

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	6.09
总股本/流通股本(亿股)	181.21 / 126.73
总市值/流通市值(亿元)	1,104 / 772
52 周内最高/最低价	8.21 / 5.58
资产负债率(%)	82.3%
市盈率	-3.21
第一大股东	中国南方航空集团有限公司

研究所

分析师: 曾凡喆
SAC 登记编号: S1340523100002
Email: zengfanzhe@cnpsec.com

南方航空(600029)

业绩初步兑现，实现历史同期次优盈利

● 南方航空披露 2023 年三季报

南方航空披露 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 1194.9 亿元，同比增长 70.3%，实现归母净利润 13.2 亿元，同比扭亏，其中第三季度营业收入 476.6 亿元，同比增长 62.4%，实现归母净利润 42.0 亿元，同比扭亏。

● 旺季运营同比大幅改善，实现量价齐升驱动收入增长

民航暑运旺季市场表现良好，公司运投、运量及客座率表现均显著好转，三季度公司 ASK、RPK 同比分别增长 76.8%、105.1%，恢复至 19 年同期的 97.3%、93.3%，客座率重回 80% 以上，三季度为 80.22%，同比提高 11.04pct，相比 19 年同期下降 3.44pct，单位运价相比 19 年同期有所上行，驱动收入大幅增长。

● 单位非油成本接近 19 年同期，费用稳定业绩符合预期

三季度国际油价环比上行，同比下降，因业务量增长，公司航油成本环比及同比均有所上升。非油成本整体稳定，随着运力不断消化，公司单位非油成本呈现逐步下行态势，与 19 年同期差距逐步收窄。费用端，三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 3.81%、1.99%、0.31%、同比分别提高 0.16pct、下降 0.77pct、下降 0.05pct，财务费用方面，因美元对人民币汇率企稳，实现一定汇兑收益，三季度公司财务费用率为 2.42%，同比下降 10.01pct。整体来看，公司业绩为历史同期次优，基本符合预期。

● 盈利预测及投资建议

2023 年民航机队引进速度保持低位，供给约束仍然存在，随着民航需求持续增长，国际航线持续修复优化市场结构，2024-2025 年民航市场景气度有望持续向上。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 1595.5 亿元、1929.8 亿元、2088.6 亿元，同比分别增长 83.3%、21.0%、8.2%，实现归母净利润分别为 -4.7 亿元、100.7 亿元、155.6 亿元，同比分别减亏 98.6%、增长 2262.4%、增长 54.6%。2023 年 10 月 27 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 11.0X、7.1X。

● 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

■ 盈利预测和财务指标

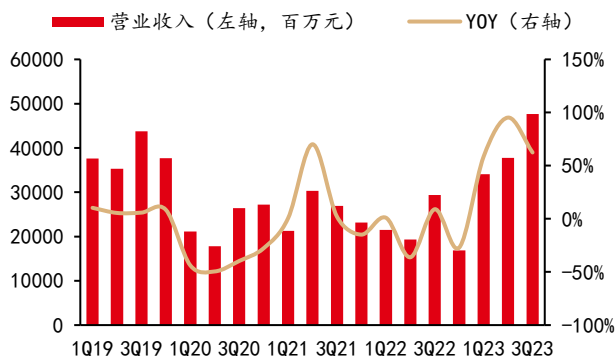
项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	87059	159547	192982	208862
增长率(%)	-14.35	83.26	20.96	8.23
EBITDA（百万元）	1702.00	11703.00	22744.35	29287.75
归属母公司净利润（百万元）	-32682.00	-465.63	10068.73	15562.39
增长率(%)	-170.03	98.58	2262.37	54.56
EPS(元/股)	-1.80	-0.03	0.56	0.86
市盈率(P/E)	-3.38	-237.00	10.96	7.09
市净率(P/B)	2.69	2.70	2.15	1.64
EV/EBITDA	187.85	26.05	13.07	9.75

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

1 南方航空披露 2023 年三季报

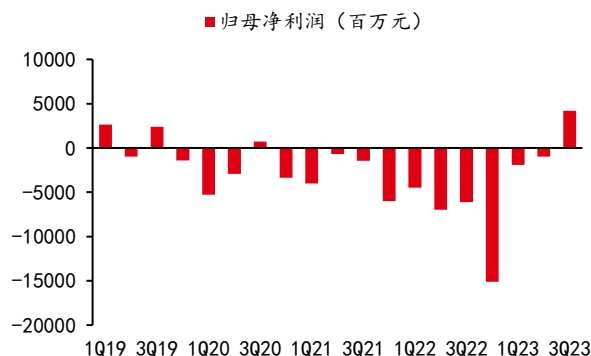
南方航空披露 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 1194.9 亿元，同比增长 70.3%，实现归母净利润 13.2 亿元，同比扭亏，其中第三季度营业收入 476.6 亿元，同比增长 62.4%，实现归母净利润 42.0 亿元，同比扭亏。

图表1：南方航空季度营业收入及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表2：南方航空季度归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 旺季运营同比大幅改善，实现量价齐升驱动收入增长

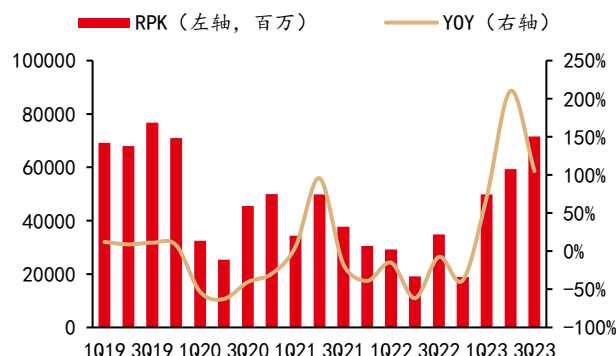
民航暑运旺季市场表现良好，公司运投、运量及客座率表现均显著好转，三季度公司 ASK、RPK 同比分别增长 76.8%、105.1%，恢复至 19 年同期的 97.3%、93.3%，客座率重回 80% 以上，三季度为 80.22%，同比提高 11.04pct，相比 19 年同期下降 3.44pct，单位运价相比 19 年同期有所上行，驱动收入大幅增长。

图表3：南方航空季度 ASK 及同比增速



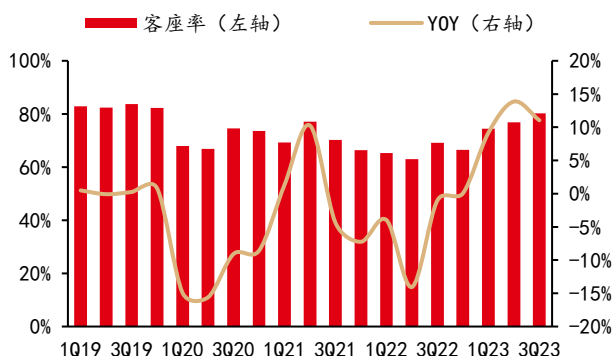
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：南方航空季度 RPK 及同比增速



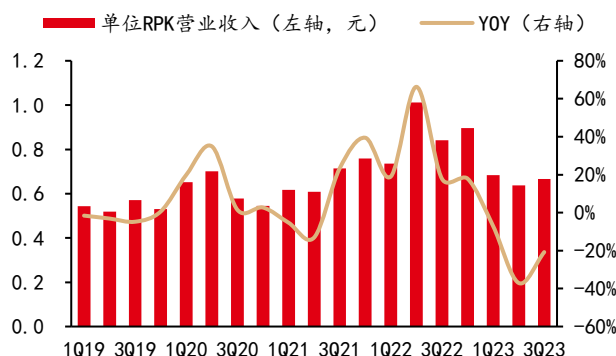
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表5：南方航空季度客座率及同比变化



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表6：南方航空季度单位 RPK 营业收入

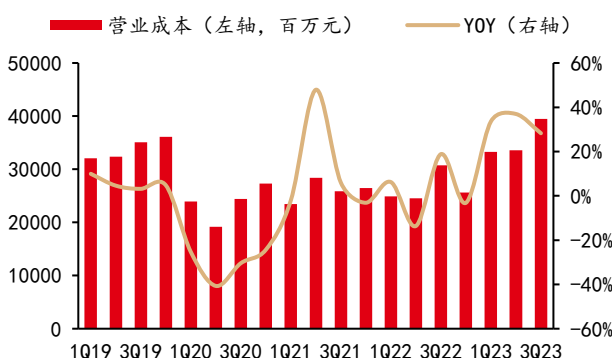


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

3 单位非油成本接近 19 年同期，费用稳定业绩符合预期

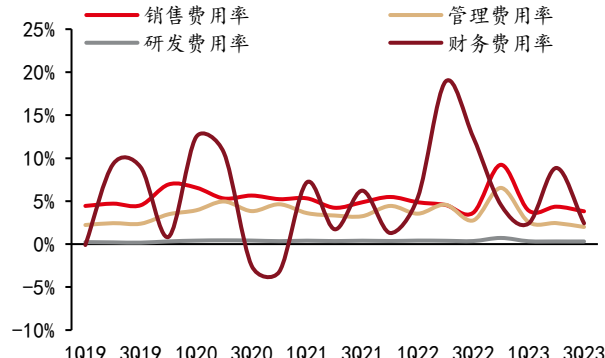
三季度国际油价环比上行，同比下降，因业务量增长，公司航油成本环比及同比均有所上升。非油成本整体稳定，随着运力不断消化，公司单位非油成本呈现逐步下行态势，与 19 年同期差距逐步收窄。费用端，三季度公司销售、管理、研发费用率分别为 3.81%、1.99%、0.31%、同比分别提高 0.16pct、下降 0.77pct、下降 0.05pct，财务费用方面，因美元对人民币汇率企稳，实现一定汇兑收益，三季度公司财务费用率为 2.42%，同比下降 10.01pct。整体来看，公司业绩为历史同期次优，基本符合预期。

图表7：南方航空季度成本及同比增速



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：南方航空季度费用率走势



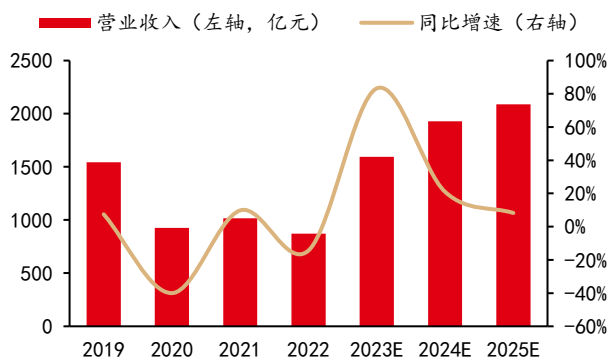
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 盈利预测及投资建议

2023 年民航机队引进速度保持低位，供给约束仍然存在，随着民航需求持续增长，国际航线持续修复优化市场结构，2024-2025 年民航市场景气度有望持续向上。预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 1595.5 亿元、1929.8 亿元、2088.6 亿元，同比分别增长 83.3%、21.0%、

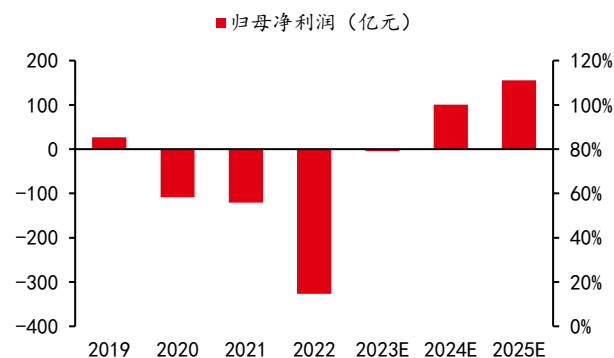
8.2%，实现归母净利润分别为-4.7 亿元、100.7 亿元、155.6 亿元，同比分别减亏 98.6%、增长 2262.4%、增长 54.6%。2023 年 10 月 27 日公司收盘价对应 2024-2025 年预测 EPS 的 PE 估值分别为 11.0X、7.1X。

图表9：南方航空收入预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

图表10：南方航空盈利预测



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所预测

5 风险提示：

宏观经济下滑，民航需求复苏不及预期，油价持续高位，汇率贬值，安全事故。

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	主要财务比率	2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	87059	159547	192982	208862	营业收入	-14.3%	83.3%	21.0%	8.2%
营业成本	105862	146240	167438	176535	营业利润	-125.1%	97.0%	1,219.9%	59.7%
税金及附加	240	300	400	450	归属于母公司净利润	-170.0%	98.6%	2,262.4%	54.6%
销售费用	4555	6744	7762	8150	获利能力				
管理费用	3560	3872	4515	5082	毛利率	-21.6%	8.3%	13.2%	15.5%
研发费用	389	500	600	700	净利率	-37.5%	-0.3%	5.2%	7.5%
财务费用	9240	7257	6279	6064	ROE	-79.6%	-1.1%	19.6%	23.1%
资产减值损失	-582	-300	-400	-400	ROIC	-9.6%	2.4%	6.0%	7.6%
营业利润	-32199	-972	10883	17376	偿债能力				
营业外收入	710	550	600	650	资产负债率	82.3%	82.3%	80.0%	76.2%
营业外支出	37	100	200	200	流动比率	0.23	0.17	0.25	0.30
利润总额	-31526	-522	11283	17826	营运能力				
所得税	2172	-42	903	1783	应收账款周转率	31.37	45.02	39.41	37.42
净利润	-33698	-480	10380	16044	存货周转率	57.29	105.94	110.74	109.30
归母净利润	-32682	-466	10069	15562	总资产周转率	0.27	0.51	0.60	0.62
每股收益(元)	-1.80	-0.03	0.56	0.86	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-1.80	-0.03	0.56	0.86
货币资金	20240	8022	18176	24776	每股净资产	2.27	2.25	2.83	3.71
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	2656	4432	5361	5802	PE	-3.38	-237.00	10.96	7.09
预付款项	619	585	670	706	PB	2.69	2.70	2.15	1.64
存货	1387	1625	1860	1961	现金流量表				
流动资产合计	32771	22928	35222	43087	净利润	-33698	-480	10380	16044
固定资产	90810	99407	107576	115360	折旧和摊销	24709	4967	5182	5397
在建工程	33322	32258	31406	30725	营运资本变动	3574	-4464	3938	2005
无形资产	6547	6547	6547	6547	其他	8880	5691	5575	5412
非流动资产合计	279230	286390	293957	301310	经营活动现金流净额	3465	5715	25075	28859
资产总计	312001	309317	329179	344397	资本开支	-6897	-11750	-11800	-11750
短期借款	53674	54174	55174	51174	其他	1490	473	249	349
应付票据及应付账款	14351	18280	20930	22067	投资活动现金流净额	-5407	-11277	-11551	-11401
其他流动负债	73433	62569	66496	69128	股权融资	6162	-18	0	0
流动负债合计	141458	135023	142600	142369	债务融资	1410	-462	3000	-4500
其他	115429	119393	120893	119893	其他	-7273	-6201	-6370	-6357
非流动负债合计	115429	119393	120893	119893	筹资活动现金流净额	299	-6681	-3370	-10857
负债合计	256887	254416	263493	262262	现金及现金等价物净增加额	-1567	-12218	10154	6600
股本	18121	18121	18121	18121					
资本公积金	52775	52757	52757	52757					
未分配利润	-32679	-32815	-23851	-10218					
少数股东权益	14057	14043	14354	14835					
其他	2840	2795	4305	6640					
所有者权益合计	55114	54901	65686	82135					
负债和所有者权益总计	312001	309317	329179	344397					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《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，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，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。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002 年 9 月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本 50.6 亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街 17 号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路 1080 号邮储银行大厦 3 楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道 9023 号国通大厦二楼

邮编：518048