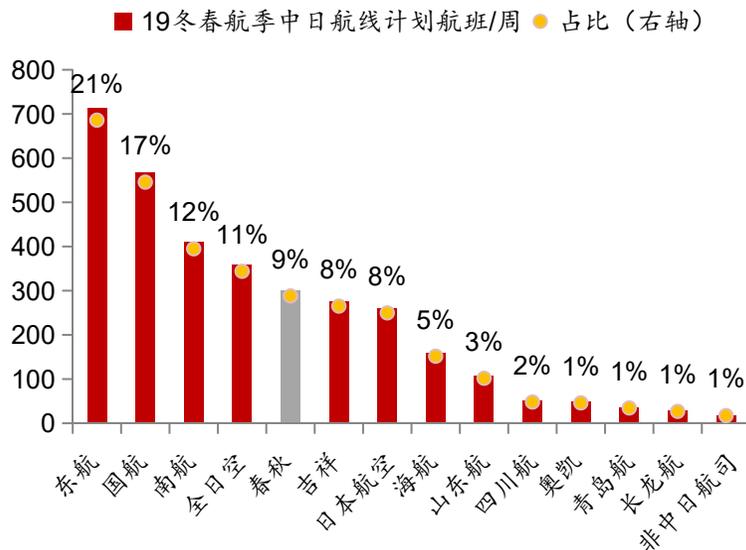
	A320系列	B737系列	B787系列	总计
客座率	84%	91%	84%	85%
旅客运输量 (万人)	1553	478	171	2202
日利用率 (小时)	10.65	10.59	11.35	10.67
客公里收益 (19年, 元)	0.50	0.56	0.37	0.41
客公里收益 (18年, 元)	0.50	0.6	0.36	0.41

表：上海市财政局对基地航空公司的补贴条款

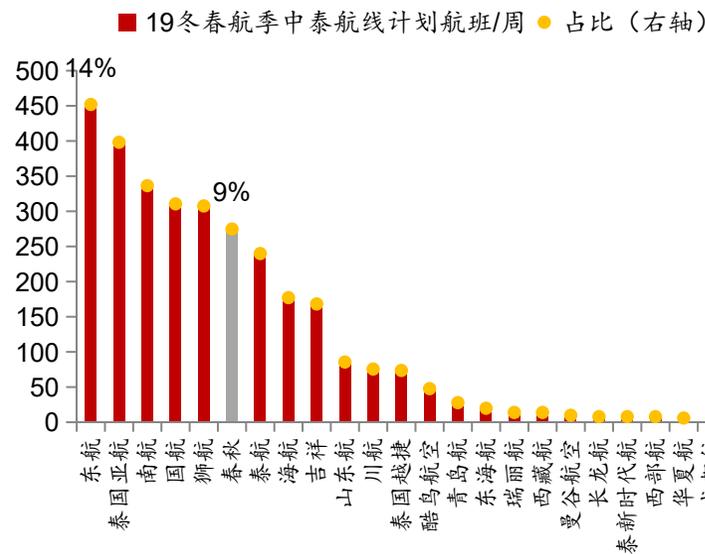
航司要求	补贴措施	补贴标准 (万元)
本市基地航司	新辟中远程国际线1条	3000
本市基地航司	复航中远程国际线1条	2000
本市基地航司	加密中远程国际线1条	1000
年旅客运量≤500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	500
年旅客运量500-1000万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	1000
年旅客运量1000-1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	2000
年旅客运量≥1500万的基地航空公司	年旅客中转率每提高1pct	5000

- 2019年，春秋航空有82.8%的国际航线运力（ASK口径）投放于三大主力航线泰国、日本和韩国航线，合计同比增长18%；其中日本增速超过65%。19冬春航季，在中日、中泰、中韩航线上，春秋航班量占比在国内航司里面仅次于三大航。
- 疫情后日韩泰国内航空业格局均出现重大变化，春秋有望凭借较高的市占率获取更多时刻资源。1) 日本：成田/羽田机场19年末刚放量，疫情后日本航司新一轮整合基本结束，当前仅剩全日空、日本航空两大航空集团。2) 泰国：疫情后泰国多家航司停飞、破产，航空市场格局发生巨大变化，料重整期较长，比如皇雀航空计划在5年内完成业务复苏。3) 韩国：前两大航司韩亚航空、大韩航空拟合并，目前正在接收各国反垄断审查。根据澎湃新闻报道，中国方已附加限制性条件批准；根据韩联社，欧盟正在进行审查。

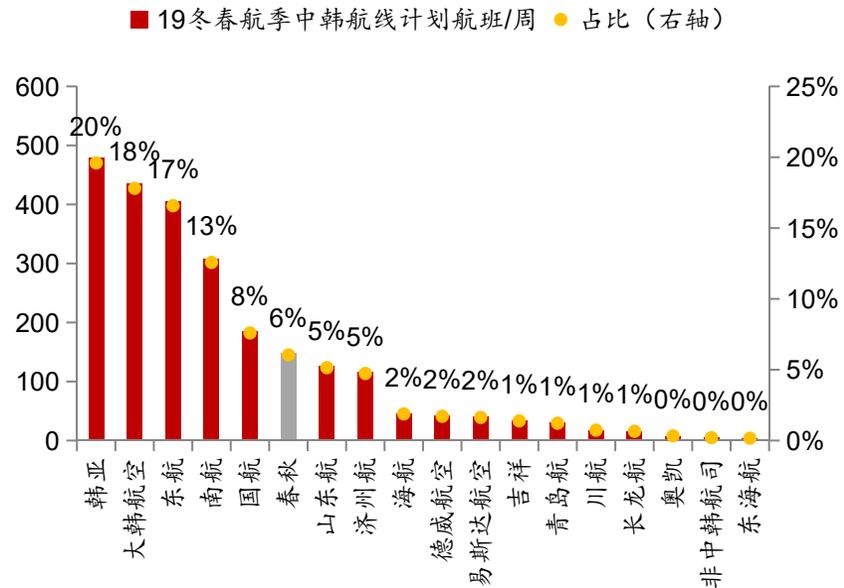
图：19冬春航季中日航线航班分布



图：19冬春航季中泰航线航班分布



图：19冬春航季中韩航线航班分布



□ 在2022、2023年全国民航工作会议上，局方连续两年提出鼓励航司形成差异化竞争：

1) **2022年**：央广网记者从民航局召开的**2022年1月的民航工作会**上获悉，民航将鼓励企业根据市场变化，调整市场策略，形成差异化竞争优势，不搞“白菜价”恶性竞争。民航将鼓励大型骨干航空公司围绕各自核心市场，聚焦中远程商务旅客，鼓励中小航空公司专注支线市场。

2) **2023年**：根据澎湃新闻/民航资源网报道，2023年1月6日召开的全国民航工作会议上提到：

- **鼓励大型骨干航空公司围绕各自核心市场，聚焦中远程商务旅客，打造枢纽间空中快线；**
- **鼓励中小航空公司专注支线市场，大力开拓中小城市航空市场，与骨干航空公司形成互补；**
- 稳妥有序恢复国际航空市场；
- 民航局今年将推动航权、时刻等关键资源优化配置改革，**支持核心资源向枢纽机场的主运营公司倾斜。**

06

利润弹性测 算

春秋、吉祥市值对比

单机盈利模型（分机型）

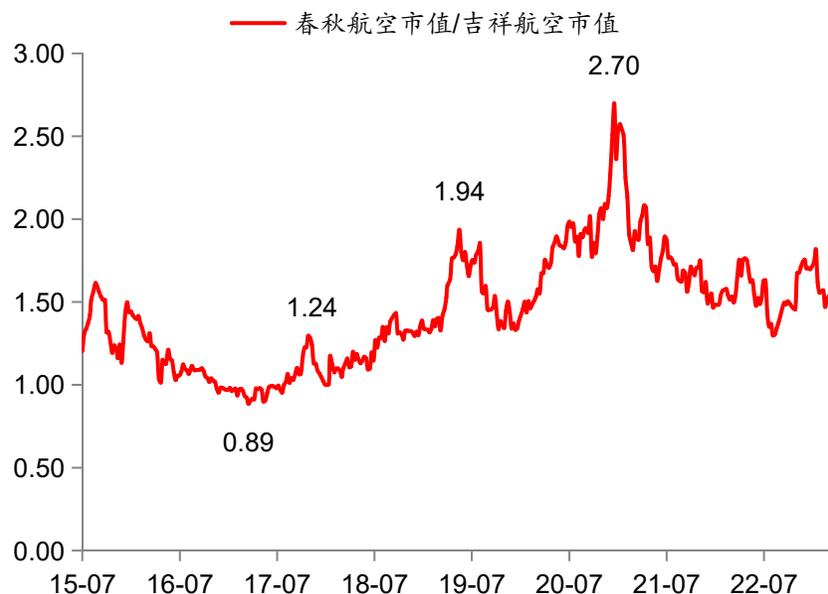
3种角度下的利润弹性测算

盈利预测与投资建议

风险提示

- 16H1-18H1春秋、吉祥市值接近，此阶段两者机队规模、各项经营数据、业绩表现趋同。
- 18下半年起，春秋、吉祥市值出现分化。我们认为主要原因为：1) 吉祥17年1月签署宽体机购买协议，18H2开始接收宽体机B787，一方面宽体机短期飞国内航线拖累整体利用率与业绩表现，18-19年吉祥利润率因引入宽体机连续下滑；另一方面市场对宽体机能否运营成功存在担忧。2) 春秋作为低成本龙头，市场给予一定估值溢价。
- 15年9月-19年12月，春秋航空、吉祥航空PE (TTM) 中枢分别为27倍、24倍；单机市值中枢分别为4.4亿元、3.8亿元。

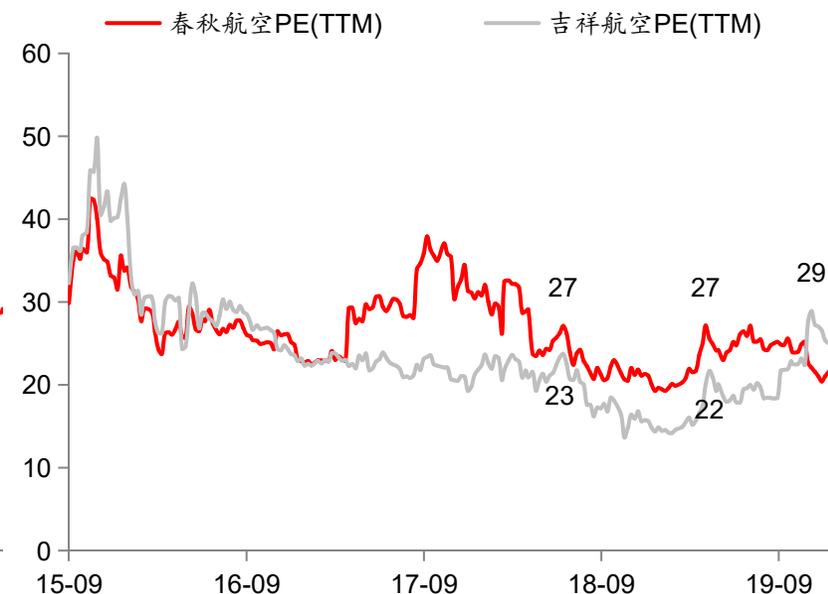
图：春秋、吉祥市值比较



图：春秋、吉祥单机市值比较



图：春秋、吉祥PE(TTM)



- 基于吉祥16-19年数据，我们拆分测算得窄体机A320系列飞机单机盈利模型，如右表所示：
 - **收入端：单机营业收入约1.56-1.73亿元。**
 - **成本端：单机成本约1.2-1.4亿元。**假设油价保持在2019年水平（平均55-60美元/桶），年燃油成本为0.44亿元，占成本的31%；固定成本“人工+租赁折旧+起降”共0.76亿元，占成本的54%。**单机毛利润约0.3-0.35亿元，毛利率17%-23%。**
 - **费用端：19年单机销售费用+管理费用共0.12亿元，单机财务费用0.04亿元。**
 - **利润端：吉祥定位全服务航司，航线补贴规模低于低成本航司。单机利润总额（扣汇）约0.17-0.24亿元。**
 - **展望：2019年机票均价不高，若考虑在19年基础上涨价，每涨1%单机利润总额对应增加约0.17亿元。**（ Δ 利润总额=收入*1%）

表：2016-2019年吉祥航空（A320系列）单机盈利模型

未特别说明的单位：亿元/年	2016	2017	2018	2019
收入	1.56	1.57	1.68	1.73
ASK (亿人公里/年)	4.0	3.9	4.0	4.1
座收 (元)	0.391	0.403	0.425	0.418
营业成本	1.21	1.23	1.39	1.41
单位ASK营业成本 (元)	0.30	0.32	0.35	0.34
单位ASK燃油成本 (元)	0.08	0.09	0.12	0.11
单位ASK非油成本 (元)	0.23	0.22	0.24	0.23
航油费	0.30	0.36	0.46	0.44
人工成本	0.27	0.27	0.30	0.30
飞机及发动机租赁折旧费用	0.24	0.23	0.23	0.23
起降费	0.18	0.17	0.20	0.23
维修费	0.07	0.06	0.06	0.06
其他	0.15	0.14	0.14	0.15
毛利润	0.35	0.34	0.29	0.32
毛利率	23%	21%	17%	18%
销售费用	0.07	0.07	0.07	0.07
管理费用	0.05	0.05	0.05	0.05
财务费用	0.03	0.03	0.03	0.04
其中：汇兑损益	0.003	-0.001	0.002	-0.001
其他收益（含补贴等）	0.03	0.01	0.06	0.005
利润总额	0.23	0.20	0.20	0.17
利润总额（扣汇）	0.24	0.20	0.20	0.17
净利润	0.18	0.15	0.15	0.13
净利率	11.2%	9.8%	9.0%	7.5%

吉祥航空18年10月接收首架宽体机B787、19年开通首条洲际航线，18-19年尚处于爬坡期。我们拆分测算得B787系列飞机单机盈利模型，如右表所示：

- **收入端：19年单机营业收入约2.8亿元。**
- **成本端：19年单机成本约3亿元。**假设油价保持在2019年水平（平均55-60美元/桶），年燃油成本为0.74亿元，占成本的25%；固定成本“人工+租赁折旧+起降”共1.62亿元，占成本的55%。**19年单机毛利润-0.18亿元。**
- **费用端：**19年单机销售费用+管理费用共0.16亿元，单机财务费用0.04亿元。
- **利润端：**18-19年还处于利用率爬坡期，我们预计尚为亏损状态。
- **正常利用率、票价下的模拟测算：**根据吉祥披露，按照公司正常飞机飞行日利用率、客座率和平均票价水平，在不收燃油附加费的情况下，预计B787单机收入约**4亿元/年**。在2019年实际数据基础上，结合公司预测数据，我们估算得在正常利用率下B787单机利润总额（扣汇）约0.53亿元。

表：2018-2019年吉祥航空（B787系列）单机盈利模型

未特别说明的单位：亿元/年	2018	2019	基于2019年数据进行模拟测算
收入	0.34	2.79	4.00（公司预计）
ASK（亿人公里/年）	0.6	5.9	6.6
座收（元）	0.534	0.472	0.608
营业成本	0.76	2.97	3.30
单位ASK营业成本（元）	1.20	0.50	0.50
单位ASK燃油成本（元）	0.13	0.13	0.13
单位ASK非油成本（元）	1.06	0.38	0.38
航油费	0.09	0.74	0.82
人工成本	0.05	0.46	0.51
飞机及发动机租赁折旧费用	0.51	0.82	0.82
起降费	0.03	0.35	0.39
维修费	0.06	0.40	0.40
其他	0.02	0.21	0.24
毛利润	-0.42	-0.18	0.70
毛利率	-124%	-7%	18%
销售费用	0.01	0.10	0.10
管理费用	0.01	0.06	0.06
财务费用	0.03	0.04	0.04
其中：汇兑损益	0.002	-0.001	0
其他收益（含补贴等）	0.34	0.02	0.02
利润总额	-0.13	-0.36	0.53
利润总额（扣汇）	-0.13	-0.36	0.53
净利润	-0.10	-0.27	0.40
净利率	-29%	-10%	10%

□ 基于吉祥、九元16-19年数据（考虑九元1架B737MAX自19年3月起停飞的影响），我们拆分测算得B737系列飞机单机盈利模型，如右表所示：

- **收入端：单机营业收入约1.1-1.5亿元。**
- **成本端：单机成本约1.1-1.4亿元。**假设油价保持在2019年水平（平均55-60美元/桶），年燃油成本为0.43亿元，占成本的31%；固定成本“人工+租赁折旧+起降”共0.74亿元，占成本的54%。**19年单机毛利润0.10亿元，毛利率6.8%。**
- **费用端：**19年单机销售费用+管理费用共0.12亿元，单机财务费用0.04亿元。
- **利润端：**低成本航空航线补贴规模一般高于全服务航空。**单机利润总额（扣汇）约0.03-0.16亿元。**
- **展望：**2019年机票均价不高，若考虑在19年基础上票价上涨，每涨1%单机利润总额将增加约**0.15亿元。**（ Δ 利润总额=收入*1%）

表：2016-2019年九元航空（B737系列）单机盈利模型

未特别说明的单位：亿元/年	2016	2017	2018	2019
收入	1.09	1.23	1.34	1.47
ASK（亿人公里/年）	3.8	3.9	4.1	4.2
座收（元）	0.287	0.315	0.329	0.338
营业成本	1.09	1.15	1.32	1.37
单位ASK营业成本（元）	0.29	0.29	0.32	0.33
单位ASK燃油成本（元）	0.07	0.08	0.11	0.10
单位ASK非油成本（元）	0.22	0.21	0.22	0.23
航油费	0.26	0.33	0.43	0.43
人工成本	0.23	0.25	0.28	0.29
飞机及发动机租赁折旧费用	0.22	0.21	0.21	0.23
起降费	0.16	0.16	0.19	0.22
维修费	0.07	0.06	0.06	0.09
其他	0.14	0.14	0.15	0.15
毛利润	0.01	0.08	0.02	0.10
毛利率	0.6%	6.4%	1.2%	6.8%
销售费用	0.07	0.07	0.07	0.07
管理费用	0.05	0.05	0.05	0.05
财务费用	0.03	0.03	0.03	0.04
其中：汇兑损益	0.003	-0.001	0.002	-0.001
其他收益（含补贴等）	0.22	0.22	0.16	0.18
利润总额	0.08	0.16	0.03	0.13
利润总额（扣汇）	0.09	0.16	0.03	0.13
净利润	0.06	0.12	0.02	0.10
净利率	5.7%	9.6%	1.8%	6.7%

□ 基于春秋航空2013-2019年数据，我们拆分测算A320系列飞机单机盈利模型，如右表所示：

- **收入端：单机营业收入约1.3-1.6亿元。**
- **成本端：单机成本约1.1-1.5亿元。**假设油价保持在2019年水平（平均55-60美元/桶），年燃油成本为0.45亿元，占成本的32%；固定成本“人工+租赁折旧+起降”共0.77亿元，占成本的54%。**单机毛利润0.15-0.31亿元，毛利率10%-15%，少数年份能达到20%。**
- **费用端：19年单机销售费用+管理费用共0.05亿元，21年单机财务费用0.025亿元（21年起采用新租赁准则，财务费用明显增加）。**
- **利润端：考虑单机航线补贴约0.10-0.12亿元的情况下，单机利润总额（扣汇）约0.21-0.35亿元。**
- **展望：2019年机票均价不高，若考虑在19年基础上涨价，每涨1%单机利润总额对应增加0.16亿元。**（ Δ 利润总额=收入*1%）

表：春秋航空2013-2019年单机盈利模型（A320系列机型）

未特别说明的单位：亿元/年	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
收入	1.68	1.59	1.56	1.28	1.44	1.58	1.59
ASK (亿人公里/年)	4.5	4.3	4.6	4.1	4.4	4.7	4.7
座收 (元)	0.372	0.373	0.339	0.312	0.328	0.337	0.339
营业成本	1.46	1.36	1.24	1.11	1.27	1.43	1.41
单位ASK营业成本 (元)	0.32	0.32	0.27	0.27	0.29	0.30	0.30
单位ASK燃油成本 (元)	0.14	0.13	0.08	0.07	0.08	0.10	0.10
单位ASK非油成本 (元)	0.18	0.19	0.19	0.20	0.20	0.20	0.20
航油费	0.63	0.57	0.37	0.28	0.37	0.48	0.45
人工成本	0.24	0.21	0.22	0.23	0.26	0.30	0.29
飞机及发动机租赁折旧费用	0.21	0.22	0.22	0.20	0.21	0.22	0.22
起降费	0.17	0.19	0.22	0.21	0.22	0.23	0.26
维修费	0.09	0.07	0.08	0.06	0.06	0.06	0.07
其他	0.12	0.11	0.13	0.12	0.14	0.13	0.13
毛利润	0.22	0.24	0.31	0.16	0.18	0.15	0.18
毛利率	13.0%	14.8%	20.1%	12.8%	12.2%	9.7%	11.4%
销售费用	0.039	0.040	0.045	0.039	0.039	0.031	0.028
管理费用	0.038	0.035	0.038	0.028	0.033	0.024	0.020
财务费用	0.021	0.021	0.030	0.037	0.025	0.010	0.012
其中：汇兑损益	-0.012	-0.004	0.015	0.014	0.001	0.004	0.003
航线补贴	0.11	0.10	0.16	0.10	0.11	0.12	0.12
利润总额	0.25	0.26	0.35	0.19	0.22	0.24	0.26
利润总额（扣汇）	0.24	0.26	0.36	0.21	0.22	0.25	0.26
净利润	0.19	0.19	0.26	0.14	0.17	0.18	0.20
净利率	11.2%	12.1%	16.4%	11.3%	11.5%	11.5%	12.4%

- 在恢复到2019年的基础上，在其他条件不变的情况下（仅考虑23年末机队规模增长带来的业绩同比例增长），假设2023年整体票价上涨1%，整体利润总额增量为：国航（考虑山航并表）15.7亿元、南航15.3亿元、东航12.2亿元、吉祥2.1亿元、春秋1.9亿元。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（收入、利润单位：亿元）

航司	基于2019年实际情况，按照23年末机队规模增长同比例增长					票价提升1%	
	总收入	其中：客运收入	客运收入占比	净利润	净利率	增量收入	增量利润总额
中国国航 (考虑山航)	1705	1569	92%	84	4.9%	15.7	15.7
南方航空	1702	1527	90%	34	2.0%	15.3	15.3
中国东航	1332	1216	91%	38	2.9%	12.2	12.2
春秋航空	191	186	97%	24	12.4%	1.9	1.9
吉祥航空	215	209	97%	13	6.0%	2.1	2.1

06 利润弹性测算（角度2）——前20国内航线票价上涨1%

□ TOP20航线（以2019年旅客量为排名标准）客运收入贡献度：国航 > 春秋 ≈ 吉祥 > 东航 > 南航。若实际票价在2019年基础上上涨1%，利润总额增量占19年扣汇利润总额的比重为：国航2.4%、南航3.6%、东航3.5%、吉祥2.5%、春秋1.0%。

表：TOP20航线（以2019年旅客量为排名标准）票价上涨1%时利润弹性测算

航线	2019年客流量 (万人次)	2017年经济舱全 价(元)	22年夏秋航季经 济舱全价(元)	折扣率假设	市场份额					2019年客运收入测算(亿元)					19年实际票价基础上上涨1%的利润总额增量				
					国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥
北京-上海	825	1240	1960	75%	30%	11%	47%	0%	2%	25	9	40	0	2.0	0.25	0.09	0.40	0.00	0.02
上海-深圳	634	1400	2230	75%	21%	29%	27%	9%	7%	16	21	20	6.5	5.2	0.16	0.21	0.20	0.07	0.05
上海-广州	626	1350	2140	75%	9%	28%	34%	9%	11%	6	20	23	6.2	7.4	0.06	0.20	0.23	0.06	0.07
北京-广州	557	1910	3060	75%	29%	38%	16%	0%	0%	25	33	12	0	0	0.25	0.33	0.12	0.00	0.00
北京-深圳	498	2080	3320	75%	42%	30%	12%	0%	0%	36	26	9	0	0	0.36	0.26	0.09	0.00	0.00
北京-成都	509	1690	2690	70%	45%	17%	8%	0%	0%	30	11	4	0	0	0.30	0.11	0.04	0.00	0.00
上海-成都	439	1760	2810	70%	23%	6%	40%	3%	9%	13	3	20	1.7	5.1	0.13	0.03	0.20	0.02	0.05
上海-重庆	357	1550	2250	65%	14%	6%	37%	14%	14%	5	2	11	5.0	5.0	0.05	0.02	0.11	0.05	0.05
广州-成都	318	1430	2070	65%	36%	30%	3%	0%	0%	11	9	1	0	0	0.11	0.09	0.01	0.00	0.00
上海-西安	313	1390	2210	60%	3%	3%	54%	10%	22%	1	1	12	2.7	6.4	0.01	0.01	0.12	0.03	0.06
广州-杭州	305	1180	1700	60%	21%	43%	12%	0%	1%	5	10	3	0	0.3	0.05	0.10	0.03	0.00	0.00
成都-深圳	300	1480	2350	60%	50%	15%	4%	0%	0%	16	5	1	0	0	0.16	0.05	0.01	0.00	0.00
杭州-北京	300	2200	2920	60%	44%	17%	22%	0%	0%	18	7	7	0	0	0.18	0.07	0.07	0.00	0.00
北京-重庆	276	1640	2610	55%	40%	27%	15%	0%	0%	12	8	4	0	0	0.12	0.08	0.04	0.00	0.00
深圳-重庆	269	1280	1940	55%	39%	20%	5%	0%	0%	9	4	1	0	0	0.09	0.04	0.01	0.00	0.00
广州-重庆	258	1250	1650	55%	18%	43%	0%	0%	2%	3	8	0	0	0.3	0.03	0.08	0.00	0.00	0.00
杭州-深圳	255	1260	2000	55%	38%	38%	3%	0%	0%	8	8	1	0	0	0.08	0.08	0.01	0.00	0.00
上海-青岛	250	870	1050	55%	0%	8%	48%	0%	9%	0	1	4	0	1.0	0.00	0.01	0.04	0.00	0.01
上海-厦门	238	960	1510	55%	0%	26%	37%	18%	11%	0	4	5	2.7	1.7	0.00	0.04	0.05	0.03	0.02
北京-昆明	236	2550	3380	55%	35%	23%	25%	0%	0%	12	8	6	0	0	0.12	0.08	0.06	0.00	0.00
TOP20航线收入合计										252	198	184	25	34	2.5	2.0	1.8	0.2	0.3
TOP20航线收入/国内航线客运收入										31%	19%	25%	27%	27%	2.4%	3.6%	3.5%	1.0%	2.5%

利润总额增量/19年扣汇利润总额

- 回溯过往年份单机盈利表现，春秋单机扣汇利润总额高点为3621万元（2015年），吉祥为2795万元（2015年）。若本轮大周期单机盈利回到历史高点，按照23年末预计机队规模，我们测算得，春秋、吉祥对应扣汇利润总额分别为43亿元、34亿元，如下表所示。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（注：标黄表示历史最高点）

	单机扣汇利润总额（万元）															23年末预计 机队规模数 (架)	对应扣汇 利润总额 (亿元)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	06-19年 最大值		
中国国航 (考虑山航)	1473	1379	-4810	1900	3342	1634	1501	555	1036	2504	2405	1347	1858	1486	3342	899	300
南方航空	-365	36	-2095	97	1510	947	915	107	560	1844	1586	947	754	654	1844	935	172
中国东航	-2025	-590	-6648	212	1343	874	810	53	870	1992	1730	1056	869	732	1992	797	159
春秋航空	/	/	/	/	/	/	/	2407	2605	3621	2086	2184	2515	2610	3621	120	43
吉祥航空	/	/	/	/	/	/	/	1111	1493	2795	2582	2248	1896	1441	2795	123	34

□ **推荐吉祥航空：考虑宽体机利用率提升，假设24年平均票价在19年基础上涨10%，我们预计公司22-24年净利润分别为-37、18、30亿元，按照24年PE 20-25X，上行空间较大，给予“买入”评级。**

(1) 吉祥航空与三大航重叠的优质航线占比较高，在三大航主导市场的情况下，在大周期中有望充分受益票价弹性。

(2) 受宽体机低利用率拖累，18-19年业绩为低基数。疫后短期利用率恢复在上市航司中领先，中期随着洲际航线拓展，在财政补贴与利用率提升的双重促进下，宽体机单机盈利能力有望迎来明显改善。

(3) 23年大航逐步复飞737 MAX，九元有望恢复接收MAX机型。19年起九元航空在主基地广州的时刻开始放量，21夏秋获得一线互飞时刻，未来航网效应有望显现，低成本市场空间广阔。

(4) 中期公司将保持快于行业的增速，成长性相对突出。

□ **推荐春秋航空：假设24年平均票价在19年基础上涨10%，我们预计公司22-24年净利润分别为-25、24、42亿元，参照公司历史估值中枢（2015.9-2019.12PE(TTM)为27倍），上行空间较大，维持“买入”评级。**

(1) 中期公司增速将快于行业，成长性相对突出。我们根据上市航司公告披露计划测算得，五大上市航司19-24年机队规模CAGR约为3.2%，而春秋有望达到7.4%。

(2) 成本优势巨大，疫后业绩将率先恢复。公司单位成本显著低于其他航司，正常利用率下低线城市航线也可盈利，业绩有望率先恢复并保持高速增长。

- 1、若航空出行需求不及预期，则导致票价表现将不及预期，量价两端均导致航司业绩不及预期。
- 2、若票价涨幅不及预期，航司业绩弹性将不及预期。
- 3、若油价大幅上涨，将导致航司航油成本大幅增加，拖累业绩表现；若人民币大幅贬值，则导致航司产生高额汇兑损失，拖累业绩表现。
- 4、测算偏差风险（报告内盈利等弹性测算均基于一定前提假设条件，或因假设条件不达预期，导致结论存在一定偏差，仅供参考）。

行业评级、股票评级与免责声明

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。

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。

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>