

航空运输行业研究框架

——需求、票价与油汇博弈下的行业再平衡

证券分析师：李景星 S0370522090001

行业评级：增持

目录



一、航空运输行业特性

二、收入端：供需动态博弈，把握复苏节奏

三、成本端：油价与汇率作为航司命门

四、全服务VS低成本商业模式

五、当下关注机会与相关公司

风险提示：地缘扰动风险，需求恢复不及预期，汇率波动风险。



一、航空运输行业特性



www.jyzq.cn



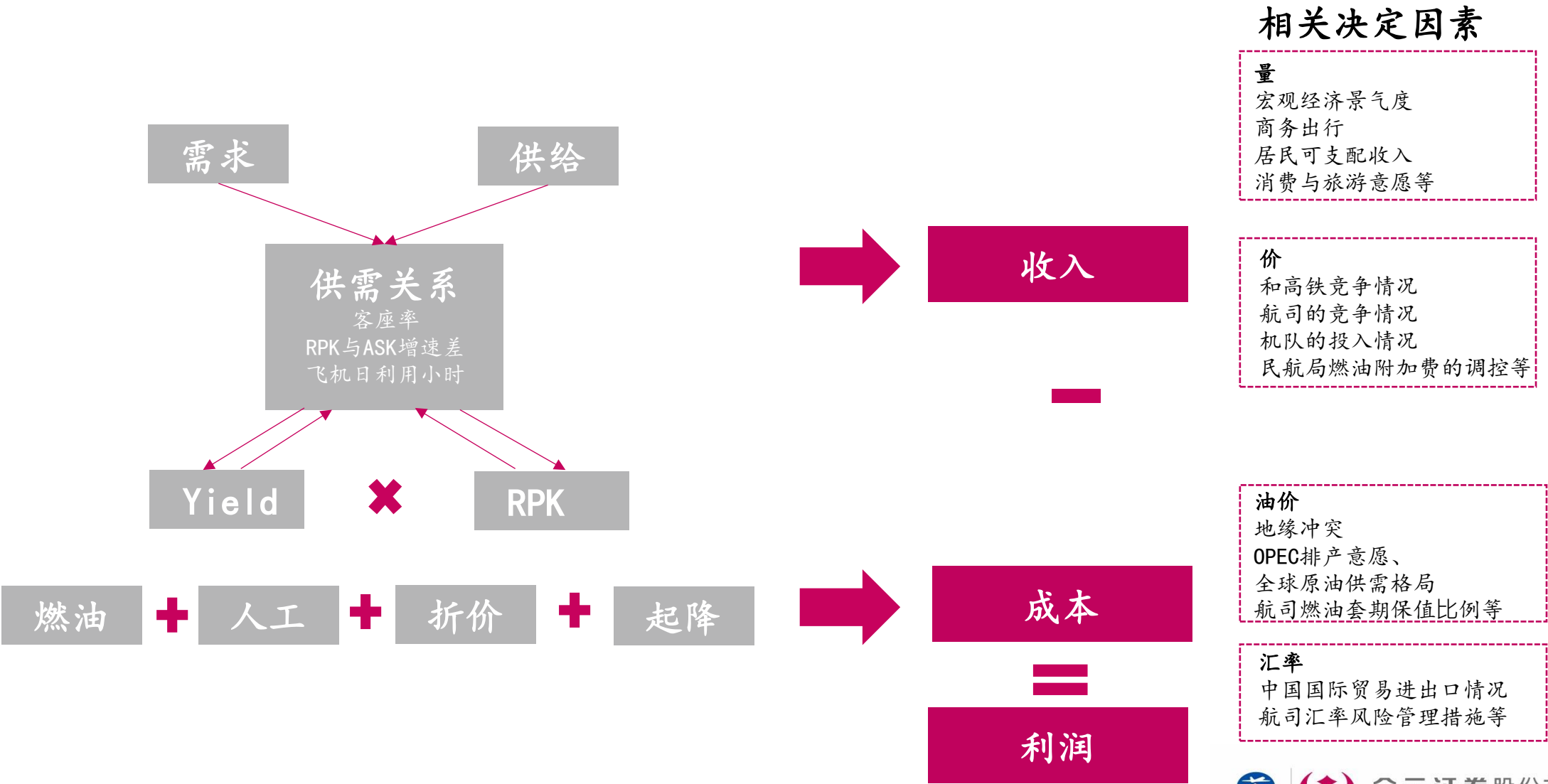
全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

航空运输行业商业模式



1.1、重资产属性显著，行业进入壁垒极高

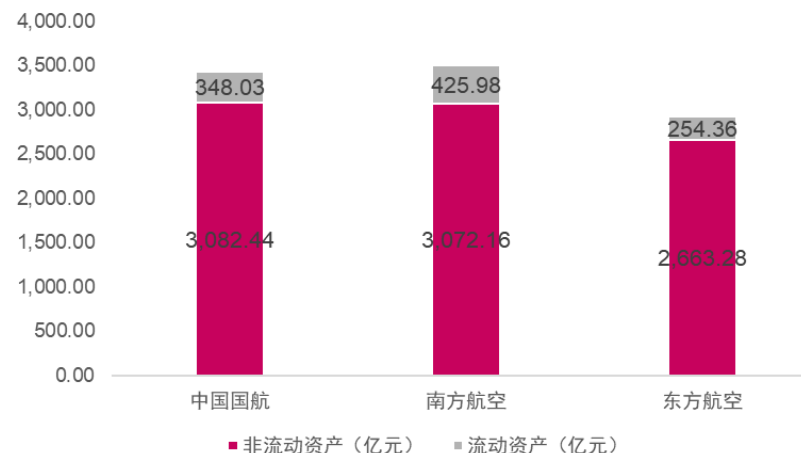
内部运营壁垒

- 航空运输行业具有典型的重资产特征，民航飞机单机造价高。窄体机主要应用于中短途及支线航线，售价通常约为0.6 - 1.5亿美元；宽体机主要应用于远程干线及国际航线，售价通常约为1.5 - 3.0亿美元。
- 此外，飞行安全、机务维修、运控等高度复杂的系统对航司提出了极其严苛的技术要求。

外部资源壁垒

- 民航局对于市场准入的考核极其严格，不会轻易批设增加航司。
- 航线、机场起降时刻等核心生产要素供给极其刚性，资源的分配严格遵循“先到先得”的祖父条款。

图表：2025年三大航非流动资产与流动资产占比



高壁垒和政策驱动下，航空行业尾部加速出清，中小航司持续被并入“三大航”体系中，全行业集中度不断攀升。行业长周期视角下，民航格局持续收敛于头部。

2002年：民航体制大改革，“三大航”整并确立。

2004年：南航收购中原航空。

2009：东航换股吸收合并上海航空。

2010年：国航增资控股深圳航空。

2022-2023年：国航全面收购并私有化山东航空。



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



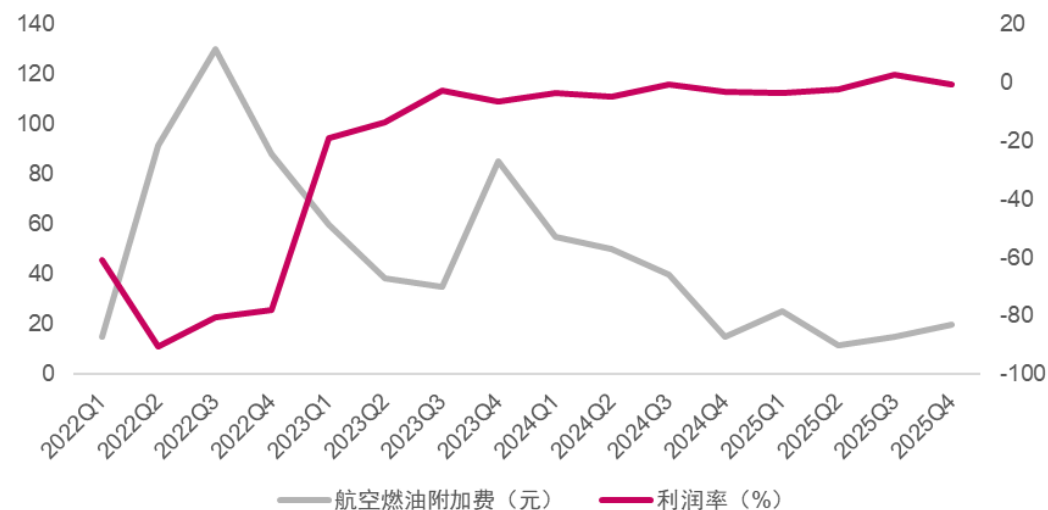
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

数据来源：公司公告，金元证券研究所整理

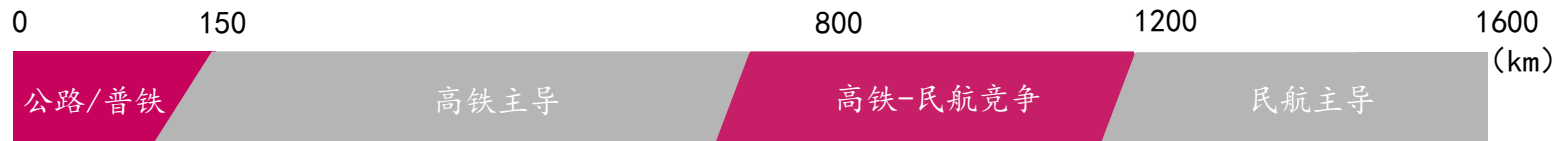
1.2、价格天花板与刚性成本夹击确定利润空间

- 兼具公用事业属性，票价上限受政策监管。航空运输作为交通体系的重要设施，具备较强的公用事业属性。因此，其定价机制在保障企业商业利益的同时，必须兼顾社会效益，长期受民航局的指导与监管，这在本质上锁定了行业整体的盈利上限。
- 特殊国情下的立体交通网络，形成长期价格压制。中国极其发达的高铁与公路网络构成了极强的外部替代效应，对中短途航空客流及票价形成了长期的、实质性的压制。
- 刚性支出挤占利润空间。机队折旧摊销周期长，和航空煤油费用、机场起降费共同组成高成本，利润空间被挤压。

图表：航空燃油附加费与东方航空利润率



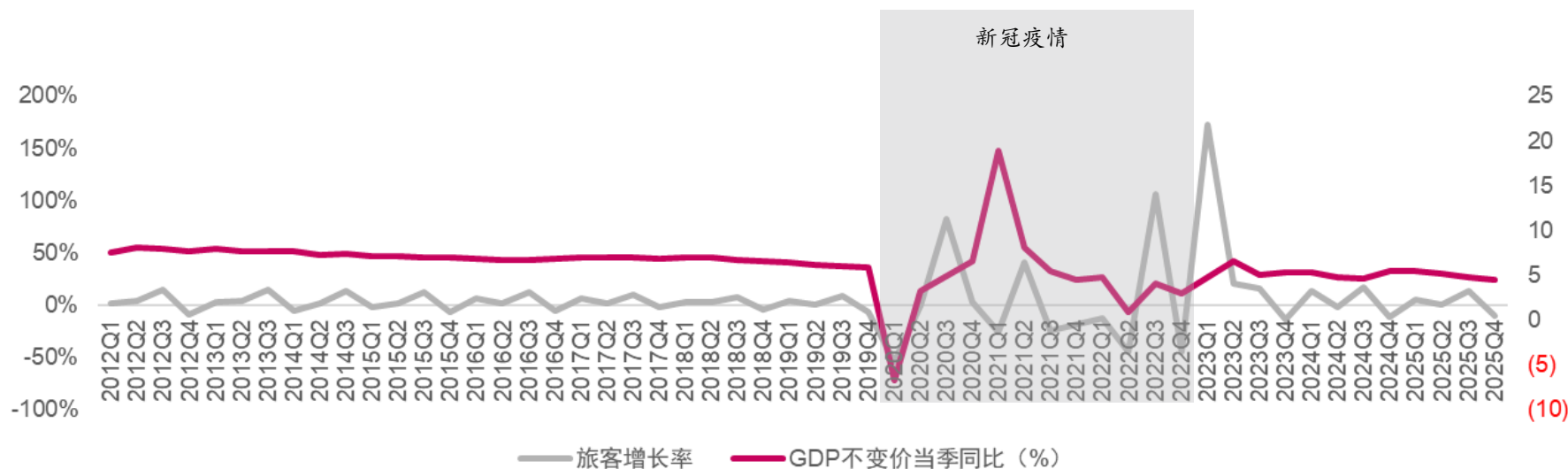
图表：不同里程段的主导交通方式



1.3、顺周期特征显著，业绩高弹性

- 深度绑定宏观经济，呈现显著的顺周期特征。航空出行需求总量与GDP增速、商务活跃度及居民可支配收入等宏观指标高度正相关。在经济扩张期，商务差旅与休闲旅游消费同频共振，驱动航空需求显著扩张；而在经济下行期，居民消费意愿下滑，航空需求迅速收缩。
- 航空业对国际地缘政治冲突、双边外交摩擦及突发公共卫生事件极为敏感。突发外部事件导致国际航线减少，还会引发上游航油成本的剧烈波动。

图表：航空出行需求与GDP增速



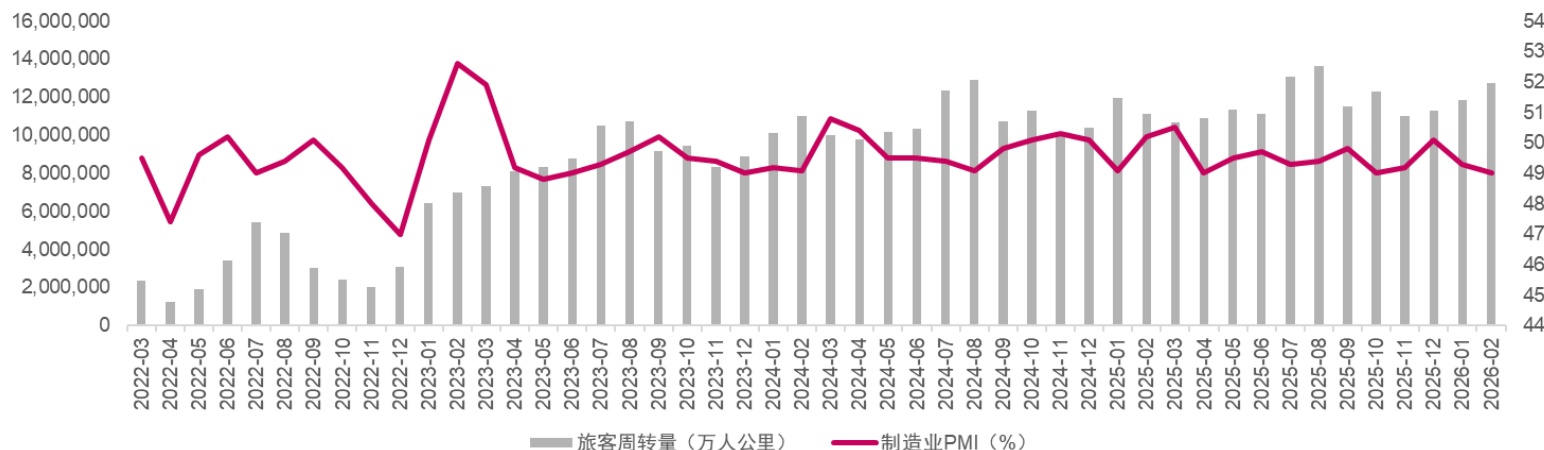
二、收入端：供需动态博弈，把握复苏节奏

2.1、需求端：与宏观经济共振

航空需求受宏观经济基本面驱动，具备明显的顺周期特征。在宏观经济上行阶段，商务与居民出行需求通常同步扩张；下行阶段则面临收缩压力。需重点观察以下三大核心指标来辅助判断趋势：

- **PMI（采购经理指数）**：用于判断企业商务活动的活跃度与宏观经济整体景气度，映射航空刚性商务客流的基本盘。
- **社会消费品零售总额**：用于衡量终端消费市场的整体活跃度与居民近期的实际消费意愿。
- **城镇居民人均可支配收入**：可支配收入直接影响居民对票价的敏感度以及对交通工具“消费升级”的意愿。

图表：航空客运需求顺宏观周期



2.1、需求端：与高铁部分重叠，构成竞争关系

图表：不同里程区间核心特征与竞争态势

里程区间	竞争态势	核心特征及耗时对比
0 - 800公里	高铁绝对优势， 民航基本退出 或大幅缩减	高铁：总耗时通常小于4小时，准点率近100%、无需提前安检、站点多在市区。 民航：需算上往返机场、候机、安检，总耗时常超高铁，且短途航线客座率低，航司多停飞。
800 - 1200公里	核心激烈竞争区	高铁最快4-5小时，民航含全程约3-4小时。 时间差缩小、票价直接对标，是双方争夺最激烈的区间。
1200公里以上	民航主导，高 铁分流有限	高铁：全程大于6小时，仅对价格敏感且不赶时间的旅客有吸引力。 民航：总耗时优势显著，主要服务商务、长途刚需。

图表：核心线路高铁二等座和经济舱全含票价对比

线路	里程	高铁二等座（元）	民航经济舱（全含，元）
北京 - 上海	1318km	553（浮动 526 - 669）	淡季 470 - 620、旺季 1370 - 1970
武汉 - 广州	1069km	460 - 550	淡季 570 - 720、旺季 1270 - 1770
北京 - 郑州	693km	300 - 330	淡季 410 - 560、旺季 910 - 1410
上海 - 深圳	1213km	680 - 750	淡季 570 - 720、旺季 1370 - 1870
北京 - 广州	2298km	862	淡季 870 - 1120、旺季 1670 - 2570

商务出行线是低弹性底盘。以“京沪、京广、沪广”等核心枢纽对飞干线为代表。此类航线公商务旅客占比极高，出行频次稳定且对时间效率要求苛刻。在宏观周期波动中，商务干线展现出极强的票价韧性。

旅游休闲线是高弹性上限。此类航线以三亚、丽江、新疆、东北等典型目的地为代表，本质属可选消费，深度受控于票价水平、节假日效应、消费意愿、旅游热度等因素，需求波动高。在宏观景气度与居民消费意愿上行期，其具备极高的票价弹性，能为航司贡献极大的旺季溢价。但在消费承压期，乘客可能取消出行计划或选择高铁替代。

立体交通格局下的替代博弈：

- 里程决定基本盘，对票价与总耗时的敏感度决定最终选择。
- 核心干线集中在京沪、武广、沪深、京郑等800 - 1200km 区间。



2.1、需求端：国内外航线客运量已恢复至疫情前

• 客运量（旅客运输量）

指标定义：实际运输的旅客物理绝对人数（单位：人次）。

观测意义：通过客运量，可以直观评估宏观基本面、节假日效应以及居民“出行意愿”对航空基本盘的整体拉动情况。

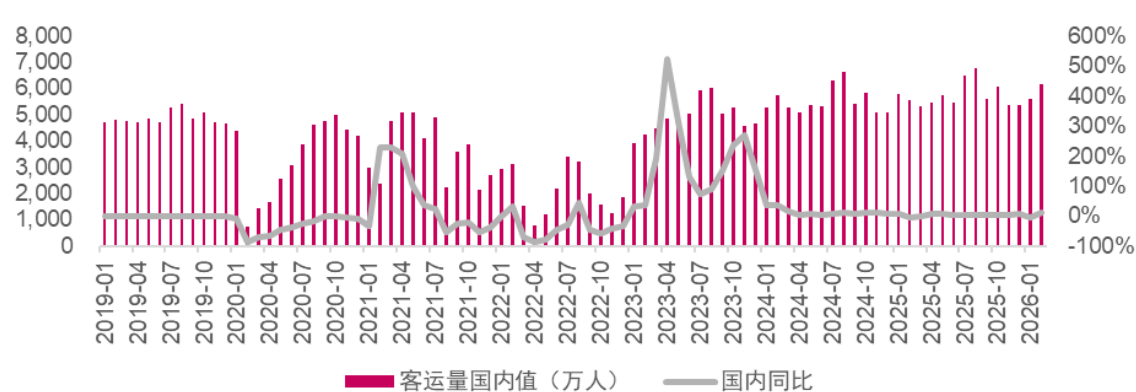
• 国际航线

观测意义：国际航线是航空需求修复中的高弹性变量。由于国际线通常具备航距更长、票价更高的特征，其对航司收入与利润弹性的影响极大。

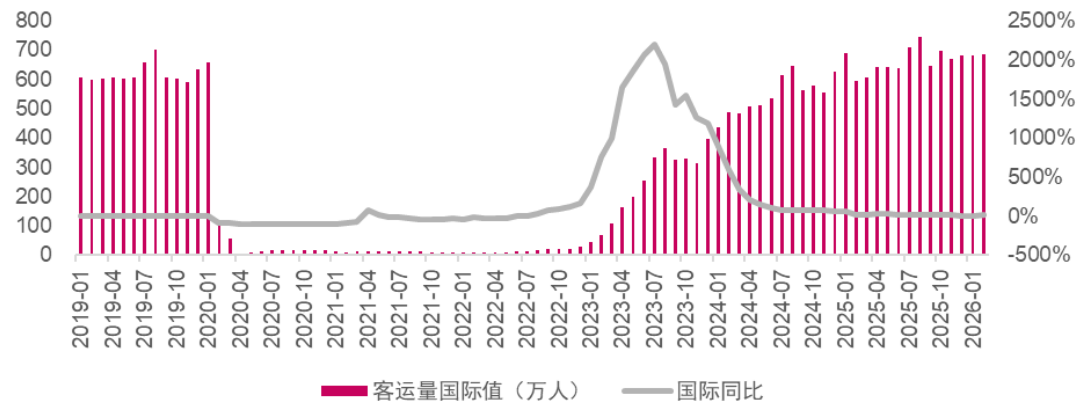
• 修复情况

截至2026年2月，民航旅客运输量已恢复至2019年同期的126.9%，其中国内线恢复至128.4%，国际线恢复至114.9%，整体需求规模已超疫情前水平。

图表：2019-2026年2月客运量国内值与当月同比



图表：2019-2026年2月客运量国际值与当月同比



2.1、需求端：国内外航线周转量已恢复至疫情前

• 周转量（旅客周转量/ RPK）

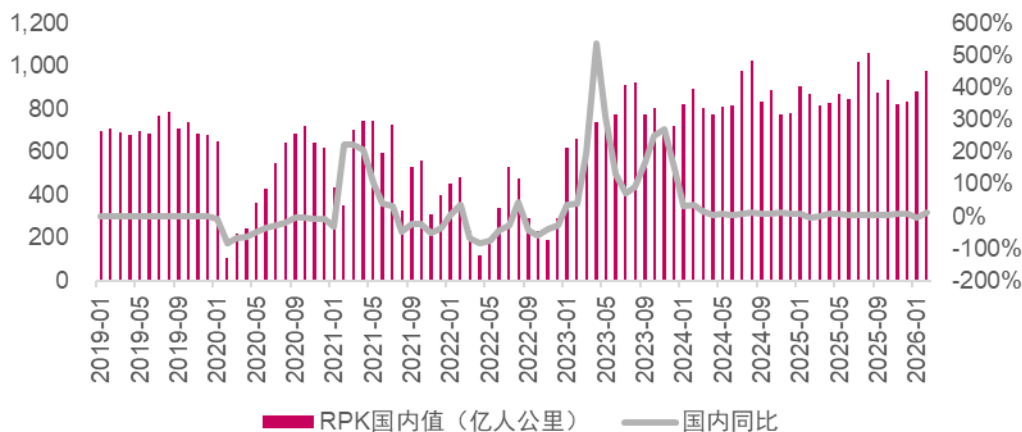
指标定义：实际运输的旅客人数与各自飞行距离的乘积（单位：客公里）。

观测意义：相比于绝对人数，周转量叠加了“空间航距”维度，是真实衡量航司有效业务总产出的核心标尺。在跟踪中，国际客运周转量的实质性修复是决定利润弹性的关键。

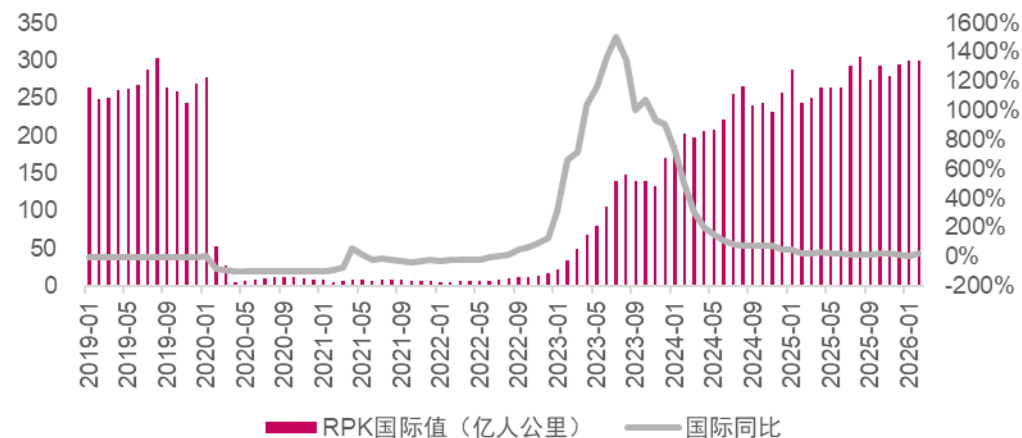
• 修复情况

2026年2月旅客周转量达到2019年同期的 133.3%，其中国内、国际分别恢复至 137.8%、120.7%。

图表：2019-2026年2月周转量国内值与当月同比



图表：2019-2026年2月周转量国际值与当月同比



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。

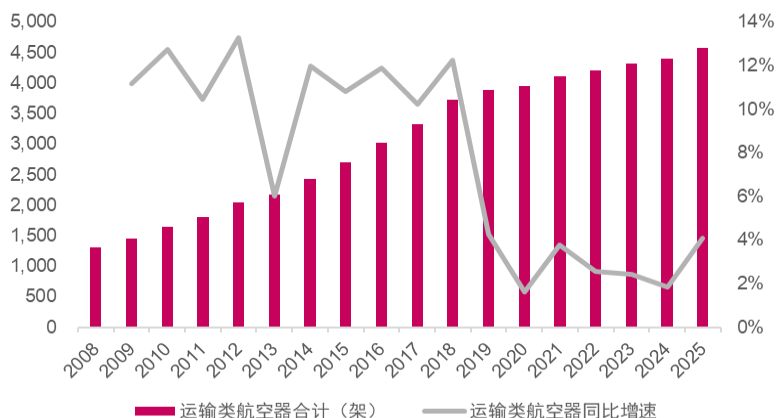


金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

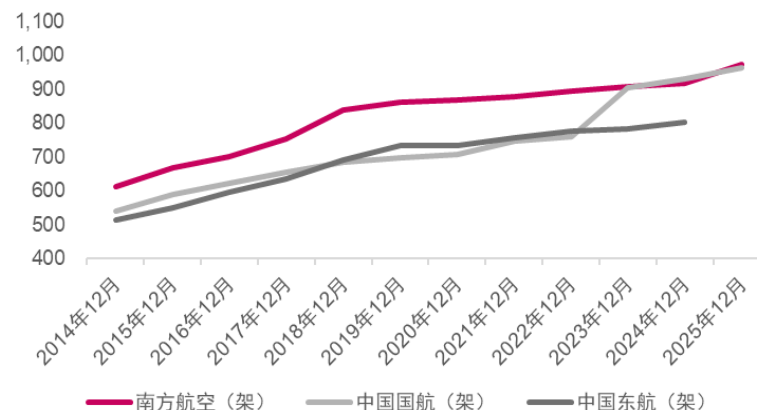
2.2、供给端：机队扩张近年趋缓，航班增加较为谨慎

航空供给的存量取决于机队规模的物理增长与资产运营效率，主要指标为在注册架数、平均机龄、航班量。整体来看，航空供给端存量基础持续扩张，但在册航空器的同比增速自2019年起连续7年维持在5%以下。

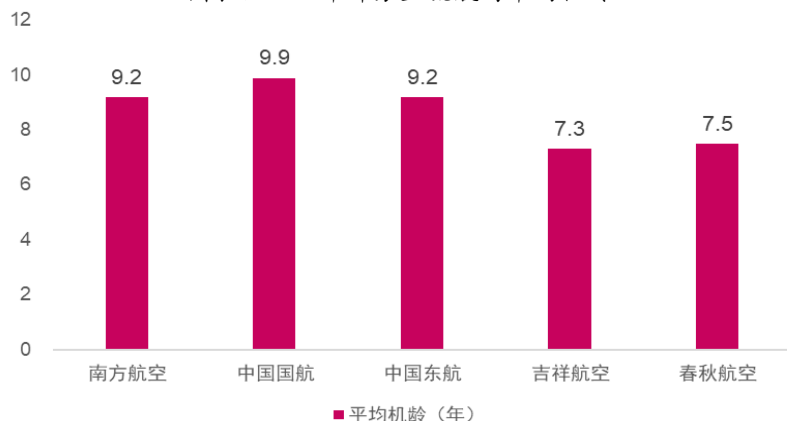
图表：2008-2023年在册架数和同比增速



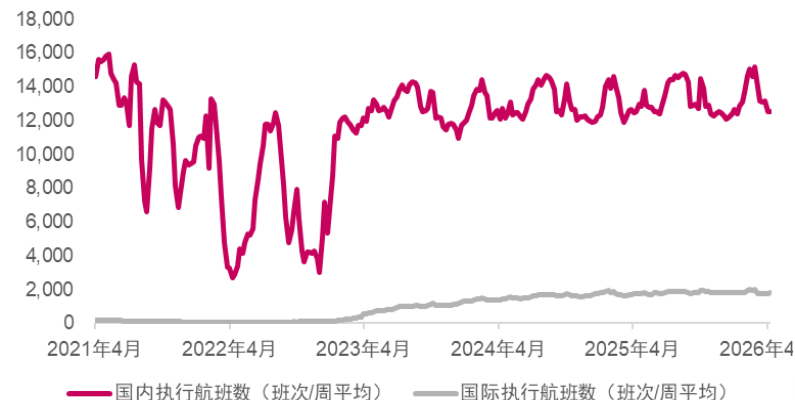
图表：2014-2025年三大航运营飞机数量



图表：2024年部分主流航司平均机龄



图表：2021-2026年4月执行航班数

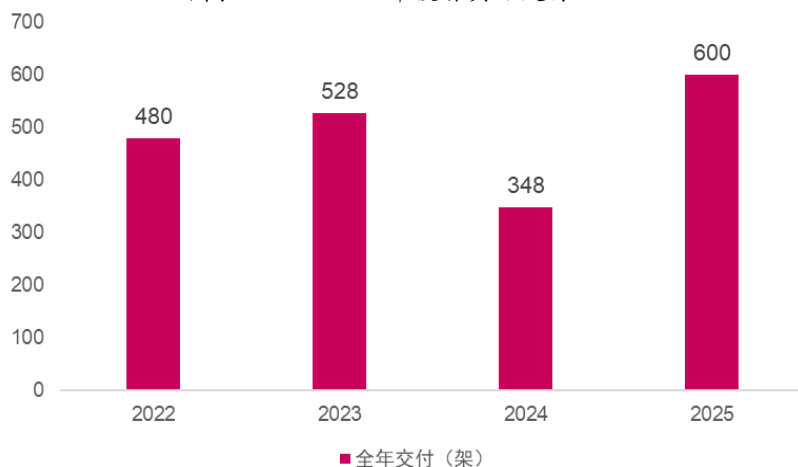


2.2、供给端：供应商排产与交付受限

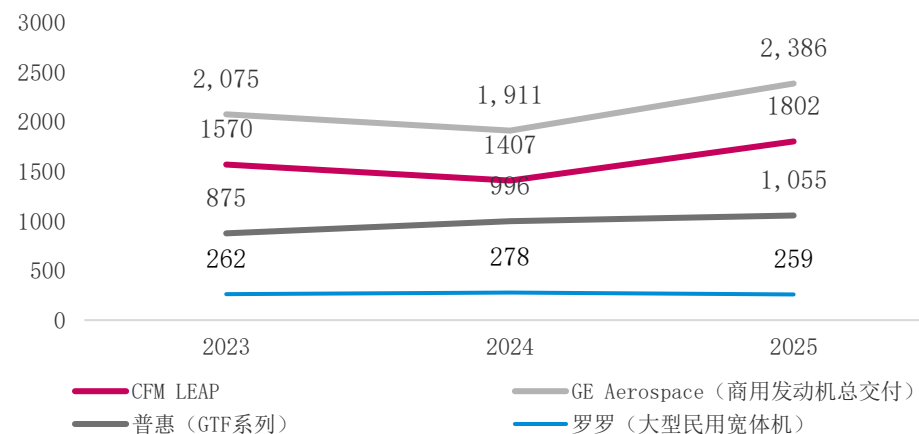
航空业的供给侧具有特殊性，全球商用飞机市场处于空客与波音的绝对双寡头垄断格局，两者的排产与交付能力直接决定了全行业的增量运力上限，而波音和空客的整体交付情况受压。一方面波音和空客均受到安全事故影响，面临监管部门更加严格的安全审查和产能限制；另一方面受到上游发动机的产能约束，尽管2025年航发交付量有所回升，但整个行业的产能仍然受到严重限制，无法满足积压的庞大订单需求，拖累整机交付，主要受以下因素限制：

- **供应链瓶颈为最主要的限制因素**，上游原材料（如锻件、铸件）和精密金属部件的供应持续紧张，限制了发动机制造商的产能爬坡速度；
- **维护造成产能挤压**，在役发动机需要更频繁地返厂维修，挤占了原本可用于新发动机生产的生产线和零部件资源，形成了“新发交付难，旧发维修慢”的双重压力。
- **劳动力短缺**，整个航空制造业都面临着熟练技术工人短缺的问题，从零部件生产到发动机总装，都受到人力的制约。

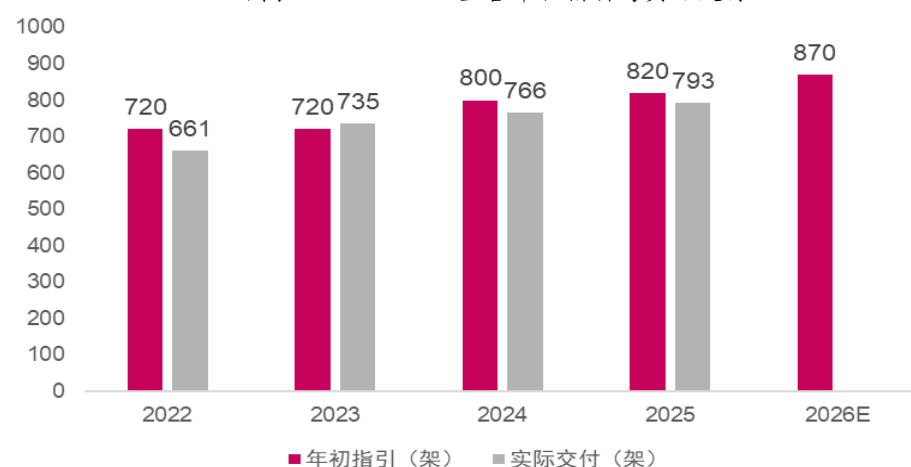
图表：2022-2025年波音实际交付



图表：2023-2025年主要发动机公司交付情况



图表：2022-2026E空客年初指引与实际交付



2.3、供需关系：RPK与ASK增速差仍处正区间，供需偏紧

- LF（客座率）=RPK/ASK

衡量资产利用效率；LF趋势性攀升是航司启动动态收益管理、上调票价的先决条件

- RPK与ASK增速差

当RPK增速>ASK增速时，行业呈现正向“供需剪刀差”，说明需求增长快于供给投放，核心干线票价将迎来强力向上弹性；反之，则面临产能过剩与票价下行压制。

- 日利用小时

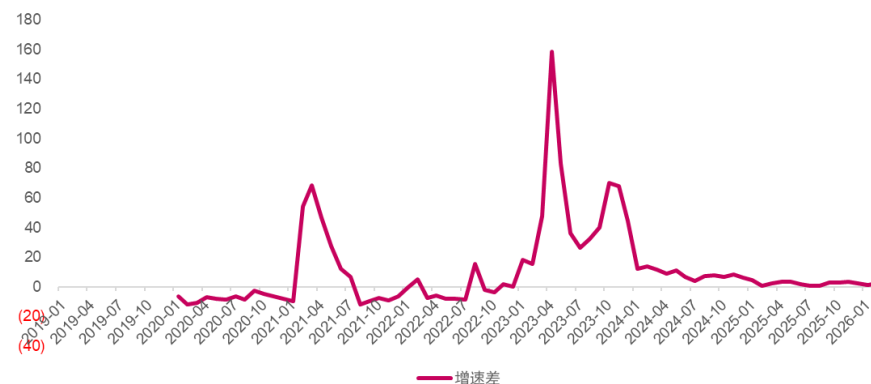
日利用小时的提升，不仅能大幅摊薄高昂的固定折旧与租赁成本，更是旺季高周转、行业景气度跃升的实体印证。

- 行业供需关系趋紧

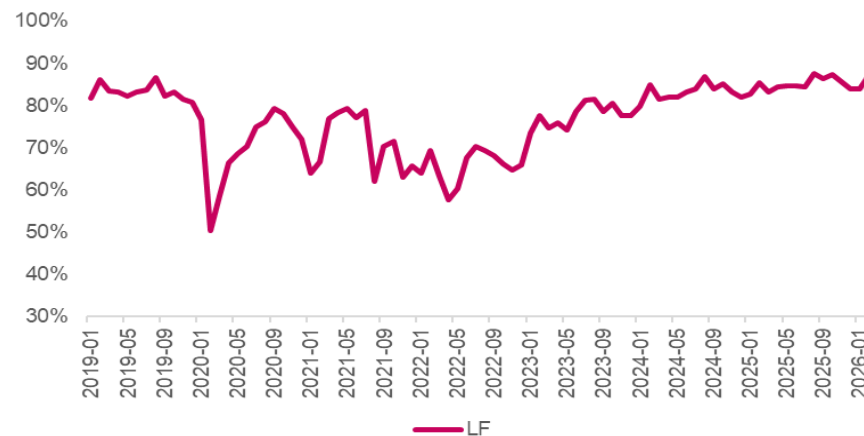
2023年低基数下RPK增速显著快于ASK，供需差快速走阔；2024年以来增速差虽较前期高点明显收敛，但整体仍处正区间，表明需求修复速度仍快于运力投放，行业供需格局延续偏紧；

客座率自2023年以来持续修复，目前维持在80%以上高位，已基本回到并部分超过疫情前水平；2025年以来中国内地飞机日利用小时持续抬升，2026年4月有所回落。其中宽体机修复斜率更陡，反映国际及长航线供给恢复加快。

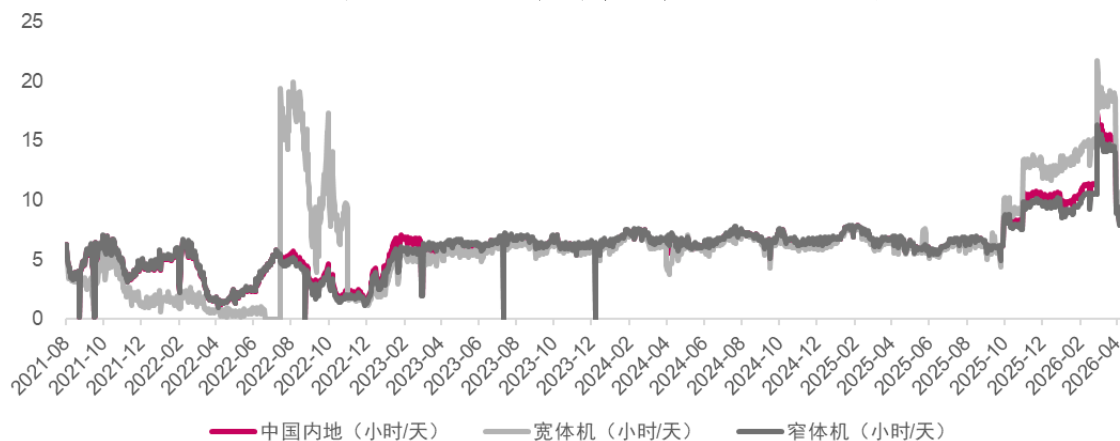
图表：2019-2026年2月RPK与ASK增速差



图表：2019-2026年2月LF



图表：2019-2026年4月中国内地飞机日利用小时



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

2.4、机票定价逐步市场化

定价方式

国内票价实行政府指导价与市场化定价并行的双轨制。截至2022年11月，全国市场化定价航线累计达到1698条。自此之后，我国民航运价改革实际上从“白名单目录制”转向了“动态门槛制”。政策明确规定，对于3家以上（含3家）航空运输企业参与经营的国内航线，放开旅客运输价格管控。

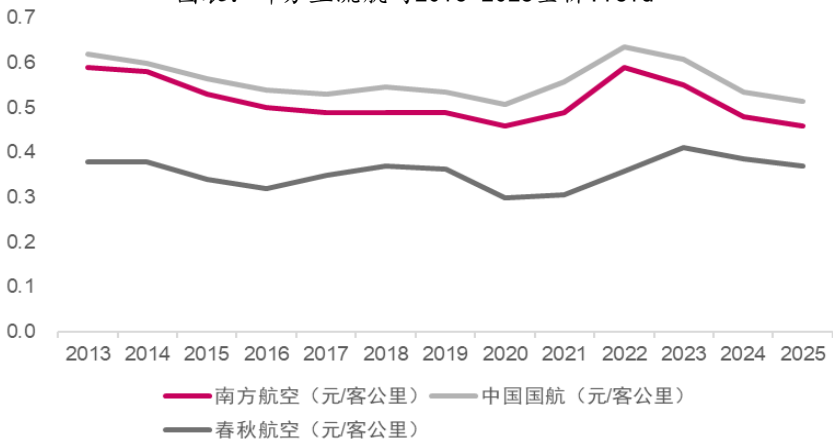
	政府指导价	市场化定价
定价权	政府设定基准价与浮动幅度,航司在区间内自主定价	航司完全依据供求、竞争、成本自主定价
监管方式	管上限、保基本	仅备案与合规监管
价格弹性	常年稳定,弹性弱	淡旺季差异大,弹性强
适用航线	竞争不充分航线(独家运营、枢纽-非枢纽弱竞争);公益属性强的主干线	竞争充分航线(3家及以上航司共飞);与高铁形成替代的短途航线

全价Yield = 客运收入/RPK，反映旅客实际支付的票价水平

净价Yield = 全价Yield-燃油成本，剔除油价干扰后的航司真实定价能力

- 全服务航司收益水平长期高于廉航，反映航线网络、客群结构及产品定位差异。
- 2020-2022年因成本抬升Yield阶段性抬升，2023年以来伴随运力恢复，Yield回归常态。

图表：部分主流航司2013-2025全价Yield



三、成本端：油价与汇率作为航司命门

3.1、四大主要成本

燃油成本：航空公司最主要的变动成本，受国际原油价格波动直接影响，通常占总成本比例较高，是决定航司短期盈利能力的关键变量。

折旧及维护成本：为保障飞机持续适航而产生的必要技术投入，涵盖日常航线维护、定期停场大修及航材备件更换等，是保障飞行安全与运营稳定性的基础支出。

人力成本：包含飞行员、乘务员、维修工程师及地面保障人员等核心岗位的薪酬、培训及福利支出，作为劳动密集型行业，人力成本具备较强的刚性，在总成本中占据重要比例。

起降费：由机场、空管等相关单位收取的固定类费用，与航班起降频次直接挂钩，属于刚性运营成本，主要用于覆盖机场设施建设维护及空管服务成本。

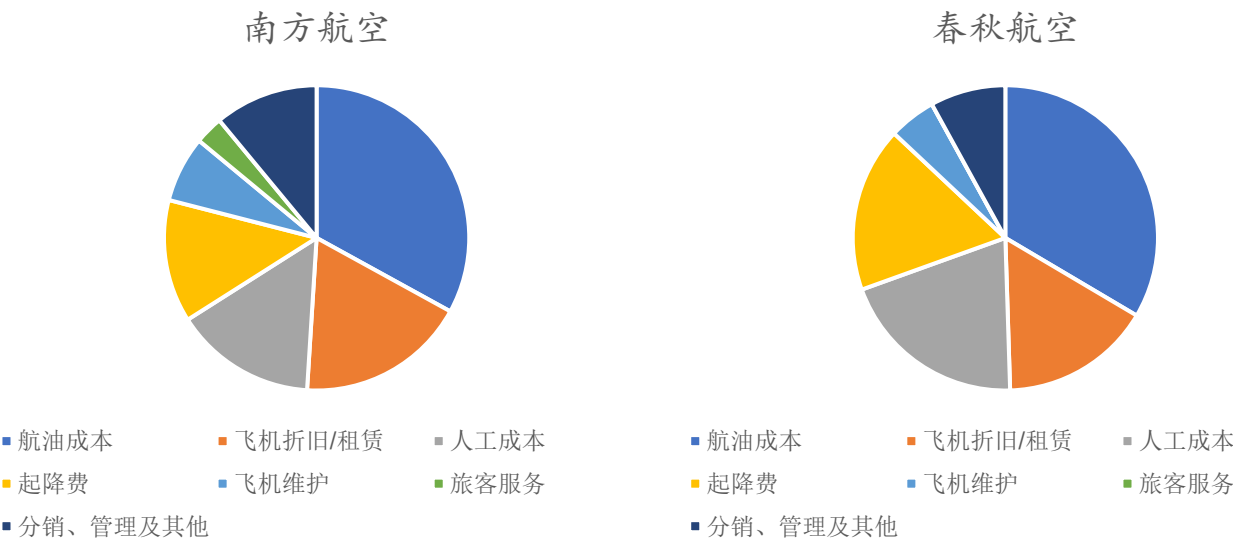


3.2、主要成本构成

全服务航司（三大航为主）：深耕干线与国际线，提供全流程服务，靠公商务客流与高票价盈利，注重品牌与服务质量。

低成本航司（春秋、九元等）：薄利多销模式，简化服务、降低成本，靠高客座率、高飞机周转效率盈利，聚焦价格敏感型旅游客流。

二者主要经济模式不同，因此成本结构构成也有所差别。廉价航司（春秋为代表）由于采用统一机型且机龄一般较新，飞机的折旧和维护成本相对占比较少，同时基本没有旅客服务费用，极简运营下渠道分销、管理成本也极致压缩；而较为刚性的航油成本、人工成本、起降费等占比则相对较高。全服务航司由于基本庞大的、多元化的机队，飞机折旧/租赁成本较高，另外旅客服务（餐食、补给）、分销/管理成本也相对更高。



	南方航空	春秋航空
航油成本	33%	34%
飞机折旧/租赁	18%	16%
人工成本	15%	20%
起降费	13%	18%
飞机维护	7%	5%
旅客服务	3%	0%
分销、管理及其他（渠道费用、民航发展基金、管理费等）	11%	8%

图表：全服务（南航代表）VS低成本（春秋代表）航司的成本结构差异



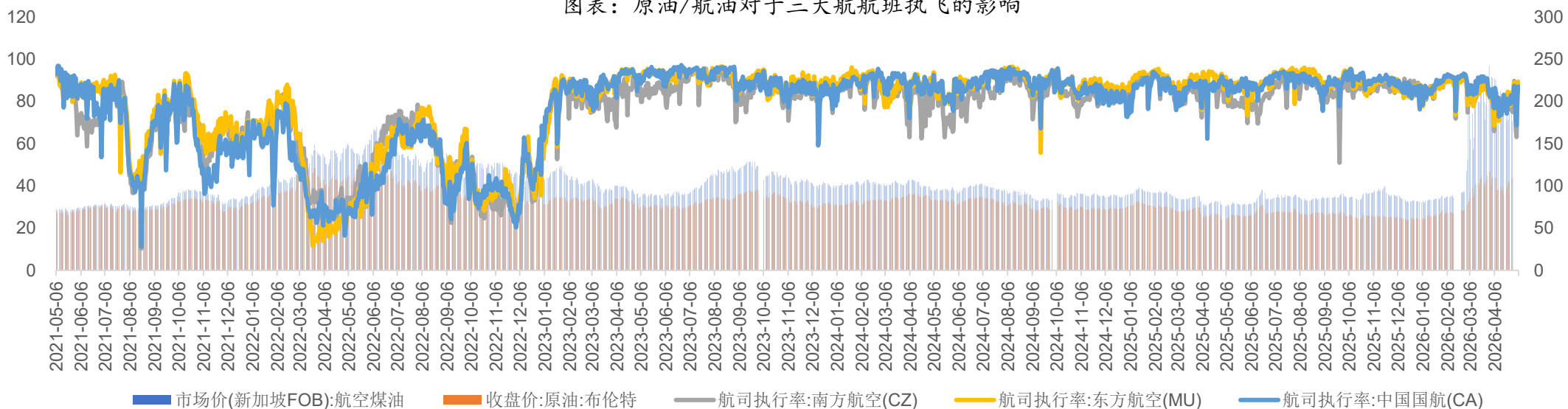
3.3、核心成本：原油与航油价格

- 原油价格上升抬升航油价格飞行成本升高，拖累航班执飞

当国际原油价格持续上行带动新加坡航空煤油价格随之攀升，直接推高航空公司飞行成本，对行业盈利形成压力，迫使航司停飞低效航线，直接导致航班执行率下降。在2022年初至2023年初，原油价格迎来一轮价格波动周期，当原油价格大幅上涨时，叠加公共卫生事件影响，三大航司的航班执飞率大幅下降，最低甚至低至20%左右；后续随着原油价格回落以及公共卫生事件结束，执飞率快速回升至80%以上。本轮二月底伊朗冲突爆发，随着霍尔木兹海峡封锁，油价随之高涨，三大航司的航班执飞率也由接近90%水平下降至80%左右。

- 市场票价能否有效传导至消费者成为关键议题。“燃油附加费”受民航局严格监管，调整需综合考量宏观经济形势、居民消费承受能力及行业稳定等多重因素，局方非必要情况下不会轻易上调，即使上调，费用上涨幅度也相对克制，因此仅可实现部分的成本转嫁。因此，更多时候航司需依靠自主调整市场票价来消化成本压力。

图表：原油/航油对于三大航航班执飞的影响



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。

数据来源：iFinD，金元证券研究所整理



首都机场集团
Capital Airport Group



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

3.3 (1) 油价的影响及顺价传导机制

一、油价对成本的直接影响：

根据《油价对于民航的具体影响分析》（2025年报口径），航油成本占三大航（国航、东航、南航）营业成本的32%~35%，是民航业最大单项成本。由此可推导量化关系：国际油价每上涨1%，航司营业成本约上升0.32%~0.35%。

单航司敏感性测算：

中国国航：航油价格每上涨5%，营业成本增加25.02亿元；

东方航空：航油价格每上涨5%，营业成本增加21.85亿元；

南方航空：航油价格每上涨10%，营业成本增加26.27亿元。

因此，油价每上涨1%，三大航净利润平均下降约4~5亿元，油价每上涨10%，行业平均净利率将承压2~3个百分点。

二、机票顺价传导油价成本压力：燃油附加费+裸票价双轮驱动，但覆盖有限

油价上涨通过"燃油附加费+裸票价"双路径向终端传导：

燃油附加费调整（民航局2026年4月公告）

800公里以下航线：10元→60元

800公里以上航线：20元→120元

但经测算，附加费上调仅能对冲30%~40%的航油成本增量，剩余60%~70%仍需航司自行消化或由旅客通过票价承担。

裸票价弹性

国内航线：裸票价同比+5%-10%，叠加附加费后综合票价+10%-15%，但受高铁竞争及淡季因素制约，客座率可能同步下降3~5个百分点，部分抵消票价提升效果；

国际航线：裸票价同比+15%~25%，附加费同步上调30%~80%，综合票价+20%-30%，

顺价能力优于国内航线，主因国际航线需求刚性更强、竞争格局更优。

三、利润率影响

三大航2025年报及行业研报表明，布伦特原油价格存在明确盈利阈值：

<85美元/桶：航司保持正常盈利，净利率3%~5%；

85~95美元/桶：进入盈亏平衡区间，在微盈利和微亏损上下波动；

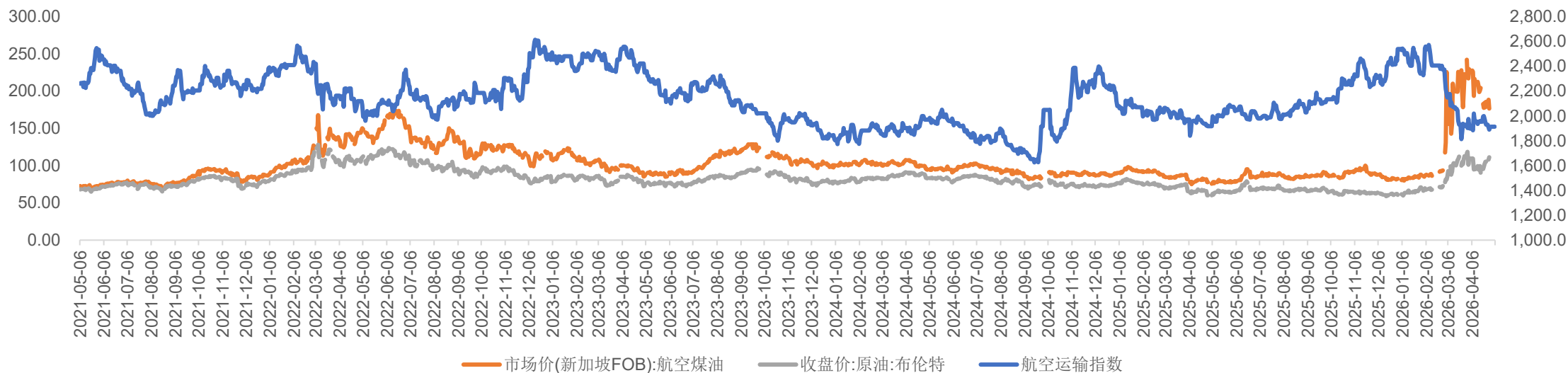
>95美元/桶：盈利显著承压，部分航司单季度可能出现亏损；

>100美元/桶：行业大概率整体亏损，净利率转负。



3.3 (2) 原油价格与行业指数表现联动

图表：原油/航油价格与航空运输指数表现的对应情况



原油价格与股价并非简单的线性负相关

从航空运输指数（851741.SL）与油价的历史表现规律来看，二者并非简单的完全负相关关系，而是受到“成本端利好”与“供需预期”双重逻辑的共同驱动。通常情况下，原油价格与航空上市公司股价整体呈中等强度负相关，通常遵循“油价下跌/上涨→航油成本降低/抬升→利润空间提升/受压→股价上涨/下跌”的传导链条；但这种负相关性并不绝对，会因油价上涨的驱动因素、行业供需格局及航司顺价能力出现阶段性背离：

- 1) 如油价由经济复苏驱动、行业供需偏紧且票价传导充分时，油价上涨也会伴随股价的上涨；
- 2) 而当油价下跌伴随需求萎缩时，成本端利好也无法支撑股价，如2023年至2024年，国际市场需求恢复缓慢，大量海外宽体机转投国内客运市场，运力过度投放引发票价战，同时受后疫情时期需求复苏不及预期、疫情遗留高债务压力、人民币贬值导致汇兑损失等因素共振，即使油价从高位走低也未能伴随股价抬升。



3.3（3）油价的核心关注维度

在当前我国民航业运营环境下，需重点关注四个核心维度：

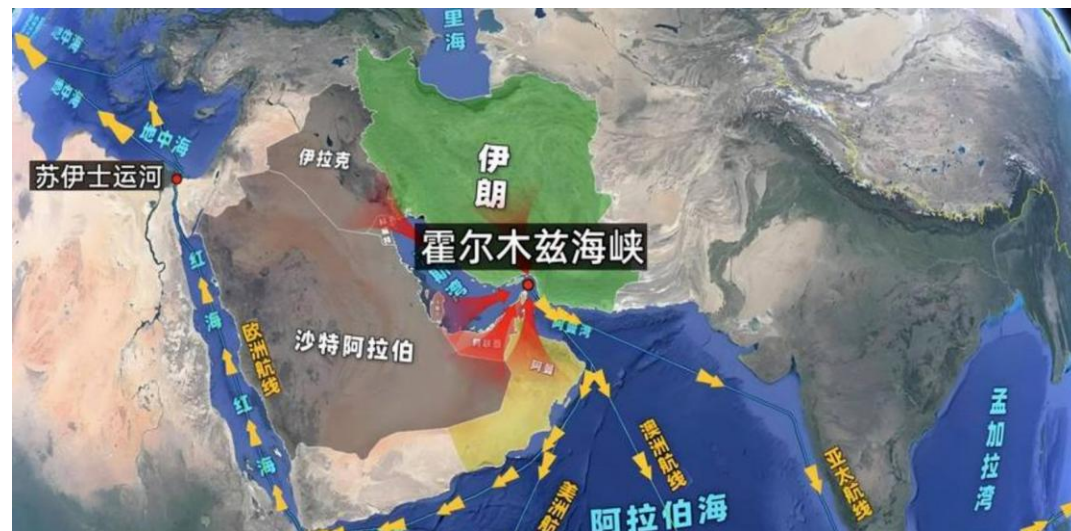
一、**国际地缘政治因素**，中东地区（红海/波斯湾）局势持续升级，胡塞武装袭击红海油轮、伊朗与以色列冲突反复、霍尔木兹海峡通航风险上升，直接推高原油供应价格10~15美元/桶；同时红海航道受阻迫使油轮绕行好望角，运输距离拉长、运费上涨、供应节奏放缓，进一步加剧油价波动不确定性。

二、**是OPEC+产量政策走向**，目前该联盟已将日均200万桶的减产协议延长至2026年底，沙特另自愿额外减产50万桶/日且执行率超95%，叠加美国、巴西等非OPEC国家增产不及预期，全球原油库存已降至近五年低位，供给端约束预计至少持续至2026年四季度，对油价形成刚性支撑。

三、**是全球原油供需格局演变**，需求端受益于欧美经济软着陆及中国、印度出行与工业需求回暖，国际能源署预计2026年全球原油需求将增加约120万桶/日；金融端则受美联储降息预期、美元走弱及投机资金做多推动，CFTC原油多头持仓创18个月新高，而汇率层面人民币相对美元升值虽可缓解航司美元负债压力，但航油以美元计价，油价上涨仍直接抬升采购成本。

四、**是航司燃油套期保值比例**，作为对冲油价波动的关键工具，套保策略的有效性直接影响盈利稳定性。

图表：霍尔木兹海峡作为全球“油阀”，是大多出口国必经之地



3.4、核心成本：汇率

汇率波动对于航司业绩的传导

1. 成本端影响

民航业具有显著的“美元成本、人民币收入”货币错配特征。航油采购（参考新加坡FOB航空煤油价格）、飞机租赁与采购（波音/空客美元定价）、航材备件、境外起降费及导航服务等核心成本项均以美元结算，导致三大航司资产负债表持有大规模美元负债。根据2025年年报口径，国航、东航、南航美元负债规模各自达数十亿美元量级。

若美元兑人民币汇率每贬值1%，航油采购成本理论下降约0.28%-0.32%。以国航为例，2025年航油成本约800亿元，汇率升值1%可节约成本约2.2-2.6亿元，对应营业成本下降约0.3个百分点。三大航套保策略有差异从而导致实际敏感度不同，未套保部分直接暴露于汇率风险。

2. 负债端影响

汇率波动通过汇兑损益直接冲击利润表：人民币升值1%航司美元负债折算后账面价值下降，产生汇兑收益，单航司利润可增厚数亿元；反之，人民币贬值则形成汇兑损失，侵蚀净利润。

三大航美元负债规模普遍在百亿美元量级，主要构成为飞机经营租赁负债（占比45%）、融资性租赁负债（占比30%）、外币借款（占比25%）。根据财报附注测算，人民币每升值1%，三大航平均产生汇兑收益约2-3亿元。

3. 需求端影响

人民币升值对航空需求的提振作用主要通过出境游与国际商务出行渠道传导。当人民币购买力增强时，中国居民赴海外旅游、留学及企业跨境商务活动的实际成本下降，出行性价比提升，刺激国际航线客源增长。尤其对国航、南航等国际航线占比较高的航司，需求回暖可带动客座率与票价双升，改善单位收益。但需注意，该传导链条较长且受多重因素制约：一方面，国际航线需求复苏还取决于目的地签证政策、地缘安全及海外经济景气度；另一方面，航司运力投放存在时滞，短期难以快速响应需求变化。因此，相较成本端的直接财务影响，需求端效应更具间接性与滞后性，在分析框架中通常作为次要变量考量。

在成本因素、汇兑损失因素和需求拉动因素的综合影响下，人民币兑美元汇率每升值/贬值1%，对应三大航净利率平均提升/压降约0.1至0.2个百分点。



四、全服务VS低成本商业模式

4.1、全服务航空

全服务航司是指以枢纽轮辐式网络为基础，提供多舱位、全流程服务的航空运输企业，代表为中国国航、东方航空、南方航空。其核心客群为高频出行的公商务及国际长途旅客，依托北京、上海、广州等核心枢纽的稀缺时刻资源，构建覆盖国内干线、国际远程航线的轮辐式网络。盈利以客运票价收入为主，辅以常旅客、货运等综合收益，核心竞争力在于核心枢纽和高黏性的公商务客群，在行业上行期享有最大的票价弹性。

全服务航空主要特点有以下几方面：

■ 多元盈利 + 高价值客群

全服务航司以客运票价收入为基本盘，同时通过常旅客计划、货运、行李、餐食等辅营业务实现多元增收。核心客群为高频出行的公商务旅客、高端旅客及国际长途旅客，支付能力强、对价格不敏感，为国航、东航、南航贡献了稳定的高收益客源。

■ 枢纽网络 + 混合机队

依托北京、上海、广州三大核心枢纽，构建“国内干线+国际航线+支线网络”的轮辐式网络。采用多机型、宽窄体混合的机队，并设置头等/公务/经济等多舱位，满足不同客群的差异化需求。

■ 稀缺时刻 + 高利用率

核心竞争力在于核心枢纽的稀缺时刻资源和覆盖全球的航线网络，三大航在北京、上海、广州等枢纽拥有难以复制的时刻优势。



4.2、低成本航空

低成本航司是指通过简化服务、统一机型和舱位、提高飞机周转效率、降低单位成本，向价格敏感型旅客长期提供低廉票价的航空运输企业，国内代表性公司为春秋航空（以及吉祥航空旗下的九元航空）。其经营模式可概括为“两单两高两低”：单一机型、单一舱位；高客座率、高飞机日利用率；低销售费用、低管理费用。

低成本航空一般具备以下特点：

■ 严格成本管控

通过“两单”策略：统一A320系列机型、全经济舱布局；降低维修、培训及采购成本，同等机型座位数比全服务航司多出15%-20%，有效摊薄单位成本。同时采用点对点直飞网络，避开一线枢纽的高昂起降费，深耕二三线城市机场，进一步压低运营支出。

■ 高运营效率

依靠“两高”实现资产极致利用：飞机日利用率达11-12小时/天（比三大航高约2小时），通过早晚班机、短过站时间提升周转；客座率常年维持在90%左右（比三大航高5-10个百分点），最大限度填满每一架次航班。春秋航空销售费用率仅约1-2%，远低于三大航的5%-7%，主要依靠线上直销和自主离港系统。

■ 盈利韧性强

低票价引流+辅营收入的盈利模式，使其在行业低谷期具备更强抗风险能力。2020-2022年三大航累计亏损数百亿元，而春秋航空率先在2021年实现盈利；2024年春秋净利润22.73亿元，成为A股最赚钱上市航司，展现出穿越周期的持续盈利能力。

9air 九元航空

中國聯航 



4.3（1）全服务VS低成本全方位对比：商业模式

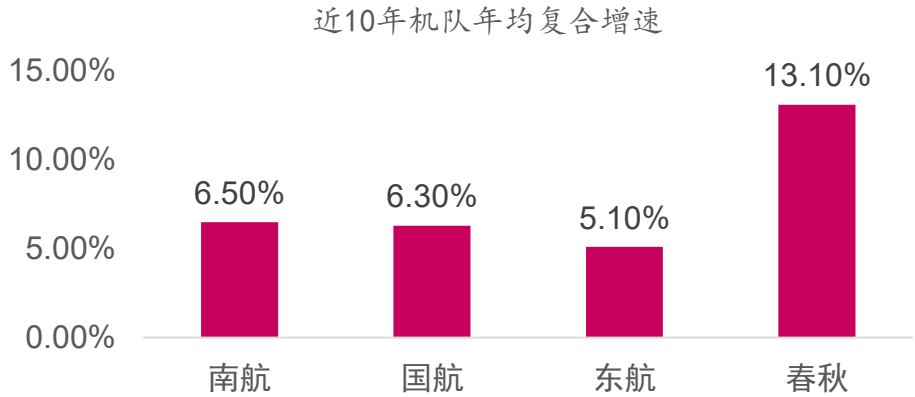
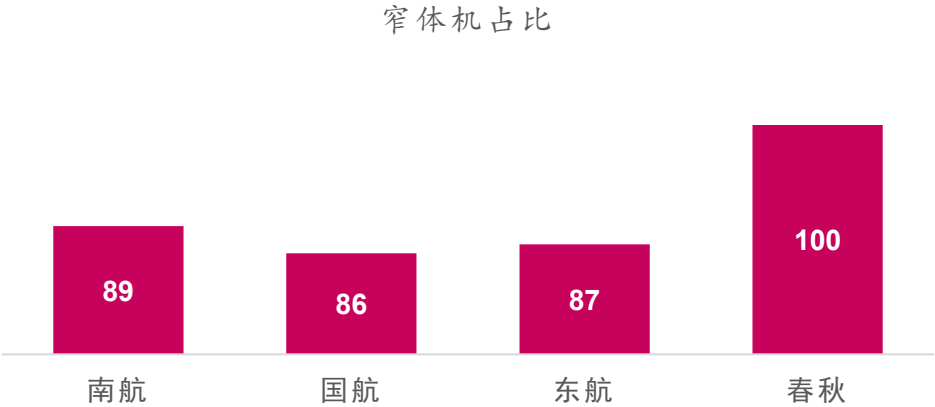
全服务航司凭借核心枢纽的稀缺时刻资源，绑定高价值的公商务旅客，实现票价溢价和盈利韧性。低成本航司高客座率、高飞机日利用率、低销售费用、低管理费用。成本管控能力强，短途航班市场。

对比维度	全服务航司	低成本航司（春秋航空为例）
盈利模式	以客运票价收入为主，辅以行李、餐食、常旅客、货运、机务维修等综合收益	低票价引流 + 辅营业务增收（行李、选座、餐食、快速登机、机上销售等）
网络结构	枢纽轮辐式，依托北京/上海/广州枢纽，构建国内+国际干线+支线网络	点对点直飞，以热门旅游、商务干线为主，少中转、少国际长航线
面向客群	公商务旅客、高端旅客、长途旅客、国际旅客为主	价格敏感型旅客
机群舱位	多机型、宽窄体混合、多舱位	单一机型和单一舱位
日利用率	8-10小时/天	11-12小时/天
核心竞争力	靠网络、国际线、公商务溢价构建壁垒	极致的成本管控能力，尤其擅长冲击短途航班市场



4.3（2）全服务VS低成本全方位对比：机队规模与扩张趋势

航司	商业模式	2025年末机队（架）	全年引进	全年退出	平均机龄（年）
南方航空	全服务	972	78	23	9.3
中国国航	全服务	964	45	11	10.3
东方航空	全服务	826	48	26	9.4
春秋航空	低成本	134	5	0	8.2



全服务航司机队在900架左右，体量是春秋航空的7倍；宽体机占比 11%-14%，主要用于国际远程航线，形成显著的网络覆盖优势。但近十年复合增速已由过往的 7%-10% 降至 2%-4%，扩张节奏明显放缓。

低成本航司机队仅134架，但近十年复合增速高达 13.1%，远超三大航；100%窄体机、全经济舱布局，单机座位多15%-20%，配合高飞机利用率和客座率，实现成本摊薄到高周转盈利的正向循环。

全服务航司凭借庞大的机队基数和宽体机网络形成规模优势，但扩张已进入存量优化阶段；而以春秋航空为代表的低成本航司以13.1%的十年复合增速正加速追赶与三大航的运力差距。两种扩张路径的本质差异，是“赚取时刻溢价”与“赚取规模红利”的商业模式分野。



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



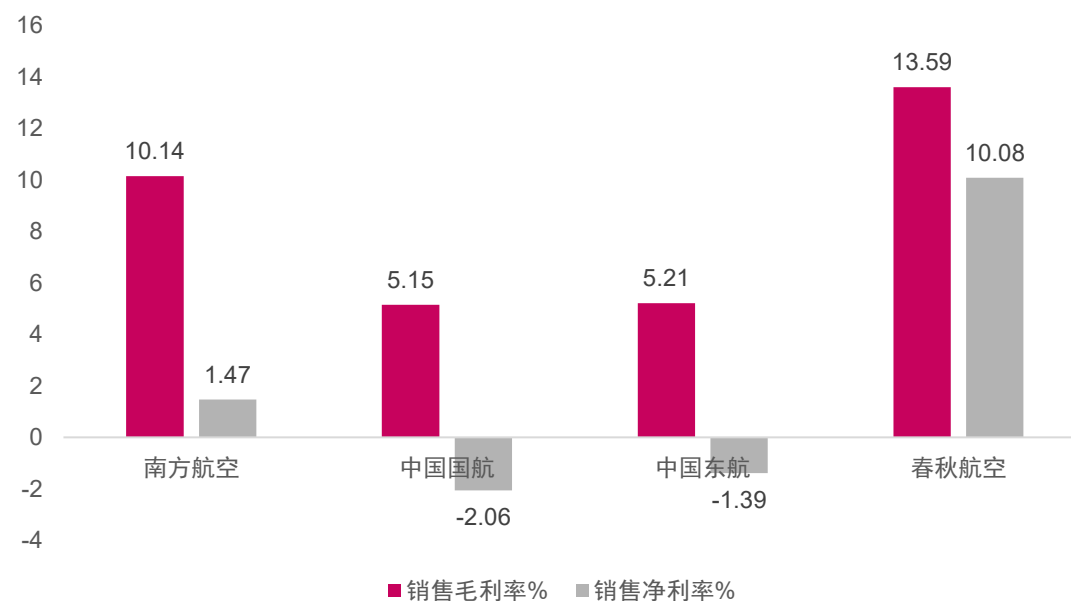
金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

数据来源：上市公司公告，金元证券研究所整理

4.3（2）全服务VS低成本全方位对比：盈利能力

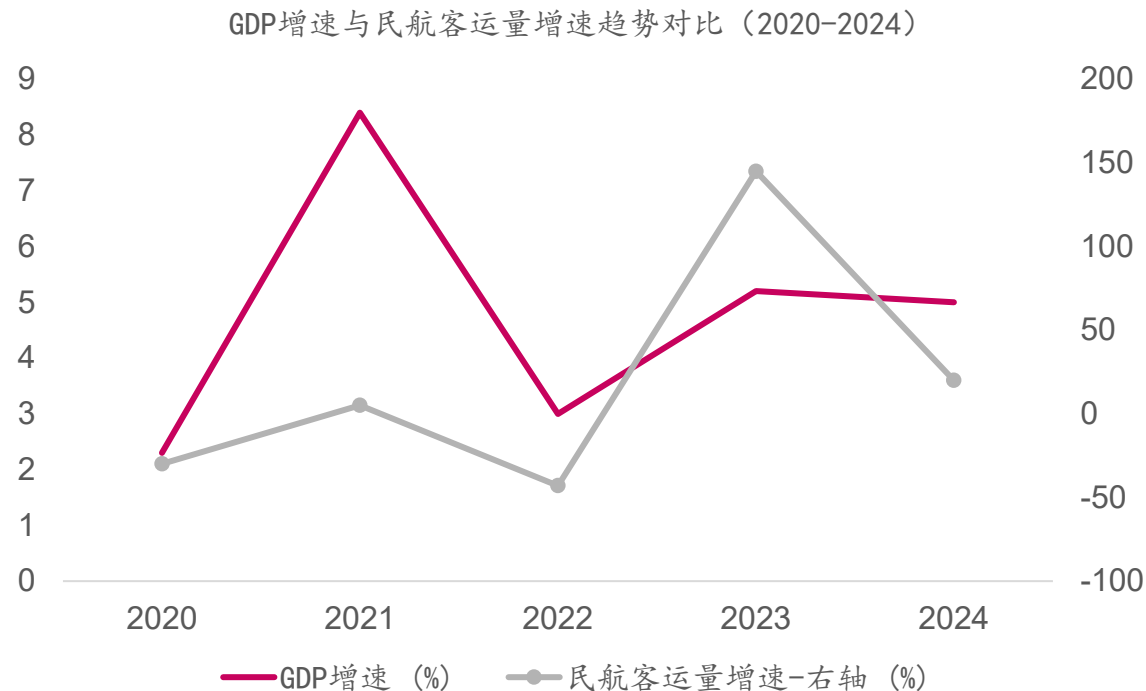
2025年春秋航空毛利率为13.59%的毛利率、净利率为10.08%，表现优于三大航；南方航空毛利率10.14紧随其后，但净利率仅1.47%，主要系南航有息负债规模庞大，利息支出极为刚性，且由于航空业代理费、系统分销费刚性、后台人员庞大；销售和管理费用的成本相对较高。而中国国航、中国东航毛利率仅5%左右，净利率为负，分别亏损17.70亿元和16.33亿元。

2025年航空行业面临“复苏不均衡+成本刚性+价格战激烈”的多重挑战，在“量增价减”的周期中，春秋航空凭借其LCC（Low-cost Carrier）模式，成本底线更低、资产结构更轻、对宽体机错配和汇率波动的暴露更小；其“降本幅度>降价幅度”形成盈利剪刀差，叠加国内市场出行景气度恢复，使其相对三大航的优势被放大至历史最高水平。当行业从“复苏溢价”进入“内卷折价”阶段，低成本航司的防御性优势被充分放大。



4.4 (1) 不同时期下的表现差异：宏观经济上行期

航空需求与GDP增长显著正相关。经济上行期，商务出行增加+居民消费升级，共同推动航空需求回暖。全服务航司因票价弹性和国际航线占比高，在复苏阶段受益更直接。



2020-2024完整经历了一轮“冲击→复苏”的完整周期：

2020年：新冠疫情首次爆发，GDP增速放缓至2.3%，民航客运量同比锐减36.7%。两条曲线同步“跳水”，反映出航空行业对突发事件的极端敏感性。

2021年：疫情得到阶段性控制，GDP反弹至8.4%，民航客运量同比转正。两者同步回升，但航空增速低于GDP增速，说明出行信心恢复滞后于经济数据。

2022年：国内多地封控，GDP回落至3.0%，民航客运量再度暴跌42.9%，创下历史最大年降幅。两条曲线再次同步下行，验证了航空是经济“温度计”的先行指标。

2023年：防疫政策优化，GDP增长5.2%，民航客运量因前一年低基数效应飙升146.1%。趋势方向与GDP完全一致且增速差拉大，体现航空业的爆发力。

2024年：经济进入常态化增长，GDP维持5.0%，民航客运量同比增长17.9%（旅客量达7.3亿人次），增速仍显著高于GDP，表明居民出行消费韧性充足。

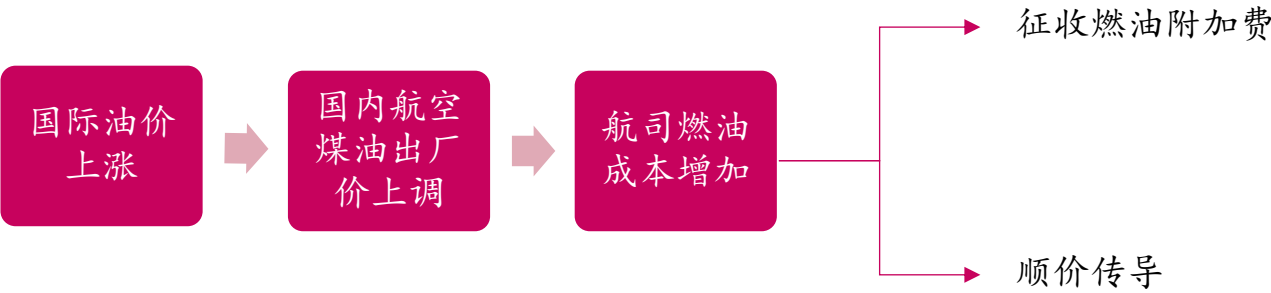
核心结论：五年来，两条曲线的同向波动从未出现背离。经济上行期，航空需求不仅跟涨，而且涨得更快；经济下行期，航空需求跌幅也更深——这正是“高弹性行业”的典型特征。



4.4（2）不同时期下的表现差异：油价上涨期

航油成本是航空公司最大的单一成本项，占比约30%-35%。油价上涨直接推升运营成本，但不同商业模式应对能力差异显著。全服务航空公司成本刚性强，利润波动大；低成本航司通过高座位密度、新机型节油、辅营收入对冲等，展现出更强的抗风险能力。

	全服务航司	低成本航司
单位油耗	较高（座位密度低、宽体机多）	较低（全经济舱高密度布局，新机型）
成本传导能力	公商务航线可部分提价，但幅度有限	票价已很低，提价空间小，主要靠辅营对冲
燃油附加费	可部分转嫁，但国际航线附加费受限	同样可征收，但低价旅客敏感度高
利润冲击	弹性大，净利率下降明显	弹性小，仍能维持盈利
历史案例	2018年油价上涨周期，三大航净利率显著下滑	2022年油价高位，春秋仍实现盈利



4.4 (3) 差异表现总结

全服务航司与低成本航司在宏观经济上行和油价上涨两种周期中呈现出截然不同的表现特征。全服务航司凭借公商务客流的票价弹性和国际航线的高杠杆，在景气上行期业绩爆发力强；而低成本航司依靠极致的成本控制和超90%的高客座率，在油价上涨或需求疲弱阶段展现出更强的盈利韧性。两者本质上是两种不同的盈利逻辑：全服务赚的是“溢价”，低成本赚的是“效率”。

宏观经济
上行
期间

	全服务航司（三大航）	低成本航司（春秋等）
核心表现	票价弹性大，业绩高弹性	成本低、客座率高，盈利更稳
受益逻辑	商务需求恢复快，公商务旅客支付能力强，票价率先上涨。国际航线恢复贡献增量利润。	高客座率红利尽享，辅营收入同步增长，成本刚性小，利润释放快。
数据佐证	2025年三大航营收均同比增长，国航/东航/南航客运收入增幅2%-20%。	春秋2025年净利润居A股上市航司前列，客座率领先行业。

油价
上行
期间

	全服务航司（三大航）	低成本航司（春秋等）
核心表现	成本刚性强，利润波动大	抗风险能力强，盈利冲击小
受损逻辑	燃油成本占营业成本30%-35%，且难以通过提价完全传导；汇率、利率多重风险叠加。	单位耗油量更低；辅营收入对冲票价压力；通过燃油附加费机制部分转嫁。
数据佐证	2018-2019年油价上涨周期中，三大航净利率显著承压。	2022年油价高位时春秋仍实现盈利，三大航则大幅亏损。



五、当下关注机会与相关公司



www.jyzq.cn



全国统一客服电话：95372

此文件版权归金元证券股份有限公司所有，未经许可任何单位或个人不得复制、翻印。



金元证券股份有限公司
GOLDSTATE SECURITIES CO., LTD.

当下关注机会

一、地缘冲突事件带来布局窗口

- 由于3-4 月伊以冲突升级、霍尔木兹海峡封锁导致油价冲高，导致航司股价加速下跌，本轮回调始于 2026 年 1 月底至 2 月初的高点，截至 5 月 7 日，六大航 A 股回调幅度15-25%，H 股回调幅度25-35%，本轮回调幅度已达历史平均调整区间（15-30%），目前六大航的股价与P/E均处于历史较低水平，我们认为市场对于本轮的地缘冲突造成的油价危机已经充分定价。
- 而地缘风险恰恰提供了逆向投资窗口，建议密切跟踪原油价格走势、霍尔木兹海峡通航进展、暑期预售票价三个信号。若后续伊以冲突缓解，原油价格走低，叠加暑假需求旺盛，航空行业有望迎来“供需反转+成本缓解”的戴维斯双击，可期待民航股“成本修复→盈利修复→估值修复”的连贯链条。



当下关注机会

二、紧平衡下为行业供需改善提供持续支撑

- 今年以来航空运输需求复苏强劲，2026年前3个月累计旅客运输量1.98亿人次，同比增长6.49%，旅客周转量3.70亿人公里，同比增长9.58%；国内航线方面，前3个月累计旅客运输量1.77亿人次，同比增长6.09%，主要受到学校春假旅游、商务出行恢复的带动；国际航线方面，前3个月累计旅客运输量2082万人次，同比增长10.01%，主要受益于我国持续的对外免签的开放红利，目前已对50个国家实施了单方面免签，同29个国家全面互免签证。而供给方面，民航局实行航班时刻总量管理，核心机场（北上广深）时刻增量少，二线机场增量也较有限；而机队规模则受制于供应链瓶颈，飞机增量也同样受限。
- 在供需双重作用下，前3个月我国客座率分别为84%/87.2%/86.8%，分别同比提升1.2/1.8/3.4pct，处于历史高位。RPK与APK增速差也持续走高，分别为1.4%/2.4%/4.7%，体现出民航业正处于供需紧平衡状态，为行业供需改善提供持续支撑，也为航司从“以价换量”转向“量价齐升”的关键转折设下铺垫。



当下关注机会

三、走出票价“内卷”，兑现业绩弹性

- 中国航空运输协会牵头编制并发布了《中国航空运输协会航空客运自律公约》，由国内多家主要运输航空公司及行业专家共同参与制定，是民航业响应国家综合整治“内卷式”竞争的首个行业性自律文件，旨在走出票价“内卷”，是航司摆脱“价格竞争”的重要信号。
- 2026年清明和五一假期，航司裸票价、含税票价均进行了较大幅度的提价。在此基础上，2026年春假&清明期间，民航旅客运输量达1209万人次，同比增长5.3%；而五一假期民航旅客量约1056.8万人次，日均约211.4万人次，同比2025年下降5.2%，而考虑到受多省春假带动，客流高峰明显前移对“五一”期间出行需求形成分流，且叠加航油成本上升等因素，这个降幅仍在可接受范围内。总体来看，航司的提价进程较为顺利，有望消化部分油价上涨的压力，价格提升并未大幅挫伤旅客出行的旺盛需求。

清明&春假假期机票平均价格情况

	2019 年清明 假期均价	2025 年清明 假期均价	2026 年清明 假期均价	2026 vs 2019	2026 vs 2025
裸票价	645	592	660	+2.4%	+11.6%
含税票价	692	674	722	+4.4%	+7.1%

五一假期机票平均价格情况

	2019 年五一 假期均价	2025 年五一 假期均价	2026 年五一 假期均价	2026 vs 2019	2026 vs 2025
裸票价	749	811	878	+17.3%	+8.2%
含税票价	794	878	1000	+25.9%	+13.9%

- 而从一季度六大航的财务情况来看，行业也正走出“旺丁不旺财”的困境。六大航一季报中均实现了归母净利润的盈利，各航司的销售净利率在4%-16%左右，平均值为7.67%，也体现出在供需改善、价格“反内卷”的背景下，有望加速航司的盈利能力修复。

六大航 一季报 摘要：	南方航空	中国国航	中国东航	海航控股	春秋航空	吉祥航空
归母净利润（百万元）	1,481	1,714	1,633	1,725	983	441
销售净利率（%）	4.50	4.03	4.64	9.27	16.19	7.36



相关上市公司

春秋航空（601021.SH，未评级）：廉航优秀代表，攻守兼备

- 作为国内低成本航空龙头，公司具备成熟的低成本运营模式，凭借单一机型结构、高飞机利用率、精细化成本管控构筑深厚经营壁垒，客座率长期稳居行业高位，盈利韧性突出。聚焦国内干线及东南亚休闲航线，充分受益居民旅游出行需求复苏，经营稳健性强，估值具备明显安全边际。

中国国航（601111.SH/0753.HK，未评级）：国际线复苏龙头，价值低估

- 作为国内载旗航司，依托北京首都机场核心枢纽稀缺时刻资源，国际远程航线网络布局完善，国际线收入占比位居行业前列，深度受益跨境出行放开、免签政策落地及国际航线供需格局优化；高端公商务客源基础扎实，票价韧性更强，在行业复苏周期中业绩与估值修复弹性充足，是把握国际线复苏红利的核心标的。



风险提示

地缘政治扰动风险

美伊局势不明朗，双方谈判仍需多轮摩擦，霍尔木兹海峡若持续封闭，油价将维持高增，为航司带来成本压力。

需求恢复不及预期

航空运输需求与GDP增速、商务活动强度及居民可支配收入高度正相关。若国内经济复苏不及预期，或全球贸易环境恶化压制商务出行与跨境旅游，导致客座率与票价双承压，盈利修复节奏延后。

汇率波动风险

民航业美元负债及境外采购、租赁、维修支出规模较大，人民币若持续贬值，将产生大额汇兑损失，侵蚀航司利润，加重财务压力。

投资评级说明

金元证券股票投资评级标准：

买入：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 15%以上；

增持：预期未来 6 个月内股价收益率超越沪深 300 指数的涨跌幅 5%~15%；

中性：预期未来 6 个月内股价收益率相对沪深 300 指数涨跌幅差异在-5%~+5%之间；

减持：预期未来 6 个月内股价收益率弱于沪深 300 指数的涨跌幅 5%以上。

金元证券行业投资评级标准：

强于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内超越沪深 300 指数表现；

中性：预期行业相关指数在未来 6 个月内基本与沪深 300 指数表现持平；

弱于大市：预期行业相关指数在未来 6 个月内明显弱于沪深 300 指数表现。



免责声明

本报告由金元证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被金元证券认为可靠，但金元证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，金元证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，金元证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

金元证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。金元证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。金元证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，金元证券可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到金元证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为金元证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

