



航空业三季报综述：客座率维持较高水平，燃油成本下降利好航司业绩

2025年11月6日

看好/维持

交通运输

行业报告

分析师

曹奕丰 电话：021-25102904 邮箱：caoyf_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050005

投资摘要：

业绩概览：客座率维持较高水平，燃油成本下降利好航司业绩

25年二季度以来，航空板块业绩有一定好转。25Q3 三大航扣非后盈利合计 102.7 亿，较 24Q3 的 91.9 亿有所提升。前三季度，三大航扣非后盈利合计 44.7 亿元，较去年同期扣非后合计亏损 6.8 亿元有显著改善。经营净现金流方面，三大航 Q3 经营净现金流合计 506.1 亿元，明显高于 24 年同期的 398.9 亿元。Q1-Q3 三大航经营净现金流合计 953.3 亿元，也优于 24 年的 839.8 亿元。我们认为，今年 2-3 季度航司的经营端的同比改善主要得益于两方面，一方面是油价的相对优势，另一方面则是航司对票价的维护。

国内航线：反内卷背景下，供给端维持低增速

具体到国内航线，我们认为航司整体特别是大型航司在旺季的运力投放是较为收敛的。7-9 月大型航司（三大航加海航）合计运力投放的同比增速分别是 2.7%、1.8% 和 1.6%，呈现明显的低增长特点。中型航司中，春秋运力增长较为明显，吉祥受限于发动机短缺问题，运力投放受限较为严重。我们认为反内卷在行业供给端的管控上发挥了较为积极的作用。

客座率方面，Q3 大航客座率同比涨幅低于 Q1 与 Q2，特别是 7-8 月客座率同比提升幅度较低，但 9 月同比涨幅回升。我们认为大航目前的机票销售策略中还是会优先保障较高的客座率水平，但在旺季客座率本就高的情况下，提升票价所带来的收益会明显高于继续提升客座率，故航司在旺季并未追求更高的客座率水平。

国际航线：运力投放基本进入稳态，东南亚部分航线偏弱

国际航线方面，根据航班管家的数据，三季度我国通航国家中，日韩泰位列前三，其中日韩恢复程度较高，泰国航班恢复率较低。航班量前 20 的航线中，美国航线的恢复率最低，不到 30%。

25 年以来，大航国际航线运力投放增速明显放缓，国际线运营逐步进入稳态。中美航线的恢复可能会需要一个较为漫长的过程，长航线的部分缺失导致宽体机运力依旧会存在一定的过剩。但经过一年多的持续调整，新的运力平衡逐步形成，航司正在逐步克服运力过剩带来的问题，例如可以发现航司国际客座率 24 年出现季节性大幅波动，但今年波动幅度明显收窄。

飞机引进：三大航飞机引进基本符合计划，预计运力增速高于前两年

供给方面，我们预计今年三大航机队架次增速会高于前两年。前三季度，三大航合计引进飞机 118 架，占全年计划引进的 61%，预计全年飞机引进数量略低于计划引进，未出现 20-24 年计划引进明显低于实际引进的情况。1-9 月飞机实际退出 47 架，占全年计划退出数量的 59%，四季度淡季适合运力退出，故预计全年飞机退出数量也基本符合计划水平。综合实际引进与退出的情况，今年三大航飞机架次净增会高于前两年，主要系前两年实际引进明显低于计划引进，但今年基本符合计划数量，预计三大航全年机队架次净增在 4% 左右水平。

投资建议：走势略弱于大盘，短期关注 Q4 边际改善

行业走势上看，25 年年初以来，航空业走势弱于大盘，进入四季度后航空业出现补涨。我们认为航空业 Q2 以来基本面逐步改善，叠加低油价与行业反内卷，带来了四季度市场预期的改善。目前三大航市值处于历史中枢水平附近，我们认为市场短期会重点关注四季度的边际改善。去年 Q4 行业大幅亏损，基本抹去了旺季的盈利。今年在反内卷的大背景下，行业维持票价稳定的难度降低，四季度有望显著减亏，其中三大航边际改善的空间更大。

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。

目 录

1. 业绩概览：客座率维持较高水平，燃油成本下降利好航司业绩.....	4
2. 国内航线：运力投放维持低增速	6
3. 国际航线：运力投放基本进入稳态，东南亚部分航线偏弱.....	7
4. 飞机引进：三大航飞机引进基本符合计划，预计运力增速高于前两年	10
5. 估值水平与投资建议：走势略弱于大盘，短期关注 Q4 边际改善.....	11
6. 风险提示	12
相关报告汇总	13

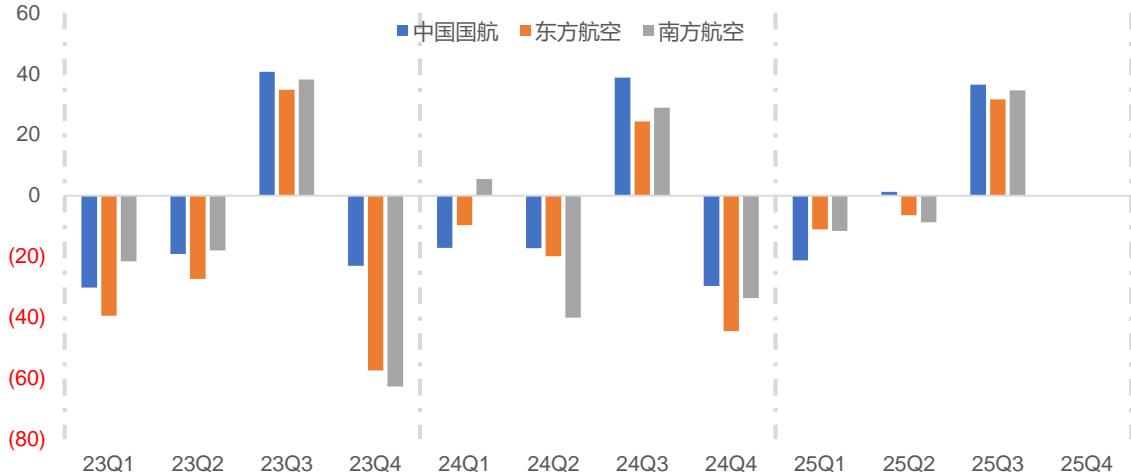
插图目录

图 1：Q2 开始三大航经营压力有所改善，Q3 扣非净利润合计略高于去年同期（扣非归母净利润，亿元）	4
图 2：Q3 三大航经营净现金流表现整体优于 24 年同期（亿元）	4
图 3：前三季度航司客座率整体高于去年同期	5
图 4：前三季度燃油成本较去年同期有优势（元/吨）	5
图 5：Q3 三大航国内线客公里收益同比略降（元/客公里）	5
图 6：Q3 春秋吉祥国内航线客公里收益同比略降（元/客公里）	5
图 7：三大航 Q3 扣油后座公里收益同比略升（元/座公里）	6
图 8：吉祥 Q3 扣油座收同比基本持平，春秋略降（元/座公里）	6
图 9：24 年以来大航国内航线运力投放增速维持较低水平（百万客公里）	6
图 10：吉祥国内运力投放增速下行，春秋提升较明显（百万客公里）	6
图 11：Q3 大航国内客座率同比提升幅度较低（%）	7
图 12：24 年以来春秋与吉祥国内客座率维持在较高水平（%）	7
图 13：25 年大部分航司国内客座率接近或超越 19 年同期（航司客座率同比 19 年，单位：pct）	7
图 14：东南亚航线偏弱，北美航线恢复程度依旧最差	8
图 15：东航 Q3 国际线客收略降（元/客公里）	8
图 16：春秋 Q3 国际航线客收略降（元/客公里）	8
图 17：大航国际线运力投放逐步进入稳态（百万客公里）	9
图 18：春秋吉祥国际航线投放趋于稳定（百万客公里）	9
图 19：大航国际客座率季节性波动减弱（%）	9
图 20：春秋吉祥国际线客座率季节性波动减弱（%）	9
图 21：东航 Q3 国际客座率高于 19 年同期，其余航司与 19 年较为接近（航司客座率同比 19 年，单位：pct）	9
图 22：以引进计划计算，25-27 三大航机队架次增速约 5%.....	10
图 23：宽体机增长基本停滞，增长主要是窄体机（单位：架）	10
图 24：三大航飞机实际引进基本符合计划（架次，浅色为计划，深色为实际， 25 年实际引进为 1-9 月数量）	10
图 25：三大航飞机实际退出基本符合计划（架次，浅色为计划，深色为实际， 25 年实际退出为 1-9 月数量）	11
图 26：25 年以来航空板块跑输上证，Q4 迎来补涨.....	11
图 27：目前三大航市值处于历史中枢附近（亿元）	12

1. 业绩概览：客座率维持较高水平，燃油成本下降利好航司业绩

25年二季度以来，航空板块业绩有一定好转。25Q3 三大航扣非后盈利合计 102.7 亿，较 24Q3 的 91.9 亿有所提升。前三季度，三大航扣非后盈利合计 44.7 亿元，较去年同期扣非后合计亏损 6.8 亿元有显著改善。

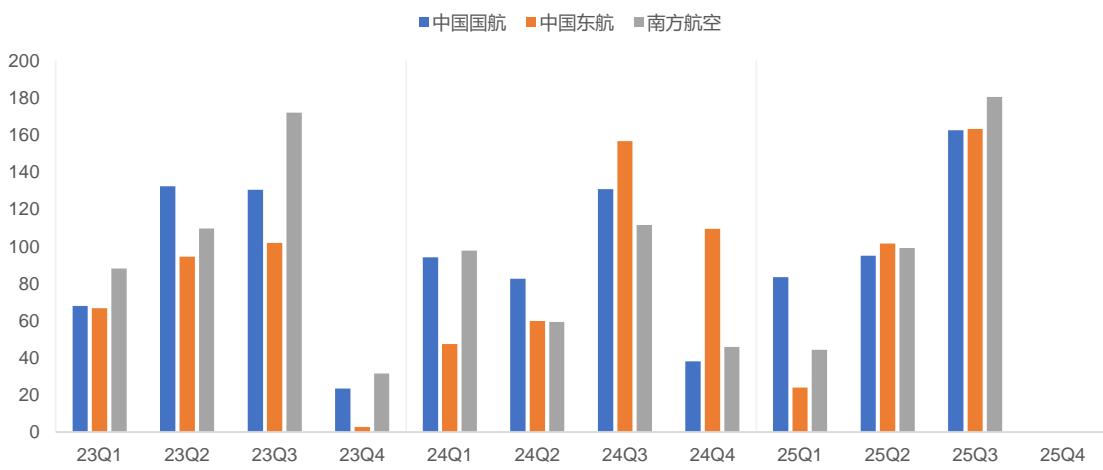
图1：Q2 开始三大航经营压力有所改善，Q3 扣非净利润合计略高于去年同期（扣非归母净利润，亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

经营净现金流方面，三大航 Q3 经营净现金流合计 506.1 亿元，明显高于 24 年同期的 398.9 亿元。Q1-Q3 三大航经营净现金流合计 953.3 亿元，也优于 24 年的 839.8 亿元。在经历了较为低迷的一季度后，二季度以来航司的现金流水平也有明显的好转。

图2：Q3 三大航经营净现金流表现整体优于 24 年同期（亿元）

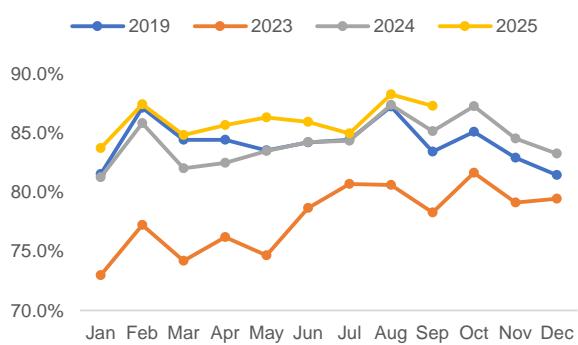


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

我们认为，今年 2-3 季度航司的经营端的改善，主要得益于两方面，一方面是油价的相对优势，另一方面则是航司对票价的维护。

我们认为航司有意识的维护机票价格，避免行业陷入价格内卷在当前需求相对偏弱的大环境中是非常重要的。以今年一季度的情况为例，我们会发现，在25Q1油价较24Q1有优势，客座率也较24年更高的情况下，航司业绩却不及24年同期，原因就是需求偏弱加上价格竞争，导致航司客公里收益同比降幅较大，也就是票价跌幅较大。

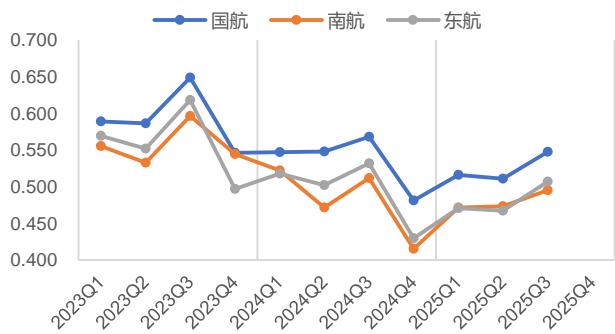
图3：前三季度航司客座率整体高于去年同期



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

显然，航司在Q2和Q3致力于维护价格稳定。Q3航司的客公里收益水平较去年同期也是略有下降的，但由于行业处于反内卷的大环境下，运力投放较为克制，价格竞争有所缓和，航司单位收入的降幅低于单位成本的降幅，因此盈利能力得到了一定提升。

图5：Q3三大航国内线客公里收益同比略降（元/客公里）

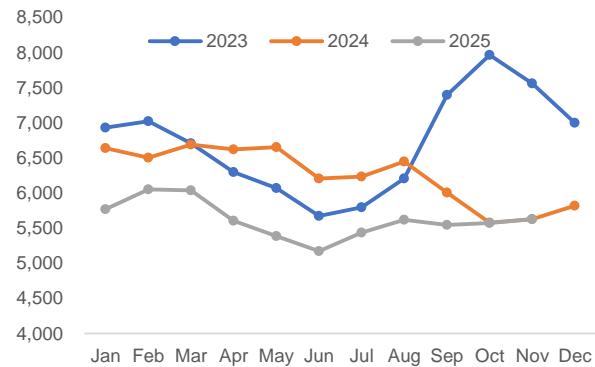


资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

注：客公里收益的季度数据为估计值

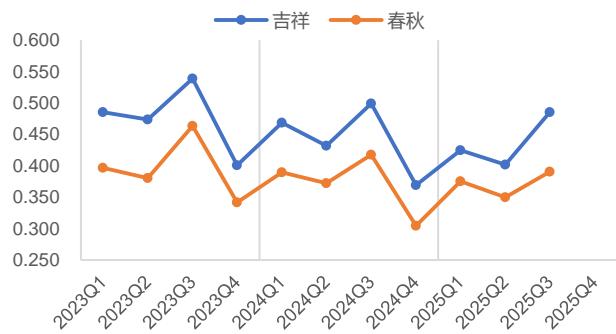
可以看到，虽然Q3航司客公里收入略降，也就是票价略有下降，但大型航司在扣除燃油成本后的座公里收益是略有提升的。值得注意的是春秋与吉祥Q3的表现偏弱，我们认为吉祥主要受限于A320发动机维修带来的运营效率下降，春秋则受限于其投放占比较高的东南亚市场今年机票价格走弱。

图4：前三季度燃油成本较去年同期有优势（元/吨）



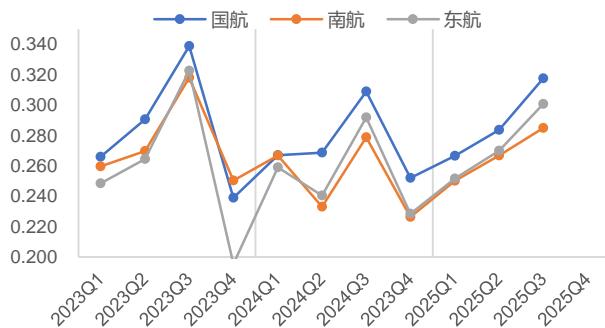
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图6：Q3春秋吉祥国内航线客公里收益同比略降（元/客公里）



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

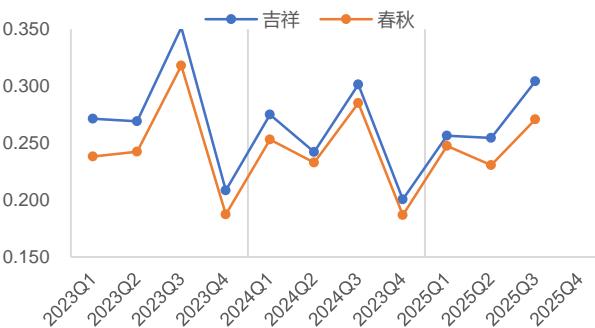
图7：三大航 Q3 扣油后座公里收益同比略升（元/座公里）



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

注：扣除燃油成本的座公里收益的季度数据为估计值

图8：吉祥 Q3 扣油后座公里收益同比基本持平，春秋略降（元/座公里）

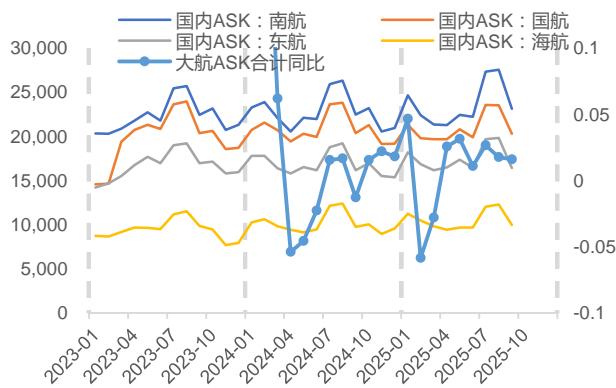


资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

2. 国内航线：运力投放维持低增速

具体到国内航线，我们认为航司整体特别是大型航司在旺季的运力投放是较为收敛的。7-9月大型航司（三大航加海航）合计运力投放的同比增速分别是2.7%、1.8%和1.6%，呈现明显的低增长特点。中型航司中，春秋运力增长较为明显，吉祥受限于发动机短缺问题，运力投放受限较为严重。

图9：24年以来大航国内航线运力投放增速维持较低水平（百万客公里）



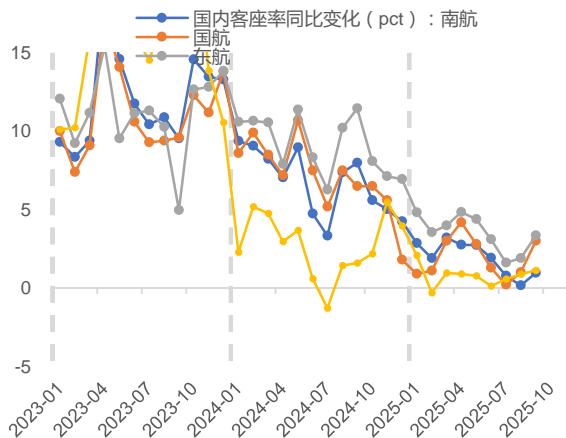
资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图10：吉祥国内运力投放增速下行，春秋提升较明显（百万客公里）

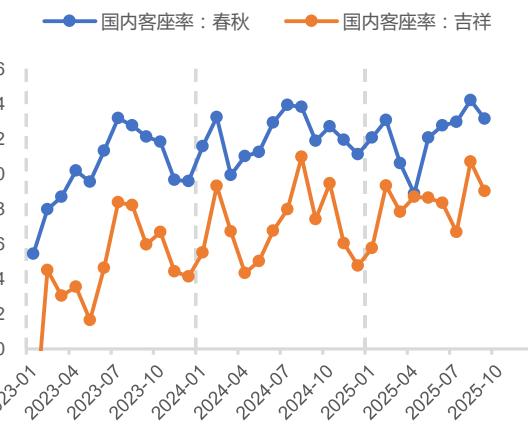


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

客座率方面，Q3 大航客座率同比涨幅低于 Q1 与 Q2，特别是 7-8 月客座率同比提升幅度较低，但 9 月同比涨幅回升。我们认为大航目前的机票销售策略中还是会优先保障较高的客座率水平，但在旺季客座率本就高的情况下，提升票价所带来的收益会明显高于继续提升客座率，故航司在旺季并未追求更高的客座率水平。

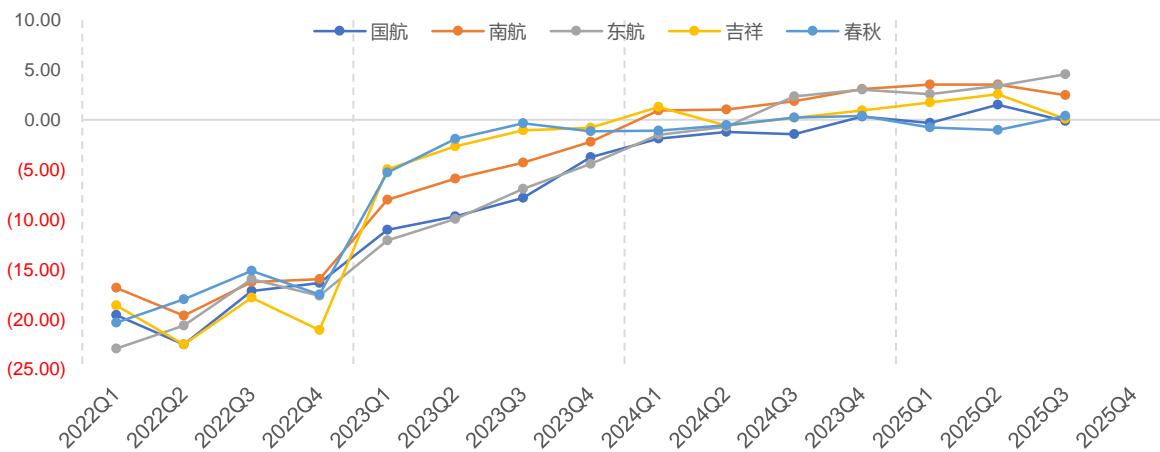
图11：Q3 大航国内客座率同比提升幅度较低（%）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图12：24 年以来春秋与吉祥国内客座率维持在较高水平（%）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

从较长的维度来看，大部分航司 25 年的客座率水平已经接近或超越疫情前水平，当前行业客座率水平较高。但受限于偏低的票价水平，三大航的盈利能力还未完全恢复。这种情况下，反内卷对于行业票价端的维稳和提升有较为重要的意义。

图13：25 年大部分航司国内客座率接近或超越 19 年同期（航司客座率同比 19 年，单位：pct）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

3. 国际航线：运力投放基本进入稳态，东南亚部分航线偏弱

国际航线方面，根据航班管家的数据，三季度我国通航国家中，日韩泰位列前三，其中日韩恢复程度较高，泰国航班恢复率较低。航班量前 20 的航线中，中美航线的恢复率最低，不到 30%。

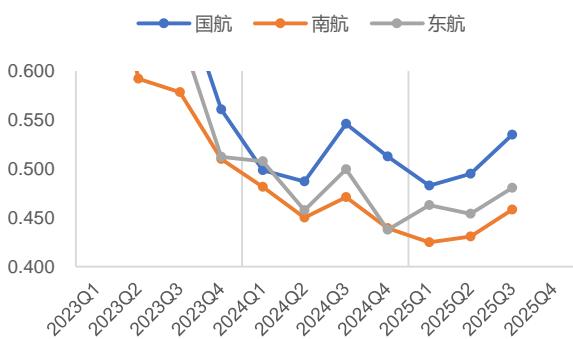
图14：东南亚航线偏弱，北美航线恢复程度依旧最差



资料来源：航班管家，东兴证券研究所

客收方面。虽然今年国际线客收较去年同期略降，但考虑到运力投放的持续恢复，以及油价水平的下降，预计 Q3 国际线对航司的实际贡献整体优于去年。上市航司中，相对来说东航与春秋的客收下滑幅度略大，我们认为与其航线结构有关，即占比较高的日韩及部分东南亚航线需求表现偏弱或供给过量，导致了收益的下滑。

图15：东航 Q3 国际线客收略降（元/客公里）



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

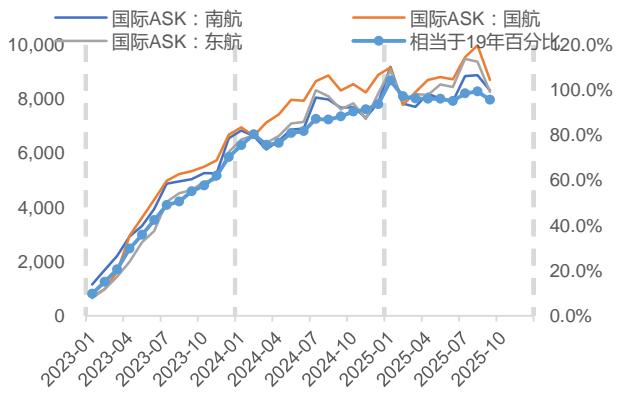
注：客公里收益的季度数据为估计值

25 年以来，大航国际航线运力投放增速明显放缓，国际线运营逐步进入稳态。中美航线的恢复可能会需要一个较为漫长的过程，长航线的部分缺失导致宽体机运力依旧会存在一定的过剩。但经过一年多的持续调整，新的运力平衡逐步形成，航司正在逐步克服运力过剩带来的问题。

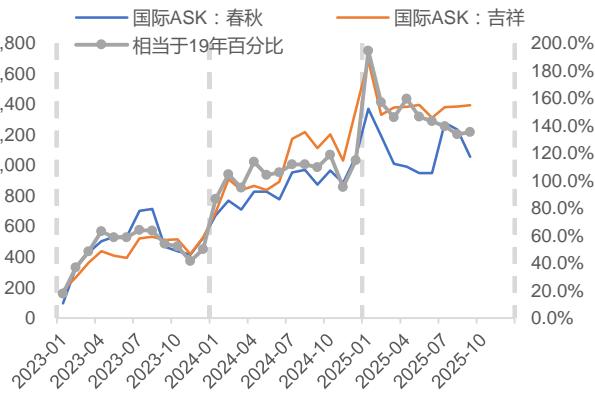
图16：春秋 Q3 国际航线客收略降（元/客公里）



资料来源：上市公司公告，东兴证券研究所

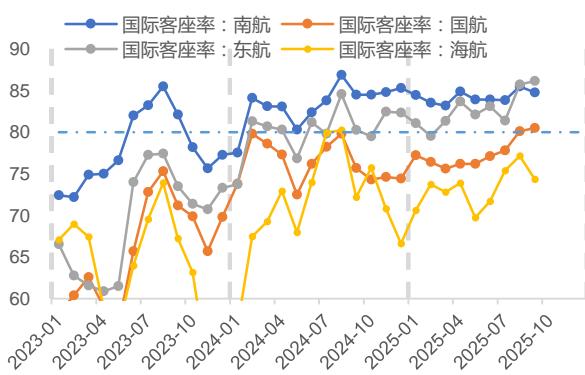
图17：大航国际线运力投放逐步进入稳态（百万客公里）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图18：春秋吉祥国际航线投放趋于稳定（百万客公里）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

客座率方面，航司国际客座率虽然依旧存在季节性波动，但波动幅度较 24 年明显收窄。8-9 月为国际线旺季，大航客座率维持在较高水平。春秋吉祥国际航线旅游出行需求占比较高，故 9 月开学后需求有所回落，客座率下降。

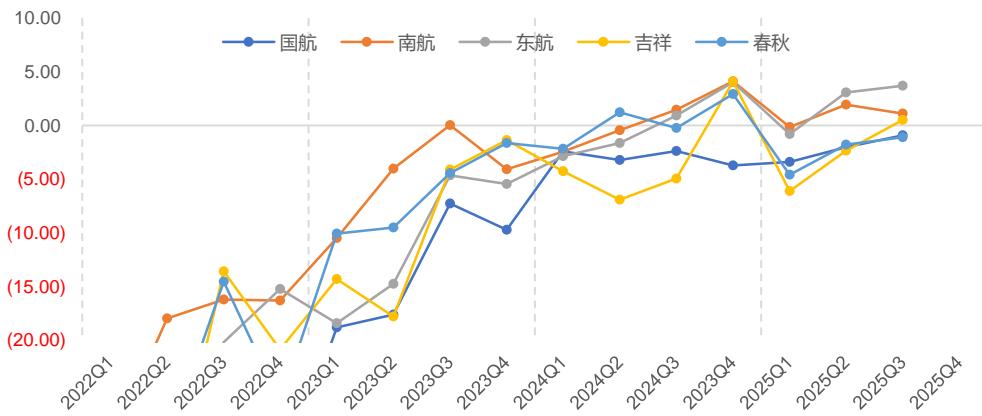
图19：大航国际客座率季节性波动减弱（%）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

图20：春秋吉祥国际线客座率季节性波动减弱（%）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

与 19 年同期对比看，除东航 Q3 国际客座率明显高于 19 年同期外，其余航司 Q3 客座率水平较为接近 19 年同期。

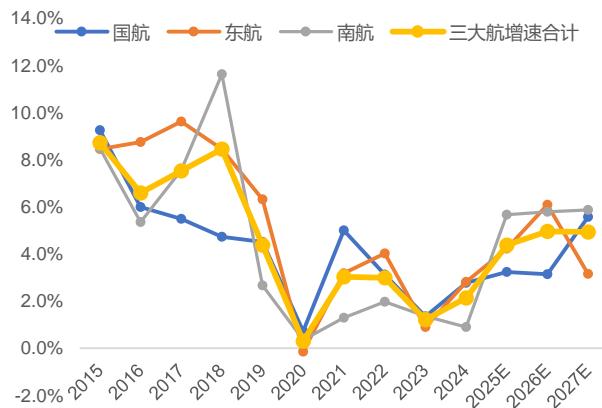
图21：东航 Q3 国际客座率高于 19 年同期，其余航司与 19 年较为接近（航司客座率同比 19 年，单位：pct）


资料来源：同花顺，东兴证券研究所

4. 飞机引进：三大航飞机引进基本符合计划，预计运力增速高于前两年

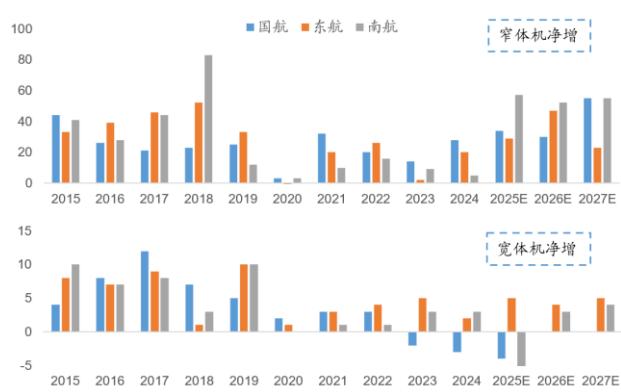
供给方面，我们预计今年三大航机队架次增速会高于前两年。从直观的计划引进上看，25年三大航合计计划引进飞机194架，合计退出79架。机队架次净增约4.4%，增速高于23与24年。引进飞机以窄体机为主，宽体机数量较少。

图22：以引进计划计算，25-27三大航机队架次增速约5%



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

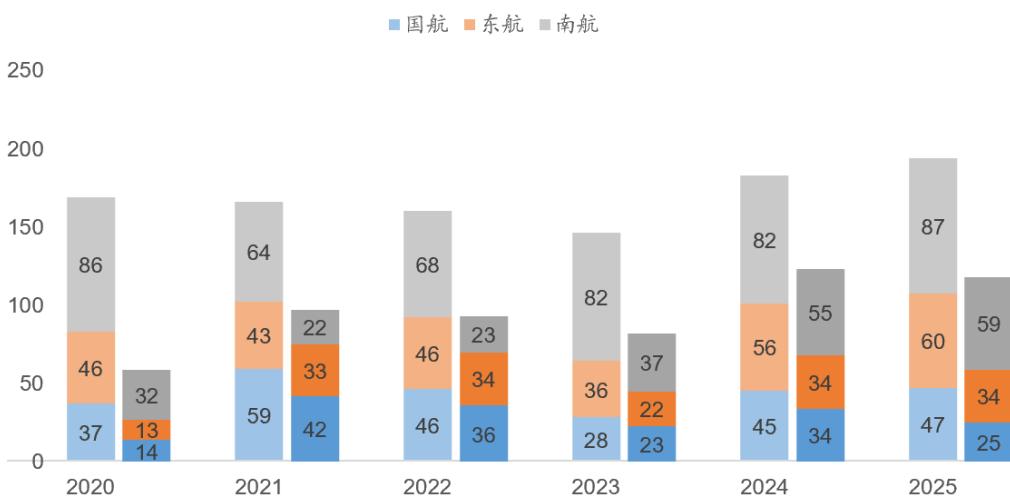
图23：宽体机增长基本停滞，增长主要是窄体机（单位：架）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

从实际引进层面看，今年实际的飞机引进数量或略低于计划数。前三季度，三大航合计引进飞机118架，占全年计划的61%，预计全年飞机引进数量略低于计划引进，不会出现20-24年计划引进明显低于实际引进的情况。

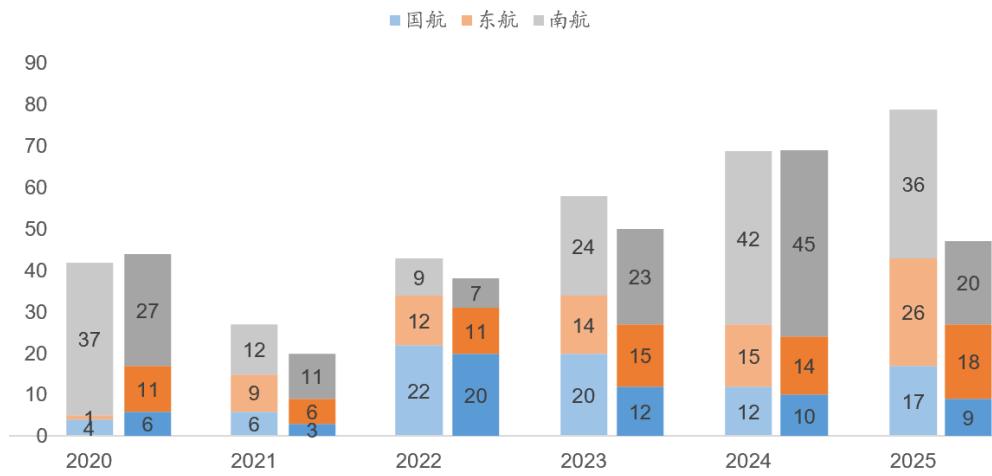
图24：三大航飞机实际引进基本符合计划（架次，浅色为计划，深色为实际，25年实际引进为1-9月数量）



资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

飞机退出方面，可以看到25年三大航计划退出合计79架，1-9月飞机实际退出47架，占计划退出数量的59%，由于四季度为淡季，适合运力退出，预计全年飞机退出数量基本符合计划水平。

图25：三大航飞机实际退出基本符合计划（架次，浅色为计划，深色为实际，25年实际退出为1-9月数量）



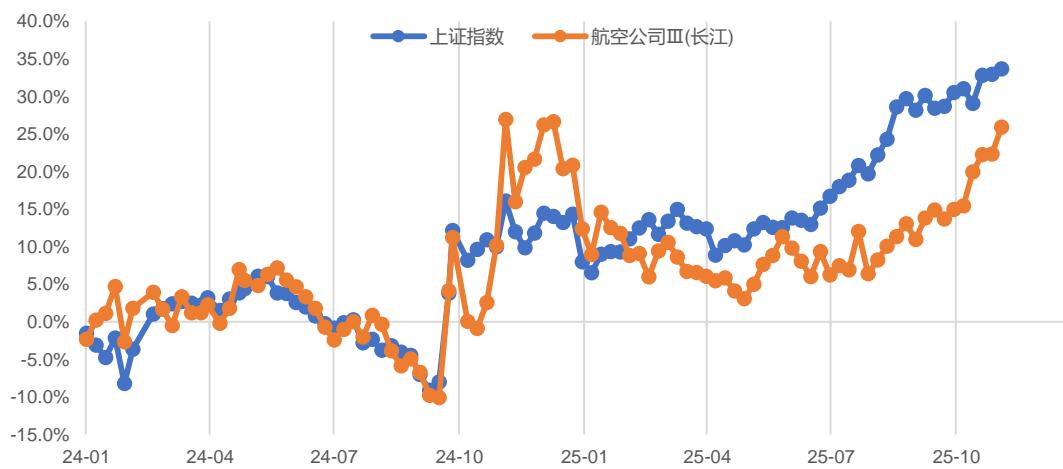
资料来源：上市公司年报，东兴证券研究所

目前来看，综合实际引进与退出的情况，今年三大航飞机架次净增会高于前两年，主要系前两年实际引进明显低于计划引进，但今年会基本符合计划数量，预计三大航全年机队架次净增在4%左右水平。

5. 估值水平与投资建议：走势略弱于大盘，短期关注Q4边际改善

行业走势上看，25年年初以来，航空业走势弱于大盘，进入四季度后航空业出现补涨。我们认为航空业Q2以来基本面逐步改善，叠加低油价与行业反内卷，带来了四季度市场预期的改善。

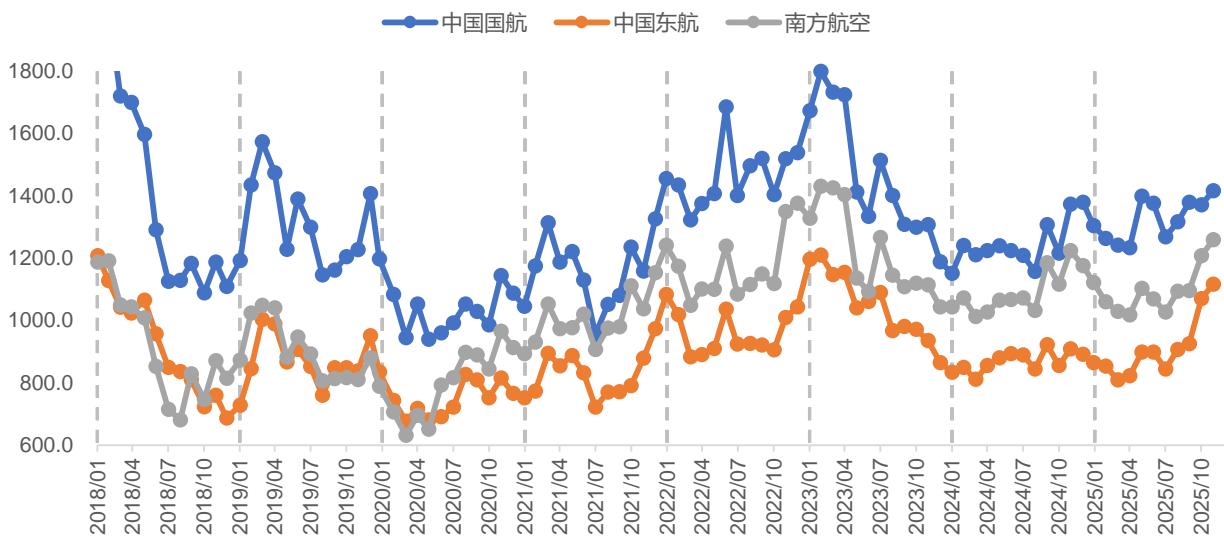
图26：25年以来航空板块跑输上证，Q4迎来补涨



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

目前三大航市值处于历史中枢水平附近，我们认为市场短期会重点关注四季度的边际改善。去年Q4行业大幅亏损，基本抹去了旺季的盈利。今年在反内卷的大背景下，行业维持票价稳定的难度降低，四季度有望显著减亏，其中三大航边际改善的空间更大。

图27：目前三大航市值处于历史中枢附近（亿元）



资料来源：同花顺，东兴证券研究所

6. 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。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	快递 9 月数据点评：通达系单票收入继续回升	2025-10-24
行业普通报告	航空机场 9 月数据点评：客座率整体维持较高水平，国际线同比提升明显	2025-10-17
行业深度报告	高速公路：高股息个股超跌或带来配置机会	2025-09-24
行业普通报告	快递 8 月数据点评：反内卷遏制以价换量，通达系单票收入明显回升	2025-09-22
行业普通报告	航空机场 8 月数据点评：供给低增长，客座率环比改善	2025-09-17
行业普通报告	快递 7 月数据点评：反内卷力度超预期，助力价格战逐步缓和	2025-08-21
行业普通报告	航空机场 7 月数据点评：客座率环比略降，静待反内卷政策推进	2025-08-19
行业深度报告	港口行业专题报告：从财务指标出发看港口分红提升潜力	2025-08-02
行业普通报告	快递 6 月数据点评：业务量增速分化明显，关注反内卷后续影响	2025-07-22
行业普通报告	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	2025-07-17
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：宣广全线贯通带动收入高增，三季度业绩略超预期	2025-11-04
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：价格竞争导致 Q2 盈利承压，下半年有望逐步修复	2025-09-12
公司普通报告	皖通高速 (600012.SH)：收入稳健增长，下半年重点关注宣广车流恢复	2025-08-29
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：价格战导致盈利小幅下降，成本端优化明显	2025-08-28
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：平临高速贡献利润增量，折旧摊销增长在预期内	2025-08-19
公司普通报告	中通快递-W (02057.HK)：价格战导致收入端承压，份额增长依旧是经营重心	2025-05-22
公司普通报告	圆通速递 (600233.SH)：盈利短期承压，优化服务提升长期竞争力	2025-05-06
公司普通报告	越秀交通基建 (01052.HK)：平临高速将增厚 25 年业绩，收费权摊销略高于预期	2025-03-17

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

曹奕丰

复旦大学数学与应用数学学士，金融数学硕士，9年投资研究经验，2015-2018年就职于广发证券发展研究中心，2019年加盟东兴证券研究所，专注于交通运输行业研究。

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不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23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