

证券研究报告

2026年04月23日

行业报告 | 行业专题研究

航空机场

航空：高油价，逆势投资机会

作者：

分析师 陈金海 SAC执业证书编号：S1110521060001

联系人 李宁



天风证券

【综合金融服务专家】

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

摘要

- **高油价，或带来投资机会**

油价大跌或使航空公司利润大增、股价大涨，2014-16年油价下跌74%，中美航空客运指数分别上涨212%、55%。油价从2026年4月初110美元/桶回落，2028年底合约价格73美元/桶。

- **入境游，国际线量价齐升**

入境游持续高增长：2026Q1出入境人次同比增长13.5%，其中外国人22.3%。国际航线量价齐升：2026年3月，国际线票价同比上涨21%，上市航司的客座率同比上升9 pct至90%左右。

- **低估值，或具有防御属性**

2026年4月，吉祥和春秋的单机市值分位数在5%左右，部分大型航司50%左右；航空指数处于历史较低水平，部分航空公司股价分位数在20%左右。

- **推荐：**中国国航、中国东航、南方航空、吉祥航空、春秋航空、华夏航空

风险提示：全球经济增速下行，燃油价格大幅上涨，入境游增长不及预期，人民币大幅贬值，历史复盘仅供参考

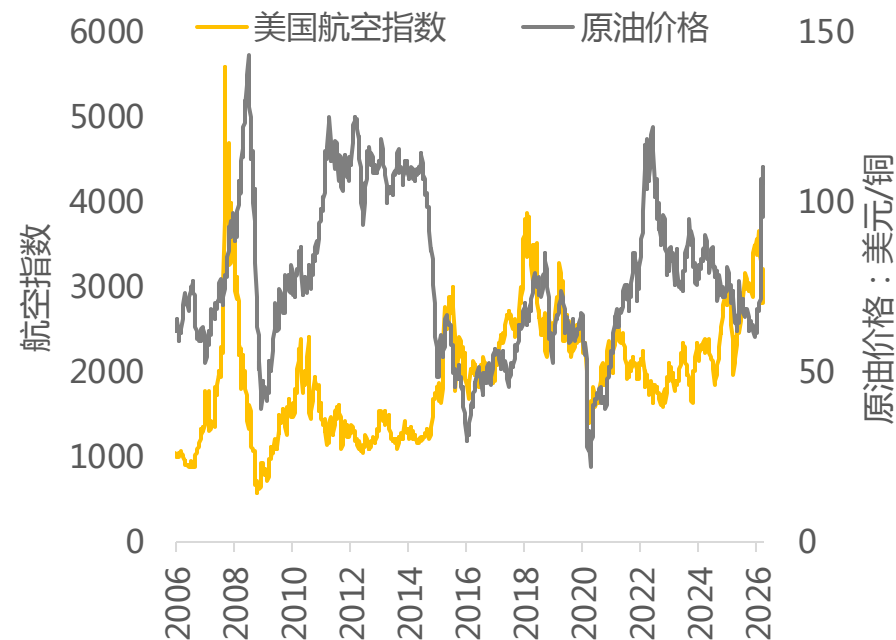
1.1 油价下跌，股价上涨

- 航空指数和油价往往负相关，油价高点对应股价低点。
- 2014年6月-2016年1月，布伦特油价下跌74%，中美航空指数分别上涨212%和55%；2022年6月-2025年12月，油价下跌51%，中美航空指数分别上涨16%、104%。

■ 高油价抑制中国航空公司股价

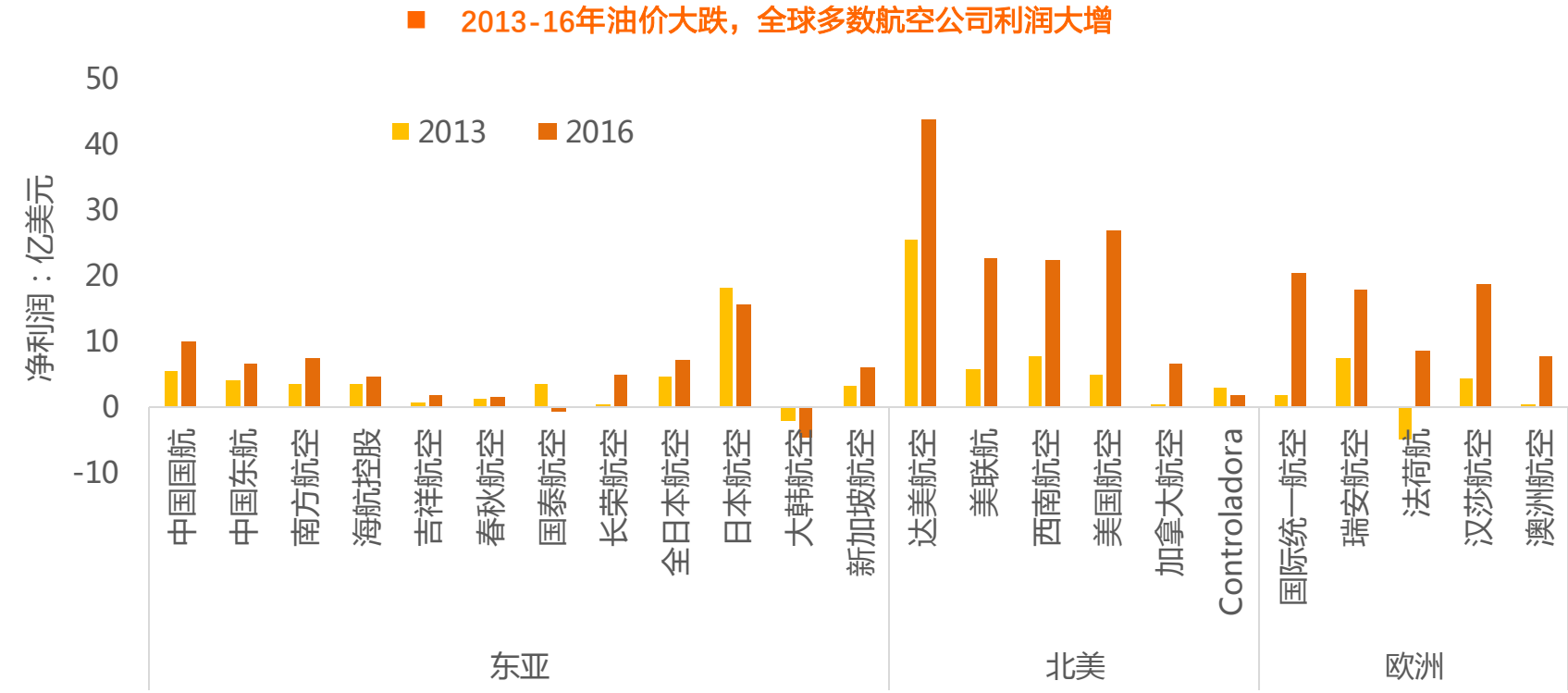


■ 高油价抑制美国航空公司股价



1.2 油价下跌，利润增加

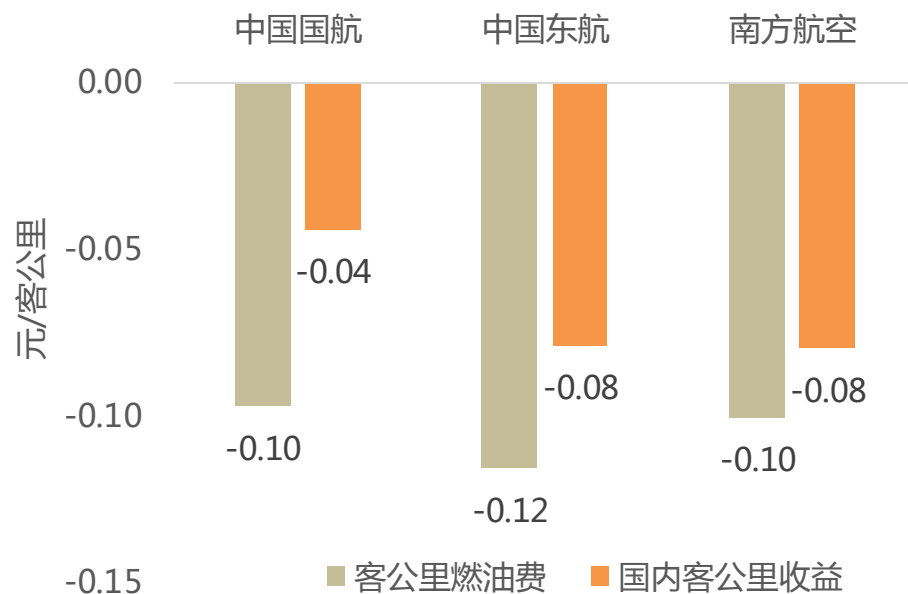
- 航空公司利润和油价往往负相关，油价大跌时利润大增。
- 2013-2016年，中国内地上市航司净利润增长77%，北美主要上市航司增长181%，欧洲主要上市航司增长683%。



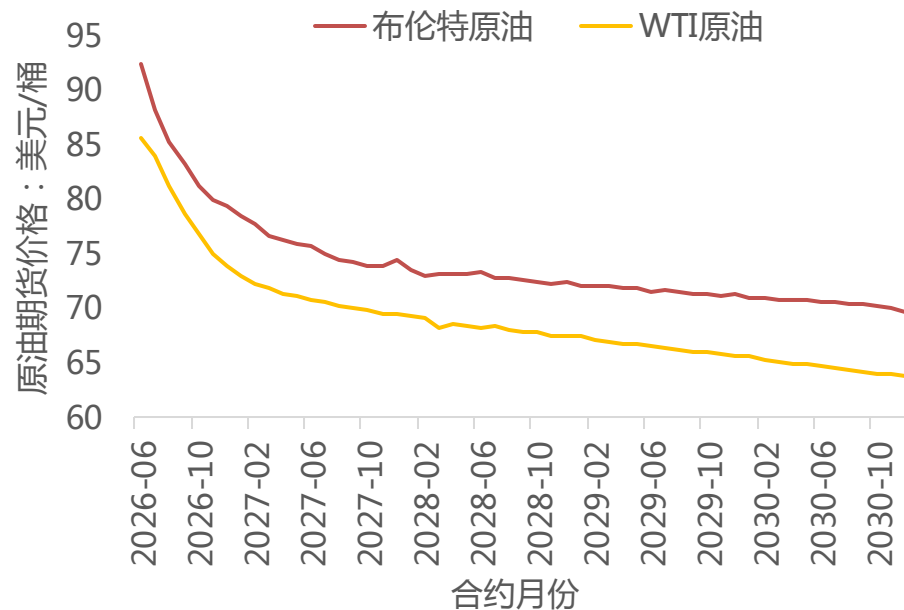
1.2 未来油价，有望下跌

- 2013-16年油价下跌时，票价下降少于燃油成本下降，导致利润增加。
- 布伦特原油价格从2026年4月初110美元/桶回落，2028年12月合约价格73美元/桶，预示着2026-28年油价或将大跌。
- 2028年布伦特原油期货均价73美元/桶，接近2024-25年均价。

■ 2013-16年油价大跌时，票价下降少于燃油成本下降



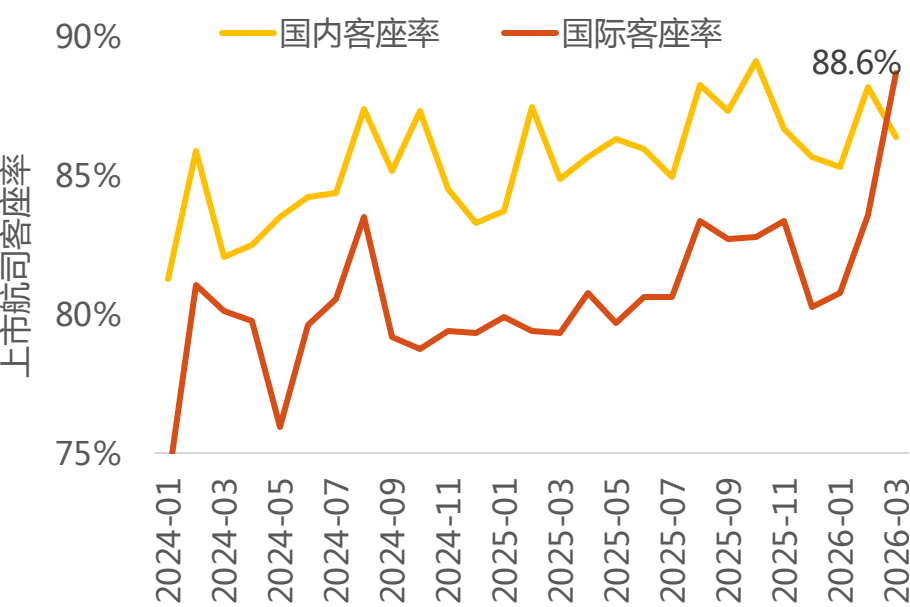
■ 油价远期合约贴水，预示着未来油价或将下跌



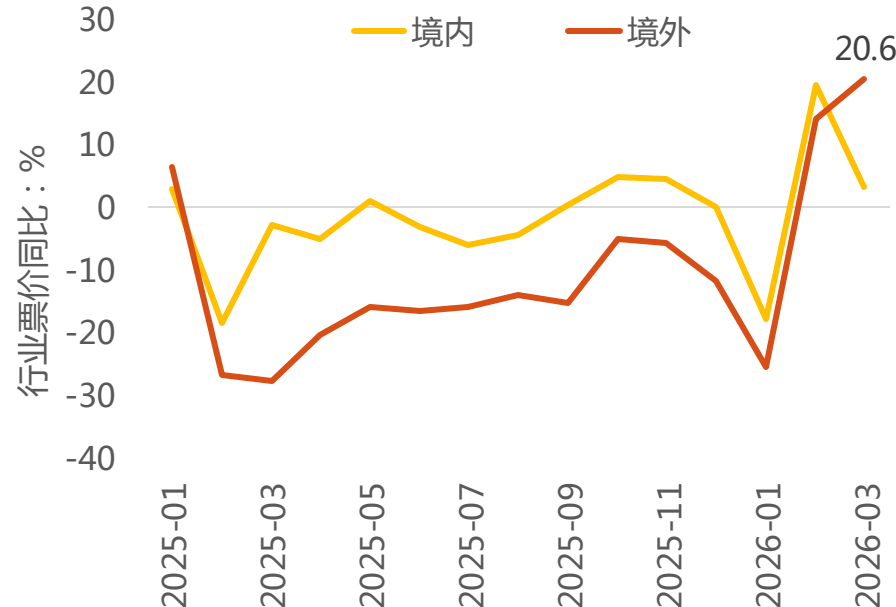
2.1 国际航线，量价齐升

- 2026年2-3月，6家上市航司国际线旅客周转量（RPK）同比增长22%+；3月客座率达到89%，同比上升9 pct；票价同比上涨21%。
- 国际线量价齐升，有望带动盈利大幅改善。

■ 2026年以来，国际航线客座率大幅上升



■ 2026年以来，境外航线机票价格同比大幅上涨

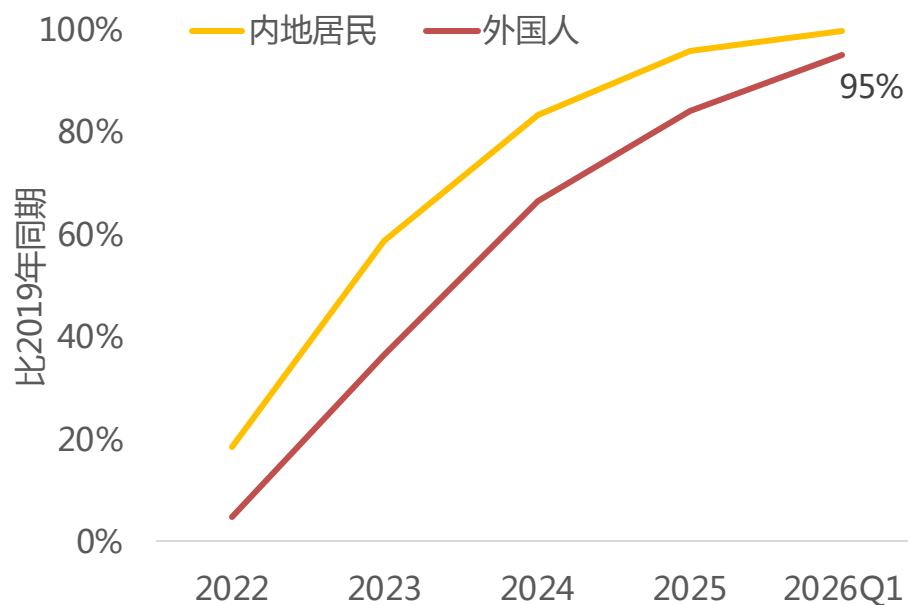


注：中国国航、中国东航、南方航空、海航控股、吉祥航空、春秋航空的合计值

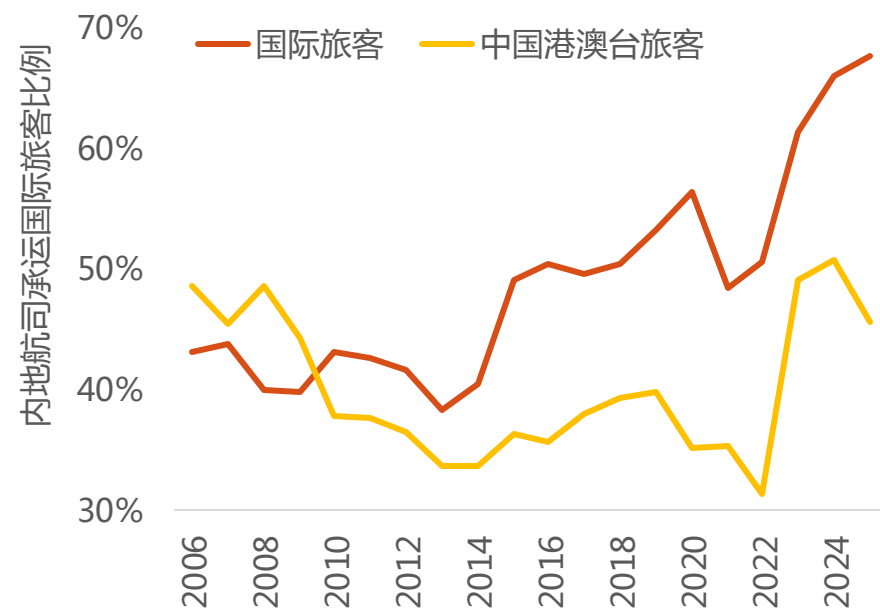
2.2 入境游，持续高增长

- 入境游高增长：2026Q1出入境人次同比增长13.5%，其中内地居民增长14.2%，外国人增长22.3%，免签外国人增长29.3%。
- 中国内地航司：承运68%的中国出入境旅客，是入境游的受益者。

■ 中国出入境人数快速恢复（较2019年同期）



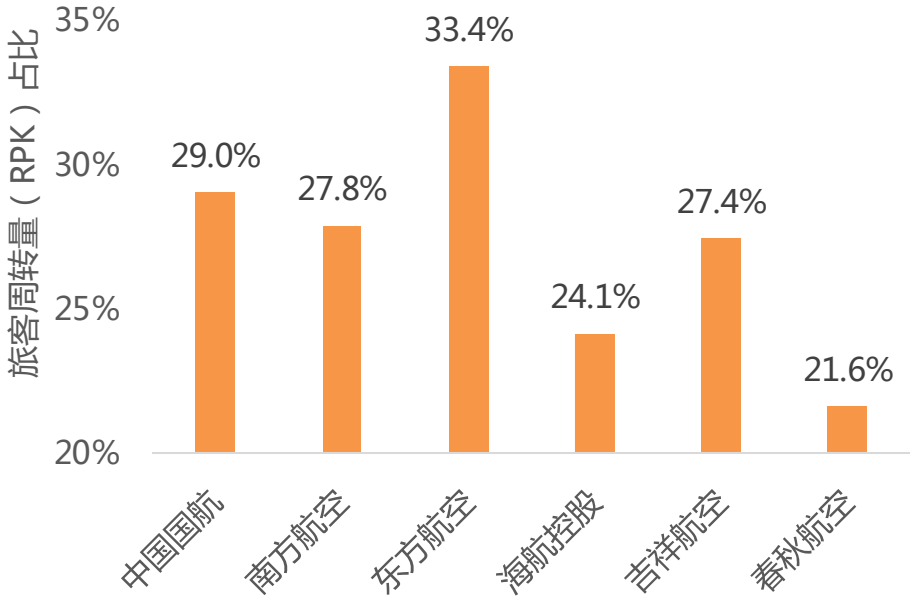
■ 内地航司承运68%的中国出入境旅客



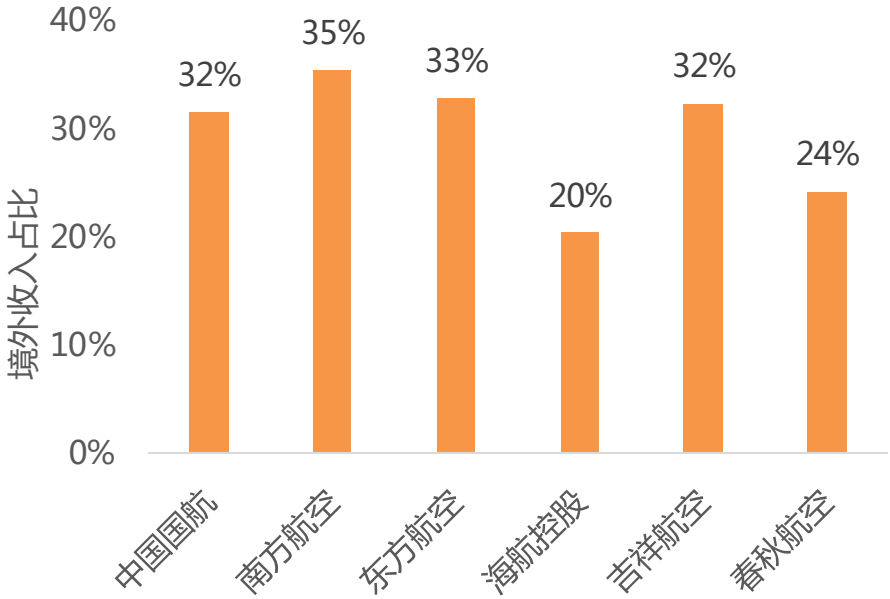
2.3 国际线占比高：东航、国航

- 旅客周转量（RPK）：2026年3月，东航和国航的国际线占比较高。
- 收入：2025年三大航的境外收入占比较高。

■ 2026年3月中国东航和中国国航的国际航线RPK占比较高



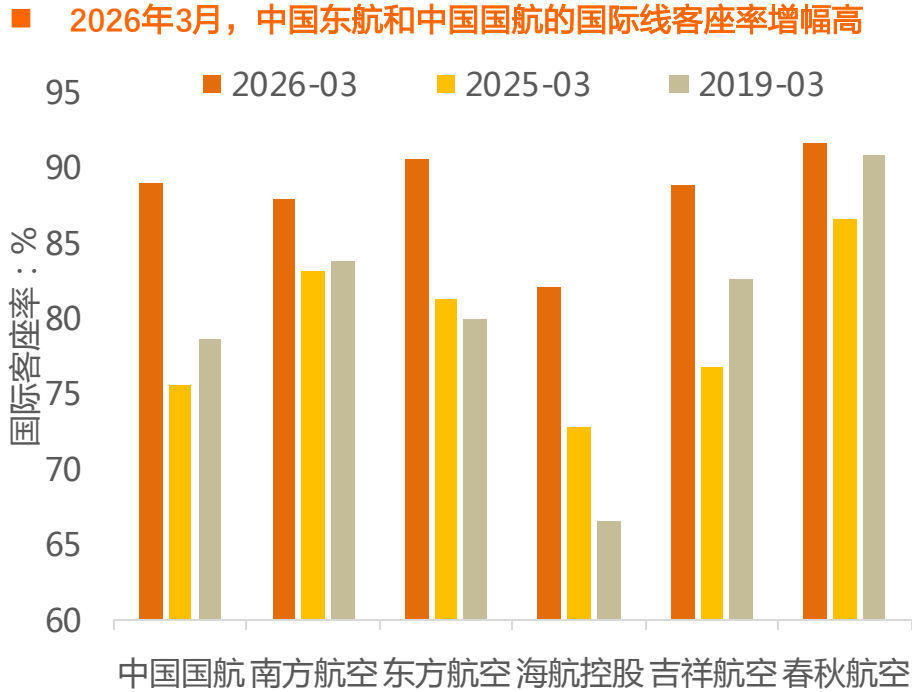
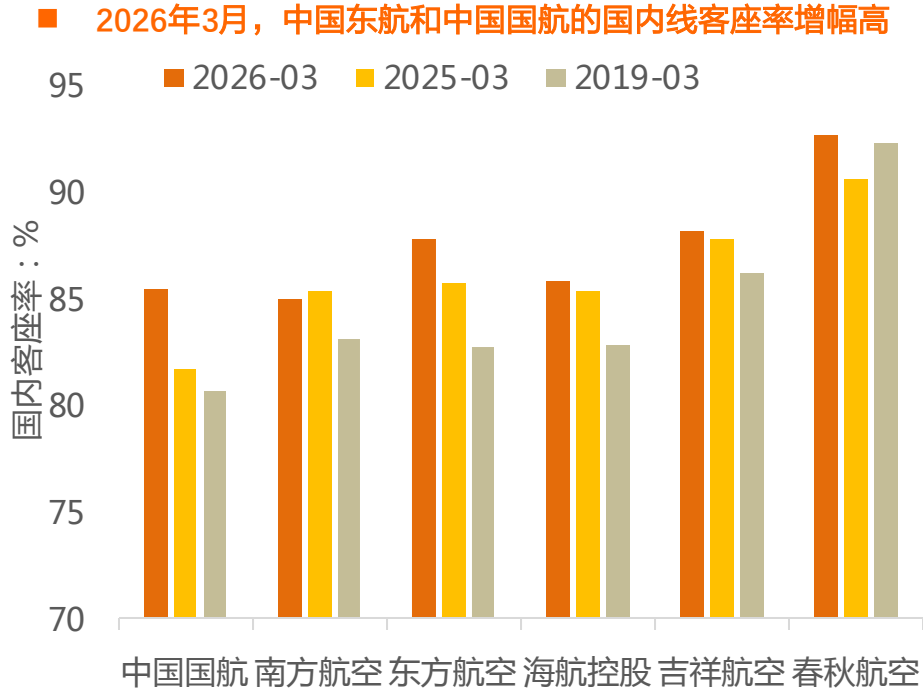
■ 2025年三大航的境外收入占比较高



注：吉祥航空为2025H1数据

2.3 客座率增幅高：国航、东航

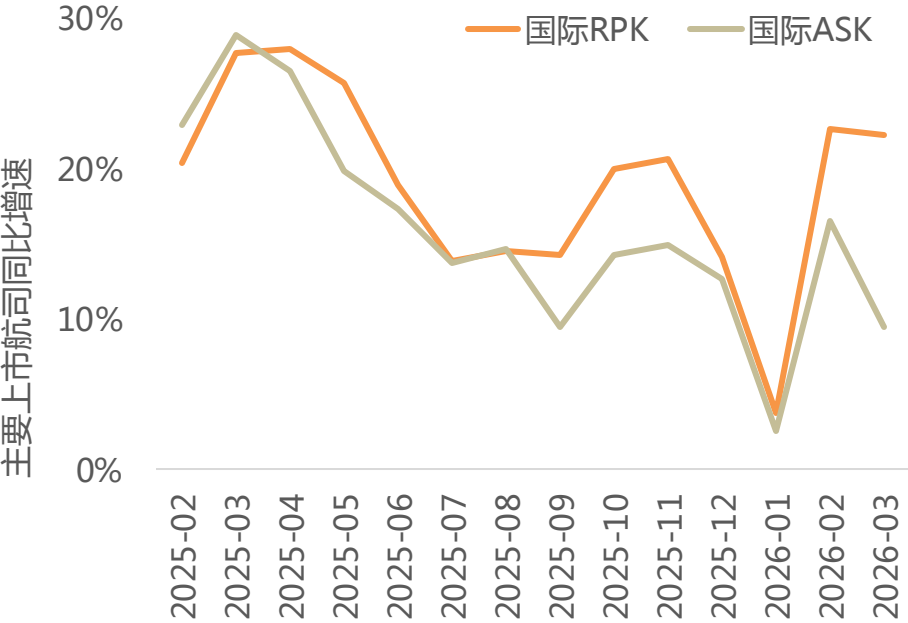
- 2026年3月，中国国航和中国东航的客座率上升明显。



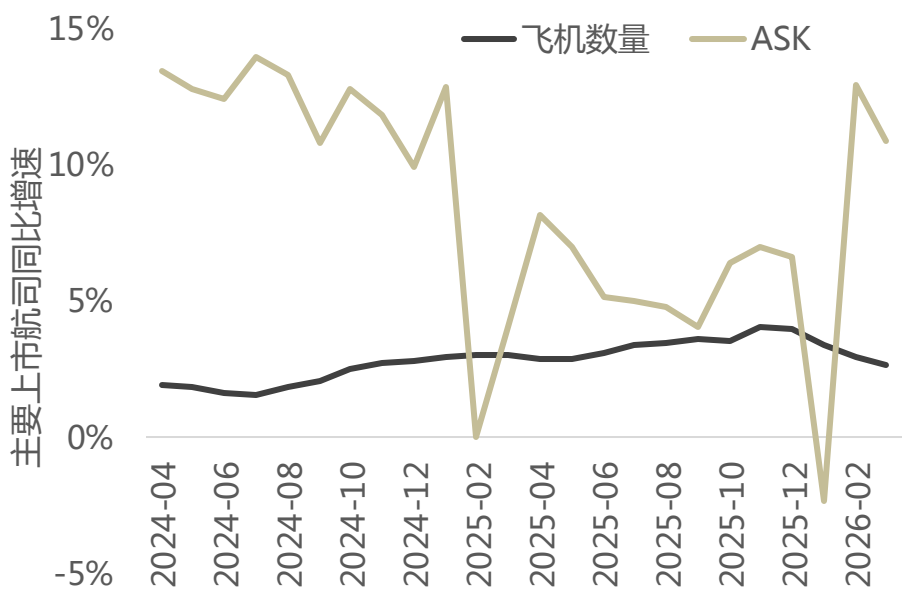
2.4 飞机运力低增长

- 国际航线需求（RPK）增速高于运力（ASK）增速，客座率上升。
- ASK增速趋向飞机数量增速，飞机利用小时数波动带来ASK弹性。

■ 国际航线运力（ASK）增速低于需求（RPK）增速



■ ASK增速趋向飞机数量增速

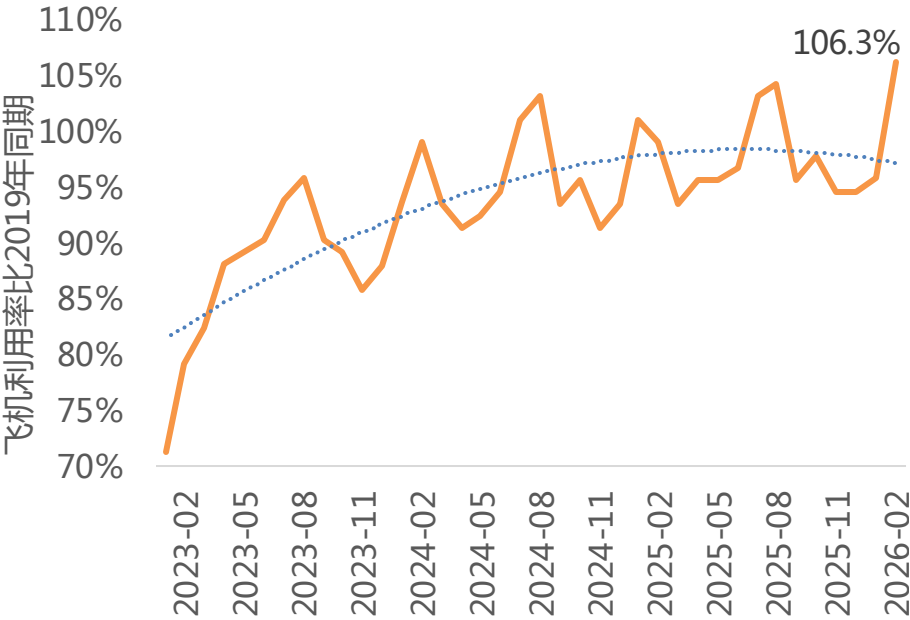


注：中国国航、中国东航、南方航空、海航控股、吉祥航空、春秋航空的合计值

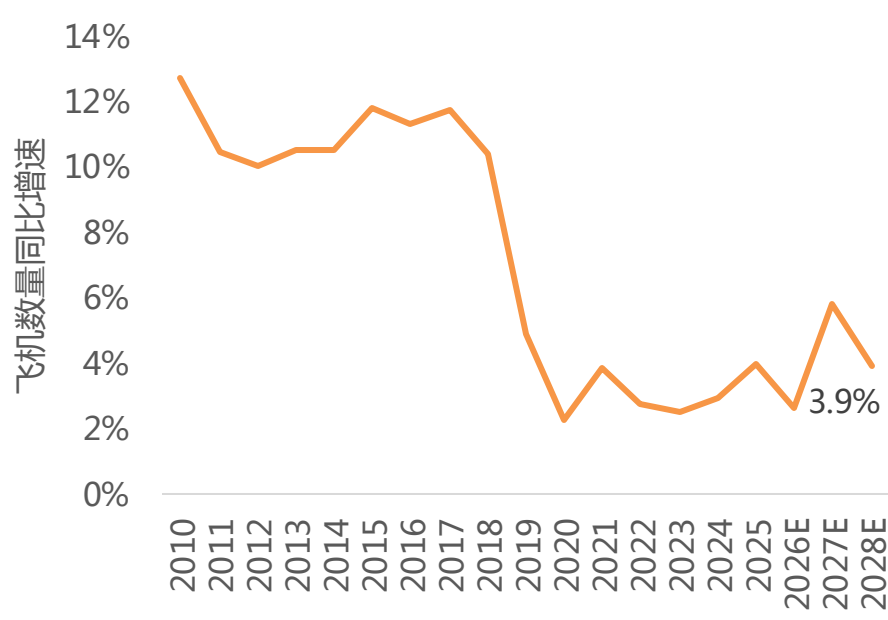
2.4 飞机运力低增长

- 2026年2月，飞机利用小时数达到历史峰值，是2019年同期的106%，未来上升空间或有限。
- 我们参考上市航司的飞机引进和退役计划，预计2026-28年飞机数量低增长，平均增速4%左右。

■ 2026年2月飞机利用率达到历史峰值



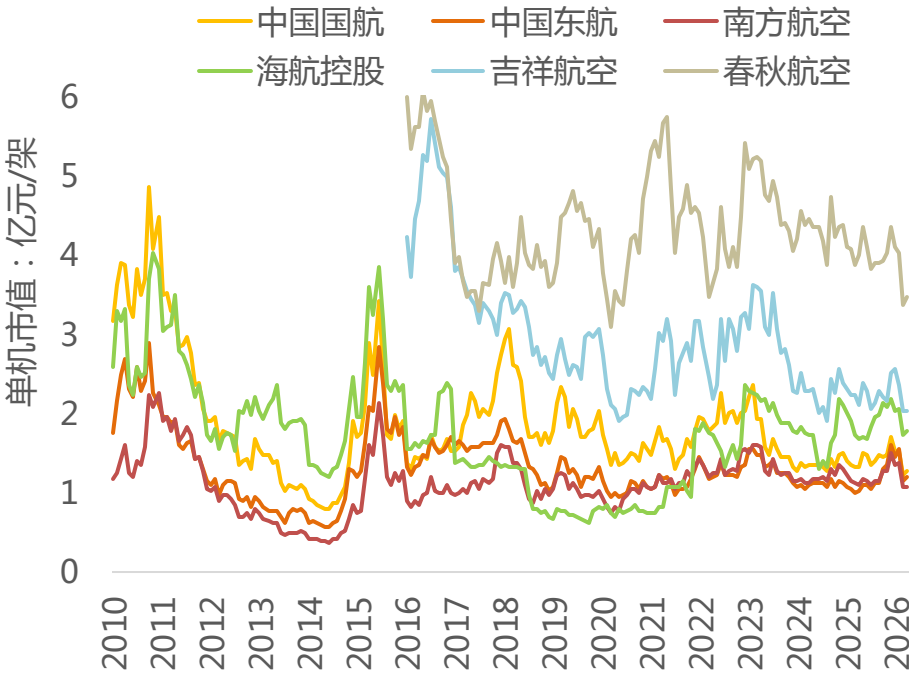
■ 我们预计2026-28年飞机数量增速4%左右



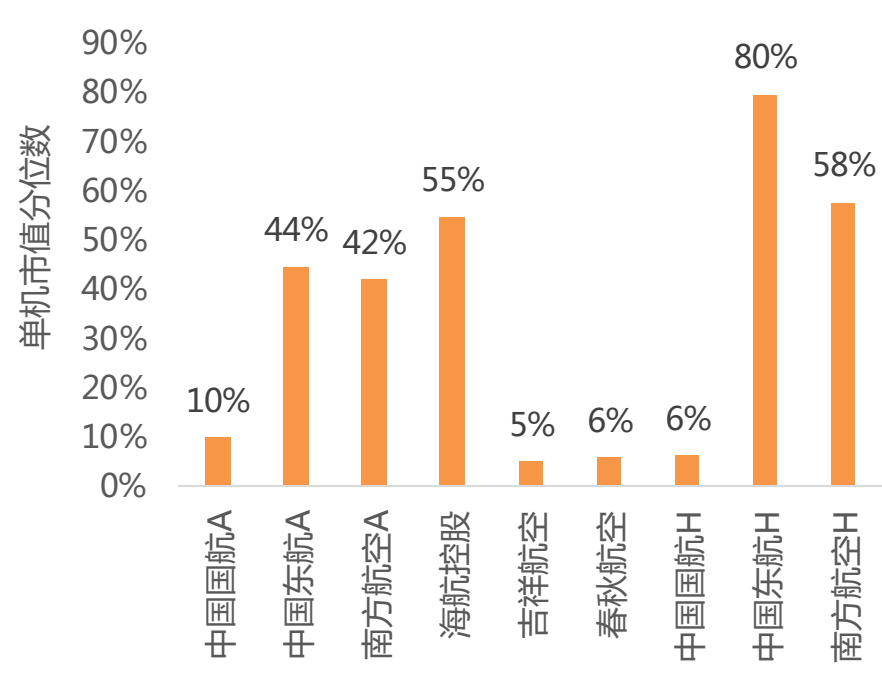
3.1 单机市值在低位

- 部分航空公司的单机市值在历史偏低水平（2010年以来），甚至低于10%。
- 由于2020-25年部分航空公司亏损，PE和PB指标异常。

■ A股航空公司的单机市值在历史偏低水平



■ 部分航空公司单机市值分位数低于10%



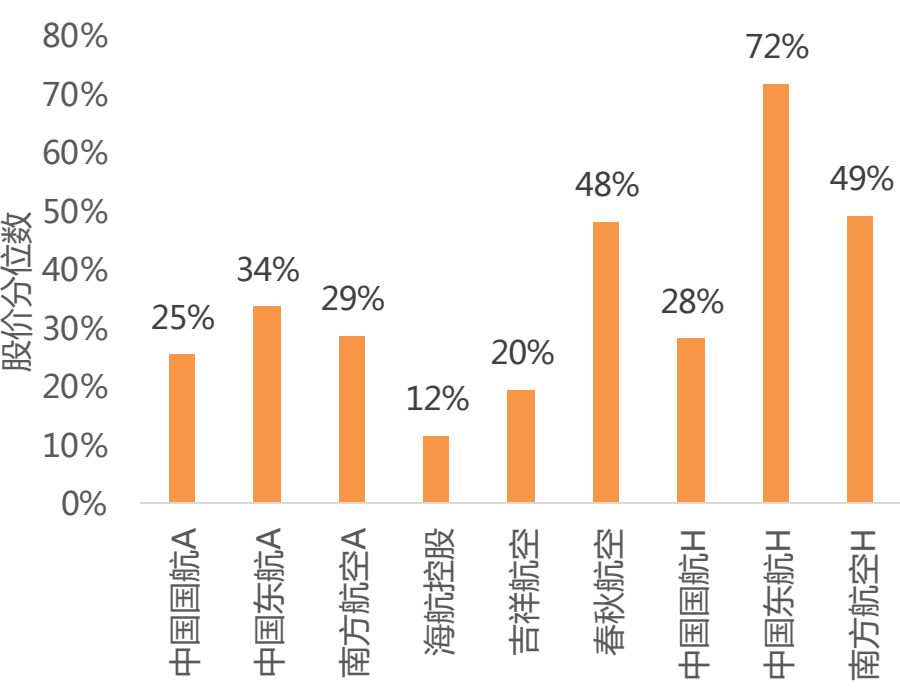
3.2 股价在低位

- 2016年以来，中国航空指数表现远比万得全A差，处于历史较低水平。
- 部分航空公司股价的分位数仅20%左右（2010年以来），处于历史较低水平。

■ A股航空股价指数弱于万得全A，在历史较低水平



■ 部分航空公司股价的分位数在20%左右（2010年以来）



- 全球经济增速下行风险

全球库存周期还在下行过程中，如果未来超预期下行，那么航空客运需求可能随之下行、运价下跌，影响行业盈利。

- 燃油价格大幅上涨风险

航空运输需要消化大量燃油，如果燃油价格大幅上涨，将导致成本上升，航空公司的盈利将受影响。

- 入境游增长不及预期风险

尽管扩大免签带来入境游高增长，但是国际关系恶化、全球卫生事件等可能导致入境游增速下滑，影响国际航空需求。

- 人民币大幅贬值风险

如果人民币大幅贬值，那么航空公司持有的大量美元负债，将产生汇兑损失。

- 历史复盘仅供参考

历史数据复盘仅供参考，不构成对未来事件发展的预测，市场存在不确定性风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS