仅供内部参考，请勿外传！

行业评级：看好（维持）

证券研究报告|行业专题报告

交通运输

2026年7月3日

华源证券 HUAYUAN SECURITIES

周期插曲，否极泰来

--伊朗局势下航空复盘

证券分析师
姓名：孙延
资格编号：S1350524050003
邮箱:sunyan01@huayuanstock.com

证券分析师
姓名：曾智星
资格编号：S1350524120008
邮箱:zengzhixing@huayuanstock.com

证券分析师
姓名：王惠武
资格编号：S1350524060001
邮箱:wanghuiwu@huayuanstock.com

证券分析师
姓名：张付哲
资格编号：S1350525070001
邮箱：zhangfuzhe@huayuanstock.com

请务必仔细阅读正文之后的评级说明和重要声明

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 地缘：烈度降级，布局机会
2. 供给：历史变局，约束增强
3. 需求：内生上行，增量可期
4. 市场：回调充分，历史低位
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

原油+裂解价差双重飙升（影响）

油价随美伊冲突烈度高位变动

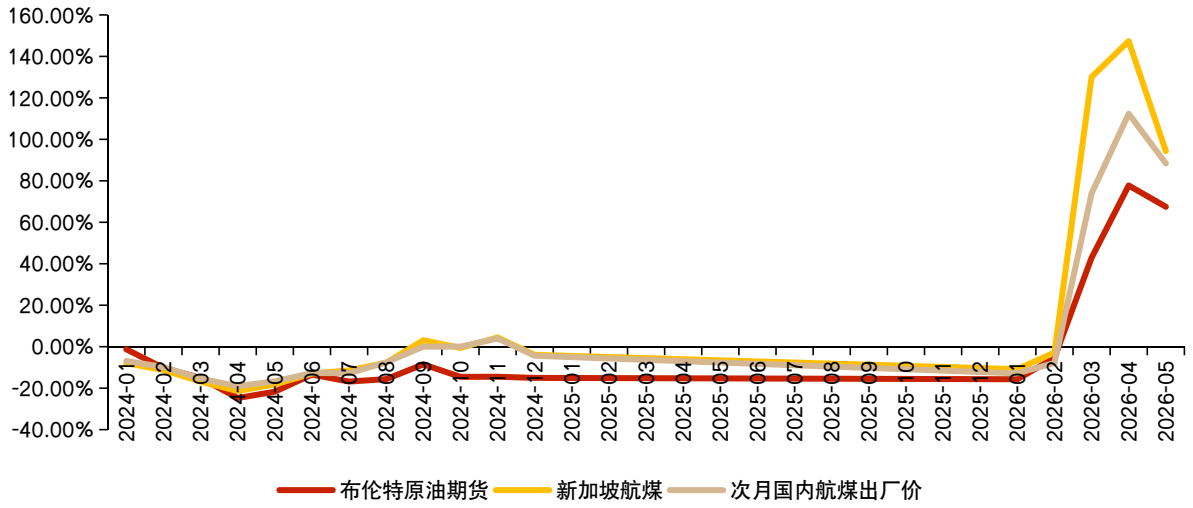
今年2月底冲突爆发后，3月双方战事全面爆发，布油期货同比+43%、环比+46%；新加坡航煤现货则因恐慌情绪、炼厂产能等影响，急速飙升，同比+130%、环比+120%，升幅约布油期货的3倍，裂解价差达到历史峰值、92美元/桶。

4月双方边打边谈，但谈判并不理想，导致和谈低于市场预期，布油期货继续走高，同比+78%、环比+16%；新加坡航煤现货继续维持高位，同比+147%、环比+1.9%，布油环比升幅高于航煤、裂解价差收窄至80美元/桶。

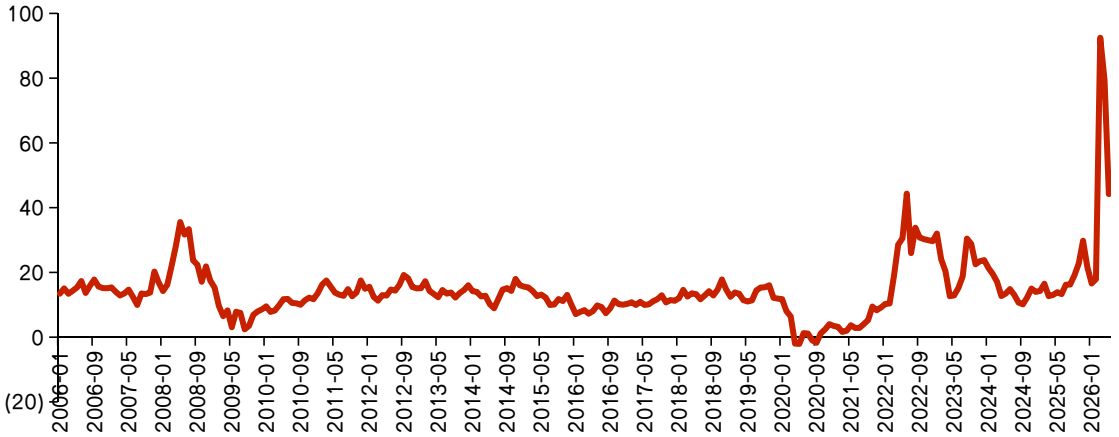
5月虽冲突有反复、但烈度降温，呈现“以打促谈”趋势，布油期货同比+68%、环比-11%，新加坡航煤同比+94%、环比-24%，或因恐慌情绪缓解、炼厂产能改善等因素、裂解价差大幅回落、收窄至44美元/桶。

5月底以来至目前、双方谈判意愿更强、局势虽然进展有限，但冲突烈度进一步降低。若这一趋势延续，当下航空或迎来底部反转的布局时机。

图表：布油、航煤、次月国内航煤出厂价同比



图表：2006年以来原油与航煤裂解价差（美元/桶）

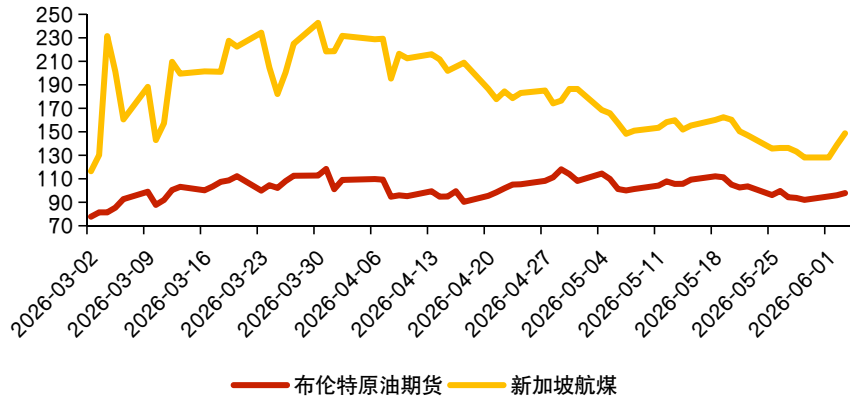


资料来源：iFind，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

原油+裂解价差双重飙升（推演）

图表：3月以来布伦特原油期货及新加坡航煤价格（美元/桶）



图表：3-5月油价及4-6月国内航空煤油出厂价（截至6月4日）

	3月	4月	5月
布伦特原油（美元/桶）	103.7	120.4	103.7
yoy	42.9%	77.7%	62.0%
新加坡航煤（美元/桶）	196.2	199.8	152.7
yoy	130.1%	147.4%	95.6%
次月国内出厂价（元/吨）	9742	11435	*9738*
yoy	73.9%	112.3%	*88.4%*
国内补偿幅度	56.2%	35.0%	7.2%

油价对航司用油成本影响要点及测算

国内航煤以上一个月新加坡航煤价格为采价区间、因此3-5月国际油价反映在4-6月国内航司用油成本上。

尽管国际线随国际油价，但国际线加油量占比低，以2025年国航情况看，实际用油单价（航油成本/用油量）为5592元/吨、2025年平均国内航煤出厂价为5658元/吨，国内出厂价可以近似为航司实际用油成本。

油价高企导致航司削减盈利能力差的航班，2026年4月，国航ATK同比-0.7%、远低于2026Q1水平（6.4%），一定程度上控制了用油量。而5月至今，航班削减幅度较4月更高，我们预计5、6月ATK同比降幅分别达5%、10%。

据此，我们以国航为例，测算Q2航油成本预计为211亿元，同比增加95亿元。

航司通过票价、燃油附加传导了部分油价成本，4月以来，机票价格显著上涨，以国航2025Q2营收407亿元，我们测算油价成本的增长需要23%的收入增幅对冲，即每少增1%、税前亏损同比增加4亿元。

图表：国航二季度用油成本测算

	ATK（百万）	估算油耗（万吨）	航油出厂价（元/吨）	航油成本（亿元）
2025-04	3687	71.6	5602	40.1
2025-05	3794	73.7	5385	39.7
2025-06	3614	70.2	5169	36.3
		Q2合计		116.1
2026-04	3663	71.2	9742	69.3
2026-05	3604	70.0	11435	80.1
2026-06	3253	63.2	9738	61.5
		Q2合计		210.9
		Q2航油成本净增加		**94.8**

资料来源：iFind、中国国航公司公告，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 地缘：烈度降级，布局机会
2. 供给：历史变局，约束增强
3. 需求：内生上行，增量可期
4. 市场：回调充分，历史低位
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

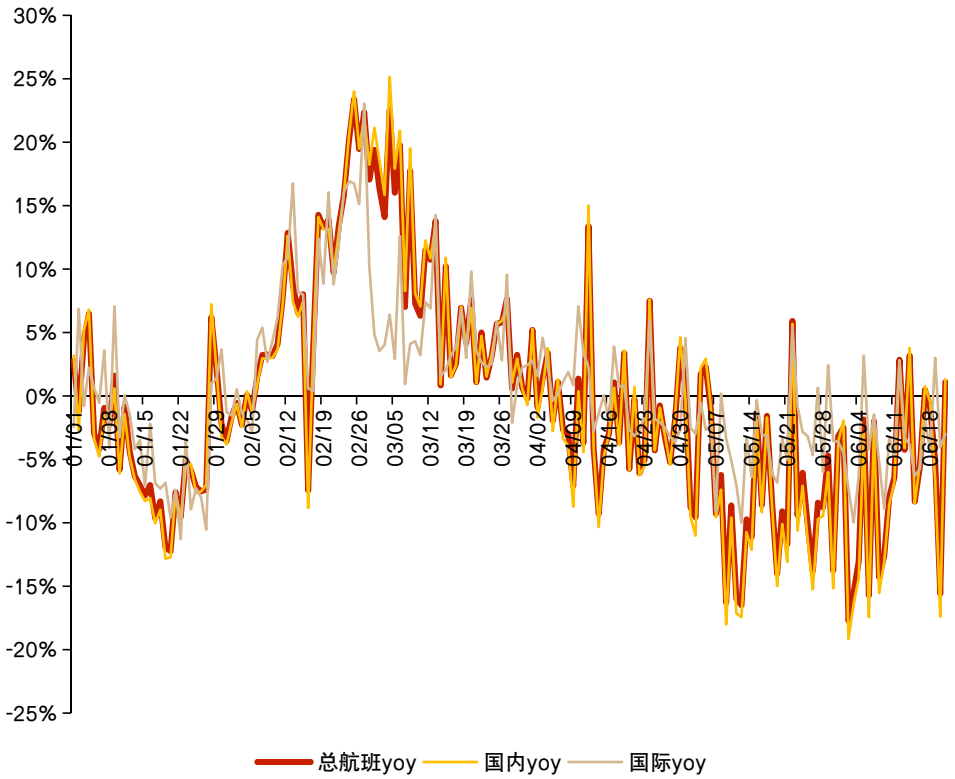
供给变局：Q2运力投放收缩

供给变局：航班大缩量

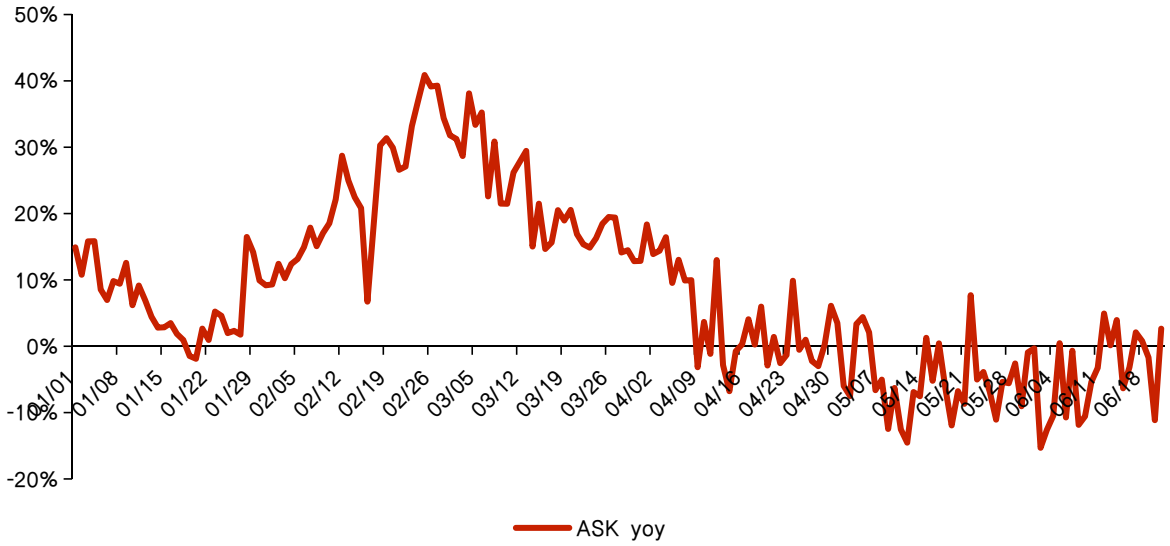
高油价与淡季影响，导致4月以来行业供给明显收缩、且趋势在加剧。总航班量4月、5月、6月ytd(截至6月21日）分别-1.3%、-7.5%、-6.8%；其中国内降幅远远大于国际。国内航班4月、5月、6月ytd分别-1.5%、-8.3%、-7.4%。国际航班量4月、5月、6月ytd分别+0.2%、-3.1%、-3.8%。

ASK方面，4月、5月、6月ytd分别3.8%、-4.8%、-4.3%，月度供给大收缩。

图表：今年以来航班量yoy



图表：今年以来ASK yoy



资料来源：iFind、航班管家，华源证券研究

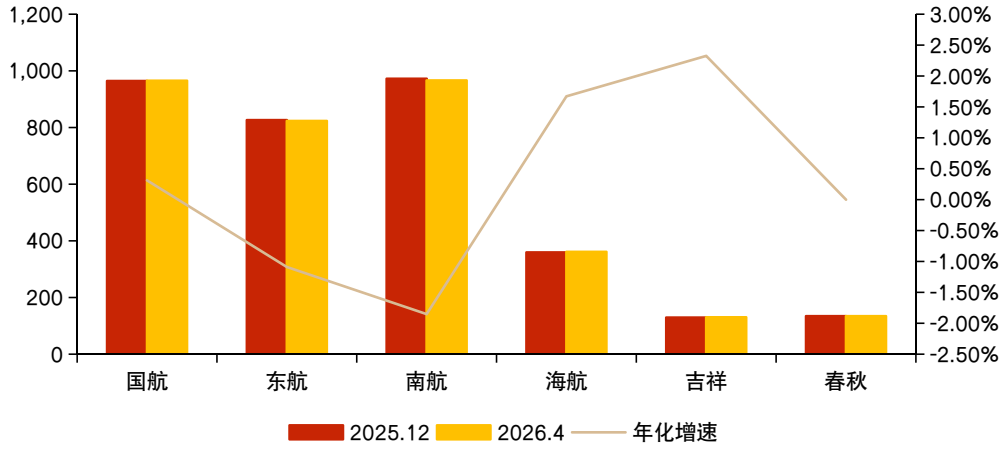
仅供内部参考，请勿外传！

供给变局：1-4月国内6家上市航司机队同比负增长

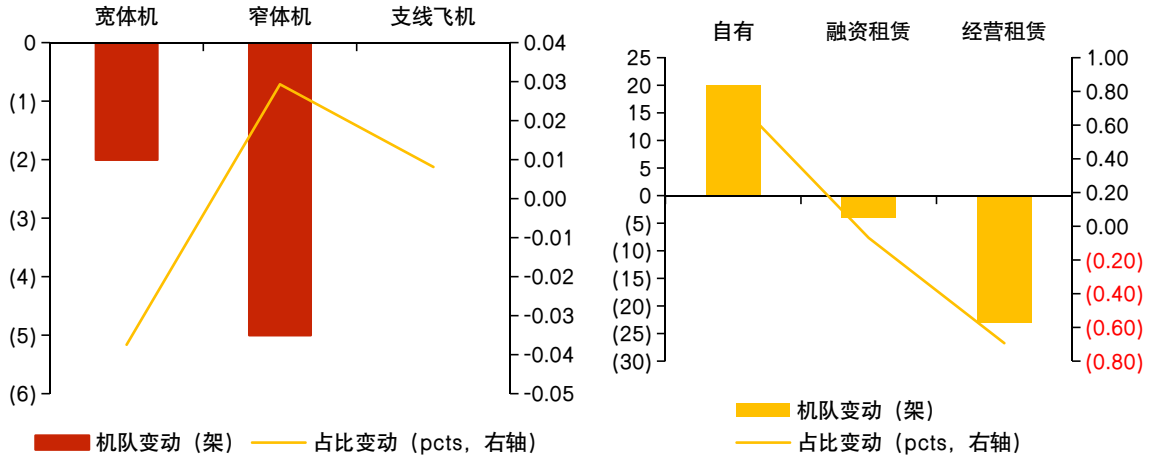
1-4月，国内6家上市航司机队负增长

截至4月，6家上市航司机队合计净退出5架、年化增速-0.44%，如果全年维持这一水平，将是中国民航市场化改革以来，首个机队负增长年份。

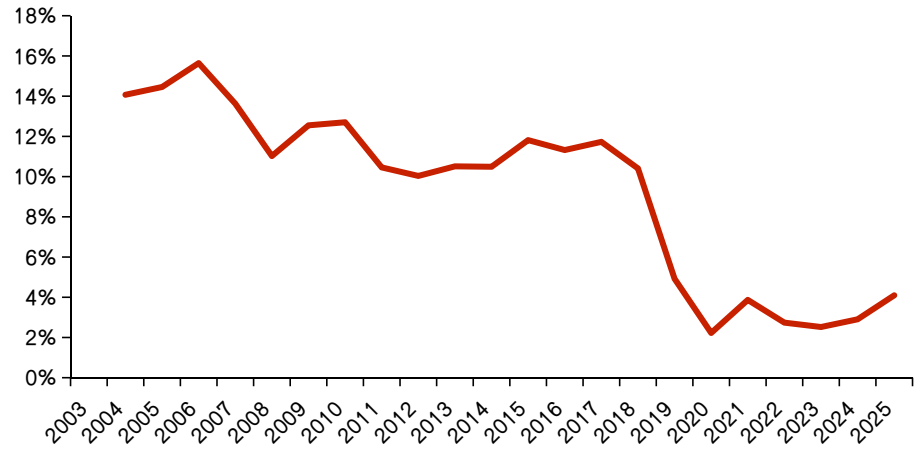
图表：25年底&26年4月上市航司机队（架）及年化增速（右轴）



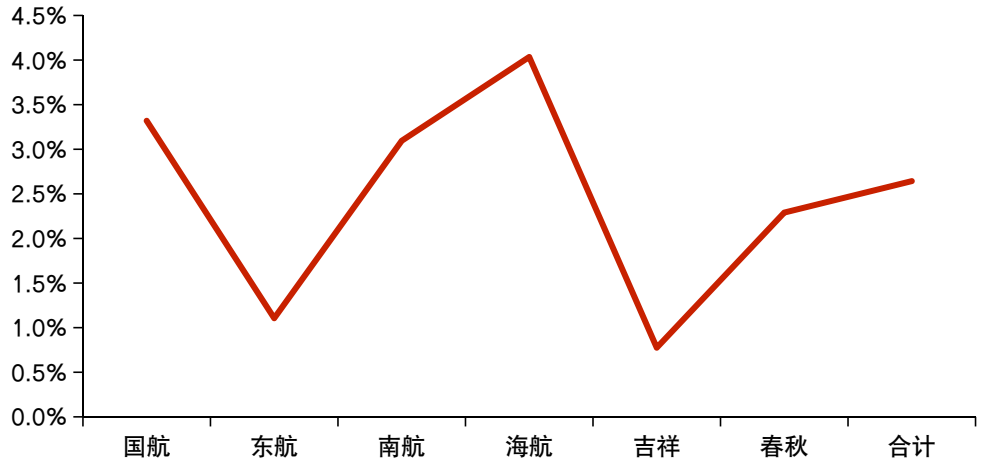
图表：26年4月相较年初分机型/引进方式看5家上市航司（除海航外）机队变动



图表：2003年以来国内行业机队年增速



图表：2026年4月，6家上市航司机队同比增速



资料来源：民航局、iFind、各公司公告，华源证券研究

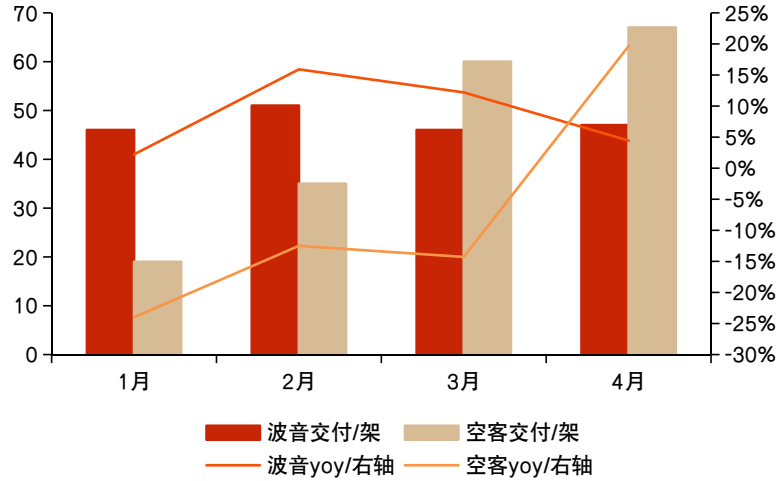
仅供内部参考，请勿外传！

供给变局：低交付+高停场强化供给约束

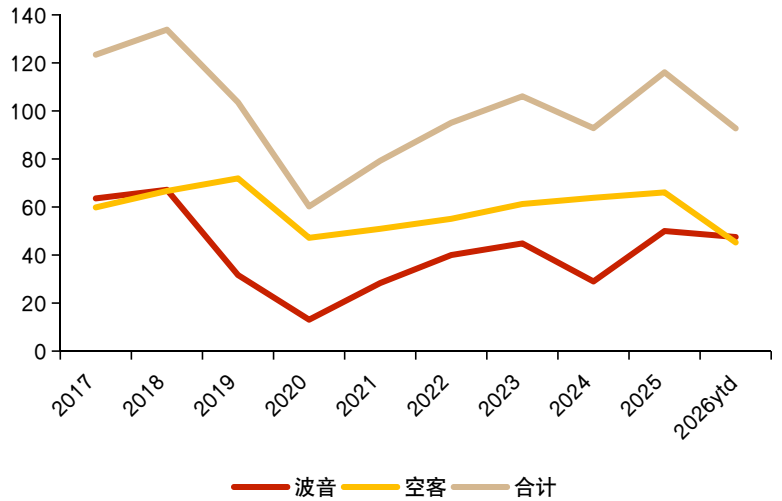
1-4月，波音、空客交付迟缓

波音、空客仍陷供应链紧张，困境难以有效缓解。1-4月，波音、空客全球合计交付371架，同比+1.4%，月均93架，为2022年以来的低位，即便下半年产能提升、预计全年交付增长仍受限。

图表：2026年1-4月波音、空客交付情况



图表：波音、空客及合计月均交付飞机（架）

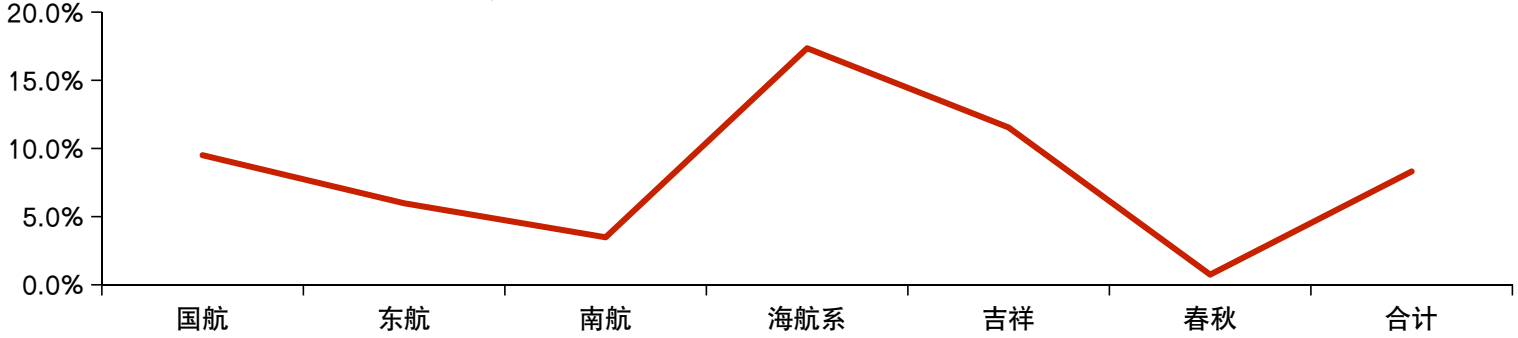


（说明：2026年数据为1-4月。）

停场率维持高位

由于发动机问题、削减航班主动停场，截至6/3、6家航司合计停场率8.3%。

图表：截至6月3日，各航司机队停场率情况



资料来源：波音、空客官网，planespotters，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

供给变局：结构变化显著

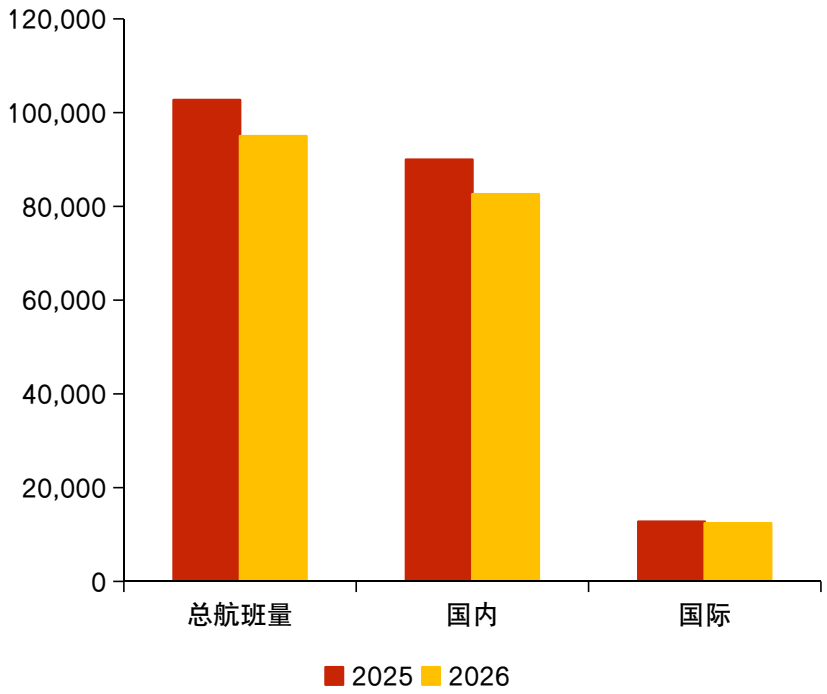
国际线占比提升0.6pct

以第22周航班量数据看，总航班缩量下，国际航班占比提升，从2025年的12.4%提升至2026年的13%（比较口径下同）。

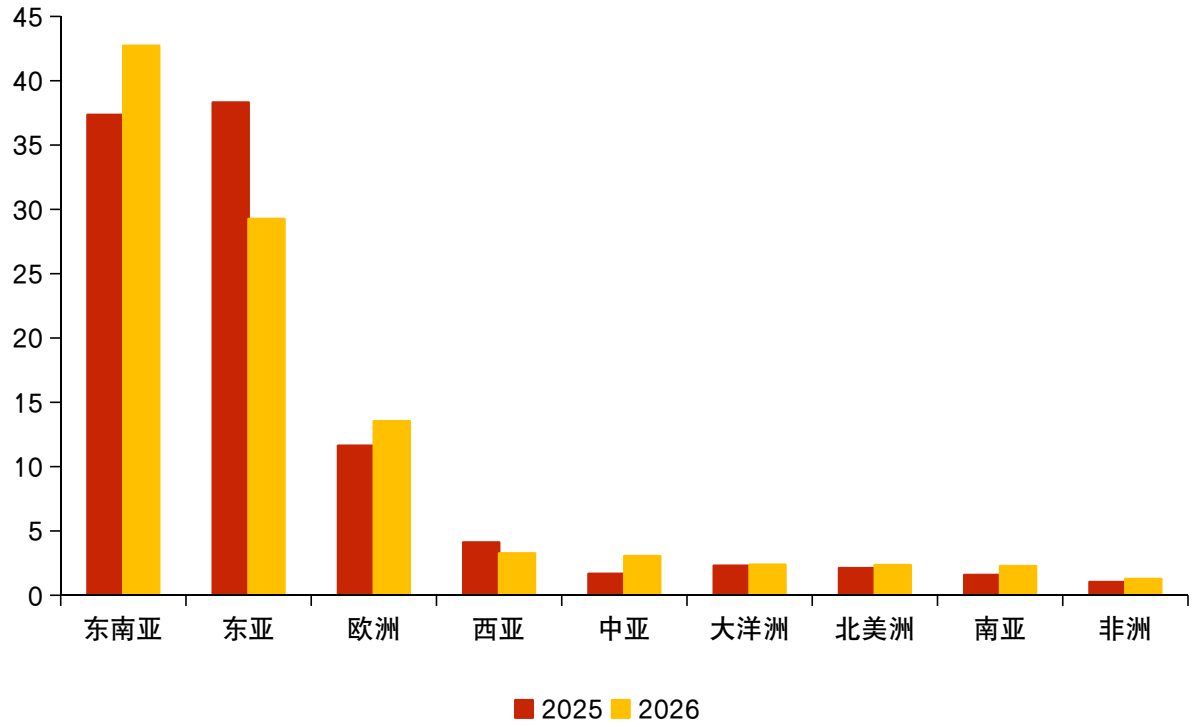
供给侧驱动东南亚占比提升、需求侧欧洲占比提升

以第22周航班量数据看，国际线区域结构变动更为剧烈。受中日关系恶化影响，东亚航班量占国际线从38.3%滑落至29.3%；减少的航班主要转投放至东南亚、叠加过去东南亚出行安全影响有所淡化，东南亚占比从37.3%提升至42.7%、取代东亚成为第一大国际市场；中东地区航班取消、加上中国航司飞越俄罗斯领空的出行成本、时间优势，欧洲航班是所有国际区域中除东南亚外提升最大的，从11.6%升至13.5%；中亚、非洲等一带一路市场占比提升；南亚则受益于今年以来印度航班复航，占比从1.6%提升至2.3%；北美作为盈利重点区域，仍维持较低水平、占比略有提升。其中，部分航线占比提升受益于国际航班总量的收缩、而取消的航班主要集中于日本航线上。

图表：2025/2026 第22周航班量比较（班）



图表：2025/2026 第22周国际线航班量结构比较（%）



资料来源：航班管家，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 地缘：烈度降级，布局机会
2. 供给：历史变局，约束增强
3. 需求：内生上行，增量可期
4. 市场：回调充分，历史低位
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

需求边际：外部冲击阻断量价齐升

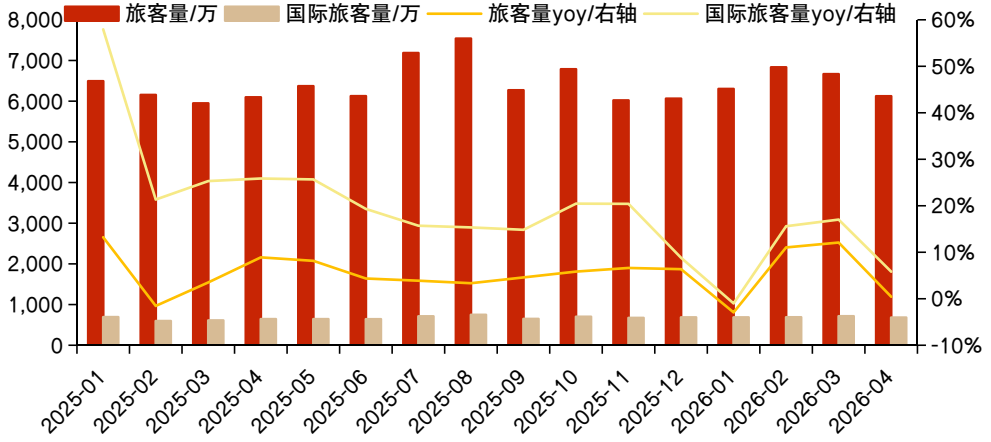
伊朗局势前：量价齐升

量：2026一季度，行业旅客量持续增长、达1.98亿人，同比+6.5%；国际线旅客量继续保持高增速、达2082万人，同比+10%。

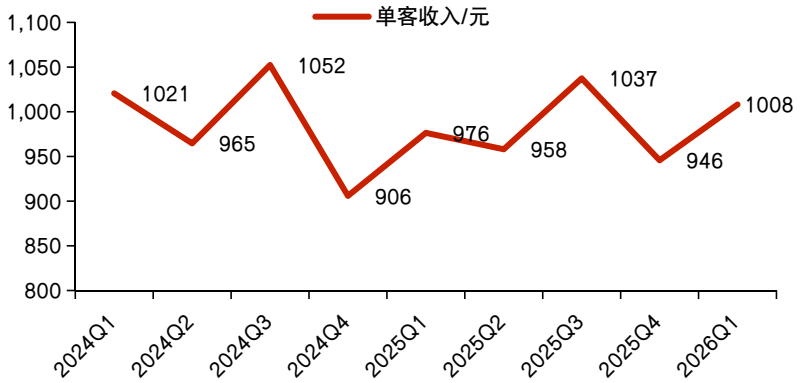
价：2026一季度，七家上市公司平均单客收入1008元，同比+3.25%

行业不受外部重大干扰下，呈现量价齐升趋势。

图表：2025年以来月旅客量及同比



图表：2024年以来7家上市航司每季度平均单客收入



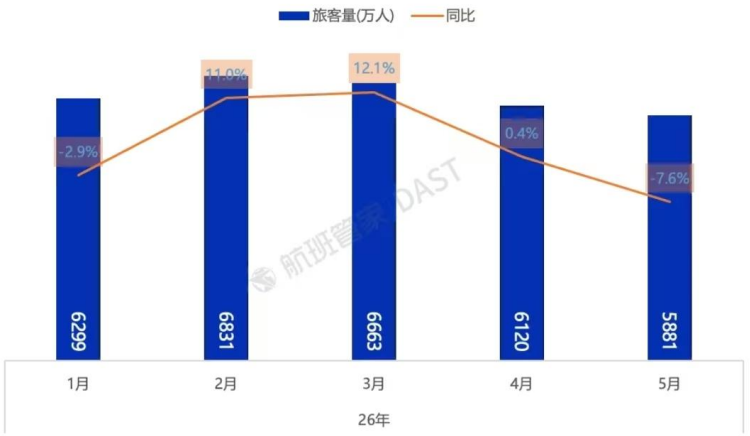
伊朗局势下需求变化

量：油价飙升传导至票价，导致4-5月旅客量增长趋势中断，据航班管家4、5月旅客量分别同比+0.4%、-7.6%。

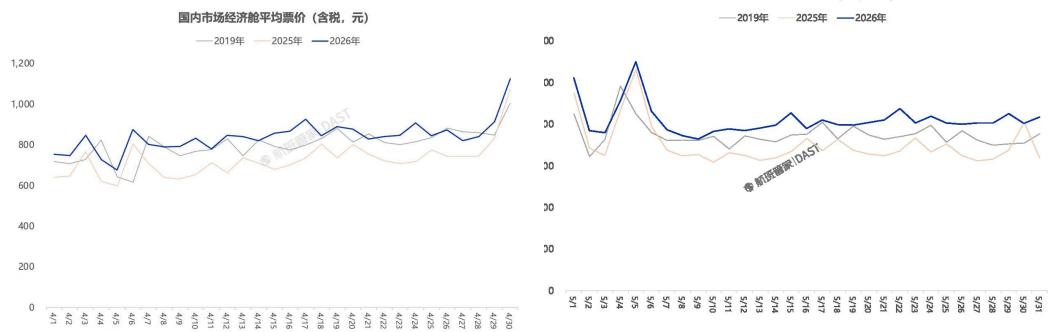
价：国内经济舱方面，据航班管家，4、5月含税价同比分别+16%、+17.3%。

油价大涨压制需求表现。

图表：2026年1-5月民航旅客量



图表：2026年4月和5月国内经济舱平均票价



资料来源：iFind、各公司公告、航班管家，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

需求边际：商务从低迷中复苏

2026差旅支出有望高增，或支撑商务客群底部反弹

据GBTA，2025、2026年中国商务旅行支出预计分别同比+2.2%、+9.3%，2025年增速是近几年低谷，这与2025年航空商务出行表现一致；2026年在2025年低基数上有望实现大幅增长。

国内十大商务航线表现看，韧性显著强于国内整体：第20周，十大商务线航班量yoy3.8%（国内整体5月yoy-8.3%），反映航司在高成本下，运力向票价刚性、收益更高的航线集中；十大商务航线旅客量同比持平（国内整体5月yoy-7.6%）；十大商务航线客座率平均达88.7%，同比提升0.75pcts.

图表：GBTA《2019-2029年中国商务旅行支出》



注：由于市场变化，GBTA可能对部分往年数据进行校准。
如本图中，GBTA已将2019年中国商旅支出从4007校准为3817（亿美元），2020年中国商旅支出从2484校准为2238（亿美元）。

图表：2025/2026第20周国内十大商务航线表现对比

	航班量/班			旅客量/万			客座率		
	2025	2026	yoy	2025	2026	yoy	2025	2026	变动(pcts)
上海虹桥-深圳宝安	555	595	7.2%	12.8	13.1	2.3%	93.5%	94.6%	1.09
广州白云-上海虹桥	480	533	11.0%	11.1	11.5	3.9%	90.6%	90.9%	0.27
北京首都-上海虹桥	507	496	-2.2%	12.5	11.8	-5.4%	86.0%	85.1%	-0.90
北京首都-深圳宝安	385	386	0.3%	9.1	8.9	-1.2%	86.3%	89.5%	3.18
广州白云-北京大兴	336	352	4.8%	6.1	6.4	5.2%	81.8%	85.2%	3.39
北京大兴-深圳宝安	269	266	-1.1%	4.8	4.8	0.1%	89.6%	89.5%	-0.12
广州白云-北京首都	276	255	-7.6%	6.4	5.8	-9.4%	82.2%	86.1%	3.92
广州白云-上海浦东	208	236	13.5%	4.0	4.2	4.4%	87.6%	89.3%	1.64
上海浦东-深圳宝安	270	224	-17.0%	4.6	3.9	-16.1%	89.8%	92.1%	2.26
北京大兴-上海浦东	114	156	36.8%	1.9	2.6	33.9%	91.3%	87.1%	-4.24
北京首都-上海浦东	92	143	55.4%	1.7	2.5	44.9%	84.7%	85.5%	0.77
北京大兴-上海虹桥	151	138	-8.6%	2.9	2.4	-19.4%	92.0%	89.7%	-2.31
合计	3643	3780	3.8%	78.0	77.9	-0.1%	88.0%	88.7%	0.75

资料来源：GBTA、携程商旅、航班管家DAST、航旅新零售公众号，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

需求边际：国际线新市场崛起

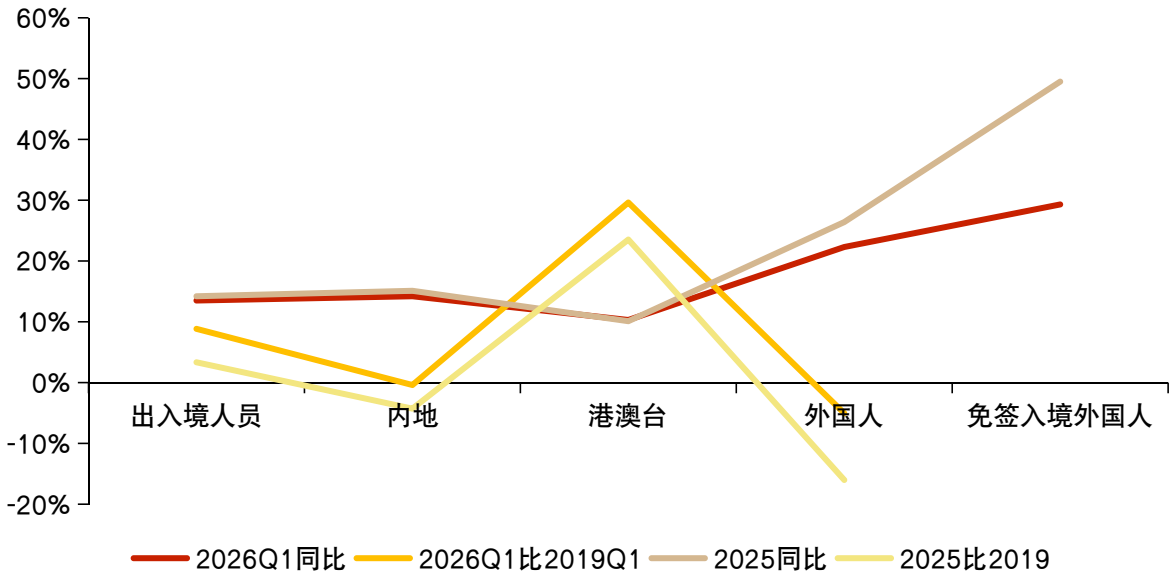
供给改善催生入境游

随着我国入境政策持续优化，“入境游”成为国际线新驱动。据国家移民局，2025年，我国出入境人次同比+14.2%、其中免签入境外国人同比+49.5%；2026Q1趋势延续，出入境人次同比+13.5%、免签入境外国人同比+29.3%。对比2019年看，内地居民出入境、总体外国人出入境等仍存在缺口，但2026Q1的差距已大幅缩小、接近2019年同期水平，预计有望维持高速增长。

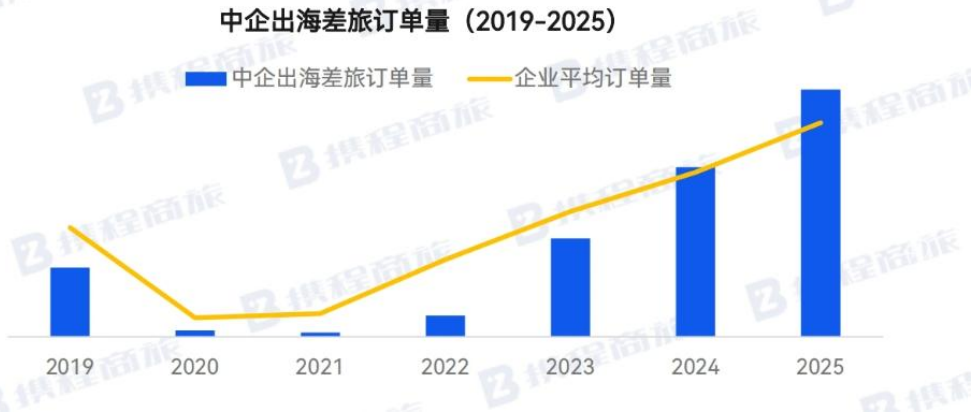
产业优势催生跨境差旅强劲增长

我国产业优势日益突出，2023年国际线恢复以来，跨境商旅需求高速增长，远超2019年同期。据携程商旅，2025年中企出海差旅订单量yoy+46%；2025年外企来华差旅订单量较2023年增长63%。跨境商旅有望成为航空未来重要增长点。

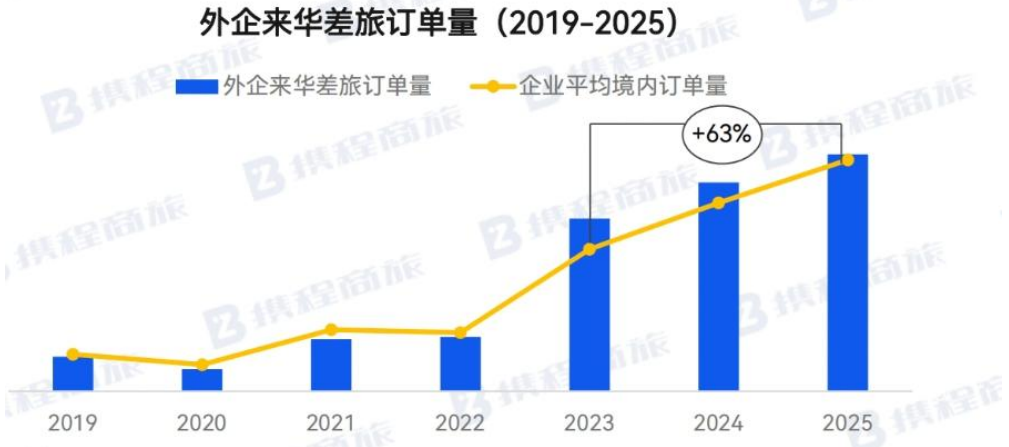
图表：2025、2026Q1我国出入境人次同比、比2019



图表：携程商旅“中企出海差旅订单量”趋势



图表：携程商旅“外企来华差旅订单量”趋势



资料来源：国家移民局、携程商旅，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 地缘：烈度降级，布局机会
2. 供给：历史变局，约束增强
3. 需求：内生上行，增量可期
4. 市场：回调充分，历史低位
5. 风险提示

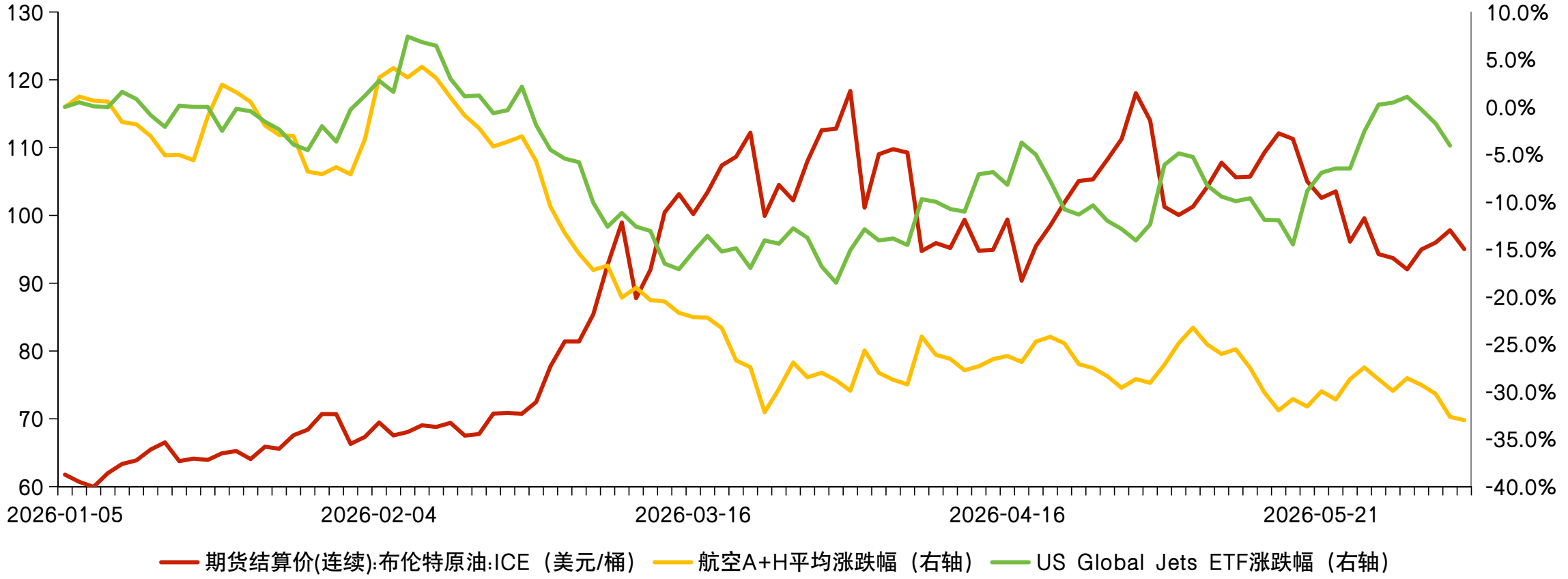
仅供内部参考，请勿外传！

市场：美股航空已收复冲突以来失地

对比美股航空：同样受到油价冲击，但美股已回升至美以伊冲突前水平，A/H股持续探底

以2026/01/05为基准日，对比布油、国内航空股、美国航空股市场表现：（1）国内航空指标：全部7家A股航司和3家H股航司总股本加权平均收盘价涨跌幅；（2）美国航空股：US Global Jets ETF涨跌幅。

图表：年初以来布油期货、美股航空、AH航空表现对比



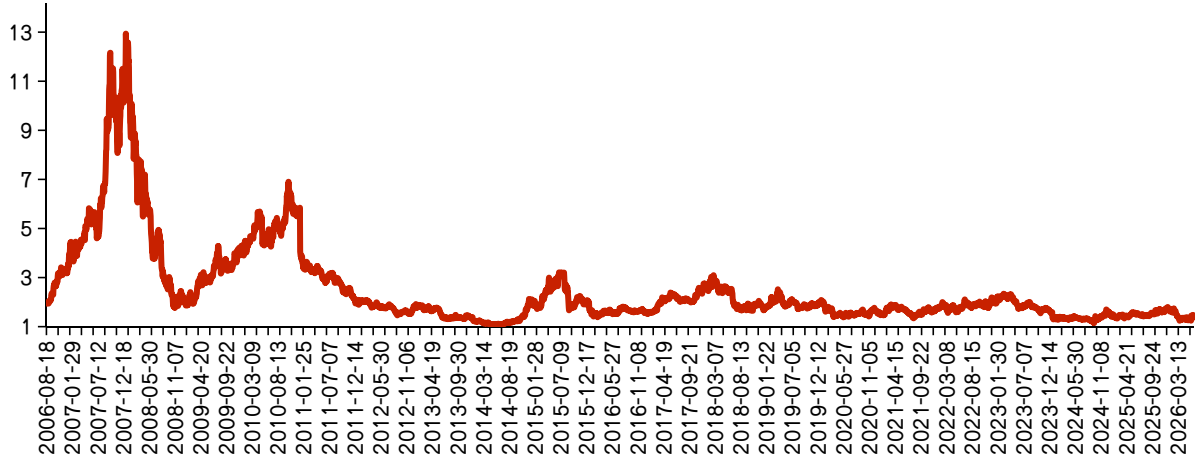
资料来源：iFind、英为财经，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

市场：7家航司单机市值水平（截至6月22日收盘价）

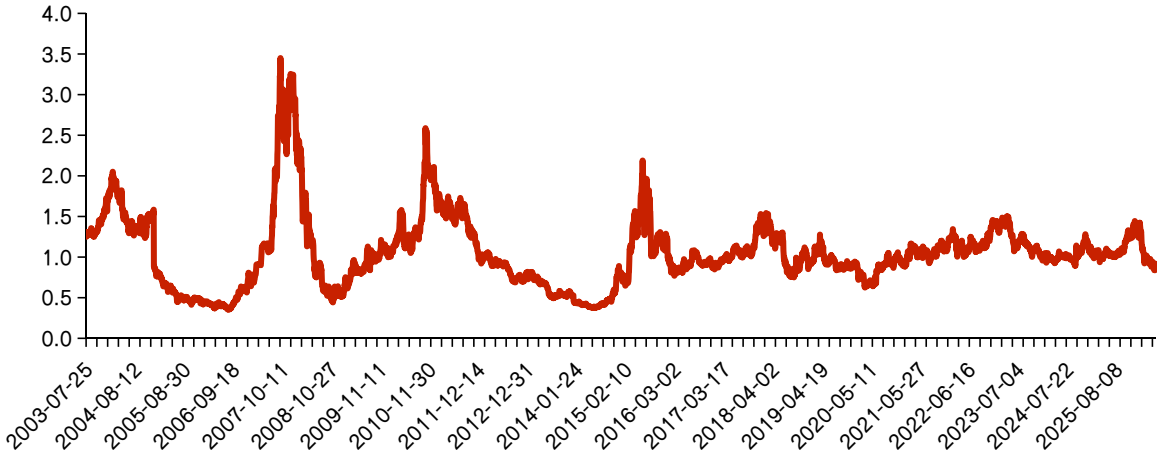
- 国航单机市值1.2亿元，历史分位12.47%。

图表：中国国航自2006年以来单机市值水平（亿/架）



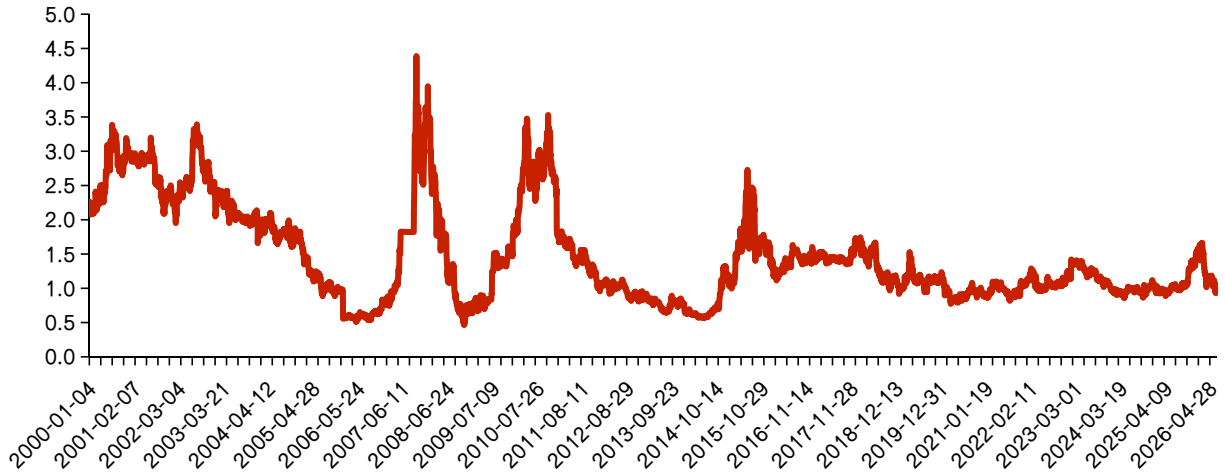
- 南航单机市值0.88亿元，历史分位31.44%。

图表：南方航空自2003年以来单机市值水平（亿/架）



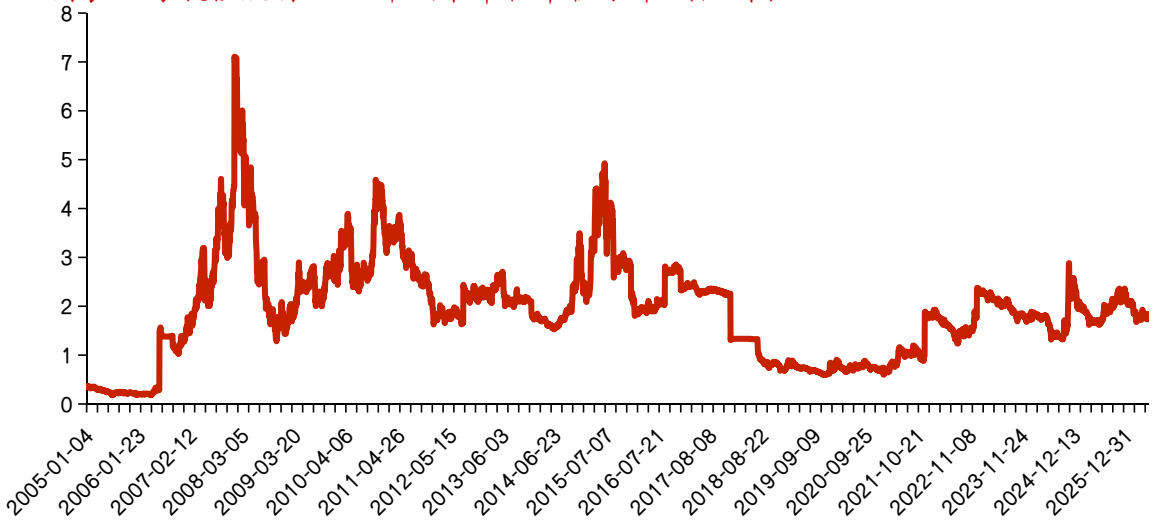
- 东航单机市值1亿元，历史分位28.53%。

图表：中国东航自2000年以来单机市值水平（亿/架）



- 海航单机市值1.73亿元，历史分位38.79%。

图表：海航控股自2005年以来单机市值水平（亿/架）



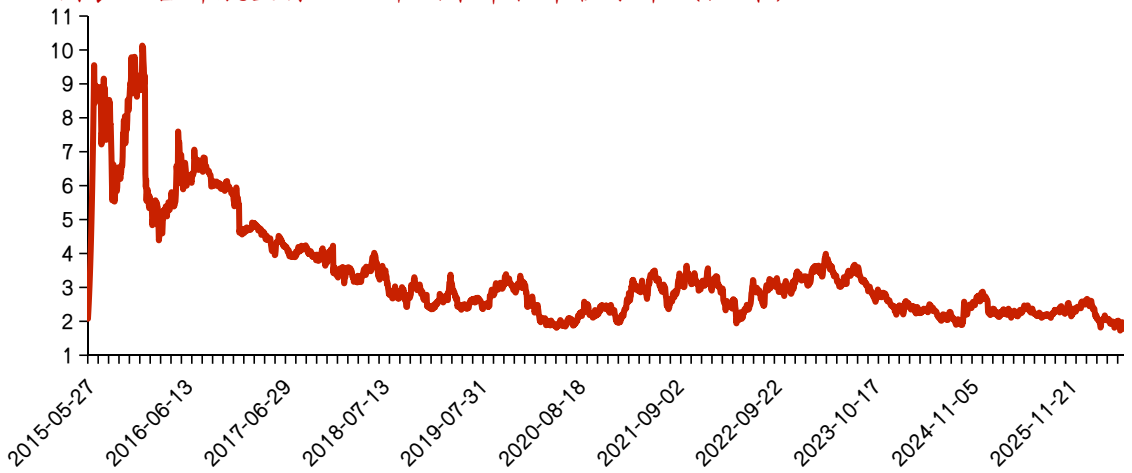
资料来源：iFind、各公司公告，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

市场：7家航司单机市值水平（截至6月22日收盘价）

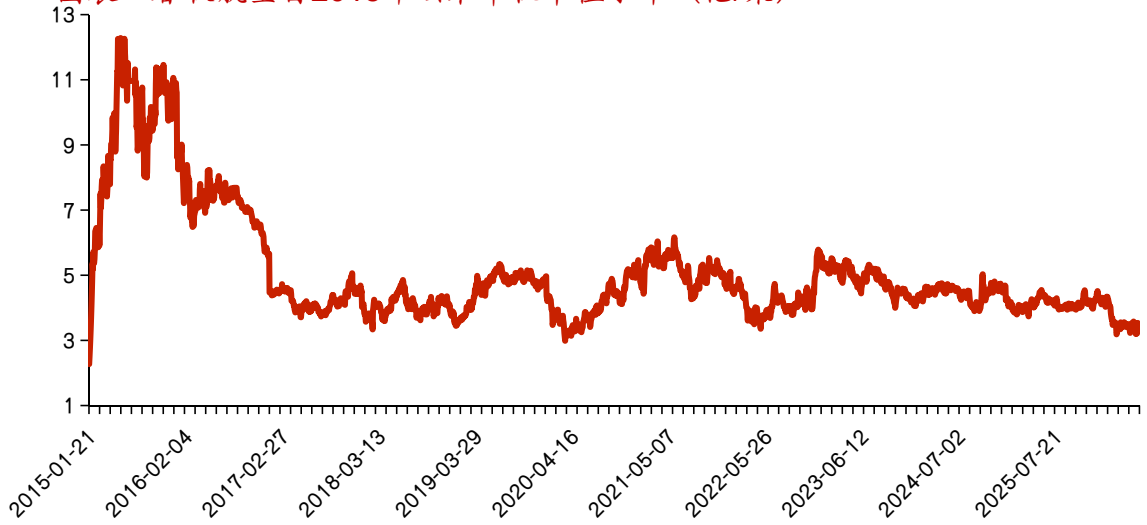
- 吉祥航空单机市值1.78亿元，历史分位0.03%。

图表：吉祥航空自2015年以来单机市值水平（亿/架）



- 春秋航空单机市值3.36亿元，历史分位2.1%。

图表：春秋航空自2015年以来单机市值水平（亿/架）



- 华夏航空单机市值1.14亿元，历史分位5.9%。

图表：华夏航空自2018年以来单机市值水平（亿/架）



资料来源：iFind、各公司公告，华源证券研究

仅供内部参考，请勿外传！

主要内容

1. 地缘：烈度降级，布局机会
2. 供给：历史变局，约束增强
3. 需求：内生上行，增量可期
4. 市场：回调充分，历史低位
5. 风险提示

仅供内部参考，请勿外传！

风险提示

- **客流增长不及预期。**航空需求受宏观经济、居民消费水平等因素影响，如出行客流增速下行，航司收入端承压。
- **国际航线恢复不及预期。**国际航线受到国际关系等多个非航司决策因素影响，如恢复不及预期，影响航司经营。
- **油价上涨。**航油成本是航司最主要成本项之一，如油价上涨，航司成本上行。
- **人民币汇率贬值。**航空公司具有较高美元负债敞口，如人民币汇率贬值，将削弱航司盈利能力。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明和重要声明

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与，也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，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作出邀请。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、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。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波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，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或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

仅供内部参考，请勿外传！

评级说明和重要声明

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司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。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%～20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%～+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数。

仅供内部参考，请勿外传！

華源証券

HUAYUAN SECURITIES