



Research and
Development Center

民航出行回暖，航司业绩修复可期

航空运输行业 2023 年报及 2024 年一季报总结

2024 年 05 月 12 日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（深度）

航空运输

投资评级 看好

上次评级

左前明 能源行业首席分析师

执业编号：S1500518070001

邮箱：zuoqianming@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

民航出行回暖，航司业绩修复可期

2024年05月12日

本期内容提要：

➢ 行业：2023年处修复期，24Q1国内出行超19年同期水平。

1) 整体：2023年，民航客运快速修复，全国民航客运量和航班量逐月恢复。2023年全国民航旅客量达到6.2亿人次，较2019年同期-6.1%；客运航班量累计527万架次，较2019年同期-6.5%。24Q1客运量及航班量明显提升，前三个月均已超过2019年同期水平。一季度民航客运量/航班量累计1.77亿人次/129万架次，较2019年同期+10.3%/+4.6%。

2) 分地区：国内线方面，2023年全年客运量基本恢复至2019年同期水平，24Q1增长超10%。2023年国内线客运量/航班量较2019年同期分别+0.8%/+3.1%；24Q1国内线客运量/航班量较2019年同期分别+14.3%/+10.7%。国际线方面，恢复慢于国内线，2023年客运量/航班量恢复至2019年的39.1%/38.7%；24Q1客运量恢复近八成，国际线客运量/航班量恢复至2019年同期的78.0%/69.2%。

3) 节假日旅游出行需求旺盛。五一节假日整体出行量强于2023年，较2019年有明显增长，旅游出行需求旺盛。民航客流量达到997.1万人次，日均199.4万人次，同比+8.1%，较2019年+11.1%。2023年以来，节假日国内旅游出行人次及收入提升，较2019年同期恢复率逐渐提高，尤其出行人次提升较快。

4) 油价&汇率：油价维持高位。2023年全年航空煤油均价较2019年平均增长37.1%，24Q1航油均价较19Q1同期+39%，我们预计今年全年油价大概率仍维持高位，航司成本压力较大。汇率方面，2023年末对比2022年末，美元兑人民币中间汇率上升1.70%，航司录得汇兑损失；24Q1汇率小幅增长，较2023年末增长0.17%。

➢ 航司运营情况：客座率较2019年仍有缺口，国际线仍待恢复。

1) 从ASK和RPK情况看，各航司24Q1综合ASK和RPK均已超过2019年同期，国际及地区运力仍待恢复，小航恢复快于大航。从客座率情况看，24Q1南航和吉祥国内客座率超19年，国际客座率均有缺口但已明显收窄。2023年，国航/南航/东航/春秋/吉祥综合客座率分别为73.3%/78.1%/74.4%/89.4%/82.8%，较2019年同期分别-8.2/-4.7/-7.6/-1.4/-2.4pct。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥客座率分别为79.5%/83.0%/80.7%/91.2%/85.5%，较2019年同期-2.2/+0.1/-1.9/-1.0/+0.2pct。

2) 飞机引进：未来三年，预计大航飞机年均净增速低于5%，小航低于10%。截至2023年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机901、891、782、121、117架，国航客机机队规模最大。从未来三年飞机引进计划看，2024年三大航预计引进飞机架次均在30架以上，我们预计国航、南航、东航、春秋、吉祥2023~2026年航司飞机净增长年均增速分别是+4.0%、+2.3%、+3.5%、+8.6%、+5.1%。

➤ **航司财务情况：2023 年营收创新高，小航率先实现扭亏。**

1) **从营收情况看**，从营收情况看，除东航外，各航司 2023 年营收创历史新高，三大航自 23Q3 起营收均超 2019 年同期，两小航 24Q1 营收较 2019 年同期实现 35%以上高增长。

2) **从归母净利看**，23Q3 三大航归母净利均超过 2019 年同期，全年尚未扭亏，两小航实现单季度归母净利历史新高。2023 年，国航/南航/东航归母净利分别为-10.5/-42.1/-81.7 亿元，仍未扭亏，对应 2019 年归母净利分别为 64.1/26.5/32.0 亿元。春秋/吉祥归母净利分别为 22.6/7.5 亿元，较 2019 年分别+22.6%/-24.5%，春秋航空盈利超过 2019 年水平，实现历史新高。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥归母净利分别为-16.7/7.6/-8.0/8.1/3.7 亿元，春秋创一季度盈利新高，较 2019 年增长 70.7%，吉祥较 2019 年同期-7.4%。

3) **从成本费用看**，航司成本上涨压力较大，费用管控能力有所提升。2023 年，国航/南航/东航/春秋/吉祥营业成本较 2019 年分别+18.3%/+8.8%/+4.9%/+18.3%/+19.5%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥营业成本较 2019 年同期分别+43.8%/+23.9%/+22.7%/+41.3%/+39.4%，航司成本压力较大。费用率方面，2023 年，国航/南航/东航/春秋/吉祥期间费用率分别是 12.9%/10.8%/12.9%/4.9%/13.9%，较 2019 年同期分别-0.1%/-2.0%/-0.9%/+0.3%/+4.8%，三大航均实现费用率下降，南航下降幅度最大。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥期间费用率分别是 12.0%/9.6%/11.2%/4.2%/12.2%，较 2019 年同期分别+4.0/+2.8/+2.6/-0.5/+3.7pct。

➤ **投资建议**：看好航空出行的持续复苏及供需改善下的航空板块高弹性。建议关注国际航线布局领先，有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空，同时关注经营领先的民营航空春秋航空、吉祥航空。

➤ **投资评级**：看好

➤ **风险因素**：出行需求恢复不及预期；国际航线恢复不及预期；油价大幅上涨风险；人民币大幅贬值风险。

目录

1 行业：2023 年处修复期，24Q1 国内出行超 19 年同期水平.....	6
1.1 整体：2023 年行业处修复期，24Q1 运力及周转量均已超 2019 年同期水平.....	6
1.2 国内外：24Q1 国内线出行已超 2019 年同期，国际线恢复近八成.....	7
1.3 节假日出行恢复较好，旅游出行需求旺盛.....	9
1.4 油价：价格仍处高位，航司成本压力较大.....	10
1.5 汇率：小幅波动，航司录得汇兑损失.....	12
2 航司运营情况：客座率较 2019 年仍有缺口，国际线仍待恢复.....	13
2.1 运力 ASK：国内 ASK 已超过 2019 年同期，24Q1 国际 ASK 恢复约八成.....	13
2.2 周转量 RPK：恢复慢于运力，三大航中南航恢复最快.....	14
2.3 客座率：24Q1 南航和吉祥国内客座率超 19 年，国际客座率均有缺口但已明显收窄.....	15
2.4 飞机引进：未来三年，预计大航飞机年均净增速低于 5%，小航低于 10%.....	16
3 航司财务情况：2023 年营收创新高，小航率先实现扭亏.....	17
3.1 航司营收创新高，24Q1 毛利率均为正，小航率先实现扭亏.....	17
3.2 航司成本上涨压力较大，费用管控能力有所提升.....	20
3.3 航司单位客收益及成本较 2019 年均有增长.....	21
4 投资建议.....	23
5 风险因素.....	24

表目录

表 1：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务.....	8
表 2：2024 年以来节假日出行情况一览.....	10
表 3：2023 年以来各个节假日国内旅游出行情况一览.....	10
表 4：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度.....	11
表 5：各航司汇率变动 1%对公司净利润影响程度.....	12
表 6：各航司 2024~2026 年计划引进飞机数.....	16
表 7：各航司单季度重要财务数据指标一览.....	23

图目录

图 1：全国民航客运旅客容量较 2019 年同期恢复加快.....	6
图 2：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减.....	6
图 3：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求.....	7
图 4：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄.....	7
图 5：国内线旅客客运量 2023 年 4 月起已超过 2019 年同期.....	7
图 6：2024 年 3 月国际线客运量恢复至 2019 年的 80.3%.....	7
图 7：2024 年 3 月，国内线周转量较 2019 年同期+15.7%.....	8
图 8：2024 年 3 月，国际线周转量恢复至 2019 年同期 78.6%.....	8
图 9：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓.....	9
图 10：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓.....	9
图 11：机长平均年龄近几年明显增加.....	9
图 12：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距.....	9
图 13：航空煤油出厂价变化（元/吨）.....	11
图 14：五大航司燃油成本情况/亿元.....	11
图 15：五大航司燃油成本占比对比.....	11
图 16：航空燃油附加费波动情况.....	11
图 17：2023 年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨较快，此后汇率小幅回落，基本维稳.....	12
图 18：各航司综合 ASK 自 24Q1 起均已超过 2019 年同期.....	13
图 19：各航司国内线 ASK 较 2019 年同期有明显增长.....	13

图 20: 各航司国际线 ASK 较 2019 年同期仍有一定差距	13
图 21: 各航司地区线 ASK 较 2019 年同期差距缩减较快	13
图 22: 各航司综合 RPK 自 24Q1 起均已超过 2019 年同期	14
图 23: 各航司国内线 RPK 较 2019 年同期有明显增长	14
图 24: 航司国际线 RPK 较 2019 年同期仍有一定差距	14
图 25: 各航司地区线 RPK 较 2019 年同期差距缩减较快	14
图 26: 24Q1, 南航和吉祥综合客座率超过 2019 年同期	15
图 27: 24Q1, 南航和吉祥国内线客座率超过 2019 年同期	15
图 28: 各航司国际线客座率较 2019 年同期均有差距	15
图 29: 24Q1, 南航地区线客座率已超过 2019 年同期	15
图 30: 23Q1~24Q1, 三大航中南航营收规模最大	17
图 31: 23Q3 起, 三大航营收规模均已超 2019 年同期	17
图 32: 23Q1~24Q1, 吉祥航空营收规模略高于春秋航空	17
图 33: 23Q1~24Q1, 两小航营收均超 2019 年同期	17
图 34: 航司毛利率季度波动较大, 三季度为单季度毛利率最高	18
图 35: 三大航毛利率较 2019 年同期仍有差距, 南航差距最小	18
图 36: 春秋单季度毛利率较吉祥波动更为明显	18
图 37: 23Q2 及 Q3 两小航毛利率均超过 2019 年同期	18
图 38: 三大航 23Q3 归母净利均超过 2019 年同期, 南航 24Q1 归母净利录得盈利	19
图 39: 春秋和吉祥在 23Q3 实现单季度归母净利历史新高, 2023 年实现扭亏, 24Q1 均有盈利	19
图 40: 23Q1~24Q1, 三大航中南航营业成本最高	20
图 41: 三大航营业成本较 2019 年同期上涨较多	20
图 42: 23Q1~24Q1, 吉祥航空营业成本略高于春秋航空	20
图 43: 春秋和吉祥营业成本较 2019 年增幅基本一致	20
图 44: 南航和春秋单季度期间费用率相对更低	21
图 45: 航司期间费用率较 2019 年同期有较明显下降	21
图 46: 2023 年各航司汇兑亏损对比	21
图 47: 2023 年各航司扣汇归母净利对比	21
图 48: 大航单位 RPK 收入高于小航, 南航相对更高	22
图 49: 航司单位 RPK 收入较 2019 年同期增长显著	22
图 50: 航司单位 ASK 成本各季度间较为稳定	22
图 51: 航司单位 ASK 成本较 2019 年同期有明显增长	22

1 行业：2023 年处修复期，24Q1 国内出行超 19 年同期水平

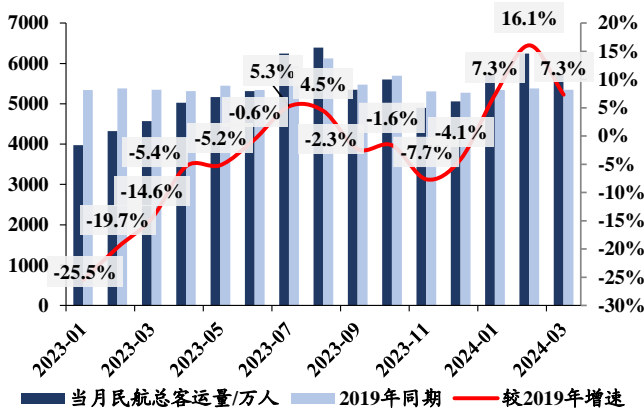
1.1 整体：2023 年行业处修复期，24Q1 运力及周转量均已超 2019 年同期水平

民航客运快速修复，全国民航客运量和航班量逐月恢复，与 2019 年同期差距逐渐收窄。

回顾 2023 年民航客运出行情况，行业处于复苏修复期。全国民航客运旅客量在暑运期间超过 2019 年同期，7/8 月旅客量较 2019 年同期分别+5.3%/+4.5%，7/8 月民航客运航班量较 2019 年同比分别+0.8%/+3.0%。其余时段较 2019 年同期均有差距，且淡季客流量回落较快。累计情况看，2023 年全国民航旅客量达到 6.2 亿人次，较 2019 年同期-6.1%；客运航班量累计 527 万架次，较 2019 年同期-6.5%。

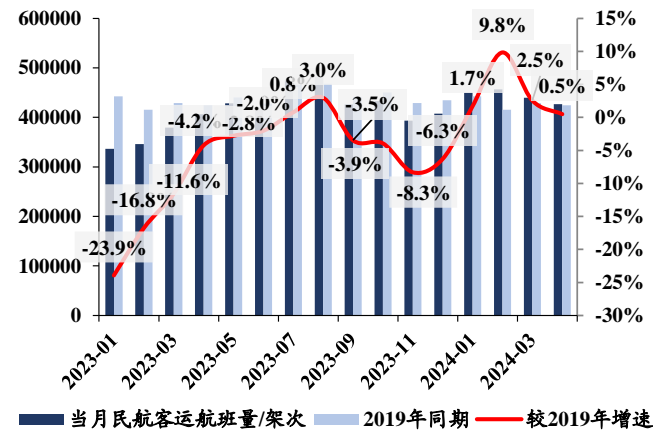
2024 年一季度客运量及航班量明显提升，前三个月均已超过 2019 年同期水平。24Q1 民航客运量累计 1.77 亿人次，较 2019 年同期+10.3%；1~3 月单月客运量较 2019 年分别+7.3%/+16.1%/+7.3%。24Q1 民航客运航班量累计 129 万架次，较 2019 年同期+4.6%；1~3 月单月航班量较 2019 年分别+1.7%/+9.8%/+2.5%。

图1：全国民航客运旅客量较 2019 年同期恢复加快



资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

图2：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减

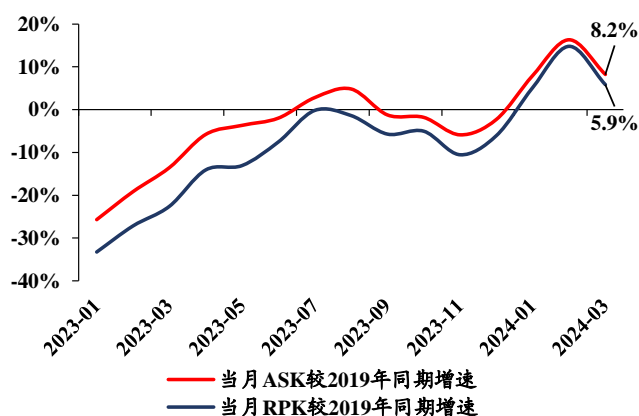
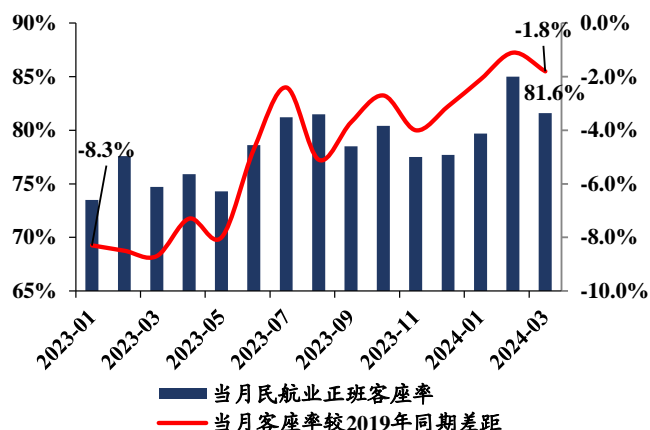


资料来源：航班管家，信达证券研发中心

行业整体运力及周转量回升，运力恢复快于需求，月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄。

2023 年行业运力仅暑运期间超过 2019 年同期，周转量及客座率均还有差距。行业月度 ASK 在 7~8 月超出 2019 年同期水平，分别较 2019 年同期+2.8%、+4.8%；但月度 RPK 尚未恢复到 2019 年同期情况，7~8 月较 2019 年差距最小，同比分别-0.2%、-1.4%；因而月度客座率较 2019 年同期仍有差距，但整体上差距逐渐收窄，客座率由 1 月的 73.5%回升至 12 月的 77.7%，7/8 月客座率达到 81.2%/81.5%；与 2019 年相比，客座率差距从 1 月的-8.3pct 缩小至 12 月的-3.1pct，7/8 月客座率较 2019 年差距分别-2.4pct/-5.1pct。累计情况看，2023 年全年，民航业 ASK、RPK 较 2019 年同期分别-5.9%、-11.9%，客座率为 77.9%，较 2019 年客座率相差 5.3pct。

2024 年一季度，行业 ASK 及 RPK 均已超过 2019 年同期水平，客座率虽仍有差距但差距显著收窄。1~3 月，行业单月运力较 2019 年同期分别+8.0%/+16.3%/+8.2%，行业周转量较 2019 年同期分别+5.2%/+14.8%/+5.9%，均已超过 2019 年同期，运力及周转量提升显著。综合客座率也有较大改善，1~3 月，行业客座率分别为 79.7%/85.0%/81.6%，较 2019 年同期差距分别-2.1/-1.1/-1.8pct。累计情况看，24Q1 行业 ASK、RPK 较 2019 年分别+10.8%、+8.6%，客座率达到 82.1%，较 2019 年同期差距缩减至 1.6pct。

图3：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求

图4：民航业月度客座率较2019年同期差距整体上逐渐收窄


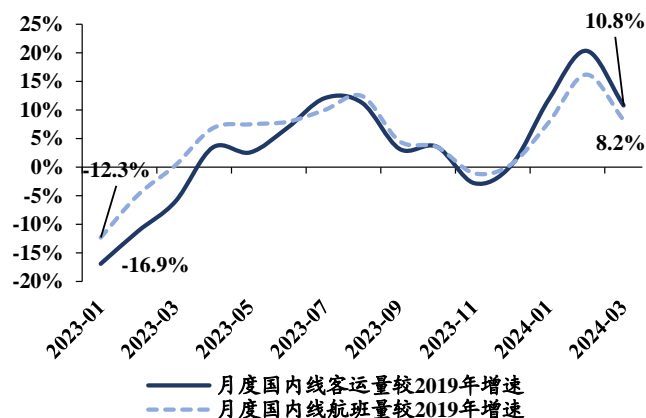
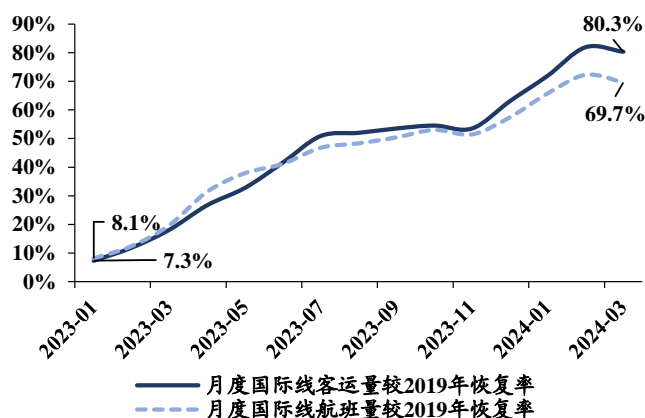
资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

1.2 国内外：24Q1 国内线出行已超2019年同期，国际线恢复近八成

国内航线方面，2023年全年客运量基本恢复至2019年同期水平，24Q1增长超10%。23Q1之后，国内线客运量及航班量超过2019年同期，尤其暑运期间出行旺盛，7/8月客运量较2019年同期分别+12.1%/+11.2%，航班量较2019年同期分别+10.0%/+12.4%。全年看，2023年国内线客运量/航班量较2019年同期分别+0.8%/+3.1%。2024年一季度，国内线需求较好，尤其2月春运期间客运量/航班量较2019年同期+20.3%/+16.2%，3月淡季回落较快，较2019年同期增速分别降为+10.8%/+8.2%。24Q1累计看，国内线客运量/航班量较2019年同期分别+14.3%/+10.7%。

国际航线较国内航线恢复较慢，24Q1客运量恢复至2019年同期约八成。2023年民航国际线客运量及航班量恢复率逐月提升，月度客运量恢复率从1月的7.3%提升至12月的63.1%，月度航班量恢复率从1月的8.1%提升至12月的57.4%。国际航线恢复逐渐加快，全年客运量/航班量恢复至2019年的39.1%/38.7%。24Q1国际线恢复显著加快，受益于签证政策放开等因素，3月国际线客运量已恢复至2019年的八成，航班量也恢复至69.7%。24Q1累计看，国际线客运量/航班量恢复至2019年同期的78.0%/69.2%。

图5：国内线旅客客运量2023年4月起已超过2019年同期

图6：2024年3月国际线客运量恢复至2019年的80.3%


资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

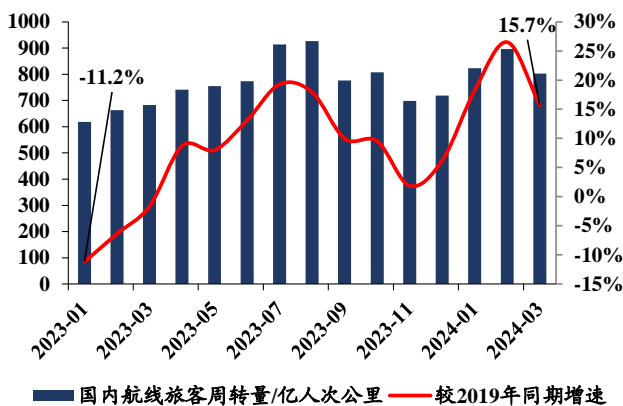
从旅客周转量看，24Q1 国内线周转量较 2019 年同期已有超 20% 增长，国际线也恢复至 2019 年同期近八成。2023 年全年国内线周转量较 2019 年同期+6.6%，24Q1 周转量较 19Q1 累计增长 20.2%，国内出行需求已恢复至正常增长。国际线方面，2023 年年初至今，国际航线逐步放开，文旅部先后公布三批恢复出境团队旅游国家和地区名单，开放数目逐批增加，目前公民出境团队游目的地已达 138 个，国际出游需求持续提升，月度国际航线旅客周转量也呈现逐月增加恢复趋势。2023 年 1 月到 2024 年 3 月，国际航线旅客周转量较 2019 年同期恢复率已经从 8.6% 提升至 78.6%。2023 年全年国际线周转量恢复至 2019 年同期 38.6%，24Q1 国际线周转量恢复至 76.8%。

表1：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务

发布时间	通知	具体实施时间	开放国家和地区数目
2023.1.20	《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》	2023.2.6	20
2023.3.10	《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》	2023.3.15	40
2023.8.10	《文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》	2023.8.10	78

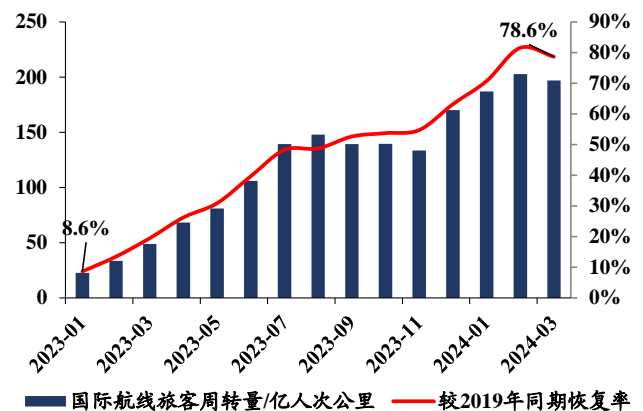
资料来源：文旅部，信达证券研发中心

图7：2024 年 3 月，国内线周转量较 2019 年同期+15.7%



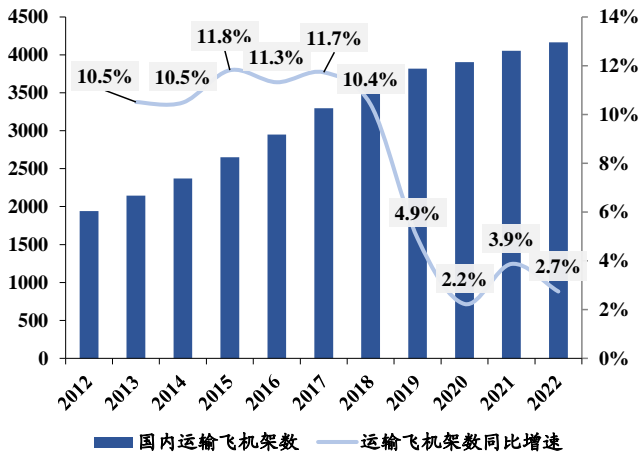
资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

图8：2024 年 3 月，国际线周转量恢复至 2019 年同期 78.6%

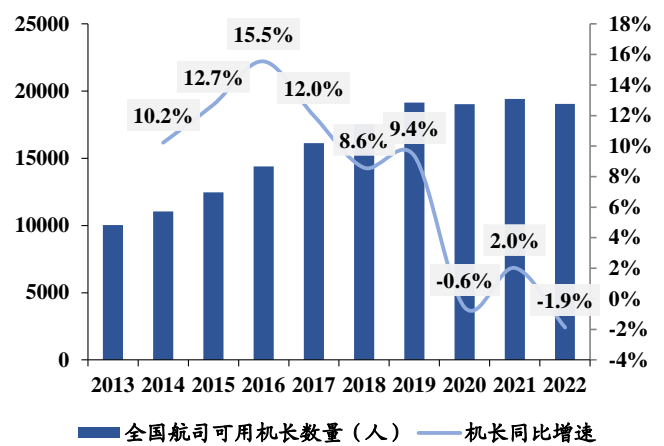


资料来源：iFind，民航局，信达证券研发中心

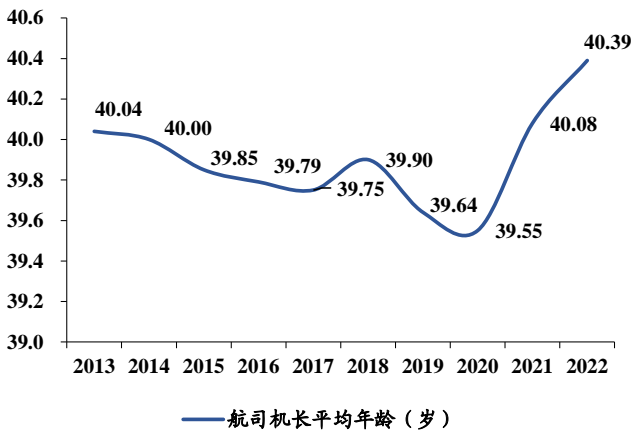
行业供给端情况看，全国民航机队规模整体增速放缓，驾驶员等劳动人员数量减少。机队规模上，2022 年国内运输飞机架数为 4165 架，同比增长 2.7%；自 2019 年起，国内运输飞机数量增速出现明显下降，至 2022 年飞机架数增速连续四年维持个位数增速，且增速呈现波动下降趋势。行业从业人员上，全国航司机长数量自 2020 年起增速明显下降，2022 年国内航司机长人数为 19054 人，同比下降 1.9%；机长平均年龄近几年也有明显提升，由 2020 年的 39.55 岁快速增至 2022 年的 40.39 岁。人机比上，2022 年持有航线运输驾驶执照数（可担任机长）对应飞机架数的比值为 6.77，过去三年人机比逐渐回升，但与 2019 年的 7.05 比值仍存在一定差距。

图9：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓


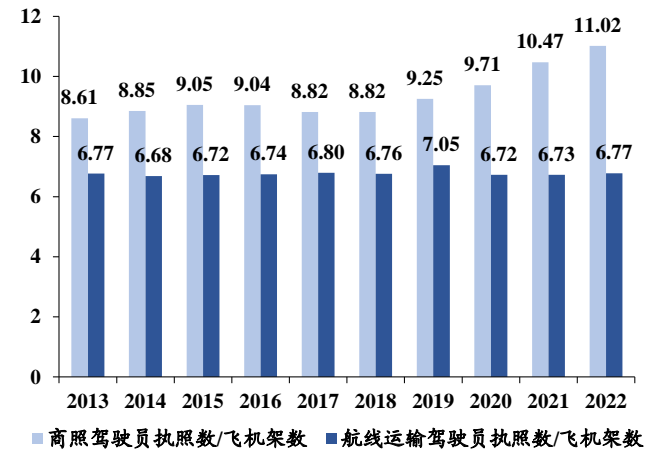
资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图10：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图11：机长平均年龄近几年明显增加


资料来源：民航局，信达证券研发中心

图12：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距


资料来源：Wind，民航局，国家统计局，信达证券研发中心

1.3 节假日出行恢复较好，旅游出行需求旺盛

五一节假日整体出行量强于 2023 年，较 2019 年有明显增长，旅游出行需求旺盛。从出行流量看，五一假期期间，全社会跨区域人员流量超 13 亿人次，日均同比+2.1%，较 2019 年同期+23.7%。其中铁路、公路、民航、水路客流量分别为 9176.5、124977、997.1、695.67 万人次，同比分别+1.4%、+2.1%、+8.1%、+6.0%，较 2019 年同期分别+23.3%、+24.4%、+11.1%、-31.3%。

旅游出游情况看，2023 年以来，节假日国内旅游出行人次及收入提升，较 2019 年同期恢复率逐渐提高，尤其出行人次提升较快。五一假期国内旅游出游约 2.95 亿人次，同比+7.6%，较 2019 年+28.2%；国内旅游收入 1669 亿元，同比+12.7%，较 2019 年+13.5%，人均消费达到 565.7 元，同比+4.7%，较 2019 年-11.5%。

表2：2024年以来节假日出行情况一览

节日假期	全社会跨区域 人员流动总量/ 万人次	日均人流 量/万人次	铁路日均 客流量/万 人次	公路日均 客流量/万 人次	其中：非 营业性小 客车	其中：营 业性客流	民航日均 客流量/万 人次	水路日均 客流量/万 人次
五一假期（5天）	135846	27169.3	1835.3	24995.4	21518.4	3477.0	199.4	139.1
较2023年同比	2.1%	2.1%	1.4%	2.1%	1.4%	6.5%	8.1%	6.0%
较2019年增速	23.7%	23.7%	23.3%	24.4%	39.2%	-25.1%	11.1%	-31.3%
清明假期（3天）	74039	24679.5	1656.1	22764.0	19291.3	3472.7	167.8	91.6
较2023年同比	53.5%	53.5%	75.1%	52.3%	54.5%	41.3%	21.9%	84.9%
较2019年增速	18.9%	18.9%	20.6%	19.6%	32.0%	-21.4%	0.3%	-51.2%
春运期间（40天）	842172	21054.3	1208.9	19564.3	16793.1	2771.2	208.6	72.5
较2023年同比	9.8%	9.8%	39.0%	8.0%	5.3%	27.6%	51.1%	29.2%
较2019年增速	7.1%	7.1%	18.8%	6.8%	31.2%	-49.8%	14.5%	-50.0%
元旦假期（3天）	12813	4270.9	1473.4	/	/	2566.6	173.0	57.9
较2023年同比	78.4%	78.4%	177.5%			46.1%	140.3%	72.9%

资料来源：交通运输部，新华网，信达证券研发中心

表3：2023年以来各个节假日国内旅游出行情况一览

年份	节日假期	国内旅游 出游人次 /亿人次	同比	较2019 年恢复率	国内旅 游收入/ 亿元	同比	较2019年 恢复率	人均旅游 消费/元	同比	较2019 年恢复率
2024年	五一假期（5天）	2.95	7.6%	128.2%	1668.9	12.7%	113.5%	565.7	4.7%	88.5%
	清明假期（3天）	1.19	-	111.5%	540	-	112.7%	453.4	65.3%	101.1%
	春节假期（7天）	4.74	34.3%	119.0%	6327	47.3%	107.7%	1334.8	9.4%	90.5%
	元旦假期（3天）	1.35	155.3%	109.4%	797	200.7%	105.6%	590.6	17.4%	96.5%
2023年	中秋&国庆假期 （8天）	8.26	71.3%	104.1%	7534	129.5%	101.5%	912.1	-	97.5%
	端午假期（3天）	1.06	32.3%	112.8%	373	44.5%	94.9%	352.0	-	84.1%
	五一假期（5天）	2.74	70.8%	119.1%	1481	128.9%	100.7%	540.4	-	84.5%
	清明假期（1天）	0.24	22.7%	-	65	29.1%	-	274.3	-	-
	春节假期（7天）	3.08	23.1%	88.6%	3758	30.0%	73.1%	1220.3	-	82.5%
元旦假期（3天）	0.53	0.4%	42.8%	265	4.0%	35.1%	503.0	-	82.0%	

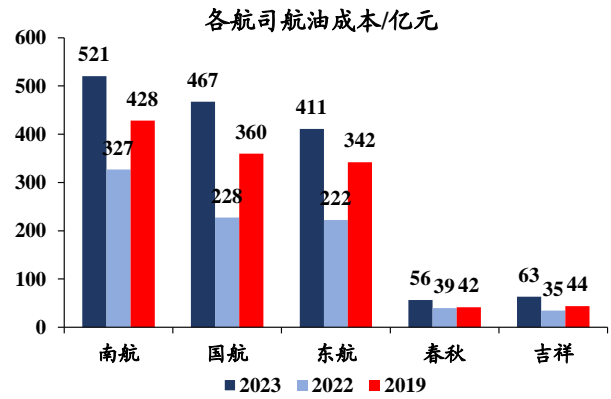
资料来源：文旅部，中国政府网，新华社，信达证券研发中心

1.4 油价：价格仍处高位，航司成本压力较大

航油是公司重要营运成本之一，航油价格波动会影响公司航空油料成本，进而影响公司业绩。行业情况看，2020年上半起，国际布伦特原油价格持续上涨，航司成本承压；航空煤油油价在2022年中旬达到峰值，此后油价逐渐回落；2023年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，四季度有所回落，油价整体波动幅度较2022年减小，但均价较2019年仍在高位，2024年以来油价持稳。2023年全年航空煤油均价较2019年平均增长37.1%，24Q1航油均价较19Q1同期+39.0%，我们预计今年全年油价大概率仍维持高位，航司成本压力较大。

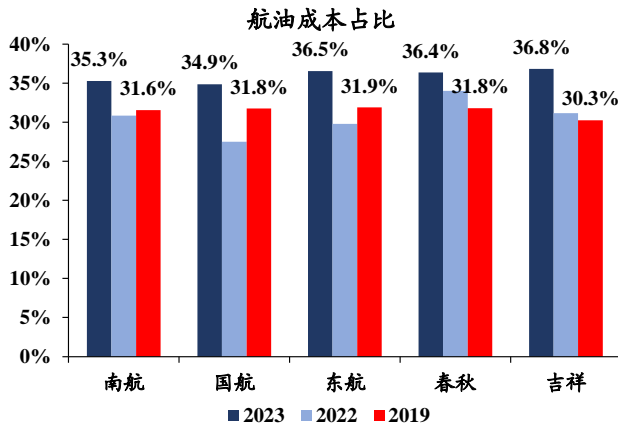
图13: 航空煤油出厂价变化(元/吨)


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

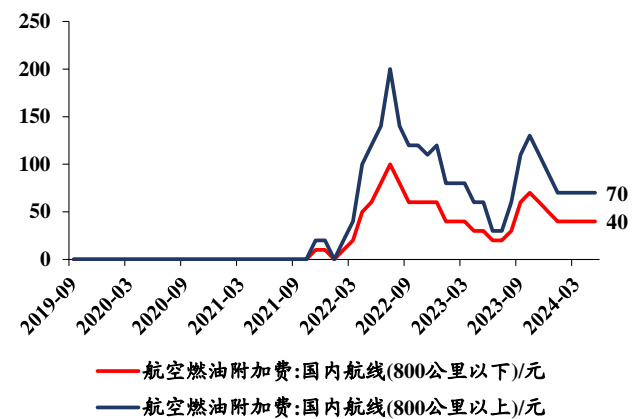
图14: 五大航司燃油成本情况/亿元


资料来源: 各公司公告, iFind, 信达证券研发中心

航司航空油料成本在营业成本中占比大致保持在 30%左右, 2023 年航油成本占比提升。对比各航司情况, 2023 年公司燃油成本占比较 2022 及 2019 年均有一定上涨。受油价过快上涨影响, 2021 年 11 月国内开始收取燃油附加费, 征收标准较快提升; 至 2024 年 5 月, 燃油附加费几经下调, 保持一段时间平稳, 现标准为 800 公里(含)以下航线每位旅客收取 40 元燃油附加费, 800 公里以上航线每位旅客收取 70 元燃油附加费。虽然燃油附加费的征收对航司成本缓解有一定帮助, 但油价高位持续对航司成本控制仍有较大影响。

图15: 五大航司燃油成本占比对比


资料来源: 各公司公告, iFind, 信达证券研发中心

图16: 航空燃油附加费波动情况


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

表4: 各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度

单位/亿元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	21.5	19.2	16.8	2.0	2.0
2019	21.4	18.0	17.1	2.1	1.6
2020	9.4	7.4	6.9	1.2	0.8
2021	12.8	10.4	10.3	1.7	1.3
2022	16.3	11.4	11.1	2.0	1.3
2023	26.0	23.4	20.6	2.8	2.4

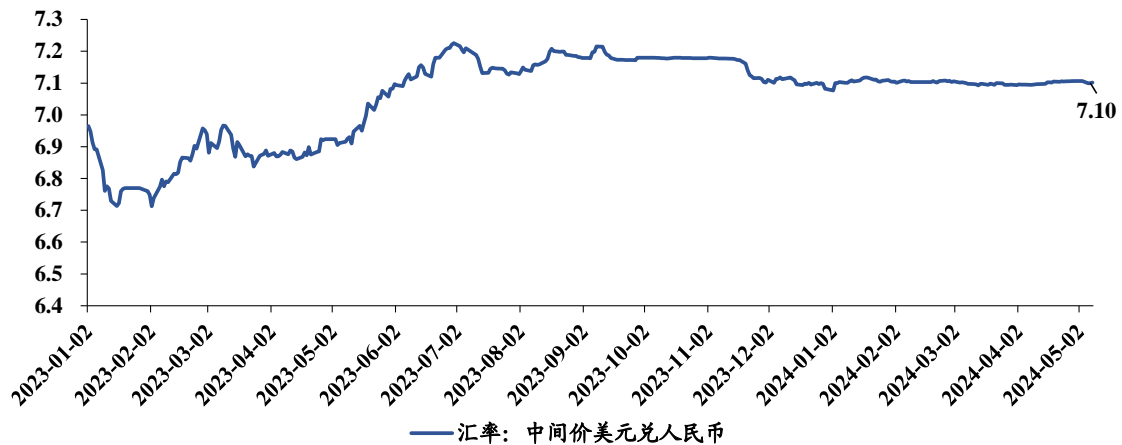
资料来源: 各公司公告, iFind, 信达证券研发中心

注: 吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

1.5 汇率：小幅波动，航司录得汇兑损失

航司若干资产及负债主要以美元、欧元为单位，价值会受到人民币对外币的汇率波动影响，进而产生一定汇兑损益。行业情况看，2023年上半年，中间价美元兑人民币汇率上涨较多，下半年小幅回落，此后基本维稳，汇率波动幅度放缓。2023年末对比2022年末，美元兑人民币中间汇率上升1.70%，航司录得汇兑损失；24Q1汇率小幅增长，较2023年末增长0.17%。

图17：2023年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨较快，此后汇率小幅回落，基本维稳



资料来源：iFind，信达证券研发中心

表5：各航司汇率变动1%对公司净利润影响程度

单位/万元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	19,500	22,797	17,800	58	296
2019	43,400	44,442	32,800	20	1,404
2020	36,700	35,702	26,600	652	771
2021	32,200	31,678	22,200	962	9,335
2022	29,300	27,396	24,200	8	8,600
2023	32,000	22,900	29,700	18	8,000

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

2 航司运营情况：客座率较 2019 年仍有缺口，国际线仍待恢复

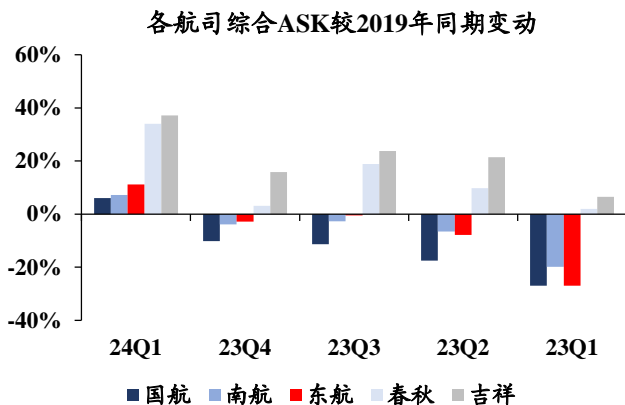
2.1 运力 ASK：国内 ASK 已超过 2019 年同期，24Q1 国际 ASK 恢复约八成

从 ASK 情况看，各航司 24Q1 综合 ASK 均已超过 2019 年同期，国际及地区运力仍待恢复，小航恢复快于大航。综合 ASK 来看，国航/南航/东航/春秋/吉祥 2023 年全年 ASK 较 2019 年同期分别-10.2%/-8.1%/-9.3%/+8.6%/+17.0%。三大航 2023 年单季度 ASK 较 2019 年差距整体逐渐收窄，春秋及吉祥 23Q1~24Q1 各季度 ASK 均超出 2019 年同期水平。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥 ASK 较 2019 年同期分别+6.1%/+7.2%/+11.2%/+34.0%/+37.1%。

国内线 ASK 看，自 23Q1 起，各航司国内 ASK 都较 2019 年同期有所增长。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内 ASK 较 2019 年同期分别+16.7%/+13.3%/+16.4%/+46.9%/+26.4%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内 ASK 较 2019 年同期分别+23.4%/+21.0%/+23.3%/+71.1%/+35.1%。

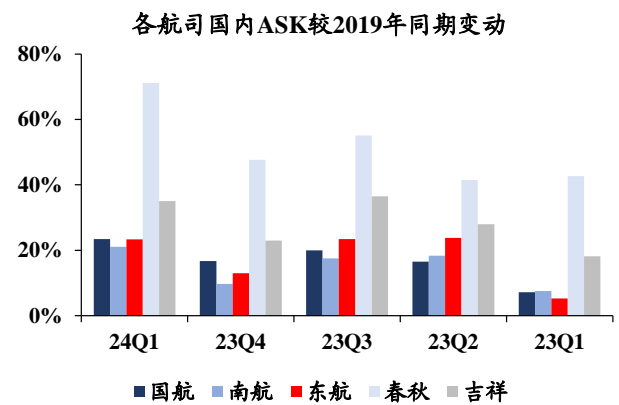
国际线 ASK 看，2023 年各个季度，航司国际 ASK 均未恢复至 2019 年同期水平，24Q1 仅吉祥较 2019 年同期有所增长。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际 ASK 分别恢复至 2019 年同期的 42.4%/45.2%/43.8%/39.9%/73.8%。国航受制于国际航线结构原因，在三大航中国际线运力恢复相对较慢。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际 ASK 分别恢复至 2019 年同期的 76.0%/77.9%/88.8%/67.0%/152.3%。一季度国际航线运力恢复较快，三大航基本恢复至八成，吉祥由于洲际航线开辟原因，国际线 ASK 增长显著。

图18：各航司综合 ASK 自 24Q1 起均已超过 2019 年同期



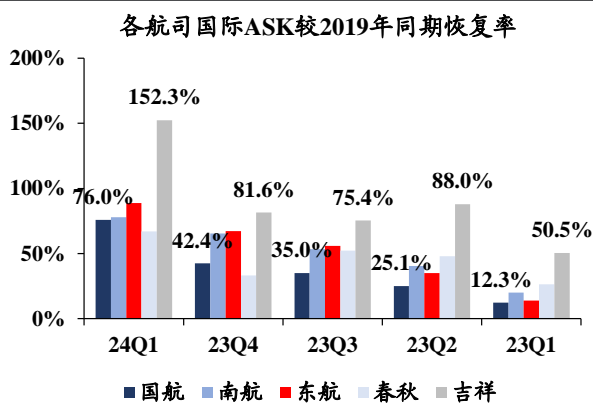
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图19：各航司国内线 ASK 较 2019 年同期有明显增长



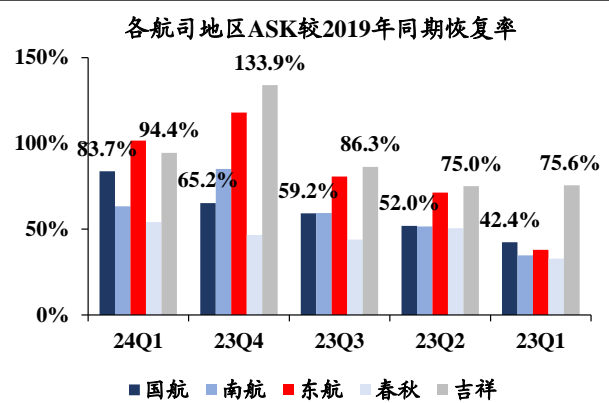
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图20：各航司国际线 ASK 较 2019 年同期仍有一定差距



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图21：各航司地区线 ASK 较 2019 年同期差距缩减较快



资料来源：iFind，信达证券研发中心

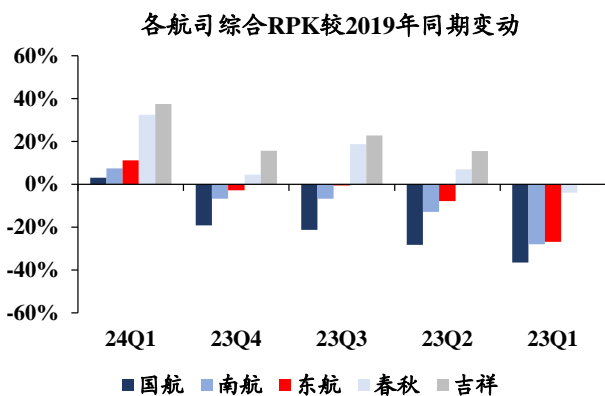
2.2 周转量 RPK：恢复慢于运力，三大航中南航恢复最快

从 RPK 情况看，各航司 24Q1 综合 RPK 均已超过 2019 年同期，国际及地区周转量还在修复期。综合 RPK 来看，国航/南航/东航/春秋/吉祥 2023 年全年 RPK 较 2019 年同期分别 -19.2%/-13.3%/-17.7%/+6.9%/+13.7%。三大航 2023 年单季度 RPK 较 2019 年差距整体逐渐收窄，至 24Q1 均已超过 2019 年同期水平。春秋及吉祥自 23Q2 起 RPK 超出 2019 年同期水平。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥综合 RPK 较 2019 年同期分别 +3.2%/+7.4%/+8.6%/+32.5%/+37.5%。

国内线 RPK 看，三大航中南航周转量恢复相对较快，春秋及吉祥增长显著。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内 RPK 较 2019 年同期分别 +4.9%/+6.4%/+5.0%/+43.7%/+23.2%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内 RPK 较 2019 年同期分别 +19.9%/+22.4%/+21.1%/+69.1%/+37.1%。

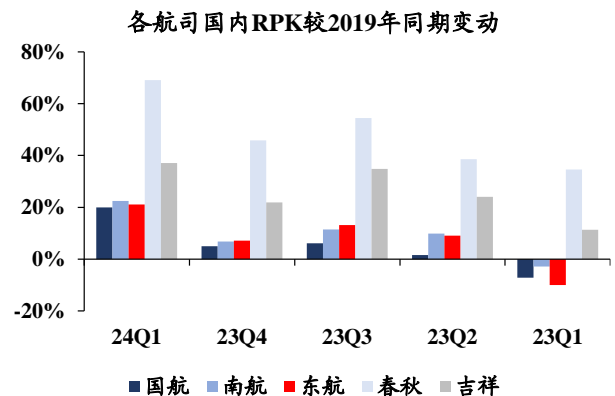
国际线 RPK 看，2023 年各个季度，航司国际 RPK 均未恢复至 2019 年同期水平，24Q1 仅吉祥较 2019 年同期有所增长。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际 RPK 分别恢复至 2019 年同期的 36.3%/43.2%/39.1%/37.3%/65.8%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际 RPK 分别恢复至 2019 年同期的 73.7%/75.6%/85.7%/65.4%/144.5%。

图22：各航司综合 RPK 自 24Q1 起均已超过 2019 年同期



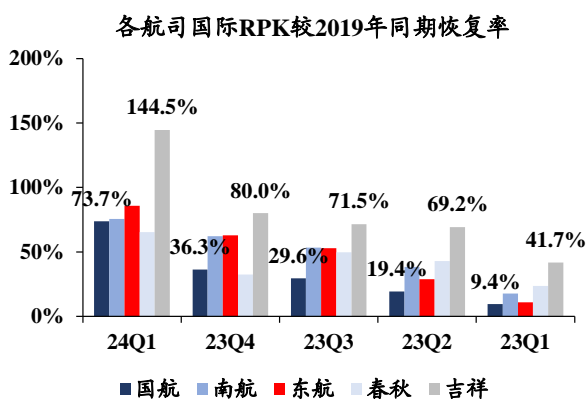
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图23：各航司国内线 RPK 较 2019 年同期有明显增长



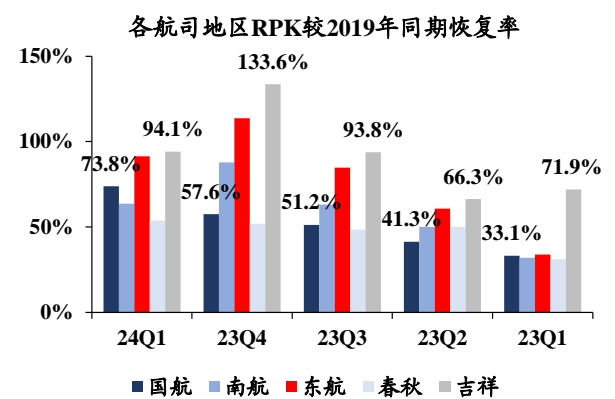
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图24：航司国际线 RPK 较 2019 年同期仍有一定差距



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图25：各航司地区线 RPK 较 2019 年同期差距缩减较快



资料来源：iFind，信达证券研发中心

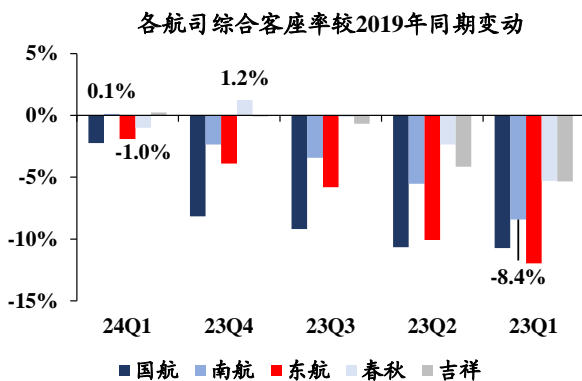
2.3 客座率：24Q1 南航和吉祥国内客座率超 19 年，国际客座率均有缺口但已明显收窄

从客座率情况看，24Q1 仅有南航和吉祥综合客座率超过 2019 年同期，国际客座率各航司均还有差距。综合客座率来看，国航/南航/东航/春秋/吉祥 2023 年全年客座率分别为 73.3%/78.1%/74.4%/89.4%/82.8%，较 2019 年同期分别-8.2/-4.7/-7.6/-1.4/-2.4pct。三大航 2023 年单季度客座率较 2019 年差距逐渐收窄，但仍有差距；春秋及吉祥客座率与 2019 年同期也有一定差距，但差距较小，且 23Q4 春秋客座率超过 2019 年同期 1.2pct。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥客座率分别为 79.5%/83.0%/80.7%/91.2%/85.5%，南航客座率超过 2019 年同期 0.1pct，国航、东航仍有 2.2、1.9pct 差距；春秋、吉祥分别-1.0、+0.2pct。

国内线客座率看，三大航中南航客座率修复最快。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线客座率分别较 2019 年同期-8.4/-5.0/-8.2/-2.0/-2.2pct，均有较明显差距。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国内线客座率较 2019 年同期分别-2.3/+0.9/-1.5/-1.1/+1.3pct。差距明显收窄，且南航和吉祥均已超过 2019 年同期客座率。

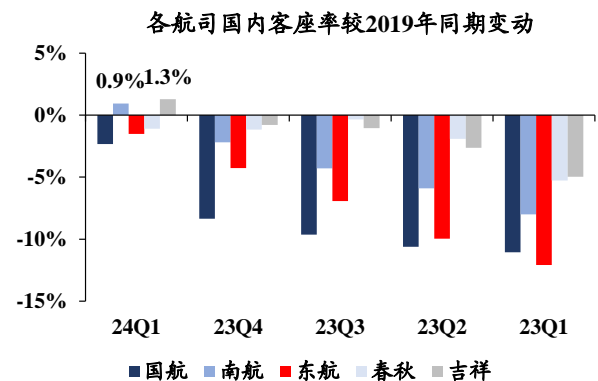
国际线客座率看，客座率缺口大于国内线，24Q1 已有明显改善。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际线客座率分别较 2019 年同期-11.5/-3.7/-8.5/-5.8/-8.6pct，客座率缺口较大。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥国际线客座率较 2019 年差距分别收窄至-2.4/-2.4/-2.9/-2.2/-4.2pct，差距明显收窄。

图26：24Q1，南航和吉祥综合客座率超过 2019 年同期



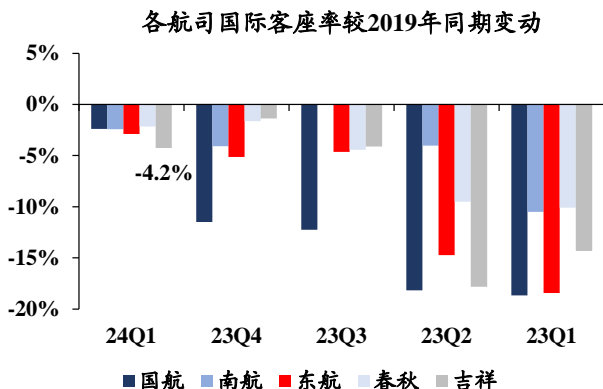
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图27：24Q1，南航和吉祥国内线客座率超过 2019 年同期



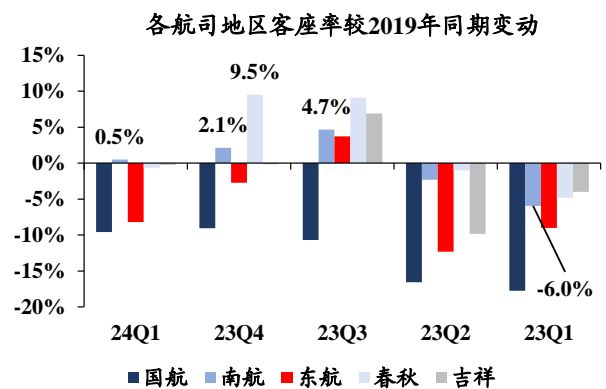
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图28：各航司国际线客座率较 2019 年同期均有差距



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图29：24Q1，南航地区线客座率已超过 2019 年同期



资料来源：iFind，信达证券研发中心

2.4 飞机引进：未来三年，预计大航飞机年均净增速低于 5%，小航低于 10%

机队情况看，截至 2023 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 901、891、782、121、117 架，国航机队规模最大。回顾 2019~2023 年航司飞机净增长情况，国航、南航、东航、春秋、吉祥飞机年均增速分别为+2.4%、+1.2%、+2.0%、+6.8%、+5.1%；从未来三年飞机引进计划看，2024 年三大航预计引进飞机架次均在 30 架以上，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2024 年预计飞机净增长增速分别是+3.7%、+4.2%、+5.2%、+6.6%、+10.3%，我们预计 2023~2026 年航司飞机净增长年均增速分别为+4.0%、+2.3%、+3.5%、+8.6%、+5.1%。

表6：各航司 2024~2026 年计划引进飞机数

客机规模/架次	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E	19~23 年均增 速	23~26 年均增 速
中国国航 (含山航)	818	833	875	889	901	934	958	1013	2.4%	4.0%
净增长飞机数	32	15	42	14	12	33	24	55	-	-
yoy	4.1%	1.8%	5.0%	1.6%	1.3%	3.7%	2.6%	5.7%	-	-
南方航空	848	851	862	879	891	928	945	955	1.2%	2.3%
净增长飞机数	22	3	11	17	12	37	17	10	-	-
yoy	2.7%	0.4%	1.3%	2.0%	1.4%	4.2%	1.8%	1.1%	-	-
中国东航	723	725	752	775	782	823	834	868	2.0%	3.5%
净增长飞机数	43	2	27	23	7	41	11	34	-	-
yoy	6.3%	0.3%	3.7%	3.1%	0.9%	5.2%	1.3%	4.1%	-	-
春秋航空	93	102	113	116	121	129	141	155	6.8%	8.6%
净增长飞机数	12	9	11	3	5	8	12	14	-	-
yoy	14.8%	9.7%	10.8%	2.7%	4.3%	6.6%	9.3%	9.9%	-	-
吉祥航空	96	98	110	110	117	129	130	136	5.1%	5.1%
净增长飞机数	6	2	12	0	7	12	1	6	-	-
yoy	6.7%	2.1%	12.2%	0.0%	6.4%	10.3%	0.8%	4.6%	-	-
合计运营 客机数	2578	2609	2712	2769	2812	2943	3008	3127	2.2%	3.6%
合计净增长	115	31	103	57	43	131	65	119	-	-
yoy	4.7%	1.2%	3.9%	2.1%	1.6%	4.7%	2.2%	4.0%	-	-

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

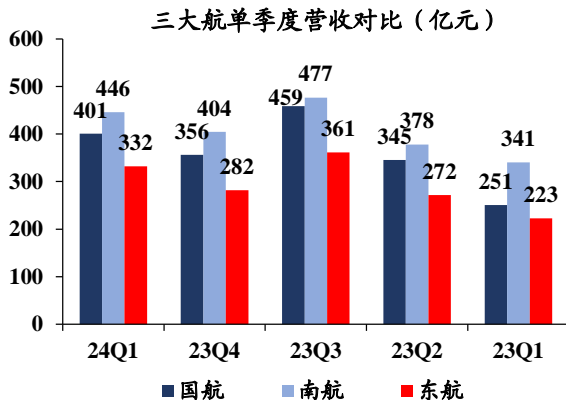
注：仅统计公司客机规模，不含货机及公务机；国航机队规模统计包含山航

3 航司财务情况：2023 年营收创新高，小航率先实现扭亏

3.1 航司营收创新高，24Q1 毛利率均为正，小航率先实现扭亏

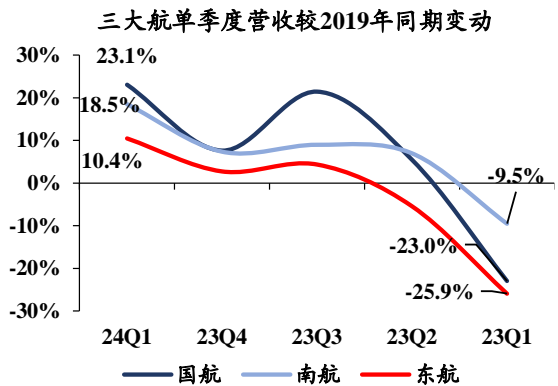
从营收情况看，除东航外，各航司 2023 年营收创历史新高，三大航自 23Q3 起营收均超 2019 年同期，两小航 24Q1 营收较 2019 年同期实现 35% 以上高增长。按季度看，三季度为航司单季度营收最高，且单季度营收较 2019 年同期增长最多。国航/南航/东航/春秋/吉祥在 23Q3 的营收较 2019 年同期分别+21.4%/+9.0%/+4.3%/+37.5%/+32.5%。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥营收较 2019 年分别+3.6%/+3.6%/-5.9%/+21.2%/+20.0%。国航和南航实现营收增长，春秋和吉祥实现增速超 20%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥营收较 2019 年同期分别+23.1%/+18.5%/+10.4%/+42.0%/+38.4%，三大航增速均在 10% 以上，国航增长最多，春秋和吉祥实现高增长，增速超 35%。

图30：23Q1~24Q1，三大航中南航营收规模最大



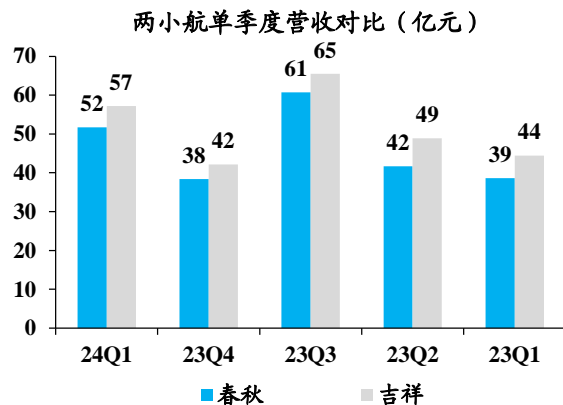
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图31：23Q3 起，三大航营收规模均已超 2019 年同期



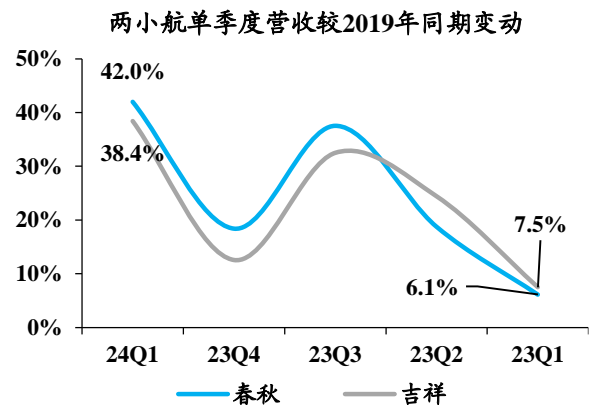
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图32：23Q1~24Q1，吉祥航空营收规模略高于春秋航空



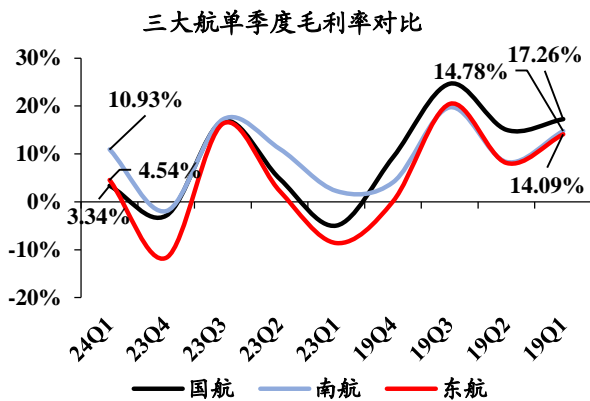
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图33：23Q1~24Q1，两小航营收均超 2019 年同期

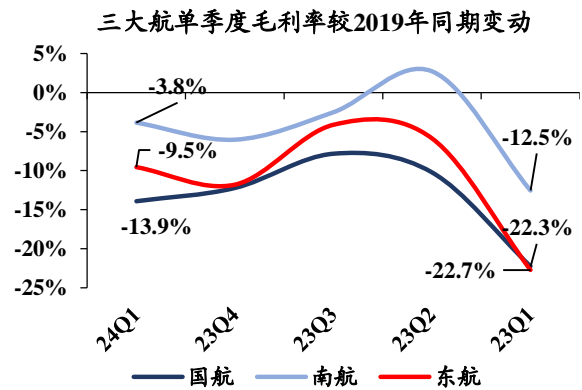


资料来源：iFind，信达证券研发中心

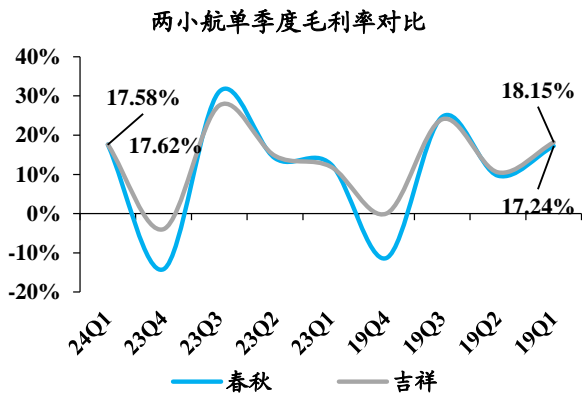
从毛利率看，国航、东航在 23Q2~Q3 有正毛利率，南航、春秋、吉祥在 2023 年前三季度毛利率均为正；24Q1 各航司均已实现正毛利率。按季度看，2023 年三季度航司单季度毛利率最高，三大航均在 16% 以上，但较 2019 年同期仍有差距；春秋、吉祥对应毛利率分别达到 31.1%、27.5%，超出 2019 年同期 6.4、3.5pct。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥毛利率分别为 5.0%/7.7%/1.1%/13.5%/14.3%，较 2019 年分别 -11.8/-4.4/-10.2/+2.1/+0.3pct。24Q1 各航司毛利率均有回升，国航/南航/东航/春秋/吉祥毛利率达到 3.3%/10.9%/4.5%/17.6%/17.6%，较 2019 年同期分别 -13.9/-3.8/-9.5/+0.4/-0.6pct。

图34：航司毛利率季度波动较大，三季度为单季度毛利率最高


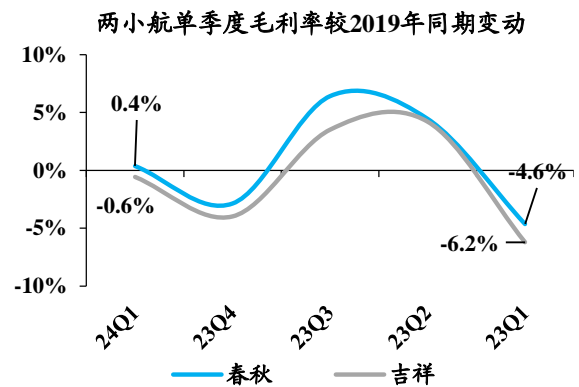
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图35：三大航毛利率较2019年同期仍有差距，南航差距最小


资料来源：iFind，信达证券研发中心

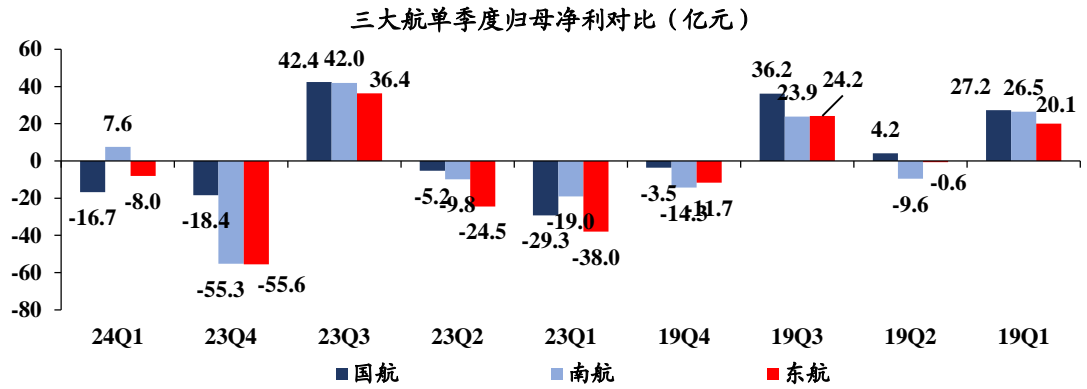
图36：春秋单季度毛利率较吉祥波动更为明显


资料来源：iFind，信达证券研发中心

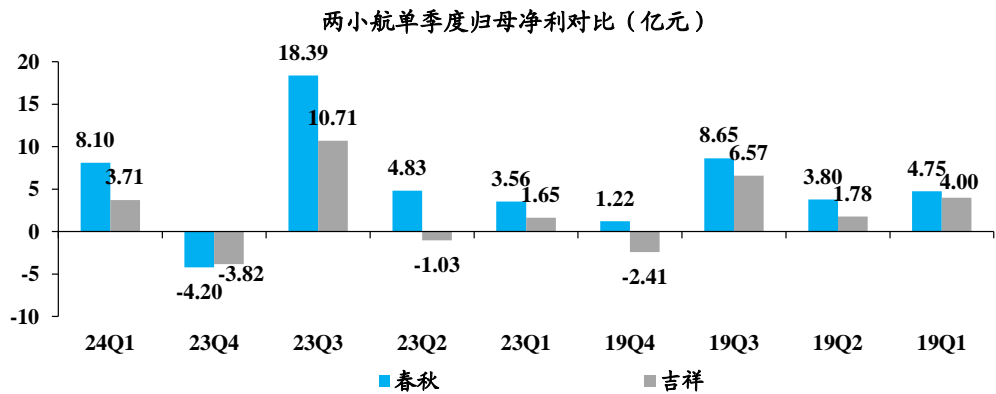
图37：23Q2及Q3两小航毛利率均超过2019年同期


资料来源：iFind，信达证券研发中心

从归母净利润看，23Q3 三大航归母净利润均超过 2019 年同期，全年尚未扭亏，两小航实现单季度归母净利润历史新高。24Q1，南航、春秋、吉祥均实现归母净利润正向盈利。按季度看，2023 年，三大航仅在三季度实现归母净利润盈利，国航/南航/东航/春秋/吉祥在 23Q3 的归母净利润较 2019 年同期分别+17.1%/+75.7%/+50.2%/+112.7%/+63.0%。2023 年全年，国航/南航/东航归母净利润分别为-10.5/-42.1/-81.7 亿元，仍未扭亏，对应 2019 年归母净利润分别为 64.1/26.5/32.0 亿元。2023 年春秋/吉祥归母净利润分别是 22.6/7.5 亿元，较 2019 年分别+22.6%/-24.5%，春秋航空盈利超过 2019 年水平，实现历史新高；吉祥航空盈利较 2019 年仍有差距。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥归母净利润分别为-16.7/7.6/-8.0/8.1/3.7 亿元，三大航仅南航实现 24Q1 盈利，较 2019 年同期-71.5%；春秋创一季度盈利新高，较 2019 年增长 70.7%，吉祥较 2019 年同期-7.4%。

图38：三大航 23Q3 归母净利均超过 2019 年同期，南航 24Q1 归母净利录得盈利


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图39：春秋和吉祥在 23Q3 实现单季度归母净利历史新高，2023 年实现扭亏，24Q1 均有盈利


资料来源：iFind，信达证券研发中心

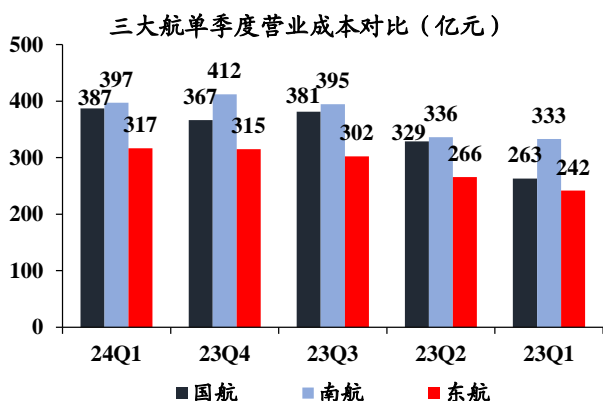
综上所述，2023 年，大航财务表现不及小航，暂未实现扭亏，小航已实现扭亏为盈，低成本航司韧性凸显。2023 年，三大航中除东航，国航和南航均已实现营收超过 2019 年，但盈利能力仍待修复，毛利率及归母净利较 2019 年均有较大差距，三大航利润仍为亏损。小航表现更为优异，营收均较 2019 年同期增长超 20%，毛利率也超过 2019 年水平。得益于严格的费用管控，春秋实现归母净利超出 2019 年同期 22.6% 的成绩，但吉祥航空受制于自身财务费用上涨影响，归母净利虽已实现扭亏，但较 2019 年同期-24.5%。

2024 年一季度，三大航仍处业绩修复期，两小航实现盈利。三大航一季度营收均已超过 2019 年同期 10% 以上，但毛利率及归母净利较 2019 年同期仍有较大差距。其中，南航运营修复最快，且成本费用管控较好，实现一季度盈利，其余两大航仍有一定亏损。两小航成功实现盈利，春秋进一步降本增效，实现一季度利润新高。

3.2 航司成本上涨压力较大，费用管控能力有所提升

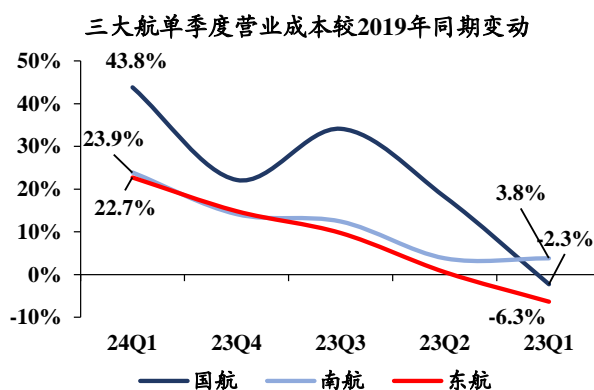
从营业成本情况看，航司 2023 年及 24Q1 营业成本较 2019 年同期增长较多。受油价高位影响，航司成本增长较多。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥营业成本较 2019 年分别+18.3%/+8.8%/+4.9%/+18.3%/+19.5%。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥营业成本较 2019 年同期分别+43.8%/+23.9%/+22.7%/+41.3%/+39.4%，航司成本压力较大。

图40：23Q1~24Q1，三大航中南航营业成本最高



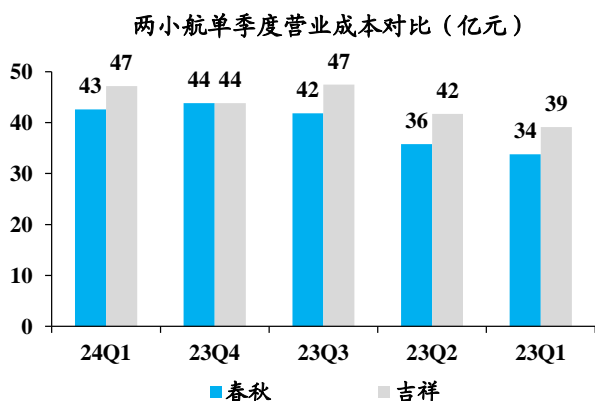
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图41：三大航营业成本较 2019 年同期上涨较多



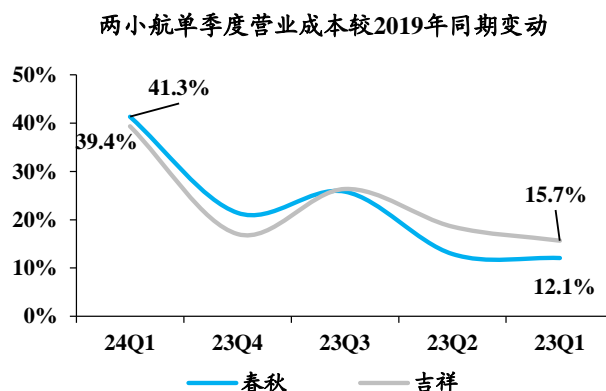
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图42：23Q1~24Q1，吉祥航空营业成本略高于春秋航空



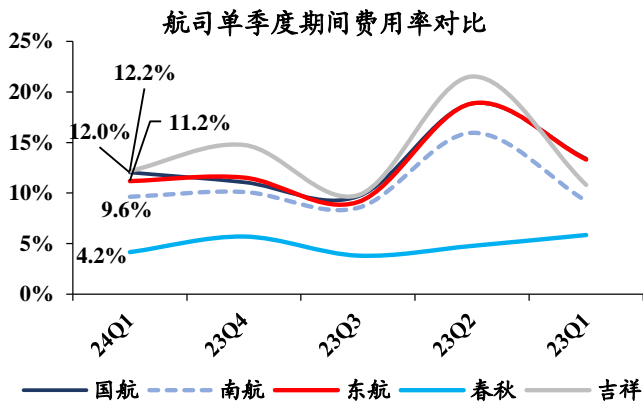
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图43：春秋和吉祥营业成本较 2019 年增幅基本一致

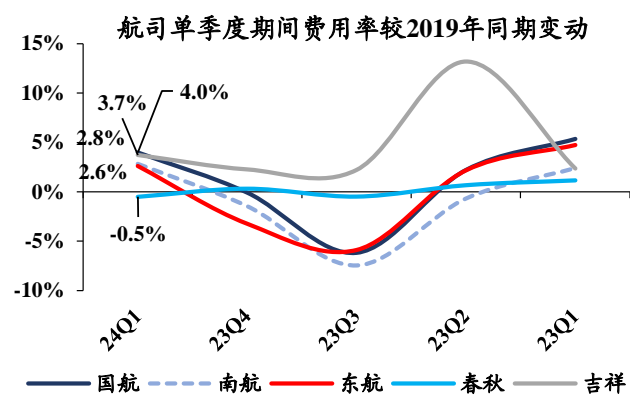


资料来源：iFind，信达证券研发中心

从期间费用率看，春秋期间费用率明显更低，且季度变动更为平滑；与 2019 年相比，航司费用管控明显提升。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥期间费用率分别是 12.9%/10.8%/12.9%/4.9%/13.9%，较 2019 年分别-0.1%/-2.0%/-0.9%/+0.3%/+4.8%，三大航均实现费用率下降，南航下降幅度最大。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥期间费用率分别是 12.0%/9.6%/11.2%/4.2%/12.2%，较 2019 年同期分别+4.0%/+2.8%/+2.6%/-0.5%/+3.7pct，除春秋航空外，一季度各航司费用率均有一定增加。

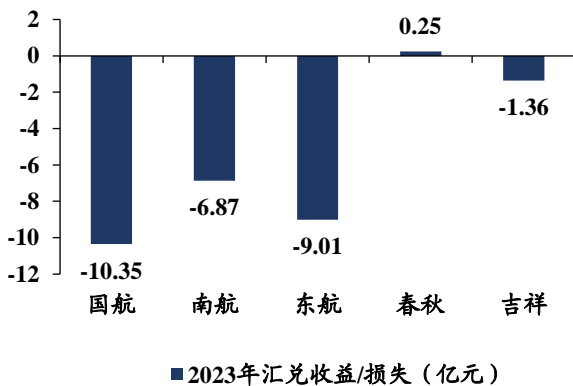
图44：南航和春秋单季度期间费用率相对更低


资料来源：iFind，信达证券研发中心

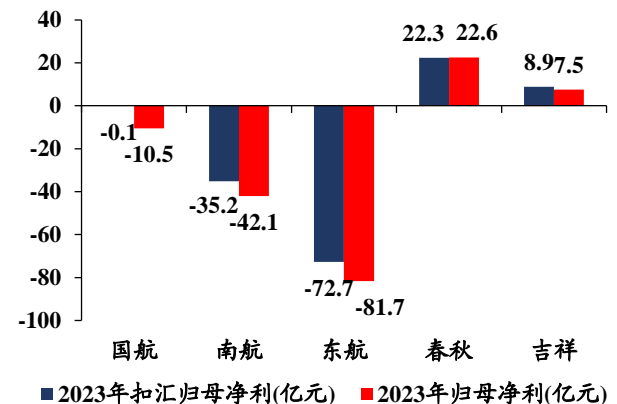
图45：航司期间费用率较 2019 年同期有较明显下降


资料来源：iFind，信达证券研发中心

汇率变动方面，航司录得汇兑损失。2023 年末对比 2022 年末，美元兑人民币中间汇率上升 1.70%，除春秋获得汇兑净收益外，其余航司录得汇兑净亏损；24Q1 汇率小幅增长，较 2023 年末增长 0.17%。2023 年，国航、南航、东航、春秋、吉祥录得汇兑损益-10.35、-6.87、-9.01、+0.25、-1.36 亿元。对比航司 2023 年汇兑净亏损情况，三大航中南航净亏损最少。若去除汇兑损益影响，2023 年国航归母净利基本盈亏平衡。

图46：2023 年各航司汇兑亏损对比


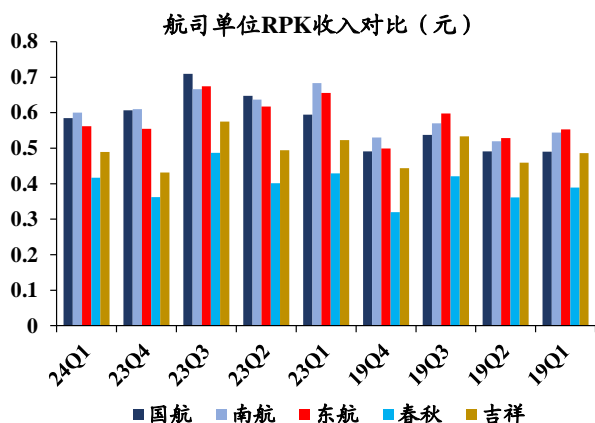
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图47：2023 年各航司扣汇归母净利对比


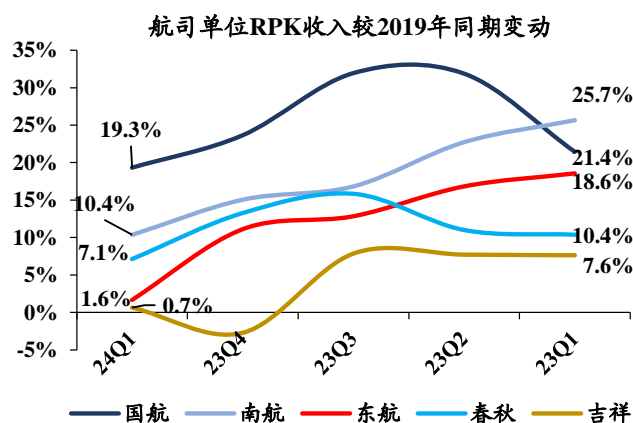
资料来源：iFind，信达证券研发中心

3.3 航司单位客收益及成本较 2019 年均有增长

从单位 RPK 收入情况看，大航明显高于小航，三季度为单季度最高，与 2019 年同期相比增长显著。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 RPK 营收分别为 0.64/0.65/0.62/0.42/0.51 元，较 2019 年分别+28.2%/+19.6%/+14.4%/+13.3%/+5.5%。南航单位收益水平最高，国航较 2019 年同期增长最多，2023 年票价水平较高。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 RPK 收入分别为 0.58/0.60/0.56/0.42/0.49 元，较 2019 年同期分别+19.3%/+10.4%/+1.6%/+7.1%/+0.7%，均较 2019 年同期有所增长，但与去年同期相比，航司单位收益水平有所下降，同比分别-1.7%/-12.2%/-14.3%/-2.9%/-6.5%。

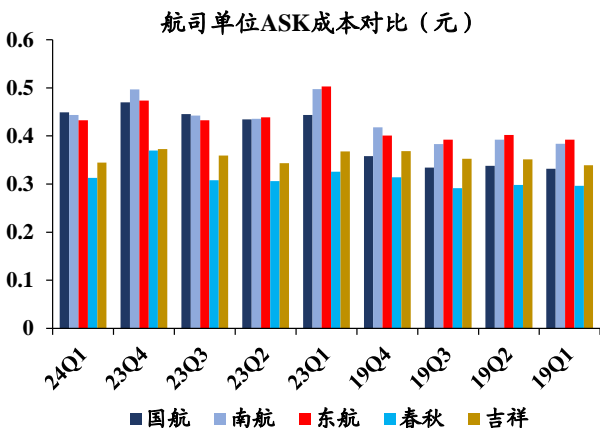
图48：大航单位 RPK 收入高于小航，南航相对更高


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

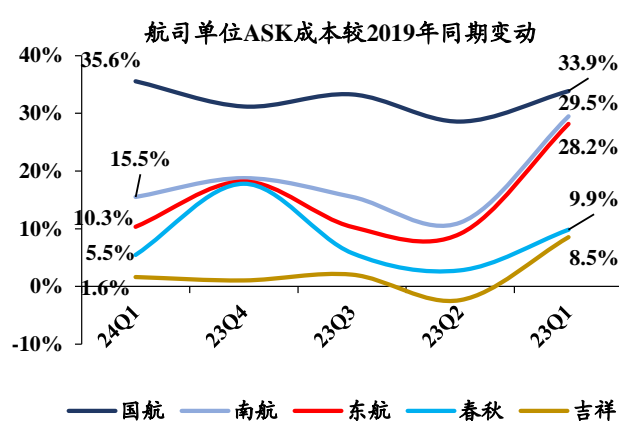
图49：航司单位 RPK 收入较 2019 年同期增长显著


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

从单位 ASK 成本情况看，南航单位成本最高，春秋一直保持最低，吉祥与 2019 年同期相比增长最少。2023 年全年，国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 ASK 成本分别为 0.45/0.47/0.46/0.33/0.36 元，较 2019 年分别+31.8%/+18.4%/+15.7%/+9.0%/+2.1%。南航单位成本最高，国航较 2019 年同期增长最多，吉祥和春秋成本管控好于大航。24Q1，国航/南航/东航/春秋/吉祥单位 ASK 成本分别为 0.45/0.44/0.43/0.31/0.34 元，较 2019 年同期分别+35.6%/+15.5%/+10.3%/+5.5%/+1.6%，国航增长最为显著，吉祥增长最少；与去年同期相比，各航司同比分别+1.3%/-10.8%/-13.9%/-4.0%/-6.4%，除国航外，其余航司均实现单位成本下降。

图50：航司单位 ASK 成本各季度间较为稳定


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

图51：航司单位 ASK 成本较 2019 年同期有明显增长


资料来源: iFind, 信达证券研发中心

4 投资建议

2024 年以来，春运表现亮眼，探亲及旅游出行需求旺盛特点突出，因私出行需求坚挺。清明小长假、五一小长假出行表现良好，较 2019 年同期增长明显，我们预计暑运等后续节假日出行需求或有亮眼表现，全年出行景气度或维持高位。此外，随国际航线复苏，国内航线过剩运力转投国际航线，国内外航线供需均加速修复，支撑票价市场化持续的同时，有望带动客座率上行，航司未来业绩弹性可期。

看好航空出行的持续复苏及供需改善下的航空板块高弹性。建议关注国际航线布局领先，有望最早受益国际航线复苏的中国国航、南方航空，同时关注经营领先的民营航空春秋航空、吉祥航空。

表7：各航司单季度重要财务数据指标一览

指标	单季度	中国国航	南方航空	中国东航	春秋航空	吉祥航空
营业收入 (亿元)	24Q1	401	446	332	52	57
	23Q4	356	404	282	38	42
	23Q3	459	477	361	61	65
	23Q2	345	378	272	42	49
	23Q1	251	341	223	39	44
营收较 2019 年同期变动	24Q1	23.1%	18.5%	10.4%	42.0%	38.4%
	23Q4	7.6%	7.4%	2.7%	18.4%	12.6%
	23Q3	21.4%	9.0%	4.3%	37.5%	32.5%
	23Q2	5.5%	7.0%	-5.5%	18.8%	24.4%
	23Q1	-23.0%	-9.5%	-25.9%	6.1%	7.5%
毛利率	24Q1	3.34%	10.93%	4.54%	17.62%	17.58%
	23Q4	-2.90%	-1.95%	-11.69%	-14.18%	-3.99%
	23Q3	16.82%	17.21%	16.31%	31.09%	27.53%
	23Q2	4.79%	11.04%	2.23%	14.11%	14.70%
	23Q1	-4.99%	2.23%	-8.63%	12.61%	11.94%
毛利率较 2019 年同期 变动	24Q1	-13.92%	-3.84%	-9.55%	0.38%	-0.57%
	23Q4	-12.22%	-6.03%	-11.79%	-2.85%	-3.98%
	23Q3	-7.84%	-2.51%	-4.12%	6.41%	3.51%
	23Q2	-10.23%	2.73%	-5.86%	4.45%	4.21%
	23Q1	-22.25%	-12.54%	-22.72%	-4.63%	-6.21%
归母净利润 (亿元)	24Q1	-16.74	7.56	-8.03	8.10	3.71
	23Q4	-18.38	-55.29	-55.61	-4.20	-3.82
	23Q3	42.42	41.95	36.42	18.39	10.71
	23Q2	-5.24	-9.77	-24.46	4.83	-1.03
	23Q1	-29.26	-18.98	-38.03	3.56	1.65
归母净利较 2019 年同期 变动	24Q1	-161.5%	-71.5%	-140.0%	70.7%	-7.4%
	23Q4	-419.9%	-287.5%	-374.5%	-443.5%	-58.3%
	23Q3	17.1%	75.7%	50.2%	112.7%	63.0%
	23Q2	-225.8%	-1.9%	-3782.5%	27.2%	-157.6%
	23Q1	-207.5%	-171.6%	-289.6%	-25.1%	-58.8%

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

5 风险因素

出行需求恢复不及预期；宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，可能致使出行需求恢复不及预期。

国际航线恢复不及预期；国际航线为重要客收来源，若国际航线恢复节奏不及预期，航司国际客运收入回升过慢，预期对整体业绩将产生较大影响。

油价大幅上涨风险；航油成本为航司重要营业成本之一，航司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。

人民币大幅贬值风险。航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。