

航空机场 11 月数据点评：淡季量价难以兼得，航司客座率表现分化

2024 年 12 月 17 日

看好/维持

交通运输

行业报告

事件：上市航司发布 11 月运营数据，淡季行业运力投放继续下降，各航司客座率表现分化较为明显，或代表不同航司在销售策略上存在较大差异。

国内航线：行业淡季，运力投放进一步下降

国内市场方面，11 月国内航线进入淡季，行业需求下降，导致运力投放收缩。上市公司运力投放环比 10 月下降约 10.4%，相当于 19 年同期的 115.0%，同比去年仅微增 1.8%。航司对于四季度行业需求不足的现状认识比较充分，因此维持了谨慎的运力投放策略。

航司在淡季同时面临供给端过剩和需求端不足的压力。虽然随着国际航线的恢复，国内航线的运力过剩压力得到了一定的缓解，但由于国际航线的需求在 7 月之后也进入瓶颈期，目前通过继续增开国际航线分散国内供给压力的方式短期难以奏效。需求端看，四季度是行业传统淡季，且商业出行需求受经济增速下行的负面影响，导致今年四季度航司经营压力依旧较大。

客座率方面，11 月行业客座率环比下降约 2.7pct，但高于 19 年同期 1.6pct。我们观察到东航与南航 9-11 月客座率明显高于 19 年同期，但国航、春秋和吉祥客座率都与 19 年同期较为类似，也就是不同航司的客座率表现出现了分化。在需求不足的情况下，票价和客座率确实难以兼顾，行业在“以降价为代价提高客座率是否值得”这一判断上出现分歧，我们认为这是不同公司客座率表现存在差异的重要原因。从客座率表现上看，东航和南航大概率选择了客座率优先，而国航则倾向于保证票价水平。

国际航线：各航司客座率差异扩大，淡季客座率与票价难以兼顾

国际航线方面，11 月上市航司国际航线运力投放相当于 19 年同期的 92% 左右，环比 10 月运力投放下降约 5.7%。客座率方面，11 月客座率环比 10 月提升 0.7pct，较 19 年同期提升 2.4pct，客座率超预期。

分航司看，11 月各航司客座率继续分化。东航与南航客座率较 19 年同期分别提升 6.4% 和 4.6%，国航则同比下降 3.2%，差异较大。其原因一方面与各航司的运力投放情况有关，东航运力环比收缩较多，而国航运力收缩不明显；另一方面则可能与国内航线类似，即不同航司在需求不足时应该优先保证客座率还是优先保证票价的选择上出现了一定分歧，并做出了不同的选择。整体来看，需求不足导致淡季国际航线量高价低。

投资建议：国内航线供给过剩的情况依然存在，需要通过国际航线的恢复带走堆积在国内的过剩运力，建议重点关注后续北美航线的恢复情况。今年民航业经营虽然依旧承压，但考虑到行业基本面的改善，利润表现有望显著优于去年，且后续还将持续恢复。几大航司股价经历长期调整后安全边际凸显，值得重点关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

未来 3-6 个月行业大事：

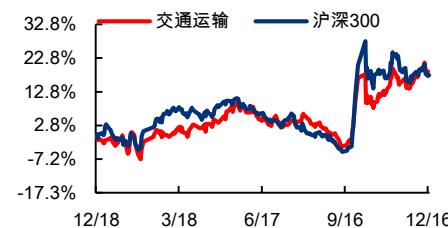
2025-1-10 民航局公布 2024 年 12 月民航运行数据

2025-1-15 起上市公司披露 2024 年 12 月运行数据

资料来源：民航局官网，上市公司公告

行业基本资料	占比%
股票家数	127 2.8%
行业市值(亿元)	33430.04 3.46%
流通市值(亿元)	29435.26 3.76%
行业平均市盈率	18.13 /

行业指数走势图



资料来源：恒生聚源、东兴证券研究所

分析师：曹奕丰

021-25102904

caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519050005

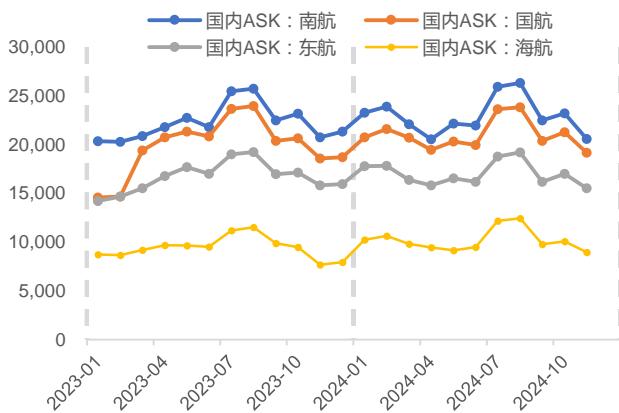
1. 行业总览：客座率高于 19 年同期，航司间客座率差异扩大

国内市场方面，11 月国内航线进入淡季，行业需求继续下降，运力投入进一步收缩。上市公司运力投放环比 10 月下降约 10.4%，相当于 19 年同期的 115.0%，同比去年仅微增 1.8%。航司对于四季度行业需求不足的现状认识比较充分，因此维持了谨慎的运力投放策略。

航司在淡季同时面临供给端过剩和需求端不足的压力。虽然随着国际航线的恢复，国内航线的运力过剩压力得到了一定的缓解，但由于国际航线的需求在 7 月之后也进入瓶颈期，目前通过继续增开国际航线分散国内供给压力的方式短期难以奏效。需求端看，四季度是行业传统淡季，且商业出行受经济增速下行的负面影响，导致今年四季度航司经营压力依旧较大。

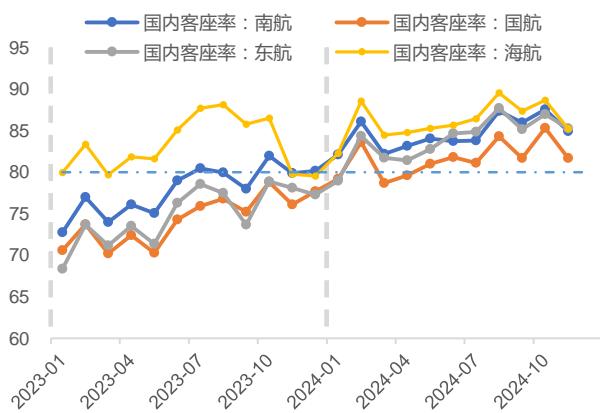
客座率方面，11 月航司客座率环比下降约 2.7pct，但高于 19 年同期 1.6pct。我们观察到东航与南航 9-11 月客座率明显高于 19 年同期，但国航春秋和吉祥客座率都与 19 年同期较为类似。在需求不足的情况下，票价和客座率确实难以兼顾，显然行业在“以降价为代价提高客座率是否值得”这一判断上存在分歧，这也是不同公司客座率表现存在差异的原因。从客座率表现看，东航和南航大概率选择了客座率优先，而国航则倾向于保证票价水平。

图 1：11 月大航运力投放环比下降（百万客公里）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 2：11 月大航国内客座率环比下降（%）



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

国际航线方面，11 月上市航司国际航线运力投放相当于 19 年同期的 92% 左右，环比 10 月运力投放下降约 5.7%。客座率方面，11 月客座率环比 10 月提升 0.7pct，较 19 年同期提升 2.4pct，客座率超预期。

分航司看，11 月各航司客座率继续分化。东航与南航客座率较 19 年同期分别提升 6.4% 和 4.6%，国航则同比下降 3.2%，差异较大。其原因一方面与各航司的运力投放情况有关，东航运力环比收缩较多，而国航运力收缩不明显；另一方面则可能与国内航线类似，即不同航司在需求不足时应该优先保证客座率还是优先保证票价的选择上出现了一定分歧，并做出了不同的选择。

2. 国内航线运力投放：行业淡季，运力投放进一步下降

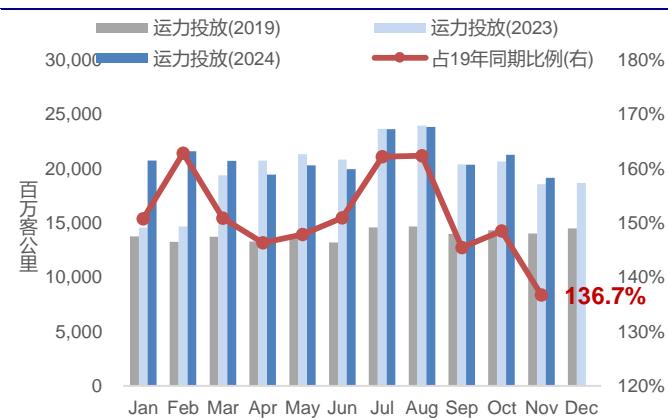
11 月国内航线进入淡季，行业需求继续下降，使得行业运力投入进一步收缩。上市公司运力投放环比 10 月下降约 10.4%，相当于 19 年同期的 115.0%，同比去年微增 1.8%。航司对于四季度行业需求不足的现状认识比较充分，因此维持了谨慎的运力投放策略。

图 3：南航 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 105%



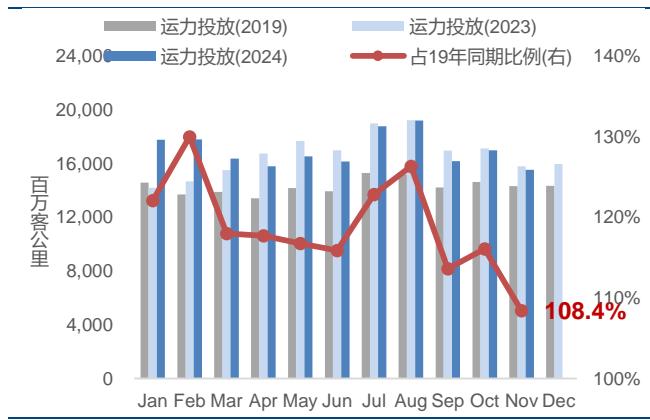
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 4：国航 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 137%



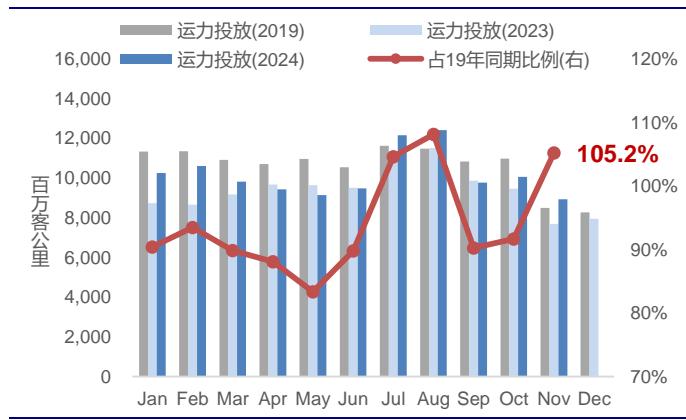
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 5：东航 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 108%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 6：海航 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 105%

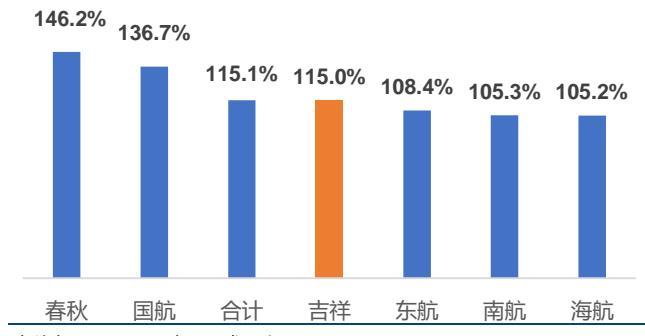


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

注：19 年 10 月起剥离天津航空

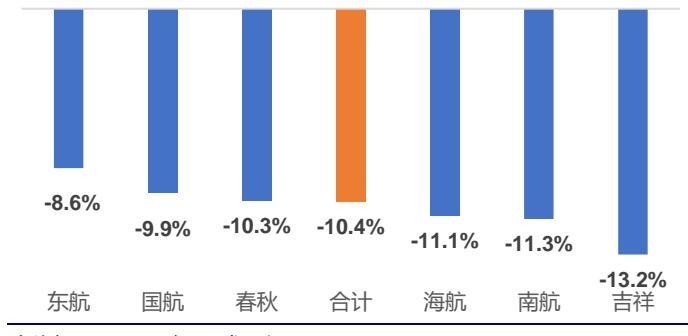
航司目前同时面临供给端过剩和需求端不足的压力。随着国际航线的供给端恢复，国内航线的运力过剩压力得到了一定的缓解。但由于国际航线的需求在 7 月之后也进入瓶颈期，目前通过继续增开国际航线分散国内供给压力的方式短期难以奏效。需求端看，四季度是行业传统淡季，且商业出行受经济增速下行影响较明显，导致今年四季度航司的情况与去年同期类似，经营压力依旧较大。

图 7：11 月上市航司国内航线运力投放达 19 年同期的 115%



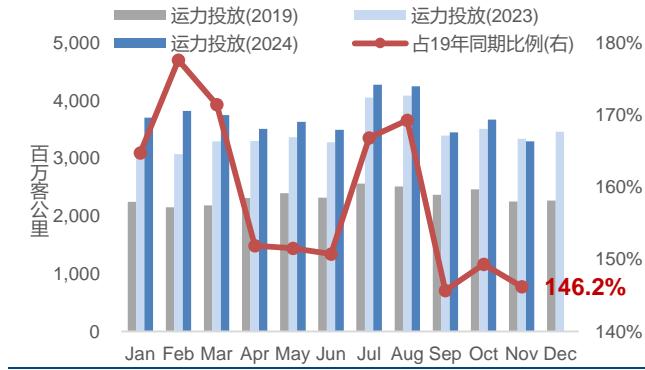
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 8：11 月上市航司国内航线运力投放环比 10 月下降约 10.4%



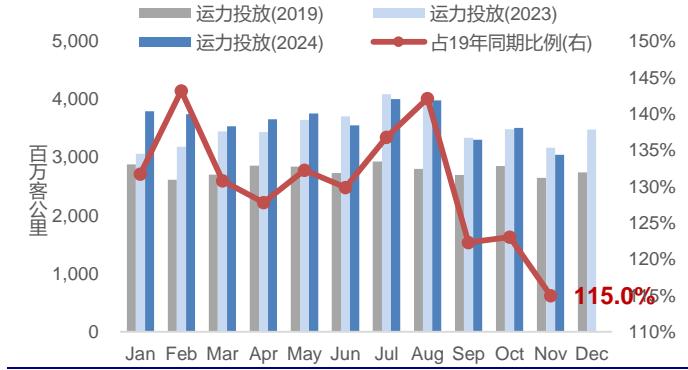
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 9：春秋 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 146%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 10：吉祥 11 月国内运力投放相当于 19 年同期的 115%

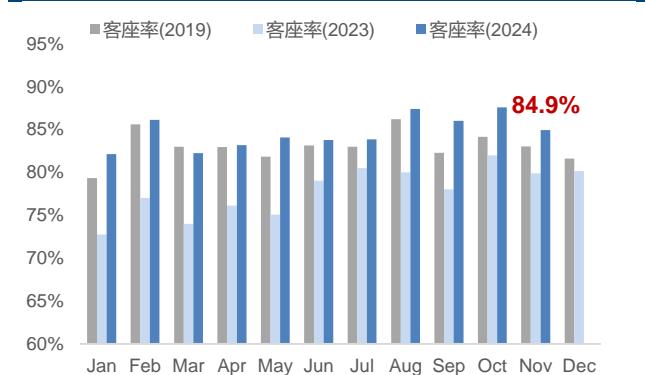


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

3. 国内航线客座率：淡季客座率环比下降，高于 19 年同期 1.6pct

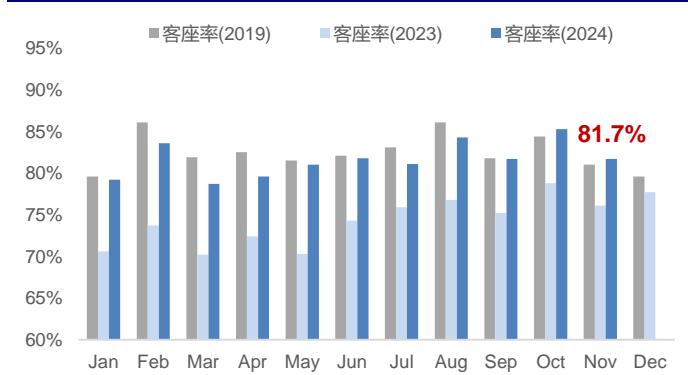
11 月航司客座率环比下降约 2.7pct，但高于 19 年同期 1.6pct。我们观察到东航与南航 9-11 月客座率明显高于 19 年同期，但国航春秋和吉祥都与 19 年同期较为类似。这种现象说明各航司在销售策略上出现了一定分歧。在需求不足，票价和客座率难以兼顾的情况下，东航和南航大概率选择了以降价的方式提高客座率水平。

图 11：南航国内航线客座率环比下降 2.6 个百分点

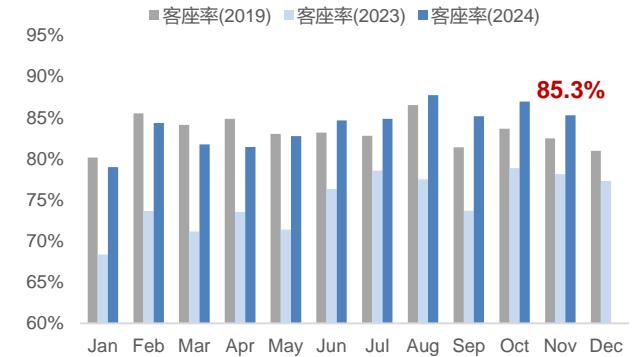


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 12：国航国内航线客座率环比下降 3.6 个百分点

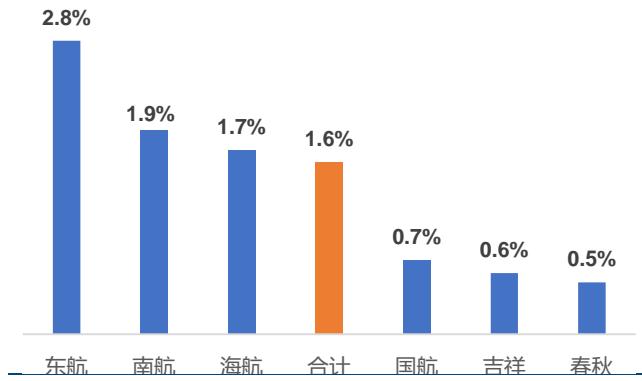


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

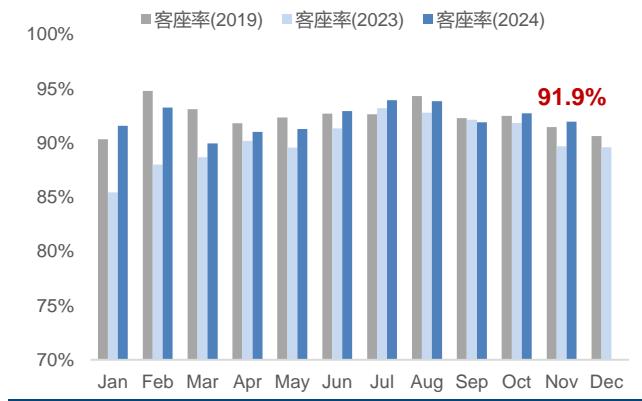
图 13：东航国内航线客座率环比下降 1.7 个百分点


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

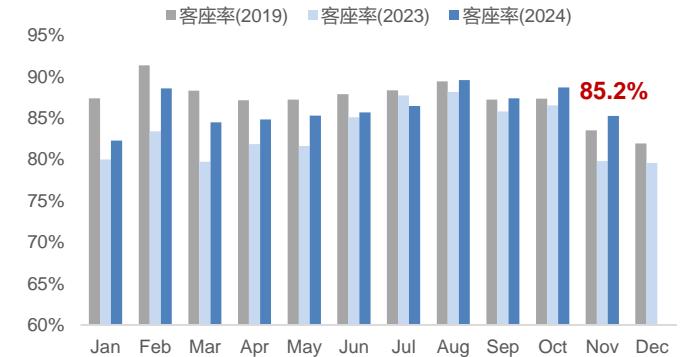
我们认为在目前客座率本就不低的情况下，继续压低票价提高客座率是一个较为激进的策略，其目标是拓展增量客户，提升市场份额。但由于航空业盈利对票价相当敏感，其短期对盈利造成的影响可能会偏负面。显然行业在“以降价为代价，继续拉高客座率是否值得”这一判断上存在分歧，这也是不同公司客座率表现存在差异的原因。

图 15：11 月国内航线客座率高于 19 年同期 1.6pct


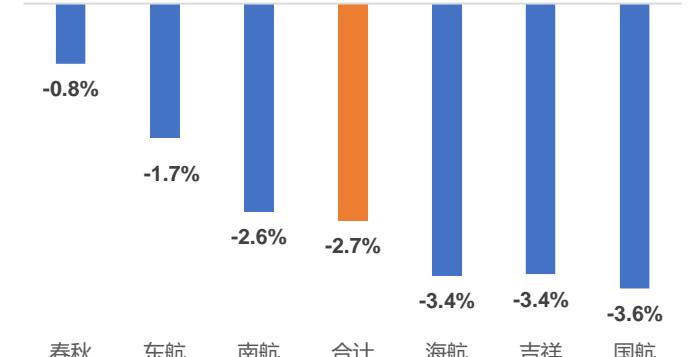
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 17：春秋国内航线客座率环比下降 0.8 个百分点


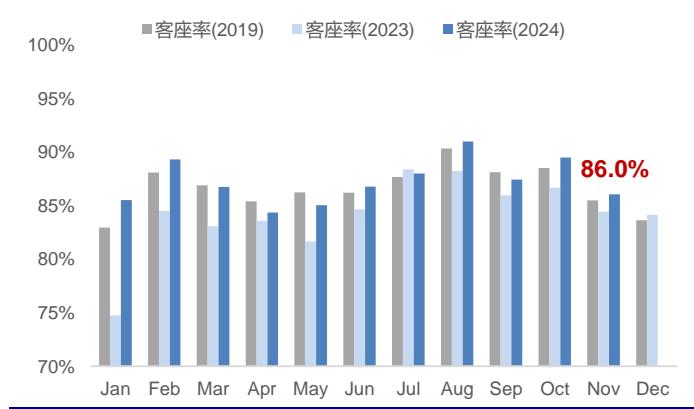
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 14：海航国内航线客座率环比下降 3.4 个百分点


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 16：11 月国内航线客座率较 10 月环比下降约 2.7pct


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

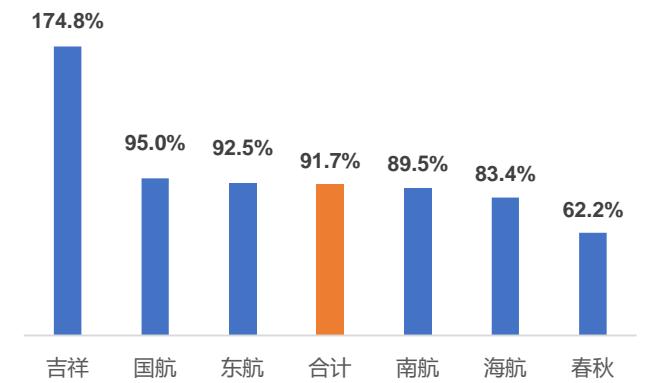
图 18：吉祥国内航线客座率环比下降 3.4 个百分点


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

4. 国际航线：各航司客座率差异扩大，淡季客座率与票价难以兼顾

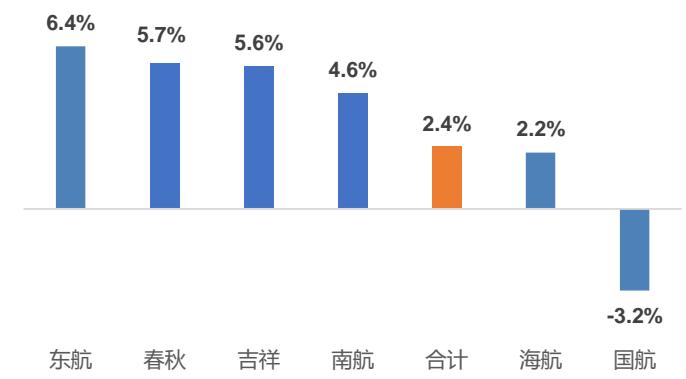
国际航线方面，11月上市航司国际航线运力投放相当于19年同期的92%左右，环比10月运力投放下降约5.7%。客座率方面，11月客座率环比10月提升0.7pct，较19年同期提升2.4pct，客座率超预期。

图 19：11月国际航线运力投放相当于19年同期的92%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

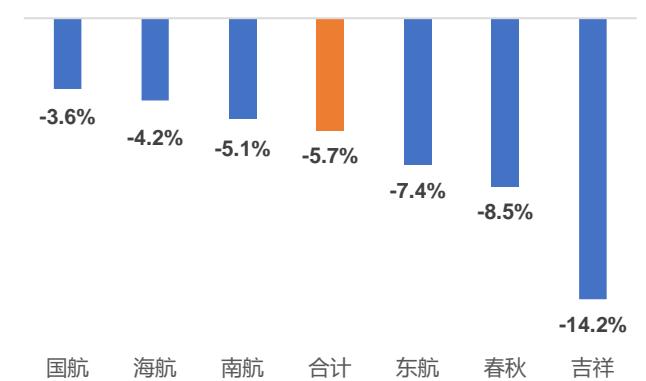
图 20：国际航线客座率较19年同期提升2.4pct



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

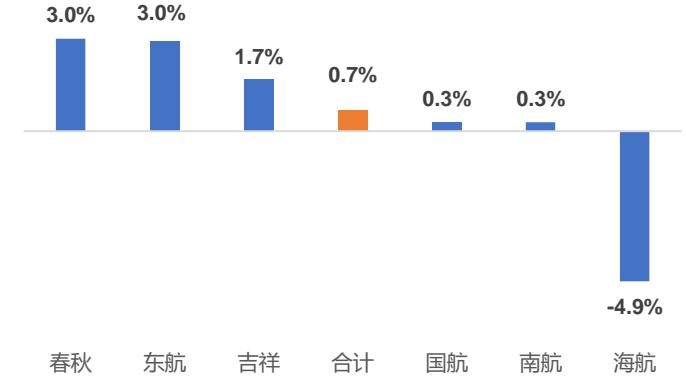
分航司看，11月各航司客座率继续分化。东航与南航客座率较19年同期分别提升6.4%和4.6%，国航则同比下降3.2%，差异较大。其原因一方面与各航司的运力投放情况有关，东航运力环比收缩较多，而国航运力收缩不明显；另一方面则可能与国内航线类似，即不同航司在需求不足时应该优先保证客座率还是优先保证票价的选择上出现了一定分歧，并做出了不同的选择。

图 21：11月国际航线运力投放环比下降5.7%



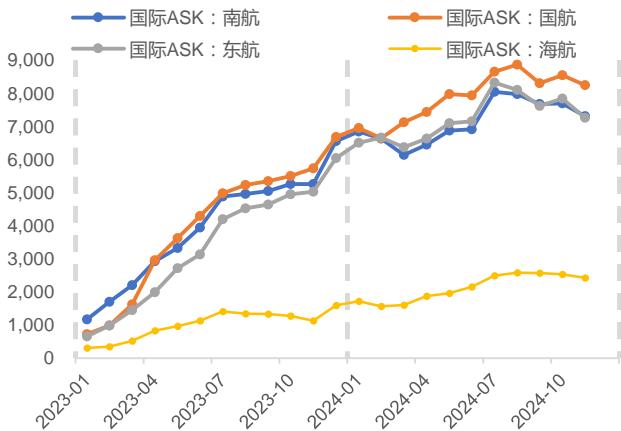
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 22：国际航线客座率环比提升约0.7pct

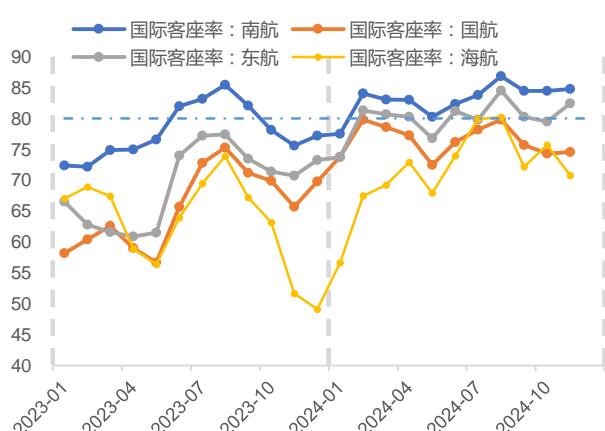


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

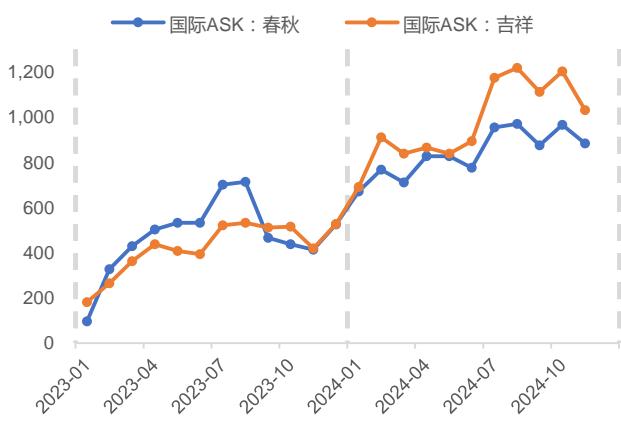
中型航司方面，春秋与吉祥选择较大幅度的缩减运力投放，与之相对的，客座率皆有一定提升。

图 23：三大航运力投放环比下降（百万客公里）


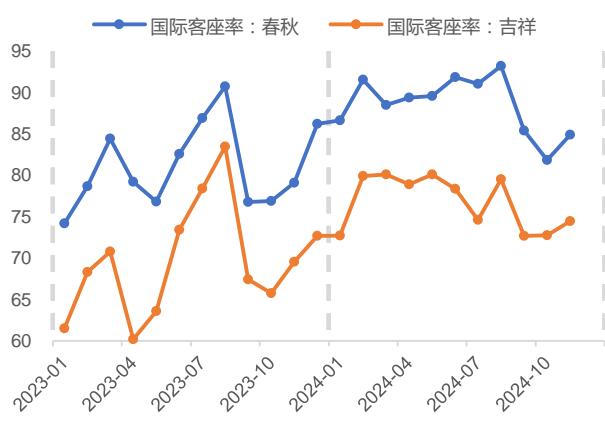
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 24：东航 11 月客座率环比提升，海航环比下降（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 25：春秋吉祥运力投放环比下降（百万客公里）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

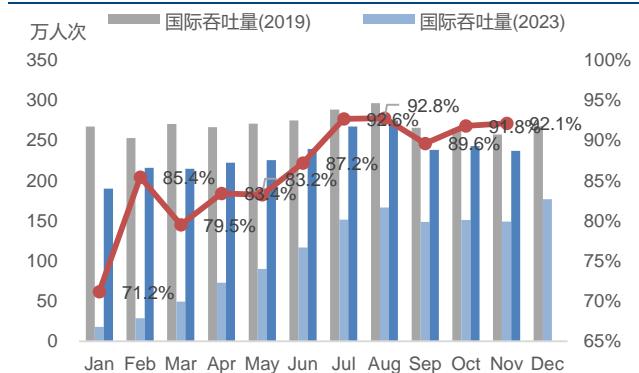
图 26：春秋吉祥客座率环比提升（%）


资料来源：iFinD，东兴证券研究所

5. 机场吞吐量：国际旅客吞吐量环比略降

11 月各主要机场旅客吞吐量较 10 月环比略降。12 月国际航线进入旺季，预计届时国际航线吞吐量会有明显回升。

图 27：上海机场国际旅客吞吐量相当于 19 年同期的 92%



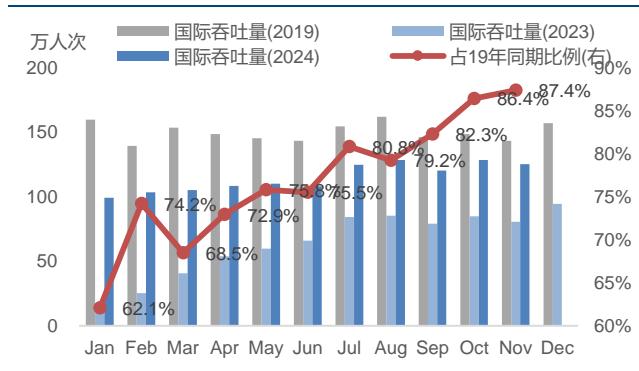
资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 28：首都机场国际旅客吞吐量相当于 19 年同期的 59%



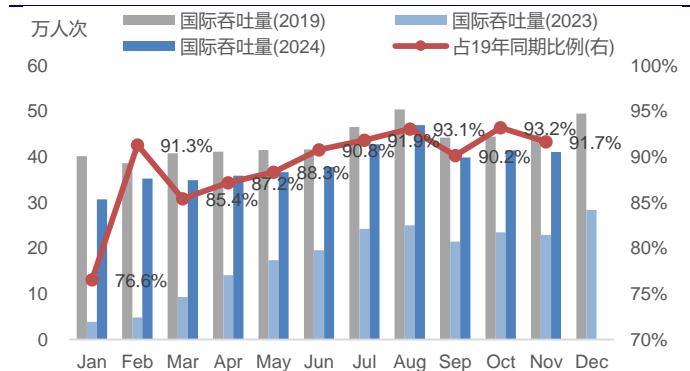
资料来源：公司官网，东兴证券研究所

图 29：白云机场国际旅客吞吐量相当于 19 年同期的 87%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

图 30：深圳机场国际旅客吞吐量相当于 19 年同期的 92%



资料来源：iFinD，东兴证券研究所

6. 风险提示

宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 10 月数据点评：双十一周期拉长推动业务量增速回升	2024-11-22
行业普通报告	航空机场 10 月数据点评：航司谨慎投放运力，国内客座率环比回升	2024-11-19
行业普通报告	快递 9 月数据点评：业务量增速环比略降，上市公司单票收入筑底回升	2024-10-24
行业普通报告	航空机场 9 月数据点评：旺季过后需求下降，航司重点保障客座率	2024-10-17
行业深度报告	快递行业：价格内卷有望缓解，高质量发展带动利润提升	2024-09-26
行业普通报告	快递 8 月数据点评：单票收入降幅收窄，圆通增速领跑	2024-09-23
行业普通报告	航空机场 8 月数据点评：旺季客座率提升至较高水平	2024-09-19
行业普通报告	快递 7 月数据点评：淡季业务量维持高增，价格降至底部区域，期待后续边际改善	2024-08-22
行业普通报告	航空机场 7 月数据点评：旺季运力投放明显增长，客座率持平 19 年	2024-08-16
行业深度报告	交通运输行业 2024 半年度展望：重视快递板块边际改善，高股息个股有望持续强势	2024-07-30
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：散客业务高增长，核心成本持续优化	2024-11-22
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：收购平临高速，优质资产将增厚公司业绩	2024-11-11
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：道路施工致收入短期承压，盈利符合预期	2024-09-04
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：成本持续优化，盈利与市场份额稳步提升	2024-09-03
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：持续提升收入质量，单票盈利表现优异	2024-08-22
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：上半年业绩承压，下半年有望逐步改善	2024-08-07
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：单票利润稳健，成本持续优化	2024-04-30
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：扣非净利符合预期，路网贯通利好后续增长	2024-04-03

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，6年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。现兼任东兴证券能源与材料组组长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：
以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526