

# 惠誉博华 2025 年信用展望：航空公司

经历了 2023 年的恢复性增长，中国民航运输业自 2024 年渐次过渡至自然增长阶段。2024 年 1-10 月，民航运输总周转量累计同比增长 26.5% 至 1,238.3 亿吨公里，较 2019 年同期增长 14.9%。

居民可支配收入增长、法定节假日增加、扩内需促消费及地方政府隐性债务置换等政策将联袂促进居民旅游与商务差旅需求增长。然而，居民消费信心的修复程度、高铁（尤其是 800 公里之下）的分流等需求冲击因素仍值得关注。惠誉博华预计，2025 年，国内航线客运需求在逆境反转后将步入自然增长通道，保持个位数增长；国际航线将延续渐次恢复，叠加免签国家持续扩容的加持，国际航线客运需求增速将快于国内增速；在逆全球化泛起、外需走弱叠加海外市场潜在加征关税的外部环境下，货邮周转量将难以维持高增态势，增速或将骤降甚至跌至负数区间。

中国航空运输业中短期内飞机交付面临的因供应链扰动而延迟问题未有缓解迹象，供给增量预计将不及预期。行业盈利方面，2025 年国内航线客运需求弹性释放、国际航线渐次恢复叠加供给端增量不及预期将对民航运输业形成共振利好，行业供需缺口有望继续收敛，行业周期向上，整体盈利有望大幅提升。

2025 年，市场地位强劲、成本管控能力突出、航线布局多元的航司将受益于基本面恢复而信用质量有积极改善；然而票价压力持续、高铁分流客源、低线城市地方政府财政压力下航线补贴规模或将缩减及债务负担加重等负面因素将加大支线/中小型/非上市航司的经营与财务风险敞口。

综上所述，惠誉博华对航空公司 2025 年的信用展望为“低景气正面”。

惠誉博华

## 分析师

刘濛洋 CPA, FRM  
+ 86 (10) 5663 3875  
[mengyang.liu@fitchbohua.com](mailto:mengyang.liu@fitchbohua.com)

唐大千 CPA, CFA  
+ 86 (10) 5663 3873  
[darius.tang@fitchbohua.com](mailto:darius.tang@fitchbohua.com)

## 媒体联系人

李林  
+ 86 (10) 5957 0964  
[jack.li@thefitchgroup.com](mailto:jack.li@thefitchgroup.com)

## 中国民航业短期需求边际向好，中长期增长空间可观

中国航空运输业自 2023 年伊始持续复苏，去年全年民航运输总周转量录得 1,188.3 亿吨公里，在低基数效应下，同比增长 98.3%，恢复至 2019 年的 91.9%。2024 年 1-10 月，民航运输总周转量累计同比增长 26.5% 至 1,238.3 亿吨公里，较 2019 年同期增长 14.9%。具体来看，旅客周转量同比高增 26.6% 至 10,873.3 亿人公里，以 2019 年为基期计算的月度旅客周转量增速均值录得 10.4%，其中国内航线月度增速均值为 20.6%，国际航线月度增速均值为 -16.8%，恢复至 2019 年的 83.2%，降幅持续收窄；货邮周转量同比劲增 27.1% 至 288.5 亿吨公里，以 2019 年为基期计算的月度货邮周转量增速均值录得 35.3%，其中国内航线贡献了 6.9% 的增速，国际航线在中国强劲的出口支撑下激增 47.3%。

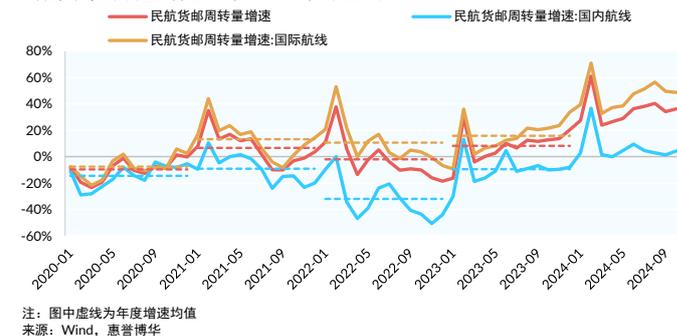
### 民航总周转量增速



### 民航旅客周转量增速：以 2019 年为基期



### 民航货邮周转量增速：以 2019 年为基期



## 居民可支配收入增长、法定节假日增加、扩内需促消费及地方政府隐性债务置换等政策将联袂促进居民旅游与商务差旅需求增长

2024 年前三季度，国内出游人数同比增长 15.3%至 42.4 亿人次；“居民人均消费支出——交通和通信”累计同比增速（10.0%）较“居民人均消费支出”累计同比增速高出 4.4 个百分点，显示出居民旅游出行意愿较强。2025 年，居民旅游需求在可支配收入增长、直达居民的扩内需促消费政策倾斜及法定节假日增加的推动下预计将释放更大弹性。然而，居民消费信心的修复、高铁（尤其是 800 公里之下）的分流等需求冲击因素仍值得关注。

2021 年下半年以来，地方政府和企业收支平衡压力加大，运营现金流紧张，社会集团降本增效节约开支拖累消费增长，制约商务差旅需求。9 月下旬开始，中国政府一揽子紧锣密鼓的经济刺激增量政策协同发力，经济回升走向确立，社会集团运营预期好转。通过较大规模的预算内赤字置换存量地方债务，不仅可以减轻化债对预算内资金的挤占，使地方政府腾出空间用于实体采购，还可以减轻政府还本付息压力，缓解现金流紧张状况。惠誉博华认为，无论是加大力度置换地方政府隐性债务进而腾出资金支持经济发展，还是直达企业/居民的扩内需、促消费等政策，均有利于社会集团预算控制边际宽松，进而促进商务差旅需求恢复增长，形成正反馈闭环。整体而言，我们预计 2025 年国内航线客运需求在逆境反转后将步入自然增长通道，保持个位数增长。

## 国际航线渐次恢复，叠加免签国家持续扩容的加持，预计国际客运需求增速将快于国内增速

国际航线需求受政策与地缘政治影响较大，不确定性较高。2023 年，中国民航国际航线数恢复至 2019 年的 65.4%。根据航班管家数据，2024 年前三季度只有西亚、中亚、非洲三个区域的航线数已经超过 2019 年，欧洲航线较 2019 年减少了 50 余条，北美航线（包括加拿大和美国）不及 2019 年的一半。10 月底，加拿大政府撤销了 2022 年 2 月 3 日颁布的“中国大陆航司每周飞往加拿大总计不超过六个往返定期客运航班”及“禁止北京直飞加拿大客运航班”等限制措施。据中国民用航空局方面消息，加拿大航空公司计划自 12 月 7 日起将目前温哥华——上海直飞每周 4 班往返航班增加至每周 7 班，自 2025 年 1 月 15 日起恢复运营温哥华——北京直飞每周 7 班往返航班，同时中方航司目前也在加快申请增班计划。

持续扩容的加持，国际航线客运需求增速将快于国内增速，但恢复不会一蹴而就，绝对值或仍不及 2019 年的历史高位。

## 货邮周转量将难以维持高增态势

货运方面，在逆全球化泛起、外需走弱叠加海外市场潜在加征关税的外部环境下，中国出口预计面临挑战，而国际航线货邮周转量占货邮总周转量的七成以上，再考虑 2024 年的高基数，预计 2025 年货邮周转量将难以维持高增态势，增速或将骤降甚至跌至负数区间。

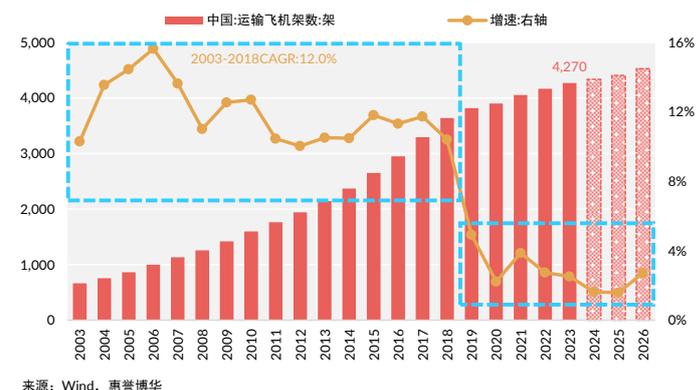
## 行业中长期增长空间可观

中长期来看，2024 年 2 月，中国民航局公布的《新时代新征程谱写交通强国建设民航新篇章行动纲要》中明确提出“到 2035 年，航空人口和人均航空出行次数在 2019 年基础上翻一番”，而 2019 年中国年人均乘机次数仅为 0.47 次，低于同期世界平均水平的 0.87 次，更远低于美国的 2.48 次。中国居民可支配收入增长、深化改革推动消费对经济增长的贡献度提升将成为中国航空运输业客运需求的内生推动力，未来增长空间可观。

## 中国航空运输业中短期内飞机交付面临的供应链扰动而交付延迟问题未有缓解迹象，供给增量预计将不及预期

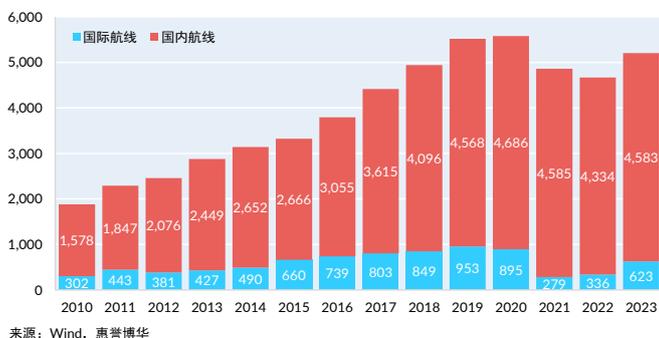
中国航空业机队规模在 2003-2018 年经历了复合年均增长率高达两位数（CAGR: 12.0%）的高速发展。2019 年之后中国经济在国内外复杂因素影响下增速放缓，叠加航空制造业供应链问题波及飞机订单交付能力下降，中国行业机队规模增速显著放缓（2019-2023CAGR: 2.8%），增速下滑或也有航司对地缘政治、外交政策及国产替代等因素的考量，如三大航司均公告在 2024-2031 年向中国商飞购买 100 架 C919 飞机，海航控股旗下的乌鲁木齐航空拟向中国商飞购买 40 架 ARJ21-700 飞机。

### 中国运输飞机架数及增速



三大航司机队数量约占全行业的 60%，其中公布的 2024 年机队计划净增数量合计 107 架，计划增速 4.1%。2024 年 1-9 月，三大航司机队净增数量合计 32 架，增速仅录得 1.2%，实际引进与计划相差甚远。惠誉博华认为，中国航空运输业 2024 年供给增量预计将不及预期，中短期内飞机交付面临的困境（如飞机制造商产能尚未恢复至疫情前水平、原材料和劳动力成本上升、零部件短缺及成熟员工流失等）未有缓解迹象，2024-2026 年的供给增速均值将递降至约 2.0%，供给约束较强。

### 中国民用航空航线条数 (条)



2024 年 10 月 27 日至 2025 年 3 月 29 日，中国民航开始执行 2024/25 年冬春航季航班计划，新航季将延续国内减班国际增班趋势。我们认为，2025 年国际航线将延续渐次恢复，叠加免签国家

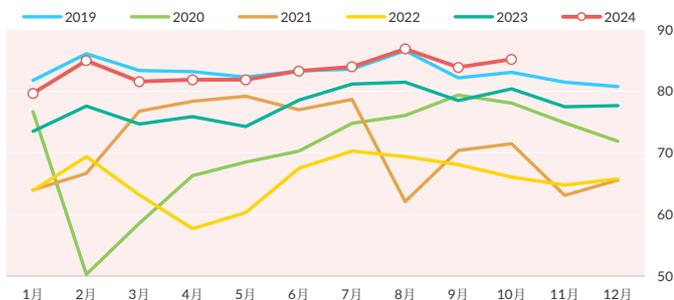
中国三大航司机队规模净增计划（架）



## 2025 年国内航线客运需求弹性释放、国际航线渐次恢复叠加供给端增量不及预期将对民航运输业形成共振利好，行业供需缺口有望继续收敛，行业周期向上

2024 年，国内航线运力过剩压力在国际航线恢复、航司向外疏导调控运力投放的支撑下有所缓解，客座率较 2020-2023 年显著提升，与 2019 年的水平可谓相差无几，10 月份高于 2019 年同期 2.1 个百分点。与其他国家横向对比，中国客座率表现也可圈可点，国际航空运输协会（IATA）公布的 9 月份国内市场客座率录得 83.3%，中国国内市场客座率录得 84.2%，高于美国（81.3%）、日本（81.7%）、巴西（82.8%）及印度（83.1%），低于澳大利亚（86.3%）。

中国民航正班客座率（%）



来源：Wind，惠誉博华

国内市场客座率一分国别（%）



来源：Wind，IATA，惠誉博华

经历了 2023 年的恢复性增长，中国民航运输业自 2024 年渐次过渡至自然增长阶段。2023 年，航司营业收入同比劲增 106.4%至 6,761.0 亿元，利润总额录得 -58.8 亿元（2022 年：1,771.2 亿元）。航空公司的盈利除了受到供需基本面的影响外，航油价格、汇率、利率及黑天鹅等外源性事件也会冲击其收入端及成本端。2024 年

以来，航司收入端“量涨价跌”的特征彰明较著。IATA 数据显示，2024 年前三季度，中国国内市场收入客公里（RPK）同比增速录得 13.2%，显著高于全球 6.3% 的增速。同期，根据航班管家数据，国内航线经济舱平均票价（不含税）为 745.5 元，同比降幅 15.9%；“十一”假期经济舱平均票价（不含税）为 845.0 元，同比下降 15.1%。此外，随着 2024/25 年冬春航季航班计划开始执行，行业迈入传统淡季，进一步加剧机票价格的下探，据航旅纵横统计，10 月 27 日-11 月 30 日，国内航线机票平均价格（不含税）同比回落约 12%。然而，票价回落可以刺激价格敏感客户群体的出行需求增长，行业将在供需博弈中寻求新的均衡价格及均衡量。成本端，业务量的增长将摊薄飞机折旧、职工薪酬等固定成本；今年航油价格中枢下行叠加美联储于 9 月开始迈入降息周期，合力为航司创造相对有利的降成本环境。

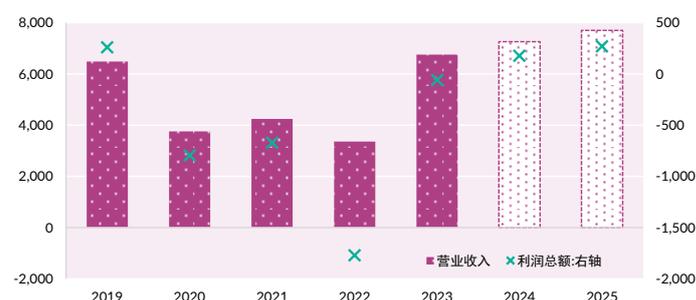
中国：出厂价（含税）：航空煤油（元/吨）



来源：Wind，惠誉博华

惠誉博华预计，基准情景下，2024 年航司营业收入较 2019 年增长约 12.0%，利润总额扭亏为盈，绝对值约为 2019 年的 68.0%；2025 年国内航线客运需求弹性释放、国际航线渐次恢复叠加供给端增量不及预期将对民航运输业形成共振利好，同时，供需缺口有望继续收敛，但票价压力依旧存在。总体而言，行业处于周期向上均值回归阶段，整体盈利有望大幅提升，预测 2025 年行业营业收入同比增长约 6.0%，利润总额同比增长 51.9%，较 2019 年提升 3.2% 左右。

民航业：航空公司的盈利规模（亿元）



来源：Wind，惠誉博华

## 市场地位强劲、成本管控能力突出、航线布局多元的航司将受益于基本面向好而信用质量有积极改善

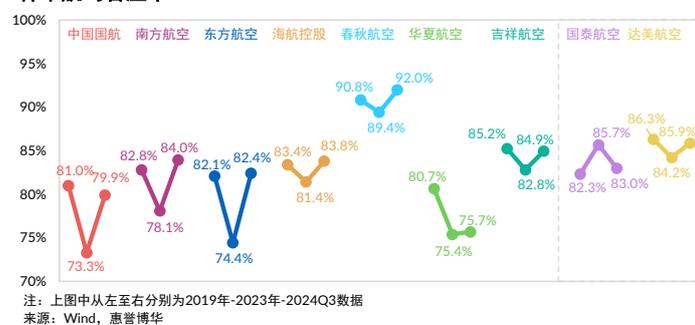
惠誉博华选取了7家<sup>1</sup>上市航司作为样本，对披露的重点业务及财务数据进行分析。2024 年前三季度，在民航运输需求增长的背景下，航司运力投放显著增加，可用座位公里（ASK）同比增速录得20.5%。其中，南方航空 ASK 同比增长 17.8%至 2,746.2 亿人公里，绝对值位居样本首位，且已超过 2019 年同期水平；华夏航空聚焦于国内支线航线，受益于国内旅游等需求增长，通过加大特色旅游差异化产品投入，ASK 同比高增 35.8%，增速显著高于其他样本；2019 年与国泰航空 ASK 体量相近的海航控股，2024 年前三季度运力投放恢复至 2019 年同期的 82.0%，而国泰航空仅恢复至 66.1%。

### 样本航司可利用座位公里ASK (亿人公里)



截至 2024 年 9 月末，样本航司的客座率较 2023 年均有不同程度的改善，中位数录得 83.8%，较 2023 年提升 5.7 个百分点，与国泰航空同期客座率（83.0%）相当，低于达美航空同期数据（85.9%）。其中，南方航空、东方航空、海航控股、春秋航空均已超过 2019 年水平，中国国航客座率仅高于华夏航空，录得 79.9%。

### 样本航司客座率



成本地位方面，除中国国航外，2024 年前三季度各航司单位可用座位公里成本（CASK）均呈现下降态势。其中，以低成本为运营战略的春秋航空依旧较同业具有显著领先优势，CASK 仅录得 0.31 元，民营航司吉祥航空 CASK 也显著低于其他样本。华夏航空得益于 ASK 高增摊薄单位成本，CASK 大幅降低 10.3%。

### 样本航司单位可用座位公里成本CASK (元/人公里)



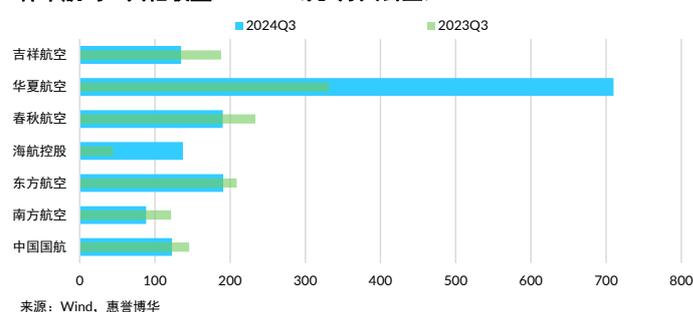
2024 年前三季度，民航运输量增长助力样本航司合计营业收入同比正增 16.5%至 4,557.5 亿元；运力投放增加、航司强化成本管控、政府补助略有提升等因素叠加低基数效应联袂推动样本航司合计净利润同比高增 98.7%至 106.1 亿元。具体样本层面，除东方航空净亏损外，其余 6 家均盈利，且南方航空、海航控股、华夏航空及吉祥航空净利润实现同比正增。

此外，航司盈利对政府补助（其他收益）的依赖较高，但程度较上年同期显著下降，2024 年前三季度“其他收益/净利润”录得 128.9%（2023Q1-3: 224.1%），验证了航司经营端回升、基本面好转的观点。另一方面，七成样本航司“其他收益/ASK”同比下降，我们认为与地方政府财政支出规模缩减下对航线补贴支付能力降低、航司合作航线收入减少相关。

### 2024年前三季度样本企业净利润及其他收益 (亿元)



### 样本航司“其他收益/ASK” (元/万人公里)

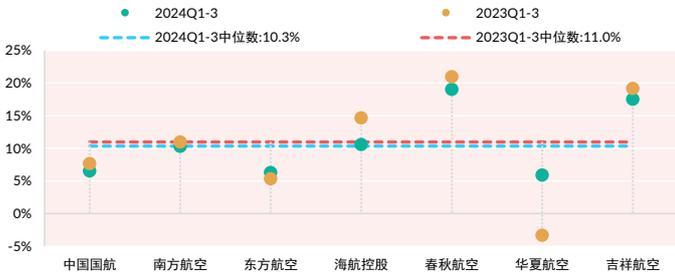


2024 年前三季度样本企业毛利率中位数由上年同期的 11.0%小幅下降至 10.3%，除了东方航空、华夏航空外，剩余 5 家样本企业毛利率均呈现不同程度的下滑，或囿于今年票价下跌、航司以价换量拖累所致。民营航司的毛利率中枢高于三大航司，其中春秋航空得

<sup>1</sup> 2023 年，7 家上市公司收入占全行业的比例为 76%；运输总周转量约占全行业的六成。

益于其优秀的成本管控能力，毛利率拔得头筹，录得 19.1%；吉祥航空紧随其后，录得 17.6%。

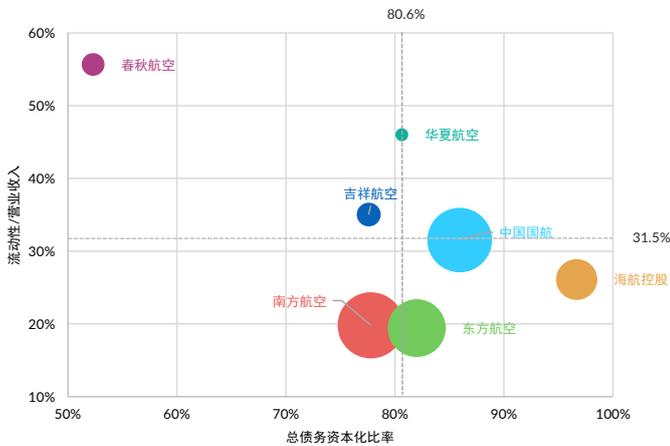
样本企业毛利率



来源: Wind, 惠誉博华

民航运输业具有顺周期、资本密集特性，债务负担普遍较重，加之自 2020 年行业步入低景气周期，大幅亏损加剧了航司的还本付息压力。截至 2024 年 9 月末，样本企业合计总债务规模同比微增 2.0% 至 7,920.3 亿元，其中长期债务占比六成以上，与行业高资本强度及重资产特性相匹配。同期，除春秋航空外，样本企业的资产负债率与总债务资本化比率分别均在 80%、75% 之上。惠誉博华使用“（现金及现金等价物+FCF）/营业收入”衡量航司的财务灵活性，更高的数据意味着航司可以有更多的灵活资金用于偿债、应对市场风险，春秋航空、吉祥航空、华夏航空等民营航司的该指标表现显著优于三大航司。

样本企业总债务资本化比率及流动性/营业收入



注：1.图中数据为截至2024年9月末及2024年Q1-3数据；2.虚线为对应指标中位数；3.气泡大小衡量2024年Q1-3样本企业营业收入规模  
来源: Wind, 惠誉博华

惠誉博华认为，中短期内需求释放仍将是航司业绩的主要影响因子；2024 年以 ASK 衡量的运力投放及客座率的提升将直接驱动航司收入规模扩张，2025 年行业周期继续向上，市场地位强劲、成本管控能力突出、航线布局多元的航司将受益于基本面向好而信用质量有积极改善；然而票价压力持续、高铁分流客源、低线城市地方政府财政压力下航线补贴规模或将缩减及债务负担加重等负面因素将加大支线/中小型/非上市航司的经营与财务风险敞口。

综上所述，惠誉博华对航空公司 2025 年的信用展望为“低景气正面”。

附录 1:

2024 年前三季度样本企业部分财务数据 (亿元)

序号	公司	收入	净利润	其他收益	资产总额	毛利率	资产负债率	总债务资本化比率	流动性/营业收入
1	中国国际航空股份有限公司	1,281.5	7.7	32.8	3,445.5	6.6%	89.0%	85.9%	31.5%
2	中国南方航空股份有限公司	1,346.6	36.9	24.2	3,159.5	10.3%	82.4%	77.8%	19.8%
3	中国东方航空股份有限公司	1,025.9	-1.8	42.8	2,762.6	6.3%	85.2%	82.0%	19.4%
4	海南航空控股股份有限公司	517.3	21.6	15.3	1,438.8	10.6%	97.3%	96.7%	26.1%
5	春秋航空股份有限公司	159.8	26.0	7.9	428.7	19.1%	58.7%	52.3%	55.7%
6	华夏航空股份有限公司	51.5	3.1	8.1	201.2	5.9%	83.1%	80.6%	46.0%
7	上海吉祥航空股份有限公司	174.9	12.7	5.7	465.1	17.6%	80.1%	77.6%	35.0%

来源: Wind, 惠誉博华

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性（包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性）或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。