

航空供给低增时代，需求驱动票价上行

——交通运输行业**2025**年中期投资策略之【航空行业】

2025/05/30

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（研究助理）
邮箱：chenyifan2@gtht.com
电话：0755-23976666
证书编号：S0880124070025



01

中国航空“超级周期”长逻辑，万事俱备只欠东风

- “十四五”票价已基本市场化，供给已进入低增时代。随着需求稳健增长，中国航司将迎来盈利中枢上升且可持续的“超级周期”
- 2023-24年供需逐步恢复，阶段性展现票价市场化效应。预计2025-26年供需继续向好，票价上行油价下降加速盈利恢复与中枢上升

02

供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

- 【内因】空域时刻瓶颈凸显，航司理性显著放缓机队增速规划，且将持续。周转客座率持续提升已有限，2025年国内ASK现持续缩减
- 【外因】受疫情地缘及新一代发动机耐用性等影响，飞机制造商疫后产量恢复缓慢。未来数年产量或继续恢复，不改航司机队规划

03

需求：航空人口红利持续，需求继续稳健增长

- 【回顾】中国航空消费仍处初级阶段，需求（量×价）韧性良好且长期空间巨大。2023-24年从压制性需求释放逐步进入新常态
- 【展望】2025年以来假期亲子游旺盛且展会季公商活跃，需求驱动票价同比转正。航空人口红利尚未结束，需求将继续稳健增长

04

策略：预期低位战略布局长逻辑，增持航空

- 重视航空长逻辑，且具油价下跌期权。票价上升油价下降，将加速航司盈利恢复与中枢上升。旺季表现有望催化乐观预期
- 航空长逻辑预期仍处低位，建议增持航空，优选高品质航网。增持评级：中国国航、吉祥航空、南方航空、春秋航空、中国东航

05

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

目录 / CONTENTS

- 01 中国航空“超级周期”长逻辑，万事俱备只欠东风
- 02 供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代
- 03 需求：航空人口红利持续，需求继续稳健增长
- 04 策略：预期低位战略布局长逻辑，增持航空
- 05 风险提示

01

中国航空“超级周期”长逻辑，
万事俱备只欠东风

- 中国航空业票价中枢上升需两大条件，“十四五”均已实现：票价市场化，机队增速显著放缓
- 重视航空长逻辑：待供需恢复，考虑票价市场化与机队增速放缓，中国航司盈利中枢将上行且可持续
- 中国航空业供给已进入低增时代，随着需求继续稳健增长，中国航司终将迎来“航空超级周期”

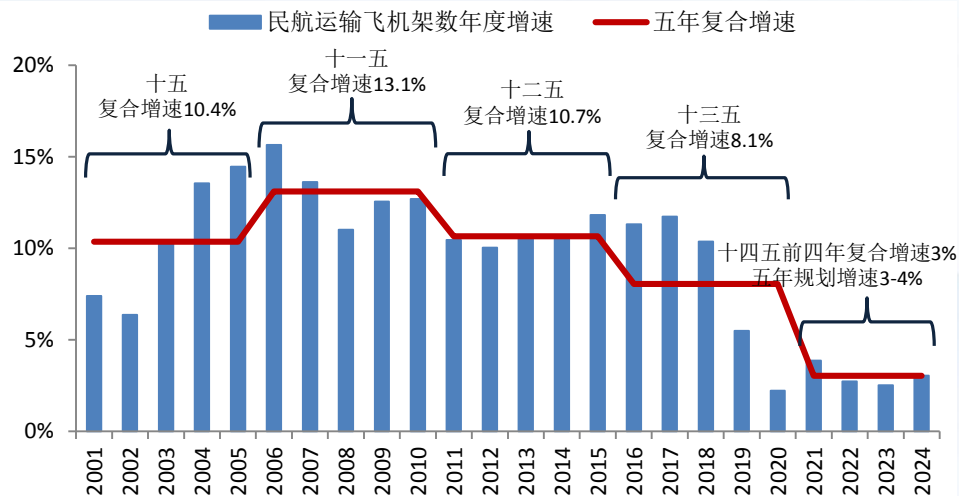
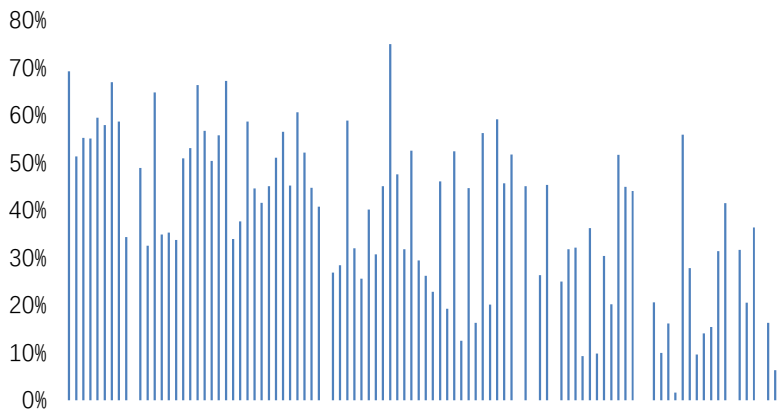
- 2023年：国内供需承压+票价优先——高票价+高成本，仍明显亏损
- 2024年：供需恢复缓慢+客座率优先——票价回落+成本下降，大幅减亏
- 2025年：供给进入低增时代，需求继续稳健增长，油价加速盈利恢复——周转客座率继续提升有限，暑运旺季表现值得期待
- 未来两年，预计供需将继续向好，票价上行油价下降将加速盈利恢复与中枢上升。航空长逻辑将提供业绩估值双重空间

- 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，十三五局方引导从量到价，十四五机队增速显著放缓——三四线增投压力减弱
- 待供需恢复，考虑票价市场化与机队增速放缓，我们认为中国航司盈利中枢将上行且可持续，中国航空业将迎“超级周期”

图1：估算中国百大航线加权全票价2018-2024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——估算规划增速中枢放缓至3-4%

估算百大航线2018-2024年加权全票价累计涨幅



- 2023年，国内压制性需求释放，而国际过剩运力转投国内，国内供需承压——航司普遍执行“票价优先”收益策略
 - 2023年行业仍明显亏损：客收较2019年高14%，但机队周转与客座率恢复有限，且油价较2019年高近四成，致单位成本高企
 - 其中，小航更为受益：机队周转与客座率早恢复，且票价涨幅更大，率先恢复盈利能力
- 值得关注，阶段性展现票价市场化效应：低周转与高油价下，受益旺季票价明显高于2019年，2023Q3单季盈利创历史记录

图3：中国航空业客运量：2023年压制性需求释放

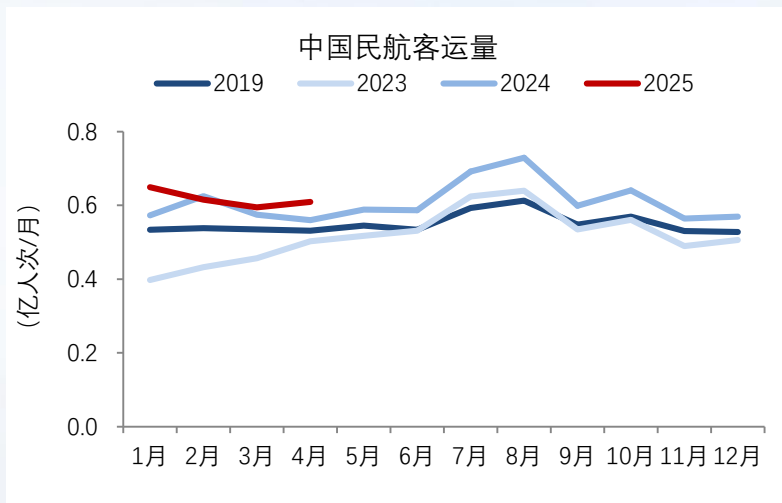
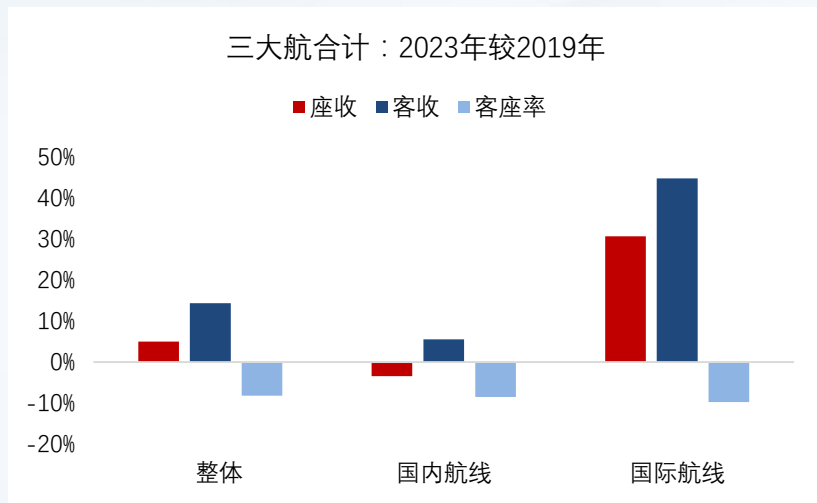


图4：票价水平：2023年三大航国内与国际客收均明显高于2019年



- 2024年，差旅管控致淡季更淡旺季更旺，且宽体机错配仍存，供需恢复缓慢——航司普遍转为“客座率优先”收益策略
 - 2024年行业大幅减亏：航司以价换量，客收同比回落但持平2019年，机队周转与客座率快速恢复，驱动成本压力改善
 - 其中，国航扣汇扭亏：周转快速恢复，且宽体机错配改善，单位成本下降；客座率上升对冲部分票价回落，座收降幅有限
- 值得关注，初步印证盈利中枢上升逻辑：油价同比下降但较2019年仍高近三成，2024Q3行业单季盈利再次高于2019Q3

图5：中国航司机队周转：2024年飞机日利用率快速恢复

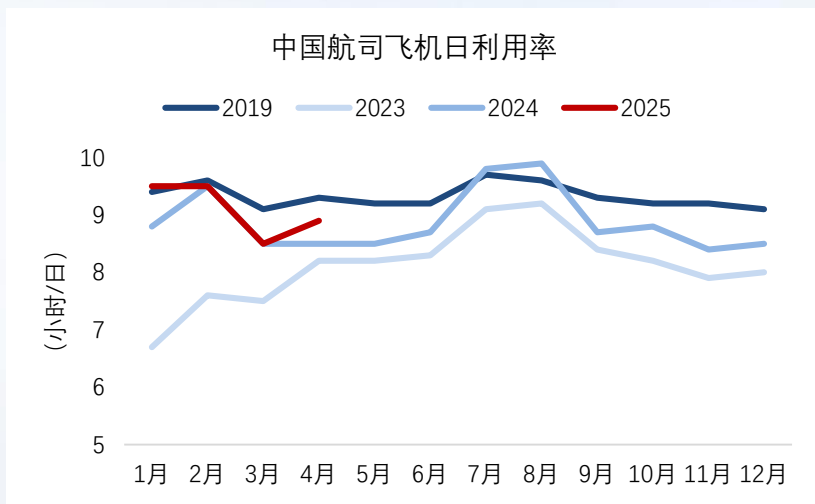
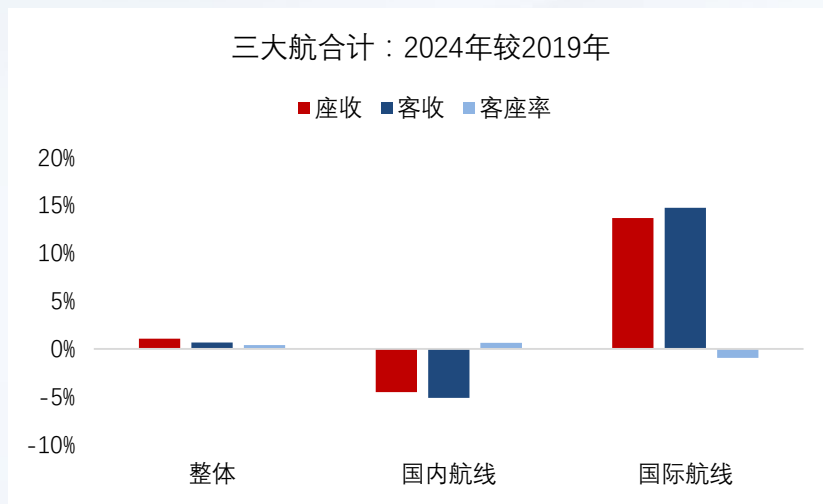


图6：票价水平：估算2024年三大航客收同比明显回落，基本持平2019年



- 2025年机队低速增长，自4月需求增长好于自上而下担忧，供需向好驱动票价转正，叠加油价下降，Q2盈利同比改善可期
 - 机队周转：1-4月同比继续提升，飞机日利用率仅较2019年低3%——其中，窄体机已超2019年，宽体机较2019年低一成
 - 客座率：1-4月同比明显提升，并已高于2019年而创历史新高——国内航线已超2019年，国际航线仍低于2019年
 - 票价：票价修复是航司共识，Q2收益策略有所改善，需求旺盛驱动国内票价自4月中旬同比转正，且扣油票价同比上升
- 暑运旺季表现值得期待——预计暑运需求旺盛，而机队周转与客座率继续提升将有限，供需向好有望保障燃油缩减大部分留存

图7：中国民航客座率：25Q1同比提升至持平19年，4月明显高于19年

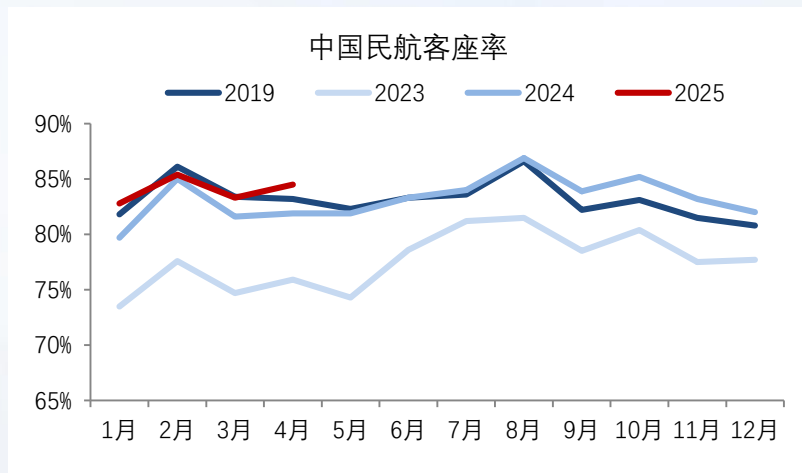
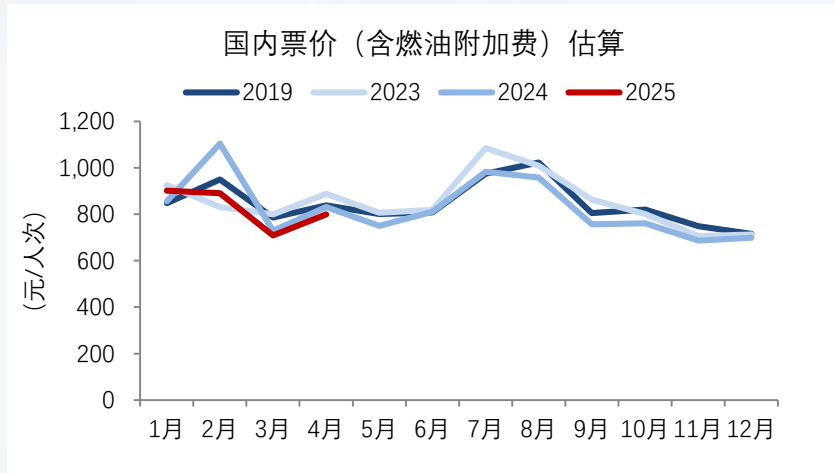


图8：国内票价（含燃油附加费）：估算自2025年4月中旬同比转正



- 预计未来两年，中国航空业供需将继续向好——供给进入低增时代，需求继续稳健增长
- 考虑机队周转与客座率继续提升空间有限，预计未来供需向好将更多体现为票价上行，票价市场化效应有望逐步展现
- 原油增产致油价中枢回落，预计票价上行油价下降将加速中国航司盈利恢复与中枢上升
- 重视中国航空“超级周期”长逻辑，将提供业绩估值双重空间

图9：2025年5月国内航油出厂价较2019年同期升幅已收窄至7%

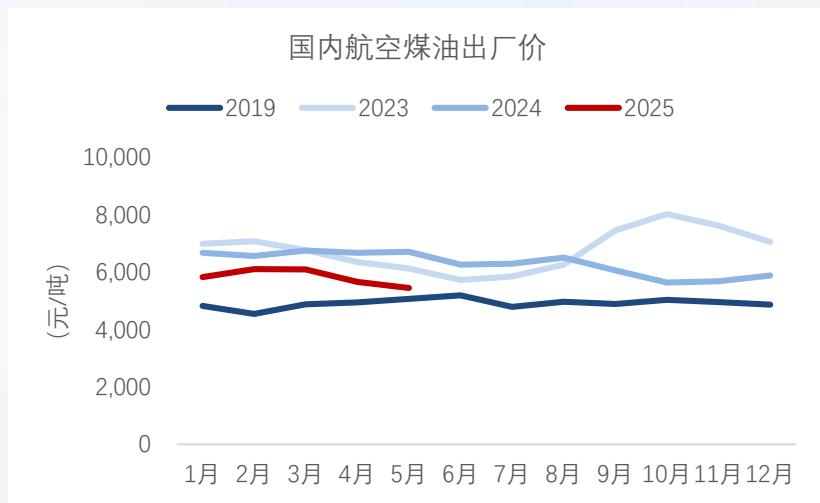
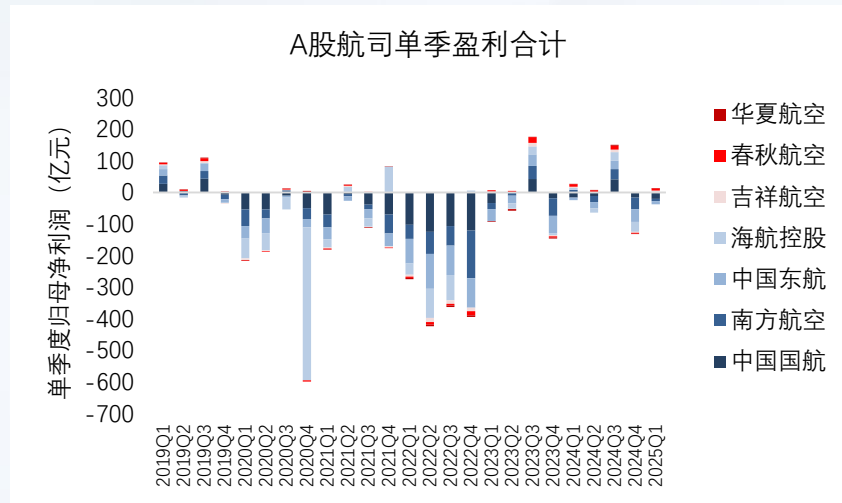


图10：中国航司盈利：2023-24年Q3均高于19Q3，预计25Q2同比改善



02

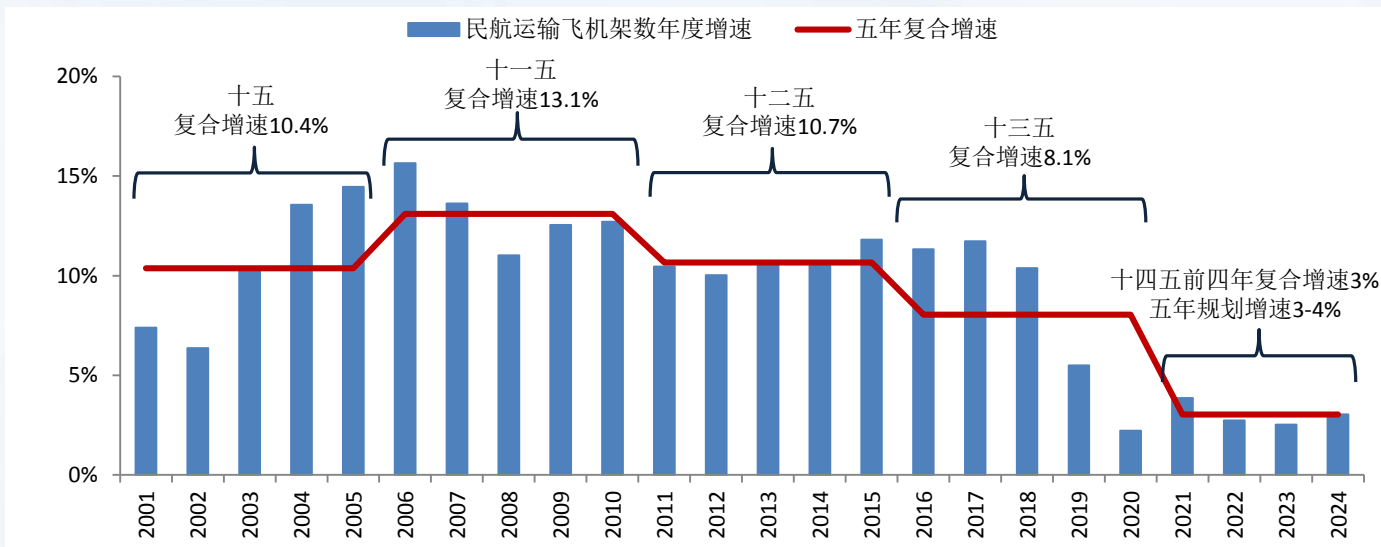
供给：内因主导外因叠加，
供给进入低增时代

供给：内因主导外因叠加，供给进入低增时代

- **【机队】**“十四五”中国民航机队增速显著放缓——前四年全行业机队规模年复合增速仅3%，A股航司仅2%
 - 背后由内因与外因共同作用，其中内因为主导原因，将保障机队低速增长可持续
 - 内因：空域瓶颈凸显且持续，新飞机回报低致资本开支意愿下降。近年航司逐步补充飞机订单，不改机队规模低速增长
 - 外因：飞机制造商产能恢复缓慢——疫情地缘双重影响致供应链恢复重构，且新一代发动机粉末高温合金
-
- **【运投】**中国航空业已进入供给低增时代——2025年国内ASK现持续缩减
 - 窄体机周转与客座率均创历史新高，未来周转继续提升空间已有限，特别是国内市场
 - 国际增班持续消化运力，2025年国内ASK现持续缩减
 - 中国航空业已进入供给低增时代，这意味着，航空需求增长将驱动供需向好与票价上行，票价市场化效应有望逐步展现

- 2019年之前中国民航业机队规模年增速长期超10%， “十四五” 前四年复合增速显著放缓至3%
- 我们认为，由内因与外因共同作用，其中内因是更重要主因，将保障机队增速放缓可持续
 - 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：机队实际增速较规划增速进一步小幅放缓至不到3%，或源于飞机制造商近年供应链产能原因

图11：“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3-4%



- 2019-2024年，A股五家航司机队规模年复合增速仅2.2%
- 按照2024年年报披露，未来三年A股五家航司机队规模计划年复合增速低于5%
- 考虑飞机交付将可能慢于计划，预计未来中国航司机队规模增速将低于计划，继续显著低于2019年之前两位数增速中枢

图12：A股5家航司机队规模：2019-2024年年复合增速仅2.2%

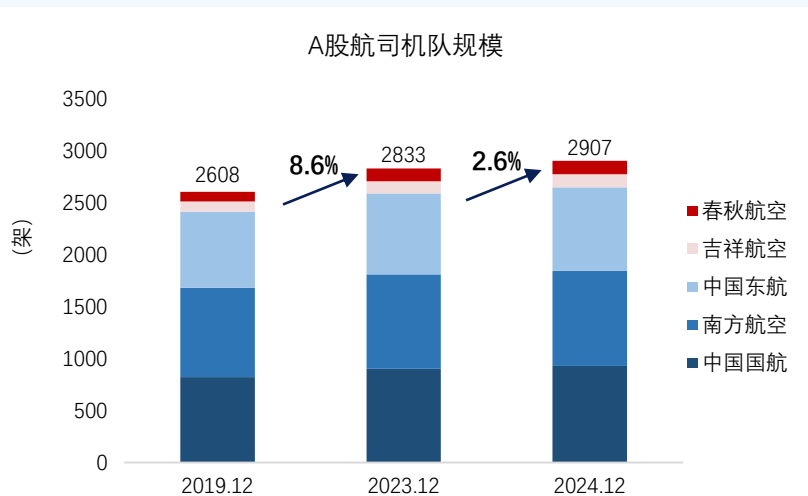
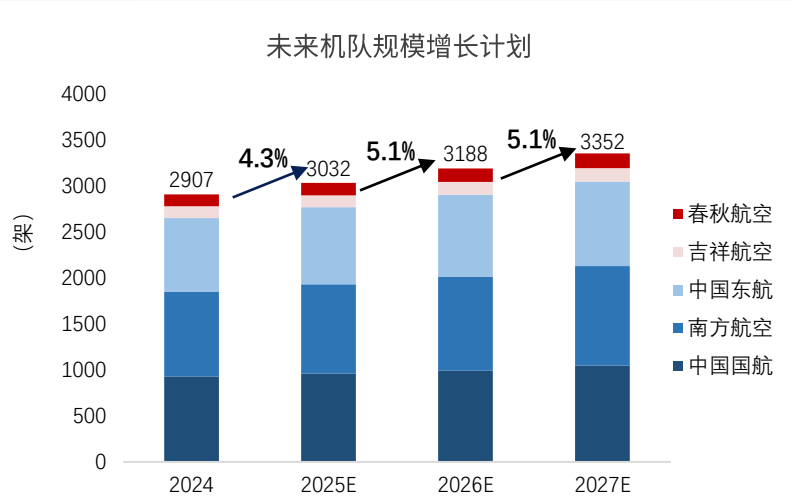


图13：A股5家航司机队增长计划：未来三年年复合增速低于5%



- “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，行业出台系列政策——干线时刻严控增长，新飞机投放三四线，导致票价与ROE拖累
 - 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14：“控总量”严格执行，2017-19年主协调机场国内时刻几无增长

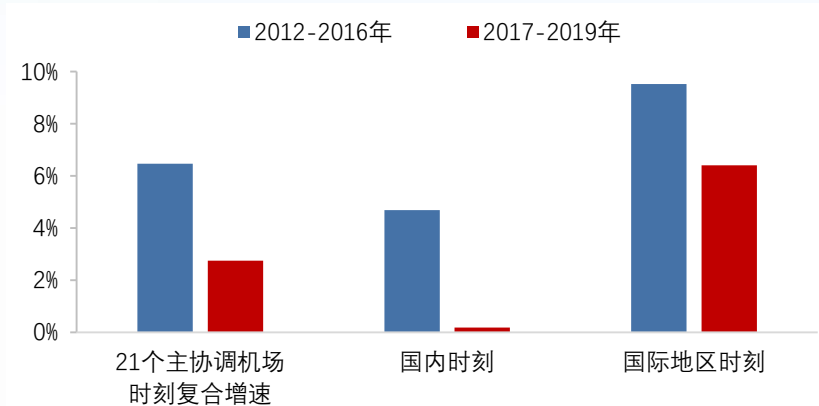
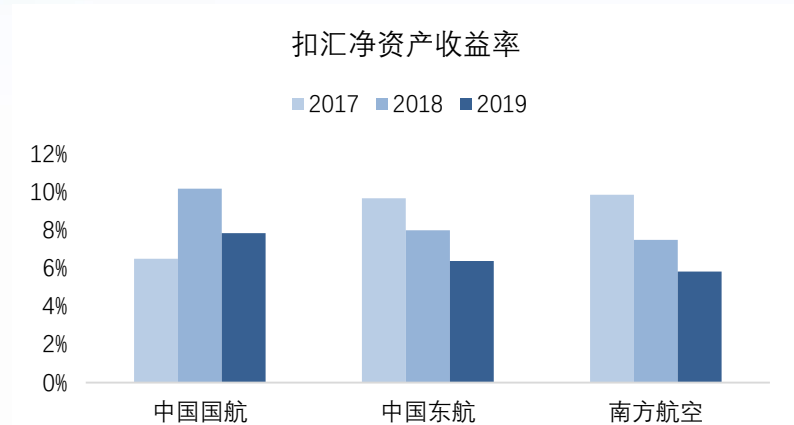


图15：2017-19年新飞机大量增投三四线，拖累大航ROE承压下降



- 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。基于新增资产回报率下降，“十四五”中国航司普遍理性且显著放缓机队增速规划

图16：原因一：中国民航空域资源稀缺——中国空域仅20%用于民航

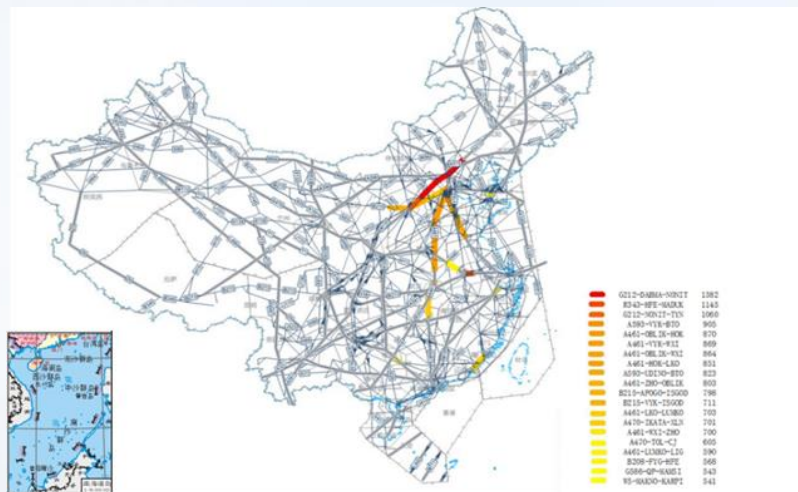


图17：原因二：上海终端区——浦东、虹桥等多机场共享上海终端区



- “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
- 2024年底，全民航在册飞机4394架。假设机队规模年净增3%，考虑年退出2%，则年引进5%，约超200架飞机
- 预计未来数年航司将可能继续补充飞机订单，不改机队增速中枢维持低位

图18：“十四五”中国航司飞机在手订单严重不足，自2022年补充

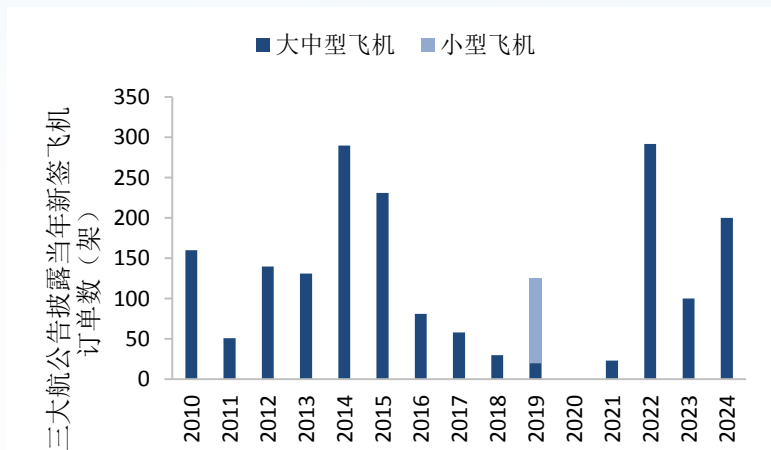
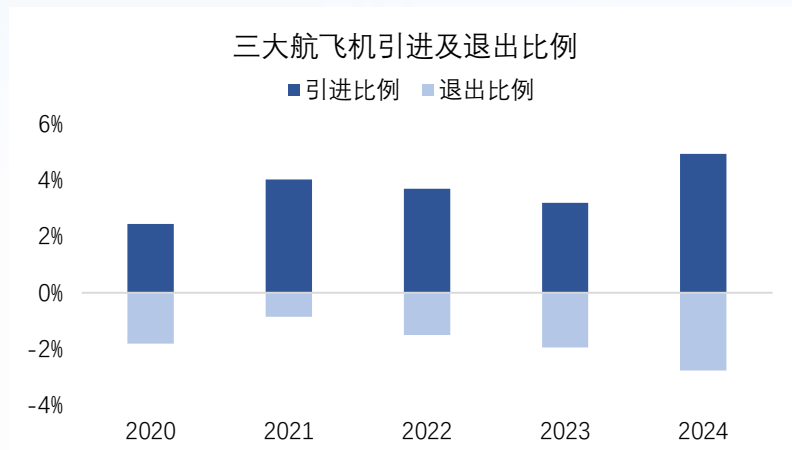


图19：过去五年，三大航年均退出飞机1.9%，引进3.5%



- 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
- 2025Q1飞机交付量较疫前同期高峰：空客恢复84%，波音恢复71%，仍有较为明显恢复空间
- 影响一：飞机交付延期，导致航司机队规模增速低于计划
- 影响二：全球飞机紧缺，导致飞机租赁成本与航材成本上升

图20：飞机制造商产量自2021年恢复，空客24年较19年恢复近九成

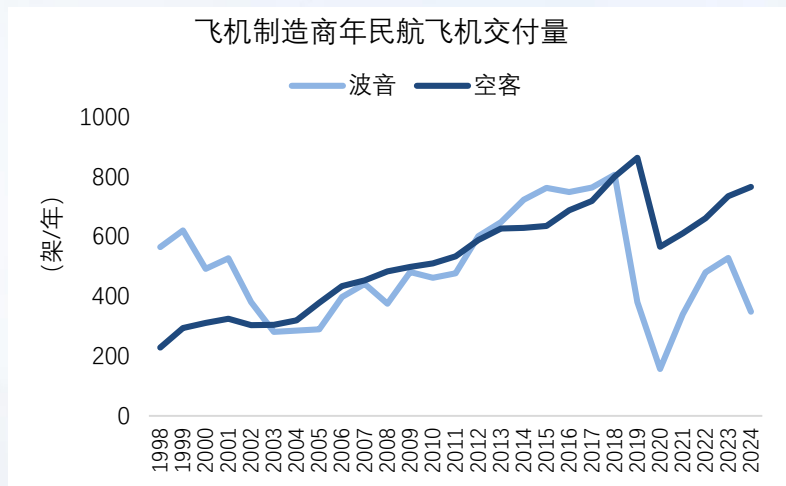
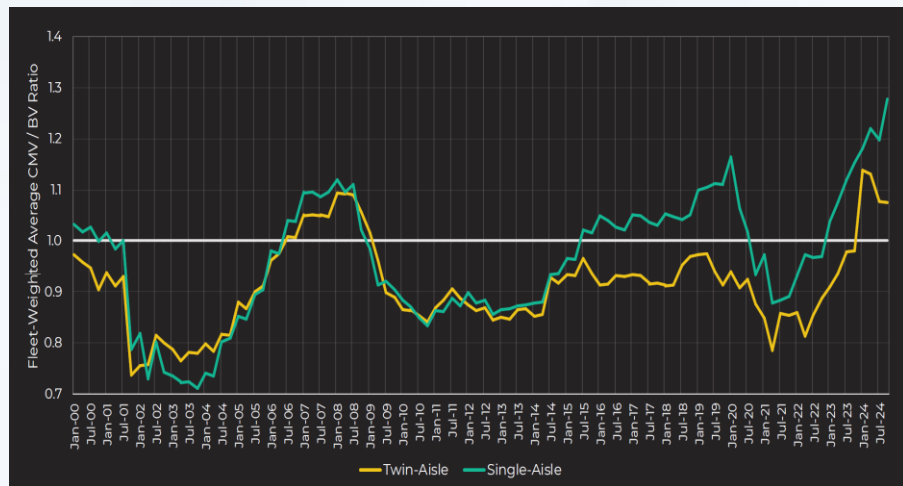


图21：飞机价值（市场价值MV/基础价值BV）自2021年持续上升



- 新交付主力机型均采用新一代发动机，为满足更高燃油效率下的工作温度提升要求，而使用新一代粉末高温合金
- 粉末高温合金持续升级换代，并对粉末质量要求严格。近年普惠发动机召回，源于粉末质量问题导致发动机金属部件耐用性降低
- 根据普惠公司预测，相关发动机问题导致的飞机停飞规模2024上半年达到峰值，未来数年相关影响或将逐步改善

图24：粉末高温合金持续升级换代——每十年使用温度提高约100度

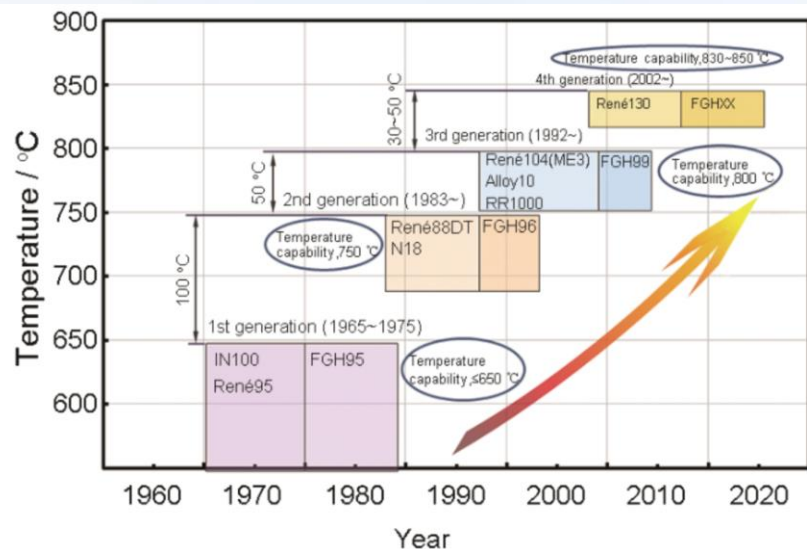
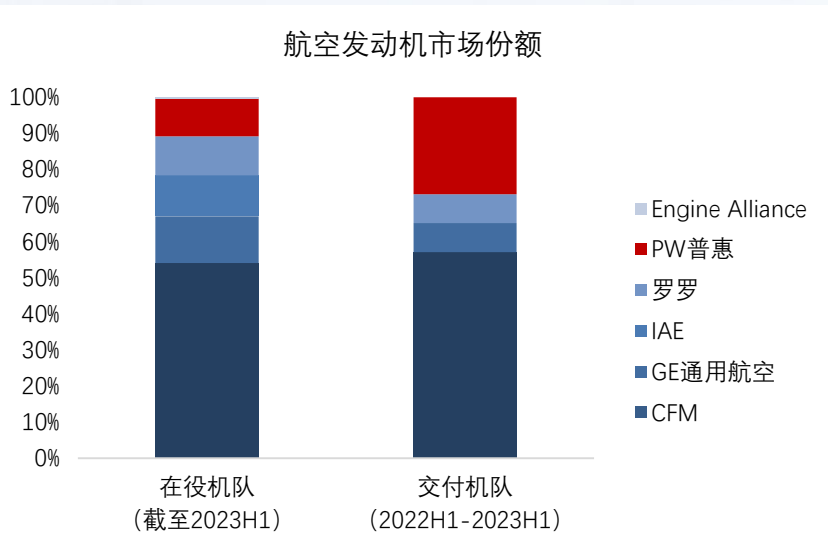


图25：新一代航空发动机普惠份额提升，近年召回停飞持续影响



- 2025年1-4月，全行业机队规模估算同比增长约3%，ASK同比增长6%，客座率同比提升2.4个百分点，驱动RPK同比增长9%
- 窄体机周转已创历史新高：2025年1-4月全行业飞机日利用率较2019年同期仅低3%，其中窄体机已高于2019年同期
- 客座率已创历史新高：2025年1-4月全行业客座率较2019年同期高0.8pct，其中国内客座率（三大航）较2019年高1.9pct
- 预计未来周转继续提升空间已有限，特别是国内市场

图26：全行业窄体机日利用率：自2024下半年旺季已超2019年同期

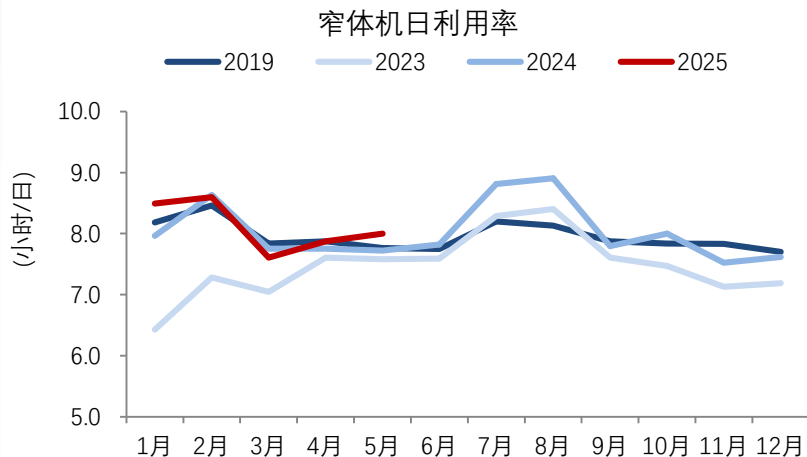
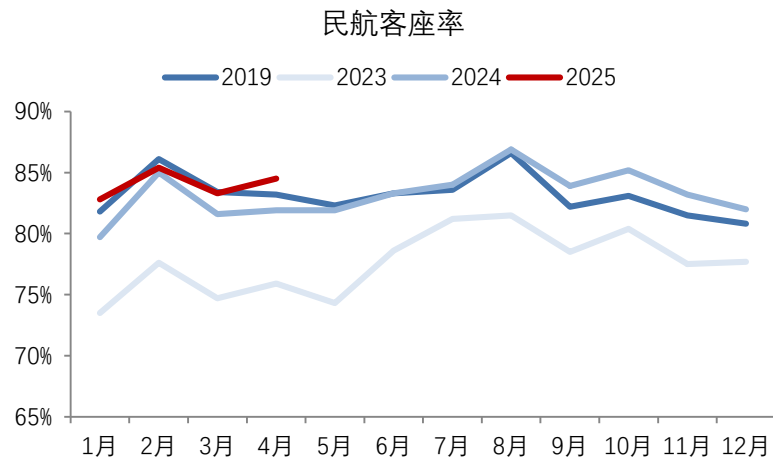


图27：全行业客座率：2025年1-4月已超2019年同期，创历史新高



- 过去两年，国际航班恢复相对缓慢，过剩运力转投国内，导致国内ASK较2019年高增长
- 随着出境需求逐步恢复，且免签等系列政策推动，国际航班持续恢复并消化运力
- 2025年国内ASK现持续缩减——2025年1-4月三大航ASK同比增长5%，其中，国际ASK同比增长25%，国内ASK同比下降1%
- 中国航空业已进入供给低增时代，这意味着，航空需求增长将驱动供需向好与票价上行，票价市场化效应有望逐步展现

图28：ASK：过去两年国际过剩运力转投国内，致国内ASK高增长

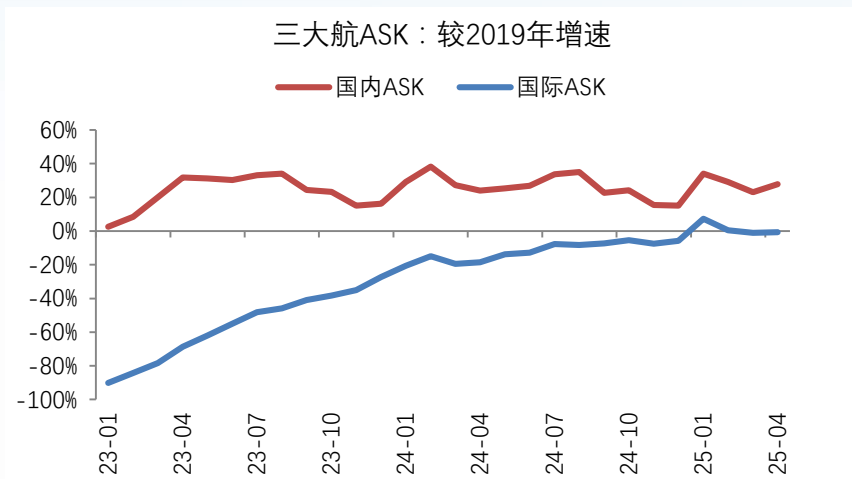
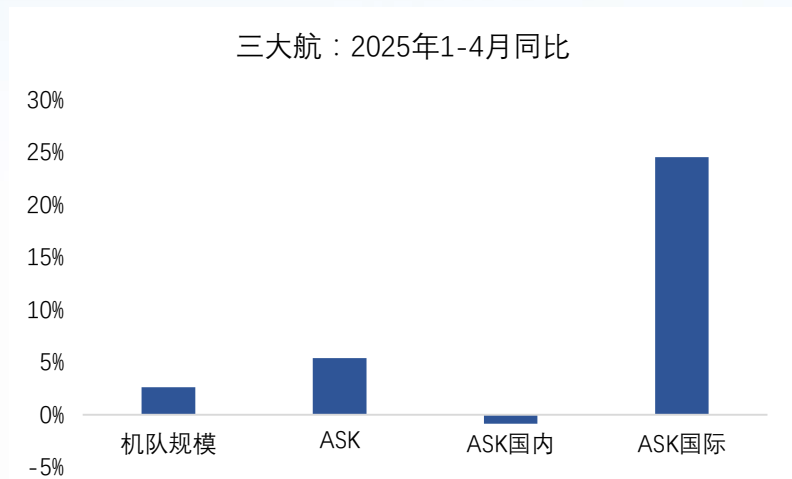


图29：2025年国内ASK现持续缩减：1-4月同比下降1%



03

需求：航空人口红利持续，
需求继续稳健增长

需求：航空人口红利持续，需求继续稳健增长

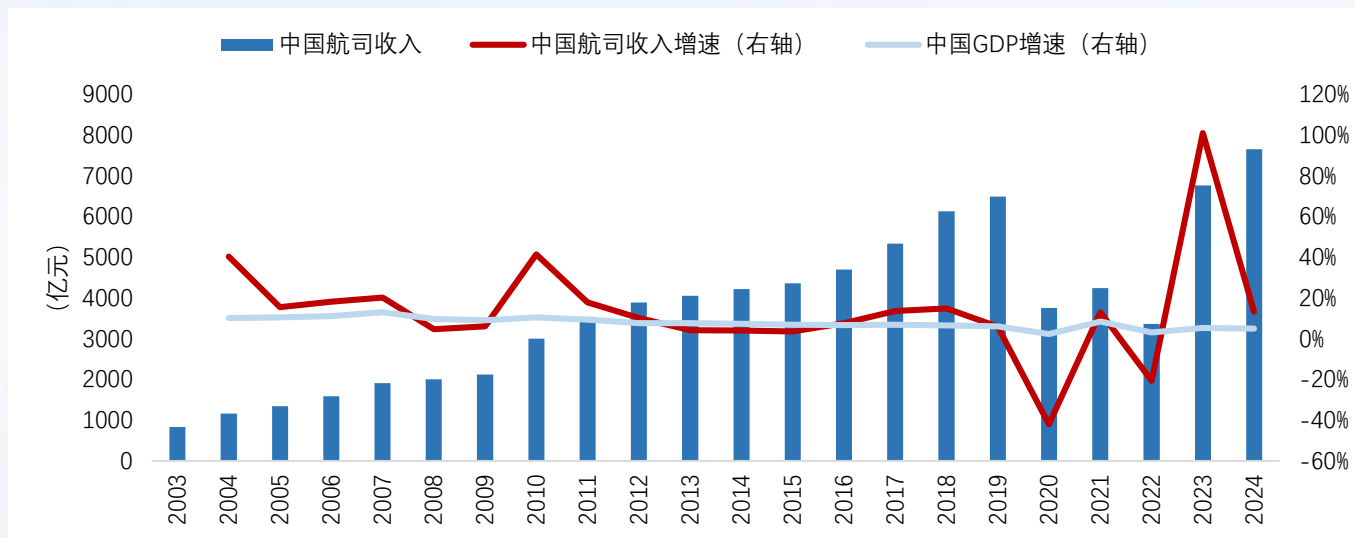
- 航空需求，由量、价两个要素综合反映。因此，航司收入（量×价）是更好的航空需求观测指标
 - 2017-19年，票价基本平稳，客流增速接近航空需求增速
 - 2023-25年，票价波动较大，客流增速无法充分反映航空需求增速，我们建议综合观察量×价

- 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
- 2023-2024年，中国航空需求从压制性释放，逐步进入新常态，并保持持续增长
- 自2025年以来，中国航空需求继续稳健增长，好于资本市场自上而下担忧

- 站在当下，航空需求是未来供需继续恢复的核心驱动，亦是影响航空长逻辑演绎节奏的关键
- 我们认为，航空人口红利尚未结束，未来中国航空需求将保持稳健增长，驱动供需继续向好与盈利中枢上行

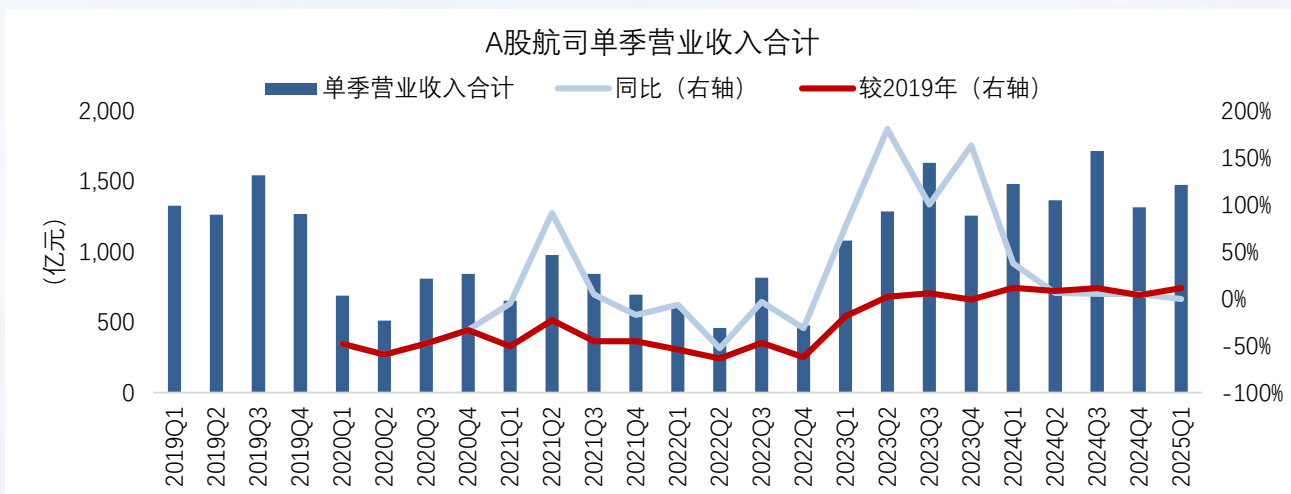
- 回顾2003-2019年，中国航司收入年复合增速达13.7%，略高于中国GDP增速中枢
- 背后是，中国航空消费仍处初级阶段——消费渗透率低，且消费频次低
- 意味着，中国航空需求具有良好韧性与持续内生增长动能，长期成长空间巨大

图30：2003-2019年，中国航司收入（量×价）年复合增速13.7%，略高于中国GDP增速中枢



- 2023-2024年，中国航空需求快速恢复，并保持持续增长
 - 2023年：压制性需求释放助力快速恢复，自23Q2恢复正增长，2023年较2019年增长4%——航司票价优先，高票价抑制客流
 - 2024年：逐步进入新常态，虽公商需求走弱，航空需求仍继续增长，2024年同比增长13%——航司客座率优先，以价换量
- 航空需求（量×价）：2024年较2019年增长18%，五年复合增速3%，略低于GDP增速——航空需求增速中枢有待继续恢复
 - RPK（行业）：较2019年，2023年恢复88%，2024年恢复110%
 - 客收（单位RPK收入）：较2019年，2023年高18%，2024年高7%；其中三大航较2019年，2023年高14%，2024年高1%

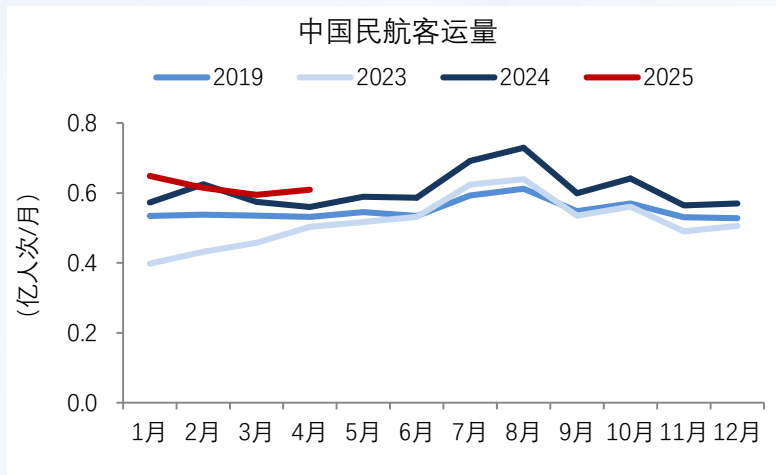
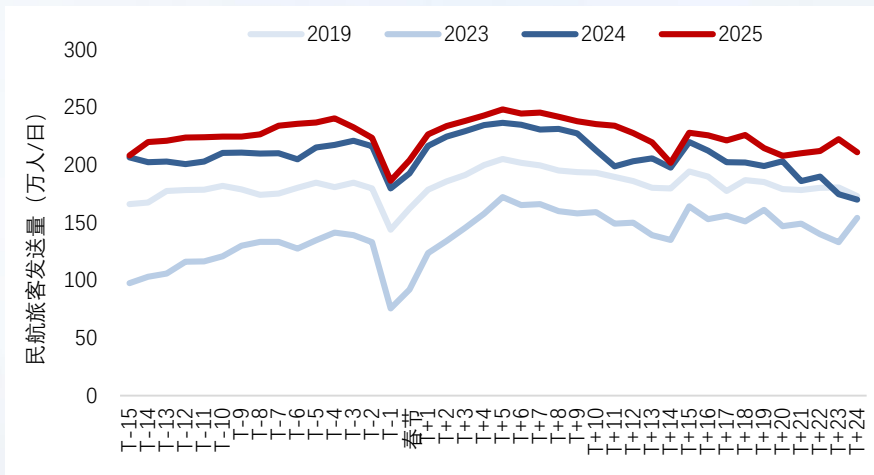
图31：A股航司营业收入（量×价）自2023Q2恢复较2019年同期正增长，2024年同比保持增长



- 2025年以来，航线需求继续稳健增长，好于自上而下担忧——2025Q1航空需求（量×价）同比高基数持平，估算自4月恢复增长
 - 春运40天：航空需求同比持平2024年春运高基数——客流再创新高；国内含油票价同比高基数回落，仍持平2019年春运
 - 4月展会季：公商务出行活跃，驱动4月中下旬航空量价双升，国内含油票价同比转正
 - 五一假期：出游需求旺盛，航空客流同比增长近12%，且国内票价同比上升
 - 五一假期后：公商务恢复快速且保持活跃，国内量价均保持同比正增长

图32：春运：2025年航空需求持平2024年高基数——客流新高，票价回落

图33：中国航空客流持续稳定增长



- 站在当下，航空需求是未来供需继续恢复的核心驱动，亦是影响航空长逻辑演绎节奏的关键
- 我们认为，航空人口红利尚未结束，未来航空需求将保持稳健增长，驱动供需与盈利继续恢复
 - 国内因私需求：假期亲子出游需求旺盛，继续受益人口红利，预计未来将继续稳健增长
 - 国内公商需求：展会季公商务出行活跃，人口红利仍未结束，差旅管控影响或已充分，预计未来有望恢复增长
 - 国际航线需求：免签政策有效推动外籍游客大增，助力国际持续增班，继续消化国内过剩运力与改善航司成本

- 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

图34：儿童旅客乘机人次增速最快，且占比持续提升

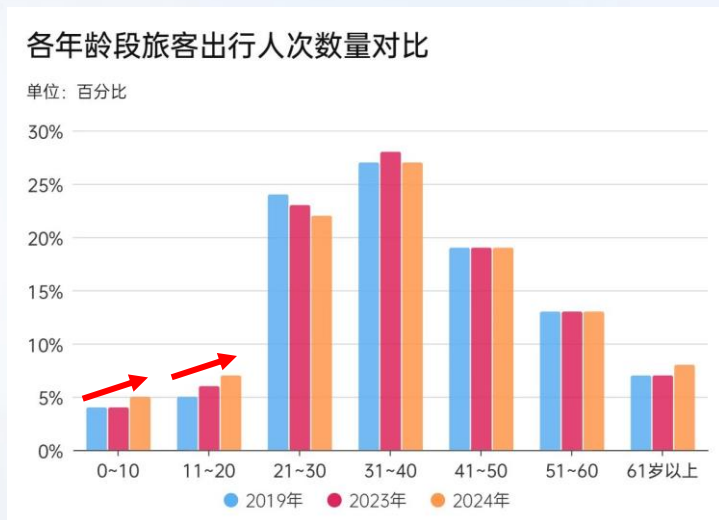
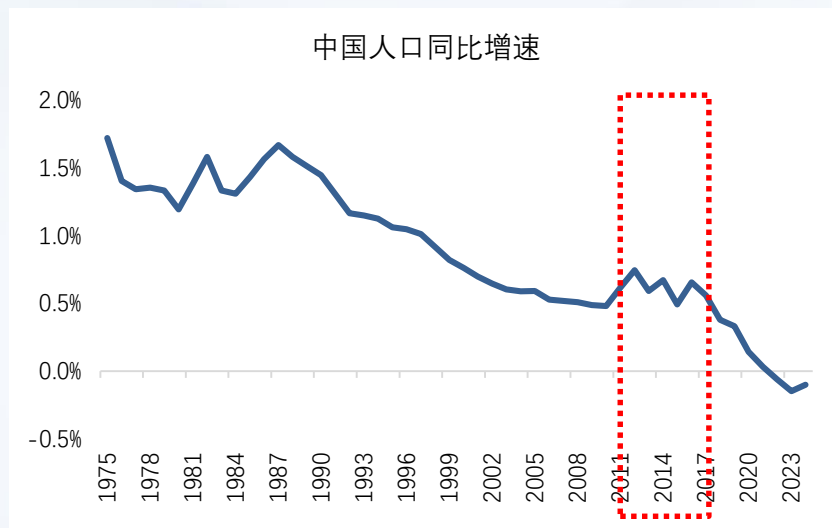


图35：中国总人口规模增速2011-17年回升



- 2023年，国内公商务压制性需求集中释放——2023年高频旅客乘机占比高于2019年
- 2024年，受差旅费管控影响，国内公商务需求走弱——2024年高频旅客乘机占比回落至低于2019年，但人次仅低2%
- 2025年，元宵节后/两会后/清明后/五一后公商务恢复快速，自4月展会季公商务出行活跃，助力国内票价同比转正
- 我们认为，过去一年公商务差旅管控影响或已体现较为充分，预计未来国内公商需求将有望恢复稳健增长

图36：2023年高频旅客乘机占比超2019年，2024年公商务需求走弱

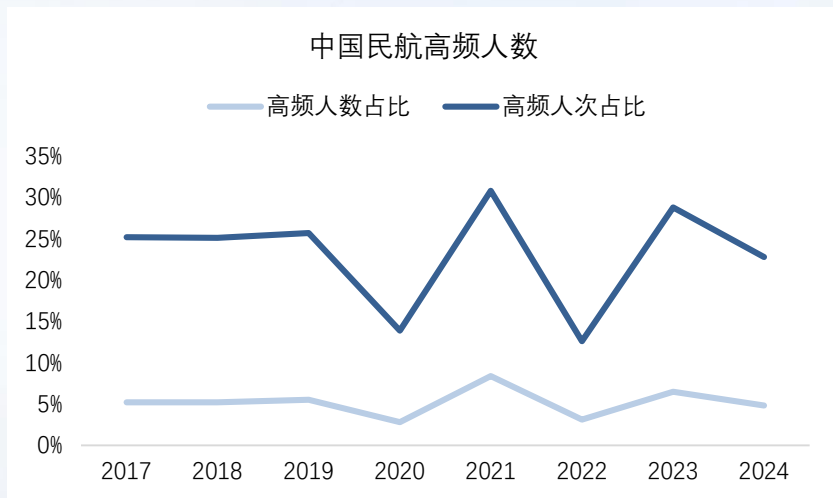
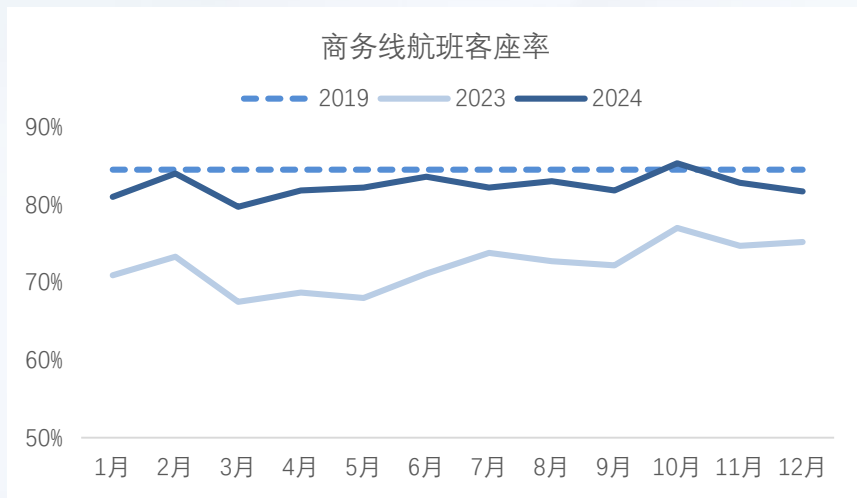


图37：2024年航司以价换量，驱动公商务航线客座率明显恢复



- 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38：乘机旅客各年龄段人均乘机次数：31-50岁是出行频次最高群体

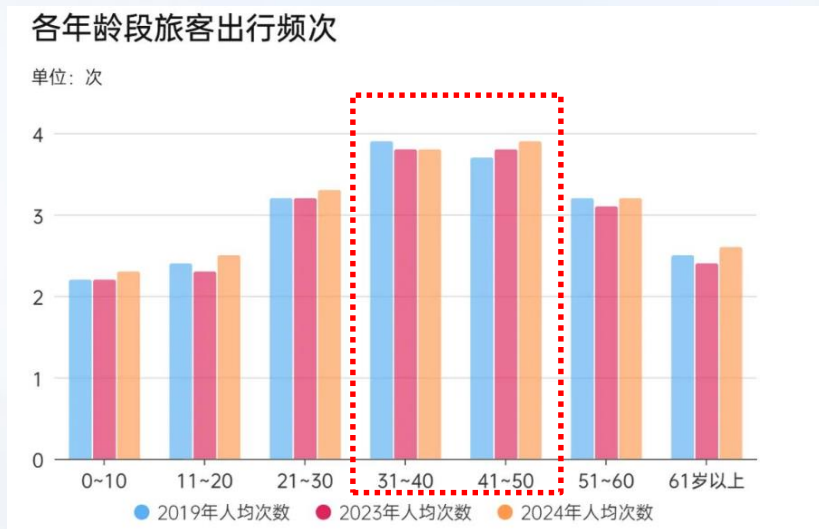
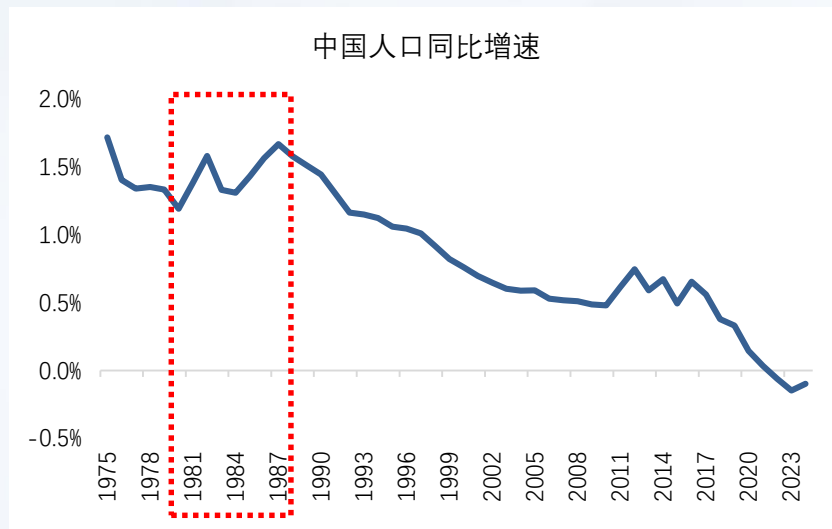
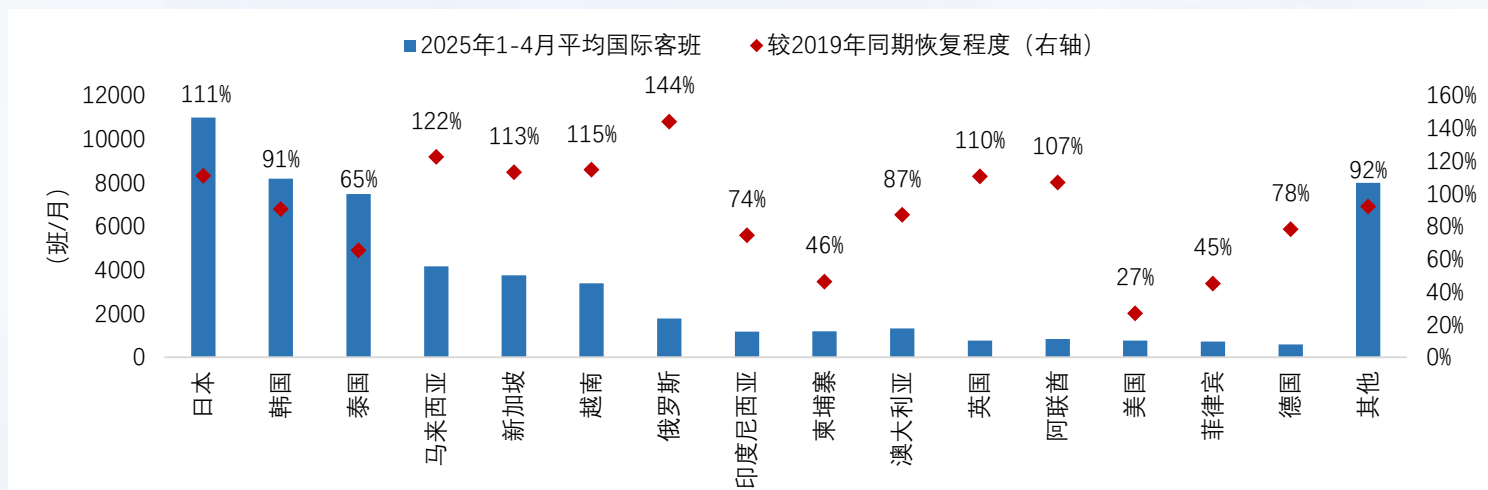


图39：中国1980-1987年出现婴儿潮



- 2023-24年国际逐步增班，但仍有过剩运力转投国内市场，导致国内供给高增且航司成本高企
- 国际航线-航空需求（量×价）：较2019年，估算2023年恢复56%，2024年恢复98%
 - RPK（行业）：较2019年，估算2023年恢复39%，2024年恢复85%，估算自2025年初恢复正增长
 - 客收（三大航）：较2019年，估算2023年高45%，2024年高15%
- 受益于过去一年国际持续增班，2025年1-4月国际客流同比增长近三成，较2019年增长5%

图40：国际客班：2025年1-4月较2019年同期恢复88%，其中东北亚与欧洲明显增长，而东南亚与美线恢复相对缓慢

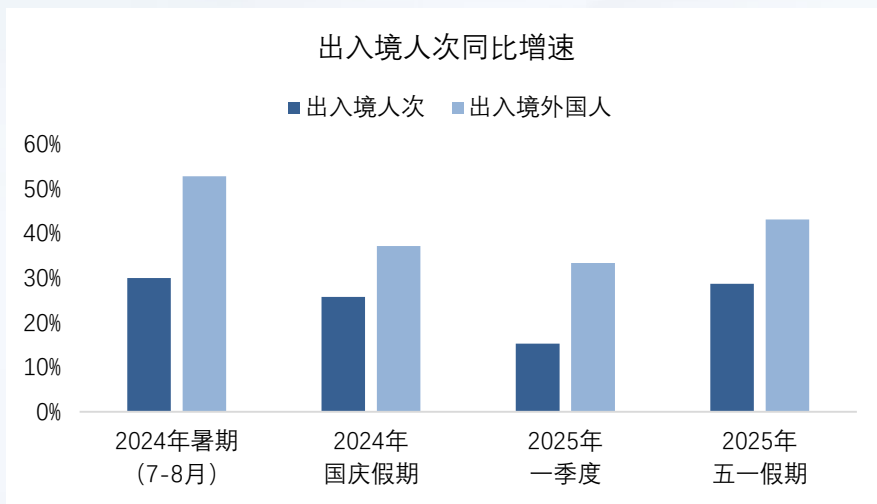


- 免签政策，助力国际需求恢复与国际持续增班。中国自2023年底持续增加免签国家，至2025年6月免签国家将达43国
- 免签政策有效推动入境外籍游客大幅增长。预计2024年国际航班外籍旅客占比已超2019年，2025年占比将继续提升
- 国际增班，重要意义并非在于国际盈利大年，而是消化国内过剩运力与改善航司成本，进而推动国内供需改善与盈利能力恢复

表1：中国免签国家过去两年持续增加，2025年6月将达43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

图41：中国免签政策有效推动入境外籍游客大幅增长



04

策略：预期低位战略布局长逻辑，

维持航空“增持”评级

策略：预期低位战略布局长逻辑，增持航空

- 重视中国航空“超级周期”长逻辑：待供需恢复，考虑票价市场化与机队增速放缓，中国航司盈利中枢将上行且可持续
- 供给进入低增时代，需求继续稳健增长，预计2025-26年供需继续向好，票价上行油价下降将加速盈利恢复与中枢上升
- 提示航空具有油价下跌期权。旺季表现值得期待，有望催化乐观预期
- 航空长逻辑预期仍处低位，建议增持航空。优选高品质航网，将具业绩估值双重空间
- 增持评级：中国国航、吉祥航空、南方航空、春秋航空、中国东航

航空具有油价下跌期权

催化剂：提示油价下跌期权，旺季催化乐观预期

- 航司燃油成本占比近四成，静态测算，油价波动对航司盈利影响巨大——油价下跌10%，大航年化增利约40亿元
- 需要注意，油价波动对航司盈利的实际影响取决于供需。若供需良好，航司有望大比例留存燃油缩减至利润
- 全球原油供给已进入增产周期，2025年以来油价中枢回落。提示航空具有油价下跌期权
- 国泰海通交运设计更为有效的关键指标： $\text{扣油票价} = \text{客公里收益} - \text{单位燃油成本}$ ——扣油票价同比上升反映航司盈利同比改善
- 自2025年3月扣油票价同比转正，且4-5月趋势持续，预计Q2航司盈利同比改善可期
- 预计旺季供需恢复良好，燃油缩减或大比例留存，有望展现可观盈利弹性，催化市场乐观预期

- 燃油成本是航司最大成本项，A股航司燃油成本占比普遍近四成
- 航司净利率水平，决定静态测算下航司盈利对油价波动的敏感度，二者反相关
- 根据2024年报静态测算，若航油采购均价下降10%，估算国航/东航/南航/吉祥/春秋年化分别增加净利40/34/41/5.2/4.6亿元

图42：燃油成本是航司最大成本项，占比近四成

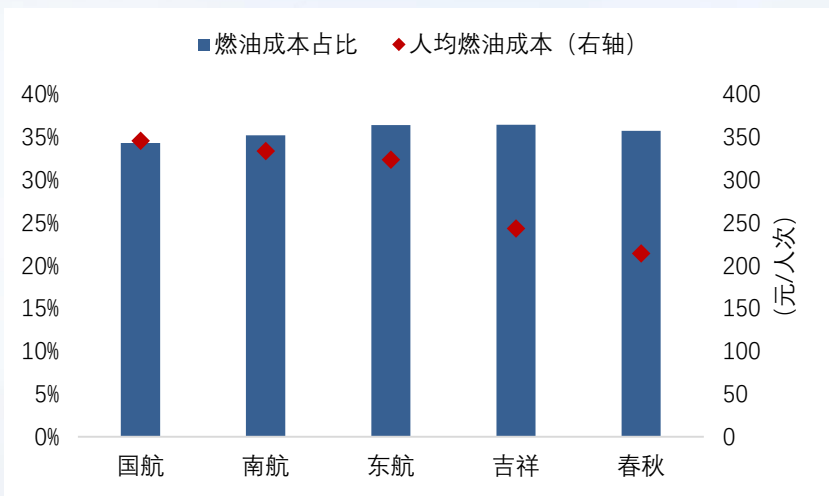
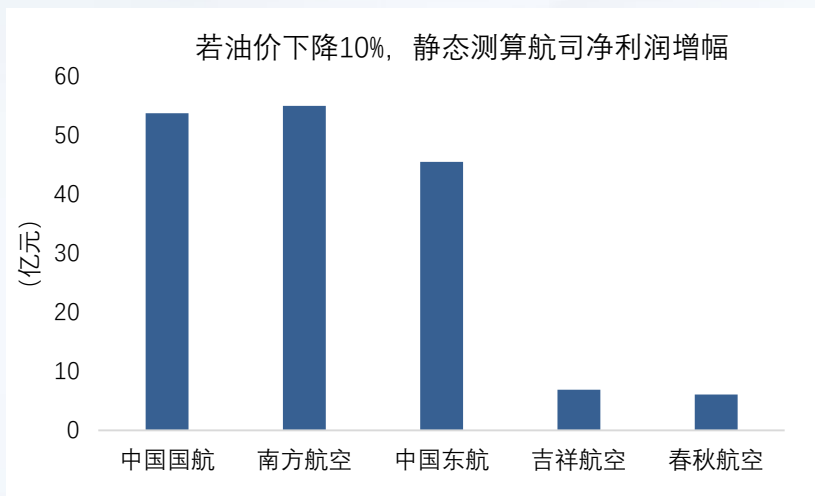


图43：静态测算，油价波动对航司盈利影响巨大



- 油价波动的实际影响，取决于供需，而非静态测算
- 回顾：2014下半年油价暴跌，2015年中国航司盈利大增股价大涨，估算三大航全年燃油成本缩减留存过半
- 历史上，燃油价格下降曾显著提升航司的平均运营盈利能力——2015年后全球航司实现利润率翻倍增长

图44：2014下半年油价暴跌，助力全球航空业2015年利润率翻倍增长

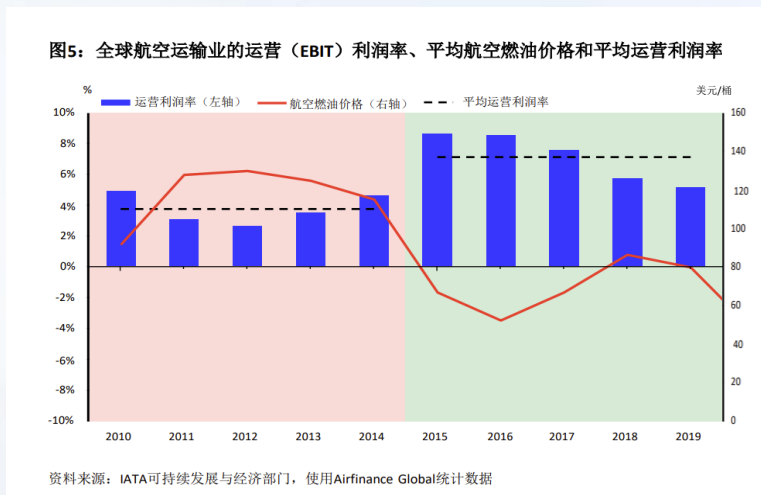


图45：2014下半年油价暴跌，2015年中国航空股大涨，超额收益显著



- 过去两年，全球航空业持续承受高油价压力——2023至2024上半年，国内航油出厂价较2019年高近四成
- 2024Q3国际油价开始明显回落，国内航油出厂价调整滞后约两个月，自2024年10月明显下调
- 2025年全球原油供给进入增产周期，油价加速回落改善航司燃油成本压力——其中，5月国内航油出厂价较2019年同期仅高7%

图46：2025年国际油价中枢显著下降，国内航油出厂价滞后调整

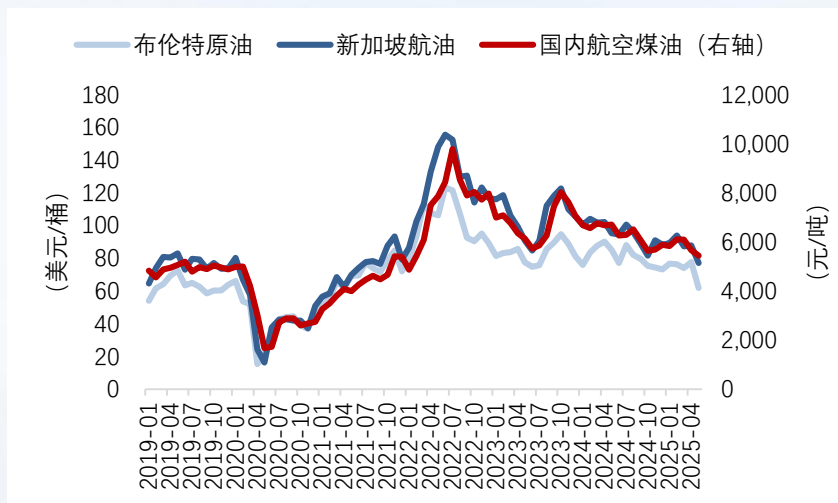
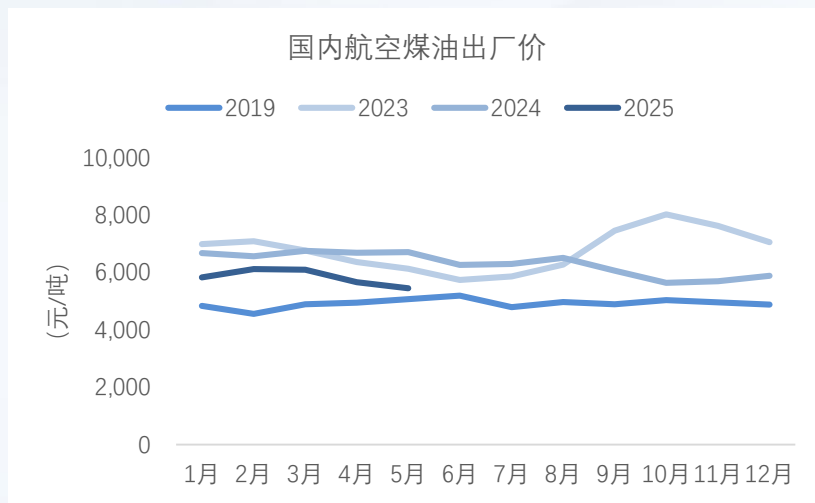


图47：2025年5月国内航油出厂价较2019年同期仅高7%



- 油价下行趋势下，客公里收益（含燃油附加费）将可能因燃油附加费取消或部分让利旅客而下降，难以真实反映盈利趋势
- 国泰海通交运设计更为有效的关键指标：扣油票价 = 客公里收益 - 单位燃油成本
- 以2015年为例，航司客公里收益同比明显下降，而扣油票价同比上升，更好地反映航司盈利趋势

图48：2015年三大航盈利实现同比大增，客公里收益同比下降

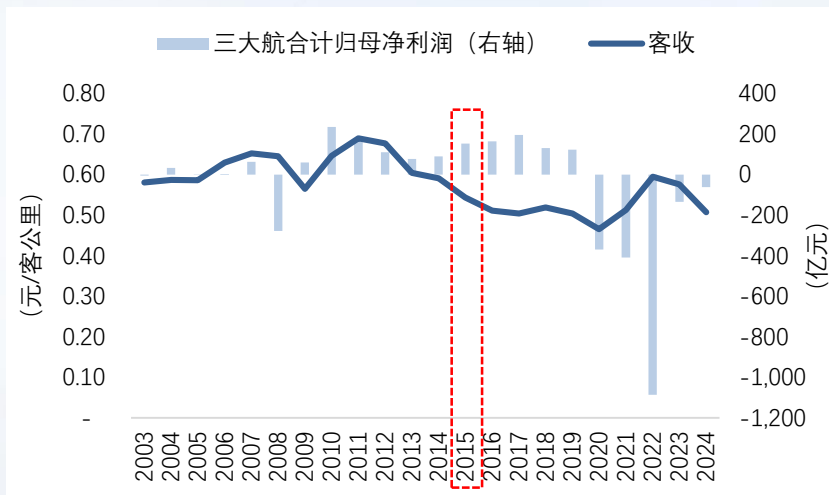
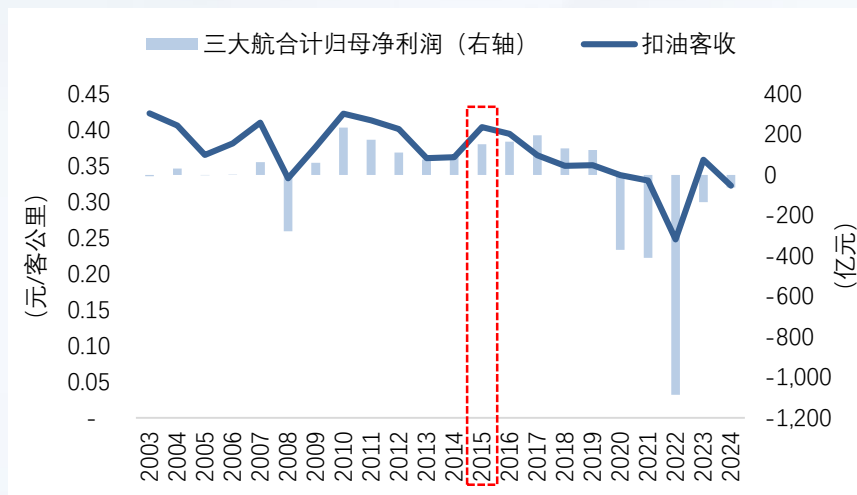


图49：2015年三大航盈利实现同比大增，扣油票价同比上升



- 自2025年3月扣油票价同比转正，且4-5月趋势持续，预计Q2航司盈利同比改善可期
- 预计旺季供需恢复良好，燃油缩减或将大部分留存，助力展现超预期盈利弹性，有望催化市场乐观预期

图50：2024Q4后，票价下降趋势符合油价趋势

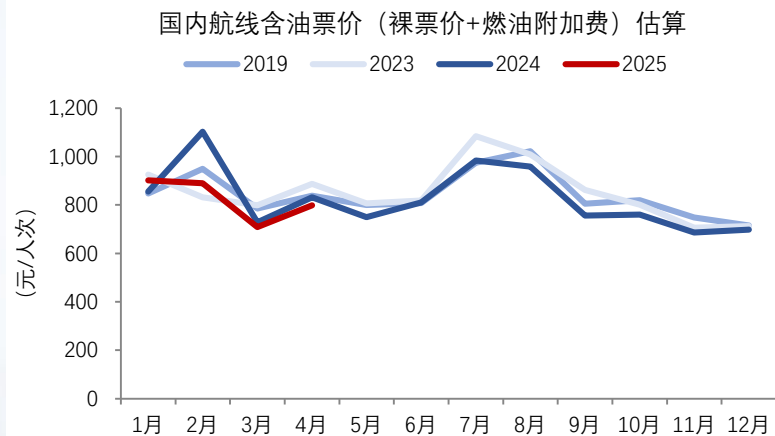
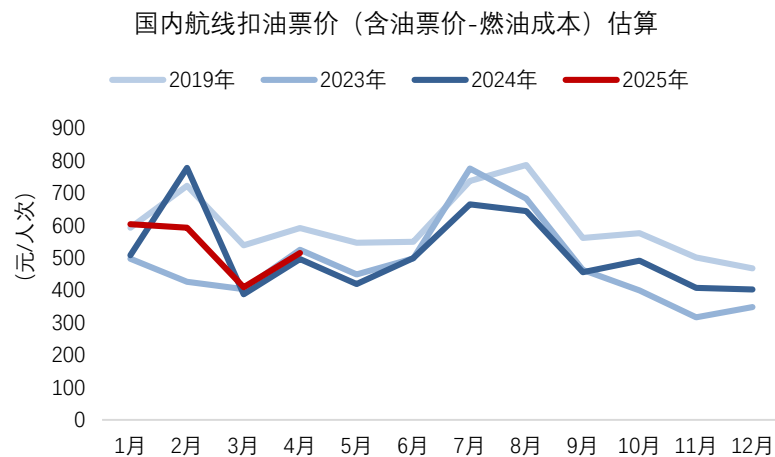


图51：自2025年3月扣油票价同比转正，预计Q2航司盈利同比改善可期



布局航空长逻辑，优选高品质航网

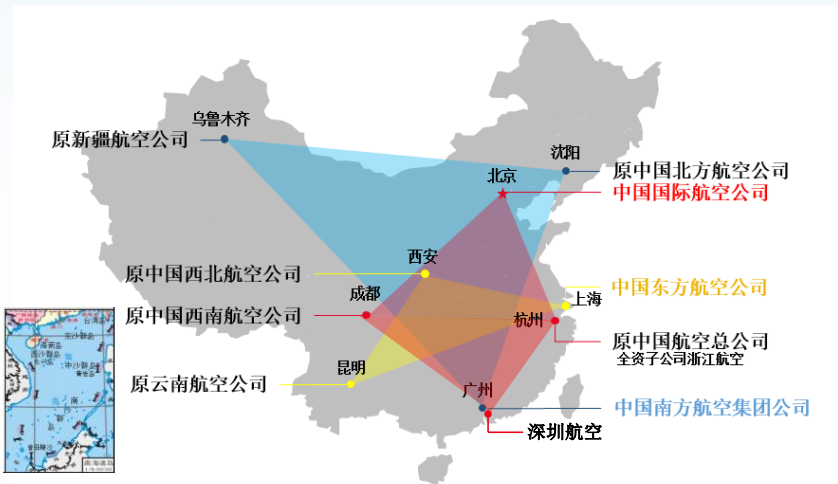
策略：布局航空长逻辑，优选高品质航网，增持航空

- 逆向布局，是提升航空投资胜率的关键
- 中国航空业具超级周期长逻辑，且具油价下跌期权。长逻辑预期仍处低位，建议战略性布局
- 预计2025-26年供需继续向好，票价上行油价下降将加速盈利恢复与中枢上升
- 汇率波动影响当期业绩，但不影响航司现金流与投资价值，或提供逆向布局时机
- 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。优选高品质航网，将具业绩估值双重空间
- 增持评级：中国国航、吉祥航空、南方航空、春秋航空、中国东航

01 时刻价值：时刻是核心资产，长期价值巨大

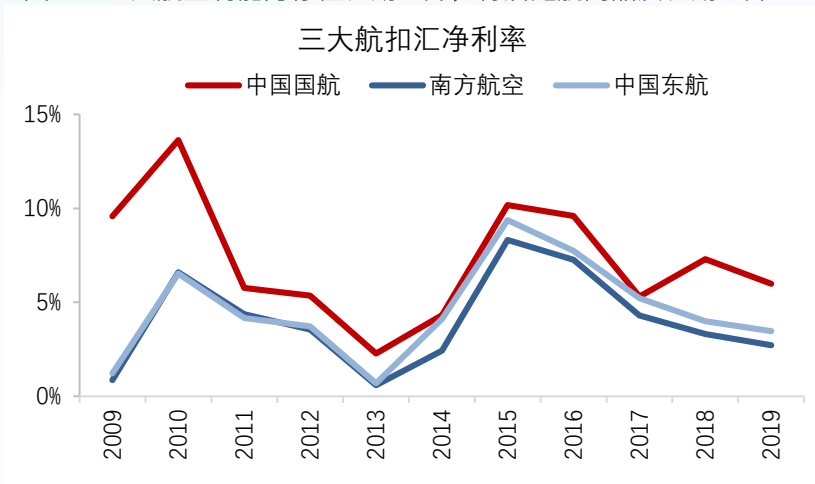
- 时刻，是航司最核心盈利资产，决定航司长期盈利能力
 - 历史积累：2002年中国民航局直属九家航司联合重组为三大航，奠定大航时刻航网品质长期差异。中国国航航网品质长期居首
 - 航司战略：2017年之前是干线时刻黄金积累期，航司战略决定中小航司时刻航网品质差异。吉祥航空航网品质领跑中小航司
- 优质干线时刻，长期价值巨大——2015年白云机场时刻拍卖试点，一组起降时刻三年使用权拍卖价最高超九千万元

图52：2002年中国民航业重组，奠定三大航航网品质长期差异



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。

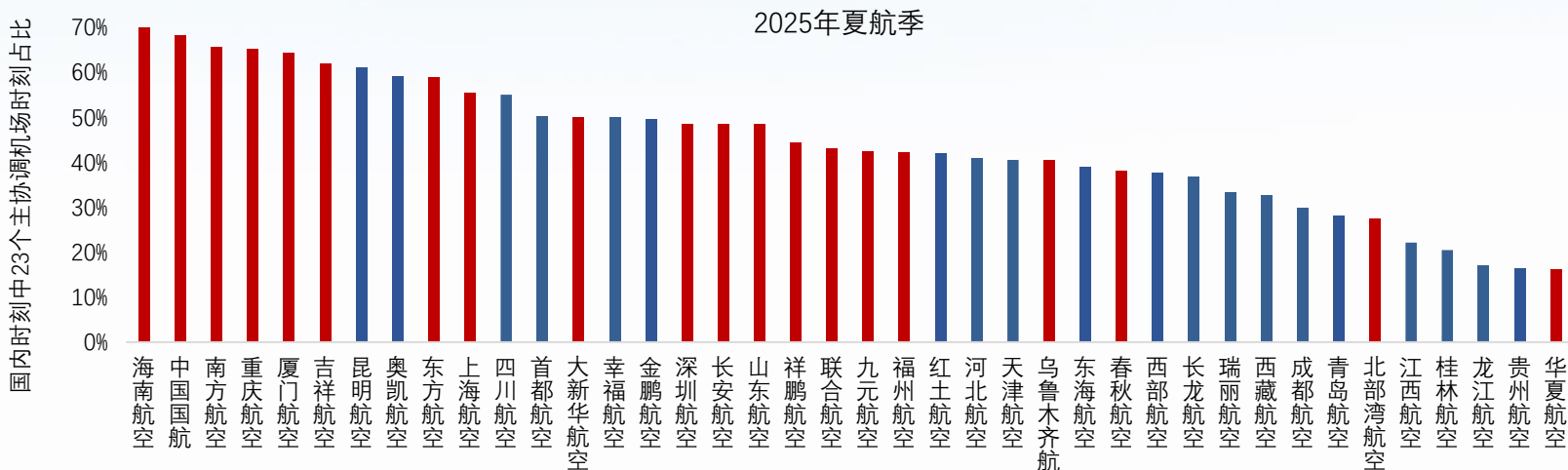
图53：三大航盈利能力存在长期差异，背后是航网品质长期差异



02 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54：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



- 公司拥有中国民航业最高品质航网与客源，盈利能力长期优于行业
- 公司把握北京“一市两场”战略机遇，再次实现航网客源优化，进一步提升国内业务长期盈利能力
- 国家打造超级承运人战略下，系列政策将助力国际超级枢纽建设，国际业务长期盈利能力有望增强
- 风险提示：经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

图55：中国国航（CA）北京/成都/杭州航班占比达70%

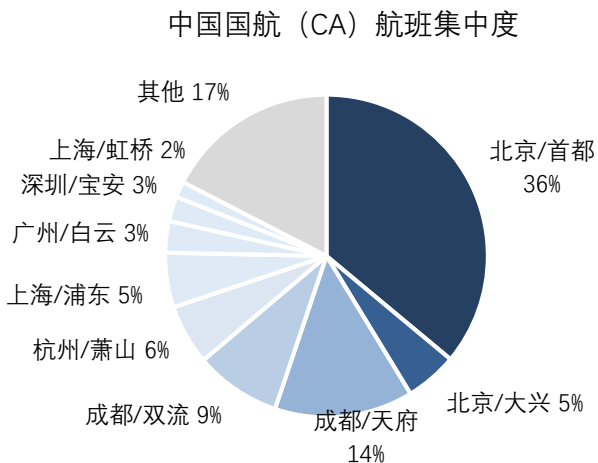
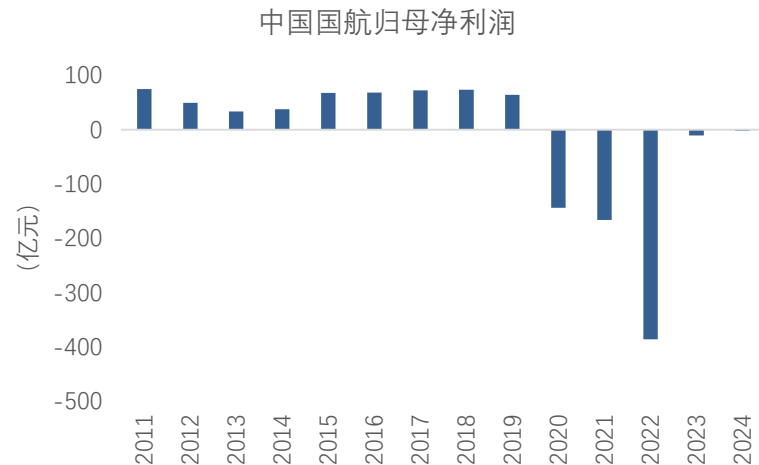


图56：中国国航2019年归母净利润64.1亿元，估算扣汇净利率5.4%



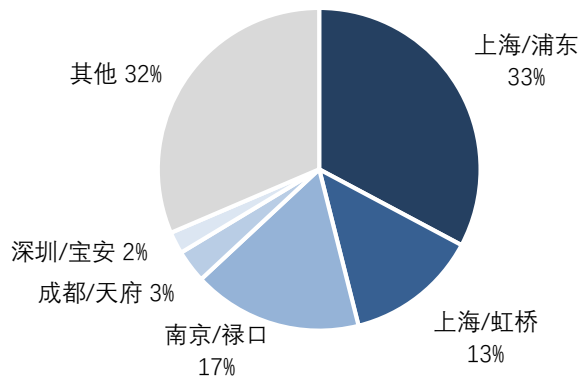
吉祥航空：坚定“好码头”战略，盈利潜力蓄势待发

- 公司长期坚定“好码头”战略，十余年打造高品质航网且继续优化，未来将展现超预期盈利潜力
- 积极培育洲际航线，国际战略长期前景乐观；九元航空商业模式优秀，2024年净利超3.3亿元，展现超预期盈利能力
- 预计普惠发动机维修将于2025年暑运前基本完成，公司周转恢复领先行业，行业收益管理策略改善将助力公司盈利潜力展现
- 风险提示：经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

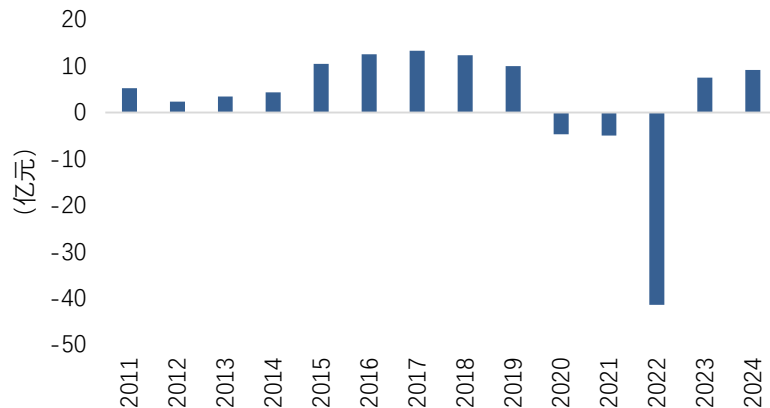
图57：吉祥航空（HO）上海南京两大基地航班占比达63%

图58：吉祥航空2019年归母净利润9.9亿元，估算扣汇净利率5.9%

吉祥航空（HO）航班集中度



吉祥航空归母净利润

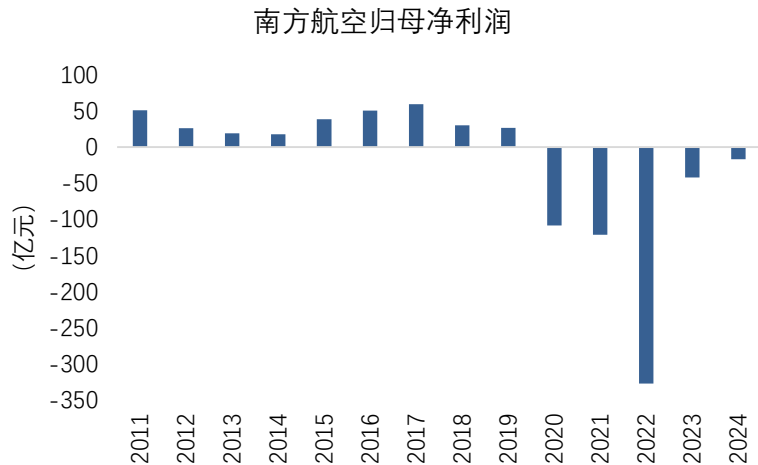
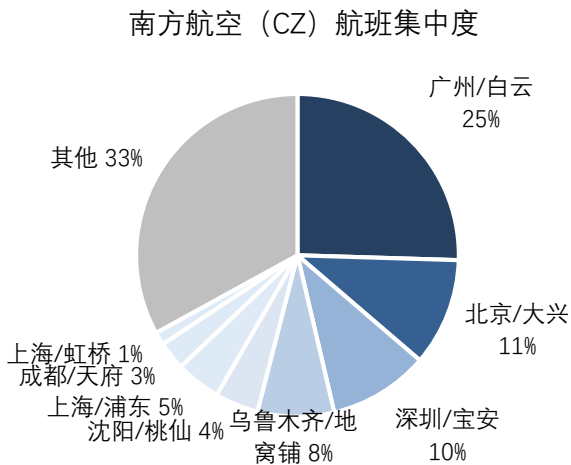


05 南方航空：行业Beta龙头，具油价下跌期权

- 公司机队规模亚太居前，航网客源决定盈利弹性业界最大
- 广州-北京双枢纽建设，有望拓展长期发展空间
- 具油价下跌期权，旺季盈利弹性或超预期，有望催化乐观预期
- 风险提示：经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

图59：南方航空（CZ）广州/北京/深圳/沈阳/乌鲁木齐航班占比58%

图60：南方航空2019年归母净利润26.5亿元，估算扣汇净利率2.4%



- 公司国内快线资源丰厚，高铁分流影响已边际减弱
- 机队增速理性放缓，补充飞机订单不改运力规划
- 机队周转恢复领先，客座率已恢复并创新高，期待票价上行驱动盈利恢复与中枢上升
- 风险提示：经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

图61：中国东航（MU）上海/北京/昆明/西安四大基地航班占比53%

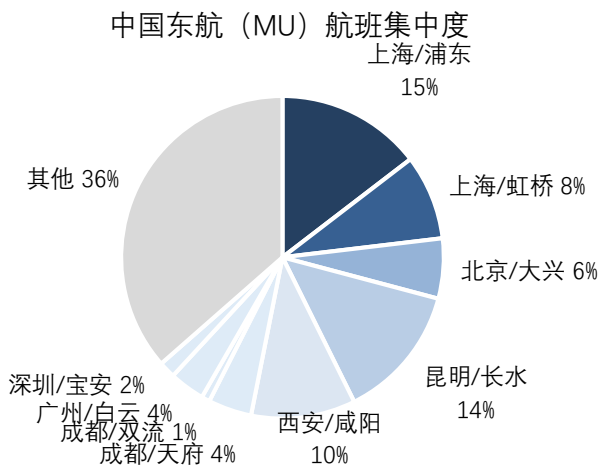
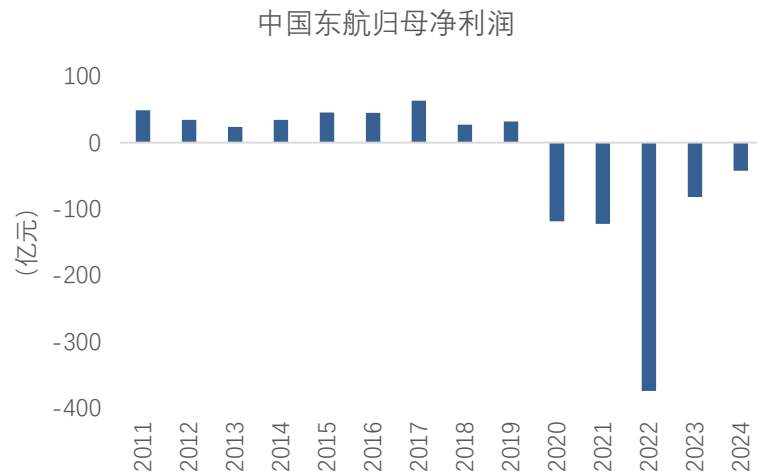


图62：中国东航2019年归母净利润32.0亿元，估算扣汇净利率3.2%



春秋航空：航网优化周转恢复，长期盈利稳中有升

- 公司开创中国式廉航，成本管理卓越，且积累批量优质干线时刻，盈利能力领跑全球航司
- “十四五”把握机遇优化航网，积极增投二线省会城市，助力短期票价上升，提升长期盈利能力
- 公司飞行员短缺问题已有效缓解，将保障未来数年机队周转继续提升，驱动公司盈利稳健增长
- 风险提示：经济波动，油价汇率，行业政策，增发摊薄，安全事故

图63：春秋航空（9C）上海主基地航班占比30%

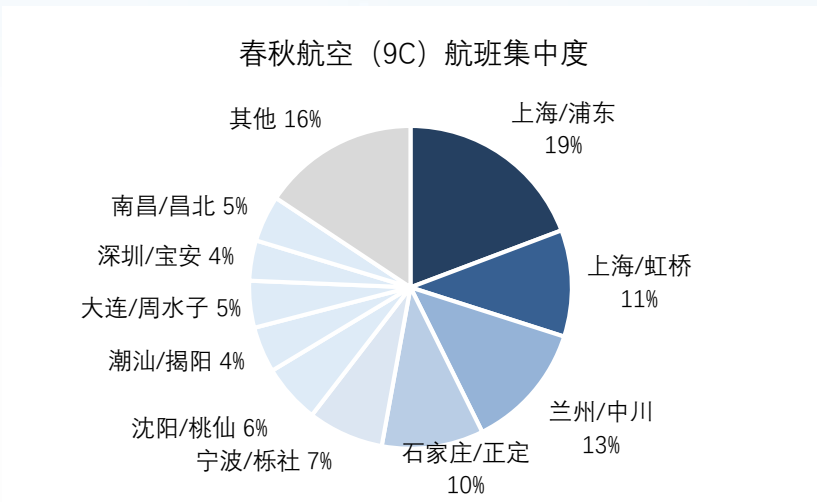
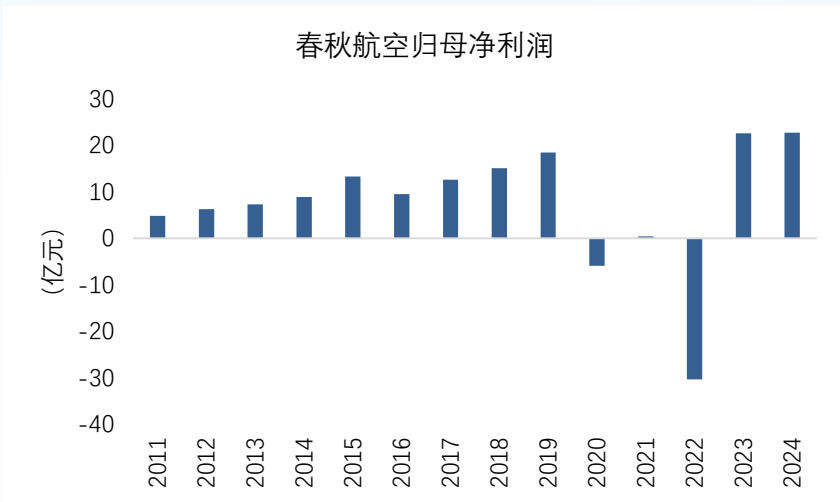


图64：春秋航空2019年归母净利润18.4亿元，估算扣汇净利率12.6%



- 汇率波动对于航司经营收支影响甚微，普遍通过国际航线业务美元收支可实现自然对冲
- 汇率波动对中国航司资产负债表影响难以避免。会计记账遵循谨慎性原则计入美元负债影响，而未体现美元定价飞机及航材备件资产影响，美元负债账面敞口随汇率波动而形成“汇兑损益”——仅影响当期业绩，不影响现金流与航司价值
- 中国航司汇率敏感度已下降——2019-21年经租进表曾致中国航司美元负债增加，过去数年积极债务结构优化实现汇率风险下降

图65：汇率：2025年以来人民币兑美元汇率稳定

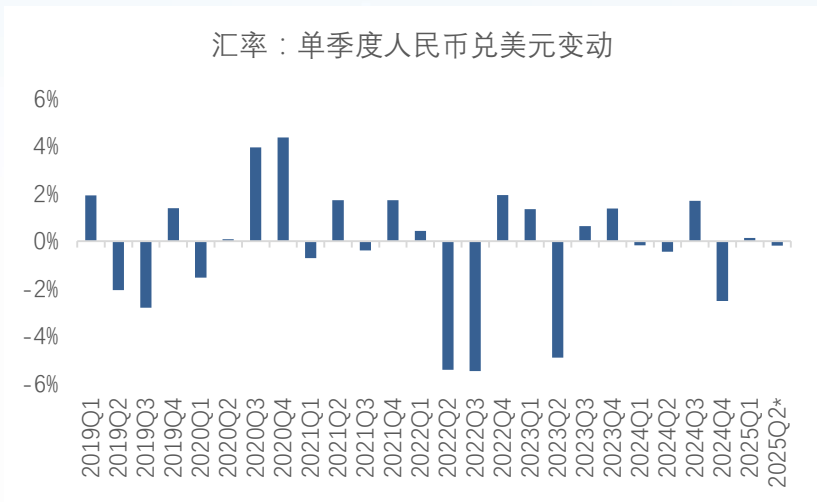
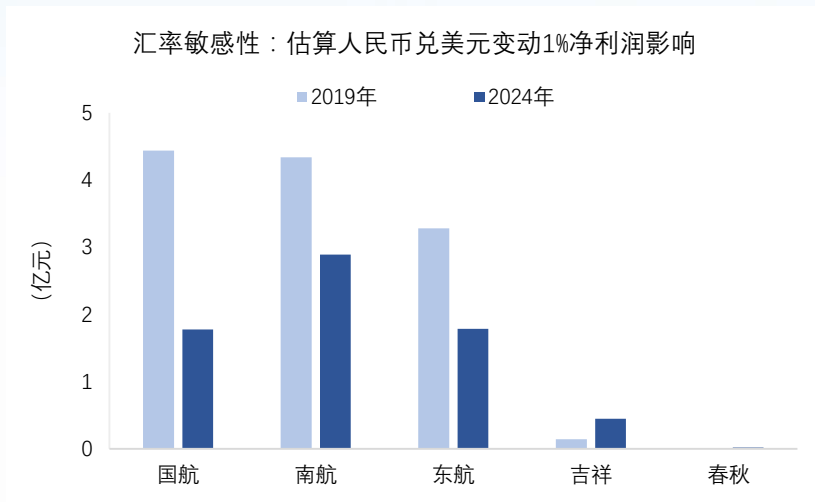


图66：汇率敏感性：过去数年大航汇率敏感度已显著下降



- 重视中国航空“超级周期”长逻辑。预计2025-26年供需继续向好，票价上行油价下行将加速盈利恢复
- 航空长逻辑预期仍处低位，建议战略性布局。优选高品质航网，将具业绩估值双重空间
- 增持评级：中国国航、吉祥航空、南方航空、春秋航空、中国东航

表2：重点公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	股价 2025/5/26		归母净利润(亿元人民币)			市盈率 (X)			市净率(X)	投资评级
				2024	2025E	2026E	2024	2025E	2026E		
00753.HK	中国国航H	5.38	港元	-2	61	150	-	14	6	2.0	增持
601111.SH	中国国航	7.85	元	-2	61	150	-	23	9	3.2	增持
01055.HK	南方航空H	3.67	港元	-16	50	94	-	12	7	1.8	增持
600029.SH	南方航空	6.01	元	-16	50	94	-	22	12	3.3	增持
00670.HK	中国东航H	2.71	港元	-38	47	88	-	12	6	3.9	增持
600115.SH	中国东航	3.88	元	-38	47	88	-	19	10	6.2	增持
603885.SH	吉祥航空	13.37	元	9	22	29	32	13	10	3.4	增持
601021.SH	春秋航空	57.64	元	23	38	44	25	15	13	3.2	增持
00696.HK	中国民航信息网络H	11.26	港元	21	23	25	15	13	12	1.6	增持

05 / 风险提示

- 经济波动风险
- 油价汇率风险
- 行业政策风险
- 增发摊薄风险
- 安全事故风险

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。分析师薪酬的任何组成部分，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。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或国泰海通证券(香港)有限公司(以下统称“国泰海通”或“本公司”)研究服务签约客户使用。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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使国泰海通违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。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”或“国泰海通香港研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国泰海通证券(香港)有限公司依法就研究报告的内容和发布行为对国泰海通证券股份有限公司承担责任。

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
1.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。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%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
2.投资建议的评级标准 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指数的涨跌幅。	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

**THANKS FOR
LISTENING**

国泰海通证券研究所交通运输岳鑫团队