

供需错配延续，飞机租赁行业进入资产重估周期

飞机租赁行业深度研究

核心观点

- **航空需求已超过疫情前水平，航司运力扩张需求仍具支撑。**全球航空出行进入持续修复阶段，旅客量等指标均已超过 2019 年水平，客座率维持历史高位，航司对运力扩张需求较高。与此同时，全球航司盈利虽已修复，但行业净利率仍处低位，ROIC 仍低于 WACC，直接购机扩表仍面临资本回报和资产负债表约束。经营租赁凭借资本占用低、机队调整灵活和交付资源可获得性，继续承接航司补充运力需求。
- **新机交付瓶颈延续，存量飞机和订单簿稀缺性持续强化。**长期看，空客和波音均预计未来 20 年全球新机需求超过 4.3 万架，航空需求增长将持续转化为机队扩张和替换需求。短期看，主机厂交付恢复仍慢于需求修复，空客和波音 2025 年合计交付量仍显著低于 2018 年高点，订单积压维持高位。新机供应不足已推升全球机队平均机龄，退役率和更新率仍处低位，航司被动延长老旧飞机使用周期。交付周期拉长进一步强化存量可用飞机和未来交付资源的稀缺性，且该稀缺性短期难以缓解。
- **供给短缺已传导至租金和资产价值，行业盈利弹性向出租方集中。**2021 年以来租赁费率持续修复，但由于飞机经营租赁合同期限较长，市场租金上行将随存量租约到期逐步提升租赁商的资产收益率。飞机资产价值也同步修复，窄体机和宽体机 CMV/BV 均已升至 1 倍以上，出租方在续租、转租和资产出售中的议价能力增强，飞机租赁行业进入资产价值重估阶段。
- **融资成本边际改善叠加资产端收益率修复，头部租赁商利润兑现能力增强。**2022 年以来美元利率上行曾对融资成本和净利差形成压制。2025 年以来美元政策利率自高位回落，主要飞机租赁商融资成本整体趋稳，部分公司发债票息自 2023 年高位后边际回落。以 Avolon 和中银航空租赁为例，2024 年以来租赁收益率与平均加权票息的利差走阔，资产端收益率修复逐步向利润端传导。同时，新机交付资源和订单簿向头部租赁商集中，头部公司凭借机队规模、订单储备、融资渠道和全球客户网络，在飞机短缺周期中具备更强资产投放和盈利兑现能力。

投资建议与投资标的

- **航空租赁供需错配延续，资产重估与利差修复共同支撑行业盈利改善。**需求端看，全球航空出行已超过疫情前水平，航司运力扩张和机队更新需求仍在释放；供给端看，主机厂交付恢复偏慢、订单积压维持高位，交付周期拉长持续强化存量飞机和订单簿的稀缺性。供给约束已逐步传导至价格端，主流机型租赁费率持续修复，飞机市场价值高于基础价值，出租方在续租、转租和资产交易中的议价能力增强。与此同时，2025 年以来美元政策利率自高位回落，以 Avolon 和中银航空租赁为例，租赁收益率与平均加权票息的利差自 2024 年以来明显走阔，资产端收益率修正逐步向利润端传导。
- **建议关注具备全球化机队布局、订单资源和融资能力的头部飞机租赁平台。**头部租赁商在机队规模、订单簿、客户网络、融资渠道和资产交易能力方面具备综合优势，更容易在飞机短缺周期中锁定航司需求，并通过续租、转租和飞机处置提升资产运营收益。相关标的：渤海租赁(000415，未评级)、中银航空租赁(02588，未评级)、中国飞机租赁(01848，未评级)

风险提示

全球航空需求恢复不及预期；飞机供给修复超预期导致租赁费率回落；新机订单交付和资本开支执行不及预期；飞机资产减值及残值波动风险；飞机销售收入和处置收益波动风险；美元利率维持高位或融资成本改善不及预期；高杠杆经营及债务再融资风险；人民币汇率波动风险；境外经营及地缘政治风险。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

非银行金融行业

报告发布日期

2026 年 05 月 19 日



证券分析师

张凯烽

执业证书编号：S0860526020002
zhangkaifeng@orientsec.com.cn
021-63326320

陶明婧

执业证书编号：S0860525090006
香港证监会牌照：BXO331
taomingjing@orientsec.com.cn
021-63326320

相关报告

- 险资规模延续增长，静待权益端弹性释放：2026Q1 保险行业资金运用余额点评 2026-05-18
- 价值持续兑现，业绩分化加剧：A 股上市 2026-05-14
- 保险 2026 年一季报综述
- 规模扩容驱动业绩高增，头部机构优势继续强化：保险资管行业年报点评 2026-05-10

目录

航空出行修复延续，租赁承接航司运力扩张需求	4
航空需求超过疫情前水平，航司补充运力需求仍强	4
航司资本回报仍受约束，经营租赁承接空间扩大	5
新机交付瓶颈延续，飞机稀缺性短期难以缓解	7
长期机队扩张和替换需求较强，主机厂交付恢复偏慢	7
机队更新放缓与交付周期拉长，共同强化飞机稀缺性	8
供给短缺传导至价格端，行业盈利弹性向出租方集中	10
租赁费率持续修复，供给短缺传导至租金端	10
飞机市场价值高于基础价值，资产处置收益具备支撑	10
融资成本边际改善，盈利释放节奏有望加快	12
美元利率进入回落通道，新增融资和再融资压力有望缓解	12
租金率维持高位叠加融资成本改善，息差修复驱动盈利释放	14
交付资源重塑竞争格局，头部租赁商投放能力占优	15
交付资源向头部公司集中，订单簿资源属性增强	15
头部租赁商机队与订单储备规模领先，资产持续投放能力更强	16
投资建议	17
风险提示	18

图表目录

图 1：全球航空旅客量已超过 2019 年水平.....	4
图 2：全球 RPK 已超过 2019 年水平，实际客运需求延续增长	4
图 3：亚太地区 RPK 增速领先，全球航空需求具备结构性支撑	5
图 4：全球 ASK 持续恢复，预计航司运力投放保持增长	5
图 5：全球航空客座率维持历史高位，运力供给仍未充分释放	5
图 6：全球航司净利润修复超 2019 年水平，但净利率仍处低位.....	6
图 7：全球航司 ROIC 仍低于 WACC，直接购机扩表仍受资本约束	6
图 8：飞机经营租赁渗透率已提升至 50%	6
图 9：全球飞机交付价值预计持续提升	6
图 10：空客预测未来 20 年全球新机需求约 43,420 架	7
图 11：波音预测未来 20 年全球新机需求约 43,600 架	7
图 12：空客和波音交付量仍未恢复至 2018 年高点	8
图 13：空客和波音订单积压维持高位.....	8
图 14：全球机队平均机龄升至历史高位，退役率和更新率仍处低位	8
图 15：预计 2019 至 2026E 全球飞机累计交付缺口约 5,284 架	9
图 16：窄体和宽体飞机平均交付时间升至历史高位	9
图 17：窄体机市场租赁费率维持高位.....	10
图 18：宽体机市场租赁费率持续修复.....	10
图 19：飞机市场价值显著高于基础价值	11
图 20：主要飞机租赁商飞机销售收入快速提升	11
图 21：美元政策利率仍处相对高位，2025 年以来边际回落	12
图 22：主要飞机租赁商融资成本整体边际稳定	12
图 23：AerCap 发债加权票息自 2023 年高位回落.....	13
图 24：Avolon 发债加权票息较 2023 年高点明显回落.....	13
图 25：BOC Aviation 发债加权票息自 2023 年末的高位回落	13
图 26：中国飞机租赁发债成本分化，美元债票息仍处高位	13
图 27：Avolon 飞机租赁收益率持续修复，2023 年起利差明显走阔	14
图 28：中银航空租赁净租赁收益率保持在 7% 以上，平均加权票息自 2024 年以来边际回落	14
图 29：头部航司和租赁商订单簿份额持续提升	15
图 30：新机交付资源向少数航司和租赁商集中	15
图 31：头部飞机租赁商订单簿规模较大	16

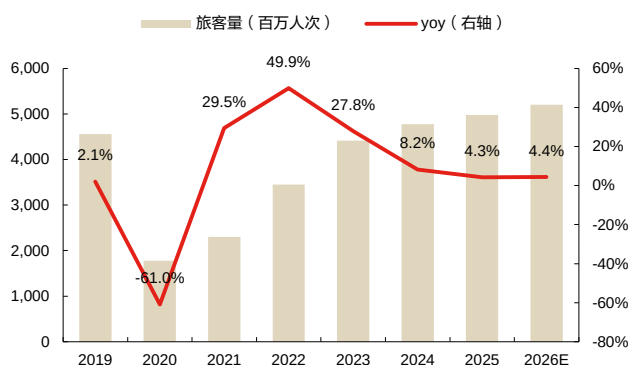
航空出行修复延续，租赁承接航司运力扩张需求

航空需求修复是飞机租赁景气的需求基础。全球航空出行已进入超过疫情前水平后的持续增长阶段，航司补充运力需求仍强。但从运力获取方式看，航司直接购机仍受资本开支、资产负债表和资本回报约束，经营租赁凭借资本占用低、机队调整灵活和交付资源可获得性，成为航司扩张运力的重要方式。由此，航空需求增长也将通过经营租赁渗透率提升和飞机交付价值增长，传导至飞机租赁商。

航空需求超过疫情前水平，航司补充运力需求仍强

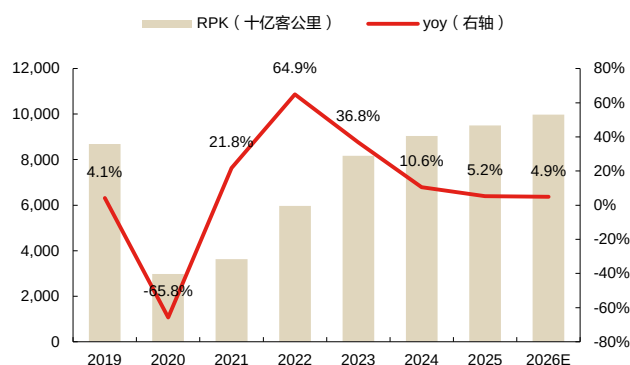
航空需求持续修复，全球客运需求进入超过 2019 年后的持续增长阶段。IATA 预计 2025/2026 年全球航空旅客量分别为 49.8/ 52.0 亿人次，同比分别+4.3%/ +4.4%，均高于 2019 年 45.6 亿人次水平；同期全球 RPK 分别为 9.51/ 9.97 万亿客公里，同比分别+5.2%/ +4.9%，亦已超过 2019 年水平。RPK 同时反映付费旅客人数和飞行距离，相比单纯旅客量更能刻画航空运力的实际使用需求。旅客量和 RPK 同步超过疫情前水平，预计航空公司补充运力的需求仍将持续扩张。

图 1：全球航空旅客量已超过 2019 年水平



数据来源：IATA，东方证券研究所；注：其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

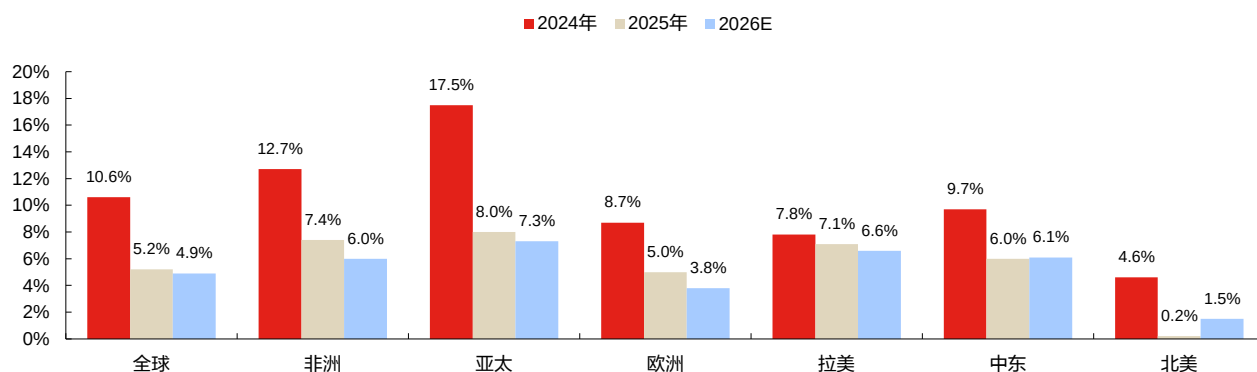
图 2：全球 RPK 已超过 2019 年水平，实际客运需求延续增长



数据来源：IATA，东方证券研究所；注：RPK，即 Revenue Passenger Kilometers，收入客公里，等于付费旅客数×飞行距离，衡量实际客运需求；其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

从区域结构看，航空需求增长仍具备较强的结构性支撑。IATA 预计 2026 年全球 RPK 同比增长 4.9%，其中亚太地区同比+7.3%，继续显著高于全球平均；拉美/ 中东/ 非洲预计分别同比+6.6%/ +6.1%/ +6.0%，亦保持较快增长。高增长区域主要集中在亚太、拉美、中东等市场，航司中长期运力扩张需求仍有支撑，也为全球化飞机租赁公司跨区域配置飞机资产提供需求基础。

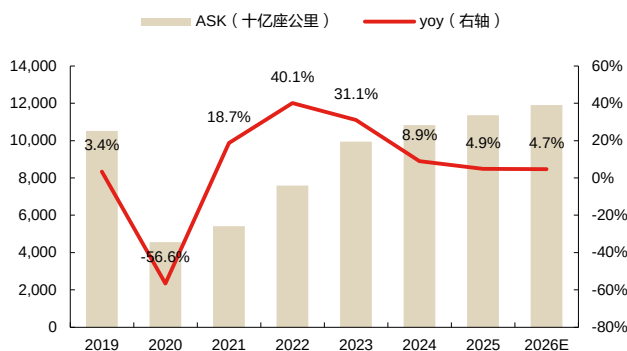
图 3：亚太地区 RPK 增速领先，全球航空需求具备结构性支撑



数据来源：IATA，东方证券研究所；注：其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

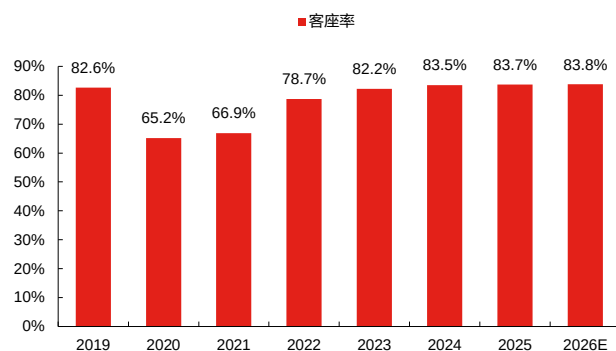
运力投放同步恢复，但客座率维持高位，航司补充运力需求强劲。IATA 预计 2025/ 2026 年全球 ASK 分别为 11.36/ 11.90 万亿座公里，同比分别+4.9%/ +4.7%，已超过 2019 年 10.52 万亿座公里水平。ASK 衡量航空公司可投放运力，持续增长说明航司运力投放已进入正常扩张阶段。与此同时，2024 至 2026E 全球航空客座率分别为 83.5%/ 83.7%/ 83.8%，持续高于 2019 年 82.6% 的水平。客座率维持高位说明需求增长仍对运力形成较强吸收，航空公司闲置运力有限，后续通过自购、租赁等方式补充飞机仍具备必要性。

图 4：全球 ASK 持续恢复，预计航司运力投放保持增长



数据来源：IATA，东方证券研究所；注：ASK，即 Available Seat Kilometers，可用座公里，等于可售座位数×飞行距离，衡量航空公司投放的运力；其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

图 5：全球航空客座率维持历史高位，运力供给仍未充分释放



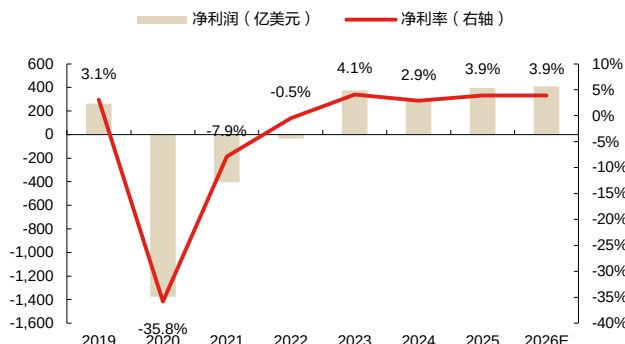
数据来源：IATA，东方证券研究所；注：客座率，即 Passenger Load Factor，等于 RPK/ ASK，衡量座位利用效率；其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

航司资本回报仍受约束，经营租赁承接空间扩大

全球航司盈利已修复，但行业资本回报仍受约束。IATA 预计，2025/ 2026 年全球航司净利润分别为 395.0/ 410.0 亿美元，净利率均为 3.9%，净利润已超过 2019 年 264.0 亿美元水平。盈利修复意味着航司具备继续扩张运力的经营基础，但航空业净利率仍处较低水平，利润留存对大规模购机扩表的支撑有限。与此同时，2025/ 2026E 全球航司 ROIC 均为 6.8%，仍低于同期 WACC 的 8.8%/ 8.2%。在资本回报低于资本成本的背景下，航司直接购机需要承担较高前期资本开支和资产负债表压力，而经营租赁能够降低一次性现金支出，并提升机队调整灵活性。

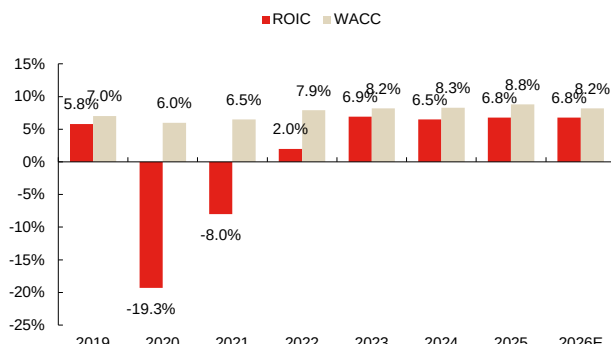
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 6：全球航司净利润修复超 2019 年水平，但净利率仍处低位



数据来源：IATA，东方证券研究所；注：其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

图 7：全球航司 ROIC 仍低于 WACC，直接购机扩表仍受资本约束

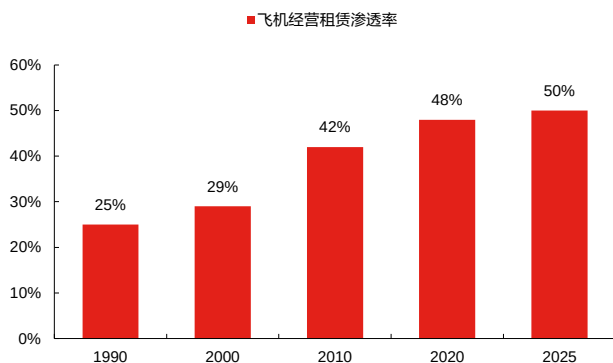


数据来源：IATA，东方证券研究所；注：其中 2025 为 IATA 站在 2025 年 12 月底基于可得数据形成的全年估计值，并非前瞻预测

经营租赁已成为航司配置飞机的重要方式。据 BOC Aviation，全球飞机经营租赁渗透率由 1990 年的 25% 提升至 2020 年的 48%，2025 年进一步提升至 50%。这意味着全球约一半飞机由租赁商持有，飞机租赁已从航司补充性融资工具，发展为主流运力配置方式。对于航司而言，租赁能够在保留运力扩张能力的同时减少资本占用，并在需求波动、航线调整和机型更新过程中提供更高经营弹性。

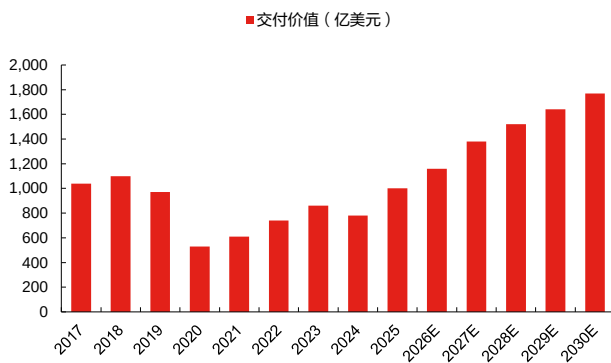
未来交付价值提升将进一步放大航司资本开支压力，租赁商承接空间有望扩大。BOC Aviation 预计，全球飞机交付价值将由 2025 年的约 1,000 亿美元提升至 2026E/ 2027E/ 2028E 的 1,160/ 1,380/ 1,520 亿美元，并于 2030E 达到 1,770 亿美元，较 2025 年提升 77.0%。交付价值提升代表新增飞机资产投放金额上升，航司补充运力所需资金规模同步扩大。若经营租赁渗透率维持在 50.0% 左右，租赁商可承接的新飞机资产投放机会也将随交付价值增长而扩大。综合看，在航司资本回报受约束、经营租赁渗透率提升和新飞机交付价值增长的共同作用下，飞机租赁仍将是航司运力扩张的重要方式。

图 8：飞机经营租赁渗透率已提升至 50%



数据来源：BOC Aviation，Cirium，东方证券研究所；注：统计口径为 100 座级以上窄体机、宽体机和大型支线飞机，窄体机交付自 2022 年起包含 C919。

图 9：全球飞机交付价值预计持续提升



数据来源：BOC Aviation，Cirium，东方证券研究所；注：统计口径为 100 座级以上窄体机、宽体机和大型支线飞机，窄体机交付自 2022 年起包含 C919。

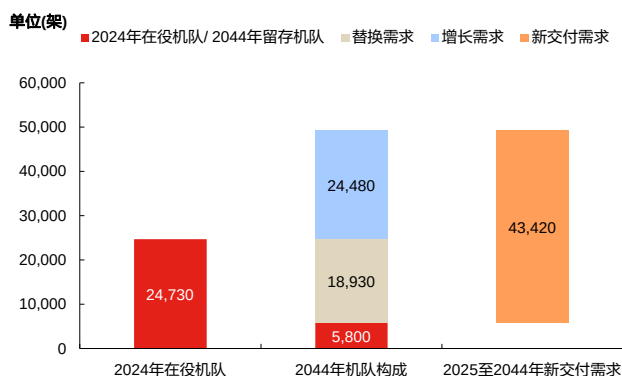
新机交付瓶颈延续，飞机稀缺性短期难以缓解

新机交付瓶颈是本轮飞机租赁景气的核心约束。长期看，全球航空需求增长将持续转化为机队扩张和替换需求；短期看，主机厂交付恢复仍慢于需求修复，订单积压维持高位，全球机队更新节奏被动放缓。供给端修复偏慢使存量飞机和已锁定交付位置的订单簿具备更强稀缺性，也为后续租赁费率、飞机残值和续租需求提供支撑。

长期机队扩张和替换需求较强，主机厂交付恢复偏慢

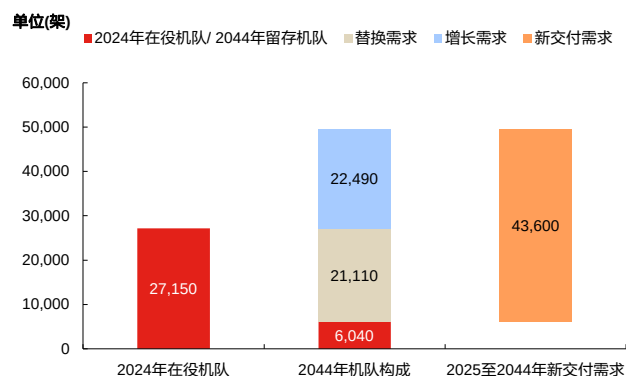
长期看，航空需求增长将持续转化为机队扩张和替换需求。Airbus 预计 2025 至 2044 年全球新交付需求为 43,420 架，其中增长需求 24,480 架、替换需求 18,930 架，2044 年全球在役机队将由 2024 年的 24,730 架提升至 49,210 架；Boeing 预测方向基本一致，预计 2025 至 2044 年全球新交付需求约 43,600 架。两大主机厂预测均指向未来 20 年全球飞机需求仍有较强支撑，飞机租赁公司机队扩张、订单簿配置和资产周转具备长期需求基础。

图 10：空客预测未来 20 年全球新机需求约 43,420 架



数据来源：Airbus，东方证券研究所；注：统计口径为 100 座级以上客机及载重 10 吨以上货机，数据四舍五入至 10 架。

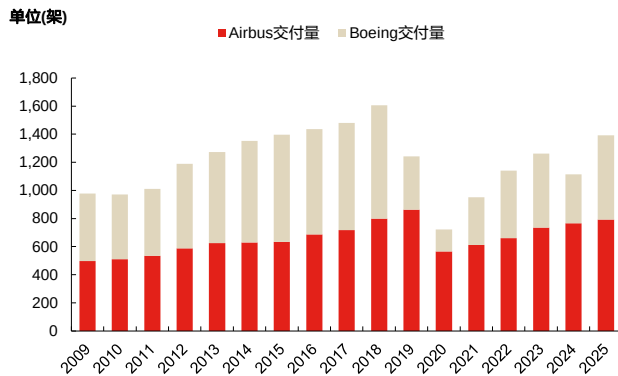
图 11：波音预测未来 20 年全球新机需求约 43,600 架



数据来源：Boeing，东方证券研究所；注：统计口径包括单通道飞机、宽体飞机、支线喷气机和货机，数据四舍五入至 10 架。

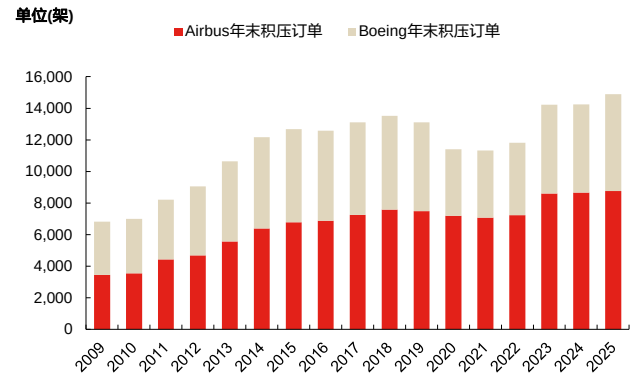
现实供给端恢复慢于需求，主机厂交付能力仍受产能、供应链和质量控制等因素约束。2025 年 Airbus/ Boeing 分别交付 793/ 600 架飞机，合计 1,393 架，仍较 2018 年合计 1,606 架的高点低 13.3%。与此同时，两家公司订单积压维持高位，2025 年末 Airbus/ Boeing 年末积压订单分别为 8,754/ 6,130 架，合计 14,884 架，较 2019 年合计 13,107 架增加 13.6%。交付尚未完全恢复、订单继续处于高位，意味着新机供给紧张难以在短期内快速缓解。

图 12：空客和波音交付量仍未恢复至 2018 年高点



数据来源：Airbus, Boeing, 东方证券研究所

图 13：空客和波音订单积压维持高位



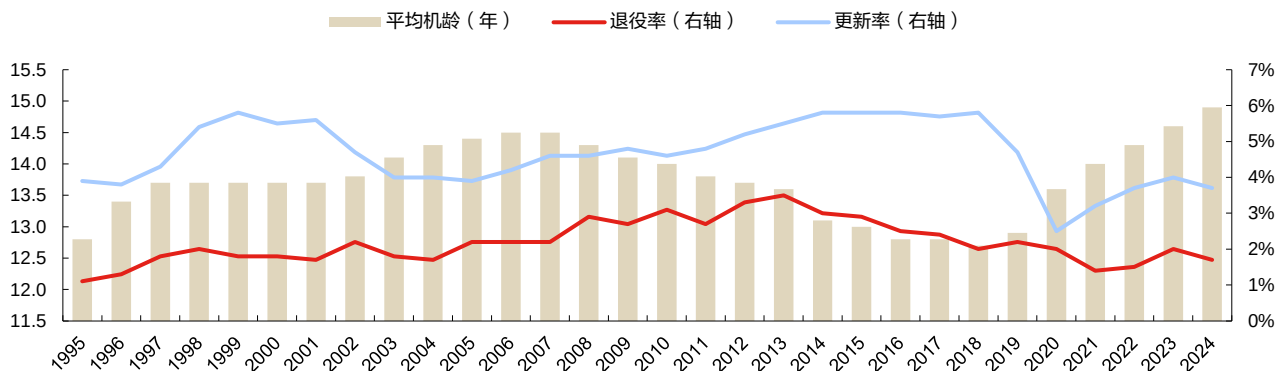
数据来源：Airbus, Boeing, 东方证券研究所

交付量尚未恢复、订单积压维持高位，意味着飞机供给紧张并非短期需求波动造成，而是主机厂产能、供应链、发动机交付和质量控制等多因素共同约束的结果。对于航司而言，新机获取难度提升将延长老旧飞机使用周期，并推迟机队更新节奏；对于租赁商而言，可用飞机供给偏紧将强化存量飞机的再出租价值和订单簿的资源属性。

机队更新放缓与交付周期拉长，共同强化飞机稀缺性

新机交付不足已使全球机队更新节奏明显放缓。IATA 数据显示，2024 年全球机队平均机龄升至 14.9 年，较 2019 年 12.9 年提升 2.0 年，处于历史高位；同期退役率/更新率分别为 1.7%/3.7%，仍低于 2010 至 2019 年常态水平。机队平均年龄上行、退役率和更新率下行，说明航司在新机交付不确定性较强的背景下，被迫延长老旧飞机使用周期。对飞机租赁行业而言，可用飞机供给偏紧强化了存量飞机的稀缺性，也为中龄飞机残值和续租需求提供支撑。

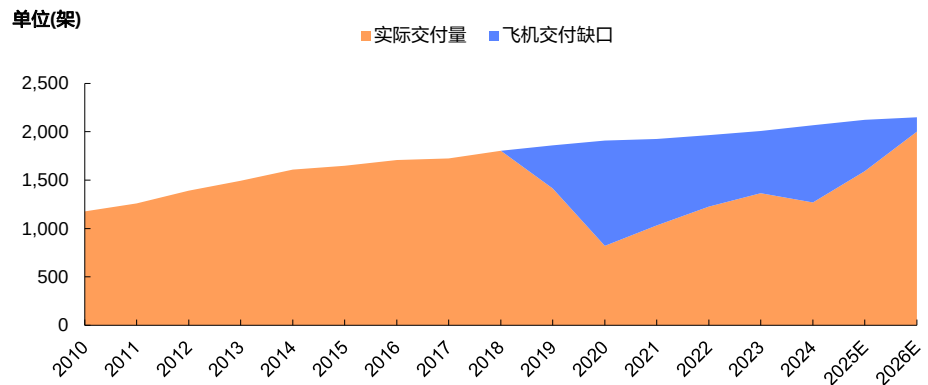
图 14：全球机队平均机龄升至历史高位，退役率和更新率仍处低位



数据来源：IATA, Cirium, 东方证券研究所；注：退役率=退役事件/期初在役及存储机队，更新率=交付事件/期初在役及存储机队

飞机供给短缺可以进一步从累计交付缺口得到验证。IATA 以 2010 至 2018 年疫情前交付趋势作为理论交付基准，测算 2019 至 2026 年全球理论交付需求约 16,004 架，而实际累计交付预计仅约 10,720 架，对应累计交付缺口约 5,284 架。其中，2020/ 2021/ 2022/ 2023/ 2024 年单年交付缺口分别约 1,087/ 894/ 739/ 643/ 798 架，供给缺口连续多年存在。

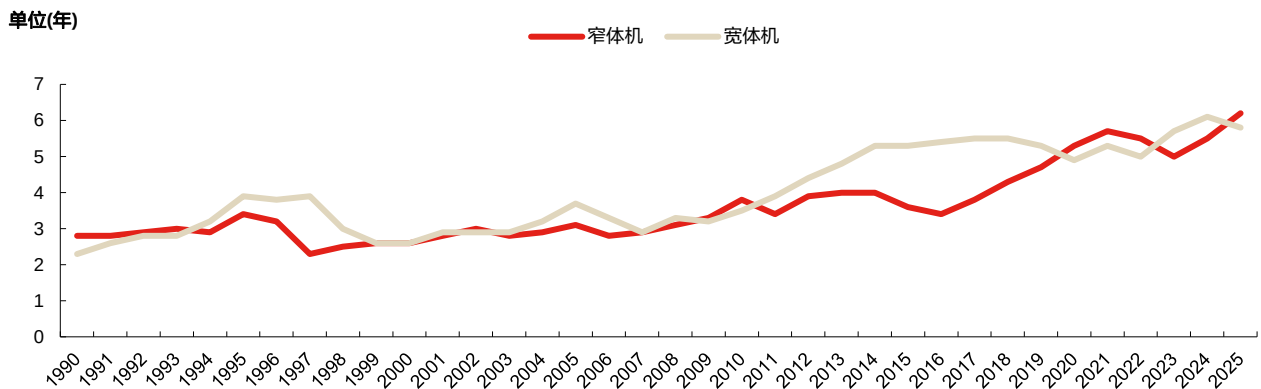
图 15：预计 2019 至 2026E 全球飞机累计交付缺口约 5,284 架



数据来源：IATA, Cirium, 东方证券研究所

交付等待时间上行进一步印证供给瓶颈的持续性。IATA 数据显示，飞机交付时间为订单日至交付日之间的等待时间；2025 年窄体机/ 宽体机平均交付时间分别约为 6.2/ 5.8 年，均处历史高位。交付周期拉长使航空公司难以通过直接购机快速补充运力，已锁定交付位置的租赁商具备更强资源稀缺性，存量飞机和订单簿价值同步提升。综合来看，长期需求仍在、交付恢复不足、机队更新放缓和交付周期拉长共同支撑飞机供给短缺持续数年的判断。

图 16：窄体和宽体飞机平均交付时间升至历史高位



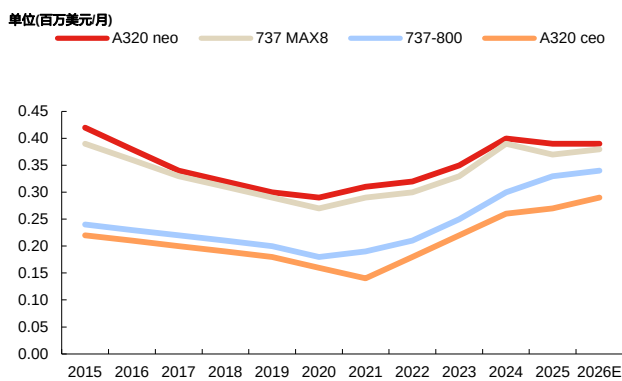
数据来源：IATA, Cirium, 东方证券研究所

供给短缺传导至价格端，行业盈利弹性向出租方集中

租赁费率持续修复，供给短缺传导至租金端

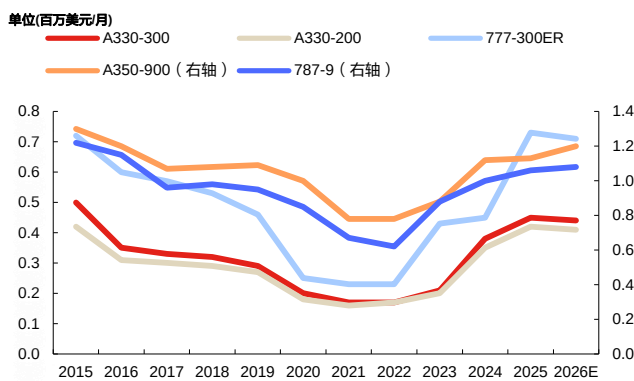
供给紧张已从交付端传导至租金端，主流机型租赁费率自 2021 年前后低点持续修复。窄体机方面，2020 至 2026E，737-800/ A320ceo 租赁费率分别由 0.18/ 0.14 百万美元/月提升至 0.34/ 0.29 百万美元/月，A320neo/ 737MAX8 租赁费率分别由 0.29/ 0.27 百万美元/月提升至 0.39/ 0.38 百万美元/月。上一代窄体机修复斜率更高，反映新机交付受限后，中龄窄体机承担了更多运力补充功能。新技术窄体机租赁费率虽在 2025 年后略有回落，但仍维持在接近 2024 年高位的水平。宽体机租赁费率同样处于修复通道，且部分机型弹性更强。

图 17：窄体机市场租赁费率维持高位



数据来源：SMBC Aviation Capital, Cirium, 东方证券研究所；注：A320 neo/ 737 MAX8 为 6 年机龄租赁费率；737-800/ A320 ceo 为 10 年机龄租赁费率

图 18：宽体机市场租赁费率持续修复



数据来源：SMBC Aviation Capital, Cirium, 东方证券研究所；注：A350-900、787-9 为新机租赁费率；其余机型为 12 年机龄租赁费率

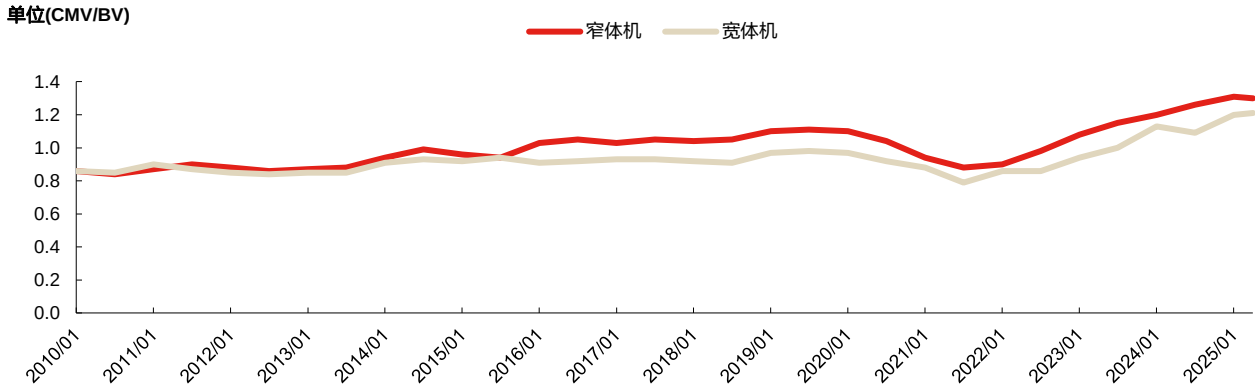
租赁费率修复将随租约滚动到期逐步传导至收入端。飞机经营租赁合同期限通常较长，存量租约租金在租期内相对锁定，因此市场租赁费率上行不会立即完全反映在出租方当期租赁收入中。随着存量租约陆续到期、续租谈判推进、离租飞机再出租和新交付飞机投放，较高的市场租金水平有望逐步进入租赁商合同体系，推动租赁收益率持续修复。

飞机供给偏紧强化出租方议价能力。当前新机交付周期拉长，航司难以通过直接购机快速补充运力，对存量可用飞机和已锁定交付位置的新机依赖度提升。在此背景下，租赁商在续租、转租和新签租约中的定价权增强，尤其是主流窄体机和中龄可用飞机更具稀缺价值。租约重定价的持续推进，将使租赁费率修复从市场价格逐步传导至租赁商收入和盈利表现。

飞机市场价值高于基础价值，资产处置收益具备支撑

供给紧张和租金率修复进一步带动飞机市场价值上行。以 CMV/BV 衡量，2021 年前后受疫情冲击，窄体机/ 宽体机市场价值一度低于基础价值；随着航空需求恢复和新机交付受限，飞机资产价格自 2022 年后持续修复。截至 2025 年 4 月 4 日，窄体机/ 宽体机 CMV/BV 分别升至 1.30/ 1.21，均显著高于 1.0 的基础价值线，飞机市场价值已进入溢价区间。窄体机修复更早、更强，宽体机在国际航线恢复和宽体供给短缺推动下自 2024 年明显回升。租金率和市场价值同步上行，意味着出租方在续租、转租和飞机出售中的议价能力增强，飞机租赁行业进入资产价值重估阶段。

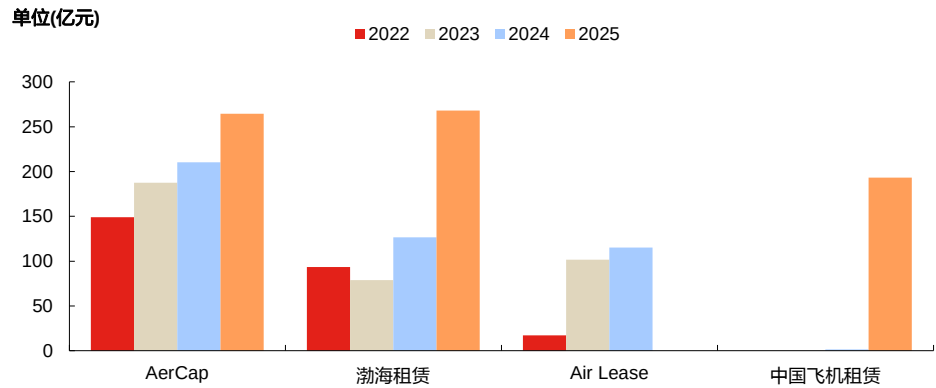
图 19：飞机市场价值显著高于基础价值



数据来源：Cirium，东方证券研究所；注：CMV/BV 为当前市场价值/基础价值，统计口径为客运喷气飞机；数据截至 2025 年 4 月 4 日

飞机销售收入提升，资产处置收益具备支撑。供给偏紧和飞机市场价值修复推动二手飞机交易活跃，主要租赁商飞机销售收入整体提升。AerCap 航空资产销售收入由 2022 年的 22 亿美元提升至 2025 年的 39 亿美元，渤海租赁飞机销售收入由 2023 年的 78.7 亿元提升至 2025 年的约 268.0 亿元，Air Lease 飞机销售收入由 2022 年的 2.5 亿元提升至 2024 年的约 17.0 亿元，中国飞机租赁的飞机销售收入由 2024 年的 1.9 亿港元快速提升至 2025 年的 227.2 亿港元。飞机销售规模提升反映二手飞机市场需求较强，出租方可通过资产处置实现现金回笼和机队结构优化，资产处置收益对利润形成一定支撑。

图 20：主要飞机租赁商飞机销售收入快速提升



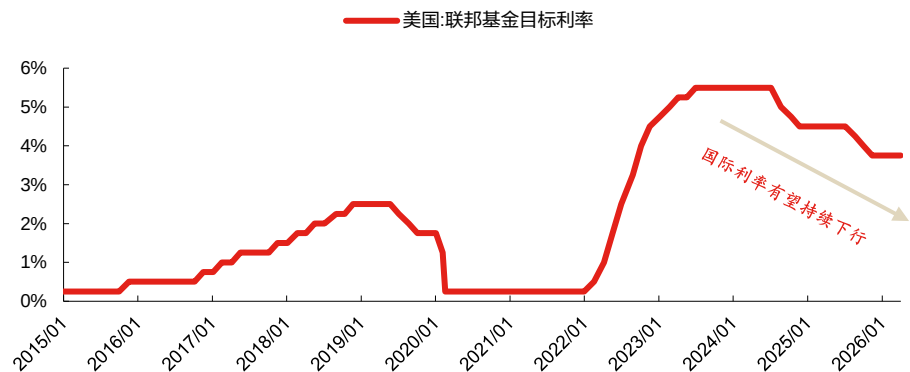
数据来源：各公司公告，东方证券研究所；注：AerCap 为航空资产销售收入，渤海租赁和 Air Lease 为飞机销售收入，中国飞机租赁为飞机及部件贸易收入；外币数据按 2026 年 5 月 11 日汇率折算为人民币；Air Lease 暂未披露 2025 年飞机销售收入，中国飞机租赁未披露 2022 至 2023 年可比数据

融资成本边际改善，盈利释放节奏有望加快

美元利率进入回落通道，新增融资和再融资压力有望缓解

美元利率回落有望缓和飞机租赁商融资成本压力。飞机租赁行业具有重资产、长久期和美元融资需求较高的属性，新增融资和存量债务再融资成本对美元利率变化较为敏感。2022 年以来美元政策利率快速上行，推升行业资金成本，对租赁商净利差和 ROE 形成阶段性压制。2025 年以来美元政策利率自高位回落，融资环境边际改善，有助于缓和再融资压力。在租赁费率和飞机残值修复的背景下，资金成本下行将提升资产端收益改善向利润端传导的效率，推动行业盈利弹性释放。

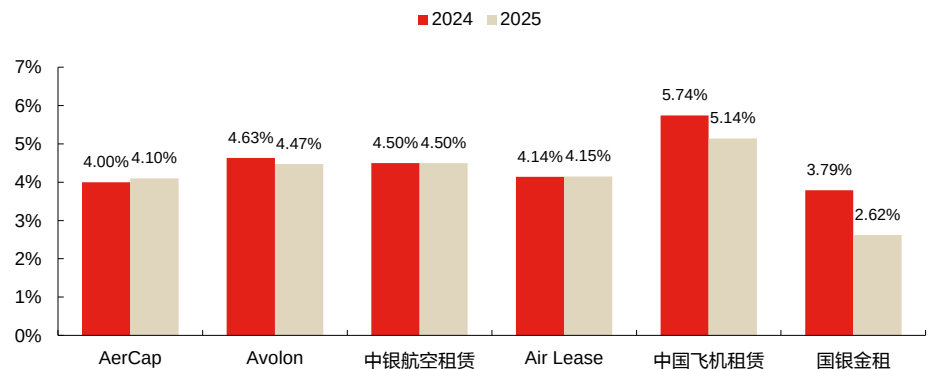
图 21：美元政策利率仍处相对高位，2025 年以来边际回落



数据来源：iFinD，东方证券研究所

主要飞机租赁商融资成本整体趋稳，部分主体已出现边际改善。2025 年，AerCap/ Avolon/ 中银航空租赁/ Air Lease 融资成本分别为 4.1%/ 4.5%/ 4.5%/ 4.2%，较 2024 年分别+0.1 pct/ -0.2 pct/ 持平/ 持平；境内融资为主的中国飞机租赁/ 国银金租融资成本分别为 5.1%/ 2.6%，较 2024 年分别-0.6 pct/ -1.2 pct。整体看，行业融资成本仍高于低利率阶段，但边际压力已有缓和，有助于租赁费率和飞机残值修复逐步向利润端传导。

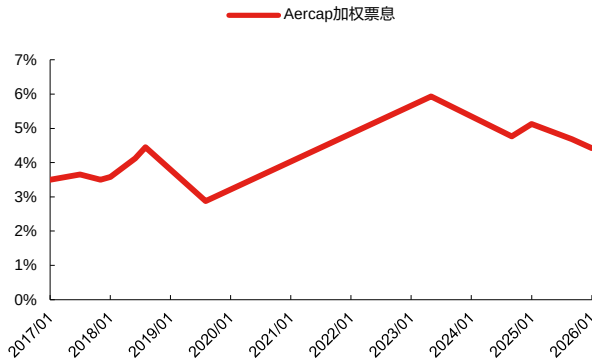
图 22：主要飞机租赁商融资成本整体边际稳定



数据来源：各公司公告，东方证券研究所

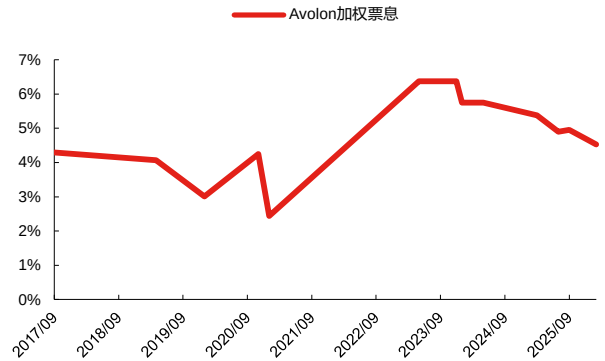
发债成本同样呈现高位回落趋势。AerCap/ Avolon/ 中银航空租赁债券加权票息在 2023 年前后升至阶段高位，2024 年以来随美元利率预期变化和信用资质改善逐步回落。中国飞机租赁境内债发行成本下降较快，但 2025 年美元债票息仍处高位。若后续融资成本继续改善，头部租赁商资产端收益修复向利润端传导的效率有望提升。

图 23: AerCap 发债加权票息自 2023 年高位回落



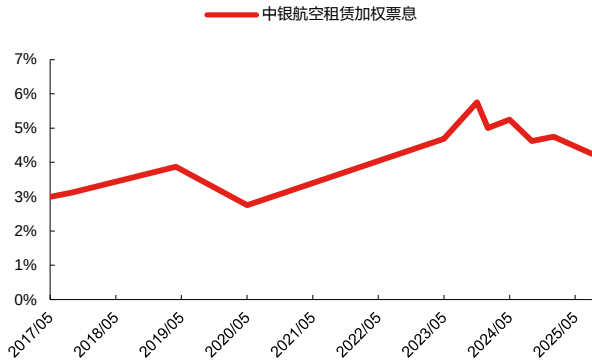
数据来源: AerCap 公司公告, 东方证券研究所; 注: 发债加权票息= $\sum(\text{单笔债券发行规模} \times \text{票面利率}) / \sum \text{单笔债券发行规模}$; 统计公开披露的债券、票据等发债工具; 各数据点对应单次或同一期间多笔发债的加权票息, 折线仅用于连接离散发行数据并展示趋势, 不代表相邻期间持续发债或融资成本连续变化

图 24: Avolon 发债加权票息较 2023 年高点明显回落



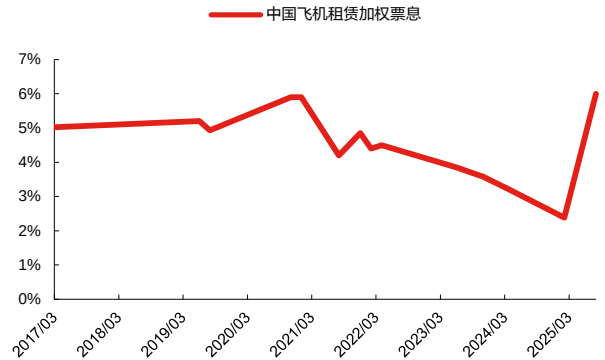
数据来源: Avolon 公司公告, 东方证券研究所; 注: 发债加权票息= $\sum(\text{单笔债券发行规模} \times \text{票面利率}) / \sum \text{单笔债券发行规模}$; 统计公开披露的债券、票据等发债工具; 各数据点对应单次或同一期间多笔发债的加权票息, 折线仅用于连接离散发行数据并展示趋势, 不代表相邻期间持续发债或融资成本连续变化

图 25: 中银航空租赁发债加权票息自 2023 年末的高位回落



数据来源: 中银航空租赁公司公告, 东方证券研究所; 注: 发债加权票息= $\sum(\text{单笔债券发行规模} \times \text{票面利率}) / \sum \text{单笔债券发行规模}$; 统计公开披露的债券、票据等发债工具; 各数据点对应单次或同一期间多笔发债的加权票息, 折线仅用于连接离散发行数据并展示趋势, 不代表相邻期间持续发债或融资成本连续变化

图 26: 中国飞机租赁发债成本分化, 美元债票息仍处高位

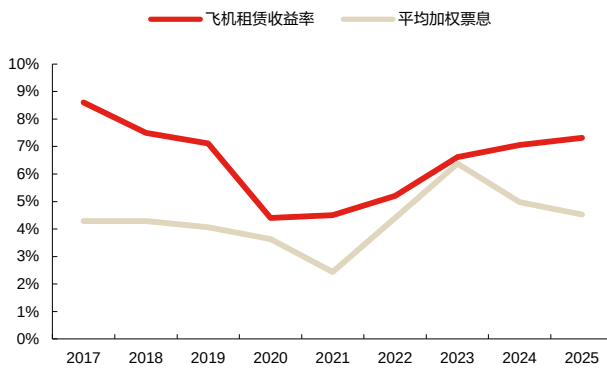


数据来源: 中国飞机租赁公司公告, 东方证券研究所; 注: 发债加权票息= $\sum(\text{单笔债券发行规模} \times \text{票面利率}) / \sum \text{单笔债券发行规模}$; 统计公开披露的债券、票据等发债工具; 各数据点对应单次或同一期间多笔发债的加权票息, 折线仅用于连接离散发行数据并展示趋势, 不代表相邻期间持续发债或融资成本连续变化

租金率维持高位叠加融资成本改善，息差修复驱动盈利释放

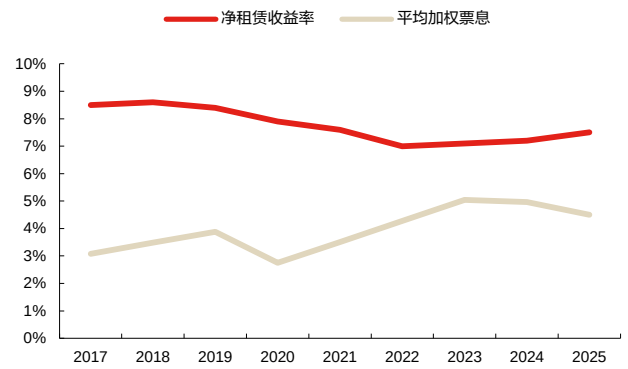
头部租赁商资产负债利差自 2024 年以来明显走阔。以 Avolon 和中银航空租赁为例，2022 年以来飞机供给偏紧推动租赁收益率持续修复，资产端收益率重新回到较高水平；与此同时，随着美元利率压力边际缓解，两家公司平均加权票息自 2023 年高位后有所回落。Avolon 飞机租赁收益率与平均加权票息利差由 2023 年的 0.2 pct 扩大至 2024/ 2025 年的 2.1 pct/ 2.8 pct；中银航空租赁净租赁收益率与平均加权票息利差由 2023 年的 2.1 pct 扩大至 2024/ 2025 年的 2.2 pct/ 3.0 pct。头部公司在机队获取、客户资源和融资渠道方面具备优势，租金率修复与票息回落共同推动息差改善，盈利释放弹性进一步增强。

图 27：Avolon 飞机租赁收益率持续修复，2023 年起利差明显走阔



数据来源：渤海租赁公司公告，Avolon 公司公告，东方证券研究所；注：飞机租赁收益率=飞机租赁营业收入/平均飞机租赁资产；平均加权票息为公司当年发债票息的加权平均值；若当年无发债样本，则采用相邻年度数据线性插值估算

图 28：中银航空租赁净租赁收益率保持在 7%以上，平均加权票息自 2024 年以来边际回落



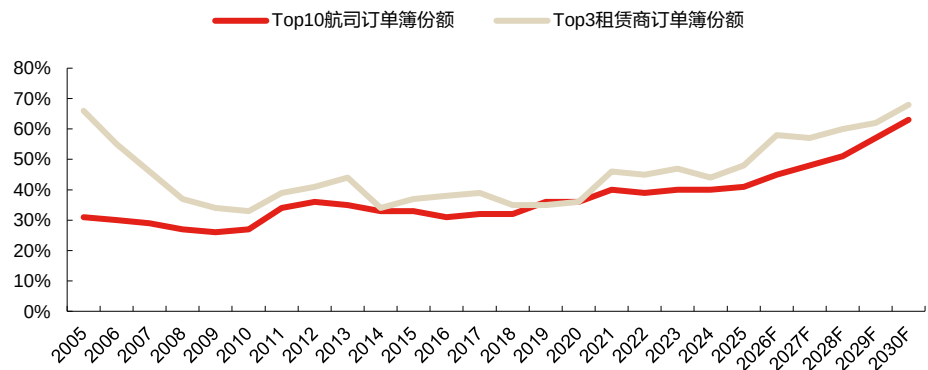
数据来源：中银航空租赁公司公告，东方证券研究所；注：净租赁收益率为经营租赁收入扣除分摊融资费用后除以平均飞机账面净值；平均加权票息为公司当年发债票息的加权平均值；若当年无发债样本，则采用相邻年度数据线性插值估算

交付资源重塑竞争格局，头部租赁商投放能力占优

交付资源向头部公司集中，订单簿资源属性增强

新机交付资源正加速向头部主体集中。据 Cirium 数据，预计 Top3 租赁商订单簿份额由 2025 年的 48% 提升至 2030F 的 68%，Top10 航司订单簿份额由 2025 年的 41% 提升至 2030F 的 63%。在主机厂订单积压高企、交付等待时间拉长的背景下，订单簿不只是未来资本开支安排，更是确定交付位置和潜在客户资源。头部租赁商掌握订单簿份额比重逐步增大，预计在航司缺机环境下更容易提前锁定租约，并逐步提升资产投放效率和议价能力。

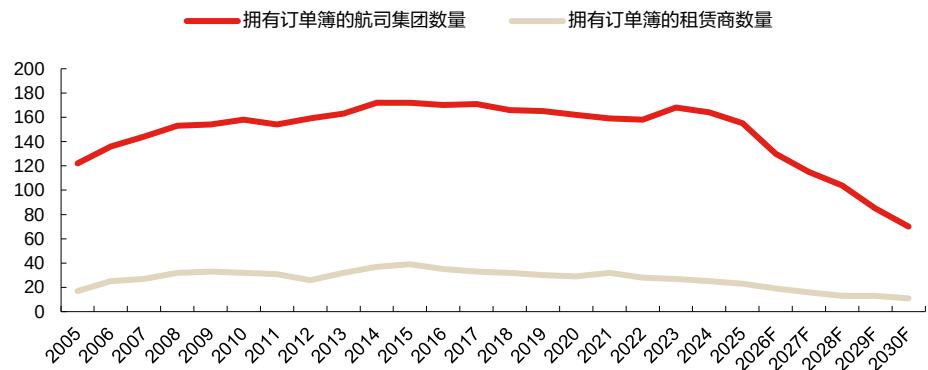
图 29：头部航司和租赁商订单簿份额持续提升



数据来源：Avolon, Cirium, 东方证券研究所

拥有订单簿的参与者数量下降，未来交付资源趋于集中。据 Cirium 数据，拥有订单簿的航司集团数量将由 2025 年的 155 家下降至 2030F 的 70 家，拥有订单簿的租赁商数量将由 2025 年的 23 家下降至 2030F 的 11 家。预计参与主体减少与头部份额提升同步出现，未来新机交付资源更集中于少数大型航司和头部租赁商。

图 30：新机交付资源向少数航司和租赁商集中

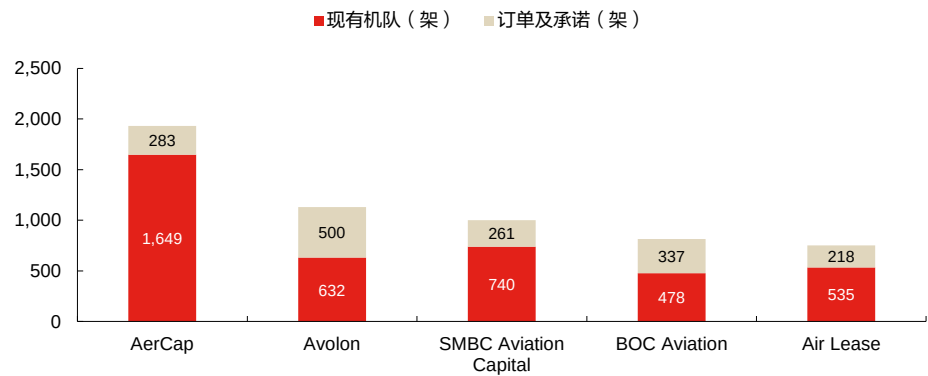


数据来源：Avolon, Cirium, 东方证券研究所

头部租赁商机队与订单储备规模领先，资产持续投放能力更强

头部租赁商凭借更大的机队规模和订单储备，更具备承接飞机租赁行业景气的基础。飞机租赁属于重资产、长久期、美元融资属性较强的业务，租赁商的竞争力不仅取决于存量飞机规模，也取决于订单簿、融资能力和全球客户投放能力。AerCap/ Avolon/ BOC Aviation/ Air Lease 等头部租赁商均拥有较大存量机队和订单资源，其中 Avolon 现有机队 632 架、订单及承诺 500 架，合计 1,132 架，处于全球头部租赁平台阵营。较大的订单簿规模有助于 Avolon 在飞机短缺周期中提前锁定航司需求，并通过续租、转租和飞机出售提升资产管理收益。

图 31：头部飞机租赁商订单簿规模较大



数据来源：AerCap, Avolon, SMBC Aviation Capital, BOC Aviation, Air Lease, 东方证券研究所

投资建议

航空租赁行业供需错配延续，行业盈利修复具备较强支撑。需求端看，全球航空出行已超过疫情前水平，航司运力扩张和机队更新需求仍在释放；供给端看，主机厂交付恢复偏慢，订单积压维持高位，交付周期拉长使存量飞机和已锁定交付位置的订单簿稀缺性持续提升。供给约束已逐步传导至租金和飞机资产价值，主流机型租赁费率持续修复，飞机市场价值高于基础价值，出租方在续租、转租和资产交易中的议价能力增强，航空租赁行业进入资产价值重估周期。

资产端收益率修复与负债端成本边际改善共同推动盈利弹性释放。飞机租赁行业具有重资产、长久期和美元融资属性，美元利率上行阶段曾对融资成本和净利差形成压制。2025 年以来美元政策利率自高位回落，主要飞机租赁商融资成本整体趋稳，部分主体发债票息较 2023 年高点回落。以 Avolon 和中银航空租赁为例，租赁收益率与平均加权票息的利差自 2024 年以来明显走阔，说明资产端租金修复正逐步向利润端传导。后续随着存量租约陆续到期、飞机再出租和新增交付推进，高租金率环境对租赁收入和资产处置收益的支撑有望继续体现。

建议关注具备全球化机队布局、订单资源和融资能力的头部飞机租赁平台。头部租赁商在机队规模、订单簿、客户网络、融资渠道和资产交易能力方面具备综合优势，更容易在飞机短缺周期中锁定航司需求，并通过续租、转租和飞机处置提升资产运营收益。

相关标的：渤海租赁(000415，未评级)、中银航空租赁(02588，未评级)、中国飞机租赁(01848，未评级)

风险提示

- 1) **全球航空需求恢复不及预期。**飞机租赁行业景气度与全球航空客运需求、航空公司运力投放和航司盈利能力高度相关。若全球宏观经济增长进一步放缓、出行需求走弱，或油价、地缘冲突、公共卫生事件等因素压制航空出行需求，航空公司新增运力需求可能低于预期，进而影响租赁合同新签租约、续租租金和飞机再出租效率。
- 2) **飞机供给修复超预期导致租赁费率回落。**当前飞机租赁行业景气的重要支撑在于新机交付受限、发动机供应链紧张、飞机订单积压较高，导致存量飞机和订单具备较强稀缺性。若后续空客、波音及发动机供应链产能恢复快于预期，新机交付显著提速，全球飞机供给紧张程度缓解，航空公司对租赁飞机的依赖可能下降，新签租约租金率、续租价格和二手飞机交易价格均可能承压。
- 3) **新机订单交付和资本开支执行不及预期。**订单簿是飞机租赁公司未来成长和资产投放的重要基础，但飞机交付受到制造商产能、供应链、发动机交付、适航认证和客户接机安排等多重因素影响。若新机交付持续延迟，公司可能无法按计划投放新增资产，租赁收入增长节奏受到影响。
- 4) **飞机资产减值及残值波动风险。**飞机租赁公司的资产负债表以飞机资产为核心，飞机残值受机型供需、航空公司偏好、燃油效率、维修成本、技术迭代、环保要求和二手交易市场景气度影响。若特定机型需求下降、维修成本上升、适航要求变化，或二手飞机市场价格回落，公司可能面临飞机资产减值压力。
- 5) **飞机销售收入和处置收益波动风险。**飞机销售是飞机租赁公司资产管理模式的重要组成部分，但其规模和收益受市场窗口、机型结构、买方需求、租约状态和资产价格影响较大。若二手飞机交易市场转弱，或公司主动放缓飞机出售节奏，营业收入可能出现较大波动。若出售价格、处置收益率或交割节奏低于预期，公司阶段性收入和利润可能承压。
- 6) **美元利率维持高位或融资成本改善不及预期。**飞机租赁行业具有较强金融属性，资产规模大、负债久期长、美元融资占比较高，融资成本是影响盈利能力和 ROE 的重要变量。若美联储降息节奏慢于预期，或全球信用环境收紧，公司新增融资和存量债务再融资成本可能维持高位，财务费用改善幅度低于预期。
- 7) **高杠杆经营及债务再融资风险。**飞机租赁业务天然具有高资产、高负债、长久期特征，租赁公司通常依赖债务融资支持机队扩张和订单交付。若公司资产负债率维持较高水平，外部融资环境变化、信用利差扩大或资本市场风险偏好下降，均可能提高再融资难度和资金成本。若公司未来存在较大规模债务集中到期，且经营现金流、资产出售回款或外部融资安排不及预期，可能对公司流动性和资本开支能力造成压力，进而影响机队扩张、订单交付和盈利修复节奏。
- 8) **人民币汇率波动风险。**公司核心飞机租赁业务以美元资产、美元负债和美元现金流为主，而上市公司报表以人民币计量，人民币兑美元汇率波动可能影响公司资产负债表折算、财务费用、汇兑损益及归母净利润表现。
- 9) **境外经营及地缘政治风险。**公司飞机租赁业务具有全球化特征，客户覆盖多个国家和地区，经营活动涉及跨境融资、跨境资产处置、飞机注册、适航监管、税务安排和法律执行。若部分地区出现地缘冲突、制裁升级、监管政策变化、外汇管制或司法执行障碍，公司飞机资产取回、租金回收、保险索赔和资产处置可能受到影响。跨境经营复杂度较高，单一地区风险事件可能对公司阶段性资产运营和风险成本产生扰动。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。