下载日志已记录，仅供内部参考

申万宏源研究 SWS RESEARCH

2026 年 09 月 14 日

供给硬约束锚定中期错配，需求边际回暖关注底部机会

——全球飞机供应链全景更新

看好

相关研究

《供给持续收紧+票价韧性凸显，旺季催化布局正当时——航空迎来黄金时代系列点评》 2026/05/22

《节中航空量价超预期，飞机供应链挑战依旧艰巨——航空迎来黄金时代之 26 年春运点评》 2026/02/24

《为何现阶段我们仍看好航空？——航空迎来黄金时代之周期持续性探讨》 2026/01/30

《航空“反内卷”初见成效——航空迎来黄金时代系列报告》 2026/01/20

证券分析师

王凯婕 A0230525110001
wangkj@swsresearch.com
闫海 A0230519010004
yanhai@swsresearch.com
罗石 A0230524080012
luoshi@swsresearch.com
郑逸欢 A0230526010001
zhengyh@swsresearch.com

联系人

王凯婕 A0230525110001
wangkj@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

本期投资提示：

- **市场锚定短期高频，中期供给矛盾遭忽视。**市场聚焦短期变量：（1）2026 年暑运国内航空量升价跌：国内航线日均客流量 221 万人次，同比增长 5%；但国内航线含油票价 868 元、同比下降 4%，不含油票价 779 元、同比下降 12%；（2）霍尔木兹海峡关闭致布伦特油价一度逼近 120 美元/桶、5 月航油价格翻倍，航司 Q2 普遍减班、盈利承压。市场锚定短期高频数据，对航空盈利需求较为悲观，2026 年初以来 A 股航空板块全线调整，六大上市航司年初至今跌幅 26%-42%。此外，近期波音、空客月度交付持续回暖，市场据此担忧供给瓶颈快速解除、行业重回产能过剩旧周期。我们认为，这种观点实则混淆了“产能重启修复”与“供给缺口修复”的本质差异——供给边际改善无法对冲过去六年累积的结构性供给损失。量价波动与油价冲击更多是短期扰动，行业供需格局中期持续改善的方向并未逆转，短期悲观预期反而为中期供需错配逻辑下的布局提供了窗口。

- **全球供给约束短期难解，订单积压限制远期产能。上游发动机是最薄弱环节：**2026H1 CFM LEAP 发动机（适配 A320/B737/C919）交付 1030 台（同比+41%），但距 2030 年约 2500 台/年的目标仍有差距；普惠 GTF 发动机粉末冶金缺陷致 2025 年峰值 648 架飞机停场，维修周转从 120 天拉长至 300 天。**中游整机：**2026H1 空客、波音交付 351/314 架，年化后仍不及 2018-2019 年高点，其中 Q2 A320 月均 63 架低于 75 架的目标，B737 月均仅 43 架，宽体机交付近乎折半；波音 CMO 与空客 GMF 预测高度一致——全球未来 20 年新机需求 4.2 万-4.4 万架，即使保持满产，按现有产能需近 30 年才能满足 20 年需求。**下游 MRO：**发动机产能存在“双向挤压”刚性约束，发动机有限产能必须同时满足新机装机需求、在役飞机大修备用需求，此外新一代发动机成熟度不足、进厂大修频次偏高引发的大规模飞机停场，也进一步压制了有效运力的提升空间。

- **中国市场：供给约束持续，需求边际好转。供给：**国内客机机队增速持续放缓、2026 年出现单月负增长，三大航引进量均不及计划；多家上市公司公告飞机订单，采购核心驱动仍为飞机更新换代需求；2030 年底超 20 岁飞机将达 720 余架，集中退役潮进一步稀释净增运力；测算 2026-2030 年机队年均增速仅 1.1%-2.7%。**需求：**暑运客运总量创历史新高、国内客流同比+5%、客座率同比+2pct，8 月初以来国内模拟收入同比回正，需求边际好转；若无油价冲击，行业仍保持 5%以上增速，Q1 民航旅客量 1.98 亿人次、同比+6.5%；国际航线受益免签红利（免签入境占比稳定超 70%）持续高增。中期供给增速持续低于需求增速，2026-2030 年供需错配格局确立，票价与盈利中枢有望上行。

- **投资分析意见：关注底部机会。**国际油价上行，航司短期经营承压，但阶段性冲击不改行业长期供需格局优化，8 月行业需求边际改善，建议关注底部机会。长期看，供给硬约束锚定中期供需错配，政策端设定行业退出机制，进一步整治“内卷式竞争”，有利于提高经营效益。推荐盈利韧性强的国泰航空、春秋航空，关注吉祥航空、中国国航、中国东航、南方航空、华夏航空。

- **风险提示。**需求增长不及预期；油价大幅上升，人民币汇率快速贬值；航空安全事故。

下载日志已记录，仅供内部参考

目录

1 市场锚定短期高频，中期供给矛盾遭忽视 6
1.1 市场聚焦暑运量价、油价与月度交付三大短期变量 6
1.2 短期供给修复是假象，中期供给收缩是主线 8
2 全球供给约束短期难解，订单积压限制远期产能 9
2.1 全球零部件厂商：航空发动机是整条供应链最薄弱环节 9
2.2 全球整机厂商：月度修复失真，长期堰塞湖难解 12
2.3 全球发动机 MRO：后端维修约束放大运力缺口 15
3 中国市场：供给约束持续，需求边际好转 17
3.1 供给：增速已放缓，中期受压制 17
3.2 需求：8 月边际改善，增长潜力充足 21
4 投资分析意见：关注底部机会 25
5 风险提示 28

下载日志已记录，仅供内部参考

图表目录

图 1：国内航线客流趋势 6
图 2：国内航线含油票价趋势 6
图 3：布伦特油价及新加坡航煤价格大幅增长 6
图 4：国内航油出厂价大幅增长 6
图 5：国内航司 Q2 减少运力投放 7
图 6：境内航司 26Q2 利润承压 7
图 7：空客月度交付量 7
图 8：波音月度交付量 7
图 9：2026 年 3 月以来航空股股价承压 7
图 10：飞机交付量实际表现与疫情前趋势对比（含 2025–2026 年预测） 8
图 11：波音空客交付量及订单量 8
图 12：波音空客 25 年末及 26H1 待交付订单（架） 8
图 13：全球飞机平均交付周期（年） 9
图 14：飞机订单积压及其与现役机队的关系 9
图 15：波音供应商地区分布 10
图 16：空客供应商地区分布 10
图 17：发动机市占率 10
图 18：起落架市占率 10
图 19：LEAP 与 GTF 发动机数量预计保持高速扩张态势 11
图 20：普惠 GTF 停场率未恢复正常 11
图 21：波音、空客交付量不及 18-19 年高点 12
图 22：空客 A320 系列机型交付情况（架） 13
图 23：空客宽体机月度交付情况（架） 13
图 24：波音 B737 系列机型交付情况（架） 13
图 25：波音宽体机月度交付情况（架） 13
图 26：新机型认证时间大幅拉长（年） 13
图 27：中国商飞交付爬坡缓慢 14

下载日志已记录，仅供内部参考

图 28：空客预计 2026-2045 年全球需要 42,060 架新客机（架）.....14
图 29：预计 LEAP 发动机年大修需求将在 2040 年前超过 5000 次.....15
图 30：预计 GTF 发动机年大修需求将在 2040 年前超过 2000 次.....15
图 31：LEAP 与 GTF 发动机维修资源对比.....16
图 32：中国因 PW1100G 而停飞的飞机数量（架）.....17
图 33：中国因 LEAP-1A 而停飞的飞机数量（架）.....17
图 34：近期中国各航司因 PW1100 发动机而停飞的飞机数量（架）.....17
图 35：2026 年中国客机机队增速放缓.....18
图 36：中国客机机龄分布图.....19
图 37：上市航司飞机交付节奏预测（架）.....20
图 38：2026 年暑运国内航线客座率持续超过 2025 年.....21
图 39：8 月起国内航线模拟收入增速转正.....21
图 40：中国民航客运量 Q1 维持高个位数增长.....22
图 41：免签入境外国人占比超 7 成.....24
图 42：上海入境情况（万人）.....24
图 43：北京入境情况（万人）.....24
图 44：境内航线客流及增速.....25
图 45：境外航线客流及增速.....25
图 46：危机期间航空指数明显下探.....25
图 47：危机后航空股超额收益明显.....26
图 48：国泰航空在香港市场市占率近 7 成.....26
图 49：国泰航空 2026 年以来的客运量、货运量增速.....26
图 50：春秋航空利润率高于行业均值.....27
图 51：春秋航空 Q2 ASK 增速高于行业.....27

表 1：波音空客发动机供应商交付情况（台）.....11
表 2：波音空客核心飞机部件供应商交付情况（个）.....12
表 3：新一代飞机及发动机.....
表 4：LEAP 发动机大修业务共有三类承接渠道.....
表 5：航司 26H1 引进量不及计划量.....



下载日志已记录，仅供内部参考

表 6：三大航实际与计划新增/引进量对比（架）.....18
表 7：五年维度中国航空业客机机队数量测算（架）.....19
表 8：航司飞机购买公告一览.....20
表 9：预计各上市航司（股份公司口径）年度新增的 20 岁飞机数量（架）.....20
表 10：我国目前试行多项免签政策.....22
表 11：我国陆续试行的免签政策.....22
表 12：《关于完善公共航空运输企业准入退出机制的意见》退出路径.....27
表 13：航空行业重点公司估值表（总市值单位：亿元，收盘价及 EPS 单位：元）27

下载日志已记录，仅供内部参考

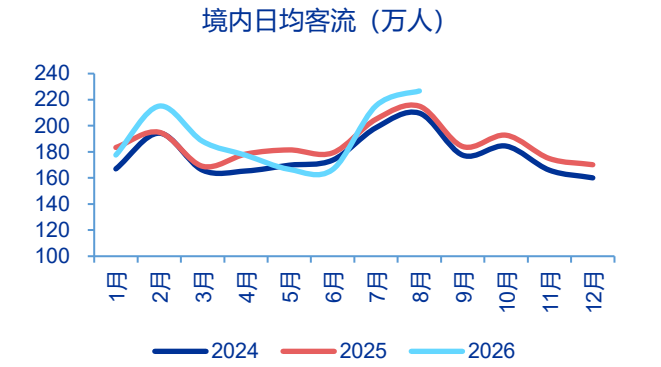
1 市场锚定短期高频，中期供给矛盾遭忽视

1.1 市场聚焦暑运量价、油价与月度交付三大短期变量

当前二级市场对航空股的核心关注点高度集中于短期边际变量，包括高频量价数据、油价波动、短期月度交付等，呈现明显的短期化特征。

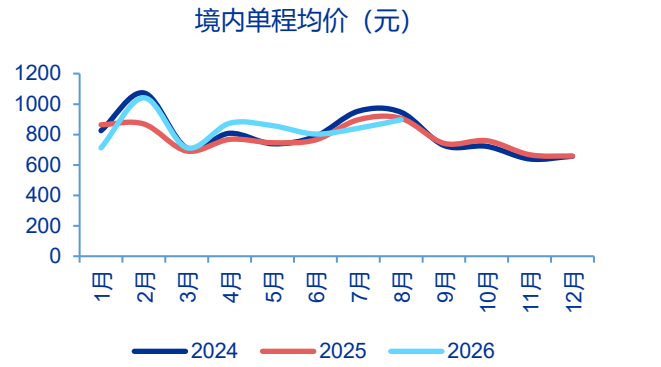
其一，暑运票价成为交易核心依据。从实际高频数据看，2026 年暑运国内航线呈现“量升价跌”格局：国内航线日均客流量 221 万人次，同比增长 5%；但国内航线日均含油票价 868 元、同比下降 4%，不含油票价 779 元、同比下降 12%。旺季客流量创同期新高而票价显著承压，市场据此担忧需求景气度见顶、票价中枢与盈利弹性不及预期，航空股股价随短期高频数据反复震荡。

图 1：国内航线客流趋势



资料来源：OTA，申万宏源研究

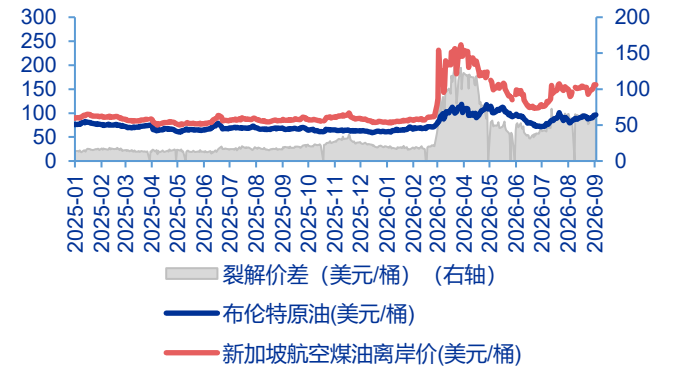
图 2：国内航线含油票价趋势



资料来源：OTA，申万宏源研究

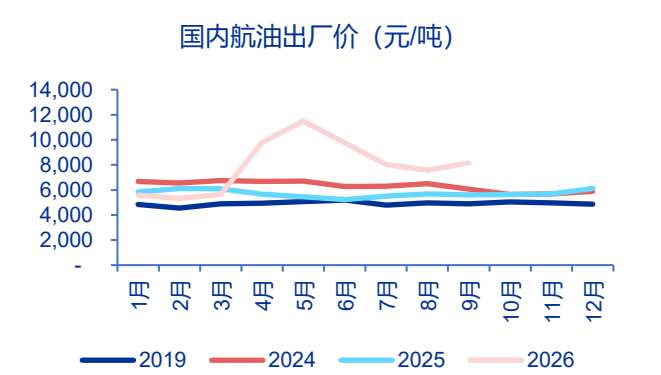
其二，国际油价大幅涨跌扰动盈利预期。 2026 年 2 月 28 日霍尔木兹海峡关闭，引发史无前例的能源冲击，布伦特原油价格一度逼近 120 美元/桶，5 月航空燃油价格自 2 月底翻倍，油价冲击直接压缩航司盈利空间：2026Q2 国内航司普遍缩减运力投放，盈利承压，市场对行业盈利修复的节奏与持续性产生怀疑。

图 3：布伦特油价及新加坡航煤价格大幅增长



资料来源：ifind，申万宏源研究

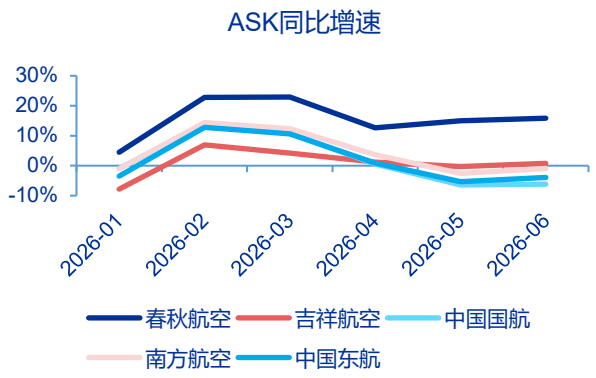
图 4：国内航油出厂价大幅增长



资料来源：ifind，申万宏源研究

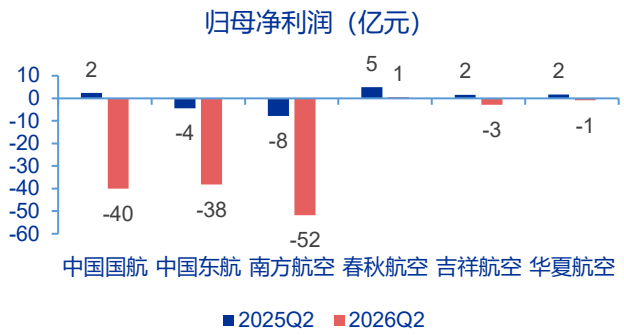
下载日志已记录，仅供内部参考

图 5：国内航司 Q2 减少运力投放



资料来源：ifind，申万宏源研究

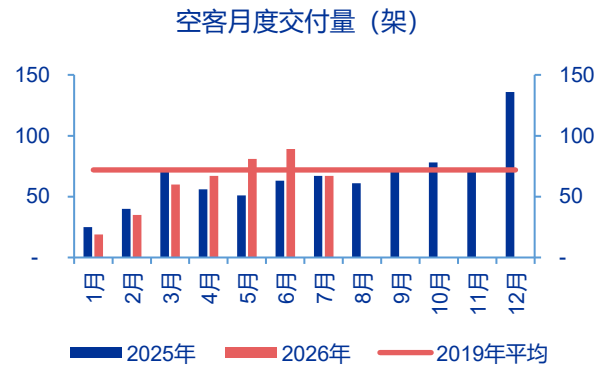
图 6：境内航司 26Q2 利润承压



资料来源：ifind，申万宏源研究

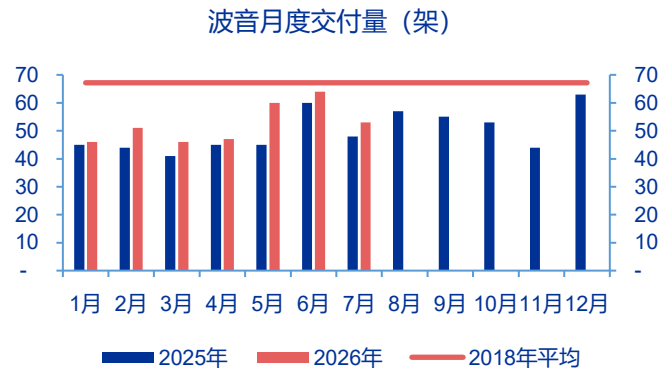
其三，波音、空客月度交付数据边际修复引发“供给瓶颈解除”的担忧。2026 年 1-7 月空客累计交付 418 架，月均约 60 架，同期波音累计交付 367 架，月均约 52 架，其中 5-6 月份交付量超过/接近 19/18 年平均，部分投资人担忧，全球航空供应链产能瓶颈快速解除，未来运力供给将快速释放，行业供需紧张格局将逆转。

图 7：空客月度交付量



资料来源：空客官网，申万宏源研究

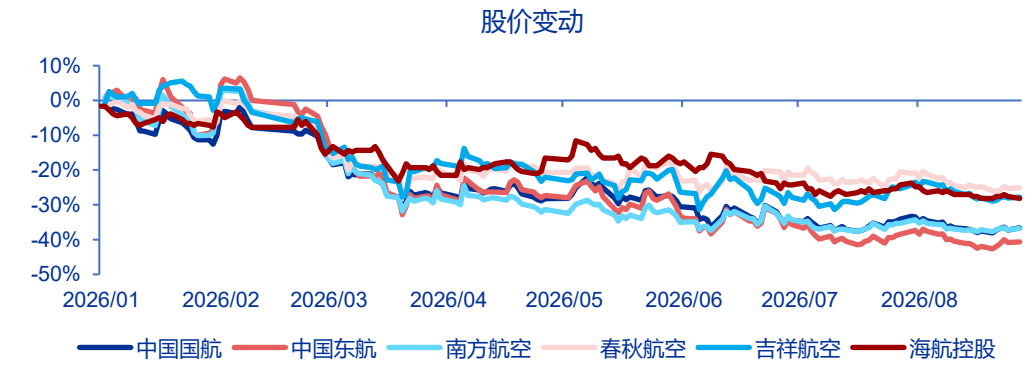
图 8：波音月度交付量



资料来源：波音官网，申万宏源研究

基于上述短期认知，市场担忧后续航空行业将重回产能过剩、竞争加剧、票价承压的旧周期，对行业中长期景气度与盈利持续性保持谨慎态度——2026 年初以来 A 股航空板块全线调整，六大上市航司年初至今跌幅 26%-42%

图 9：2026 年 3 月以来航空股股价承压



资料来源：ifind，申万宏源研究

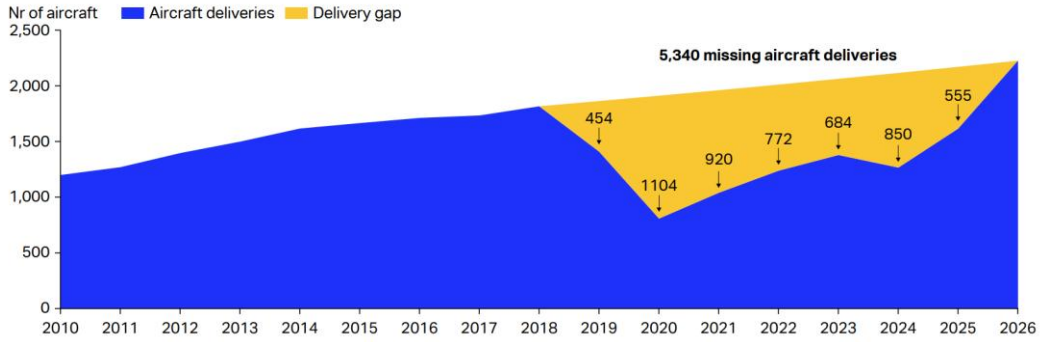
下载日志已记录，仅供内部参考

1.2 短期供给修复是假象，中期供给收缩是主线

我们认为，市场当前对供给的认识误区在于：用月度短期交付的边际变化，掩盖过往六年维度的行业供给不可逆损失，混淆了“产能重启修复”与“供给缺口修复”的本质差异。

过去六年期间，全球航空制造产业链经历了供应商出清、技术人员流失、产能关停、适航进度停滞的系统性冲击，形成了规模庞大的飞机供给缺口： 2020-2025 年，全球航空行业累计形成的刚性交付缺口超过 5300 架——以年约 1669 架/年（波音 806 架，空客 863 架）的正常交付节奏衡量，相当于超三年的产量凭空消失。这一历史缺口难以通过“加班加点”弥补，因为积压订单已经排满未来产能。

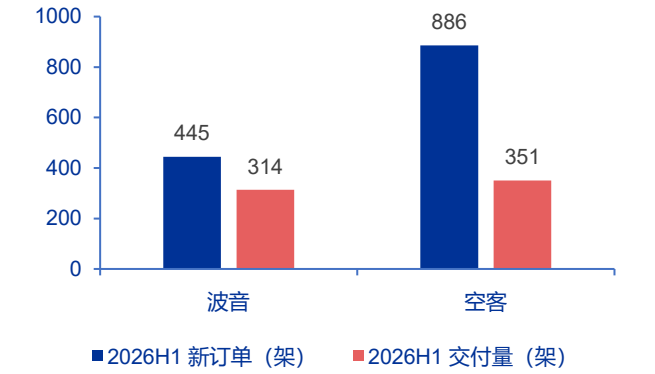
图 10：飞机交付量实际表现与疫情前趋势对比（含 2025–2026 年预测）



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

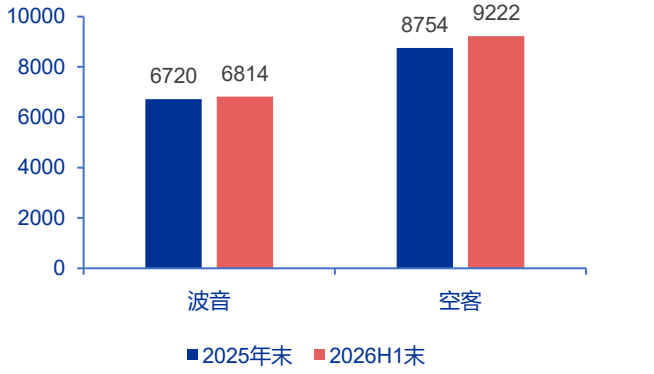
截至 2026 年上半年，波音待交付订单 6814 架、空客待交付订单 9222 架，合计突破 1.6 万架，对应现有产能消化周期接近 10 年，远超疫情前 3-4 年的正常交付周期。这意味着，即便当下新增订单、航司紧急补货，也无法实现快速交付补充运力，行业整体交付节奏较疫情前显著变慢，飞机在手订单/机队比例持续走高。

图 11：波音空客交付量及订单量



资料来源：波音、空客官网，申万宏源研究

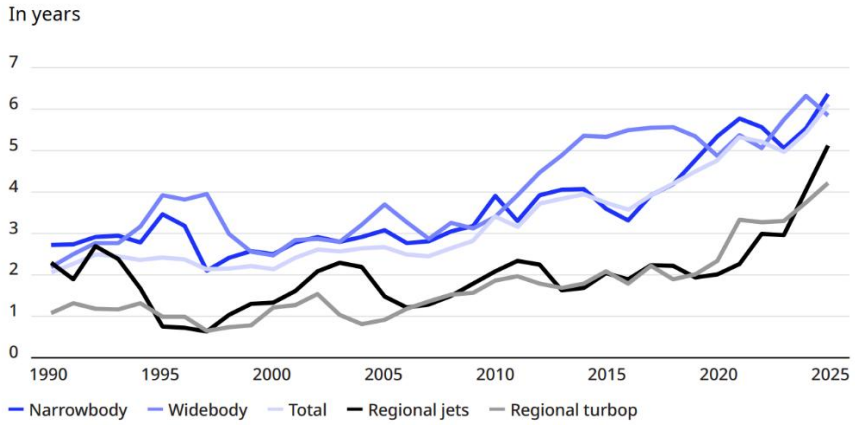
图 12：波音空客 25 年末及 26H1 待交付订单（架）



资料来源：波音、空客官网，申万宏源研究

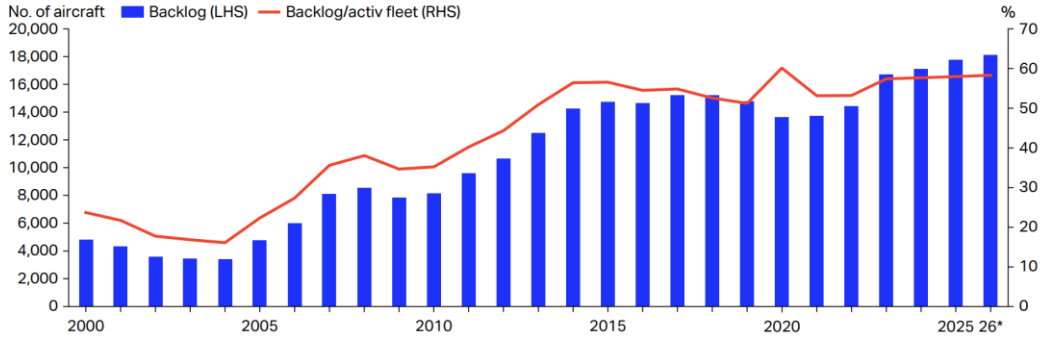
下载日志已记录，仅供内部参考

图 13：全球飞机平均交付周期（年）



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

图 14：飞机订单积压及其与现役机队的关系



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

两大 OEM 预测新飞机交付需求庞大。 波音 CMO 2026-2045 预测全球未来 20 年新机交付需求为 43625 架，空客 GMF 2026-2045 预测同期全球客机交付需求为 42060 架。当前全球主要整机厂（波音、空客、商飞、巴航工业）合计年产能约 1500 架，即便保持满产，也需要近 30 年才能满足未来 20 年的新机需求——供给缺口将长期存在。

因此，当前波音、空客月度交付回暖，仅仅是产业链低效修复后的边际改善，无法改变中长期供给稀缺的底层逻辑。中期供给放缓的核心趋势仍在持续演绎，并未逆转。

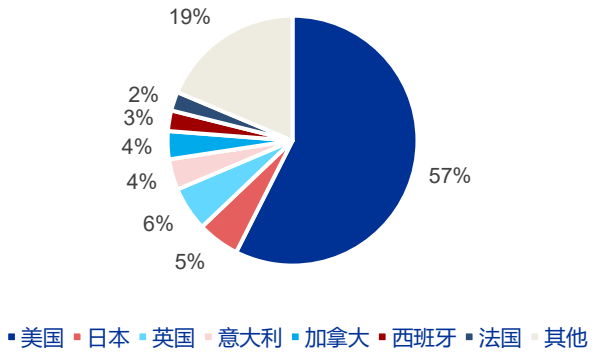
2 全球供给约束短期难解，订单积压限制远期产能

2.1 全球零部件厂商：航空发动机是整条供应链最薄弱环节

飞机制造具有高度精密与高度复杂的特点，以 B737 为例，一架波音 737 飞机大约有 40 万个零部件，无论波音、空客，其供应链均涉及全球多个国家和地区。

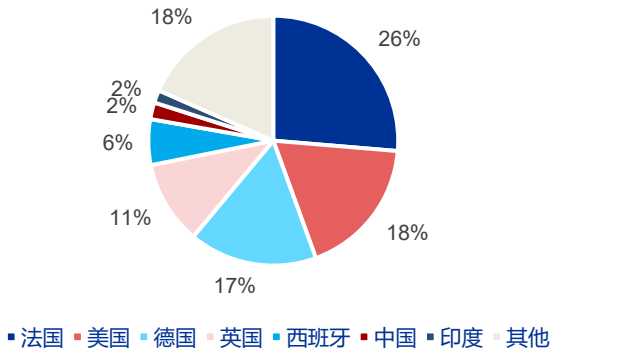
下载日志已记录，仅供内部参考

图 15：波音供应商地区分布



资料来源：航空产业网，申万宏源研究

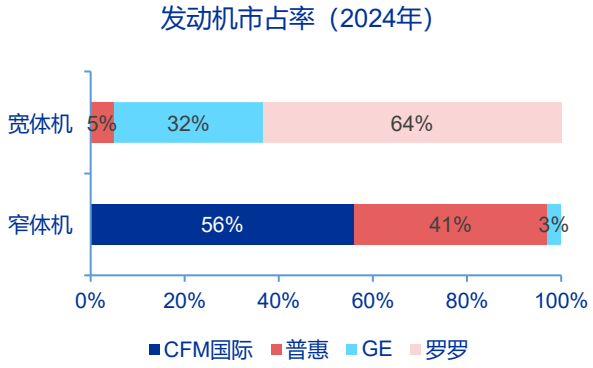
图 16：空客供应商地区分布



资料来源：航空产业网，申万宏源研究

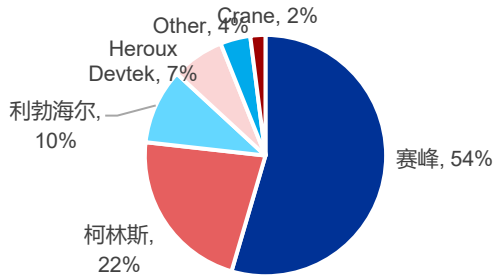
航空供应链关键部件往往依赖少数供应商（如发动机、起落架），且具有高定制化、高认证门槛的特点，哪怕是微小的扰动都难以及时化解，可能演变成显著的生产延误。过去几年的原材料和人工短缺、加征关税、俄乌冲突均引发了供应链的紊乱。

图 17：发动机市占率



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

图 18：起落架市占率



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

航空发动机作为飞机最核心、最复杂的零部件，是当前供应链的最大约束点，直接影响整机产能释放，形成“装机不足、维修挤兑”的双重压力。虽当前产量同比提升，但距离中期目标差距较大。

当前窄体机（单通道）占据全球新机交付量的八成左右，其发动机供给决定了整机交付节奏，当前窄体机两大动力体系（CFM、普惠）均面临刚性约束：

CFM LEAP 发动机同时配套波音 737MAX、空客 A320neo 两大主力机型，从最新季度数据看，2026 年上半年 LEAP 发动机交付 1030 台（Q1 为 520 台、Q2 为 510 台），较 2025 年同期增长 41%，**但对照 2030 年前后约 2500 台/年的新装机目标仍相去甚远。**

普惠 PW1100G（GTF）发动机粉末冶金缺陷问题仍未彻底解决。2023 年普惠曝出 GTF 发动机粉末冶金盘件制造缺陷，适航指令要求全球相关发动机全面拆解检修。2025 年行业危机峰值阶段，共有 648 架装配 GTF 发动机的客机因等待进厂大修而停场，不仅造成大量现役飞机被动停场，大修产能持续被存量维修占用，进一步分流新机装机产能。GTF 发动机正常维修时间约 120 天，目前仍高达 300 天。

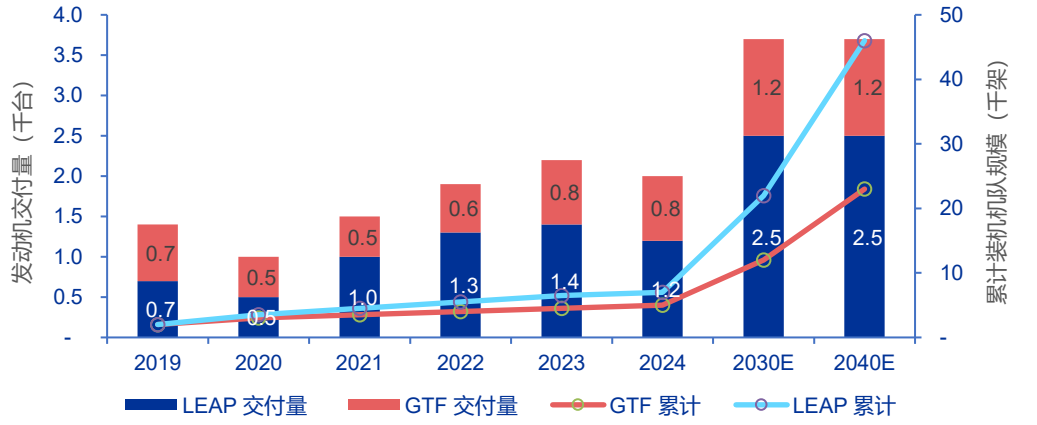
下载日志已记录，仅供内部参考

表 1：波音空客发动机供应商交付情况（台）

类型	飞机部件	2019	2024	2025	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026
飞机发动机	普惠发动机	746	996	1055	189	**173**	165	219	250	**227**	266	312	235	**260**
	GE 商业发动机	2390	1911	2386	751	**723**	714	202	444	**551**	664	727	640	**659**
	LEAP 发动机	1736	1407	1802	424	**437**	455	420	319	**410**	511	562	520	**510**
	CFM56 发动机	391	60	52	153	**105**	69	64	12	**14**	15	11	12	**10**

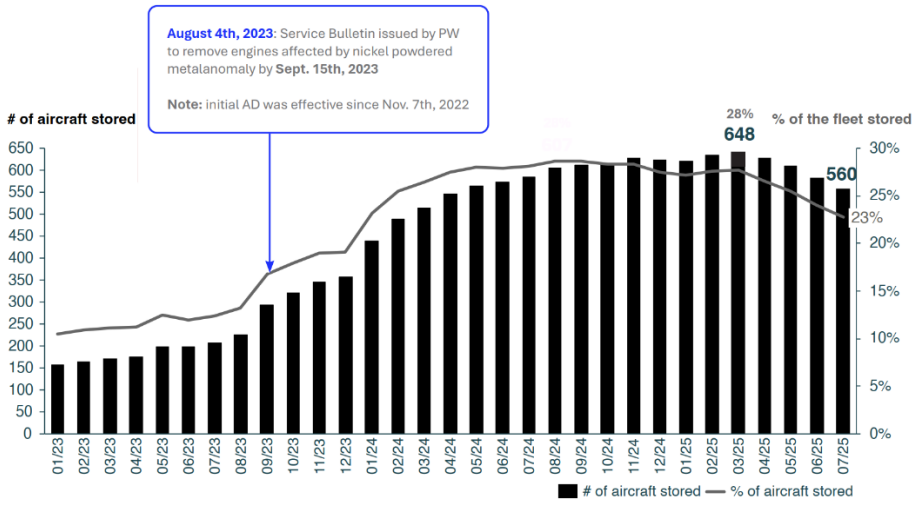
资料来源：通用电气、雷神技术、赛峰集团公司公告，申万宏源研究

图 19：LEAP 与 GTF 发动机数量预计保持高速扩张态势



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

图 20：普惠 GTF 停场率未恢复正常



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

宽体机飞机零部件供给瓶颈更为严重。根据波音空客飞机部件供应商交付情况，2026Q2 部分飞机部件交付量仍低于 2019 年同期水平，其中宽体机部件短缺更明显，制造商上游交付能力受限，继续加剧飞机供应链失序状态。

下载日志已记录，仅供内部参考

表 2：波音空客核心飞机部件供应商交付情况（个）

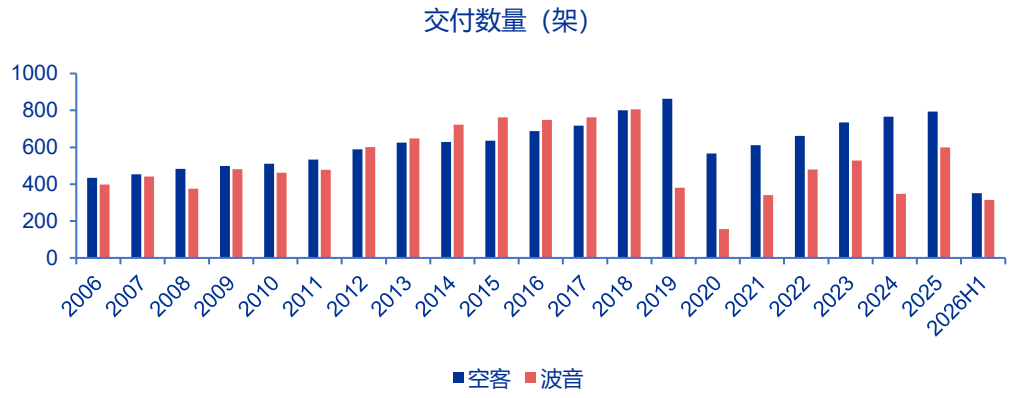
类型	飞机部件	2019	2024	2025	Q1 2019	Q2 2019	Q3 2019	Q4 2019	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	Q4 2025	Q1 2026	Q2 2026
起落架	787 起落架	165	41	65	41	**43**	42	39	16	**14**	18	17	22	**20**
	A350 起落架	82	48	42	23	**18**	21	20	13	**10**	9	10	12	**11**
机身	A330neo 机身	92	62	69	24	**27**	25	16	20	**16**	14	19	11	**19**
	A320neo 机身	602	622	717	120	**160**	157	165	155	**152**	186	224	204	**197**
	支线机身	635	754	735	153	**151**	147	184	181	**180**	195	179	187	**206**
其他	A350 洗手间	771	448	423	170	**230**	180	191	51	**112**	126	134	154	**155**
	商务舱座椅	5634	2482	2632	1328	**1209**	1487	1610	704	**534**	428	966	634	**648**
	A320 应急滑梯	4921	4441	4533	1223	**1175**	1155	1368	1186	**946**	1186	1215	1329	**992**
	787 一级配电系统	1054	344	401	277	**284**	285	208	88	**105**	97	111	128	**172**

资料来源：赛峰集团公司公告，申万宏源研究

2.2 全球整机厂商：月度修复失真，长期堰塞湖难解

主要飞机制造商交付量仍未完全恢复。2026H1 空客、波音累计交付量分别为 351、314 架，同比分别增长 15%、12%，但年化后交付量仍不及疫情前高点。虽月度交付数据回暖，但长期订单积压、交付周期大幅拉长的问题仍然存在——短期边际改善无法抵消多年累积的行业供给缺口。

图 21：波音、空客交付量不及 18-19 年高点

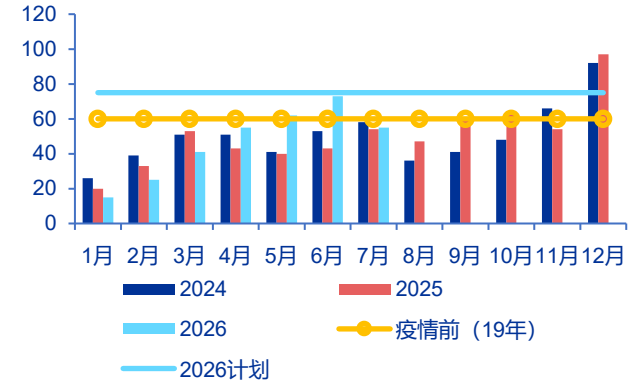


资料来源：波音、空客，申万宏源研究

空客：1）窄体机：空客 A320neo 系列长期目标月产 75 架，但持续受普惠 PW1100G、CFM LEAP 发动机交付滞后拖累，部分完工整机因缺核心动力无法交付。2026Q2 A320 系列单季交付 190 架，月均约 63 架，已略超疫情前 60 架的月均水平，但仍低于空客 75 架的产能目标，且逐月波动剧烈，反映的是发动机瓶颈下的艰难爬坡而非产能释放。2）宽体机：2026Q2 空客宽体机仅交付 22 架，月均约 7 架，仅为疫情前 14 架的一半水平。A350、A330neo 核心零部件持续紧缺，产能缺乏快速增量空间。

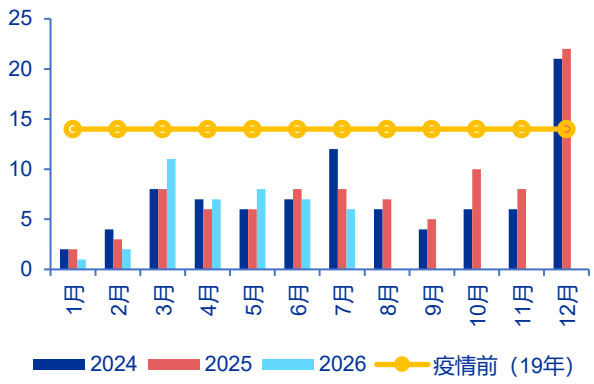
下载日志已记录，仅供内部参考

图 22：空客 A320 系列机型交付情况（架）



资料来源：空客官网，申万宏源研究

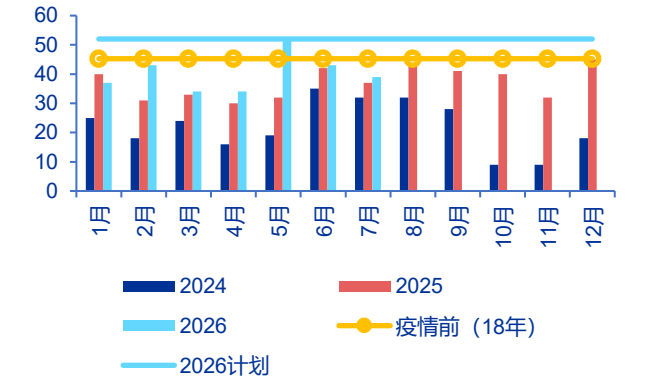
图 23：空客宽体机月度交付情况（架）



资料来源：空客官网，申万宏源研究

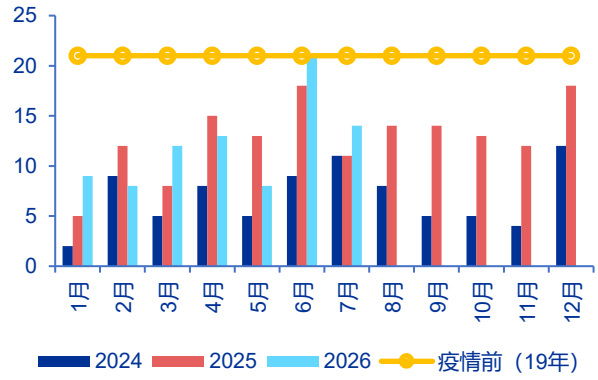
波音：1）737MAX：当前 737MAX 月产能 47 架，目标产能 52 架，即便达成目标，进一步增产也将直面零部件、发动机双重刚性约束，无持续扩产空间。2026Q2 B737 系列交付 129 架，月均约 43 架，同比 2025 年提高 24%，但仍较疫情前 45 架月均水平下滑 5%，且距离目标仍有差距；737 MAX10 机型仍未获得认证。2）宽体机：787 产能缓慢修复，2026Q2 波音宽体机交付 42 架，月均约 14 架，仅为疫情前 21 架的三分之二；777X 适航进度持续延期，预计 2027 年后才能实现批量交付。

图 24：波音 B737 系列机型交付情况（架）



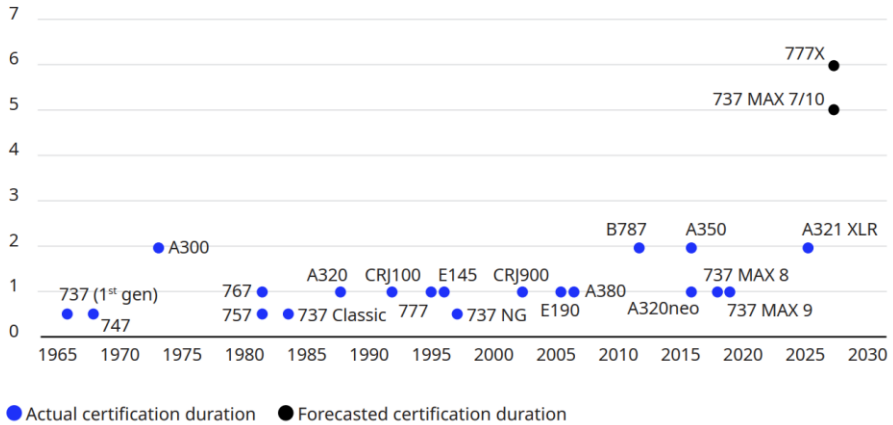
资料来源：波音官网，申万宏源研究

图 25：波音宽体机月度交付情况（架）



资料来源：波音官网，申万宏源研究

图 26：新机型认证时间大幅拉长（年）



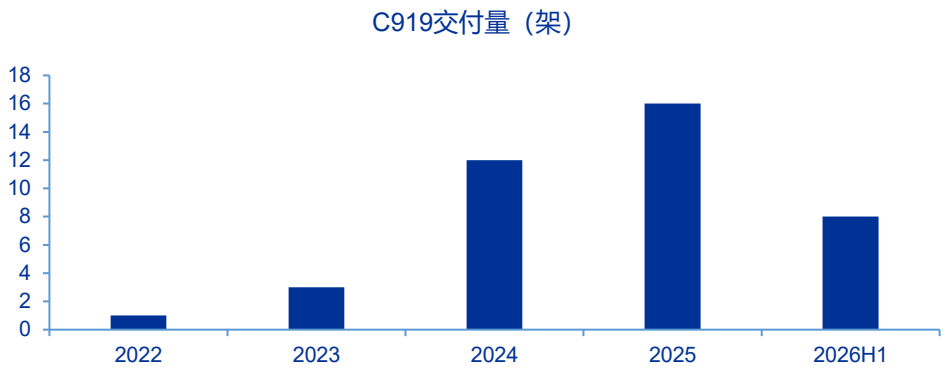
资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

中国商飞：国产大飞机作为国内供给的唯一增量补充，当前处于小规模产能爬坡阶段，2025 年交付 16 架，2026 年 C919 目标交付至少 28 架（H1 仅交付 8 架），产能释放节奏极慢，这是因为：发动机依赖进口，C919 配套 LEAP-1C 进口发动机供给存在不确定性，且供应链配套尚在完善，高端系统级零部件国产化仍处于攻坚阶段。

目前 C919 国内外订单超 1000 架，但按当前交付节奏，2030 年前无法形成规模化供给。远期规划虽为年产能 150 架，但受技术、供应链、适航进度约束，仅能小幅弥补国内运力缺口，无法对冲欧美整机厂商交付滞后带来的供给缺口。

图 27：中国商飞交付爬坡缓慢

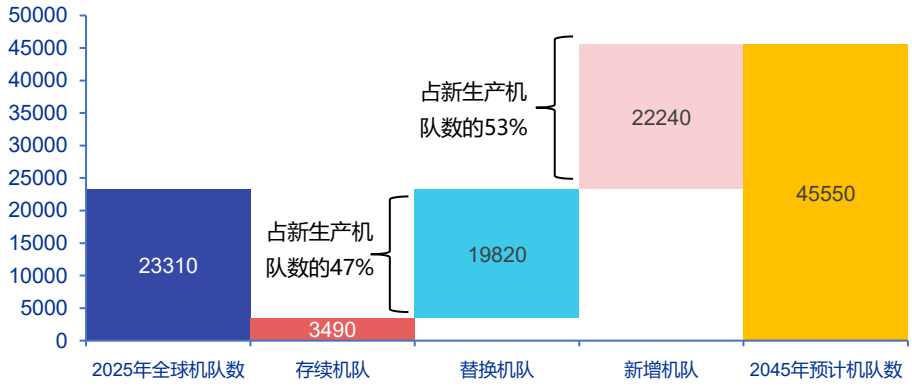


资料来源：CAPA（航空研究中心），申万宏源研究

在航空出行市场持续增长的带动下，未来仍存在大量飞机需求。根据空客 2025 最新 GMF 报告，2045 年全球客机数量预计达到 45550 架，较 2025 年机队数近乎翻倍，新生产飞机数超 4.2 万架，其中近一半为替换需求——2025 年机队数中将仅有 15%会使用至 2045 年，意味着未来 20 年全球需要交付约 19,820 架新机用于替换其余 85%的老旧飞机，退役潮与需求增长同步到来，供给缺口将进一步放大。

波音与空客的预测较为接近，根据波音 CMO 报告，预计全球未来 20 年新机需求约 4.4 万架，对应年均约 2100 架以上。当前全球主要整机厂（波音、空客、商飞、巴航工业）合计年产能约 1500 架，即便保持满产，也需要近 30 年才能满足未来 20 年的新机需求。

图 28：空客预计 2026-2045 年全球需要 42,060 架新客机（架）



资料来源：空客官网，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

2.3 全球发动机 MRO：后端维修约束放大运力缺口

机队规模与座位供给仅能反映航空运力的静态增长水平，只有结合机队运行效率（飞机利用率），才能真实体现行业实际可用运力供给。当前制约民航实际运力释放的核心因素，**除新机净交付增量有限外，新一代发动机成熟度不足、进厂大修频次偏高引发的大规模飞机停场，也进一步压制了有效运力的提升空间。**

目前市场正从传统发动机(CFM56、V2500)向新一代发动机(LEAP、GTF)过渡，厂商需同时维持两类发动机 MRO（维修大修）能力，叠加新机交付目标大幅提速，多款发动机存在设计成熟度缺陷与生产质量问题，导致发动机大修产能严重挤兑。

新机交付目标提速：CFM 公司的 LEAP 系列发动机（适配 A320neo 的 LEAP-1A、适配波音 737MAX 的 LEAP-1B、适配商飞 C919 的 LEAP-1C）与普惠齿轮传动涡扇 GTF 发动机（适配 A320neo 的 PW1100G、适配 A220 的 PW1500G、适配 E190/195-E2 的 PW1900G）交付规模将持续快速扩张：根据国际航空运输协会（IATA）的报告，预测 2030 年 LEAP 发动机年交付量接近 2500 台，GTF 发动机年交付量约 1200 台。

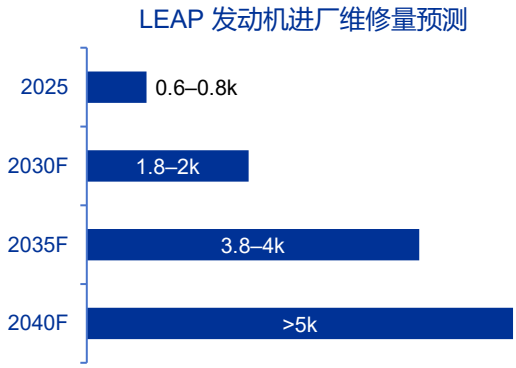
表 3：新一代飞机及发动机

	普惠 GTF 发动机	CFM LEAP 发动机
空客（Airbus）	A320neo 系列（PW1100G）、A220 系列（PW1500G）	A320neo 系列（LEAP-1A）
波音（Boeing）	/	737MAX 系列（LEAP-1B）
中国商飞（COMAC）	/	C919（LEAP-1C）
巴航工业（Embraer）	E190/195-E2 系列（PW1900G）	/

资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

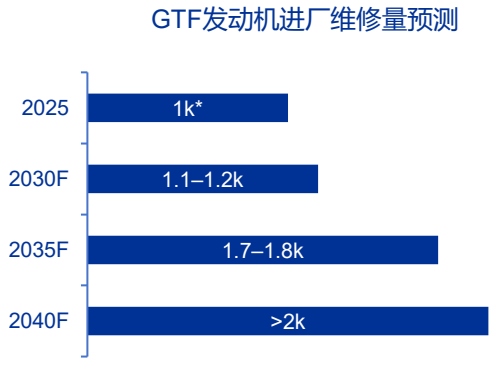
发动机产能存在“双向挤压”刚性约束。发动机产能约束并非单一的新机装机问题——有限产能必须同时满足新机装机需求、在役飞机大修备用需求。一方面，LEAP、GTF 新一代发动机年交付目标分别达 2500 台、1200 台（2030 年前后），装机需求持续攀升；另一方面，新一代发动机实际耐久性低于设计预期，在翼时间显著缩短，进厂大修周期缩短、大修数量超预期——预计 LEAP 发动机年大修需求将在 2040 年前超过 5000 次、GTF 超过 2000 次。双重需求叠加下，发动机供给缺口长期存在，成为整机交付的核心卡点。

图 29：预计 LEAP 发动机年大修需求将在 2040 年前超过 5000 次



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

图 30：预计 GTF 发动机年大修需求将在 2040 年前超过 2000 次



资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

发动机成熟度和质量问题：LEAP 和 GTF 两款发动机均未达到成熟“在翼时间”(TOW)，导致提前、频繁的返厂维修；此外，2023 年 GTF 发动机的“粉末冶金”缺陷，严重加剧了发动机短缺。2025 年行业危机峰值阶段，共有 648 架装配齿轮传动涡扇（GTF）发动机的客机（空客 A320neo、空客 A220、巴西航空 E190/195-E2）因等待进厂大修而停场，给航司运营造成显著影响。

发动机维修大修（MRO）核心作业形式为进厂大修，大修期间通常会对发动机开展性能恢复检修，或更换各类寿命限制件（LLP）。发动机原厂自有维修厂占据维修大修市场最大份额，同时全球整体维修产能依靠外部第三方维修厂形成补充。多数第三方维修机构都会与原厂签订各类商用合作协议，以此获取核心维修配套资源。

普惠（PW）与 CFM 针对 GTF、LEAP 发动机搭建完全差异化维修网络，普惠 GTF 维修供给韧性显著偏弱。2023 年普惠曝出 GTF 发动机粉末冶金盘件制造缺陷，适航指令要求全球相关发动机全面拆解检修，叠加普惠封闭的售后管控机制、维修网点数量不足、备件缺口难以填补（全体系仅 25 家维修点，所有大修工单由普惠统一分配），大修周转时间从标准 120 天拉长至 300 天，直至当前仍有大批航司受持续冲击，大量 GTF 动力飞机长期停场闲置，运力无法释放。

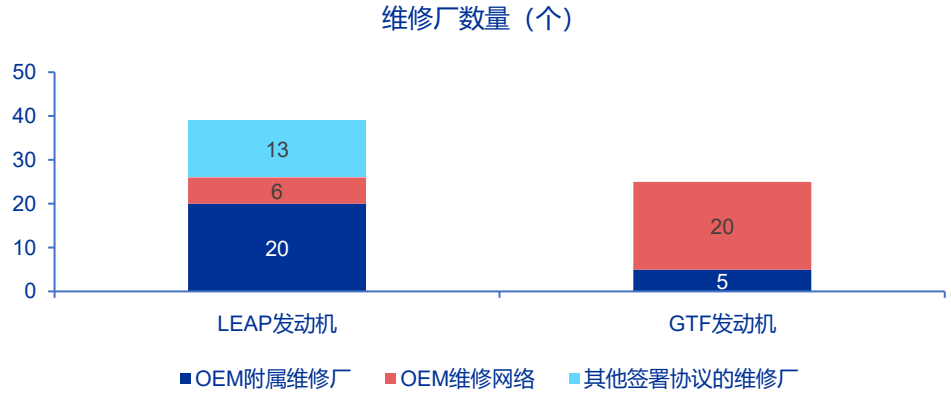
与之对比，CFM 采用开放化运维体系，其中第三方维修点包括高端认证维修商、签署 GSLA/PLA 的独立第三方维修商，全体系合计 39 家维修点，航司可自主择优选择维修服务商，市场化分流机制有效缓解大修积压，未形成大面积长期停飞的行业危机。

表 4：LEAP 发动机大修业务共有三类承接渠道

LEAP 发动机维修渠道	说明	数量（个）
原厂自有维修基地	由 CFM 两大母公司赛峰、通用电气旗下自有维修厂开展维修	6
CFM 高端认证维修合作商（Premier MRO）	代表企业包括法荷航维修（AFI-KLM E&M）、达美维修、汉莎技术等，所有高端认证维修商之间互相竞争，同时也与 CFM 自有维修厂、非高端认证维修商争夺订单	20
签署商用授权协议的独立第三方维修厂	与 CFM 签订通用支持许可协议（GSLA）或采购许可协议（PLA），代表企业有萨纳德航空维修、葡萄牙 TAP 维修工程公司	13

资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

图 31：LEAP 与 GTF 发动机维修资源对比

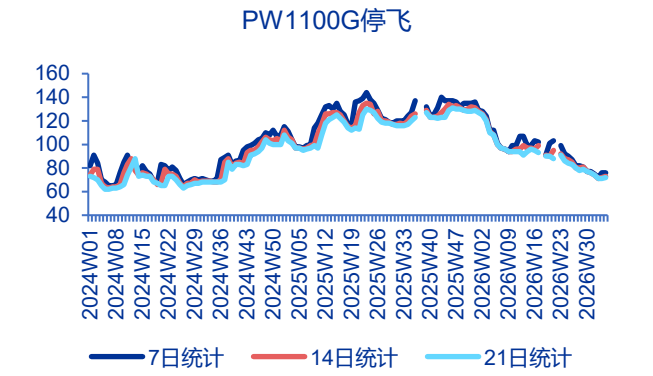


资料来源：IATA（国际航协），申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

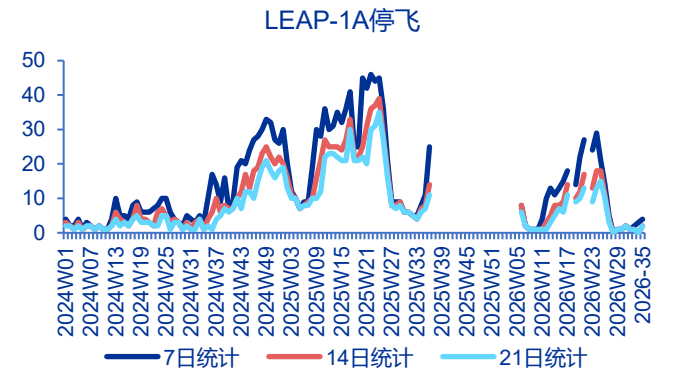
以中国市场为例，因维修 PW1100 而停飞的飞机数量在 2025 年达到峰值，2026 年数量有所回落，仍高于正常值；因维修 LEAP-1A 而停飞的飞机数量在 2026 年一度回落至 0，侧面反映普惠 GTF 发动机面临的大修问题更为严峻。相应的，部分受影响航司的停飞数量在 2026 年仍然较高，尚未恢复至正常水平。

图 32：中国因 PW1100G 而停飞的飞机数量（架）



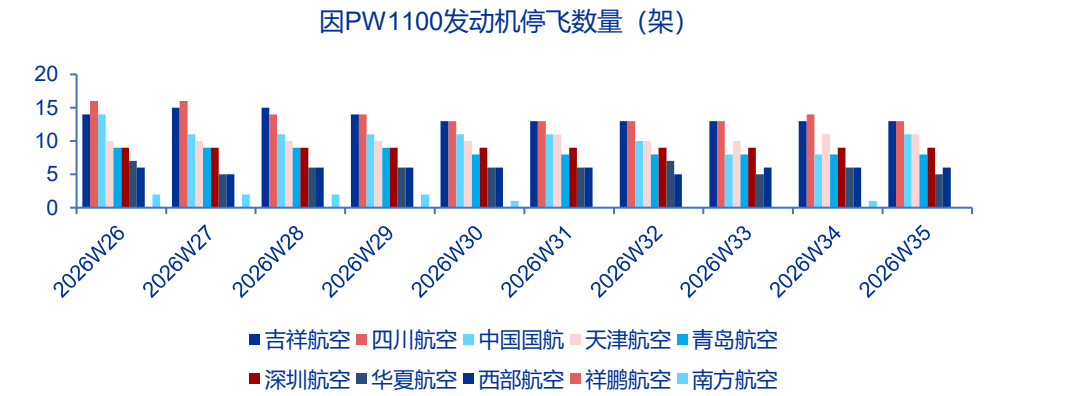
资料来源：航班管家，申万宏源研究

图 33：中国因 LEAP-1A 而停飞的飞机数量（架）



资料来源：航班管家，申万宏源研究

图 34：近期中国各航司因 PW1100 发动机而停飞的飞机数量（架）



资料来源：航班管家，申万宏源研究

3 中国市场：供给约束持续，需求边际好转

3.1 供给：增速已放缓，中期受压制

现状：中国航空业客机数量增速持续放缓。进入 2026 年，中国航空业的机队数量甚至出现单月负增长（2026 年 2 月、3 月、6 月）。从上市航司的机队引进量上也可以得到验证，2026H1 三大航引进量年化后均不及全年计划引进量，交付再次延迟（2020 年至今每年实际引进量均不及计划引进量）。

下载日志已记录，仅供内部参考

图 35：2026 年中国客机机队增速放缓



资料来源：CAPA，申万宏源研究

表 5：航司 26H1 引进量不及计划量

航空公司	月份	引进（架）	退出（架）	净增（架）
中国东航	半年度年化（*2）	34	20	14
	2026 计划量	51	22	29
	差值（年化-预期）	**-17**	**-2**	**-15**
南方航空	半年度年化（*2）	38	36	2
	2026 计划量	60	44	16
	差值（年化-预期）	**-22**	**-8**	**-14**
中国国航	半年度年化（*2）	34	18	16
	2026 计划量	40	20	20
	差值（年化-预期）	**-6**	**-2**	**-4**

资料来源：ifind，申万宏源研究

表 6：三大航实际与计划新增/引进量对比（架）

航司	年份	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
中国国航	期末机队数	669	699	707	746	762	905	930	964
	当期引进数	50	48	14	43	36	20	36	45
	当期退出数	21	18	6	4	20	12	11	11
	前期计划引进数	54	63	37	59	46	37	45	47
	前期计划退出数	22	17	4	6	22	23	12	17
	前期计划净增量	32	46	33	53	24	14	33	30
	机队实际净增量	29	30	8	39	16	8	25	34
	机队增速	**2.1%**	**4.5%**	**1.1%**	**5.5%**	**2.1%**	**/**	**2.80%**	**3.7%**
	实际引进调整	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	实际退出调整	↓	↑	↑	↓	↓	↓	↓	↓
中国东航	期末机队数	692	734	734	758	778	782	804	826
	当期引进数	69	44	13	33	34	22	35	48
	当期退出数	14	2	13	9	14	18	13	26
	前期计划引进数	67	60	46	43	46	36	56	60
	前期计划退出数	15	1	1	9	12	14	15	26
	前期计划净增量	52	59	45	34	34	22	41	34

下载日志已记录，仅供内部参考

	机队净增量	55	42	0	24	20	4	22	22
	机队增速	**8.6%**	**6.1%**	**0.0%**	**3.3%**	**2.6%**	**0.5%**	**2.8%**	**2.7%**
	实际引进调整	↑	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	实际退出调整	↓	↑	↑	→	↑	↑	↓	→
	期末机队数	840	862	867	878	894	908	917	972
	当期引进数	104	54	**32**	**22**	**23**	**37**	**57**	**78**
	当期退出数	18	32	27	11	7	23	48	23
	前期计划引进数	115	114	**86**	**64**	**68**	**82**	**82**	**89**
南方航空	前期计划退出数	29	45	37	12	9	24	42	36
	前期计划净增量	86	69	49	52	59	58	40	53
	机队净增量	86	22	5	11	16	14	9	55
	机队增速	**11.4%**	**2.6%**	**0.6%**	**1.3%**	**1.8%**	**1.60%**	**1.0%**	**6.0%**
	实际引进调整	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↓
	实际退出调整	↓	↓	↓	↓	↓	↓	↑	↓

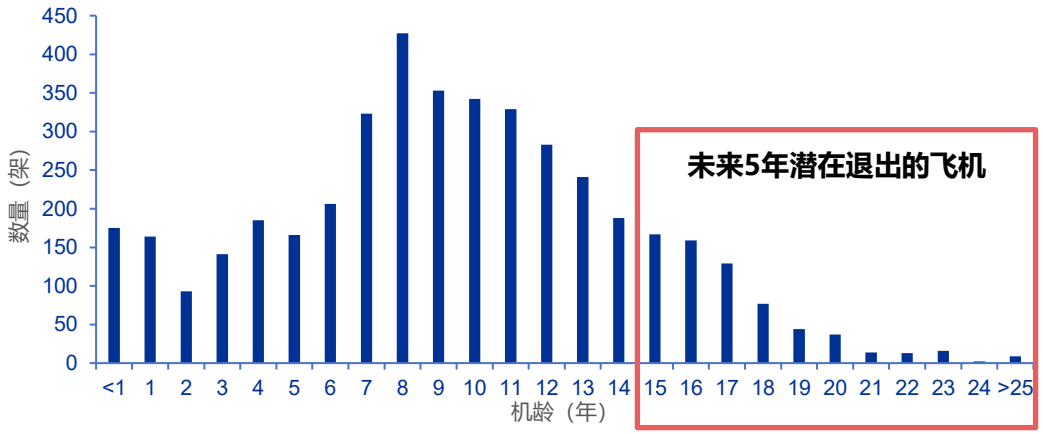
资料来源：ifind，申万宏源研究

五年维度看（2026-2030 年），悲观/中性/乐观情境下，预计每年飞机净增量为 45/80/115 架，对应年均增速仅为 1.1%/1.9%/2.7%，其中新增及退出数量计算如下：

新增：截至 26H1 国内航司共有波音空客订单约 890 余架，在悲观/中性/乐观情况下，假设 2026-2030 年存量订单引进率为 80%/90%/100%，则每年度平均波音空客飞机引进 143/161/178 架。预计国产飞机 C909 年均交付量为 30 架，C919 在悲观/中性/乐观情况下年均交付量分别为 10/20/30 架。

退出：根据 26H1 国内机队（客机）机龄分布情况，2030 年底机龄超过 20 岁的飞机数将达到 720 余架，在悲观/中性/乐观情况下，假设退出率分别为 95%/90%/85%，未来平均每年退出 138/131/123 架。

图 36：中国客机机龄分布图



资料来源：CAPA（航空研究中心），申万宏源研究 注：数据截至 2026 年 6 月 30 日。

表 7：五年维度中国航空业客机机队数量测算（架）

	悲观情境	中性情境	乐观情境
年均新增架数	183	211	238
年均退出架数	138	131	123

下载日志已记录，仅供内部参考

年均净增架数	45	80	115
年化增速	1.1%	1.9%	2.7%

资料来源：CAPA（航空研究中心），申万宏源研究

近期航司公告飞机订单，采购核心驱动仍为飞机更新换代需求。2025 年 12 月末多家航司宣布拟购买 A320 系列飞机，多为 2028-2032 年分批交付，2026 年 6 月起中国东航等航司又陆续宣布拟购买空客宽体飞机。

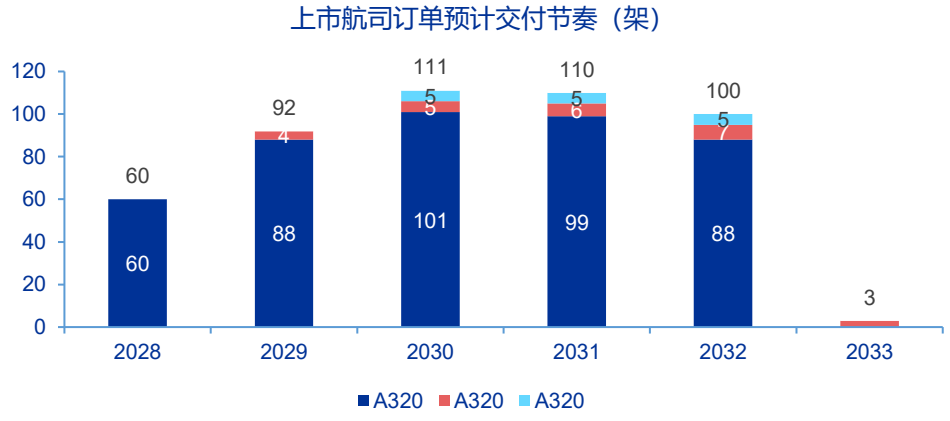
表 8：航司飞机购买公告一览

公告日期	航司	采购数量	机型	交付时间
2025.12	中国国航	60 架	A320NEO 系列	2028-2032 年
2025.12	春秋航空	30 架	A320NEO 系列	2028-2032 年
2025.12	吉祥航空	25 架	A320 系列	2028-2032 年
2025.12	华夏航空	3 架	A320 系列	2030 年起 3 年内交付
2025.3	中国东航	101 架	A320NEO 系列	2028-2032 年（分别 19、19、30、27、16）
2026.4	南方航空	102 架	A320NEO 系列	2028-2032 年
2026.4	厦门航空	35 架	A320NEO 系列	2029-2032 年
2026.6	中国东航	25 架	A330NEO 系列	2029-2033 年（分别 4、5、6、7、3）
2026.7	中国国航	15 架	A350-900 系列	2030-2032 年
2026.7	深圳航空	40 架	A320NEO 系列	2029-2032 年
2026.7	海南航空	40 架	A320NEO 系列	2029-2032 年

资料来源：公司公告，申万宏源研究

假设交付节奏平滑，则上述订单对应的 2028-2032 年交付量分别为 60/92/111/110/100 架，而上述航司同期年满 20 岁的飞机合计分别 66/106/140/120/154 架，订单总引进量实则不及潜在退出数量，供给依然紧张。

图 37：上市航司飞机交付节奏预测（架）



资料来源：公司公告，申万宏源研究

表 9：预计各上市航司（股份公司口径）年度新增的 20 岁飞机数量（架）

	2028	2029	2030	2031	2032	合计
中国国航	29	41	41	46	56	213
中国东航	14	23	37	22	34	130
南方航空	8	29	42	30	35	144
春秋航空	0	2	5	6	7	20

下载日志已记录，仅供内部参考

吉祥航空	0	1	1	4	5	11
海航控股	15	10	14	12	17	68
合计	**66**	**106**	**140**	**120**	**154**	**586**

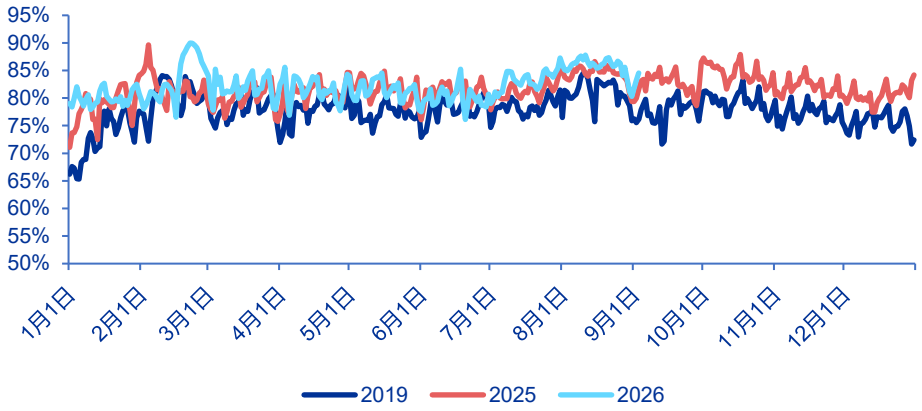
资料来源：CAPA（航空研究中心），申万宏源研究

3.2 需求：8 月边际改善，增长潜力充足

短期：2026 年暑运国内航线票价同比下降约 4%，传统“旺季更旺”的格局并未出现，这使得部分投资者对航空需求持偏悲观态度。然而，若仅观察客流指标，情况则截然不同——暑运期间客运总量创下历史新高，国内航线旅客量同比增长 5%，客座率也同比提升 2 个百分点。两个维度呈现出的图景迥异，究竟应如何客观理解当前行业需求？

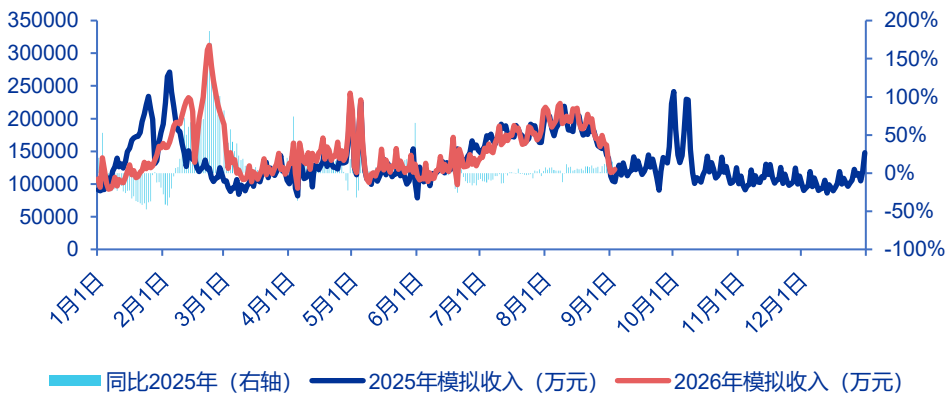
我们认为，评判需求强弱不能依赖单一指标，而应综合考量“量”与“价”的互动关系。票价下降在一定程度上刺激了出行意愿，带动客流增长与客座率提升，最终反映为总收入的改善。从这个逻辑出发，我们注意到，自 8 月初起，国内航线模拟收入已同比转正，释放出行业需求边际回暖的积极信号。

图 38：2026 年暑运国内航线客座率持续超过 2025 年



资料来源：OTA，申万宏源研究

图 39：8 月起国内航线模拟收入增速转正

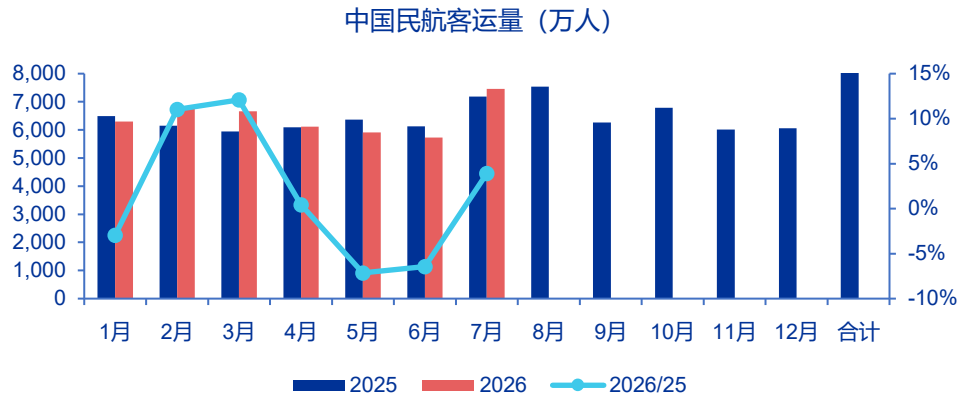


资料来源：OTA，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

若无中东地缘冲突引发的油价暴涨，我国航空业客流预计仍保持 5%以上的增速。考虑油价暴涨对我国航司经营的影响是从 Q2 开始，我们观察 Q1 行业量价数据，发现全行业呈现“量价齐增”态势，其中 Q1 民航旅客量为 1.98 亿人次，同比增长 6.5%，高于机队（供给）增长。

图 40：中国民航客运量 Q1 维持高个位数增长



资料来源：民航局，申万宏源研究

中期：国际航线客流有望继续成为增量。外交部持续推行多项外国人单/双向免签及过境免签便利政策，政策红利持续释放，2026 年以来新增英国、加拿大等为入境免签国家，国际航线客流增速高于国内航线，外籍旅客来华热度攀升，过去 4 个季度免签入境外国人占入境外国人总数的比例稳定在 70+%。

表 10：我国目前试行多项免签政策

免签政策类型	适用情形
单方面免签	仅中国单方面允许对方国家人员免签入境中国，目前单方面免签国家有 **45 个**，欧洲 33 国、大洋洲 2 国、亚洲 6 国、南美洲 3 国、北美洲 1 国。上述国家人员持普通护照来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 日，可免签入境。
双边免签	中国与对方国家互相给予对方公民免签入境待遇，双方公民可凭有效证件免签进入对方国家，停留时长、入境目的等按双边协议执行。过去 3 年新增的试行双边免签的国家包括**哈萨克斯坦、新加坡、泰国、格鲁吉亚、马来西亚、俄罗斯、乌兹别克斯坦、阿塞拜疆、巴西、乌拉圭**等。
240 小时过境免签	自 2024 年 12 月 17 日起，中国对美国、俄罗斯、英国等 **55 国**实施 240 小时过境免签政策，相关国家人员持本人有效国际旅行证件和确定日期及行程的联程客票，从中国过境前往第三国或地区，可从 24 个省份 65 个开放口岸中的任一口岸免签入境，并在规定区域停留活动不超过 10 天。

资料来源：国家移民局，申万宏源研究

表 11：我国陆续试行的免签政策

新闻时间	试行国家	生效时间	免签情况
2023/5/18	中国与**哈萨克斯坦**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2023/11/10 起	互免
2023/9/13	**泰国**对中国持普通护照人员试行单方面免签政策。	2023/9/25-2024/2/29	单向（对中国公民）

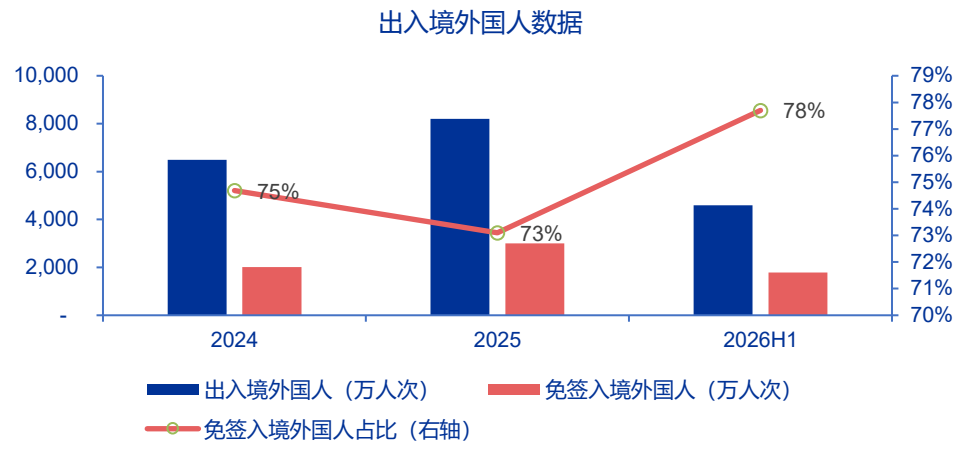
下载日志已记录，仅供内部参考

2023/11/24	中国对**法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2023/12/1-2024/11/30	单向
2024/1/25	中国与**新加坡**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2024/2/9 起	互免
2024/1/28	中国与**泰国**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2024/3/1 起	升级为互免
2024/3/7	中国对**瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2024/3/14-2024/11/30	单向
2024/4/10	中国与**格鲁吉亚**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2024/5/28 起	互免
2024/6/26	中国对**新西兰、澳大利亚、波兰**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2024/7/1-2025/12/31	单向
2024/10/16	中国对**葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2024/10/15-2025/12/31	单向
2024/11/1	中国对**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**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2024/11/8-2025/12/31	单向
2024/11/22	中国对**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**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2024/11/30-2025/12/31	单向
2024/12/3	中国与**乌兹别克斯坦**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2025/6/1 起	互免
2025/4/17	**马来西亚**对中国持普通护照人员试行免签政策。	2025/7/17 起	升级为互免
2025/4/23	中国与**阿塞拜疆**对双方持普通护照人员试行互免签证政策。	2025/7/16 起	互免
2025/5/15	中国对**巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2025/6/1-2026/5/31	单向
2025/5/28	中国对**沙特、阿曼、科威特、巴林**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2025/6/9-2026/6/8	单向
2025/9/2	中国对**俄罗斯**持普通护照人员试行单方面免签政策。	2025/9/15-2026/9/14	单向
2025/11/3	中国对**法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡、澳大利亚、新西兰、波兰、葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛文尼亚、斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、摩纳哥、列支敦士登、安道尔、韩国、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、巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭、沙特、阿曼、科威特、巴林**持普通护照人员试行停留不超过 30 天的单方面免签政策。	2025/11/3-2026/12/31	单向（延期）
2025/12/1	**俄罗斯**对中国持普通护照人员试行免签政策。	2025/12/1-2026/9/14	升级为互免
2025/12/3	**柬埔寨**对中国持普通护照人员试行免签政策。	2026/6/15-2026/10/15	单向（对中国公民）
2025/12/31	**土耳其**对中国持普通护照人员试行免签政策。	2026/1/2 起	单向（对中国公民）
2026/1/15	**菲律宾**对中国持普通护照人员试行免签政策。	2026/1/16-2027/1/15	单向（对中国公民）
2026/2/15	中国对**加拿大、英国**持普通护照人员试行免签入境政策。	2026/2/17-2026/12/31	单向
2026/5/15	**巴西**对中国持普通护照人员试行单方面免签政策。	2026/5/11-2026/12/31	互免
2026/6/4	**乌拉圭**对中国持普通护照人员试行单方面免签政策。	2026/6/15-2026/10/15	互免

资料来源：外交部，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

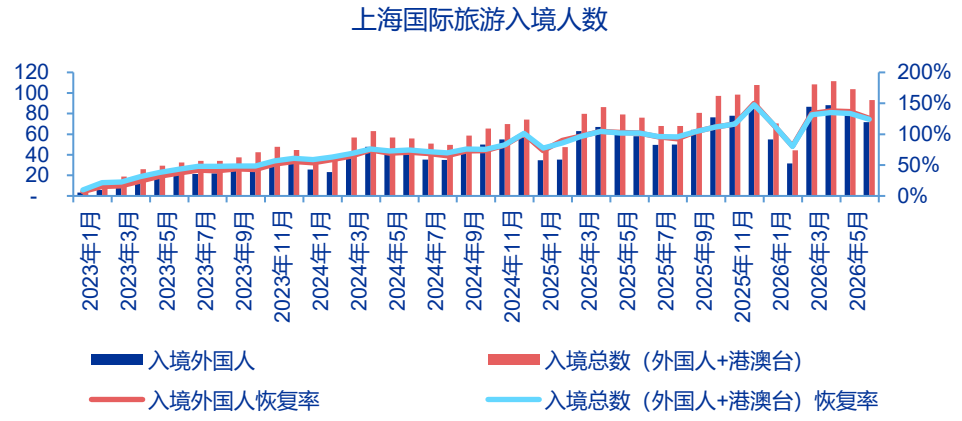
图 41：免签入境外国人占比超 7 成



资料来源：政府网站，申万宏源研究

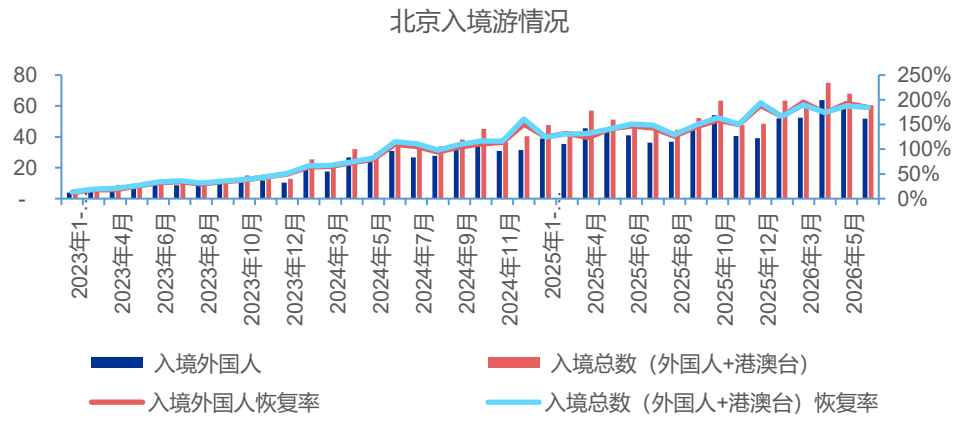
上海北京入境外国人数量超 2019 年。以 2026 年 6 月为例，上海国际旅游入境人数达 93 万人次，同比增长 22%，恢复至 2019 年的 124%，创历史新高；北京入境外国游客量达 61 万人次，同比增长 22%，恢复至 19 年的 184%，创历史新高。

图 42：上海入境情况（万人）



资料来源：上海市统计局，申万宏源研究

图 43：北京入境情况（万人）

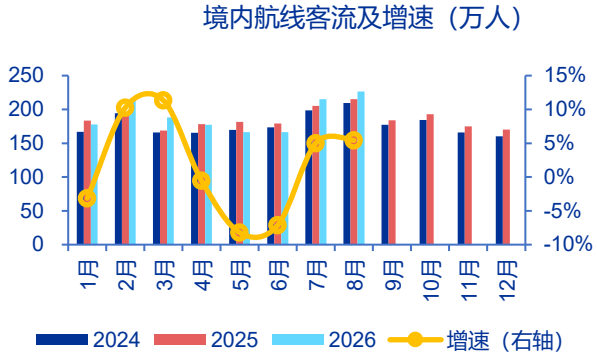


资料来源：北京文化和旅游局，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

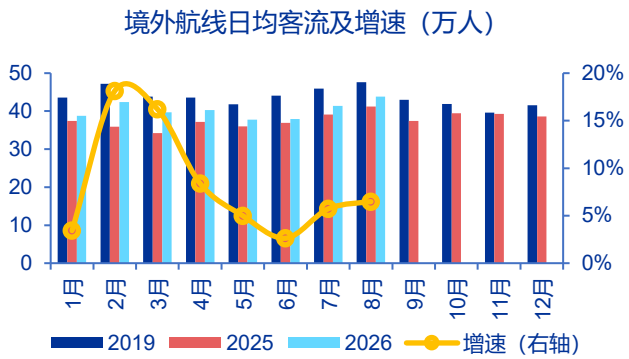
从境内境外客流增速对比看，无论是地缘冲突前亦或是冲突后，境外航线客流增速均高于境内航线，预计趋势将持续，境外航线将继续成为拉动整体民航旅客量增速的动力。

图 44：境内航线客流及增速



资料来源：OTA，申万宏源研究

图 45：境外航线客流及增速



资料来源：OTA，申万宏源研究

4 投资分析意见：关注底部机会

回顾过去二十年，中国航空股曾历经两轮明显的系统性冲击：2008 年国际金融危机、2011 年初至 2014 年中油价飙升。在两次危机中，股价出现明显下探，而每一次危机消退后，股价均实现了反弹。这一规律背后的逻辑并不复杂：航空出行需求具有强韧性，短期危机只是打断斜率，不改长期增长方向；高油价本身包含自我修正的机制；而市场的过度悲观情绪则提供了远超基本面恶化程度的安全边际。

当前市场面临的油价冲击，其本质与历史场景高度相似——外生成本冲击压缩盈利，市场情绪由此放大悲观预期。但本轮行业供给端约束的烈度和持续时间远超以往，这意味着一旦油价回落，供需错配带来的盈利弹性将显著大于历史周期。

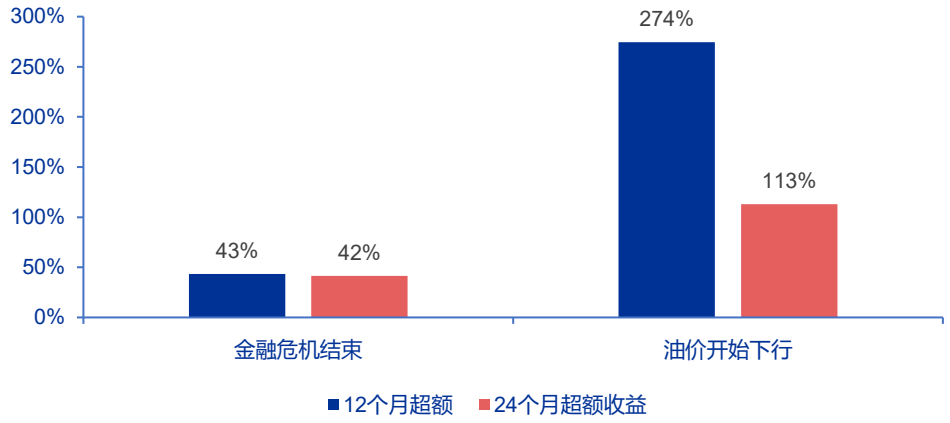
图 46：危机期间航空指数明显下探



资料来源：ifind，申万宏源研究

下载日志已记录，仅供内部参考

图 47：危机后航空股超额收益明显



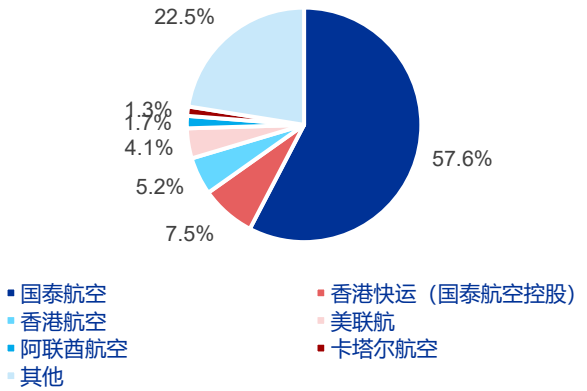
资料来源：ifind，申万宏源研究

投资分析意见：关注底部机会。国际油价上行，航司短期经营承压，但阶段性冲击不改行业长期供需格局优化，8 月行业需求边际改善，建议关注底部机会。长期看，供给硬约束锚定中期供需错配，政策端设定行业退出机制，进一步整治“内卷式竞争”，有利于提高经营效益。推荐盈利韧性强的国泰航空、春秋航空，关注吉祥航空、中国国航、中国东航、南方航空、华夏航空。

国泰航空：地缘冲突提供额外红利。因中东地缘冲突，部分中东转机客流转移至香港，公司作为香港市场市占率近 7 成的航司，享有客流增长红利，此外因半导体等产品出口需求大增，公司旗下国泰货运较好承接行业运输需求，26H1 公司经常性利润同比大增 45%；

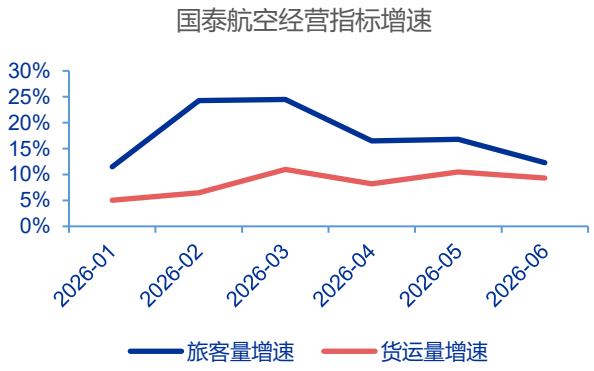
春秋航空：高利润率提供抗风险能力。低成本模式助公司多次穿越周期，2023-2025 年净利润已超 2019 年，且净利润率均为 10%以上，2026 年地缘冲突以来，公司虽受冲击，但由于利润率较厚，得以支撑公司在全行业减班的情况下逆势增班，稳住单位扣油成本，摊薄固定成本，26Q2 成为唯一保持盈利的内地客运航司。

图 48：国泰航空在香港市场市占率近 7 成



资料来源：CAPA，申万宏源研究

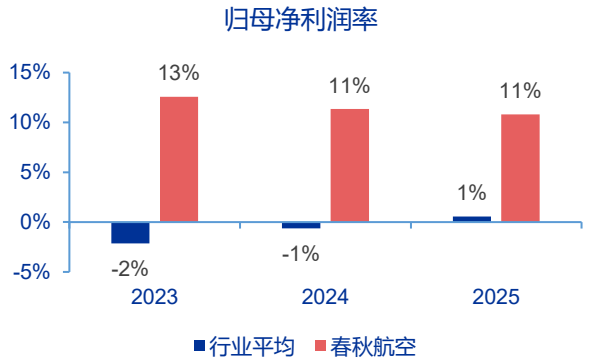
图 49：国泰航空 2026 年以来的客运量、货运量增速



资料来源：公司公告，申万宏源研究

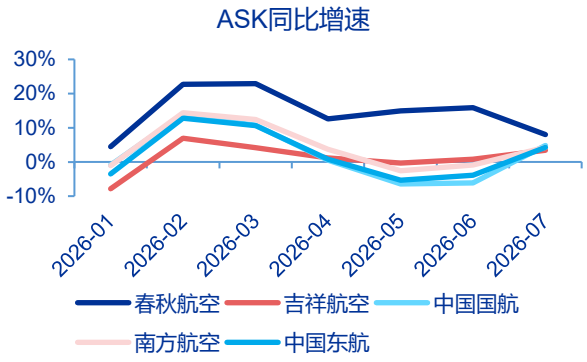
下载日志已记录，仅供内部参考

图 50：春秋航空利润率高于行业均值



资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 51：春秋航空 Q2 ASK 增速高于行业



资料来源：公司公告，申万宏源研究

政策端，2026 年 8 月，民航局联合发改委、国资委、市场监管总局发布了《关于完善公共航空运输企业准入退出机制的意见》（下称《意见》），标志着行业治理逻辑从“重准入、轻退出”转向“准入、监管、退出并重”，核心目标是整治“内卷式”竞争，推动行业从规模扩张转向高质量发展。

《意见》在准入端释放的最强烈信号是总量控制：**明确设定至 2030 年，公共航空运输企业数量不增。**这意味着，若无现有航司退出，民航局将不再批准新的航司筹建；而退出机制也是本次改革的重点，**《意见》设计了双轨退出路径：市场化退出、行政强制退出。**

《意见》意在推动行业“供给侧改革”。一方面，通过控制主体数量和严格准入，避免低水平重复建设；另一方面，通过疏通退出通道，让存在问题的航司有序离场，优化供给结构。长期来看，将有望提升行业集中度，进而提升行业整体盈利水平与内生发展韧性。

表 12：《关于完善公共航空运输企业准入退出机制的意见》退出路径

退出路径	主要内容
市场化退出	支持航司通过兼并重组、解散清算、破产重整等路径自愿退出；鼓励航空集团深化内部资源整合，逐步减少集团内企业数量。
行政强制退出	重点聚焦存在安全隐患突出、运行效率低下、财务风险高等问题的航司，并构建“预警约谈—责令整改—停业整顿—限缩经营范围—吊销许可”的处置流程，坚决依法依规清退。

资料来源：民航局，申万宏源研究

表 13：航空行业重点公司估值表（总市值单位：亿元，收盘价及 EPS 单位：元）

证券代码	证券简称	投资评级	2026/9/11		申万预测 EPS				PE		
			收盘价	总市值	2025	2026E	2027E	2028E	2026E	2027E	2028E
600029.SH	南方航空	增持	4.93	893	0.05	-0.21	0.29	0.53	-23	17	9
600115.SH	中国东航	增持	3.41	753	-0.07	0.01	0.30	0.46	341	11	7
601021.SH	春秋航空	增持	42.55	416	2.38	1.82	3.25	4.24	23	13	10
601111.SH	中国国航	增持	5.81	1191	-0.11	-0.11	0.28	0.55	-53	21	11
603885.SH	吉祥航空	买入	9.91	215	0.56	0.49	0.90	1.18	20	11	8

下载日志已记录，仅供内部参考

002928.SZ	华夏航空	增持	6.32	81	0.47	0.12	0.57	0.90	53	11	7
0293.HK	国泰航空	买入	11.87	722	1.42	1.72	1.64	1.77	7	7	7

资料来源：ifind，申万宏源研究 注：国泰航空相关数据货币单位已转换为人民币。

5 风险提示

需求增长不及预期。航权谈判、市场出行需求走弱等因素行业整体需求长期无法得到释放，不利于航空公司消化业绩。

油价大幅上升，人民币汇率快速贬值。目前燃油成本仍为航空公司的第一大成本，油价的快速上升虽然会触发更高标准的燃油附加费，但是同样也会因成本转嫁而对需求产生挤出效应，航司盈利持续恶化概率高。航空公司购买、租赁飞机、航油等主要使用外币支付，同时 2021 年开始实行新租赁准则，外币负债敞口显著放大，汇率贬值会带来巨额汇兑损失，严重影响航司当期利润。

航空安全事故风险。空难等安全事故将对航空需求产生重大影响，同时会导致飞机停场时间拉长，有效飞行时间所分摊的各项成本将会提高，导致航空公司盈利环境快速恶化。

下载日志已记录，仅供内部参考

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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，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、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东团队	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
华北团队	肖霞	15724767486	xiaoxia@swhysc.com
华南团队	王维宇	0755-82990590	wangweiyu@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	18702179817	zhuxiaoyi@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现 20%以上；

增持（Outperform）：相对强于市场表现 5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在 - 5%～ + 5%之间波动；

减持（Underperform）：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（Overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（A 股）、恒生中国企业指数（H 股）、纳斯达克指数（美股）

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 http://www.swsresearch.com 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测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。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

版权均属本公司。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制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。