

中国民航行业 2025 年中期信用观察

工商企业评级部 张佳

摘要：

本报告将中国民航行业分为民航运输和民航机场两个子行业进行分析。

我国民航运输行业短期内市场供需保持增长态势，增速愈加关注内生优化，行业竞争焦点从“开辟航线”转向提升网络密度与运营效率，其中国际市场和货运成为重要增长点。尽管面临供应链交付延迟、航油价格和汇率波动、高负债等挑战，但在政策引导、需求增长和成本控制等多因素驱动下，行业盈利恢复预期较强，2025 年度利润积累或将从油价下行和“反内卷”公约中获益。财务端，航空公司机队建设将带来较大规模资本性支出，将加深对债务的依赖度，财务杠杆维持偏高水平。基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场增长潜力，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构提供的流动性补充等，仍可有效支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

我国民航机场行业发展基础稳固，整体趋势向好。基建投资高速推进并持续完善世界级机场群与多层次枢纽体系，明确的政府资金支持和可利用的杠杆融资空间为项目建设提供了可靠保障。需求端已步入中低速增长新常态，且大量中小机场仍需依赖补贴，但头部枢纽复苏动能强劲，带动整体经营现金流改善。尽管行业短期内面临产能富余、区域竞争及新增折旧拖累盈利等挑战，但较稳定的客运需求、主业较强的现金流以及较强的外部支持等，仍可有效支撑我国民航机场行业的高质量发展，信用质量将保持稳定。

长期看，在经历深度调整后，我国民航行业盈利和增长模式已发生转变，未来竞争将围绕航线网络效率、机队结构优化、成本精细控制和国际/货运战略展开；政策层面着力构建“统一大市场”，整治无序竞争，并推进国际航空枢纽体系建设，为行业可持续发展奠定市场基础。但全球供应链的不确定性、高债务负担与汇兑风险（民航运输）、供需配置（民航机场），以及如何在国际枢纽竞争中脱颖而出，仍是全行业发展和信用质量判断的长期命题。

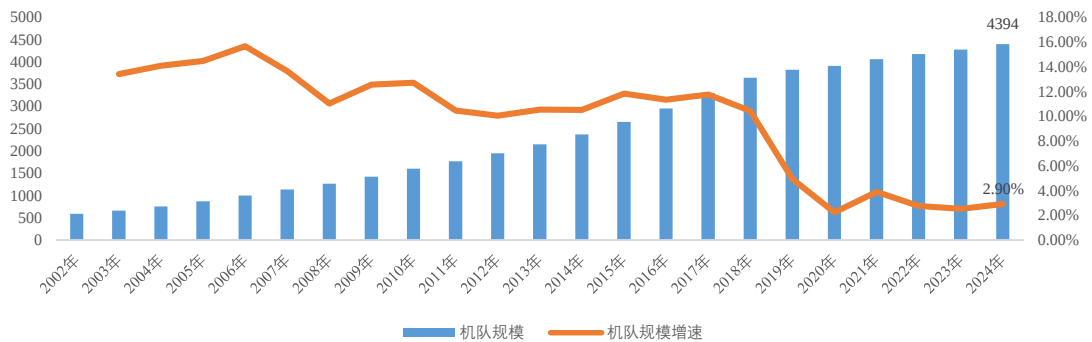
一、中国民航行业 2025 年中期运行情况

1. 民航运输

我国民航运输供给端呈现“总量约束下的结构优化”特征，在外部供应链强约束背景下，短期内我国机队建设仍将维持低速增长态势，供给增长从追求“量”的快速扩张，转向注重结构的内生性优化、航线网络效率驱动型增长。

航空运输供给的核心生产资料受制于高度全球化的长周期供应链，我国机队规模从高速增长的“增量模型”逐步转变为“低速增长的存量优化模型”。纵观我国机队引进历史，2003-2018 年机队建设增速均超 10%，2019 年波音安全事件下 737Max 停飞和暂停交付压制当年运力增速（4.92%），随后因公共卫生事件导致市场需求不足、飞机制造商生产计划调整、以及国内各航空公司资产负债表现不良，2022-2024 年机队运力增速均在 3% 以下，结构上：宽体客机增量交付仅为个位数，且 2024 年出现下滑，存量和增量多为窄体客机。2019 年起，国产机型也进入三大航司的重点机型引入系列，截至 2025 年 6 月末，上市公司南方航空、中国东航和中国国航（简称“三大航司”）合计机队系列中，空客、波音和中国商用飞机有限责任公司（简称“中国商飞”）机型分别占比 49.3%、46.3% 和 4.2%，根据三大航司 2025-2027 机队引进淘汰计划，2027 年末，空客、波音和中国商飞机型预计分别占三大航司机队比重约 49.0%、43.8% 和 7.1%，商飞机型引进速度有望加快。

图表 1. 我国民航运输机队建设规模与增速（单位：架）



注：新世纪评级根据中国民用航空局（简称“民航局”）数据整理、绘制。

基于国际航空运输协会（International Air Transport Association，简称 IATA）2025 年 6 月信息：当前全球飞机订单积压超过 17,000 架，远高于公共卫生事件前的 10,000-11,000 架，交付时间可能长达 14 年，发动机问题和备件短缺的情况也在加剧，导致部分机型的停场数量创下历史新高。同时，供应链问题已严重影响航空公司：租赁成本高企，机队平均机龄从 2015 年的 13 年延长至 15 年，机队更换率只有 2020 年 5-6% 的一半。2025 年全球预计将交付 1,692 架飞机，尽管这是自 2018 年以来的最高水平，但比一年前的预期低了近 26%。

基于我国三大航司 2025-2027 机队引进淘汰计划，2025-2027 年三年复合增长率近 4.74%，但考虑到上述全球航空制造业面临着供应链扰动，冲击飞机制造商的稳定生产与交付能力，尽管我国航司因市场复苏存在较强的运力补充需求，但新飞机的实际引进速度低于计划，

其中 2025 年上半年度，三大航司机队净增加 42 架次，完成年度计划的 35.90%，短期内我国机队建设仍将维持低速增长态势。

图表 2. 我国三大航司未来机队建设计划（单位：架次）

2024 年末 （南方航空、中国东航和中国国航）		（引/退）净增加			2027 年末预估
		2025 年	2026 年	2027 年	三年复合增长率
三大航司合计	2651	117	136	142	3046
年度增速	—	4.41%	4.91%	4.89%	4.74%
其中：空客	1307	54	86	45	1492
年度增速	—	4.13%	6.32%	3.11%	4.51%
波音	1228	17	22	67	1334
年度增速	—	1.38%	1.77%	5.29%	2.80%
中国商飞	111	47	28	30	216
年度增速	—	42.34%	17.72%	16.13%	24.85%

注：新世纪评级根据三大航司 2024 年年度报告数据整理、计算。

在机队总量增速受限的背景下，民航运输行业供给的优化方向进一步聚焦于网络结构与航班频次的调整。以民航局披露的 2024 年冬春航季（已结束）和 2025 年夏秋航季（进行中/即将结束）看，近期换季特征主要以国内航线航班深度提质（夯实核心枢纽网络，加大快线频次；提升支线机场网络通达度）、国际航线航班加速加密恢复。

航空公司的竞争策略从粗放的“航线开辟”转向精细化的“网络密度与质量提升”，其核心目标是最大化单位运力的产出（RPK）和提升全网运营效率，通过优化航线网络结构来挖掘存量市场的增长潜力。同时，我国航空国内市场主要使用窄体机，拥有较强的供给韧性 与调整灵活性，可快速响应政策引导进行结构优化；而国际市场受制于更复杂的全球因素（地缘政治、国际协调、以及宽体机交付的不确定性等），其供给弹性较低，航班量仍处于修复通道，但恢复进程受到时刻、航权以及远程运力（宽体机）调配等多重因素的影响。

图表 3. 我国民航航季比较与预期

维度	2024 年冬春航季 （已结束）	2025 年夏秋航季 （进行中/即将结束）	2025/2026 冬春航季 （预期）
计划时间	2024.10.27-2025.03.29	2025.03.30-2025.10.25	预计 2025.10.26-2026.03.28
总体航班量	每周约 11.8 万班（客货运），较去年同期增长 1.2%	每周约 12.3 万班（客货运），同比 2024 年夏秋航季增长 1.0%	总量稳步增加，国际航线或继续强势恢复
国内航线重点	国内航线航班量同比基本持平，但新开 654 条独飞航线，同比增加 26.7%，聚焦旅游目的地支线机场与枢纽机场间的干支衔接航线和支线航线（强化干支衔接）	每周安排 9.5 万班国内客运航班，0.24 万班国内货运航班；新开独飞航线集中在省区旅游目的地支线机场与枢纽机场间的干支衔接航线和支线航线	网络持续优化，继续提质，加密区域枢纽间的连接
国际航线重点	周航班量约 1.9 万班	国际航线航班量比 2024 年夏秋航季增长 33.0%（其中客与货运分别增长 38.4%和 18.1%），周航班量 2.3 万班	预计加速恢复，航点更多元
地区航线重点	香港航线方面，每周 1734 班客货运航班计划；澳门航线方面，每周 648 班客运航班计划；两岸航线方面，每周 742 班客货运航班计划	香港航线上，每周 1454 班客货运航班计划；澳门航线上，每周 668 班客运航班计划；两岸航线上，每周 764 班客货运航班计划	—
主要特点	新开了大量国内独飞航线 均体现出运营策略从大规模扩张向精细化运作的转变。2024 年冬春航季亮点在于大力新开 654 条国内独飞航线，此类航线主要连接如湘西、阿克苏等旅游目的地支线机场与北京、上海等核心枢纽，提升航网的覆盖深度和通达性。2025 年夏秋航季则在保持网络广度的基础上，进一步加密核心枢纽城市之间的航班频次，例如：武汉天河机场加密至北京、成都、广州等 13 座城市快线。	航班总量平稳优化、国际航线加速恢复、强化枢纽机场和骨干网支撑作用，扩大支线机场和基础网服务范围，支线网络深度加密	预计将维持主干线频次，并根据春运等需求临时增班

注：新世纪评级根据中国民用航空局（简称“民航局”）信息整理。

2025 年上半年度，我国民航运输业整体呈现“全面恢复、结构分化”特征，行业核心指标不仅实现了同比的稳健增长，并已全面超越 2019 年同期水平。同时，市场需求的反弹力度高于运力的投放速度，进一步促进行业运行效率的提升。

2025 年上半年度，我国民航运输业核心指标均处于明确的增长通道，除港澳台航线外，大部分指标的恢复度均超过 2019 年同期，部分指标（如国际货邮）甚至超过 170%，发展势头强劲。但结构上呈现分化：国际航线增速超国内航线、货运的恢复和增长强度优于客运、港澳台航线成为整体恢复进程中的相对短板。

（1）2025 年上半年度，我国民航货邮运输量恢复至 2019 年同期 136.2%，货邮周转量恢复至 2019 年同期 156.0%，在运输距离（航线网络全球化）和产品结构（高价值货物占比可能提升）上有所优化；（2）同期，我国民航旅客运输量和旅客周转量的分别恢复至 2019 年同期的 115.5%和 117.4%，旅客周转量的恢复度高于旅客运输量，平均运距有所拉长，其中国际长航线旅客的恢复是主要贡献因素。（3）同期，国际航线的运输总周转量、旅客运输量、货邮运输量同比增速分别达 24.7%、28.5%和 23.4%，远超国内航线的个位数增长，是当前行业增长的主要驱动力。同期，国内航线各项指标同比保持正增长（4-9%），国内市场已进入成熟、稳定的发展阶段，是行业收入的压舱石；但港澳台航线指标的恢复度均仅 70-77%，大幅低于其他板块，或因结构性分流（国际直飞航线、其他运输方式）、投放运力与班次不足及签证与政策因素综合影响所致，仍需关注港澳台市场的提振措施。

2025 年下半年，预计我国民航运输业将继续保持稳健增长态势，国际市场的恢复与增长潜力将进一步释放，而货运的强劲表现也有望得以延续。

图表 4. 2025 年 1-6 月我国民航运输完成情况

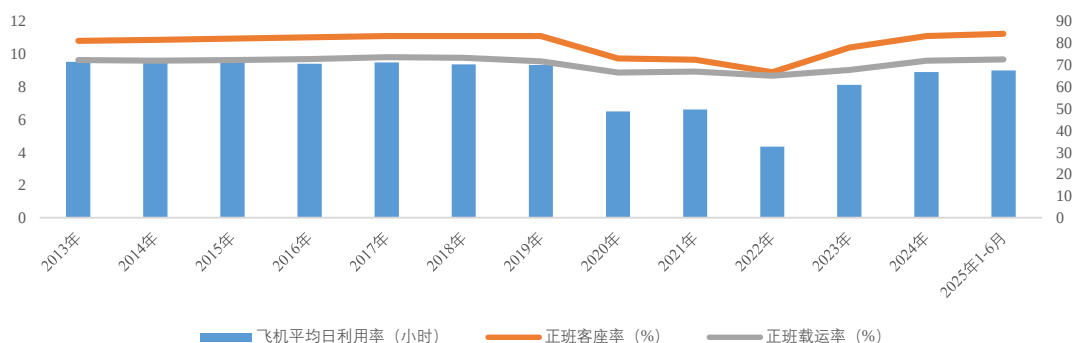
指标	单位	2025 年 1-6 月	同比	2025 年 1-6 月恢复至 2019 年同期
运输总周转量	亿吨公里	783.5	11.4%	124.8%
国内航线	亿吨公里	493.3	4.9%	122.2%
其中：港澳台航线	亿吨公里	7.1	3.0%	75.5%
国际航线	亿吨公里	290.1	24.7%	129.5%
旅客运输量	万人	37168.2	6.0%	115.5%
国内航线	万人	33354.2	3.9%	116.8%
其中：港澳台航线	万人	470.7	0.3%	76.2%
国际航线	万人	3814.0	28.5%	105.1%
货邮运输量	万吨	478.4	14.6%	136.2%
国内航线	万吨	274.7	8.9%	116.1%
其中：港澳台航线	万吨	8.5	8.5%	77.3%
国际航线	万吨	203.7	23.4%	177.7%
旅客周转量	亿人公里	6710.4	9.2%	117.4%
国内航线	亿人公里	5135.8	4.3%	123.4%
其中：港澳台航线	亿人公里	69.0	2.4%	76.4%
国际航线	亿人公里	1574.6	28.9%	101.4%
货邮周转量	亿吨公里	193.8	17.9%	156.0%
国内航线	亿吨公里	42.1	8.2%	115.3%
其中：港澳台航线	亿吨公里	1.0	5.3%	71.4%
国际航线	亿吨公里	151.6	20.9%	172.9%

资料来源：中国民用航空局

飞机日利用率是衡量行业运营效率的核心指标之一，2025 年上半年度恢复至 9.0 小时，航空公司运力调度持续改善，但仍未完全恢复至 2013-2014 年的峰值（9.5 小时以上），一定程度

上受限于飞机定检维修积压、空域和时刻资源约束等。正班客座率是反映客运市场供需关系的指标，2024 年客座率（83.3%）已追平 2019 年前最佳水平，2025 年上半年增至 84.2%，航司的运力控制持续匹配较强劲的出行需求。客座率创下新高，而飞机日利用率尚未回到峰值，表明市场需求（尤其是客运）的反弹力度超过运力（ASK）的投放速度，行业当前复苏是通过较为精准的运力投放，实现良好资源使用效率。

图表 5. 我国民航运输效率指标



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制；正班客座率与正班载运率为右轴，飞机平均利用率为左轴。

2025 年上半年度，我国主要航空公司整体呈现“增自有、减经租”的机队策略，但实施路径分化。运营层面，国际客运与货运成为新增长点，而运营效率为检验战略调整的关键：南方航空、中国东航在扩张中提升效率，其他部分航司扩张则伴随效率短期阵痛。

我国主要上市航空公司包括南方航空（600029.SH）、中国东航（600115.SH）、中国国航（601111.SH）、海航控股（600221.SH）、吉祥航空（603885.SH）、春秋航空（601021.SH）等，上述航司机队规模合计约占全行业运输飞机在册量的 75%，为我国民航承运重要主体。

从机队所有权结构看，较之 2023 年末，各大航司都在减少经营租赁机队，转而大力增加自有模式。航空公司倾向于选择在资产控制权和成本上更具优势的自有或融资租赁。

2025 年 6 月末，春秋航空自有飞机比例为 67.7%，作为低成本航空公司，叠加稳定的现金流和谨慎的扩张节奏，其通过很高的自有率来最大限度地压降单位运营成本，较之 2023 年末，其“-9 经营租赁，+17 自有”的变化，是其持续“自有化”的成本控制策略。同期末，中国国航自有飞机比例为 44.4%，高自有比例追求较强的资产控制权和较低的长期运营成本，近期机队建设亦是大比例投向自有。中国东航和南方航空的自有、经营租赁、融资租赁比例相对均衡，但中国东航采取了明显“自有化”转向，较之 2023 年末净增 70 架自有，同时削减租赁机队，“重资产”战略加速；南方航空则在扩张中调整结构，以“融资租赁”来替代“经营租赁”，其同样在追求资产的最终控制权，但采用了不同的金融工具。吉祥航空自有率最低（仅占 32.3%），经营与融资租赁合计占 67.7%，高租赁比例使其机队结构更具弹性，可以根据市场变化调整运力（如退租飞机）。

图表 6. 我国主要上市航空公司机队规模（单位：架）

机队建设	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空
2025 年 6 月末	943	816	934	348	130	133
其中：自有	355	371	415	/	42	90
经营租赁	322	203	295	/	56	39
融资租赁	266	242	224	/	32	4

机队建设	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空
自有：经营：融资	38%:34%:28%	46%:25%:30%	44%:32%:24%	/	32%:43%:25%	68%:29%:3%
较 2024 年末增减	26	12	4	0	3	4
其中：自有	10	21	9	0	4	-1
经营租赁	-9	-37	-1	0	0	1
融资租赁	25	28	-4	0	-1	4
较 2023 年末增减	35	34	29	14	13	12
其中：自有	28	70	24	/	17	17
经营租赁	-23	-22	-3	/	-2	-9
融资租赁	30	-14	8	/	-2	4

注：根据各航司官网及公开信息，Wind 资讯数据整理、计算。

航空公司载运力(即航空客货运输供给端)指标包括可用座公里(ASK)、可用吨公里(ATK)和可用吨公里一货邮运(AFTK)三大指标；从数据趋势上看，中国航空运输业已全面超越公共卫生事件前水平，但增长动力和质量在各大航空公司间出现分化，战略重心从机队规模的增长，转向对高价值航线和货运市场的竞争。

从整体客运运力（ASK 角度）相较于 2019 年上半年度的恢复情况看：低成本航空公司（吉祥航空、春秋航空）实现了远超行业的增长水平，供给端份额提升；三大航已全面恢复但增长幅度温和；海航控股仍在消化历史包袱，整体运力收缩。

区域运力趋势：国际高增、国内分化、地区萎缩。2025 年上半年度，六大航司¹都在以两位数的高百分比（16-65%）增加国际运力，吉祥航空的国际运力较 2019 年同期增长近 182%，或与其保持高比例的经营租赁（43.1%）模式相契：为快速获取运力，快速恢复和获取国际市场；春秋航空国际线恢复相对滞后，与其自有策略相吻合：自购飞机周期长，难以快速响应国际市场的突然复苏。国内市场作为基本盘，已进入“结构性增长”阶段：春秋航空国内运力较 2019 年同期增长 66.8%，其低成本模式在国内主场仍具有市场吸引力；三大航国内运力增长约 20%，主要是恢复性增长，其在国内市场仍旧面临低成本航司的激烈竞争。六大航司的地区航线运力均大幅低于 2019 年同期（普遍下降 20-70%以上），飞往港澳台地区航线在航司内部的资源争夺中优先级已大幅降低，运力被重新配置到收益更高的国际和国内主干航线。

货运（AFTK）运力趋势：从“辅助业务”到“新支撑点”，2025 年上半年度，南方航空国际货运能力较 2019 年同期大幅增长 37%，远超其客运运力恢复水平，货运一定程度上已成为其逆周期的利润来源和战略优势之一；吉祥航空货运运力的高速增长（+515%），与其国际客运扩张相辅相成，原因或系新投入的宽体机队带来的腹舱货运能力。

图表 7. 我国主要上市航空公司 2025 年 H1 主要运力和运量趋势情况

载运力 (较 2019 年 H1)	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空	核心趋势
ASK	11.34%	17.91%	8.54%	-12.67%	43.27%	40.92%	春秋、吉祥增长绝对领先；海航战略收缩。
国际 ASK	-3.21%	13.33%	-9.14%	-24.34%	182.23%	-0.18%	吉祥国际扩张；东航三大航中国际恢复最佳。
国际货运 AFTK	37.03%	15.78%	-8.13%	-25.67%	515.74%	0.34%	南航货运优势突出；吉祥货运随国际运力暴增。
载运量 (较 2019 年 H1)	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空	核心趋势
RPK	15.14%	20.98%	7.65%	-13.67%	42.92%	39.10%	载运量增长与运力增长匹配，春秋、吉祥需求旺盛。

¹ 六大航司：南方航空、中国东航、中国国航、海航控股、吉祥航空和春秋航空。

载运力 (较 2019 年 H1)	南方航空	中国东航	中国国航	海航控股	吉祥航空	春秋航空	核心趋势
国际 RPK	-2.16%	14.08%	-12.19%	-23.21%	167.65%	-3.74%	东航、吉祥国际需求转化成功；国航、南航需求待恢复。
国际货运 RFTK	43.84%	66.70%	-0.10%	16.14%	1470.49%	14.20%	国际货运成为明星业务，东航、南航、吉祥表现良好。

资料来源：根据六大航司公开数据整理；注：更详细数据详见附录一。

航空公司载运量指标分为周转量和运输量两大类，其中周转量指标包括收入客公里（RPK，即旅客周转量）、收入吨公里（RTK，即运输周转量）和收入吨公里—货邮运（RFTK，货邮周转量），运输量指标包括载客人数（即旅客运输量）和货运及邮运量（即货邮运输量）。根据数据信息，国际客运和国际货运是当前航空运输市场强劲的双增长引擎，需求增速和规模均已进入新的扩张周期。

客运市场（RPK 角度）趋势：（1）国内市场强者恒强，低成本模式具有韧性。2025 年上半年度，三大航国内市场实现约 20% 的增长，主要受益于市场整体复苏，但面临来自低成本航司的持续挤压；春秋航空的国内 RPK 较 2019 年同期增长 65.1%，载客人数同比增长 55.6%，增速领先，其低成本模式在核心市场仍具有明显优势。（2）国际航线：量增但竞争加剧。2025 年上半年度，六大航司国际 RPK 同比增速（16-68%），需求回归仍较强势；与 2019 年同期相比，东航（+14.1%）和吉祥（+167.7%）的国际 RPK 已显著超 2019 年同期，而国航、南航、海航仍未恢复至当年水平，其国际网络吸引力或恢复速度有待提升。（3）地区航线：持续萎缩，战略地位下降。与运力趋势一致，2025 年上半年度，六大航司在地区航线 RPK 均大幅低于 2019 年同期水平（普遍下降 25-78%），这一趋势与载运力数据保持一致，地区航线的战略优先级已系统性降低。

货运市场（RFTK 角度）趋势表现高于客运，2025 年上半年度，中国东航国际 RFTK 较 2019 年同期大幅增长 66.7%，南方航空增长 43.8%，海航控股增长 16.1%。同期，吉祥航空的国际 RFTK 暴增 1470%（虽然基数低），其国际战略带来了货运附加价值。

图表 8. 我国主要上市航空公司 2025 年 H1 运营效率情况

航空公司	客座率 (较 2019 年 H1)	货邮载运率 (较 2019 年 H1)	总体载运率 (较 2019 年 H1)
南方航空	85.47% (+2.82pct)	51.48% (+3.21pct)	71.85% (+1.87pct)
中国东航	84.81% (+2.15pct)	36.99% (+7.16pct)	70.43% (+3.40pct)
中国国航	80.72% (-0.67pct)	37.48% (-4.40pct)	67.10% (-1.78pct)
海航控股	82.75% (-0.96pct)	52.32% (+23.46pct)	87.01% (+9.83pct)
吉祥航空	85.17% (-0.21pct)	28.34% (+8.48pct)	68.48% (-2.16pct)
春秋航空	90.52% (-1.18pct)	48.22% (+2.05pct)	85.73% (-1.30pct)

资料来源：根据六大航司公开数据整理；注：更详细数据详见附录一。

航空公司载运率指标是运输量和运力的比值数，主要包括客座率（RPK/ASK）、货邮载运率（RFTK/AFTK）和总体载运率（RTK/ATK）。客运效率方面，2025 年上半年度，除春秋航空、海航控股外，主要航司国内客座率较 2019 年同期均有明显提升，其中南方航空（+3.53pct）和中国东航（+2.98pct），表明国内市场需求仍旧旺盛，可消化新增运力；国际线则出现效率分化：南方航空（+0.90pct）和中国东航（+0.53pct）在国际运力增长的同时，客座率仍有所提升，吉祥航空在国际运力激增 182% 的情况下，客座率下降 4.27 个百分点，一定程度上表明市场需求的增长速度暂时未能跟上其运力投放的速度；春秋航空国际客座率绝对值虽高（86.88%），但较 2019 年同期下降 3.21 个百分点，与其国际运力恢复迟缓（-0.18%）相一致。

货运效率方面，2025 年上半年度，海航控股、中国东航、吉祥航空的货邮载运率较 2019 年同期实现大幅提升（尤其是国际航线），其中海航控股尽管客运规模收缩且效率未提升，但其货邮载运率增长 23.46 个百分点，表明当期将资源倾斜到了收益更高的货运领域；南方航空在货运效率和规模上继续保持优势，其国际货运转运率 61.86% 远高于其他竞争对手。

2. 民航机场

供给端，我国机场进入高速建设期，已形成世界级机场群与多层次枢纽体系。机场需求端已步入中低速增长新常态，2024 年旅客吞吐量虽创历史新高，但 2025 年上半年全国增速降至 5%，这一增速常态化与推进近万亿投资扩建及高吞吐设计值形成矛盾，需求支撑与产能规划间的落差形成较明显的供需配置压力，或将进一步加大区域间竞争分流风险、基础设施集中投运后利用率不足造成的低运营效率问题，以及投资依赖财政与债务融资带来的财务可持续性挑战。

《全国民用机场布局规划》提出：2025 年形成 3 大世界级机场群、10 个国际枢纽、29 个区域枢纽，京津冀、长三角、珠三角世界级机场群形成并快速发展，北京、上海、广州机场国际枢纽竞争力明显加强，成都、昆明、深圳、重庆、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等国际枢纽作用显著增强；《新时代民航强国建设行动纲要》提出：2035 年全国运输机场达到 450 个左右并形成一批以机场为核心的现代化综合交通枢纽，同时对国内机场网络建设、世界级机场群、枢纽机场和非枢纽机场及通用机场建设提出进一步布局意见。

2019-2024 年及 2025 年上半年度，我国民航基本建设和技术改造投资²分别为 969.4 亿元、1081.4 亿元、1222.47 亿元、1231.38 亿元、1241.3 亿元、1404.3 亿元和 531 亿元（半年度数据为民航全行业固定资产投资总额），公共卫生事件期间，我国机场行业在逆境中持续进行基础设施建设与技术升级，投资额保持增长，后续随着市场的强劲恢复信心传导至供给端，带动 2024 年基建投资增速重回双位数（13.1%）。截止目前，我国民用机场体系形成以北京、上海、广州等国际枢纽机场为中心，以深圳、成都、杭州、昆明、重庆、西安、厦门、武汉、乌鲁木齐、大连等区域枢纽机场为骨架，与其他城市干线、支线机场相配合的基本格局，机场数量（不包含香港和澳门）由 2009 年末 166 个增至 2024 年末 263 个。

2024 年，我国机场旅客吞吐量合计 14.60 亿人次，同比增长 15.9%，较 2019 年增长 107.98%；其中基于暑假出游等因素带动，7 月和 8 月吞吐量分别较 2019 年同期增长 13.61% 和 15.83%，8 月吞吐量（1.45 亿人次）为 2019 年以来的最新峰值。同年，我国机场完成货邮吞吐量 2006.2 万吨，同比增长 19.18%。2025 年上半年度，我国机场旅客吞吐量合计 7.38 亿人次，同比增长 5.0%，行业已基本告别特殊的报复性增长阶段，未来将回归至一个与宏观经济相匹配的、中低速的常态化增长通道。

2024 年，我国旅客吞吐量达 1000 万人次以上的机场共 40 个，占全国运输机场比例为 15.21%，此类机场是国家的航空枢纽和区域门户，主要集中在省会、直辖市、经济发达城市和旅游热点城市；旅客吞吐量为 200 万至 1000 万人次的机场为 37 个，占全国运输机场比例为 14.07%；低于 200 万人次的机场为 186 个，占全国运输机场比例为 70.72%，该类机场大多

² 包括机场建设、空管建设和其他方面建设，以机场投资为主。

位于中小城市、偏远地区或新兴城镇，客流量小，航线单一，许多在商业上难以盈利，多作为重要的公共基础设施和社会服务设施来投资建设，用于保障民生与国家安全。结构上呈现核心枢纽机场的时刻资源、空域资源等紧张，增长空间有限，中小机场航班量少、客座率低、收入微薄，但维护和运营成本高昂，普遍依赖政府补贴维持。

从前十大机场旅客恢复程度看，呈现出头部枢纽领先复苏、国际门户动能强劲、但增长质量分化的总体特征。2024 年前十名机场旅客吞吐量同比增长 21.0%，显著高于全国平均水平（15.9%）；其中，上海浦东机场以 41.0%的超高增速重返旅客吞吐量榜首，其货邮吞吐量与起降架次也稳居第一，显示出其作为国际枢纽的全面领先优势与强劲复苏动能。排名顺序上，前三大机场依旧由浦东、白云和首都机场占据，其中浦东国际机场排名升至首位，深圳宝安和成都天府顺位延续 2023 年排名，北京大兴机场后来居上位列第六，北京和上海“一城两场”均进入前十；西安咸阳国际机场旅客吞吐量位列全国 11 名，被北京大兴机场和杭州萧山机场赶超，首次跌出前十的排名。货运市场整体强劲，但关键枢纽出现分化：2024 年全国货邮吞吐量增长 19.2%，市场活力较旺盛，除杭州萧山（-9.2%）外，主要机场均实现正增长，成都天府（56.5%）、北京大兴（33.7%）、北京首都（29.3%）增速明显。

2024 年及 2025 年上半年度，在行业整体稳健复苏的背景下，头部机场的增速显著高于行业均值，资源向核心枢纽集中的趋势加剧。2025 年以来，头部机场均呈现增速放缓趋势，中短期内行业增速将向常态化（5-6%）回落，步入中低速增长新常态。

图表 9. 2024 年全国前十大机场经营指标情况（单位：万人次、万吨、万架次，%）

机场	旅客吞吐量			货邮吞吐量			起降架次		
	名次	数值	同比	名次	数值	同比	名次	数值	同比
上海/浦东	1（↑）	7679	41.0	1	377.83	9.8	1	52.81	21.7
广州/白云	2（↓）	7636	20.9	2	238.19	17.3	2	51.2	12.2
北京/首都	3（—）	6737	27.4	4	144.33	29.3	3	43.36	14.2
深圳/宝安	4（—）	6148	16.6	3	188.15	17.6	4	42.82	8.9
成都/天府	5（—）	5491	22.6	13	38.49	56.5	5	37.88	14.9
北京/大兴	6（↑）	4944	25.5	15	32.62	33.7	9	32.52	11
重庆/江北	7（↓）	4868	9.0	9	46.95	21.0	7	33.04	5
杭州/萧山	8（↑）	4805	16.7	7	73.49	-9.2	10	32.03	6.6
上海/虹桥	9（↓）	4794	12.8	10	42.77	17.7	11	27.53	3.2
昆明/长水	10（↓）	4718	12.2	12	38.56	10.0	8	32.96	3.5
前十大小计	—	57820	21.0	—	1221.38	15.4	—	386.14	10.8
全国	—	145952	15.9	—	2006.19	19.2	—	1240.05	5.9
西安/咸阳	11（↓）	4703	13.7	16	29.05	9.3	6	33.26	7.1

资料来源：民航局

图表 10. 2025 年上半年度前十大机场旅客吞吐量情况（单位：万人次，%）

排名	机场	2025 年上半年度	同比
1	上海/浦东	4116	11.6
2	广州/白云	3979	8.6
3	北京/首都	3417	4.5
4	深圳/宝安	3257	10.9
5	成都/天府	2742	3.1
6	北京/大兴	2609	9.1
7	重庆/江北	2484	3.9
8	上海/虹桥	2460	4.8
9	杭州/萧山	2437	4.6
10	昆明/长水	2431	4.0
—	合计	29931	6.8

排名	机场	2025 年上半年度	同比
—	全国	73803.2	5.0
—	西安/咸阳	2363	4.4
—	成都/双流	1608	2.6
—	武汉机场	1547	4.4
—	南京机场	1522	1.6

资料来源：民航局及公开信息搜集。

近期，我国省会城市及机场群的改扩建工程持续推进，根据不完全统计³，30 多家机场基础设施建设改扩建（含跑道与航站楼等）概算总投资近 1 万亿，2030 年目标旅客吞吐量设计值超过 14 亿人次，目标货邮设计值近 2000 万吨；2025 年以来，重庆江北国际机场第四跑道和 T3B 航站楼正式投用、乌鲁木齐天山国际机场（原地窝堡机场）改扩建工程全面投运、西安咸阳国际机场三期扩建工程 T5 航站楼正式投运、中川国际机场三期扩建工程项目建成投用、西宁曹家堡机场三期扩建工程正式投运等。

机场建设虽体现对我国交通基础设施的先期的长周期布局，但也需警惕其可能引发的行业性产能富余、债务风险累积和低投资效率等问题：（1）供需错配与产能富余。2024 年全国机场旅客吞吐总量为 14.6 亿人次，仅以上述 30 多家机场在 2030 年目标值（旅客吞吐量 14 亿人次）看，或面临过度投资风险，同时当前行业增速已回落至 5-6%的常态区间，2030 年目标值完成度或明显不及预期，加之民航运输机队建设预期低速增长，吞吐需求设计所需增速与机队扩张难以匹配。（2）区域协同与竞争风险。同一区域内多个机场同时扩建，可能导致资源分散、内部竞争分流，各机场为完成设计容量可能引发过度竞争。（3）财务风险。近万亿元投资将带来明显的投资压力与财务负担，一方面依赖中央和地方财政拨款，但地方政府财政压力大及民航发展基金拨付到位延迟均会加大投资支出压力和建设延期风险，另一方面业主方依靠债务融资，债务攀升和利率成本波动将影响财务表现。同时，机场作为重资产行业，在自然需求增长放缓背景下，投资回报周期将被大幅拉长，影响项目现金流和盈利能力。（4）运营效率与亏损压力。短期内集中投运大量新设施，客货流培育需要时间，将导致初始利用率偏低，固定成本难以摊薄。部分区位优势不足的机场可能陷入建成即长期亏损难以盈利的困境，成为需要持续输血的政策性负担。

3. 政策环境

2024 年以来，我国民航业发布《关于推进国际航空枢纽建设的指导意见》、《空中丝绸之路建设发展报告》、《国际客运航权市场准入和配置规则》和《“十四五”航空物流发展专项规划中期评估报告》等，着力构建层次分明、功能清晰的“3+7+N”国际航空枢纽功能体系。

图表 11. 关于推进国际航空枢纽建设的指导意见主要内容

枢纽层级	核心城市/地区	功能定位与发展方向
3 大国际航空枢纽	北京、上海、广州	聚焦洲际连接与全球辐射，目标是建设成为通达全国、辐射周边、连通洲际的核心链接节点，强化全方位门户复合型功能
7 大国际航空枢纽	成都、深圳、重庆、昆明、西安、乌鲁木齐、哈尔滨	结合各自区位优势，提升面向特定区域（如欧洲、中亚、南亚等）的门户功能，构建具有竞争力的国际航线网络
N 个区域航空枢纽	大连、南京、杭州、厦门、郑州等	承担区域性国际功能和专业货运枢纽任务。例如，郑州依托“空中丝绸之路”建设货运枢纽；鄂州运营专业性航空货运枢纽；合肥、天津等强化货运功能

注：根据《中国民用航空局 国家发展和改革委员会关于推进国际航空枢纽建设的指导意见》整理。

³ 各大机场集团公开披露信息及搜索引擎检索补充主要机场改扩建信息。

2025 年 1 月，民航局修订发布了《国际客运航权市场准入和配置规则》，优先向上述国际航空枢纽倾斜稀缺的航权资源，提升国际中转效率；但其挑战在于，需直面新加坡、迪拜等全球顶级枢纽的竞争，突破空域资源和时刻容量的瓶颈。7 大枢纽着力打造区域性门户，重点在于“因地制宜”。乌鲁木齐、昆明、哈尔滨凭借地缘优势，分别致力于打造面向中亚-西亚、南亚-东南亚、东北亚的重要门户，西安、成都、重庆作为内陆开放高地，通过中欧航空货运通道和“空中丝绸之路”，深化与欧洲、中亚的联通，其挑战在于避免同质化竞争。对于数量众多的区域枢纽，其功能是构建“干支通，全网联”的网络，为数以百计的小机场提供客货流支撑。

除了国际航空枢纽功能体系的进一步明确，2025 年全国民航年中工作电视电话会议上，加快构建民航领域统一大市场，综合整治行业“内卷式”竞争被列入 2025 年下半年民航工作之一。2025 年 8 月 14 日，中国航空运输协会牵头编制的《中国航空运输协会航空客运自律公约》（简称《公约》）正式发布，旨在遏制市场乱象、规范国内航空客运市场秩序。《公约》强调：航空销售网络平台经营者及航空销售代理人，须严格按照航空公司公布的运价、使用条件、退改签规则等规定为旅客提供服务，严禁违规捆绑销售、价外加价。

上述多项政策均是“构建统一大市场”战略在民航领域的具体体现，引导行业竞争维度转向网络质量、中转效率和服务水平等，也为我国打造世界级超级航空承运人、国际航空枢纽全方位门户复合型功能的战略目标奠定市场基础。

在国内良好的政策环境外，美国“对等关税”政策给我国民航业的运营质量带来不确定性，其影响主要体现在飞机与零部件成本、供应链稳定、机队建设以及国际运营环境等方面：飞机引进与租赁成本或因关税大幅增加，维修所需航材采购成本上升且供应受阻；新飞机交付延迟或取消，运力增长放缓，老旧飞机被迫延期服役，机龄拉长，零部件短缺可能直接导致部分飞机停场，潜在的零部件短缺也对持续安全运行构成挑战。此外，近期美方提议禁止中国航司往返美国的航班飞越俄领空，或导致飞行时间与燃油成本增加，机票价格上涨，削弱航线竞争力。

4. 盈利状况

根据历年民航行业发展统计公报统计信息，2020-2022 年民航全行业营业收入均值 6702 亿元，几乎跌回 2016 年规模，较 2019 年缩减 37%，2020-2022 年民航全行业合计利润总额亏损 3991 亿元，亏损量超过 2011-2019 年利润积累，其中航空公司的亏损额 3237 亿元，亏损量超过往年十多年的利润积累；机场亏损额 955 亿元，亏损量接近往年十年利润积累。

2023 年民航全行业营业收入 10237 亿元，已恢复至 2019 年的 96.35%，其中航空公司营业收入已超过 2019 年规模，机场恢复至 84.49%；同期利润总额亏损 211 亿元，同比明显减损，其中航空公司亏损 59 亿元，机场亏损 199 亿元。2024 年民航全行业营业收入 11342 亿元，已超过 2019 年规模，利润总额扭亏为微利 1.2 亿元，其中航空公司盈利 45 亿元，机场仍亏损 131 亿元。

图表 12. 我国民航业经济效益情况（单位：亿元）

分类	2009-2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 上半年度	2024 年 上半年度	2019 年 上半年度
营业收入	59786	10625	6247	7529	6329	10237	11342	—	—	—
其中：航空公司	41329	6487	3755	4245	3365	6761	7656	2919.35	2842.94	2497.60
机场	6830	1207	883	944	770	1020	1137	443.11	457.14	422.66
保障企业	11628	2931	1609	2340	2194	2457	2548	—	—	—
利润总额	3997	541	-974	-843	-2174	-211	1	—	—	—
其中：航空公司	2595	261	-794	-671	-1771	-59	45	-11.87	-45.39	124.49
机场	836	161	-233	-246	-476	-199	-131	-5.67	-19.62	119.03
保障企业	567	119	53	75	73	47	87	—	—	—

资料来源：2019-2024 年民航行业发展统计公报；
注 1：半年度数据为不完全统计数据，航空公司数据来自上市公司加和数，机场数据来自公开发债机场加和数，仅参考；
注 2：保障企业包括中国航空器材进出口集团公司、中国航空油料集团公司和中国民航信息集团公司。

2025 年 6 月 2 日，国际航空运输协会（IATA）调整 2025 年航空公司财务展望，盈利前景较 2024 年有所提高，2025 年航空业盈利预期重点如下表。其中以收入客公里（RPK）计，亚太地区是全球最大的航空客运市场，我国占该地区客运量的 40%以上。IATA 鉴于多个亚洲国家，特别是中国、越南、马来西亚和泰国放宽签证要求，客运需求预计走强。

图表 13. IATA：2025 航空业盈利回升

关键指标	2025 年预测值	与 2024 年对比
全球航空运输业总收入	9790 亿美元	增长 1.3%
其中客运收入	6930 亿美元	增长 1.6%
全球航空运输业总支出	9130 亿美元	增长 1.0%
其中燃油成本	2360 亿美元	全年燃油的平均价格预计为 86 美元/桶，远低于 2024 年的均价 99 美元每桶
全球行业净利润	360 亿美元	高于 2024 年的 324 亿美元
全球行业净利润率	3.7%	高于 2024 年的 3.4%
全球客运总量	49.9 亿人次	创历史新高
全球平均载客率	84.0%	预计达历史最高水平

资料来源：国际航空运输协会（IATA），网址：<https://www.iata.org/en/pressroom/2025-releases/2025-06-02-01/>

短期看，2025 年我国航空公司会从燃料成本的降低中受益，加之“反内卷”公约的发布，票价体系亦有望企稳，尽管面临飞机交付延迟、地缘政治风险影响国际航线布局等，在经历深度调整后，我国航空运输业的盈利回升趋势相对明朗。机场行业则仍需关注集中改扩建建设投资后可能引发的行业性能富余、债务风险累积和投资效率低下等问题。

二、 样本企业财务分析与评价

1. 民航运输

2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本⁴营业收入分别 5870.69 亿元和 2919.35 亿元，同比分别增长 13.64%和 2.69%，2025 年上半年度旅客周转量与运输量呈现常态化恢复，收入增速进一步放缓，主要系票价方面节假日机票价格有所下跌，2025 年上半年民航国内经济舱平均票价 740 元（含税票价），较 2024 年同期下降 6.9%，较 2019 年同期下降 7.8%。

2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本营业成本分别为 5476.14 亿元和 2745.32 亿元，同比分别增长 12.96%和 2.18%，成本增速略弱于收入增速，带动毛利率同比微增 0.56

⁴ 七大上市航空公司：南方航空、中国东航、中国国航、海航控股、吉祥航空、春秋航空和华夏航空。

和 0.46 个百分点。我国民航运输业成本主要由燃油费、资产折旧与摊销、员工薪酬、机场起降费、维修成本等构成。

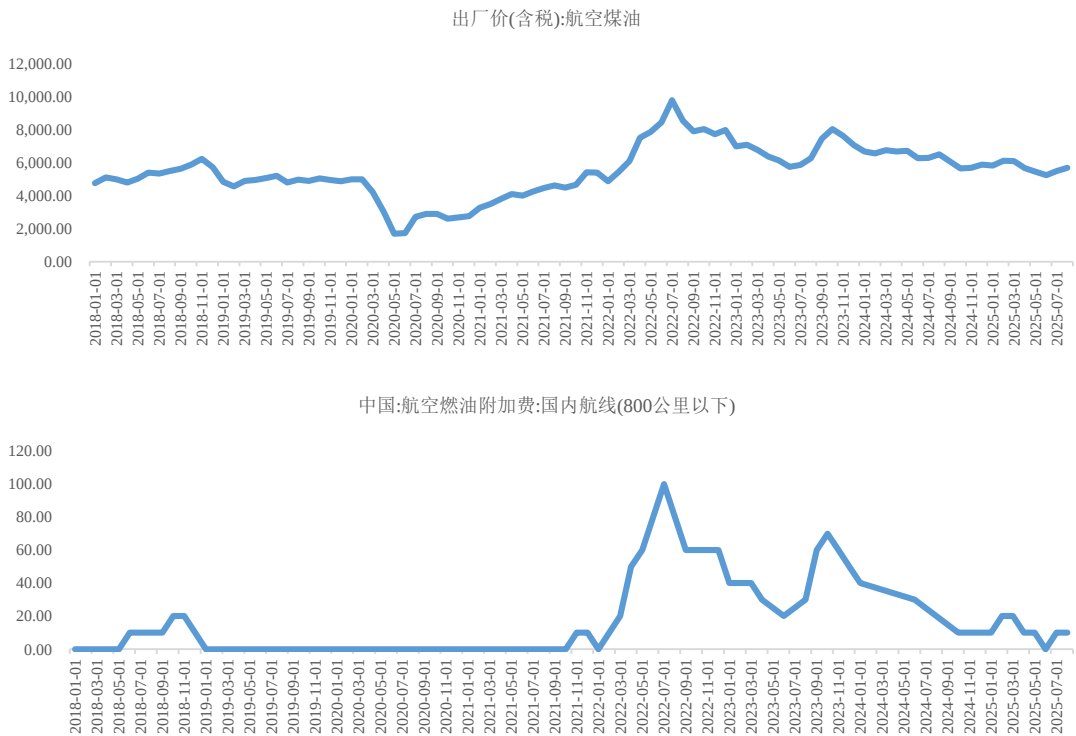
图表 14. 近年民航运输行业样本主要成本构成表

构成	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 H1	2024H1
燃油成本	29.29%	35.58%	34.72%	32.13%	35.81%
折旧与摊销	23.88%	18.22%	16.98%	/	/
职工薪酬	22.48%	18.04%	17.81%	/	/
起降服务费	8.17%	11.96%	13.17%	/	/
合计	83.81%	83.81%	82.68%	/	/

注：经新世纪评级整理、计算；“/”系数据不完全。

其中航油成本（燃油费）为诸多航空公司成本构成中比例最大的部分，航油价格波动对航空公司效益有着重大影响，航空公司一般通过原油互换合约、原油看涨期权等方式锁定航油成本，期以降低航油价格波动带来的不利影响，2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本航油成本分别占比营业成本项的 29.29%、35.58%、34.72%和 32.13%（半年度不含华夏航空），同期航空煤油出厂均价分别为 7510.25 元/吨、6778.00 元/吨、6309.33 元/吨和 5728.50 元/吨，航空煤油价格趋势下滑，并于 2025 年 6 月触及低值 5229 元/吨，2025 年上半年度均价较上年同期下降 13.31%。

图表 15. 航空燃油成本及航旅燃油附加费变化趋势（单位：元/吨，元）



注：新世纪评级根据 Wind 资讯数据整理、绘制。

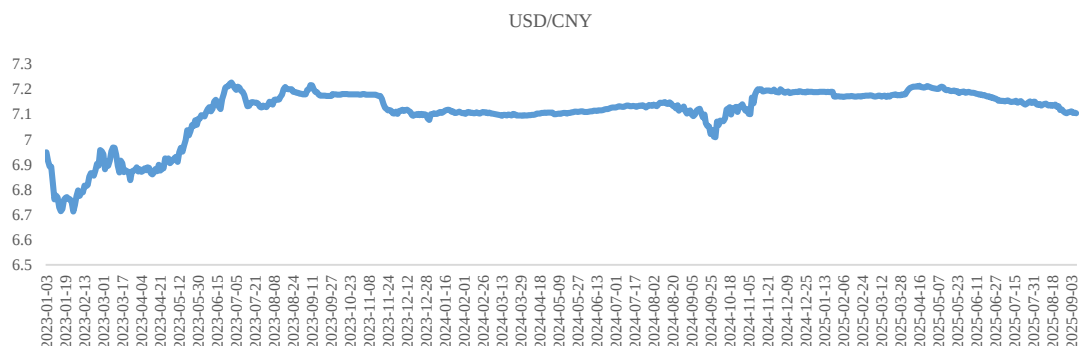
折旧与摊销为民航运输企业固定成本，行业资本密集特性的基础上，运力和基建（基地等）投入带来较大规模飞机、发动机核心件/替换件以及高价周转件等资产的折旧与摊销量，2022-2024 年，民航运输行业样本折旧与摊销分别占比营业成本项 23.88%、18.22%和 16.98%。员工薪酬也是重要的成本构成项，尤其是 2024 年国际客运市场加大回复力度后，外籍飞行员回归带来的成本上涨依旧不容忽视，2022-2024 年，民航运输行业样本职工薪酬费用分别

占比营业成本项 22.48%、18.04%和 17.81%。

费用端，航空公司融资依赖较大，且存在不同规模的外币债务，市场利率及汇率的变动都会引起航司资金利息和汇兑损益等费用（尤其是财务费用）的波动，进而影响航司的利润和资产负债情况。民航运输业具有资金密集的行业特点，外部融资需求偏高的情况下，市场融资环境的松紧变化将对航司资金成本控制带来压力，以间接融资来观察，2025 年 6 月末（vs 2024 年 6 月末），中国东航、南方航空、中国国航、海航航空和春秋航空的长期借款年利率区间分别为 1.87-3.00%（2.00-3.20%）、1.20-3.43%（1.20-3.43%）、1.60-4.38%（2.00-4.45%）、0.45-4.50%（1.66-5.70%）、2.10-3.25%（2.45-3.45%），融资成本趋势下降；考虑到航空公司购置/租赁飞机或发动机若以外币结算，外部借贷环境也将影响其融资成本控制策略，2024 年 9 月美联储和欧洲央行“降息”也带来一定外币债务利息压力的缓解。

航司汇率风险主要着眼于外币有息类债务、飞机/航油等境外采购，以及国际机场起降费用支出等，航司一般通过外汇远期合约锁定汇率，对冲美元汇率波动影响。美元兑人民币汇率中间价由 2022 年底的 6.9646 追至 2023 年 6 月 30 日的 7.2258（年内最高点）至 2023 年底的 7.0827，2024 年美元兑人民币汇率中间价平稳居高（介于 7.0074~7.1996），2025 年 4 月及 5 月上旬美元兑人民币汇率中间价追高后略有回落。人民币贬值压力依旧带来民航运输公司呈现汇兑损失的状态，也进一步影响其运力补充计划、资产负债和利润表现，2022-2024 年，民航运输行业样本汇兑损益分别为-194.78 亿元、-42.64 亿元和-39.94 亿元，持续呈现汇兑损失。

图表 16. 2023 年以来美元兑人民币汇率中间价走势图



资料来源：中国货币网

航空公司盈利水平变化影响因素多元，包括客货运量规模、票价水平、国内国际航线布局侧重、财政补贴，以及各项成本端和费用端的控制能力。2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本毛利分别为-963.94 亿元、318.02 亿元、394.56 亿元和 174.03 亿元，毛利率分别为-42.25%、6.16%、6.72%和 5.96%，2024 年以来样本内企业毛利率均转盈利。

基于四大上市航空公司客货运表现，2023 年以来航空客运毛利率扭亏为盈，航司普遍采取“以价换量”的策略，但“量”的繁荣难以弥补“价”的缺失，加之成本端仍受供应链、油价等多因素影响，客运盈利空间相对受限；同期以来，航空货（邮）运盈利能力较稳定，毛利率维持较高水平，高端制造出海、跨境电商物流需求较强劲，需求基本盘稳固，供需格局整体有利，收益水平有望保持韧性。我国航空公司“客运承压、货运稳定”的盈利分

化的趋势在中短期内仍可能持续，此分化格局下，货运板块或成为航空公司业绩的“稳定器”，对冲客运业务的周期性风险，财务表现将更加稳健。

图表 17. 四大上市航空公司客、货（邮）运业绩表现情况（单位：亿元）

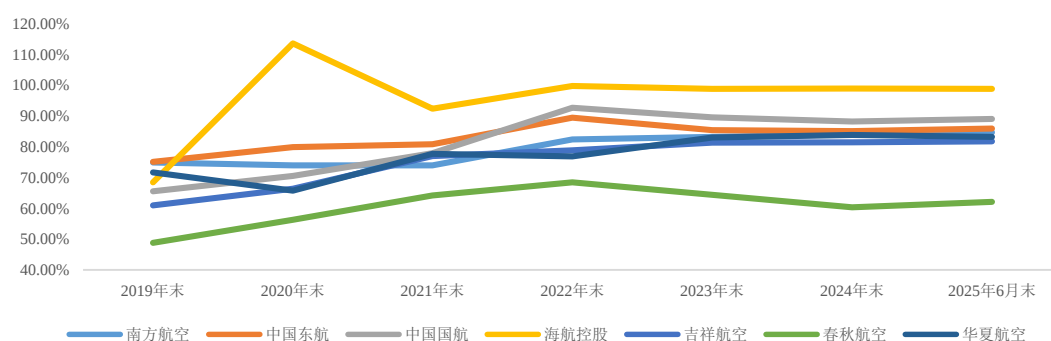
四大航司	2022 年		2023 年		2024 年		2025 年上半年度		2024 年上半年度	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
客运	1539.56	-55.44%	4273.48	3.41%	4812.50	3.57%	2169.19	2.74%	2120.33	2.31%
货（邮）运	411.59	-16.39%	246.25	16.22%	339.05	20.87%	164.25	20.35%	152.06	19.54%

注：经新世纪评级整理、计算。四大上市航空公司：南方航空、中国东航、中国国航、海航控股。

2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本期间费用合计分别为 706.53 亿元、631.36 亿元、671.67 亿元和 304.68 亿元，持续侵蚀微薄的利润空间，期间样本企业可获政府补贴和投资收益，同期其他收益和营业外净收益合计分别为 147.79 亿元、194.53 亿元、231.09 亿元和 104.33 亿元，投资收益分别为 4.72 亿元、16.86 亿元、27.97 亿元和 12.65 亿元，其经营损益（利润总额-其他收益-投资收益）分别为-1718.66 亿元、-307.43 亿元、-267.90 亿元和-135.70 亿元，2023 年以来持续减损，但经营仍承压，同期净利润分别为-1493.63 亿元、-109.86 亿元、-49.03 亿元和-32.02 亿元，行业资产回报质量欠佳。

因飞机、发动机核心件购置、基地建设等资本支出规模大，航空公司外部融资需求量较大，债务资金依存度偏高，其普遍存在债务规模大、财务杠杆偏高等境况，2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航运输行业样本资产负债率均值分别约为 88.17%、86.54%、86.23%和 86.81%。短期内，各大航空公司仍有较大规模资本支出安排（机队建设），其一般根据自有资金情况、贷款利率（直接和间接融资）等波动情况，调节杠杆水平。

图表 18. 主要航司资产负债率情况



注：经新世纪评级整理、绘制。

因公共卫生事件影响，航空公司亏损明显，权益资金收缩，财务杠杆攀升并处于高位，2022 年末民航运输行业样本权益资金合计较 2019 年末减少 60.62%，近期各航司实施定增等形式补充权益资金，2025 年 6 月末，民航运输行业样本权益资金合计较 2022 年末增长 20.30%。2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航运输行业样本实收资本和资本公积合计分别为 2918.18 亿元、3073.74 亿元、3153.56 亿元和 3154.16 亿元，2020 年以来，航空公司补足权益资本手段包括定向增发和发行可转债等，募集资金用途主要包括项目融资（飞机购置/航材购置及维修项目、引进备用发动机）、补充流动资金和偿还借款，并主要用于飞机购置，合计募集资金近 1000 亿元，但上述补足方式仍不及利润亏损额对权益的削弱影响。同期末，民航运输行业样本未分配利润分别为-1793.10 亿元、-1914.30 亿元、-1966.24 亿元

和-2007.77 亿元，亏损仍在削弱权益实力。

图表 19. 主要航司 2020 年以来权益增加事件

航空公司	时间	权益增量	形式	目的
南方航空	2020 年	127.82 亿元人民币	定向增发	项目融资（31 架飞机）和偿还借款
	2020 年	35 亿港元	定向增发	向南龙控股有限公司非公开发行 H 股股票
	2021 年	160 亿元人民币	可转债	项目融资（飞机购置/航材购置及维修项目、引进备用发动机）与补充流动资金
	2022 年	45.00 亿元人民币	定向增发	补充流动资金
中国东航	2021 年	108.28 亿元人民币	定向增发	偿还债务和补充流动资金
	2022 年	150.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（38 架飞机）与补充流动资金
中国国航	2023 年	150.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（22 架飞机）与补充流动资金
	2024 年	20.00 亿港元	定向增发	向中国航空(集团)有限公司非公开发行 H 股普通股
	2024 年	60.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（17 架飞机）与补充流动资金
海航控股	2022 年	108.70 亿元人民币	定向增发	补充流动资金
	2024 年	7.10 亿元人民币	债转股	子公司重整
吉祥航空	2022 年	33.02 亿元人民币	定向增发	项目融资（引进飞机及备用发动机）与偿还银行借款
春秋航空	2022 年	30.00 亿元人民币	定向增发	项目融资（引进飞机及备用发动机）与补充流动资金
华夏航空	2022 年	24.35 亿元人民币	定向增发	项目融资（4 架飞机 1 架模拟机）与补充流动资金

资料来源：Wind 资讯，经新世纪评级整理。

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航运输行业样本总资产分别为 11369.31 亿元、11683.33 亿元 12061.53 亿元和 12267.68 亿元，资产集中于固定资产（飞机及发动机、高价周转件等）、在建工程（购买及改装飞机款、基地建设）和使用权资产（飞机及发动机）等科目，上述科目占比总资产约 75%，资产结构长期化，且围绕飞行器及相关配件，与行业基本特征和属性相匹配；此外，民航运输行业经营相对可预期和透明，带来较为稳定的票款收入与现金流，用于储备和充实现金类资产，并可获得增资扩股等现金支持，样本企业现金类资产约占总资产比重近 6%。

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航运输行业样本总负债 10023.82 亿元、10110.21 亿元 10400.37 亿元和 10649.05 亿元，同期末长短期债务比分别为 146.14%、144.00%、125.64% 和 127.75%，期限结构较合理，符合行业资本投资收回时间长等特性。样本企业负债主要由刚性债务构成，同期末刚性债务分别为 8354.72 亿元、8043.67 亿元、8220.44 亿元和 8359.51 亿元，构成占负债比重近 80%，样本内企业多拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于运营保持稳定；刚性债务主要由长短期银行借款、租赁负债和应付债券构成，期限偏长期化，借款方式主要由信用借款和质押借款构成，质押借款主要以飞机及高价周转件等作为质押取得借款资金。

因民航运输行业收费特性，样本企业具有较强收现能力，2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航运输行业样本经营活动净现金流分别为-210.02 亿元、1246.32 亿元、1328.59 亿元和 572.94 亿元，2023 年以来随着民航运输市场持续复苏，经营活动现金流呈现较大规模净流入，行业内生现金的“源头活水”已经正常运行；同期投资活动净流出分别为 234.81 亿元、518.03 亿元、568.55 亿元和 177.20 亿元，2023 年以来机队建设和更新设备设施（引进和退出）加大了支出力度，为民航市场的供给端提供运行保障；同期筹资活动净现金流分别为 521.97 亿元、-914.72 亿元、-792.98 亿元和-336.08 亿元，2021-2022 年尚处于行业景气低迷时期，经营活动现金难以覆盖投资支出安排和经营周转，尤其是 2022 年对外筹资规模加大，外部融资依赖度加深（包括权益类和负债类），2023 年以来经营活动现金流基本可覆盖投资支出安排和经营周转，活动更多体现为债务还本付息。

金融机构关系方面，各家样本基本都与金融机构保持良性合作关系，其中南方航空（2024 年末）和中国国航（2025 年 6 月末）授信总额合计约 4600 亿元，剩余未使用 2637 亿元，授信提用方式多为信用借款和抵质押，融资成本亦趋势下降，可获得金融机构授信支持程度较高。

2. 民航机场

2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航机场行业样本营业收入分别为 604.76 亿元、830.89 亿元、923.52 亿元和 443.11 亿元，样本所辖核心机场集中于全国机场旅客吞吐量的前列，旅客吞吐量等机场生产指标规模较大，机场资源较为优质，并贡献主要收入来源，同期毛利率分别为-35.37%、2.21%、7.99%和 12.10%，2023 年以来机场生产指标持续恢复，毛利率为正且持续增长。

图表 20. 民航机场行业样本企业主要生产指标

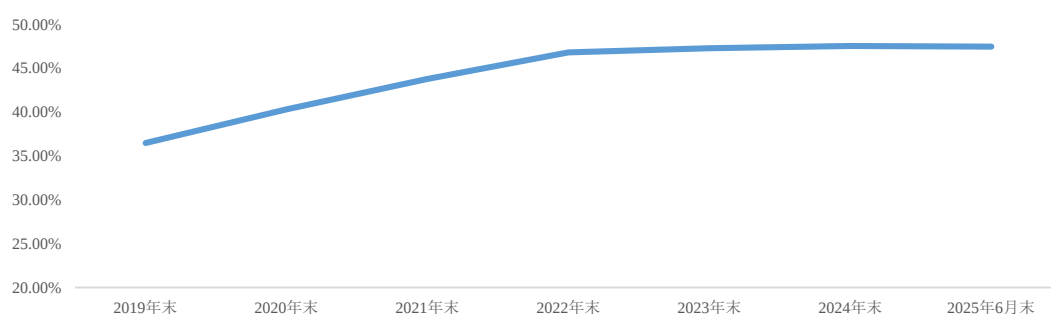
机场企业	简称	机场个数	2024 年全口径旅客吞吐量	
			吞吐量（万人次）	增速（%）
首都机场集团有限公司	首都机场集团	34	17,340.83	20.90
上海机场(集团)有限公司	上海机场集团	2	12,473.11	28.63
广州白云国际机场股份有限公司	白云机场股份	1	7,636.48	20.89
深圳市机场(集团)有限公司	深圳机场集团	1	6,736.74	27.75
四川省机场集团有限公司	四川机场集团	12	9,119.65	15.97
浙江省机场集团有限公司	浙江机场集团	7	8,453.29	14.19
厦门翔业集团有限公司	厦门翔业集团	4	4,361.45	15.59
重庆机场集团有限公司	重庆机场集团	4	4,910.74	9.20
东部机场集团有限公司	东部机场集团	7	4,797.99	13.26
山东省机场管理集团有限公司	山东机场集团	6	3,588.10	12.54
广西机场管理集团有限责任公司	广西机场集团	8	2,435.30	4.85
甘肃省民航机场集团有限公司	甘肃机场集团	9	2,073.19	10.72
无锡锡南国际机场集团有限公司	无锡机场	1	1,050.43	19.40
云南机场集团有限责任公司	云南机场集团	15	7,143.98	11.63
小计	—	111	92,121.27	18.00
全国	—	263	145951.77	15.86
占比	—	42.21%	63.12%	—

资料来源：Wind 资讯各样本评级报告、中国民航运输局，经新世纪评级整理

考虑到机场行业权益和债务融资渠道通畅，利息压力较小，需关注员工薪酬等费用水平，2022-2024 年及 2025 年上半年度，样本企业期间费用分别为 151.73 亿元、170.22 亿元、179.62 亿元和 83.77 亿元，期间费用率分别为 23.54%、19.01%、19.45%和 18.90%。同期经营损失分别为 402.82 亿元、182.01 亿元、124.54 亿元和 41.19 亿元，2023 年样本企业经营损失减损明显，2024 年及 2025 年上半年度经营损失同比分别减损 57.47 亿元和 6.10 亿元。短期内，民航机场行业能否扭亏仍需观察收入增速和折旧与摊销成本等趋势变化。

非经营性收益补足行业利润的空间相对有限，2022-2024 年及 2025 年上半年度，民航机场行业样本企业其他收益分别为 43.90 亿元、43.19 亿元、37.45 亿元和 18.10 亿元，投资收益分别为 26.79 亿元、33.37 亿元、37.01 亿元和 16.49 亿元，同期净利润分别为-321.42 亿元、-124.49 亿元、-81.95 亿元和-16.02 亿元，资产收益质量偏弱。

图表 21. 民航机场行业样本资产负债率趋势



注：经新世纪评级整理、绘制。

受益于民航局、地方政府对机场建设资本金、贴息等支持，民航机场行业样本资产负债水平尚可，2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，样本整体资产负债率分别为 46.82%、47.28%、47.53%和 47.48%，未来机场建设（改扩建为主）仍有较大资金需求，考虑到行业自身债务融资能力较强，在政府财力有所弱化背景下，机场企业负债经营程度或有加深，但整体债务压力可控。

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航机场行业样本企业所有者权益分别为 4193.46 亿元、4312.30 亿元、4512.93 亿元和 4591.34 亿元，其中实收资本和资本公积合计占权益资本比重超 90%，资本结构稳健；同期末未分配利润-177.64 亿元、-294.23 亿元、-392.89 亿元和 -420.69 亿元，近期利润亏损难以对权益起到夯实作用。

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航机场行业样本总资产分别为 7885.66 亿元、8180.22 亿元、8601.42 亿元和 8741.45 亿元，资产集中于固定资产（机场）、在建工程（机场）和无形资产（土地）等科目，上述科目占比总资产约 66%，资产结构长期化，且围绕机场及其附属设施，与行业基本特征和属性相匹配；此外，民航机场行业经营相对可预期和透明，带来较为稳定的收入与现金流，用于储备和充实现金类资产，并可获得民航局和各地政府建设资金等支持，样本企业货币资金约占总资产比重近 11%。

2022-2024 年末及 2025 年 6 月末，民航机场行业样本企业负债余额合计分别为 3692.19 亿元、3867.92 亿元、4088.49 亿元和 4150.11 亿元。近年来，随着国内机场项目建设的推进和经营周转需求，存量债务规模有所扩张。从负债期限结构来看，样本企业债务期限结构较合理并进一步优化，符合行业资本投资收回时间长等特性，同期末样本长短期债务比均值分别为 103.90%、126.75%、128.35%和 135.15%。样本企业负债主要由刚性债务构成，同期末刚性债务构成占负债比重分别为 60.27%、63.88%、62.42%和 62.10%，主要为银行借款占比约 70%，以信用借款为主。其他债务主要专项应付款（航线补贴）、递延收益（政府补助）等，实际支付压力小。

从现金流状况看，民航机场行业样本主业收现能力较强，2022-2024 年及 2025 年上半年度经营活动净现金流分别为 32.24 亿元、94.51 亿元、232.10 亿元和 116.17 亿元，2023 年以来随着民航需求的释放，样本企业现金流状况改善明显；因样本企业多承担区域内机场改扩建和运营职能，投资性净支出规模大（固定资产类投资为主），同期分别净支出 444.45 亿元、508.59 亿元、577.82 亿元和 221.07 亿元，非筹资性净现金流缺口较大，对外权益性资

金补充和债务性融资依存度高，其中权益性资金多来自于中央民航发展基金和各级地方政府财政资金，债务性资金主要为银行借款和债券发行。

民航机场行业样本多拥有较为畅通的间接融资渠道以及长期稳定的银企合作关系，有助于运营保持稳定，金融机构（尤其是政策性银行和五大行）对于机场行业发展的支持明显，债务循环、项目贷款和流动性资金支持上，金融机构均给予行业较大认可，行业融资渠道较通畅、资金获取来源较多元，样本整体融资成本控制力强。授信方面，样本企业最新获得授信总额约 1.32 万亿元，剩余可使用额度为 1.09 万亿元，总授信和剩余授信对总刚性债务覆盖倍数分别约在 5.13 倍和 4.21 倍，可获得金融机构很高程度的授信支持，剩余可使用额度也为项目投资提供基础。

三、中国民航行业信用展望

1. 民航运输

短期内，我国航空运输供需市场保持增长态势，增速愈加注重内生优化，而非粗放式增量扩张；行业竞争焦点从“开辟航线”转向提升网络密度与运营效率，其中国际市场和货运成为重要增长点。尽管面临供应链交付延迟、航油价格和汇率波动、高负债等挑战，但在政策引导、需求增长和成本控制等多因素驱动下，行业盈利恢复预期较强，2025 年度利润积累或将从油价下行和“反内卷”公约中获益。财务端，航空公司机队建设策略也将带来较大规模资本性支出，将加深对债务的依赖度，财务杠杆维持偏高水平。

信用角度，基于国内航空运输市场保障运行和国际运输市场增长潜力，较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构提供的流动性补充等，仍可有效支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

（1）供需市场保持增长态势，国际市场的恢复与增长潜力将进一步释放，而货运的强劲表现也有望得以延续。

受全球飞机制造供应链延迟及高成本制约，我国机队引进速度放缓，进入“存量优化”阶段。航司普遍采取“增自有、减经租”的机队策略以增强控制权并降低运营成本。同时，供给优化方向聚焦于航线网络结构调整，国内航线深耕提质，国际航线加速加密，旨在通过提升网络密度和航班频次来挖掘存量市场潜力。政策端亦引导行业竞争维度转向网络质量、中转效率和服务水平等，也为我国打造世界级超级航空承运人战略目标奠定市场基础。

民航运输行业需求已全面超越 2019 年水平，并呈现较强劲的结构分化。国际客运与货运是当前增长的重要推动力，国内市场进入成熟稳定期，而港澳台地区航线则持续萎缩，恢复缓慢；需求的反弹力度整体高于运力投放，推动客座率创下历史新高。

基于上述运力的布局预期和 2025 年上半年度民航运输业运行指标表现，短期内我国民航运输业将继续保持稳健增长态势，国际市场的恢复与增长潜力将进一步释放，而货运的强劲表现也有望得以延续，结构上依旧呈现分化：国际航线增速超国内航线、货运增长普遍优于客运、港澳台航线成为整体恢复进程中的相对短板。

(2) 主业运营维持稳健态势，短期利润积累将从燃油成本的降低和“反内卷”公约中收益。

短期看，2025 年我国航空公司会从燃料成本的降低中受益，加之“反内卷”公约的发布，票价体系亦有望企稳，尽管面临飞机交付延迟、地缘政治风险影响国际航线布局等，在经历深度调整后，我国航空业的盈利回升趋势相对明朗。

我国航空公司“客运承压、货运稳定”的盈利分化趋势在中短期内仍可能持续，此分化格局下，货运板块或成为航空公司业绩的“稳定器”，对冲客运业务的周期性风险，财务表现将更加稳健。

(3) 杠杆高位运行，债务压力大，未来资本支出也将加深债务依赖度；上市航空公司可通过资本市场进行股权融资，同时金融机构也给予较大力度信贷资源支持。

我国主要航空公司整体呈现“增自有、减经租”的机队策略，飞机及发动机购置、基地建设仍有较大规模资金支出需求，航空公司对债务的依赖度也将持续加深。因连年亏损，各航空公司权益资本夯实力度不足，虽可通过定增等权益渠道补充权益，但杠杆压降空间相对有限，长期高杠杆也将影响资本运作。从评级角度看，高负债经营孳生较大额利息支出压力，同时也加大债务循环压力，仍需关注航空公司负债经营压力；同时也考虑到金融机构给予民航运输行业的信贷融资渠道较为通畅，为其流动性提供支持。

2. 民航机场

短期内，我国机场行业发展基础稳固，整体趋势向好。基建投资高速推进并持续完善世界级机场群与多层次枢纽体系，明确的政府资金支持和可利用的杠杆融资空间为项目建设提供了可靠保障。需求端已步入中低速增长新常态，且大量中小机场仍需依赖补贴，但头部枢纽复苏动能强劲，带动整体经营现金流改善。

尽管行业短期内面临产能富余、区域竞争及新增折旧拖累盈利等挑战，但较稳定的客运需求、主业较强的现金流以及较强的外部支持等，仍可有效支撑我国民航机场行业的高质量发展，信用质量将保持稳定。

(1) 供给端：基建投资高速推进，且资金来源较为明确，网络布局日趋完善。

我国机场建设正处于高峰期，2024 年投资增速重回双位数。在顶层规划引导下，已形成以三大世界级机场群为核心、十大国际枢纽为骨架的多层次机场体系，机场数量持续增加。近期，多家省会机场推进改扩建，总投资近万亿元，旨在 2030 年实现超过 14 亿人次的设计吞吐能力，体现了国家对交通基础设施的先期长远布局。短期内，预计我国民航机场建设将保持规模化投入，并有望发挥行业债务融资空间相对较大的优势，成为基建投资助推经济企稳回升的重要发力领域。

我国机场行业建设资金来源较为明确，支线机场是公益性较强的公共基础设施，原则上以非债务性资金全额投入，中央与地方财政性资金支持力度大，干线机场（含改扩建）资金来源中央民航发展基金、地方政府财政资金、以及所属机场集团自筹资金（含借款）；评级

的角度看，机场行业获得的政府资金支持力度高，机场企业资产负债率较低，仍有债务杠杆运作的空间，且金融机构给予机场企业很大力度的融资信贷支持（长期低息），实际项目建设过程中资金压力可控。

（2）需求端：增长步入新常态，市场结构分化明显。

机场需求端在经历报复性复苏后，正回归与宏观经济匹配的中低速增长通道，2025 年上半年旅客吞吐量增速降至 5%。同时，市场结构分化加剧：头部核心枢纽复苏动能强劲，资源集中趋势明显；而占全国机场数量 70% 以上的中小机场（吞吐量 200 万人次以下）则因客流量小、航线单一，普遍面临商业盈利难题，高度依赖政府补贴。

（3）财务表现：短期改善承压，长期债务风险可控。

短期内，随着需求释放，民航机场行业和企业收入预期增长，机场企业经营现金流呈现净流入状态，由于折旧摊销等固定成本高昂，行业整体净利润仍深陷亏损。尽管未来大规模建设可能推高负债水平，但行业目前资产负债率相对适中（约 47%），且拥有通畅的权益与债务融资渠道及强有力的金融机构授信支持，整体债务压力可控。

（4）供需配置引发多重挑战。

我国民航机场行业正面临较大规模基建投入与需求步入中低速增长新常态的矛盾。近万亿美元的改扩建投资进一步促进我国形成世界级机场群与多层次枢纽体系，但 2025 年上半年增速已回落至 5%。当前巨大的设计产能与未来的常态化需求增长预期形成显著供需错配，潜藏着产能富余、区域竞争分流、债务风险累积和低运营效率等多重挑战。机场企业也将面临着固定成本难以摊薄的财务困境（增量折旧与财务费用对短期经营业绩的阶段性影响）：改扩建投运后的一段时间，旅客吞吐量增速不及折旧摊销等成本攀升速度，这短时期存在效益缩减压力或亏损风险。

附录一：

2025 年上半年度我国主要上市航空公司运输情况表

指标	南方航空			中国东航			中国国航			海航控股			吉祥航空			春秋航空		
	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1
可用座公里(ASK)(百万)																		
国内	134368.93	0.44%	18.72%	101528.31	1.07%	21.33%	121132.50	-1.30%	19.98%	60287.11	2.67%	-8.42%	19879.94	-9.76%	19.55%	22680.35	3.61%	66.75%
地区	1618.89	1.93%	-31.48%	3190.50	-4.57%	-6.50%	4997.90	-0.70%	-16.85%	210.30	46.27%	-42.57%	252.54	-18.00%	-26.09%	166.20	-45.32%	-77.00%
国际	48849.45	22.50%	-3.21%	50303.48	24.38%	13.33%	51445.80	16.70%	-9.14%	17423.86	60.09%	-24.34%	8490.38	65.55%	182.23%	6461.40	41.04%	-0.18%
合计	184837.28	5.48%	11.34%	155022.29	7.48%	17.91%	177576.10	3.40%	8.54%	77921.27	11.72%	-12.67%	28622.86	4.20%	43.27%	29307.95	9.46%	40.92%
可用吨公里(ATK)(百万)																		
国内	14998.93	-0.27%	16.81%	11091.48	0.89%	21.60%	14143.00	-2.10%	22.70%	5624.51	0.98%	-19.42%	2250.70	-11.43%	20.01%	2181.37	3.67%	67.74%
地区	185.27	-1.84%	-31.59%	371.28	-7.32%	-10.48%	594.10	-2.50%	-17.74%	14.74	47.51%	-58.37%	28.34	-18.40%	-35.97%	15.72	-45.68%	-77.25%
国际	10870.45	15.03%	17.31%	7712.65	21.15%	14.33%	7691.20	17.40%	-8.75%	1975.81	57.87%	-25.67%	1235.48	79.15%	255.73%	617.51	41.20%	0.34%
合计	26054.65	5.58%	16.43%	19175.40	7.97%	17.77%	22428.20	3.80%	8.46%	7615.06	11.47%	-21.28%	3514.52	7.62%	55.03%	2814.60	9.50%	41.80%
可用吨公里—货邮运 (AFTK) (百万)																		
国内	2905.72	-3.12%	9.49%	1953.93	0.06%	22.88%	3246.50	-4.80%	33.10%	1091.53	-9.39%	-41.64%	461.59	-18.02%	21.88%	140.14	4.68%	83.69%
地区	39.57	-13.63%	-31.98%	84.13	-15.63%	-21.85%	123.50	-8.50%	-20.78%	2.28	1.25%	-77.65%	5.61	-19.95%	-58.45%	0.76	-51.94%	-81.22%
国际	6474.00	10.45%	37.03%	3185.33	16.84%	15.78%	3055.70	18.60%	-8.13%	772.99	29.10%	-36.77%	471.35	106.39%	515.74%	35.99	43.75%	9.65%
合计	9419.30	5.76%	26.66%	5223.40	9.30%	17.40%	6425.80	5.00%	8.53%	1866.80	3.39%	-39.84%	938.55	17.55%	100.21%	176.89	10.22%	56.32%
收入客公里(RPK)(百万)																		
国内	115704.69	3.45%	23.79%	87717.88	6.11%	25.66%	100349.20	1.40%	20.15%	51793.50	3.54%	-10.80%	17504.40	-7.90%	22.54%	20766.83	3.51%	65.11%
地区	1257.25	2.65%	-30.55%	2614.82	4.04%	-6.95%	3649.70	0.80%	-24.52%	140.73	60.07%	-50.93%	215.07	-13.98%	-24.60%	148.39	-46.44%	-77.61%
国际	41024.24	25.88%	-2.16%	41145.20	28.74%	14.08%	39337.70	17.00%	-12.19%	12545.93	68.68%	-23.21%	6659.58	68.33%	167.65%	5613.69	36.67%	-3.74%
合计	157986.19	8.46%	15.14%	131477.90	12.24%	20.98%	143336.60	5.20%	7.65%	64480.17	12.05%	-13.67%	24379.05	5.03%	42.92%	26528.91	8.51%	39.10%
收入吨公里(RTK)(百万)																		
国内	10984.42	3.91%	21.71%	8184.71	5.96%	23.89%	9649.20	1.70%	17.00%	4915.50	4.49%	-10.51%	1611.15	-7.46%	19.86%	1899.69	4.09%	64.63%
地区	124.12	1.75%	-27.73%	242.88	3.91%	-7.40%	368.70	0.50%	-25.21%	12.95	56.98%	-50.84%	19.71	-12.88%	-29.77%	13.23	-45.90%	-77.40%
国际	7611.75	14.86%	17.78%	5078.22	23.46%	25.52%	5032.40	15.00%	-8.56%	1697.51	68.00%	-12.79%	775.82	82.14%	238.81%	500.03	36.80%	-2.92%
合计	18720.29	8.09%	19.55%	13505.80	11.89%	23.74%	15050.40	5.80%	5.66%	6625.95	15.77%	-11.25%	2406.69	9.91%	50.30%	2412.96	8.94%	39.68%
收入吨公里—货邮运 (RFTK) (百万)																		
国内	831.15	6.47%	4.83%	466.42	-0.67%	5.73%	817.50	2.80%	-6.30%	383.02	13.02%	-0.18%	74.78	0.06%	-4.26%	75.68	13.27%	74.58%
地区	13.72	-8.48%	9.85%	13.66	-0.15%	-7.77%	30.50	-4.00%	-32.29%	0.52	2.87%	-53.57%	0.74	32.89%	-74.54%	0.18	-44.58%	-71.25%

指标	南方航空			中国东航			中国国航			海航控股			吉祥航空			春秋航空		
	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1	2025 年 H1	同比	较 2019 年 H1
国际	4004.55	6.38%	43.84%	1452.17	11.54%	66.70%	1560.70	10.60%	-0.10%	593.14	65.85%	16.14%	190.45	141.83%	1470.49%	9.44	30.41%	14.20%
合计	4849.41	6.35%	35.10%	1932.25	8.24%	45.60%	2408.60	7.60%	-2.87%	976.68	40.12%	9.06%	265.97	72.66%	185.61%	85.29	14.68%	63.26%
载客人数(千人)																		
国内	72363.60	2.73%	17.51%	61284.77	5.46%	15.17%	65835.80	1.00%	17.03%	32020.50	2.92%	-18.83%	11337.94	-6.20%	19.85%	12198.16	4.06%	55.55%
地区	886.06	-8.81%	-35.07%	1872.51	4.46%	-9.49%	2339.30	3.40%	-23.50%	127.11	51.85%	-28.35%	151.40	-9.33%	-27.21%	104.88	-43.03%	-75.59%
国际	10030.16	24.99%	2.08%	10012.35	28.00%	14.75%	8939.30	18.60%	-6.48%	1941.49	67.62%	-27.56%	2101.11	45.91%	80.63%	2915.90	45.83%	16.73%
合计	83279.82	4.83%	14.44%	73169.63	8.03%	14.31%	77114.30	2.90%	11.96%	34089.10	5.36%	-19.42%	13590.45	-0.76%	25.47%	15218.93	9.45%	41.31%
货运及邮运量(千吨)																		
国内	474.90	4.83%	-2.90%	306.43	0.11%	-1.95%	488.18	3.30%	-8.32%	217.73	15.09%	-1.11%	46.42	-1.25%	-5.85%	40.95	13.26%	62.46%
地区	12.91	-4.97%	17.36%	11.26	-1.57%	-10.28%	19.89	-0.10%	-26.25%	0.41	11.02%	-37.88%	0.57	26.85%	-76.65%	0.16	-37.52%	-63.37%
国际	452.64	7.58%	40.34%	212.97	10.28%	73.22%	227.26	8.60%	5.67%	66.45	61.11%	22.49%	31.43	97.81%	658.43%	4.36	49.05%	32.28%
合计	940.45	5.98%	14.33%	530.65	3.92%	18.45%	735.33	4.70%	-5.06%	284.59	23.31%	3.45%	78.42	23.80%	40.29%	45.47	15.58%	57.07%
客座率																		
国内	86.11%	2.5pct	3.53pct	86.40%	4.1pct	2.98pct	82.84%	2.2pct	0.12pct	85.91%	0.72pct	-2.3pct	88.05%	1.78pct	2.15pct	91.56%	-0.09pct	-0.91pct
地区	77.66%	0.54pct	1.04pct	81.96%	6.79pct	-0.4pct	73.02%	1.1pct	-7.41pct	66.92%	5.77pct	-11.39pct	85.16%	3.98pct	1.68pct	89.29%	-1.86pct	-2.44pct
国际	83.98%	2.26pct	0.90pct	81.79%	2.77pct	0.53pct	76.46%	0.2pct	-2.65pct	72.00%	3.66pct	1.05pct	78.44%	1.3pct	-4.27pct	86.88%	-2.78pct	-3.21pct
合计	85.47%	2.35pct	2.82pct	84.81%	3.59pct	2.15pct	80.72%	1.4pct	-0.67pct	82.75%	0.24pct	-0.96pct	85.17%	0.66pct	-0.21pct	90.52%	-0.79pct	-1.18pct
货邮载运率																		
国内	28.60%	2.58pct	-1.28pct	23.87%	-0.17pct	-3.87pct	25.18%	1.8pct	-10.59pct	35.09%	6.96pct	14.58pct	16.20%	2.93pct	-4.42pct	54.00%	4.1pct	-2.82pct
地区	34.67%	1.95pct	13.2pct	16.24%	2.52pct	2.48pct	24.70%	1.1pct	-4.20pct	22.88%	0.36pct	11.87pct	13.12%	5.22pct	-8.29pct	23.94%	3.18pct	8.3pct
国际	61.86%	-2.36pct	2.93pct	45.59%	-2.17pct	13.93pct	51.08%	-3.7pct	4.10pct	76.73%	17pct	34.96pct	40.41%	5.93pct	24.57pct	26.22%	-2.68pct	1.04pct
合计	51.48%	0.29pct	3.21pct	36.99%	-0.37pct	7.16pct	37.48%	0.9pct	-4.40pct	52.32%	13.72pct	23.46pct	28.34%	9.05pct	8.48pct	48.22%	1.88pct	2.05pct
总体载运率																		
国内	73.23%	2.95pct	2.94pct	73.79%	3.53pct	1.36pct	68.23%	2.6pct	-3.32pct	87.39%	2.93pct	8.69pct	71.58%	3.07pct	-0.1pct	87.09%	0.35pct	-1.64pct
地区	66.99%	2.37pct	3.58ct	65.42%	7.07pct	2.18pct	62.06%	1.9pct	-6.20pct	87.85%	5.3pct	13.48pct	69.56%	4.41pct	6.14pct	84.19%	-0.35pct	-0.56pct
国际	70.02%	-0.1pct	0.28pct	65.84%	1.23pct	5.87pct	65.43%	-1.4pct	0.13pct	85.91%	5.18pct	12.69pct	62.80%	1.04pct	-3.13pct	80.97%	-2.6pct	-2.72pct
合计	71.85%	1.67pct	1.87pct	70.43%	2.46pct	3.4pct	67.10%	1.2pct	-1.78pct	87.01%	3.24pct	9.83pct	68.48%	1.43pct	-2.16pct	85.73%	-0.45pct	-1.3pct

注：新世纪评级根据各航司官网及公开信息整理、计算。

附录二：

2024 年以来我国民航业政策梳理

时间	文号与政策名称	主要内容
2025 年 8 月	中国航空运输协会《中国航空运输协会航空客运自律公约》	旨在遏制市场乱象、规范国内航空客运市场秩序
2025 年 8 月	中国民航局、国家发展改革委联合发布《空中丝绸之路建设发展报告》	《发展报告》从航空运输网络越织越密、技术装备合作提质升级、民航基建合作量质齐升、航空枢纽发展、政策沟通对接持续深入、规则标准互联互通稳步推进、人才教育培养成效显著、合作平台载体不断丰富、应急管理合作务实开展等九个方面全面回顾了空中丝绸之路的发展成效，并将高质量共建空中丝绸之路发展经验概括为“四个始终”，即始终坚持开放包容，深化互联互通；始终坚持共同发展，促进公平普惠；始终坚持创新驱动，增强发展动能；始终坚持生态优先，实现绿色发展。
2025 年 1 月	民航规〔2025〕2 号 民航局修订发布了《国际客运航权市场准入和配置规则》	政策目标全面聚焦。从枢纽、航司、航线网络三个维度构建航权配置工作的愿景和目标，一是打造世界一流空运企业，二是建设有品质、有特色、有韧性的国际航空枢纽和城市机场群，三是构建广通达、多层次、高效率的国际航线网络，进一步提升配置政策的系统性和完整性。
		关于服务国家战略：一是提升主基地和枢纽运营人航权配置优先级，引导空运企业聚焦主基地建设。二是引导稀缺航权资源向国际枢纽集中，积极采取措施应对周边国家枢纽分流效应。三是提升符合枢纽功能和方向的航线航权调整便利性。四是对海南航线适度放宽准入限制，支持自贸港建设。五是对国家战略重点方向航权配置保留政策调控的空间。关于有效市场和有为政府：一是对于较充裕航权，在符合承运人调控数量的条件下以先到先得方式实施市场化配置。二是适度参考效益指标，以客座率、叠加市场份额等指标作为启动航权配置的参考条件，减少运力无效投入，提升航司竞争力和运营品质。关于分类管理：现有政策按照资源稀缺程度将国际航权划分为一类、二类，并按照航程距离划分为远程和分远程。
		此次修订在此基础上增加如下分类：一是按照行业“十四五”规划安排，将机场分为 10 大国际枢纽、29 个区域枢纽和非枢纽机场。其中 10 大国际枢纽进一步细分为北京、上海、广州 3 大国际枢纽和成都等 7 大国际枢纽；二是从不同维度将空运企业分为 A 类、B 类和 C 类空运企业以及主基地、非主基地空运企业和枢纽运营人。从而进一步聚焦政策目标，提升航权配置管理的科学性、精准性、差异性。关于健全量化配置和监测机制。一是修订后的国际客运航权配置评分指标体系，将原四类 16 个指标，优化为三类 14 个指标。二是明确配置程序和公示公开要求，在保证工作效率的同时实现配置全流程信息公开。三是加强航权使用情况监测，分类设定期限及时清理资源虚占。关于建立安全联动机制。一是参照航空公司差异化精准监管分类标准，对远程航线航权运营资质作出规定，确保航线增开与安全保障能力相匹配。二是明确空运企业在运行安全等方面存在风险的，民航局安全、飞行标准等主管部门可根据风险程度对其航权申请提出限制要求。
2024 年 8 月	民航发〔2024〕28 号 中国民用航空局国家发展和改革委员会《关于推进国际航空枢纽建设的指导意见》	《指导意见》对国际航空枢纽建设进行了整体谋划，从功能定位、规划建设、协同运行、运输服务等方面加快推进“3+7+N”国际航空枢纽功能体系建设，对国际航空枢纽的功能定位进行了细化和深化。
		“3”是指北京、上海、广州等国际航空枢纽，将增强其洲际连接能力和全球辐射能力，在辐射周边航空运输圈基础上，支撑“空中丝绸之路”建设，稳固发展欧洲、北美通道，积极拓展六大国际经济合作走廊及拉美、南太、印度洋及非洲通道，进一步加快提升国内国际互转、国际转国际中转能力，建成通达全国、辐射“一圈”、连通洲际、连接国内航空运输网络与国际航空运输通道的核心链接节点，强化国际航空枢纽全方位门户复合型功能。
		“7”是指成都、深圳、重庆、昆明、西安、乌鲁木齐、哈尔滨等 7 个国际航空枢纽，结合城市功能定位，提升枢纽能级，建成辐射区域、连接国内航空运输网络与相关国际航空运输通道的链接节点，构建具有区位优势的国际航线网络，提升国际航空枢纽面向特定区域的区位门户复合型功能。
		“N”是指若干区域航空枢纽，将加强区域航空枢纽面向特定区域国际功能，稳步推进专业和综合性航空货运枢纽建设。基于国家赋予的特定功能定位，提升大连、南京、杭州、合肥、福州、厦门、济南、青岛、武汉、长沙、南宁、海口等若干区域航空枢纽功能，鼓励构建“干支通，全网联”航空运输网络体系，提升对非枢纽机场辐射带动作用，积极拓展面向特定区域的国际航空运输网络。高质量推进鄂州等专业性航空货运枢纽运营，加快郑州国际物流中心、合肥国际航空货运集散中心、天津国际航空物流中心建设，不断提升航空枢纽货运功能。
2024 年 4 月	《“十四五”航空物流发展专项规划中期评估报告》	《指导意见》以 2025 年、2035 年、2050 年为节点，为我国国际航空枢纽建设规划了三个阶段的发展目标：
		到 2025 年，国际航空枢纽功能体系基本成型。运输生产规模和国内国际服务覆盖全面恢复，连通度和中转效率加快提升，国际竞争力加快恢复。
		到 2035 年，国际航空枢纽功能体系全面建成。其中，具有全方位门户复合型功能的国际航空枢纽运输生产规模、国际覆盖度、连通度和中转效率加速迈向国际一流水平。
2024 年 4 月	《“十四五”航空物流发展专项规划中期评估报告》	到 2050 年，建成一批世界一流航空企业和一流航空枢纽，国际航空枢纽功能体系进一步完善，支撑我国建成保障有力、人民满意、竞争力强的一流航空运输强国。
		《指导意见》提出了“打造 2-3 家世界级超级航空承运人”以及“围绕枢纽运营人配置资源建设枢纽”等建设导向。作为枢纽运营人的航空公司是枢纽建设的主体，在国际航空枢纽建设中发挥核心主导作用，也是航空客货市场开发及枢纽网络化运行的关键服务提供者。一般来说，航空枢纽与枢纽运营人形成深度合作、相互促进的“命运共同体”式战略伙伴关系——机场在基础设施、时刻容量、业务流程、服务水平等方面予以枢纽运营人全方位支持，枢纽运营人也在枢纽机场加大运力投放、优化网络布局、构建紧凑的中转航班班次和航班波。
2024 年 4 月	《“十四五”航空物流发展专项规划中期评估报告》	《评估报告》建议对《规划》中的部分指标作出调整，将 2025 年航空货邮运输量规划目标由 950 万吨下调至 800 万吨，其中国际航空货邮运输量下调至 310 万吨；航空货邮周转量下调至 315 亿吨公里，其中国际航空货邮周转量下调至 235 亿吨公里，全货机载运率下调至 75%，全货机日利用率下调至 5.5 小时/天。

注：新世纪评级整理汇总

附录三：

行业内样本主要经营与财务数据
(财务数据口径：2025 年上半年度[末]合并，单位：亿元、%、倍)

经营主体全称	资产总额	所有者权益总额	资产负债率	营业收入	净利润	经营性现金净流量	销售毛利率	流动比率
中国南方航空股份有限公司	3365.35	517.65	84.62	862.91	-8.32	143.41	8.81	0.26
中国东方航空股份有限公司	2824.85	397.76	85.92	668.22	-15.92	125.47	3.47	0.18
中国国际航空股份有限公司	3475.58	382.48	89.00	807.57	-27.11	178.31	2.98	0.38
海南航空控股股份有限公司	1424.43	17.88	98.74	330.83	0.08	56.27	6.73	0.84
上海吉祥航空股份有限公司	500.03	91.41	81.72	110.67	5.05	31.07	11.84	0.31
春秋航空股份有限公司	462.35	175.28	62.09	103.04	11.69	27.90	13.88	1.15
华夏航空股份有限公司	215.09	36.16	83.19	36.10	2.51	10.50	2.88	0.79
首都机场集团有限公司	1859.07	815.13	56.15	82.94	-15.55	32.71	3.92	0.87
上海机场(集团)有限公司	1232.24	877.84	28.76	72.09	14.31	22.19	32.28	1.72
广州白云国际机场股份有限公司	273.42	189.93	30.54	37.26	7.70	17.36	28.85	1.16
深圳市机场(集团)有限公司	560.10	419.40	25.12	35.22	3.64	18.10	22.63	2.04
四川省机场集团有限公司	744.09	421.69	43.33	33.36	-7.99	9.43	-10.07	1.69
浙江省机场集团有限公司	662.06	220.10	66.75	33.57	-4.54	0.07	12.21	0.74
厦门翔业集团有限公司	639.21	302.47	52.68	51.28	7.00	1.99	18.66	1.35
重庆机场集团有限公司	455.94	160.82	64.73	16.45	-7.63	2.26	-16.63	0.70
东部机场集团有限公司	398.62	191.25	52.02	16.71	-2.61	-2.49	11.26	0.75
山东省机场管理集团有限公司	308.06	197.11	36.02	16.99	-2.61	-2.55	-9.20	0.82
广西机场管理集团有限责任公司	305.89	198.94	34.96	8.19	-2.84	0.56	-14.90	0.88
甘肃省民航机场集团有限公司	412.77	59.01	85.70	7.93	-3.53	9.25	-17.11	0.80
无锡苏南国际机场集团有限公司	70.28	37.67	46.40	3.84	0.04	0.46	24.81	2.62
云南机场集团有限责任公司	819.69	499.97	39.00	27.29	-1.42	6.82	7.81	1.61

注：新世纪评级根据 wind 资讯整理。

免责声明：

本报告为新世纪评级基于公开及合法获取的信息进行分析所得的研究成果，版权归新世纪评级所有，新世纪评级保留一切与此相关的权利。未经许可，任何机构和个人不得以任何方式制作本报告任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用本报告。经过授权的引用或转载，需注明出处为新世纪评级，且不得对内容进行有悖原意的引用、删节和修改。如未经新世纪评级授权进行私自转载或者转发，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担，新世纪评级将保留随时追究其法律责任的权利。

本报告的观点、结论和建议仅供参考，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，对任何因直接或间接使用本报告内容或者据此进行投资所造成的一切后果或损失新世纪评级不承担任何法律责任。