



信达证券
CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

航空行业深度分析：供需将改善，票价或长虹

航空运输

2025 年 7 月 7 日

证券研究报告

行业研究

行业深度研究

航空运输

投资评级 看好

上次评级 看好

匡培钦 交通运输行业首席分析师

执业编号: S1500524070004

邮箱: kuangpeiqin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区宣武门西大街甲127号金隅大厦
B座

邮编: 100031

航空行业深度分析：供需将改善，票价或长虹

2025年07月07日

本期内容提要：

➤ 航空：供给限制下，复苏或带来票价利润弹性。

航空盈利框架：航空行业主要受到运力供给、出行需求、客座率及票价表现、油价、汇率波动等因素影响，各因素分别作用于航司的收入、成本及费用端，最终影响到公司利润表现。

➤ 需求：国内出行量保持稳增，国际线基本恢复到19年水平。

1) 国内需求：国内旅游出行稳增，旅客价格敏感度提升。2025年1~5月国内线民航客运量累计同比+4.2%，客座率高位持续。2025年节假日民航出行增速快于整体增速，春节至端午假期，国内旅游人次及收入同比增速均在5%以上。旅客价格敏感度虽然增加，但出游需求仍然较为刚性。

2) 国际需求：客运量基本恢复到2019年水平。2024年末国际线客运量/周转量恢复到19年同期99.3%/95.7%，2025年5月恢复率分别为106.3%/101.0%。客座率也大幅回升，24Q4淡季客座率达到79.2%，超过2019年同期1.2pct。区域分布上，过半客运量集中在东南亚和东亚地区。

3) 政策催化下，出行需求景气度持续。3月中旬印发的《提振消费专项行动方案》中，在居民收入、消费保障、消费多元化等多方面均有提议，相关政策的鼓励及后续落实，有望增加大众休闲旅游需求，或有望促进航空出行需求的增加。

➤ 供给：供应链紊乱延迟飞机交付，运力供给收缩确定性渐强。

1) 运力引进增速放缓，飞机租赁价格走高。受此前疫情因素影响，全球航空供应链多个环节出现紊乱，航空供应链危机持续且短期难以缓解。2019年起国内运输飞机数量增速从此前10%以上降至5%以下，并逐渐放缓至3%以下水平。全球两大主要制造商波音和空客2024年分别交付飞机348、766架，同比分别-34.1%、+4.2%，较19年分别-8.4%、-11.2%。同时，交付延迟问题也推动了飞机租赁市场价格走高。2024年新机交付市场价同比上涨超15%，飞机租赁利率尤其是宽体机同比上涨近30%。国际航协预计窄体机的租赁费率对比2019年上涨20%~30%。

2) 旺季客座率及利用率提升水平预计有限。2023年航司综合客座率较2019年仍有5.7pct差距，2024年客座率大幅修复，对比2019年客座率+0.2pct。2025年5月行业客座率较2019年同期+2.3pct，旺季客座率提升空间有限。利用率方面，2025年上半年机队利用率较2019年同期平均差距为0.138小时，差距同比缩减0.17小时。2024年暑运行业利用率已超过2019年同期水平，2025年暑运旺季利用率水平或受益于宽体机的国际线恢复，同比或仍有提升，但去年同期基数已经较高，航司利用率进一步提升空间较为有限。

3) 飞机检修停飞数同比增加，加剧运力紧张问题。对比2024年情况，PW1100机型飞机停飞数有明显增长。2025年初至今(6.29)，PW1100机



型飞机 21 日停飞平均数达到 112 架，同比平均增加 43 架，停飞数增长明显。参考六大航司停飞 21 天的飞机比例，至第 26 周（6.23-6.29），停飞比例为 2.91%，同比增加 1.17pct。

➤ **供需紧平衡，客座率回归高位，票价有望旺季回升。**

1) 行业供需紧平衡，客座率回到高位。2019 年前行业供需差相对较为平衡。2011~2019 年，行业 ASK 与 RPK 同比增速基本在 10%~15% 左右波动，二者增速差基本在 3% 以内。2024 年行业周转量及客座率均已超 2019 年同期，全年行业客座率达到 83.3%，较 2019 年同期+0.1pct，Q4 淡季仍然维持高客座率。2025 年 1-5 月，行业 ASK、RPK 同比分别+6.9%、+9.6%，较 2019 年同期分别+16.4%、+17.5%，相应客座率达到 84.1%，同比+2.1pct，较 2019 年同期+1.0pct，客座率持续高位。

2) 2023 年票价处历史高位，2024 年票价回落，2025 年票价有望回升。疫情前淡旺季票价波动相对更平缓。2023 年行业处于供需修复期，旅客出行需求集中释放，航司定价较高，行业票价处于历史高位。2024 年供给持续增加，票价同比持续回落。2025 年 3~5 月平均票价同比跌幅分别为-6.8%、-12.2%和-4.1%，票价跌幅有所收窄。五一期间裸票价同比微增 0.2%，小长假因私出行需求较强。行业供给收缩趋势明显，因私出行需求仍有不错增长，我们预计旺季票价有望实现回升。

➤ **航司或有望受益票价回升、油价下行，实现业绩高弹性。**

1) 收入端：综合客座率及航线单位客收取得收益最大化。运量上，航司国内线运力增速放缓、客座率高位，周转量稳增。国际线运力逐渐恢复、客座率修复，周转量恢复略有差距。运价上，2024 年航司票价表现较弱，25Q1 跌幅收窄，旺季行业票价有望回升。

2) 成本费用端：燃油成本压力有望缓解，年初至今汇率持稳。航司燃油成本占比约 30~35%，25Q1、Q2 航油均价同比分别-10%、-17%，延续 2024 年下半年同比下降趋势，全年油价中枢下行可能性较高，航司成本压力有望得到较大缓解。汇率方面，2025 年初至今汇率维稳。至 2025 年 7 月 3 日，中间价美元兑人民币汇率为 7.152 元，较 2024 年末-0.50%。

3) 对票价、客座率、油价等因素进行航司利润敏感性测算，假设在 2024 年基础上，1) 票价上涨 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 11.4、11.0、9.4、1.5、1.6 亿元；2) 油价下降 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 4.0、4.1、3.4、0.5、0.5 亿元。3) 人民币兑美元升值 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 1.8、2.9、2.4、0、0.4 亿元。

➤ **投资建议：看好旺季的供需改善：**供给收缩确定性较强，整体旺季运载能力或提升空间有限。需求端从春节、清明及五一小长假看，旺季需求持续增长，供需或将改善，票价低位有望回升。看好航空出行的持续复苏，建议重点关注中国国航、南方航空、中国东航、吉祥航空、春秋航空等。

➤ **风险因素：**出行需求增长不及预期、行业供给超预期风险、票价上涨幅度不及预期、市场竞争加剧风险、油价大幅上涨风险、人民币贬值风险等。

目 录

1 航空盈利框架.....	6
2 需求：国内出行量保持稳增，国际线基本恢复到 19 年水平.....	7
2.1 国内需求：国内旅游出行稳增，旅客价格敏感度提升.....	7
2.2 国际需求：客运量基本恢复到 2019 年水平，北美地区仍待恢复.....	10
2.3 政策催化下，出行需求景气度持续.....	11
3 供给：供应链紊乱延迟飞机交付，运力供给收缩确定性渐强.....	14
3.1 运力引进增速放缓，飞机租赁价格走高.....	14
3.2 旺季客座率及利用率提升水平预计有限.....	16
3.3 飞机检修停飞数同比增加，加剧运力紧张问题.....	17
4 供需：客座率回归高位，票价有望旺季回升.....	19
5 航司或有望受益票价回升、油价下行，实现业绩高弹性.....	22
5.1 收入端：综合客座率及航线单位客收取得收益最大化.....	22
5.2 成本费用端：燃油成本压力有望缓解，年初至今汇率持稳.....	24
5.3 航司利润敏感性测算.....	26
5.4 投资建议：供给限制下，供需改善带来票价利润弹性.....	27
6 风险因素.....	28

表 目 录

表 1：节假日国内旅游出行情况一览.....	9
表 2：《提振消费专项行动方案》多项措施有望提升大众出行消费意愿.....	12
表 3：各航司 2025~2027 年计划引进飞机数.....	15
表 4：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度.....	25
表 5：各航司汇率变动 1%对公司净利润影响程度.....	25
表 6：相关因素变动带来的各航司归母净利润变动（单位：亿元）.....	26
表 7：航空行业重点公司估值表（2025/7/3）.....	27

图 目 录

图 1：航空业盈利框架.....	6
图 2：国内线民航旅客量对比 2019 年同期维持高增速.....	7
图 3：24Q1 之后，国内线民航客运量同比增速稳中有增.....	7
图 4：2024 年下半年以来，国内线客座率维持高位.....	7
图 5：民航国内线平均运距对比 2019 年大幅提升.....	7
图 6：民航旅客出游目的以休闲出游为主.....	8
图 7：民航高频旅客群体人数及出行人次占比均有下降.....	8
图 8：春运票价同比有一定下降.....	9
图 9：节假日票价同比跌幅在五一假期明显收窄.....	9
图 10：2024 年国际线客运量/周转量在总量中占比 9%/21%.....	10
图 11：2024 年末国际线客运量基本恢复到 2019 年水平.....	10
图 12：2024Q4 国际线客座率高位，超过 2019 年同期.....	10
图 13：国际线民航出行平均运距对比 2019 年有所下降.....	10
图 14：对比 2019 年，2024 年日韩及欧洲地区客运量占比提升.....	11
图 15：2024 年日韩及欧洲地区航班量恢复率超过八成.....	11
图 16：民航周转量增速与 GDP 增速大体保持 1.5~2 倍正相关.....	12
图 17：消费者信心指数中消费意愿近期有所上涨.....	13
图 18：社会消费零售总额月度同比增速呈增加趋势.....	13
图 19：2019 年后国内运输飞机数量增速明显放缓.....	14

图 20: 波音及空客的飞机交付数 2019 年起有明显下降	14
图 21: 航司机队平均机龄持续增加	15
图 22: 过去一年, 宽体及窄体机市场价值及租金率均有大幅提升 (截至 2024 年 6 月)	15
图 23: 2024 年行业综合客座率基本已恢复至 2019 年水平	16
图 24: 2024 年 6 月起, 月度客座率基本超过 2019 年同期	16
图 25: 2025 年 6 月国内飞机平均日利用率为 7.8 小时	17
图 26: 与 2019 年同期对比, 机队利用率差距同比已缩减	17
图 27: 2024 年装备 GTF 发动机的 A320 系列机队停飞率超 35%	17
图 28: 装载 PW1100 发动机的飞机停飞情况	18
图 29: 装载 Leap 发动机的飞机停飞情况	18
图 30: 六大航司停飞 21 天的飞机占比呈增长趋势, 至 26 周停飞比例为 2.91%, 同比+1.17pct	18
图 31: 2019 年前民航 ASK 与 RPK 同比增速基本保持一致	19
图 32: 2023 年受利用率水平较低拖累, ASK 不及机队增速	19
图 33: 2024 年初起民航业月度 ASK/RPK 均已超过 19 年同期	19
图 34: 2024 年中期, 民航业客座率修复至 2019 年水平	19
图 35: 1-5 月民航业 ASK/RPK 累计同比分别+6.9%/+9.6%	20
图 36: 1-5 月累计民航业客座率同比+2.1pct	20
图 37: 综合平均单程票价波动	20
图 38: 境内票价及国际地区票价波动	20
图 39: 春节过后票价同比差距逐渐收窄	21
图 40: 周度平均票价同比跌幅波动缩减 (截至 6.29)	21
图 41: 各航司国内线 ASK 同比增速一览	22
图 42: 各航司国内线客座率较 2019 年同期差距	22
图 43: 各航司国际及地区线 ASK 较 2019 年同期恢复率一览	23
图 44: 各航司国际及地区线客座率较 2019 年同期差距	23
图 45: 各航司单季度单位 RPK 收入一览	23
图 46: 各航司 25Q1 单位 RPK 收入同比跌幅收窄	23
图 47: 中国国航 2024 年营业成本构成	24
图 48: 春秋航空 2024 年营业成本构成	24
图 49: 五大航司燃油成本占比一览	24
图 50: 航空煤油出厂价变化 (元/吨)	24

1 航空盈利框架

航空行业主要受到运力供给、出行需求、客座率及票价表现、油价、汇率波动等因素影响，各因素分别作用于航司的收入、成本及费用端，最终影响到公司利润表现。

- **供给端 (ASK):** 航空运输行业的运力供给=飞机数目*客座数*飞行小时数。运力供给与机型、飞机引进速度、利用率等因素相关，同时也受到政策影响，如疫情期间国际航线被迫减少，运力降低。

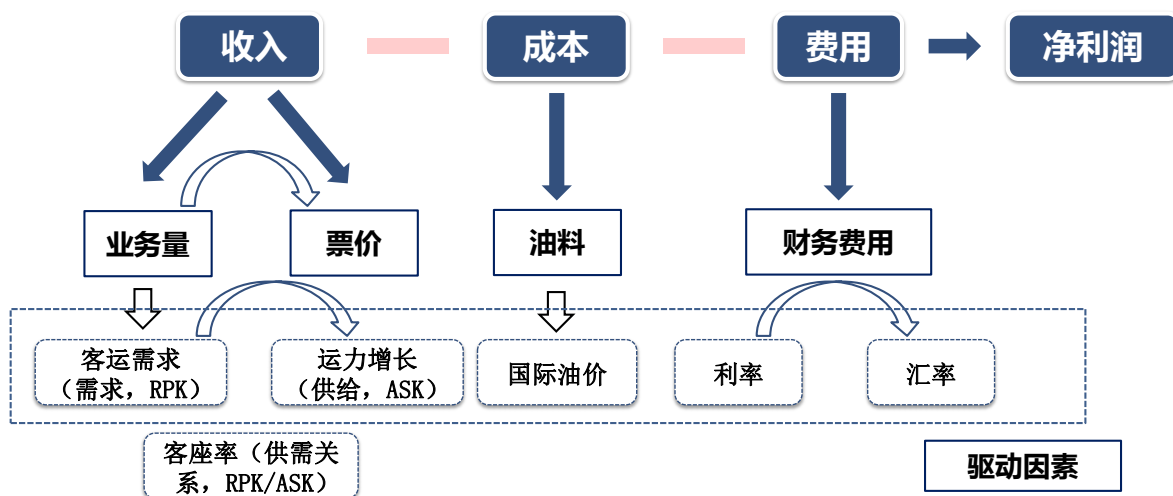
- **需求端 (RPK):** 国内+国际需求。公商务旅客出行+休闲旅游出行+探亲求学等需求（公商务主要支撑淡季，旅游在旺季）；与经济环境、人均收入（消费）水平、外交政策等因素有关。

- **供需关系表现：客座率 (RPK/ASK) 和票价。** 供需关系最终作用于票价水平表现，航司可通过客座率高低观测需求强弱、调节航线票价。

- **油价因素：** 航空煤油燃料成本约占航司营业成本 30~35%（2023 年油价高位，占比增至 35%），因而原油价格对航司成本端影响较大。受海外原油供应、战争政治等多因素影响。

- **汇率因素：** 由于航司具备较多外汇资产负债等，外币资产负债较多，主要受到美元汇率波动影响较大，产生波动汇兑损益，进而对财务费用造成影响。

图1：航空业盈利框架



资料来源：信达证券研发中心

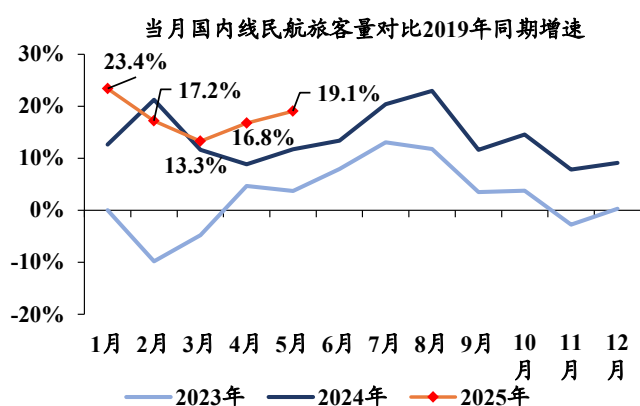
2 需求：国内出行量保持稳增，国际线基本恢复到 19 年水平

2.1 国内需求：国内旅游出行稳增，旅客价格敏感度提升

国内出行淡季明显。全年月度国内线客运量看，Q1 头两个月受春运影响，属春运出行旺季；3、4 月出行相对平淡，公商务群体为出行主力军；5 月受五一小长假影响、6 月临近学生放假及暑运前端，出行量有一定提升；7-8 月为民航全年出行最旺的暑运时期，出行量最多；此后 10 月受益于国庆假期，为 Q4 出行最集中时期；11-12 月通常为全年出行最淡时期。

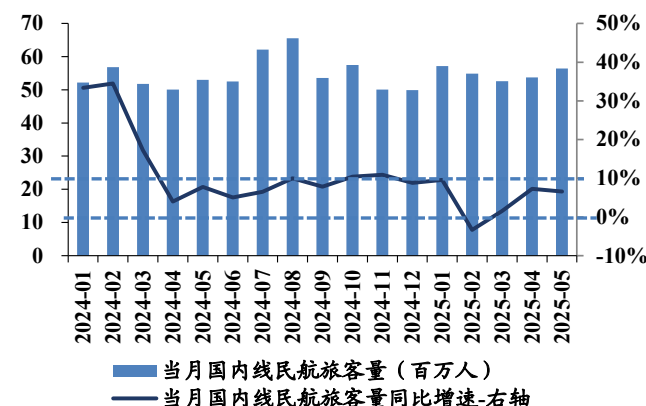
2025 年前五个月运量同比稳增。2023 年国内出行还处于恢复状态，2024 年国内线出行量对比 2019 年同期维持高增速，尤其在出行旺季（暑运、国庆等）增幅明显。24Q1 后，国内线民航客运量同比增速稳中有增，基本在 5%~10% 变动，2025 年 1~5 月国内线民航客运量累计同比+4.2%。

图2：国内线民航旅客量对比 2019 年同期维持高增速



资料来源：iFind，信达证券研发中心

图3：24Q1 之后，国内线民航客运量同比增速稳中有增

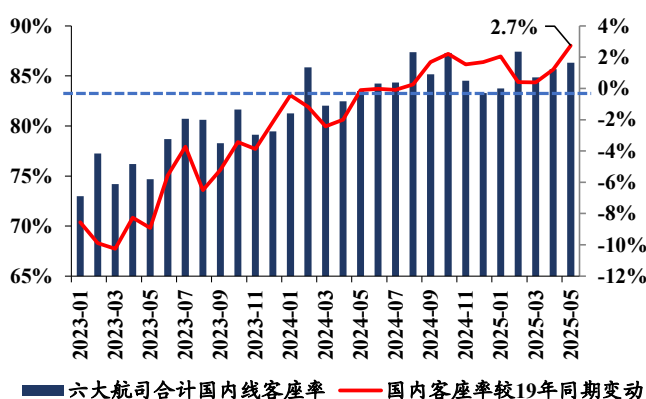


资料来源：iFind，信达证券研发中心

注：2024Q1 同比基数低，故增速较高

客座率高位持续，平均运距较疫情前大幅提升。国内线客座率方面，六大航司合计情况看，自 24Q3 起国内线客座率维持在超出 2019 年同期的水平，持续高位。平均运距上，2024 年国内线平均运距达到 1535 公里，对比 2019 年增长 5.5%，2023 和 2024 年相差不大，国内线出行距离持稳，旺季出行距离偏长。

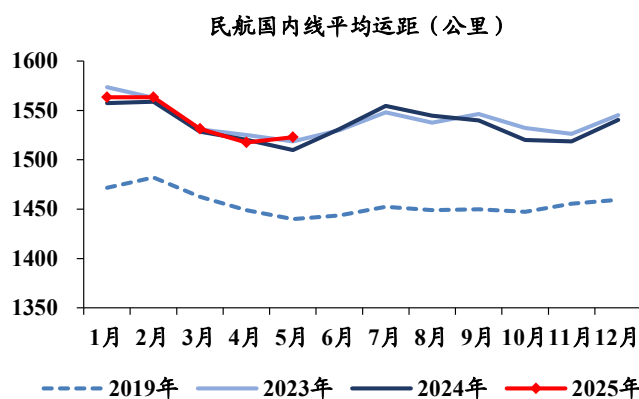
图4：2024 年下半年以来，国内线客座率维持高位



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

注：六大航司为国航、南航、东航、春秋、吉祥、海航，下同

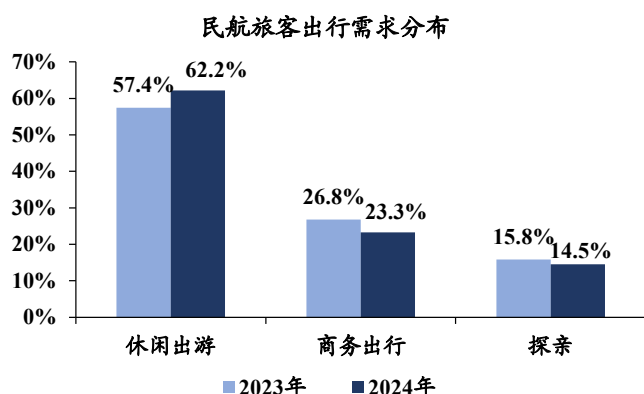
图5：民航国内线平均运距对比 2019 年大幅提升



资料来源：iFind，信达证券研发中心

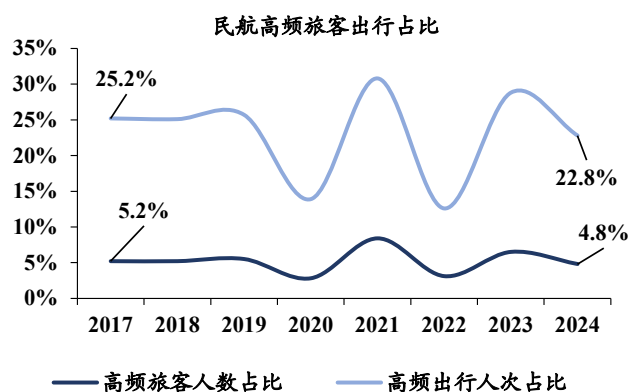
国内民航旅客出行需求以休闲出游为主，公商务出行群体占比有所下降。从出行需求群体构成看，2024 年休闲出游旅客占比提升至 62.2%，公商务出行旅客占比降至 23.3%。公商务群体出行一般在全年分布较为平均，季节性波动不大，价格敏感性不高，能对民航业淡季出行构成重要支撑。参考去哪儿航旅大数据统计的民航高频旅客出游情况，该类群体出行频次有所下降。2024 年高频旅客人数占总旅客人数的比例为 4.8%，对应出行人次占比 22.8%，低于 2019 年对应 5.5%、25.7% 的占比水平。高频旅客群体出行频次下降，对价格的敏感性有所提高。

图6：民航旅客出游目的以休闲出游为主



资料来源：航旅纵横，航旅新零售，信达证券研发中心

图7：民航高频旅客群体人数及出行人次占比均有下降

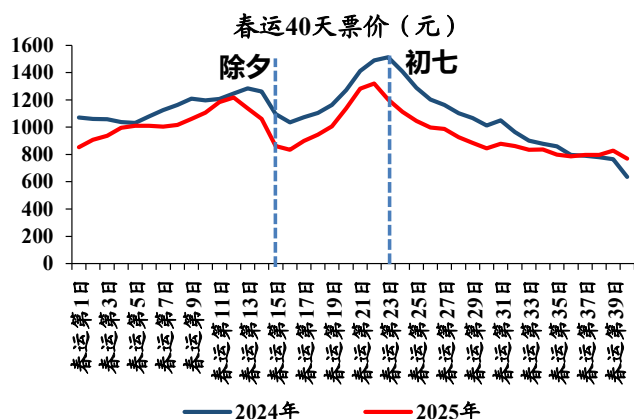


资料来源：去哪儿航旅大数据，航旅新零售，信达证券研发中心
注：此处高频旅客群体指全年出行12次（含）以上人群，高频出行人次为此类群体当年出行总次数

节假日民航出行增速快于整体增速，旅游出行人次仍有增长。节前15天、节后18天春运民航出行日均客运量同比分别+7.6%、+9.3%，增速较高；春节假期期间增速仅有+2.9%，相对较低。节前节后相对刚性的返乡返工需求较强，拉动民航客流量同比增速提升。高基数下，今年春运出行人次仍实现同比7.4%的较高增长。2025年上半年节假日出行情况看，春运40天、清明假期、五一假期、端午假期民航日均客流量同比增速分别为+7.4%、+10.6%、+11.8%、+1.2%，除端午假期外，其余节假日民航出行增速均快于整体出行增速，假期民航出行意愿仍然较强。

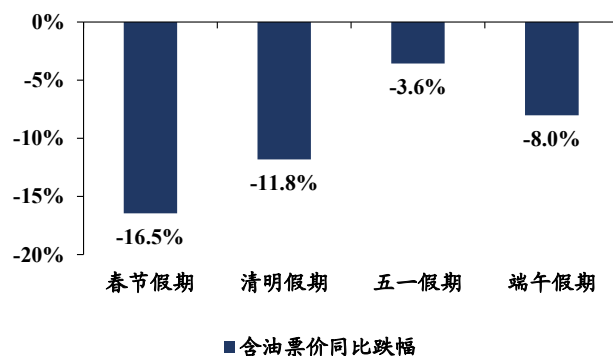
节假日票价跌幅有所收窄。票价情况看，春运票价表现较弱，旅客对于节中弹性出行表现出较强的价格敏感，票价支撑力度不足。春节假期、清明假期、五一假期及端午假期含油票价同比跌幅分别-16.5%、-11.8%、-3.6%、-8.0%，考虑到今年油价同比跌幅较大，剔除燃油附加费影响，我们测算扣油票价同比跌幅分别为-13.8%、-9.5%、+0.5%、-5.2%，五一裸票价回正，前期假日票价跌幅同比收窄。

图8：春运票价同比有一定下降



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

图9：节假日票价同比跌幅在五一假期明显收窄



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

休闲客出游价格敏感度或有增加，但航空出行需求刚性不改。根据文旅部公布的节假日数据，疫情后国内旅游出游人次及旅游收入一直保持同比稳增，2025 年春节至端午假期，国内旅游人次及收入同比增速均在 5%以上。从人均消费水平看，2024 年全年仅有清明假期和中秋假期达到 2019 年同期水平，其余时段均低于 2019 年同期；2025 年春节至端午的节假日期间，人均旅游消费同比增速均在 2%以下，大部分假日较 2019 年同期水平存在差距，休闲旅客出游的价格敏感度增加，但出行需求仍较为刚性。

表1：节假日国内旅游出行情况一览

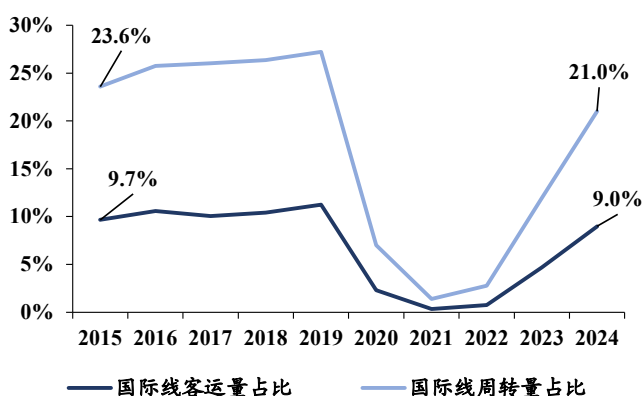
年份	节日假期	国内旅游 出游人次 /亿人次	同比	较 2019 年同期恢 复率	国内旅 游收入/ 亿元	同比	较 2019 年同期恢 复率	人均旅游 消费/元	同比	较 2019 年同期恢 复率
2025 年	端午假期（3 天）	1.19	5.7%	126.6%	427	5.9%	108.7%	359.2	0.2%	85.8%
	五一假期（5 天）	3.14	6.3%	136.5%	1803	8.0%	122.6%	574.1	1.5%	89.8%
	清明假期（3 天）	1.26	6.3%	118.1%	575	6.7%	120.2%	456.7	0.7%	101.8%
	春节假期（8 天）	5.01	5.9%	125.8%	6770	7.0%	115.2%	1351.3	1.2%	91.6%
2024 年	国庆假期（7 天）	7.65	5.9%	110.2%	7008.17	6.3%	107.9%	916.1	0.4%	97.9%
	中秋假期（3 天）	1.07	-	106.3%	510.47	-	108.0%	477.1	-	101.6%
	端午假期（3 天）	1.10	6.3%	117.1%	403.5	8.1%	102.6%	366.8	4.2%	87.7%
	五一假期（5 天）	2.95	7.6%	128.2%	1668.9	12.7%	113.5%	565.7	4.7%	88.5%
	清明假期（3 天）	1.19	-	111.5%	540	-	112.7%	453.4	65.3%	101.1%
	春节假期（8 天）	4.74	34.3%	119.0%	6327	47.3%	107.7%	1334.8	9.4%	90.5%
	元旦假期（3 天）	1.35	155.3%	109.4%	797	200.7%	105.6%	590.6	17.4%	96.5%
2023 年	中秋&国庆假期（8 天）	8.26	71.3%	104.1%	7534	129.5%	101.5%	912.1	-	97.5%
	端午假期（3 天）	1.06	32.3%	112.8%	373	44.5%	94.9%	352.0	-	84.1%
	五一假期（5 天）	2.74	70.8%	119.1%	1481	128.9%	100.7%	540.4	-	84.5%
	清明假期（1 天）	0.24	22.7%	-	65	29.1%	-	274.3	-	-
	春节假期（7 天）	3.08	23.1%	88.6%	3758	30.0%	73.1%	1220.3	-	82.5%
	元旦假期（3 天）	0.53	0.4%	42.8%	265	4.0%	35.1%	503.0	-	82.0%

资料来源：文旅部，文旅之声，中国政府网，新华社，信达证券研发中心

2.2 国际需求：客运量基本恢复到 2019 年水平，北美地区仍待恢复

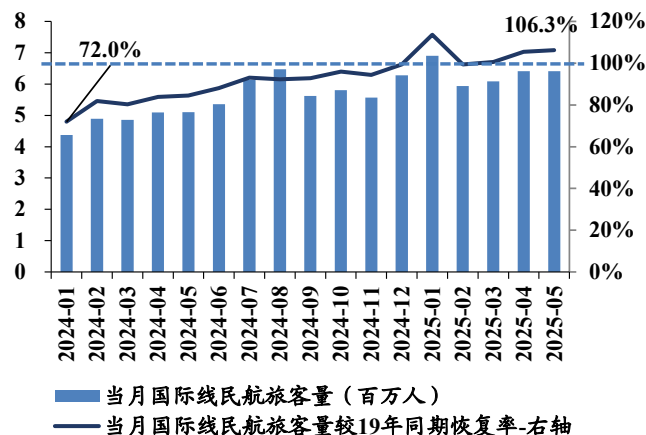
2024 年国际线旅客量占比 9%，周转量占比 21%，主要是长距离出行旅客。2024 年国际线民航客运量及周转量在总体民航旅客中占比 9%、21%。由于国际出行的交通方式基本以飞机为主，因而出行距离对比国内线明显拉长，相应周转量占比明显高于客运量占比。从国际线恢复情况看，2024 年末客运量/周转量恢复到 19 年同期 99.3%/95.7%，2025 年预计恢复正常增长。2025 年 5 月，国际线旅客量恢复至 2019 年同期的 106.3%，周转量恢复率为 101.0%。

图10：2024 年国际线客运量/周转量在总量中占比 9%/21%



资料来源：iFind，信达证券研发中心

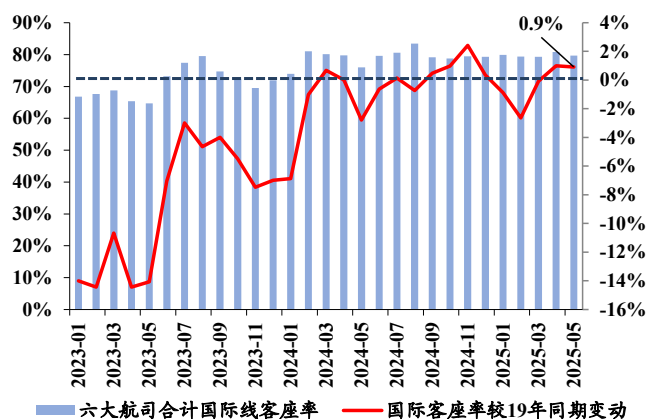
图11：2024 年末国际线客运量基本恢复到 2019 年水平



资料来源：iFind，信达证券研发中心

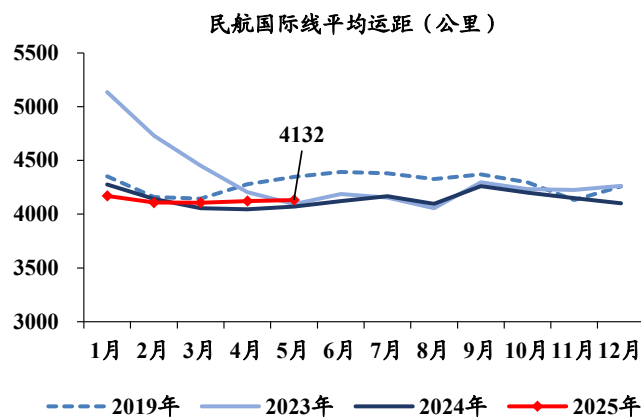
24Q4 起客座率基本恢复至 2019 年同期水平，平均运距对比 19 年有所下降。客座率方面，2023 年末航司国际线客座率对比 2019 年同期-7.0pct，仍有较大缺口。2024 年相应客座率大幅回升，其中 Q4 淡季客座率维持高位、达到 79.2%，超过 2019 年同期 1.2pct。至 2025 年 5 月，国际线客座率对比 2019 年同期增加 0.9pct。但疫情后国际线运距较 2019 年有一定下降，2024 年国际线平均运距为 4140 公里，对比 19 年下降 3.4%。国际线旅客平均出行距离缩短，更偏向于距离更近的东南亚、东北亚区域。

图12：2024Q4 国际线客座率高位，超过 2019 年同期



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图13：国际线民航出行平均运距对比 2019 年有所下降

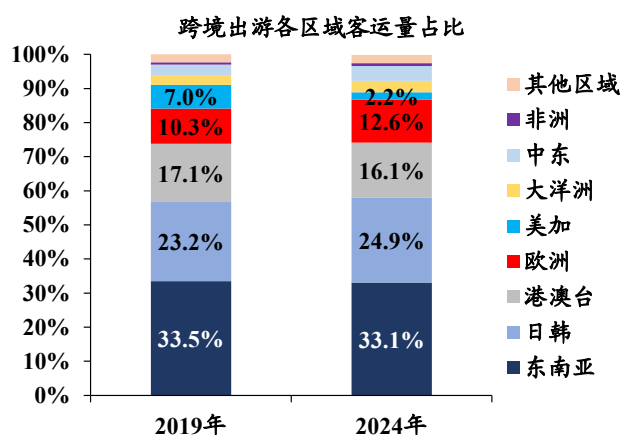


资料来源：iFind，信达证券研发中心

具体区域上，过半客运量集中在东南亚和东亚地区，2024 年小众出游区域航班量增长较多。对比 2024 年和 2019 年跨境出游各区域客运量占比，东南亚地区仍为最主要出游区域，占比大体保持在 33%~34%。日韩和欧洲地区表现相对较好，客运量占比对比 2019 年分别提升 1.7pct 和 2.3pct 达到 24.9%、12.6%，中东区域也有 1.3pct 提升，占比达到 4.4%。美加地区（北美区域）客运量占比有较明显回落，从 2019 年的 7.0% 占比下降至 2024 年 2.2%，主要是受限于航班量恢复问题。

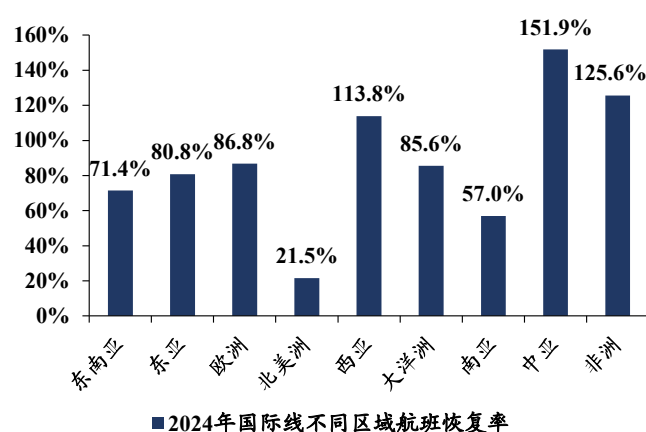
恢复率方面，日韩及欧洲区域恢复相对较快。2024 年东亚、欧洲区域航班量分别恢复到 2019 年同期的 80.8%、86.8%，大洋洲恢复到 85.6%，东南亚恢复率稍弱，达到 71.4%，仍有待进一步恢复。恢复最慢的依然是北美洲地区，恢复率只有 21.5%。此外，客运量占比相对较低的西亚、中亚、非洲等小众区域航班增量明显。

图14：对比 2019 年，2024 年日韩及欧洲地区客运量占比提升



资料来源：FlightAI，航旅新零售，信达证券研发中心

图15：2024 年日韩及欧洲地区航班量恢复率超过八成



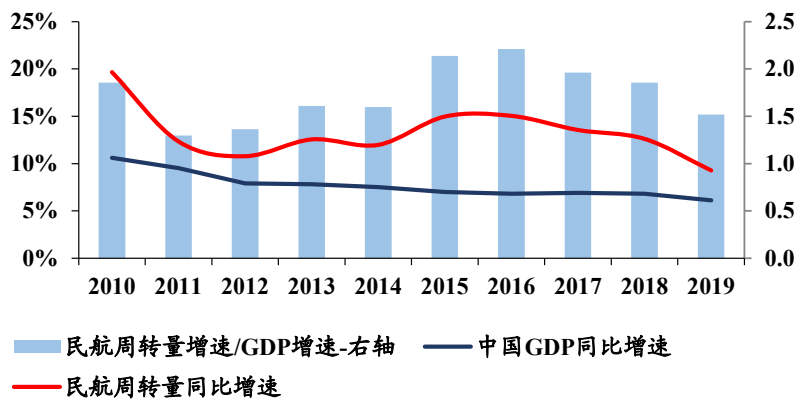
资料来源：航班管家，航旅新零售，信达证券研发中心

2.3 政策催化下，出行需求景气度持续

民航出行需求表现最终是受经济环境影响。民航出行目的可分为因私和因公出行，两类需求最终都要受到宏观经济景气度影响，一般长期看，航空周转量需求增速与 GDP 增速大概有 1.5~2 倍的弹性正相关。

因公出行是淡季出行主要支撑，因私出行价格敏感度相对较高。因公出行选择会受到企业商务活动活跃度、经营效益、成本控制等因素影响，价格相对敏感度更低，出行量全年分布较为平均，是淡季出行的主要支撑。因私出行选择会受到个人收入水平、消费信心及意愿等因素影响，价格敏感性相对较高，人群基数在淡旺季波动较大。

图16: 民航周转量增速与 GDP 增速大体保持 1.5~2 倍正相关



资料来源: iFind, 国家统计局, 信达证券研发中心

政策催化促进大众旅游出行需求增加。3月中旬, 国务院印发《提振消费专项行动方案》, 在居民收入、消费保障、消费多元化等多方面均有提议; 其中提到的“积极发展银发旅游”、“扩大文体旅游消费”、“推动冰雪消费”、“发展入境消费”、“鼓励带薪年假与小长假连休, 实现弹性错峰休假”等政策, 有望增加大众休闲旅游需求, 出行频次和时长增加; 此外, 促进工资性收入合理增长也会带来大众消费意愿的提升, 此类政策均有望促进航空出行需求的增加。

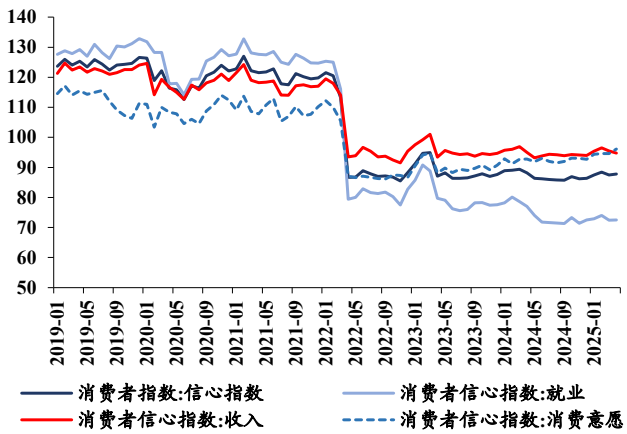
表2: 《提振消费专项行动方案》多项措施有望提升大众出行消费意愿

类别	《提振消费专项行动方案》具体内容摘要
居民增收	促进工资性收入合理增长。实施重点领域、重点行业、城乡基层和中小微企业就业支持计划。(第一条)
休假	保障休息休假权益。严格落实带薪年假制度, 鼓励带薪年假与小长假连休以实现弹性错峰休假, 并鼓励有条件的地方探索设置中小学春秋假。(第二十一条)
旅游	1.积极发展抗衰老、银发旅游等产业, 释放银发消费市场潜力。(第九条) 2.扩大文体旅游消费。深化线上线下、商旅文体健多业态消费融合, 创新多元化消费场景。支持旅游景区景点、文博单位拓展服务项目, 合理延长经营时间, 扩大接待规模。支持各地增加优质运动项目和特色体育赛事供给。优化营业性演出、体育赛事和各类大型群众性活动审批流程, 安全可控提高可售(发)票数量, 严格落实巡演项目首演地内容审核负责制, 推行“一次审批、全国巡演”。(第十一条) 3.推动冰雪消费。启动实施冰雪旅游提升计划, 组织开展冰雪消费季等促消费活动, 建设一批冰雪主题高品质旅游景区、度假区, 支持冰雪资源丰富地区建设全球知名冰雪旅游高质量目的地。鼓励各地因地制宜丰富冰雪场地和消费产品供给。(第十二条) 4.有序发展低空旅游、航空运动和消费级无人机等低空消费。(第十九条) 5.中央预算内投资支持文旅体育等领域项目建设, 支持符合条件的消费和文旅项目发行基础设施领域不动产投资信托基金(REITs)。(第二十七条)
入境	发展入境消费。有序扩大单方面免签国家范围并优化区域性入境免签政策, 推出优质入境旅游线路以提高境外旅客在华便利化水平, 深化国际消费中心城市培育建设, 支持在具备条件的城市口岸开设免税店。支持更多优质商户成为离境退税商店, 推广购物离境退税“即买即退”服务措施。(第十三条)

资料来源: 中国政府网, 新华社, 信达证券研发中心

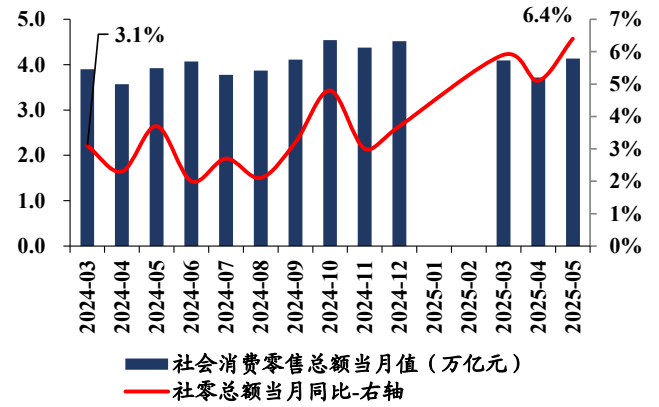
旅客消费意愿有所上涨, 社零同比增速呈增长趋势。2025年4月, 消费者信心指数小幅提升至87.8, 其中收入、就业、消费意愿指数分别达到94.8、72.5、96.1。消费者消费意愿有所增强, 因私出行可能性加大。社零消费情况看, 2024年初至2025年5月, 社会消费品零售总额同比增速波动增加, 至5月同比增速提升至6.4%, 大众消费意愿较强。

图17：消费者信心指数中消费意愿近期有所上涨



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

图18：社会消费零售总额月度同比增速呈增加趋势



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

3 供给：供应链紊乱延迟飞机交付，运力供给收缩确定性渐强

运力供给源自飞机引进、客座率及利用率提升。民航业供给水平相对需求情况较为确定，与航司机队规模、飞机利用率水平等因素相关。航司根据自身经营情况、对行业未来需求判断等因素，制定相应的飞机引进计划，引进方式包括自购、融资租赁、经营租赁等。此外，提升机队利用率水平也是增加运力的一种方式，但利用率水平和航司自身机队结构、航网结构等因素有关，具备一定天花板上限。

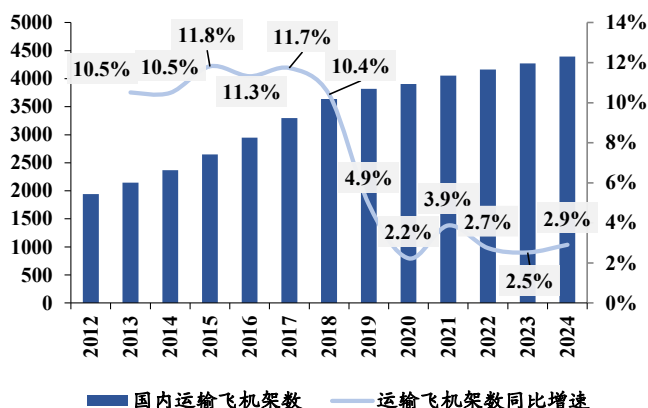
供给端从机队×利用小时数×客座率带来的供给看，现阶段行业供给端面临诸多挑战：

- 1) 供应链问题或延缓航司飞机引进增速；
- 2) 受发动机维修影响利用率短期提升有限；
- 3) 国内线客座率维持高位水平，整体旺季运载能力或提升空间有限。

3.1 运力引进增速放缓，飞机租赁价格走高

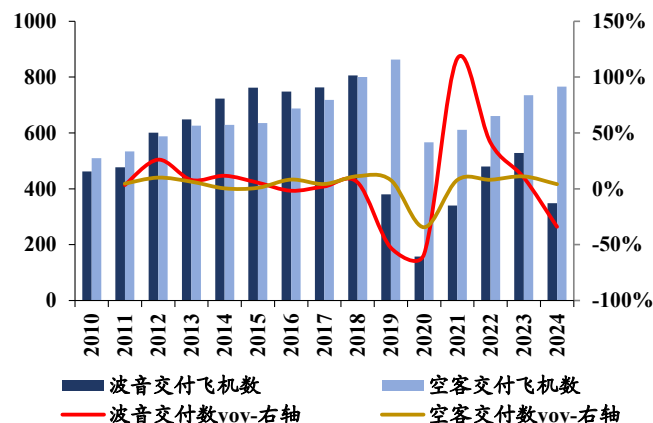
供应链问题延缓新飞机交付，机队引进增速明显放缓。受此前疫情因素影响，全球航空供应链多个环节出现紊乱，人员流失、技术断层、原材料和零部件短缺、地缘政治风险提高等，飞机交付周期延长，航空供应链危机持续且短期难以缓解。回顾国内运输飞机数量情况，2019年起运输飞机数量增速明显放缓，增速从此前10%以上降至5%以下，并逐渐放缓至3%以下水平。全球两大主要制造商波音和空客的飞机交付数也有明显下降，2024年分别交付飞机348、766架，同比分别-34.1%、+4.2%，较19年分别-8.4%、-11.2%。

图19：2019年后国内运输飞机数量增速明显放缓



资料来源：iFind，国家统计局，信达证券研发中心

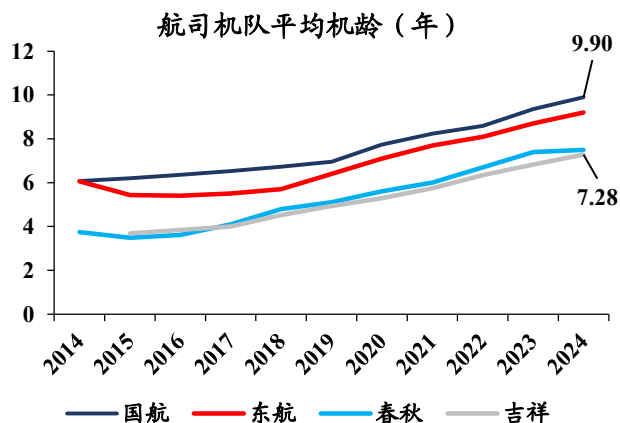
图20：波音及空客的飞机交付数2019年起有明显下降



资料来源：波音、空客官网，信达证券研发中心

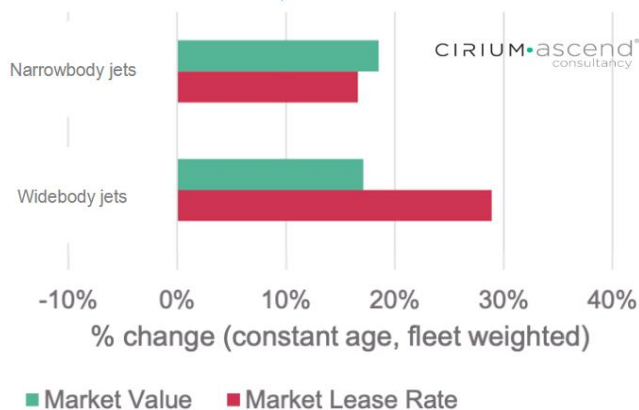
受制于供应链问题，航司机队平均年龄持续增加，飞机市场价格及租赁价格走高。对比航司2014~2018年及2019~2024年时段机队平均机龄，基本都增加了2年机龄。国际航协也提到，至2024年全球机队的平均机龄已升至14.8年，高于1990年-2024年间的平均机龄13.6年。航司对飞机采购的需求增强，但波音及空客的产能问题难以短期缓解，交付延迟背景下，飞机租赁价格也有大幅上涨。中国飞机租赁集团报告显示，因交付短缺问题使得2024年新机交付市场价同比上涨超15%，飞机租赁利率尤其是宽体机同比上涨近30%。国际航协预计窄体机的租赁费率对比2019年上涨20%~30%。

图21：航司机队平均机龄持续增加



资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

图22：过去一年，宽体及窄体机市场价值及租金率均有大幅提升（截至 2024 年 6 月）



资料来源：CALC，Cirium，信达证券研发中心

回顾航司运力引进计划和实际引进情况，供给增速明显放缓，且未来继续收紧的确定性较强。截至 2024 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 926、899、804、129、127 架，飞机净增长增速分别+2.8%、+0.9%、+2.8%、+6.6%、+8.5%，三大航运力引进增速均在 3%以下，明显低于年初预计增速。2024 年三大航原预计引进飞机架次均在 30 架以上，国航、南航、东航、春秋、吉祥 2024 年预计飞机净增长增速分别是+3.7%、+4.2%、+5.2%、+6.6%、+10.3%。

回顾 2019~2024 年航司飞机净增长情况，国航、南航、东航、春秋、吉祥飞机年均增速分别为+2.5%、+1.2%、+2.1%、+6.8%、+5.8%。根据各航司披露的未来三年飞机引进计划，预计 2024~2027 年航司飞机净增长年均增速分别为+4.0%、+5.8%、+4.5%、+7.4%、+4.3%，引进增速低于计划预期的可能性较高，未来运力供给偏紧确定性较强。

表3：各航司 2025~2027 年计划引进飞机数

客机规模/架次	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E	19~24 年均增速	24~27 年均增速
中国国航 (含山航)	818	833	875	889	901	926	956	986	1041	2.5%	4.0%
净增长飞机数	32	15	42	14	12	25	30	30	55	-	-
yoy	4.1%	1.8%	5.0%	1.6%	1.3%	2.8%	3.2%	3.1%	5.6%	-	-
南方航空	848	851	862	879	891	899	950	1005	1064	1.2%	5.8%
净增长飞机数	22	3	11	17	12	8	51	55	59	-	-
yoy	2.7%	0.4%	1.3%	2.0%	1.4%	0.9%	5.7%	5.8%	5.9%	-	-
中国东航	723	725	752	775	782	804	838	889	917	2.1%	4.5%
净增长飞机数	43	2	27	23	7	22	34	51	28	-	-
yoy	6.3%	0.3%	3.7%	3.1%	0.9%	2.8%	4.2%	6.1%	3.1%	-	-
春秋航空	93	102	113	116	121	129	134	146	160	6.8%	7.4%
净增长飞机数	12	9	11	3	5	8	5	12	14	-	-

	yoy	14.8%	9.7%	10.8%	2.7%	4.3%	6.6%	3.9%	9.0%	9.6%	-	-
吉祥航空		96	98	110	110	117	127	130	138	144	5.8%	4.3%
净增长飞机数		6	2	12	0	7	10	3	8	6	-	-
	yoy	6.7%	2.1%	12.2%	0.0%	6.4%	8.5%	2.4%	6.2%	4.3%	-	-
合计运营客机数		2578	2609	2712	2769	2812	2885	3008	3164	3326	2.3%	4.9%
合计净增长		115	31	103	57	43	73	123	156	162	-	-
	yoy	4.7%	1.2%	3.9%	2.1%	1.6%	2.6%	4.3%	5.2%	5.1%	-	-

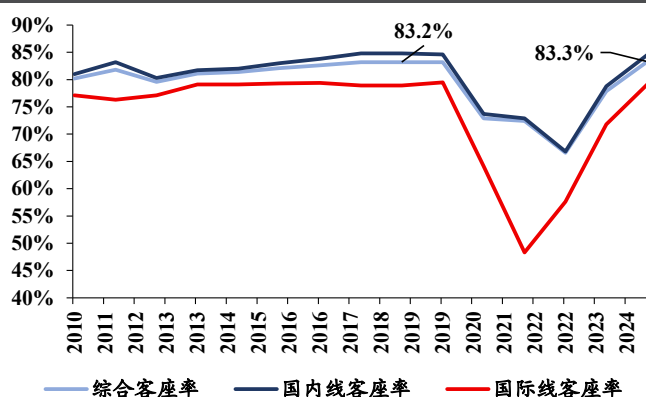
资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：仅统计客机规模，不含货机及公务机；国航机队规模统计包含山航；机队引进计划净增长数参考各航司2024 年报情况

3.2 旺季客座率及利用率提升水平预计有限

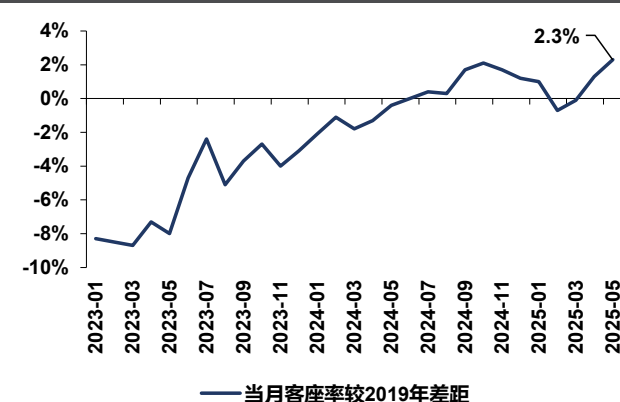
2024 年行业客座率已明显修复，2025 年前五月客座率持续高位，旺季提升空间有限。2023 年航司综合客座率较 2019 年仍有 5.7pct 差距，2024 年客座率大幅修复，对比 2019 年客座率+0.2pct。2024 年 6 月起，行业月度客座率大部分时段都超过 2019 年同期水平，淡季客座率也处于高位，2025 年 5 月行业客座率较 2019 年同期+2.3pct，旺季客座率提升空间有限。

图23：2024 年行业综合客座率基本已恢复至 2019 年水平



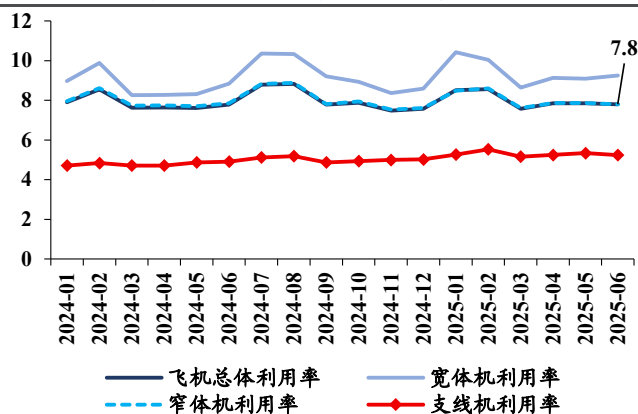
资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

图24：2024 年 6 月起，月度客座率基本超过 2019 年同期

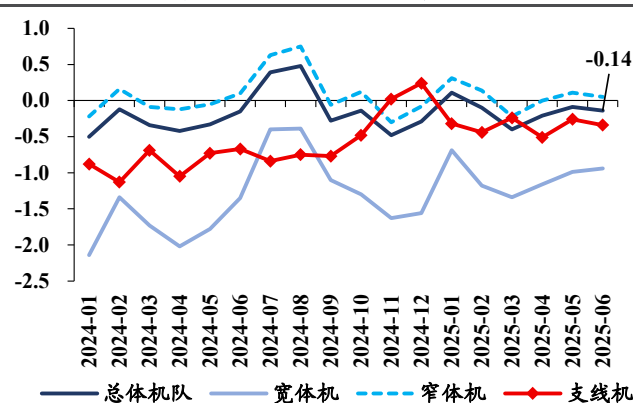


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

行业机队整体利用率与 2019 年差距较上年缩减，旺季利用率提升水平预期有限。2025 年上半年机队利用率较 2019 年同期平均差距为 0.138 小时，差距同比缩减 0.17 小时，对比 2024 年全年平均差距也缩减了 0.04 小时。2024 年暑运 7、8 月行业利用率已超过 2019 年同期水平，其中窄体机平均利用率超过 8.8 小时，宽体机利用率差距缩减到 0.4 小时。2025 年暑运旺季利用率水平或受益于宽体机的国际线恢复，同比或仍有提升，但去年同期基数已经较高，航司利用率进一步提升空间较为有限。

图25：2025 年 6 月国内飞机平均日利用率为 7.8 小时


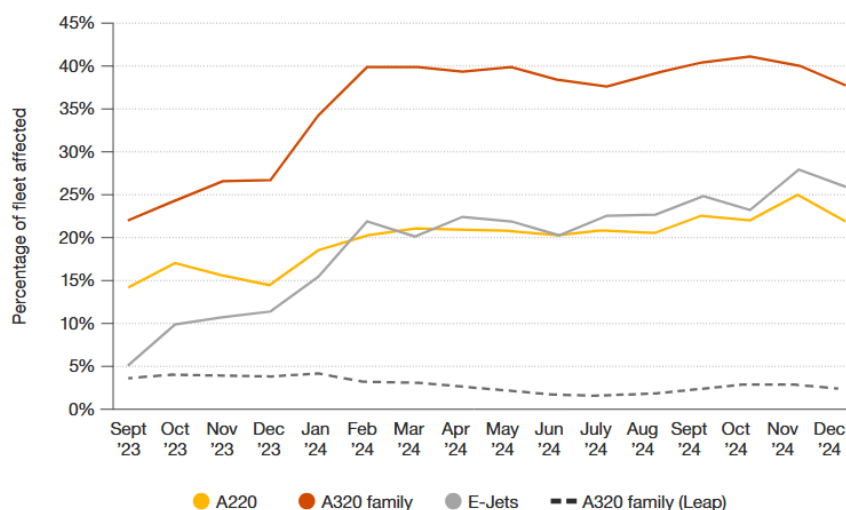
资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图26：与 2019 年同期对比，机队利用率差距同比已缩减


资料来源：航班管家，信达证券研发中心

3.3 飞机检修停飞数同比增加，加剧运力紧张问题

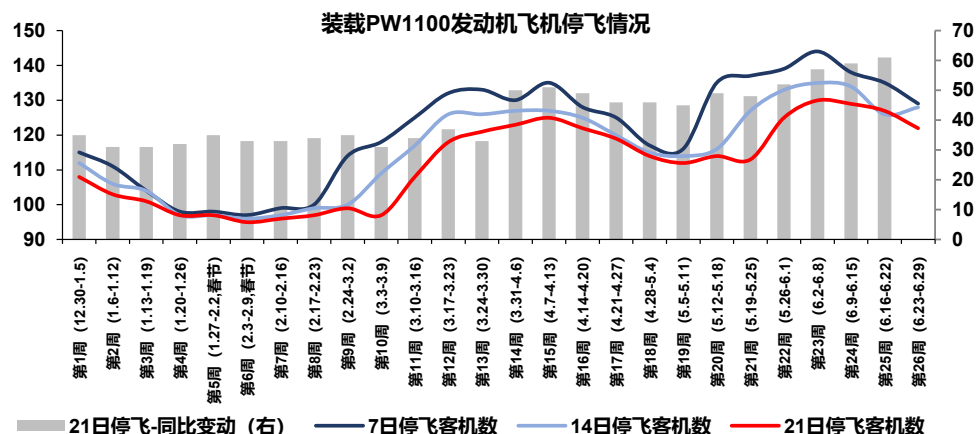
发动机质量问题依然严峻，检修时长增加，可能进一步加剧航司运力紧张问题。根据普华永道的数据，2024 年全球交付的装备 GTF 发动机的机队中，超过 35%飞机受到影响，尤其 A320 系列影响最大。至 2024 年底，停飞飞机数量超过 700 架。这一问题在 2025 年依然延续，可能会进一步缩减航司运力。

图27：2024 年装备 GTF 发动机的 A320 系列机队停飞率超 35%


资料来源：PWC 普华永道，信达证券研发中心

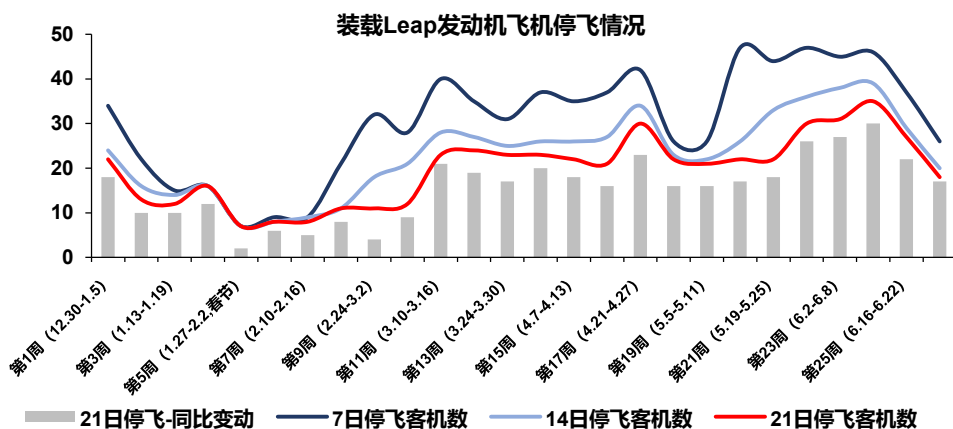
飞机停飞数量同比增长明显。春运结束进入淡季后，机队检修保养数自然增加，对比2024 年情况，PW1100 机型飞机停飞数有明显增长。2025 年春节期间行业 PW1100 机型飞机 21 日停飞的平均数量约 96 架，2024 年同期约 63 架，平均增长了 33 架，平均增幅达到 53.6%。年初至今（6.29），PW1100 机型飞机 21 日停飞平均数达到 112 架，同比平均增加 43 架，停飞数增长明显。leap 发动机机型飞机 21 日停飞飞机平均数量同比增幅为 16 架。参考六大航司停飞 21 天的飞机比例，至第 26 周（6.23-6.29），停飞比例为 2.91%，同比增加 1.17pct。

图28：装载 PW1100 发动机的飞机停飞情况



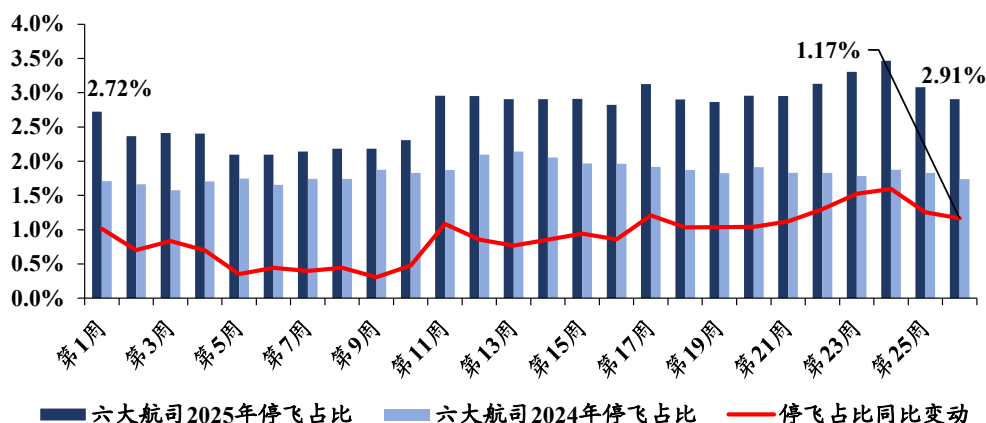
资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图29：装载 Leap 发动机的飞机停飞情况



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图30：六大航司停飞 21 天的飞机占比呈增长趋势，至 26 周停飞比例为 2.91%，同比+1.17pct



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

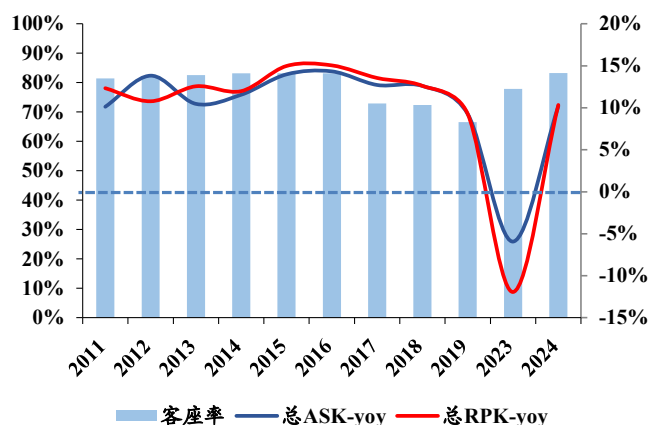
注：此处停场数据统计的是国航、南航、东航、春秋、吉祥、海航六家航司停飞21天的PW1100和Leap机型飞机的合计停飞情况

4 供需：客座率回归高位，票价有望旺季回升

疫情前：2019 年前行业供需差相对较为平衡。2011~2019 年，行业 ASK 与 RPK 同比增速基本在 10%~15% 左右波动，二者增速差基本在 3% 以内。行业总体 ASK 增速与机队数增速保持一致，飞机利用率水平相对较高时能贡献一部分增量运力。行业总体 RPK 增速与客运量增速大体保持一致，由于出行平均距离略增，前者增速会略高于后者。

恢复第一年：2023 年行业供需处于快速恢复期，供给率先恢复。2023 年是行业恢复正常经营第一年，机队规模相较于 2019 年增长了 13%，但受限于提升较慢的利用率及客座率水平，行业 ASK 未完全释放（尤其是国际航线），相较于 2019 年同期下降 5.9%，总 PRK 相较于 2019 年同期下降 11.9%。旅客出行逐渐恢复，整体恢复速度慢于运力。

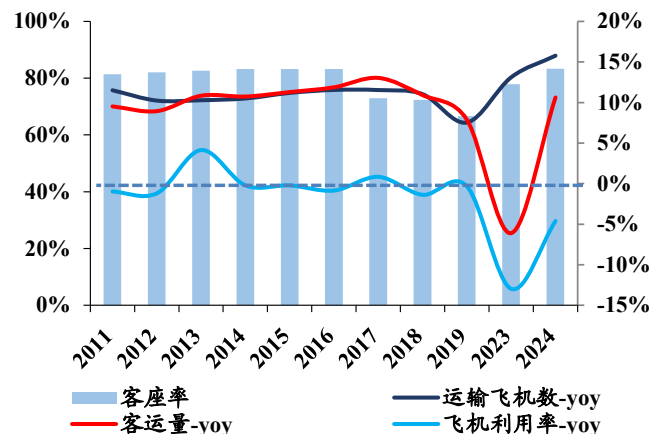
图31：2019 年前民航 ASK 与 RPK 同比增速基本保持一致



资料来源：iFind，中国民航局，国家统计局，交通运输部，信达证券研发中心

注：剔除 2020~2022 年时段数据，2023、2024 年为较 2019 年增速

图32：2023 年受利用率水平较低拖累，ASK 不及机队增速

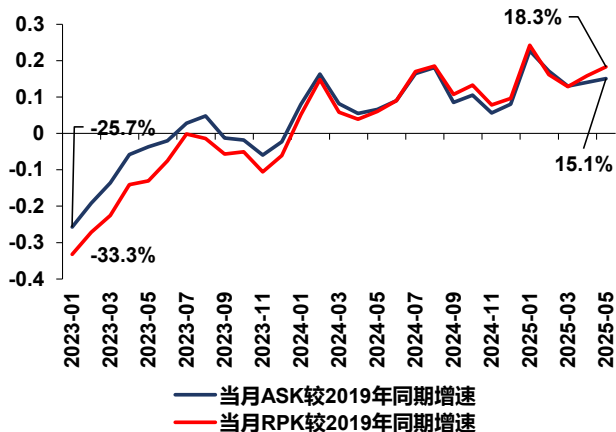


资料来源：iFind，中国民航局，国家统计局，交通运输部，信达证券研发中心

注：此处运输飞机数考虑公告为年末时点数，进行了年度平均处理

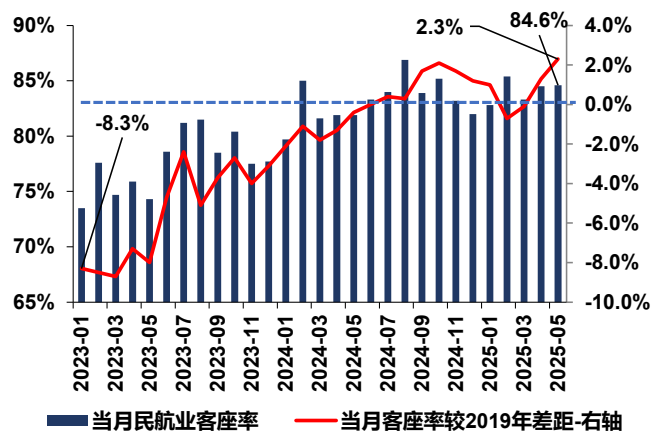
恢复第二年：2024 年行业客座率持续修复，年度累计周转量及客座率均已超 2019 年同期。2024 年初起行业综合 ASK、RPK 已超过 2019 年同期，运力及周转量保持稳步增长。全年行业 ASK、RPK 较 2019 年同期分别+10.2%、+10.3%，同比分别+17.2%、+25.3%。行业综合客座率稳步回升，三季度起超过 2019 年同期，全年行业客座率达到 83.3%，较 2019 年同期+0.1pct，Q4 淡季仍然维持高客座率。

图33：2024 年初起民航业月度 ASK/RPK 均已超过 19 年同期



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

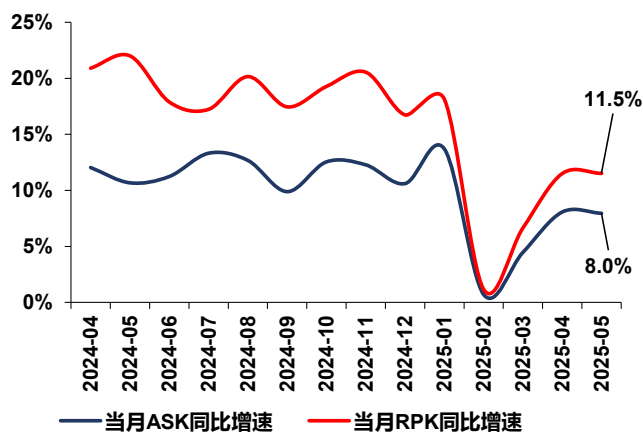
图34：2024 年中期，民航业客座率修复至 2019 年水平



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

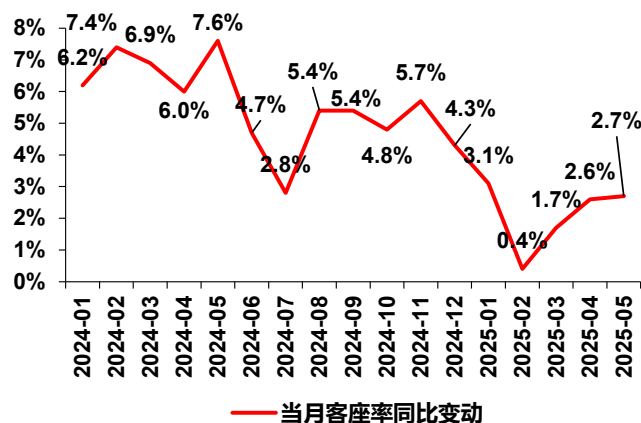
恢复第三年：2025 年初至今，行业客座率高位持续，超出 19 年水平，运力同比增速小于 10%。2025 年 1-5 月，行业 ASK、RPK 同比分别+6.9%、+9.6%，较 2019 年同期分别+16.4%、+17.5%，相应客座率达到 84.1%，同比+2.1pct，较 2019 年同期+1.0pct。月度客座率基本保持在 2019 年同期或超过 2019 年的水平，持续高位。运力同比增速小于 10%，维持在个位数，区域上主要投放在国际线。

图35：1-5 月民航业 ASK/RPK 累计同比分别+6.9%/+9.6%



资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心
注：23Q1 运力初步恢复，基数较低，因而剔除 24Q1 同比增速情况

图36：1-5 月累计民航业客座率同比+2.1pct

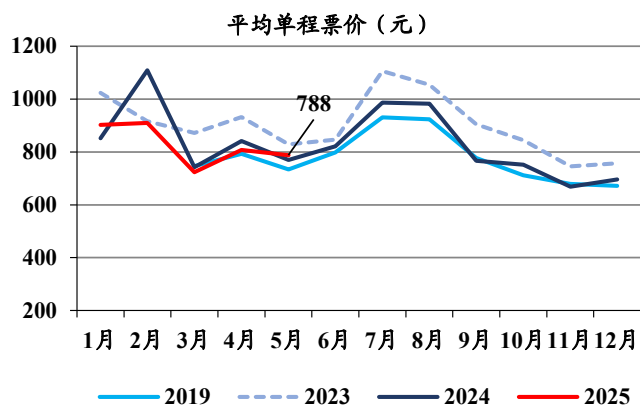


资料来源：iFind，中国民用航空局，信达证券研发中心

票价：1）疫情前票价波动更为平缓。出行旺季如暑运、春节期间等，票价相对更高，票价波动呈现明显淡旺季之分。2019 年全年最高月度平均票价与最低月度平均票价相差 259 元，对比 2023 年、2024 年分别为 360、318 元差距，明显更小。淡旺季票价波动相对更为平缓。

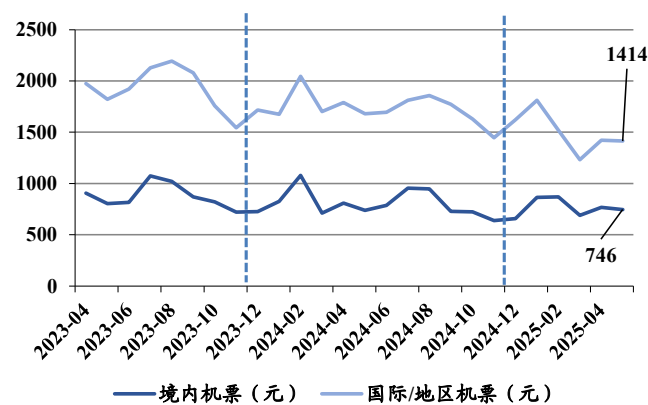
2）2023 年为恢复第一年，运力及出行处恢复期，航司定价较高。2023 年票价持续高位，月度票价超过 2019 年同期，全年均价较 2019 年增长 16.2%。行业处于供需修复期，国际线恢复进程缓慢，旅客出行需求集中释放，航司定价较高，行业票价水平处于历史高位。

图37：综合平均单程票价波动



资料来源：CATA，携程，信达证券研发中心

图38：境内票价及国际地区票价波动

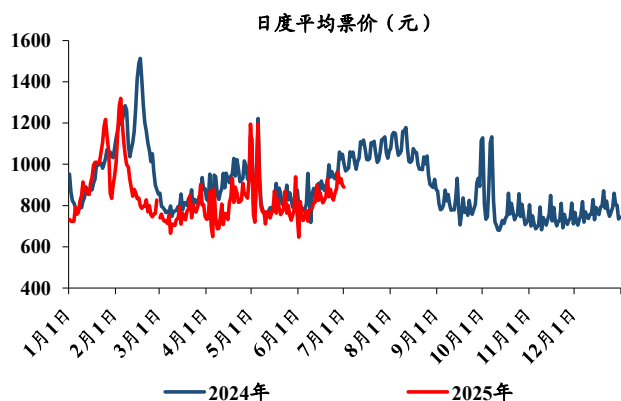


资料来源：CATA，携程，信达证券研发中心

3) 2024 年供给持续大幅增加，票价回落。2024 年票价同比持续回落，全年平均票价同比下降 7.8%。票价月趋势基本同历史年份，高峰出现在 2 月春运及暑运 7-8 月份，淡季四季度票价下滑更加明显，淡旺季票差扩大。受益于飞机利用率及国际线的恢复、客座率的回升，行业月度 ASK 同比增速基本持续在 10% 以上。供给持续提升、出行需求在上年已有集中释放，2024 年相对平缓，票价出现较大幅度回落。

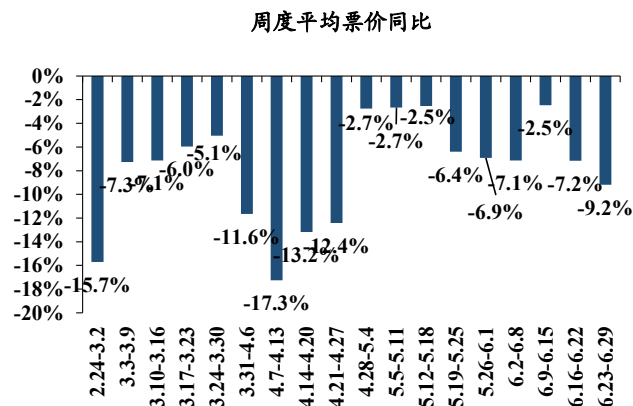
4) 2025 年供给收紧、因私出行需求较强，票价同比差距波动收窄，5 月票价跌幅好于前两月。根据 CADAS 的票价数据，2025 年 3 月、4 月、5 月平均票价同比跌幅分别为 -6.8%、-12.2% 和 -4.1%，我们测算的扣油票价跌幅分别为 -4.0%、-8.4% 和 +0.7%。五一期间裸票价同比微增 0.2%，小长假因私出行需求较强。过去四周（6.2-6.8、6.9-6.15、6.16-6.22、6.23-6.29）周度平均票价同比分别 -7.1%、-2.5%、-7.2%、-9.2%，测算的裸票价同比跌幅分别为 -3.0%、+1.7%、-3.5%、-5.9%，裸票价同比跌幅波动收窄且出现转正。行业供给收缩趋势明显，因私出行需求仍有不错增长，我们预计旺季票价有望实现回升。

图39：春节过后票价同比差距逐渐收窄



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

图40：周度平均票价同比跌幅波动缩减（截至 6.29）



资料来源：CADAS，信达证券研发中心

5 航司或有望受益票价回升、油价下行，实现业绩高弹性

综合上述分析可知，航司盈利的相关影响因素包括：影响收入及成本的供需关系，对航司成本影响程度较大的油价因素，对费用影响较大的汇兑因素等。跟踪上述行业相关指标，可以大体判断行业供需情况，帮助推演未来行业变化。而就公司情况来说，还可以通过跟踪相关业务及财务指标，把握公司盈利情况。

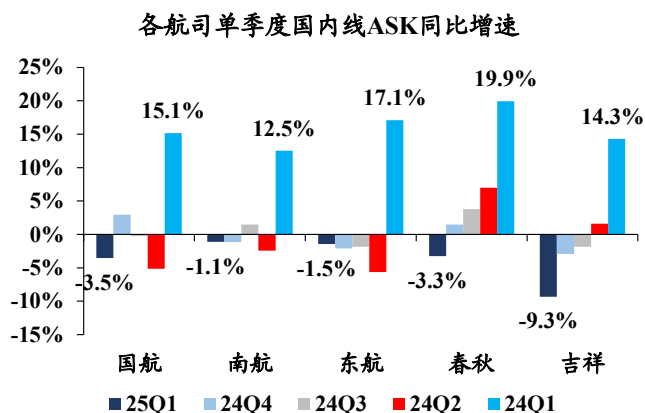
5.1 收入端：综合客座率及航线单位客收取得收益最大化

航司收入端可通过运量与价格计算。按量价拆分，可按照单位客收与周转量，或单位座收与可用座公里的乘积计算。航司市场化定价，可按照需求强弱、客座率高低等调整航线票价水平，同时还需要考虑航线及飞机资源的效益问题，最终目标是取得收益最大化。因而航司需要在客座率、票价、利用率等方面因素做好平衡。

运量端：航司国内线运力增速放缓、客座率高位，周转量稳增。国际线运力逐渐恢复、客座率修复，周转量恢复略有差距。

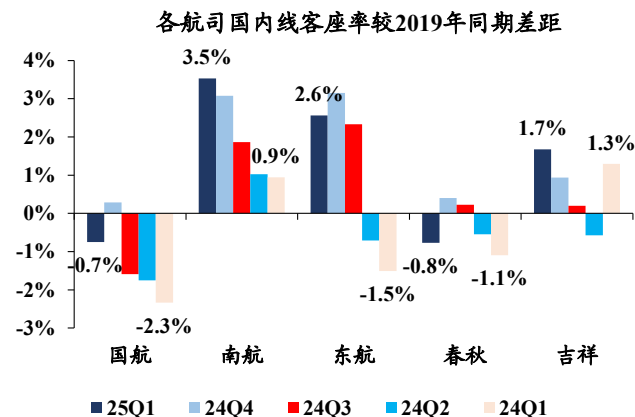
1) 国内线：除 24Q1 基数低影响外，24Q2~25Q1 航司国内线 ASK 同比增速基本维持在 5% 以下增长，25Q1 国航、南航、东航、春秋、吉祥国内线 ASK 同比增速分别为 -3.5%、-1.1%、-1.5%、-3.3%、-9.3%，国内线运力投放减少，转投国际线区域。客座率方面，除国航国内线客座率较 19 年差距略大，其余航司客座率基本维持在 19 年、甚至超过 19 年同期的水平。高客座率拉动下，航司国内线周转量基本维持稳增。

图41：各航司国内线 ASK 同比增速一览



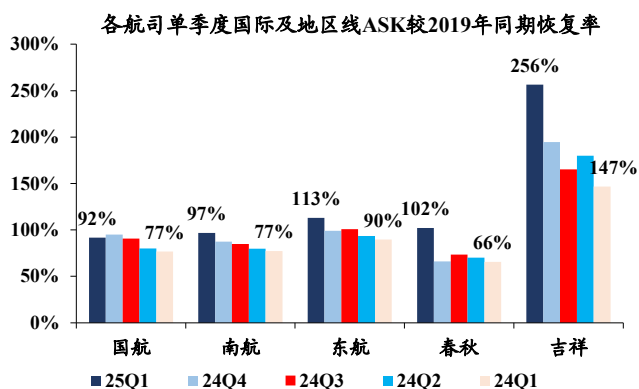
资料来源：iFind，信达证券研发中心

图42：各航司国内线客座率较 2019 年同期差距

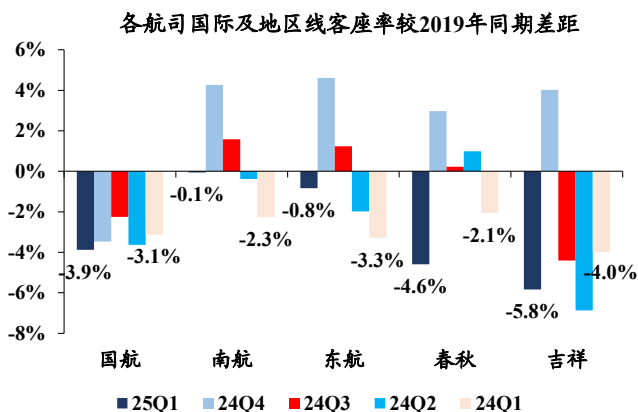


资料来源：iFind，信达证券研发中心

2) 国际及地区线：航司恢复节奏不一。吉祥 2024 年起大力增投洲际线，国际及地区线 ASK 大幅超过 2019 年同期水平，25Q1 恢复率达到 256%。东航也积极增投国际线，25Q1 国际及地区线 ASK 已超过 2019 年同期水平，达到 113%。国航、南航、春秋国际及地区线恢复更加平缓，至 25Q1 恢复率分别为 92%、97%、102%。客座率方面，吉祥国际及地区线客座率波动变化较大，较 2019 年差距明显；国航客座率也有一定缺口，春秋受东南亚区域影响，25Q1 国际及地区线客座率缺口扩大；南航和东航客座率相对稳定，基本恢复到 2019 年同期水平。

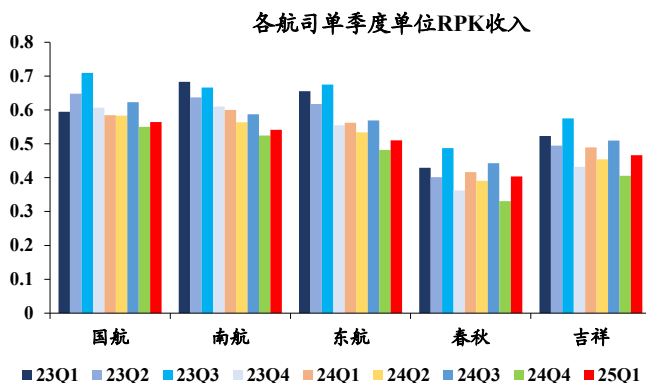
图43：各航司国际及地区线ASK较2019年同期恢复率一览


资料来源：iFind，信达证券研发中心

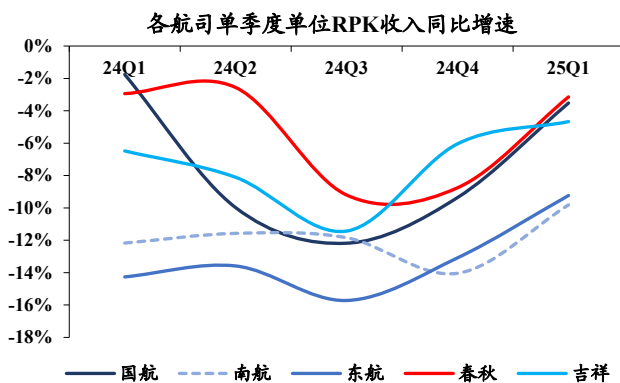
图44：各航司国际及地区线客座率较2019年同期差距


资料来源：iFind，信达证券研发中心

运价端：2024 年航司票价表现较弱，25Q1 跌幅收窄，旺季行业票价有望回升。2024 年，各航司单季度单位 RPK 收入整体呈下降趋势。2024 年，三大航单位 RPK 收入同比下降幅度基本在 10%~15%之间，超两位数，尤其旺季 Q3 单位 RPK 收入下降最为显著，国航、南航、东航、春秋、吉祥同比分别-12.2%、-11.8%、-15.7%、-9.2%、-11.4%。25Q1 上述航司单位 RPK 收入同比跌幅收窄，增速分别为-3.5%、-9.8%、-9.2%、-3.1%、-4.7%。行业 4~6 月票价同比跌幅呈现收窄趋势，五一小长假出行需求旺盛、裸票价同比转正，我们预计暑运出行旺季票价或能回升。

图45：各航司单季度单位 RPK 收入一览


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

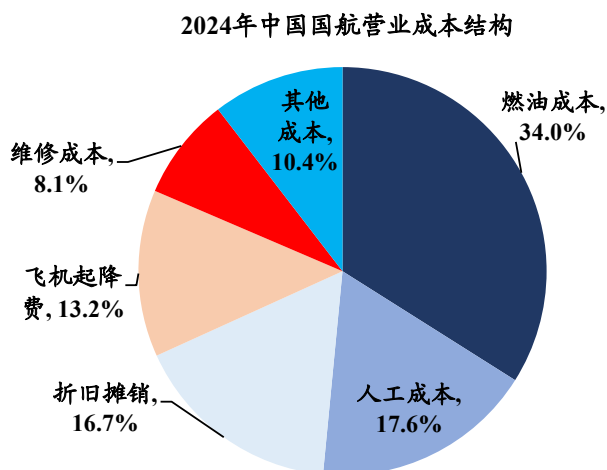
图46：各航司 25Q1 单位 RPK 收入同比跌幅收窄


资料来源：iFind，公司公告，信达证券研发中心

5.2 成本费用端：燃油成本压力有望缓解，年初至今汇率持稳

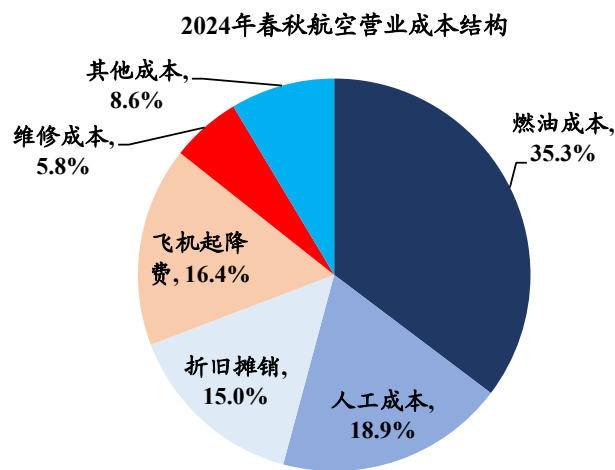
航司成本主要包括燃油、员工薪酬、折旧摊销、飞机起降、维修保养成本等。成本构成中，燃油成本占比约 30~35%，人工成本、折旧摊销、飞机起降费各自占比 10%~20% 不等，维修成本占比约 10% 以内。其中燃油成本与油价、航司机队利用效率等因素有关，受到航空煤油及原油价格的较大影响。人工成本和航班量、飞机航程等因素相关，折旧摊销与航司机队规模、机龄水平等因素有关，飞机起降费主要与飞行架次等因素相关。

图47：中国国航 2024 年营业成本构成



资料来源：iFind，中国国航公告，信达证券研发中心

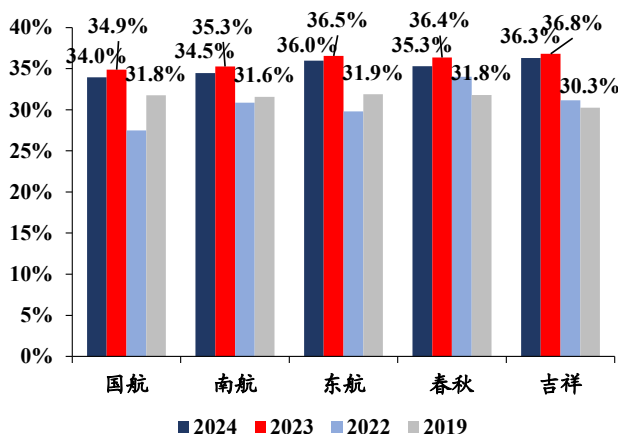
图48：春秋航空 2024 年营业成本构成



资料来源：iFind，春秋航空公告，信达证券研发中心

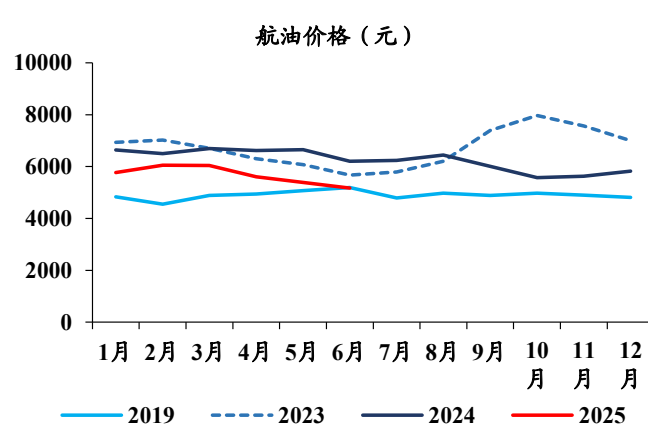
成本构成中，航油成本占比最重，且较为刚性。航油价格外部影响因素多，航司几乎很难对油价保有议价权，需要通过拉高机队利用率、选择省油机型等方式，降低单位油耗、控制自身燃油成本。2023 年航空煤油均价相对于 2019 年均价上涨 37.1%，油价高位，航司燃油成本占比基本都达到 35% 以上，较 2019 年不到 32% 占比提升较多。2024 年航油均价同比下降 7.0%，尤其 Q4 航油价格下降较多，同比-24.4%，航司燃油成本占比略有下降。25Q1、Q2 航油均价同比分别-10%、-17%，延续 2024 年下半年同比下降趋势。全年油价中枢下行可能性较高，航司成本压力有望得到较大缓解。

图49：五大航司燃油成本占比一览



资料来源：iFind，各公司公告，信达证券研发中心

图50：航空煤油出厂价变化（元/吨）



资料来源：iFind，信达证券研发中心

表4：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度

单位/亿元	国航	南航	东航	春秋	吉祥
2018	19.2	21.5	16.8	2.0	2.0
2019	18.0	21.4	17.1	2.1	1.6
2020	7.4	9.4	6.9	1.2	0.8
2021	10.4	12.8	10.3	1.7	1.3
2022	11.4	16.3	11.1	2.0	1.3
2023	23.4	26.0	20.6	2.8	2.4
2024	26.9	27.5	22.8	3.1	2.6

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

注：吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

汇率向好：航司若干资产及负债主要以美元、欧元为单位，价值会受到人民币对外币的汇率波动影响，进而产生一定汇兑损益。行业情况看，2024 年中间价美元兑人民币汇率基本持稳，其中 24Q3 人民币升值较快出现一定波动，此后汇率又贬值到之前水平，全年波动不大。**2025 年初至今汇率维稳。**2024 年末，中间价美元兑人民币汇率为 7.1884 元。至 2025 年 7 月 3 日，中间价美元兑人民币汇率为 7.152 元，较 2024 年末-0.50%，汇率持稳。

对于航司而言，小幅的汇率波动影响不大，只有汇率在时段内快速升值或贬值时，产生较大的汇兑收益或损失，造成财务费用大幅波动，对利润才会有较大影响。根据航司披露的汇率变动影响程度，一般汇率变动 1%，会影响三大航约 2~3 亿利润，小航中吉祥在 1 亿利润以内，春秋基本是汇率中性。

表5：各航司汇率变动 1%对公司净利润影响程度

单位/万元	国航	南航	东航	春秋	吉祥
2018	22,797	19,500	17,800	58	296
2019	44,442	43,400	32,800	20	1,404
2020	35,702	36,700	26,600	652	771
2021	31,678	32,200	22,200	962	9,335
2022	27,396	29,300	24,200	8	8,600
2023	22,900	32,000	29,700	18	8,000
2024	17,800	28,900	23,600	278	4,484

资料来源：各公司公告，iFind，信达证券研发中心

5.3 航司利润敏感性测算

运力供给偏紧预期下，若经济复苏需求好转，有望拉动票价回升，增厚航司利润。若经济复苏持续，需求好转带动出行增长，支撑票价向上，有望带动航司业绩明显提升。此外，油价下行预期下，成本改善有望贡献航司利润新增量。

因此，我们对票价、客座率、油价等因素进行航司利润敏感性测算。截至 2024 年末，国航、南航、东航、春秋、吉祥分别运营客机 926、899、804、129、127 架。

因素 1：票价。基于对航司 2024 年运营情况预测及行业供需、油汇表现，假设在 2024 年基础上，票价上涨 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 11.4、11.0、9.4、1.5、1.6 亿元，国航利润增加幅度最大。

因素 2：油价。以 2024 年全年航油均价为基础，假设油价下降 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 4.0、4.1、3.4、0.5、0.5 亿元。

因素 3：汇率。参考各航司 2024 年年报披露情况，假设人民币兑美元升值 1%，国航、南航、东航、春秋、吉祥利润分别增加 1.8、2.9、2.4、0、0.4 亿元。

表6：相关因素变动带来的各航司归母净利润变动（单位：亿元）

指标	中国国航	南方航空	中国东航	春秋航空	吉祥航空
票价+1%	11.4	11.0	9.4	1.5	1.6
油价-1%	4.0	4.1	3.4	0.5	0.5
人民币升值+1%	1.8	2.9	2.4	0.0	0.4

资料来源：信达证券研发中心测算

5.4 投资建议：供给限制下，供需改善带来票价利润弹性

2025 年初至今，行业客座率高位持续。航司运力同比稳增，国内线客座率持续高位，国际线运力投放加大，油价持续向好，汇率持稳。行业票价 4 月初跌幅扩大，此后同比跌幅波动收窄。五一假期出行需求旺盛，票价跌幅同比明显收窄，近期票价跌幅收窄至个位数。当前行业客座率持续高位，利用率回升空间有限，4 月至 6 月票价同比跌幅波动收窄，行业供需关系或正经历逐渐改善，有望带动票价持续修复。

看好旺季的供需改善：供给端从机队×利用小时数×客座率带来的供给看，1）供应链问题或延缓航司飞机引进增速；2）受发动机维修影响利用率短期提升有限；3）国内线客座率维持高位水平，整体旺季运载能力或提升空间有限。需求端从春节、清明及五一小长假看，旺季需求持续增长，供需或将改善，票价低位有望回升。看好航空出行的持续复苏，建议重点关注中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空、中国东航等。

表7：航空行业重点公司估值表（2025/7/3）

证券代码	公司简称	市值/ 亿元	归母净利润/亿元				PE				PB(LF)	
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	TTM	2025E	2026E		2027E
601111	中国国航	1,326	-2.4	53.9	78.9	101.0	-	-	24.6	16.8	13.1	3.1
600029	南方航空	1,044	-17.0	42.2	64.6	80.2	-	-	24.7	16.2	13.0	3.1
600115	中国东航	865	-42.3	28.4	52.8	79.5	-	-	30.4	16.4	10.9	6.2
601021	春秋航空	540	22.7	27.1	30.3	33.3	23.7	25.2	19.9	17.8	16.2	3.0
603885	吉祥航空	284	9.1	12.8	17.3	20.5	31.1	32.1	22.1	16.5	13.9	3.3

资料来源：iFind，信达证券研发中心

备注：中国国航、南方航空、春秋航空、吉祥航空 25-27 年归母净利润为信达交运团队预测，其余均为 iFind 一致预期



6 风险因素

出行需求增长不及预期：宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，可能致使出行需求增长不及预期。

行业供给超预期风险：基于行业当前运力引进情况及后续计划，我们判断未来行业运力供给有望收缩。若运力供给超预期，供需难以平衡，预计行业难以维持盈利。

票价上涨幅度不及预期：我们判断行业运力供给收缩、需求有望随经济复苏逐渐增长，进而对票价形成有力支撑，价格上涨。若票价回升上涨幅度不及预期，航司依然延续增收不增利状态，预期整体业绩回升幅度有限。

市场竞争加剧风险：对行业的供需判断是基于市场理性竞争的前提。若市场竞争加剧，航司为抢占份额持续机票低价策略，创收不创利，航司预计盈利困难。

油价大幅上涨风险：航油成本为航司重要营业成本之一，航司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，或导致航油成本大幅提升、致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。

人民币大幅贬值风险：航司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使航司产生汇兑损益。

研究团队简介

匡培钦，现任信达证券交运首席分析师，上海交通大学本硕，先后就职于申万研究所及浙商研究所担任交运首席分析师，专注于交通运输物流行业的产业链研究，深耕快递、物流、公路、铁路、港口、航空、海运等大交通领域，曾担任多家省交投外部评审委员及央视财经外部评论员，2021 年/2022 年新财富入围，2022 年金牌分析师交运行业第一名，2022 年金麒麟新锐分析师第一名。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。