

2025 年 05 月 01 日

证券研究报告·2025 年一季报点评

南方航空（600029）交通运输

当前价：5.62 元

目标价：——元（6 个月）



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

控制机队增速，积极推广入境旅游

投资要点

- **事件：南方航空发布 2025 年一季报。**公司主营收入 434.07 亿元，同比下降 2.68%；归母净利润-7.47 亿元，同比下降 198.81%；扣非净利润-11.6 亿元，同比下降 312.45%；负债率 84.19%，投资收益-6.83 亿元，财务费用 13.25 亿元，毛利率 8.48%。受旅客结构变化、高铁冲击、全球供应链紧张等多重因素影响，1Q2025 业绩同比下降。
- **客座率高于行业水平，国际需求加速恢复。**1-3 月完成旅客运输量 4194.89 万人次，同比增长 3.62%。其中国内航线完成 3656.15 万人次，同比增长 1.17%；国际航线完成 496.17 万人次，同比增长 27.89%；地区航线完成 42.57 万人次，同比减少 8.45%。1-3 月客座率同比提升 2.39pp 至 85.39%，高于国航的 80.2% 和东航的 80.68%。
- **机队扩张速度放缓。**2024 年公司共引进 57 架飞机，退出 48 架飞机；1Q2025 公司引进 21 架飞机，退出 6 架飞机。截至 2025 年 3 月底，公司合计运营 932 架运输飞机，其中自有飞机 353 架，融资租赁 253 架，经营租赁 326 架。据 2024 年度业绩说明会披露，2025 年机队规模增幅预计为 5.8%，2021-2025 年机队规模年均增速预计为 2.3%。
- **免签政策利好入境游。**中国对法国、德国、意大利等 12 国单方面免签政策延长至 2025 年底，叠加与新加坡、泰国等国的互免签证政策，形成覆盖主要客源国的“免签矩阵”。公司高度关注入境游市场发展，目前已推出“探索中国”产品，积极推广入境旅游。第 137 届广交会于 2025 年 4 月 15 日至 5 月 5 日在广州举办，期间南航计划执行国际及地区航班近 3300 班次，环比增长约 7%，重点覆盖广州至曼谷、吉隆坡、胡志明市等航线，全力保障东南亚、中东、欧洲、大洋洲等国家和地区参展客商的出行需求。
- **盈利预测：**预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 1834.5、2001.8、2167.2 亿元，归母净利润分别为 42.7、68.1、102.8 亿元，EPS 分别为 0.24、0.38、0.57 元。
- **风险提示：**宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

指标/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	174224.00	183451.81	200177.00	216722.11
增长率	8.94%	5.30%	9.12%	8.27%
归属母公司净利润（百万元）	-1696.00	4271.80	6807.52	10283.88
增长率	59.71%	351.88%	59.36%	51.07%
每股收益 EPS（元）	-0.09	0.24	0.38	0.57
每股净资产 BPS（元）	1.92	2.14	2.52	3.09
净资产收益率 ROE	0.29%	9.90%	12.72%	15.11%
PE	-60	24	15	10
PB	2.93	2.62	2.23	1.82

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究院

分析师：胡光烽

执业证号：S1250522070002

电话：021-58351859

邮箱：hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	181.21
流通 A 股(亿股)	126.73
52 周内股价区间(元)	5.26-7.27
总市值(亿元)	1,018.40
总资产(亿元)	3,302.43
每股净资产(元)	1.88

相关研究

1. 南方航空（600029）：Q1 转亏为盈，入境游带来增长潜力（2024-07-06）

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司收入主要来源旅客运输，考虑国际线 25 年继续恢复，我们预计公司 2025/26/27 年 ASK 同比增速分别为 5%/4%/3%；预计公司 2025/26/27 年客公里收益分别为 0.49、0.52、0.55 元，同比增速分别为 2%/6%/6%。

假设 2：货邮及其他收入占比较小，考虑到“对等关税”对该业务可能的影响，假设 2025/26/27 年同比增速为 2%/2%/2%。

假设 3：2025 年油价中枢下行，航司燃油成本压力减轻，南航机队运营效率也在提升，预计公司 2025/26/27 年毛利率分别为 11%/12%/13%。

表 1：运营以及分业务收入预测

	2024	2025E	2026E	2027E
ASK（百万）	362609	380739	395969	407848
yoy	14.7%	5.0%	4.0%	3.0%
RPK（百万）	305966	323629	336574	346671
yoy	23.9%	5.8%	4.0%	3.0%
客座率	84.4%	85.0%	85.0%	85.0%
客公里收益（元）	0.48	0.49	0.52	0.55
yoy	-12.7%	2.0%	6.0%	6.0%
客运收入（百万元）	149711	158449	174674	190709
yoy	7.45%	5.8%	10.2%	9.2%
货运收入（百万元）	24513	25003	25503	26013
yoy	19.0%	2.0%	2.0%	2.0%
收入合计（百万元）	174224	183452	200177	216722
yoy	8.9%	5.3%	9.1%	8.3%
成本合计（百万元）	159571	163272	176156	188548
毛利率	8.5%	11.0%	12.0%	13.0%

数据来源：Wind，西南证券

选取中国国航、春秋航空、吉祥航空作为对标，可比公司 25 年 PB 均值为 2.6 倍。预计公司 2025/26/27 年营业收入分别为 1834.5、2001.8、2167.2 亿元，归母净利润分别为 42.7、68.1、102.8 亿元，EPS 分别为 0.24、0.38、0.57 元，BPS 分别为 2.14、2.52、3.09 元。

表 2：可比公司估值

公司	代码	股价（元）	每股净资产（元）				PB（倍）			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
中国国航	601111.SH	7.07	2.59	2.81	3.29	3.91	2.7	2.5	2.1	1.8
春秋航空	601021.SH	53.68	17.76	19.28	21.82	24.89	3.0	2.8	2.5	2.2
吉祥航空	603885.SH	12.40	4.05	4.76	5.58	6.39	3.1	2.6	2.2	1.9
平均							2.9	2.6	2.3	2.0
南方航空	600029.SH	5.62	1.92	2.14	2.52	3.09	2.9	2.6	2.2	1.8

数据来源：Wind，西南证券整理

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	现金流量表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	174224.00	183451.81	200177.00	216722.11	净利润	154.00	5760.30	8476.77	11862.76
营业成本	159571.00	163272.11	176155.76	188548.24	折旧与摊销	11739.00	10948.96	11593.31	12073.60
营业税金及附加	608.00	623.74	660.58	671.84	财务费用	6628.00	5070.22	5839.01	6332.01
销售费用	7122.00	7062.89	7606.73	8127.08	资产减值损失	-5.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	4113.00	4127.67	4203.72	4226.08	经营营运资本变动	13946.00	-621.35	3030.23	2803.37
财务费用	6628.00	5070.22	5839.01	6332.01	其他	-1017.00	-615.22	-1077.80	-811.82
资产减值损失	-5.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	31445.00	20542.90	27861.52	32259.93
投资收益	-599.00	300.00	500.00	600.00	资本支出	-8601.00	-6000.00	-5000.00	-4000.00
公允价值变动损益	195.00	324.17	372.75	326.93	其他	-7851.00	-1197.83	-1127.25	-1073.07
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-16452.00	-7197.83	-6127.25	-5073.07
营业利润	-747.00	3919.35	6583.96	9743.79	短期借款	-10922.00	2747.51	-7850.22	-17845.83
其他非经营损益	2328.00	2328.00	2331.67	2329.83	长期借款	-2145.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	1581.00	6247.35	8915.62	12073.63	股权融资	-312.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1427.00	487.05	438.85	210.87	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	154.00	5760.30	8476.77	11862.76	其他	1833.00	4603.78	-10539.01	-6032.01
少数股东损益	1850.00	1488.50	1669.25	1578.88	筹资活动现金流净额	-11546.00	7351.29	-18389.23	-23877.84
归属母公司股东净利润	-1696.00	4271.80	6807.52	10283.88	现金流量净额	3453.00	20696.36	3345.04	3309.02
资产负债表（百万元）	2024A	2025E	2026E	2027E	财务分析指标	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15994.00	36690.36	40035.40	43344.42	成长能力				
应收和预付款项	7368.00	7774.44	8226.92	9018.09	销售收入增长率	8.94%	5.30%	9.12%	8.27%
存货	2002.00	2053.31	2439.90	2507.69	营业利润增长率	65.13%	624.68%	67.99%	47.99%
其他流动资产	12279.00	12599.19	13502.15	14395.39	净利润增长率	105.00%	3640.46%	47.16%	39.94%
长期股权投资	7168.00	7168.00	7168.00	7168.00	EBITDA 增长率	16.74%	13.16%	20.45%	17.21%
投资性房地产	564.00	564.00	564.00	564.00	获利能力				
固定资产和在建工程	135275.00	131488.78	126058.20	119147.34	毛利率	8.41%	11.00%	12.00%	13.00%
无形资产和开发支出	7341.00	6224.47	5107.93	3991.40	三费率	10.25%	8.86%	8.82%	8.62%
其他非流动资产	141747.00	143700.80	145654.60	147608.40	净利率	0.09%	3.14%	4.23%	5.47%
资产总计	329738.00	348263.34	348757.11	347744.72	ROE	0.29%	9.90%	12.72%	15.11%
短期借款	40440.00	43187.51	35337.29	17491.46	ROA	0.05%	1.65%	2.43%	3.41%
应付和预收款项	25390.00	27591.31	29376.41	31371.04	ROIC	1.03%	16.27%	25.45%	40.21%
长期借款	35985.00	35985.00	35985.00	35985.00	EBITDA/销售收入	10.11%	10.87%	12.00%	12.99%
其他负债	175328.00	183313.22	181395.34	184371.39	营运能力				
负债合计	277143.00	290077.04	282094.03	269218.89	总资产周转率	0.55	0.54	0.57	0.62
股本	18121.00	18120.92	18120.92	18120.92	固定资产周转率	1.80	1.76	1.85	2.00
资本公积	52444.00	52444.08	52444.08	52444.08	应收账款周转率	50.22	47.84	47.49	48.13
留存收益	-36005.00	-31733.20	-24925.68	-14641.79	存货周转率	80.05	72.97	74.88	74.59
归属母公司股东权益	34729.00	38831.80	45639.32	55923.21	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	111.20%	—	—	—
少数股东权益	17866.00	19354.50	21023.75	22602.63	资本结构				
股东权益合计	52595.00	58186.30	66663.07	78525.83	资产负债率	84.05%	83.29%	80.89%	77.42%
负债和股东权益合计	329738.00	348263.34	348757.11	347744.72	带息债务/总负债	35.11%	34.49%	32.69%	27.62%
					流动比率	0.27	0.39	0.45	0.53
					速动比率	0.26	0.38	0.43	0.52
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					每股指标				
					每股收益	-0.09	0.24	0.38	0.57
					每股净资产	1.92	2.14	2.52	3.09
					每股经营现金	1.74	1.13	1.54	1.78
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2024A	2025E	2026E	2027E					
EBITDA	17620.00	19938.53	24016.27	28149.41					
PE	-60.05	23.84	14.96	9.90					
PB	2.93	2.62	2.23	1.82					
PS	0.58	0.56	0.51	0.47					
EV/EBITDA	4.14	3.14	1.85	0.75					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究院

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	李煜	资深销售经理	18801732511	18801732511	yflyu@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	汪艺	高级销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	蒋宇洁	销售经理	15905851569	15905851569	jjj@swsc.com.c
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	资深销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	高级销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	高级销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn

广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	龚之涵	高级销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	杨举	销售经理	13668255142	13668255142	yangju@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyr@swsc.com.cn
	林哲睿	销售经理	15602268757	15602268757	lze@swsc.com.cn