

首席周观点：2025 年第 29 周

2025 年 7 月 18 日

首席观点

周度观点



张天丰 | 东兴证券金属首席分析师

S1480520100001, 021-25102914, Zhang_tf@dxzq.net.cn

金属行业：全球白银市场已进入供需缺口结构性放大新阶段--供给显现趋势性低增长

白银储量区域集中度高，增长弹性来源于伴生矿开发。2024 年全球白银储量合计 64 万吨，分国别观察，全球白银储量集中度较高，CR5 达 71%。其中，秘鲁（14 万吨，22%）、澳大利亚（9.4 万吨，15%）、俄罗斯（9.2 万吨，14%）、中国（7 万吨，11%）和波兰（6.1 万吨，9%）为世界白银储量前五的国家。2019-2022 年间，全球白银储量由 56 万吨减少至 55 万吨，变动幅度仅为-1.8%。2023-2024 年间，全球白银储量增长至 64 万吨，两年累计增长 16%。这其中主要的增量来源于俄罗斯和秘鲁储量的变化，俄罗斯 2023 年白银储量同比增长 104%至 9.2 万吨，使其升至全球白银储量第三位；而秘鲁两年间白银储量由 9.8 万吨增长至 14 万吨，两年累计增幅达 43%。从银矿种类观察，2024 年全球主产白银矿山和项目的白银总储量约为 11.3 万吨，占全球白银总储量比例仅为 18%。近年来新发现的白银资源多以黄金伴生矿形式存在，铜和铅锌的伴生白银矿同样占据重要地位，白银储量的增长弹性将从伴生矿开发中释放。

白银矿端供给区域集中度较高。2024 年，全球白银矿端供给总计 25497 吨，分国别观察，白银矿端供给 CR5 为 60%，区域集中度较高。其中墨西哥（5775 吨，占比 23%）、中国（3426 吨，占比 13%）、秘鲁（3359 吨，占比 13%）、玻利维亚（1486 吨，占比 6%）和智利（1342 吨，占比 5%）为全球前 5 大银矿供给国。

矿石品位下跌、矿端扰动频发，导致白银矿端供给刚性。2019-2024 年间全球矿产银产量由 19 年的 26046 吨降至 24 年的 25497 吨，期间 CAGR 为-0.4%，显示白银矿端供给极为刚性。从 2019-2023 年间各矿山减产原因分析，矿石品位下跌以及公共卫生事件、大型罢工等扰动频发为矿端供给负增长的主要原因。2020 年受全球公共卫生事件扰动影响，矿产银产量下降 1974 吨至 24365 吨（-6.4%）；2023 年，受矿端扰动及品位下降影响，全球白银矿产量同比下降 0.7%至 25830 吨（-195 吨）。其中，墨西哥的 Peñasquito 矿场遭遇长达四个月的罢工活动，导致墨西哥产量同比下降 5.1%（-340 吨）；泛美白银旗下 Manantial Espejo 矿山关闭，及其他矿山品位下降，使得阿根廷产量同比下降 15.7%（-151 吨）；矿山品位下降及

部分矿山关闭对澳大利亚（-95 吨，-8.1%）和俄罗斯产出（-44 吨，-3.4%）也造成负面影响。2024 年，在澳大利亚与墨西哥白银产出恢复的推动下，全球矿产银产量同比增长 0.9%至 25497 吨。其中，得益于泛美银业 La Colorada 矿场的通风设施升级带来的矿石加工量和品位提升，以及新蒙特 Peñasquito 矿场的产量恢复，墨西哥产量同比增长 2.1%至 5775 吨；澳大利亚铅锌伴生白银矿顺利投产，推动澳大利亚白银产量同比增长 19%至 1208 吨。此外，2024 年独立银矿白银产量同比下降 2%至 7076 吨，白银矿产量的恢复依赖于伴生矿投产。

矿石品位持续下降叠加全球通胀中枢上移推升白银生产成本。受益于副产品价格提升，2024 年白银总维持成本同比下滑 13.1%至 14.58 美元/盎司，但仍位于历史高位（2015-2024 十年间白银 AISC 均值：11.89 美元/盎司）。白银生产成本持续增长背后的主要原因在于矿石品位下降（过去十年，白银品位下降了 22%）以及全球通胀中枢上移。据 IMF 数据，全球通货膨胀率自 2021 年以来开始攀升，2022 年达到峰值 8.6%，近两年虽有所缓和（2023 年为 6.7%，2024 年为 5.8%），但仍处于十年间高位。根据年平均全球总体通胀率计算，2010-2020 年间该数值为 3.5%，而 2021-2024 年间该数值已升至 6.5%，显示全球通胀中枢上移。高通胀带动劳动力成本持续上涨，部分矿企陷入劳动力短缺与罢工扰动频发的困境中；通胀高企叠加俄乌冲突对供应端的扰动，使得电力、柴油等能源成本不断上升，能源成本的上升也带动炸药等必需消耗品价格高企，白银矿企生产成本连续攀升。有利的一方面是，由于多数银矿位于伴生矿中，其副产品包括铜、铅、锌、金等其他金属，这些金属产生的收入可以降低银矿的生产成本。从伴生矿种类观察，2024 年全球有 29.4%的白银产出来自铅锌银伴生矿，27.8%的白银产出来自独立银矿，26.8%来自铜银伴生矿，15.5%来自金银伴生矿，0.5%来自其他伴生矿。2024 年，金属行业呈现高景气度，作为白银的常见伴生金属，铜、黄金、铅、锌的现货价格年内分别增长 7%、28%、7%和 20%，帮助白银生产成本中的副产品抵免提升，因此 24 年白银生产成本呈现下滑，但仍处于近十年中的高位。矿端生产成本的趋势性上移对银价起到成本支撑作用，同时也意味着矿企增产意愿的提升需要更高的银价涨幅支撑。

回收银产量增长逻辑维持，2025-2027 年间平均增速或为 4%。展望 2025-2027 年间的白银供应，回收银的产量增长逻辑仍未改变：环氧乙烷催化剂的回收仍将随着较短的使用周期而延续，首饰与银器回收仍或随着白银价格增长而扩大，而摄影用银回收的结构性收缩或随着产业转型完成而逐渐收窄。因此，我们预计 2025-2027 年间回收银产量将维持 4%的年平均增速。

矿端供应或延续刚性特征，2025-2027 年间年平均增速或为 0.5%。矿端供应方面，我们预计刚性特征或仍将延续。这一方面是由于矿石品位下跌与通胀中枢上行带动白银生产成本提升，矿企需持续加大投资才能维持当前的生产水平，因此白银价格端的涨幅并未在矿企利润端完全反映，将白银作为重点业务的公司经营现金流未见改善，甚至近年来许多白银矿商自由现金流维持在负数水平，扩产意愿降低。另一方面，独立银矿白银产量占比仅为 28%左右，而伴生矿产量占比则超过 70%，约 55%的白银产出为基本金属的副产品，这导致矿企关于白银

的经济效益和开采计划受铜、铅、锌等市场影响严重，大大降低了白银矿端供应的供给价格弹性。此外，银矿项目运作周期较长，平均在十年左右，其中勘探周期约为 5-6 年，而建设周期亦有 4-5 年。从现阶段的白银矿企资本开支计划观察，并未有大量级的矿山投产可改变白银矿端供应格局。综上所述，2025 年-2027 年间，白银矿端产量或仍呈刚性，我们预计年平均增速在 0.5% 左右。

综合考虑，回收银产量的提升短期内难以抵消矿端供应增速缓慢的影响，我们预计 2024-2027 年间，全球白银供应量将由 31574 吨增长至 32717 吨，期间 CAGR 或为 1.2%，白银总供应或维持较低增速。

相关公司：兴业银锡，盛达资源。

风险提示：白银供应超预期增长，白银需求不及预期，全球新能源汽车产量增速不及预期，全球光伏新增装机量不及预期，全球流动性超预期紧缩，利率超预期急剧上升，区域性冲突加剧及扩散。

参考报告：《金属行业 2025 半年度展望（II）：供需结构强化叠加流动性周期切换—贵金属行业进入强景气周期》，2025-6-6



刘航 | 东兴证券电子行业首席分析师

S1480522060001, 021-25102909, liuhang-yjs@dxzq.net.cn

电子行业：日联科技(688531.SH)：从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎

公司是国内领先的工业 X 射线智能检测装备供应商、工业 X 射线领域的龙头企业。公司产品包括工业 X 射线智能检测装备、影像软件和微焦点 X 射线源，实现 X 射线检测全产业链技术布局。公司在核心部件 X 射线源领域实现了重大突破，成功研制出国内首款封闭式热阴极微焦点 X 射线源并实现产业化应用，打破了外国垄断，填补了国内空白，解决了“卡脖子”问题。公司 X 射线智能检测装备广泛应用于半导体封装、锂电生产、汽车零部件制造等高精度检测场景，公司客户覆盖比亚迪、立讯精密等龙头企业，产品已出口到 70 余个国家及地区。

国内工业 X 射线检测设备有望迎来快速增长期，逐步实现国产替代。根据沙利文咨询的统计和预测，除医疗健康外，2021 年我国 X 射线检测设备的市场规模约为 119 亿元，受到下游集成电路及电子制造、新能源电池等行业需求的快速增长影响，X 射线检测设备预计在 2021-2026 年将维持高速增长的趋势，2026 年，我国 X 射线检测设备除医疗健康领域外的其他主要应用领域的市场规模有望达到 241.4 亿元。与此同时，随着国内企业在集成电路检测领域、铸件、焊件及材料领域技术水平的提升，国产化率提高，我国工业 X 射线检测设备行业总产值产量还将有望快速增长，公司凭借国产化优势将持续受益。

国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长，日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，有望同步受益。X 射线检测可以用于晶圆的检测与封装后检测工艺中，国内集成电路产业的快速发展驱动着集成电路 X 射线检测设备的需求增长。除此之外，全球 PCB（印制电路板）市场规模呈现持续稳步增长态势，随着 AI 技术的普及和新能源车的逐步渗透，AI 服务器和车用电子相关的 PCB 需求显著提升，成为产业成长的重要驱动力。产品应用而言，目前 PCB 行业是自动 X 射线检测最主要的需求来源，占据大约 56.0% 的份额，X 射线影像检测设备的需求随着 PCB 市场规模的稳步同步上升。日联科技是最早进入集成电路及电子制造 X 射线检测装备领域的国内厂商之一，系国内该领域龙头企业公司，X 射线检测设备需求有望同步受益。

2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh，公司在国内锂电池 X 射线智能检测装备领域覆盖多家新能源知名客户，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。2025 年中国动力锂电池出货量有望超 960GWh。X 射线检测作为新能源汽车锂离子电池检测必不可少的检测手段，锂电池出货量的提升将带动锂电池检测设备需求。在新能源电池领域，公司根据下游客户电池厚度、识别缺陷类型、运行节拍等需求情况进行产品设计，在国内锂电池 X 射线智能检测装备市场处于领先地位，主要产品已覆盖宁德时代、比亚迪锂电池、欣旺达、力神电池、亿纬锂能、国轩高科、珠海冠宇、捷威动力等知名新能源电池客户。伴随着锂电池出货量的提升，公司 X 射线检测设备需求量有望持续提升。

汽车工业是 X 射线检测设备在铸件、焊件及材料检测最大的应用领域，公司 X 射线检测设备的需求量有望将随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。根据中国汽车工业协会统计，2024 年国内汽车产销量累计完成 3,128.2 万辆和 3,143.6 万辆，同比分别增长 3.7% 和 4.5%，产销量再创历史新高，其中，新能源汽车继续保持快速增长，年产销首次突破 1,000 万辆，迎来高质量发展新阶段。X 射线检测设备的需求量也将随着汽车市场整体规模的扩大逐渐增加。在铸件焊件及材料领域，公司开发出系列化智能检测装备，为汽车制造、航空航天、压力容器、工程机械等领域提供 X 射线检测解决方案，目前该领域产品已覆盖国内外多家知名汽车领域制造厂商，包括长安汽车、大庆沃尔沃、重庆小康动力、重庆美利信、株洲宜安精密、宁波海威、安徽优尼科等。

公司盈利预测及投资评级：公司是国内领先的工业X射线检测装备供应商，随着国产替代持续推进，电子半导体行业需求逐步旺盛、锂电池行业需求修复改善以及汽车零部件相关检测需求稳步增长，工业X射线行业将迎来结构性增长机遇，看好公司设备和射线源的国产替代业绩有望持续增长。预计公司 2025—2027 年收入增速分别为 32.75%、30.27%、28.18%；归母净利润分别为 1.85、2.53 和 3.56 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.21 和 3.11 元。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：（1）下游行业波动风险；（2）新产品研发不及预期；（3）市场竞争加剧风险；（4）技术迭代风险。

参考报告：《日联科技(688531.SH):从“卡脖子突围”到“全球智检”，国产替代与结构性增长双引擎》，2025-5-15



赵军胜 | 东兴证券建材首席分析师

S1480512070003, 010-66554088, zhaojs@dxzq.net.cn

建筑建材行业：新城市工作会议推动地产回归健康发展轨道和行业供需新平衡

城市工作会议是高维度经济工作的具体指引，打响中国特色城市现代化的发令枪。中央城市工作会议是从中央层面对做好全国城市工作的具体部署，是从中国经济发展更高维度的具体工作指引，也是在全国范围内发展中国特色城市现代化的发令枪。上一次的中央城市工作会议是在 2015 年 12 月。后续在 2016 年和 2017 年全国城市的棚户区改造等相关具体工作逐步发力落地，并不断地得到大规模的推进。这次的城市工作会议虽然和十年前的城市发展进程不同，前者 2015 年城镇化率为 57.33%，而 2024 年城镇化为 67%，提高了 9.67 个百分点，但较发达国家平稳的城镇化水平仍有差距，中国城市的现代化还有很大的发展空间。并且这次会议提出“要建设创新、宜居、美丽、韧性、文明、智慧的现代化人民城市为目标，以推动城市高质量发展为主题，以坚持城市内涵式发展为主线，以推进城市更新为重要抓手”。也就是说这次的城市工作是要在存量提质增效上发力，以实现现代化人民城市的目标，从而牢牢守住城市安全底线，走出一条中国特色城市现代化新路子。也就是说这次的城市工作会议是从中国经济发展和人民幸福生活的更高维度做的具体工作指引。所以，这次中央城市工作会议也会成为全国打响推进城镇化建设、城市更新改造和推进城市基础设施建设的发令枪。

会议具体部署有利于地产回归长期健康发展，有利于建筑建材需求探底回稳。这次会议明确

提出“发展组团式、网络化的现代化城市群和都市圈，分类推进以县城为重要载体的城镇化建设，继续推进农业转移人口市民化”，随着各地相关政策的逐步落地，将加速中国城镇化的进度。提出“着力建设舒适便利的宜居城市，加快构建房地产发展新模式，稳步推进城中村和危旧房改造”这将有利于城市“落后”住房的淘汰，提供高质量住房的供应。还提出“推进城市基础设施生命线安全工程建设，加快老旧管线改造升级”这也将提升城市基础设施的品质和质量。还有“高质量开展城市更新”，以及“着力建设绿色低碳的美丽城市”等，都将大大提升城市的硬件环境、居住宜居性和舒适性，大大提升城市的品质和质量，改变城市建设粗放式发展模式。这些均有利于房地产行业回归长期健康发展轨道，有利于推动建筑建材行业需求的探底回稳。

城市更新、行业市场优胜劣汰和“反内卷”齐发力进一步推进行业新平衡建立。我们在反内卷点评报告中提出建筑建材行业市场景气度持续处于历史低迷状态带来更快的优胜劣汰，加速行业集中度的提升，叠加“反内卷”政策落地，进一步推动落后产能淘汰，更加快行业供给端优化。这次城市工作会议在提升城市品质和质量上发力，会对稳楼市，推动房地产回归长期健康发展轨道起到积极的作用，对行业需求带来积极的影响。这将会更进一步加快行业供需新平衡的建立。随着城市工作会议发令枪的打响，全国各地相关政策的落地实施，以及行业优胜劣汰及反内卷政策的落地见效，地产行业回归长期健康发展轨道可期，建筑建材行业供需新平衡可期。

投资建议：我们在2024年12月27日《建筑建材行业2025年投资展望：内需之重下行稳致远》报告中提出：城中村和旧城改造，以及新政策工具的推出，政策正在从量的累计，逐渐向质变过渡，房地产需求端刺激政策有助2025年建筑建材需求探底企稳，供给优化叠加需求探底企稳带来供需新平衡。这次城市工作会议，进一步对相关政策做了具体、详尽和丰富的部署，政策利国利民，“人民城市人民建，人民城市为人民”将形成国力和民力的合力，推动地产回归长期健康发展轨道，推动建筑建材行业回归新平衡。

我们继续坚持我们之前的观点：优秀和龙头公司在当前的环境下，更具备发展和成长的确定性，更好的估值修复和业绩弹性。新房建设和存量房改造、城市基础设施的相关龙头和优秀公司受益最大。

风险提示：会议相关政策节奏和力度低于预期、行业供给端优化速度低于预期。

参考报告：《新城市工作会议推动地产回归健康发展轨道和行业供需新平衡》，2025-7-16



莫文娟 | 东兴证券能源首席分析师

S1480524070001, 010-66555574, mowj@dxzq.net.cn

石油石化行业：油气和炼化及贸易板块 2024 和 2025Q1 综述：油气板块仍将保持较高景气度，炼化及贸易板块业绩承压期待改善

2024 年海外通胀有所减缓，国内经济有所修复，从而间接支撑大宗商品需求。2024 年以来，美国 CPI 同比上涨幅度逐步下降，截至年底低于 3%。2025 年第一季度美国通胀压力继续减缓，始终维持在 3% 以下，2024 年国内制造业 PMI 为 49.78，2025 年 1 月至 4 月，国内制造业 PMI 分别为 49.1，50.2，50.5，49.0，围绕荣枯线 50 上下波动，有助于缓解估值压力并稳定市场预期，从而间接支撑大宗商品（如原油）需求。

2024 年油价宽幅震荡，同比下降；2025 年一季度，Brent 现货均价环比上涨。2024 年 1-12 月，Brent 原油现货均价整体价格在 69.19-91.17 美元/桶宽幅震荡，全年来看油价中枢小幅下跌，月度均价为 79.61 美元/桶，同比下降 2.87%。25Q1 Brent 原油现货均价同比下降，1-3 月油价持续回落，分别为 78.34 美元/桶、75.55 美元/桶、71.15 美元/桶。WTI 价格方面，2024 年度均价为 75.58 美元/桶，同比下降 2.87%；25Q1 WTI 原油现货均价 75.03 美元/桶，同比下降 7.54%。

OPEC+增产，叠加全球需求端及地缘方面的变动，影响油价波动。2022 年以来 OPEC+（石油输出国组织及其盟友）的产量决策都是减产以维持油价。截至 2024 年，OPEC 的产量政策主要围绕“稳定油价”和“平衡市场供需”展开。OPEC+调整减产额度，以支撑油价。2024 年 3 月 3 日，决定将减产 200 万桶/日计划延长至第二季度。2024 年 12 月 5 日决定将 220 万桶/日的自愿减产协议延长至 25 年 3 月底，并将全面解除减产的时间推迟一年，至 2026 年 12 月。2024 年受非 OPEC+（如美国）供应增长影响，页岩油产量继续增长，叠加 OPEC 的增产预期以及特朗普竞选胜出对于页岩油产量存在利好支撑，影响油价下跌。2025 年，一季度由于美国制裁影子船队，叠加 2024 年和 25Q1 全球原油需求量同比增加，油价有所回升。4-6 月，受 OPEC+宣布进一步增产计划及美国关税等事件影响，油价下跌。短期的利空出尽，而地缘方面的变动，原油需求迎来季节性回升，为油价带来支撑。

经济修复推动油气开采需求，A 股油气开采板块通过增储上产提高销量，营收表现优于同期油气价格变动，油气板块仍将保持较高景气度。2024 年我国原油产量为 2.13 亿吨，同比增长 1.85%；2024 年我国天然气产量为 2464.51 亿立方米，同比增长 6.03%。随着国内经济

稳步复苏，2024 年国内天然气表观消费量同比增加 9.66%。25Q1 年我国原油产量同比增长 1.09%。国内天然气表观消费量同比增加 9.66%。上游板块的企业通过增储上产提高销量以及降本增效等措施，使得营收表现优于同期油气价格变动，分红回报都相对较好。2024 年油气开采板块实现营业收入总计 4253.19 亿元，同比下降 1.22%，实现归母净利润 1388.58 亿元，同比上升 8.27%。2025 年 Q1 油气开采板块实现营业收入总计 1079.66 亿元，同比下降 5.96%，实现归母净利润 1367.90 亿元，同比下降 9.36%。如中国海油 2024 年营业收入同比上升 0.94%，归母净利润同比上升 11.38%，油气产量同比增长 7.2%。2025Q1 营业收入同比下降 4.14%，归母净利润同比下降 7.95%。2024 年中石油营收同比下降 2.39%；实现归母净利润同比增长 2.02%；25Q1 中石油营收同比下降 7.27%；实现归母净利润同比上升 2.46%。2025 年一季度特朗普上台后能源行业政策影响油价，另外关税政策对全球需求预期产生消极影响，25Q1 国际油价同比回落，但仍在中高位，油气板块仍将保持较高景气度。

油价下降导致 A 股炼化及贸易板块业绩承压，期待改善和修复。自 2024 年第三季度，Brent 原油现货价格有下降趋势，炼化及贸易板块业绩下滑。2024 年炼化及贸易板块实现营业收入同比下降 3.29%，实现归母净利润同比下降 5.06%。25Q1 炼化及贸易板块实现营业收入同比下降 7.25%，实现归母净利润同比下降 6.18%。炼化及贸易板块业绩变化主要由于全球贸易摩擦加剧，原油、天然气、成品油等油气产品价格下降以及汽油、柴油销售数量减少，销售净利率下降等原因。如中国石化业绩显著下滑，2024 年中国石化营收同比下降 4.29%；实现归母净利润同比下降 16.79%。25Q1 中国石化营收同比下降 6.91%；实现归母净利润同比下降 27.58%，业绩承压。

2024 年受宏观经济放缓、能源价格高位、终端消费低迷及房地产持续下滑等不利因素影响，行业整体面临成本高企叠加需求不足的双重经营压力，普遍盈利能力下降。2025 年一季度以来，随着油价中枢回落，成本压力有所缓解。从需求端来看，终端消费需求不足，上下游产品价格传导不畅，导致产品涨幅不及上游原料，进一步压缩企业利润空间，炼化及贸易板块期待改善和修复。

投资建议：油价中枢下移情况下，重点关注具备高股息和高成长的公司。市值管理考核推进，兼具分红能力与意愿，未来高股息率有望持续。2024 年中国石油、中国石化和中国海油、中国海洋石油股息支付率分别为 52.24%、69.06%、44.27%、45.10%。我们推荐中国海油，中国海洋石油。同样有望受益标的：中国石油，中国石油股份，新天然气。

风险提示：地缘政治风险；能源价格大幅波动的风险；需求不及预期的风险。

参考报告：《油气和炼化及贸易板块 2024 和 2025Q1 综述：油气板块仍将保持较高景气度，

炼化及贸易板块业绩承压期待改善》，2025-06-19



曹奕丰 | 东兴证券交运分析师

S1480519050005, 021-25102903, caoyifengwx@163.com

交运行业：航空机场 6 月数据点评：航司运力投放较为克制，东航客座率逆势抬升

上市航司发布 6 月运营数据。从数据表现看，行业淡旺季差异较大，6 月处于淡季，需求端表现偏弱。

国内航线方面，6 月上市公司国内航线运力投放同比提升 1.1%，环比 5 月下降约 2.9%。行业处于淡季，需求端走弱，航司运力投放较为克制。大航中，东航与国航运力投放环比分别收缩 5.1%和 4.3%，南航与海航则环比变化不大；春秋与吉祥运力投放环比分别下降 4.4%与 2.8%。

上市公司整体客座率环比 5 月下降 0.4pct，较去年同期则提升约 1.7pct。其中东航客座率表现较为突出，在其他大航客座率环比下降的情况下，东航客座率环比继续抬升，可以看出东航的销售策略中给予客座率指标更高的优先级。6 月航司客座率虽较去年同期有所提升，但提升幅度显然不及有小长假加持下的 5 月。行业在淡季承压较为严重。而随着暑运旺季到来，行业经营压力有望得到改善。

国际航线方面，6 月上市航司国际航线运力投放同比去年提升约 17.4%，增速下降主要系去年同期基数提升；环比 5 月则下降了 1.5%。客座率方面，6 月客座率环比 5 月提升 0.9pct，较去年同期提升 1.0pct，客座率还在缓慢提升。整体看国际航线需求端环比变化不大，航司通过较强的供给约束，实现了客座率的小幅提升。

我们维持今年国际航线供需关系整体承压的判断。由于国内航线供给管控会导致运力向国际线转移，国际线运力投放的增长会对冲需求的自然恢复，若北美航线没有出现明显修复，则国际线整体供大于求的现状短期还较难改变。

投资建议：从开年以来的数据表现，我们认为国内航线重塑供需平衡的进程在稳步推进，客座率持续提升。随着行业进入旺季，高客座率情况下，票价端的弹性有望逐步显现，今年航司旺季的盈利弹性值得关注。

风险提示：宏观经济下行；民航政策变化；安全事故；油价汇率大幅波动；异常天气因素等。

参考报告：《航空机场 6 月数据点评：淡季航司运力投放较为克制，东航客座率逆势抬升》，2025-7-17

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级(A股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数, 美国市场基准为标普 500 指数):
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526