

## 行业强势复苏赋予盈利回升弹性，“广州+北京”双枢纽布局迎广阔发展空间

南方航空 (600029.SH)

推荐

维持评级

### 核心观点：

- **行业基本面：2023年，民航运输需求进入加速恢复通道，行业景气度高涨，航司盈利显著改善可期。**2023上半年，伴随新冠疫情进入“乙类乙管”阶段，“五个一”政策解除，民航运输业需求强劲复苏，行业景气度高涨；截至2023年6月，国内航班量率先恢复至2019年同期约130%，国际、地区航线分别恢复至约45%、65%；预计年底国际、地区航线有望分别恢复至60%-70%、90%-100%。2023年，航司盈利有望较前呈现显著改善。
- **南方航空：亚洲第一大航司，“广州+北京”双枢纽布局下，南呼北应，辐射全国，联通世界。**公司是国内全服务航司龙头，运营规模亚洲排名第一。2022年，公司实现营业收入870.59亿元，同比-14.35%，实现归母净利润-326.82亿元，同比-170.04%。公司“广州白云+北京大兴”双枢纽布局下，国内、国际航线业务齐头并进发展。国内航网方面，公司坚守一线城市主干线份额优势，同时着力提升对二线城市下沉市场的覆盖度，兼顾航线盈利性与成长性；国际航网方面，公司持续巩固东南亚、澳新航线份额优势，同时优化增投日韩、欧美航线，国际航线具有广阔发展空间。
- **南航的发展机遇与投资看点：短期受益于国内航线率先复苏，中长期享受国际航线广阔成长空间。**1)年内国内航线率先复苏，南航国内航线份额领先，有望在最大程度上获益；2)近年来中国赴东南亚出境游发展速度迅猛，南航在东南亚市场份额领先，有望最大程度获益于东南亚市场高速增长；3)北京大兴枢纽提供发展机遇，北京时刻增量与优质客源为南航欧美航线的拓展提供了较大发展空间；4)叠加考虑年底前日本团队游签证有望恢复，南航增加投放日韩航线，有望更充分享受日韩航线高盈利性。
- **盈利预测与投资建议：**预计2023-2025年，公司将分别实现营收1,673.33亿元/2,010.03亿元/2,360.30亿元，同比增长+92.21%/+20.12%/+17.43%；实现归母净利润22.99亿元/60.72亿元/114.64亿元，同比增长+107.04%/+164.04%/+88.82%；对应PE 50.99X/19.31X/10.23X。
- **风险提示：**新冠疫情反复带来的风险，航空出行需求复苏不及预期的风险，原油价格大幅上涨的风险，汇率波动的风险。

### 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	870.59	1,673.33	2,010.03	2,360.30
收入增长率%	-14.35%	92.21%	20.12%	17.43%
净利润(亿元)	-326.82	22.99	60.72	114.64
利润增速%	-170.03%	107.04%	164.04%	88.82%
毛利率%	-21.60%	7.29%	8.50%	10.00%
摊薄EPS(元)	-1.80	0.13	0.34	0.63
PE	-5.84	50.99	19.31	10.23
PB	2.86	2.71	2.37	1.93

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 分析师

宁修齐

☎：010-80927668

✉：ningxiuqi\_yj@chinastock.com.cn

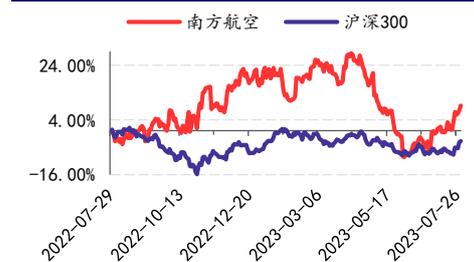
分析师登记编码：S0130522090001

### 市场数据

2023-07-31

A股收盘价(元)	6.99
股票代码	600029.SH
A股一年内最高价(元)	8.42
A股一年内最低价(元)	5.69
上证指数	3,291.04
市盈率	-4.21
总股本(万股)	1,812,090.55
实际流通A股(万股)	1,267,333.68
流通A股市值(亿元)	942.04

### 相对沪深300表现图



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 目 录

一、民航运输业：2023 上半年行业恢复势头强劲，预计下半年继续加速复苏，延续高景气行情 .....	3
（一）2023 上半年：疫情进入“乙类乙管”，“五个一”政策解除，民航需求强劲复苏，行业景气度高涨 .....	3
（二）2023 下半年：需求端将继续加速恢复，年内航司盈利改善可期 .....	7
二、南方航空：亚洲最大航司，“广州+北京”双枢纽布局下，国内国际业务均迎来发展机遇 .....	9
（一）南方航空：国内全服务航司龙头，运营规模亚洲排名第一 .....	9
（二）航网概述：“广州+北京”双枢纽布局下，国内国际并重发展 .....	14
（三）发展机遇及投资看点：短期受益于国内航线率先复苏，中长期享受国际航线广阔成长空间 .....	21
三、盈利预测和估值 .....	27
（一）盈利预测 .....	27
（二）绝对估值 .....	29
四、风险提示 .....	30
附录： .....	31

## 一、民航运输业：2023 上半年行业恢复势头强劲，预计下半年继续加速复苏，延续高景气行情

**（一）2023 上半年：疫情进入“乙类乙管”，“五个一”政策解除，民航需求强劲复苏，行业景气度高涨**

1. 2022 年 12 月-2023 年 1 月：新冠疫情进入“乙类乙管”阶段，“五个一”政策解除，民航业开始“有序恢复”。

2023 年初，新冠疫情进入“乙类乙管”阶段，“五个一”政策正式解除，民航业“有序恢复”势头强劲。2023 年 1 月 8 日开始，伴随民航局发文“五个一”政策正式放开，春运期间，国内航班量已经超过 2019 年同期。但在民航局“有序恢复航空运输市场”的要求指引下，国际航班方面仍采用逐步增加班次的政策。

在疫情防控政策优化调整的背景下，2023 年伊始，我国民航运输业即呈现明确的复苏信号，行业景气度高涨。

图1：2019-2023 年中国航空客运市场指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图2：2019-2023 年中国民航承运人客运发展指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表1：2020-2023 年新冠疫情期间国内民航业相关政策文件

2020 年 3 月 26 日	民航局：《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》	中国民航局开始实施“五个一”政策
2020 年 6 月 4 日	民航局：《民航局关于调整国际客运航班的通知》	熔断政策开始实行：国际航班入境后，阳性旅客达 5 人，暂停该航司该航线运行 1 周；达 10 人，暂停该航司该航线运行 4 周。
2020 年 12 月 16 日	民航局：《民航局关于调整国际客运航班熔断措施的通知》	熔断政策收紧：阳性旅客达 5 人，暂停该航司该航线运行 2 周；达 10 人，暂停该航司该航线运行 4 周。
2021 年 4 月 28 日	民航局：《关于国际定期客运航班熔断措施调整试行的通知》	熔断政策由“阳性旅客”调整为“确诊旅客”，并增加“立刻熔断”措施。
2022 年 6 月 28 日	国务院：《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	“14+7”调整为“7+3”。

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

2022年8月7日	民航局：《国际定期客运航班熔断措施将优化调整》	熔断政策放宽：确诊旅客达5人，占比达该航班入境旅客人数4%时，暂停运行1周；确诊旅客占比达该航班入境旅客人数8%时，暂停运行2周。
2022年11月11日	卫健委：《关于进一步优化新冠肺炎疫情防控措施》	“二十条”正式颁布，取消入境航班熔断机制，“7+3”调整为“5+3”。
2022年12月26日	卫健委：《关于印发对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”总体方案的通知》	稳妥有序将新型冠状病毒感染从“乙类甲管”调整为“乙类乙管”。
2022年12月28日	民航局：《关于恢复国际客运航班工作方案的通知》	稳妥推进国际客运航班恢复运营；自2023年1月8日起，不再对国际客运航班实施“五个一”和“一国一策”等调控措施，中外航空公司按照双边运输协定安排运营定期客运航班。
2023年3月30日	民航局：《2022年民航局法治政府建设工作情况》	制定安全有序恢复航空运输市场工作方案，引导航班稳健恢复。

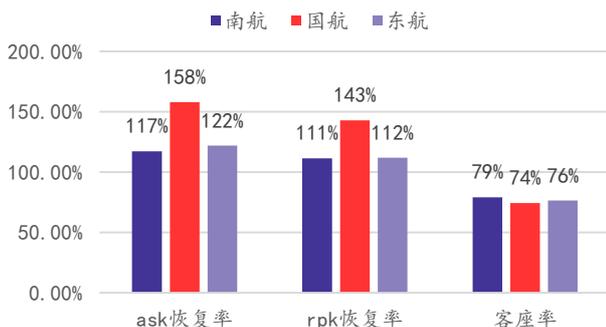
资料来源：民航局、卫健委官网，中国银河证券研究院整理

**2. 2023年1月-2023年6月：民航需求恢复势头强劲，行业景气度高涨，国内航班量已超过2019年同期。**

**2.1 国内航线：当前恢复至2019年的130%，预计年底恢复至150%。2023年内循环仍为核心逻辑。**

截至2023年6月，伴随国内出行需求率先复苏，“三大航”国内航班量已平均恢复至2019年同期的132.2%。春运结束后，随着3月新航季到来，国内公商务旅客出行需求释放强劲，呈现“淡季不淡”行情；五一期间，小长假旺季进一步催化拉动短途、周边游需求，国内航班量加速恢复。至2023年6月，南航/国航/东航的国内ask分别恢复至2019年同期的117.09%/157.76%/121.76%，国内rpk分别恢复至2019年同期的111.31%/142.83%/111.71%；6月，南航/国航/东航的国内客座率分别为79.0%/74.3%/76.31%，较2019年同期，分别-4.09pct/-7.80pct/-6.87pct。由此可见，2023上半年，“三大航”国内航线航班量均已超过2019年同期水平，国内民航出行需求率先复苏，呈现出强劲反弹释放的态势。

**图3：2023年6月三大航国内ask、rpk恢复率及客座率**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**图4：2023上半年我国国内航线客运量已超过2019年同期水平**

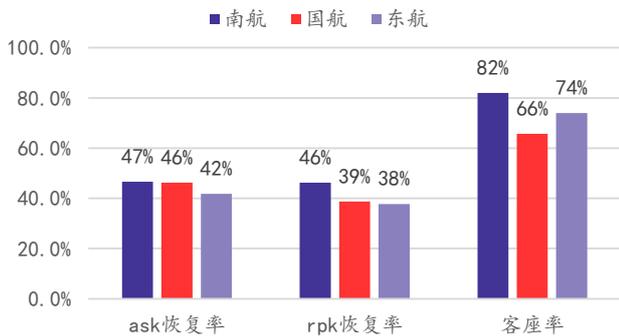


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**2.2 国际航线：当前恢复至 2019 年的 45%，预计年底恢复至 60%-70%。各区域恢复进度有差异，中美 10%、中欧 60%-70%、中日 30%、中韩 60%、东南亚 60%。**

截至 2023 年 6 月，“三大航”国际航班量平均恢复至 2019 年同期的 44.8%。2023 年 6 月，南航/国航/东航的国际 ask 分别恢复至 2019 年同期的 46.67%/46.2%/41.73%，国际 rpk 分别恢复至 2019 年同期的 46.28%/38.7%/37.7%；6 月，南航/国航/东航的国际客座率分别为 82.0%/65.7%/73.99%，较 2019 年同期，分别-0.68pct/-12.8pct/-7.92pct。由此可见，2023 上半年，伴随“五个一”政策对国际航班的限制解除，“三大航”国际航班量较疫情期间已有显著提升，约恢复至 2019 年的 45%水平。

图5：2023 年 6 月三大航国际 ask、rpk 恢复率及客座率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图6：2023 上半年我国国际航线客运量呈加速恢复态势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表2：2023 年全球主要区域国际航班恢复进展

美国	10%	2023 年 5 月 30 日起，中美直航航班增至每周 24 班，较 2019 年每周 300 班，恢复率仍不足 10%。因中美航班受到待恢复航点多、航权谈判推进阻力更大，恢复进度相对缓慢。
欧洲	60%-70%	2023 年 6 月，中法航班恢复至每周 50 班，中德航班恢复至每周 60 班。中英航班，上海-伦敦恢复至每日 1 班，北京-伦敦恢复至每周 4 班。
日本	30%	团体赴日游仍未完全开放，中日航班恢复受阻。2023 年 6 月，全日空中日航班量达每周 60 班。
韩国	60%	2023 年 6 月底，大韩航空、韩亚航空的中韩航班量分别达每周 95 班、85 班，南航中韩航班量达每周 90 班。
东南亚	60%	东南亚机场保障能力仍有待进一步恢复。泰国恢复进度相对领先。

资料来源：环球旅讯，中国银河证券研究院整理

**恢复阻碍 1-美国航线：地缘冲突下，俄罗斯领空问题对中美航线恢复进程形成制约。**2022 年，俄乌冲突爆发，因对俄罗斯实行单边制裁，包括美国在内的 30 多个欧美国家被禁止本国客机飞越俄罗斯领空。中国航司未受此限制，但因此中美航权谈判收到制约，很大程度上影响

了中美航线恢复的进度。

**恢复阻碍 2-日本航线：中国赴日本团体出境游还未解禁，对中日航线恢复进程形成制约。**

2023年3月1日起，日本开始放宽对中国入境旅客的新冠防疫检测措施：除提供72小时内核酸阴性证明外，将防疫检测全体检测，调整为抽查检测，且被抽到的旅客无需在机场等候检测结果，可自行入境。但中国目前还未对日本开放团体出境游，且日本只受理年收入1000万人民币（50万元）以上的5年多次旅游签证。这很大程度上影响了中日航线恢复的进度。

**表3：中国公民出境团体旅游目的地国名单**

第一批（2023年2月6日起）：20国	泰国、印度尼西亚、柬埔寨、马尔代夫、斯里兰卡、菲律宾、马来西亚、新加坡、老挝、阿联酋、埃及、肯尼亚、南非、俄罗斯、瑞士、匈牙利、新西兰、斐济、古巴、阿根廷。
第二批（2023年3月15日起）：40国	尼泊尔、文莱、越南、蒙古、伊朗、约旦、坦桑尼亚、纳米比亚、毛里求斯、津巴布韦、乌干达、赞比亚、塞内加尔、哈萨克斯坦、乌兹别克斯坦、格鲁吉亚、阿塞拜疆、亚美尼亚、塞尔维亚、克罗地亚、法国、希腊、西班牙、冰岛、阿尔巴尼亚、意大利、丹麦、葡萄牙、斯洛文尼亚、瓦努阿图、汤加、萨摩亚、巴西、智利、乌拉圭、巴拿马、多米尼加、萨尔瓦多、多米尼克、巴哈马。

资料来源：文化和旅游部官网，中国银河证券研究院整理

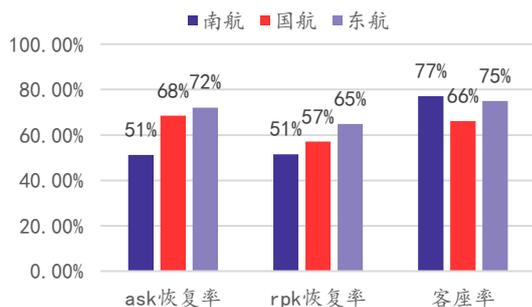
**2.3 地区航线：当前恢复至2019年的65%，预计年底恢复至70%-80%。国际直航恢复缓慢，香港中转市场获益，催化港澳台航班客流加速恢复。**

截至2023年6月，“三大航”港澳台航班量平均恢复至2019年同期的63.9%。2023年6月，南航/国航/东航的地区ask分别恢复至2019年同期的51.24%/68.49%/72.09%，地区rpk分别恢复至2019年同期的51.45%/57.09%/64.90%；6月，南航/国航/东航的地区客座率分别为77.15%/66.1%/75.04%，较2019年同期，分别+0.33pct/-13.2pct/-8.3pct。

2023年5月15日起，内地居民赴港澳团队游签注全面恢复“全国通办”，进一步催化地区航线需求释放。2023年5月，国家移民管理局发布《关于进一步调整优化若干出入境管理政策措施的公告》。《公告》提出：内地居民可向全国任一公安机关出入境管理机构提交赴香港、澳门团队旅游签注申请，申办手续与户籍地一致。

年内国际直航恢复受阻，香港中转市场受益于需求溢出。疫情期间，因“五个一”政策下，国际航班大幅缩减，香港作为国际中转枢纽，内地中转需求几乎切断。2022年下半年，香港率先逐步解除疫情防控政策，伴随2023年1月“五个一”政策解除，内地赴港航班大幅上量。同时，因2023年欧美直航恢复缓慢，香港中转航班获益于欧美航线的需求溢出，赴港航班量恢复势头进一步表现强劲。

**图7：2023年6月三大航地区ask、rpk恢复率及客座率**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**图8：2023上半年我国地区航线客运量呈加速恢复态势**



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 2023 下半年：需求端将继续加速恢复，年内航司盈利改善可期

### 1、航班量：预计下半年航班恢复率将进一步提升

**国内航线：**预计至 2023 年底或恢复至 2019 年同期的 130%-150%。在中性场景下，考虑到国内航线已基本恢复至疫情前水平，假设民航行业下半年 7-12 月国内 ask 较 6 月的环比变动，与 2019 年同期保持一致。由此可得，7 月-12 月，行业国内 ask 分别恢复至 2019 年同期的 130.6%、133.4%（7-8 月暑运旺季加速修复）、130.1%、132.6%（10 月黄金周小旺季需求进一步催化）、130.7%、131.1%。

**国际航线：**预计至 2023 年底或恢复至 2019 年同期的 60%-70%。在中性场景下，考虑到 2023 年下半年伴随航权、签证、地面保障等问题逐步解决，国际航线将加速增开，假设 2023 年 7-12 月的行业国际 ask 较 6 月的环比增速，比 2019 年同期分别高出 10pct、10pct、10pct、25pct、25pct、40pct。由此可得，7-12 月，行业国际 ask 分别恢复至 2019 年同期的 49.05%、49.29%、49.11%、55.81%、57.57%、60.05%。

**地区航线：**预计至 2023 年底或恢复至 2019 年同期的 90%-100%。在中性假设下，下半年地区航线将加速修复，同时考虑到 2019 年下半年香港因政治因素航班量受到影响，假设 2023 年 7-12 月的行业地区 ask 较 6 月的环比增速，比 2019 年同期分别高出 2.5pct、7.5pct（8 月内地赴港澳学生开学）、20pct、20pct、25pct、30pct（12 月港澳学生放寒假）。由此可得，7-12 月，行业地区 ask 分别恢复至 2019 年同期的 67.53%、73.84%、83.21%、80.01%、88.61%、91.63%。

表4：2023 下半年我国民航 ask 恢复情况的场景分析（三大航 ask 加总口径，单位：百万客公里）

	实际数	预测数					
		6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月
<b>2019 年</b>							
国内 ask	45,749	51,123	51,357	48,093	49,430	47,856	48,172
国际 ask	25,264	27,136	27,231	25,481	25,477	24,701	26,522
地区 ask	1,950	2,047	1,872	1,569	1,656	1,488	1,509
<b>2023 下半年：国内航线</b>							
悲观：国内 ask	/	66,460	66,764	60,117	63,270	59,820	60,215
<b>悲观：恢复率 (%)</b>	/	<b>130%</b>	<b>130%</b>	<b>125%</b>	<b>128%</b>	<b>125%</b>	<b>125%</b>
中性：国内 ask	59,589	66,740	68,528	62,569	65,548	62,569	63,165
<b>中性：恢复率 (%)</b>	<b>130.3%</b>	<b>130.6%</b>	<b>133.4%</b>	<b>130.1%</b>	<b>132.6%</b>	<b>130.7%</b>	<b>131.1%</b>
乐观：国内 ask	/	71,572	74,467	67,330	74,144	69,391	72,258
<b>乐观：恢复率 (%)</b>	/	<b>140%</b>	<b>145%</b>	<b>140%</b>	<b>150%</b>	<b>145%</b>	<b>150%</b>
<b>2023 下半年：国际航线</b>							
悲观：国际 ask	/	12,211	12,254	10,192	10,828	9,880	11,935
<b>悲观：恢复率 (%)</b>	/	<b>45%</b>	<b>45%</b>	<b>40%</b>	<b>43%</b>	<b>40%</b>	<b>45%</b>
中性：国际 ask	11,376	13,310	13,424	12,514	14,220	14,220	15,926
<b>中性：恢复率 (%)</b>	<b>45.03%</b>	<b>49.05%</b>	<b>49.29%</b>	<b>49.11%</b>	<b>55.81%</b>	<b>57.57%</b>	<b>60.05%</b>
乐观：国际 ask	/	14,925	15,658	14,015	15,286	16,056	18,566
<b>乐观：恢复率 (%)</b>	/	<b>55%</b>	<b>57.5%</b>	<b>55%</b>	<b>60%</b>	<b>65%</b>	<b>70%</b>
<b>2023 下半年：地区航线</b>							
悲观：地区 ask	/	1,331	1,217	941	1,035	893	981

<b>悲观：恢复率 (%)</b>	/	<b>65%</b>	<b>65%</b>	<b>60%</b>	<b>63%</b>	<b>60%</b>	<b>65%</b>
中性：地区 ask	1,286	1,383	1,383	1,305	1,325	1,318	1,383
<b>中性：恢复率 (%)</b>	<b>65.95%</b>	<b>67.53%</b>	<b>73.84%</b>	<b>83.21%</b>	<b>80.01%</b>	<b>88.61%</b>	<b>91.63%</b>
乐观：地区 ask	/	1,433	1,404	1,333	1,490	1,413	1,509
<b>乐观：恢复率 (%)</b>	/	<b>70%</b>	<b>75%</b>	<b>85%</b>	<b>90%</b>	<b>95%</b>	<b>100%</b>

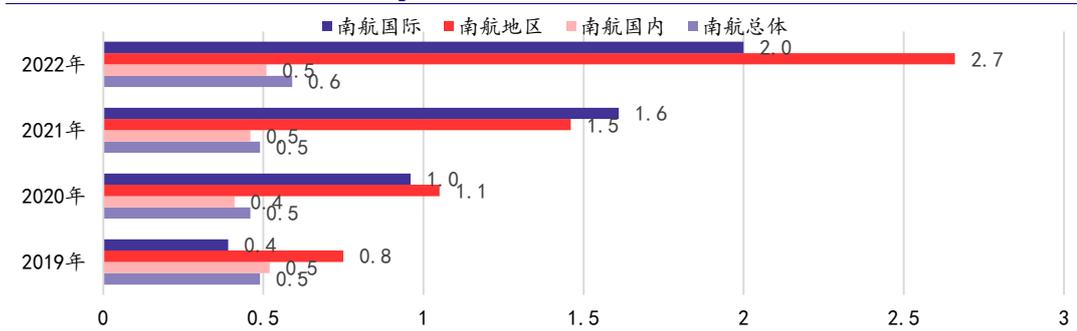
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**2、票价：疫情期间航班供求失衡，国际、地区票价大幅升高，国内票价受压制，年内或将进一步回归常态化。**

疫情期间，“五个一”政策下国际、地区航班量大幅缩减，运力供不应求，出入境票价飙升；国际运力回流国内，压制国内票价。2022年，南航国内/国际/地区航线的客公里收益分别为 0.51 元/2.0 元/2.66 元，分别为 2019 年（0.52 元/0.39 元/0.75 元）同期的 98.08%/512.82%/354.67%。因疫情期间国际、地区航班量供给受限，运力供不应求格局下，国际、地区航线票价大幅升高；而因国际航线闲置运力流入国内航线，国内运力供过于求，国内航线票价水平受到压制。

预计 2023 年国内、国际票价水平将进一步回归常态化。伴随民航业恢复常态化，预计 2023 年主要航司国际、地区航线票价将较 2022 年同比大幅回落，但或继续高于 2019 年同期水平。而 2023 年，伴随国际航班增班，国内过剩运力回归国际市场，国内航线票价水平有望得到上修。

图9：2019-2022 年南航客公里收益 rrpk（单位：元/客公里）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

**3、油价：2023 下半年油价或继续呈现小幅波动向下趋势，航司燃油成本或有小幅降低。**

2023 年油价大概率呈现小幅向下调整的趋势。我们认为，2023 年油价水平或主要受以下因素影响：1) 美联储货币政策：考虑到当前美联储货币政策紧缩态度对石油期货市场的影响，2023 年油价较去年同期，或呈现下跌趋势；2) OPEC 减产：在 OPEC 随机减产的影响下，或对油价下行有一定程度的托底作用；3) 中国经济恢复：2023 年，伴随中国经济加速复苏，对全球石油的需求较前有所增加，因而对原油市场的需求端形成支撑，或对油价下行有托底作用。截至 2023 年 7 月 31 日，布伦特原油结算价为 85.43 美元/桶。

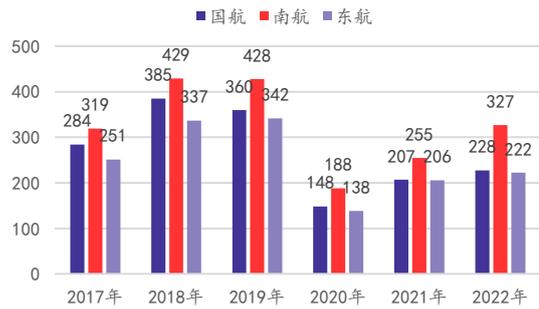
预计 2023 年航司燃油成本压力或较 2022 年有所减轻。国际原油价格主要通过航司的燃料采购环节，影响航司燃油成本。2022 年，国航/南航/东航的燃油成本分别为 227.63 亿元/326.69 亿元/222.3 亿元，占比总成本分别为 27.49%/30.86%/29.80%，同比分别增长 +9.95%/+28.09%/+7.95%；2022 年，因国际油价大幅上升，三大航燃油成本较前均有显著增加，成本压力加剧。2023 年，综合以上因素考虑，我们预计，2023 年油价水平或呈现小幅波动向下，国内航司燃油成本或较 2022 年同期有小幅降低。

图10：2019-2023 年布伦特原油价格



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图11：2017-2022 年三大航燃油成本（单位：亿元）



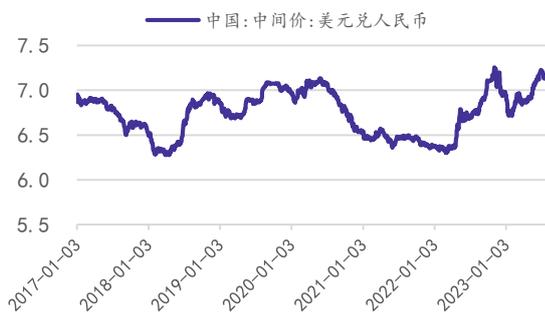
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### 4、汇率：2023 年下半年人民币汇率有望实现企稳向好，航司汇兑损失或较前缩减。

2023 年下半年，人民币汇率有望实现企稳向好。2023 年初至今，人民币汇率价格经过一轮波动调整，当前已位于阶段性底部位置。我们认为，2023 年下半年，伴随我国经济加速修复，人民币汇率有望呈现企稳向好的趋势。截至 2023 年 7 月 31 日，美元兑人民币中间价为 7.13。

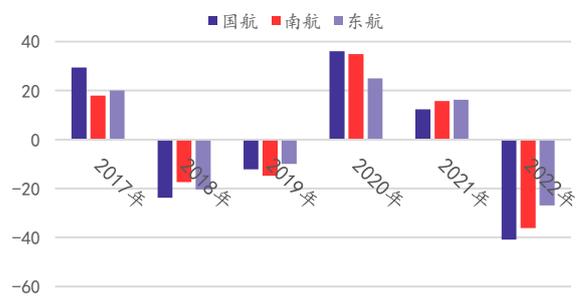
2023 年航司汇兑损失或较前有所减少。美元兑人民币汇率主要通过航司的航材购置环节，影响航司的汇兑损益。2022 年，国航/南航/东航的汇兑损失分别为-40.89 亿元/-36.19 亿元/-26.87 亿元，较 2021 年由正转负；2022 年，因人民币大幅贬值，为三大航带来了汇兑损失，增加了财务费用支出压力。综合以上判断，我们预计，2023 年航司汇兑损失有望较 2022 年有所减少。

图12：2017-2023 年美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图13：2017-2022 年三大航汇兑损益（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 二、南方航空：亚洲最大航司，“广州+北京”双枢纽布局下，国内国际业务均迎来发展机遇

### （一）南方航空：国内全服务航司龙头，运营规模亚洲排名第一

#### 1、通过并购重组成为国内全服务航司龙头，机队规模全国领先

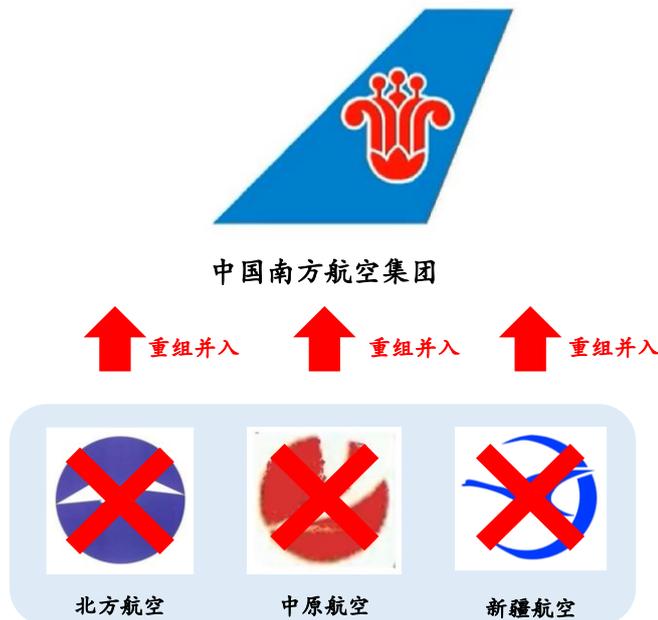
中国南方航空股份有限公司（简称“南方航空”、“南航”、“公司”），是主营民用航空客、货业务的全服务型航司，1995 年正式成立于广州市。1997 年，南航在纽交所、港交所上市（股票简称：中国南方航空股份，股票代码：1055.HK）。2003 年，南航在上交所实现 A 股上市（股票简称：南方航空，股票代码：600029.SH）。

南航的前身为民航广州管理局，1992 年分立为中国南方航空公司、中南管理局。1950 年 5 月，中国民航局在广州设立军委民航广州办事处。1959 年 1 月，成立民航广州管理局。1969

年，民航广州管理局组建运输服务队，管理、调配自己的机队，结束了半军事化管理。1984年，中国民航局重组，业务部门分拆为4个航司（中国国际航空公司、中国南方航空公司、中国东方航空公司、中国工业航空公司），其中，民航广州管理局下辖中国南方航空公司。1992年，中国民航局实施体制改革，中国南方航空公司、民航广州管理局分开，成为自主经营、自负盈亏的经济实体，直属民航局。民航广州管理局改为中南管理局。1993年，中国南方航空公司更名为中国南方航空（集团）公司。

**2002年中国民航业重组，形成“三大航”体系，南航集团兼并中原航空、北方航空、新疆航空。**2002年，民航三大航空集团，即中国航空集团公司（以中国国际航空为主体，并入中国航空总公司、西南航空）、中国东方航空集团公司（以东方航空为主体，并入西北航空、云南航空）、中国南方航空集团公司（以南方航空为主体，并入北方航空、新疆航空）正式在人民大会堂挂牌成立。自此为止，南航完成了其并入中原航空（2000年8月并入）、北方航空（包括旗下北亚航空、天鹅航空）、新疆航空的重组。

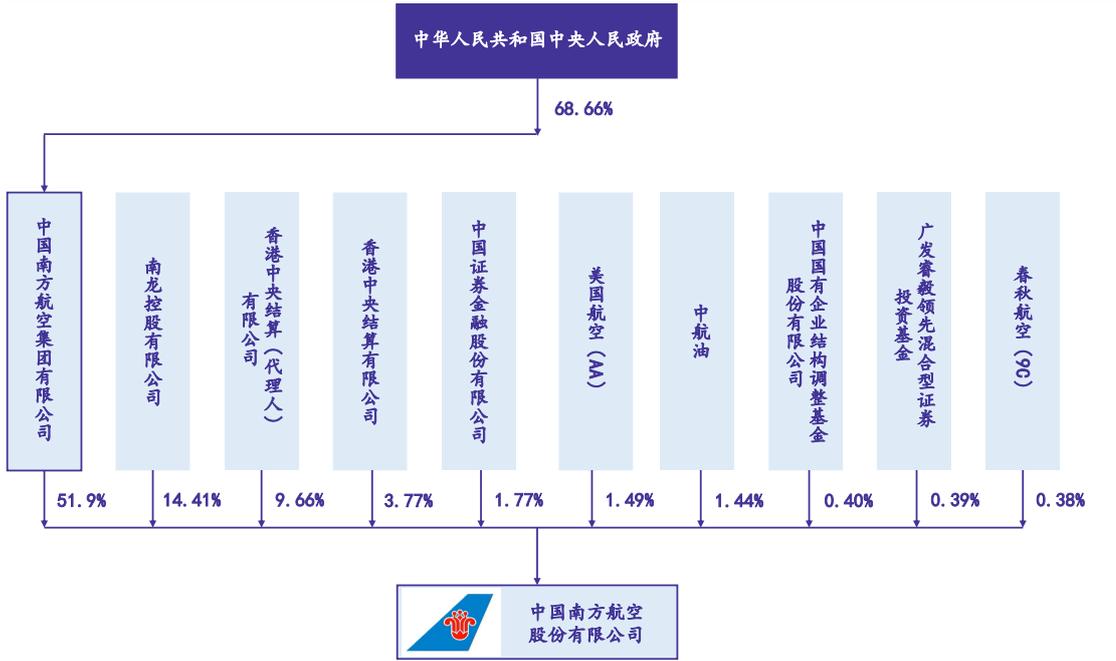
图14：2002年南航兼并中原航空、北方航空、新疆航空



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

母公司南航集团为最大控股股东，国务院为实际控制人。母公司南航集团，持有公司股权比例为51.9%（国务院控股100%），是公司最大的控股股东。南龙控股有限公司持股14.41%，香港中央结算（代理人）有限公司持股9.66%；其余股东分别为香港中央结算有限公司、中航油、中国证券金融股份有限公司、美国航空公司、中国国有企业结构调整基金股份有限公司、春秋航空等。

图15: 南航股权结构图



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

图16: 南方航空主要分、子、联营公司示意图



资料来源: 公司官网, 中国银河证券研究院整理

经过并购重组,“南航系”运营规模扩大,机队数量全国领先。截至2022年底,南航集团拥有飞机数量共计894架,其中窄体机741架(A320系列344架,B737系列397架),宽体机112架(A380系列、A350系列、A330系列分别为2架、16架、40架,B787系列、B777系列分别为39架、15架),支线飞机26架(EMB190、ARJ21分别为6架、20架),全货机15架。

图17：2022 年南航机队情况

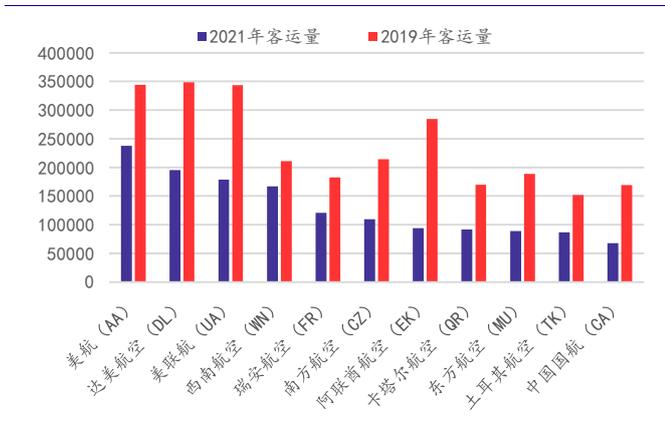
飞机型号		自购飞机架数	融资租赁架数	经营租赁架数	报告期交付	报告期退出	报告期末合计
客机	A380系列	2	0	0	0	3	2
	A350系列	6	10	0	4	0	16
	A330系列	6	27	7	0	0	40
	A320系列	139	81	124	10	0	344
	B787系列	4	25	10	0	0	39
	B777系列	1	14	0	0	0	15
	B737系列	138	68	191	0	2	397
	EMB190	6	0	0	0	0	6
	ARJ21	6	14	0	8	0	20
货机	B777系列	8	7	0	1	0	15
	B747系列	0	0	0	0	2	0
合计		316	246	332	23	7	894

资料来源：公司年报，中国银河证券研究院整理

2、客运量亚洲排名第一，国内航线运投规模最大，货运板块仍保留表内

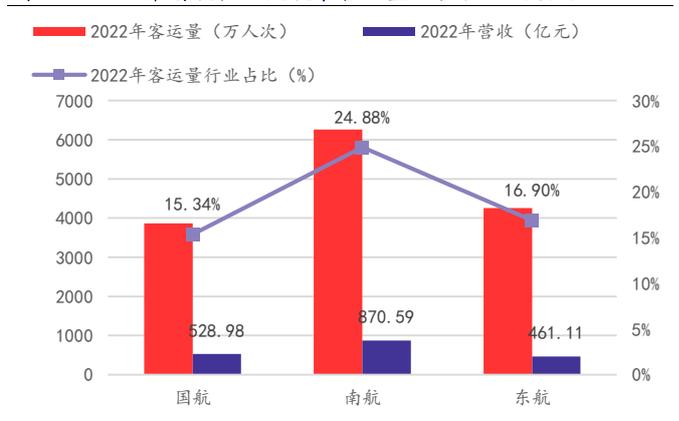
亚洲第一大航司，运营规模行业领先。根据 IATA 统计数据，2021 年全球航司客运量排名中，南航排名第 6，亚洲航司中排名第 1。2022 年，南航完成客运总量 6263 万人次（占比 24.88%），实现营收 870.59 亿元，运量、营收规模在国内居于首位。

图18：全球航司客运量排名 TOP10（单位：百万收入客公里）



资料来源：IATA，中国银河证券研究院整理

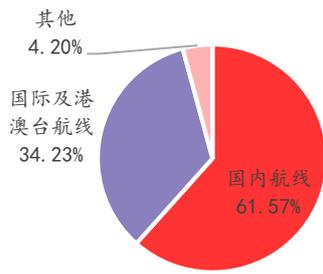
图19：2022 年南航在三大航中客运量、营收规模领先



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

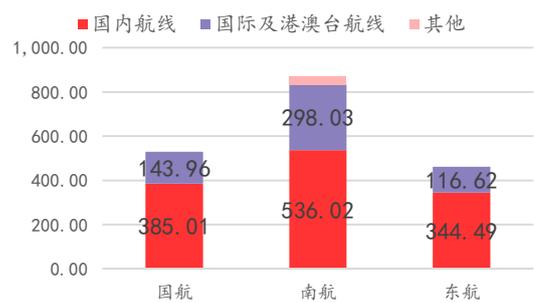
南航在“三大航”中国内航线运投规模最大。2022 年，南航实现的主营业务收入 870.59 亿元中，国内航线/国际及港澳台航线分别贡献营收 536.02 亿元/298.03 亿元，占比 68.94%/23.99%。在我国“三大航”中，南航的国内航网最密布、国内航线投运规模最大。

图20：2022 年南航国内、国际及地区航线营收占比



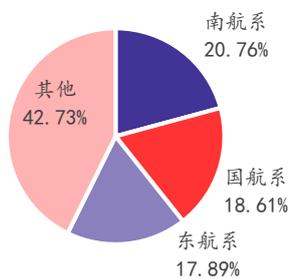
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图21：2022 年三大航国内、国际及地区航线营收（单位：亿元）



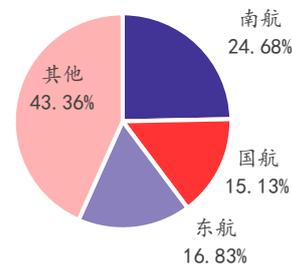
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图22：2023 夏秋航季三大航国内时刻份额占比



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

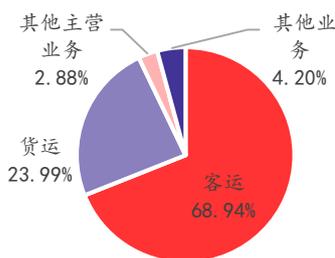
图23：2022 年三大航国内客运量份额占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

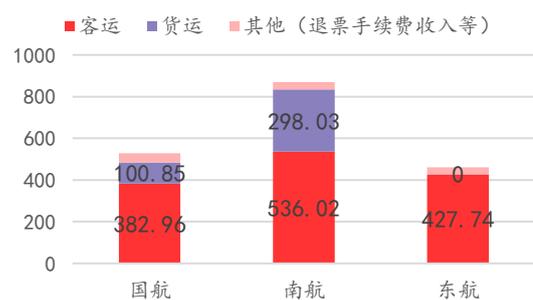
南航通过南航物流运营货运板块，是“三大航”中将货运板块保留表内的航司。2022 年，南航实现的主营业务收入 870.59 亿元中，客运业务/货运业务分别贡献营收 600.17 亿元/208.84 亿元，占比 61.57%/34.32%。因国航、东航货运业务均已分拆出表（仅保留客机腹舱货运的相关收入），南航是“三大航”中唯一将货运业务保留在报表中的航司，货运业务营收占比高于东航、南航。

图24：2022 年南航客运、货运业务营收占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图25：2022 年三大航客运、货运业务营收（单位：亿元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

南航通过持有南航物流 55% 的股权，将南航物流并入上市公司财务报表。截至 2022 年底，通过南航物流，南航共计持有 15 架 B777 全货机、894 架客机的腹舱资源，及 15 架自营货站。（全货机方面，南航物流的全货机业务通过 15 架自有 B777 全货机自主运营。散航货运方面，南航物流通过南方航空获得客机腹舱资源，同时通过内部结算体系，进行客机腹舱货运业务的结算。）

南航物流已完成混改，当前仍在筹备上市。南航拟将南航物流分拆至上交所主板上市，且

分拆上市后，南航仍为南航物流的控股股东。2023年3月28日，南航发布公告《关于分拆所  
属子公司南方航空物流股份有限公司至上海证券交易所主板上市的预案》，目前等待上交所正  
式通知，以完成上市进程。南航物流分拆上市后，仍按55%持股比例并入南航报表。

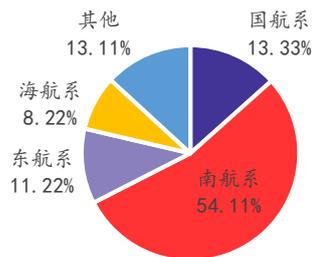
## （二）航网概述：“广州+北京”双枢纽布局下，国内国际并重发展

### 1、“广州+北京”双枢纽布局：南呼北应，辐射全国，联通世界

**广州白云枢纽：**立足华南一线城市广州，兼具粤港澳大湾区腹地&中国南方国际门户的  
战略位置，是南航国内国际业务并重发展的大本营。未来将对标世界一流中转枢纽。考虑到广州  
处于粤港澳大湾区腹地，以中国连接东南亚&南半球的门户枢纽位置，2009年开始，公司坚持  
其“澳洲战略”、“广州之路”发展规划，作为主基地航司持续深耕广州白云枢纽，加密广州白  
云出发、到达的国际直飞航班，并打造其成为南北半球航班中转枢纽。此外，2019年，广州白  
云机场作为合作方，升级打造“144小时过境免签”政策，为拉动主基地航司南航的国际客流量  
进一步提供了有力支撑。

2023夏秋航季，南航系（包括重庆航、厦航、河北航、江西航）在广州白云机场的时刻份  
额达54.11%位列第一，且远高于其他航司，份额优势稳固。

图26：2023夏秋航季广州白云机场国内航司份额占比



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

表5：南航广州白云枢纽的发展规划及重要政策

发展规划及政策	提出时间	主要内容
“澳洲战略”	2009年	将澳洲作为南航国际化转型的突破口。
“广州之路”	2012年	重点打造广州枢纽，以广州为支点，连接欧洲、亚洲、大洋洲。
144小时过境免签	2019年	53个适用国家的旅客，自广州白云机场入境，停留不超过144小时且不离开口岸，可免办签证。
“4小时航空交通圈”		广州与国内、东南亚主要城市实现4小时内抵达。
“12小时航空交通圈”		广州与全球城市实现12小时内抵达。

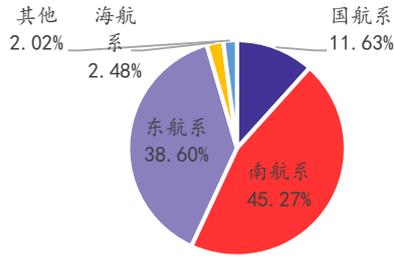
资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

**北京大兴枢纽：**进军北京市场，与广州总部形成“南呼北应”，南航迎来新发展机遇。在  
北京，作为北京大兴国际机场最大的主基地航空公司，南航集团拥有超过40%的时刻资源。  
2020冬春航季开始，南航往返北京航班全部转至大兴机场。南航在大兴机场还运营着亚洲跨  
度最大的机库、亚洲最大的运行控制中心和航空食品生产基地。到2025年，南航预计将在北  
京大兴国际机场投入飞机超过200架，日起降航班超过900班次。

2023夏秋航季，南航系（包括重庆航、厦航、河北航、江西航）在北京大兴机场的时刻份

额达 45.27% 位列第一，且远高于其他航司，份额优势稳固。

图27：2023 夏秋航季北京大兴机场国内航司份额占比



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

**2、国内航线概述：坚守一线城市主干线份额优势，进一步提升二线城市下沉市场通达性**

南航“爪字型”航网辐射全国，最大范围覆盖国内主要城市。南航国内航网的基地布局呈现“爪字型”：1) 大湾区主战场：以广州总部枢纽为核心，连接汕头、深圳、珠海，把握大湾区建设，同时布局海口基地，覆盖海南；2) 东部战场：由厦门、上海，连接大连、沈阳、吉林、哈尔滨，覆盖东北三省（即原北方航空所在基地）；3) 西部战场：由南宁、贵阳、重庆，连接新疆乌鲁木齐次枢纽（即原新疆航空所在基地）；4) 京广经济带战场：以北京大兴机场枢纽为核心，由郑州、武汉、长沙（即原中原航空所在基地），连接广州总部，覆盖整个京广经济带。

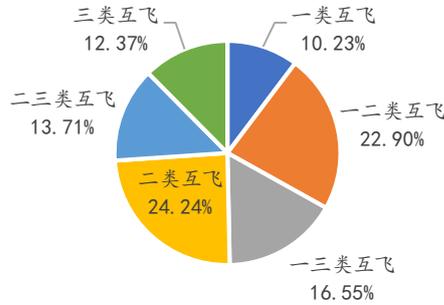
图28：南方航空国内航网结构示意图



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

南航在国内一线城市机场具有丰富时刻资源，在广州白云、北京大兴、深圳宝安时刻份额排名第一。基于广州、北京两个枢纽基地，及“爪字型”国内航网布局规划，南航在国内一线城市具有丰富的时刻资源。2023 夏秋航季，南航在广州白云机场、北京大兴机场分别拥有 54.11%（前文已提到）、45.27%的时刻份额（前文已提到），在深圳宝安机场拥有 31.36%的时刻份额，在广州白云、北京大兴、深圳宝安份额占比均位列第一。

图29：2023 夏秋航季南航国内航线航班量结构



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

南航在一线城市丰富时刻资源，赋予其国内核心商务主干线承运优势。2023 夏秋航季，南航在京广线时刻份额占比约 46%，是该条国内商务主干线的第一大承运人。南航在京深线、广蓉线的时刻份额占比分别为 27.6%、37.8%，份额也高于国航、东航，为国内第一大承运人。

表6：2023 夏秋航季国内一类互飞航线时刻主要航司份额占比情况

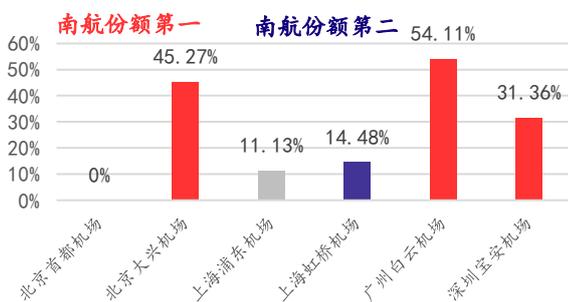
		国航系占比	南航系占比	东航系占比
北京首都-上海浦东	ZBAAZSPD	27.3%	0%	0%
北京大兴-上海浦东	ZBADZSPD	25.0%	18.8%	31.3%
上海浦东-北京首都	ZSPDZBAA	36.4%	0%	0%
上海浦东-北京大兴	ZSPDZBAD	29.4%	23.5%	35.3%
北京首都-上海虹桥	ZBAAZSSS	34.8%	0%	54.3%
北京大兴-上海虹桥	ZBADZSSS	0%	37.5%	62.5%
上海虹桥-北京首都	ZSSSZBAA	42.3%	0%	44.2%
上海虹桥-北京大兴	ZSSSZBAD	0%	50.0%	50.0%
<b>京沪线整体</b>		<b>31.21%</b>	<b>9.2%</b>	<b>40.5%</b>
北京首都-广州白云	ZBAAZGGG	54.5%	0%	0%
北京大兴-广州白云	ZBADZGGG	2.3%	75.0%	18.2%
广州白云-北京首都	ZGGGZBAA	69.0%	0%	0%
广州白云-北京大兴	ZGGGZBAD	2.3%	70.5%	20.5%
<b>京广线整体</b>		<b>24.5%</b>	<b>46.0%</b>	<b>12.2%</b>
北京首都-深圳宝安	ZBAAZGSZ	54.1%	0%	0%
北京大兴-深圳宝安	ZBADZGSZ	7.4%	55.6%	25.9%
深圳宝安-北京首都	ZGSZZBAA	59.1%	0%	0%
深圳宝安-北京大兴	ZGSZZBAD	5.4%	67.6%	21.6%
<b>京深线整体</b>		<b>34.5%</b>	<b>27.6%</b>	<b>10.3%</b>
北京首都-成都双流	ZBAAZUUU	80.0%	0%	0%
北京大兴-成都双流	ZBADZUUU	0%	54.5%	45.5%
成都双流-北京首都	ZUUUZBAA	86.7%	0%	0%
成都双流-北京大兴	ZUUUZBAD	0%	33.3%	66.7%

<b>京蓉线整体</b>		<b>61.3%</b>	<b>12.0%</b>	<b>14.7%</b>
上海浦东-广州白云	ZSPDZGGG	10.5%	21.1%	26.3%
上海虹桥-广州白云	ZSSSZGGG	4.5%	29.5%	38.6%
广州白云-上海浦东	ZGGGZSPD	10.0%	20.0%	30.0%
广州白云-上海虹桥	ZGGGZSSS	4.3%	25.5%	44.7%
<b>沪广线整体</b>		<b>6.2%</b>	<b>25.4%</b>	<b>37.7%</b>
上海浦东-深圳宝安	ZSPDZGSZ	47.4%	5.3%	10.5%
上海虹桥-深圳宝安	ZSSSZGSZ	9.5%	33.3%	33.3%
深圳宝安-上海浦东	ZGSZZSPD	42.9%	9.5%	9.5%
深圳宝安-上海虹桥	ZGSZZSSS	9.1%	31.8%	36.4%
<b>沪深线整体</b>		<b>20.6%</b>	<b>24.6%</b>	<b>27.0%</b>
上海浦东-成都双流	ZSPDZUUU	41.7%	0%	20.8%
上海虹桥-成都双流	ZSSSZUUU	27.3%	0%	54.5%
成都双流-上海浦东	ZUUUZSPD	45.5%	0%	18.2%
成都双流-上海虹桥	ZUUUZSSS	18.2%	0%	72.7%
<b>沪蓉线整体</b>		<b>36.8%</b>	<b>0%</b>	<b>33.8%</b>
广州白云-成都双流	ZGGGZUUU	26.3%	36.8%	0%
成都双流-广州白云	ZUUUZGGG	27.8%	38.9%	0%
<b>广蓉线整体</b>		<b>27.0%</b>	<b>37.8%</b>	<b>0%</b>
深圳宝安-成都双流	ZGSZZUUU	60.0%	0%	0%
成都双流-深圳宝安	ZUUUZGSZ	60.0%	0%	0%
<b>深蓉线整体</b>		<b>60.0%</b>	<b>0%</b>	<b>0%</b>

资料来源: Pre-flight, 中国银河证券研究院整理

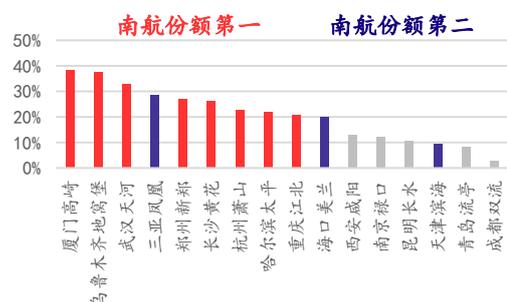
南航在我国主要二线城市机场也具有显著的時刻份额优势, 二线城市的高增长潜力赋予其成长弹性。2023 夏秋航季, 在国内主要二线城市中, 南航在厦门高崎机场、乌鲁木齐地窝堡机场、武汉天河机场、郑州新郑机场、长沙黄花机场、杭州萧山机场、哈尔滨太平机场、重庆江北机场等二类机场, 時刻份额占比均为国内第一; 在三亚凤凰机场、海口美兰机场、天津滨海机场等二类机场, 時刻份额占比位列第二。

图30: 2023 夏秋航季国内主要一类机场南航時刻占比



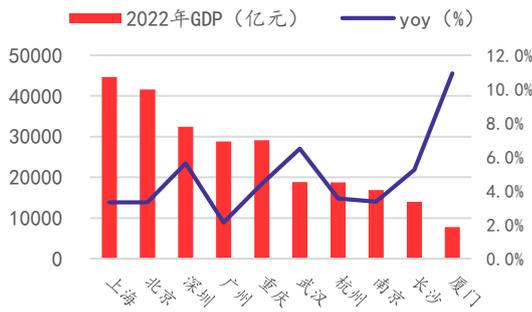
资料来源: Pre-flight, 中国银河证券研究院整理

图31: 2023 夏秋航季国内主要二类机场南航時刻占比



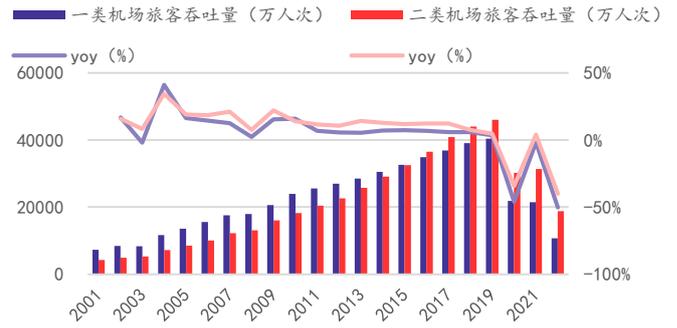
资料来源: Pre-flight, 中国银河证券研究院整理

图32: 南航覆盖的主要一、二线城市具有较高的经济增长潜力



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图33: 南航覆盖的主要一、二线城市机场吞吐量呈现稳步增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

对应其覆盖的主要一、二线城市, 南航推出商务快线产品“南航快线”, 或将有效增强各优质商务干线的客户粘性。2023年3月26日, 伴随2023年夏秋航季开启, 南航的“南航快线”产品正式升级, 内容包括: 13个热门航空出行城市(广州、北京、深圳、上海、杭州、成都、武汉、西安、昆明、重庆、郑州、南京、长沙), 15条航线(广州-北京/上海/杭州/成都/武汉/西安/昆明/重庆/郑州/南京、北京-深圳/成都/长沙、深圳-上海/杭州)。

“南航快线”产品主要投放于国内高市场容量、高航班密度的优质商务干线;“南航快线”产品的核心目的, 是增强优质商务干线市场的客户粘性。

图34: “南航快线”包含13个热门城市、15条航线, 覆盖国内主要商务干线



资料来源: 南航APP, 中国银河证券研究院整理

图35：“南航快线”具有“快线化”特征



资料来源：南航APP，中国银河证券研究院整理

图36：“南航快线”提供便捷的退改签政策

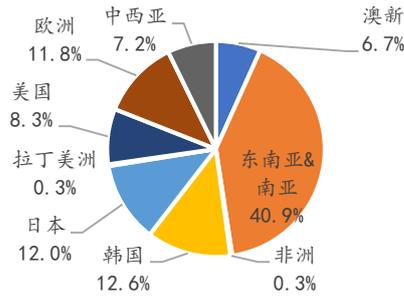


资料来源：南航APP，中国银河证券研究院整理

### 3、国际航线概述：巩固东南亚、澳新市场份额优势，增投日韩市场，稳步恢复欧美市场

南航基于“广州+北京”双枢纽战略，国际航网布局突出东南亚、南半球航线优势，增加投放日韩、欧美航线，实现全球化覆盖布局。基于南航的枢纽基地所处区位及战略规划，南航的国际航网布局遵循以下原则：1) 广州白云枢纽：作为东南亚线、澳新线及其他南半球航线的主要发展基地；2) 北京大兴枢纽：作为欧美线、日韩线及其他北亚、东北亚航线的新增长点；3) 新疆乌鲁木齐枢纽：主要负责辐射中亚、西亚、中东等西部国际航线。

图37：2019 夏秋航季南航国际航线航班量结构

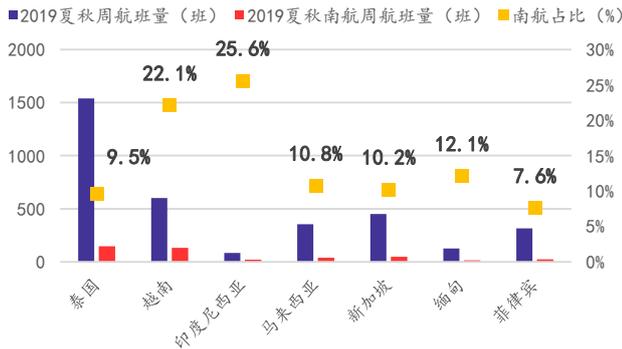


资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

南航是东南亚、澳新航线第一大承运人，航班量全球领先。澳新航线方面，2019 夏秋航季时刻排班情况来看（疫情及“五个一”政策开始前），南航在中澳航线、中新航线中，计划航班量份额占比分别达到 39.3%、39.5%，是国内澳新航线的第一大承运人。

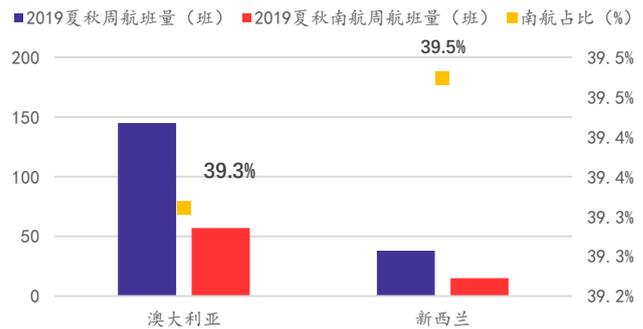
东南亚航线方面，2019 夏秋航季，南航在中国-东南亚航线的计划航班量份额占比达到约 15%。其中，南航在中国-越南、中国-马来西亚航线的份额占比达到 22.1%、25.6%，在中国-泰国、中国-新加坡、中国-缅甸、中国-菲律宾等热门航线也均有重点布局。

图38：2019 夏秋航季南航主要东南亚航线航班量及占比情况



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

图39：2019 夏秋航季南航主要澳新航线航班量及占比情况

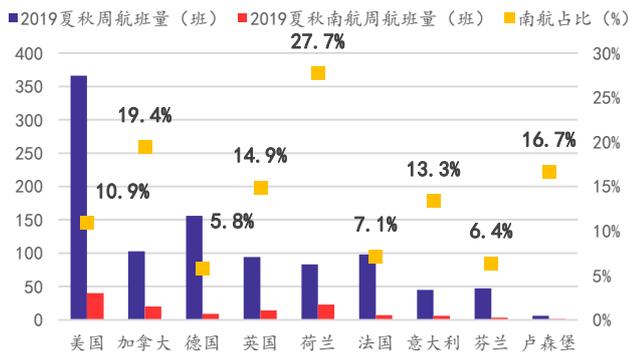


资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

南航在欧美、日韩的重要航点均有深耕布局，打造多条精品航线。未来将进一步优化布局投放。欧洲航线方面，2019 年夏秋航季，南航在中国-法国（巴黎）、中国-荷兰（阿姆斯特丹）、中国-德国（法兰克福）、中国-英国（伦敦）等深耕多年的欧洲精品航线上，时刻及计划航班量有重点布局投放，其中，中国-荷兰（阿姆斯特丹）航线计划航班量的份额占比达 27.7%。美国航线方面，2019 年夏秋航季，南航在中美航线的计划航班量份额占比约 10.9%，其中，中国-美国（纽约）、中国-美国（洛杉矶）等航线持续作为其精品航线予以重点布局投放。

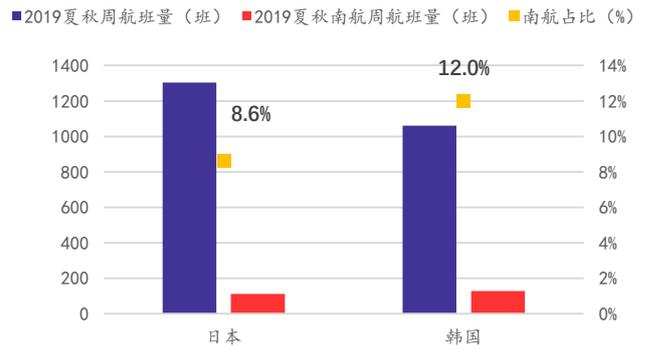
日韩航线方面，2019 年夏秋航季，南航在中日航线、中韩航线的计划航班量占比分别约为 8.6%、12%。南航在东京、大阪、名古屋、北海道、首尔、釜山、济州岛等航点城市均有重点布局。

图40：2019 夏秋航季南航主要欧美线航班量及占比情况



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

图41：2019 夏秋航季南航主要日韩线航班量及占比情况



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

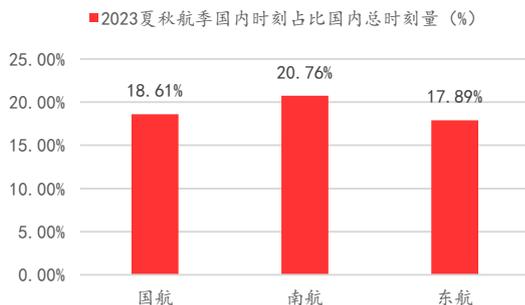
### （三）发展机遇及投资看点：短期受益于国内航线率先复苏，中长期享受国际航线广阔成长空间

#### 1、国内航线：坚持公司在国内航线份额优势，年内国内航线率先复苏，公司有望在最大程度上获益

2023 年国内及短途洲内国际航线的率先复苏仍为主要逻辑，南航国内航线份额优势显著，有望最大程度获益。2023 年初至今，伴随新冠疫情缓解及管控措施优化，国内、国际航线的航班量、旅客量较前均有显著恢复，但因航权谈判、签证、地面保障等方面的问题（前文已提到），国际航线恢复速度慢于国内航线。预计 2023 年国内航线航班量恢复至 2019 年的 130%-150%，国际航线恢复至 2019 年的 60%-70%。由此，我们认为，2023 年内，国内航线及短途洲内航线的率先复苏仍为主要逻辑。同时，叠加考虑国际航线加速复苏下，疫情期间投放于国内航线的宽体机重回国际航线，国内航线的运力供过于求局面或将得到有效缓解，国内干线票价水平有望上修。

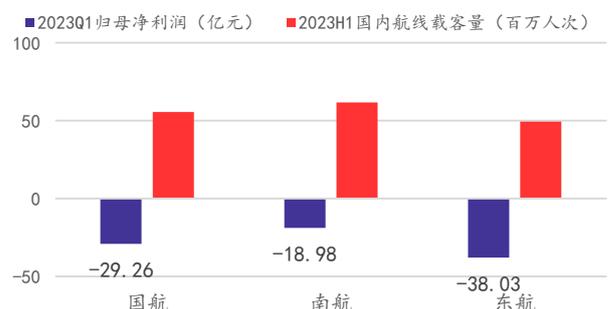
因南航在国内大航中，国内航线占比最高，其业绩表现有望在最大程度上获益于国内航线率先复苏带来的业务量及票价增长。

图42：2023 夏秋南航在三大航中国内时刻占比最高



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

图43：2023 年初以来南航客运量、净利润率先恢复



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

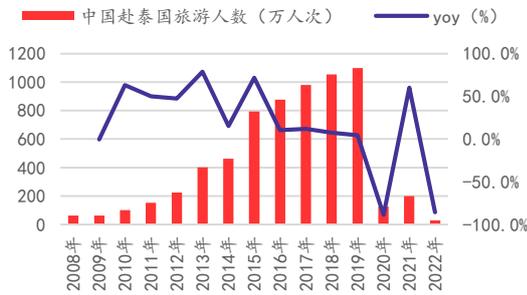
#### 2、东南亚航线：公司优势所在，近年来赴东南亚出境游发展速度快，南航在东南亚市场份额领先，有望最大程度获益

东南亚出境游市场蓬勃发展，相关产业链迎来快速成长机会。2010 年开始，东南亚旅游业开始蓬勃发展。因东南亚国家具有：1) 距离短、行程适中，签证办理流程少、速度快，免签及落地签等政策提供便利；2) 物价低，旅游消费物美价廉；3) 常年气候怡人，具有丰富的自然景观资源（海滩、岛屿、热带雨林等）；4) 具有独特的人文景观、宗教文化；5) 当地华

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

人集中，与中国文化接近度更高；等区位优势，近年来，东南亚出境游受到中国旅客的广泛欢迎，带来赴东南亚出境游相关产业链的快速成长。

图44：2008-2022年中国赴泰国旅游人数呈快速增长



资料来源：泰国旅游局，中国银河证券研究院整理

图45：2016-2019年中国赴东南亚航班量呈快速增长态势



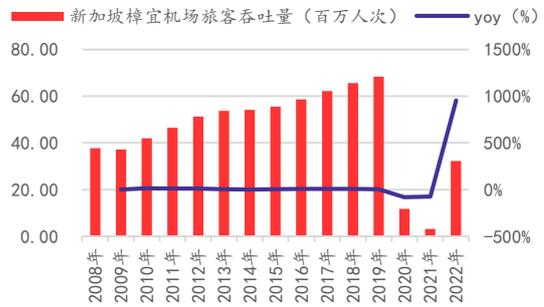
资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

图46：2008-2022年新加坡樟宜机场起降架次稳步增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图47：2008-2022年新加坡樟宜机场旅客吞吐量稳步增加



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

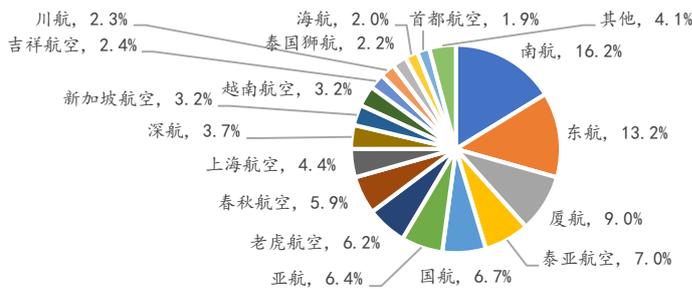
图48：2023年五一假期出境游目的地TOP10排名中东南亚国家占5个



资料来源：携程，中国银河证券研究院整理

综上所述，南航在东南亚航线市占率份额第一，或最大程度获益于东南亚出境游市场的快速增长，未来其东南亚航线业务具有较好的增长潜力。截至2023年7月，南航在东南亚航线中市占率份额超16%，位列第一，远高于国航、东航及其他东南亚廉航。一方面，南航广州总部作为东南亚国家往来中国的门户枢纽，区位优势显著；另一方面，南航作为全服务航司，与东南亚本地低成本廉航相比，在服务品质、安全飞行等方面，对旅客具有更大的吸引力。我们认为，考虑到近几年东南亚旅游及航空市场快速增长，南航作为在东南亚航线中市占率份额第一的航司，其东南亚航线业务也将具有较好的增长潜力。

图49：2023年7月东南亚航线主要航司份额占比



资料来源：OAG，中国银河证券研究院整理

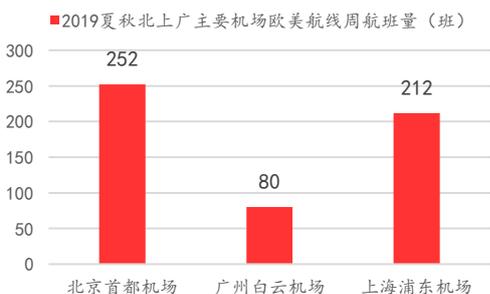
南航与马航签订联营合作协议，进一步强化其作为东南亚航线最大承运人的优势。2023年7月，南航与马来西亚航空签署代码共享协议。协议约定：自2023年7月6日起，将在双方执飞的广州-吉隆坡航线、北京大兴-吉隆坡等航线上，开展代码共享合作。

### 3、欧美航线：北京大兴枢纽提供发展机遇，当前南航在欧美市场占比小，未来有最大发展空间

南航作为主基地航司进驻北京大兴枢纽，迎来新增时刻溢出，为开辟新航线提供先决条件。2020冬春航季开始，南航在北京全部航班转场至大兴机场，成为北京大兴机场的主基地航司。大兴机场、首都机场的时刻容量分别为1050架次/日、1350架次/日，即大兴机场投产后，为北京地区带来时刻增量，而因南航作为大兴机场的主基地航司份额领先，在最大程度上获益于“一市两场”下北京的新增时刻溢出。

北京市场提供优质高端客户群体，为南航带来增量长线洲际出境游需求。北京作为中国首都，1) 经济发达，居民收入及消费水平高，洲际出境旅游需求更多；2) 大型企业众多，赴欧美地区商务出行需求更多；3) 作为文化教育中心，高校众多，赴欧美留学等需求更为集中。从2019夏秋航季时刻排班数据来看，北京出发的欧美航班数量在国内领先，高于上海、广州。

图50：北京首都出发的欧美航班量高于广州白云、上海浦东



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理

图51：南航在北京大兴机场的时刻占比稳步提升



资料来源：Pre-flight，中国银河证券研究院整理



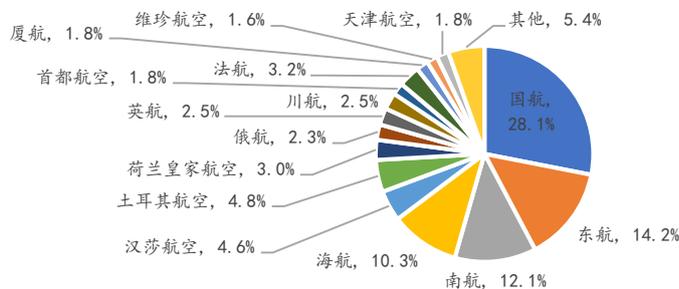
表7: 南航欧美航线主要联营合作伙伴

合作伙伴	合作时间	涉及航线	合作内容
美航	2017年3月	广州-洛杉矶、广州-旧金山、广州-纽约、沈阳-洛杉矶；达拉斯-北京、达拉斯-上海、洛杉矶-北京、洛杉矶-上海等。	美航参股 2.68% 股权；航班代码共享，便捷化值机及中转接驳，休息室、常旅客计划共享，旅客忠诚度计划。
法荷航	2018年7月	广州-巴黎、广州-阿姆斯特丹、北京-巴黎、北京-阿姆斯特丹等。	航班代码共享，便捷化值机及中转接驳，休息室、常旅客计划共享。
英航	2019年12月	广州-伦敦、北京-伦敦、上海-伦敦等；英国境内中转（爱丁堡、曼彻斯特、格拉斯哥、纽卡斯尔、贝尔法斯特）。	航班代码共享，便捷化值机及中转接驳，休息室、常旅客计划共享。

资料来源：公司官网，中国银河证券研究院整理

综上所述，南航在欧美市场有广阔的发展空间。截至 2023 年 7 月，南航在欧美航线中市占率份额为 12.1%，低于国航、东航。我们认为，中长期维度来看，一方面，伴随南航持续深耕北京大兴枢纽，北京市场高端消费客群贡献需求增量；另一方面，未来一段时间内航权谈判、签证等问题逐步解决，赴欧美公商务、留学及出境旅游客流加速修复；叠加与欧美当地航司代码共享合作持续深化，南航在欧美市场中具有较大的发展空间。

图55: 2023年7月欧美航线主要航司份额占比



资料来源：OAG，中国银河证券研究院整理

#### 4、日韩航线：日韩航线利润率高，是未来着力发展的方向

日韩航线具有较高盈利水平，对标春秋航空的成功经验，是未来有利可图的方向。因日韩航线具有优势：1) 航距短，单位客收水平相对更高，同时单位运营成本相对更低；2) 日韩地区经济发达，出境游开支较高，对标更高收入群体，对票价敏感性较低；3) 日韩航空业完成新一轮整合，当前形成双寡头格局，竞争格局出清改善，对于票价形成支撑。综合以上优势，日韩航线利润率较高，基本在淡、旺季均能为航司带来盈利贡献。

图56: 春秋航空坚持不断增投日韩航线的发展战略



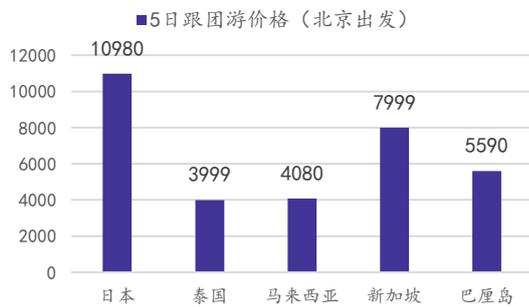
资料来源: Pre-flight, 中国银河证券研究院整理

图57: 2015-2022年春秋航空国际航线毛利率持续提升



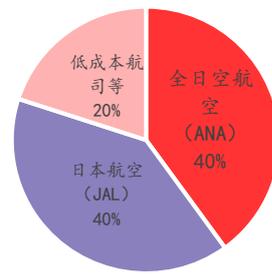
资料来源: 春秋航空公司年报, 中国银河证券研究院整理

图58: 日本出境游消费额高于东南亚国家, 对标更高收入群体



资料来源: 马蜂窝, 中国银河证券研究院整理

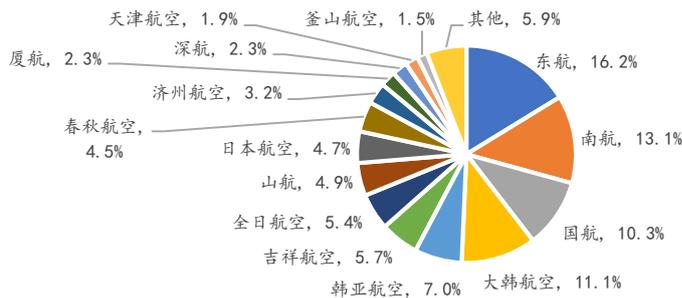
图59: 当前日本航空业形成双寡头市场格局



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合考虑, 公司未来增加日韩航线投放, 将对盈利能力带来正向贡献。截至2023年7月, 南航在日韩航线中市占率份额为13.1%, 在国内位列第二, 低于东航, 高于国航。我们认为, 考虑到日韩航线具有较为优异的盈利性, 公司近几年开始增加对日韩市场的布局投放, 或将为公司盈利水平带来正向贡献。叠加考虑下半年日本团队游签证解禁后, 公司日韩航线业务有望进一步贡献盈利。

图60: 2023年7月日韩航线主要航司份额占比



资料来源: OAG, 中国银河证券研究院整理

### 三、盈利预测和估值

#### (一) 盈利预测

##### 【收入端】:

1、国内：假设 2023 年/2024 年/2025 年南航国内航线 rpk 分别为 2019 年同期的 120%/145%/167%（即 2024 年/2025 年南航国内 rpk 较 2023 年，同比分别+20%/+15%）。叠加考虑到后疫情时代民航市场供需结构优化调整、及国内票价市场化趋势，假设 2023 年/2024 年/2025 年南航国内客公里收益同比分别+1.5%/+5%/+5%。

2、国际：假设 2023 年/2024 年/2025 年南航国际航线 rpk 分别为 2019 年同期的 50%/80%/100%。考虑到后疫情时代，国际航班增班，国际票价水平回调，假设 2023 年/2024 年/2025 年南航国际客公里收益同比分别-70%/-30%/-15%，即至 2025 年，国际航线票价接近 2019 年同期水平。

3、地区：假设 2023 年/2024 年/2025 年南航地区航线 rpk 分别为 2019 年同期的 70%/100%/110%（考虑到台湾地缘政治原因，中长期可能损失一部分潜在客流）。考虑到后疫情时代，港澳台航班直飞及中转航班增班，票价水平回调，假设 2023 年/2024 年/2025 年南航地区客公里收益同比分别-70%/-5%/-1.5%，即至 2025 年，地区航行票价接近 2019 年同期水平。

4、货运：考虑到后疫情时代，航空货运市场回归常态化，短期量价均有回调，假设 2023 年/2024 年/2025 年南航货运 rtk 同比分别-8%/+3%/+3%。假设 2023 年/2024 年/2025 年南航货运吨公里收益同比分别-40%/-30%/+5%。

##### 【成本端】:

假设 2023 年/2024 年/2025 年，南航的毛利率分别为 7%/8.5%/10%。

##### 【资本开支】:

南航资本开支的 90%为航材购置（飞行器、相关零部件等）。根据公司往年飞机引进节奏，假设公司的 Capex 每年稳定在约 150 亿元。

表8: 公司盈利预测表

	2019A	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入 (亿元)</b>	<b>1543.2</b>	<b>925.6</b>	<b>1016.4</b>	<b>870.6</b>	<b>1673.3</b>	<b>2010.0</b>	<b>2360.3</b>
yoy (%)		-40.0%	9.8%	-14.3%	92.2%	20.1%	17.4%
毛利率 (%)	12.09%	-2.5%	-2.5%	-21.6%	7.3%	8.5%	10.0%
<b>1.国内航线客运收入 (亿元)</b>	<b>1015.2</b>	<b>574.6</b>	<b>681.8</b>	<b>494.6</b>	<b>1212.8</b>	<b>1540.8</b>	<b>1860.6</b>
yoy (%)		-43.4%	18.7%	-27.5%	145.2%	27.1%	20.8%
<b>量: 国内 rpk (亿客公里)</b>	1952.4	1401.37	1482.3	969.89	2342.9	2834.9	3260.1
yoy (%)		-28.2%	5.8%	-34.6%	141.6%	21.0%	15.0%
<b>占 2019 年比例 (%)</b>				<b>49.7%</b>	<b>120.0%</b>	<b>145.2%</b>	<b>167.0%</b>
<b>价: 国内 rrpck (元/客公里)</b>	0.52	0.41	0.46	0.51	0.52	0.54	0.57
yoy (%)			10%	11%	2%	5%	5%
<b>2.国际航线客运收入 (亿元)</b>	<b>337.05</b>	<b>125.43</b>	<b>65.19</b>	<b>98.28</b>	<b>259.27</b>	<b>290.38</b>	<b>308.53</b>
yoy (%)		-62.8%	-48.0%	50.8%	163.8%	12.0%	6.3%
<b>量: 国际 rpk (亿客公里)</b>	864.23	130.66	40.49	49.14	432.12	691.38	864.23
yoy (%)		-84.9%	-69.0%	21.3%	779.4%	60.0%	25.0%
<b>占 2019 年比例 (%)</b>				<b>5.69%</b>	<b>50%</b>	<b>80%</b>	<b>100%</b>
<b>价: 国际 rrpck (元/客公里)</b>	0.39	0.96	1.61	2.00	0.60	0.42	0.36
yoy (%)			67.7%	24.2%	-70.0%	-30.0%	-15.0%
<b>3.地区航线客运收入 (亿元)</b>	<b>24.44</b>	<b>2.51</b>	<b>2.22</b>	<b>4.66</b>	<b>18.20</b>	<b>24.71</b>	<b>26.77</b>
yoy (%)		-89.7%	-11.6%	109.8%	291.1%	35.7%	8.4%
<b>量: 地区 rpk (亿客公里)</b>	32.59	2.39	1.52	1.75	22.81	32.59	35.85
yoy (%)		-92.7%	-36.4%	14.8%	1203.6%	42.9%	10.0%
<b>占 2019 年比例 (%)</b>				<b>5.37%</b>	<b>70%</b>	<b>100%</b>	<b>110%</b>
<b>价: 地区 rrpck (元/客公里)</b>	0.75	1.05	1.46	2.66	0.80	0.76	0.75
yoy (%)			39.05%	82%	-70.0%	-5.0%	-1.5%
<b>4.货运收入 (亿元)</b>	<b>96.30</b>	<b>164.69</b>	<b>198.94</b>	<b>209.02</b>	<b>115.88</b>	<b>83.55</b>	<b>90.36</b>
yoy (%)		71.0%	20.8%	5.1%	-44.6%	-27.9%	8.2%
<b>量: 货运 rtk (亿吨公里)</b>	75.83	72.55	77.11	73.86	68.25	70.29	72.40
yoy (%)		-4.3%	6.3%	-4.2%	-7.6%	3.0%	3.0%
<b>架: rftk (元/亿吨公里)</b>	1.27	2.27	2.58	2.83	1.70	1.19	1.25
yoy (%)		78.7%	13.7%	9.7%	-40.0%	-30.0%	5.0%
<b>5.其他 (亿元)</b>	<b>70.18</b>	<b>58.42</b>	<b>68.25</b>	<b>63.99</b>	<b>67.19</b>	<b>70.55</b>	<b>74.07</b>
yoy (%)		-16.8%	16.8%	17.0%	5.0%	5.0%	5.0%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理及预测

经测算，预计 2023-2025 年，公司分别实现营收 1673.33 亿元/2010.03 亿元/2360.3 亿元，同比增长+92.21%/+20.12%/+17.43%；实现归母净利润 22.99 亿元/60.72 亿元/114.64 亿元，同比增长+107.04%/+164.04%/+88.82%；每股收益 EPS 分别为 0.13 元/0.34 元/0.63 元，对应 PE 50.99X/19.31X/10.23X。

**表9：公司盈利预测主要财务指标（亿元）**

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	925.61	1,016.44	870.59	1,673.33	2,010.03	2,360.30
YOY	-40.02%	9.81%	-14.35%	92.21%	20.12%	17.43%
归母净利润	-108.42	-121.03	-326.82	22.99	60.72	114.64
YOY	-509.0%	-11.6%	-170.03%	107.04%	164.04%	88.82%
EPS(元/股)	-0.71	-0.71	-1.80	0.13	0.34	0.63
PE	-10.28	-12.15	-5.84	50.99	19.31	10.23

资料来源：中国银河证券研究院整理

## （二）绝对估值

我们使用 FCFF（实体现金流量）法进行估值。参数假设如下：

**表10：FCFF 参数假设**

	假设数值	参考依据
无风险利率 Rf=	2.67%	十年期国债收益率
Rm=	5.24%	十年沪深 300 平均收益率
β=	1.0	时间窗=60 周（考虑到疫情期间公司经营环境发生巨大变化）
Kd=	4.96%	税前债务资本成本参照长期贷款基准利率
WACC=	5.01%	加权平均资本成本，计算可得
有效税率=	23%	参考公司历史所得税率数据
预测期年数	3 年	2023-2025 年：以相关数据以盈利预测为准
过渡期年数	7 年	2026-2032 年：公司进入平稳增长期，假设过渡期增长率 7%
永续增长率 g	0.5%	假设公司永续增长率为 0.5%

资料来源：中国银河证券研究院整理

根据模型估算结果，公司股价目标价格为 13.72 元，当前股价存在低估，未来仍有估值修复空间。敏感性分析结果如下：

**表11：FCFF 估值敏感性分析（元）**

永续增长率	WACC						
	3.51%	4.01%	4.51%	5.01%	5.51%	6.01%	6.51%
0.35%	25.69	20.34	16.29	13.11	10.56	8.46	6.71
0.40%	26.18	20.69	16.55	13.31	10.71	8.58	6.81
0.45%	26.69	21.05	16.81	13.51	10.87	8.71	6.91
0.50%	27.21	21.42	17.09	<b>13.72</b>	11.03	8.84	7.02
0.55%	27.75	21.80	17.36	13.93	11.20	8.97	7.12
0.60%	28.31	22.19	17.65	14.15	11.36	9.10	7.23
0.65%	28.50	22.21	17.56	13.98	11.15	8.85	6.95

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 四、风险提示

新冠疫情反复带来的风险,航空出行需求复苏不及预期的风险,原油价格大幅上涨的风险,汇率波动的风险。

## 附录：

**表：财务报表和主要财务比率**

资产负债表 (亿元)					利润表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>327.71</b>	<b>480.63</b>	<b>638.07</b>	<b>901.38</b>	营业收入	870.59	1673.33	2010.03	2360.30
现金	202.40	322.34	464.27	705.19	营业成本	1058.62	1551.36	1839.18	2124.27
应收账款	26.56	32.54	39.08	45.89	营业税金及附加	2.40	5.30	6.24	7.24
其它应收款	19.43	31.23	35.86	46.28	营业费用	45.55	66.93	80.40	94.41
预付账款	6.19	10.66	12.13	13.68	管理费用	35.60	50.20	60.30	70.81
存货	13.87	24.56	27.46	31.06	财务费用	92.40	59.24	65.69	68.82
其他	59.26	59.30	59.27	59.28	资产减值损失	-5.82	-4.81	-5.23	-6.20
<b>非流动资产</b>	<b>2792.30</b>	<b>2958.52</b>	<b>3114.19</b>	<b>3174.10</b>	公允价值变动收益	-3.88	0.00	0.00	0.00
长期投资	62.05	62.92	64.62	66.14	投资净收益	5.55	5.68	8.62	10.24
固定资产	908.10	979.53	1034.41	1077.40	营业利润	-321.99	20.67	59.21	114.88
无形资产	65.47	70.83	74.13	77.54	营业外收入	7.10	5.00	5.00	5.00
其他	1756.68	1845.25	1941.04	1953.03	营业外支出	0.37	1.00	1.00	1.00
<b>资产总计</b>	<b>3120.01</b>	<b>3439.15</b>	<b>3752.26</b>	<b>4075.47</b>	利润总额	-315.26	24.67	63.21	118.88
<b>流动负债</b>	<b>1414.58</b>	<b>1466.24</b>	<b>1549.39</b>	<b>1628.28</b>	所得税	21.72	1.77	3.01	4.31
短期借款	536.74	586.74	606.74	616.74	净利润	-336.98	22.90	60.20	114.57
应付账款	143.51	150.83	178.81	206.53	少数股东损益	-10.16	-0.10	-0.52	-0.08
其他	734.33	728.67	763.84	805.01	归属母公司净利润	-326.82	22.99	60.72	114.64
<b>非流动负债</b>	<b>1154.29</b>	<b>1399.11</b>	<b>1569.11</b>	<b>1699.11</b>	EBITDA	17.02	467.19	524.02	677.73
长期借款	153.16	213.16	243.16	253.16	EPS (元)	-1.80	0.13	0.34	0.63
其他	1001.13	1185.95	1325.95	1445.95					
<b>负债合计</b>	<b>2568.87</b>	<b>2865.35</b>	<b>3118.50</b>	<b>3327.39</b>					
少数股东权益	140.57	140.47	139.96	139.88					
归属母公司股东权益	410.57	433.32	493.80	608.20					
<b>负债和股东权益</b>	<b>3120.01</b>	<b>3439.15</b>	<b>3752.26</b>	<b>4075.47</b>					

现金流量表 (亿元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>34.65</b>	<b>509.74</b>	<b>560.68</b>	<b>713.05</b>
净利润	-336.98	22.90	60.20	114.57
折旧摊销	247.09	383.28	395.13	490.03
财务费用	90.45	63.28	72.13	78.11
投资损失	-5.55	-5.68	-8.62	-10.24
营运资金变动	35.74	50.45	47.64	46.50
其它	3.90	-4.49	-5.80	-5.91
<b>投资活动现金流</b>	<b>-54.07</b>	<b>-539.28</b>	<b>-536.37</b>	<b>-533.78</b>
资本支出	-68.97	-543.93	-542.98	-542.18
长期投资	9.07	-1.20	-2.02	-1.85
其他	5.83	5.84	8.62	10.24
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2.99</b>	<b>149.72</b>	<b>117.87</b>	<b>61.89</b>
短期借款	285.58	50.00	20.00	10.00
长期借款	-0.73	60.00	30.00	10.00
其他	-281.86	39.72	67.87	41.89
<b>现金净增加额</b>	<b>-15.67</b>	<b>119.94</b>	<b>141.93</b>	<b>240.92</b>

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 yoy	-14.35%	92.21%	20.12%	17.43%
营业利润 yoy	-125.14%	106.42%	186.44%	94.02%
归属母公司净利润 yoy	-170.03%	107.04%	164.04%	88.82%
毛利率	-21.60%	7.29%	8.50%	10.00%
净利率	-37.54%	1.37%	3.02%	4.86%
ROE	-79.60%	5.31%	12.30%	18.85%
ROIC	-9.56%	2.30%	3.25%	4.37%
资产负债率	82.34%	83.32%	83.11%	81.64%
净负债比率	466.10%	499.36%	492.06%	444.79%
流动比率	0.23	0.33	0.41	0.55
速动比率	0.18	0.26	0.35	0.49
总资产周转率	0.27	0.51	0.56	0.60
应收帐款周转率	31.37	56.63	56.13	55.55
应付帐款周转率	7.98	10.54	11.16	11.03
每股收益	-1.80	0.13	0.34	0.63
每股经营现金	0.19	2.81	3.09	3.93
每股净资产	2.27	2.39	2.73	3.36
P/E	—	50.99	19.31	10.23
P/B	2.86	2.71	2.37	1.93
EV/EBITDA	187.85	6.59	5.97	4.47
P/S	1.35	0.70	0.58	0.50

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理及预测

## 图目录

图 1: 2019-2023 年中国航空客运市场指数 .....	3
图 2: 2019-2023 年中国民航承运人客运发展指数 .....	3
图 3: 2023 年 6 月三大航国内 ask、rpk 恢复率及客座率 .....	4
图 4: 2023 上半年我国国内航线客运量已超过 2019 年同期水平 .....	4
图 5: 2023 年 6 月三大航国际 ask、rpk 恢复率及客座率 .....	5
图 6: 2023 上半年我国国际航线客运量呈加速恢复态势 .....	5
图 7: 2023 年 6 月三大航地区 ask、rpk 恢复率及客座率 .....	6
图 8: 2023 上半年我国地区航线客运量呈加速恢复态势 .....	6
图 9: 2019-2022 年南航客公里收益 rrpck (单位: 元/客公里) .....	8
图 10: 2019-2023 年布伦特原油价格 .....	9
图 11: 2017-2022 年三大航燃油成本 (单位: 亿元) .....	9
图 12: 2017-2023 年美元兑人民币汇率 .....	9
图 13: 2017-2022 年三大航汇兑损益 (单位: 亿元) .....	9
图 14: 2002 年南航兼并中原航空、北方航空、新疆航空 .....	10
图 15: 南航股权结构图 .....	11
图 16: 南方航空主要分、子、联营公司示意图 .....	11
图 17: 2022 年南航机队情况 .....	12
图 18: 全球航空客运量排名 TOP10 (单位: 百万收入客公里) .....	12
图 19: 2022 年南航在三大航中客运量、营收规模领先 .....	12
图 20: 2022 年南航国内、国际及地区航线营收占比 .....	13
图 21: 2022 年三大航国内、国际及地区航线营收 (单位: 亿元) .....	13
图 22: 2023 夏秋航季三大航国内时刻份额占比 .....	13
图 23: 2022 年三大航国内客运量份额占比 .....	13
图 24: 2022 年南航客运、货运业务营收占比 .....	13
图 25: 2022 年三大航客运、货运业务营收 (单位: 亿元) .....	13
图 26: 2023 夏秋航季广州白云机场国内航司份额占比 .....	14
图 27: 2023 夏秋航季北京大兴机场国内航司份额占比 .....	15
图 28: 南方航空国内航网结构示意图 .....	15
图 29: 2023 夏秋航季南航国内航线航班量结构 .....	16
图 30: 2023 夏秋航季国内主要一类机场南航时刻占比 .....	17
图 31: 2023 夏秋航季国内主要二类机场南航时刻占比 .....	17
图 32: 南航覆盖的主要一、二线城市具有较高的经济增长潜力 .....	18
图 33: 南航覆盖的主要一、二线城市机场吞吐量呈现稳步增长 .....	18
图 34: “南航快线”包含 13 个热门城市、15 条航线,覆盖国内主要商务干线 .....	18
图 35: “南航快线”具有“快线化”特征 .....	19
图 36: “南航快线”提供便捷的退改签政策 .....	19
图 37: 2019 夏秋航季南航国际航线航班量结构 .....	20
图 38: 2019 夏秋航季南航主要东南亚航线航班量及占比情况 .....	20
图 39: 2019 夏秋航季南航主要澳新航线航班量及占比情况 .....	20
图 40: 2019 夏秋航季南航主要欧美线航班量及占比情况 .....	21
图 41: 2019 夏秋航季南航主要日韩线航班量及占比情况 .....	21
图 42: 2023 夏秋南航在三大航中国内时刻占比最高 .....	21
图 43: 2023 年初以来南航客运量、净利润率先恢复 .....	21
图 44: 2008-2022 年中国赴泰国旅游人数呈快速增长 .....	22
图 45: 2016-2019 年中国赴东南亚航班量呈快速增长态势 .....	22
图 46: 2008-2022 年新加坡樟宜机场起降架次稳步增加 .....	22
图 47: 2008-2022 年新加坡樟宜机场旅客吞吐量稳步增加 .....	22
图 48: 2023 年五一假期出境旅游目的地 TOP10 排名中东南亚国家占 5 个 .....	22
图 49: 2023 年 7 月东南亚航线主要航司份额占比 .....	23
图 50: 北京首都出发的欧美航班量高于广州白云、上海浦东 .....	23

图 51: 南航在北京大兴机场的时刻占比稳步提升.....	23
图 52: 北京首都机场线全程需 37 分钟.....	24
图 53: 北京大兴机场线全程需 19 分钟（用时少于首都机场线）.....	24
图 54: 大兴机场站设置在机场航站楼内，节省旅客行走时间.....	24
图 55: 2023 年 7 月欧美航线主要航司份额占比.....	25
图 56: 春秋航空坚持不断增投日韩航线的发展战略.....	26
图 57: 2015-2022 年春秋航空国际航线毛利率持续提升.....	26
图 58: 日本出境游消费额高于东南亚国家，对标更高收入群体.....	26
图 59: 当前日本航空业形成双寡头市场格局.....	26
图 60: 2023 年 7 月日韩航线主要航司份额占比.....	26

## 表目录

表 1: 2020-2023 年新冠疫情期间国内民航业相关政策文件.....	3
表 2: 2023 年全球主要区域国际航班恢复进展.....	5
表 3: 中国公民出境团体旅游目的地国名单.....	6
表 4: 2023 年下半年我国民航 ask 恢复情况的场景分析 (三大航 ask 加总口径, 单位: 百万客公里) .....	7
表 5: 南航广州白云枢纽的发展规划及重要政策.....	14
表 6: 2023 夏秋航季国内一类互飞航线时刻主要航司份额占比情况.....	16
表 7: 南航欧美航线主要联营合作伙伴.....	25
表 8: 公司盈利预测表.....	28
表 9: 公司盈利预测主要财务指标 (亿元) .....	29
表 10: FCFE 参数假设.....	29
表 11: FCFE 估值敏感性分析 (元) .....	29

## 分析师简介及承诺

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

宁修齐，交通运输行业分析师。芝加哥大学硕士，中国人民大学金融学学士，2019年加入中国银河证券研究院，从事交通运输行业研究。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来6-12个月，行业指数相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来6-12个月，公司股价相对于基准指数（沪深300指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒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。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

### 机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 [suyiyun\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:suyiyun_yj@chinastock.com.cn)

程曦 0755-83471683 [chengxi\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:chengxi_yj@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

陆韵如 021-60387901 [luyunru\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:luyunru_yj@chinastock.com.cn)

北京地区：田薇 010-80927721 [tianwei@chinastock.com.cn](mailto:tianwei@chinastock.com.cn)

唐嫚玲 010-80927722 [tangmanling\\_bj@chinastock.com.cn](mailto:tangmanling_bj@chinastock.com.cn)

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)