

| 证券研究报告 |

航空机场：边际向上，逢低布局

航空机场2024年投资策略

2024.01.13

杜冲（分析师）

S0740522040001

duchong@zts.com.cn

李晶莹（研究助理）

lidy@zts.com.cn

边际向上，逢低布局

2023年航空机场回顾：国内恢复快于国际，基本符合预期

- **全球航空业**：全球航空业RPK恢复至2019年同期的**98%**，ASK恢复至2019年同期的**97%**。北美地区恢复较快，RPK、ASK已分别恢复至2019年同期的**106%、106%**。IATA预测全球航司2023-2024年收入将分别恢复至疫情前的**107%、115%**，2024年净利润将达**257亿美元**，净利润率将达**2.7%**。
- **中国航空业**：2023年航班量持续恢复，多个机场旅客吞吐量创新高。2023年航班量（含国际及地区）累计恢复至2019年同期的**93.42%**。2023年1-11月，南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空的ASK累计分别恢复至2019年同期的**91%、90%、109%、117%**，RPK累计分别恢复至2019年同期的**86%、81%、107%、113%**。机场方面，西部地区机场旅客吞吐量恢复快于东部地区，成都、杭州、哈尔滨、深圳、乌鲁木齐等地机场旅客吞吐量创新高或重回2019年水平。

2024年航空展望：供需持续改善，业绩弹性释放可期

- **供给端**，预计2024年飞机增速仍低。考虑到存量订单有限以及制造商产能瓶颈，预计2024-2025年行业飞机引进增速仍然较缓，测算“十四五”期间行业机队的复合增速为**3.25%**（不考虑737max）**-3.64%**（考虑737max），远低于“十二五”和“十三五”时期。
- **需求端**，预计2024年公商务出行仍为中流砥柱，亲子游等休闲旅游在旺季依然火爆。2023年，尽管供给增加导致客座率下滑，但公商务出行的旅客量与票价水平基本恢复至2019年同期水平，以“亲子游”为首的休闲旅游在旺季持续火爆。2024年国内商务线需求有望维持或微增，一带一路及跨境出海或提升国际差旅出行需求，预计2024年商务线票价有望维持。以“亲子游”为首的休闲旅游相对刚需，市场空间大，且只能在特定时间段往返，价格敏感性相对较低，对旺季量价有明显提振作用。随着国际航线的逐步恢复，国内市场供需格局改善，航司维持票价压力降低，预计2024年整体票价水平有望与2023年持平或微增。

2024年机场展望：免税利空落地，关注长期投资价值

- **2024年航空收入有望持续增加，关注机场的长期投资价值**。随着国际航班的逐步恢复，上海机场的航空性收入有望持续增加。免税业务方面，新补充协议中扣点率的降低符合市场预期，免税收入重回“下有保底，上不封顶”的模式，收入弹性回归。预计2024年随着国际航班的持续恢复，国际客流量将进一步恢复，免税收入有望好于2023年。

投资建议：边际改善，逢低布局

- **把握春运投资时点**。2006-2023年春运期间，航空指数**7跌11涨**，上涨概率达**61.11%**，上涨期间平均上涨幅度（**9.18%**）大于沪深300（**7.40%**）。考虑到今年春运有望创历史佳绩，建议积极布局。
- **边际改善，逢低布局**。我们认为2024年，随着国际航线持续恢复、各航司飞机日利用率持续提升，票价有望维持2023年水平或微增，各航司固定成本摊薄，业绩将持续提升，机场的航空及非航业务也有望随着国际航线的恢复而持续提升，**重点推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空、上海机场**。

风险提示：宏观经济下行风险、汇率风险、油价风险、第三方数据可信性风险、研报使用信息数据更新不及时风险、行业规模测算风险。

目录

CONTENTS

中泰证券研究所
专业 | 领先 | 深度 | 诚信

01. 2023年航空机场回顾：国内恢复快于国际，基本符合预期
02. 2024年航空展望：供需持续改善，业绩弹性释放可期
03. 2024年机场展望：免税利空落地，关注长期投资价值
04. 投资建议：边际向上，逢低布局
05. 风险提示



1

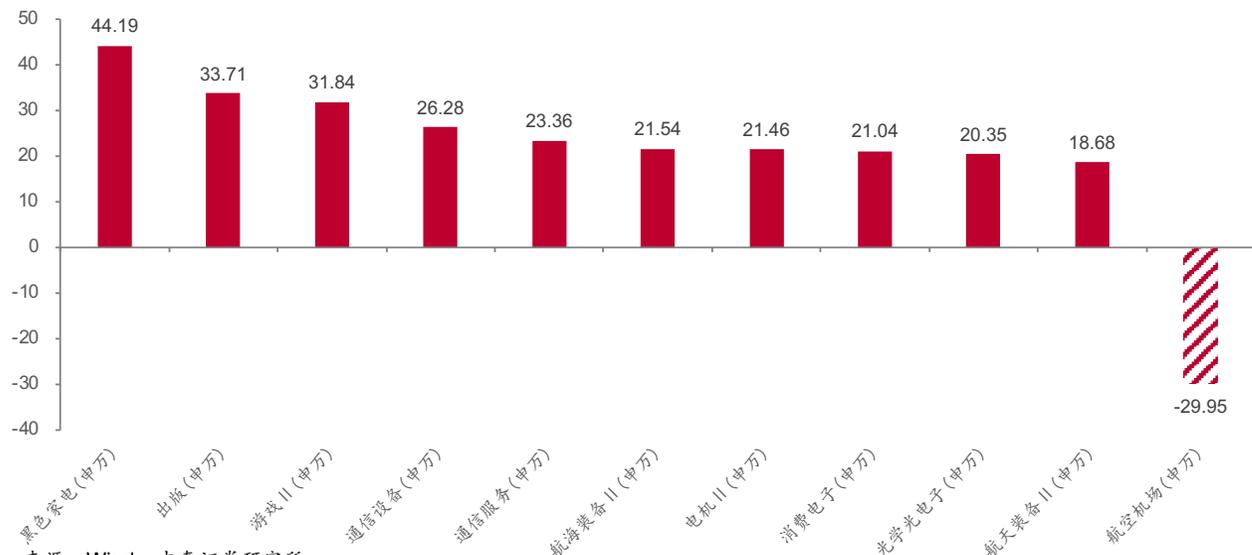
2023年航空机场回顾：国内恢复快于国际，基本符合预期

板块表现：2023年航空机场板块跑输大盘

● **2023年航空机场板块跑输大盘。**航空机场在124个申万二级行业中涨幅排名第**118**，涨幅**-29.95%**；航空运输在259个申万三级行业中涨幅排名第**236**，涨幅**-26.08%**。

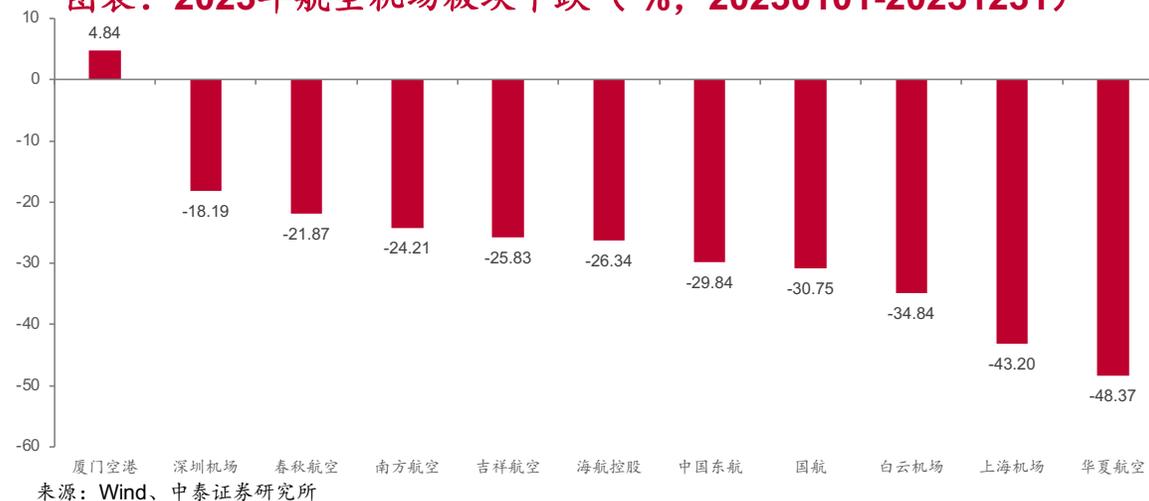
● 华夏航空、上海机场、白云机场跌幅靠前，分别达**48.37%**、**43.20%**、**34.84%**，仅**厦门空港**上涨，涨幅为**4.84%**。

图表：申万二级行业指数2023年涨幅（%，20230101-20231231）

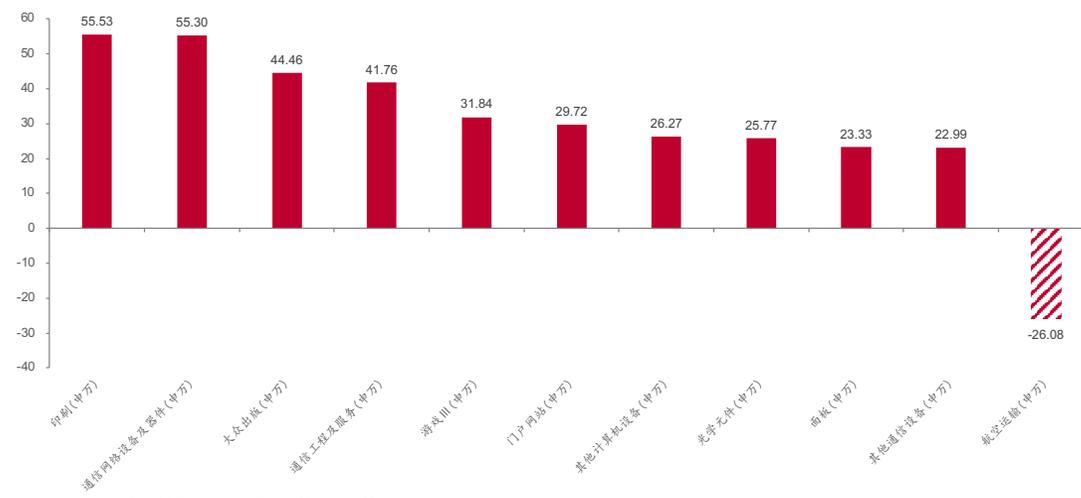


来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年航空机场板块下跌（%，20230101-20231231）



图表：申万三级行业指数2023年涨幅（%，20230101-20231231）



来源：Wind、中泰证券研究所

基金持股：2023Q3基金持股略有回升

2023年Q3基金持仓略有回升。公募基金对航空机场股的持仓在2023年Q1达到近两年高点，于2023年Q2回落，2023年Q3略有反弹。从单个公司看，2023年Q3航空机场股中公募基金持仓前五大股均为航空股，持有基金数最多的三家公司为国航、吉祥航空、春秋航空。

图表：2023年公募基金减持航空机场股

季度	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(万元)
22Q1	360	143	242,206	50,421	2,173,147
22Q2	567	191	299,506	57,301	3,340,674
22Q3	747	252	323,139	23,832	3,330,241
22Q4	624	217	277,764	-45,336	3,321,205
23Q1	768	257	334,772	57,021	3,621,104
23Q2	497	193	264,330	-70,369	2,501,608
23Q3	515	196	283,797	19,900	2,410,307

来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年Q3航空机场股公募基金持仓前五名

名称	持有基金数	持有公司家数	持股总量(万股)	季报持仓变动(万股)	持股总市值(万元)
国航	128	38	63,527.80	14,722.82	513,304.63
吉祥航空	83	24	27,396.19	-3,300.58	391,765.57
春秋航空	79	27	9,990.88	237.88	546,601.07
南方航空	61	23	41,924.06	7,474.75	256,575.23
中国东航	41	17	54,485.87	2,001.95	239,737.82

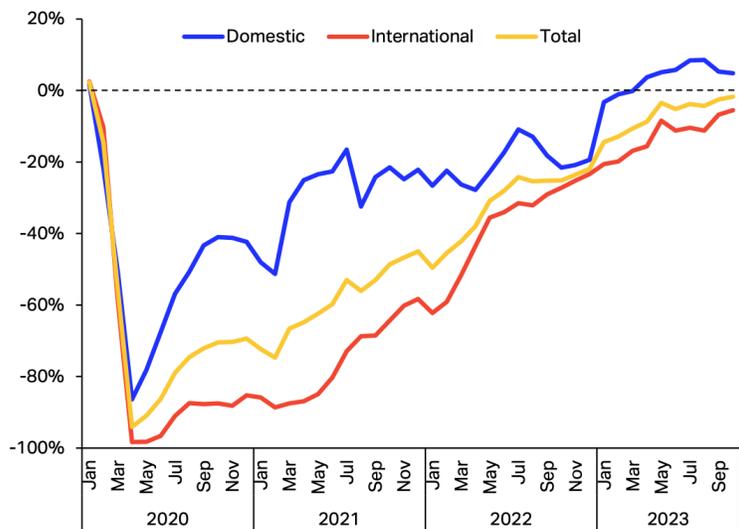
来源：Wind、中泰证券研究所

全球航空业：国内恢复快于国际，基本符合预期

● 2023年10月，全球航空业RPK已恢复至2019年同期的**98.2%**，ASK恢复至2019年同期的**97.0%**。在主要大洲中，北美地区恢复较快，RPK、ASK已分别恢复至2019年同期的**106.2%**、**106.4%**，欧洲地区RPK、ASK已分别恢复至2019年同期的**97.9%**、**98.2%**，亚太地区RPK、ASK已分别恢复至2019年同期的**90.2%**、**89.4%**。

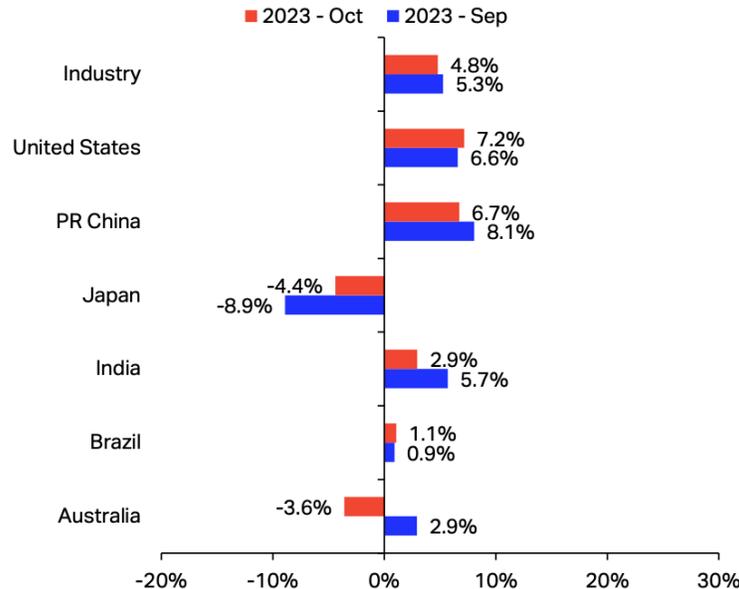
● 全球航空业RPK、ASK恢复国内快于国际。2023年10月，全球国内RPK、ASK分别恢复至2019年同期的**104.8%**、**105.5%**，国际RPK、ASK分别恢复至2019年同期的**94.4%**、**92.2%**。主要国家中，美国、中国、印度的国内RPK恢复较快，9-10月连续超2019年同期。国际方面，仅北美、中东、拉丁美洲RPK10月RPK恢复超2019年同期，分别为**105.2%**、**106.6%**、**104.8%**，欧洲、亚太地区10月RPK为2019年同期的**96.5%**、**80.5%**。

图表：2023年全球国内RPK恢复快于国际



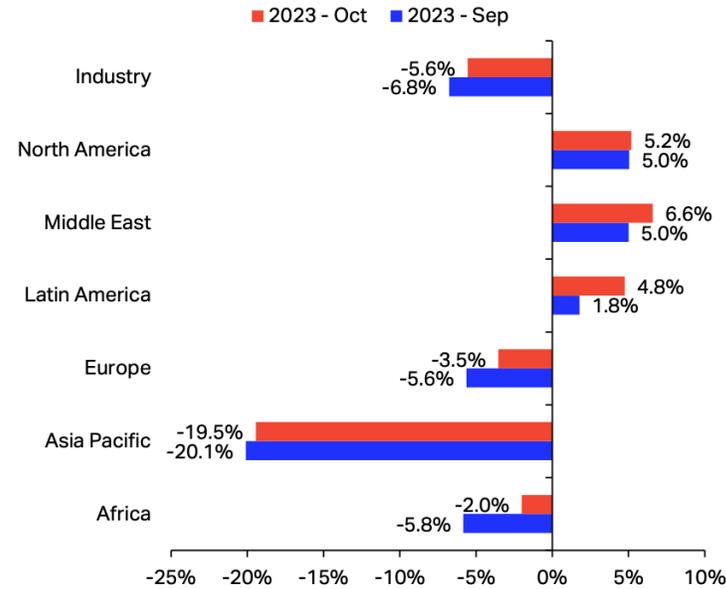
来源：IATA、中泰证券研究所

图表：2023年9-10月主要国家国内RPK恢复基本超2019年同期



来源：IATA、中泰证券研究所

图表：2023年10月北美、中东、拉丁美洲航司国际RPK恢复超2019年同期

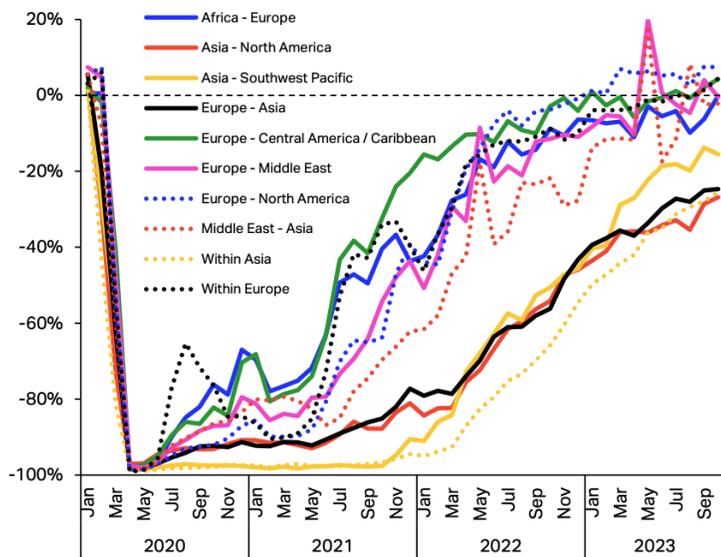


来源：IATA、中泰证券研究所

全球航空业：国内恢复快于国际，基本符合预期

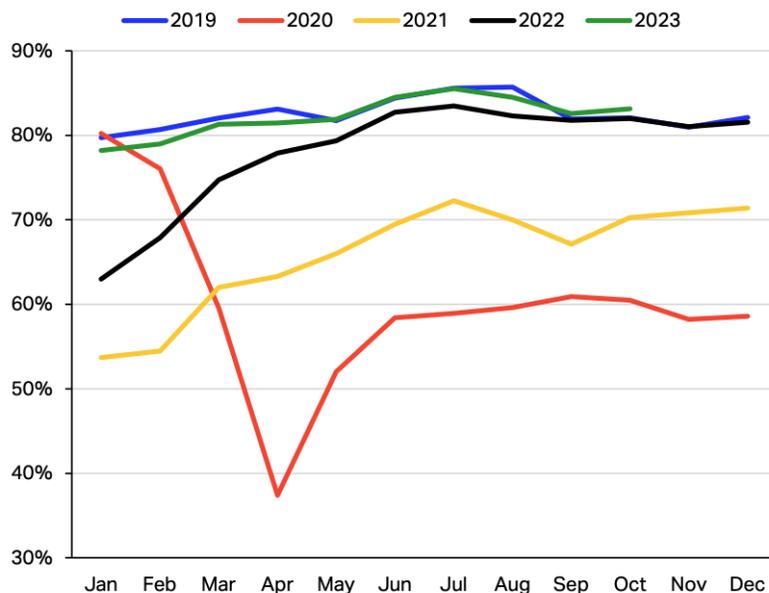
- **国际航路区恢复趋势明显。**2023年10月，国际航路恢复较快的为欧洲-北美、欧洲-非洲、欧洲-中美洲等，涉亚洲地区航路逐渐恢复，但仍与其他地区航路有差距。
- **2023年全球航司客座率恢复至2019年水平。**2023年10月，全球航空业客座率达**83.1%**，超2019年同期**1.0pct**，全球国内、国际客座率分别达**83.0%、83.2%**，高于2019年同期**-0.6pct、2.0pct**。
- **2023年机票预售量恢复至2019年水平。**机票预售数据表明，近期总机票销售趋于稳定，与2019年的销售量较为接近。全球国内机票销售量趋于放缓，但仍高于国际机票销售量。

图表：世界TOP10航路区RPK恢复情况



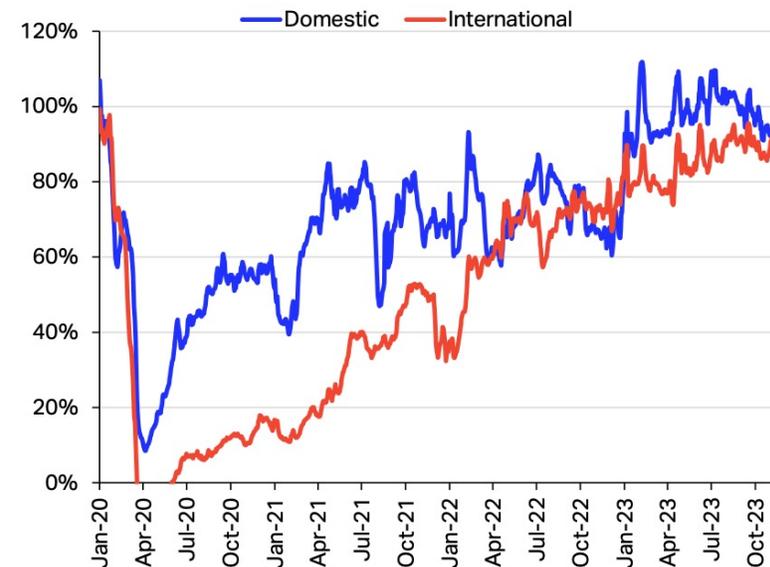
来源：IATA、中泰证券研究所

图表：2023年10月全球客座率达83.1%



来源：IATA、中泰证券研究所

图表：全球国内机票预售超2019年同期

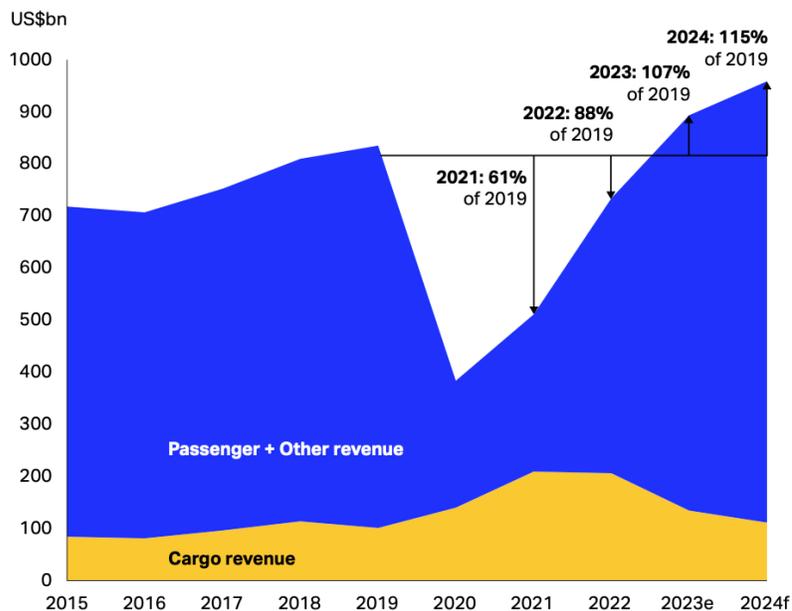


来源：IATA、中泰证券研究所

全球航空业：2023年全球航司收入超2019年

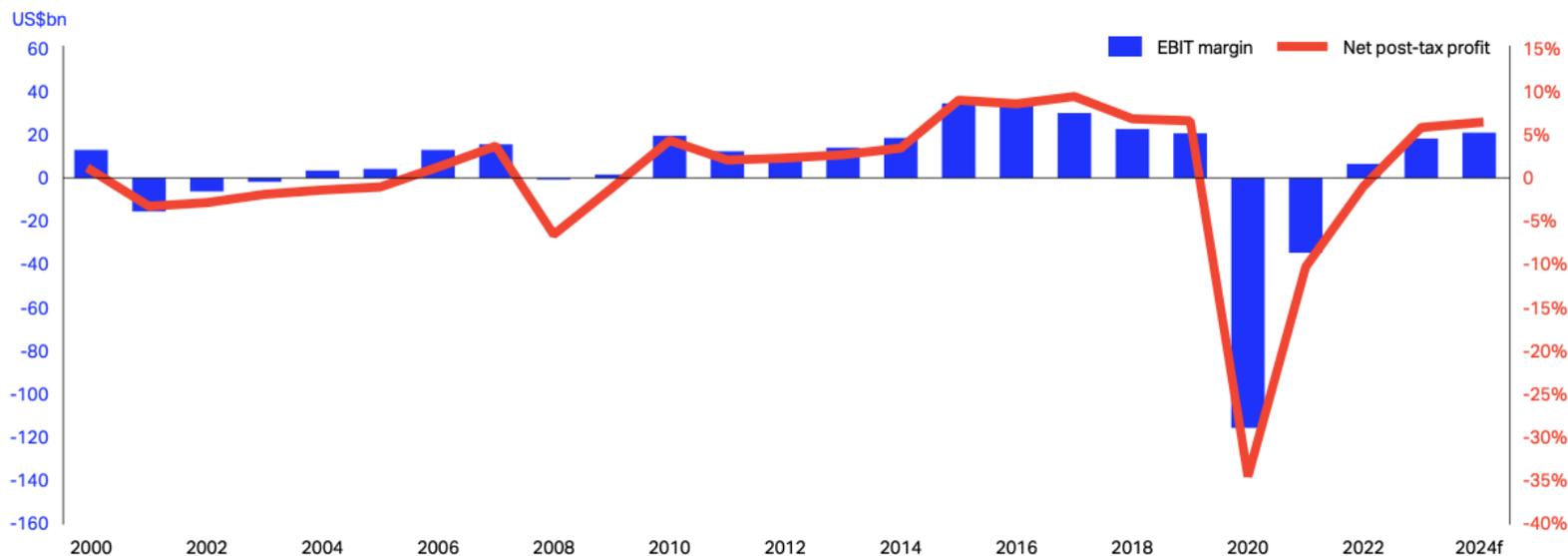
- **2023年全球航司收入超2019年。**根据IATA预测，2023年全球航司收入将恢复至疫情前的**107%**。
- **2024年全球航司收入将进一步提升。**根据IATA预测，2024年全球航司的收入将恢复至疫情前的**115%**，净利润将达到**257亿美元**，净利润率将达**2.7%**。

图表：2023-2024年全球航司收入预计



来源：IATA、中泰证券研究所

图表：2024年全球航司利润预计



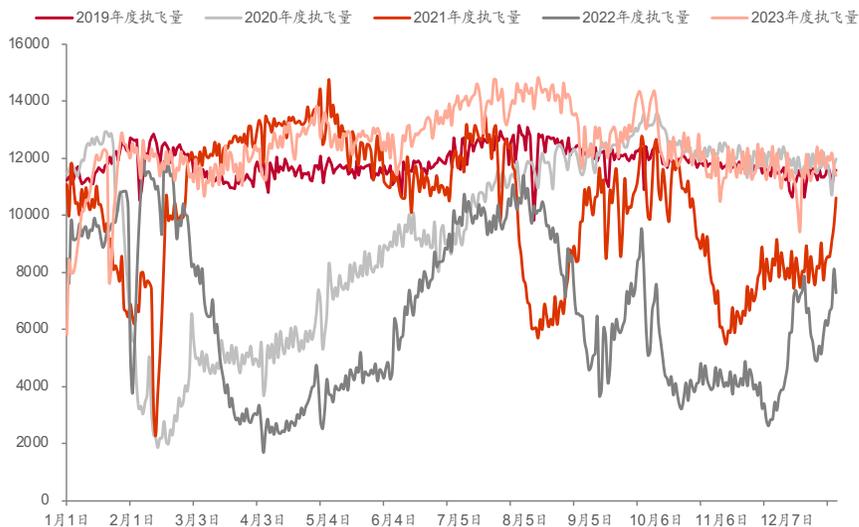
来源：IATA、中泰证券研究所

中国航空业：2023年航班量持续恢复

2023中国民航航班量持续恢复，国内航班量恢复显著快于国际及地区航班：

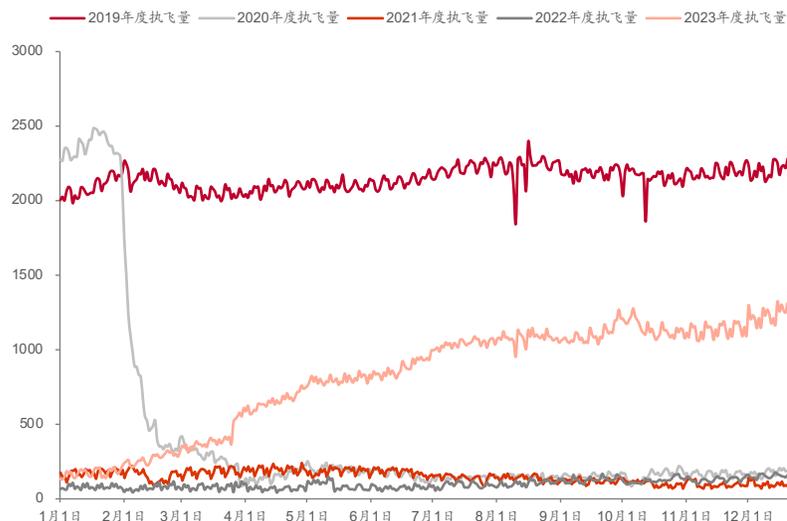
- 根据航班管家数据，2023年，航班量（含国际及地区）累计恢复至2019年同期的**93.42%**，2023年12月，航班量（含国际及地区）恢复至2019年同期的**93.68%**。
- 2023年，国内、国际、地区航班量累计分别恢复至2019年同期的**105.10%**、**38.35%**、**52.54%**；
- 2023年12月，国内、国际、地区航班量分别恢复至2019年同期的**101.46%**、**57.42%**，**75.34%**。

图表：2023年12月国内航班量已恢复至2019年同期的101.46%



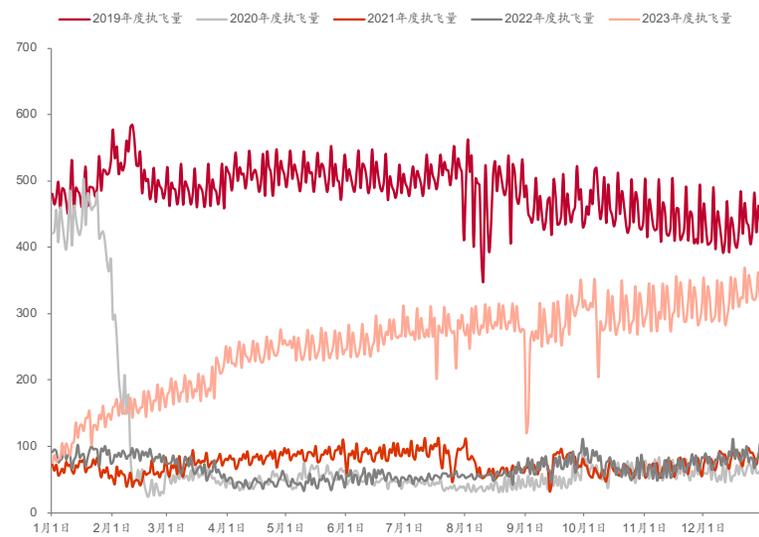
来源：航班管家、中泰证券研究所

图表：2023年12月国际航班量已恢复至2019年同期的57.42%



来源：航班管家、中泰证券研究所

图表：2023年12月地区航班量已恢复至2019年同期的75.34%



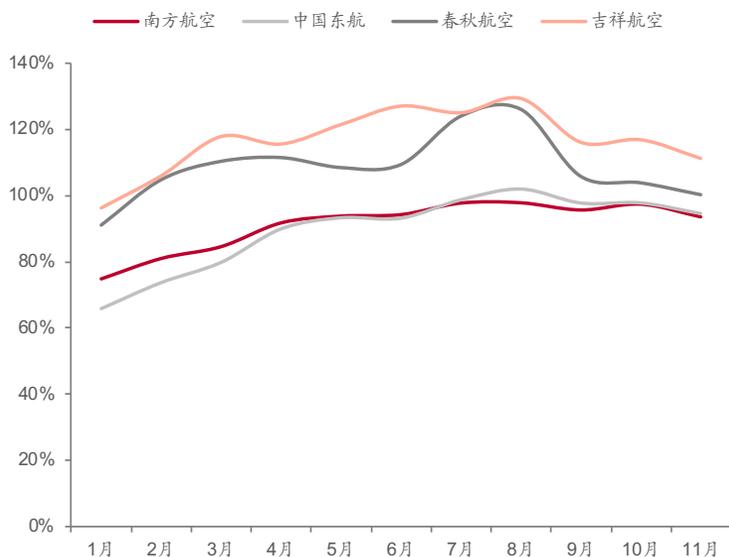
来源：航班管家、中泰证券研究所

中国航空业：2023年1-11月航司运行数据持续恢复

2023年中国航司运行数据持续恢复：

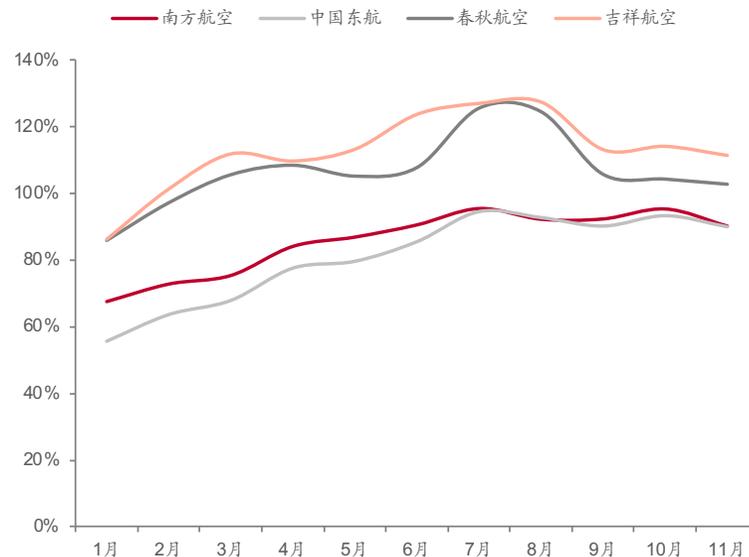
- 2023年1-11月，南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空的ASK累计分别恢复至2019年同期的**91%、90%、109%、117%**，RPK累计分别恢复至2019年同期的**86%、81%、107%、113%**，春秋航空、吉祥航空恢复领先。
- 2023年1-11月，南方航空、中国东航、春秋航空、吉祥航空的累计客座率分别为**77.96%、74.25%、89.41%、82.83%**。

图表：2023年1-11月春秋吉祥ASK恢复领先



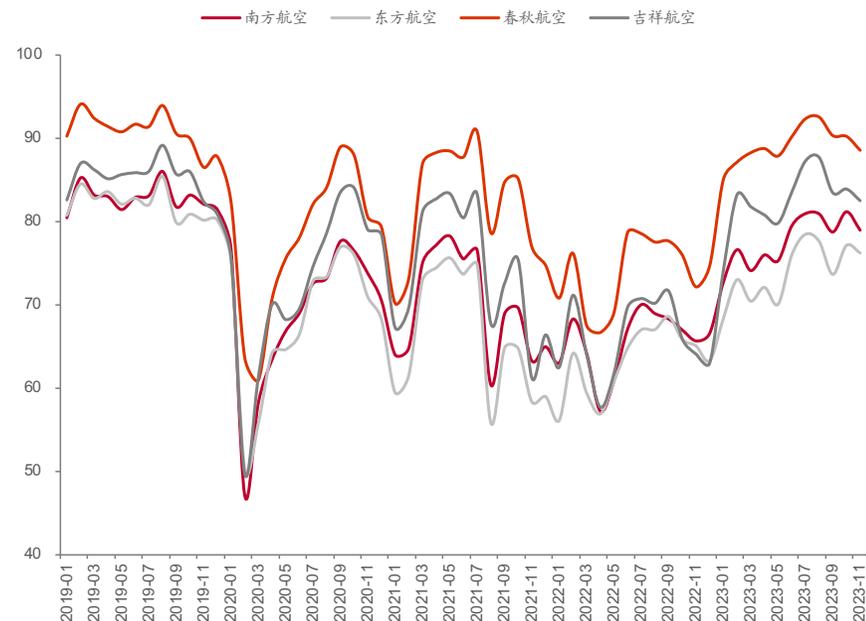
来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年1-11月春秋吉祥RPK恢复领先



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年1-11月春秋吉祥客座率(%)领先



来源：Wind、中泰证券研究所

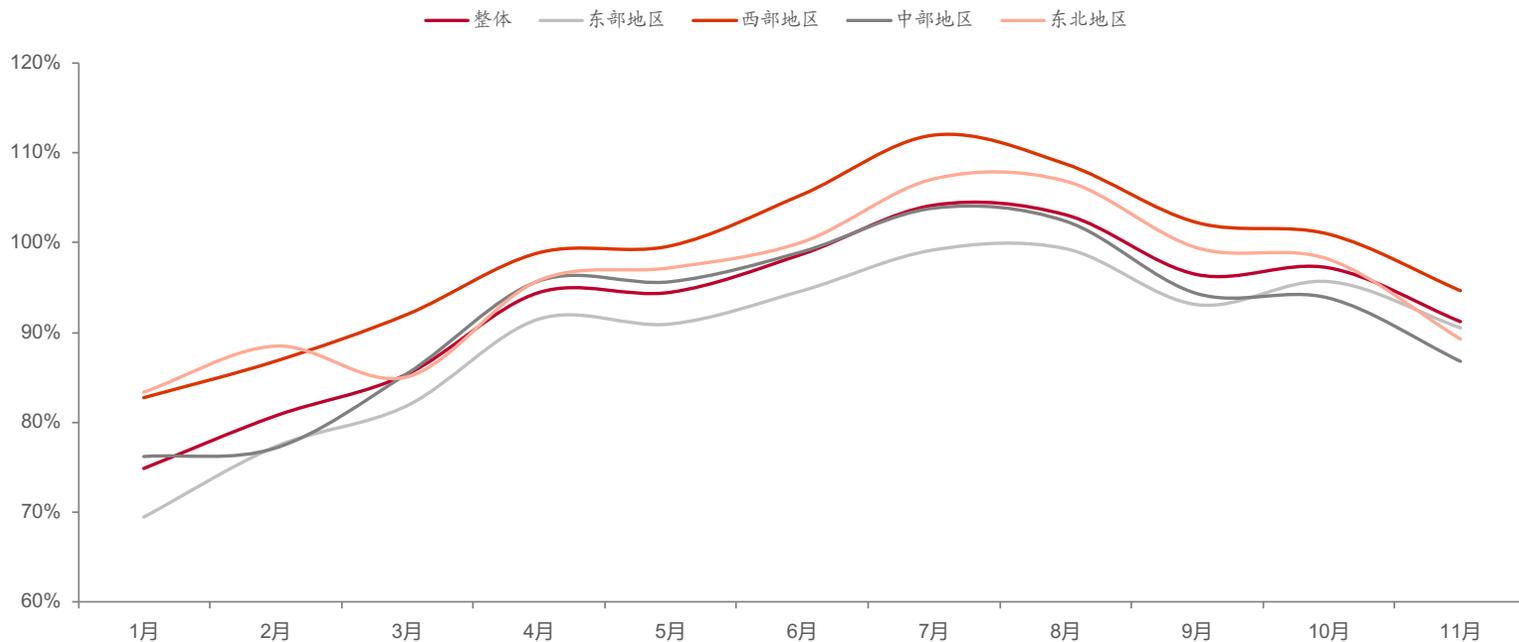
中国航空业：多个机场旅客吞吐量创新高

机场方面，西部地区旅客吞吐量恢复较快：

● 以2019年数据看，东部地区旅客吞吐量占全民航旅客吞吐量的比例最高，达**52.50%**，西部地区、中部地区、东北地区旅客吞吐量占全民航旅客吞吐量的比例分别为**29.81%**、**11.51%**、**6.19%**。

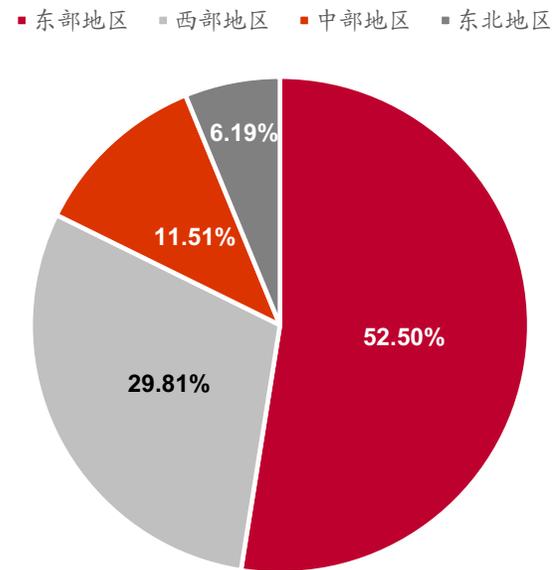
● 整体看，机场旅客吞吐量7-8月暑运旺季单月基本超2019年同期，1-11月平均恢复至2019年同期的**93%**。分地区看机场恢复速度，西部地区>东北地区>中部地区>东部地区，1-11月平均恢复至2019年同期的**99%**、**96%**、**92%**、**89%**。

图表：2023年1-11月机场旅客吞吐量恢复至2019年同期的90%以上



来源：iFinD、中泰证券研究所

图表：2019年东部地区旅客吞吐量占比高



来源：iFinD、中泰证券研究所

中国航空业：多个机场旅客吞吐量创新高

机场方面，根据民航资源网整理的数据，2023年多个机场的旅客吞吐量已创新高或超2019年水平：

- 2023年12月7日，成都航空枢纽——双流国际机场、天府国际机场累计年旅客吞吐量突破**7000万人次**，创历史新高。成都成为继上海、北京、广州之后，我国内地**第4个**“七千万级航空城市”。
- 截至2023年12月11日，浙江全省机场已经实现旅客吞吐量达**7024万人次**，再次刷新历史记录。预计2023年底杭州机场旅客吞吐量将再超**4000万级行列**，重回“4000万级”全球最繁忙机场行列。而省内的宁波机场、温州机场年旅客吞吐量也重回千万级行列。2023年，浙江全省机场预计全年将完成旅客吞吐量**7380万人次**。截至12月16日，宁波机场累计航班起降数量达到**9.55万架次**，累计旅客吞吐量达到**1242.67万人次**，创出历史新高。
- 截至2023年12月20日，哈尔滨机场旅客吞吐量突破**2000万人次**，成为东北地区首家突破2000万的机场，也是哈尔滨机场自2018年、2019年以来，旅客吞吐量第三次突破2000万大关。
- 截至2023年12月19日，继2019年后，深圳机场累计旅客量已再度突破**5000万人次**，客运业务恢复至2019年同期水平，
- 2023年12月18日，西安机场累计旅客吞吐量突破4000万人次，达到**4004.5万人次**。2023年单日航班量最高1016架次，单日旅客吞吐量最高14.88万人次，成为2023年全国第9家突破4000万的机场。
- 截至12月14日，乌鲁木齐国际机场旅客吞吐量完成**2415万人次**，提前17天完成年旅客吞吐量计划目标。2023年，预计乌鲁木齐地窝堡国际机场旅客吞吐量突破2500万人次大关。
- 截至2023年12月11日，兰州中川国际机场累计完成航班运输起降11.37万架次，旅客吞吐量**1501万人次**，同比分别增长112.04%、168.74%。旅客吞吐量继2019年后，再次突破1500万人次。
- 截至2023年11月份，合肥机场累计保障航班起降8.94万架次，同比增长70.1%；完成旅客吞吐量**1039.8万人次**，同比增长95%。继2019年之后，合肥机场年旅客吞吐量再次突破千万。
- 截至2023年12月28日，长沙黄花机场年累计旅客吞吐量突破2700万人次大关，创历史新高。累计保障运输航班起降19.9万架次，年旅客吞吐量和起降架次分别恢复至2019年同期的101.1%、102.7%，预计2023年旅客吞吐量将达到**2720万人次**，连续三年保持中部第一。

中国航空业：航空机场大幅减亏

2023年前三季度，上市机场均已扭亏，上市航司基本扭亏：

● 机场方面，上海机场、深圳机场于2023年Q2起扭亏为盈，白云机场、厦门空港2023年Q1起扭亏为盈，四大上市机场前三季度归母净利润分别为**4.97、1.64、2.74、2.68亿元**。

● 航司方面，除中国东航、华夏航空外，五大上市航司均已扭亏为盈，国航、南方航空、海航控股、春秋航空、吉祥航空前三季度归母净利润分别为**7.91、13.20、8.85、26.77、11.34亿元**，中国东航、华夏航空前三季度归母净亏损**-26.07、-6.97亿元**，较2022年大幅减亏。

图表：2023年Q1-Q3航空机场大幅减亏（亿元）

	2023Q1	2023Q2	2023Q3	合计
国航	-29.264	-5.243	42.422	7.91
南方航空	-18.980	-9.770	41.950	13.20
中国东航	-38.030	-24.460	36.420	-26.07
海航控股	1.580	-17.674	24.947	8.85
春秋航空	3.556	4.828	18.390	26.77
吉祥航空	1.651	-1.027	10.712	11.34
华夏航空	-2.759	-4.764	0.548	-6.97
上海机场	-0.994	2.319	3.643	4.97
深圳机场	-1.079	0.528	2.190	1.64
白云机场	0.447	1.133	1.161	2.74
厦门空港	0.739	0.925	1.017	2.68



2

2024年航空展望：供需持续改善，业绩弹性释放可期

供给端：2023年各航司机队增速较低

● 从上市航司看，截至2023年11月，春秋航空、吉祥航空、国航、中国东航、南方航空的客机规模为121架、115架、896架、780架、887架，较2019年底累计增速分别为**30%**、**20%**、**29%**、**8%**、**5%**。

● 从**2023年1-11月**数据推断，预计大多数上市航司不能完成**2023年**机队净增规划目标。国航、春秋航空、吉祥航空、中国东航、南方航空的净增飞机数量分别为其规划的**88%**、**71%**、**42%**、**23%**、**14%**，机队净增速度仍未达到设定目标。

图表：2023年1-11月各航司净增飞机数量

	2019	2020	2021	2022	2023年11月	19-23飞机净增架数	19年同比
国航	694	702	741	757	896	202	29%
中国东航	723	725	752	775	780	57	8%
南方航空	848	851	862	879	887	39	5%
海航控股	361	346	344	342	335	-26	-7%
吉祥航空	96	98	110	110	115	19	20%
春秋航空	93	102	113	116	121	28	30%

来源：公司年报、公司公告、中泰证券研究所
备注：国航的高增速主要源自于对山航的合并，数据仅包含客机，剔除货机和公务机

图表：2023年1-11月各航司净增飞机完成率

	引进计划	1-11月净增	全年净增计划	完成率
春秋航空	7	5	7	71%
吉祥航空	12	5	12	42%
国航	8	7	8	88%
中国东航	22	5	22	23%
南方航空	56	8	56	14%

来源：公司年报、公司公告、中泰证券研究所

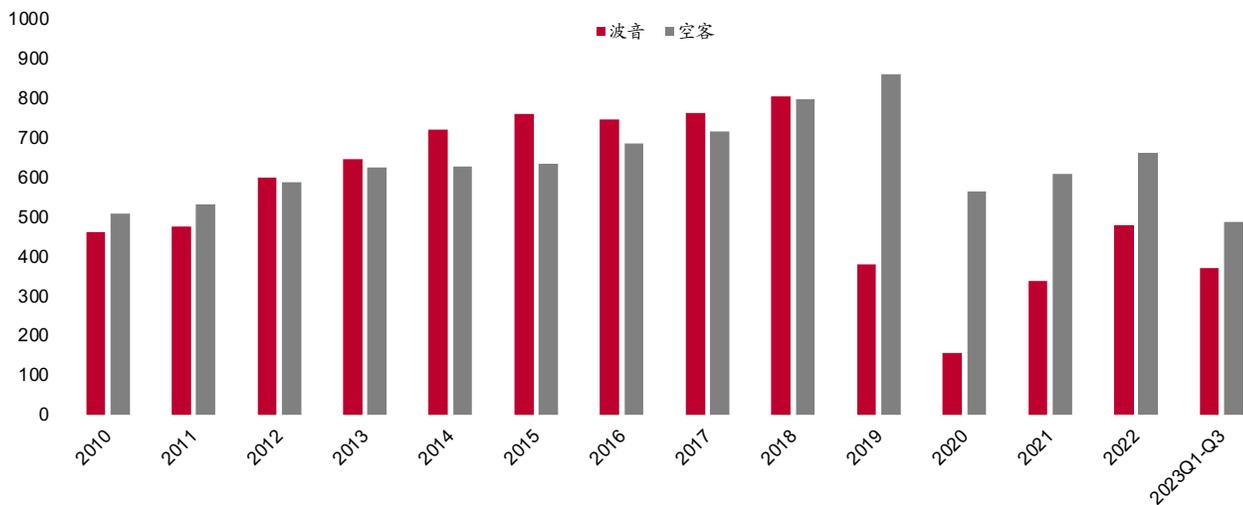
供给端：预计2024-2025年行业飞机引进增速缓慢

预计2024-2025年行业飞机引进增速仍然较缓：

● 航司目前的存量订单（尤其是波音）有限。截至2023年11月30日，中国航司波音、空客的存量订单分别为**115架**、**374架**。波音方面，737max的订单为**104架**，787-9的订单为**11架**；空客方面，320系列的订单为**357架**，330系列的订单为**8架**，350-900系列的订单为**9架**。

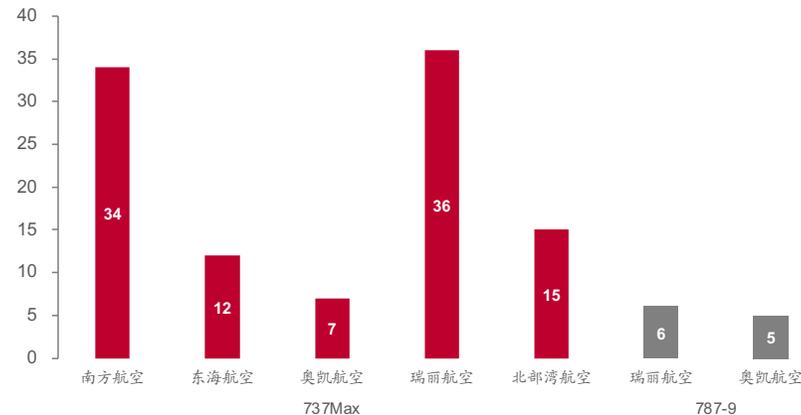
● 波音、空客的交付能力仍在爬坡状态，未恢复至2019年的水平。2023年一至三季度，空客交付飞机**488架**、波音交付飞机**371架**，仍低于疫情前水平。目前波音计划在2023年底将737的产能提升至38架/月、787的产能提升至5架/月。空客计划将在2026年将320系列的产能提升至75架/月、A350的产能提升至10架/月。

图表：2023年前三季度波音、空客交付能力仍未恢复至2019年同期



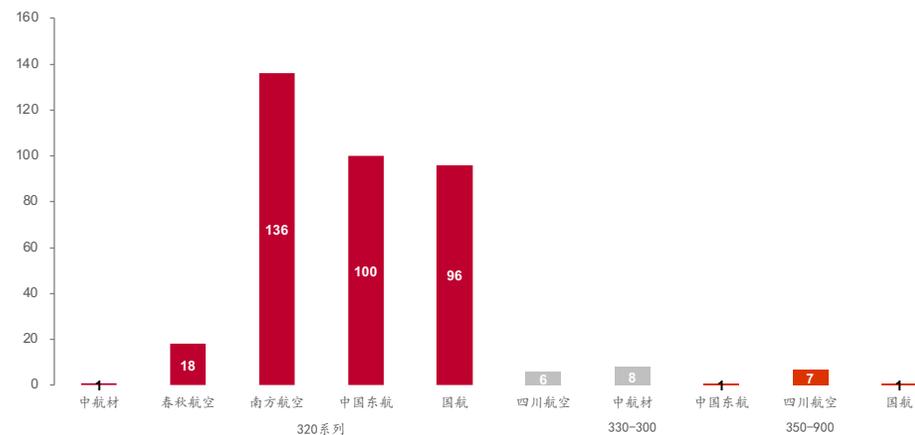
来源：波音、空客年报及季报、中泰证券研究所

图表：各航司波音飞机存量订单（截至20231130）



来源：波音官网、中泰证券研究所

图表：各航司空客飞机存量订单（截至20231130）



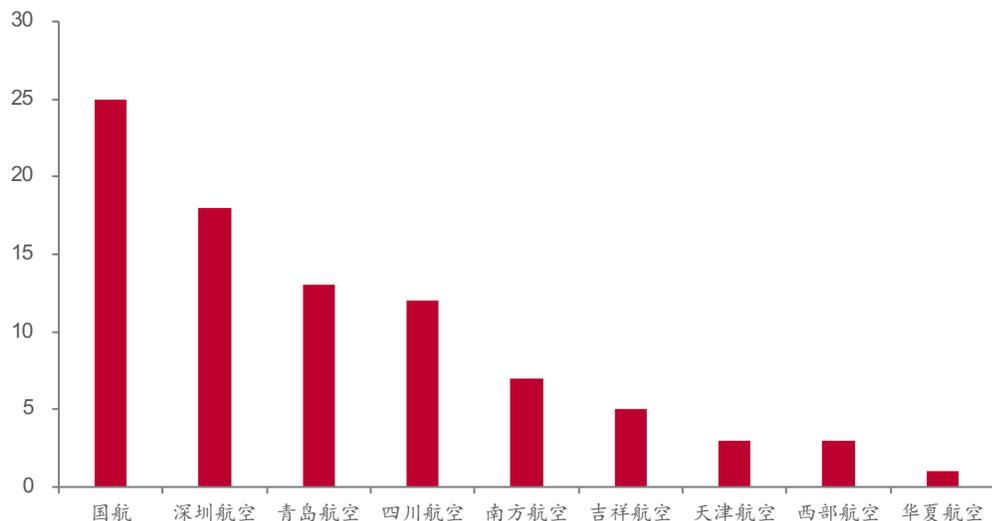
来源：空客官网、中泰证券研究所

供给端：预计2024-2025年行业飞机引进增速缓慢

● **波音端，737Max国内交付或更进一步。**12月22日，吉祥航空在美国西雅图波音交付中心接收一架787-9梦想客机。此次交付为2019年11月之后波音首次直接向中国市场交付客机（2021年4月南航以租赁形式接收美国租赁公司ALC 2架787）。根据行业刊物《气流》（The Air Current），波音公司获得了中国监管机构的一项关键许可，距离在中国市场重启737max的交付又近了一步。

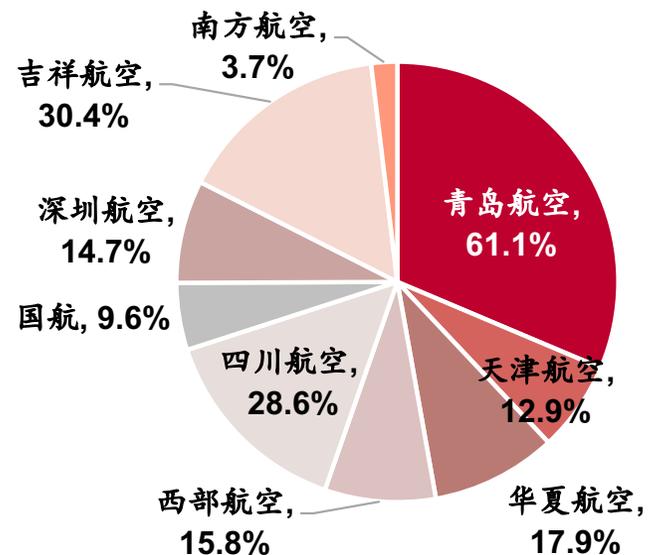
● **空客端，A320NEO系列PW1100发动机面临安全隐患，或影响存量飞机利用率释放。**根据普惠公司母公司RTX披露，全球大约600-700个发动机在2023-2026年需要下发维修，大部分发动机的下发会在2023及2024年初完成。2024-2026年每年约有350架飞机由于该原因停场。根据航班管家此前统计，截至2023年8月底，中国航空公司搭载PW1100发动机的机队规模约**237架**，青岛航空占比最高，达61%。截至2024年1月5日，国航、深圳航空、青岛航空、四川航空、南方航空、吉祥航空、天津航空、西部航空、华夏航空停场的A320/321NEO飞机分别为**25架、18架、13架、12架、7架、5架、3架、3架、1架**。

图表：各航司目前停场的A320/A321NEO数量（架）



来源：Planespotters、中泰证券研究所；备注：数据截止2024年1月5日，数据源仅能显示以上航司停场A320/321NEO数量，但停场原因有可能并非发动机问题

图表：中国航空公司PW发动机机队占比

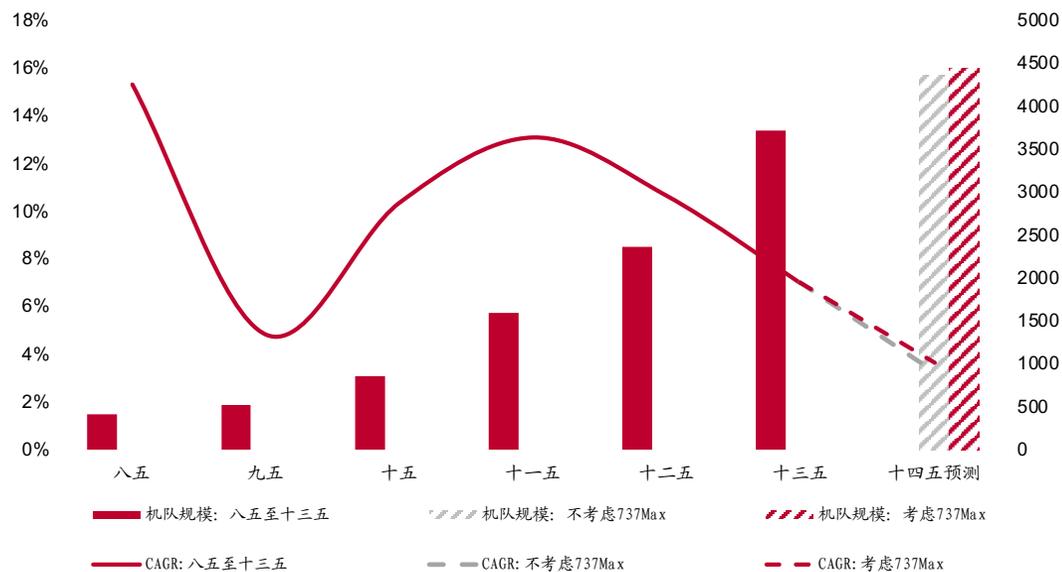


来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：数据截至2023年8月底

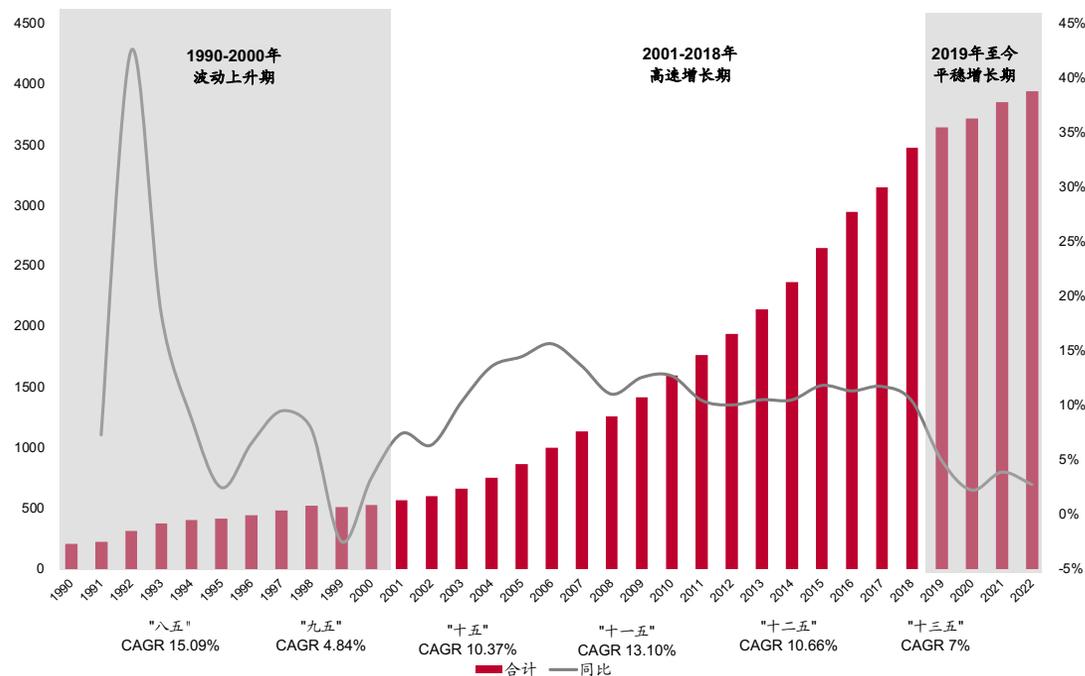
供给端：预计2024-2025年行业飞机引进增速缓慢

根据中泰交运团队2023年中期预测，“十四五”期间机队规模的复合增速为**3.25%**（不考虑737max）-**3.64%**（考虑737max），略高于我们此前3.08%-3.54%的预测，但显著低于行业疫情前的机队规模复合增速。

图表：预计“十四五”期间机队规模复合增速在3.25%-3.64%之间



图表：“十四五”期间机队增速低于往期



来源：Wind、民航局、《中国民航年谱：1949-2010》中泰证券研究所

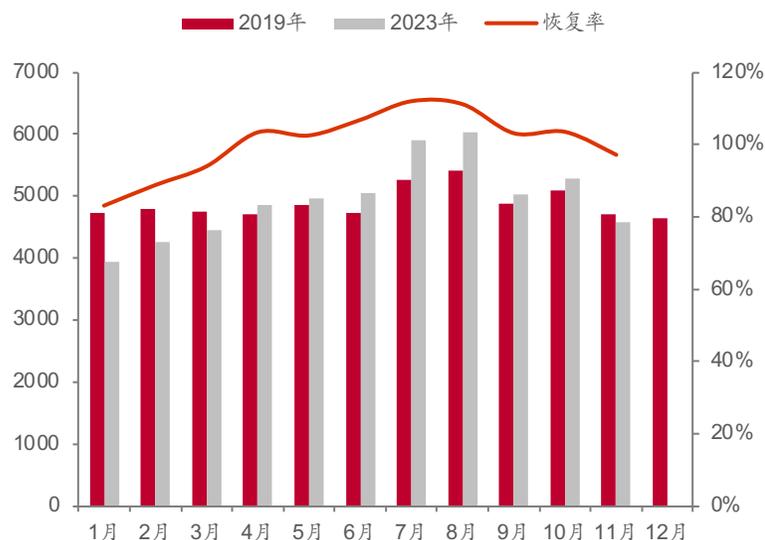
来源：Wind、民航局、《从统计看民航》、《中国民航年谱：1949-2010》中泰证券研究所
备注：2017年后机队数量仅包含客机，为保持可比性，同比增速使用全行业总飞机数进行计算

需求端：2023年国内地区旅客量恢复至2019年同期

2023年国内及地区旅客量恢复至2019年同期，国际旅客量持续恢复：

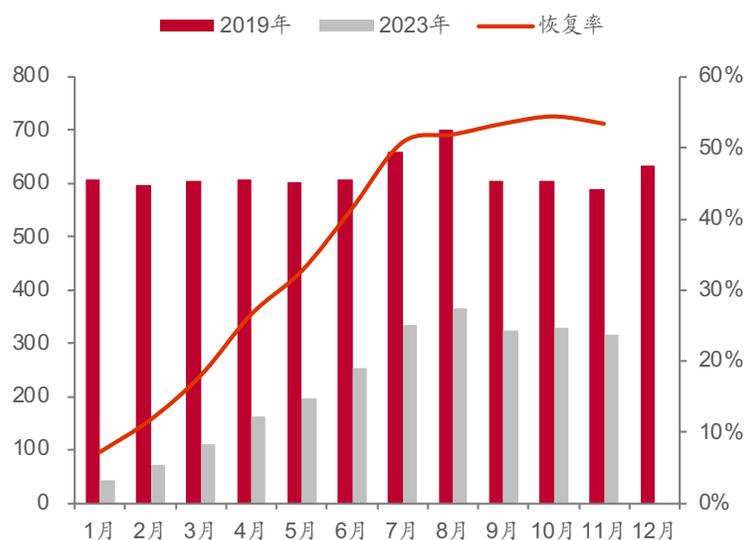
● 2023年1-11月，中国整体旅客量平均恢复至2019年同期的**93%**，国内、国际、地区平均分别恢复至2019年同期的**101%**、**37%**、**85%**。
国内旅客量自2023年4月起超2019年同期，直至11月，再次回落至2019年同期的97%。
地区旅客量自2023年9月起持续超2019年同期，9-11月分别恢复至2019年同期的**110.88%**、**107.20%**、**110.09%**。
 国际航线旅客量自2023年1月起持续恢复，至11月底恢复至2019年同期的**54%**。

图表：2023年国内旅客量基本恢复至2019年同期（万人次）



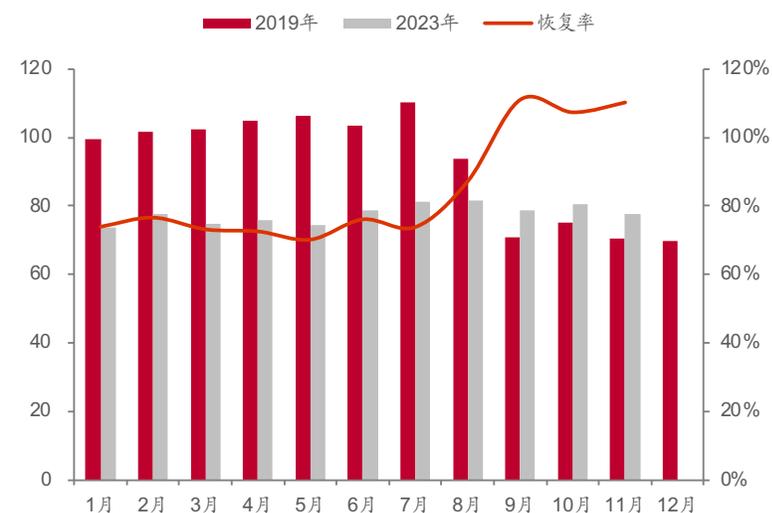
来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年国际旅客量持续恢复（万人次）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年9月起地区旅客量基本恢复至2019年同期（万人次）



来源：Wind、中泰证券研究所

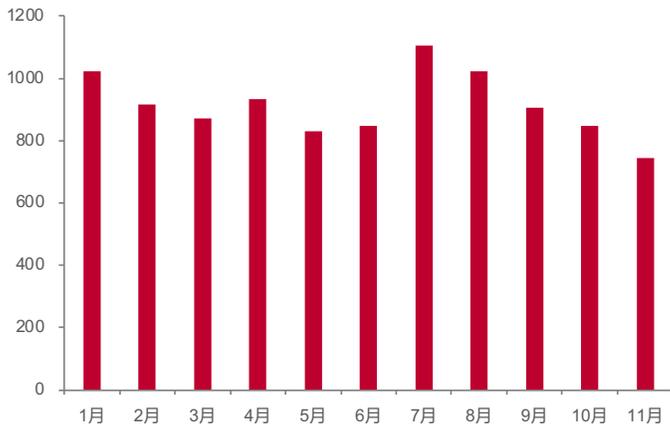
需求端：2024年票价有望维持或微增

● **2023年航空票价保持高位。**2023年1-11月，我国航空平均票价保持高位。其中，3月平均票价872元，同比2019年上涨**16.60%**，5月平均票价829元，同比2019年上涨**13.4%**，6月平均票价846元，同比2019年上涨**7.5%**，7月平均票价1105元，同比2019年上涨**19.10%**。8月平均票价1054元，同比2019年上涨**12.7%**。但2023年1-11月，全行业客座率始终低于2019年同期，客运量也未恢复至2019年水平。我们认为**2023年航空公司的定价策略发生了改变，航空公司通过高票价选取了乘坐飞机的旅客，在客座率低于2019年的情况下，维持了相对可观的收入。**

● **2023年“亲子游”大增，公商务旅客是中流砥柱。**根据去哪儿大数据研究院，**2023年，儿童和中小學生旅客增幅最大，5-18岁的旅客出行量远超过2019年。**20-29岁的青年旅客出行数量低于2019年，30岁以上的旅客和2019年的规律相似，并且向右平移了4年。从高频旅客看，疫情之前，每年的高频旅客大约占全部旅客数量的5%，贡献全年四分之一的出行人次数量。2023年，高频旅客占比超过6%，乘机人次占比达到28%，而且高频旅客人均出行的次数和2019年持平。说明疫情对于高频旅客影响不大，但由于出旅游探亲旅客的比例缩减，高频率的乘机人次占比高于2019年。

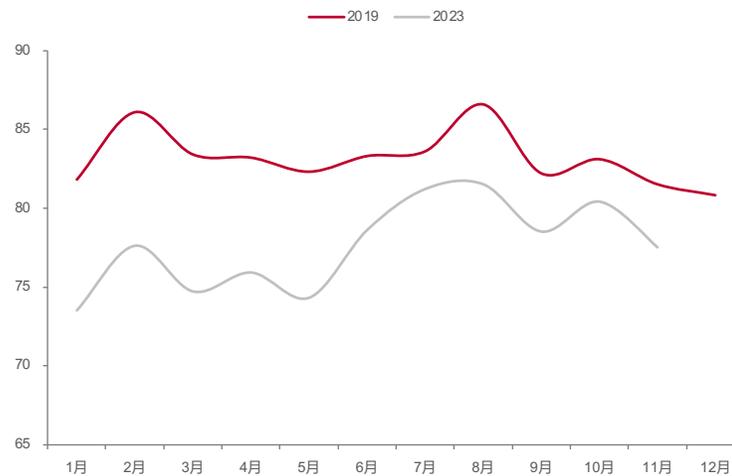
● **2024年票价有望维持或微增。**2023年公商务旅客恢复程度较高，“亲子游”为首的休闲游旺季需求较好，这两类旅客对价格的敏感度相对较低，在商旅和“亲子游”需求没有较大波动的情况下，我们认为航司2024年票价有望维持或微增。

图表：2023年旺季票价较高（元）



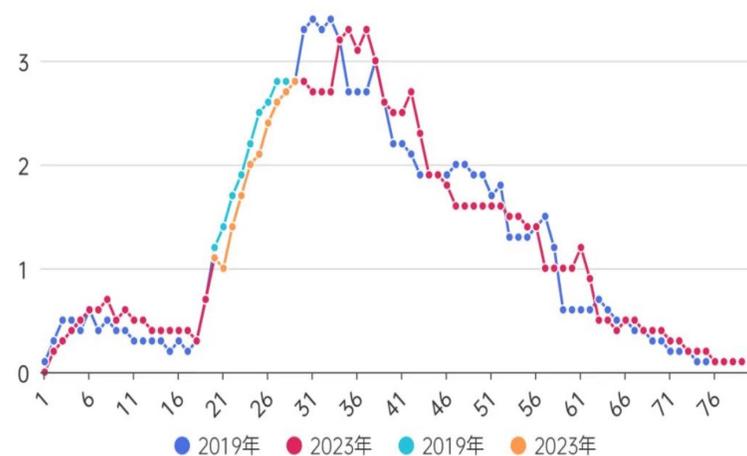
来源：中国航协、携程、中泰证券研究所 备注：4月、10月数据为测算

图表：2023年1-11月全行业客座率（%）未恢复至2019年同期



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2023年乘机人次年龄段细分图



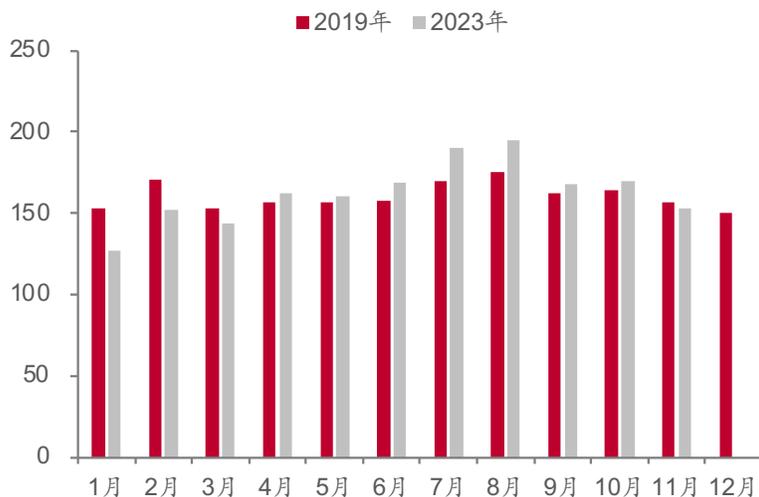
来源：去哪儿大数据研究院、中泰证券研究所

需求端： 2024年商务出行票价有望维持

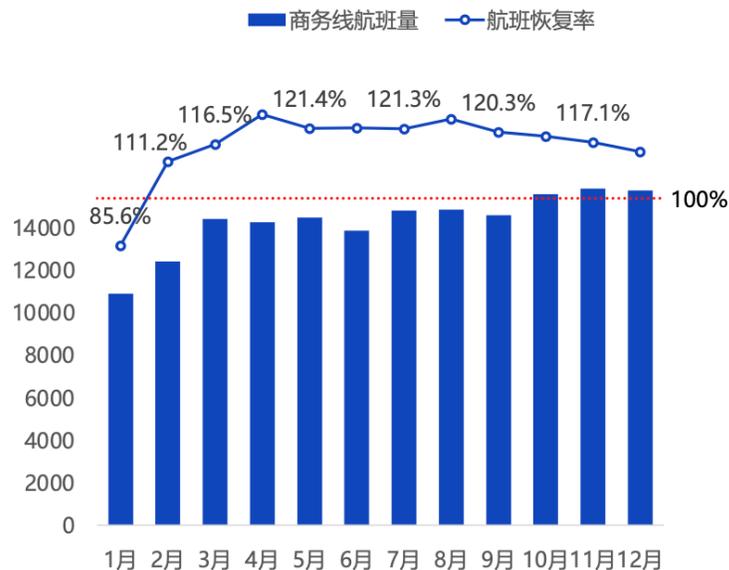
● **2023年商务出行基本恢复至2019年同期水平。**从民航淡旺季看，3月、6月、11月、12月法定假期少，因私出行需求相对较弱，因公出行为民航出行主力。2023年3月、6月、11月，民航国内日均旅客量分别为144、169、153万人次，分别为2019年同期的94%、107%、97%，已基本恢复至2019年同期水平，说明公商务出行已基本恢复至2019年水平，2023年11月的国内日均旅客量或为2024年淡季旅客量的底部。

● **2023年商务线航班恢复迅速。**根据航班管家数据，2023年商务线航班恢复极为迅速，2月份航班量已经超过2019年同期10个百分点以上，4-9九月份更是超20个百分点以上，但客座水平明显不如2019年，2023全年商务线平均客座率约72%，比2019年下降12个百分点。

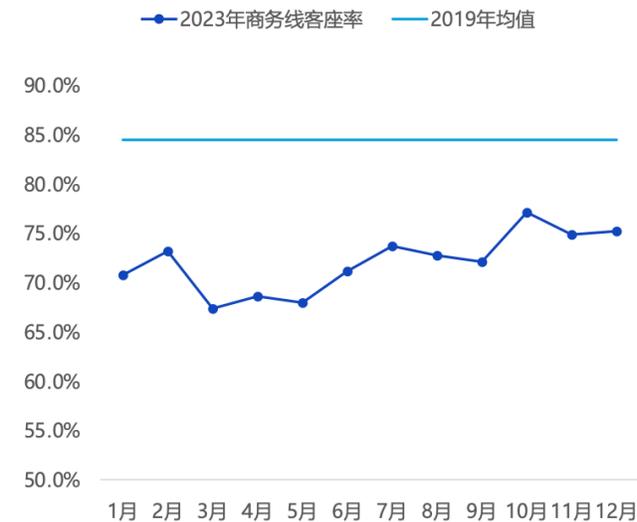
图表：2023年民航国内日均旅客量基本恢复至2019年同期（万人次）



图表：2023年商务线航班量月趋势及其恢复率



图表：2023年商务线航班客座率月趋势



来源：Wind、中泰证券研究所

来源：航班管家、中泰证券研究所

来源：航班管家、中泰证券研究所

需求端：2024年商务出行票价有望维持

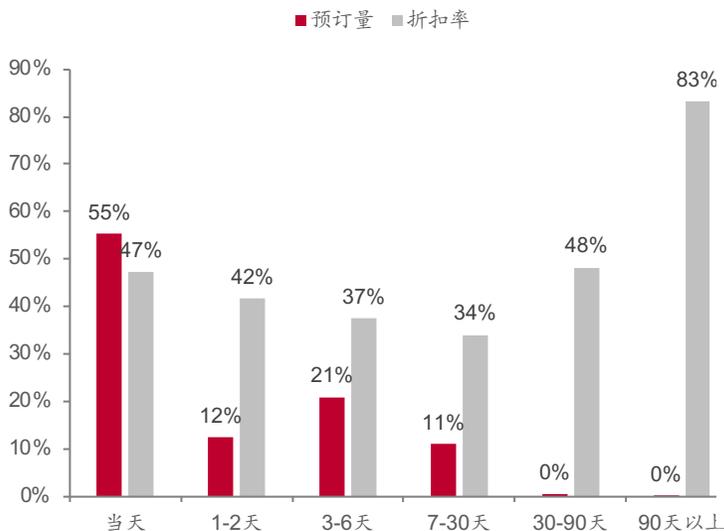
2023年商务线平均价格与2019年持平，55%的旅客选择当天购票，享受折扣较低，为航司带来较高收益。根据航班管家数据，2023年商务线平均票价约1049元，基本与2019年同期持平，从月趋势上看，在2-4月份及暑运期间，2023年商务线平均票价要高于2019年同期，四季度降幅明显，平均价差在百余元。根据同程研究院发布的《11月商务出行趋势报告》，2023年11月，55%的旅客选择当天订票，平均折扣率为47%。商务旅客临近购票属性强，享受折扣较低，为航司带来较高收益。

2024年国内商务线需求有望维持或微增，一带一路及跨境出海或提升国际差旅出行需求，预计2024年商务线票价有望维持。根据同程研究院发布的《2024商旅发展趋势展望》：

● 国内方面，2023年北上广深、成都、重庆、南京、杭州等城市为差旅热门目的，金融业出差较为频繁（占国内差旅需求的18.4%）。此外，服务业恢复超预期，带来差旅需求的高增长（2023年生活服务业国内差旅同比增长248.3%）。

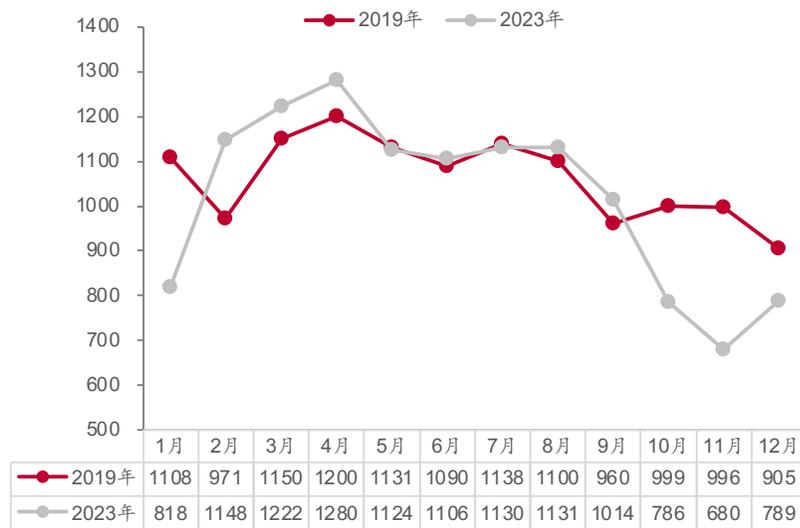
● 国际方面，一带一路、制造业出海等均有望成为国际差旅的潜在增长点。2023年是共建“一带一路”倡议提出十周年，前三季度中国对共建“一带一路”国家进出口达14.32万亿元，占中国外贸规模的46.5%，共建“一带一路”国家成为中国对外贸易的重要增长来源地。预计2024年企业跨境差旅将更多的借助政策契机，积极围绕一带一路、金砖国家、欧洲等外交重点国家和地区展开。此外，2023年，制造业跨境出差较多，能源/原材料行业、服务业、水电公共事业等出海频率明显增加，电动载人汽车、锂离子蓄电池、太阳能电池等“新三样”产品出口增长41.7%，跨境电商也为我国外贸发展注入新动能，这些行业将在2024年迎来高增长，或将成为差旅重点增长行业。

图表：11月机票预定与折扣率的关系



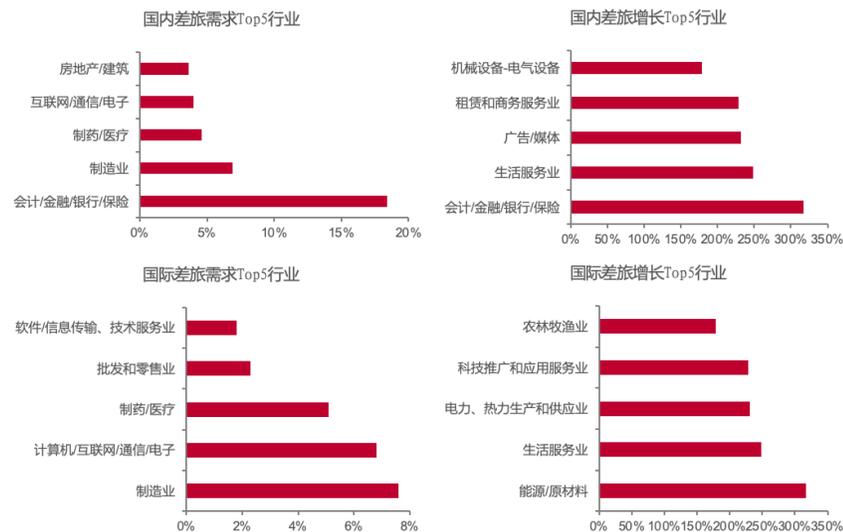
来源：同程研究院、中泰证券研究所

图表：2023年商务线平均价格与2019年持平（元）



来源：航班管家、中泰证券研究所

图表：2023年国内外商务出行需求（分行业）



来源：同程研究院、中泰证券研究所

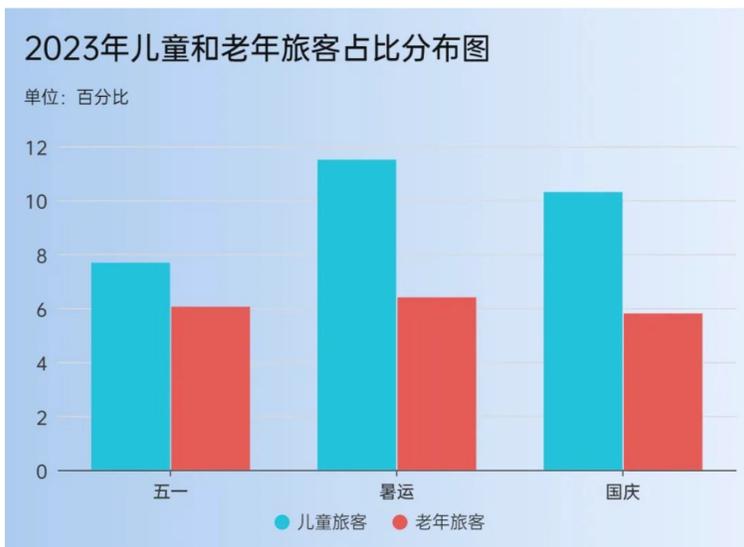
需求端：2024年“亲子游”热度有望延续

● **2023年暑运、国庆“亲子游”为主要客源群体。**根据去哪儿网大数据研究院，2023年暑运，3-15岁的儿童旅客占全部旅客的比例达到了**15%**，儿童旅客在数量以及占比上，相比2019年暑运都增长超过**40%**。除暑运外，2023年的国庆儿童旅客的占比超过**10%**，环比五一假期提高了2.5个百分点。通常一个儿童出行往往会有两名以上的家长陪同，“亲子游”成为2023年民航旺季市场的主要客源群体。

● **探亲为“亲子游”的重要目的。**由于国庆期间公商务出行的比例极低，所以国庆与暑运有相同出行目的地的旅客大概率是探亲。2023年国庆假期目的地与暑运相同的重复旅客比例（**14.2%**）略高于2019年（**14.0%**），重复旅客中儿童的占比也由2019年的**5.4%**提升至**9.3%**。

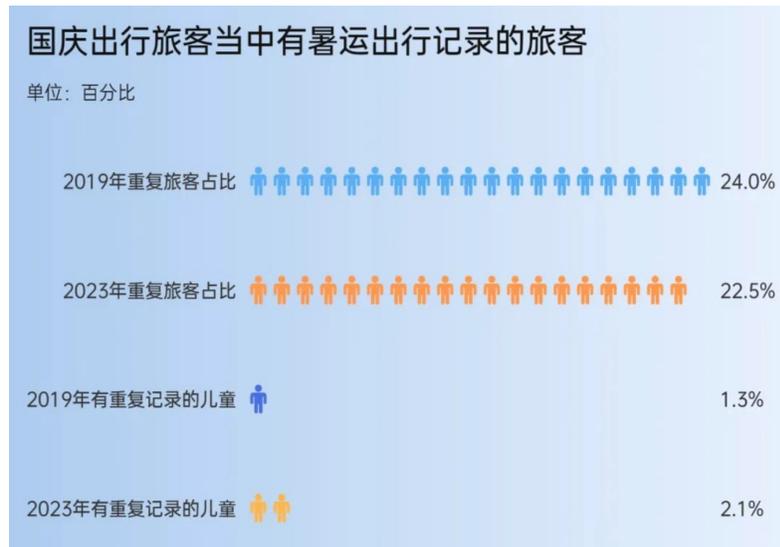
● **“亲子游”客源空间广阔，2024年旺季热度有望延续。**从2023年暑运和国庆看，“亲子游”客源重合度并不高，说明“亲子游”客源空间广阔。根据去哪儿网大数据研究院，在2023年国庆假期出行的旅客当中，**22.5%**的旅客在暑运期间有出行记录，其中重复出行的儿童比例为**2.1%**。2023年重复出行的旅客比例低于2019年（**24%**），但重复出行的儿童比例高于2019年（**1.3%**）。我们认为2024年“亲子游”旺季热度有望延续。一方面，2022年，5-14岁的儿童占我国人口数量的**12.65%**，亲子游潜在市场较大。另一方面，无论是否以探亲为目的，“亲子游”相对于休闲旅游相对刚需，且只能在特定时间段往返，价格敏感性相对较低，对旺季量价有明显提振作用。

图表：2023年儿童和老年旅客占比分布图



来源：去哪儿大数据研究院、中泰证券研究所

图表：国庆与暑运均有出行记录的旅客



来源：去哪儿大数据研究院、中泰证券研究所

图表：国庆与暑运出行目的地相同的重复旅客



来源：去哪儿大数据研究院、中泰证券研究所

2024年关注：国际航线持续复苏

预计2024年国际航班将持续恢复，国际出行需求持续提升：

● **入境免签政策有望提升国际航线需求。**2023年下半年，泰国、马来西亚、新加坡等国陆续对我国公民实行入境免签政策。与此同时，我国对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家的公民实行单方面免签政策。2024年因签证导致的有效需求不足有望进一步缓解。

● **中国旅客2024年出境游意愿仍强。**根据同程旅行发布的《2024中国居民出境游需求趋势前瞻》，**63.9%**的受访者明确表示有出境游计划，这其中**超4成**受访者2024年计划完成**2次以上**出境游。有出境游计划的受访群体中，近七成受访者倾向于避开法定节假日，而倾向于法定节假日出游的样本中，选择2024年春节黄金周和国庆黄金周出游的比例相对较高。出游目的地方面，选择中国港澳地区、新加坡、泰国、马来西亚等作为2024年出境游目的地的受访者占比较高。

图表：2024年免签政策利好频发

国际出行相关免签政策

外交部：2023.12.1-2024.11.30，对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚6个国家持普通护照人员试行单方面免签政策。

美国：中美航线将增加至每周70班；中美达成共识优化签证申请流程

澳洲：中澳统一在互惠基础上向旅游、商务人员开放3-5年多次入境签证

泰国：中泰两国将从3月起永久互免对方公民签证

马来西亚：12月1日起，对来自中国等国游客实施30天免签证入境措施

新加坡：在新中航班不断增加的基础上，双方将通过30天互免签证安排，加强两国人员往来。

来源：外交部、人民网、京报网、央广网、央视网、中华人民共和国文化和旅游部、中泰证券研究所

图表：2024年出境游目的地热度前瞻



来源：同程旅行、中泰证券研究所

航空总结：供需持续改善，业绩弹性释放可期

● **2023年行业大幅减亏，经营数据明显回升。**根据民航局数据，2023年全行业共完成运输总周转量**1188.3**亿吨公里、旅客运输量**6.2**亿人次、货邮运输量**735.4**万吨，同比分别增长**98.3%、146.1%、21%**，分别恢复至2019年的**91.9%、93.9%、97.6%**。飞机日利用率**8.1**小时，同比提高**3.8**小时；正班客座率**77.9%**、载运率**67.7%**，同比提高**11.3**个、**2.7**个百分点；**全行业大幅减亏1872亿元**。千万级机场航班平均靠桥率提升**3.41**个百分点；全年航班正常率达**87.8%**，较2019年提高**6.15**个百分点。

● **供给端：预计2024年飞机引进增速依然缓慢。**2023年航司飞机增速较缓，或不能达到全年计划净增飞机数。2024年，波音737max有望恢复在华交付，但存量空客A320系列受普惠发动机影响有部分仍在停场。我们测算“十四五”期间行业机队增速在**3.25%**（不考虑737max）**-3.64%**（考虑737max）之间，远低于“十二五”及“十三五”。

● **需求端：预计2024年行业发展趋势向好，公商务需求仍为中流砥柱，“亲子游”等休闲旅游在旺季依然火爆。**2023年，尽管公商务航线供给增加导致客座率下滑，但公商务旅客量与票价水平基本恢复至2019年同期水平，以“亲子游”为首的休闲旅游在旺季持续火爆。预计2024年公商务出行和休闲游出行仍将维持2023年趋势。商务线方面，预计2024年国内商务线需求有望维持或微增，一带一路及跨境出海或提升国际差旅出行需求，预计2024年商务线票价有望维持。休闲游方面，“亲子游”潜在空间广阔，**5-14岁**的儿童占我国人口数量的**12.65%**，一个儿童出行或带来两个大人同行。以“亲子游”为首的休闲旅游相对刚需，且只能在特定时间段往返，价格敏感性相对较低，对旺季量价有明显提振作用。

● **2024年航司业绩预计进一步上行。**2024年，根据民航局预判，预计2024年我国国内航线旅客运输量将达**6.3亿人次**，超2019年**7.7个百分点**，预计2024年旅客运输量为**6.9亿人次**，同比增长**11%**。我们预计国内市场上半年尤其是春运旺季将好于2023年同期，国际航线全年将持续恢复，航司飞机利用率提升，固定成本有望持续摊薄，供需格局有望持续改善，若票价保持2023年水平或较2023年微增，航司业绩有望进一步上行。



3

2024年机场展望：免税利空落地，关注长期投资价值

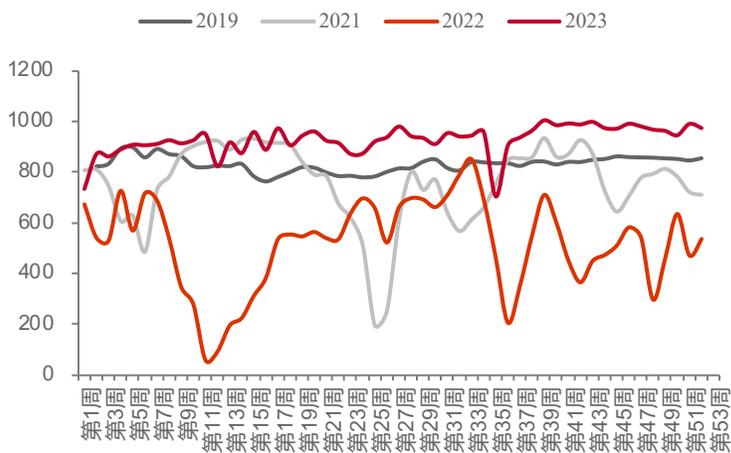
2023年机场国内航班恢复快于国际航班

2023年机场航班量恢复国内快于国际：

● 2023年上市机场国内航班量基本恢复至2019年同期。以年度平均恢复率看，深圳宝安、上海浦东、广州白云、上海虹桥、厦门高崎、北京首都的国内航班量分别恢复至2019年同期的**112%**、**111%**、**104%**、**99%**、**96%**、**73%**。首都机场恢复较慢或受大兴转场影响。

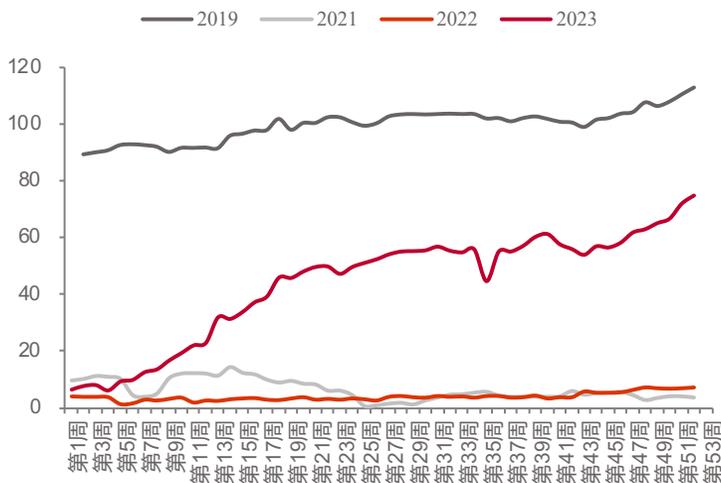
● 2023年上市航司国际航班量持续恢复。以年度平均恢复率看，上海虹桥、厦门高崎、广州白云、深圳宝安、上海浦东、北京首都的国际航班量分别恢复至2019年同期的**73%**、**63%**、**46%**、**44%**、**44%**、**32%**。各机场国际航班量持续恢复，上海虹桥机场下半年国际航班量几乎恢复至2019年同期的**100%**。

图表：深圳机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的112%



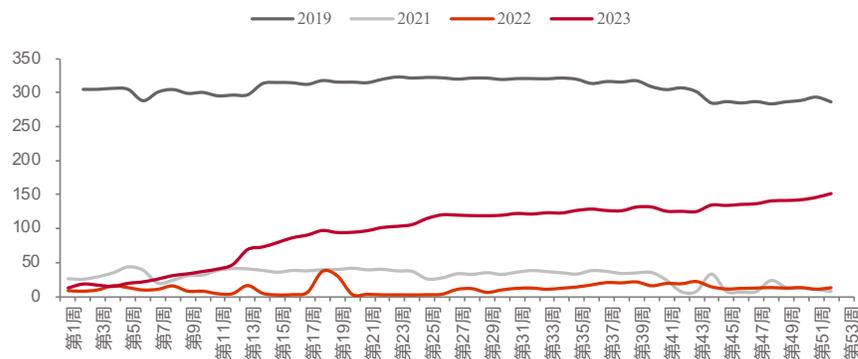
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：深圳机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的44%



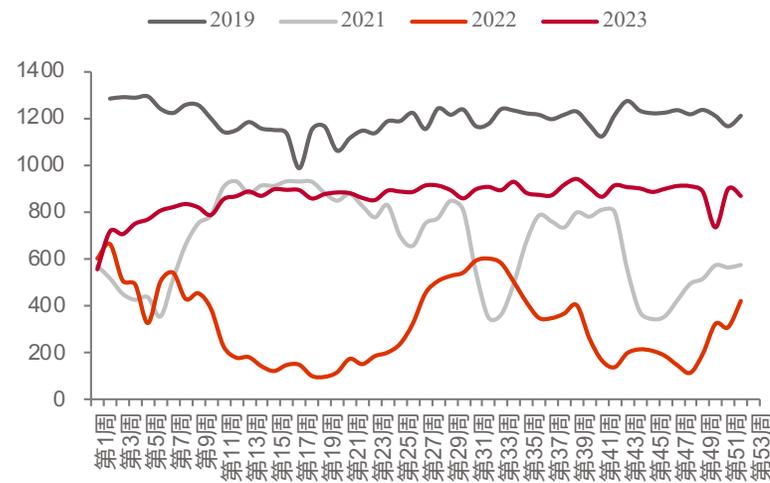
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：首都机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的32%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

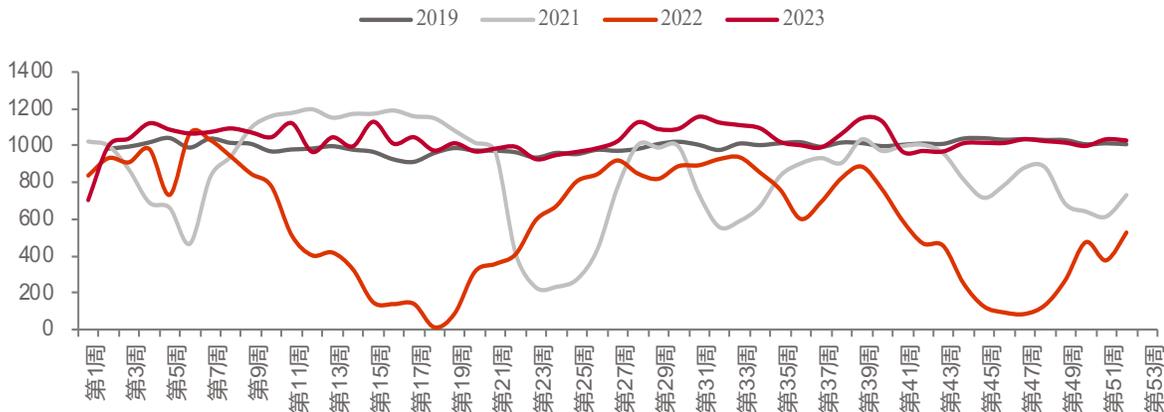
图表：首都机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的73%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

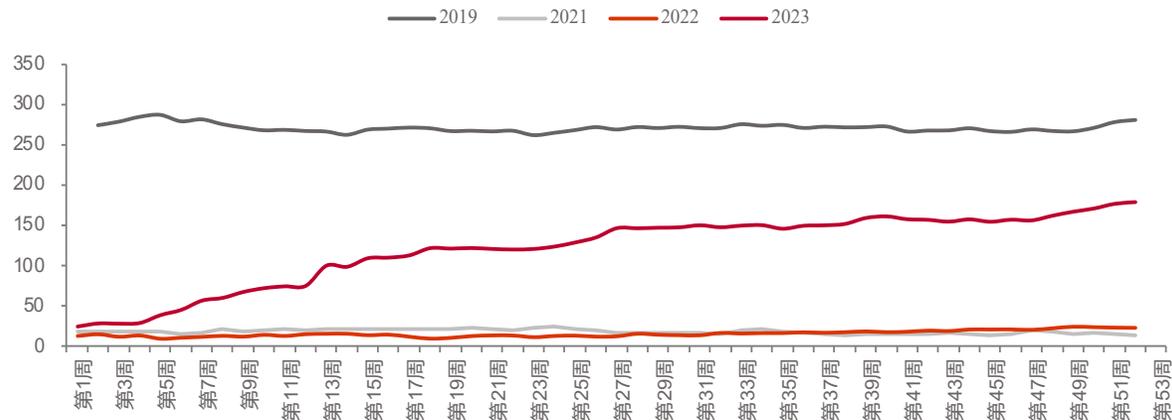
2023年机场国内航班恢复快于国际航班

图表：白云机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的104%



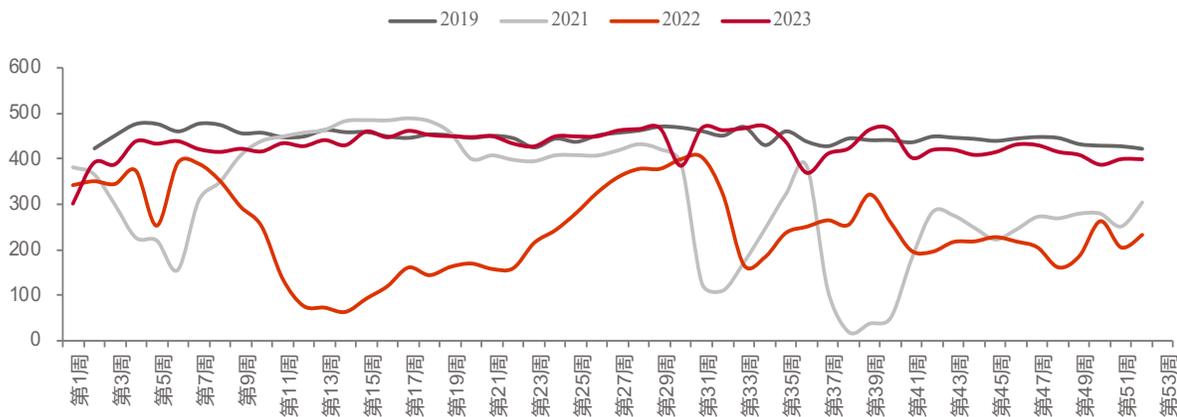
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：白云机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的46%



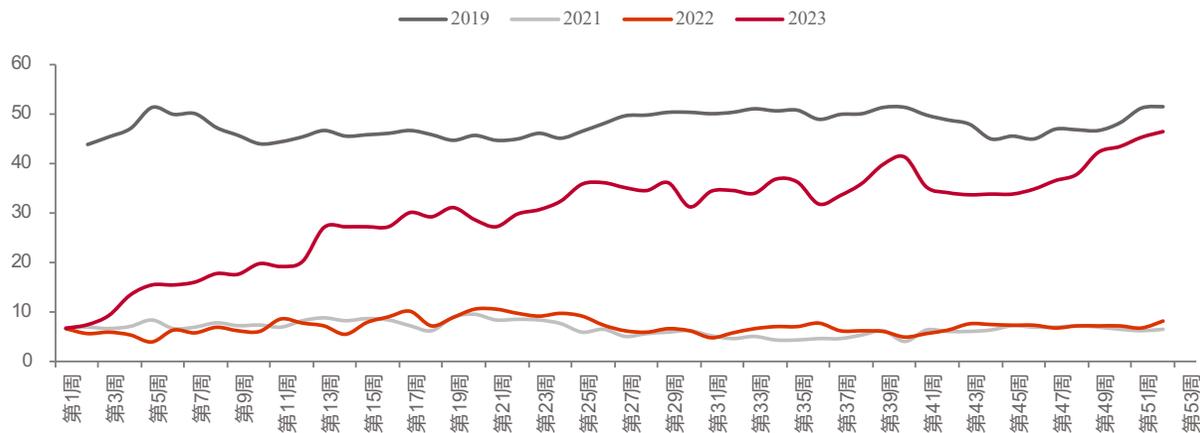
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：厦门机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的96%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

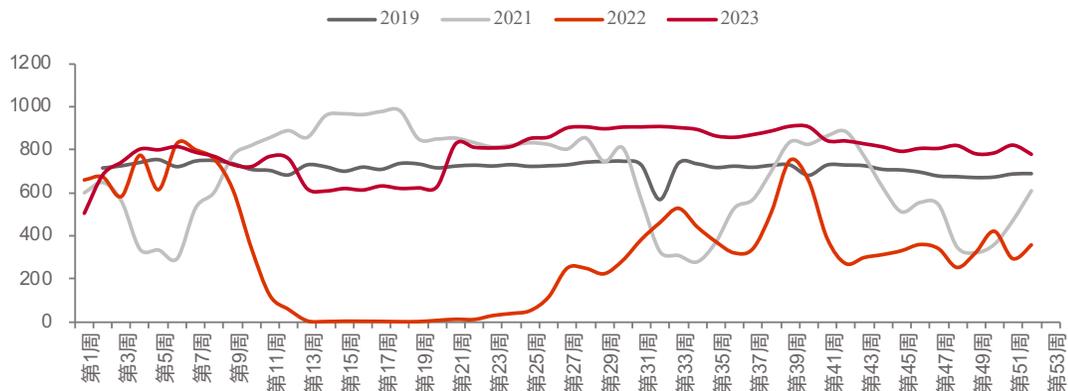
图表：厦门机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的63%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

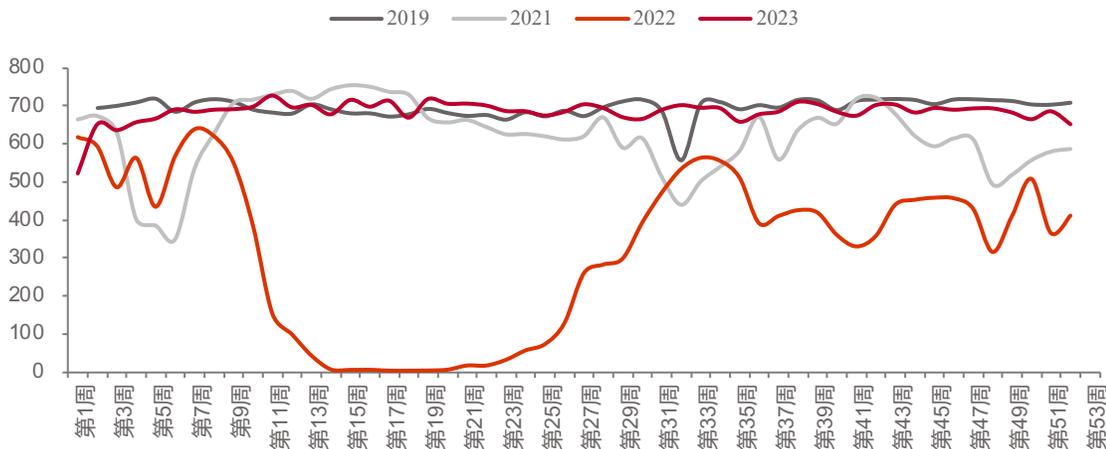
2023年机场国内航班恢复快于国际航班

图表：浦东机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的111%



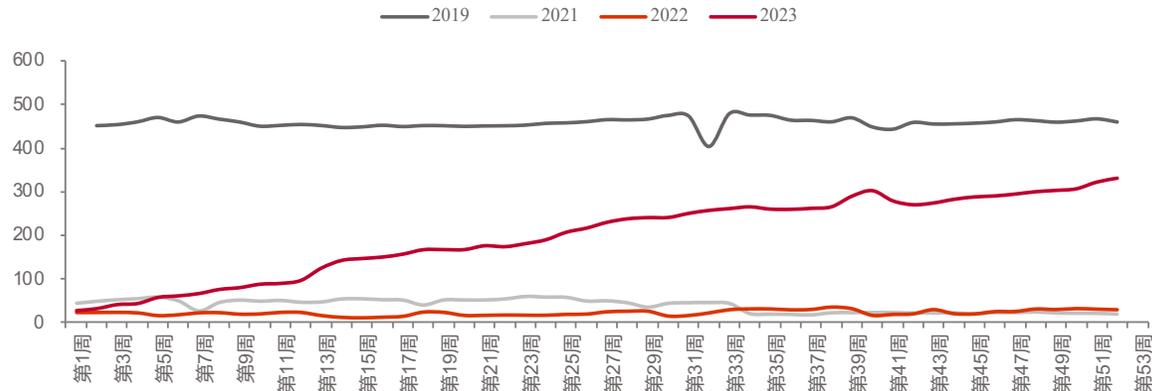
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：虹桥机场2023年国内航班量平均恢复至2019年同期的99%



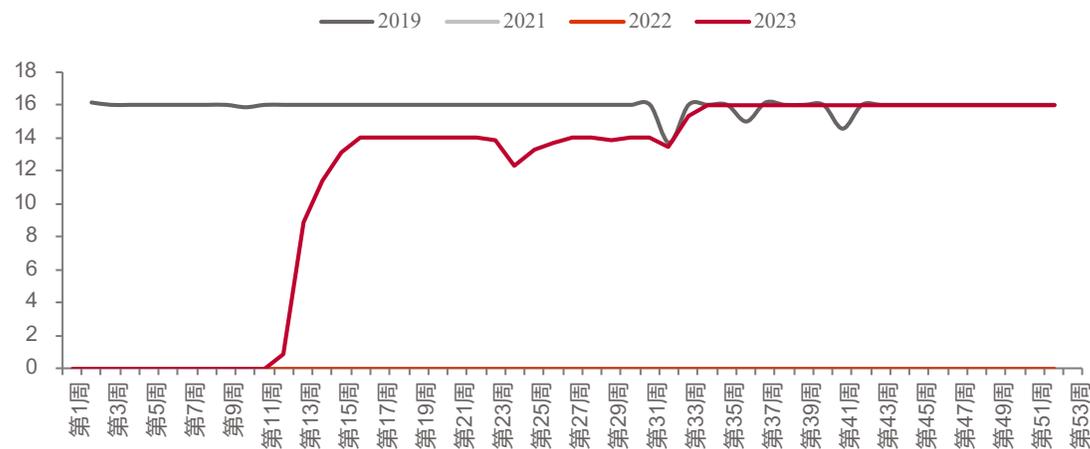
来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：浦东机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的44%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

图表：虹桥机场2023年国际航班量平均恢复至2019年同期的73%



来源：航班管家、中泰证券研究所 备注：班次/周

2024年关注免税业务变化

上海机场免税业务新补充协议恢复盈利弹性。2023年12月26日，上海机场发布关于签订免税店项目经营权转让合同之相关补充协议的公告》（浦东机场签订《补充协议二》、虹桥机场签订《补充协议一》，以下简称“新《补充协议》”）。新《补充协议》恢复月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式，即“下有保底，上不封顶”，与原《补充协议》（2021年签订）中免税收入仅与国际客流量挂钩相比，盈利弹性恢复，但免税业务的保底收入以及扣点率均有所降低。

图表：上海机场免税店销售提成计算方式

新补充协议（2023.12.27，浦东+虹桥）		
情况	公式	备注
如月保底销售提成≤月实际销售提成	月实收费用=月实际销售提成；	保底提成的计算：如月实际客流量>2023年第三季度月均客流量的80%，上海浦东机场的月保底销售提成为52,454,562元，上海虹桥机场的月保底销售提成为6,473,493元；如月实际客流量≤2023年第三季度月均客流量的80%，月保底销售提成=面积单价×乙方实际经营面积×(月实际客流量÷2023年第三季度月均客流量的80%)×调节系数。 月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例； 月品类净销售额=月品类总销售额-月品类退货退款额 公司月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的各月品类销售提成的总和。品类提成比例按18%-36%不同情形取值。
如月保底销售提成>月实际销售提成	月实收费用=月保底销售提成	
原补充协议（2021.1.30，浦东）		
情况	公式	备注
当月实际国际客流≤2019年月均实际国际客流×80%	月实收费用=月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数	“人均贡献”参照2019年人均贡献水平设定为135.28元，“客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数，“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时，面积调节系数为0。 若当年实际国际客流(X)大于当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；若当年实际国际客流(X)小于等于当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成额。若2022年以后(含)的年实际国际客流(X)在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成=对应年度保底销售提成×(1+24.11%)。
当月实际国际客流>2019年月均实际国际客流×80%	月实收费用=月保底销售提成=当年保底销售提成÷12个月	
原合同（2018.9.8，浦东）		
情况	公式	备注
当月实际销售提成≥月保底销售提成时	月实收费用=月实际销售提成=∑(各分类月实际销售额×对应分类销售提成比例)	综合销售提成比例为42.5%
当月实际销售提成<月保底销售提成时	月实收费用=月保底销售提成=∑(场地所处各区域各年保底销售提成报价×10000÷规划使用月份数)	其中香化、烟酒、食品的销售提成比例为45%，百货的销售提成比例为25%。

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：2023年三季度浦东机场、虹桥机场国际+港澳台地区旅客量的80%分别为147万、20万人次

2024年关注免税业务变化

● 上海机场免税新补充协议降低了免税业务的保底收入以及扣点率。保底收入方面，新补充协议约定了上海虹桥及浦东机场合计保底收入为7亿元/年，与2021年、2019年的相关协议比，保底收入大幅下降。扣点率方面，新补充协议约定月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的各月品类销售提成的总和。品类提成比例按18%-36%不同情形取值，而此前免税业务的综合扣点率达42.5%。

● 2024年免税收入弹性的决定于客单价以及旅客量。从新补充协议看，2024年虹桥、浦东机场国际及港澳台地区月均旅客量有望超2023年三季度月均的80%，因此免税收入的弹性决定于客单价及月均国际（含地区）旅客量。

图表：上海机场免税业务保底收入下降

新补充协议 (2023.12.27, 浦东+虹桥)	原补充协议 (2021.1.30, 浦东)		原合同 (2018.9.8, 浦东)		
	年份	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (亿元)	年份	预计每年保底销 售提成 (亿元)
浦东机场: 5245 万元/月*12=6.3 亿元	2019	X≤4172	35.25	2019	35.25
	2020	4172<X≤4404	41.58	2020	41.58
	2021	4404<X≤4636	45.59	2021	45.59
虹桥机场: 647 万元/月 *12=7764万元	2022	4636<X≤4868	62.88	2022	62.88
	2023	4868<X≤5100	68.59	2023	68.59
	2024	5100<X≤5360	74.64	2024	74.64
合计: 7亿元/年	2025	5360<X	81.48	2025	81.48

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表：上海机场免税业务收入测算

假设条件 (2024 年)	新补充协议 (2023.12.27, 浦 东+虹桥)	原补充协议 (2021.1.30, 浦东)	原合同 (2018.9.8, 浦 东)
旅客量 (万人次)	3385.30	3111.63	3111.63
客单价 (元)	325.12	325.12	325.12
收入 (万元)	1100625	1011652	1011652
扣点率 (%)	18-36%, 假设综合为25%	N/A	42.5%
免税收入(亿元)	27.52	43.75	74.64

来源：公司公告、中泰证券研究所

备注：1. 新补充协议：假设2024年虹桥+浦东国际和地区旅客量恢复至3385万人次（其中浦东3112万人次，虹桥273万人次，合计约为2019年同期的81%），客单价为325.12元（2019年的90%），假设新补充协议综合扣点率为25%，测算免税收入28亿元。

2. 原补充协议：免税收入与扣点率无关，仅与客流恢复情况有关，假设2024年浦东机场客流量仍为3112万人次（超2019年同期的80%），使用保底收入计算免税收入。3112万人次对应保底收入35.25亿元，需乘（1+24.11%），24.11%为面积调节系数，测算仅浦东机场免税收入43.75亿元。

3. 原合同：假设2024年浦东机场旅客量仍为3112万人次，根据42.5%的扣点率计算免税收入为43亿元，但原合同中2024年浦东机场保底收入为74.64亿元。

4. 为简便测算，此处以年为单位进行测算，实际情况应以月为单位进行核算。

机场总结：免税利空落地，关注长期投资价值

● **2023年机场先于航司扭亏。**上海机场、深圳机场于2023年Q2起扭亏为盈，白云机场、厦门空港于2023年Q1起扭亏为盈，扭亏速度整体快于上市航司。四大上市机场前三季度归母净利润分别为**4.97、1.64、2.74、2.68亿元**。

● **2024年航空收入有望持续增加，关注免税业务的长期投资价值。**机场的航空业务由民航局定价，随着国际航班的逐步恢复，上海机场的航空性收入有望持续增加。非航收入方面，此次新补充协议中扣点率的降低符合市场预期，但新补充协议使免税收入重回，即“下有保底，上不封顶”的模式，收入弹性回归。同时，新补充协议涉及较多增强免税商业竞争力与协同力的内容，如优化升级免税场地资源、开展机场免税线上预定业务、实现机场免税与市区免税等业务的联动、增设灵活销售形式等。2024-2025年随着国际旅客量及客单价的持续回归，机场的免税收入有望超预期回升。

● **敏感性测试：**假设2024年上海浦东机场免税客单价为**325元**（为2019年的**90%**），国际（含地区）客流量为**3080万人**（为2019年的**80%**），若综合扣点率为**25%**，则浦东机场免税收入为**25.04亿元**，若客流量保持不变，客单价上涨**10%**，浦东机场免税收入将上涨至**27.54亿元**；假设2024年上海浦东机场免税客单价为**325元**（为2019年的**90%**），国际（含地区）客流量为**3080万人**（为2019年的**80%**），若综合扣点率为**20%**，则浦东机场免税收入为**20.03亿元**，若客流量保持不变，客单价上涨**10%**，浦东机场免税收入将上涨至**22.04亿元**。2023年前三季度浦东机场的免税收入为**13.11亿元**，预计2024年随着国际航班的持续恢复，国际客流量将进一步恢复，免税收入有望好于2023年。

图表：上海浦东机场免税收入敏感性测算
(亿元，假设扣点率为25%不变)

客单价 \ 客流量	客单价						
	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%
-30%	12.27	14.02	15.78	17.53	19.28	21.03	22.79
-20%	14.02	16.03	18.03	20.03	22.04	24.04	26.04
-10%	15.78	18.03	20.28	22.54	24.79	27.04	29.30
0	17.53	20.03	22.54	25.04	27.54	30.05	32.55
10%	19.28	22.04	24.79	27.54	30.30	33.05	35.81
20%	21.03	24.04	27.04	30.05	33.05	36.06	39.06
30%	22.79	26.04	29.30	32.55	35.81	39.06	42.32

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表：上海浦东机场免税收入敏感性测算
(亿元，假设扣点率为20%不变)

客单价 \ 客流量	客单价						
	-30%	-20%	-10%	0	10%	20%	30%
-30%	9.82	11.22	12.62	14.02	15.42	16.83	18.23
-20%	11.22	12.82	14.42	16.03	17.63	19.23	20.83
-10%	12.62	14.42	16.23	18.03	19.83	21.63	23.44
0	14.02	16.03	18.03	20.03	22.04	24.04	26.04
10%	15.42	17.63	19.83	22.04	24.24	26.44	28.65
20%	16.83	19.23	21.63	24.04	26.44	28.85	31.25
30%	18.23	20.83	23.44	26.04	28.65	31.25	33.85

来源：公司公告、中泰证券研究所

图表：2023年前三季度浦东机场免税收入情况

季度	季度免税收入 (亿元)	人均贡献 (元)	月实际国际客流 (万人次)	调节系数
一季度	3.3	135.28	175.52	1.390
二季度	4.5	135.28	357.54	0.930
三季度	5.3	135.28	551.16	0.711

来源：公司公告、中泰证券研究所 备注：调节系数为测算，可能与实际有偏差

图表：客流量及客单价假设变化

	客流量 (万人次)		客单价 (元)	
	客流量 (万人次)	客单价 (元)	客流量 (万人次)	客单价 (元)
-30%	2156.56	227.58		
-20%	2464.64	260.09		
-10%	2772.72	292.60		
0	3080.80	325.12		
10%	3388.88	357.63		
20%	3696.96	390.14		
30%	4005.04	422.65		

来源：公司公告、中泰证券研究所



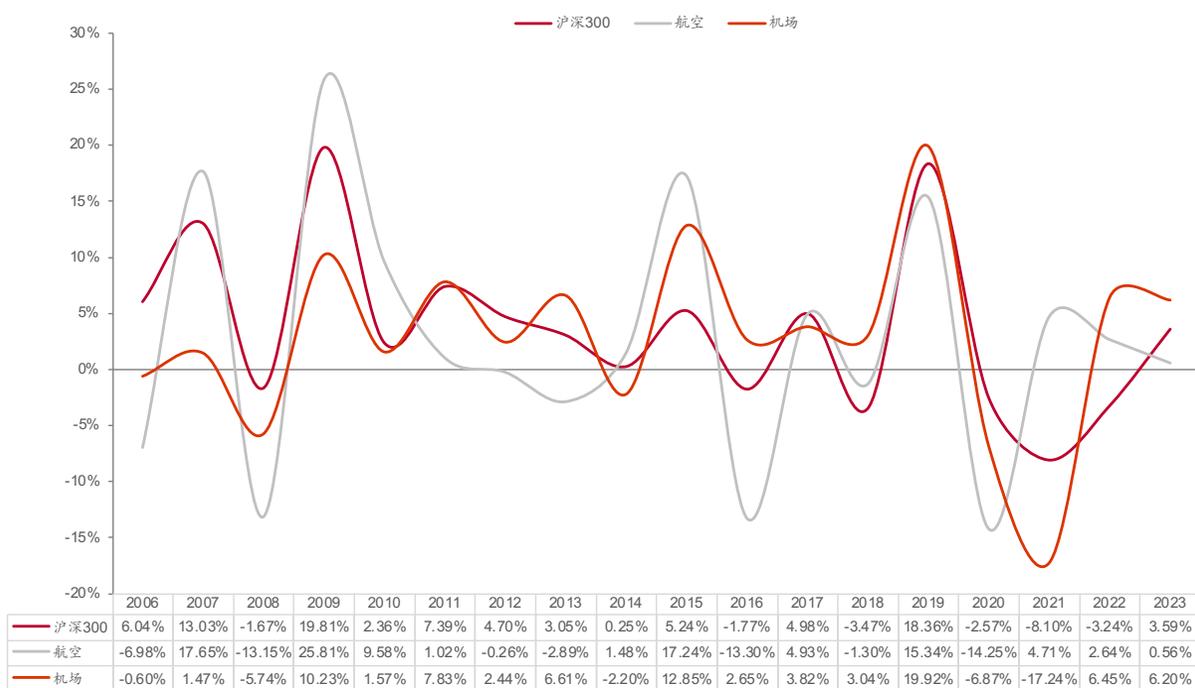
3

投资建议：边际向上，逢低布局

投资建议：把握春运投资时点

● **投资建议：把握春运投资时点。**我们复盘了2006-2023年春运期间航空指数、机场指数与沪深300指数的涨跌情况。18年期间，航空指数**7跌11涨**，上涨概率达61.11%，上涨期间平均上涨幅度**(9.18%)**大于沪深300**(7.40%)**。根据民航局预测，2024年春运期间旅客运输量将达到**8000万人次**，日均**200万人次**，有望创历史新高（同比增长**44.85%**，较2019年同期增长**10%**，2023年民航局统计数据为5523万人次，2019年民航局统计数据为**7288万人次**）。考虑到今年春运有望创历史新高，建议积极布局。

图表：2006-2023年春运期间相关指数复盘



来源：Wind、中泰证券研究所

图表：2006-2023年春运期间航空机场股表现(%)

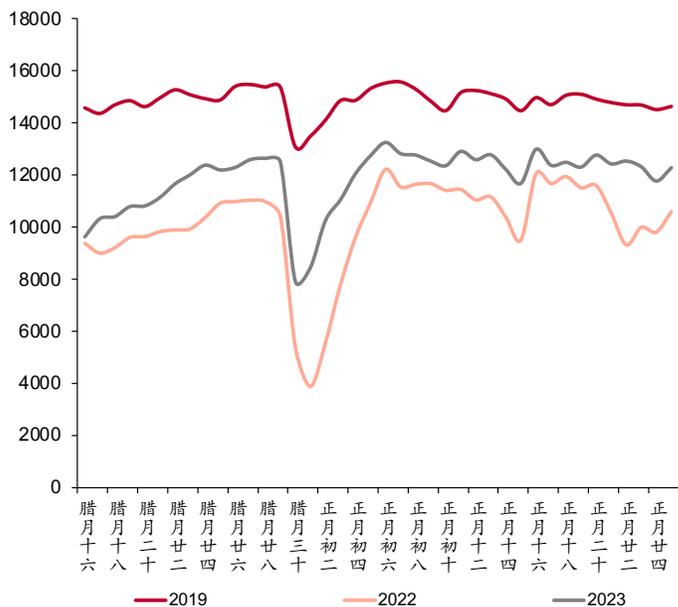
年份	国航	南方航空	海航控股	中国东航	春秋航空	吉祥航空	华夏航空	深圳机场	上海机场	白云机场	厦门空港
2006		(6.99)	(1.14)	(0.78)				1.21	0.94	(7.06)	(2.38)
2007	10.42	20.70	27.38	33.61				13.48	(6.05)	29.46	8.96
2008	(21.55)	(5.96)	2.29	(12.48)				(1.61)	(9.26)	(3.25)	19.15
2009	13.93	38.48	31.93	18.97				14.05	6.34	16.98	16.41
2010	14.23	9.36	8.76	4.95				1.81	(1.73)	8.87	11.65
2011	(1.10)	(2.25)	3.79	0.62				5.80	10.32	2.51	5.97
2012	(2.19)	0.39	0.84	0.00				2.07	2.54	2.48	2.37
2013	(4.05)	(3.78)	(1.66)	(2.82)				3.99	8.41	3.18	4.51
2014	(0.27)	0.77	0.00	2.79				(0.97)	(5.99)	8.64	6.54
2015	13.23	32.11	9.18	16.90	36.62			13.84	16.16	4.85	2.93
2016	(10.70)	(16.55)	(7.04)	(16.00)	(16.53)	(14.50)		1.12	5.85	(4.21)	(4.64)
2017	7.62	6.62	4.56	1.73	4.18	3.90		3.21	3.66	4.80	4.81
2018	0.53	0.51	0.00	(7.90)	(1.95)	1.13	58.14	(2.67)	6.82	(2.37)	(5.61)
2019	21.40	15.88	11.34	14.93	11.73	12.84	5.71	22.03	19.02	26.93	1.38
2020	(15.41)	(14.90)	(11.80)	(13.86)	(13.70)	(20.22)	(9.88)	(10.56)	(6.06)	(7.57)	(11.65)
2021	9.56	5.24	(9.80)	6.17	0.02	21.06	21.51	5.56	(23.15)	(4.32)	6.14
2022	6.71	(0.14)	5.91	4.58	(1.89)	(2.93)	(2.63)	1.23	8.72	1.79	1.51
2023	0.19	(0.26)	(2.17)	0.37	4.10	6.45	(0.16)	(0.40)	8.39	0.55	5.13
涨跌情况	10涨7跌	10涨8跌	11涨6跌	11涨6跌	5涨4跌	5涨3跌	3涨3跌	13涨5跌	12涨6跌	12涨6跌	14涨4跌

来源：Wind、中泰证券研究所

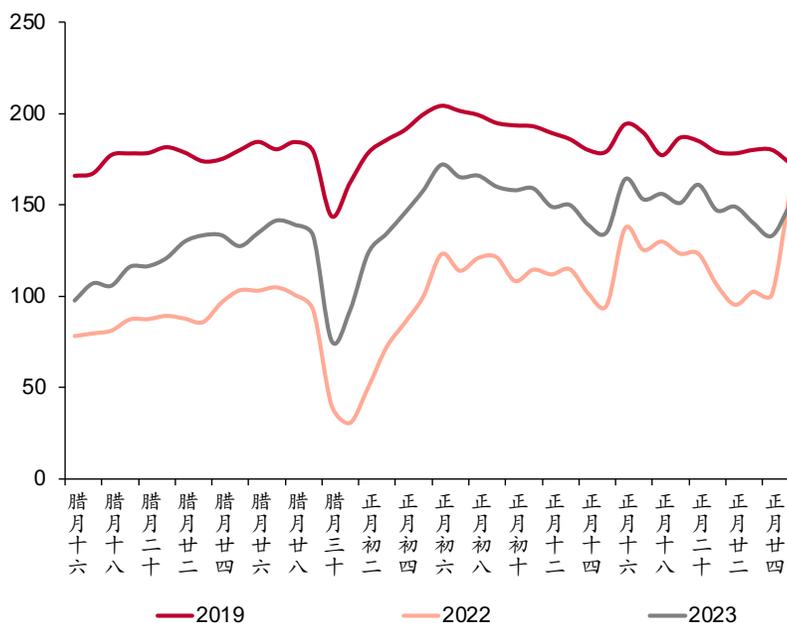
投资建议：把握春运投资时点

● **2023年春运未恢复至2019年同期**：2023年春运40天（1月7日-2月15日），民航日均航班量**11859班**，为2019年同期的**80%**；累计承运旅客**5521.4万人次**，日均承运**138万人次**，为2019年同期的**75%**；经济舱平均票价**738.68元**，为2019年同期的**89%**。

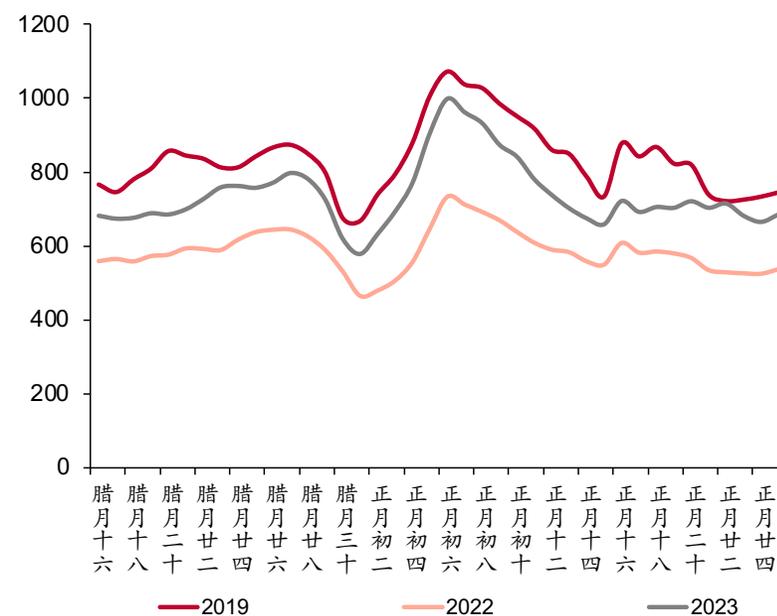
图表：春运期间全国（含国际/地区）每日客运航班量



图表：春运期间民航每日旅客发送量（万人次）



图表：春运期间民航国内航线出行日经济舱平均票价（元）



投资建议：边际向上，逢低布局

● **投资建议：**2023年，国内市场先于国际市场复苏，商旅出行先于休闲旅游复苏，民营航司春秋航空、吉祥航空率先实现扭亏为盈，三大航2023年Q3单季度业绩迎近年来新高。我们认为2024年，随着国际航线持续恢复、各航司飞机日利用率持续提升，航空市场有望进一步修复，各航司业绩将持续提升，机场的航空及非航业务也有望随着国际航线的恢复而持续提升，站在航空投资大时代的起点，我们看好航空公司业绩触底反弹带来的β行情，重点推荐三大航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空、上海机场。

图表：各航空公司及机场盈利预测表

代码	公司	2024/1/12		每股收益					P/E				
		收盘价	P/B	21A	22A	23E	24E	25E	21A	22A	23E	24E	25E
600115.SH	中国东航	3.8	3.21	-0.55	-1.68	-0.18	0.30	0.57	/	/	-21.53	12.59	6.66
601111.SH	国航	7.19	2.98	-1.15	-2.66	0.02	1.00	1.17	/	/	359.50	7.19	6.15
603885.SH	吉祥航空	12.12	2.83	-0.22	-1.87	0.55	0.83	1.92	/	/	22.14	14.59	6.30
600029.SH	南方航空	5.86	2.51	-0.67	-1.80	0.06	0.34	0.81	/	/	101.95	17.43	7.27
601021.SH	春秋航空	53.09	3.20	0.04	-3.10	2.85	3.76	5.24	1214.5	/	18.65	14.11	10.13
002928.sz	华夏航空	6.87	2.62	-0.09	-1.54	-0.61	0.32	0.75	-87.44	-4.99	-11.20	21.60	9.22
600009.SH	上海机场	31.75	1.97	-0.69	-1.20	0.37	1.13	1.63	/	/	85.94	28.02	19.45

来源：Wind、中泰证券研究所

备注：除国航数据为wind一致预期外，其余数据为中泰交运团队预测

风险提示

- **宏观经济下行风险。**航空业的发展与宏观经济的发展密切相关。若经济复苏不及预期，将导致航空需求减弱，对公司经营产生不利影响。
- **汇率风险。**航空公司有较多外币负债且多以美元负债为主，近期人民币兑美元汇率波动较大，可能会产生较大金额的汇兑损益，从而影响当期利润。
- **油价风险。**航油成本是航空公司的大项成本之一，油价大幅上升将增加燃油成本，进而影响经营业绩。
- **第三方数据可信性风险。**报告中部分数据来自第三方数据服务商，存在因获取其数据方式、处理方法等带来的可信性风险。
- **研报使用信息数据更新不及时风险。**研究报告使用的公开资料可能存在信息数据滞后或更新不及时的风险。
- **行业规模测算风险。**报告中对于未来行业机队规模、航空需求、上海机场免税收入等测算均带有主观假设，实际情况可能与测算有偏差。

谢谢观赏



投资评级说明

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在15%以上
	增持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
	持有	预期未来6~12个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来6~12个月内相对同期基准指数跌幅在10%以上
行业评级	增持	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在10%以上
	中性	预期未来6~12个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来6~12个月内对同期基准指数跌幅在10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的6~12个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明

- 中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。
- 市场有风险，投资需谨慎。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。
- 投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。