

反內捲成效漸顯現 出行需求轉旺

票價客量俱升 內地航空股展升浪

悠閒理財

國家統計局上周公布CPI數據期間，披露內地10月航運票價止跌回升，內地航空公司股價應聲向上飆高。事實上，自從航空公司10月中旬公布9月份經營數據後，航空股便重新受到資金關注，皆因市場見到航空業有觸底回升苗頭。此外，剛公布的季度業績顯示，中國國航（00753）、東方航空（00670）及南方航空（01055）等三大航空股縱使面對低票價衝擊，在努力成本控制下，盈利表現超出市場預期。證券界憧憬反內捲成效有望逐步顯現，而內地航空業是否到達反轉時刻，為投資者提供買入機會，值得繼續關注。

大公報記者 劉鎮豪

三大航空股季度業績概覽 (億元人民幣)

股份	第三季收入	第三季淨利潤	首三季收入	首三季淨利潤
南方航空 (01055)	513.74 (▲3.0%)	38.40 (▲20.2%)	1376.65 (▲2.2%)	23.07 (▲17.4%)
東方航空 (00670)	395.92 (▲3.1%)	35.34 (▲34.3%)	1064.14 (▲3.7%)	21.03 (虧轉盈)
中國國航 (00753)	490.68 (▲0.9%)	36.75 (▼11.3%)	1298.26 (▲1.3%)	18.69 (▲37.3%)

券商觀點

內地10月份CPI按月升0.2%，漲幅相比9月份擴大0.1個百分點。國家統計局城市司首席統計師董莉娟在解讀數據時表示，因應國慶、中秋雙節，出行需求較旺，飛機票價上漲4.5%。10月份飛機票價明顯優於9月份的下降13.8%。儘管單一數據很難判斷內地航空業已經觸底，但內地航空公布的9月份數據，早已吸引投資者押注行業否極泰來。

9月客座率87.3% 歷來同期最高

內地七家上市航空公司9月份衡量運力的「可用座位公里（ASK）」按年升4%。在運力增加的同時，效益亦有所提高，衡量航空公司旅客周轉量的「客運收益公里數（RPK）」按年升7.1%。另一個重要指數：客座率錄得87.3%，按年升2.1個百分點，是歷來9月份最高。受到數據催化，東方航空、南方航空股價便因應數據走出一段小漲行情。

回顧今年首季，儘管國際油價低於2024年同期，但包括中國國航等三大航企的客座率按年也有所提高，可惜航空公司的季度業績卻不及2024年同期，原因是需求疲軟，機票價格競爭激烈，導致航空公司的客公里收入按年大幅下降。

然而，航空業經營狀況在第二季及第三季已略趨穩定。因為航企致力維持機票價格相對平穩。雖然第三季航空公司的單位RPK收入略低於去年同期，但航空業反內捲政策導向下，航空公司的運力投放力度克制，價格競爭形勢也相對減弱。受益於航空公司單位收入降幅，小於單位成本降幅，某程度上提高獲利能力。

具體看三大航企在第三季度業績。南航上季營業收入513.74億元（人民幣，下同），按年升3%；股東應佔淨利潤38.4億元，升20.2%；首三季股東應佔淨利潤23.07億，升17.4%。東航第三季收入395.92億元，升3.1%；股東應佔淨利潤35.34億元，升34.3%；首三季股東應佔淨利潤21.03億元，由虧轉盈。最後是國航，第三季收入490.68億元，微升0.9%；股東應佔淨利潤36.75億元，下跌11.3%；首三季股東應佔淨利潤18.69億元，升37.3%。

從三大航企第三季度業績切入，東航表現領先，其次是南航，再後是國航，而股價走勢亦證明這個觀點。於公布9月份經營數據的10月15日，直至公布季績後約一周時間（即11月7日），前述三家航空公司股價分別升37.3%、23.4%、14%。相對地，恒指、國指同期升3.1%、2%，航空股跑贏大市，顯示市場對投資價值有正面轉變。

航油成本降 提升航企盈利

值得一提的是，航空公司盈利主要因為成本下降，尤其是燃料價格因素。券商測算，東航、南航、國航在第三季航油成本下跌7.4%、6.9%、6.7%；若果扣除航油因素，上季成本不降反升6.6%、6.3%、0.7%；當然成本上升部分歸因於運力增加。

航油價格再跌空間有限，內地航空業景氣要反轉，需求、票價上升才是真正要素。東航上季客座率85.9%，按年升2.3個百分點；南航客座率85.9%、升0.4個百分點；國航客座率82.3%，升1.3個百分點。在運力增加的情況下，客座率上升，顯示需求增加。

票價方面，10月份飛機票價上漲4.5%。證券界憧憬在反內捲下，票價有機會繼續向好。信達證券相信，行業未來供給偏緊，需求則穩增，票價有望修復。東興證券表示，由於票價偏低，三大航企的盈利能力還未完全恢復。這種情況下，反內捲對於票價維穩和提升有重要意義。

機票價格後續向上動作需要密切留意，若配合客座率繼續提升，內地航空業這股恢復勢頭值得看好。

中泰證券
民航量價正循環效應逐步顯現。供給端，新飛機引進增速放緩，存量飛機利用率逐步恢復，運力增速逐年下滑。需求端，公務務旅客韌性有望恢復，因私出行表現較好，銀髮經濟將持續發展，航空需求將保持增長。票價端，客座率新高局面下，加上民航局加強價格監管，票價提升基礎較強

中金公司
供需結構有望反轉，油價、匯兌收益加大業績彈性。2026至2028年全行業供給年化增速料約3%，需求增速有望保持在5%以上，供需結構從2026年開始扭轉，隨後進一步優化

東興證券
航空業第二季以來基本面逐步改善，疊加低油價與行業反內捲，帶來四季度市場預期的改善。在反內捲的大背景下，行業維持票價穩定的難度降低，四季度有望顯著減虧，其中三大航邊際改善的空間更大

華創證券
行業供給增速有限，9月後公務務需求現回暖跡象，加上反內捲背景與去年低基數，支撐第四季票價延續轉正趨勢，看好航空公司盈利持續兌現

華泰證券
東航、南航淨利潤按年提升明顯，或因整體客座率表現突出，洲際長航線恢復情況良好，且成本管控效果顯著。國航單位成本按年表現稍弱，淨利潤按年稍有下降



▲東方航空第三季虧轉盈，標誌着內地七隻航空股全線恢復盈利。

東航虧轉盈 成本控制出色

表現亮眼 東方航空（00670）剛公布第三季度錄得股東應佔淨利潤35.34億元（人民幣，下同），令到首三季成功由虧轉盈，賺取21.03億元淨利潤，標誌着內地七家上市航空公司全線恢復盈利。

回顧第三季度，東航在多種指標都領跑其他兩大航空公司，例如衡量運力投放指標的「可用座位公里（ASK）」、衡量航空公司旅客周轉量的「客運收益公里數（RPK）」，以及客座率。東航上季ASK按年升6%，RPK升8.9%。客座率達86.9%，按年提高2.3百分點，無論客座率及客座率增幅，都跑贏其他兩大航空公司。華創證券發現，東航在國際線上表現亦亮眼，RPK按年升16.7%。

除在開源方面努力，在成本控制亦表現出色。華創證券表示，東航第三季每公里成本0.403元，按年下降4.3%。無論是單位成本及成本降幅，都是三大航空公司中最低。

華泰證券表示，根據25/26年度內地冬春航季時刻計劃表，測算東航在上海兩個機場的市場份額達到42%，所以相信在長三角較為旺盛的出行需求支撐下，東航的收益水平將會提升，推動盈利釋放。華泰證券上調東航H股目標價，由3.65元調整至5.1元。

南航上季膺賺錢王 客座率創新高

明顯改善 內地七家上市航空公司已先後公布季度業績，綜合今年首三個季度，海航控股（600221）以28.45億元（人民幣，下同）淨利潤，成為最賺錢內地航空公司。若果單計第三季度，南方航空（01055）則是「賺錢王」；南航上季股東應佔淨利潤38.4億元，按年增長20%。

經營數據情況，南航第三季客座率創新高，達到85.9%，按年提高0.4個百分點。國金證券指出，南航在9月淡季的客座率高達86.3%，客座率高企顯示供需情況改善，具備提高飛機票價的基礎。考慮到供給側的航班增長量偏低，國金證券補充稱，供應鏈緊張等問題未得到妥善解決，行業供給增速預計維持低個位數，而旅客量則維持高個位數增長，所以到2026年才會呈現供需拐點，票價提升才惠及南航利潤。

信達證券亦有類似觀點。信達證券表示，內地10

月份機票價格已有明顯改善，公務務出行按年或明顯好轉，所以看好南航的收入回升，配合油價下行，以及人民幣匯率走強等因素，全年業績有望轉盈。南航2025年度錄得17.69億元虧損。

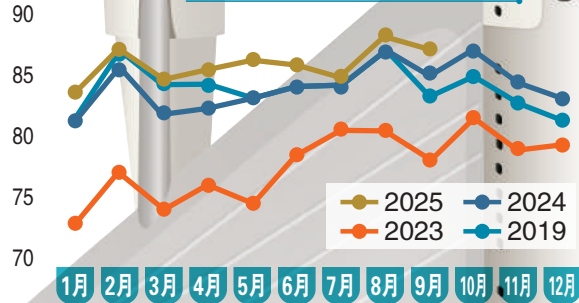
民生證券則關注南航運力投入速度減慢。民生證券表示，南航第三季運力按年增速放緩，整體ASK按年升5.3%（華創證券及信達證券則指ASK按年升5.7%）；機隊規模按年增加4.7%。該行認為，因着上季機隊利用率提升，貢獻南航運力少量增長，往後關注機隊利用率提升空間有限。截至2025年9月底，南航機隊規模956架，較2024年底增加39架。



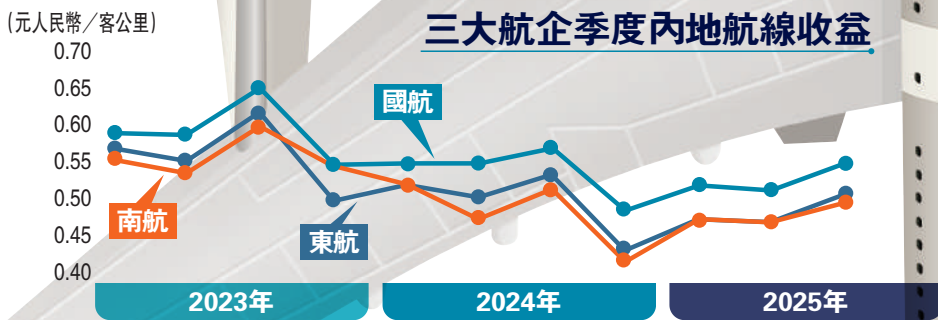
▲內地七隻航空股剛公布第三季業績，南航以淨賺38.4億元居首。



三大航企每月客座率



三大航企季度內地航線收益



大户近年尾轉策略 績優股看高一線

滄海桑田 倪相仁

十一月開局至今，港股僅錄得微升，但較A股（上海綜指）周五再創十年新高，仍有所落後。上周互聯網龍頭股進入季報披露期，一馬當先的科網股巨頭業績好於預期，不巧碰上外圍大跌，令有機會挑戰年內高位的恒生指數，要先行回氣整固。若外圍短期能夠企穩，相信恒指仍有力量再破年內高位。不過，細價股自9月以來積弱的情况，未有起色，恐要到流動性出現改善才會好轉。

A股自10月28日升破4000點以來，一直圍繞該指數上下展開震盪，迄今共有六個交易日的收市指數高於

4000點。相較於A股，恒指早在10月2日已升破27000點創下年初以來新高，但後勁有所不繼，到目前為止僅有四個交易日收市時高於該指數。兩地指數都在高位震盪，並沒有令個股受益，相反10月以來的個股交易，多數體驗感不好。網上有股民戲言：「起初，大家以為4000點是收費站，只要你路過就要收費。後來，大家發現4000點是停車場，就算一直在上面，也得收費」。

受美股大跌拖累，上周五A股、港股分別再次失守4000點和27000點。根據Wind所作的統計，9月5日迄今共計經歷了10個周五、9個周一。以萬得

全A指數為代表，這段時間裏，A股在周五下跌的概率為80%，但在周一上漲的概率超過90%。港股的情況類似，如果在周五收市前買進，周一賣出錄得盈利的概率較高。

中資股估值迎修復

股票分析師洪灝於上周五公開了他對2026年中資股前景的策略報告。他繼續看好A股和港股明年的表現，港股方面，因其經濟周期與內地同步進入「飛龍在天」階段，故將同步受益於整體中國資產的估值修復。

A股方面，受益於經濟周期向好，企業盈利修復；人民幣匯率低估帶來

重估機會。由於人民幣實際匯率大幅走弱並被嚴重低估，歷史數據顯示此情況通常預示股市低點和後續的資產價格重估；政策帶動，「雅江工程」和「反內捲」政策，標誌着決策層逆轉通縮的決心。

其實，10月以來港股賺錢效應極速下降，主要受到機構投資者風格改變的影響。根據中資券商的一項研究，機構投資者的風險偏好存在季節性變化規律，一般傾向於在年中提高成長風格倉位，以獲取更高的收益；而在年末則傾向於採取防守型策略，提高績優股倉位。因此，6月成長風格個股的勝率較高，而12月績優股勝率

較高。以最具成長性的創新藥為例，若在6月份買入，第三季的回報驚人。

對於喜歡細價股、成長股的投資人而言，亦可以留意每年不同時間段的走勢特點，採取相應的交易。比如，這類股份在財報披露期間波動較大，當財報密集披露時（3月、8月），會吸引投資者重點關注上市公司業績情況，驅動資金流向基本面向好的股票（成長風格），同時迴避基本面對較弱的小盤風格。高股息方面，較受股權登記日、股息除淨日的影響，即在高股息個股密集披露階段（3月、8月）紅利風格可能佔優，股息除淨日之後出現相對弱勢。