



港股研究 | 公司深度 | 国泰航空 (00293.HK)

香江之翼，万里乘风

报告要点

当我们纵览全球航空市场，会惊奇地发现尽管各地困境类似，但 2023 年以来国泰航空的盈利恢复程度一骑绝尘：2024 年国泰航空的归属净利润已经远超 2019 年水平，且单公里收益相较 2019 年同比增长 34%，远远领先全球范围内上市的其他航司。而与大陆上市的航司相比，国泰航空的优势则更为突出：2025 年大陆航司整体仍然面临亏损，而国泰航空盈利则创造十年历史新高；同时，2022-2025 年国泰航空股价累计收益率达到 124%。同一片星空下，何以成就如此不一样的航空？

分析师及联系人



韩轶超

SAC: S0490512020001

SFC: BQK468



赵超

SAC: S0490520020001



张银晗

SAC: S0490520080027

香江之翼，万里乘风

引言：同一片星空下，不一样的航空

当我们纵览全球航空市场，会惊奇地发现尽管各地困境类似，但**2023年**以来国泰航空的盈利恢复程度一骑绝尘：**2024年**国泰航空的归属净利润已经远超**2019年**水平，且单公里收益相较**2019年**同比增长**34%**，远远领先全球范围内上市的其他航司。而与大陆上市的航司相比，国泰航空的优势则更为突出：**2025年**大陆航司整体仍然面临亏损，而国泰航空盈利则创造十年历史新高；同时，**2022-2025年**国泰航空股价累计收益率达到**124%**。**同一片星空下，何以成就如此不一样的航空？**

国泰航空：香江之翼，最国际化的中国航司

国泰航空成立于**1946年**，在战后物资运输需求中应运而生。1948年，太古集团成为公司第一大股东，英资企业历史悠久，清朝时期即参与对华贸易，深耕中国市场，英国太古集团有限公司为上市公司实控人。第二大股东为中国国航，国泰与国航采用交叉持股的方式深度绑定二十载，从“纯英资”到“央企参股”，迎合时代发展浪潮，互为双方的长期战略盟友，股权绑定与网络协同为核心。国泰航空属于亚洲区域中大型航司，现役机队规模达到**237架**，资产质地领先，客货并重，兼具多样化的特征；航网以洲际航线为主，作为全球核心的中转枢纽航司，承接大陆外溢需求。**落地业务，国泰航空以客运为主、货运为支柱、其他为补充；2023年开始经营走向复苏，2025年公司净利率达到9.3%，盈利创十年新高。**

“特区”的沃土：垄断，国际与多元化

何以成就如此不一样的航空：国泰航空独有的垄断、特区以及多元化，是我们最终的答案。首先，**区性强垄断是国泰航空最核心的优势，赋予公司领先其他航司的议价能力。**与其他区域多家航司势均力敌、激烈竞争的格局不同，国泰航空通过收并购实现了对香港市场强势垄断，**2024年**公司客运量占比达到**87%**，使得国泰具备极强的话语权，提价能力远远领先其他可比市场。其次，**香港依据独特的特区地位，衔接中国大陆与全球市场，2023年开始在大陆远程洲际航线供给不足背景下，出行需求逐步外溢至香港市场，国泰航空显著获益。**此外，**相较于大陆航司，国泰航空资产更为丰富，业务更为多样化。**除运营传统的客运业务外，公司独立运营**34架**宽体货机，全球航空货运行业景气度持续攀升，使得公司的货运业务在**2020-2022年**兜底安全边际，抚平客运业务的波动性；**2023年**后贡献利润增量，推升公司盈利峰值。最后，国泰航空保持多元业务对冲主业波动，推进油价套保兜底风险，盈利更具有稳定性。

盛放的“紫荆花”：桥梁，想象力和高分红

展望未来：首先，在全球经贸格局重构、内地企业全球化布局加速的背景下，**香港作为大陆对接世界、企业出海布局的中转枢纽定位持续强化，为国泰航空持续提供成长的沃土。**其次，随着香港国际机场三跑道系统全面启用，区域航空产能进入充裕周期，机场扩产与时刻供给持续释放，为粤港澳大湾区航空物流、跨境出行、产业联动提供充沛运力支撑，也为国泰航空的发展打造联通世界的关键航空通道。最后，国泰航空在手订单充裕，现金流快速增长，**机队持续扩张夯实中长期成长动能，分红注销提升股东回报，长期看，国泰航空成长有支撑、分红有确定性、股本优化增厚价值，兼具成长与确定。**

风险提示

1、宏观经济波动；2、资本开支风险；3、油价大幅波动风险；4、汇率大幅波动风险。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价 (HKD) 12.63

注：股价为2026年5月26日收盘价

相关研究



更多研报请访问
长江研究小程序

目录

引言：同一片星空下，不一样的航空.....	7
国泰航空：香江之翼，最国际化的中国航司.....	8
大股东历史悠久，与国航深度绑定二十载.....	9
中大型航司，打造全球领先中转枢纽网络.....	12
客货运输为基石，盈利创十年新高.....	13
“特区”的沃土：垄断，国际与多元化.....	16
垄断香港市场：一家独大，强势议价.....	16
特区独特地位：衔接中外市场，承接外溢需求.....	18
资产丰富：有独立货机，机队多元化.....	20
业务多样化：多元对冲波动，套保兜底风险.....	22
盛放的“紫荆花”：桥梁，想象力和高分红.....	24
香港定位强化：企业出海，大陆与世界的“桥梁”.....	24
区域产能充裕：香港机场扩产，时刻供给释放.....	26
共享成长确定：机队扩张成长性，分红兜底确定性.....	28
风险提示.....	31

图表目录

图 1：全球视野下，国泰航空的盈利以及票价改善幅度一骑绝尘.....	7
图 2：相较大陆航司，国泰航空的股价走势一骑绝尘.....	8
图 3：相较大陆航司，国泰航空的业绩改善更为明显.....	8
图 4：全球视野下，国泰航空的股价走势表现亮眼.....	8
图 5：1946 年以来，国泰航空的发展历史.....	9
图 6：根据公司官网披露，随着国泰航空对于卡塔尔航空持有股权回购完成后，目前公司大股东持股情况.....	10
图 7：太古集团涉及六大业务板块.....	10
图 8：太古集团涉及六大业务板块.....	10
图 9：中国国航对国泰航空的持股比例变化.....	11
图 10：国泰航空对中国国航的持股比例变化.....	11
图 11：收购前，中航兴业是港龙航空的第一大股东.....	12
图 12：2020 年国泰航空重整中各大股东注资情况.....	12
图 13：1998 年以来国泰航空的机队总规模以及同比增速.....	12
图 14：1998 年以来国泰航空的机队规模构成.....	12
图 15：2025 年国泰航空不同机型结构占比.....	13
图 16：国泰航空集团机队平均机龄情况.....	13
图 17：2025 年国泰航空客运服务按地区划分 ASK 占比.....	13
图 18：2025 年国泰航空除香港市场外客运起降架次占比.....	13
图 19：历史以来国泰航空的集团客运运营表现.....	14
图 20：历史以来国泰航空的集团货运运营表现.....	14

图 21: 2025 年国泰航空集团营业收入占比情况	14
图 22: 历史以来国泰航空的客运收入保持较快增长	15
图 23: 历史以来国泰航空的货运收入保持较快增长	15
图 24: 历史以来国泰航空的其他收入保持较快增长	15
图 25: 历史以来国泰航空的营业收入整体保持较快增长	15
图 26: 国泰航空集团客座率以及载运率情况	15
图 27: 历史以来国泰航空的集团盈利情况	15
图 28: 卫生安全事件之后国泰的票价相较 2019 年出现显著增长	16
图 29: 相较其他区域, 香港市场的 GDP 涨幅并不突出	16
图 30: 2026 年初国泰机队规模占据香港本地航司总机队规模的 81%	17
图 31: 2026 年国泰航空集团航线数量占据香港机场的 55%	17
图 32: 2024 年国泰以及香港快运客运量占香港机场比重	17
图 33: 通过收购, 国泰机场实现在香港地区市占率的迅速提升	17
图 34: 应对危机, 退役港龙机队, 减少冗余运力	18
图 35: 2023 年后, 大陆航司直航国际航线恢复相对缓慢	18
图 36: 2026 年初大陆航司直航国际航线分区域恢复情况	18
图 37: 国泰航空与国航集团深度绑定, 助力承接外溢客流	19
图 38: 相较于 2019 年, 国泰航空的整体时刻同比增长明显	19
图 39: 相较 2019 年, 国泰航空 2025 年中国大陆的时刻大幅增长	19
图 40: 2025VS2019 年时刻变动(剔除中国大陆, 班次)	20
图 41: 相较 2019 年, 国泰航空不同各区域时刻增速差异明显	20
图 42: 相较 2020 年前, 当前途经香港的中转客流占比显著提升	20
图 43: 国泰航空的货运机队规模情况	21
图 44: 相较 2019 年, 国泰航空的货物收益率显著提升	21
图 45: 航空货运运价在 2020 年后出现明显上涨	21
图 46: 香港机场是全球第一大国际货运吞吐量机场	21
图 47: 2024 年国泰航空货运业务航点占比	21
图 48: 2024 年国泰航空货邮吞吐量占机场比重 34%	21
图 49: 香港国际机场分区域货运业务占比	22
图 50: 长周期中, 香港机场货邮吞吐量保持快速增长	22
图 51: 香港在全球贸易中占据重要地位, 2024 年整体贸易货值排全球第七	22
图 52: 2011 年以来国泰航空燃油对冲收益	23
图 53: 国泰航空预期燃油对冲比率	23
图 54: 美伊冲突以来, 全球航空煤油的价格涨幅远超原油价格涨幅	23
图 55: 2021 年以来国泰航空历史燃油附加费的情况	23
图 56: 国泰航空的其他收入保持稳健增长	24
图 57: 国泰航空货站处理货物量以及同比增速	24
图 58: 亚洲万里通(Asia Miles) 会员总数以及同比增速	24
图 59: 国泰航空生活服务类业务的情况	24
图 60: 近年内地企业来港发展呈增长趋势, 近两年升幅尤为明显	25
图 61: 香港市场的经济自由度领先全球其他区域	25
图 62: 2019 年以来有香港境外母公司的驻港供应链公司数量显著增长	25

图 63: 香港的平均每日成交额情况.....	26
图 64: 2019 年以来, 粤港澳大湾区的经济活力显著提升	26
图 65: 香港机场的第三跑道系统概况	27
图 66: 三跑道投产前, 香港机场的空域接近饱和, 起降架次增长受限	27
图 67: 三跑道启用后将显著提升香港机场的小时航班量	27
图 68: 三跑道启用后将显著提升香港机场的旅客吞吐量	27
图 69: 香港国际机场的旅客吞吐量长周期有望保持稳健增长	27
图 70: 香港机场披露的 Skytopia 远期规划	28
图 71: 2023 年以来国泰航空采购订单情况	29
图 72: 国泰航空的机队规模以及增速情况	29
图 73: 200 年以来国泰航空分红比例	29
图 74: 国泰航空 2006 年以来股息率 (%)	29
图 75: 2022 年以来, 国泰航空经营活动现金流净额表现亮眼	29
图 76: 2006 年以来国泰航空资本开支金额	29
图 77: 2026 年公司回购卡塔尔航空持有的 9.56% 股权并注销	30
表 1: 2025 年, 国泰航空主要附属公司以及联营企业持股比例	11

引言：同一片星空下，不一样的航空

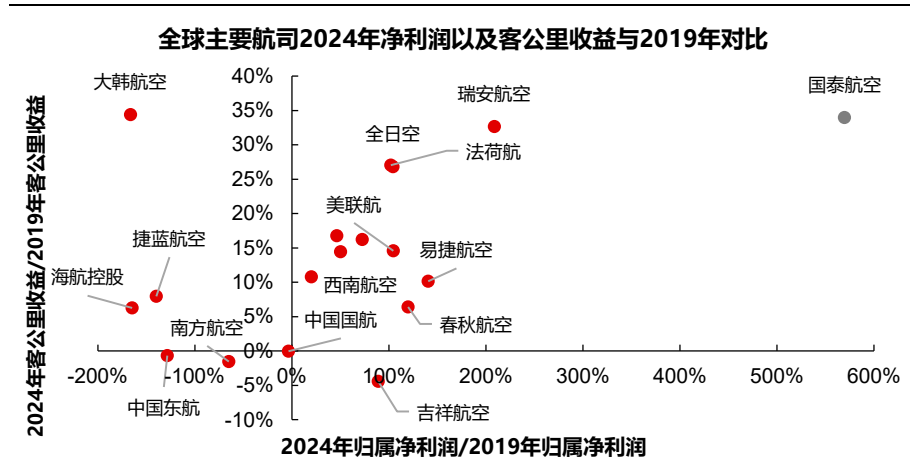
“我们的目标，是成为最国际化的中国航司，也是最中国化的国际航司。”

——国泰集团行政总裁林绍波

2020 年开始，受到全球性公共卫生安全事件影响，世界各地大部分航司深陷亏损泥沼，其中 2021 年全球航空亏损达到惊人的 477 亿美元。尽管随着时间推移，大部分国家逐步放松对人员流动的管控，使得航空公司盈利逐步修复，但受地缘冲突大幅推升油价、劳动力短缺以及经济通缩导致需求疲弱等多种因素影响，截止 2024 年，全球范围内仅有少数航司盈利恢复至 2019 年水平，大部分航司尽管逐步走出亏损的，但仍然在盈利复苏缓坡上苦苦挣扎。

但当我们纵览全球航空市场，会惊奇地发现尽管各地困境类似，**但国泰航空的盈利恢复程度一骑绝尘：2024 年国泰航空的归属净利润已经恢复至 2019 年的 570%¹，单公里收益相较 2019 年同比增长 34%，远远领先全球范围内上市的其他航司。**

图 1：全球视野下，国泰航空的盈利以及票价改善幅度一骑绝尘

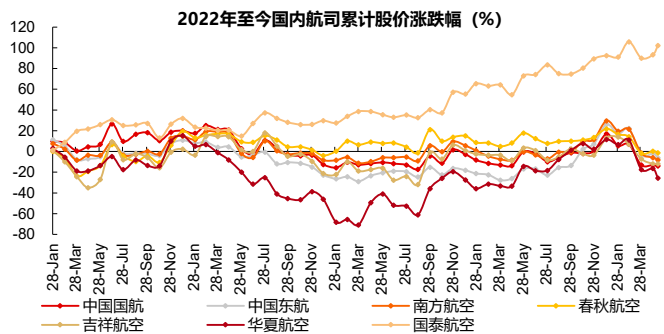


资料来源：Wind，长江证券研究所

而与大陆上市的航司相比，国泰航空的优势则更为突出：尽管已经走向复苏三年，但 2025 年大陆航司整体仍然面临盈利的亏损，而国泰航空盈利则持续创造十年历史新高，使得公司的股价同样与大陆航司呈现显著的分化，**2022-2025 年国泰航空股价累计收益率达到 124%，约为同期大陆航司股价收益率的十倍。**

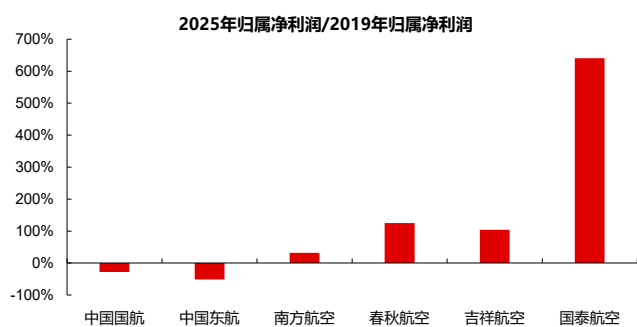
¹ 注：为方便对比，全球航司的归属净利润均采用美元计价。

图 2：相较于大陆航司，国泰航空的股价走势一骑绝尘



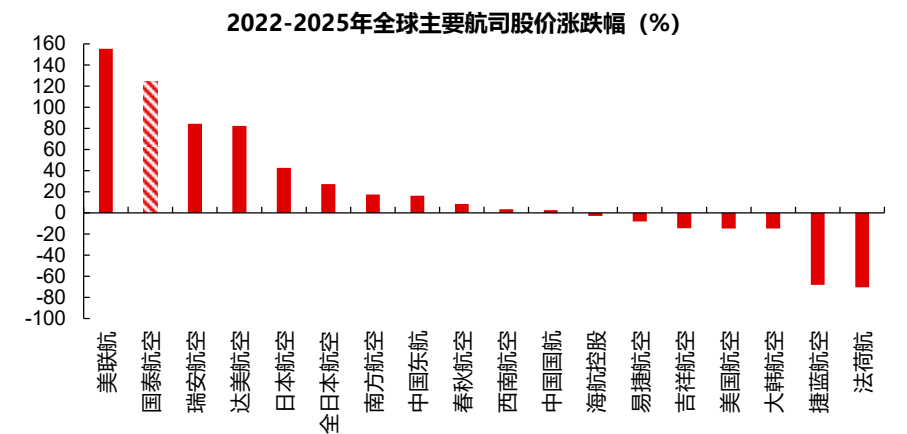
资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：相较于大陆航司，国泰航空的业绩改善更为明显



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 4：全球视野下，国泰航空的股价走势表现亮眼



资料来源：Wind，长江证券研究所

同一片星空下，何以成就如此不一样的航空？国泰航空独有的垄断、特区以及多元化，或许是我们最终的答案。

国泰航空：香江之翼，最国际化的中国航司

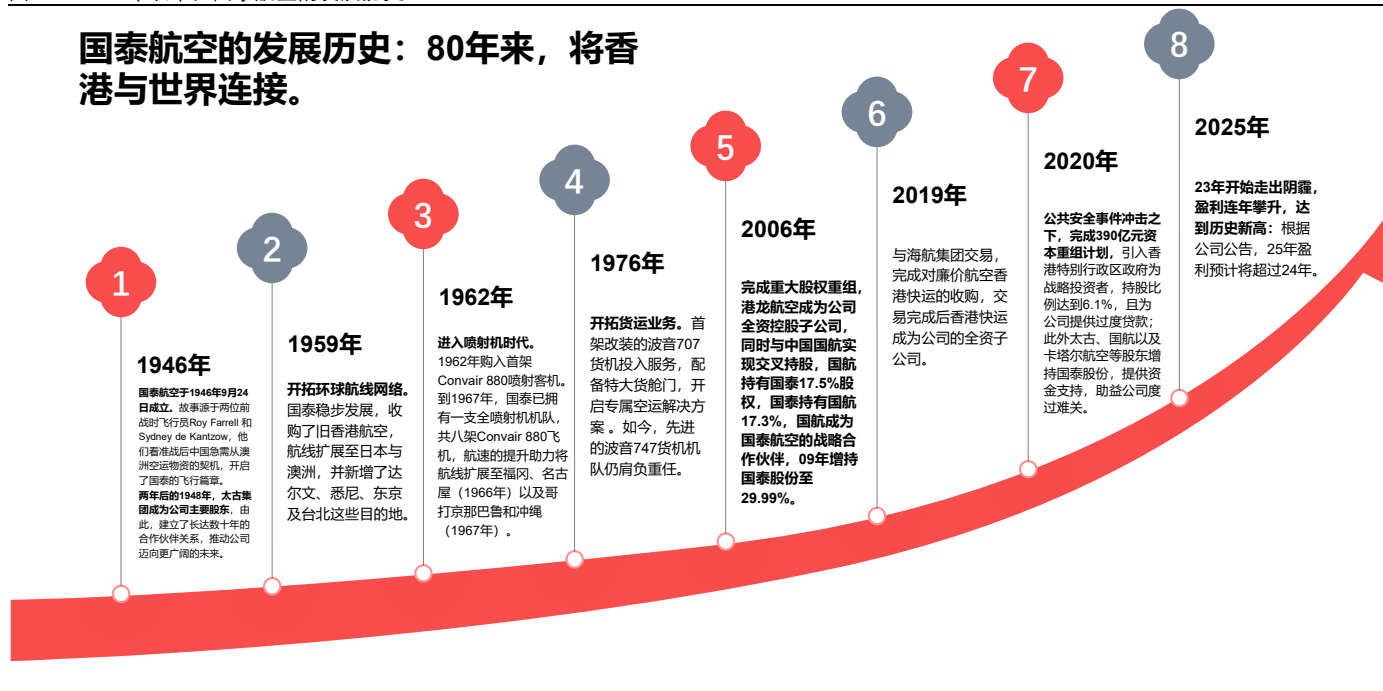
国泰航空成立于 1946 年，在战后物资运输需求中应运而生。1948 年，太古集团成为公司第一大股东，历史悠久，清朝时期即参与对华贸易，深耕中国市场，当前持有上市公司 45.12% 的股权，英国太古集团有限公司为上市公司实控人。第二大股东为中国国航，采用交叉持股的方式深度绑定二十载，从“纯英资”到“央企参股”，迎合时代浪潮，互为双方的长期战略盟友，股权绑定与网络协同为核心。国泰航空属于亚洲区域中大型航司，现役机队规模达到 237 架，资产质地领先，客货并重，兼具多样化的特征；航网以洲际航线为主，作为全球核心的中转枢纽航司，承接大陆外溢需求。落地业务，国泰航空以客运为主、货运为支柱、其他为补充；2025 年公司净利率达到 9.3%，盈利创十年新高。

大股东历史悠久，与国航深度绑定二十载

国泰航空于 1946 年成立，当年即开通由悉尼飞往香港的航班。故事源于两位前战时飞行员 Roy Farrell 和 Sydney de Kantzow，在战后中国急需从澳洲空运物资往上海之际，迁往香港成立公司，并驾驶一架昵称为“Betsy”的道格拉斯 DC-3 飞机，正式开启了国泰的飞行篇章。两年后的 1948 年，太古集团成为公司主要股东，由此，建立了长达数十年的合作伙伴关系，推动公司迈向更广阔的未来。

回溯过去，国泰航空的发展里程是一个业务走向多元化以及持续并购的历史：1) 1959 年，国泰航空逐步开拓环球网络航线，收购旧香港航空，打下了国际航线的坚实基础；2) 1976 年，国泰航空开拓货运业务，走向业务多元化；3) 2006 年，公司收购港龙航空的剩余股权，港龙自此成为公司的全资子公司，香港市场市占率进一步提升，同时与国航实现交叉持股，国航成为国泰航空的战略合作伙伴，09 年增持国泰股份至 29.99%；4) 2019 年，收购廉价航空香港快运全部股权，自此对于香港市场形成强势垄断；5) 2020 年，公共安全事件冲击下，完成 390 亿港元重组计划，引入香港特区政府为战投，帮助公司渡过难关；6) 2023 年以来公司走出阴霾，盈利连年攀升，持续创历史新高。

图 5：1946 年以来，国泰航空的发展历史



资料来源：国泰航空公司公告，国泰航空公司官网，长江证券研究所

截止当前，根据公司官网披露，国泰航空的第一大股东为太古集团，持有上市公司 45.12% 的股权，英国太古集团有限公司为上市公司实控人，主导国泰航空的日常运营管理；第二大股东为中国国航股份有限公司，持股比例为 29.97%，主要通过董事会席位、重大事项表决权等路径参与国泰经营管理，对战略等事项有强影响力。

图 6：根据公司官网披露，随着国泰航空对于卡塔尔航空持有股权回购完成后，目前公司大股东持股情况



资料来源：国泰航空公司官网，长江证券研究所

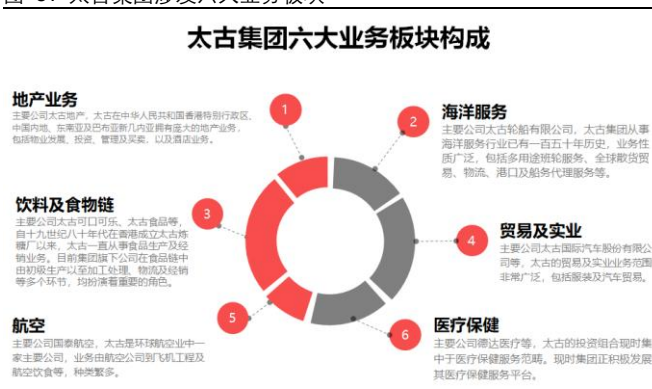
第一大股东历史悠久，清朝时期即参与对华贸易，深耕中国市场：英国太古集团有限公司（John Swire & Sons Ltd.）是 1816 年由纺织商约翰·斯怀尔（John Swire, 1793-1847）在利物浦创立的英资跨国企业，总部设于伦敦。**核心业务覆盖地产、航空、饮料、海洋服务、贸易及医疗保健六大板块，通过太古股份有限公司管理亚洲资产，持有太古地产、国泰航空等上市公司控股权，中国内地运营主体为英国太古（中国）有限公司。**其前身可追溯至太古洋行(Swire)，太古洋行是一家老牌英资洋行，清朝时即从事与中国的贸易。今天的太古公司业务遍布四大洲，主要集中于亚洲、太平洋沿岸地区、澳大利亚和美国，所涉及范围广泛，由航空和船务，到多种制造及工程业、饮料、地产、冷藏、保险、农业及零售等，包罗万有。

图 7：太古集团涉及六大业务板块



资料来源：太古集团官网，长江证券研究所

图 8：太古集团涉及六大业务板块



资料来源：太古集团官网，长江证券研究所

与国航深度绑定二十年，从“纯英资”到“央企参股”，迎合时代浪潮。国泰航空与国航股份采用交叉持股的方式深度绑定，在二十年的时间内互为双方的长期战略盟友，股权

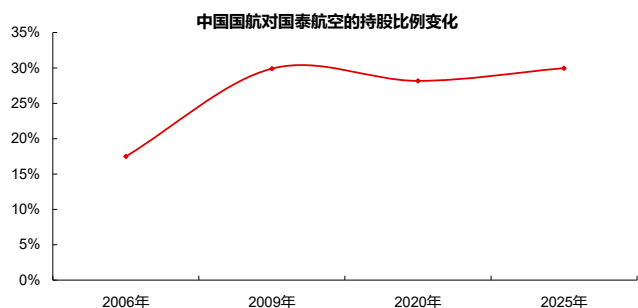
绑定与网络协同为核心：1) 两者的合作起于国泰在 2004 年作为战投参与国航上市，国泰对国航的持股比例为 10%；2) 2006 年国泰推进重大股权重整，实现与国航的交叉持股，得以置换港龙剩余股权，实现完整并表港龙航空，提高国泰在香港市场集中度；3) 2009 年国航增持国泰航空股权，持股比例达到 29.99%；4) 2020 年，行业迎来历史性危机，国航自身面临巨额亏损的背景下逆势注资国泰航空，输血援持国泰航空。

表 1：2025 年，国泰航空主要附属公司及联营企业持股比例

国泰航空主要附属公司及联营企业	持股比例
香港快运航空	100%
香港华民航空	100%
亚洲万里通	100%
国泰航空餐饮五福（香港）有限公司	100%
国泰航空服务有限公司	100%
香港机场地勤服务有限公司	100%
雅洁洗衣有限公司	100%
中国国航国际股份有限公司	15.09%
中国国际货运航空股份有限公司	21.01%

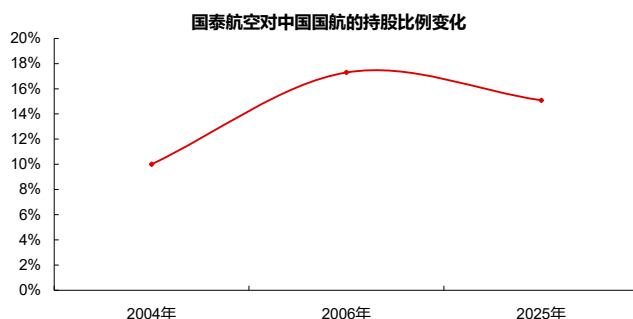
资料来源：国泰航空公司官网，Wind，长江证券研究所

图 9：中国国航对国泰航空的持股比例变化



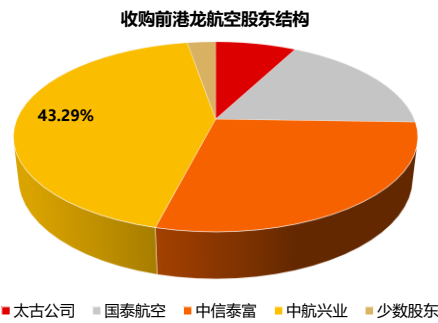
资料来源：国泰航空公司公告，中国国航公司公告，长江证券研究所

图 10：国泰航空对中国国航的持股比例变化



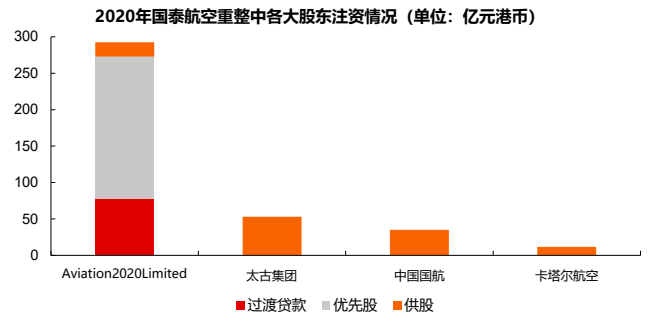
资料来源：国泰航空公司公告，中国国航公司公告，长江证券研究所

图 11: 收购前, 中航兴业是港龙航空的第一大股东



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 12: 2020 年国泰航空重整中各大股东注资情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

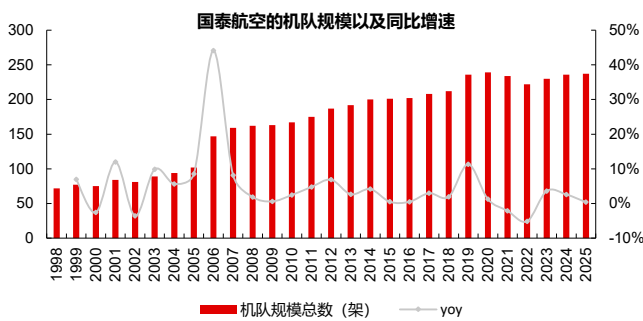
中大型航司, 打造全球领先中转枢纽网络

从机队规模看, 国泰航空属于亚洲区域中大型航司, 资产质地领先, 兼具多样化的特征。

截止 2025 年, 国泰航空集团的现役机队规模达到 237 架, 平均机龄约 11.8 年, 其中:

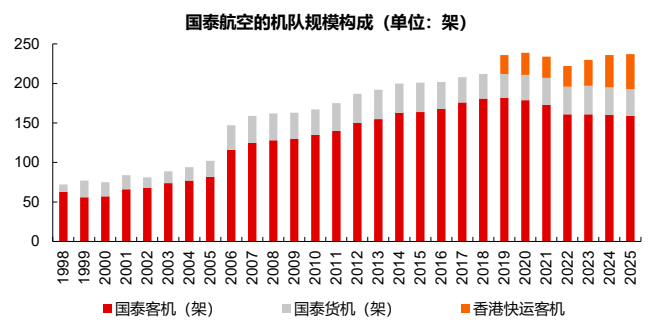
1) 分不同子公司看: 国泰航空机队规模达到 179 架, 以全宽体机+大型货机为核心, 平均机龄为 12.8 年; 香港快运机队规模为 44 架 A320 系列窄体机, 平均机龄为 7.3 年; 华民航空运营宽体货机 14 架, 平均机龄 13.6 年; 2) 分客货资产看: 国泰航空集团以客运业务为主, 目前共持有 34 架货机, 总机队规模占比为 14.3%, 持有 203 架客机, 总机队规模占比为 85.7%, 客机中宽体机占比约为 70%, 窄体机占比约为 30%。

图 13: 1998 年以来国泰航空的机队总规模以及同比增速



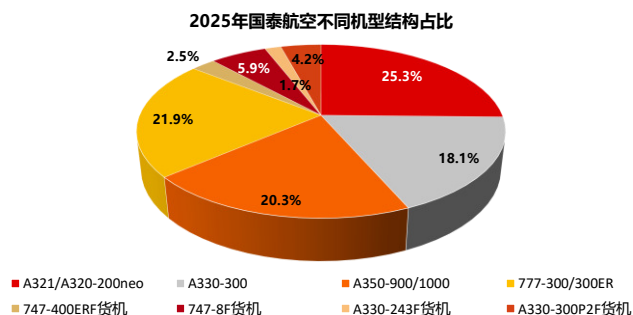
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 14: 1998 年以来国泰航空的机队规模构成



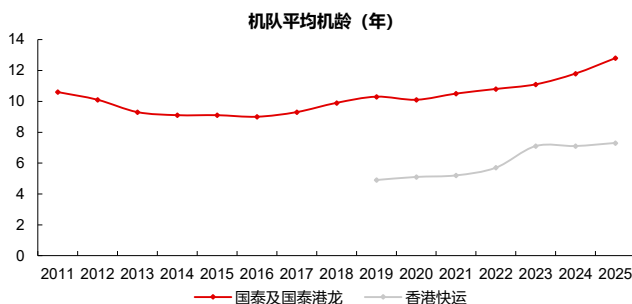
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 15: 2025 年国泰航空不同机型结构占比



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

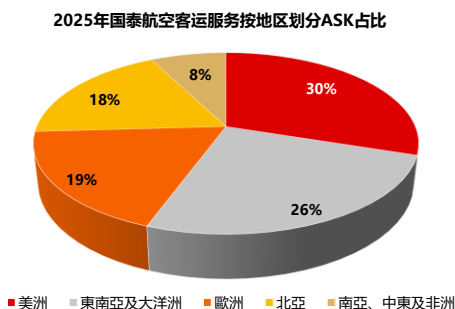
图 16: 国泰航空集团机队平均机龄情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

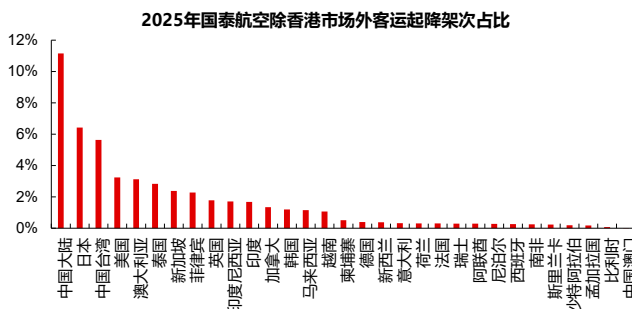
从航网结构来看, 国泰航空以洲际航线为主, 作为全球核心的中转枢纽航司, 承接大陆外溢需求。2025 年, 美洲为国泰航空运力投放的第一大市场, ASK 占比为 30%; 此外, 东南亚以及大洋洲、欧洲和北亚运力占比则分别为 26%、19%和 18%, 美欧方向合计占比接近一半, 为公司最核心目的地。

图 17: 2025 年国泰航空客运服务按地区划分 ASK 占比



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 18: 2025 年国泰航空除香港市场外客运起降架次占比

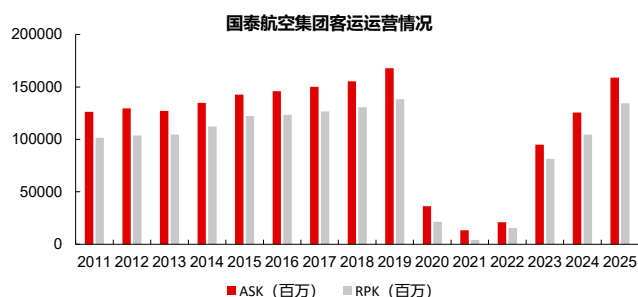


资料来源: CADAS, 长江证券研究所

客货运输为基石, 盈利创十年新高

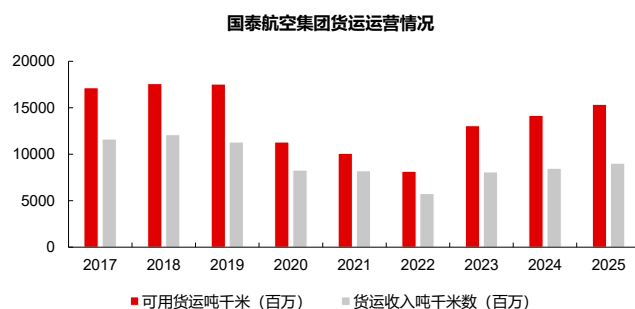
2005 年以来, 国泰航空集团的经营数据在波动中增长。2005-2011 年扩张期, 集团机队快速增长, 依托香港枢纽, 客运量、货运量稳步攀升, 客座率超过 80%; 2012-2019 年调整期, 面临内地航司竞争、油价波动叠加经济放缓, 集团通过精简航线、优化机队、整合港龙航空实现控本增效。2020-2022 年卫生安全事件冲击期, 集团客运量大幅下降, 被迫裁员、缩减运力、关闭部分基地, 经营压力陡增。2023-2025 年复苏期, 集团运力快速恢复, 机队规模与网络覆盖逐步回归卫生安全事件前水平, 经营效率持续提升。

图 19: 历史以来国泰航空的集团客运运营表现



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

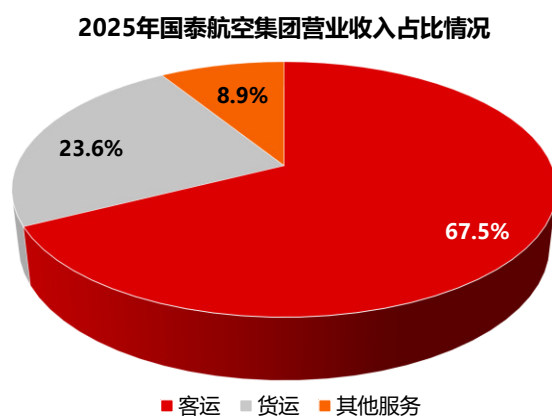
图 20: 历史以来国泰航空的集团货运运营表现



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

收入构成上, 集团以客运为主、货运为支柱、其他为补充。2005-2019 年客运占比 60%-70%左右, 货运约为 25%-35%左右。卫生安全事件期间货运占比升至 45%-55%, 成为收入压舱石。2025 年随着公司客运业务逐步恢复, 公司客运收入占比达到 67.5%、货运占比达到 23.6%、其他业务占比为 8.9%, 结构回归常态。

图 21: 2025 年国泰航空集团营业收入占比情况



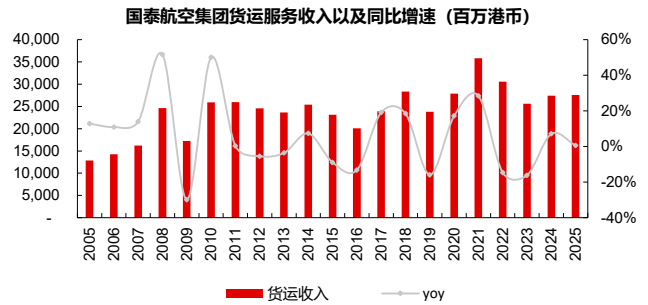
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 22: 历史以来国泰航空的客运收入保持较快增长



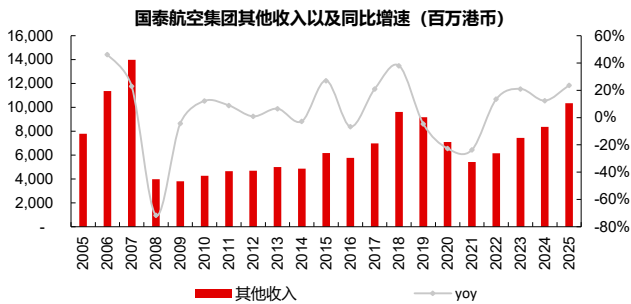
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 23: 历史以来国泰航空的货运收入保持较快增长



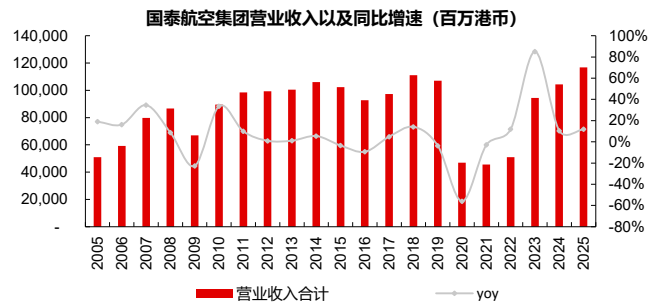
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 24: 历史以来国泰航空的其他收入保持较快增长



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

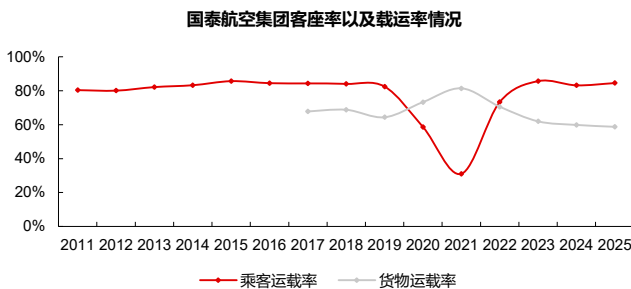
图 25: 历史以来国泰航空的营业收入整体保持较快增长



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

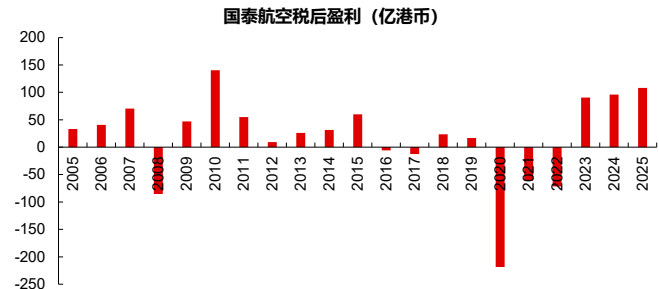
集团盈利在波动中走出低谷，2025 年公司净利率达到 9.3%，创造十年最佳业绩。受到全球性的冲击，公司在 2020-2022 年间与全球其他行业一样录得巨额亏损，于 2023 年开始走向经营恢复，2025 年实现历史最佳业绩。

图 26: 国泰航空集团客座率以及载运率情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 27: 历史以来国泰航空的集团盈利情况



资料来源: Wind, 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

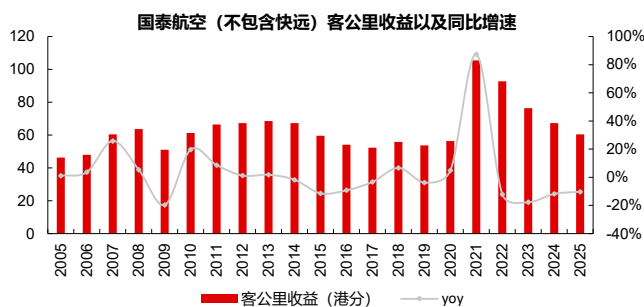
“特区”的沃土：垄断，国际与多元化

何以成就如此不一样的航空：国泰航空独有的垄断、特区以及多元化，是我们最终的答案。首先，**区位优势是国泰航空最核心的优势，赋予公司领先其他航司的议价能力。**与其他区域多家航司势均力敌、激烈竞争的格局不同，国泰航空通过收并购实现了对香港市场强势垄断，2024 年公司客运量占比达到 87%，**使得国泰具备极强的话语权，提价能力远远领先其他可比市场。**其次，**香港依据独特的特区地位，衔接中国大陆与全球市场，2023 年开始在大陆远程洲际航线供给不足的背景下，出行需求逐步外溢至香港市场，**国泰航空显著获益。此外，**相较于大陆航司，国泰航空资产更为丰富，业务更为多样化。**除运营传统的客运业务外，公司独立运营 34 架宽体货机，全球航空货运行业景气度持续攀升，使得公司的货运业务在 2020-2022 年兜底安全边际，抚平客运业务的波动性；2023 年后贡献利润增量，推升公司盈利峰值。最后，国泰航空保持多元业务对冲主业波动，推进油价套保兜底风险，盈利更具有稳定性。

垄断香港市场：一家独大，强势议价

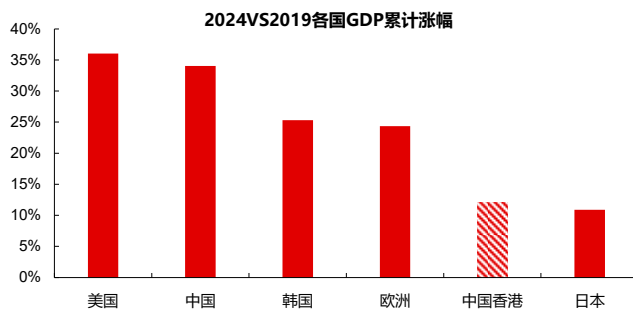
相较于全球其他航司，国泰航空的盈利恢复程度一骑绝尘：2024 年国泰航空的归属净利润已经恢复至 2019 年的 570%，**单位收益相较于 2019 年同比增长 34%，涨价幅度远远领先全球范围内上市的其他航司，且远超区域 GDP 增长幅度。**

图 28：卫生安全事件之后国泰的票价相较于 2019 年出现显著增长



资料来源：国泰航空公司公告，长江证券研究所

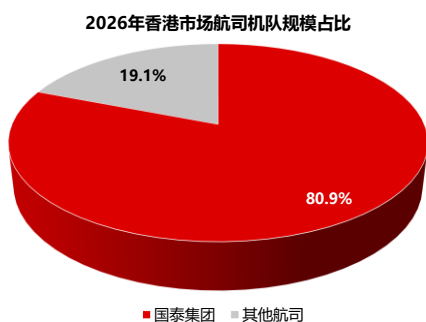
图 29：相较于其他区域，香港市场的 GDP 涨幅并不突出



资料来源：Wind，长江证券研究所

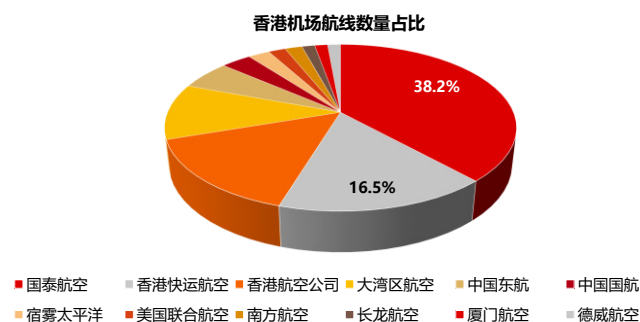
区位优势是国泰航空最核心的优势，赋予公司领先其他航司的提价能力。与其他区域多家航司势均力敌、激烈竞争的格局不同，国泰航空对香港市场呈现强势垄断地位：1) 从机队规模来看，2026 年初国泰航空机队规模占据香港市场航司机队总规模的 81%，呈现一家独大的特征；2) 从航线数量来看，2026 年 5 月份国泰航空与香港快运在香港机场合计运营的航线数量占总航线数量的比重为 55%；3) 而从客运量的视角看，2024 年国泰航空与香港快运在香港机场承运客运量占整体客运量的比重为 64%，**可见国泰航空集团已经强势垄断香港市场，具备极强的话语权，提价能力远远领先其他可比市场。**

图 30: 2026 年初国泰机队规模占据香港本地航司总机队规模的 81%



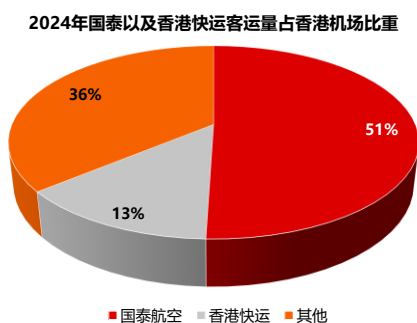
资料来源: Planespotter, 长江证券研究所

图 31: 2026 年国泰航空集团航线数量占据香港机场的 55%



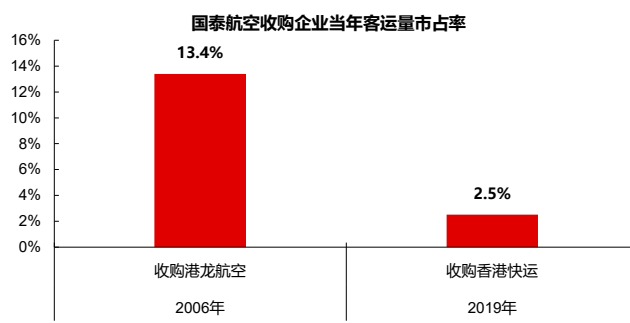
资料来源: FlightConnections, 长江证券研究所 (注: 数据更新至 2026 年 5 月 4 日)

图 32: 2024 年国泰以及香港快运客运量占香港机场比重



资料来源: 香港机场官网, 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 33: 通过收购, 国泰机场实现在香港地区市占率的迅速提升



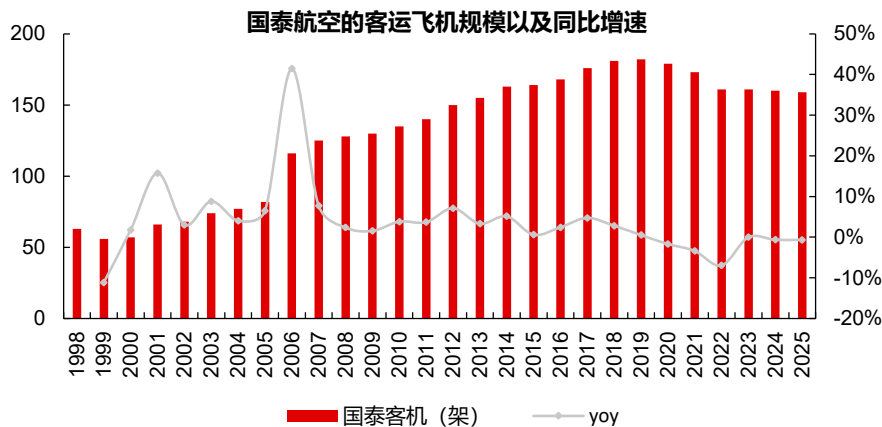
资料来源: 香港机场官网, 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

回溯过去, 国泰航空通过持续收并购的方式显著提高公司的市占率以及垄断地位:

1) 1959 年, 国泰航空收购旧香港航空, 打下国际航线的坚实基础; 2) 2006 年, 公司收购港龙航空的剩余股权, 港龙自此成为公司的全资子公司, 香港市占率进一步提升; 4) 2019 年, 收购廉价航空香港快运全部股权, 自此对于香港市场形成强势垄断地位, 市占率突破八成。

把控香港市场供给, 危机中出清港龙机队, 减轻供给冗余度。2019 年公司完成对香港快运的收购, 2020 年开始受到全球卫生安全事件影响, 行业需求大幅下跌, 公司采用退出港龙部分窄体客机的方式平衡香港市场的供需关系, 实现收益的稳定, **截止 2025 年, 国泰航空本部 (含港龙) 的客运机队规模相较 2019 年下降 13%。**

图 34：应对危机，退役港龙机队，减少冗余运力

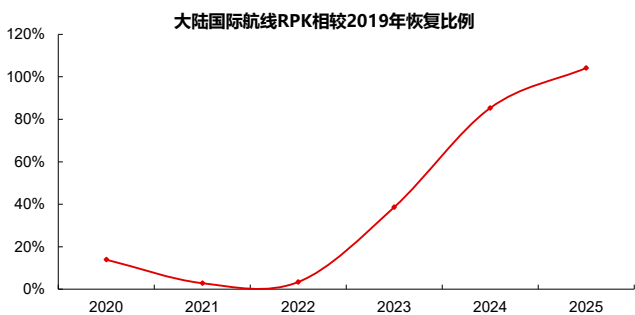


资料来源：国泰航空公司公告，长江证券研究所

特区独特地位：衔接中外市场，承接外溢需求

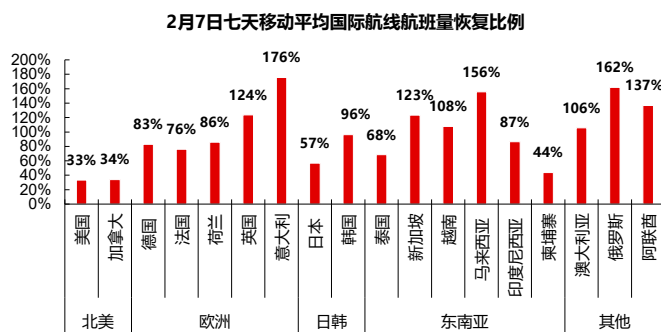
2023 年以来，受到国际航权恢复节奏以及外交层面等多重供给因素影响，中国大陆航空国际航线的恢复进程相对缓慢，2025 年国际航线 RPK 仅恢复至 2019 年同期的 104%，恢复比例远低于国内市场。其中，日韩以及欧洲市场恢复相对较快，而南亚以及北美市场则迟迟难以复苏，其中北美市场受到航权限制难以全面复航，2026 年初仅约为 2019 年同期的 30% 左右。

图 35：2023 年后，大陆航司直航国际航线恢复相对缓慢



资料来源：民航局，长江证券研究所

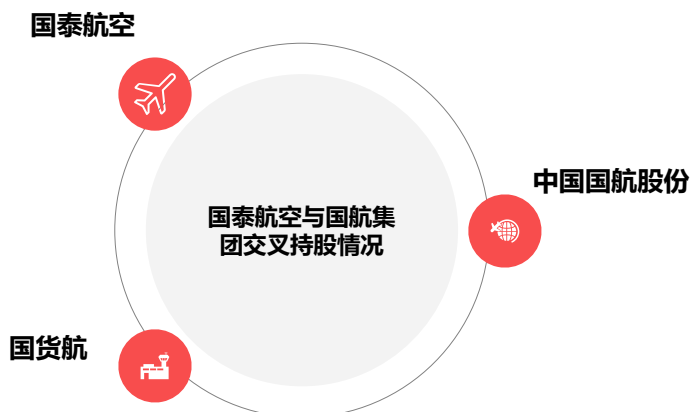
图 36：2026 年初大陆航司直航国际航线分区域恢复情况



资料来源：CADAS，长江证券研究所

大陆远程洲际航线供给不足的背景下，出行需求逐步外溢至香港市场。国泰航空以香港为核心腹地，占据独特的特区地位，衔接中国大陆与全球市场；且公司具备中资背景，国航作为公司的二股东，背书公司资质，国泰航空的获益更显得名正言顺。

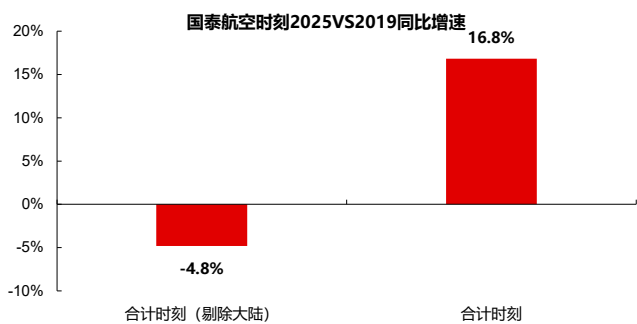
图 37：国泰航空与国航集团深度绑定，助力承接外溢客流



资料来源：国泰航空公司公告，长江证券研究所

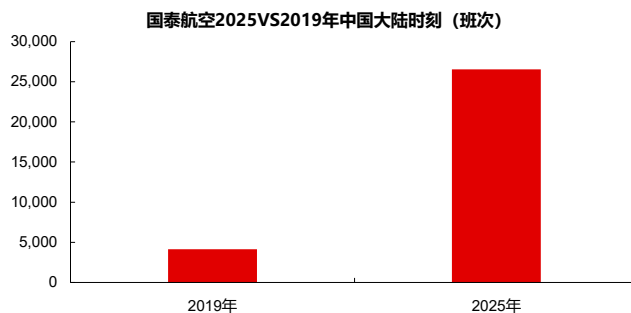
相较于 2019 年，尽管受制于飞行员不足的影响，国泰航空的运力持续面临紧张局面，时刻总量尚未恢复至 2019 年水平，但受益于大陆远程国际航线需求的外溢，2025 年国泰航空大陆区域的时刻远超 2019 年，呈现显著增长的趋势；此外，国泰航空在大陆区域直航短板明显的市场表现更为亮眼，其中南亚以及东南亚市场远超 2019 年水平，大洋洲以及北美洲市场接近完全恢复，2023-2024 年大陆来港中转客流占比稳步提升。

图 38：相较于 2019 年，国泰航空的整体时刻同比增长明显



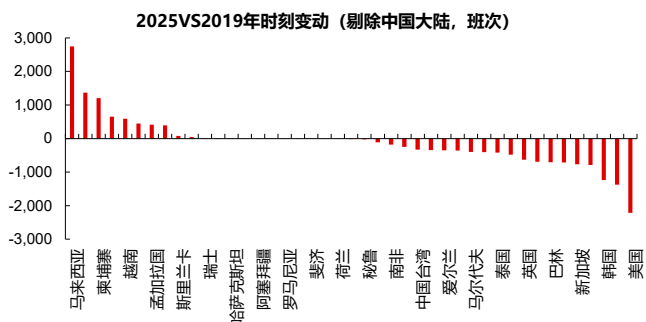
资料来源：CADAS，长江证券研究所

图 39：相较 2019 年，国泰航空 2025 年中国大陆的时刻大幅增长



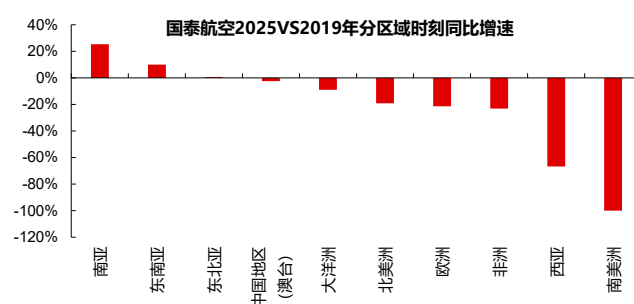
资料来源：CADAS，长江证券研究所

图 40: 2025VS2019 年时刻变动 (剔除中国大陆, 班次)



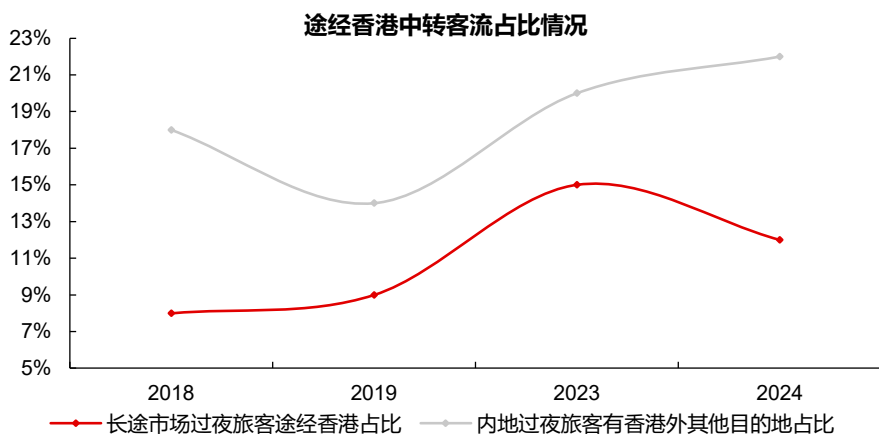
资料来源: CADAS, 长江证券研究所

图 41: 相较 2019 年, 国泰航空不同各区域的时刻增速差异明显



资料来源: CADAS, 长江证券研究所

图 42: 相较 2020 年前, 当前途经香港的中转客流占比显著提升



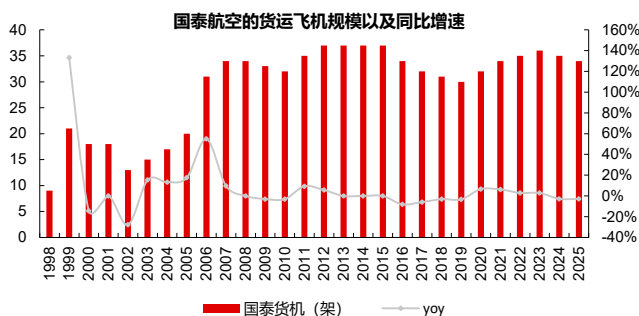
资料来源: 香港旅业网, 长江证券研究所

资产丰富: 有独立货机, 机队多元化

2020 年以来, 全球航空货运行业景气度持续攀升, 摆脱此前平稳态势, 迎来快速发展期。2020-2022 年间客运航班锐减导致腹舱运力收缩, 行业供给大幅减少, 跨境电商的爆发式增长成为核心需求驱动力, 推动航空货运量持续增长。2023 年以来, 全球制造业复苏、高附加值产品贸易扩大, 以及区域经济一体化推进, 进一步拉动航空货运需求, 航空货运价格水平持续维持高位, 航空货运盈利能力显著提升。

相较大陆航司, 国泰航空资产更为丰富, 业务更为多样化, 除运营传统的客运业务外, 公司独立运营 34 架宽体货机, 全球航空货运行业景气度持续攀升, 使得公司的货运业务在 2020-2022 年兜底安全边际, 抚平客运业务的波动性; 2023 年后贡献利润增量, 推升公司盈利峰值。

图 43: 国泰航空的货运机队规模情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 44: 相较 2019 年, 国泰航空的货物收益率显著提升



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

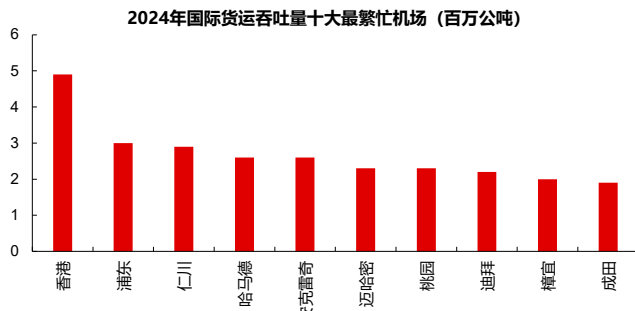
香港机场自 1996 年起便成为全球最繁忙的国际货运机场, 2024 年以约 490 万吨货运量第 14 次荣登全球最繁忙货运机场榜首。2025 年货运吞吐量进一步增至 507 万吨, 持续巩固领先地位。

图 45: 航空货运运价在 2020 年后出现明显上涨



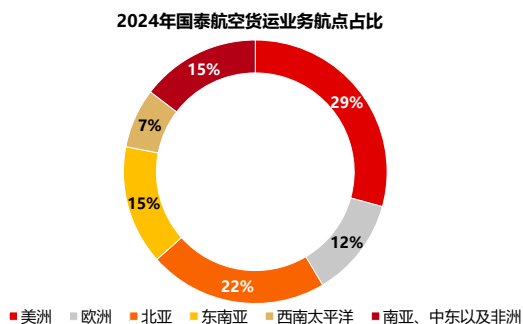
资料来源: TAC, 长江证券研究所

图 46: 香港机场是全球第一大国际货运吞吐量机场



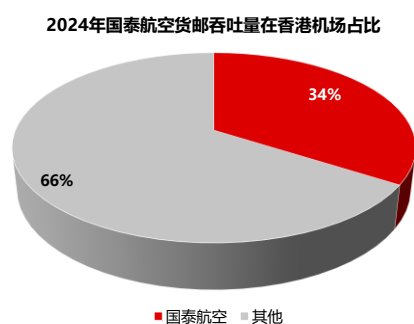
资料来源: 香港国际机场官网, 长江证券研究所

图 47: 2024 年国泰航空货运业务航点占比



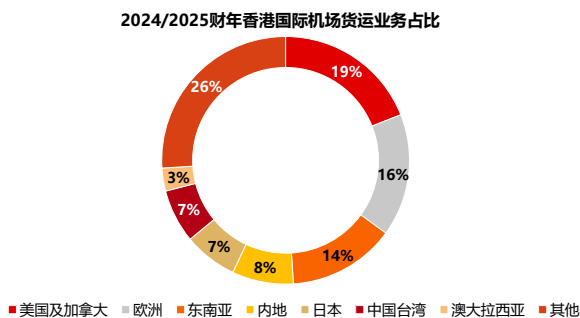
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 48: 2024 年国泰航空货邮吞吐量占机场比重 34%



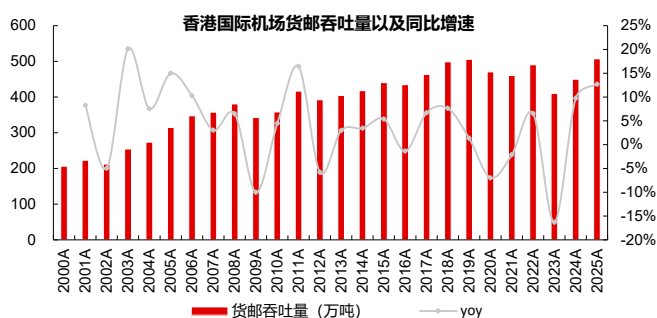
资料来源: 香港国际机场官网, 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 49: 香港国际机场分区域货运业务占比



资料来源: 香港国际机场官网, 长江证券研究所

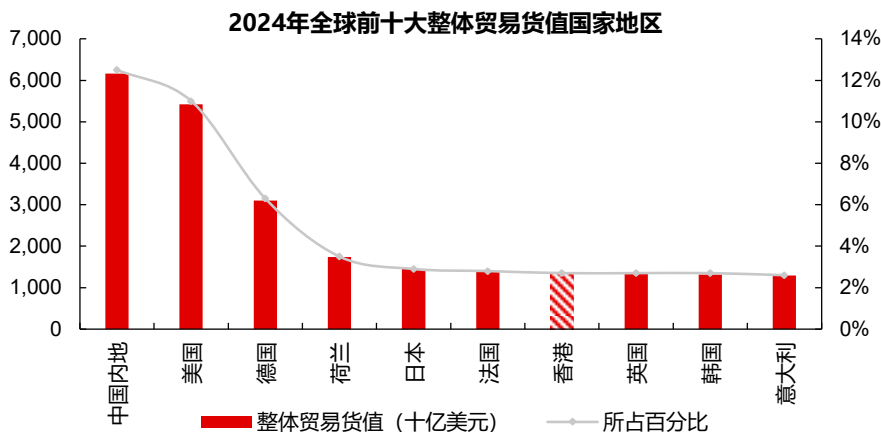
图 50: 长周期中, 香港机场货邮吞吐量保持快速增长



资料来源: 香港国际机场官网, 长江证券研究所

香港在全球贸易中担当重要的角色。根据世贸组织的数据, 在 2024 年, 香港是全球第七大商品贸易经济体系。

图 51: 香港在全球贸易中占据重要地位, 2024 年整体贸易货值排全球第七



资料来源: 中华人民共和国香港特别行政区政府, 长江证券研究所

业务多样化: 多元对冲波动, 套保兜底风险

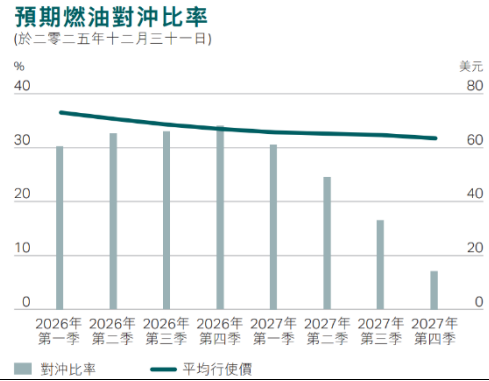
燃油成本是航司的第一大成本项, 油价的剧烈波动往往会导致航司面临成本上涨的风险, 极端情况下由于油价大幅上涨会导致航司的盈利显著下滑。为了减少油价波动的风险敞口, 国泰航空通过对油价进行套期保值的方式来对冲油价上涨的潜在风险, 实现控制燃油成本的目的。国泰航空集团主要通过使用期货合约的燃油衍生工具来对冲某个百分比的预计耗油量, 以达成预期的对冲持仓, 降低所承受的油价波动风险。2026 年 3 月以来受美伊冲突影响, 全球燃油价格大幅抬升, 国泰航空通过套期保值的方式提前将部分用油成本锁定在 70 美金左右, 使得公司相较其他航司受油价波动影响更小, 盈利更具有稳定性。

图 52: 2011 年以来国泰航空燃油对冲收益



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

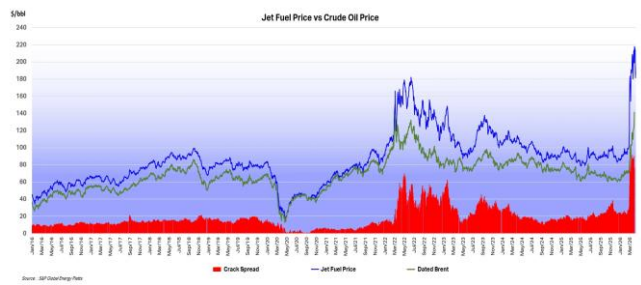
图 53: 国泰航空预期燃油对冲比率



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

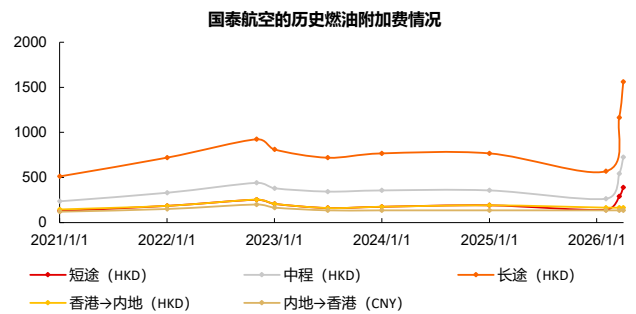
此外, 国泰航空同样通过征收燃油附加费的方式向消费者传导油价的上涨, 4 月以来国泰航空燃油附加费调涨, 依托公司在香港市场的强垄断地位, 需求刚性, 提价顺畅, 大幅传导燃油成本上涨压力。

图 54: 美伊冲突以来, 全球航空煤油的价格涨幅远超原油价格涨幅



资料来源: IATA, 长江证券研究所

图 55: 2021 年以来国泰航空历史燃油附加费的情况



资料来源: 国泰航空公司官网, 长江证券研究所

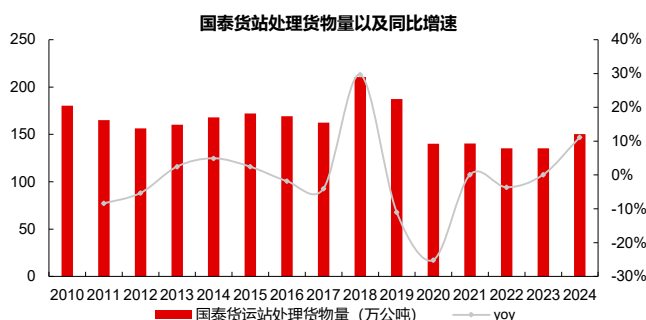
除了客运和货运运输业务之外, 国泰航空其他业务收入同样保持稳健增长。国泰航空的其他业务收入主要包括航空饮食、航机处理、营运货运站及飞行常客奖励计划, 2025 年其他收入达到约 10 亿港元, 占总营收比重为 9%, 通过多元化的方式对冲主业波动风险, 实现盈利稳定性。

图 56: 国泰航空的其他收入保持稳健增长



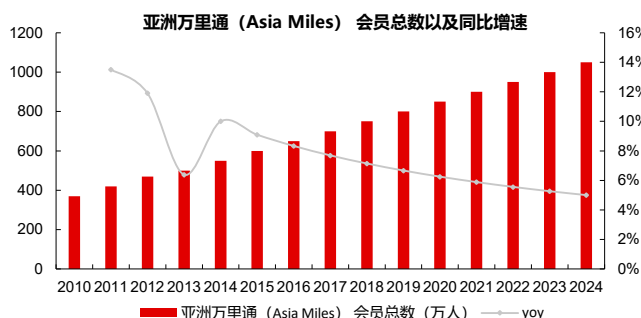
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 57: 国泰航空货站处理货物量以及同比增速



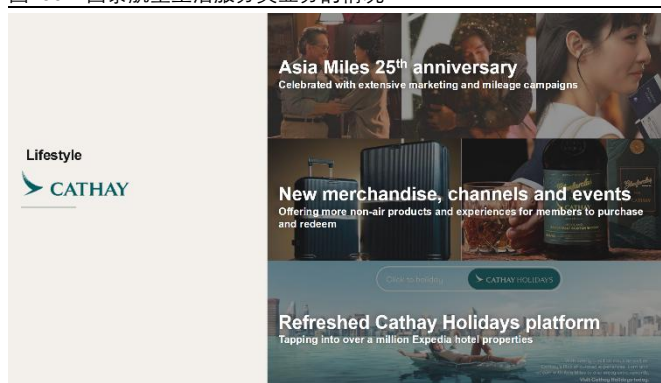
资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 58: 亚洲万里通 (Asia Miles) 会员总数以及同比增速



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

图 59: 国泰航空生活服务类业务的情况



资料来源: 国泰航空公司官网, 长江证券研究所

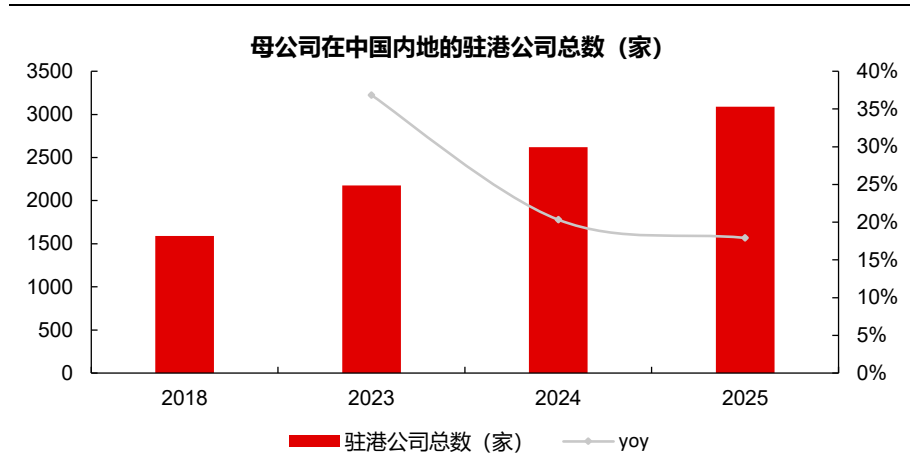
盛放的“紫荆花”：桥梁，想象力和高分红

展望未来，首先，在全球经贸格局重构、内地企业全球化布局加速的背景下，**香港作为大陆对接世界、企业出海布局的中转枢纽定位持续强化，为国泰航空持续提供成长的沃土。**其次，随着香港国际机场三跑道系统全面启用，区域航空产能进入充裕周期，机场扩产与时刻供给持续释放，为粤港澳大湾区航空物流、跨境出行、产业联动提供充沛运力支撑，也为国泰航空的发展打造联通世界的关键航空通道。最后，国泰航空在手订单充裕，现金流快速增长，**机队持续扩张夯实中长期成长动能，分红回购提升股东回报，长期看，国泰航空成长有支撑、分红有确定性、股本优化增厚价值，兼具成长与确定。**

香港定位强化：企业出海，大陆与世界的“桥梁”

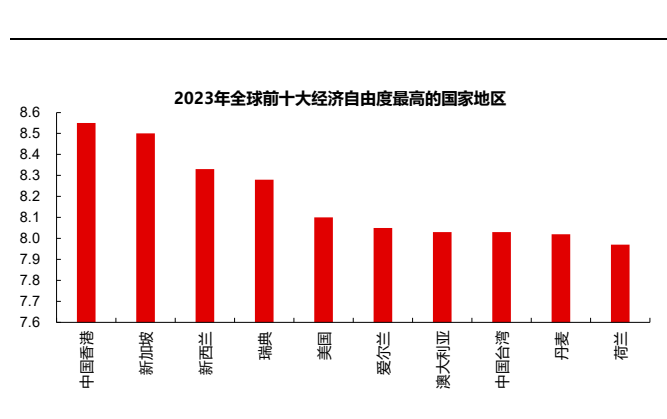
香港长期以来扮演着跨国供应链管理的“指挥中枢”的角色，连接内地生产基地与全球市场，提供转口贸易、物流、金融等专业服务。在全球经贸格局重构、内地企业全球化布局加速的背景下，香港作为大陆对接世界、企业出海布局的中转枢纽定位持续强化。

图 60：近年内地企业來港发展呈增长趋势，近两年升幅尤为明显



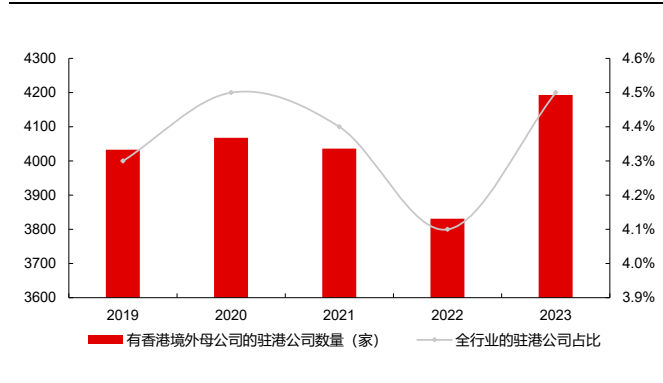
资料来源：团结香港基金，长江证券研究所

图 61：香港市场的经济自由度领先全球其他区域



资料来源：fraserinstitute，长江证券研究所

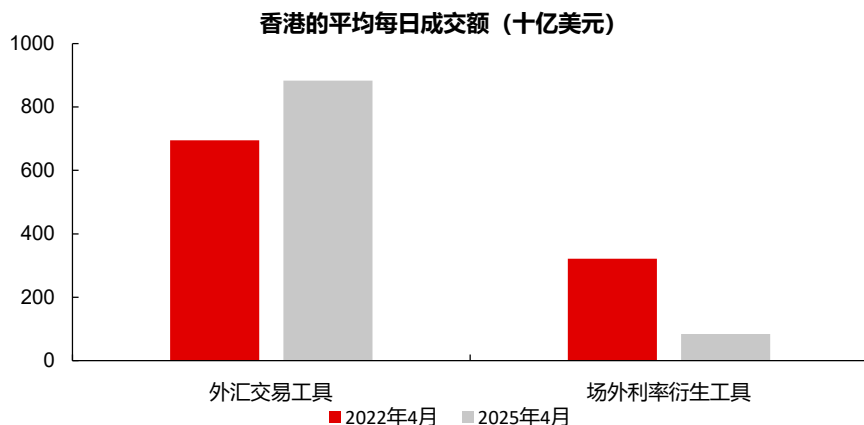
图 62：2019 年以来有香港境外母公司的驻港供应链公司数量显著增长



资料来源：PWC，长江证券研究所

经济自由度领先，资本流转高效：依托一国两制独特优势，香港坐拥全球顶尖的经济自由度与市场化营商环境，无外汇管制、资金与信息自由流通，税制简约透明、资本跨境流转便捷高效；同时接轨国际普通法体系、汇聚全球金融与专业服务资源，既是内地企业走向海外市场的天然跳板，也是全球资本、产业进入内地的关键门户。凭借内联大陆、外通全球的枢纽禀赋与高度开放自由的市场特质，香港持续发挥超级联系人作用，为企业跨境投融资、全球化经营、资源整合配置搭建起高效顺畅的核心通道。

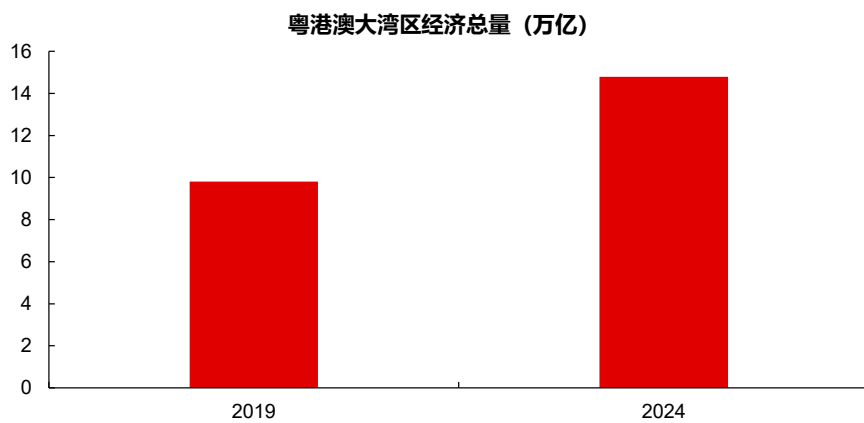
图 63：香港的平均每日成交额情况



资料来源：香港金融管理局，长江证券研究所

与大湾区协同，发挥双边优势：同时，香港与大湾区其他城市保持高度互联互通，助力企业利用大湾区雄厚的制造业基础、成本优势，以及先进科创成果，降低生产成本，推动供应链智能化，提升管理效率，实现区域协同，携手提升经济活力。

图 64：2019 年以来，粤港澳大湾区的经济活力显著提升



资料来源：央广网，21 世纪经济报道，长江证券研究所

区域产能充裕：香港机场扩产，时刻供给释放

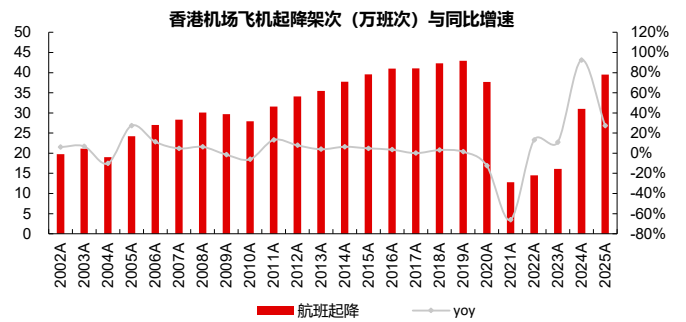
随着香港国际机场三跑道系统全面启用，区域航空产能进入充裕周期，机场扩产与时刻供给持续释放。耗资千亿港元的三跑道系统于 2024 年底正式投运，整体客货运能力提升 50%，远期年处理旅客量可达 1.2 亿人次、货运量 1000 万吨。航班起降效率显著提升，每小时处理量由 70 班逐步增至 102 班，叠加二号客运大楼扩建启用，为区域内航司提供充足、稳定的时刻增量。

图 65: 香港机场的第三跑道系统概览



资料来源: 香港机场官网, 长江证券研究所

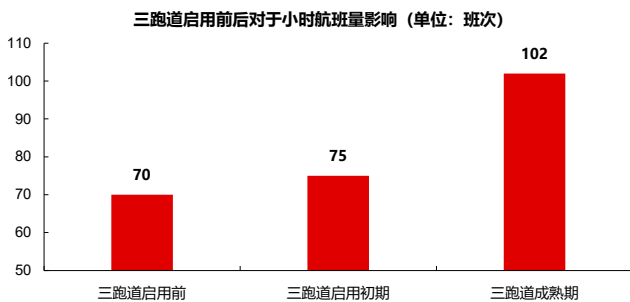
图 66: 三跑道投产前, 香港机场的空域接近饱和, 起降架次增长受限



资料来源: 香港机场官网, 长江证券研究所

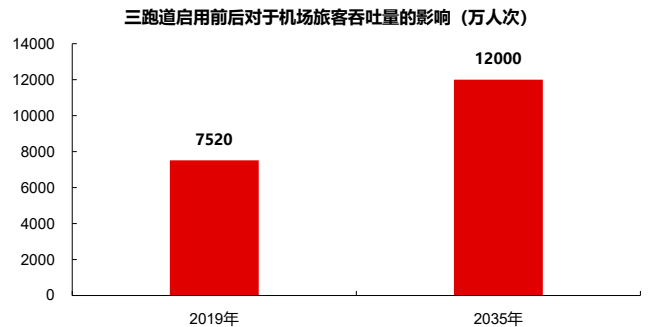
未来依托这一核心扩产红利, 香港机场持续优化航线网络、有序释放航班时刻, 客货运航班稳步加密、新航点加速拓展, 不仅巩固国际航空枢纽地位, 更为粤港澳大湾区航空物流、跨境出行、产业联动提供充沛运力支撑, 成为区域联通世界的关键航空通道。

图 67: 三跑道启用后将显著提升香港机场的小时航班量



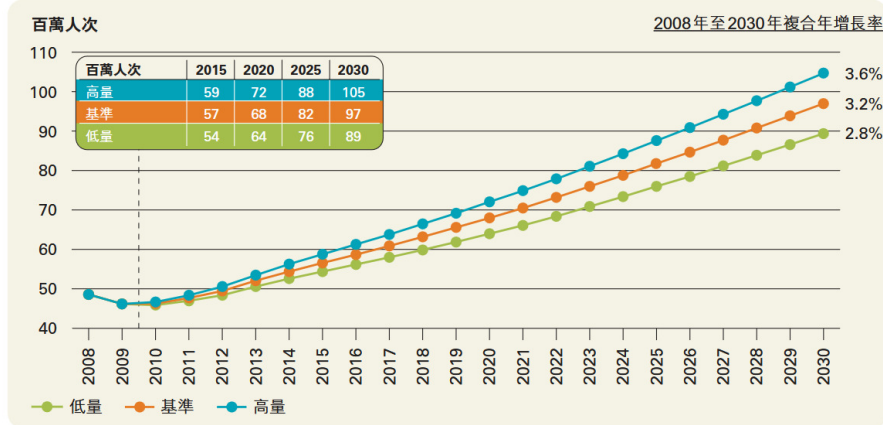
资料来源: 香港机场官网, 长江证券研究所

图 68: 三跑道启用后将显著提升香港机场的旅客吞吐量



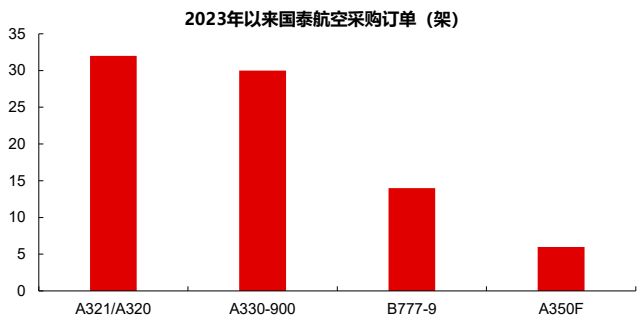
资料来源: 香港机场官网, 长江证券研究所

图 69: 香港国际机场的旅客吞吐量长周期有望保持稳健增长



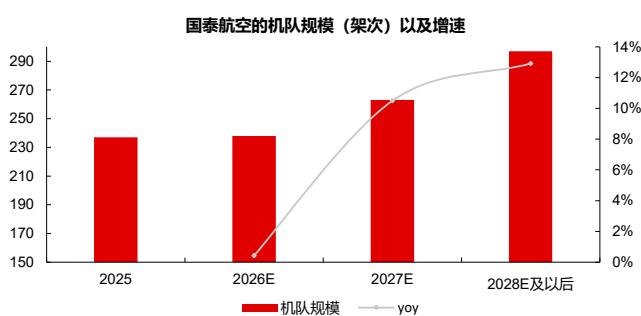
资料来源: 香港机场官网, IATAConsulting, 长江证券研究所

图 71: 2023 年以来国泰航空采购订单情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

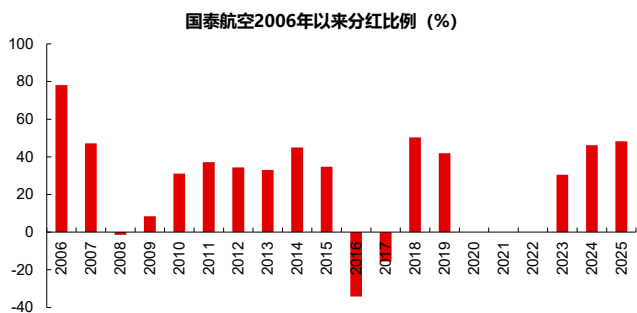
图 72: 国泰航空的机队规模以及增速情况



资料来源: 国泰航空公司公告, 长江证券研究所

分红比例逐年提高, 高股息率兜底确定性: 2023 年以来, 随着经营全面复苏, 资本开支放缓, 公司在手现金保持快速增长的背景下, 国泰航空重启股东回报机制, 分红比例逐年抬升, 并明确长期派息目标, 当前时点公司股息率处于历史高位, 以稳定现金分红为股东收益提供坚实兜底。

图 73: 200 年以来国泰航空分红比例



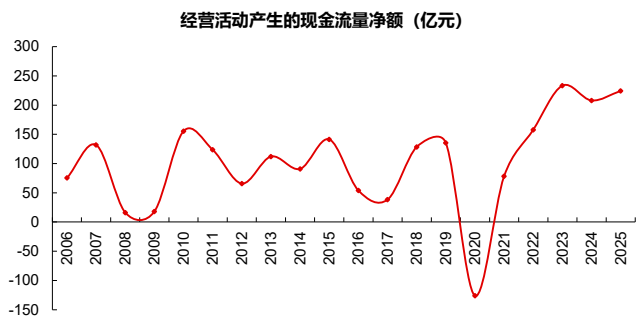
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 74: 国泰航空 2006 年以来股息率 (%)



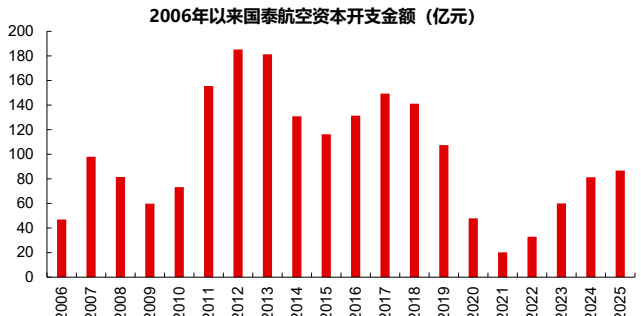
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 75: 2022 年以来, 国泰航空经营活动现金流净额表现亮眼



资料来源: Wind, 长江证券研究所

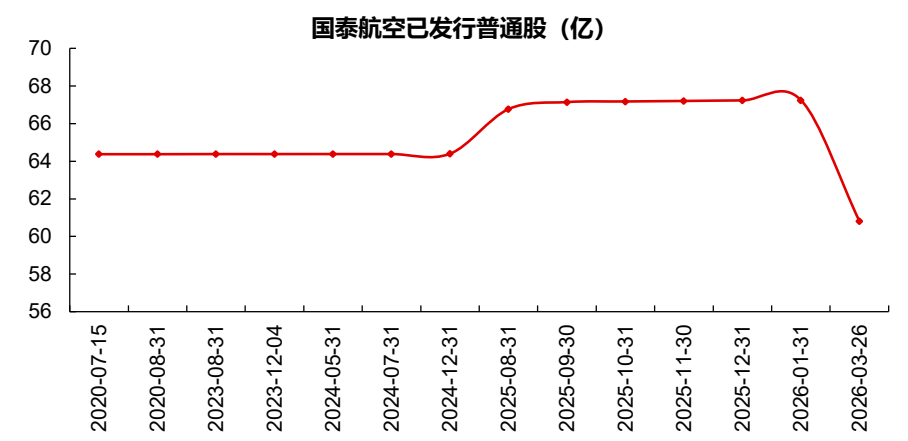
图 76: 2006 年以来国泰航空资本开支金额



资料来源: Wind, 长江证券研究所

此外，公司同样推进回购注销：2026 年公司回购卡塔尔航空持有的 9.56% 股权并全部注销，大幅优化整体股本结构、缩减总股本，有效增厚每股收益与股东权益。**总结来看，**机队持续扩张夯实中长期成长动能，分红回购提升股东回报，国泰形成成长有支撑、分红有确定性、股本优化增厚价值的投资逻辑，共享成长属性突出。

图 77：2026 年公司回购卡塔尔航空持有的 9.56% 股权并注销



资料来源：Wind，长江证券研究所

风险提示

- 1、宏观经济波动：出行需求分为 B 端和 C 端，B 端需求衍生于经济活动，C 端需求依赖于居民消费，宏观经济波动会影响需求。
- 2、资本开支风险：1) 波音空客产能恢复超预期：海外市场群体免疫政策下生产经营趋于恢复，若波音与空客产能恢复超出市场预期，则供给交付进度有望加快；2) 国内航司收购海外破产航司，或低价收购飞机：经营逐步修复后，国内航司若收购海外剩余运力，运力存在短期迅速进入国内市场的可能性。
- 3、油价大幅波动风险：全球能源危机，油价冲上 100 美金：极端假设下，如果全球范围内出现能源危机，航油成本迅速大幅上涨，将吞噬部分航司利润。
- 4、汇率大幅波动风险：港币迅速贬值：如果港币迅速贬值，航司录得大额汇兑损失，影响最终财报利润。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
 P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
 P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
 P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
 P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知情形范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。