

交通运输

稳定

交通运输行业 2025 年信用回顾与 2026 年展望

工商企业评级部 金未文 喻俐萍

摘要

2025 年以来，我国交通运输行业依托“十四五”时期完善的基础设施网络，呈现“整体稳健、结构分化”的运行特征：客运需求已基本恢复至 2019 年同期水平，长途出行增长显著；货运需求在内外需共同支撑下保持平稳增长；但细分领域分化加剧——公路运输因客运分流及“公转铁、公转水”政策推动，主导地位持续弱化，铁路、水路和民航则受益于政策红利与成本优势，实现份额提升。行业持续推进运输工具低碳化与数智化转型，叠加运输设备大规模更新需求，交通运输领域投资仍将保持较高强度。行业价格机制改革持续深化，部分低管制领域运价随景气度呈现周期性波动，盈利端受益于油价下行与细分行业“反内卷”政策引导，但刚性折旧摊销与持续攀升的人工成本，仍对成本管控形成持续压力。

政策层面看，2025 年交通运输行业政策聚焦于物流降本提质增效、绿色数智化转型、统一开放和良序竞争市场建设三大核心方向。

从道路运输行业样本企业财务表现看，行业整体盈利能力偏弱，其中公交业务受准公益性定价影响持续亏损，叠加部分区域财政补贴力度减弱，进一步拖累盈利水平；货运样本企业受益于经营回暖，收入与利润稳步提升。样本企业负债水平适中，EBITDA 可为利息支出提供较好保障，叠加行业获现能力较强，现金储备较充裕，短期偿债压力总体可控。但受股东背景

与经营稳定性差异影响，客货运企业信用资质呈现明显分化。

信用质量方面，近年来行业发债企业整体信用质量较为稳定。2025 年末，公开发行债券的存续主体为 47 家，其中 AAA 级主体 21 家，AA⁺级主体 15 家，年内无发行人主体级别变动。

展望 2026 年，交通运输行业运行总体将保持平稳。需求端，客运需求整体保持稳定，国内刺激政策将持续支撑货运需求，但全球贸易保护主义抬头、地缘政治摩擦和关税政策不确定性或对货运市场构成扰动。运输结构加速优化，多式联运替代效应持续增强，细分领域表现进一步分化。“反内卷”政策有望推动部分领域运价企稳回升，但燃油价格波动、人工成本攀升及刚性折旧摊销仍将制约盈利修复空间。政策驱动运输设备向绿色智能化升级，短期企业资本开支压力犹存，但宽松融资环境可为其提供一定支撑，长期看，运输设备转型升级将提升运输效率、优化成本结构，为行业高质量发展注入持续动能。

（道路运输）预计 2026 年，道路运输在运输结构中的主导地位将持续弱化，客运需求仍将受分流影响而下降，业务转型成效仍待观察；货运需求虽受益于国内稳增长政策，但全球贸易不确定性将加剧波动。政策推动运力持续向绿色化、数智化转型，加之客运场站转型发展需求，推升资本性支出压力。成本端，燃油价格波动、人工成本上升及折旧摊销压力仍制约行业盈利改善。

（海运）全球海运贸易步入低增速增长阶段，行业面临结构性过剩、成本刚性上升与外部不确定性交织的复杂格局。首先，海运需求增速低，而新船交付推升运力扩张，导致运力过剩成为压制行业景气的核心矛盾。其次，结构性变革进一步加剧压力：航运联盟重组削弱了市场协同，而大型货主

通过垂直整合将核心货量“内部化”，加剧价格竞争。与此同时，欧盟碳交易（EU ETS）等环保政策将碳排放转化为显性财务成本，对利润空间形成一定制约。此外，地缘冲突与贸易政策反复已成为扰动市场的常态，致使运价在长期承压趋势下频现剧烈且不可预测的短期波动。

（民航运输）2026 年，我国民航载运量仍将延续增长态势，同比增速或温和放缓，整体保持稳健运行，其中国际航线和货运业务仍将是增长重点；运力端受制于全球供应链强约束，机队建设仍将处于低速增长阶段；行业供需格局有望进一步改善。“反内卷”政策或助力运价回升、拓宽盈利空间，但航油价格和汇率波动的不确定性仍可能扰动利润表现。依托国内航空运输市场的稳健运行、较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性支持，仍可支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

一、运行状况

交通运输是指使用运输工具将货物或者旅客送达目的地，使其空间位置得到转移的业务活动，是国民经济中基础性、先导性、战略性行业。按运输方式可分为道路运输、铁路运输、水路运输和民航运输四大子行业；按服务客体又可分为客运和货运两大领域。

表 1. 交通运输行业细分子行业定义

| 细分子行业 | 定义 | 上游 | 下游 |
|-------|---|---|--|
| 道路运输 | 在公共道路（包括城市、城间、城乡间、乡间能行驶汽车的所有道路）上使用汽车或其他运输工具，从事旅客或货物运输及其相关业务活动 | 运输工具制造商/租赁方及维修方、运输工具零部件制造商、燃油供应商、机电系统供应商等 | 日常出行/旅游/商务客运需求、大宗商品/工业品/农产品/消费品等货物运输需求 |
| 铁路运输 | 使用铁路列车运送旅客和货物的运输方式 | | |
| 水路运输 | 以船舶为主要运输工具、以港口或港站为运输基地、以水域包括海洋、河流和湖泊为运输活动范围的运输方式 | | |
| 民航运输 | 以飞机作为运输工具，以民用为宗旨，以航空港为基地，通过一定的空中航线运送旅客和货物的运输方式 | | |

注：根据公开信息整理。

交通基础设施网络布局是交通运输行业发展的基础，近年来国家综合立体交通网持续完善，推动旅客出行便捷度提升、货物运输降本增效。

交通运输行业的发展依托于交通基础设施网络布局，近年来我国交通基础设施网络日趋完善，根据 2026 年全国交通运输工作会议（简称“会议”），“十四五”期间我国预计完成交通固定资产投资 18.8 万亿元，是投资最多、网络建设最快的 5 年，“6 轴 7 廊 8 通道”国家综合立体交通网主骨架建成率超过 90%，高速铁路覆盖约 97.2% 的 50 万以上人口城市，高速公路覆盖约 99% 的城区 10 万以上人口市县，航空服务覆盖约 93% 的地级行政单元，“十四五”期间综合交通枢纽衔接转换效率明显提高，为交通运输行业的良性发展提供了支撑：区域交通一体化缩短了时空距离，

旅客出行便捷程度进一步提高；货物运输成本明显降低，社会物流总费用与国内生产总值的比率从 2020 年的 14.7% 下降至 2025 年上半年的 14.0%；货物多式联运效率提高，全国铁水联运量从 2020 年的 687 万标箱提升至 2025 年的 1738 万标箱，年均增长率超过 20%。

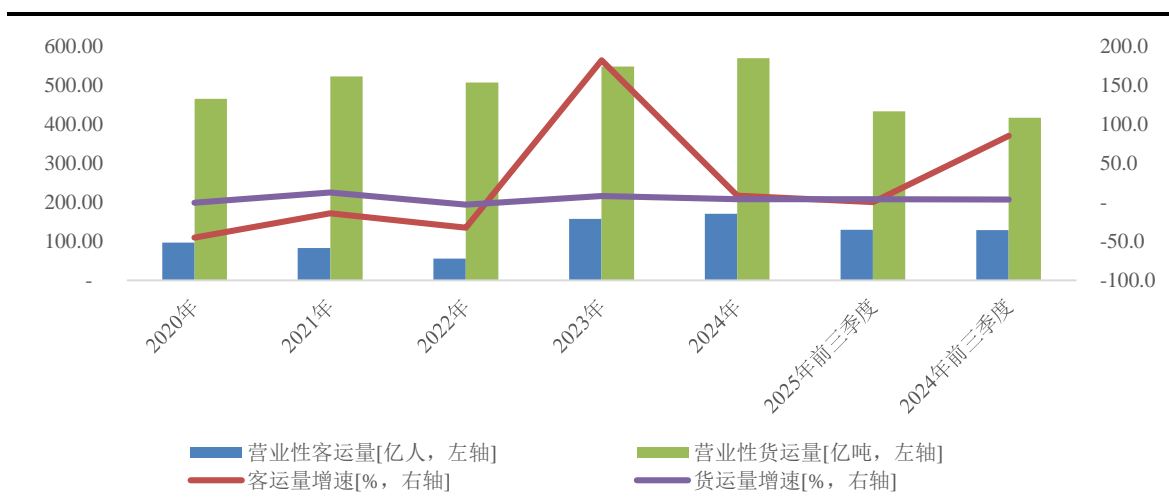
会议还提出，“十五五”期间，要加快建设便捷顺畅、经济高效、绿色集约、智能先进、安全可靠的现代化高质量国家综合立体交通网，持续完善铁路、公路、水运、民航、邮政快递等基础设施网络，“6 轴 7 廊 8 通道”主骨架建成率要达到 95% 以上，有力支撑“全国 123 出行交通圈”和“全球 123 快货物流圈”。现代化高质量国家综合立体交通网持续完善，将进一步提高我国旅客出行全链条便捷程度、优化货物运输结构、降低物流成本并提高运输效率。预计到 2027 年，社会物流总费用与 GDP 的比率将降至 13.5% 左右，铁路货运周转量占比将提高至 23% 左右，进一步释放交通基础设施完善带来的经济社会效益。

2024 年以来，客运需求已基本恢复至 2019 年水平，长途出行增长显著；货运受国内刺激政策提振内需、全球经济复苏带动出口增长的双重支撑而平稳增长。2026 年国内重要政策延续，预计可为货运需求提供持续支撑。

交通运输行业下游主要为客运需求和货运需求。客运表现取决于人口数量、人员流动需求和能力，以及交通运输的便利性。2024 年经济社会平稳运行，客运需求持续恢复，全国营业性客运量 170.83 亿人，完成旅客周转量 3.39 万亿人公里，同比分别增长 8.51% 和 18.44%，基本恢复至 2019 年同期水平；2025 年前三季度全国营业性客运量 129.17 亿人，完成旅客周转量 2.73 万亿人公里，同比分别增长 0.20% 和 4.39%。2024 年以来，旅客周转量增速明显高于客运量增速，也反映出平均出行距离大

幅拉长，长途出行需求显著增长，客运结构向高品质、长距离方向优化。

货运表现受国内外宏观经济景气度、国际经贸关系和地缘政治局势等多因素影响。2024 年以来，国内一方面“两重、两新”¹政策提振内需，另一方面“924”一揽子政策出台，实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，逆周期调节政策发力，带动国内经济温和复苏，叠加全球经济逐步复苏带动我国出口恢复增长，以及 2024 年底、2025 年初因美国关税政策扰动带来的“抢出口”现象，2024 年及 2025 年前三季度全国营业性货运量分别为 568.75 亿吨和 432.51 亿吨，同比分别增长 3.88%和 3.89%。2025 年 12 月，中央经济工作会议提出将继续实施“更加积极有为”的宏观政策，考虑到美国关税政策带来的不利影响有所缓和，预计可为货运需求提供持续支撑。



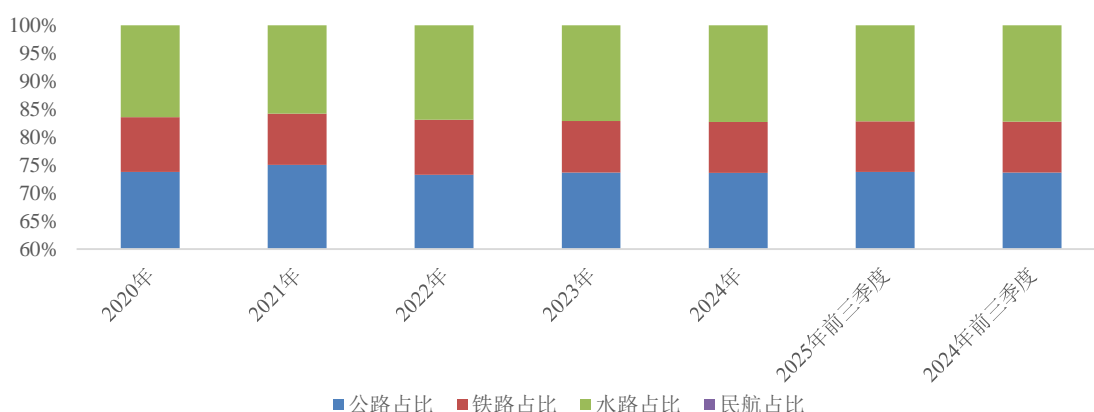
注：根据 Wind 数据整理、绘制。

图 1. 2020 年以来我国营业性客货运量及变动情况

公路在我国客货运输中占据主导地位，但在居民出行偏好变化，轨交/铁路/民航运力放开及“公转铁、公转水”等政策推动下，公路运输的主导地位进一步弱化，运输结构分化加剧。

¹ 国家重大战略和重点领域安全能力建设、大规模设备更新和消费品以旧换新。

从具体运输方式来看，公路运输在国内客货运输中仍占据主导地位。2025 年前三季度，全国营业性客运量中公路²、铁路、水路和民航客运量占比分别为 66.54%、27.38%、1.57%和 4.50%。近年来，公众私家车出行偏好加剧，叠加网约车/轨道交通/铁路等交通方式的分流影响，公路客运占比从 2019 年的 73.91%下滑到 66.54%，铁路客运占比从 2019 年的 20.79%提升至 27.38%，民航客运占比从 2019 年的 3.75%提升至 4.50%；预计公路在客运运输结构中的地位将持续弱化，而铁路和民航客运占比将进一步提升。



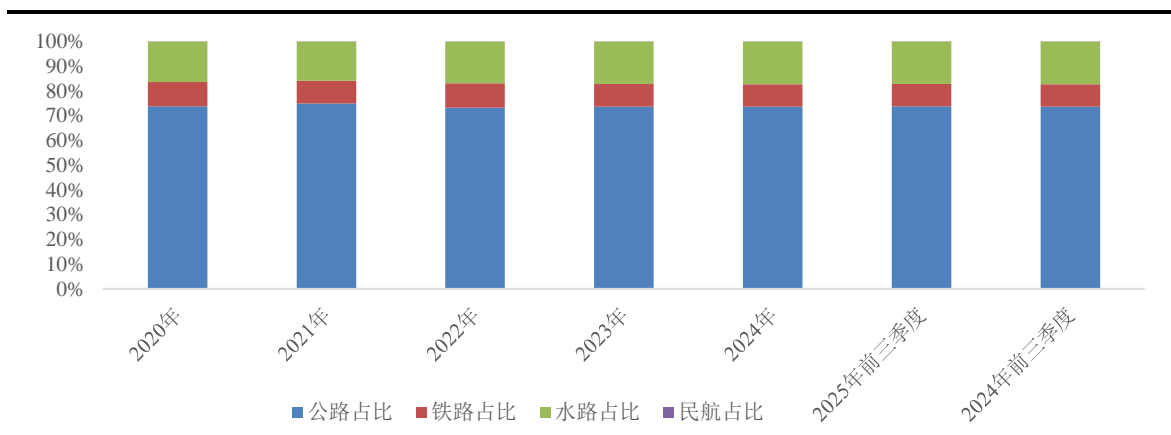
注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 民航货邮运输量占比较小，未能在上图体现。

图 2. 2020 年以来不同交通运输方式客运量占比变动情况

2025 年前三季度，营业性货运量中公路、铁路、水路和民航货运量占比分别为 73.78%、9.04%、17.16%和 0.02%。公路有效服务于中短距离运输，铁路与民航有效服务于中长距离运输，水上运输主要服务于大宗贸易运输，不同运输方式各有侧重，但也存在一定程度的竞争。2018 年 7 月，国务院发布《今年起在全国范围实施六大行动推进大宗货物运输“公转铁、公转水”》，政策导向进一步推动了运输方式之间的转换，公路营业

² 公路营业性客运量包含班车包车客运量、公共汽电车城际城乡客运量和出租汽车（含巡游出租汽车、网络预约出租汽车）城际城乡客运量。

性货运量占全国营业性货运量的比重从 2018 年的 78.15%波动下降至 73.78%，铁路货物发送量占比从 7.95%波动上升至 9.04%，水路货运量占比从 13.88%波动上升至 17.16%，“公转铁、公转水”政策推动成效较为明显。2025 年 9 月，交通运输部等多部门印发《“一港一策”推进集装箱铁水联运深度融合发展行动计划（2025—2027 年）》，提出到 2027 年集装箱铁水联运量年均增长 15%左右；同时 2025 年 12 月，全国交通运输工作会议也明确将多式联运作为交通物流降本提质增效的重要路径；预计公路货运的替代压力将进一步加大，运输结构分化加剧。



注：1) 根据 Wind 数据整理绘制；2) 民航货邮运输量占比较小，未能在上图体现。

图 3. 2020 年以来不同交通运输方式货运量占比变动情况

公路和铁路运力总体随需求灵活调节，海运和民航运输运力采购周期长易出现供需错配。交通运输行业对上游运输工具制造商议价能力较弱，叠加飞机、船舶、机车采购单价高昂，运输工具是交通运输企业重要的资本性支出。

公路运输车辆和铁路机车交付周期短，运力采购灵活，总体可随需求变化相应调节。飞机和船舶的交付周期长，一般根据行业运价和未来景气度预期提前下订单采购未来运力，民航运输和海运的需求量呈周期性波动，因此易出现供需错配。飞机制造商因公共卫生事件冲击全球航空产业

链稳定性弱化、航材供给不足、劳动力紧张等原因产能恢复滞缓，叠加航空公司资金压力，近年来飞机引进速度放缓，随着需求端回升，供需关系持续调整。2021-2022 年海运高景气度推动船舶运力采购，订单于 2023 年四季度开始陆续交付，2024-2025 年新船交付量处于历史高位，根据克拉克森研究（Clarksons Research），2024-2025 年全球集装箱船队运力增长分别约为 10%和 5%，干散货与油轮运力年均增速维持在 2-3%左右，在海运贸易量低速增长背景下，运力过剩加剧，供需缺口急剧扩大。

交通运输行业上游交通运输工具制造行业集中度较高，其中国际两大飞机制造商波音公司和空客公司基本垄断了全球宽体和窄体飞机市场；我国造船完工量、新接订单量、手持订单量的国际市场份额均位居世界第一，船舶整船制造企业主要是中国船舶、中船防务、天海防务等；中国中车、加拿大庞巴迪、法国阿尔斯通和德国西门子 4 家企业则占据全球铁路装备制造 80%以上的市场份额；中国重汽、一汽解放和东风集团占据中国重卡市场约 6 成份额。面对上游的相对寡头垄断局面，交通运输企业并不具有明显的议价能力。叠加飞机、船舶、机车采购单价高昂，运输工具投资是交通运输企业重要的资本性支出。

交通运输工具低碳化转型持续推进，加之运输设备大规模更新行动以及数智化升级需求，交通运输工具仍将维持较大投资力度并向绿色数智化加速转型。

2023 年 3 月，交通运输部等多部份印发《加快建设交通强国五年行动计划（2023—2027 年）》，提出到 2027 年，铁路电化率要达到 75%、电力机车占比达到 66.5%，城市公交、出租汽车领域新能源汽车占比分别超过 75%和 35%，并提出推动油电混合、液化天然气、氢燃料、氨燃料、甲醇动力及纯电船舶应用。近年来，在政策的推动下，交通运输工具持续

低碳化转型,铁路电化率从 2022 年末的 73.8%提升至 2024 年末的 76.2%,截至 2025 年 11 月,北京、上海、深圳、郑州、杭州等 50 余个城市已实现新能源出租车占比超 90%;2024 年末我国新能源公交车占比从 2022 年末的 77.2%提升至 82.7%,铁路和公路运输工具转型成果明显。同时,国际海事组织(IMO)提出的《国际防止船舶造成污染公约》和《初步温室气体减排战略》对船舶提出了脱硫脱硝脱碳、减少温室气体总排放量等目标,并于 2025 年进入实质执行阶段,推动船舶加快低碳化转型。

2024 年 6 月,交通运输部等多部门印发了《交通运输大规模设备更新行动方案》,提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新、老旧营运船舶报废更新、老旧机车淘汰更新、邮政快递老旧设备替代、物流设施设备更新改造和标准提升七大行动,促进交通能源动力系统清洁化、低碳化、高效化发展,有序推进行业绿色低碳转型,该方案将持续至 2028 年。2026 年全国交通运输工作会议提出“十五五”期间推动交通运输数智化升级,推动智能运输调度系统智能化升级、运输全过程数字化监测、运输装备智能化升级。

在大规模设备更新行动和数智化升级需求的推动下,预计中短期内交通运输行业在运输工具方面仍将维持较大投资力度,行业运输工具向绿色数智化加速转型,有助于提升运营效率、深化降低长期成本,为行业高质量发展注入新动能。

行业价格管制逐步放开,运价随行业景气度变化呈周期性特征,2025 年以来“反内卷”政策引导细分行业运价改善。成本端,油价步入下行通道,一定程度缓解了企业成本管控压力,但较为刚性的折旧摊销和持续上涨的人工成本仍对成本管控构成一定压力。

交通运输企业收入来源主要为旅客运输服务和货邮运输服务收入,

盈利影响因素包括客货运量规模、收费标准、财政补贴，以及成本端和费用端的控制能力等。由于客票的结算机制相对规范、透明，以及较稳定的客流量，这一特性有助于交通运输企业运营相对稳定，并形成长期、可预期且稳定的现金流，此外客运企业还能获得一定规模的票价/路线等运营补贴，对利润形成一定补充。而货运需求受宏观经济周期、地缘政治及国际经贸关系等影响较大，呈现一定周期性特征；相较客运，货运的结算规范性、透明度以及货运量稳定性均较弱，各类形式的补贴也较少。

运输定价方面，随着深化运价体制改革不断推进，交通运输行业价格管制逐步放开，从政府定价/指导价逐步转向市场调节价，目前货运领域多遵循市场调节价，客运领域中属于民生出行类的细分行业仍执行政府定价（如公交）/指导价（如农村客运），竞争类客运亦执行市场调节价。执行市场调节价的行业运价受所属细分行业景气度变化，呈周期性特征，而执行政府定价/指导价的企业运价呈公益性特征。对于执行市场调节价的行业，2025 年下半年以来“反内卷式竞争”是影响运价的主要因素之一：2025 年 7 月，国家邮政局党组会议明确提出“旗帜鲜明反对内卷式竞争”，下半年快递单价有所回升；2026 年全国民航工作会议明确将深入整治“内卷式”竞争；2025 年底举行的中央经济工作会议提出制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争；以上政策有助于推动运输定价回归理性，行业盈利有望边际改善。

成本管控能力也是决定交通运输企业的盈利能力的核心因素。交通运输企业资本性支出集中于运输工具领域，重资产特征明显，较为刚性的固定资产折旧摊销对利润形成较大侵蚀。交通运输企业呈现劳动力密集特征，持续上升的人力成本一定程度加大了其成本管控压力。同时，交通运输企业为“能源依赖型企业”，虽然一系列绿色化政策、趋严的环保法

律法规等推动了电力与新能源运输工具的较广泛使用并一定程度上降低了交通运输企业对燃油的依赖度，但目前燃油成本仍是交通运输企业的主要变动成本，航油/汽柴油/船舶燃料油成本随国际原油价格波动而变化，交通运输企业基本属于燃油价格被动接受方，缺乏议价能力，燃油价格波动进一步放大了交通运输企业盈利的不确定性。2024 年以来，布伦特原油价格呈波动下跌，一定程度缓解交通运输企业的运营成本压力、打开盈利空间。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 4. 2018 年以来布伦特原油现货价格（单位：美元/桶）

竞争格局方面，飞机/船舶/铁路机车等运输工具采购价格高昂，对新进入者的资金要求高，业内企业多为资金实力雄厚的国有背景且行业集中度较高。其中，航空运输领域已形成以三大航为首的寡头垄断格局，2025 年中国南方航空股份有限公司、中国国际航空股份有限公司和中国东方航空股份有限公司运输周转量占比合计约 60%；中国远洋海运集团有限公司和招商局集团有限公司在国内海运市场呈双寡头格局；2025 年，中国国家铁路集团有限公司及其控股合资铁路旅客发送量占比约 95%、货物发送量占比约 77%，是铁路运输行业垄断主体。而道路运输企业因采购客货车单价相对较低，行业进入门槛相对较低，市场化竞争程度较高，除民生准公益类的公交企业外，道路运输企业以民营背景为主，行业呈现

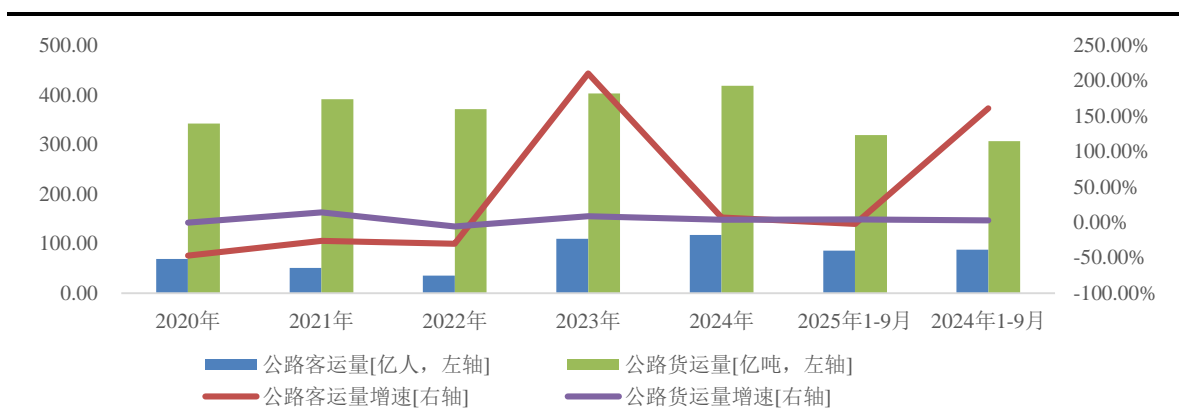
“小而散”格局，行业抗风险能力相对较弱。2024 年 12 月，中共中央办公厅等部门发布《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》，提出鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营，促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争，支持符合条件的企业自主运营城际铁路和市域（郊）铁路，支持地方控股铁路企业自主选择运营管理模式。未来铁路运输行业经营主体多元化程度将有所提高。

（一）道路（公路）运输行业

2025 年以来公众出行回归常态，其他交通工具对道路客运的分流影响再次显现，道路客运企业积极转型，但成效仍待观察；道路货运量在国内刺激政策及“抢出口”的带动下持续增长，中长期受其他运输方式的替代风险加大。

道路运输在我国交通运输市场占据主导地位，具有网络密度高、机动便捷、服务模式和服务主体多元化等优势。客运方面，近年来私家车、网约车、共享单车、轨道交通、铁路在中短途客运里程市场对道路客运产生二次分流，进一步削弱道路班车客运的竞争力。2024 年营业性公路客运仍受益于修复性增长，全年营业性公路客运量 117.81 亿人，同比增长 6.99%，恢复至 2019 年的约 90%；随着修复完成分流影响再次显现，2025 年前三季度营业性公路客运量 85.95 亿人，同比减少 2.29%，公路客运在综合运输体系中的市场地位有所弱化。中心城市因其高铁、轨道交通等路网更为完善，对道路班车客运的分流也更加严重，区域内道路班车客运企业竞争力及区域地位加速弱化。道路客运公司承压明显，亟待深度调整与转型发展，目前主要通过传统班线定制化改造、交旅融合、租包车等方式，推动转型升级，以减弱分流冲击，但目前行业仍处于深度调整期，转型成效仍待观察。

货运方面，2024 年以来，国内宏观刺激政策、“两重、两新”政策，以及中美贸易摩擦带来的“抢出口”现象等均提振货运需求，2024 年及 2025 年前三季度国内货运需求保持增长，分别为 418.80 亿吨和 319.09 亿吨，同比分别增长 3.83%和 4.07%。长期而言，铁路、水路、航空开放运力程度或在一定程度上影响交通运输体系内的竞争格局，“公转铁、公转水”政策的出台加速推动了竞争格局转换，公路运输替代风险加大。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 5. 2020 年以来营业性公路客货运量及增速

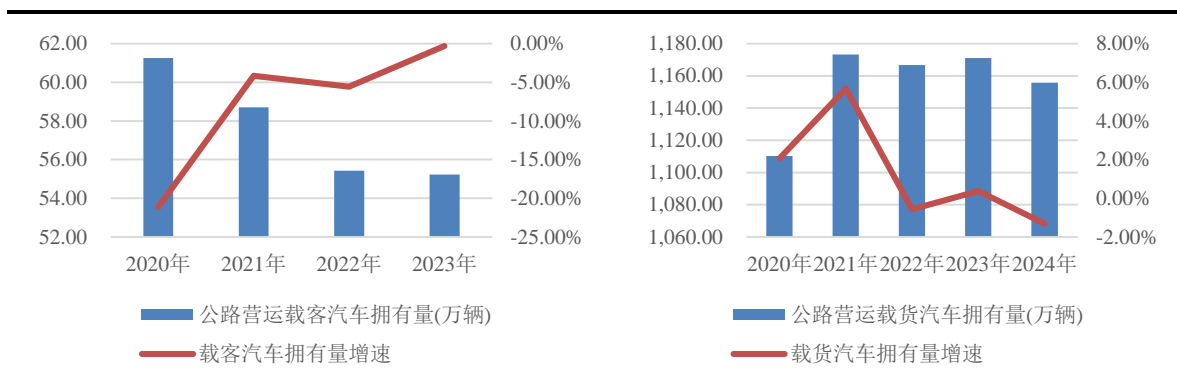
政策推动运力持续加速向绿色化、数智化转型，以及客运场站转型发展需求均为道路运输行业带来一定资本性支出压力。

截至 2024 年末，全国拥有营运载客汽车 56.54 万辆、1,665.47 万客位，较上年末分别增加 1.30 万辆、27.18 万客位；全国拥有公共汽电车 65.81 万辆，较上年末减少 2.45 万辆；全国拥有载货汽车 1,155.70 万辆、17,082.56 万吨位，较上年末分别减少 15.27 万辆、134.15 万吨位。

2024 年以来，《交通运输大规模设备更新行动方案》、《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》、《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》等政策相继出台，明确提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车淘汰更新，推动行业运输工具加速迭代。运输工具绿色

化转型成效已初步显现：截至 2024 年末我国新能源公交车 54.4 万辆，占比从 2022 年末的 77.2%提升至 82.7%，部分一线城市公交新能源化率已达 100%；2024-2025 年国内新能源商用车销量分别为 53.2 万辆和 87.1 万辆，同比分别增长 28.9%和 63.7%，能源结构低碳化趋势明确。其中客车新能源转型进度快于货车，货车因载重、续航要求高，尚未形成规模化替代。

2025 年底出台的《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》将继续推动道路运输工具绿色化转型；同时 2026 年全国交通运输工作会议提出“十五五”期间推动交通运输数智化升级，推动智能运输调度系统智能化升级、运输全过程数字化监测、运输装备智能化升级。运输工具将向绿色数智化加速转型，将持续占用企业资金，带来一定资本性支出压力。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 6. 近年来公路营运载客/货汽车拥有量及增速

受客运站进站客流大幅下滑影响，场站设施利用效率明显降低，服务供给结构性矛盾凸显，近年来交通运输部出台了《关于加快推进汽车客运站转型发展的通知》、《关于推进城市公共交通健康可持续发展的若干意见》、《关于加快推进城乡道路客运与旅游融合发展有关工作的通知》等政

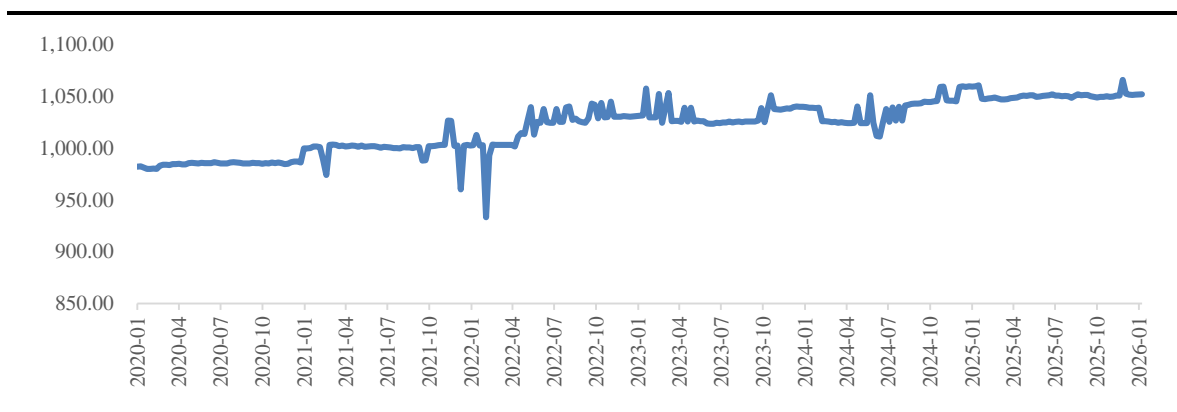
策，鼓励客运站依托自身资源转型发展，积极拓展站场服务功能、扩展旅游商贸服务以及加强场站用地综合开发，以提高资源利用效率。客运站转型涉及场地改造、业务拓展等投入，进一步增加了客运企业的资本支出压力。

道路客运行业定价受政策约束，公交企业因其准公益属性普遍亏损，依赖政府财政补贴，部分弱财政地区企业风险暴露。道路货运行业实行市场调节价，2024 年四季度以来受益于需求增长，运价持续走高。从成本端来看，燃油价格步入下行通道以及新能源汽车占比提升均一定程度缓解企业燃油成本压力，但人工成本和折旧摊销仍对行业成本管控构成一定压力。

我国道路运输行业中客运定价机制具有很强的政策性，受到严格监管以限制其价格垄断权，限制了行业内企业自主定价权利。道路班车客运主要实行政府指导价（竞争充分的线路可实行市场调节价），采取制定基准价及上、下浮动幅度或制定上限票价及下浮幅度的方式，具体由当地县级以上地方人民政府及其价格、交通运输主管部门根据规定确定，受制于价格管制及舆论导向，涨价空间也相对有限。城市公共交通运输价格一般实行政府定价或政府指导价，公交票价收费标准基本与当地的经济发展水平相适应，部分地区配以公共交通价格动态调整办法；因其准公益属性，公交运营企业普遍存在政策性亏损，对财政补贴的依赖度高；多数城市对于城市公交的补贴以票价补贴、业务亏损补贴、燃油补贴和其他奖励补助综合锚定。《加快建设交通强国五年行动计划（2023-2027 年）》强调“推进城乡交通运输一体化、区域协调发展，进一步提升公益性运输和普惠服务水平”，提出到 2027 年全国建制村通客车比例达到 99.7%，其中实现通公交的建制村比例超过 55%。完善农村客运网络，保障农村交通运输，公

益性较强，或对相关企业经济效益形成一定拖累，公交企业对财政补贴的依赖度或将有所上升。2024 年以来，桂林、白银、自贡、天水等地的公交公司因资金周转困难出现路线停运、延发工资、鼓励员工个人自主创业等舆情，上述地区财政实力较弱，在化债背景下仍需关注弱财政地区政府财力波动及补贴到位及时性。

道路货物运输价格则实行市场调节价，价格调整机制更为灵活。根据中国公路物流运价指数，2024 年第四季度以来受益于宏观刺激政策及“抢出口”，道路货运需求增加，运价持续走高，达到近年来新高，成为货运企业盈利改善的核心驱动。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 7. 2020 年以来公路物流运价指数

从成本端来看，道路运输企业成本主要由固定资产折旧摊销、人工成本和燃油费用构成。2024 年以来原油价格步入下行通道，且随着新能源汽车占比提升，道路运输企业对燃油价格波动敏感度有所下降，燃油成本压力有所缓解；但新能源货车占比仍较低，货运企业对燃油价格敏感度更高；此外，由于新能源汽车折旧年限较燃油车短，随着新能源车占比提升，道路运输企业的折旧摊销压力将有所加大。较为刚性的固定资产折旧、持续上涨的人工成本，仍对企业成本管控提出一定挑战。

从行业竞争格局来看，现阶段我国客运站投资建设与经营大多由省/市政府设立的公共交通平台负责，其同时也承担着区域内城市公交和道路班车客运等业务。通常情况下，区域内客运站及城市公交与城际客运的垄断经营特征较明显，行业内部竞争有限，但仍会持续面临着私家车、网约车及中短途高铁的加速发展等带来的持续分流影响。货运物流方面，行业内企业规模和发展水平参差不齐，既有已初具规模、拥有全国或区域性运输网络的公司，也有经营专线运输的中小企业，更有大量个体私营业主通过挂靠等方式从事着公路零担货运业务。大件货物/零担货运市场规模大但市场格局分散，集中度低，尤其是零担货运市场竞争激烈，整合压力不小且难度很大。小件货物，即快递行业目前市场集中度较高，2024 年末快递服务品牌集中度指数（CR8）为 85.2，但其服务同质化程度高，竞争激烈。目前，省/市级交通运输集团的货运业务大多仅作为辅业或新突破点，主业仍聚焦在客运板块。

（二）海运行业

2025 年全球航运市场在“需求疲软、供给过剩”的双重压力下艰难运行，结构性运力过剩成为全年压制运价与行业盈利的核心矛盾。

航运业作为重要的服务性行业，是国际贸易的主要载体。据统计，国际贸易总运量中的 2/3 以上、中国进出口货运总量的约 90% 都是利用海上运输完成的。行业上游的造船业仍处于交付高峰期，尤其是绿色船舶订单加速落地，但造船周期较长导致的供需错配矛盾依然存在。因此，航运业的景气程度继续由全球经济贸易带来的运输需求与船舶运力供应之间的平衡关系所决定。

2025 年，全球经济在“低增速、高波动”特征下运行，实际增长率

与 2024 年基本持平（3.2%）。综合多家权威机构预测，全球贸易与海运活动在 2025-2026 年将保持增长，但短期增幅明显放缓。2025 年下半年，联合国贸发会议（UNCTAD）预计 2025 年全球海运贸易量增长 0.5%，克拉克森研究（Clarksons Research）预计 2025 年全球海运贸易量增长 0.6%。对 2026 年及以后的发展，UNCTAD 预测，2026-2030 年全球海运贸易量有望实现年均约 2% 的温和增长，世界贸易组织（WTO）则预计 2026 年全球货物贸易量将增长 0.5%，这为海运需求前景提供了重要参照。总体来看，各权威机构普遍认为全球海运贸易已告别高速增长时代，未来将步入一个受地缘政治和绿色转型深刻塑造、增速放缓、结构性调整并存的新阶段。

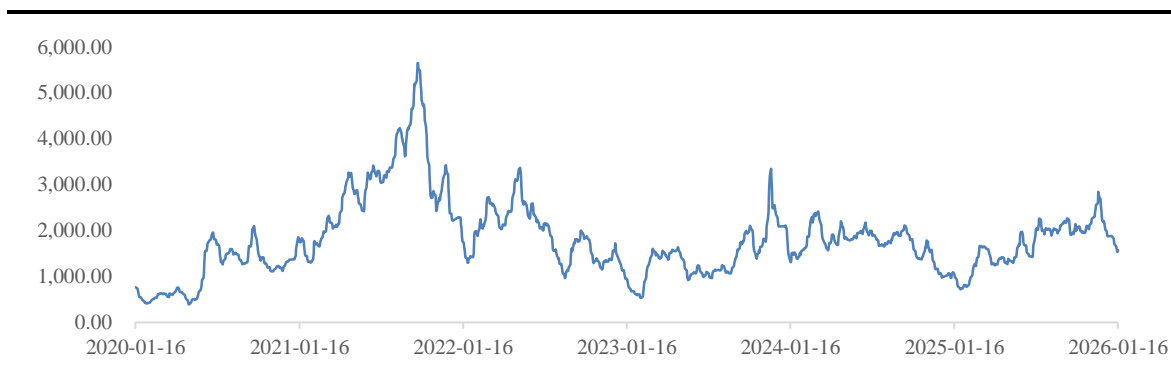
2025 年，我国经济在外部环境挑战下展现出较强韧性，根据国家统计局数据，初步核算全年国内生产总值 140.19 万亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.0%。外贸方面，根据海关总署数据，全年进出口总值达 45.47 万亿元，同比增长 3.8%，规模再创新高。港口运行方面，根据交通部数据，2025 年 1-11 月货物吞吐量为 167.49 亿吨，同比增长约 4.40%；其中，外贸货物吞吐量约为 51.61 亿吨，同比增长约 4.10%；完成集装箱吞吐量约 3.25 亿标准箱，同比增长约 6.60%。尽管全球经济增长放缓、贸易保护主义升温、地缘政治冲突持续等不确定因素增多，但我国经济的基本面稳固、产业体系完整、市场空间广阔等长期优势并未改变，预计 2026 年我国对外贸易将继续发挥“稳定器”作用，为全球海运需求提供关键支撑。

从运力供应来看，2025 年全球船队运力规模继续扩张，根据克拉克森研究数据，总载重吨预计突破 24.8 亿吨，年增长率（约 3.5%-4%）数倍于海运贸易量增速，供需缺口急剧扩大。其中，集装箱船队受前期订单集中交付推动，运力增长约 8.5%，总规模突破 3350 万标准箱。预计 2026

年，在庞大的手持订单推动下，全球船舶运力特别是绿色船舶运力将继续保持增长。尽管为规避地缘风险的好望角绕行暂时吸收了部分运力，且老旧船舶会因环保法规加速拆解，但在海运贸易量低速增长背景下，运力过剩已演变为压制市场运价和行业盈利能力的核心矛盾，其结构性压力在中期内难以根本缓解。

各细分市场分化显著：集装箱运价受红海危机与美国关税政策双重冲击，经历“抢运潮”后的“过山车”行情，运价中枢同比大幅下挫；干散货运价在短期补库推动冲高后，受终端需求疲软拖累而大幅回落，全年剧烈震荡；原油运价则因船队增长停滞呈现“紧平衡”，运价虽从峰值回落但仍处高位。

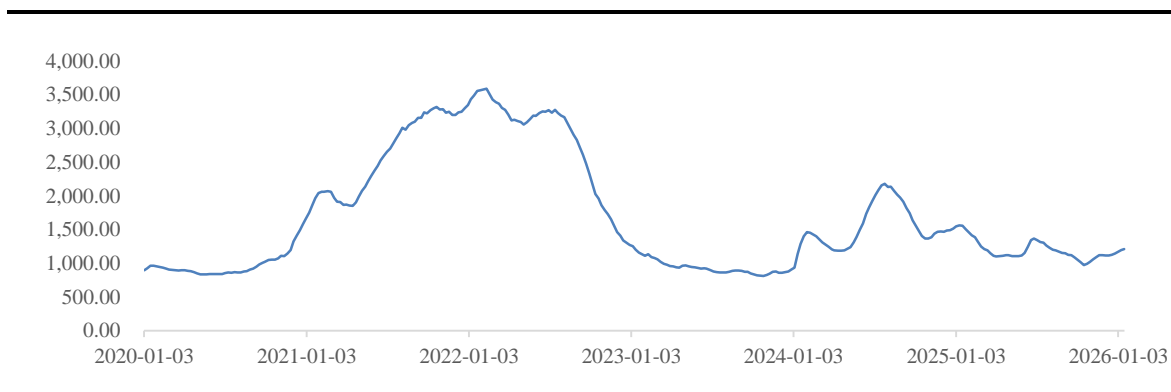
根据运输货物的不同，航运行业主要分为干散货、集装箱和液散运输，2025 年各子行业运价表现继续分化。干散运价方面，2025 年波罗的海干散货指数（BDI）整体呈剧烈波动格局，年内运价受我国阶段性补库、主要矿山出货节奏以及天气等因素推动，在第二季度和第三季度初大幅冲高；但受我国房地产等行业需求持续疲软、全球钢铁生产乏力等根本性因素制约，运价在下半年特别是年末大幅回落，整体来看全年运价均值高于 2024 年。预计 2026 年，干散货运输需求仍将温和，BDI 指数可能延续区间震荡格局，季节性波动和突发事件（如天气、地缘冲突）仍是影响短期运价的主要因素。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 8. 2020 年以来波罗的海干散货指数 (BDI)

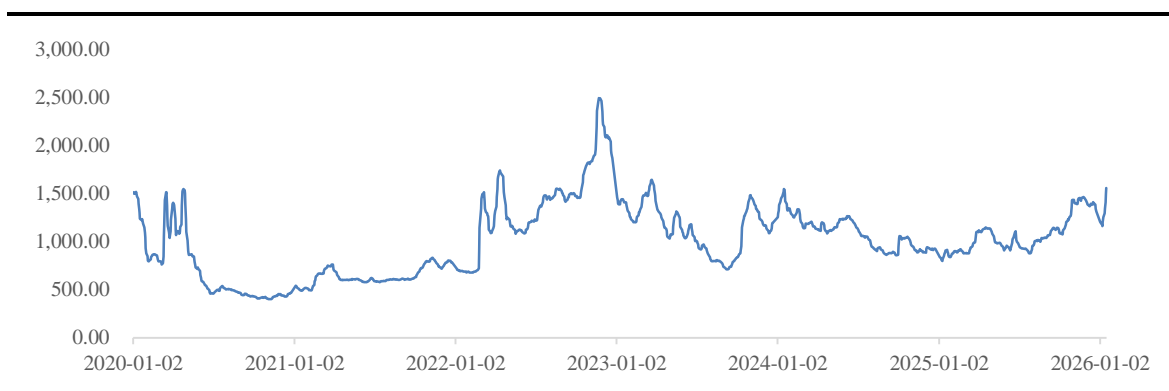
集装箱运价方面，受红海危机与美国关税政策双重冲击，2025 年集装箱运价剧烈波动。其中上半年因中美关税暂缓形成“窗口期”，引发恐慌性“抢运潮”，美线运价短期内被暴力拉升至年度高点，但抢运结束后需求被严重透支，叠加下半年新运力持续交付，运价从 7 月中旬开始趋势性大幅回落，全年运价大幅下挫。预计在运力供过于求以及地缘政治风险持续的背景下，2026 年集装箱运价仍整体承压。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 9. 2020 年以来中国出口集装箱运价指数：综合指数

液散运价方面，2025 年全球原油运输市场（液散）在供需双弱但结构剧变的复杂背景下运行，受地缘冲突导致的贸易改道和绕行影响，长、短航线运价分化，但受益于船队运力增幅较小，年均值仍处高位。预计 2026 年液散运价仍将在“紧供应”下维持高位、高波动状态运行。

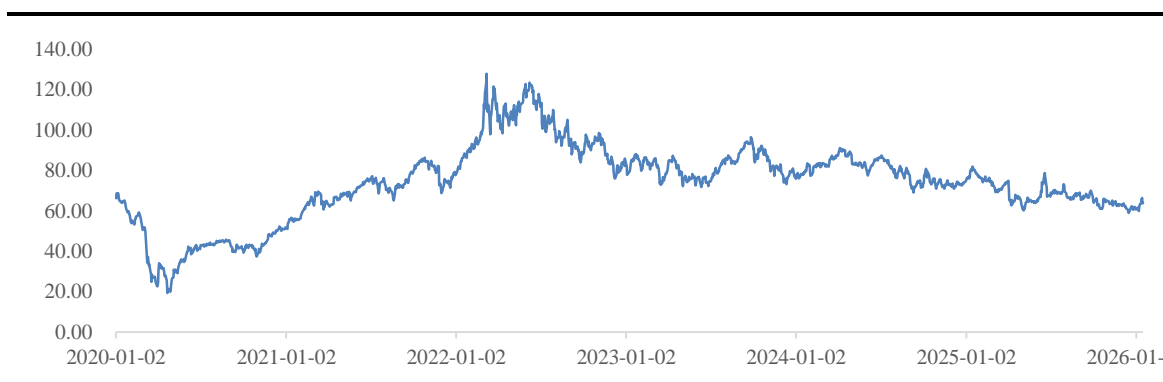


注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 10. 2020 年以来原油运输指数 (BDTI)

成本端，原油价格整体呈现振荡下行趋势，相关环保法规的正式实施与持续的地缘政治风险共同推高了行业运营成本。

从成本方面来看，燃油成本在航运公司成本支出中占比较大，且燃油成本占比受船型及技术影响较大，一般而言，集装箱船为 20-30%，干散货船为 25-35%，油轮船则高达 40-50%，因此燃油价格的波动对航运企业的盈利水平影响较大。2025 年，受 OPEC+ 持续增产、全球需求因贸易政策抑制等因素影响，市场供应过剩压力加剧，导致布伦特原油价格从年初的 80 美元/桶附近一路走低，并在年末进一步跌向 60 美元/桶，整体呈现“前高后低、震荡下行”的趋势，全年均价约 68 美元/桶，同比下降约 15%。2026 年，在国际经济增长放缓、供需压力加大及地缘冲突潜在升级的共同影响下，国际油价预计将呈区间宽幅震荡，对航运企业盈利构成不确定性影响。



注：根据 Wind 数据整理绘制。

图 11. 2020 年以来布伦特原油期货结算价

另一方面，航运业绿色转型在 2025 年进一步深化。国际海事组织（IMO）及区域组织（如欧盟）的减排法规进入实质执行阶段，使用低硫燃料、投资绿色技术、购买碳配额等显著推高了企业的环保合规成本。2026 年，随着 IMO 2026 年新规临近及欧盟 ETS 范围扩大，航运企业的环保成本压力将继续加大，绿色转型已成为行业不可逆的长期趋势。

需特别关注的是，航运业除受基本面因素影响外，国际政治局势的干扰依然显著。2025 年红海等地缘政治热点区域的紧张局势虽有阶段性缓和，但并未根本解决，船只绕行好望角已成既定运营模式，叠加巴拿马运河通行受限，全球关键航道节点同时承压。航运线路调整、保险费与船期延误风险上升仍持续构成成本压力。2026 年，地缘政治风险（尤其是中东、红海区域）将继续成为影响航线选择、运输成本与运价短期波动的重要变量，全球供应链脆弱性依然存在。

市场竞争格局因全球联盟重组、货主垂直整合及国内竞争加剧的生态演变而日趋复杂。

从国际竞争环境来看，2017 年至 2024 年保持稳定的三大联盟格局，于 2025 年 2 月如期发生根本性重组。原 2M 联盟（马士基、地中海航运）

正式解散。马士基与赫伯罗特组建了新的“Gemini Cooperation”联盟，并于 2025 年初开始运营。地中海航运（MSC）则全面转向独立运营其全球航线网络。OCEAN Alliance（达飞轮船、长荣海运、中远海运集团/东方海外）的联盟合作关系已延长至 2032 年，保持了核心稳定性。原 THE Alliance 于 2025 年 1 月解散，其部分成员——海洋网联船务（ONE）、韩新海运（HMM）和阳明海运（Yang Ming）组建了新的“Premier Alliance”。该新联盟与独立运营的 MSC 在关键的东西向主干航线上（如亚欧航线）开展了广泛的舱位合作。

此次联盟重组最直接的影响是市场力量的重塑与竞争逻辑的转变。重组前，三大联盟（2M、OCEAN、THE）合计掌控着全球主干航线约 82% 的运力份额，市场集中度高。重组后，市场格局演变为“一超、两强、一梯队”的多极格局：独立巨头地中海航运（MSC）以约 22.3% 的份额保持领先；OCEAN Alliance（约 28.9%）与 Gemini Cooperation（约 21.1%）成为两大主导联盟；而 Premier Alliance（约 10.1%）及其他公司构成了重要的竞争力量。

此外，供应链韧性与成本控制的双重需求正驱动下游大型货主从“货主”向“船东+运营商”深度转型。他们不再满足于传统的租船合约，而是在船舶资产价格处于相对低位、市场运力过剩的周期窗口，加速投资自有或可长期控制的船队，以实现关键物流环节的垂直整合。目前国际巨头中，除三大矿业巨头（力拓、必和必拓、淡水河谷）持续扩张船队外，国际大型能源贸易商（如嘉能可、维多）以及粮食巨头（如嘉吉、路易达孚）也大幅增加了对油轮、液化天然气（LNG）运输船和干散货船的直接资产投资。国内以宝武集团、河钢集团为代表的钢铁巨头，以及国家能源集团、华能集团、浙能集团等电力能源企业，已不仅限于组建航运公司，

更通过订造符合最新环保标准的大型节能船舶，打造服务于自身核心业务的专业化、绿色化船队。

从国内竞争环境来看，2016 年形成的“两强并立”格局（中远海运集团与招商局集团）依然稳固，两者已发展为全球领先的综合物流巨头。另外，一批专业的民营航运公司，凭借灵活的机制和对细分市场的深度理解，迅速成长并占据了细分市场的份额。此外，如前所述，下游大型货主和金融资本正通过自建船队或收购船东公司的方式跨界进入，给传统航运企业带来了全新的竞争压力。

表 2. 我国前十大航运企业经营的船队规模（单位：艘，万载重吨）

| 2022 年末 | | | 2023 年末 | | | 2024 年末 | | |
|---------|------|---------|---------|------|---------|---------|------|---------|
| 企业名称 | 船队规模 | 运力规模 | 企业名称 | 船队规模 | 运力规模 | 企业名称 | 船队规模 | 运力规模 |
| 中远海运 | 1349 | 11383.0 | 中远海运 | 1418 | 11664.0 | 中远海运 | 1535 | 12896.0 |
| 招商局 | 726 | 4258.0 | 招商局 | 654 | 4418.1 | 招商局 | 546 | 4443.7 |
| 山东海运 | 66 | 1054.2 | 山东海运 | 73 | 1079.7 | 山东海运 | 81 | 1086.3 |
| 福建国航 | 56 | 354.6 | 福建国航 | 55 | 373.7 | 渤海远洋 | 42 | 472.9 |
| 国远航运 | 61 | 331.0 | 渤海远洋 | 27 | 369.3 | 福建国航 | 62 | 420.2 |
| 上海中谷 | 109 | 254.1 | 国源航运 | 60 | 323.0 | 协海集团 | 52 | 407.1 |
| 海丰国际 | 108 | 218.9 | 海通发展 | 54 | 282.0 | 海通发展 | 65 | 377.6 |
| 上海瑞宁 | 29 | 214.8 | 协海集团 | 39 | 266.5 | 中谷海运 | 111 | 371.7 |
| 安通控股 | 74 | 212.6 | 上海瑞宁 | 31 | 228.4 | 浙江海运 | 52 | 326.0 |
| 浙江海运 | 34 | 184.0 | 安通控股 | 73 | 222.0 | 安通控股 | 85 | 254.3 |

资料来源：公开资料

(三) 民航运输行业

2025 年以来，我国民航运输供给端呈现“总量约束下的结构优化”特征，受外部供应链强约束影响，短期内我国机队建设仍将维持低速增长态势。

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“增量模型”逐步转变为“低速增长的存量优化模型”，2003-2018 年机队建设增速均超 10%，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、发动机供应受限以及国内各航

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。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。

根据国际航空运输协会（International Air Transport Association，简称 IATA）统计，当前全球飞机订单积压超过 17,000 架，积压量相当于近 12 年的产能，虽然新飞机的交付量在 2025 年底开始回升，预计 2026 年生产将加速，但预计需求将超过飞机和发动机的可用率，由于过去五年交付的不可逆损失和创新高的积压订单，航空公司需求和生产产能之间的结构性矛盾在 2031-2034 年之前不太可能正常化。

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，新飞机的实际引进速度或低于计划，短期内我国机队建设仍将维持低速增长态势。

从机队运力结构变化来看，机型结构向窄体机+国产化倾斜。2022-2024 年，我国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 9 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 49.41%、45.89%和 4.70%，根据三大航司 2025-2027 机队引进淘汰计划，预计 2027 年末空客、波音和中国商飞机型的占比约为 49.0%、43.8%和 7.1%，商飞机型引进速度有望加快。

在机队总量增速受限的背景下，根据六大航司³数据，民航运输行业运力供给出现“国际高增、国内分化、地区萎缩”的趋势：为快速获取运力，快速恢复和获取国际市场，国际市场运力高增；国内市场作为基本盘，已进入“结构性增长”阶段，主干航线和支线运力出现分化；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。

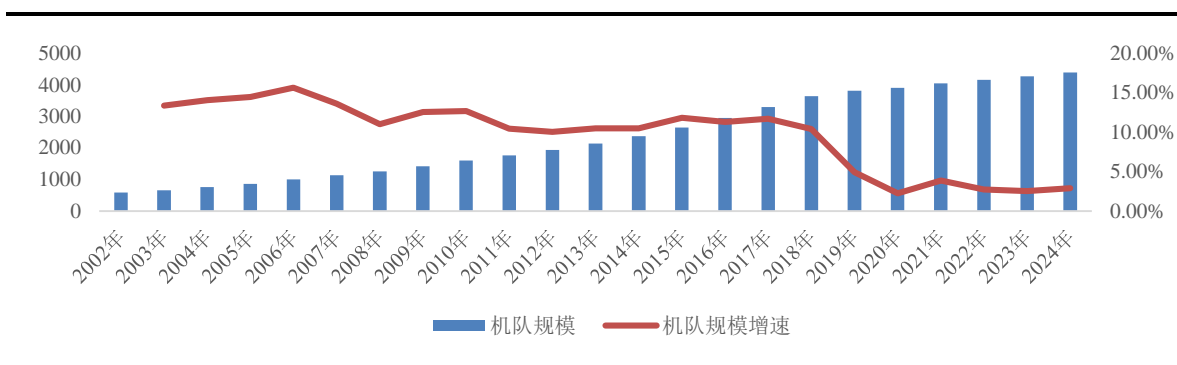
同时，货运定位从“辅助业务”提级到“新支撑点”，其中 2025 年上半年度，南方航空国际货运能力较 2019 年同期大幅增长 37%，远超其客运运力恢复水平，货运一定程度上已成为其逆周期的利润来源和战略优势之一；吉祥航空货运运力的高速增长（+515%），与其国际客运扩张相辅相成，原因或系新投入的宽体机队带来的腹舱货运能力。

表 3. 我国民航运输机队建设和航线规模

| 指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 期末行业运输飞机在册数（架） | 3818 | 3903 | 4054 | 4165 | 4270 | 4394 |
| 其中：客运飞机 | 3645 | 3717 | 3856 | 3942 | 4013 | 4126 |
| 其中：宽体飞机 | 457 | 458 | 465 | 472 | 473 | 464 |
| 窄体飞机 | 2997 | 3058 | 3178 | 3225 | 3276 | 3380 |
| 支线飞机 | 191 | 201 | 213 | 245 | 264 | 282 |
| 货运飞机 | 173 | 186 | 198 | 223 | 257 | 268 |
| 其中：大型货机 | -- | -- | 43 | 50 | 94 | 102 |
| 中小型货机 | -- | -- | 155 | 173 | 163 | 166 |
| 期末定期航班航线数（条） | 5521 | 5581 | 4864 | 4670 | 5206 | 5334 |
| 其中：国内航线 | 4568 | 4686 | 4585 | 4334 | 4583 | 4513 |
| 国际航线 | 953 | 895 | 279 | 336 | 623 | 821 |
| 期末定期航班国内通航城市数（个） | 234 | 237 | 244 | 249 | 255 | 258 |

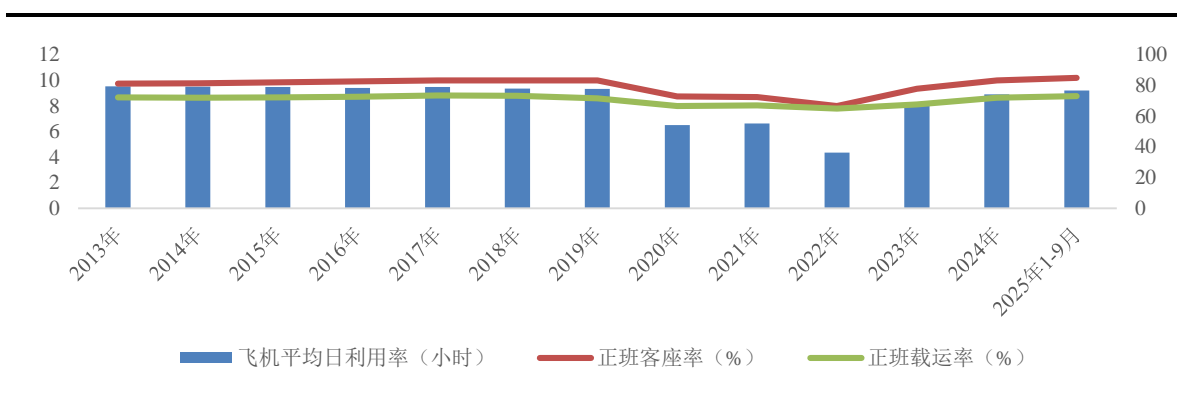
注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、列式。

³ 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。



注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制。

图 12. 我国机队规模增速



注 1：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、绘制；

注 2：正班客座率与正班载运率为右轴，飞机平均利用率为左轴。

图 13. 我国民航运输效率指标

2025 年前三季度，我国民航运输业整体呈现“全面恢复、结构分化”特征，核心运营指标不仅实现了同比稳健增长，更全面超越 2019 年同期水平。同时，市场需求反弹力度高于运力投放速度，推升行业运行效率提升。

2025 年前三季度，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 70%，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。

主要指标具体表现方面，2025 年前三季度，我国民航货邮运输量较 2019 年同期增长 35.70%，货邮周转量较 2019 年同期增长 56.20%，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；同期，我国民航旅客运输量和旅客周转量分别较 2019 年同期增长 17.00%和 19.30%，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。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 21.30%、23.50%和 21.80%，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（3-9%），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 70-80%，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。

民航运输效率方面，飞机日利用率是衡量行业运营效率的核心指标之一，2025 年前三季度恢复至 9.2 小时，航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 年前三季度增至 84.9%，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。

表 4. 2025 年 1-9 月我国民航运输完成情况

| 指标 | 单位 | 2025 年 1-9 月 | 同比上年同期 | 同比 2019 年同期 |
|---------------|-------------|----------------|--------------|--------------|
| 运输总周转量 | 亿吨公里 | 1220.3 | 10.3% | 26.4% |
| 国内航线 | 亿吨公里 | 771.7 | 4.7% | 24.3% |
| 其中：港澳台航线 | 亿吨公里 | 10.8 | 2.2% | -20.0% |
| 国际航线 | 亿吨公里 | 448.6 | 21.3% | 30.1% |
| 旅客运输量 | 万人 | 58153.4 | 5.2% | 17.0% |
| 国内航线 | 万人 | 52237.9 | 3.5% | 18.4% |
| 其中：港澳台航线 | 万人 | 718.2 | -0.6% | -19.5% |
| 国际航线 | 万人 | 5915.5 | 23.5% | 5.7% |
| 货邮运输量 | 万吨 | 739.5 | 14.0% | 35.7% |
| 国内航线 | 万吨 | 422.6 | 8.7% | 14.6% |
| 其中：港澳台航线 | 万吨 | 13.0 | 7.7% | -22.6% |
| 国际航线 | 万吨 | 316.9 | 21.8% | 80.2% |
| 旅客周转量 | 亿人公里 | 10536.5 | 8.1% | 19.3% |
| 国内航线 | 亿人公里 | 8089.9 | 4.2% | 26.0% |
| 其中：港澳台航线 | 亿人公里 | 106.2 | 1.5% | -18.4% |
| 国际航线 | 亿人公里 | 2446.6 | 23.5% | 1.5% |
| 货邮周转量 | 亿吨公里 | 298.9 | 16.5% | 56.2% |
| 国内航线 | 亿吨公里 | 64.8 | 7.9% | 13.9% |
| 其中：港澳台航线 | 亿吨公里 | 1.6 | 3.7% | -27.3% |
| 国际航线 | 亿吨公里 | 234.1 | 19.1% | 74.2% |

资料来源：中国民用航空局。

表 5. 我国民航运输效率

| 指标 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 1-9 月 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------------|
| 飞机平均日利用率（小时） | 9.33 | 6.49 | 6.62 | 4.35 | 8.12 | 8.9 | 9.2 |
| 正班客座率（%） | 83.2 | 72.9 | 72.4 | 66.6 | 77.9 | 83.3 | 84.9 |
| 正班载运率（%） | 71.6 | 66.5 | 66.9 | 65 | 67.7 | 72.0 | 73.1 |

注：新世纪评级根据中国民用航空局数据整理、列式。

2026 年全国民航工作会议提出了 2026 年行业发展主要预期指标：运输总周转量 1,750 亿吨公里、旅客运输量 8.1 亿人次、货邮运输量 1070 万吨。预计 2026 年我国民航载运量将保持增长态势，同比增速或有放缓但仍持稳发展。

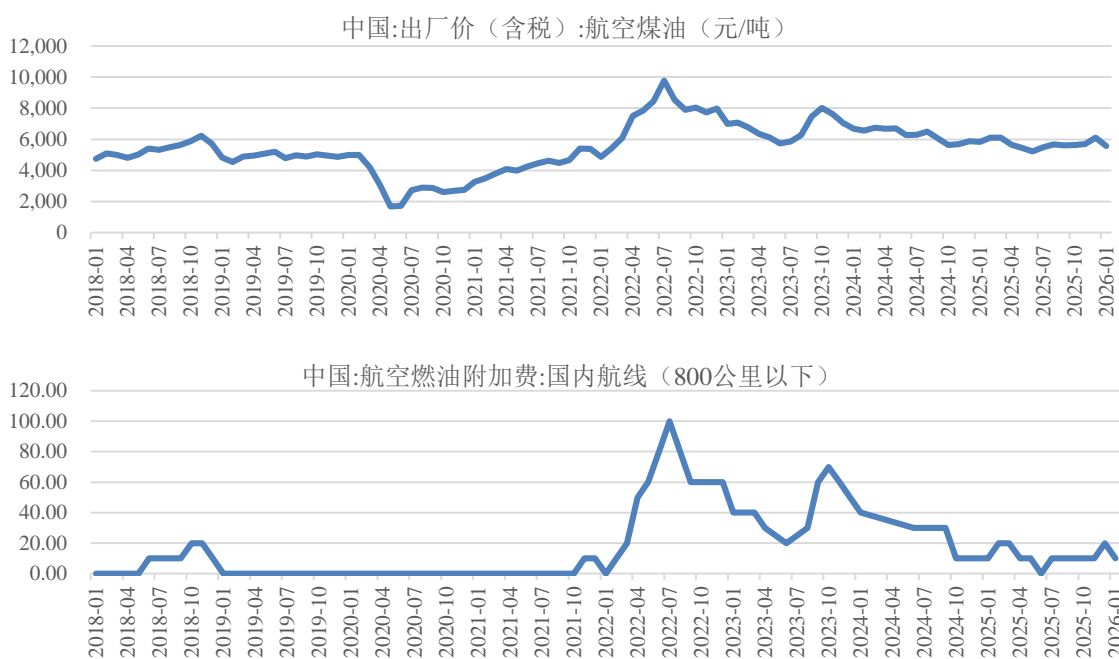
2025 年机票价格有所下跌，但出行需求依旧旺盛，“以价换量”策略推动行业收入规模稳步增长，得加燃油成本同比下滑，汇兑损失压力有所缓解，行业利润进一步提升。

票价方面，2025 年出行需求旺盛，但受消费降级、高铁对 800 公里

以下行程的分流影响加剧、以及航空公司间的内卷式竞争影响，航空公司普遍延续了“以价换量”的策略，机票价格整体低迷，根据航班管家统计：

“2025 年民航经济舱平均票价约 740 元，同比 2024 年下降 2.9%”。2026 年全国民航工作会议将深入整治“内卷式”竞争、防止航司以低于成本价开展恶性竞争列为重点工作之一，民航票价有望回升。

成本端方面，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，其中运行最大的成本支出为燃油费，民航运输企业可通过燃油附加费⁴弥补油价上涨时带来的部分增量成本，但难以完全覆盖，燃油价格波动是影响企业盈利的重要因素。2025 年上半年航空煤油价格延续下滑趋势，并于 6 月触及低值 5,229 元/吨，下半年有所反弹，全年均价同比下降 9.43%。



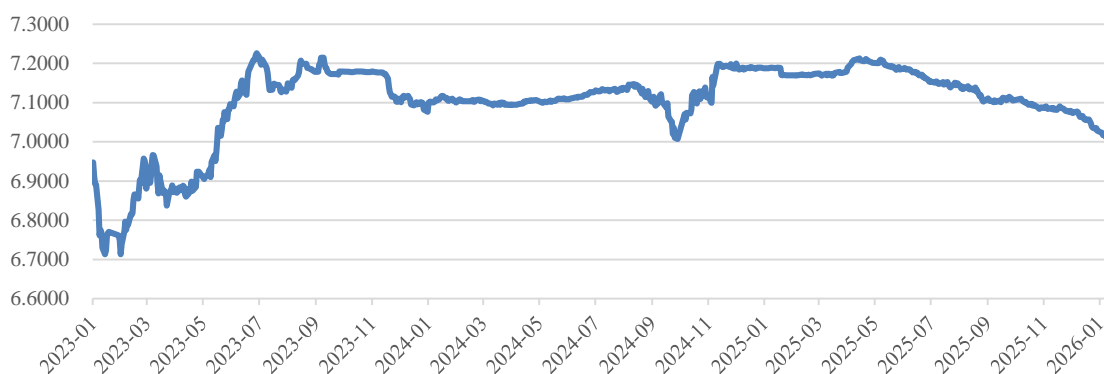
注：新世纪评级根据 Wind 资讯数据整理、绘制。

图 14. 航空燃油成本及航旅燃油附加费变化趋势（单位：元/吨，元）

⁴ 国家发改委和民航局印发文件规定，国内航线旅客运输燃油附加与航空煤油综合采购成本实行联动，国内航空煤油出厂价和综合采购成本随国际市场油价变化每月调整一次，即国内航空煤油综合采购成本超出基准油价（5,000 元/吨），航空公司可以适当收取燃油附加费弥补成本。

费用端，航空公司债务融资依赖度高，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。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%），融资成本在国内资金供给宽松、利率下行背景下持续下降；考虑到航空公司购置/租赁飞机或发动机、境外业务均存在外币结算，汇率因素及外币利率等因素也将影响其融资成本控制策略，2025 年以来美联储和欧洲央行多轮“降息”一定程度上缓解了外币债务利息压力。

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，人民币汇率波动影响航司汇兑损益、运力补充计划、资产负债和利润表现。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。近年来，人民币美元兑人民币汇率中间价波动处于较高水平，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持续回落，截至 2025 年末跌至 7.0288，整体来看 2025 年前三季度航司汇兑损失压力有所缓解。



资料来源：中国货币网。

图 15. 2023 年以来美元兑人民币汇率中间价走势图

民航运输行业在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。根据历年民航行业发展统计公报统计信息：2020-2022 年民航运输业营业收入均值 3,788.31 亿元，较 2019 年缩减 41.60%；利润总额亏损 3,236.56 亿元，亏损量超过往年十多年的利润积累。2023 年以来，民航行业持续恢复，2023-2024 年行业营业收入分别为 6,761.00 亿元和 7,656.40 亿元；并于 2024 年扭亏，2024-2025 年利润总额分别为 44.70 亿元和 65 亿元⁵。

表 6. 我国民航运输业经济效益情况（单位：亿元）

| 分类 | 2009-2018 年 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 | 2025 年 |
|------|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 41,329 | 6,487 | 3,755 | 4,245 | 3,365 | 6,761 | 7,656 | -- |
| 利润总额 | 2,595 | 261 | -794 | -671 | -1,771 | -59 | 45 | 65 |

资料来源：民航行业发展统计公报。

二、政策环境

交通运输行业具有政策导向性，其经营许可、功能定位、收费机制、补贴机制等均需遵照主管部门有关规定执行（或受到我国各级政府单位

⁵ 为 2026 年全国民航工作会议公布的数据。

指导), 行业对政策及细则变化的敏感度较高, 企业持续面临政策管控压力。同时, 作为国民经济运行的基础性行业, 交通运输行业较易得到政策、资金等多维度支持。

2025 年以来, 交通运输行业政策聚焦于物流降本提质增效、绿色数智化转型重塑行业发展动能、加快建设统一开放和良序竞争的市场环境三大核心方面。

以多式联运等方式推动物流降本提质增效

2024 年 11 月, 交通运输部和国家发展改革委发布《交通物流降本提质增效行动计划》, 中共中央办公厅和国务院办公厅发布《有效降低全社会物流成本行动方案》, 均提出目标: 到 2027 年, 交通物流降本提质增效取得显著成效, 社会物流总费用与国内生产总值的比率力争降低至 13.5% 左右 (2025 年上半年度为 14.0%)。

交通物流是推进降低全社会物流成本的关键领域⁶, 降低物流成本并非简单地全面降低设施收费标准, 在完善交通物流基础设施硬件和软件建设的同时, 持续推进运输结构调整优化和网络化构建, 强化大宗物资“公转铁”、“公转水”, 通过交通多样式联运和运输方式调节 (多种运输方式衔接⁷), 来加强运输效率。到 2027 年铁路货运量、铁路货运周转量占比力争分别提高至 11%、23% 左右, 港口集装箱铁水联运量保持较快增长。同时交通物流数字化、智慧化加快发展, 平台经济、低空经济等结合

⁶ 根据中国物流与采购联合会公布的数据, 社会物流总费用包含运输费用、保管费用、管理费用, 其中运输费用是最大组成部分, 2023 年达 9.8 万亿元, 占社会物流总费用的 50% 以上。

⁷ “我国铁路货运发展形势良好, 今年 1 至 10 月, 全国铁路货物发送量 42.6 亿吨, 创历史同期最好水平。但由于多种运输方式衔接还不够顺畅, 铁路运输两端短倒作业多, 一定程度上推高了物流成本。”国家铁路局运输监督管理司副司长李振江表示, 下一步, 铁路部门将在抓好基础设施“硬联通”的基础上, 抓好规则标准“软联通”, 推动实现货物运输“宜铁则铁”, 促进降低物流成本。

的物流新模式也有助于推进交通物流降本提质增效。

绿色数智化转型重塑行业发展动能

2024 年 6 月，交通运输部等多部门联合发布《交通运输大规模设备更新行动方案》，提出实施城市公交车电动化替代、老旧营运柴油货车/船舶/机车淘汰更新等七大行动，配套新能源补贴、老旧设备报废更新等细则，形成了“更新+补贴+监管”的完整政策链。

2025 年 9 月，交通运输部等七部门联合印发《关于“人工智能+交通运输”的实施意见》，首次明确阶段性目标（2027 年 AI 在典型场景广泛应用、综合交通运输大模型落地，2030 年 AI 深度融合行业、核心技术自主可控），同时《关于推动物流数据开放互联有效降低全社会物流成本的实施方案》提出公共数据开放互联，为 AI 应用提供数据支撑。

行业影响呈现“短期投入承压、长期动能提升”特征：中短期内，企业需加大运输工具绿色更新与 AI 技术研发、设备升级投入，资本性支出压力上升；长期来看，绿色低碳转型将降低企业对燃油的依赖度，平滑原油价格波动冲击，AI 技术则从调度优化、风险预警、服务升级等维度提升运营效率，二者共同推动行业提质增效，优化企业盈利结构与抗风险能力，助力行业从“传统运输”向“绿色智能交通”转型。

加快建设统一开放、良序竞争的交通运输市场

2024 年 12 月，中共中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》，提出充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化铁路、公路、水路、民航、邮政等行业体制机制改革，完善制度规则，推动交通运输跨区域统筹布局、跨方式

一体衔接、跨领域协同发展，形成统一开放的交通运输市场，并分别从深化重点领域改革、完善市场制度、优化市场要素资源配置、完善市场监管机制和加强组织实施等方面推进实施。

2025 年以来，针对“完善市场监管机制”，出台了一系列整治“内卷式”竞争政策：7 月国家邮政局党组会议明确提出“旗帜鲜明反对内卷式竞争”，下半年快递单价有所回升 2025 年底举行的中央经济工作会议，提出制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争；2026 年全国民航工作会议明确将深入整治“内卷式”竞争。以上政策有助于推动运输定价回归理性，缓解企业“以价换量”的盈利压力，对企业现金流与信用资质形成直接支撑。

三、样本分析⁸

民航企业样本分析详见[《中国民航行业 2025 年中期信用观察》](#)（最新财务数据口径为 2025 年上半年度），考虑到海运子行业集中度极高，故下文仅针对道路（公路）运输子行业样本进行样本分析。

（一）样本筛选

本文分析样本选取标准为 Wind 四级行业分类（2024）下属于道路运输行业的发债企业及上市公司，道路运输企业往往同时开展仓储、商贸、货运代理等多元化业务，业务模式差异较大，因此剔除因同时从事其他主营业务⁹，导致财务特征与所归属的子行业内企业一般特征差异较大，并

⁸ 此部分样本数据的计算，行业整体样本指标是指将全部样本看成一个数据汇总起来的超大型企业计算出来的数据和指标值，例如，行业整体资产负债率是样本企业全部债务/全部资产。

⁹ 因此将道路货运中仓储业务占比高（如：广东宏川智慧物流股份有限公司、中储发展股份有限公司）、货代业务占比高（如：上海畅联国际物流股份有限公司、中国外运股份有限公司、江苏海晨物流股份有限公司）、商贸业务占比高（如：广州市嘉诚国际物流股份有限公司、嘉友国际物流股份有限公司、上海雅仕投资发展股份有限公司）的企业剔除，此外传化智联股份有限公司主要经营物流网络平台服务，福然德股份有限公司钢材加工占比高，中国邮政集团有限公司金融业务占比高，也将其剔除。

对本文分析内容产生重大影响的样本，并剔除 2025 年前三季度数据缺失的样本。最终选取有效样本 22 户，如下表所示，包括道路客运行业样本企业 12 户、道路货运行业样本企业 10 户。

表 7. 样本企业名单及其细分行业归属

| 道路客运 | | 道路货运 | |
|---------------|------------------|---------------|--------------------|
| 广州市公共交通集团有限公司 | 大众交通（集团）股份有限公司 | 中国物流股份有限公司 | 上海圆通蛟龙投资发展（集团）有限公司 |
| 温州市交通运输集团有限公司 | 南通汽运实业集团有限公司 | 炬申物流集团股份有限公司 | 申通快递股份有限公司 |
| 苏州市公交集团有限公司 | 四川富临运业集团股份有限公司 | 北京长久物流股份有限公司 | 顺丰控股股份有限公司 |
| 郑州市公共交通集团有限公司 | 湖北三峡旅游集团股份有限公司 | 龙洲集团股份有限公司 | 韵达控股股份有限公司 |
| 成都市公共交通集团有限公司 | 江西长运股份有限公司 | 广东原尚物流股份有限公司 | / |
| / | 上海锦江在线网络服务股份有限公司 | 新疆天顺供应链股份有限公司 | / |
| / | 海南海汽运输集团股份有限公司 | / | / |

注：根据 Wind 数据整理。

(二) 业务分析

1. 道路客运样本

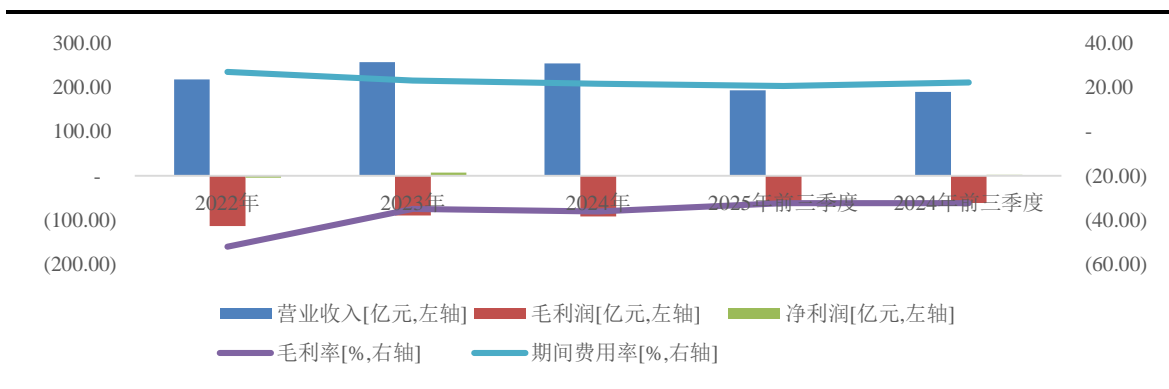
公交业务因准公益性定价存在政策性亏损，道路旅客运输业务受其他运输方式分流影响盈利能力偏弱，导致道路客运行业持续经营亏损。公交业务可获得大额政府补助，是行业利润的重要来源，2024 年以来部分地区政府补贴有所退坡，样本企业基本处于盈亏平衡状态。

客运样本企业以省/市/县级区域性垄断企业为主，体量有限，2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业营业收入分别为 217.98 亿元、256.91 亿元、254.42 亿元和 193.54 亿元。样本企业以公交或非公交道路旅客运输业务为主业，同时拓展与主业相关的多元化业务，包括货运物流、商品销售、能源销售与贸易、旅游、广告等。样本企业整体多元化程度较高，

客运主业占比有限，2022-2024 年客运业务收入分别为 68.32 亿元、80.14 亿元和 74.23 亿元，占比分别为 31.34%、31.19%和 29.18%，样本企业持续扩展多元化业务规模，客运主业占比呈小幅下降趋势。样本企业营业收入规模主要受多元化业务影响出现波动，其中 2023 年营收同比增长 17.86%，主要系客运市场逐步复苏带动运输收入增长，叠加部分企业多元化业务拓展所致；2024 年营业收入略有减少，主要系大众交通（集团）股份有限公司（简称“大众交通”）房地产业务结转同比减少所致。

公交业务具有准公益性特征，普遍处于政策性亏损状态，道路旅客运输业务盈利优于公交业务，但受其他运输方式分流影响，盈利水平有限。样本企业综合毛利率持续为负，2022-2024 年及 2025 年前三季度分别为 -51.93%、-34.85%、-36.13%和 -32.38%。

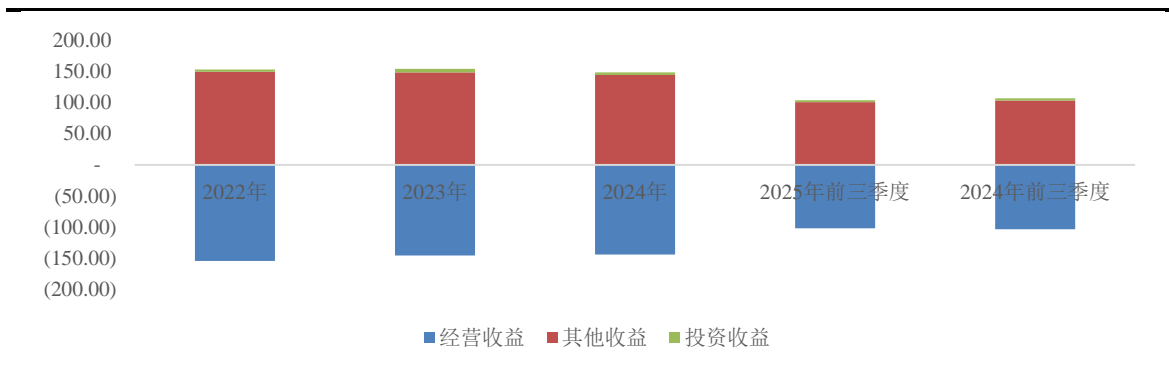
2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业期间费用分别为 59.07 亿元、59.57 亿元、55.26 亿元和 40.06 亿元，期间费用率分别为 27.10%、23.19%、21.72%和 20.70%，样本企业加强成本管控，期间费用呈逐年下降趋势，但对利润侵蚀仍较为严重。道路客运企业在运输工具、客运场站等方面的固定资产投资带来较大额折旧摊销，同时劳动力密集特征带来大量人工成本，因此期间费用以管理费用为主，同期样本企业管理费用分别为 41.41 亿元、40.93 亿元、38.05 亿元和 28.60 亿元，占期间费用的比重约 70%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 16. 道路客运样本企业营业收入和利润变化情况

2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业经营亏损分别为 154.94 亿元、146.09 亿元、144.71 亿元和 102.11 亿元。作为准公益行业，政府对公交业务提供综合补贴、亏损补贴、油价补贴、购车补贴等款项，同期样本企业其他收益分别为 149.82 亿元、148.76 亿元、144.86 亿元和 101.00 亿元，净利润分别为 -3.69 亿元、7.29 亿元、0.09 亿元和 0.70 亿元，其中 2022 年净利润亏损主要系受公共卫生事件影响，经营亏损较多所致；2024 年以来部分地区政府补贴有所退坡，样本企业整体处于盈亏平衡状态。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 17. 道路客运样本企业非经营性收益变化情况（单位：亿元）

2. 道路货运样本

2024 年以来，受益于全球经济温和复苏及国内宏观刺激政策显效，

道路货运行业收入和利润稳步增长，但因服务同质化程度高，盈利能力整体偏弱。

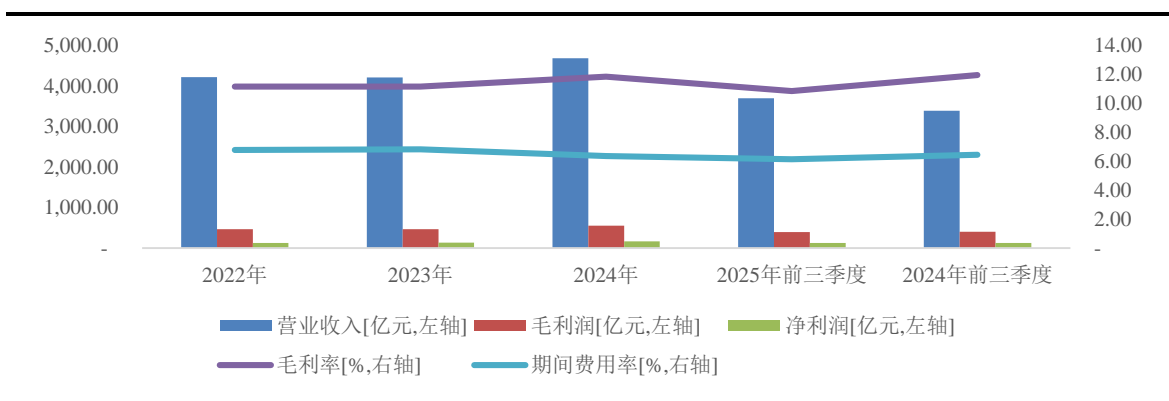
道路货运样本企业中不乏拥有全国性运输网络的龙头公司，业务规模较大，2022-2024 年及 2025 年前三季度样本企业收入分别为 4,216.19 亿元、4,207.14 亿元、4,679.91 亿元和 3,698.39 亿元，主要受益于国内宏观刺激政策、“两重、两新”政策、中美贸易摩擦带来的“抢出口”现象等提振货运需求，2024 年及 2025 年前三季度样本企业收入分别增长 11.24% 和 9.13%。样本企业收入主要来自于快递类企业，快递行业集中度高，且样本快递类企业均为行业头部企业，同期收入分别为 4,025.09 亿元、4,027.23 亿元、4,502.96 亿元和 3,571.36 亿元，持续增长。非快递类货运样本企业因行业分散，个体规模均较小，同期营业收入分别为 191.09 亿元、179.90 亿元、176.95 亿元和 127.02 亿元，该类企业往往开展贸易、仓储等多元化业务，收入影响因素较多，其中 2024 年及 2025 年前三季度收入同比略有下滑，主要系中国物流股份有限公司缩减贸易业务规模、龙洲集团股份有限公司（简称“龙洲集团”）因地方财政资金紧缩及工程项目启动缓慢等原因导致其沥青运输业务需求疲软所致。

从经营指标来看，货运企业因运输货物种类不同，以及受信息披露程度限制，难以统计所有样本企业货物运输量，因此仅统计快递类样本企业货运量，2022-2024 年及 2025 年前三季度快递类样本企业的快递业务量分别为 591.09 亿件、694.64 亿件、863.48 亿件和 726.89 亿件，在“直播电商”等新业态的持续渗透下，农村等下沉市场的消费潜力进一步释放下，快递业务量持续增长。

2022-2024 年及 2025 年前三季度，道路货运样本企业综合毛利率分别为 11.16%、11.16%、11.84%和 10.84%，盈利水平较为稳定；货运企业

因其服务同质化程度高，且部分细分行业进入门槛低，竞争者众多，盈利能力整体偏弱。

受益于规模效应和市场化运营机制，货运样本企业费用控制能力相对较强。2022-2024 年及 2025 年前三季度，样本企业期间费用率分别为 6.77%、6.82%、6.36%和 6.14%，其中管理费用占比超过 75%，主要系运输工具、货运枢纽等固定资产折旧摊销和人工成本。

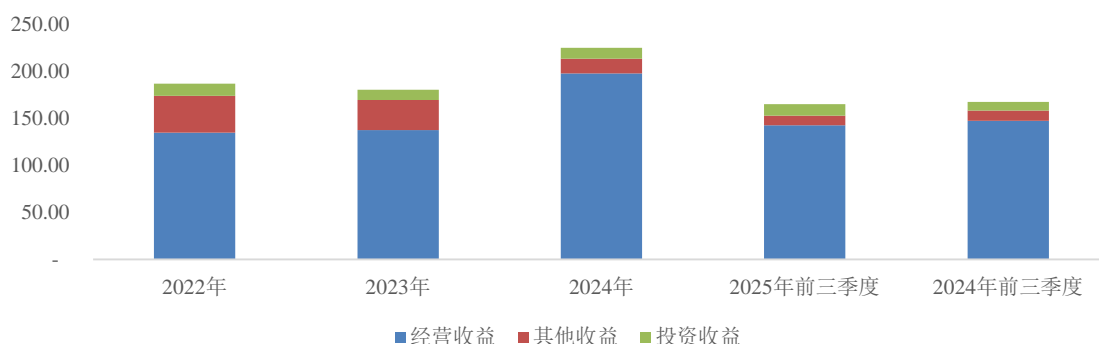


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 18. 道路货运样本企业营业收入和利润变化情况

货运样本企业盈利主要来自经营收益，2022-2024 年及 2025 年前三季度分别为 135.14 亿元、137.86 亿元、198.16 亿元和 142.83 亿元。基本来自于快递类企业，同期分别为 136.56 亿元、142.05 亿元、202.21 亿元和 143.68 亿元，其中 2025 年前三季度同比减少 3.15%，主要系当期韵达控股股份有限公司单票价格下降较多，且上年同期出售所持德邦物流股份有限公司股票带来较多投资收益所致。非快递类货运样本企业因个体规模较小，盈利规模也有限，其中龙洲集团因子公司东莞中汽宏远汽车有限公司开展的新能源客车制造业务竞争力不足而持续亏损，广东原尚物流股份有限公司原主要为广汽旗下整机厂及其供应商提供零部件综合物流服务，受广汽整车厂销量下滑影响，自 2023 年起持续亏损。2022-2024

年及 2025 年前三季度，样本企业净利润分别为 127.99 亿元、135.78 亿元、169.19 亿元和 131.65 亿元，呈增长态势，增幅来自快递类企业。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 19. 道路货运样本企业非经营性收益变化情况（单位：亿元）

(三) 财务分析

1. 道路客运样本

道路客运企业经营积累能力弱，叠加车辆购置、场站建设等持续资本支出，样本企业负债规模稳步扩张。得益于股东资本注入、资产划转等支持，财务杠杆维持适中水平。负债以刚性债务和应付类账款为主，刚性债务偏中长期。EBITDA 可为利息支出提供较好保障，叠加样本企业获现能力较强，现金储备较充裕，以及金融机构融资渠道较畅通，均可为债务偿付提供较好支持。

(1) 财务杠杆

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，道路客运样本企业总资产分别为 1,131.35 亿元、1,151.19 亿元、1,193.79 亿元和 1,239.11 亿元，其中非流动资产占比分别为 59.92%、60.05%、60.70%和 57.29%，资产结构偏长期化，与行业基本特征和属性相匹配，样本企业资本性支出集中于运输工具和场站等，因此非流动资产以固定资产、在建工程、使用权资产和投资性

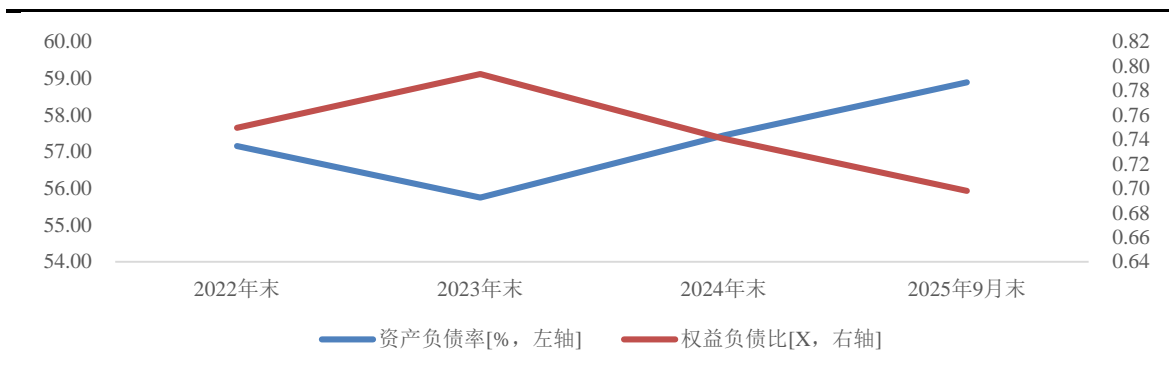
房地产为主。道路客运业务现金回笼情况较好，样本企业账面现金类资产充裕，同期末现金类资产占流动资产的比重分别为 34.56%、32.34%、33.10% 和 32.85%。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业总负债分别为 646.62 亿元、641.79 亿元、685.81 亿元和 729.76 亿元，道路客运企业收益水平偏低，经营积累能力弱，加之近年来行业在场站建设、车辆购置等方面的投资持续推进，样本企业负债规模呈扩张趋势。从债务期限结构来看，样本企业非流动负债的占比近半，同期末非流动负债占总负债的比重分别为 44.68%、47.12%、45.90% 和 49.20%。从构成来看，样本企业负债以刚性债务和应付类账款为主。

2022-2024 年末，样本企业刚性债务余额分别为 383.61 亿元、398.09 亿元和 446.91 亿元，占负债总额的比重分别为 59.33%、62.03% 和 65.17%，刚性债务期限结构有所缩短，同期末中长期刚性债务占比分别为 61.72%、60.83% 和 56.85%。同期末，应付账款和其他应付款余额合计占总负债的比重分别为 24.35%、22.92% 和 20.30%，应付类账款较多是样本企业负债期限结构短期化明显的重要原因，具体来看主要是公交业务相关的购车款和质保金、应付场站建设工程款和往来款等。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业所有者权益分别为 484.73 亿元、509.40 亿元、507.98 亿元和 509.35 亿元。道路客运企业经营积累能力弱，未分配利润规模较小，同时道路客运企业多为国有背景，股东资本注入、资产划转等支持力度较大，因此所有者权益以实收资本和资本公积为主，同期末两者占比分别为 73.05%、72.94%、73.17% 和 73.08%。受益于股东支持，近年来样本企业财务杠杆维持在适中水平，同期末资产负债率分别为 57.15%、55.75%、57.45% 和 58.89%；权益负债比分别为 0.75

倍、0.79 倍、0.74 倍和 0.70 倍，2024 年以来保障程度有所弱化。



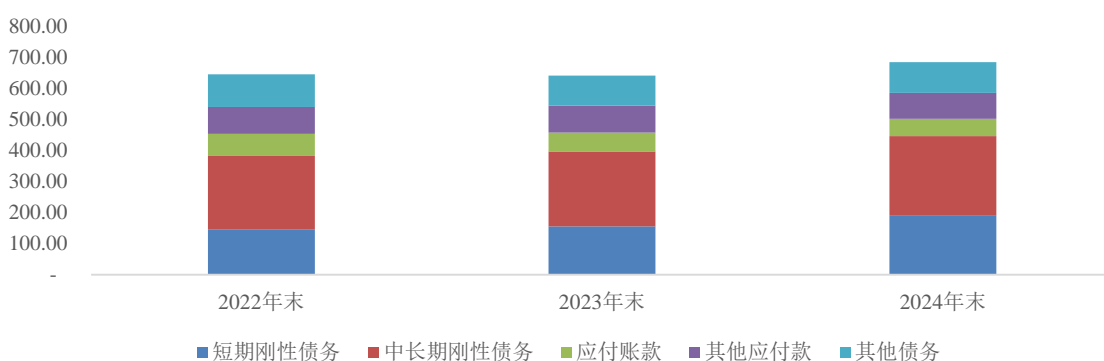
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 20. 道路客运样本企业整体资产负债率与权益负债比

(2) 偿债能力

2022-2024 年末，样本企业刚性债务分别为 383.61 亿元、398.09 亿元和 446.91 亿元，以中长期刚性债务为主，同期末中长期刚性债务占比分别为 61.72%、60.83%和 56.85%，刚性债务期限结构有所缩短。从融资渠道来看，样本企业主要通过银行借款筹集资金，其国企背景和较为稳定（不考虑公共卫生事件等意外冲击）的经营性现金流入使得道路客运企业较易获取银行资金支持，同期末银行借款余额分别为 210.16 亿元、248.87 亿元和 297.13 亿元，占刚性债务的比重分别为 54.78%、62.52%和 66.49%，样本企业对银行融资的依赖度有所加深；同期末存续债券余额分别为 84.36 亿元、65.12 亿元和 88.30 亿元，占刚性债务的比重分别为 21.99%、16.36%和 19.76%，样本企业对债券市场融资依赖度可控。仅从财务费用中的利息费用推算，2023-2024 年样本企业综合融资成本¹⁰分别为 3.82%和 3.45%，受益于融资环境宽松，2024 年样本企业综合融资成本比上年同期下降 0.37 个百分点。

¹⁰ 综合融资成本=当期费用化利息支出/（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）×100%



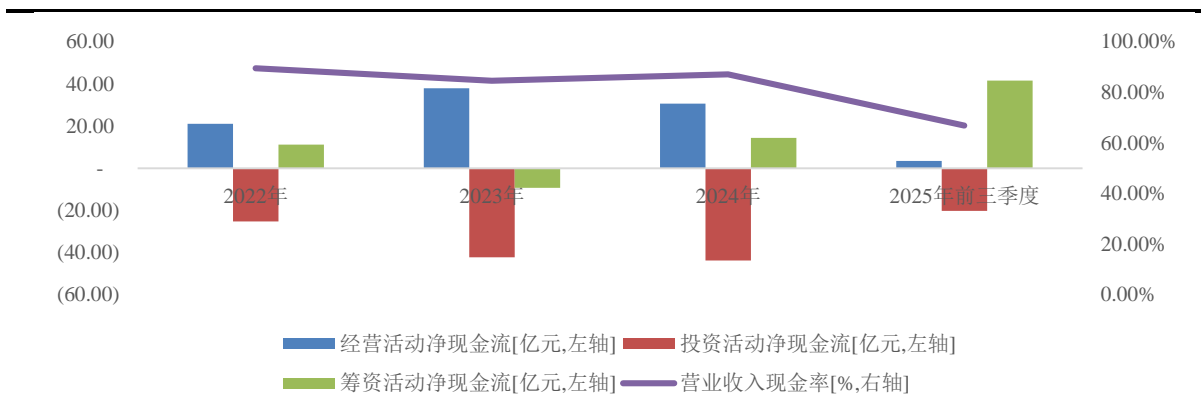
注：根据样本企业数据整理绘制。

图 21. 道路客运样本企业负债构成及变化趋势

道路客运业务具有现金结算的特点，客观上保证了资金的及时回笼，但由于公交业务存在政策性大额亏损，且城际客运面临其他交通方式分流近年来经营持续弱化，道路客运企业往往开展多种多元化业务，以弥补主业经营下滑和亏损。受多元化业务结算影响，样本企业现金回笼出现波动，2022-2024 年及 2025 年前三季度营业收入现金率分别为 89.60%、84.71%、87.22%和 66.89%。样本企业经营现金流持续呈净流入状态，2022-2024 年及 2025 年前三季度分别净流入 21.19 亿元、38.01 亿元、30.67 亿元和 3.55 亿元。行业资本性支出维持在一定规模，同期样本企业投资性现金净流出额分别为 25.14 亿元、42.16 亿元、43.72 亿元和 20.21 亿元，其中购建固定资产、无形资产及其他非流动资产现金流支出分别为 50.01 亿元、52.82 亿元、53.28 亿元和 29.06 亿元。经营性现金流无法覆盖资本性支出需求，样本企业依赖外部融资满足部分投资资金需求以及债务滚续，同期筹资性现金流净额分别为 11.31 亿元、-9.22 亿元、14.53 亿元和 41.65 亿元，其中债务类净融资¹¹分别为 15.40 亿元、7.83 亿元、31.12 亿元和 48.07 亿元，吸收投资收到的现金分别为 7.25 亿元、4.86 亿元、4.37

¹¹ 债务类净融资=取得借款收到的现金+发行债券收到的现金-偿还债务支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金。

亿元和 1.80 亿元。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 22. 道路客运样本企业现金流量净额情况

2022-2024 年，样本企业 EBITDA 分别为 70.15 亿元、80.99 亿元和 71.86 亿元，2023 年 EBITDA 较大，主要系大众交通结转房地产项目较多所致。样本企业 EBITDA 对刚性债务的保障程度一般，2022-2024 年 EBITDA/刚性债务分别为 0.18 倍、0.20 倍和 0.16 倍。同期，EBITDA/费用化利息支出分别为 4.58 倍、5.43 倍和 4.93 倍，利息保障能力较好。

表 8. 样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

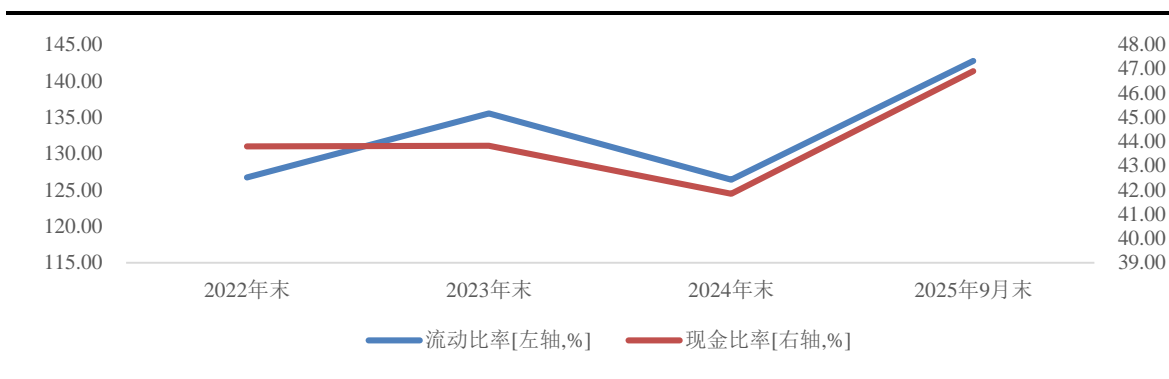
| 指标名称 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/刚性债务 (x) | 0.18 | 0.20 | 0.16 |
| EBITDA/费用化利息支出 (x) | 4.58 | 5.43 | 4.93 |
| 综合融资成本 (%) | / | 3.82 | 3.45 |

注：1) 根据样本企业数据整理绘制；2) 综合融资成本=当期费用化利息支出/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)×100%。

(3) 流动性

道路客运企业货币资金储备量较为充裕，其现金类资产可对短期债务偿付保障提供较强支撑，2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业现金比率分别为 43.80%、43.83%、41.85%和 46.90%。同期末，流动比率分别为 126.74%、135.52%、126.43%和 142.75%，资产账面流动性尚可。

授信方面，样本企业最新获得授信总额 1,214.17 亿元¹²，剩余可使用额度为 838.28 亿元，金融机构授信支持力度较高。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 23. 道路客运样本企业流动性指标情况

2. 道路货运样本

受益于经营积累持续夯实权益规模，近年来道路货运样本企业财务杠杆维持适中水平。负债以刚性债务和应付账款为主，刚性债务偏短期化。货运样本企业 EBITDA 对刚性债务和利息支出的保障程度优于客运企业，现金储备也更充裕。

(1) 财务杠杆

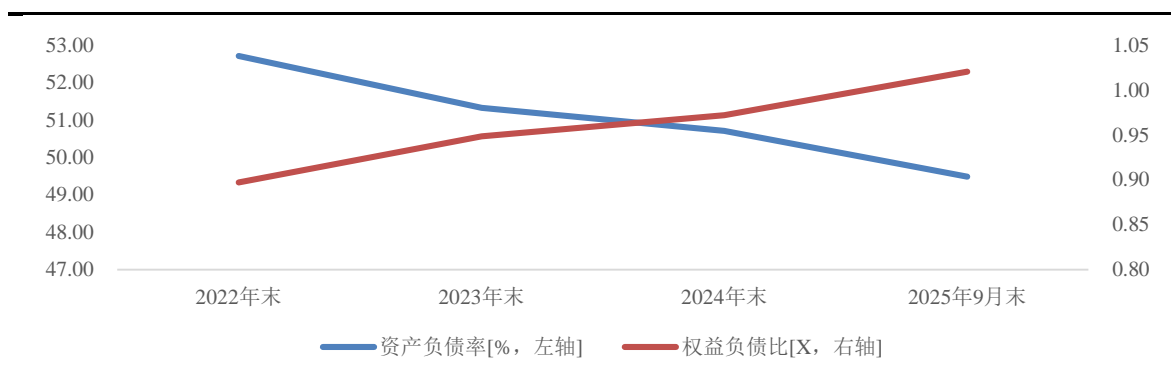
2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，道路货运样本企业总资产分别为 3,528.19 亿元、3,646.40 亿元、3,685.37 亿元和 3,781.76 亿元，其中样本快递类企业均为行业龙头，资产规模较大，占比约 90%。同期末，非流动资产占比近 60%，资产结构偏长期化，与行业基本特征和属性相匹配，样本企业资本性支出集中于运输工具和货运枢纽等，因此非流动资产以固定资产、在建工程、使用权资产和投资性房地产为主。道路货运行业现金回笼情况较好，账面现金类资产充裕，2022-2024 年末现金类资产占流动

¹² 授信数据取自 Wind 资讯，其中四川富临运业集团股份有限公司、上海锦江在线网络服务股份有限公司和南海海汽运输集团股份有限公司未披露授信情况。

资产的比重约 50%，高于客运样本企业。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业总负债分别为 1,859.80 亿元、1,871.49 亿元、1,868.95 亿元和 1,871.60 亿元（样本快递类企业占比同样约 90%），负债维持稳定。从构成来看，样本企业负债以刚性债务和应付账款为主。2022-2024 年末，样本企业应付账款分别为 385.94 亿元、391.47 亿元和 424.90 亿元，占负债总额的比重约为 22%，主要系应付运力采购款、设备款和枢纽建设工程款等。同期末，刚性债务余额分别为 1,048.25 亿元、1,080.11 亿元和 1,027.61 亿元，占负债总额的比重约为 55%。样本货运企业基本为民营背景，获取长周期融资的难度及成本相对较高，且货运企业现金类资产更为充裕，因此相较客运企业，货运企业短期外部融资占比较高。叠加应付账款占比较高，样本企业期限结构短期化，近年来非流动负债占比在 30%-35%。

2022-2024 年末及 2025 年 9 月末，样本企业所有者权益分别为 1,668.38 亿元、1,774.91 亿元、1,816.42 亿元和 1,910.16 亿元，逐年增长。受益于经营积累，未分配利润持续增长，同期末分别为 570.65 亿元、653.36 亿元、699.77 亿元和 755.74 亿元，所有者权益的比重从 34.20%提升至 39.56%。样本企业实收资本规模较为稳定；同期末资本公积分别为 583.71 亿元、579.81 亿元、558.70 亿元和 572.94 亿元，其中 2024 年末较上年末减少主要系顺丰控股股份有限公司（简称“顺丰控股”）收购少数股东权益所致。样本企业财务杠杆处于适中水平，且近年来小幅下降，同期末资产负债率分别为 52.71%、51.32%、50.71%和 49.49%；权益负债比分别为 0.90 倍、0.95 倍、0.97 倍和 1.02，保障程度有所增强。

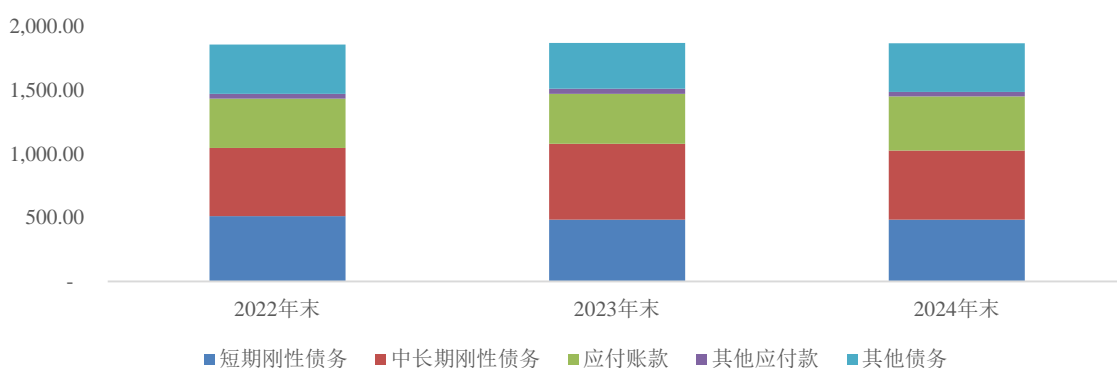


注：根据样本企业数据整理绘制。

图 24. 道路货运样本企业整体资产负债率与权益负债比

(2) 偿债能力

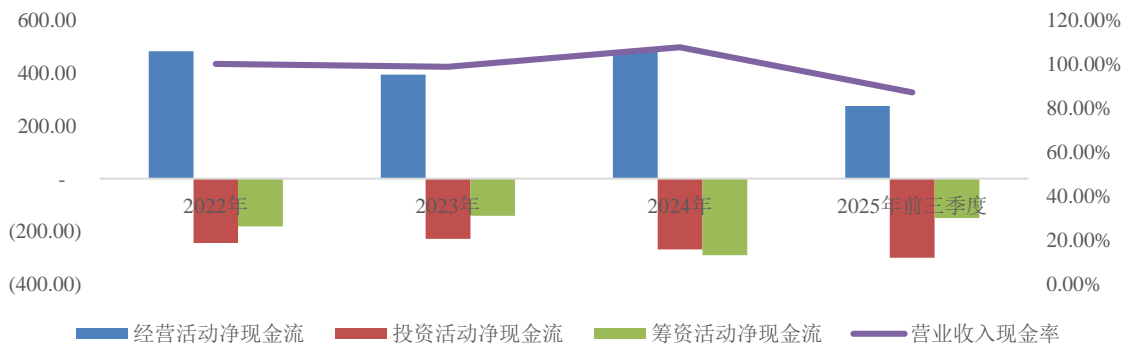
2022-2024 年末，样本企业刚性债务分别为 1,048.25 亿元、1,080.11 亿元和 1,027.61 亿元，从期限结构来看，短期刚性债务占比分别为 49.03%、45.01%和 47.28%。从融资渠道来看，样本企业主要通过银行借款筹集资金，同期末银行借款余额分别为 431.29 亿元、581.90 亿元和 511.56 亿元，占刚性债务的比重分别为 41.14%、53.87%和 49.78%；样本货运企业租赁负债规模也较大，同期末分别为 120.75 亿元、113.48 亿元和 107.46 亿元，占比分别为 11.52%、10.51%和 10.46%；同期末存续债券余额分别为 56.46 亿元、46.70 亿元和 64.50 亿元，占刚性债务的比重分别为 5.39%、4.32%和 6.28%，相较客运企业，货运样本企业对债券市场融资依赖度较低。仅从财务费用中的利息费用推算，2023-2024 年样本企业综合融资成本分别为 3.30%和 3.57%。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 25. 道路货运样本企业负债构成及变化趋势

道路货运样本企业现金回笼较及时，2022-2024 年及 2025 年前三季度营业收入现金率分别为 100.12%、98.71%、107.53%和 87.12%。样本企业经营现金流持续呈净流入状态，同期分别净流入 481.60 亿元、393.12 亿元、478.67 亿元和 274.38 亿元；同期样本企业购建固定资产、无形资产及其他非流动资产现金流分别为 282.83 亿元、241.99 亿元、235.68 亿元和 185.53 亿元，随着货运枢纽/转运中心布局的逐步完善，资本性支出呈下降趋势；同期筹资性现金流净额分别为-180.18 亿元、-139.38 亿元、-287.97 亿元和-147.73 亿元，2022 年以来顺丰控股偿还债务较多，对样本行业整体表现影响较大。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 26. 道路货运样本企业现金流量净额情况 (单位: 亿元)

2022-2024 年,道路货运样本企业 EBITDA 分别为 447.17 亿元、450.22 亿元和 502.84 亿元。道路货运样本企业 EBITDA 对刚性债务的保障程度较好,同期 EBITDA/刚性债务分别为 0.43 倍、0.42 倍和 0.49 倍。样本企业可为费用化利息支出提供较好保障,EBITDA/费用化利息支出分别为 13.21 倍、12.82 倍和 13.36 倍。客运企业因其盈利能力较弱且债务负担更重,货运企业 EBITDA 对费用化利息和刚性债务的保障程度均优于客运企业。

表 9. 道路货运样本企业主要偿债能力指标及其变化趋势

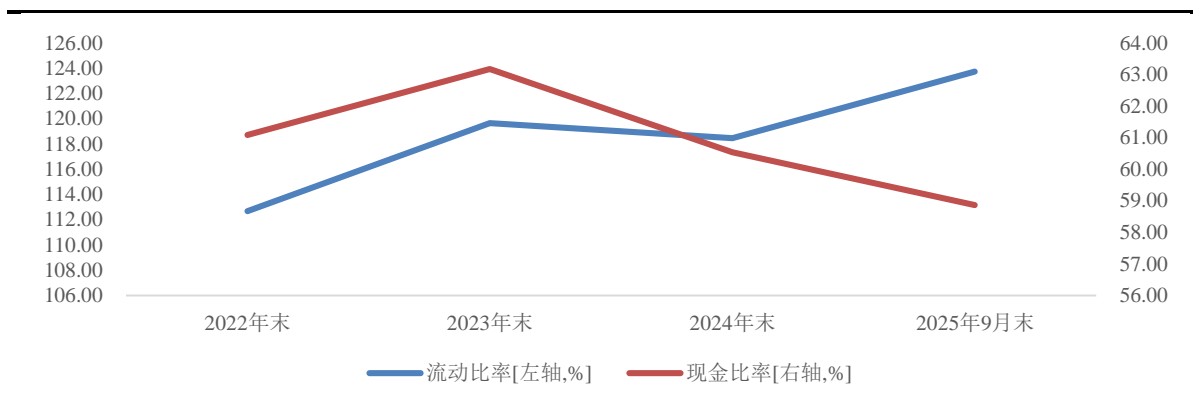
| 指标名称 | 2022 年 | 2023 年 | 2024 年 |
|--------------------|--------|--------|--------|
| EBITDA/刚性债务 (×) | 0.43 | 0.42 | 0.49 |
| EBITDA/费用化利息支出 (×) | 13.21 | 12.82 | 13.36 |
| 综合融资成本 (%) | / | 3.30 | 3.57 |

注: 1) 根据样本企业数据整理绘制; 2) 综合融资成本=当期费用化利息支出/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)×100%。

(3) 流动性

道路货运样本企业货币资金储备量较为充裕,其现金类货币资金可对短期债务偿付保障提供较强支撑,2022-2024 年末及 2025 年 9 月末,样本企业现金比率分别为 61.09%、63.18%、60.54%和 58.86%。同期末流动比率分别为 112.69%、119.66%、118.46%和 123.76%,资产账面流动性尚可。货运企业现金类资产更为充裕,现金比率优于客运企业;但由于货运企业债务短期化更明显,流动比率与客运企业相差不大。授信方面,样本企业最新获得授信总额 2,635.52 亿元¹³,剩余可使用额度为 1,855.95 亿元,可对刚性债务余额形成较好覆盖。

¹³ 授信数据取自 Wind 资讯,其中广东炬申物流股份有限公司、广东原尚物流股份有限公司和新疆天顺供应链股份有限公司未披露授信情况。



注：根据样本企业数据整理绘制。

图 27. 道路货运样本企业流动性指标情况

四、行业内企业债券融资与评级情况

(一) 债券融资

2022-2025 年，交通运输行业发行债券金额分别为 2,174.82 亿元、1,116.00 亿元、2,043.70 亿元和 3,016.70 亿元，2024 年以来发行规模持续扩大；同期偿还债券金额分别为 2,675.61 亿元、1,911.39 亿元、1,540.86 亿元和 1,723.90 亿元；债券净融资额分别为-500.79 亿元、-795.39 亿元、502.84 亿元和 1,292.80 亿元，2024 年以来由净偿还转为净融资状态，2025 年净融资额较大，主要系民航企业融资力度加大所致。2022-2025 年末，交通运输行业存续债券余额分别为 3,126.51 亿元、2,377.12 亿元、2,821.76 亿元和 4,106.26 亿元。

表 10. 交通运输行业 2022~2025 年度债券发行、偿还及期末存续数据

| 所属年度 | 发行 | | | 偿还 | | | 存续 | | |
|---------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|
| | 企业 (家) | 债券 (只) | 金额 (亿元) | 企业 (家) | 债券 (只) | 金额 (亿元) | 企业 (家) | 债券 (只) | 金额 (亿元) |
| 2022 年度 | 26 | 150 | 2,174.82 | 38 | 184 | 2,675.61 | 46 | 224 | 3,126.51 |
| 2023 年度 | 23 | 78 | 1,116.00 | 37 | 137 | 1,911.39 | 49 | 182 | 2,377.12 |
| 2024 年度 | 24 | 136 | 2,043.70 | 36 | 106 | 1,540.86 | 46 | 219 | 2,821.76 |
| 2025 年度 | 31 | 178 | 3,016.70 | 30 | 245 | 1,723.90 | 47 | 282 | 4,106.26 |
| 合计 | -- | 542 | 8,351.22 | -- | 672 | 7,851.76 | -- | -- | -- |

注 1：根据 WIND 资讯数据整理；

注 2：数据取自 Wind 四级行业分类（2024）下属交通运输行业企业，包括样本分析中因开展与主业特征差异较大的多元化业务而剔除的样本，如中国邮政集团有限公司等。

（二）信用评级

1. 主体信用等级分布与迁徙

从我国交通运输行业内已发债企业看，2025 年末我国交通运输行业公开发行债券的存续主体数量为 47 家，其中 AAA 级主体 21 家，AA⁺级主体 15 家，AA 级主体 2 家，AA⁻级主体 4 家，C 级主体 5 家（海航航空集团有限公司及其下属子公司、江苏中联物流股份有限公司）。年内行业内无发行人涉及主体级别变动。

表 11. 交通运输行业主体信用等级分布

| 发行主体 最新信用等级 | 2025 年 | | 截至 2025 年末 | |
|-----------------|---------------|--------|------------|--------|
| | 发行主体数量 (家) | 占比 (%) | 存续主体数量 | 占比 (%) |
| AAA | 17 | 54.84 | 21 | 44.68 |
| AA ⁺ | 12 | 38.71 | 15 | 31.91 |
| AA | 2 | 6.45 | 2 | 4.26 |
| AA ⁻ | -- | -- | 4 | 8.51 |
| C | -- | 100.00 | 5 | 100.00 |
| 合计 | 31 | 54.84 | 47 | 44.68 |

注：根据 WIND 资讯数据整理。

2. 信用事件/评级行动

2025 年，交通运输行业内发债企业累计发布重大事项公告 138 份，涉及企业 49 户。主要涉及重大人事变更、股权变动、重大资产变动/交易、重大诉讼/案件、监管处罚和重大亏损等。针对重大事项等，期内评级机构合计出具关注公告 3 份，其中涉及企业 3 户。

表 12. 2025 年度重大事项公告与评级行动情况

| 公告类型 | 人事变动 | 重大资产变动/交易 | 重大诉讼/案件 | 监管处罚 | 股权变动 ¹⁴ | 重大亏损 | 其他 | 合计 |
|--------------|------|-----------|---------|------|--------------------|------|----|-----|
| 重大事项公告（份） | 85 | 18 | 4 | 3 | 20 | 2 | 6 | 138 |
| 评级关注公告（份） | 1 | -- | -- | 1 | 1 | -- | -- | 3 |
| 评级观察名单（份） | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0 |
| 不定期跟踪评级报告（份） | -- | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 0 |

注：根据所收集的公开信息整理。

2025 年度，行业内发债企业未发生违约/展期事件，无行业内发债企业的主体信用等级（含评级展望）发生变动。

五、信用展望

展望 2026 年度，交通运输行业运行总体将保持稳定并向高质量发展转型，但细分行业分化将有所加剧。

需求端：客运稳中有韧，货运支撑力持续但风险仍存。

客运需求主要受人口规模、流动意愿和交通便利性等长期性因素驱动。中短期内，国内消费刺激政策（如文旅补贴）推动出行增加，商务出行随经济活动常态化维持平稳，国际市场的恢复与增长潜力亦将持续释

¹⁴ 不含回购股份和股权激励计划。

放，预计 2026 年我国交通客运需求总体保持稳定。

货运需求支撑力持续，但风险犹存。一方面，2025 年 12 月中央经济工作会议明确延续“更加积极有为”的宏观政策，政策力度和节奏有望优化，增强对实体经济的传导效能；“两新、两重”政策持续实施，商务部等 7 部门印发《关于提质增效实施 2026 年消费品以旧换新政策的通知》，支在延续既有领域基础上，拓展至民生、安全及消费基础设施等方向，提振内需提振仍是政策核心着力点；总体看，2026 年国内稳增长政策仍将对货运需求提供有力支撑。

同时，全球贸易仍受贸易保护主义、地缘政治摩擦和关税政策不确定性影制约，或削弱货运增长潜力，下行风险需重点关注。根据联合国《2026 年世界经济形势与展望》预测，伴随“抢出口效应”消退及高关税对经济活动的抑制，全球贸易增速将由 2025 年的 3.8% 回落至 2.2%；IMF 和世界银行等机构亦对 2026 年全球贸易前景持审慎态度。贸易壁垒与地缘摩擦叠加，或使跨境货运承压。

供给端：替代效应加剧，细分赛道持续分化。

2026 年，我国运输结构调整将持续深化，多种运输方式间的替代效应进一步放大，细分行业表现将持续分化。客运方面，伴随运力逐步放开与居民出行偏好变迁，道路客运量占比长期下行的趋势难以逆转，铁路与民航客运的重要性将持续提升。

货运方面，国家综合立体交通网络持续完善，铁路和航空等运力有序放开，叠加政策引导，有力支撑多式联运融合发展。2025 年 10 月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议》明确要求完善现代化综合交通运输体系，加强跨区域统筹布局、跨方式一体衔接，

强化薄弱地区覆盖和通达保障，在基础设施层面为交通运输方式融合发展提供了支撑。2024 年以来，《交通物流降本提质增效行动计划》、《有效降低全社会物流成本行动方案》等政策持续推进运输结构调整优化和网络化构建，强化大宗物资“公转铁”、“公转水”，依托多式联运提升效率、压降成本。预计 2026 年货运结构将持续调整，道路货运的主导地位将持续弱化，水路运输市场份额仍将维持上升趋势。

盈利空间：成本压力仍存制约，细分行业将受益于运价修复

成本端不确定性仍存，成本管控压力持续制约盈利修复。尽管运输工具绿色低碳转型推动新能源占比提升，中长期有望降低企业对燃油价格波动的敏感性，但当前燃油成本仍是交通运输企业的主要支出，地缘政治冲突和 OPEC 产能调整或致 2026 年燃油价格走势不明，直接影响燃油成本管控。同时，劳动力市场供需变化推升人工成本，叠加大规模设备更新带来的折旧费用增加，也进一步加大企业成本压力。

对于执行市场调节价的行业，2026 年“反内卷式竞争”政策有望推动运价修复。2025 年 7 月，国家邮政局党组会议明确提出“旗帜鲜明反对内卷式竞争”，下半年快递单价有所回升；2026 年全国民航工作会议明确将深入整治“内卷式”竞争；2025 年底举行的中央经济工作会议提出制定全国统一大市场建设条例，深入整治“内卷式”竞争。政策导向清晰，有望推动运价回归合理区间，行业盈利边际改善可期。

资本支出：政策驱动运输设备绿色智能化升级，企业资本支出压力不减

2026 年，在政策持续驱动下，交通运输企业仍将保持对运输设备绿色智能化升级的较大投资力度。《关于 2026 年实施大规模设备更新和消

费品以旧换新政策的通知》明确推进大规模设备更新，将交通运输领域纳入重点支持范围，支持城市公交车、老旧营运客货车/船舶/机车等报废更新。2026 年全国交通运输工作会议提出“十五五”期间推动交通运输数智化升级，推动智能运输调度系统智能化升级、运输全过程数字化监测、运输装备智能化升级。在上述政策导向下，企业需加快淘汰国四及以下排放标准货车、老旧船舶、传统燃油客车，投入资金采购新能源及低排放设备，尤其是铁路机车、船舶采购单价高昂，设备更新资金需求庞大，企业将持续面临资本支出压力。

同时，融资端的宽松环境持续为企业的资本支出提供支撑。近期中央经济工作会议明确“实施更加积极的财政政策、适度宽松的货币政”，预计 2026 年国家将灵活高效运用降准、降息等多种政策工具，保持流动性合理充裕，推动社会综合融资成本进一步下行，海外市场亦处于降息周期，有助于减轻海运/民航行业境外采购飞机、船舶等的资金利息负担。

交通运输设备绿色智能化升级并非单纯的成本负担，长期来看有助于提升运输效率、优化运营成本，为行业高质量发展提供持续动能，逐步对冲短期资本支出压力：效率提升方面，智能化技术与运输设备的深度融合，可实现全流程自动化、数字化管控，大幅降低人为干预导致的效率损耗；成本管控方面，绿色运输工具广泛使用可降低交通运输企业对燃油的依赖度，降低能耗支出。

【道路运输行业】

预计 2026 年，道路运输在运输结构中的主导地位将持续弱化，客运需求仍将受分流影响而下降，业务转型成效仍待观察；货运需求虽受益于国内稳增长政策，但全球贸易不确定性将加剧波动。政策推动运力持续向

绿色化、数智化转型，加之客运场站转型发展需求，推升资本性支出压力。成本端，燃油价格波动、人工成本上升及折旧摊销压力仍制约行业盈利改善。

【海运行业】

全球海运贸易步入低增速增长阶段，行业面临结构性过剩、成本刚性上升与外部不确定性交织的复杂格局。首先，海运需求增速低，而新船交付推升运力扩张，导致运力过剩成为压制行业景气的核心矛盾。其次，结构性变革进一步加剧压力：航运联盟重组削弱了市场协同，而大型货主通过垂直整合将核心货量“内部化”，加剧价格竞争。与此同时，欧盟碳交易（EU ETS）等环保政策将碳排放转化为显性财务成本，对利润空间形成一定制约。此外，地缘冲突与贸易政策反复已成为扰动市场的常态，致使运价在长期承压趋势下频现剧烈且不可预测的短期波动。

【民航运输行业】

2026 年，我国民航载运量仍将延续增长态势，同比增速或温和放缓，整体保持稳健运行，其中国际航线和货运业务仍将是增长重点；运力端受制于全球供应链强约束，机队建设仍将处于低速增长阶段；行业供需格局有望进一步改善。“反内卷”政策或助力运价回升、拓宽盈利空间，但航油价格和汇率波动的不确定性仍可能扰动利润表现。依托国内航空运输市场的稳健运行、较稳定的客货运需求、主业较强的现金流，以及金融机构的流动性支持，仍可支撑我国民航运输行业信用质量保持稳定。

附录一

2025 年 9 月末交通运输行业内发债主体信用等级分布及主要经营与财务数据
(2024 年 (末), 合并口径, 单位: 亿元、%、倍、天)

| 公司中文名称 | 最新评级/展望 | 评级机构 | 资产总计 | 带息债务 | 所有者权益 | 资产负债率 | 营业收入 | 净利润 | 经营性现金流净额 | 销售毛利率 | 流动比率 | 营业周期 |
|--------------------|---------|-------|----------|----------|----------|-------|----------|--------|----------|-----------|------|--------|
| 道路运输 | | | | | | | | | | | | |
| 温州市交通运输集团有限公司 | AA/稳定 | 新世纪评级 | 73.38 | 41.16 | 20.04 | 72.69 | 19.43 | -4.79 | -2.87 | -22.59 | 0.49 | 71.46 |
| 苏州市公交集团有限公司 | AA+/稳定 | 东方金诚 | 72.86 | 46.96 | 10.89 | 85.06 | 2.23 | -0.47 | 3.40 | -1,050.70 | 1.48 | 29.29 |
| 广州市公共交通集团有限公司 | AAA/稳定 | 新世纪评级 | 241.18 | 89.17 | 77.53 | 67.85 | 122.11 | 0.04 | 6.52 | -21.52 | 1.28 | 48.62 |
| 成都市公共交通集团有限公司 | AA+/稳定 | 东方金诚 | 139.15 | 61.09 | 47.35 | 65.98 | 11.23 | -1.08 | 8.07 | -301.15 | 0.88 | 44.39 |
| 郑州市公共交通集团有限公司 | AA+/稳定 | 大公国际 | 195.27 | 41.13 | 107.61 | 44.89 | 4.78 | -0.11 | -4.37 | -363.86 | 2.14 | 28.58 |
| 大众交通(集团)股份有限公司 | AAA/稳定 | 新世纪评级 | 194.46 | 68.35 | 103.78 | 46.63 | 28.43 | 2.47 | 8.33 | 23.15 | 1.64 | 610.19 |
| 南通汽运实业集团有限公司 | AA/稳定 | 新世纪评级 | 77.75 | 27.78 | 26.59 | 65.80 | 7.93 | 0.13 | 0.64 | 0.78 | 0.91 | 48.02 |
| 湖北三峡旅游集团股份有限公司 | AA/稳定 | 中证鹏元 | 42.32 | 3.81 | 33.17 | 21.62 | 7.41 | 1.20 | 3.40 | 31.35 | 3.67 | 14.11 |
| 中国物流股份有限公司 | AA+/稳定 | 联合资信 | 125.97 | 66.70 | 42.85 | 65.98 | 76.52 | 1.13 | 1.94 | 10.00 | 0.79 | 79.85 |
| 北京长久物流股份有限公司 | AA/稳定 | 联合资信 | 60.59 | 12.40 | 32.47 | 46.41 | 41.75 | 1.06 | 4.24 | 11.56 | 1.21 | 121.84 |
| 龙洲集团股份有限公司 | AA/稳定 | 中诚信国际 | 62.37 | 34.69 | 11.46 | 81.62 | 30.01 | -4.96 | 3.90 | 0.42 | 0.93 | 221.39 |
| 上海圆通蛟龙投资发展(集团)有限公司 | AA+/稳定 | 中诚信国际 | 612.51 | 108.23 | 383.70 | 37.36 | 701.63 | 39.75 | 57.71 | 9.69 | 1.42 | 25.29 |
| 申通快递股份有限公司 | AA+/稳定 | 中诚信国际 | 253.12 | 80.04 | 98.08 | 61.25 | 471.69 | 10.26 | 39.44 | 6.00 | 0.61 | 8.09 |
| 顺丰控股股份有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 2,138.24 | 569.69 | 1,023.35 | 52.14 | 2,844.20 | 102.19 | 321.86 | 13.93 | 1.23 | 40.24 |
| 韵达控股股份有限公司 | AA+/稳定 | 中诚信国际 | 393.18 | 118.15 | 205.72 | 47.68 | 485.43 | 19.47 | 50.87 | 9.49 | 1.35 | 8.05 |
| 民航运输 | | | | | | | | | | | | |
| 中国南方航空集团有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 3,617.89 | 2,208.84 | 799.53 | 77.90 | 1,762.66 | 18.20 | 233.44 | 8.84 | 0.26 | 12.21 |
| 中国南方航空股份有限公司 | AAA/稳定 | 联合资信 | 3,297.38 | 2,269.60 | 525.95 | 84.05 | 1,742.24 | 1.54 | 314.45 | 8.41 | 0.27 | 11.03 |
| 中国航空集团有限公司 | AAA/稳定 | 联合资信 | 3,807.28 | 2,364.52 | 780.53 | 79.50 | 1,794.99 | -3.18 | 386.48 | 6.81 | 0.36 | 18.51 |
| 中国国际航空股份有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 3,457.69 | 2,446.63 | 409.45 | 88.16 | 1,666.99 | -24.50 | 345.46 | 5.11 | 0.30 | 16.40 |
| 中国东方航空集团有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 3,855.22 | 2,048.74 | 939.04 | 75.64 | 1,559.52 | 3.74 | 403.65 | 8.04 | 0.45 | 52.64 |
| 中国东方航空股份有限公司 | AAA/稳定 | 大公国际 | 2,766.00 | 1,784.54 | 414.09 | 85.03 | 1,321.20 | -47.98 | 373.14 | 4.26 | 0.17 | 10.24 |
| 厦门航空有限公司 | AAA/稳定 | 中证鹏元 | 631.26 | 324.75 | 201.02 | 68.16 | 364.38 | 8.19 | 95.35 | 8.11 | 0.21 | 10.42 |
| 春秋航空股份有限公司 | AAA/稳定 | 东方金诚 | 438.35 | 196.37 | 173.81 | 60.35 | 200.00 | 22.73 | 58.95 | 12.94 | 1.33 | 8.51 |

| 公司中文名称 | 最新评级/展望 | 评级机构 | 资产总计 | 带息债务 | 所有者权益 | 资产负债率 | 营业收入 | 净利润 | 经营性现金流净额 | 销售毛利率 | 流动比率 | 营业周期 |
|--------------|---------|-------|-----------|-----------|-----------|-------|----------|--------|----------|-------|------|--------|
| 海南航空控股股份有限公司 | C | 中诚信国际 | 1,417.07 | 1,046.95 | 15.41 | 98.91 | 652.36 | -12.64 | 141.33 | 7.43 | 0.81 | 27.96 |
| 海运 | | | | | | | | | | | | |
| 招商局集团有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 28,751.03 | 11,589.22 | 11,094.00 | 61.41 | 4,498.85 | 786.16 | 939.75 | 15.39 | 1.25 | 456.47 |
| 中国远洋海运集团有限公司 | AAA/稳定 | 联合资信 | 11,394.95 | 2,909.05 | 5,804.93 | 49.06 | 4,667.00 | 827.72 | 1,045.94 | 22.80 | 1.30 | 48.79 |
| 中远海运发展股份有限公司 | AAA/稳定 | 联合资信 | 1,263.67 | 888.50 | 306.06 | 75.78 | 276.27 | 16.36 | 67.04 | 17.44 | 0.46 | 63.47 |
| 舟山交通投资集团有限公司 | AA+/稳定 | 新世纪评级 | 427.50 | 209.38 | 186.31 | 56.42 | 35.10 | 2.20 | 6.24 | 19.26 | 0.46 | 245.67 |
| 山东海运股份有限公司 | AAA/稳定 | 中诚信国际 | 395.78 | 158.93 | 125.21 | 68.36 | 77.89 | 7.22 | 32.33 | 32.50 | 0.48 | 30.62 |
| 广东省港航集团有限公司 | AA+/稳定 | 联合资信 | 297.55 | 82.35 | 153.68 | 48.35 | 46.54 | 7.47 | 5.01 | 19.60 | 1.29 | 64.10 |
| 南京盛航海运股份有限公司 | AA-/稳定 | 东方金诚 | 48.83 | 18.87 | 22.27 | 54.40 | 15.00 | 1.64 | 4.42 | 25.56 | 0.43 | 48.23 |
| 山东海洋集团有限公司 | AAA/稳定 | 新世纪评级 | 566.38 | 297.11 | 161.27 | 71.53 | 118.60 | 4.62 | 30.05 | 24.74 | 0.70 | 42.46 |

资料来源：WIND 资讯，新世纪评级整理

附录二

2024 年以来国家层面有关交通运输行业重要政策的梳理

| 公开日期 | 发文机关 | 文件名 | 主要内容 |
|-------------|----------------------------|-------------------------------|--|
| 2024 年 11 月 | 交通运输部、国家发展改革委 | 《交通物流降本提质增效行动计划》 | 到 2027 年，交通物流降本提质增效取得显著成效，社会物流总费用与国内生产总值的比率力争降低至 13.5% 左右。全国铁路货物运输周转量较 2023 年增长 10% 左右，港口集装箱铁水联运量年均增长 15% 左右。以联网补网强链为重点，适度超前加快规划建设国家综合立体交通网主骨架。深化综合交通运输体系改革，推进铁路体制改革，推进铁路货运市场化改革。建立完善地方铁路网与国家铁路网衔接协同机制，优化铁路接轨、过轨、清算管理规则。加大对航空货运空域时刻资源支持力度。优化航空货运安检流程，创新拼装模式。积极发展无人机配送等商业化应用。统筹发展以普通公路为主的体现政府普遍服务的非收费公路和以高速公路为主的收费公路。深化实施高速公路差异化收费。加快推进交通运输智慧物流创新发展。加快智慧公路、智慧航道、智慧港口、智慧枢纽等建设，推进交通基础设施数字化转型升级。加大金融政策支持力度。鼓励金融机构丰富交通物流领域金融产品和服务，开展应收账款、订单仓单等动产质押贷款业务。 |
| 2024 年 12 月 | 中共中央办公厅、国务院办公厅 | 《关于加快建设统一开放的交通运输市场的意见》 | 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，深化铁路、公路、水路、民航、邮政等行业体制机制改革，完善制度规则，推动交通运输跨区域统筹布局、跨方式一体衔接、跨领域协同发展，形成统一开放的交通运输市场，为提升综合交通运输效率、加快建设交通强国提供坚实保障。 （一）完善综合交通运输管理体制和机制。推进公路收费制度和养护体制改革，推动收费公路政策优化。构建全要素水上交通管理体制，完善海事监管机制和模式。持续推进空管体制改革，深化低空空域管理改革，发展通用航空和低空经济。 （二）推进综合交通运输协同发展。强化综合交通运输发展重大政策协同，推动跨区域跨领域重大项目前瞻性谋划和统筹实施。做好综合交通运输发展规划与国民经济和社会发展规划、国土空间等规划的衔接。 （三）完善综合交通运输法律法规标准和统计监测体系。开展综合交通运输相关立法研究论证，推动完善铁路、公路、水路、民航、邮政等行业有关法律法规。 （四）稳步推进交通运输领域自然垄断环节改革。加快推进铁路等行业竞争性环节市场化改革，明确自然垄断环节和竞争性环节范围。鼓励和引导社会资本依法依规参与铁路建设运营。促进铁路运输业务经营主体多元化和适度竞争，支持符合条件的企业自主运营城际铁路和市域（郊）铁路。支持地方控股铁路企业自主选择运营管理模式。等等。 |
| 2024 年 12 月 | 交通运输部 | 2025 年全国交通运输工作会议 | 服务加快构建新发展格局，扎实推动高质量发展，进一步全面深化改革，扩大高水平对外开放，更好统筹发展和安全，加快建设交通强国，稳定交通运输有效投资，深化交通物流降本提质增效，推动交通运输科技创新和产业创新融合发展，防范化解重大风险，高质量完成“十四五”规划目标任务，为实现“十五五”良好开局打牢基础。 会议强调，做好 2025 年交通运输工作，要紧扣交通强国战略目标，做到“五个必须统筹”，更加注重稳定有效投资、降本提质增效、全面深化改革、发展新质生产力、保障安全稳定，紧紧抓住事关全局的重大任务，结合行业实际，扎实推进中央经济工作会议各项任务落实。一是加快完善国家综合立体交通网。二是深入推进交通物流降本提质增效。三是进一步全面深化改革。四是发展壮大交通运输领域新质生产力。五是提高国家重大战略服务保障能力。六是全力做好交通运输安全稳定工作。七是深化交通运输对外开放合作。八是扎实做好“十四五”规划收官和“十五五”规划编制工作。九是加强党的全面领导和党的建设。 |
| 2025 年 1 月 | 民航局 | 《国际客运航权市场准入和配置规则》 | 聚焦建设国际航空枢纽和世界级机场群、打造世界一流空运企业、构建国际航线网络三个维度的愿景和目标，对现行配置政策作了全面修订。一是结合运行特点和保障能力等因素进一步细化航权资源、航空枢纽和空运企业的分级分类，提升航权配置管理科学性和精准性；二是科学设置准入条件和要求，合理调控市场准入，减少国内空运企业同质化恶性竞争；三是将量化配置为主调整为由枢纽功能定位牵引的“定向为主、定量为辅”的配置模式，同时优化评分指标体系，引导空运企业聚焦国际枢纽和主基地建设；四是增加效益指标作为启动航权配置的重要参考，减少运力无效投入，提升航司竞争力和运营品质；五是加强航权配置与安全监管的联动，重点确保国际远程航线航权运营资质与保障能力相匹配 |
| 2025 年 2 月 | 交通运输部办公厅、国家发展改革委办公厅、财政部办公厅 | 《2025 年新能源城市公交车及动力电池更新补贴实施细则》 | 利用超长期特别国债资金，对城市公交企业（以下简称申请人）更新新能源城市公交车及更换动力电池，给予定额补贴。鼓励结合客流变化、城市公交行业发展等情况，合理选择更换的新能源城市公交车车辆长类型。每辆车平均补贴 8 万元；其中，对更换动力电池的，每辆车平均补贴 4.2 万元；各地根据更新车辆和更换动力电池的需求情况和数量比例，自主确定更新新能源城市公交车的补贴标准。新能源城市公交车及动力电池更新补贴资金由中央财政和地方财政总体按 90:10 比例共担，并分地区确定具体分担比例。其中，对东部省份按 85:15 比例分担，对中部省份按 90:10 比例分担，对西部省份按 95:5 比例分担。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担机制由省级财政确定。 |

| 公开日期 | 发文机关 | 文件名 | 主要内容 |
|-------------|---|--|--|
| 2025 年 3 月 | 交通运输部、国家发展改革委、财政部 | 《关于实施老旧营运货车报废更新的通知》 | 支持国三、国四排放标准营运货车报废更新，加快更新一批高标准低排放营运货车。对提前报废老旧营运货车、提前报废并更新购置国六排放标准货车或新能源货车、仅新购符合条件的新能源货车，按照报废车辆类型、提前报废时间和新购置车辆动力类型等，实施差别化补贴标准。落实发改环资〔2025〕13 号文有关要求，直接向地方安排超长期特别国债用于落实老旧营运货车报废更新支持政策。支持资金按照总体 9:1 的原则实行央地共担，东部、中部、西部地区中央承担比例分别为 85%、90%、95%。各省级财政根据中央资金分配情况按比例安排配套资金，省以下经费分担办法由省级财政确定。截至 2025 年 12 月 31 日未用完的中央下达资金额度收回中央。 |
| 2025 年 3 月 | 交通运输部等十部门 | 《关于推动交通运输与能源融合发展的指导意见》 | 绿色发展战略。推动交通与能源基础设施一体化规划建设，推广新能源运输装备（如公交、货车、船舶、航空器），构建绿色燃料供应体系，目标是到 2027 年使电能占行业终端用能比例达 10%。 |
| 2025 年 6 月 | 交通运输部、工业和信息化部、财政部、自然资源部、生态环境部、水利部 | 《关于推动内河航运高质量发展的意见》 | 到 2030 年，航道网络化智能化水平显著提升，高等级航道电子航道图覆盖率达到 85%。港口综合运输枢纽作用明显发挥，集疏运体系更加完善，长江干线主要港口实现铁路进港 100% 覆盖。培育一批规模化现代化港航企业，船舶运力结构有效改善，全国内河机动货船平均净载重吨达到 1900 吨以上，新建船舶新能源清洁能源应用比例进一步提高。长三角内河航运高质量发展先行区基本建成。内河货运量、货物周转量在综合交通运输体系中占比进一步提升。 |
| 2025 年 9 月 | 交通运输部、国家发展改革委、工业和信息化部、国家数据局、国家铁路局、中国民用航空局、国家邮政局 | 《关于“人工智能+交通运输”的实施意见》 | 技术应用导向。部署 16 项任务，计划在组合辅助驾驶、智能铁路、智慧航运等七大领域规模化应用人工智能。明确了“人工智能+交通运输”行动总体目标：到 2027 年，人工智能在交通运输行业典型场景广泛应用，综合交通运输大模型体系落地部署，普及应用一批智能体，建成一批标志性创新工程；到 2030 年，人工智能深度融入交通运输行业，智能综合立体交通网全面推进，关键核心技术自主可控，总体水平居世界前列。《实施意见》主要部署了以下 4 方面任务：一是加大关键技术供给。二是加速创新场景赋能。三是加强核心要素保障。四是优化产业发展生态。 |
| 2025 年 9 月 | 交通运输部、国家铁路局、中国国家铁路集团有限公司 | 《“一港一策”推进集装箱铁水联运深度融合发展行动计划（2025—2027 年）》 | 1.加快集疏港铁路建设。深入实施国家综合货运枢纽补链强链，支持铁路专用线进港区，加强铁路专用线接轨管理。2.推进铁路和港口堆场共享。3.畅通港口后方铁路通道。4.推动内陆场站体系建设。5.推进联运集约化运营。6.提升联运产品质量效率。7.支持“公转铁”“散改集”运输。8.优化国际集装箱铁水联运衔接。9.完善铁水联运标准体系。10.推进港口铁路协同发展。11.加快铁水联运信息互联互通。12.大力发展铁水联运“一单制”。13.推动实现铁水联运“一箱制”。14.健全铁水联运市场价格机制。15.推动提升口岸通关便利化水平。16.打造铁水联运精品线路。 |
| 2025 年 10 月 | 交通运输部 | 《民用航空安全管理规定》 | 对民用航空领域的安全管理体系、责任落实等进行规定。 |
| 2025 年 10 月 | 中国共产党第二十届中央委员会第四次全体会议 | 中共中央关于制定国民经济和社会发展第十五个五年规划的建议 | 加快建设交通强国，完善现代化综合交通运输体系，打造一流设施、一流技术、一流管理、一流服务，支撑中国式现代化建设。实现“三个转向”——推进方式从分方式成网转向跨区域统筹、跨方式衔接、跨领域融合；发展动能从要素驱动转向结构优化、数智赋能、绿色转型协同驱动；增长模式从增量扩张转向存量盘活、质量提升的内涵式发展。 |
| 2025 年 11 月 | 国家发展改革委、国家数据局等十部门 | 《关于推动物流数据开放互联有效降低全社会物流成本的实施方案》 | 依法合规推进物流公共数据共享开放，促进企业物流数据市场化流通利用，深化物流与信息流、资金流整合，打通多式联运数据堵点，优化物流资源配置，释放产业赋能潜力，为降低全社会物流成本、建设全国统一大市场、构建新发展格局提供有力支撑。 |
| 2025 年 11 月 | 中国民用航空局 | 《推动“人工智能+民航”高质量发展实施意见的通知》 | 到 2027 年率先实现人工智能与民航安全、运行、出行、物流、监管、规划建设等领域融合发展民航高质量数据集、基础设施平台、行业模型算法等人工智能核心支撑要素建设初见成效民航人工智能关键共性技术攻关取得突破形成一批具有行业引领性的示范场景和具有核心竞争力的智能化产品与应用。 |
| 2025 年 11 月 | 文化和旅游部、中国民航局 | 《文化和旅游与民航业融合发展行动方案》 | 到 2027 年，旅游出行服务水平显著提高，国际国内旅游航线覆盖更广，融合产品和场景更加丰富多元，文化和旅游与民航业实现更深层次、更大范围、更高质量的融合，形成需求牵引供给、供给创造需求的良性发展格局。优化旅游航线与服务设施：提升国内旅游出行通达性；加密入境旅游航线；完善机场旅游服务设施；丰富“民航+文旅”服务等。 |
| 2025 年 12 月 | 交通运输部 | 《交通运输部关于加快交通运输公共数据资源开发利用的实施意见》 | 贯彻落实中央关于公共数据资源开发利用的意见，提出加快交通运输公共数据资源高效开发利用的具体措施。 |
| 2025 年 12 月 | 国家发展改革委、财政部 | 《关于 2026 年实施大规模设备更新和消费品以旧换新政策的通知》 | 继续支持报废国四及以下排放标准营运货车更新为低排放货车，优先支持更新为电动货车；推动城市公交车电动化替代，继续支持新能源城市公交车及动力电池更新 |
| 2026 年 1 月 | 交通运输部、国家发展改革委 | 《交通运输老旧营运船舶报废更新补贴实施细则（修订版）》 | 明确了船舶报废、新建燃油动力船、新建新能源清洁能源船申请资金补贴的范围、标准、申报和审核流程。 |

资料来源：公开资料，新世纪评级整理

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。