仅供内部参考，请勿外传

地缘不改中长逻辑，重视底部布局时机

——交通运输行业2026年秋期策略之【航空行业】

2026/ 09/ 01/

行业评级：增持

姓名：岳鑫（分析师）
邮箱：yuexin@gtht.com
电话：0755-23976758
证书编号：S0880514030006

姓名：陈亦凡（分析师）
邮箱：chenyifan2@gtht.com
电话：0755-23976151
证书编号：S0880526070009

仅供内部参考，请勿外传

投资要点（行业评级：增持）

01

地缘冲突油价高企，不改中国航空长逻辑

- “十二五”中国民航空域时刻瓶颈凸显且持续，“十三五”局方严控干线时刻增长，“十四五”票价市场化且机队增速显著放缓
- “十五五”供给进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长。2026Q1供需已恢复良好，油价回落将开启盈利上升且持续的超级周期

02

供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

- “十四五”机队规模增速已显著放缓，背后是空域时刻瓶颈凸显且持续，航司基于新飞机低回报预期而理性降低资本开支意愿
- “十五五”机队规划将保持低增，航司规模下单与飞机制造产能恢复不改规划，且客座率已高企，反内卷将进一步保障供给低增

03

需求：短期波动仍具韧性，不改稳健增长趋势

- 中国航空消费仍处初级阶段，航空需求（量×价）长期空间巨大。2026年春运需求旺盛，暑运需求短期波动仍具韧性
- “十五五”航空消费人口红利持续，消费提振与免签红利将继续保障航空需求继续稳健增长的中长期趋势

04

策略：把握底部机会，战略布局航空，维持增持

- 继续看好中国航空“超级周期”长逻辑。待油价回落，长逻辑演绎或将提供业绩估值双重空间，建议优选高品质航网
- 站在当下，航空股价处十年底部，地缘冲突油价高企提供重要的逆向布局时机，建议战略布局增持航空
- 推荐中国国航、吉祥航空、中国东航、南方航空、春秋航空

05

风险提示：油价汇率风险，经济波动风险，增发摊薄风险，行业政策风险，安全事故风险等。

仅供内部参考，请勿外传

目录 / CONTENTS

01 地缘冲突油价高企，不改中国航空长逻辑

02 供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

03 需求：短期波动仍具韧性，不改稳健增长趋势

04 策略：把握底部机会，战略布局航空

05 风险提示

01 地缘冲突油价高企，不改中国航空长逻辑

仅供内部参考，请勿外传

01 地缘冲突油价高企，不改中国航空长逻辑

- 中国航空业是极少数具有长逻辑的周期行业——中国航空需求长期空间巨大，且拥有周期行业难得的长期供给瓶颈
- 十二五民航空域时刻瓶颈凸显且持续，十三五局方严控时刻增长并加速票价市场化，十四五票价实现市场化且机队增速显著放缓
- 中国航空“超级周期”长逻辑：待供需恢复至疫前，干线被票价上限管制长期压制的定价能力或将充分释放，且三四线过度增投对票价盈利的负向拖累亦将明显减弱，中国航司将迎来盈利中枢显著上升且可持续的“超级周期”

- 2026Q1供需已恢复良好，航司盈利恢复至接近疫前水平。“十五五”供需继续向好，将驱动中国航空“超级周期”长逻辑演绎
- 中东地缘冲突致油价阶段性高企，航司经营显著承压，航空股价与预期回落低位
- 需要重点提示，地缘油价不改航空长逻辑。待油价回落，我们认为中国航空业将继续演绎“超级周期”长逻辑，提供业绩估值双重空间

仅供内部参考，请勿外传

02 地缘不改航空长逻辑——待油价回落，盈利中枢将显著上行且可持续

- 2017-2019年，中国航空业客座率高企而盈利偏低，“大而不强”源于：票价未市场化，机队增长过快
- “十四五”，票价中枢上升两大条件均已实现：票价已基本市场化，且机队增速已显著放缓
  - 票价市场化：3家及以上航司共飞航线实行市场调节价，过去数年全票价大幅上调——干线高客座率可向票价充分传导
  - 机队增速放缓：十二五空域时刻瓶颈凸显，十三五民航局引导从量到价，十四五机队增速显著放缓——三四线增投压力减弱
- 超级周期长逻辑：待油价回落，考虑票价市场化与机队增速放缓，我们认为航司盈利中枢将显著上行且可持续，业绩估值双重空间

图1：估算中国百大航线加权全票价2018-2025年已累计上调超四成

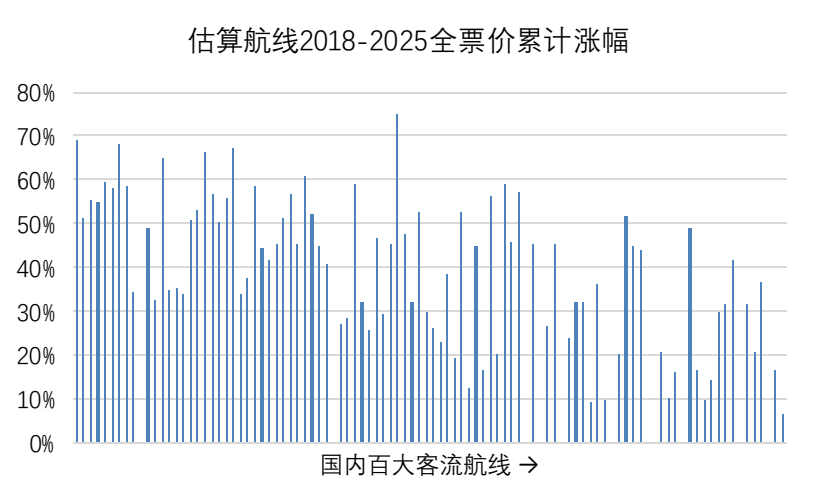
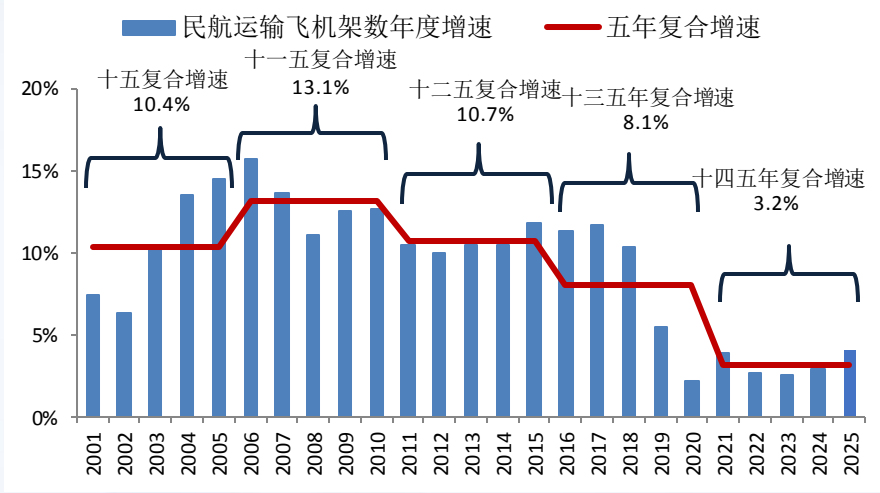


图2：“十四五”中国航司理性放缓运力增速规划——估算增速中枢放缓至3.2%



数据来源：Wind，携程，中国民航局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 2023-2025年：供需持续恢复，行业逐步扭亏

- 2023年：国内供需承压+票价优先策略——高票价+高成本，仍明显亏损
- 2024年：供需恢复缓慢+客座率优先策略——票价回落+成本下降，大幅减亏
- 2025年：供需继续恢复+阶段性恢复良好——油价回落+扣油票价上升，行业实现盈利
- 值得注意，Q3单季盈利2023-2025年连续三年超2019年同期，初步展现盈利中枢上升潜力

图3：中国民航客运量：2025年再创历史新高

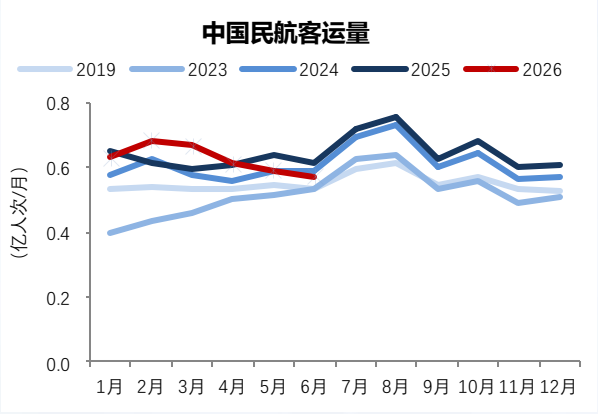


图4：中国航司机队周转：
窄体机周转创新高，宽体机仍低于2019年

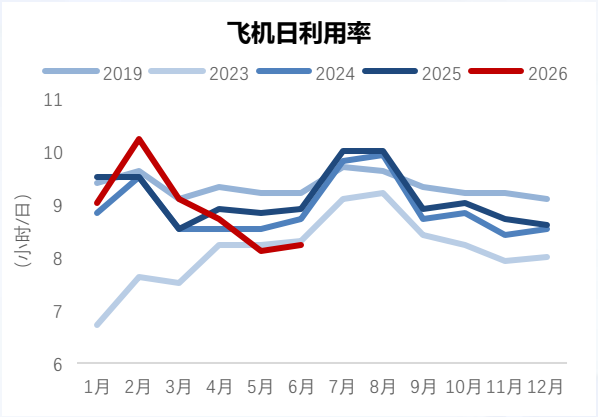
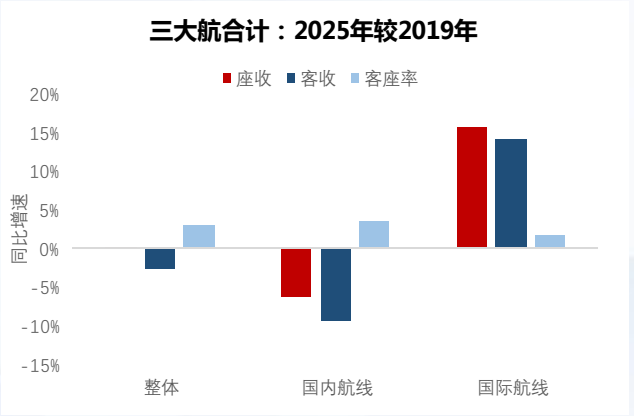


图5：三大航座收：2025年较2019年同比持平
——客收低3%，客座率高3%创历史新高



数据来源：Wind，中国国航/中国东航/南方航空年报（2019、2025年），中国民航局，国泰海通证券研究　　备注：考虑国航合并山航并追溯调整。

仅供内部参考，请勿外传

04 2026Q1：供需已恢复良好——油价下降+票价上升，航司盈利明显恢复

- 2026Q1行业供需已恢复良好——春运需求旺盛客流再创新高，行业机队低速增长且局方严控时刻
- 2026Q1航司同比大幅减亏增利，盈利明显恢复——油价降8%+国内含油票价升5%，航司留存全部燃油缩减，且毛利率进一步恢复

图6：2026年春运客流再创新高：航空客流增速实现领跑

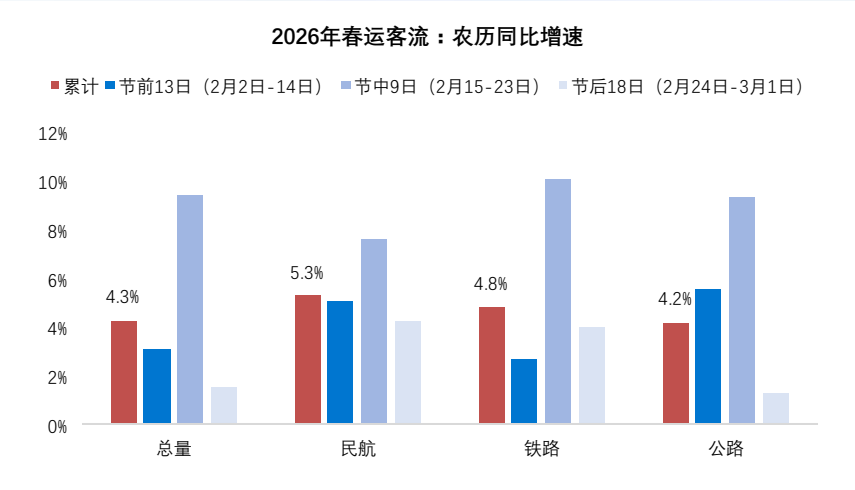
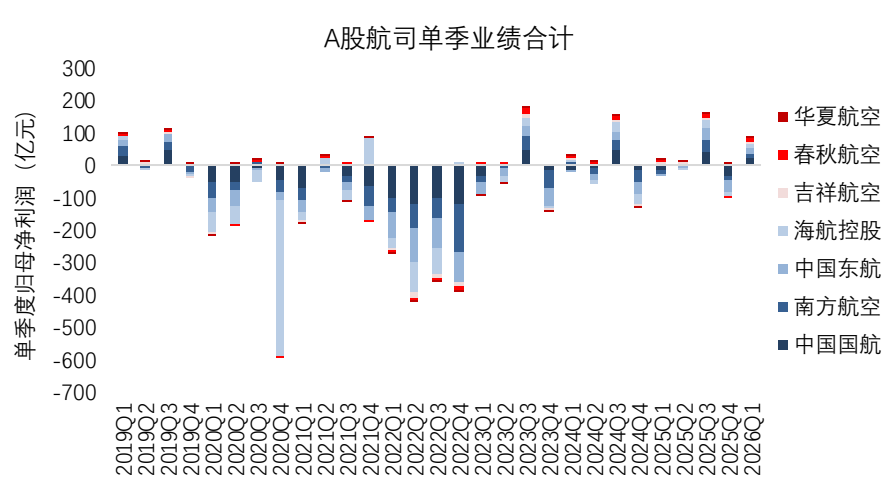


图7：A股航司单季业绩（2019-2026）——2026Q1接近至疫前中枢



数据来源：交通运输部，航旅大数据，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

05 2026Q2：地缘冲突油价高企，欧线大涨助力传导——估算淡季油价传导过半

- 自2026年2月底中东冲突爆发，海峡受阻油价高企，国际油价自4月传导至国内，Q2国内航油均价同比上涨达90%
  - 1）国内：淡季高油价传导困难，航司普遍提价减班，行业性经营显著承压。国内含油票价同比升6%，传导比例有限
  - 2）国际：中东战事致迪拜/多哈等国际枢纽停摆，中欧航线受益国内中转回流与国际中转新增而客座率高企票价大涨
- 2026Q2行业明显亏损——估算大航油价传导比例近六成，小航油价传导或超七成，好于市场悲观预期
- 值得注意的是，高油价下，2026Q2中国航空需求（量*价）仍保持同比稳健增长趋势

图8：2026年2月美以伊战争爆发并封锁霍尔木兹海峡，油价快速上行

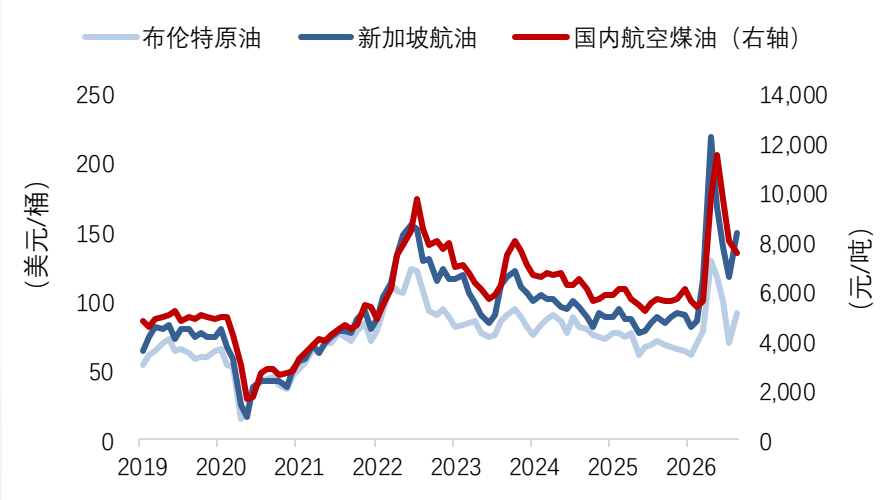
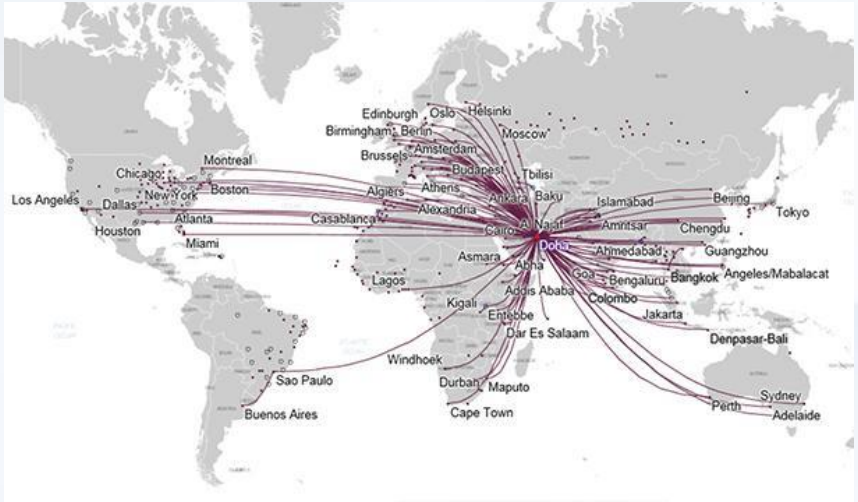


图9： 亚欧枢纽竞争——中东枢纽与中国枢纽



数据来源：Wind，卡塔尔航空官网，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

06 2026Q3：地缘反复油价高位，暑运需求偏弱且航司以价换量——估算旺季油价传导有限

- 2026Q3地缘反复油价中枢维持高位，7-8月国内航油均价同比上升40%
  - 7月：受中小学放假偏晚及局部极端天气等影响，客流启动晚于往年——估算国内客流同比+4%，国内含油票价同比降近一成
  - 8月：暑运迎来客流最高峰，且燃油附加费下调助力亲子游需求释放——估算国内客流同比+4%，国内含油票价同比降幅缩窄
- 暑运高油价且需求偏弱，航司普遍执行以价换量，航班计划执飞率提升，且客座率升至近90%绝对高位，票价下降致油价传导有限
- 2026年暑运需求偏弱，或源于短期需求波动与极端天气较多等影响，我们认为不改中国航空需求稳健增长的中长期趋势

图10： 国内含油票价：7月同比降低12%，亲子游启动偏晚而需求偏弱

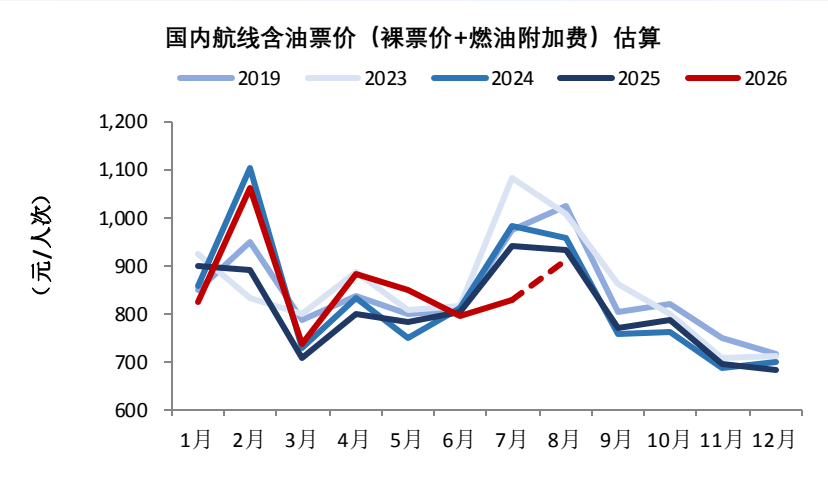
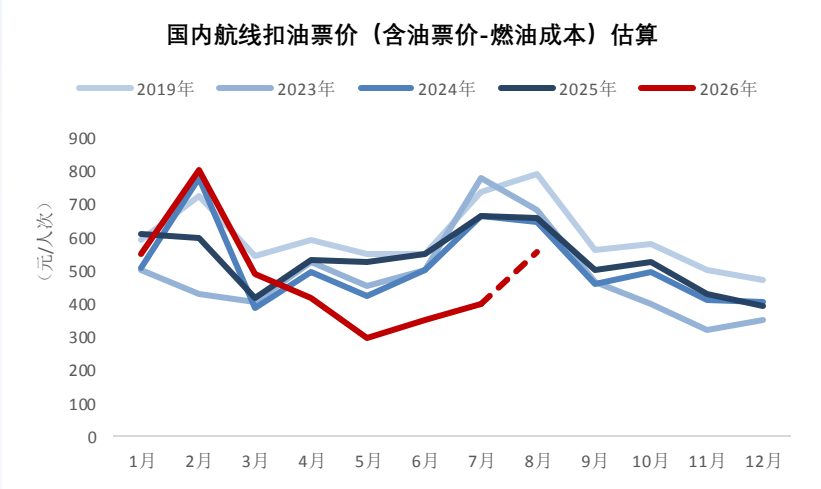


图11：国内扣油票价：Q1反应供需恢复，4-7月传导有限，8月有所改善



数据来源：Wind，中国民航局，去哪儿航旅大数据，国泰海通证券研究　　备注：8月为上半月估算值。

仅供内部参考，请勿外传

07 展望：地缘油价致短期经营承压，不改中国航空长逻辑

- 中东地缘冲突致油价阶段性高企，航司经营显著承压，航空股价与预期回落低位
- 需要重点提示，地缘油价不改航空长逻辑
  - 十五五，中国航空业供需将继续向好——供给进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长中长期趋势
  - 待油价回落，中国航空业将继续演绎“超级周期”长逻辑，提供业绩估值双重空间

图12：供需与盈利：疫情后行业供需恢复，十五五将继续向好

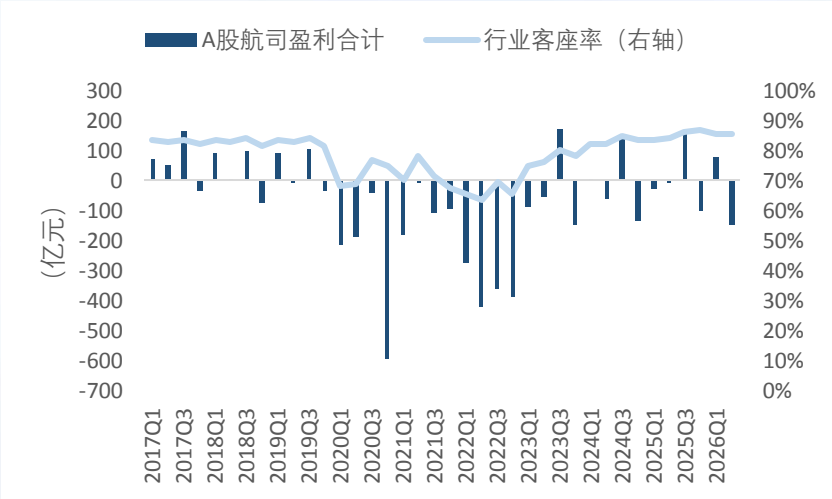
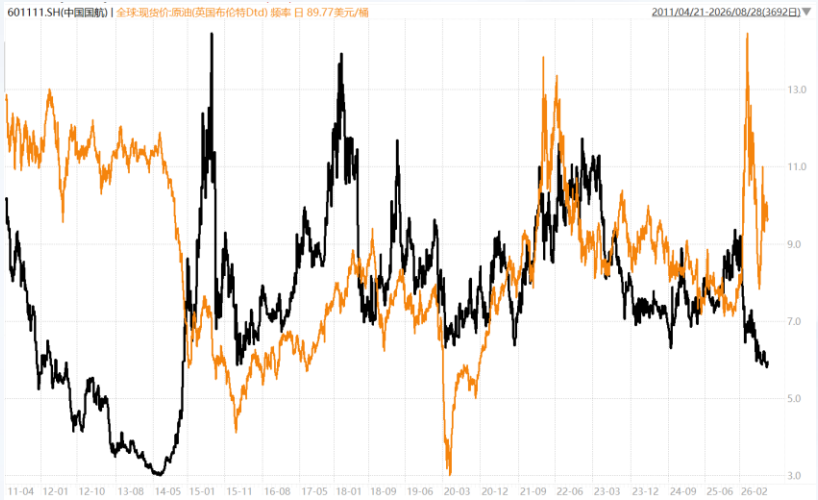


图13：油价与股价：2014-15年油价回落与供需向好曾驱动航空股大涨



数据来源：Wind，交通运输部，航旅大数据，国泰海通证券研究

02

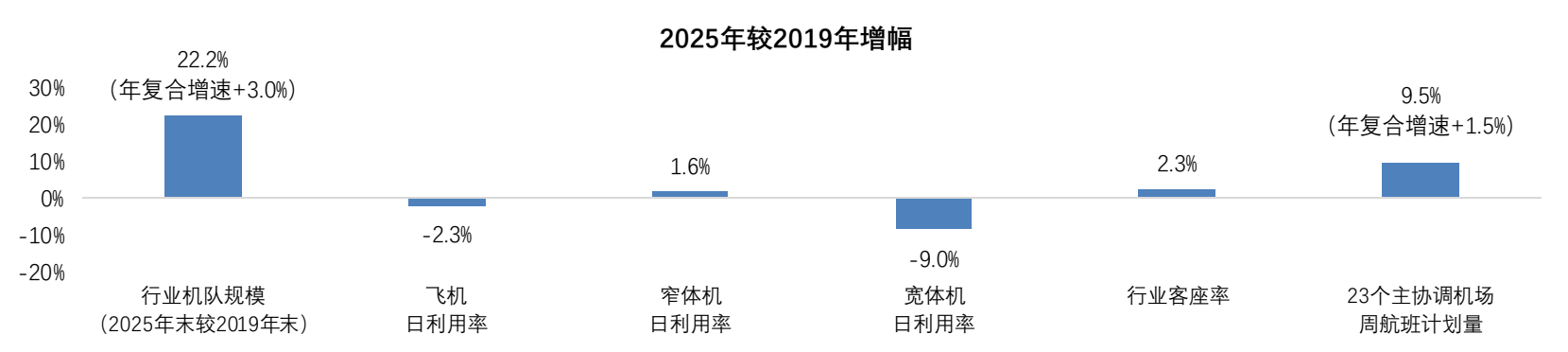
供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

仅供内部参考，请勿外传

01 供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

- 中国航空业已进入“供给低增时代”。这意味着，未来航空需求增长将驱动供需继续向好与票价盈利上行
- 中国民航机队增速显著放缓——“十四五”年复合增速仅3.2%，预计“十五五”规划将维持低增
  - 内因主导：空域时刻瓶颈凸显且持续，局方加强干线时刻管控，新飞机回报低致航司资本开支意愿下降。大单不改机队低增
  - 外因叠加：飞机制造商产能恢复缓慢——疫情地缘致供应链恢复重构，且新一代发动机耐久性问题。未来数年影响需逐步减弱
- 我们认为“十五五”机队规划将保持低增，规模下单与飞机制造产能恢复不改规划，且客座率已高企，反内卷将进一步保障供给低增

图14：中国航空业已进入“供给低增时代”——机队增速显著放缓且时刻严控增长，机队周转与客座率提升空间均已有限



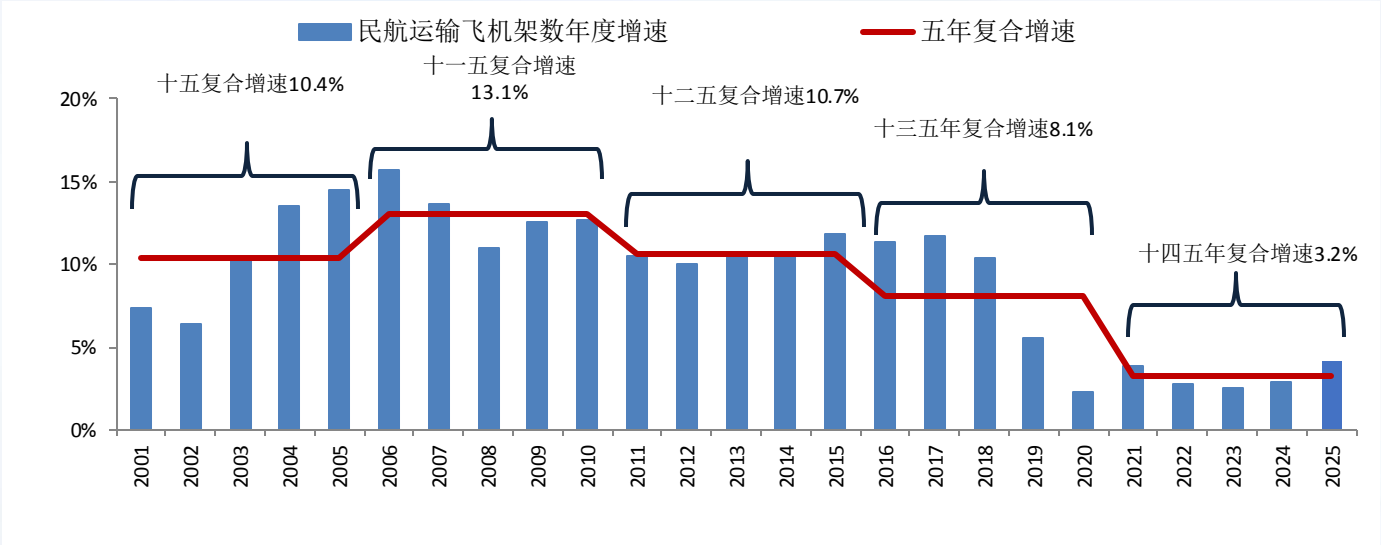
数据来源：Wind，中国民航局，航班管家，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

02 【机队】“十四五”中国民航机队增速显著放缓，年复合增速仅3.2%

- 2019年之前中国民航机队规模年增速长期超10%，成为拖累航司票价与盈利的重要原因之一
- “十四五”中国民航机队规模年复合增速显著放缓至3.2%，背后内因主导外因叠加，提示因内将保障机队低增将可持续
  - 内因：机队规划增速由两位数显著放缓至3-4%，是航司基于空域时刻瓶颈持续的理性决策
  - 外因：飞机制造商产能恢复缓慢，导致中国机队实际增速罕见地低于规划

图15：“十四五”中国航司理性放缓运力增速规划——规划增速中枢从以往10%以上放缓至3.2%



数据来源：Wind，中国民航局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 【内因】“十二五”空域时刻瓶颈凸显，“十三五”行业供给侧改革

- **“十二五”空域时刻瓶颈凸显——表现：中国民航航班正常率从超83%持续下降至2015年的69%**
- **“十三五”空域时刻瓶颈持续，行业出台系列组合政策——供给侧改革+票价加速市场化，引导从“量”到“价”**
  - 2016年：民航局暂停客运航司牌照审批发放
  - 2017年4月：时刻管理办法——鼓励通达性，干线市场竞争格局趋稳
  - 2017年9月：115号文——“控总量，调结构”，21个主协调机场年时刻增速不得超过3%。后续严格执行，干线时刻几无增长
  - 2017年12月：票价市场化重磅政策——放开批量核心干线由政府指导价改行市场调节价，允许航司自主定价解决供需矛盾

图16： “控总量”严格执行，2017-19年主协调机场国内时刻几无增长

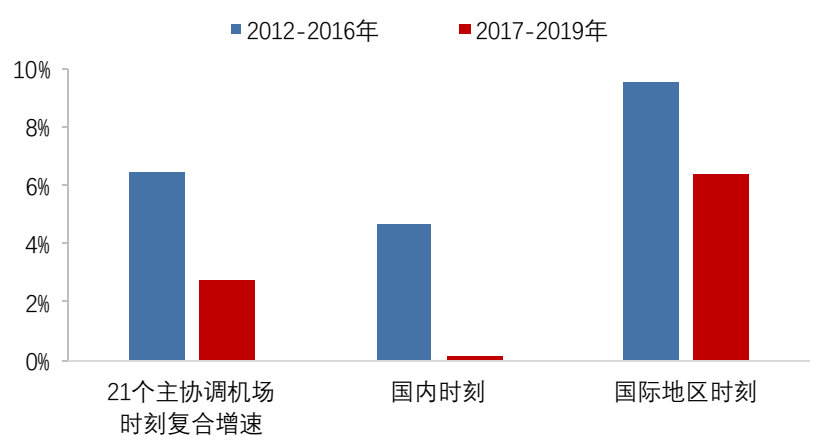
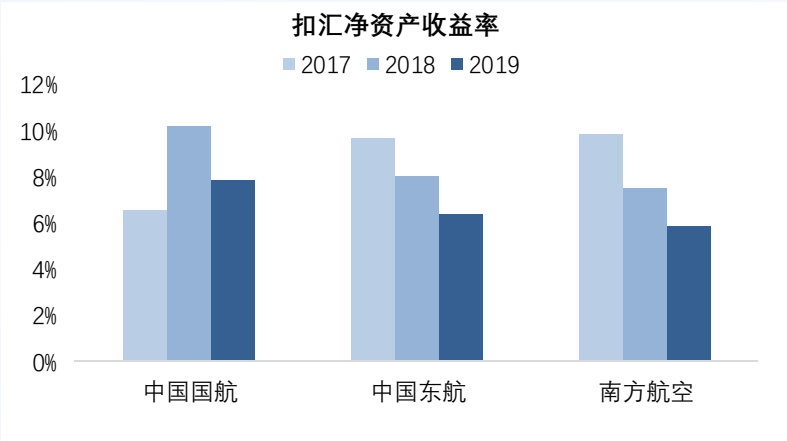


图17：2017-19年新飞机大量增投三四线，拖累大航ROE承压下降



数据来源：Wind，中国国航/中国东航/南方航空年报（2017-19年），中国民航局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

04 【内因】中国民航空域瓶颈持续，航司资本开支意愿下降

- 中国不缺飞机，而是缺空域时刻——背后原因：独特空管体制，以及东部人口密集
  - 原因一：独特空管体制，决定民航空域资源稀缺——中国实行严格的空域管制，民航空域占比仅20%
  - 原因二：人口经济地理，决定干线市场时刻紧缺——东部人口与机场密集，终端区时刻容量增速受限
- 中国民航空域时刻瓶颈将长期持续。基于新增飞机投资回报率下降，“十四五”中国航司普遍理性且显著放缓机队增速规划

图18：原因一：中国民航空域资源稀缺——中国空域仅20%用于民航



图19：原因二：上海终端区——浦东、虹桥等多机场共享上海终端区



数据来源：中国民航局，《枢纽机场功能定位实现中的空管问题研究》（2015年5月），国泰海通证券研究

备注：中国地图包括南海诸岛归属范围线。

仅供内部参考，请勿外传

05 【时刻】干线市场时刻持续严控——2026年夏航季继续严控时刻

- 中国民航空域时刻瓶颈“十二五”凸显并持续，“十三五”中国民航局实施“控总量调结构”，“十四五”继续严控时刻增长
- 过去三年仅2023年冬航季一次性放量，之后时刻总量基本保持平稳。2026年夏航季时刻总量继续严控，已连续四个航季未增
- 中国民航局严控时刻增长，不仅是应对空域时刻瓶颈凸显的主动策略，更是深化反内卷的重要措施，我们预计“十五五”将持续

图20：中国民航已连续四个航季航班计划量未有增长

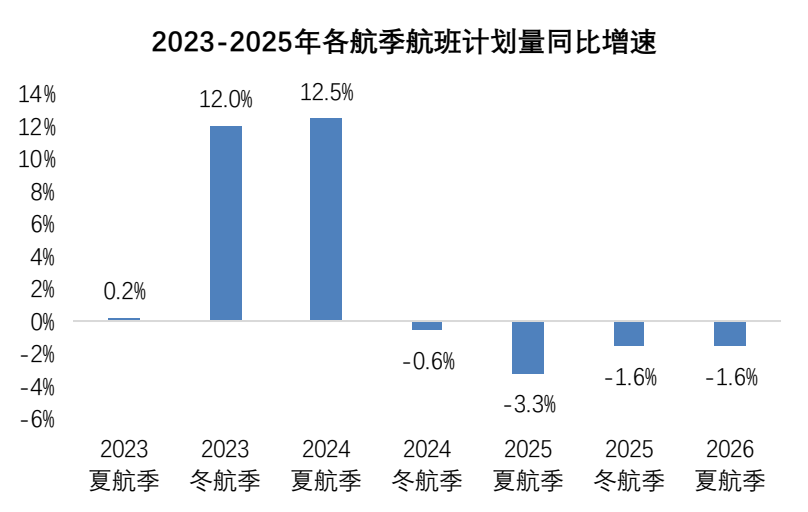
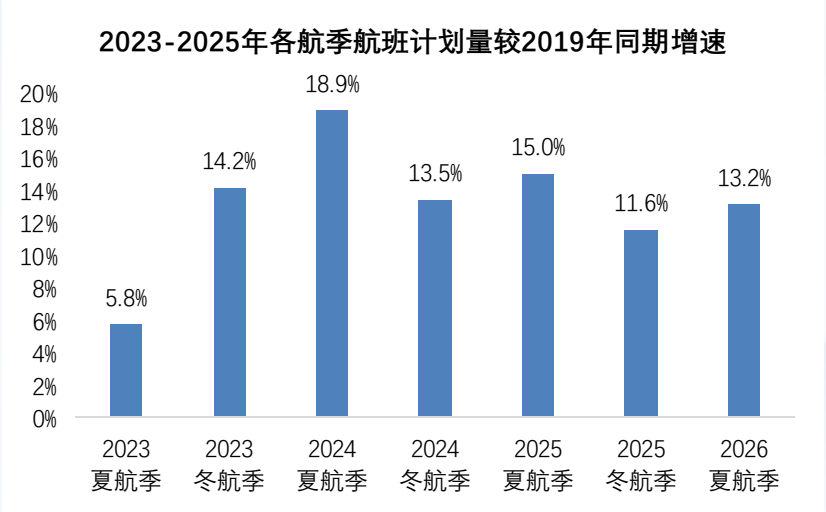


图21：2026夏航季航班计划量较2019年同期增长约一成，CAGR仅1.8%



数据来源：航班管家，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

【内因】航司逐步补充飞机订单，不改机队规划低速增长

- “十四五”航司在手订单严重不足，自2022年逐步补充订单，飞机下单并未意外而是满足规划增长
- 2025年末中国民航在册飞机4574架。我们预计“十五五”机队规划将继续维持3-4%的低速增长（净增）
- 假设年退出2%，则年引进5%，估算年均引入飞机将达到240-300架，“十五五”期间累计引入飞机规模将超千架
- 考虑在手订单，预计未来数年航司将可能继续规模下单，重点提示是符合“十五五”规划预期内操作，不改机队规划维持低增

图22：2014-15年集中签订飞机大单，近年多次规模下单补充在手订单

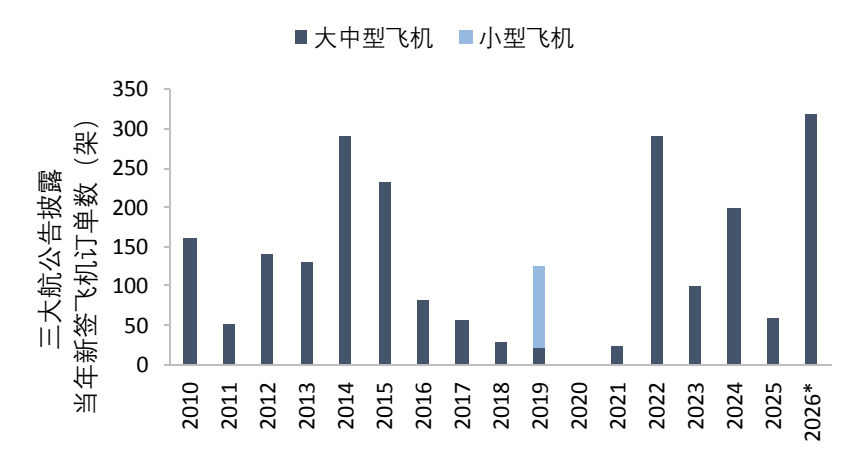
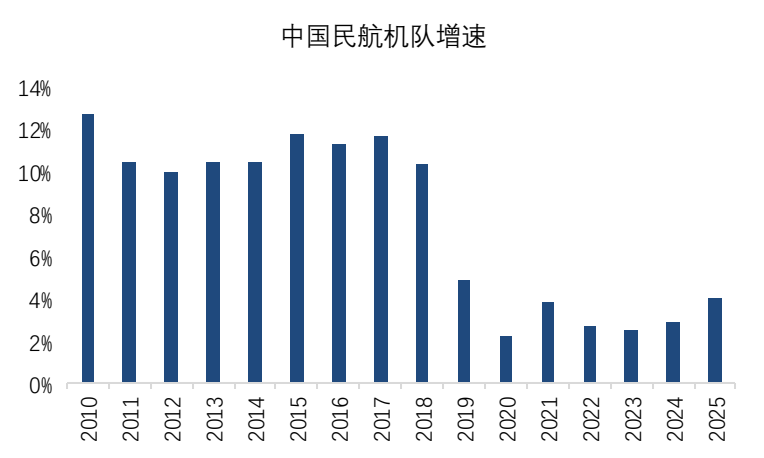


图23：2014-15年签单不改后续机队按照规划平稳增长



数据来源：中国民航局，中国国航《关于公司及控股子公司购买飞机的公告》，中国东航《关于购买宽体客机的公告》《关于购买飞机的公告》，南方航空《关于购买飞机的公告》，国泰海通证券研究　备注：统计日期截至2026年8月31日。引进/退出比例指当年引进/退出飞机数量较前一年年末机队规模比值。

仅供内部参考，请勿外传

07 【外因】飞机制造商产能恢复缓慢，导致机队增速低于计划

- 空客波音两大飞机制造商合计产量在疫情期间大幅下降超四成。自2021年开始恢复，但较为缓慢且多次下调计划
- 2025年，飞机交付量较疫前同期高峰：空客恢复92%，波音恢复74%；2026上半年，飞机交付量均同比增长超一成
  - 原因一：疫情地缘双重影响，飞机供应链恢复与重构。我们预计后续影响或逐步减弱，飞机产量将逐步回升高位
  - 原因二：新一代航空发动机耐久性问题，影响或将逐步消减。普惠积极提升维修产能，预计未来数年相关影响渐弱

图24：飞机制造商产量自2021年恢复，空客2025年较2019年恢复92%

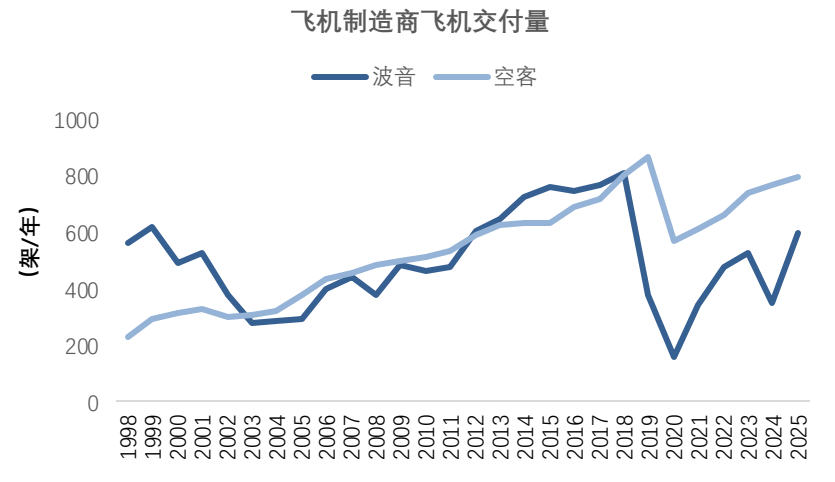
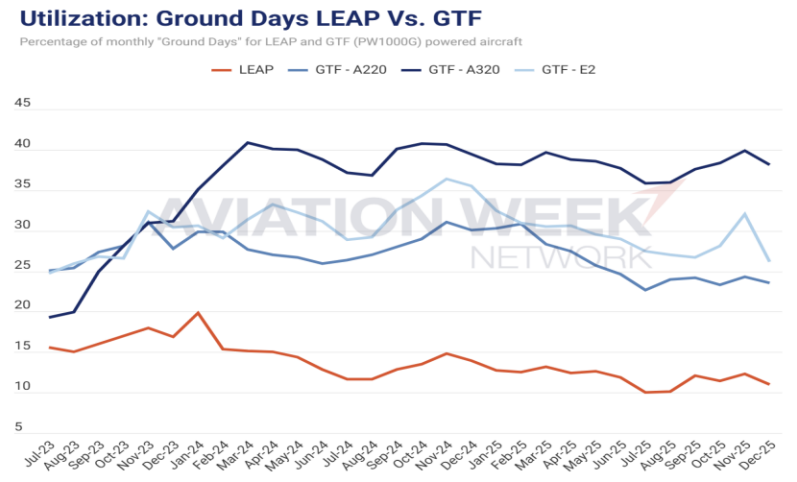


图25：普惠飞发召回致飞机停飞率：A320NEO仍处高位



数据来源：flightplan，CIRIUM，航空周刊，国泰海通证券研究　备注：考虑疫情前高峰空客为2019年，波音为2018年。

仅供内部参考，请勿外传

【反内卷】 政策逐步落地，保障十五五供给低增

- 民航业以央国企为主，我们认为系列反内卷政策中期将助力航司收益管理改善，长期将保障行业供给低增
- 局方严控干线时刻增长与低效航线供给，并优先支持主枢纽运营人与主基地航司，严查国际航线补贴乱象
- 疫后仅2023年冬航季一次性干线时刻放量，之后连续四个航季时刻总量保持平稳

表1：民航业反内卷政策梳理

日期	出台单位	政策/事件	政策要点
2024年12月11日	中共中央与国务院	中央经济工作会议	综合整治“内卷式”竞争，规范地方政府和企业行为。
2025年6月26日	中国民航局	中国民航局召开综合整治“内卷式”竞争专题部署会	民航局局长宋志勇提到，在民航领域，“内卷”的本质是大量资源投入于低效同质化的竞争，导致企业的收入利润下降甚至亏损，部分市场主体为追求短期收益，争夺市场份额，违背经济运行规律，过度低价，扎堆式投放运力，形成低质量同质化过度竞争，导致我国航空市场尽管保持增长，但“旺丁不旺财，增收不增利”的现象突出。下一步民航局将对企业的“内卷式”竞争进行综合整治，尽快制定完善航空运输价格行为规则，防止以低于成本价开展恶性竞争。
2025年7月1日	中共中央与国务院	中央财经委员会第六次会议	纵深推进全国统一大市场建设，依法依规治理企业低价无序竞争，引导企业提升产品品质，推动落后产能有序退出。
2025年7月22日	中国民航局	年中工作电视电话会议	加快构建民航领域统一大市场，综合整治行业“内卷式”竞争
2025年8月14日	中国航空运输协会	《中国航空运输协会航空客运自律公约》	《公约》的主要内容包括，发布航空安全、服务质量等十个方面的自律条款。在这十项自律条款中重点提出，加强行业自律，维护市场秩序，强化反垄断和反不正当竞争措施。倡导各企业严格遵守价格法、反不正当竞争法等相关法律规定，杜绝以排挤竞争对手为目的的恶意竞争行为，包括低价倾销、虚假宣传等。自律条款同时还提出，对航空销售网络平台以及销售代理人执行的航司票价、退改签规则等，中航协要加强监督管理，严禁违规捆绑销售、价外加价。
2025年12月12日	国务院国资委	国务院国资委党委专题会议	中央企业要走专业化、差异化、高端化发展路线，自觉抵制“内卷式”竞争，更多实现以价值创造为引领的内涵式发展。
2026年1月6日	中国民航局	2026年全国民航工作会议	修订完善公共航空运输企业经营许可、国内航线经营许可管理等规章；科学把控国内航线航班评审节奏，进一步完善精细化调控措施，严控低效航线运力供给；研究制定旅客运输成本调查办法，探索建立运价监测预警联动机制；协调加强销售网络平台监管。
2026年6月25日	中国民航局	《国内航线航班评审优化措施（征求意见稿）》	对国内航段实施承运人数量红线管控，分层分类调控航班投放，建立航线许可执行率考核，鼓励主动退出冗余运力，对低效航线及违规主体实施航线评审约束，实现国内航线资源精细化配置。
		《优化国际客运航权配置政策的若干措施（征求意见稿）》	进一步提升主枢纽运营人航权配置优先级；强化远程、非远程航线航权差异化配置；优化既有航线调整；优化航权使用监测；整合行政配置等内容
2026年7月15日	中国民航局	年中工作电视电话会议	努力推进行业提质增效，深入整治“内卷式”竞争，持续提升运行效率，持续提高服务品质，不断增强行业发展韧性。
2026年8月7日	中国民航局	《民用航空发展“十五五”规划》	规划强调“国内统一大市场”，“实现质的有效提升和量的合理增长”

数据来源：中国民航局、新华社、界面新闻、央视新闻、中国民航报

03

需求：短期波动仍具韧性，不改稳健增长趋势

仅供内部参考，请勿外传

01 需求：短期波动仍具韧性，不改稳健增长趋势

- 航空需求，由量、价两个要素综合反映。因此，航司收入（量×价）是更好的航空需求观测指标
  - 2017-19年，票价基本平稳，客流增速接近航空需求增速
  - 2023-25年，票价波动较大，客流增速无法充分反映航空需求增速，我们建议综合观察量×价

- 长期而言，中国航空消费仍处于初级阶段，低渗透率与低频次决定需求具有良好韧性，且长期增长空间巨大
- 2023-2025年，中国航空需求从压制性释放，逐步进入新常态，且继续稳健增长，好于市场自上而下担忧
- 2026年，Q1春运需求旺盛，我们认为Q2高油价下国内需求仍同比增长，Q3暑运需求短期波动仍具韧性

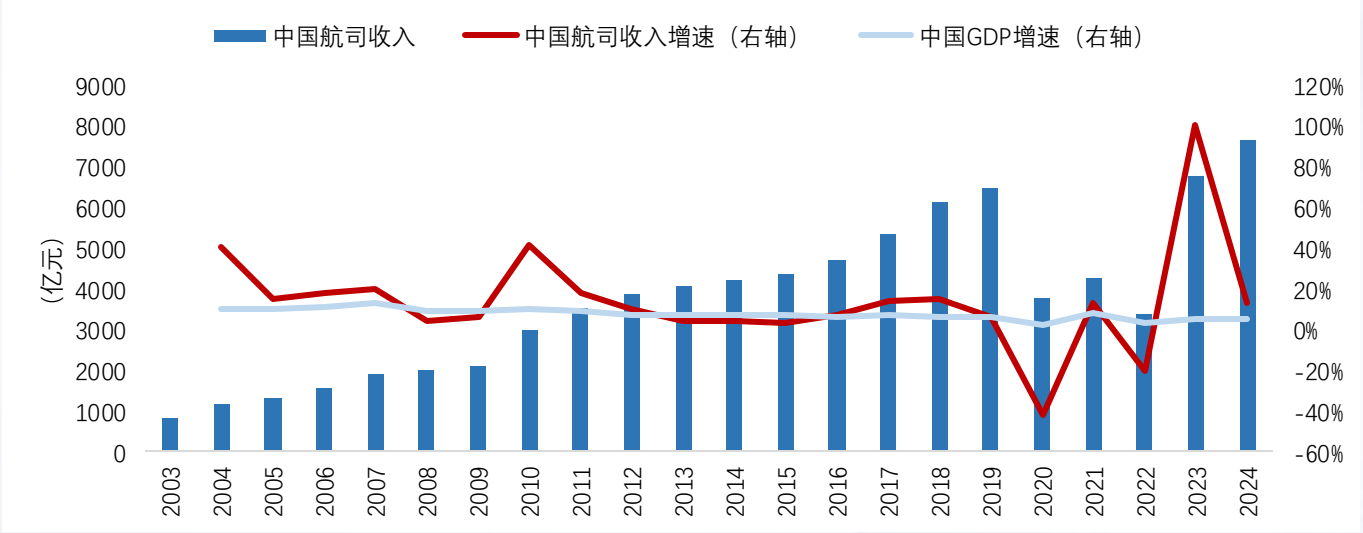
- 展望“十五五”，航空供给将持续低增，航空需求增长将是未来供需继续向好与票价盈利上行的核心驱动
- 我们认为，航空人口红利尚未结束，免签红利将持续体现，航空需求短期波动不改中长期需求稳健增长趋势

仅供内部参考，请勿外传

02 中国航空需求：具有良好韧性与持续增长动能，长期空间巨大

- 回顾2003-2019年，中国航空需求（量×价，以中国航司收入估算）年复合增速达13.7%，略高于中国GDP增速中枢
- 背后是，中国航空消费仍处初级阶段——消费渗透率低，且消费频次低
- 意味着，中国航空需求具有良好韧性与持续内生增长动能，长期成长空间巨大

图26：2003-2019年，中国航空需求（量×价，以中国航司收入估算）年复合增速13.7%，略高于中国GDP增速中枢



数据来源：Wind，国家统计局，中国民航局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 （一）国内因私需求：亲子出游需求旺盛，“十五五”继续受益人口红利

- 观察各年龄段旅客乘机人次增长趋势，20岁以下旅客乘机人次增速最快，且占比持续提升——亲子游成为假期出游主力
- 中国总人口规模增速2011-17年回升——目前年龄为8-14岁，五年后为13-19岁，仍处于出行频次增速最快年龄阶段
- 我们认为，未来五年国内因私需求将继续受益人口红利，亲子游将继续保障暑运等旺季出游需求旺盛
- “推广中小学春秋假”，以及各地文旅持续发力，将助力亲子出游需求继续旺盛，并有望超预期增长

图27：20岁以内旅客乘机人次增速最快，且占比持续提升

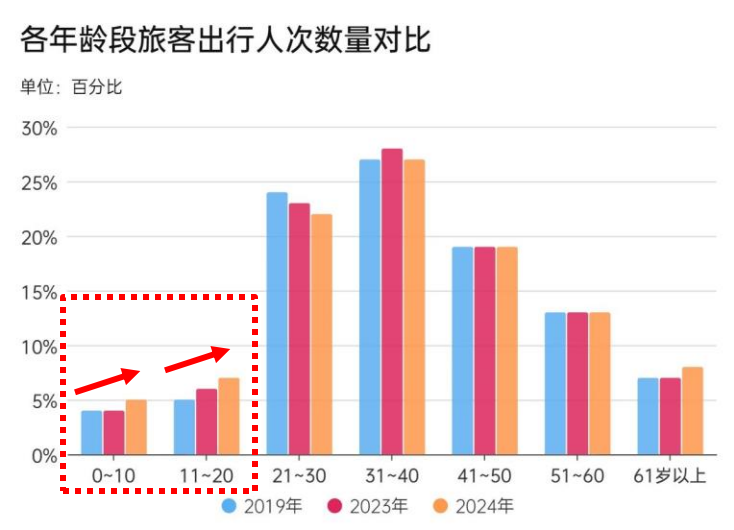
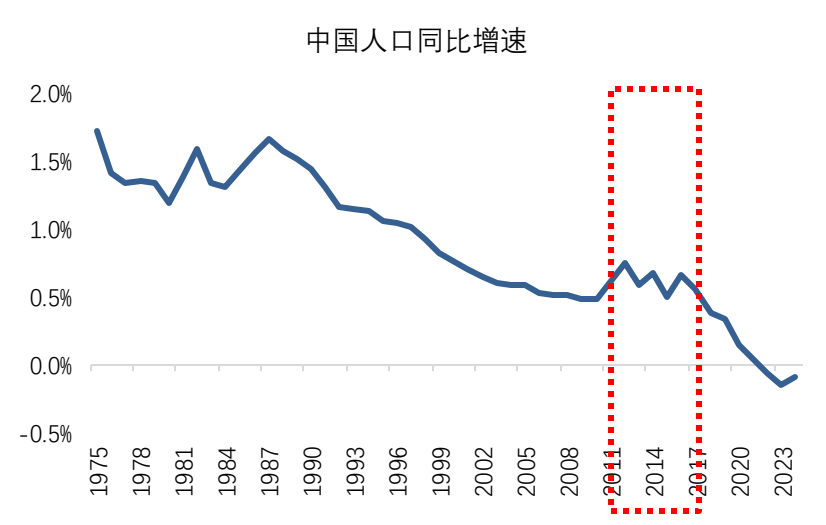


图28：中国总人口规模增速2011-17年回升



数据来源：Wind，《空运商务》，航班管家，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

（二）国内公商需求：31-50岁为主体，“十五五”人口红利持续

- 观察人均乘机次数，31-50岁是出行频次最高的群体，亦是高价值商旅客源主体
- 中国婴儿潮（1980-1987年出生）目前年龄为38-45岁，五年后为43-50岁，仍处于高频出行年龄区间
- 我们认为，未来五年国内公商航空需求仍将处于人口红利期

图29：31-50岁乘机旅客出行频次最高，且出行频次稳中有升

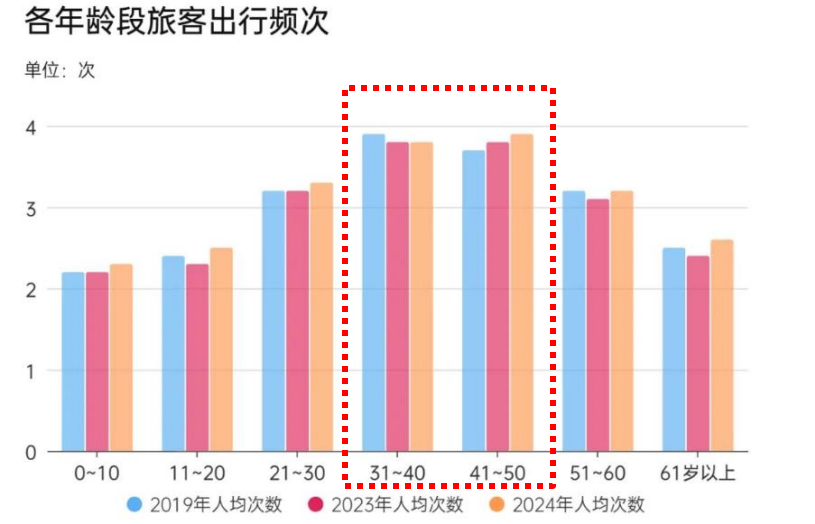
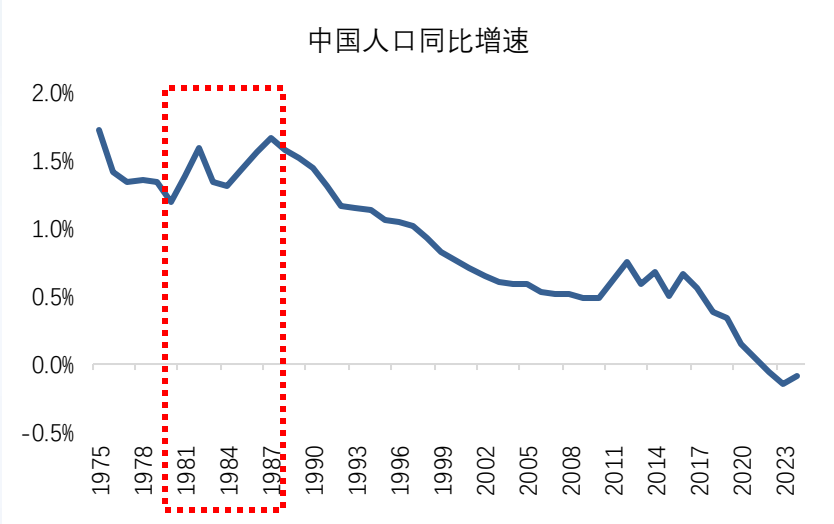


图30：中国1980-1987年出现婴儿潮



数据来源：Wind，《空运商务》，航班管家，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

05 （三）国际航线需求：免签推动入境大增，“十五五”效应将持续

- 2025年，国际航线需求（量*价）较2019年恢复正增长
- 免签政策，有效推动入境外籍游客大幅增长
- 鼓励入境消费，打造“购在中国”，“十五五”将进一步放大免签政策效应，继续驱动入境需求持续增长

图31：中国国际客班：欧洲大幅增投，北美恢复仍有限（2026年7月）

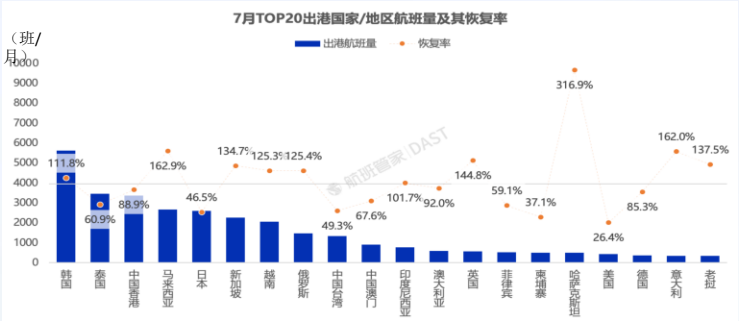
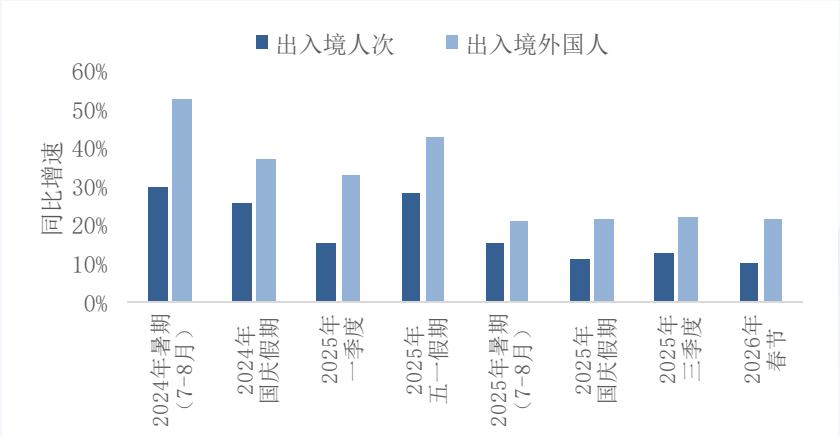


表2：中国免签国家过去三年持续增加，2026年2月达50国

政策开始日期	新增试行免签政策国家	免签国家数量合计
2023年12月1日	**法国、德国、意大利**、荷兰、西班牙、马来西亚	6
2024年3月14日	瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡	12
2024年5月28日	格鲁吉亚	13
2024年7月1日	新西兰、澳大利亚、波兰	16
2024年10月15日	葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚	20
2024年11月8日	斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、**韩国**	29
2024年11月30日	保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、**日本**	38
2025年6月1日	巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭	43
2025年6月9日	沙特、阿曼、科威特、巴林	47
2025年11月10日	瑞典	48
2026年2月17日	英国、加拿大	50

图32：中国免签政策有效推动入境外籍游客大幅增长



数据来源：新华社，航班管家，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

06 【探讨】航空需求短期波动仍具韧性，不改中长期稳健增长趋势

- 2026上半年航空需求继续稳健增长——Q1春运需求旺盛，Q2高油价下需求仍同比增长
- 2026年暑运需求偏弱，我们认为：除极端天气外，公商需求低基数下同比增长偏弱，且高燃油附加费抑制部分亲子游需求释放
- 随着燃油附加费下调，我们认为暑运亲子游加速释放并需求恢复稳健增长——反映航空需求短期波动但仍具韧性
- 我们认为中国航空消费仍处于初级阶段且人口红利持续，叠加消费提振与免签红利，短期需求波动不改中长期稳健增长趋势

图33：中国航空需求（量×价，以A股航司收入估算）：
自2023Q2恢复较2019年正增长，2026上半年继续同比稳健增长

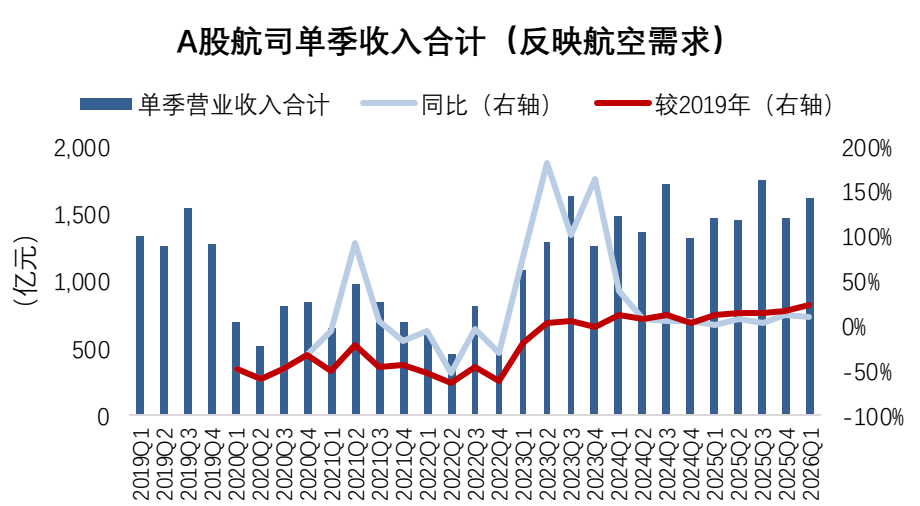
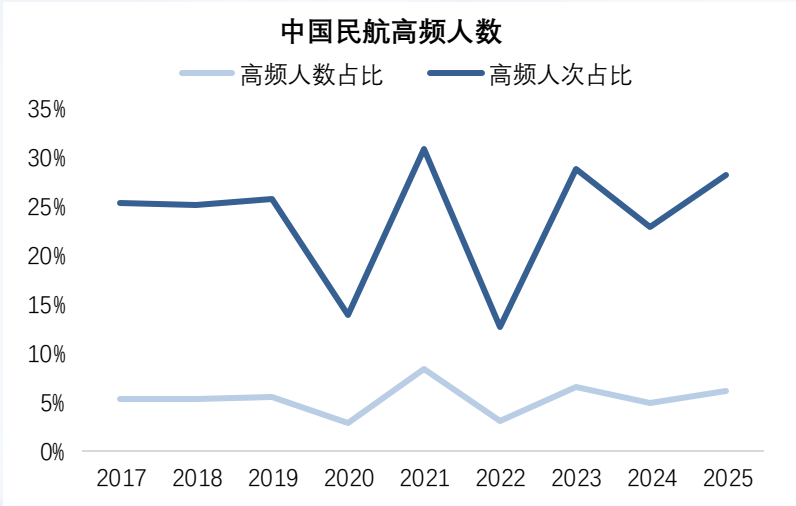


图34：2024年公商需求走弱， 2025年航空高频旅客占比超2019年



数据来源：Wind，中国民航局，航旅大数据，国泰海通证券研究

04 投资策略：把握底部机会，战略布局航空

仅供内部参考，请勿外传

01 底部布局长逻辑，优选高品质航网，增持航空

- “十四五”票价市场化且机队增速放缓，“十五五”空域瓶颈持续且时刻严控
- 2026Q1供需已恢复良好。“十五五”供给进入低增时代，需求短期波动不改稳健增长，供需将继续向好
- 待油价回落，中国航空业将有望开启盈利上升且可持续的“超级周期”

- 时刻，是航司核心盈利资产。时刻航网品质，将决定未来盈利上升空间与可持续性
- 维持航空增持评级。优选拥有高品质航网的航司，将具业绩估值双重空间
- 推荐中国国航、中国东航、吉祥航空、 春秋航空、南方航空

仅供内部参考，请勿外传

02 时刻价值：时刻是核心资产，长期价值巨大

- **时刻，是航司最核心盈利资产，决定航司长期盈利能力**
  - 历史积累：2002年中国民航局直属九家航司联合重组为三大航，奠定大航时刻航网品质长期差异。中国国航航网品质长期居首
  - 航司战略：2017年之前是干线时刻黄金积累期，航司战略决定中小航司时刻航网品质差异。吉祥航空航网品质领跑中小航司
- **优质干线时刻，长期价值巨大——2015年白云机场时刻拍卖试点，一组起降时刻三年使用权拍卖价最高超九千万元**

图35：2002年中国民航业重组，奠定三大航航网品质长期差异

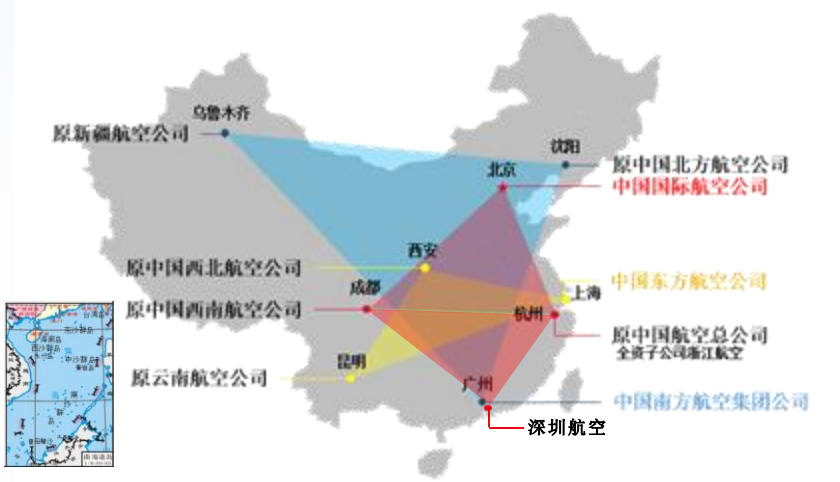
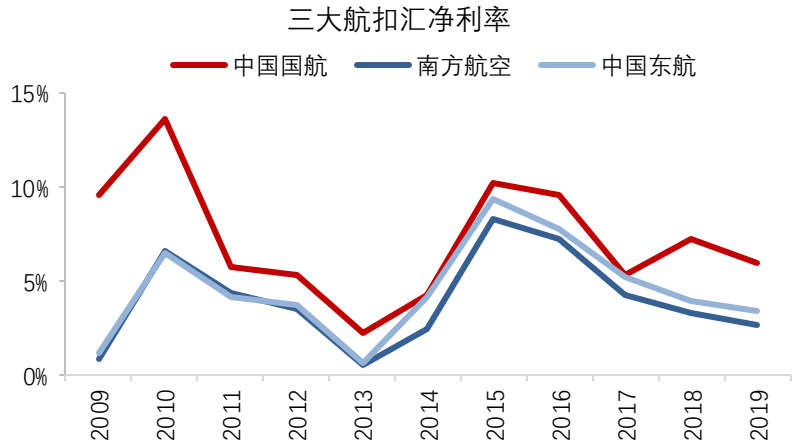


图36：三大航盈利能力存在长期差异，背后是航网品质长期差异



备注：2010年3月21日国航增资控股深圳航空。中国地图包括南海诸岛归属范围线。

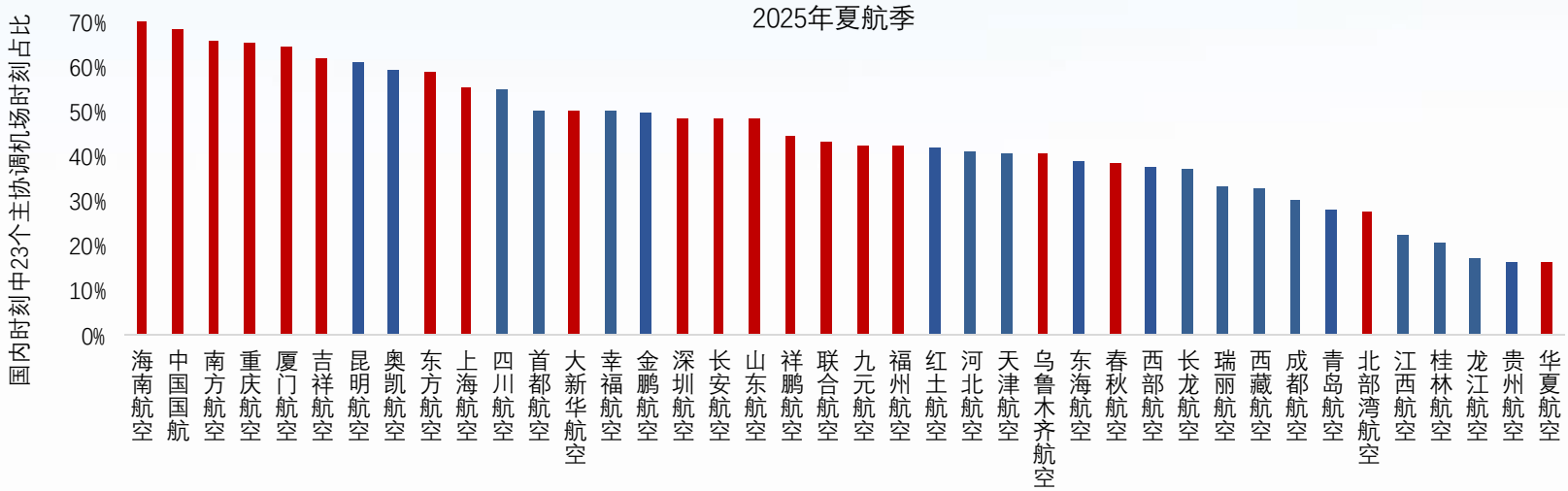
数据来源：Wind，中国国航/中国东航/南方航空年报（2009-2019年），中国民航局，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

03 优选高品质航网，蕴藏巨大盈利潜力

- 时刻航网，决定盈利中枢上升空间。中国上市航司普遍拥有批量优质干线时刻
- “民航强国”与“超级承运人”战略下，时刻分配体现中国特色原则，利好主基地航司航网品质继续优化
- 建议优选拥有批量优质干线时刻航司，将具有业绩估值双重空间

图37：时刻是航司核心盈利资产——中国上市航司普遍拥有批量优质干线时刻



数据来源：Pre-flight，国泰海通证券研究　　备注：红色为A股主要上市航空公司（国航/南航/东航/海航/吉祥/春秋/华夏）合并口径航

仅供内部参考，请勿外传

04 股价处于十年低位，重视重要底部机会

- 周期股吸引的组合：股价处于底部+客座率创新高+票价处于低位+油价处于高位
- 催化剂：未来油价中枢趋势——地缘冲突缓和将驱动油价回归供需定价，全球原油供给将延续自2025年开启的增产大周期
- 建议重视航空股重要的底部机会，战略布局航空超级周期长逻辑，建议增持

图38：股价与油价：股价处于十年底部，油价处于高位

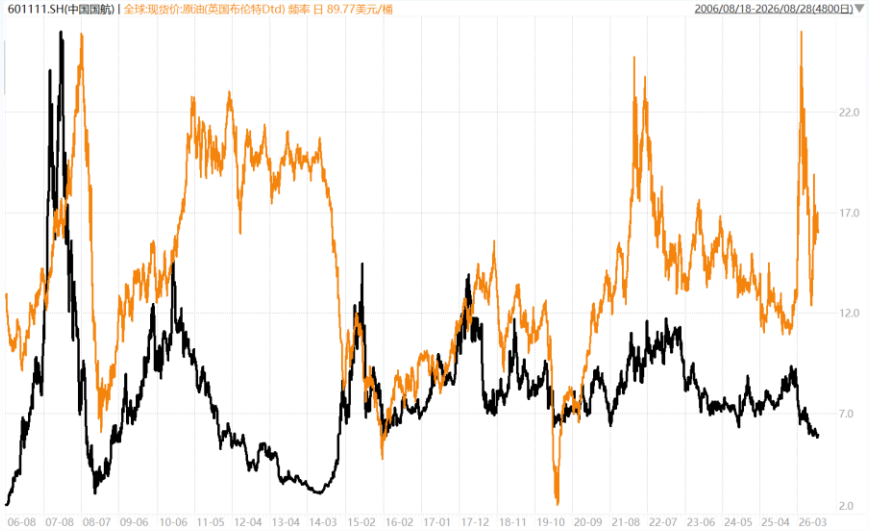
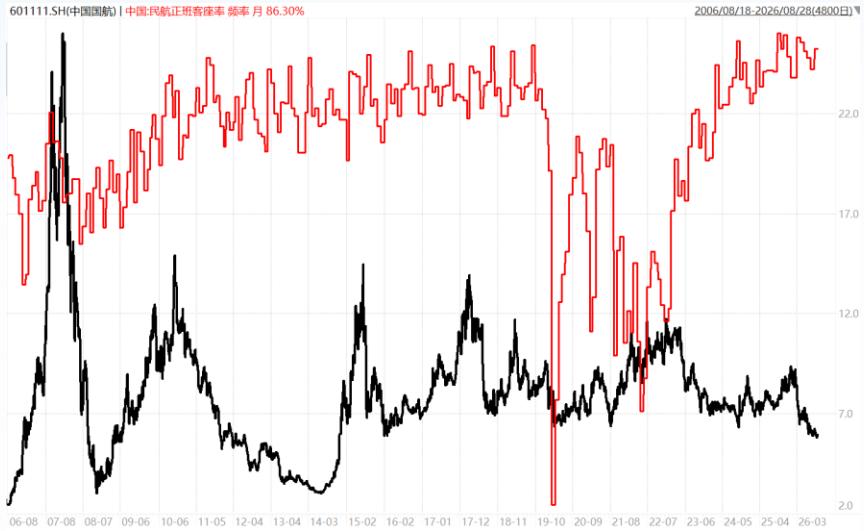


图39：股价与客座率：股价处于十年底部，客座率创新高



数据来源：Wind，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

05 盈利预测与估值

- 维持航空行业增持评级
- 推荐中国国航、吉祥航空、中国东航、南方航空、春秋航空

表3：航空股盈利预测与估值

公司代码	公司名称	每股股价		EPS（元/股）				市盈率（PE）				市净率(PB)	评级
		2026/8/28		2025	2026E	2027E	2028E	2025	2026E	2027E	2028E		
603885.SH	吉祥航空	10.55	元	0.48	0.39	0.94	1.25	22	27	11	8	2.3	增持
00753.HK	中国国航H	3.97	港元	-0.09	0.05	0.38	0.74	-	74	9	5	1.4	增持
601111.SH	中国国航	5.94	元	-0.09	0.05	0.38	0.74	-	128	16	8	2.4	增持
00670.HK	中国东方航空股份	2.91	港元	-0.07	0.03	0.27	0.47	-	93	9	5	1.3	增持
600115.SH	中国东航	3.56	元	-0.07	0.03	0.27	0.47	-	131	13	8	1.8	增持
01055.HK	中国南方航空股份	3.28	港元	0.05	0.01	0.29	0.47	60	202	10	6	0.9	增持
600029.SH	南方航空	5.06	元	0.05	0.01	0.29	0.47	107	360	17	11	1.6	增持
601021.SH	春秋航空	44.08	元	2.37	2.07	3.09	4.02	19	21	14	11	2.4	增持

备注：盈利预测于2026年7月更新。

数据来源：Wind，国泰海通证券研究　　备注：基于2026年8月28日港元兑人民币汇率中间价0.86计算。

05 风险提示

仅供内部参考，请勿外传

01 风险提示

- **经济波动风险**

  民航业景气程度与国内和国际宏观经济发展状况密切相关。若经济波动，将影响航空客货需求，进而影响航司经营业绩。

- **油价汇率风险**

  航油成本是航司最大成本支出，油价波动对航司业绩影响取决于供需。供需偏弱的情况下，油价上升将影响航司经营业绩。

  航司购买及租赁机队而拥有大量美元负债，汇率变动将导致汇兑损益，不影响航司现金流，可能显著影响当期净利。

- **增发摊薄风险**

  近年航司负债率普遍较疫前上升，若航司大额增发，将可能导致摊薄股本的风险。

- **行业政策风险**

  政府对航司设立、航权开放、航线时刻分配、票价等有不同程度管制，相关政策变动可能影响航司经营业绩与未来发展。

- **安全事故风险**

  飞行安全是航空公司正常运营的前提和基础。一旦发生飞行安全意外事故，将对航司正常的生产运营及声誉带来不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

免责声明

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。

评级		说明
股票投资评级	增持	相对沪深300指数涨幅10%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%～10%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰海通证券研究所

地址：上海市黄浦区中山南路888号
邮编：200011
电话：（021）38676666
E-mail：research@gtht.com

仅供内部参考，请勿外传

国泰海通 GUOTAI HAITONG | Together 1ST ANNIVERSARY

THANKS FOR LISTENING

国泰海通证券研究所交通运输团队

