下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

证券研究报告

赔率与胜率兼具

——2026H2航空投资策略暨行业框架

分析师：李丹　　执业编号：S1130526040004

2026/6/25

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

26H2油价压制大概率缓解，海峡与油价边际变化决定行情斜率

各航司Q2业绩或将受油价影响显著下滑。受中东局势影响，布伦特原油由1月中枢65美元/桶，一度上行至突破115美元/桶。同时，航空煤油进口到岸完税价格由年初中枢5500元/吨，涨至5月11525元/吨，翻倍上涨，6月虽回落至9768元/吨，但仍处绝对高位。受高油价影响，5月800公里以上航线燃油附加费由120元上调至170元，6月下调至150元。同时，我们观察到，受高油价影响，4月起航空公司开始减班，6月4日-10日起降架次同比下降10.3%。我们预计航司Q2业绩或因油价因素大幅下滑。

7月油价压力进一步缓解，航司单机市值跌至极低分位数。受美伊签署谅解备忘录影响，6.24布油期货结算价跌至73.74美元/桶，较3月以来的高点下跌37.7%，已跌回战前水平。考虑到国内航油调价滞后1个月，我们推算7月航空煤油进口到岸完税价将进一步下跌，燃油成本压力有望明显缓解。同时，航空板块的估值来看，3-4月板块明显放量下跌，充分消化了油价的利空，当前各航司单机市值跌至极低点，其中，吉祥航空跌至单机市值历史分位数的1%、华夏航空7%、春秋航空10%、国航、南航、东航分别为12%、20%、37%。我们认为，后续海峡放开与油价边际变化或将决定航空板块的行情斜率。

油价决定股价短期弹性上限，中期供需仍为板块核心支撑

本轮航空周期最重要的中期变量仍为供给约束。（1）上游交付难题：截至2025年末，全球飞机交付缺口已突破5000架，波音空客积压订单已超过17000架，相当于现役机队的近60%（19年以前该比例稳定在30-40%）；**（2）飞机交付周期进一步拉长：**2018年交付的飞机等待时间约4年，到2025年增长至6年。**（3）飞机发动机瓶颈：**受普惠发动机起火事件催化，全球35%搭载PW1100G飞机停场，截至2025年10月底，全球因"粉末冶金"问题停飞的普惠GTF发动机飞机数量达到835架，普遍停场时间超300天。**（4）飞机老龄化：**截至25年末，我国约983架飞机超过13岁（占比23%），到十五五末将超过18岁，其中大部分或在十五五期间退役。

2026年需求继续大于供给，客座率达历史最高，叠加京沪高铁提价，后续航空票价改善空间可期。我们预计2026-2028年，上市航司飞机有效供给增速分别为2.5%、6.2%、4.6%，旅客量增速为5%、5%、5%，2026年需求继续大于供给。同时我们看到，1-5月行业客座率维持在86%的历史最高位，我们判断客座率继续上行空间十分有限，为后续票价改善做好了铺垫。此外，京沪高铁5月宣布提价20%，我们认为，这将抬升中长距离干线的比价参照系，从而改善航空票价上修的市场接受度。

油价极限压力测试下，票价上涨超15%，需求韧性十足。根据航班管家，4-5月国内经济舱含油票价同比+16%、17.3%，同时4-5月行业客座率86.1%、85.6%，同比分别+1.6pct、+1.0pct，体现了市场在高票价情况下需求韧性十足。

下载日志已记录，仅供内部参考

核心观点

投资建议

我们认为，2026年下半年，航空公司最重要的投资逻辑是：板块已经基本交易了高油价冲击，但油价缓和后的业绩弹性和供需紧平衡下的票价弹性并未充分交易。若油价中枢回落，**板块将从“盈利被压制”迅速切换到“利润弹性兑现”**；若油价维持高位，低成本航司和国际线占比高、燃油传导能力强的公司将明显跑赢。短期看，油价仍决定股价弹性上限；中期看，供给长期受限、客座率高位、票价市场化、高铁价格锚上移，共同决定了行业盈利中枢大概率处在上移通道。

油价高弹性的进攻品种推荐：中国国航（H、A）；南方航空（H、A）；

高确定性低估值推荐：春秋航空-高油价受损最少、经营alpha显著；吉祥航空-单机市值分位数仅1%。

风险提示

油价持续上涨、汇率贬值、地缘局势不确定性增强、需求不及预期等。

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券 SINOLINK SECURITIES

目录

01 航空近况更新

02 航空行业属性

03 航空供给探讨

04 航空需求探讨

05 航空定价政策

06 航空投资逻辑

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

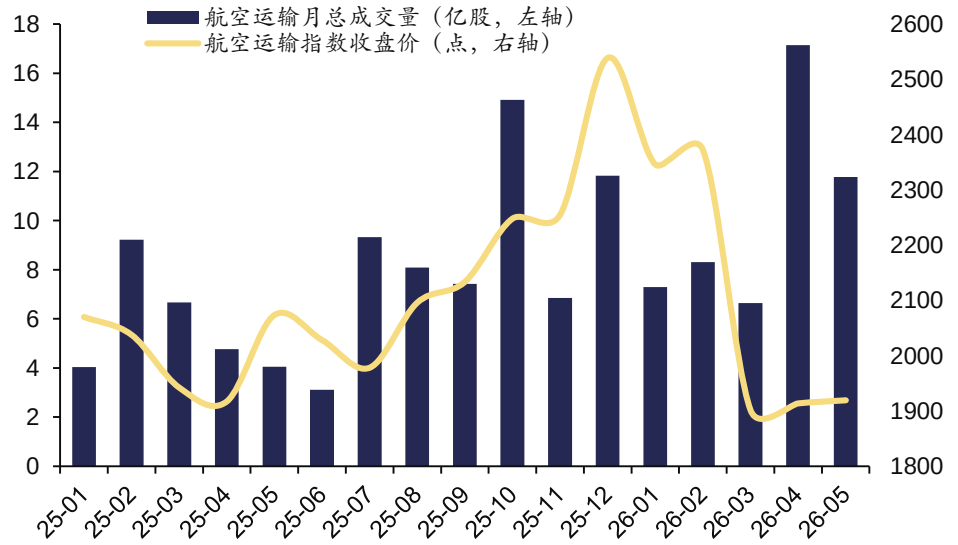
01 航空近况更新

下载日志已记录，仅供内部参考

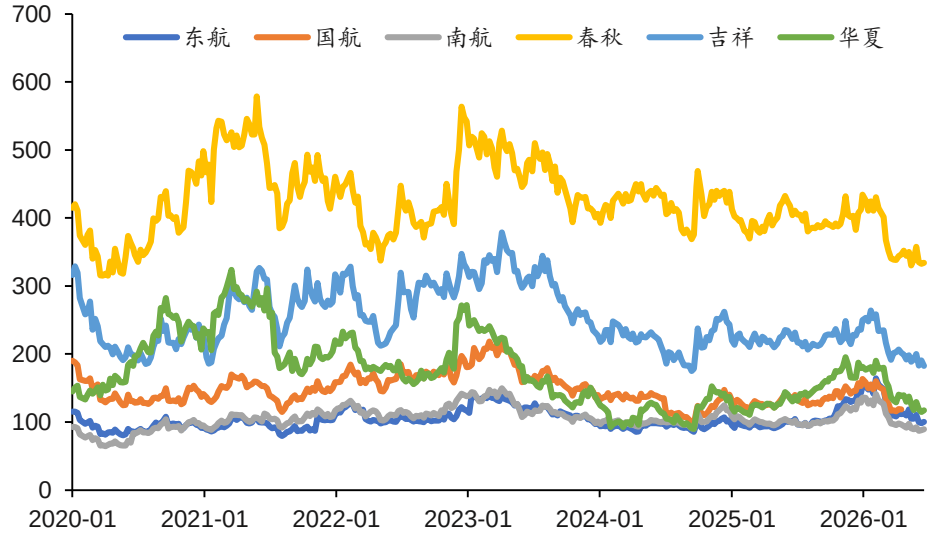
板块26H1充分交易油价不利因素，单机市值分位数跌至谷底

- **26H1市场完成航空业绩估值双杀预期。**回顾2025年至26年5月的航空板块指数位置与板块成交量，2504市场提前交易景气复苏，核心是2504航空板块裸票价回正叠加低油价。但这一交易被26年3月以来的油价冲击硬打断。4-5月板块成交量显著放大，同时，指数点位回到25年低位，我们认为市场已经完成一轮集中杀估值与杀盈利预期。
- **吉祥航空跌至历史单机市值分位数的1%。**当前各航司单机市值跌至极低点，截至26年6月18日，吉祥航空跌至单机市值历史分位数的1%、华夏航空7%、春秋航空10%、国航、南航、东航分别为12%、20%、37%。若时间范围仅看2020年至今，吉祥、春秋、华夏、国航、南航、东航单机市值分位数分别为4%、7%、12%、26%、29%、24%。

图：申万航空运输板块指数点位与成交量一览



图：上市航空公司单机市值（百万元）



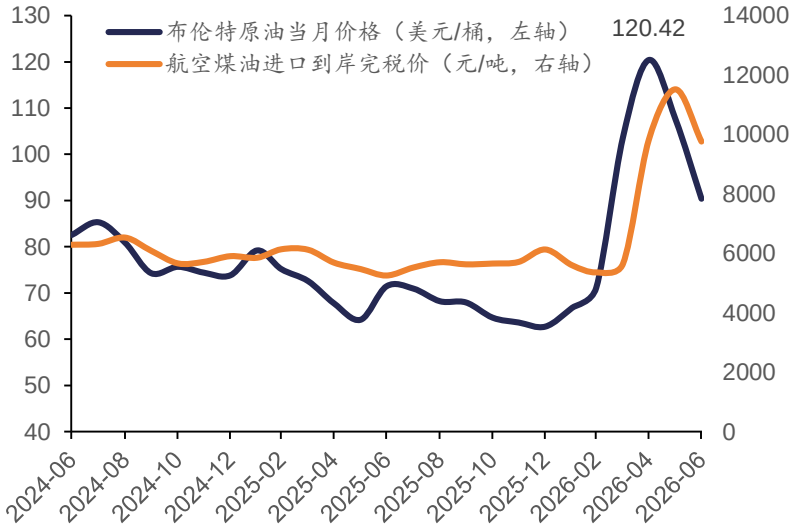
资料来源：ifind，国金证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

油价压力5月最大，6-7月料将缓解

受中东局势影响，布伦特原油由1月中枢65美元/桶，一度上行至突破115美元/桶。同时，航空煤油进口到岸完税价格由年初中枢5500元/吨，涨至5月11525元/吨，翻倍上涨，6月虽回落至9768元/吨，但仍处绝对高位。受高油价影响，5月800公里以上航线燃油附加费由120元上调至170元，6月下调至150元。同时，我们观察到，受高油价影响，4月起航空公司开始减班，6月4日-10日起降架次同比下降10.3%。我们预计航司Q2业绩或因油价因素大幅下滑。

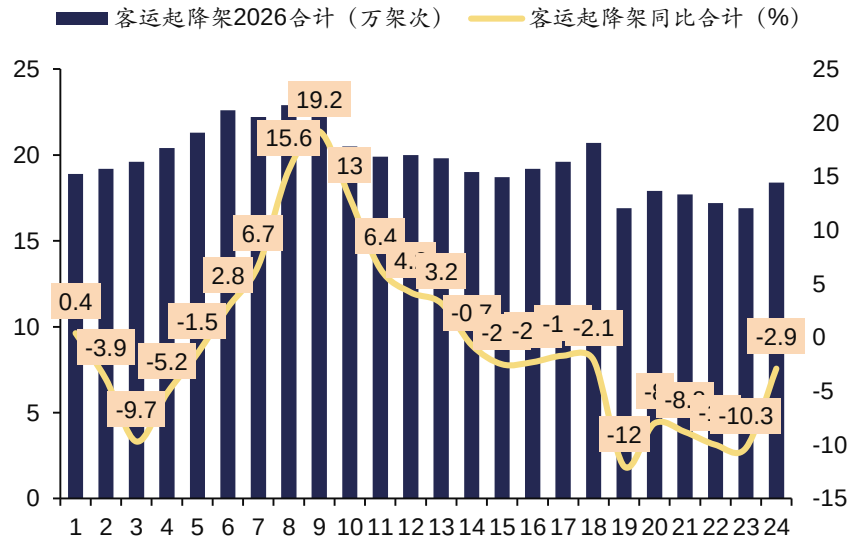
图：布油与航空煤油价格走势一览



图：800公里以上航线燃油附加费走势（元）



图：26年1-24周航司客运起降架次及同比



资料来源：ifind，CADAS，国金证券研究所。

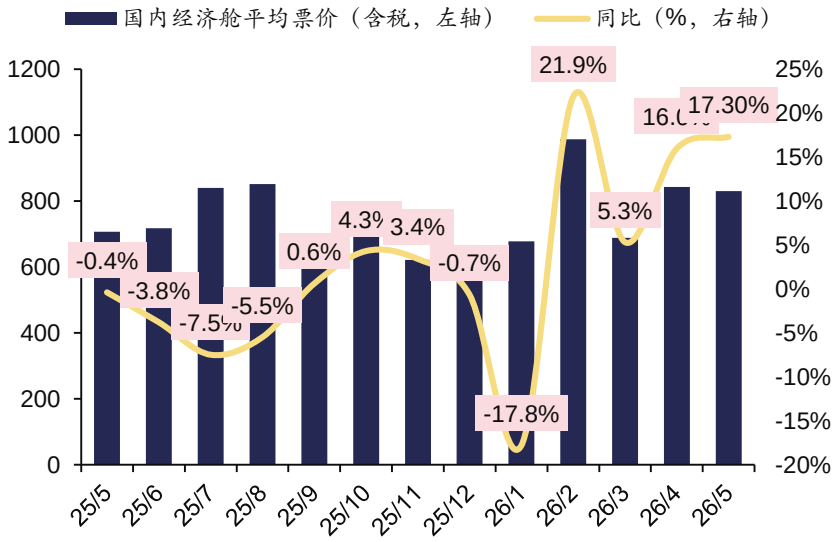
下载日志已记录，仅供内部参考

客座率票价双升，行业需求韧性十足，客座率续创历史新高

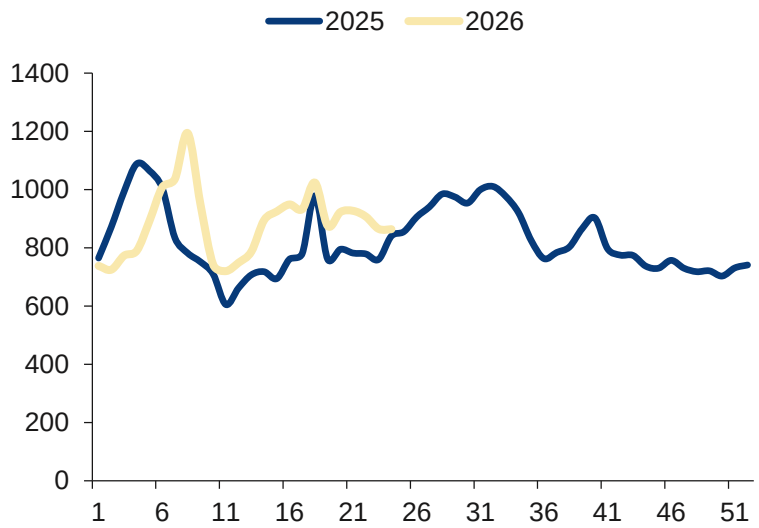
根据航班管家， 4-5月国内经济舱含油票价同比+16%、17.3%，同时4-5月行业客座率86.1%、85.6%，同比分别+1.6pct、+1.0pct，体现了市场在高票价情况下需求韧性十足。

1-5月行业客座率维持在86%的历史最高位，我们判断客座率继续上行空间十分有限，为后续票价改善做好了铺垫。此外，京沪高铁5月宣布提价20%，我们认为，这将抬升中长距离干线的比价参照系，从而改善航空票价上修的市场接受度。

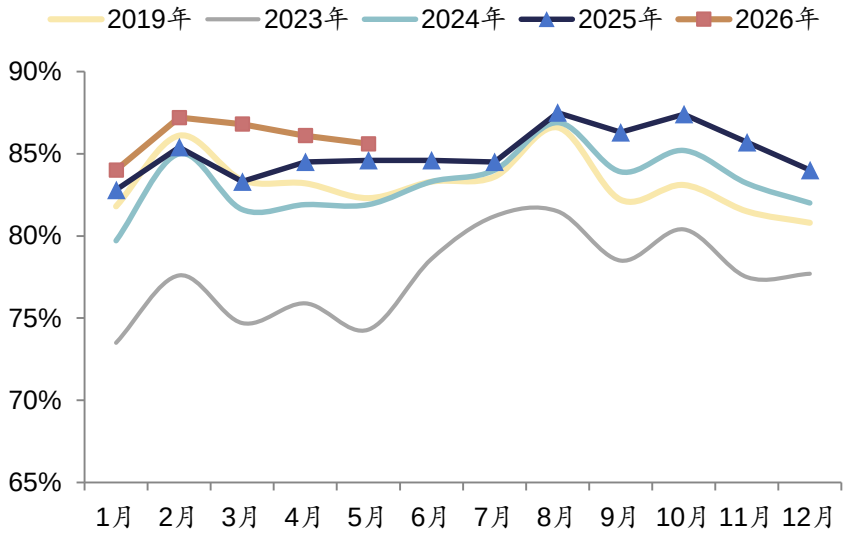
图：月度国内经济舱平均含税票价



图：周度含油票价走势



图：2019-2026年月度客座率走势



资料来源：ifind，CADAS，国金证券研究所。

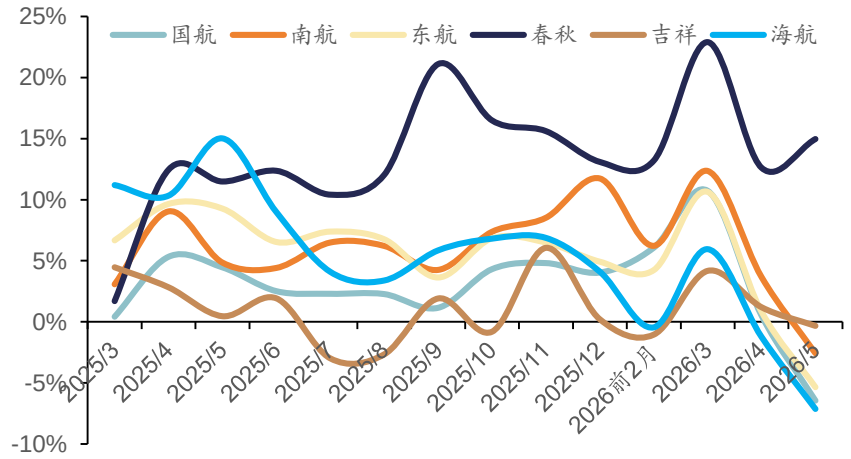
下载日志已记录，仅供内部参考

上市公司表现分化，春秋经营alpha凸显，东航国际线表现佳

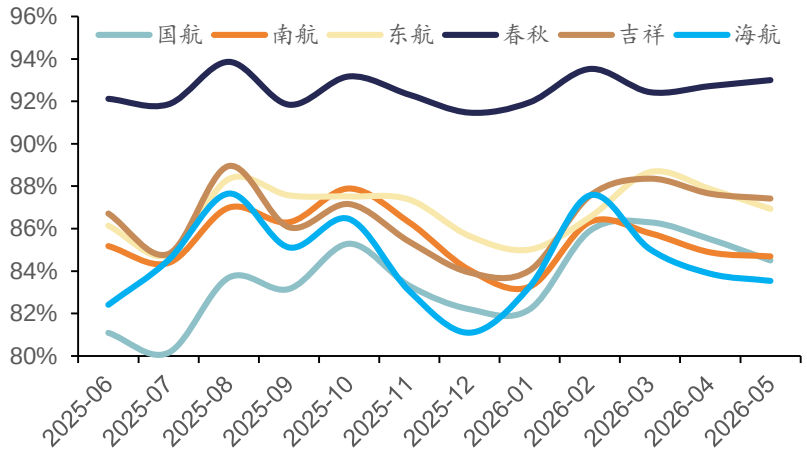
国金证券 SINOLINK SECURITIES

受高油价影响，4-5月航司纷纷减班，3月六大上市航司合计ASK增速10.8%，4月降至1.9%，5月出现下滑，至-3.9%。其中春秋航空表现亮眼，4-5月ASK增速分别为13%、15%，高油价情况下保持航班量增速和客座率高位，能有效对冲油价影响。东航国际线ASK占比36%，在三大航中占比最高，且客座率高于国南航。

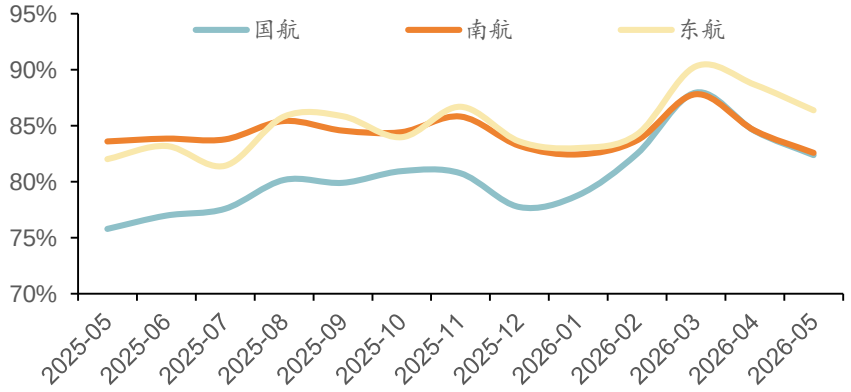
图：6大上市航司月度ASK增速表现



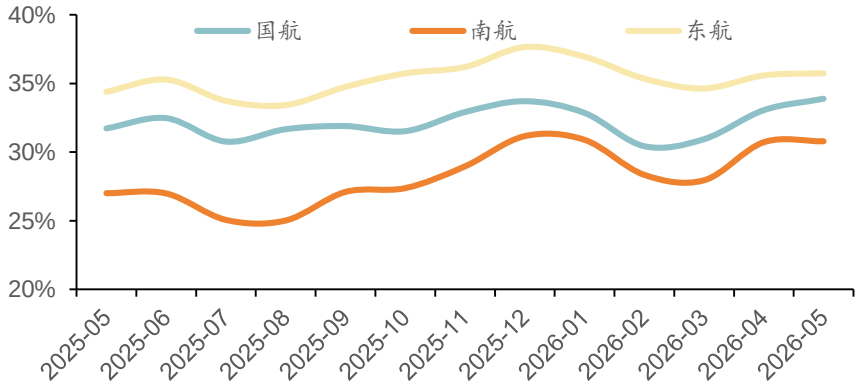
图：6大上市航司月度客座率表现



图：三大航国际及地区航线客座率表现



图：三大航国际及地区航线占总航线ASK比例



资料来源：ifind，CADAS，国金证券研究所。

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

02 航空行业属性

下载日志已记录，仅供内部参考

航司盈利关键影响因素：供需关系、油价、汇率

国金证券 SINOLINK SECURITIES

□ 航空公司盈利主要受供需关系、油价、汇率三大周期性因素影响。

表：航空公司盈利拆分（以2019年数据为例，单位：亿元）

	中国国航	中国东航	南方航空	吉祥航空	春秋航空	核心影响因素
+收入	**1362**	**1209**	**1543**	**167**	**148**	
①客运收入	1245	1103	1385	163	144	
占比	91%	91%	90%	97%	97%	
量：客机规模（架）	848	723	848	96	93	
ASK（亿人公里）	2878	2703	3441	408	437	供需周期
客座率	81%	82%	83%	85%	91%	
价：客公里收益（元）	0.534	0.497	0.486	0.468	0.362	
②货运及其他收入	117	106	158	4	4	
占比	9%	9%	10%	3%	3%	
-成本	**1132**	**1072**	**1357**	**144**	**131**	
①燃油成本	360	342	428	44	42	
占比	32%	32%	32%	30%	32%	油价、汇率
②非油成本：固定成本（折旧、维修）	273	231	335	34	26	
占比	24%	22%	25%	24%	20%	
③非油成本：可变成本（人工、起降费、餐食等）	500	499	594	66	63	
占比	44%	47%	44%	46%	48%	
-财务费用	**62**	**63**	**75**	**3**	**1**	
租赁负债利息	39	39	53	/	/	
汇兑净损益	12	9	15	-0.1	0.2	汇率
+其他收益（主要为补贴）	**36**	**63**	**41**	**4**	**14**	
=归母净利润	**64**	**32**	**27**	**10**	**18**	
经营活动现金流净额	383	290	381	27	34	
毛利率	16.8%	11.3%	12.1%	14.0%	11.4%	
净利率	5.3%	2.9%	2.0%	6.0%	12.4%	
资产负债率（25Q1末）	89%	86%	84%	82%	61%	

资料来源：Wind，国金证券研究所。注：三大航2019年采用新租赁准则，吉祥航空、春秋航空于2021年起调整适用。

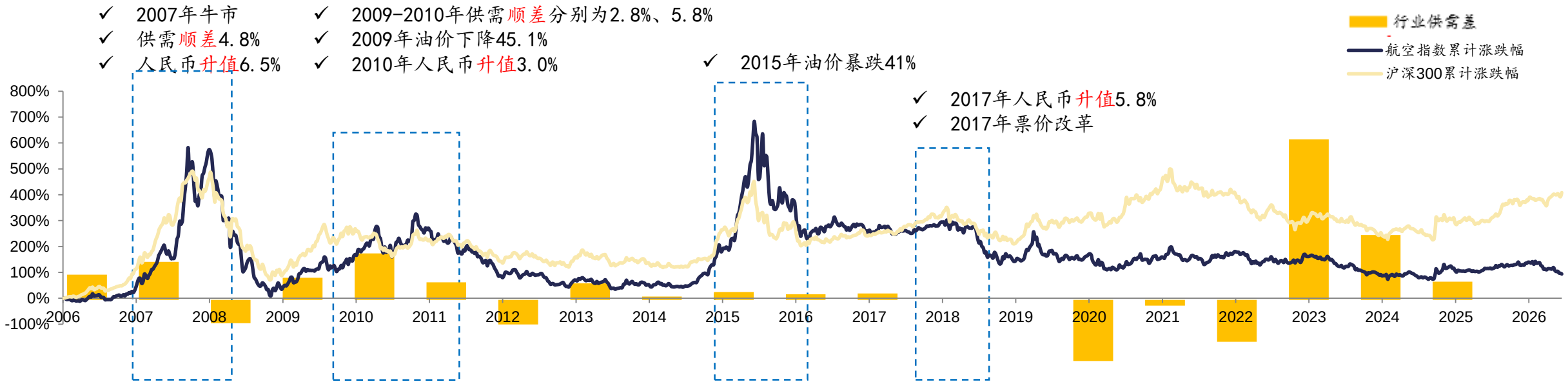
下载日志已记录，仅供内部参考

复盘：历史强周期主要由供需驱动，航空大周期为供需周期

国金证券 SINOLINK SECURITIES

□ 航空股为典型牛市品种，A股市场历次航空股行情主要驱动因素可归纳为供需错配、油价暴跌、人民币升值，其中供需关系是核心驱动。当三个核心驱动因素中有两个向好时，航空股有望迎来较大级别的上涨行情。

图：2006-2025年航空运输指数（SW）、沪深300指数累计涨幅走势复盘



	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
航空指数当年涨幅	55%	401%	-81%	103%	39%	-49%	-10%	-25%	81%	45%	-19%	24%	-39%	15%	-10%	20%	-7%	-27%	+13%	+11%
油价涨幅	+20%	+4%	+47%	-45%	+29%	+39%	+2%	-5%	-6%	-41%	-17%	+25%	+28%	-8%	-37%	+39%	+73%	-10%	-7%	-9%
CNY升值	3.2%	6.5%	6.4%	0.1%	3.0%	4.9%	0.2%	3.0%	-0.4%	-6.1%	-6.8%	5.8%	-5.0%	-1.6%	6.5%	2.3%	-9.2%	-1.7%	-1.5%	2.2%
驱动因素	-	供需、汇率	油价、供需	供需、油价	供需、汇率	油价	供需	高铁四横四纵	油价	油价暴跌	汇率	票价改革	油价、汇率	停飞B737 MAX	需求受不可抗力因素影响，供需大周期预期强化					供需、油价、汇率

资料来源：Wind，国金证券研究所

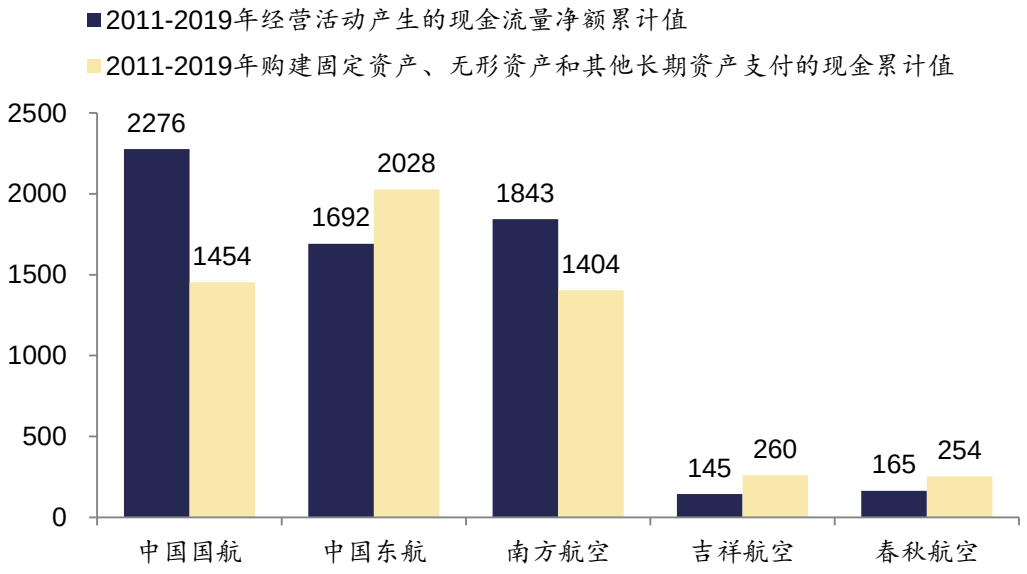
下载日志已记录，仅供内部参考

行业特征：高杠杆、高投入、低回报，追逐高产能利用率

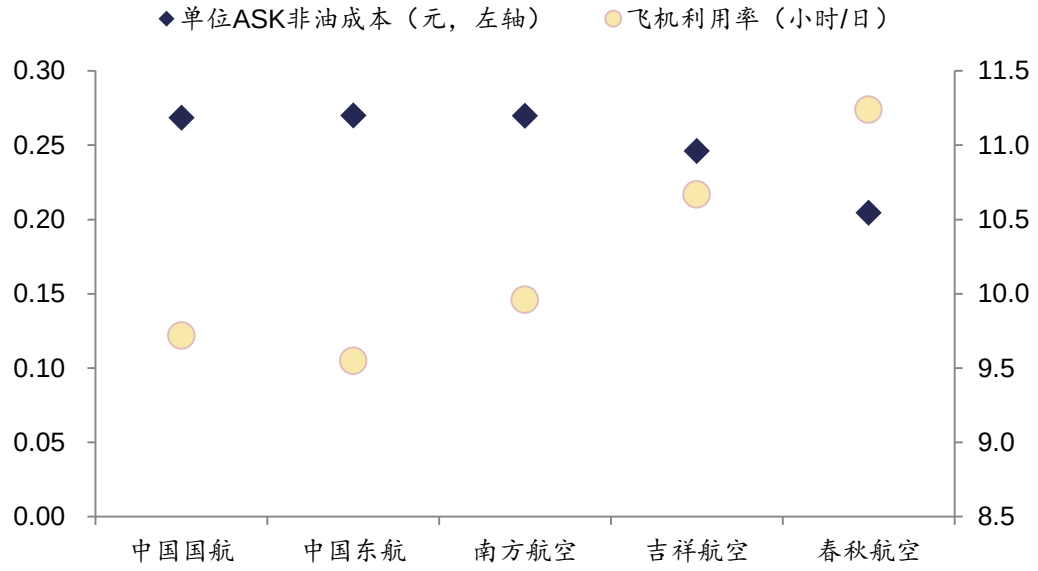
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **航空运输业高杠杆经营，高投入、低回报，资本开支压力较大。**航空运输业是典型重资产行业，核心固定资产是飞机。以空客为例，窄体机目录价格约1.0-1.3亿美元/架，宽体机约2.4-3.2亿美元/架（实际成交价格在目录价基础上由双方协商决定）。为了争夺时刻资源与份额，航司需持续进行高额资本开支以支撑业务扩张。2011-2019年，五家上市航司经营活动产生的现金流量净额累计值约6121亿元，同期构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金累计值为5400亿元。
- **因固定成本占比高、利润率薄，航司天然追逐高产能利用率，但天花板受安全生产原则、航网结构等因素所限制。**飞机折旧、维修成本占营业成本的25%左右，航司依赖高产能利用率去摊薄固定成本，从而获得薄利。因此，高飞机利用率为低成本航空公司降低运营成本的重要手段。

图：航司资本开支压力较大（亿元）



图：航司通过提高飞机利用率摊薄非油成本



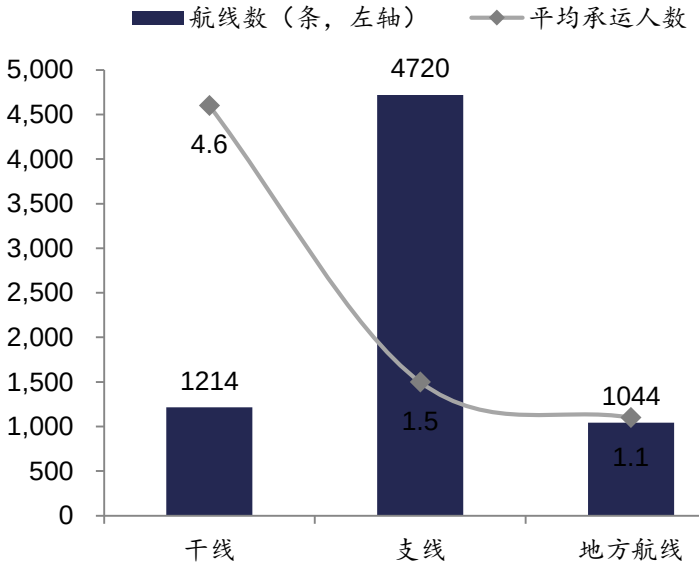
资料来源：Wind，空客官网，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

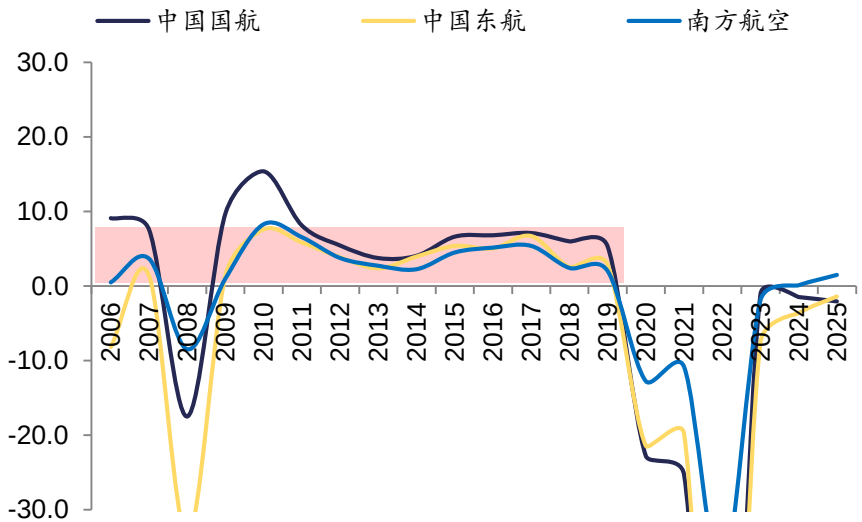
行业特征：竞争高度同质化，价格是核心竞争力

- **竞争高度同质化，价格是核心竞争力，完全竞争下接近边际成本。**航空公司主要提供位移服务，除了航线、时刻等资源禀赋外，产品本身很难做出差异化，消费者价格敏感度高于品牌忠诚度。根据航班管家，2019年夏秋航季国内干线航线平均承运人为4.6家，在竞争激烈且产品高度同质化环境下，价格成为核心竞争力。低成本航空以低廉价格吸引消费者，2008-2024年全球低成本航空国内航线市场份额从24%提升至34%。
- **三大航净利率波动较大，但大部分年份净利率较低，且历年盈利能力变动趋势较为同步。**

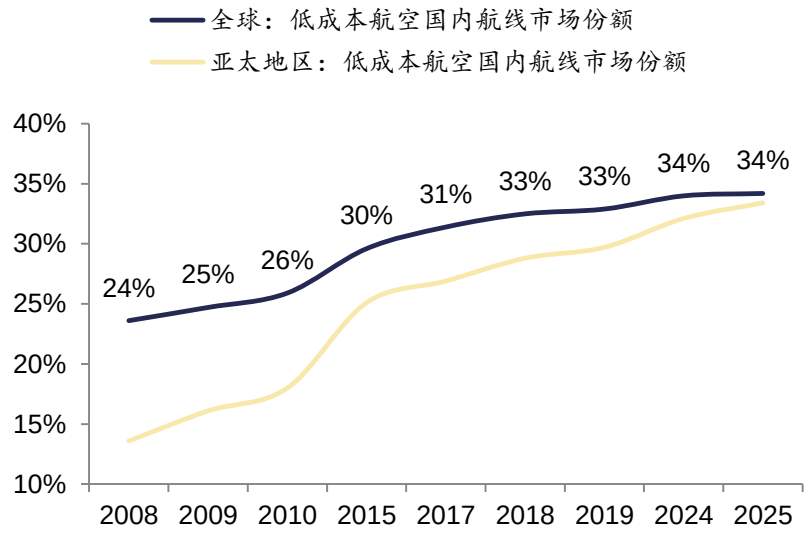
图：干线航线竞争激烈（2019年夏秋航季）



图：三大航净利率大部分年份较低、变动趋势同步



图：廉航市场份额持续提升



资料来源：Wind，航班管家，春秋航空年报，国金证券研究所

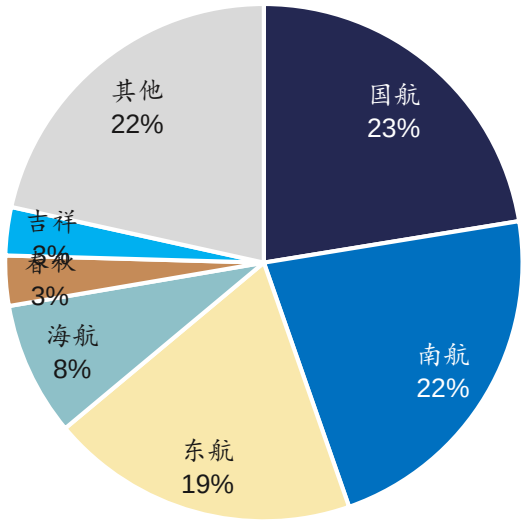
下载日志已记录，仅供内部参考

竞争格局：三大航主导市场，进入退出壁垒较高，格局稳定

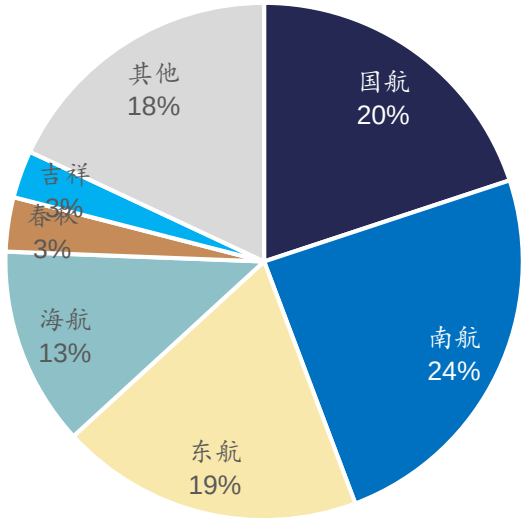
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我国民航飞机引进采用配额制、时刻资源适用“祖父原则”，先发优势极为突出。央企三大航主导市场，份额合计占6成，其中国际市场份额合计约8成。**截至2025年末，三大航机队数量合计占全民航机队规模的64%，主导地位稳固。按照2019年RPK口径，三大航份额合计为63%，其中，国内航线份额合计为57%，国际及地区航线份额合计为79%。
- **我国民航业中期难以有新进入者，亦难以有玩家退出。**2016年民航局出台《关于加强新设航空公司市场准入管理的通知》，出于安全管理与生产效率考虑，将严格控制新设航空公司。

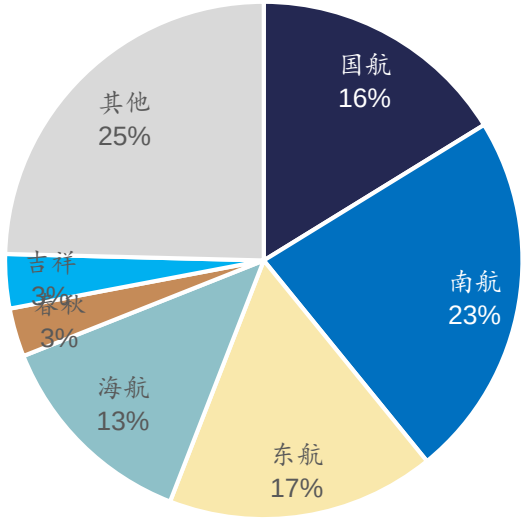
图：我国民航客机数量结构（2025年末）



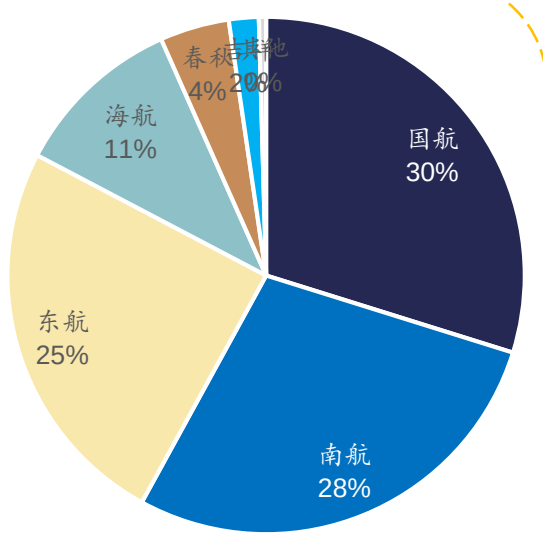
图：我国民航业市场份额（2019年RPK口径）



2019年全航线



2019年国内航线



2019年国际及地区航线

资料来源：航司公告、民航局、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

03 航空供给探讨

下载日志已记录，仅供内部参考

供给拆解：飞机数量是运力核心约束，受座位布局、利用率影响

- **民航供给即运力，核心看机队规模。供给可由指标ASK（可用座位公里）表示**，即每一航段可提供的最大座位数与该航段距离的乘积之和，影响因素具体可分拆为**飞机数量**、单机可售座位数、**飞行小时数**、飞行时速。

图：航司运力供给拆分与主要驱动因素分析

ASK（可用座公里） = 可出售座位数 × 航距（公里数）

可出售座位数：
- 飞机数量
- 单机座位数：
①宽体机200-400座；
②窄体机150-200座；

航距（公里数）：
- 飞行小时数（飞机利用率）
- 每小时平均公里数：即单位飞行时速

最核心因素

需考虑经济性，整体机型比例变动慢

天花板受飞行安全管理、夜航政策、起降频次、飞行员工作时长等限制，同时受航司航网构成所制约

较固定，巡航速度900km/h左右

- **飞机数量变化**
- 单机座位数变化
- 飞机日利用率变化
- 飞机时速变化

→ **民航运力供给变化**

资料来源：民航局、航旅纵横，国金证券研究所

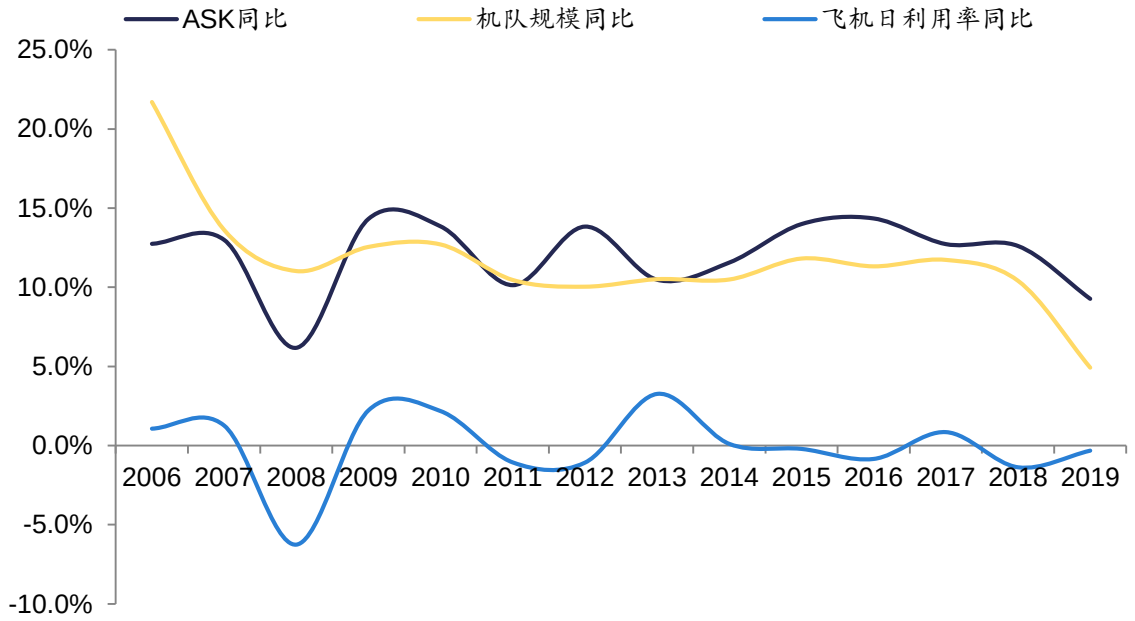
下载日志已记录，仅供内部参考

供给拆解：过往供给保持双位数增长，飞机是供给核心硬约束

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **2006-2019年我国航空供给一般保持双位数正增长。**2006-2019年我国民航业处于高速扩张阶段，航司通过引进飞机卡位枢纽机场、时刻、航线补贴等航空资源的动力十分充足。
- **机队规模增长是航空供给增长的核心驱动力与硬约束，ASK增速与飞机数量增速节奏一致，利用率趋于稳定。**2005-2019年，我国民航运力ASK、机队规模、飞机日利用率CAGR分别为12.1%、11.6%、-0.04%。

图：我国民航业运力ASK、机队规模、飞机日利用率同比情况



表：我国民航业2006-2024年供给增速情况总结

	十一五(2006-10)	十二五(2011-15)	十三五(2016-19)	十四五(2020-24)
运力CAGR	12.0%	12.0%	12.2%	2.0%
机队规模CAGR	14.3%	10.7%	9.6%	2.9%
日利用率CAGR	0.04%	0.2%	-0.4%	-1.0%
非正常影响因素	金融危机	-	因质量问题，2019年暂停引进波音737 MAX	公共卫生事件

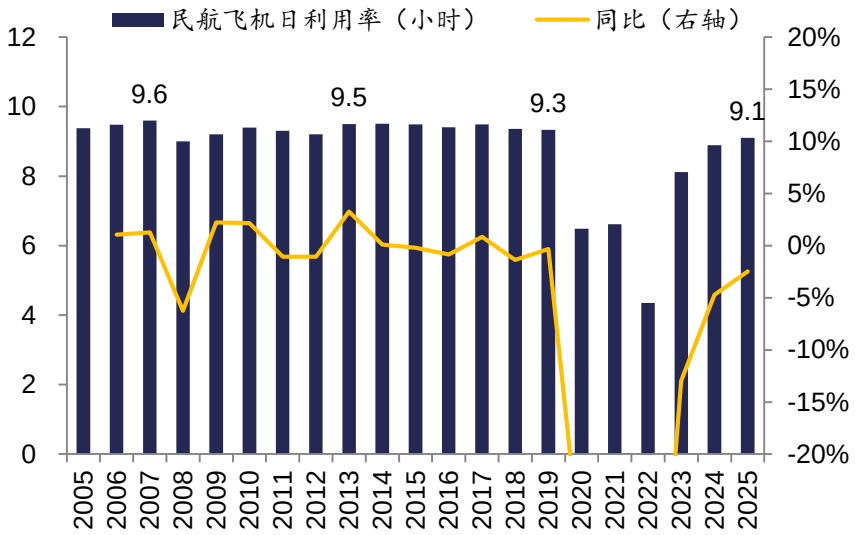
资料来源：民航局、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

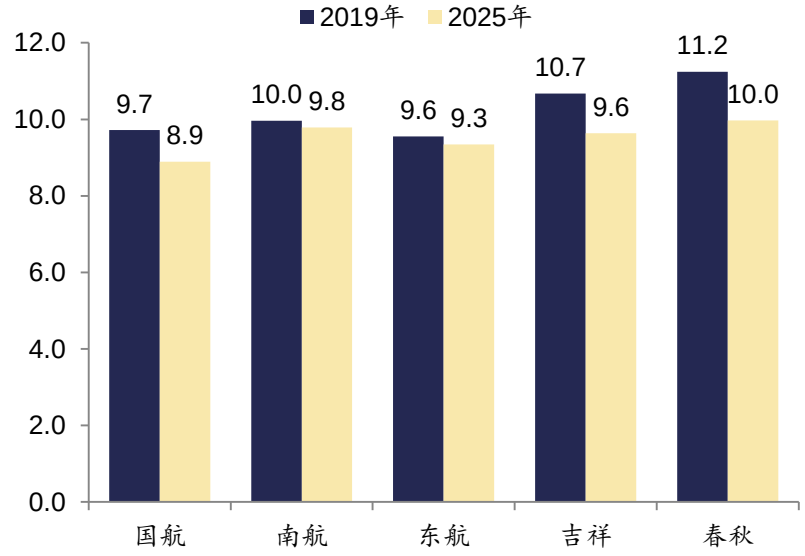
供给拆解：受安全原则、航网结构等约束，日利用率天花板较低

- **航空运输业是追求高利用率的生意，但天花板较难打开。**飞机日利用率即每个营运日每架飞机的实际飞行小时，更高的利用率能更大程度摊薄固定成本、提高毛利率，但利用率天花板受到安全生产要求、航网结构等主客观因素约束，05-19年我国民航飞机日利用率在9-9.6小时间波动，提升空间有限。相比传统航空而言，廉航一般通过调整航网结构、利用延长时段（8点前或21点后起飞）飞行等方式提高利用率。
- **飞机利用率制约因素主要包括：**1）民航局对机组人员飞行时间、休息时间的规范趋严；2）夜航限制政策下国内航班波聚集在8点至21点（该时段起飞航班占比近8成）；3）飞机起降、过站客观占用一定时间，2024年国内航班平均航程约2小时，时刻主协调机场客运航班平均过站时间为71-99分钟。因此，主飞远途、起降次数少的宽体机日利用率高于主飞短途的窄体机。

图：民航飞机日利用率常年稳定



图：春秋、吉祥飞机利用率高于三大航（小时）



表：R5版CCAR-121规定对飞行时长限制更加严格

主要修订内容	R4（2010年）	R5（2017年）
飞行机组年飞行时间上限	1000小时	900小时
乘务员年飞行时间上限	1200小时	1100小时
飞行疲劳与报道时间和值勤时间直接相关	否	是

资料来源：民航局、公司公告、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

航空：有效供给需求平衡表

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **根据上市航司2025年报披露未来三年机队引进规划，我们测算得，2025年有望迎来供需拐点，2026年供需剪刀差或进一步扩大。核心假设：1）国产飞机：**未来3年国产飞机引进占比高，但由于国产飞机座位数量少、利用率低，所以对有效供给的贡献小于波音、空客。假设25-28年C919有效运力相当于波音、空客窄体机的80%，C909有效运力相当于窄体机的40%。**2）发动机：**PW发动机的影响仍在持续，假设25-28年每年有30%搭载PW发动机的A320停场检修。

表：航空供需平衡表26-28年测算（架，仅含客机，不含货机、公务机；国航机队数据均考虑山航）

	2018	2019	2024	2025	2026E	2027E	2028E	25vs19	26vs19	27vs19	28vs19
三大航波音+空客机队	2266	2369	2517	2602	2630	2765	2835				
YOY	14.7%	4.5%	0.9%	3.4%	1.1%	5.1%	2.5%				
春秋航空	81	93	129	134	146	160	174				
YOY	6.6%	14.8%	6.6%	3.9%	9.0%	9.6%	8.7%				
吉祥航空	90	96	127	129	132	136	140				
YOY	11.1%	6.7%	8.5%	1.6%	2.3%	3.0%	2.9%				
5大航波音+空客机队合计	2437	2558	2885	3002	3082	3267	3400				
YOY	14.3%	5.0%	2.6%	4.1%	2.7%	6.0%	4.1%				
国产C919			16	31	64	96	141				
国产C909			96	106	110	110	110				
国产合计（C919*80%+C909*40%）	0	0	38	67	95	121	157				
每年减少搭载PW发动机A320约30%供给			-20	-55	-55	-50	-30				
上市航司有效供给飞机总数（架）	2445	2564	2791	2877	2948	3132	3276	12.2%	15.0%	22.1%	27.8%
YOY	14.3%	5.0%	1.2%	3.1%	2.5%	6.2%	4.6%				
旅客量（亿人次）	6.1	6.6	7.3	7.7	8.1	8.5	8.9	16.7%	22.5%	28.7%	35%
YOY	11%	8%	17.7%	5.5%	5.0%	5.0%	5.0%				
需求增速-供给增速	-	-	-	-	-	-	-	**4.5%**	**7.5%**	**6.5%**	**7.3%**

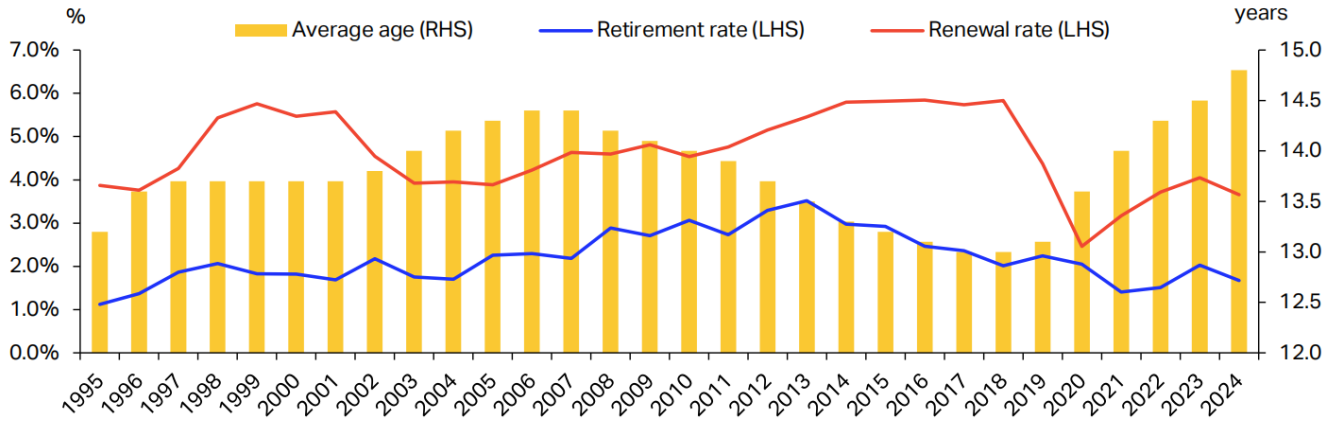
资料来源：公司公告，Wind，国金证券研究所。注：搭载PW发动机对供给的影响、2025-2027年需求增速为国金交运预测。

下载日志已记录，仅供内部参考

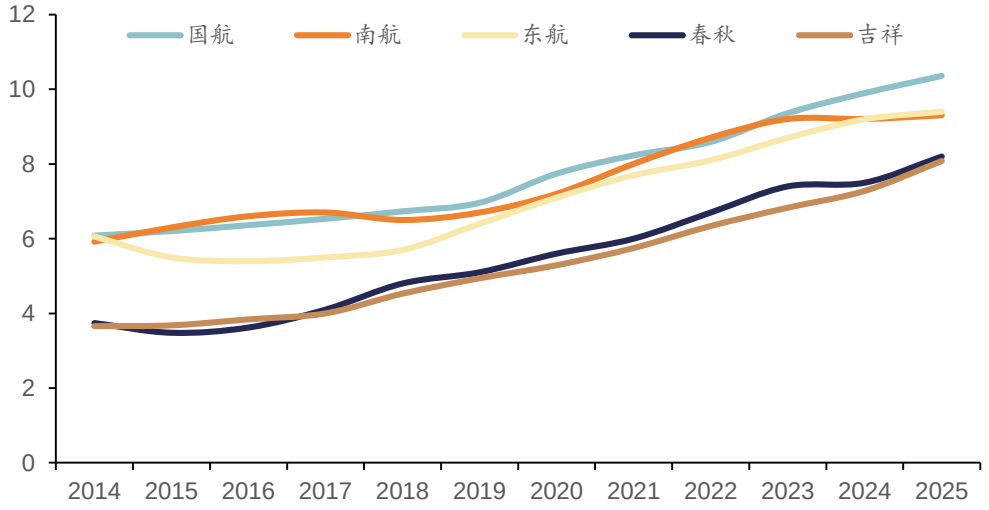
存量飞机：全球机龄创新高，飞机退役率、机型更新率处于低位

- **全球机队机龄创新高，飞机退役率、更新率仍处于历史低位。**在正常市场环境下，老旧低效机型本应随着新机交付逐步淘汰，航司也会根据成本效益和可持续性优化机队结构。但由于制造商无法满足新机交付目标和交货周期，航司被迫延长老旧飞机的服役时间。此外，替代机型的短缺严重阻碍了自然退役周期，导致全球航空业平均机队年龄创下历史新高，更延缓了向燃油效率更高的机型转型进程。
- **2024年全球飞机利用率创历史新高。**因增量供给严重受限，为了最大化现役机队产出，机队利用率创新高，航司承受巨大运营压力。

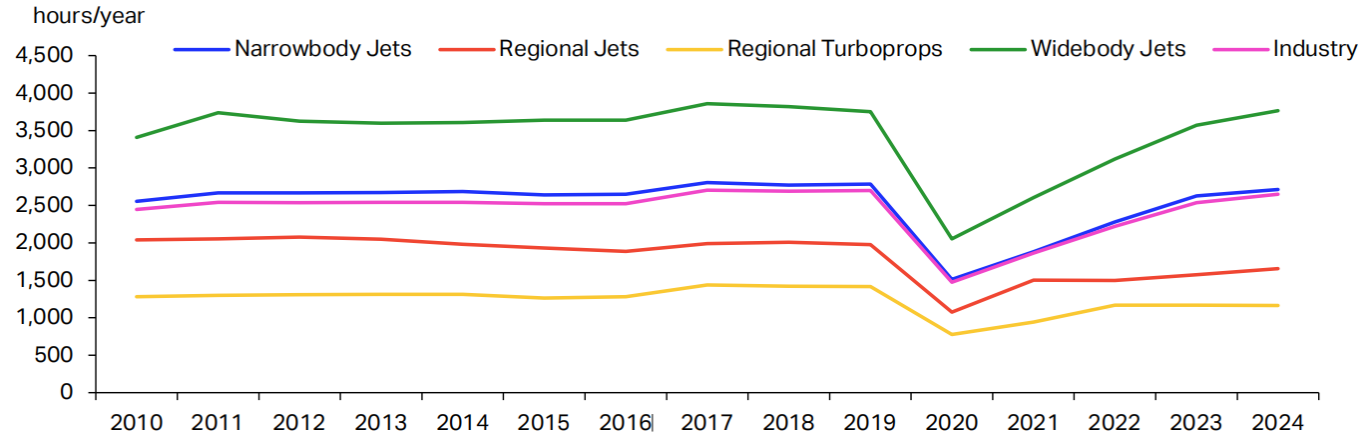
图：全球机队平均年龄、退役率及更新率



图：上市航司机队平均机龄持续拉长（年）



图：全球商用飞机机队利用率（小时/日）



资料来源：IATA，Cirium，Oliver Wyman analysis，Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

存量飞机：“十五五”行业面临飞机退役潮

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **截至25年末，我国约983架飞机超过13岁（占比23%），到十五五末将超过18岁，其中大部分或在十五五期间退役。**根据Cirium统计，我国民航客机退役年限一般在15-20年。考虑到飞行安全、耗油&维修经济性等因素，飞机租赁合约期限、退役年限一般与飞机大修节点（飞机D检间隔6-10年）重叠。

表：中国民航客运飞机机龄分布（截至2025/12/31）

	0-2岁	3-5岁	6-8岁	9-11岁	12-14岁	15-17岁	18-19岁	20岁+	合计
国航	69	116	185	214	186	121	30	19	940
南航	130	94	255	172	162	100	23	24	960
东航	86	92	190	224	115	80	26	15	828
春秋	17	26	29	31	22	9	0	0	134
吉祥	12	28	25	38	22	4	0	0	129
华夏	16	20	20	20	4	0	0	0	80
海航股份	23	1	126	102	48	39	11	1	351
海航集团（不含股份）	11	11	51	63	57	47	2	1	243
长龙	8	24	24	19	0	0	0	0	75
川航	18	31	45	49	37	15	5	2	202
其他	35	56	100	78	23	9	4	0	305
合计	425	499	1050	1010	676	424	101	62	4247
占比	10%	12%	25%	24%	16%	10%	2%	1%	

资料来源：Planespotters，国金证券研究所

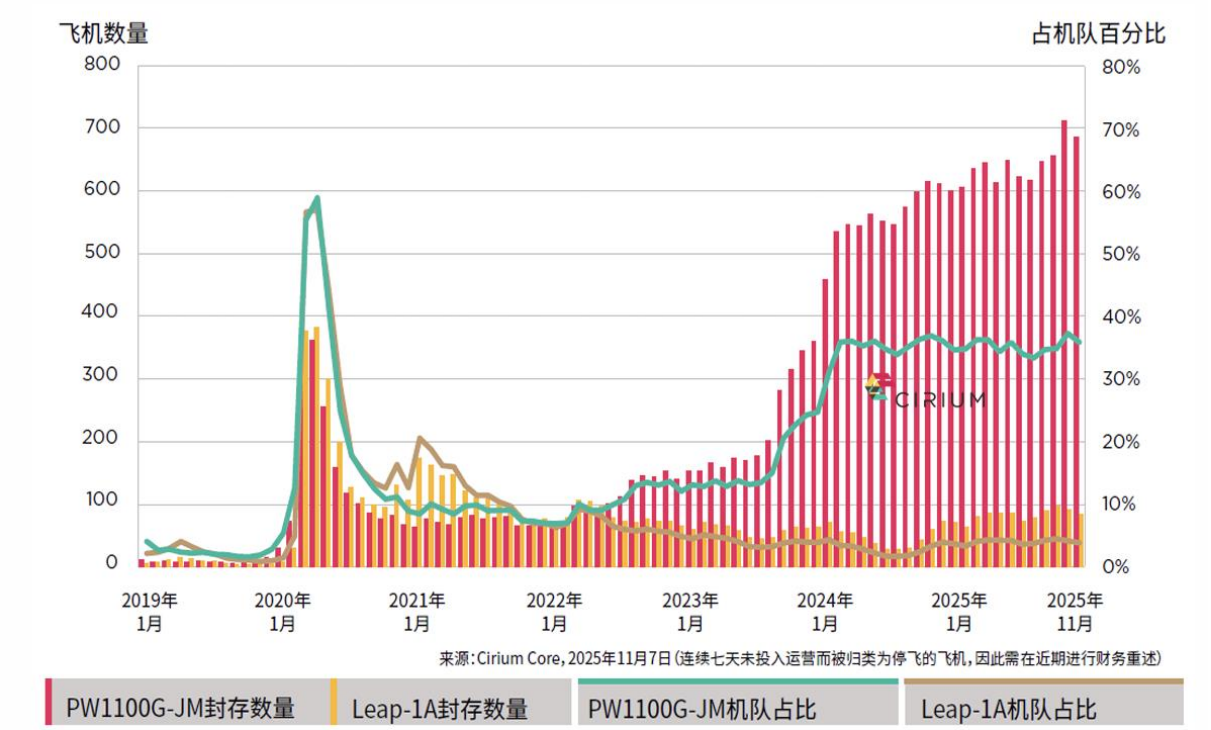
下载日志已记录，仅供内部参考

存量飞机：PW1100发动机维修压力大，飞机停场数居高不下

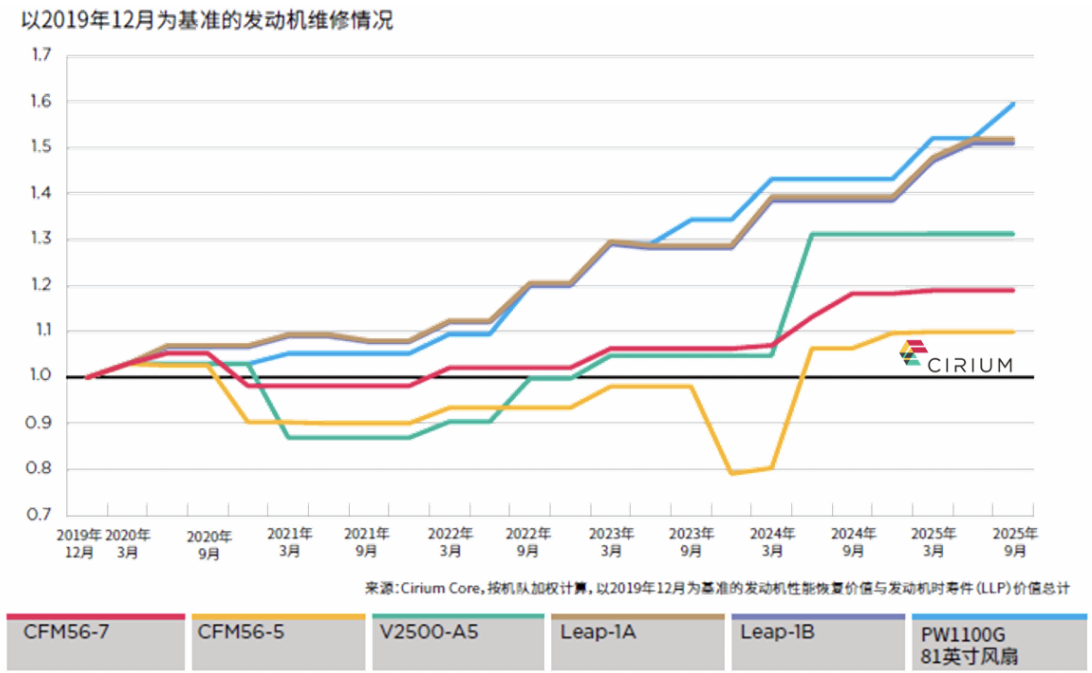
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **存量发动机面临返厂检修问题。**受2023年9月飞机发动机起火事件催化，普惠公司开始召回用于A320neo系列客机的GTF发动机（型号PW1100G）进行检查维修，原因是制造部分发动机的粉末金属存在缺陷。RTX表示，受影响的PW1000发动机需要提前检查和更换零件，每台发动机需要250至300天的时间，从24年到26年底，将导致日均有350架飞机停飞。
- **根据CALC，25年末搭载PW1100G发动机的飞机中超35%停场。据IATA，2025年行业额外成本超110亿美元，其中维修成本增加约31亿美元，显著推高运营成本。**

图：A320neo系列机队封存情况（PW1100G封存数量超35%）



图：2019年以来发动机维修成本不断上升



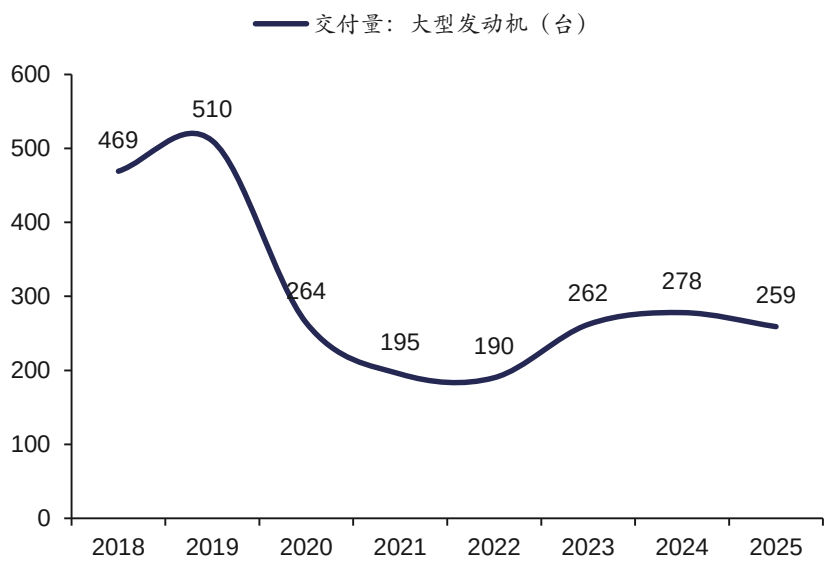
资料来源：Wind，CALC，航班管家，中国民航科学技术研究院，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

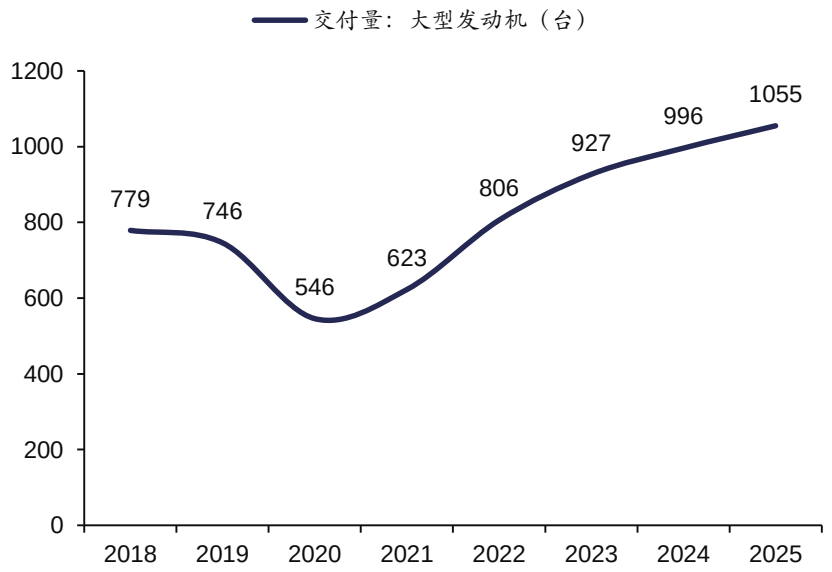
存量供给：发动机结构性短缺与维修积压将持续至2026-2027年

- **发动机结构性短缺与维修积压将持续至2026-2027年。**GE集团2025年10月预计，仅仅基于循环数来看，2026年需要下发维修的发动机将同比增长两位数。
- **普惠发动机：**2024-2025年普惠必须平衡"新机交付"与"旧机维修"之间的零件分配。截至2025年10月底，全球因"粉末冶金"问题停飞的普惠GTF发动机飞机数量达到835架，普遍停场时间超300天，因此，大量本应用于新机的零件被分配到了售后维修市场。

图：罗罗集团发动机交付量



图：普惠发动机交付量



表：普惠发动机约1/3停场

	普惠PW1100	CFM Leap
停场飞机	835	155
停场比例	33%	3.5%
服役飞机	1723	约4200+
平均停场时间	300天+	标准维修周期

资料来源：公司官网，aeroxploer，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给：飞机引进配额制+交付周期长，供给为滞后性变量

国金证券 SINOLINK SECURITIES

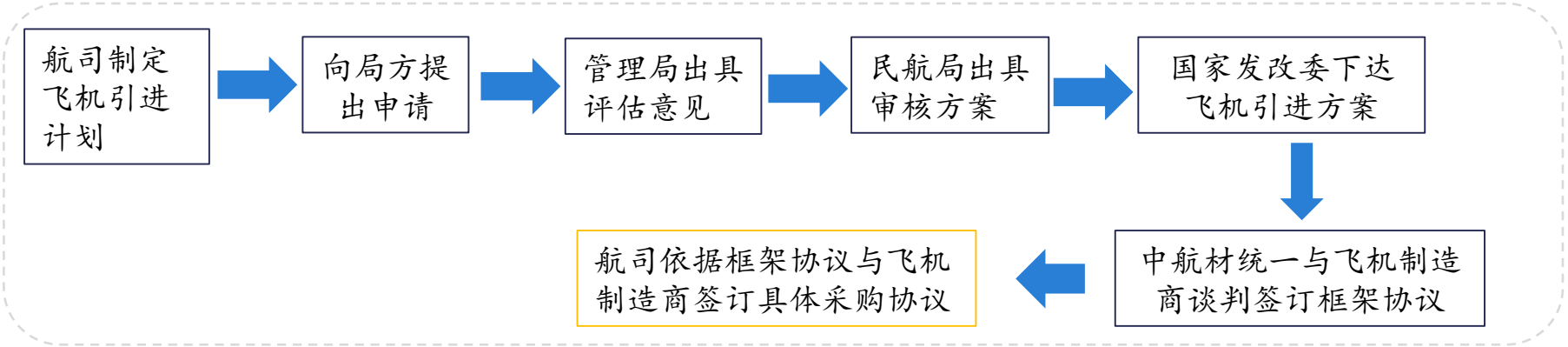
□ 民航飞机引进受到民航局强监管，且订单交付周期较长，因此，供给为滞后性变量，难以快速调整。

- **1）飞机引进"配额制"：**我国民航业执行"基础指标+奖励指标"的年度飞机引进指标计划，单个航司年净增速度受限。
- **2）单年飞机引进计划受批文指标限制：**航司提前一年申请次年批文，获得批文后才可以引进飞机。
- **3）航司供给扩张需前瞻规划，资本开支具有"订单周期"：**我国航司飞机引进时间与数量（包含自购、租赁等所有引进方式）均需提前报民航局申请，引进计划经核准后，将委办中国航材统一与飞机制造商谈判下单。
- **4）飞机交付周期长：**2019年以前，自购飞机交付周期约2-3年。2020年后上游产能未恢复，交付周期大幅延长。

表：我国民航飞机引进配额制

机队规模	指标配额
>100	年净增速不得超10%
50~100	"7+X "配额，X取0~4
30~50	"5+X" 配额
<30	3架配额

图：我国民航境外飞机引进流程



资料来源：民航局、环球时报，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

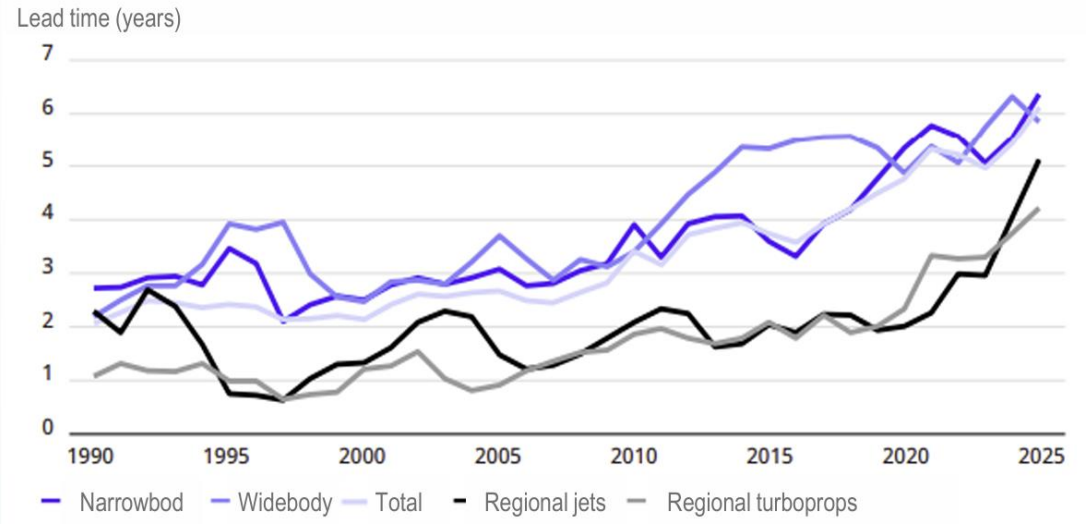
增量供给：全球积压飞机订单超1.54万架，交付周期超6.8年

国金证券 SINOLINK SECURITIES

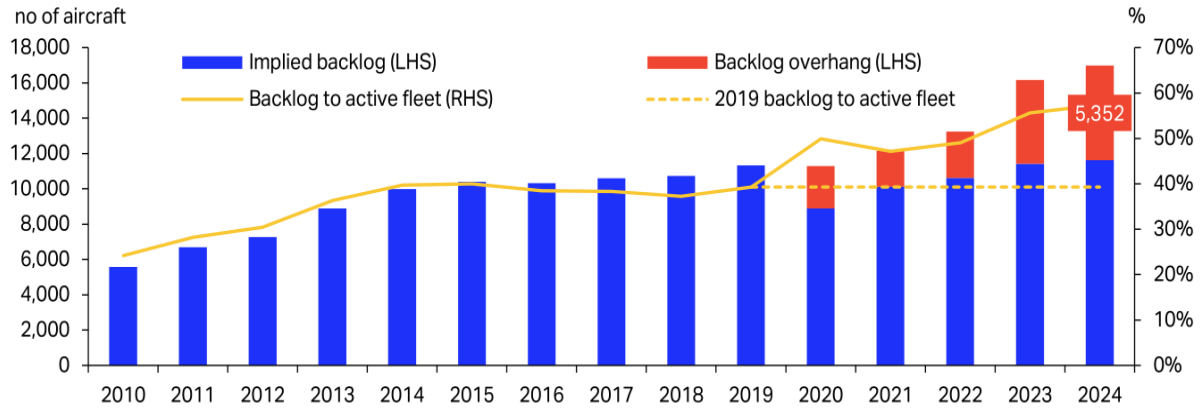
- **全球面临飞机结构性短缺的长期困局。**截至2025年末，全球飞机交付缺口已突破5000架。市场需求持续攀升，生产逐步恢复，但产量仍远低于历史水平，波音和空客积压订单量已超过15400架，相当于现役机队的近60%（2019年之前该比例长期稳定在30%-40%）。

- **飞机交付周期进一步拉长。**2018年交付的飞机等待时间约4.5年，到2024年增长至6.8年。

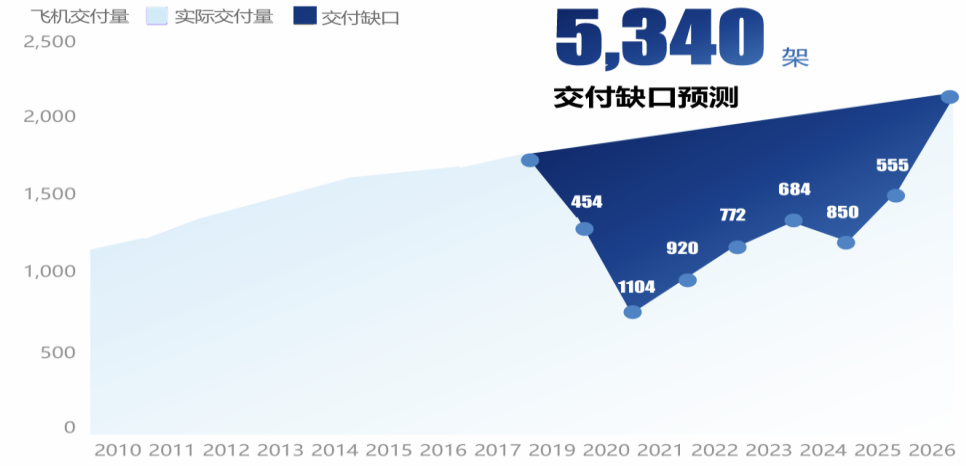
图：飞机交付等待周期（按交付年份划分）



图：飞机订单积压数量与现役机队的关系



图：飞机交付量（包括25-26年预测）与大流行前理论趋势的比较



资料来源：IATA，CALC，Cirium，Oliver Wyman analysis，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

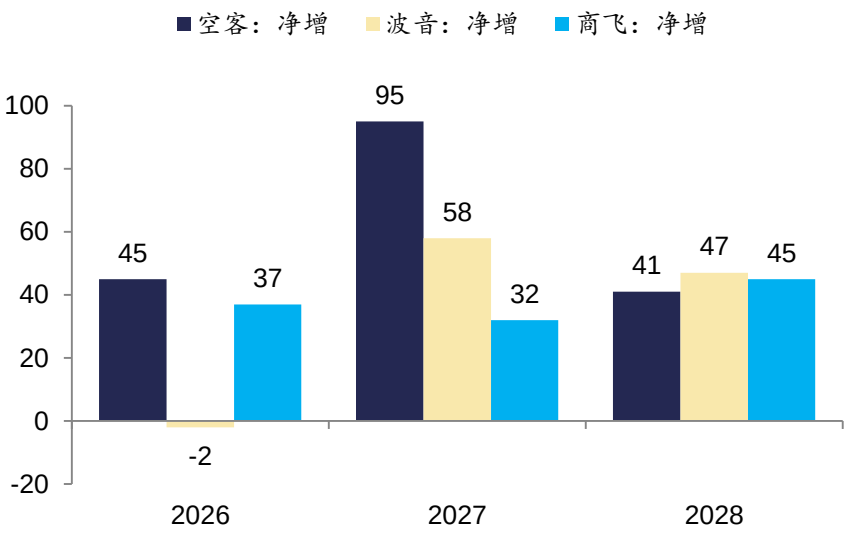
增量供给：上游产能困局难解，26-27年引进有低于预期的可能性

- 2025年国内上市航司增量飞机计划交付完成率94%，缺口主要来自国产飞机。
- 24-25年上游交付均有推迟，26-27年航司飞机引进亦有低于引进计划的可能性。

表：2025年五大上市航司机队引进计划完成率94%（单位：架）

单位：架	国航		南航		东航		吉祥		春秋		合计		
	计划净增	实际净增	计划净增	实际净增	计划净增	实际净增	计划净增	实际净增	计划净增	实际净增	计划净增	实际净增	完成率
宽体机	**-5**	**-5**	**-6**	**0**	**5**	**5**	**2**	**2**			-4	2	
A350													
A330	-4	-4	-3	-3									
B747	-1	-1											
B787			-3	3	5	5	2	2					
B777													
窄体机	**22**	**32**	**44**	**47**	**8**	**6**	**1**	**0**	**5**	**5**	**80**	**90**	**113%**
A320	13	20	40	41	8	7	0	0	5	5	66	73	111%
B737	9	12	4	6	0	-1	1	0			14	17	121%
国产飞机	**12**	**6**	**14**	**7**	**21**	**11**					**47**	**24**	**51%**
C919	10	6	12	5	10	4					32	15	47%
C909	2	2	2	2	11	7					15	11	73%
其他：EMB190			**-1**	**-1**							-1	-1	100%
合计	**29**	**33**	**51**	**53**	**34**	**22**	**3**	**2**	**5**	**5**	**122**	**115**	**94%**

图：26-28年上市航司机队引进计划（架）



注：数据包含国航、南航、东航、春秋、吉祥。

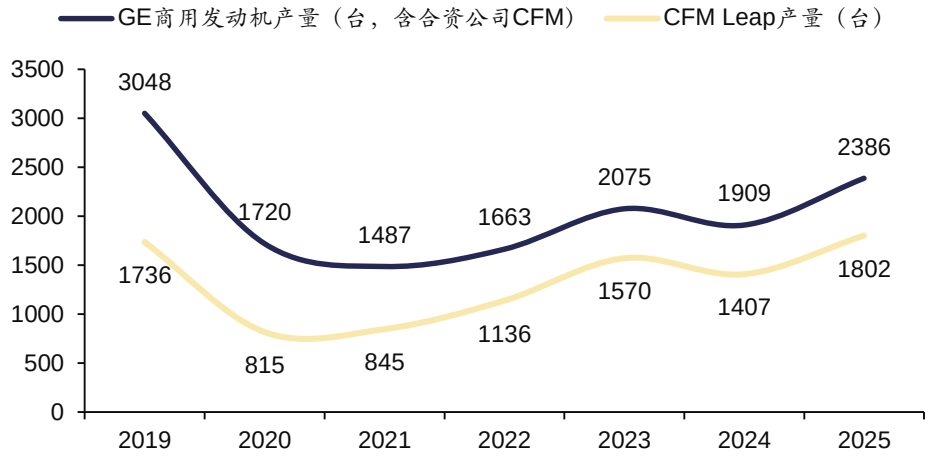
资料来源：wind，波音官网，空客官网，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

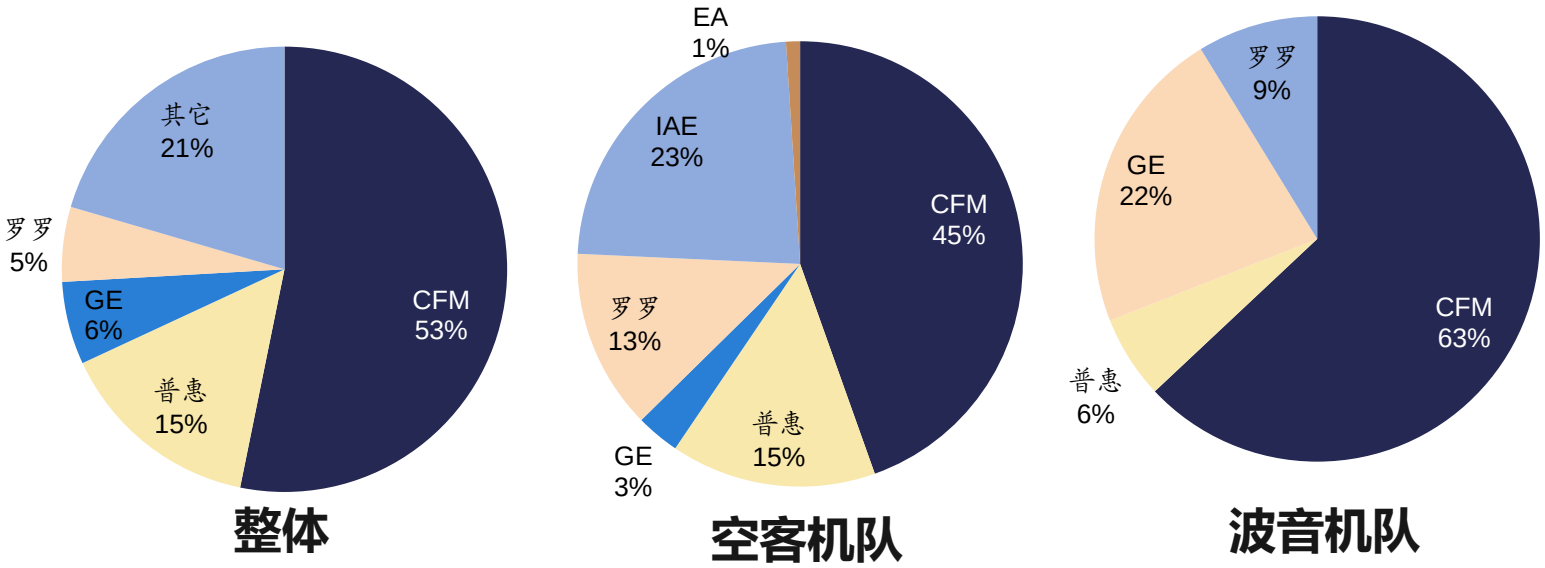
增量供给：发动机是未来两年是核心供给制约因素

- **发动机极端供应链瓶颈有所改善：**GE集团发动机25全年交付量同比提升25%，GE预计2026年产量同比增长15%-20%。GE集团于2025年10月表示，关键供应商的物料流转量同比增长超35%。

图：GE集团25年发动机产量同比增长25%



图：全球民用商业航空发动机市场格局（截至23H1末）



表：主要窄体机型搭载发动机型号

窄体机型	发动机选项1	发动机选项2
空客A320系列	CFM 56-5B	V2500
空客A320neo系列	CFM Leap	PW1100G
波音737max系列	CFM Leap	/
C919	CFM Leap	CJ1000A

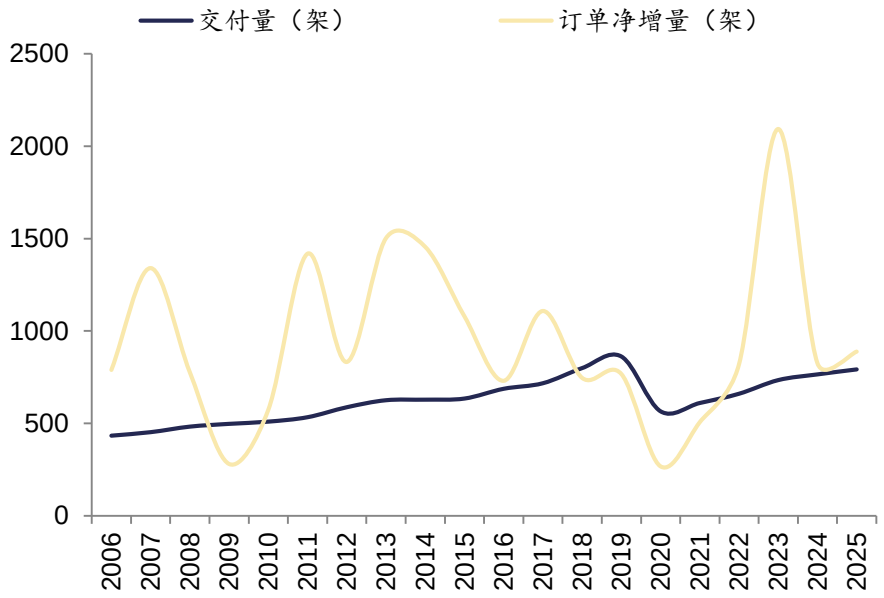
资料来源：Wind、公司公告、各公司官网、《Commercial Engines 2023》，Cirium，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给——波音：产能修复慢、订单积压严重、中国订单不足

- **质量问题压制交付与产能恢复。**2024年波音飞机安全事故频发，包括舱门脱落、滑轮脱落、机翼受损、发动机起火等，美国联邦航空管理局（FAA）将其月产能限制在38架，2025年10月放宽至42架。
- **交付：**2025年，波音交付600架飞机，月均约49架，与18年相比，恢复率为74%。
- **订单严重积压。**受安全检查、工人罢工等问题影响，波音2025年收获订单（净增）1173架。截至2025年底，未交付订单总量达6720架（按交付峰值2018年的806架计算，对应静态交付周期为8.3年）。
- **中国区：**截止26年2月，中国区波音未交付订单为133架，而中国现役波音机队规模约1800架。

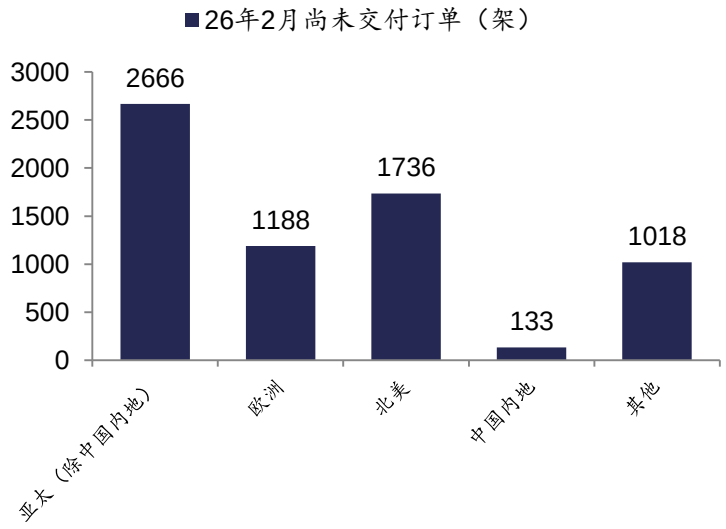
图：波音每年交付、新订单情况



表：波音737产能恢复目标推迟

架/月	22年目标	23年目标	24年目标	25年目标
产能描述	当前31，25-26年恢复至50	当前38，25-26年恢复至50	年底恢复至38	当前恢复至38，晚些月份恢复至42

图：26年2月全球各区域波音未交付订单情况



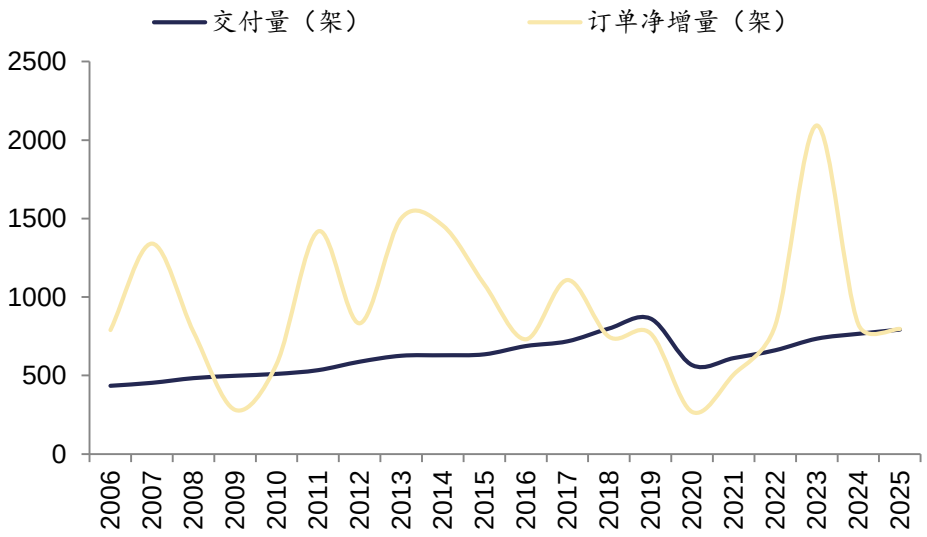
资料来源：波音官网，波音中国公众号，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给——空客：交付推迟、订单严重积压、中国订单不足

- **空客窄体机主力机型A320neo系列面临PW1100型号发动机质量问题，增量交付速度或低于预期。**
- **交付：**2025年空客共交付793架飞机（年度交付目标从820架下调至790架），与19年相比，恢复率为92%。
- **订单严重积压。**截至25年末，空客有8754架飞机订单未交付（按交付峰值2019年的863架计算，静态交付周期为10年）。
- **中国区订单不足。**截至25年11月末，中国内地现役空客机队2340架，空客订单量427架，订单存量比约18%，全球垫底。

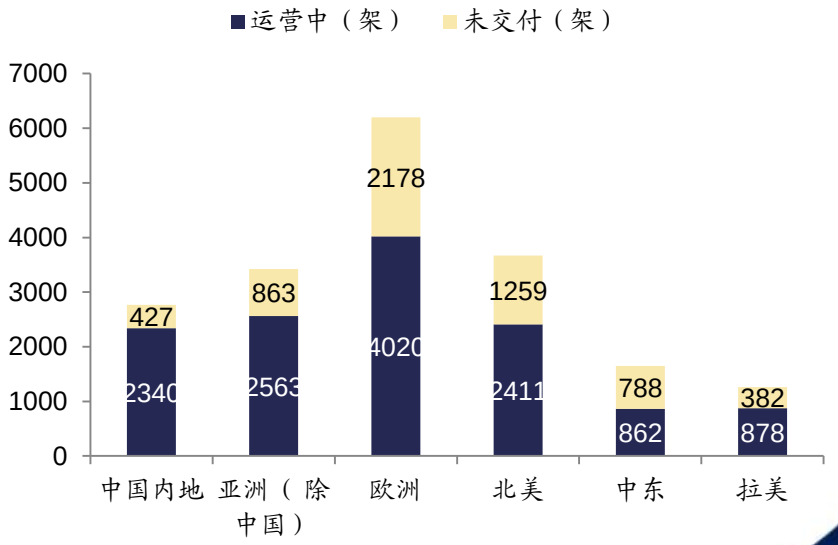
图：空客每年交付、订单情况



表：空客A320产能恢复目标推迟

架/月	22年目标	23年目标	24年目标	25年目标	26年目标
23Q2	65	-	-	-	
24年初	-	-	-	-	
24年底	-	65	-	-	
25年	-	-	-	-	
26年	-	75	75	-	
27年	-	-	-	75	70-75

图：截至25年11月各区域空客运营机队及订单情况



注：图中未交付订单仅含自购订单，为不完全统计数据。

资料来源：空客官网，华尔街日报，环球网，路透社，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给——商飞：发动机亦依赖进口，C919交付量平稳增长

- **交付：**2025年商飞累计交付C919飞机15架，C909飞机25架，同比分别+3、-10架。
- **产能计划高速扩张。**根据澎湃新闻25年5月报道，商飞将C919机型25年产能目标从50架提高至75架、预计下线量为54架；26年产能目标为100架、预计下线量为84架；计划至2029年产能提升至200架，累计下线超500架。
- **当前发动机自美国进口，亦受供应链限制。**C919搭载由美国GE&法国赛峰合资公司CFM生产的LEAP-1C发动机，C909搭载美国GE集团的CF34型号发动机。

表：商飞历年交付情况（架）

架/年	C909	C919
2017	2	
2018	6	
2019	12	
2020	22	
2021	22	
2022	34	1
2023	22	3
2024	35	12
2025	25	15
累计交付	**180**	**31**

表：东航公告C919未来交付计划

架/年	交付计划（架）
2024	5
2025	10
2026	10
2027	10
2028	15
2029	15
2030	15
2031	20
合计	**100**

表：商飞部分订单情况（架）

时间	机型	数量	预定公司
2018	C919、C909	30+20	华融金融租赁
2020	C909、C919	合计100	华夏航空
2021	C919	5	中国东航
2022	C919、C909	300+30	国银金租、工银金租、建信金租、交银金租、招银金租、浦银金租、苏银金租
2023	C919	100	中国东航
2024	C919	100	中国国航
2024	C919	100	南方航空
2024	C919、C909	60+40	海航航空集团
2024	C909	30	多彩贵州

资料来源：商飞官网，新华网，公司公告，公司官网，新京报，澎湃新闻，纽约时报，彭博社，国金证券研究所

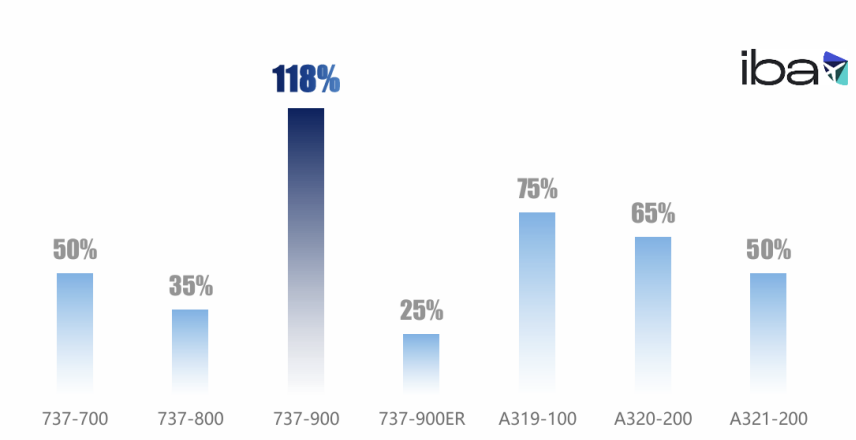
下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给——二手飞机市场：租金历史新高，出租率基本打满

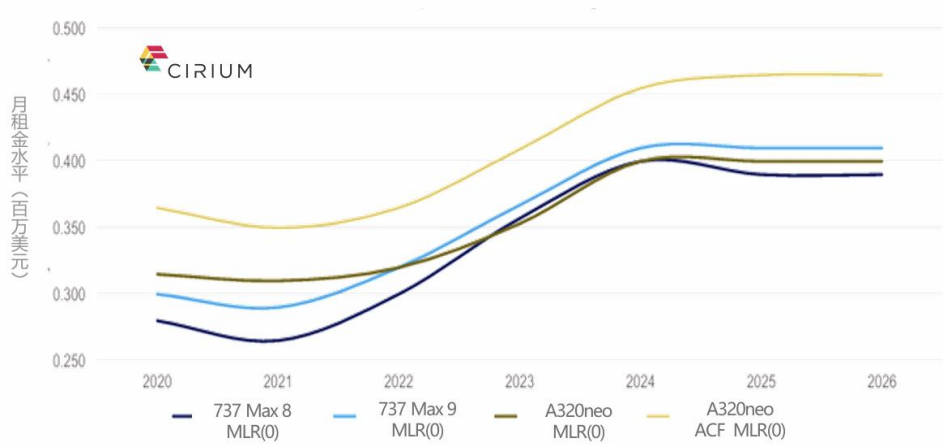
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- 上游发动机和飞机制造产能受限，租赁市场和二手市场交易活跃，目前各租赁公司飞机出租率很高，租金率也超过19年。

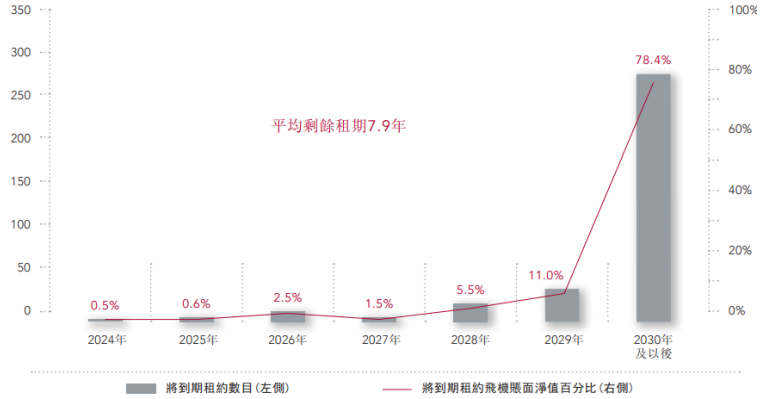
图：主流机型当前中期基准价值变化（2026年1月）



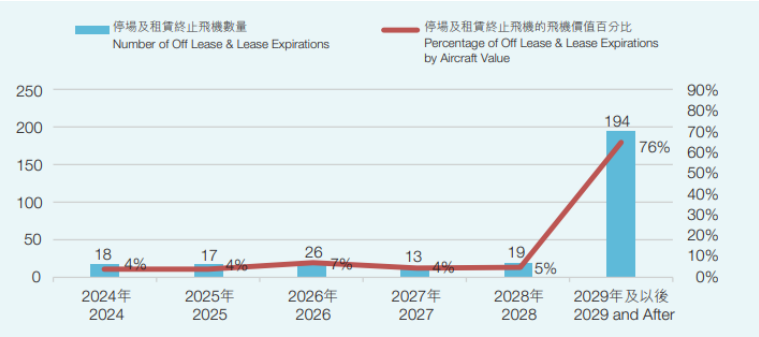
图：新一代主流窄体机型租金水平（2020-2026）



图：中银航空租赁飞机租约情况



图：国银租赁飞机租约情况



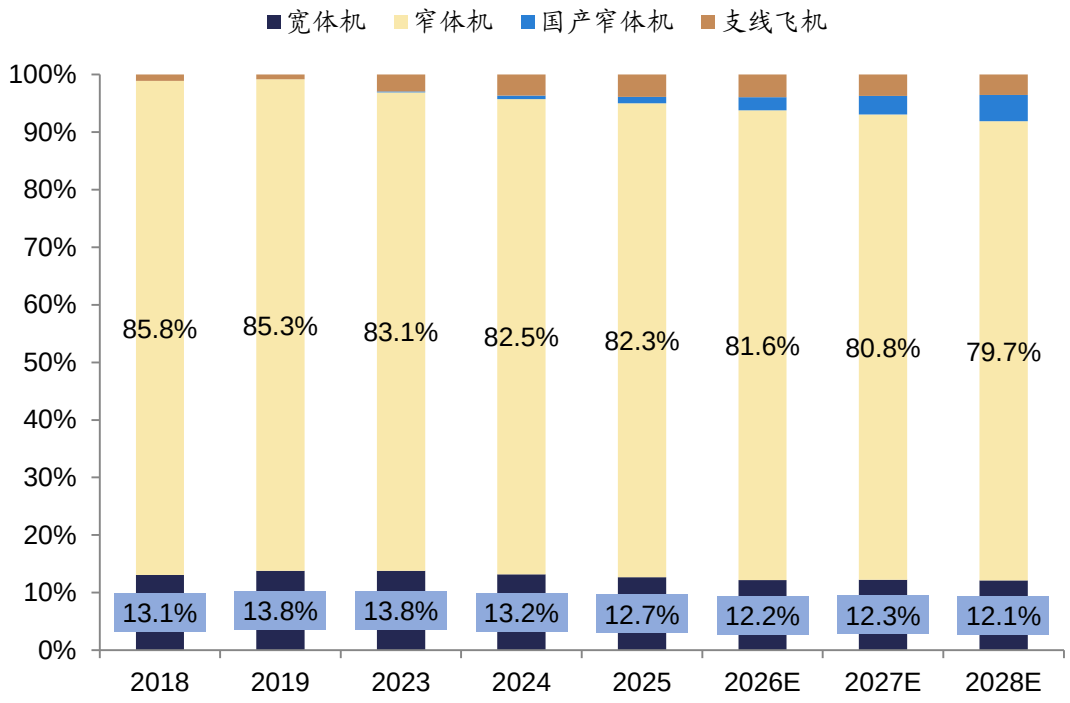
资料来源：IBA，公司公告，Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给：宽体机比例不断降低，国产飞机份额提升

- **机队结构变迁：宽体机比例不断降低，国产飞机增速较快、份额提升。**根据航司机队变化与26-28年机队引进规划，我们发现，2020年后，航司一方面减少飞机引进，另一方面调整飞机引进结构，国产窄体机C919、支线飞机C909机型加入服役，宽体机比例持续降低。

图：2018-2028E 三大航宽体机、窄体机、国产飞机数量占比



图：2024-2028E三大航宽体机、窄体机、国产飞机净增数量一览（架）

		2024	2025	2026E	2027E	2028E	26-28年合计
中国国航	宽体	-3	-5	1	9	4	14
	窄体	16	32	9	30	40	79
	国产	12	8	10	10	15	35
	其中C919	3	6	10	10	15	35
南方航空	宽体	-7	0	-9	7	6	4
	窄体	8	47	12	46	29	87
	国产	12	7	13	12	15	40
	其中C919	3	5	13	12	15	40
中国东航	宽体	2	5	2	7	0	9
	窄体	7	6	13	36	-9	40
	国产	13	11	14	10	15	39
	其中C919	6	4	10	10	15	35

资料来源：公司公告，Wind，国金证券研究所。注：国航含山航。窄体机：A320系列、B737系列；国产：C919、ARJ；其余为宽体机。

下载日志已记录，仅供内部参考

增量供给：国产飞机利用率偏低、座位数少，有效供给少

- **机队结构变迁：宽体机比例不断降低，国产飞机增速较快、份额提升。**虽然三大航2026-2028飞机计划净增速为2.4%、6.0%、3.9%，但从结构上来看：

（1）宽体机净增很少：26-28年宽体机净增-6、23、10架，增速为-1.8%、6.3%、2.7%。

（2）国产飞机增速较快：26-28年国产飞机净增37、32、45架，增速21.3%、15.5%、17.9%。

（3）国产飞机座位数少，仅为宽体机的1/3-1/2。

（4）国产飞机利用率低，仅为宽体机、窄体机的70%-80%。

因此，我们假设，2026-2028年国产飞机对于有效供给的增加，C909仅为窄体机的40%，C919仅为窄体机的80%左右。

表：典型宽体、窄体、国产飞机座位数和利用率比较

机型		座位数（个）	南航利用率2024年	南航利用率2025年
宽体机	A330	260	9.02	9.04
	A350	335	11.37	12.26
	B787	297	11.30	11.31
窄体机	A320	160	9.42	9.6
	B737	164	9.80	9.94
国产飞机	C919	164	6.46	7.38
	C909（支线机）	90	5.11	6.16

资料来源：公司公告，Wind，南航官网，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

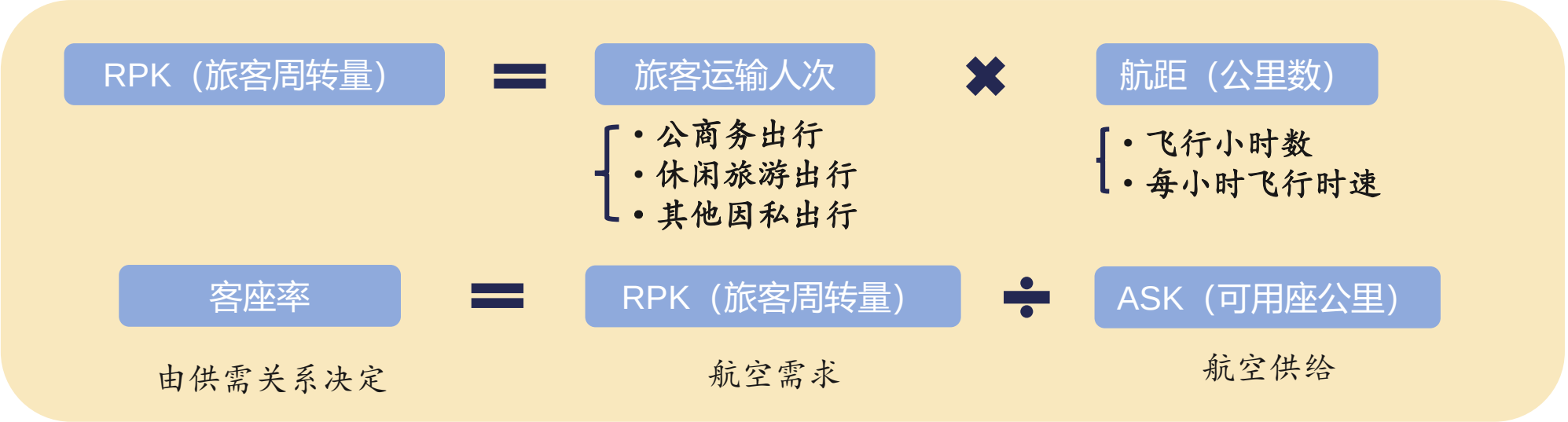
04 航空需求探讨

下载日志已记录，仅供内部参考

需求：RPK指标综合衡量航空出行人次、航距

- **民航需求可用指标RPK（旅客周转量）综合衡量**，即每一航段旅客运输量（人）与该航段距离的乘积之和。
- **客座率**：实际售出座位数占可售座位数的比例，由供需关系决定，是需求边际向好的先行指标。

图：航空需求拆分与主要驱动因素分析



出行意愿增加
购买力提升
航距拉长

- ✓ **消费升级、新生代规模扩大，乘机意愿增加**
- ✓ **航空出行覆盖人群扩大**
- ✓ **民航旅客人均乘机次数增加**
- ✓ **出境游渗透率提升、国际航线需求占比增加**

→ **RPK增加**

资料来源：民航局，国金证券研究所

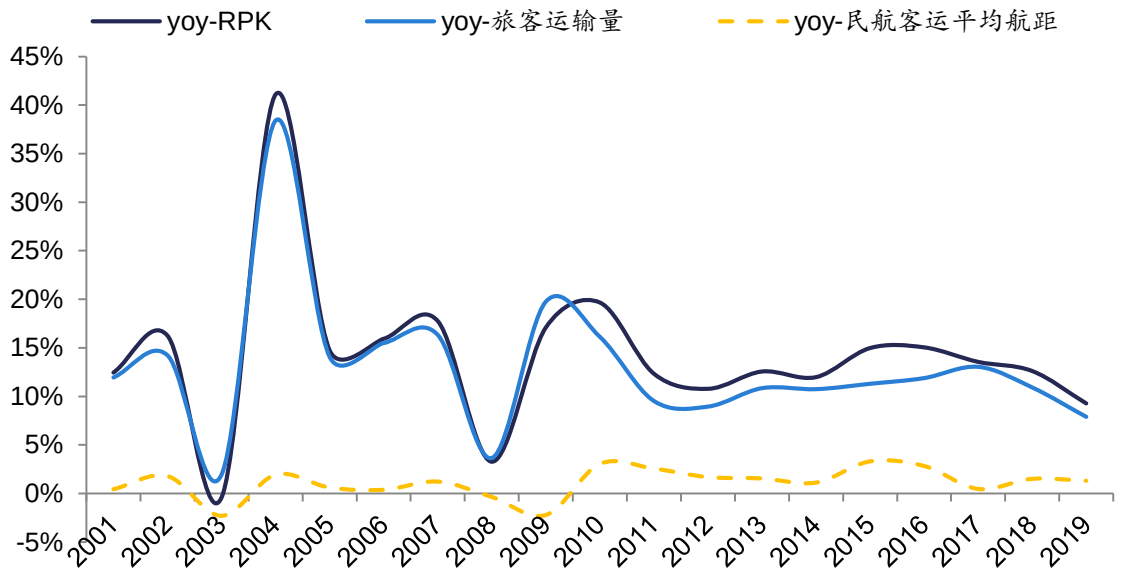
下载日志已记录，仅供内部参考

需求： RPK一般保持双位数增长

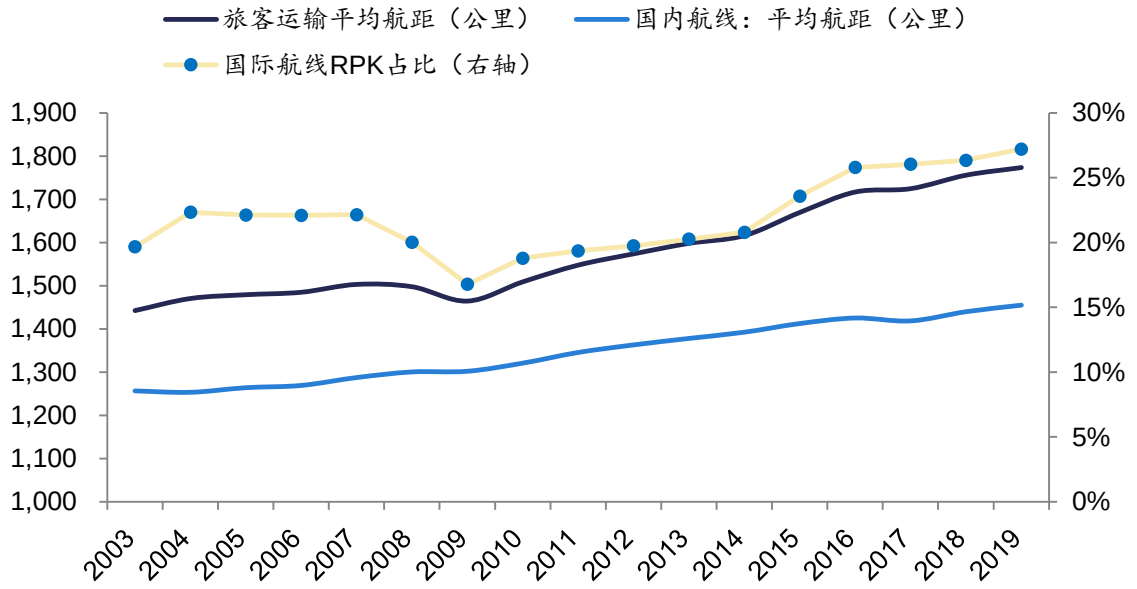
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我国民航RPK增速与旅客量增速曲线高度拟合。**2001-2019年，我国民航RPK、旅客量、平均航距CAGR分别为14.1%、12.8%、1.1%。
- **航距平稳增长，一方面是国际航线运力占比提升，另一方面是国内航网调整方向为拉长航距以缓解与高铁的直接竞争。**2003-2019年国际航线RPK占比从20%提升至27%。平均航距从1442千米增长至1774千米，CAGR为1.3%。

图：我国民航RPK增速与旅客运输量增速高度拟合



图：民航平均航距保持小幅增长



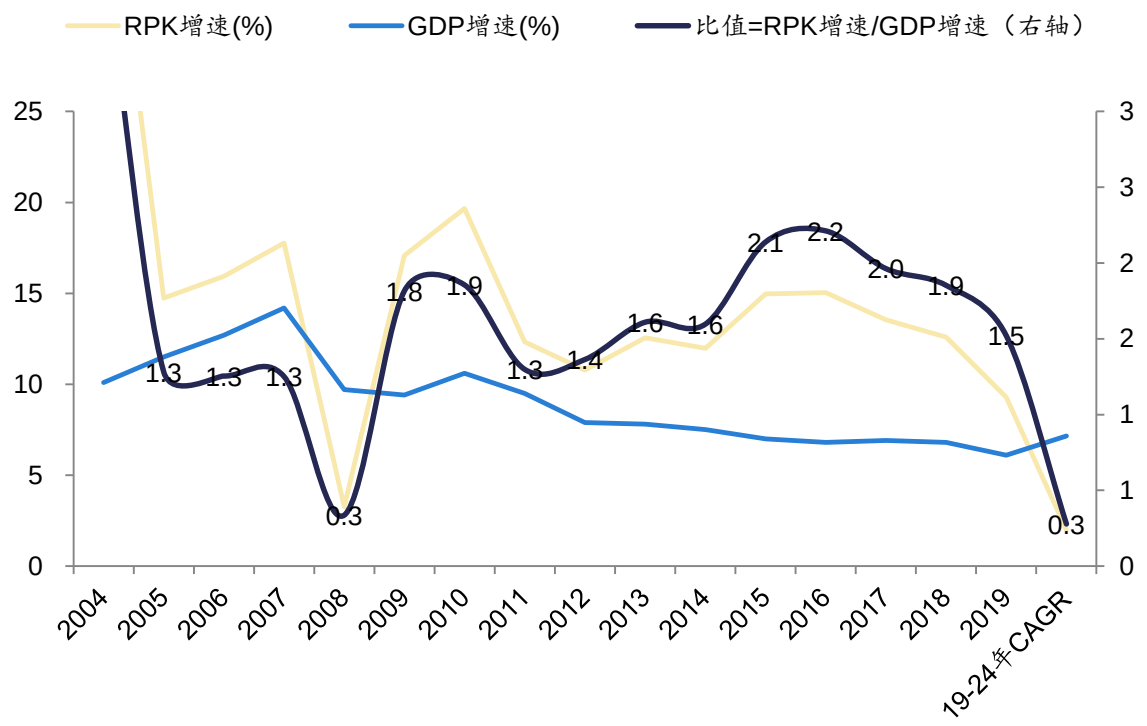
资料来源：民航局、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

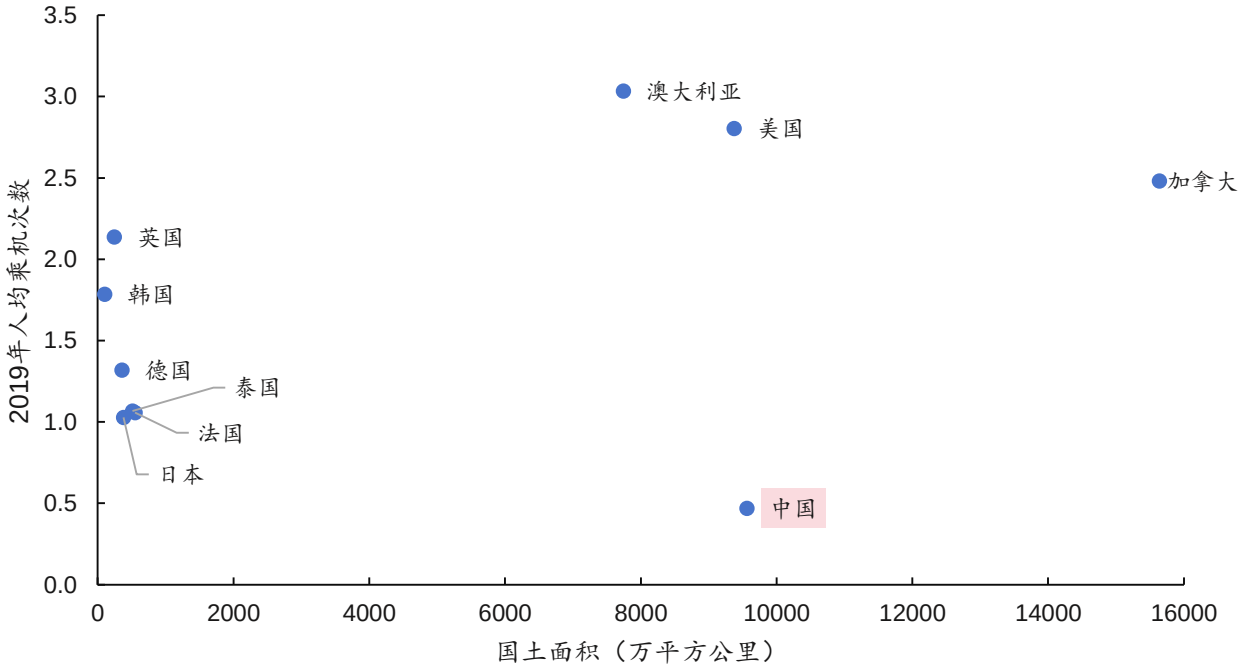
复盘：RPK一般保持双位数增长，为GDP增速的1.5-2倍

- **航空需求中长期增长与经济增长挂钩且一般领先于经济增长，2009-2019年我国RPK增速一般是GDP增速的1.5-2倍。**在无外部非正常因素临时压制的年份，我国民航需求（RPK口径）均保持双位数正增长， 2000-2019年民航旅客周转量CAGR为14.0%，旅客运输量CAGR为12.8%。
- **我国人均乘机次数距离世界平均水平仍有较大差距，渗透率有较大提升潜力。**2019年我国人均乘机次数仅0.47次，低于世界平均水平0.87次，远低于美国2.82次、加拿大2.49次、澳大利亚3次。

图：民航需求增速与经济增速的关系



图：多国2019年人均乘机次数与国土面积对比



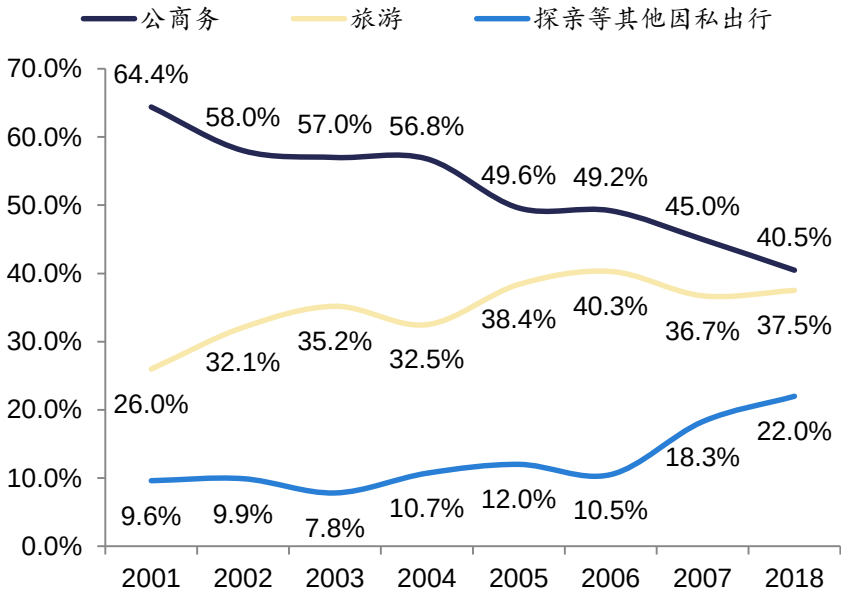
资料来源：ifind，民航局，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

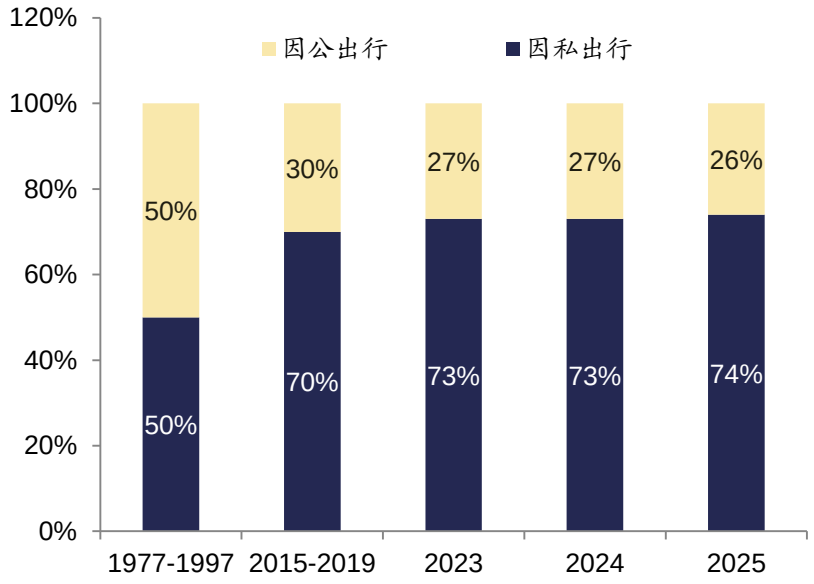
需求结构：因私出行需求占比提升，航空周期消费属性增强

- **中国：公商务旅客占比下降至4成，因私出行旅客占比提升至6成，航空需求消费属性增强，我们认为需求端有望保持稳健增长。**航空需求可分为因公需求（与GDP增速挂钩）、因私需求（比如旅游，与个人可支配收入挂钩），根据携程航空乘客画像，2018年公商务客占40%、旅游客占38%、其他因私出行旅客占22%。
- **他山之石：2023年以后，英国、美国均呈现因私出行占比提升的趋势，航空消费属性增强。**

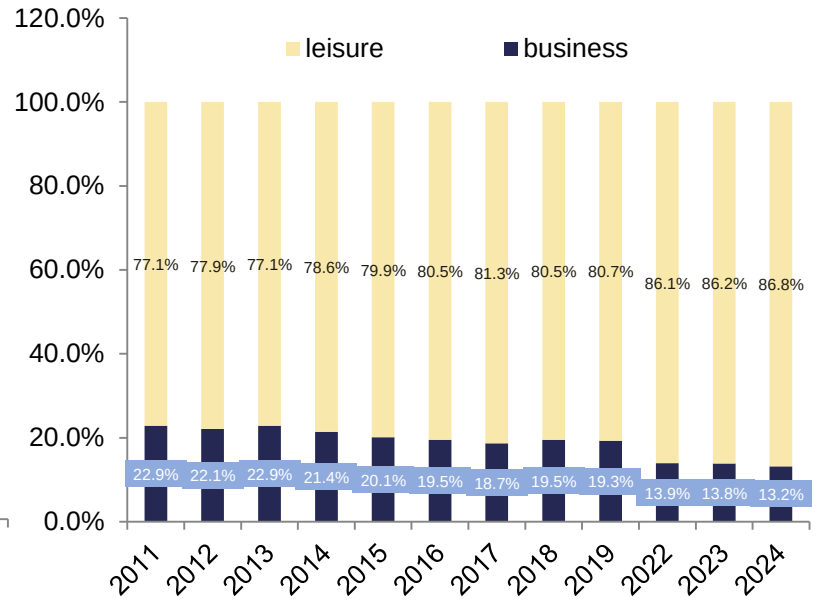
图：中国航空旅客出行目的结构



图：美国航空旅客出行目的结构



图：英国航空旅客出行目的结构



资料来源：民航局、携程、中航信、FAA、CAA、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

他山之石：经济增速换挡后，人均乘机次数快速提升

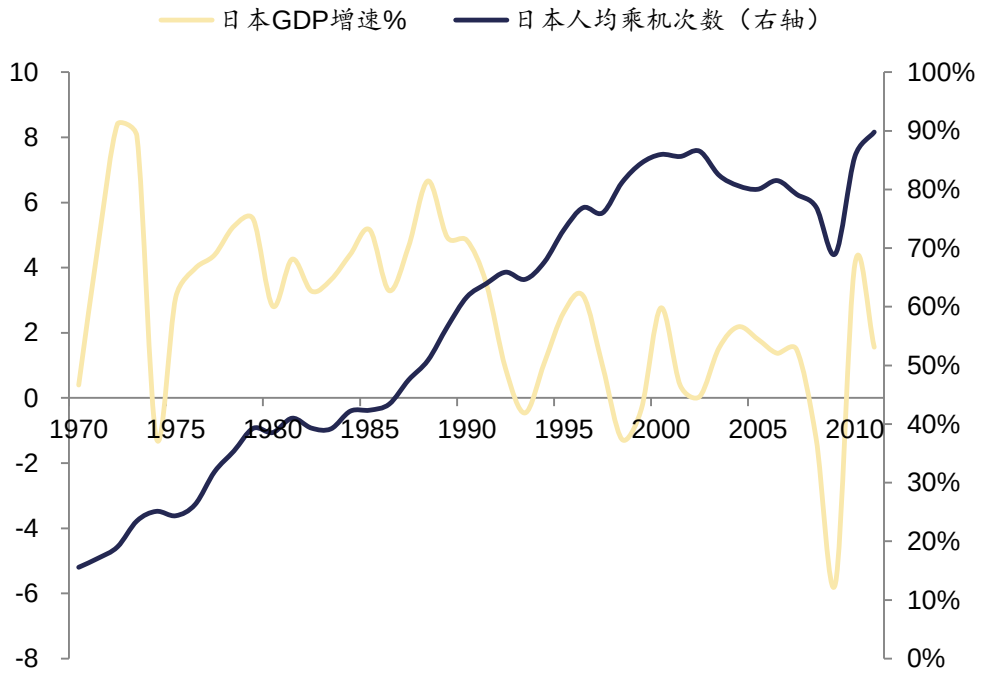
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **他山之石**：美国、日本经济增速换挡后，社会从生产型转型为消费型，服务业占比提升，人均乘机次数增长拉动渗透率提升，航空需求与GDP增速出现背离。

表：美国、日本民航需求增速与经济增速的关系

	美国		日本		中国	
	GDP 平均增速%	民航RPK 平均增速%	GDP 平均增速%	民航RPK 平均增速%	GDP 平均增速%	民航旅客量 平均增速%
1960s	4.3	13.3	9.4	29.8	3.9	0.6
1970s	3.2	5.8	4.5	13.8	6.2	31.6
1980s	3.3	5.9	4.5	6.8	9.3	17.1
1990s	3.4	4.0	1.3	5.7	10.4	15.0
2000s	1.8	1.0	0.6	-2.3	10.6	14.8
2010s	2.4	3.5	0.9	4.4	7.3	10.5

图：日本GDP增速与人均乘机次数



资料来源：Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

05 航空定价政策

下载日志已记录，仅供内部参考

机票实际票价 = 全价 × 折扣率

- **实际票价=全价*折扣率，全价受政策指导、折扣率反应供需关系。**在某一航季内，机票经济舱票面全价是固定的，但航司可自主根据供需情况实时调整折扣力度，旅客购买机票支付的是折后票价（不一定是全价）。经济舱全价相当于票价天花板，是以民航局/国家发改委的指导价为基础，航司根据相关规定进行市场化调节。
- **综合票价衡量指标：单位RPK客运收入**（=客运收入÷RPK）可综合衡量航司所有航线的单公里票价水平。

图：航司客运收入、旅客机票费用拆解

客运收入 = 供给ASK × 客座率 × 单位RPK客收

- 客座率：供需关系决定
- 单位RPK客收：衡量单公里票价；供需关系、溢价能力决定

旅客支付的机票费用 = 基础票价 + 燃油附加费 + 机建费、税金

基础票价 = 全价（航季内固定）× 折扣率（航司实时调整）

- 燃油附加费：航空煤油进口到岸完税价大于5000元/吨时开征（分梯度），缓解油价上涨压力
- 机建费、税金：航司代收代缴（不计入航司收入），每张机票机建费50元

资料来源：民航局，国金证券研究所

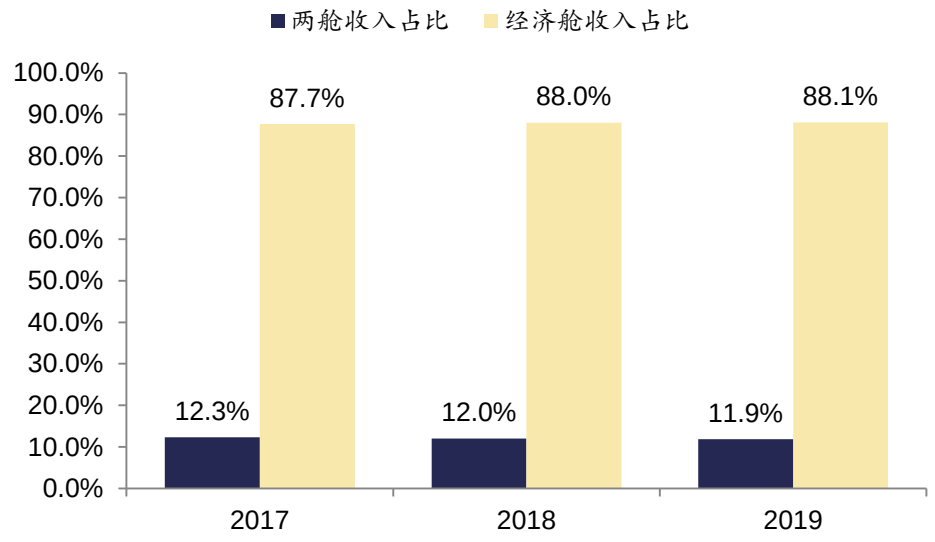
下载日志已记录，仅供内部参考

定价政策：国内线经济舱市场化改革，国际线定价自由度高

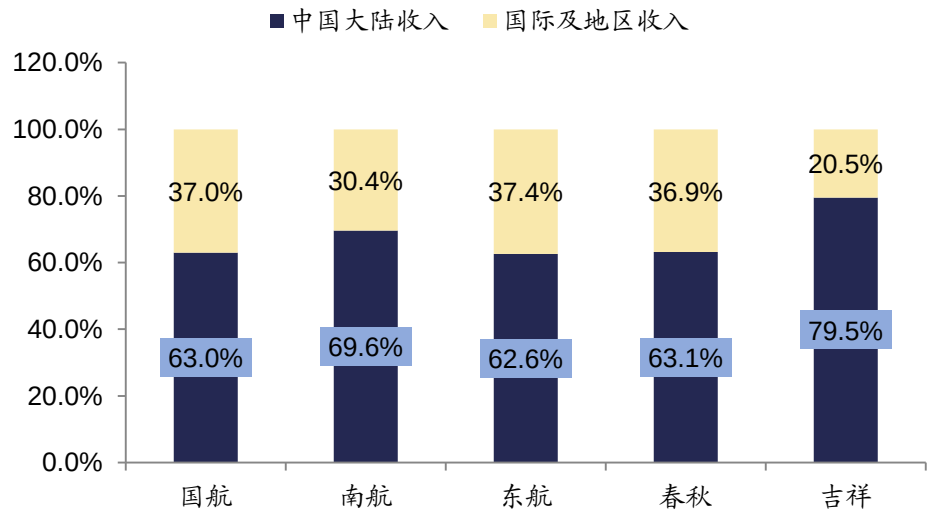
国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **国内航线（三大航收入占比约6-7成）全价：在政府指导价基础之上，逐步走向市场化**
- **头等舱、公务舱（国航收入占比约12%）：**自2010年6月起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价。
- **经济舱（国航收入占比约88%）：根据不同航线市场竞争状况分别实行市场调节价、政府指导价。**我国民航运价监管从收紧到放松，2017年民航局、发改委发布文件进一步推进运价市场化改革，经济舱全价在政府指导价的基础上，航司具备一定的根据市场调节的自由度。
- **国际及地区航线（三大航收入占比约3-4成）全价：航司定价自由度较高**
- 根据民航局《国际航空运价管理规定》，凡由中国始发和(或)至中国的国际航空运价一般由中、外方航空公司根据政府间航空运输协定协商确定，并向民航总局申报。

图：2017-19年国航经济舱收入占比约88%



图：2019年三大航中国大陆收入占比约60%-70%



资料来源：Wind、民航局，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国内经济舱全价定价政策：2017年底进一步推进市场化改革

国金证券 SINOLINK SECURITIES

- **我国民航运价监管以政府指导价为基础，逐步趋于市场化。**2017年底民航局、发改委发布《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》，航空运价市场化改革迈出重要突破。

表：我国历次国内航线运输价格改革

2004
以政府指导价为基础，上浮不幅度不超过25%。

2013
允许部分短途航线每航季上调10%，实行市场调节价。

2017.12
允许每家航司每航季选择15%的国内航线提价10%，逐步走向市场化。

时间	文件	改革内容	具体规定
1999. 2. 1	-	政府统一定价	民航局提出规范票价等措施，民航机票统一价格，禁止机票打折。
2004. 3. 17	《民航国内航空运输价格改革方案》	以政府指导价为主，实行航空运输基准价和浮动幅度的间接管理	民航国内航空旅客运输票价以现行航空运输企业在境内销售执行的各航线公布票价为基准价（平均每客公里0. 75元）；一般情况下，票价上浮幅度最高不得超过基准价的25%，下浮幅度最大不得超过基准价的45%；旅游航线、独家运营航线不设下浮幅度，短途航线，与其他替代运输方式形成竞争的，实行市场调节价，不规定票价浮动幅度，包含94条航线。
2010. 4. 13	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	扩大运价改革范围，头等舱、公务舱票价实行市场调节价	自2010年6月起民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各航司自行确定。
2013. 10. 9	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	新增31条市场调节航线，政府指导价机票价格取消下浮限制	对31条与地面主要交通运输方式形成竞争，且由2家以上航空公司共同经营的国内航线，旅客运输票价由实行政府指导价改为市场调节价。对旅客运输票价实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制，航空公司可以基准价为基础，在上浮不超过25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平。
2014. 11. 25	《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》	基准票价由航司根据定价规则自行调整，新增101条短途航线票价实行市场调节价	进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的部分短途航线旅客运输票价，新增101条市场调节价航线。每家航空公司在不超过定价公式测算值范围内，每航季上调国内航线旅客运输基准票价不得超过10条航线，每条航线每航季基准票价上调幅度不得超过10%。
2016. 10. 14	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	扩大市场调节航线范围，全部800公里以下航线和部分800公里以上航线实行市场调节价	航空公司上调市场调节价航线无折扣的公布票价，原则上每航季不得超过10条航线，每条航线每航季票价上调幅度累计不得超过10%；进一步扩大市场调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定，新增375条市场调节航线，市场调节航线达到724条。
2017. 12. 17	**《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》**	**扩大市场调节航线范围，5家以上航空运输企业参与运营的国内航线票价实行市场调节价**	**5家以上（含5家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，市场调节航线新增306条； 每家航空运输企业每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%；每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。**
2020. 11. 26	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	扩大市场调节航线范围，3家以上航空运输企业参与运营的国内航线票价实行市场调节价	3家（含）以上航空公司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价； 本次增加实行市场调节价的航线共370条。

资料来源：民航局、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

核心航线票价天花板放开，2017年底以来提价较为充分

- **2017年/2020年政策修订后民航国内旅客运价市场化改革提价规则为：**
  - 3家及以上航司参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价；
  - 每家航司每航季上调实行市场调节价的经济舱票面价的航线条数，原则上不得超过本企业上一航季运营实行市场调节价航线总数的15%；
  - 每条航线每航季票面价上调幅度累计不得超过10%
- **2017年底以来，核心航线整体提价较为充分，为强周期蓄能。**根据携程数据，我们跟踪了客流量TOP20航线（2019年排名）经济舱全价涨幅情况，25年夏秋航季相比2017年底票价而言，一线互飞航线平均涨幅超过70%；一二线互飞航线涨幅约30%-130%。

表：核心航线（2019年客流量TOP20）提价情况

航线类型	航线	2019年客流量（万人次）	2017年经济舱全价（元）	25年夏秋航季经济舱全价（元）	25年夏秋全价较17年全价涨幅
一线互飞	北京-上海	825	1240	2150	73%
	上海-深圳	634	1400	2230	59%
	上海-广州	626	1350	2350	74%
	北京-广州	557	1910	3360	76%
	北京-深圳	498	2080	3650	75%
一二线对飞	北京-成都	509	1690	2950	75%
	上海-成都	439	1760	3090	76%
	上海-重庆	357	1550	2470	59%
	广州-成都	318	1430	2070	45%
	上海-西安	313	1390	2430	75%
	广州-杭州	305	1180	1700	44%
	成都-深圳	300	1480	2580	74%
	杭州-北京	300	2200	3210	46%
	北京-重庆	276	1640	2870	75%
	深圳-重庆	269	1280	2340	83%
	广州-重庆	258	1250	1990	59%
	杭州-深圳	255	1260	2000	59%
	上海-青岛	250	870	2000	130%
	上海-厦门	238	960	2000	108%
	北京-昆明	236	2550	3380	33%

资料来源：民航局、民航资源网、携程、Wind，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

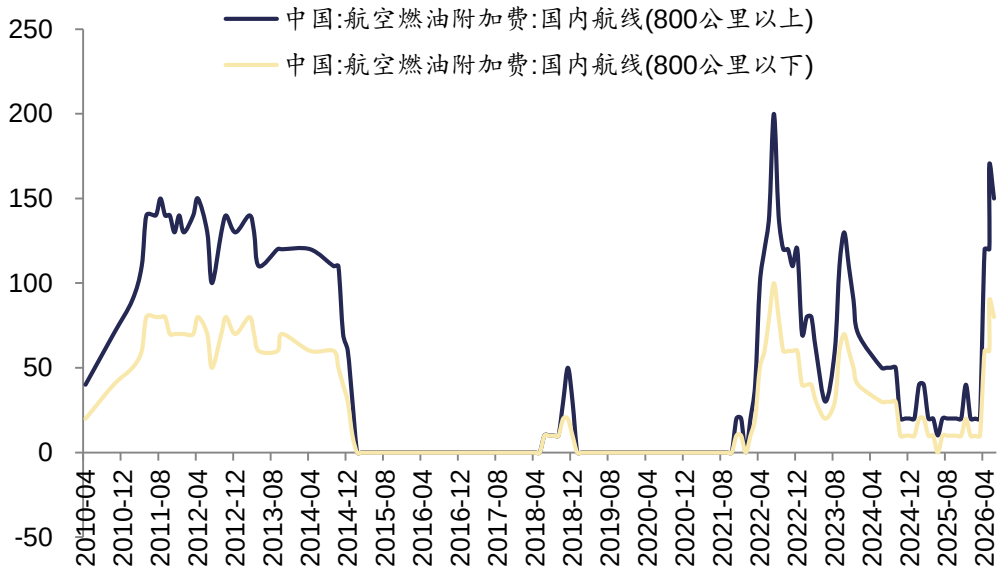
燃油附加费一般可将油价上涨增支成本的80%转嫁给消费者

国金证券 SINOLINK SECURITIES

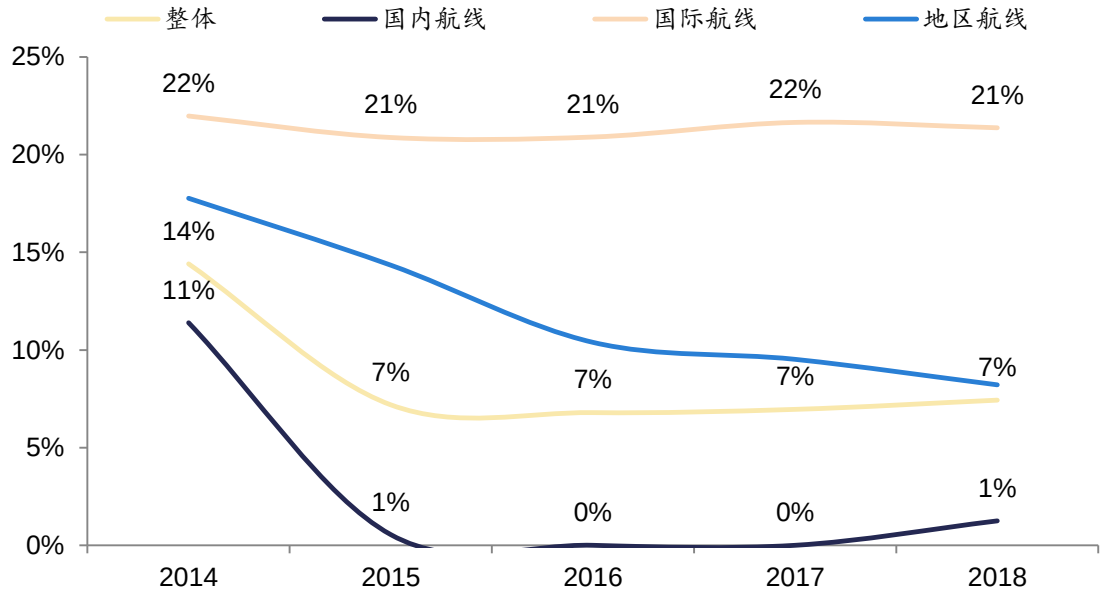
- **油价上涨时，航司可通过征收燃油附加费转嫁部分成本压力。当燃油附加费下降，消费者实际支付票价下降，将反过来对需求产生一定刺激。**

- **燃油附加费基于油价月度调整，计算规则为：**2015年4月起，当国内航空煤油综合采购成本超过每吨5000元时，800公里以上航线燃油附加最高标准=燃油附加单位收取率×（国内航空煤油综合采购成本 - 5000）×1500，其中燃油附加单位收取率按照覆盖航司油价上涨增支成本比例的80%确定。
- 燃油附加费按照人头征收，春秋、吉祥航空客座率高于三大航，故其燃油附加费能够覆盖的航油增量成本比例高于三大航。

图：国内航线燃油附加费（元/人）



图：东航客公里收益中的燃油附加费占比



资料来源：Wind，民航局，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

国金证券
SINOLINK SECURITIES

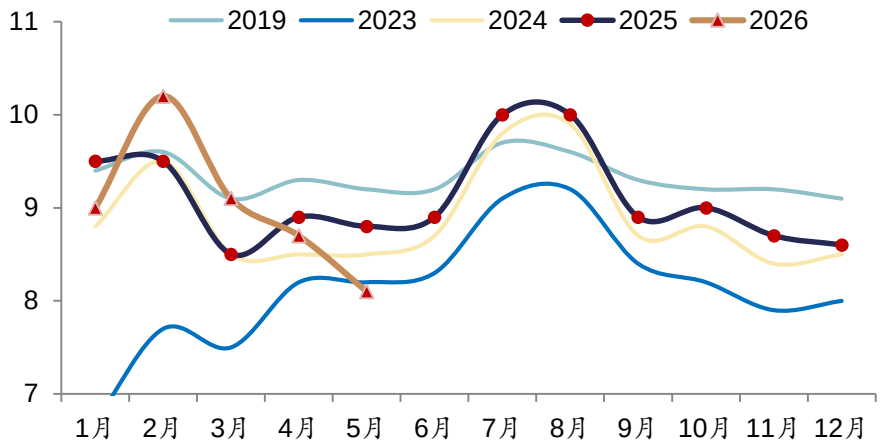
06 航空投资逻辑

下载日志已记录，仅供内部参考

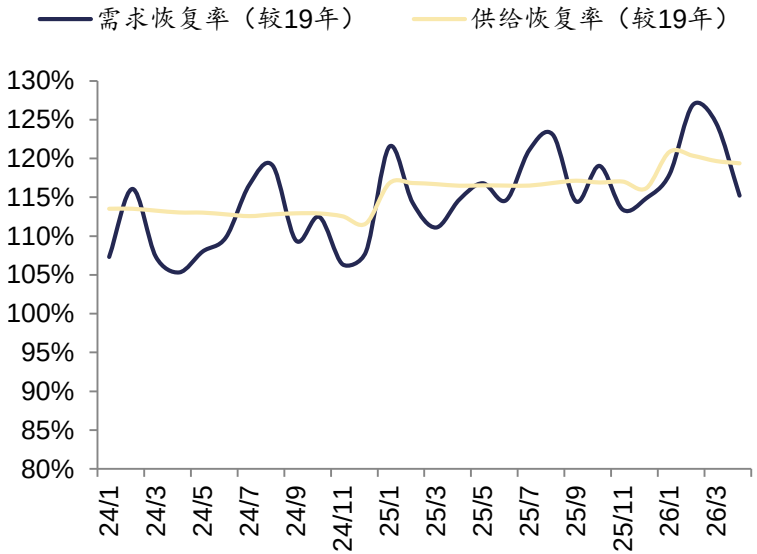
供需弱平衡，客座率高位，淡季票价转正

- **24年下半年以来民航总体供需基本达到弱平衡。**从月度客流恢复率与月度机队引进情况来看，与2019年同期相比，26年1-4月供给（机队）恢复至120%、需求（客流）恢复至121%。
- **客座率高位运行，创历史新高。**自24年7月起，我国民航正班客座率超过19年同期，达到历史高位。26年5月行业客座率85.6%，同比25年+1.0pct，同比19年+3.6pct。
- **淡季票价同比转正，行业迎来供需拐点。**根据航班管家，25Q4-26H1国内经济舱平均票价同比转正，其中4-5月受高油价影响，含油票价涨幅超过15%。

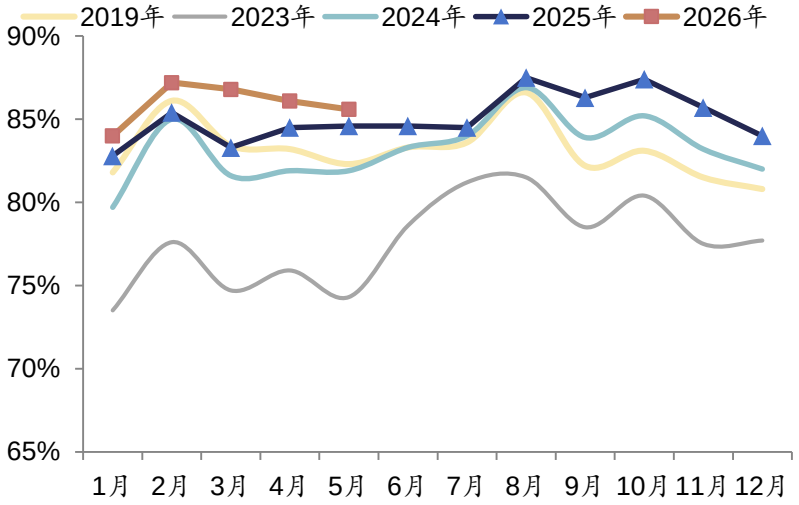
图：飞机小时利用率逐年攀升，峰值陡峭



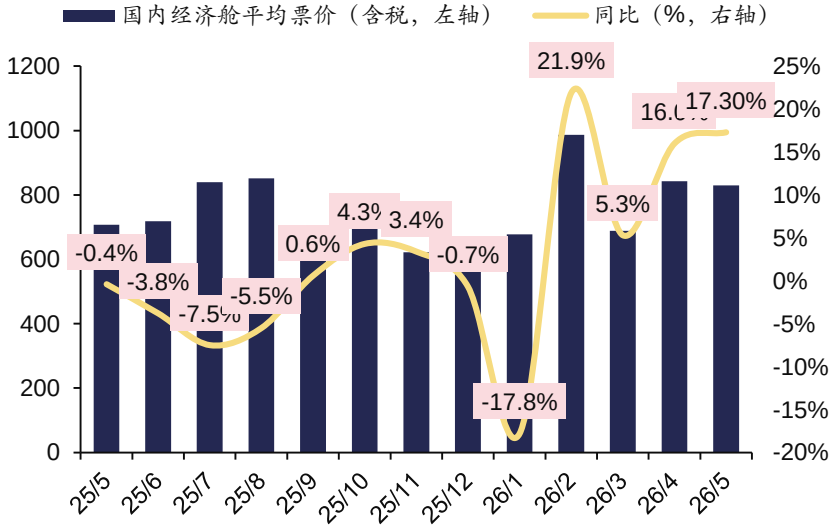
图：航空月度供需关系基本达到弱平衡



图：24年7月以来客座率超过19年同期



图：25Q4-26至今国内经济舱平均票价同比转正



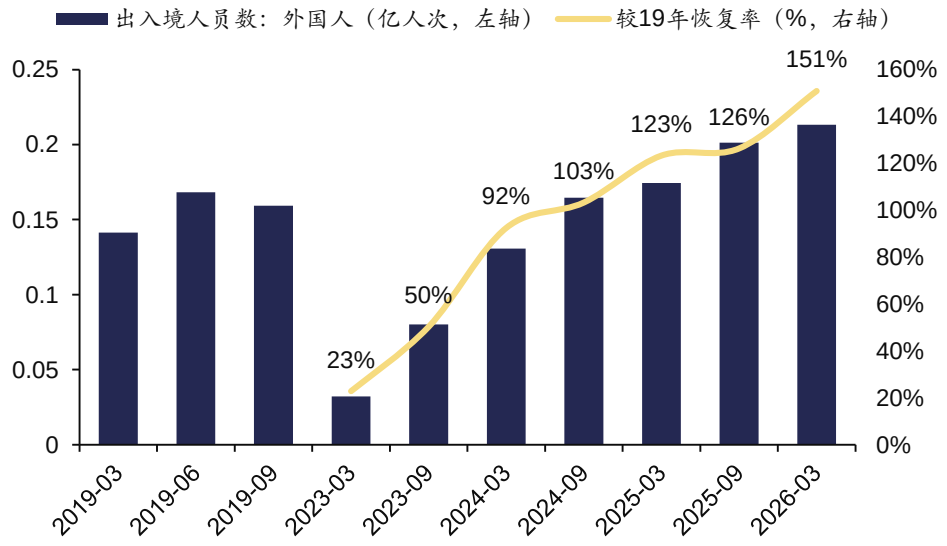
资料来源：Wind，民航局，航班管家，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

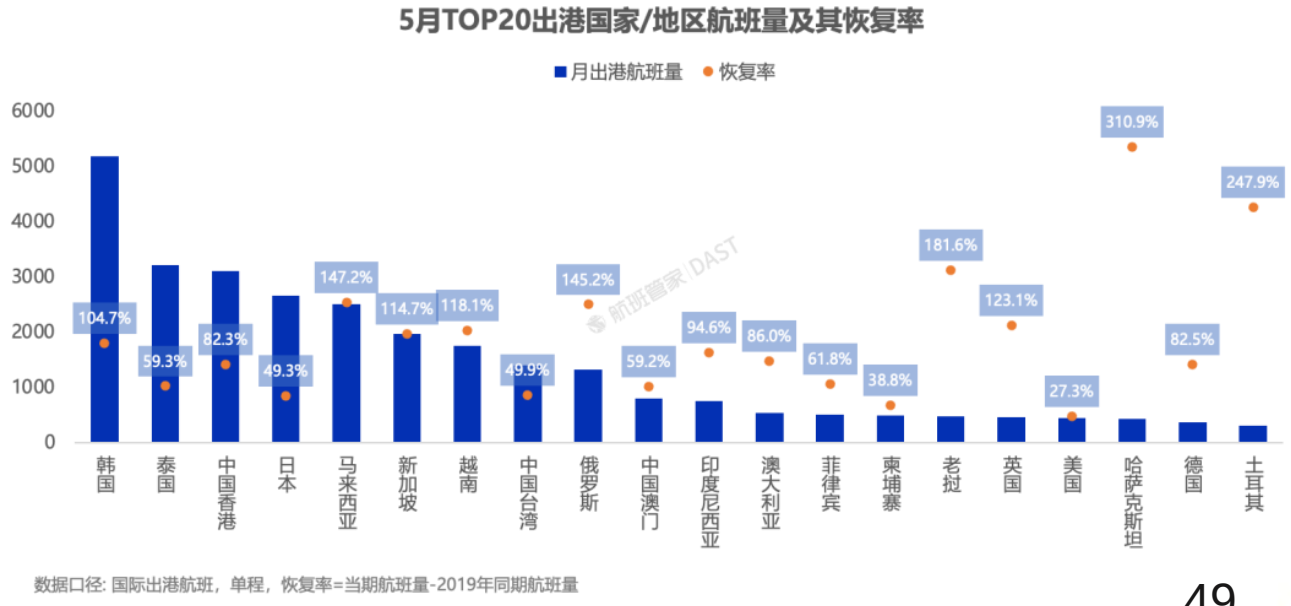
免签政策扩容，入境游热度高增，国际线景气可期

- **免签政策持续扩容，“十五五”规划建议提升入境游便利化国际化水平。**截至2025年末，我国实施240小时过境免签政策范围扩容至55国。
- **入境游热度高增。**根据国家移民管理局，26Q1查验出入境人员1.85亿人次，同比+13.5%；其中外国人约0.2亿人次，同比+22.3%，其中入境免签外国人831.5万人次，同比+29.3%。根据携程数据，全球入境游复苏率约104%，中国入境游复苏达到123%，领跑全球。
- **国际航线旅客量高增可期。**根据航班管家，2026年5月，我国国际航线客运航班恢复至2019年同期的85%，在出港目的地区域上，东南亚、东亚航班量合计占比72%。

图：25Q3中国查验出入境人员中外国人同比增长29%



图：2026年5月TOP20出港国际/地区航班量及其恢复率



数据口径：国际出港航班，单程，恢复率=当期航班量-2019年同期航班量

资料来源：Wind，公司公告，国家移民管理局，航班管家，携程，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

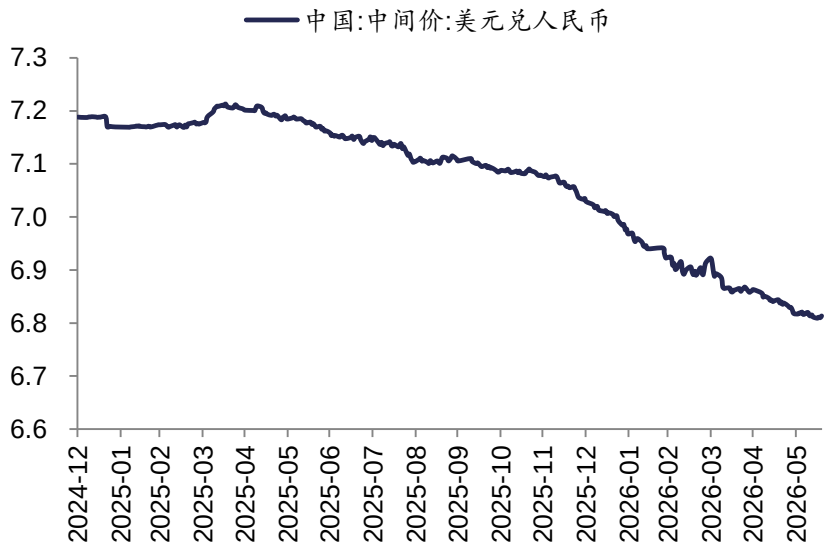
布油暴涨后已跌破80美元，人民币加速升值

- **油价：**2025年航空煤油均价同比下跌9%。26年5月国内航煤价格9768元/吨，环比15%，同比+86%。
- **汇率升值贡献汇兑收益：**25Q4人民币兑美元汇率较Q3末升值1.1%，25全年升值2.2%。

图：布伦特原油期货结算价走势（美元/桶）



图：美元兑人民币汇率



表：2025年票价、油价、汇率静态弹性（亿元）-均扣税

	票价上涨1%驱动净利润增加	油价下跌10%驱动净利润增加	人民币升值1%驱动净利润增加
国航	11.8	40.3	1.8
南航	11.6	41.2	2.9
东航	9.5	34.1	1.8
春秋	1.6	4.6	0.0
吉祥	1.5	3.6	0.4
华夏	0.7	1.8	0.3

资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中国国航：业绩弹性测算

➢ 基于2025年末公司预期机队规模，测算2025年在不同裸票价同比涨幅、油价水平上的**扣汇净利润**，结果如下表，核心假设：

- 1）客座率取2019年、2024年较高值；2）基于25年机队利用率进一步恢复，假设25年单位ASK非油成本同比小幅下降；3）按照25%税率征收所得税。

表：中国国航扣汇净利润弹性测算（亿元）

		含燃油票价（较24年）										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
油价（ICE布油，美元/桶）	40	128	139	151	163	175	186	198	210	222	233	245
	45	106	118	130	142	153	165	177	189	200	212	224
	50	85	97	109	121	132	144	156	168	179	191	203
	55	64	76	88	100	111	123	135	147	158	170	182
	60	43	55	67	78	90	102	114	125	137	149	161
	65	22	34	46	57	69	81	93	104	116	128	140
	70	1	13	25	36	48	60	72	83	95	107	119
	75	-20	-8	3	15	27	39	50	62	74	86	97

资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

南方航空：业绩弹性测算

国金证券 SINOLINK SECURITIES

➢ 基于2025年末公司预期机队规模，测算2025年在不同裸票价同比涨幅、油价水平上的**扣汇净利润**，结果如下表，核心假设：

- 1）客座率取2019年、2024年较高值；2）基于25年机队利用率进一步恢复，假设25年单位ASK非油成本同比小幅下降；3）按照25%税率征收所得税。

表：南方航空扣汇净利润弹性测算（亿元）

	含燃油票价（较24年）										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
油价（ICE布油，美元/桶）	40	150	162	174	185	197	208	220	232	243	255	266
	45	128	140	151	163	175	186	198	209	221	233	244
	50	106	118	129	141	153	164	176	187	199	211	222
	55	84	96	107	119	130	142	154	165	177	188	200
	60	62	74	85	97	108	120	132	143	155	166	178
	65	40	51	63	75	86	98	109	121	133	144	156
	70	18	29	41	53	64	76	87	99	111	122	134
	75	-4	7	19	30	42	54	65	77	88	100	112

资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

中国东航：业绩弹性测算

- 基于2025年末公司预期机队规模，测算2025年在不同裸票价同比涨幅、油价水平上的**扣汇净利润**，结果如下表，核心假设：

- 1）客座率取2019年、2024年较高值；2）基于25年机队利用率进一步恢复，假设25年单位ASK非油成本同比小幅下降；3）按照25%税率征收所得税。

表：中国东航扣汇净利润弹性测算（亿元）

		含燃油票价（较24年）										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
油价（ICE布油，美元/桶）	40	86	95	105	114	124	133	143	152	162	171	181
	45	68	77	87	96	106	115	125	134	144	153	163
	50	50	59	69	78	88	97	107	116	126	135	145
	55	32	41	51	60	70	79	89	98	108	117	127
	60	14	23	33	42	52	61	71	80	90	99	109
	65	-4	5	15	24	34	43	53	62	72	81	91
	70	-22	-13	-3	6	16	25	35	44	54	63	73
	75	-40	-31	-21	-12	-2	7	17	26	36	45	55

资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

吉祥航空：业绩弹性测算

国金证券 SINOLINK SECURITIES

➢ 基于2025年末公司预期机队规模，测算2025年在不同裸票价同比涨幅、油价水平上的**扣汇净利润**，结果如下表，核心假设：

- 1）客座率取2019年、2024年较高值；2）基于25年机队利用率进一步恢复，假设25年单位ASK非油成本同比小幅下降；3）按照25%税率征收所得税。

表：吉祥航空扣汇净利润弹性测算（亿元）

	含燃油票价（较24年）										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
油价（ICE布油，美元/桶）	40	25	26	28	30	31	33	34	36	38	39	41
	45	22	24	25	27	28	30	32	33	35	37	38
	50	19	21	23	24	26	27	29	31	32	34	36
	55	17	18	20	22	23	25	26	28	30	31	33
	60	14	16	17	19	20	22	24	25	27	29	30
	65	11	13	15	16	18	19	21	23	24	26	28
	70	9	10	12	13	15	17	18	20	22	23	25
	75	6	8	9	11	12	14	16	17	19	21	22

资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

春秋航空：业绩弹性测算

➢ 基于2025年末公司预期机队规模，测算2025年在不同裸票价同比涨幅、油价水平上的**扣汇净利润**，结果如下表，核心假设：

- 1）客座率取2019年、2024年较高值；2）基于25年机队利用率进一步恢复，假设25年单位ASK非油成本同比小幅下降；3）按照25%税率征收所得税。

表：春秋航空扣汇净利润弹性测算（亿元）

	含燃油票价（较24年）										
		-5%	-4%	-3%	-2%	-1%	0%	1%	2%	3%	4%	5%
油价（ICE布油，美元/桶）	40	34	35	37	38	40	41	43	44	46	47	49
	45	31	33	34	36	37	39	40	42	43	45	46
	50	29	30	32	33	35	36	38	39	41	42	44
	55	26	28	29	31	32	34	35	37	38	40	41
	60	24	25	27	28	30	31	33	34	36	37	39
	65	21	23	24	26	27	29	30	32	34	35	37
	70	19	21	22	24	25	27	28	30	31	33	34
	75	17	18	20	21	23	24	26	27	29	30	32

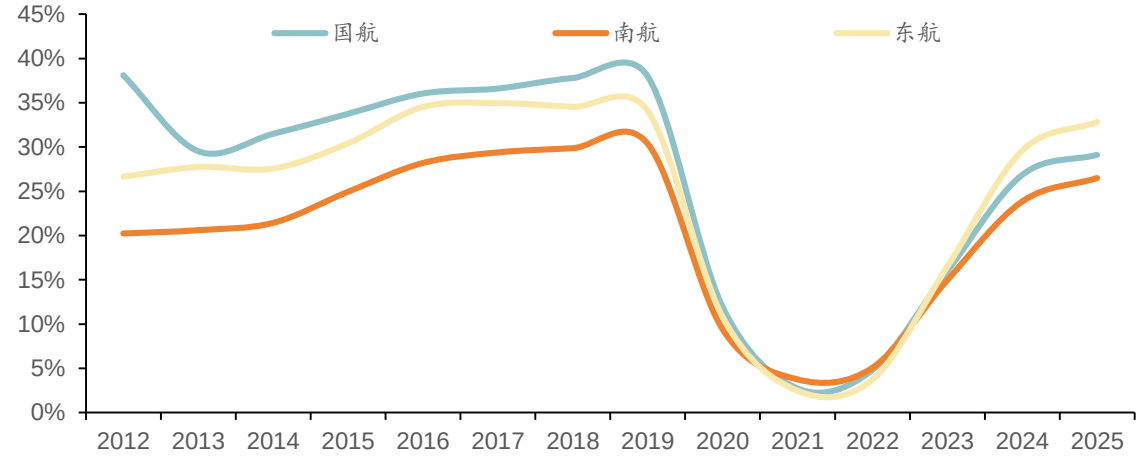
资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

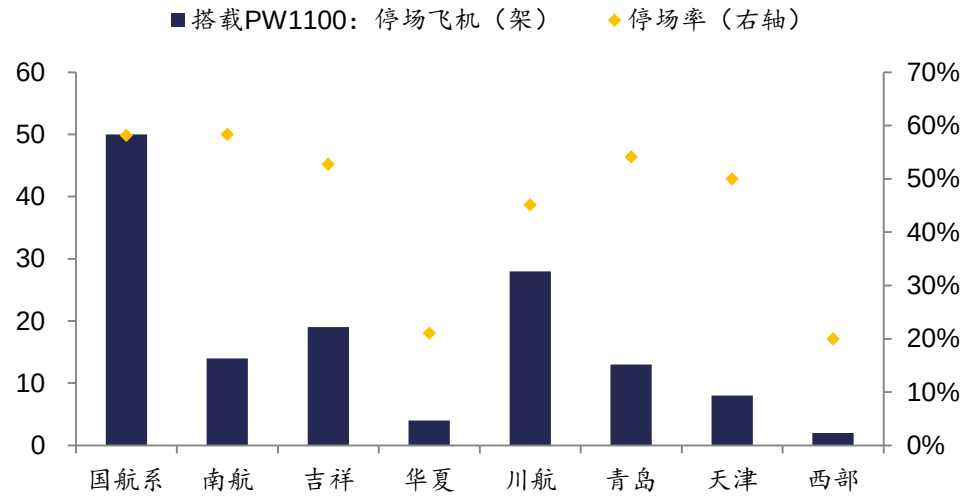
投资建议：东航/国航/南航

三大航我们认为当前阶段是受益于油价的高弹性进攻品种，综合来看，东航国际航线投入占比反超国航、南航，当前东航国际航线客座率为三大航最高，且东航无搭载PW1100G型发动机飞机，同时，5月东航宣布回购5-10亿元。因此，三大航我们推荐：国航、南航；建议关注：东航。

图：三大航国际运力投入占比



图：各家航司搭载PW1100G飞机及停场率



图：25年夏秋航季，占自身国际运力份额

	国航	南航	东航	春秋	吉祥
亚洲	79%	86%	82%	100%	92%
日本	23%	13%	22%	57%	63%
泰国	11%	9%	13%	21%	6%
韩国	16%	11%	15%	15%	2%
欧洲	17%	6%	11%	0%	8%
美国	1%	1%	1%	0%	0%
大洋洲	1%	6%	5%	0%	0%
其他	1%	1%	1%	0%	0%

资料来源：Wind，航班管家，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

投资建议：春秋/吉祥/华夏

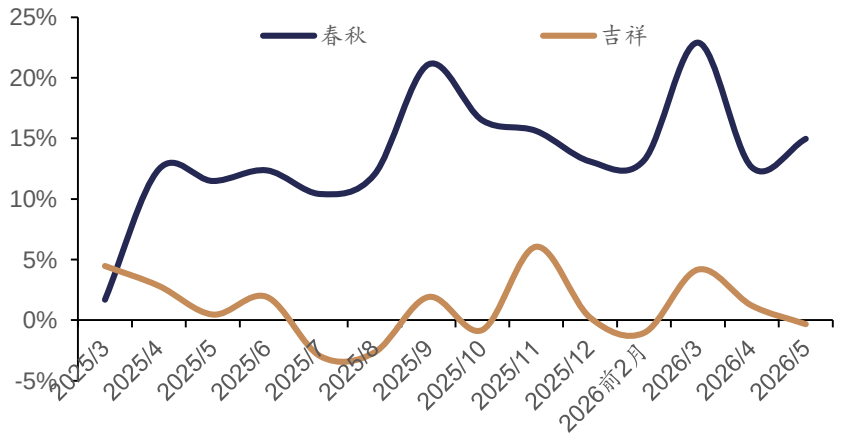
高确定性低估值推荐：

春秋航空–高油价受损最少、经营alpha显著；

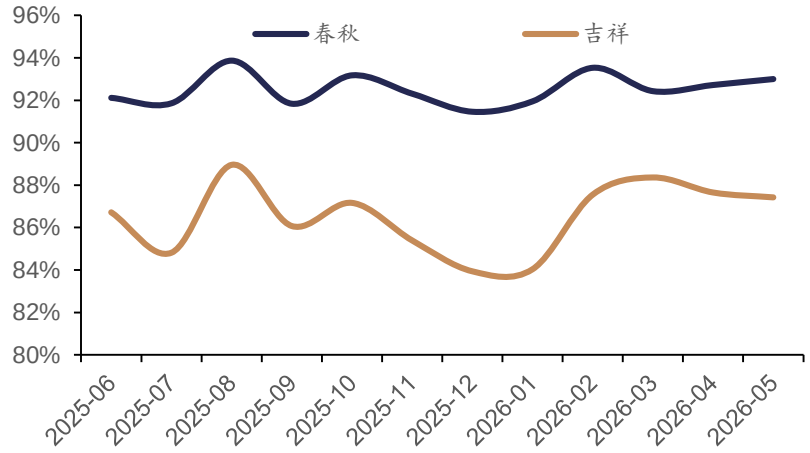
吉祥航空–单机市值分位数仅l%；

建议关注：华夏航空–旅游客占比高、旅游客相比商务客需求韧性强。

图：春秋吉祥月度ASK同比数据



图：春秋吉祥月度客座率比较



资料来源：Wind，公司公告，国金证券研究所

下载日志已记录，仅供内部参考

风险提示

(1) **需求不及预期**：若出行需求不及预期，将影响航司、机场收入，影响业绩恢复节奏。

(2) **油价大幅上涨**：燃油是航司的重要成本项，若油价大幅上涨，将导致航司成本大幅上涨，影响业绩表现。

(3) **汇率大幅波动风险**：航司外币敞口普遍较大，若人民币汇率大幅波动，将产生明显汇兑损益，影响业绩表现。

下载日志已记录，仅供内部参考

特别声明

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

下载日志已记录，仅供内部参考

获取更多研究服务，欢迎访问国金研究小程序

国金证券 SINOLINK SECURITIES



国金证券 SINOLINK SECURITIES

最 新 研 报

会 议 路 演

研 究 专 题