



Research and
Development Center

航空巨头经营修复，盈利改善弹性可期

—南方航空(600029)公司深度报告

2024年1月8日

左前明 能源行业首席分析师
执业编号 S1500518070001
联系电话 010-83326712
邮箱 zuoqianming@cindasc.com

证券研究报告

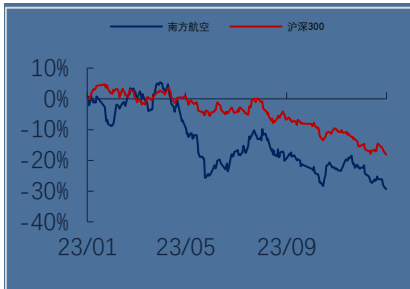
公司研究

公司深度报告

南方航空(600029)

投资评级 买入

上次评级



资料来源：聚源，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	5.50
52周内股价波动区间(元)	8.21-5.50
最近一月涨跌幅(%)	-8.33
总股本(亿股)	181.21
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	996.65

资料来源：聚源，信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

南方航空(600029.SH)深度报告：航空巨头经营修复，盈利改善弹性可期

2024年01月08日

本期内容提要：

◆规模领先，经营韧性凸显，前三季度归母净利实现扭亏

公司历史积淀深厚，为国内最大航司之一，控股多家地方航司。2023年前三季度，公司实现营业收入1195亿元，较2019年同期同比+2.4%，基本恢复至2019年同期水平；归母净利实现扭亏，对应录得13.20亿元，同比增长107.5%，较2019年同比-67.6%。扣汇净利方面，只考虑美元情况，扣除汇兑损失影响，我们预计公司23H1归母净利润约-18.1亿元，23Q2归母净利润约4.86亿元，同比19Q2增长150.7%，二季度已实现扣汇盈利。

◆国际航线复苏持续，行业迎来多重利好

1) **供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善。**短期看，行业供需回升，运力恢复快于需求，客座率持续修复。10月全国民航客运旅客量和航班量分别较2019年同比-1.7%、-4.0%；10月运力ASK、周转量RPK较2019年同期同比分别-1.8%、-5.0%，客座率较2019年差距收窄至2.7pct。中长期看，需求提升、供给增速放缓，行业盈利上升空间可期。

2) **票价端：航司单位RPK营业收入超过2019年同期水平。**23Q3，南航、国航、东航、春秋、吉祥单位RPK营业收入分别0.67、0.71、0.67、0.49、0.58元，较2019年同期分别提升16.8%、13.8%、12.8%、15.8%、7.8%。

3) **油汇：近期油价回落、人民币汇率走强。**油价方面，2023年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，近期有所回落，油价整体波动幅度较2022年减小，但均价较2019年仍在高位。汇率方面，2023年上半年，中间价美元兑人民币汇率上涨较多，近期人民币汇率走强，汇率有所回落，波动幅度放缓。

◆双枢纽网络型航司，降本创效保障业绩

1) **航网布局：京广枢纽南北呼应，航线网络覆盖密集。**公司不断强化以广州、北京为核心的枢纽网络战略，形成了发达的航线网络。2016~2022年南航在行业中的RPK占比一直位居首位，2023年前11个月，南航RPK占比为23.9%，为航司占比最高。

国内线：航班时刻总量多，高收益航线市占率高。2023年冬春航季，公司国内客运周度航班时刻量达到16508架次，总量领先其余航司；航线资源看，一线城市互飞时刻占比达到22.3%。航班量排名前20位的城市间航线中，公司市占率排名第一位的有10条、排名第二位的有5条，基本均为公商务旅客资源丰富的航线。

国际线：东南亚和澳新地区航线市占率为航司最高。2014-2019年，南航国际线运力投入年均增速18.4%，高于国航的12.4%及东航的15.7%年均增速；对应客座率由79.5%提升至82.7%，一直位居航司前列。国际航线具体区域看，2023年冬春航季航班时刻中，南航在东南亚地区、日韩地区、澳新地区航班量最多，占比分别45.3%、31.7%、9.2%；在国内航司中市占率分别18.9%、12.6%、37.6%，市占率领先。

2) **成本费用：管控能力优秀，2019年前单位ASK成本稳中有降。**单位ASK燃油成本端，各航司基本趋势一致，2020年后南航成本管控相对较强，2020~2022年单位ASK燃油成本均保持最低。单位ASK非油成

本端，2019年前南航和国航单位ASK非油成本水平基本一致，稳中略降，均低于东航；2019年后，南航成本管控能力凸显，在航司中基本保持最低水平，至2022年南航单位ASK非油成本达到0.4758元，显著低于国航的0.6241元和东航的0.5443元。期间费用方面，2013-2022年期间，南航期间费用率一直保持在三大航司中最低水平。

3) 运营表现：经营韧性凸显，大航中复苏最快。ASK方面，2023年年初至11月末，南航运力较2019年恢复率由74.9%提升至91.5%，恢复率一直领先于其余航司。RPK方面，旅客周转量略慢于运力恢复，南航恢复度显著强于其余航司。至11月末公司累计收入客公里恢复至2019年同期的86.0%，显著高于国航的80.2%和东航的81.2%。客座率方面，至11月末，公司较2019年同期差距已缩减至5.0pct，国航、东航累计客座率较2019年差距仍有8.6、7.9pct。

4) 未来看点：南航物流分拆上市，聚焦主业同时有望长期受益货运转型。公司拟分拆货运板块子公司南航物流上市，助力主业聚焦。分拆完成后，南航物流仍为上市公司并表子公司，公司持有其55%股权。中长期看，本次分拆上市完成后，南航股份和南航物流均能更加聚焦双方主业，提升业务发展能力，进而增厚公司未来整体盈利水平。

◆盈利预测与投资评级：我们预计公司2023-2025年实现归母净利5.09、90.26、132.88亿元，同比分别+101.56%、+1673.92%、+47.22%，对应每股收益分别为0.03、0.50、0.73元，现价对应PE分别为195.88、11.04、7.50倍。当前公司国内外航线恢复，供需关系加速改善，公司业绩有望提升。综合上述估值考虑，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

◆股价催化剂：年报业绩超预期，公司月度经营数据超预期等。

◆风险因素：出行需求恢复不及预期，国际航线恢复不及预期，油价大幅上涨风险，人民币大幅贬值风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	101,644	87,059	159,119	190,457	209,643
增长率 YoY %	9.8%	-14.3%	82.8%	19.7%	10.1%
归属母公司净利润(百万元)	-12,103	-32,682	509	9,026	13,288
增长率 YoY%	-11.6%	-170.0%	101.6%	1673.9%	47.2%
毛利率%	-2.5%	-21.6%	7.1%	13.2%	15.5%
净资产收益率ROE%	-17.9%	-79.6%	1.2%	17.8%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.67	-1.80	0.03	0.50	0.73
市盈率 P/E(倍)	—	—	195.88	11.04	7.50
市净率 P/B(倍)	1.47	2.43	2.40	1.97	1.56

资料来源：聚源，信达证券研发中心预测；股价为2024年1月8日收盘价

目录

投资聚焦	6
一、规模领先，经营韧性凸显	6
1.1 国内规模最大航司之一，控股多家地方航司	6
1.2 业务概述：客货运业务并重，营收快速恢复	7
1.3 运营情况：载容量回升、国内率先恢复，客座率修复仍需时间	8
1.4 财务表现：多项财务指标改善，前三季度归母净利润实现扭亏	10
二、国际航线复苏持续，行业迎来多重利好	11
2.1 供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善	11
2.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平	14
2.3 油汇：近期油价回落、人民币汇率走强	15
三、双枢纽网络型航司，降本创效保障业绩	18
3.1 航网布局：京广枢纽南北呼应，航线网络覆盖密集	18
3.2 成本费用：管控能力优秀，2019 年前单位 ASK 成本稳中有降	22
3.3 运营表现：经营韧性凸显，大航中复苏最快	23
3.4 未来看点：南航物流分拆上市，聚焦主业同时有望长期受益货运转型	24
四、盈利预测、估值与投资评级	26
4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 90.26 亿元	26
4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级	28
五、风险因素	29

表目录

表 1：南方航空历史沿革	6
表 2：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务	12
表 3：各航司未来飞机引进计划	13
表 4：民航国内航空运价政策演进	14
表 5：各航司油价变动 5% 对公司营业成本/净利润影响程度	16
表 6：各航司汇率变动 1% 对公司净利润影响程度	17
表 7：公司经营数据预测表	26
表 8：公司营收拆分及预测表	26
表 9：简易盈利预测表	27
表 10：南方航空 2010~2019 年 PE-TTM 均值为 20.96 倍	28
表 11：可比公司估值（截至 2024.1.8）	28

图目录

图 1：南方航空股权结构（截至 23H1）	7
图 2：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期同比+2.4%	8
图 3：23H1，公司客运业务收入同比高增 128%	8
图 4：23H1，公司货运业务收入同比-35.6%	8
图 5：23H1，公司客运/货运业务收入占比分别 84.9%/10.0%	8
图 6：截至 2023 年 11 月末，公司载容量较 2019 年同比-6.6%	9
图 7：截至 2023 年 11 月末，国内线载容量较 2019 年同比+2.1%	9
图 8：截至 2023 年 11 月末，公司 RPK 较 2019 年同比-20.5%	9
图 9：11 月底，公司客座率回升至 78.0%，较疫情前仍有差距	9
图 10：截至 2023 年 11 月底，公司合计运营 904 架飞机	9
图 11：2023~2025 年公司机队引进计划（单位：架次）	9
图 12：23Q1-3 公司毛利润较 2019 年同比-23.3%	10
图 13：23Q1-3 公司销售毛利率/净利率分别升至 11.0%/2.3%	10
图 14：前三季度，公司归母净利润已实现扭亏	10
图 15：截至 23Q3，公司资产负债率降至 81.1%	10
图 16：全国民航客运旅客量较 2019 年同期逐渐恢复	11
图 17：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减	11
图 18：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求	11
图 19：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄	11
图 20：2023 年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复	12
图 21：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓	13
图 22：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓	13
图 23：机长平均年龄近几年明显增加	13
图 24：2022 年机长执照数对应飞机架数比值较 19 年还有差距	13

图 25: 各航司单位 RPK 营收回升	14
图 26: 各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期	14
图 27: 2020 年后实行市场调节价的国内航线占比增至 36%	15
图 28: 主要航线票价在 2017-2023 年累计涨幅均在 70%以上	15
图 29: 航空煤油出厂价变化 (元/吨)	15
图 30: 五大航司燃油成本情况/亿元	15
图 31: 2023 年以来布伦特原油价格波动较小	16
图 32: 五大航司燃油成本占比对比	16
图 33: 航空燃油附加费波动情况	16
图 34: 2023 年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨, 三季度汇率小幅回落	17
图 35: 公司聚焦构建以广州、北京为核心的两大综合枢纽	18
图 36: 南航 RPK 占比常年保持首位, 2022 年占比 26.1%	18
图 37: 公司国内客运航班时刻量在三大航中领先	18
图 38: 公司一线城市互飞时刻占比最高, 达到 22.3%	18
图 39: 2023 年冬春航季航班计划的 top20 城市间航线中, 南航市占率排名第一的有 10 条、排名第二的有 5 条	19
图 40: 公司在广州白云机场航班时刻占比高达 47.9%	19
图 41: 公司在北京大兴机场航班时刻占比为 36.2%	19
图 42: 公司在深圳宝安机场航班时刻占比为 26.6%	19
图 43: 公司国际航线运力投入持续增加	20
图 44: 南航国际线 ASK 同比增速基本保持前列	20
图 45: 南航国际线客座率持续居前	20
图 46: 南航国际线航班量在东南亚、日韩、澳新地区最多	20
图 47: 2023 年冬春航季南航在澳新地区航班时刻占比 37.6%	21
图 48: 2023 年冬春航季南航在东南亚航班时刻占比 18.9%	21
图 49: 2023 年冬春航季南航在日本航班时刻占比 12.6%	21
图 50: 2023 年冬春航季南航在韩国航班时刻占比 25.5%	21
图 51: 2023 年冬春航季南航在欧洲地区航班时刻占比 12.6%	22
图 52: 2023 年冬春航季南航在欧洲地区航班时刻占比 23.0%	22
图 53: 各航司单位 ASK 燃油成本对比 (单位: 元)	22
图 54: 各航司单位 ASK 非油成本对比 (单位: 元)	22
图 55: 南航期间费用率一直较低且波动较小	23
图 56: 南航飞机平均日利用率水平基本保持前列	23
图 57: 至 11 月末, 南航累计 ASK 较 2019 年恢复率为 91.5%	23
图 58: 至 11 月末, 南航累计 RPK 较 2019 年恢复率为 86.0%	23
图 59: 至 11 月末, 南航累计客座率较 2019 年差距-0.5pct	24
图 60: 南航物流股权结构	24
图 61: 南航货运收入占比在 2022 年达到 24.0%	25
图 62: 至 23H1, 南航物流业务净利率为 16.1%	25

投资聚焦

南方航空为中国运输飞机最多、航线网络最发达、年客运量最大的航空公司，形成了密集覆盖国内、全面辐射亚洲、有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。公司业务经营平稳、复苏有序快速，成本费用管控优秀，具备经营强韧性。随国际航班加速恢复，需求逐渐释放，公司业绩向上确定性高。中长期看，票价市场化长期效应催化下，公司盈利中枢有望上行。

一、规模领先，经营韧性凸显

1.1 国内规模最大航司之一，控股多家地方航司

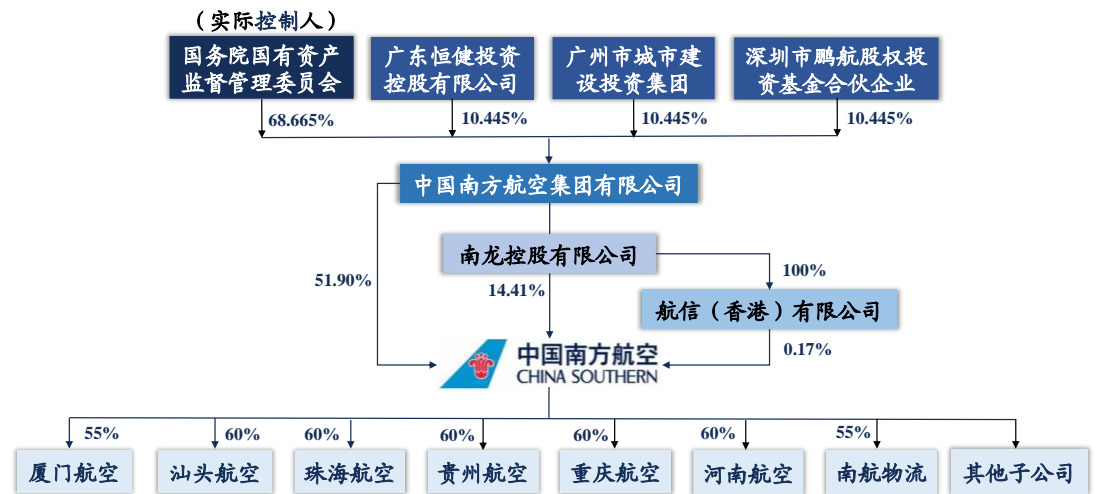
历史积淀深厚，国内最大航司之一。公司发起人南航集团的前身为中国民用航空广州管理局的一部分，1991年中国南方航空公司在国家工商局注册成；1995年中国南方航空(集团)公司以其相关的航空运输业务资产组建中国南方航空股份有限公司，同时更名为南航(集团)公司。1997年南航股份在中国香港和纽约两地挂牌上市，2003年7月成功登陆上交所，正式进入A股市场；2005年公司设立北京分公司，在北京基地增加宽体机型运营，拓展北京航空市场业务，构建除广州外的另一个主要枢纽，战略布局初步搭建。

表1：南方航空历史沿革

时间	事件
1991年	中国南方航空公司在国家工商管理总局注册成立
1995年	中国南方航空(集团)公司以其相关的航空运输业务资产组建中国南方航空股份有限公司
1997年	公司在中国香港、纽约两地挂牌上市
2002年	以南方航空(集团)公司为主体，联合中国北方航空公司和新疆航空公司，正式成立中国南方航空集团公司
2003年	在上海交易所上市
2004年	南航收购南航集团持有的中国北方航空公司、新疆航空公司的航空运输业务相关资产、负债
2005年	公司设立北京分公司，构建北京枢纽
2007年	公司正式加入天合联盟，与重庆市开发投资公司共同投资的重庆航空公司正式挂牌成立
2014年	公司控股子公司厦门航空收购河北航空
2018年	公司宣布自2019年1月1日起正式退出天合联盟
2019年	公司进驻北京大兴国际机场，开启广州-北京“双枢纽”时代
2023年	南航从纽交所退市，并计划分拆南航物流至上交所主板上市

资料来源：公司公告，公司招股说明书及年报，信达证券研发中心

实控人国资委，大股东为南航集团，公司控股、参股众多地方航司。公司实际控制人国务院国资委，控股股东为南航集团，南航集团直接持有公司51.90%的股份，并通过南龙控股间接持有公司14.41%的股份。公司现有北京、深圳等21家分公司和厦门航空等多家控股航空子公司，分子公司能较好地协调当地市场、机场、大客户、渠道等资源的优势，为枢纽输送中转客源。

图1：南方航空股权结构（截至 23H1）


资料来源：公司公告，截至 2023 年半年报，信达证券研发中心

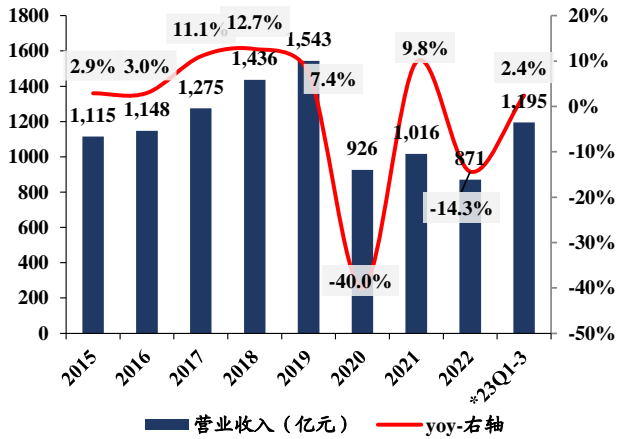
1.2 业务概述：客货运业务并重，营收快速恢复

南方航空以建设世界一流航空运输企业为出发点和落脚点，主要从事提供国内、地区和国际的航空客货运及航空相关服务。总体看，2022 年公司实现营业收入 871 亿元，同比-14.3%；2023 年前三季度，公司实现营业收入 1195 亿元，同比高增 70.3%，较 2019 年同期同比+2.4%，公司营收显著提升，基本恢复至 2019 年同期水平。细分业务来看：

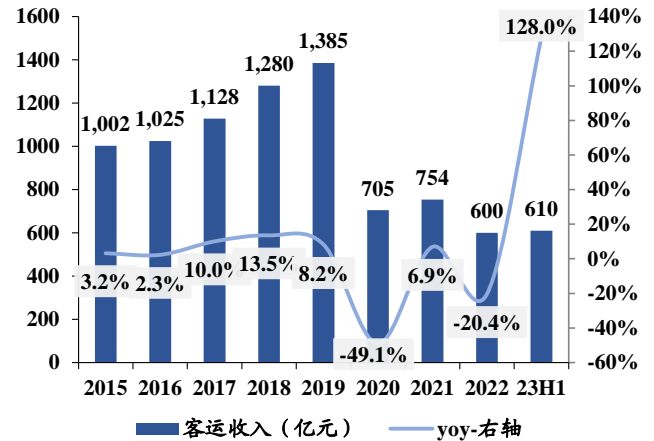
1) 航空客运业务：公司航线网络发达，形成了发达的航线网络，是目前国内年客运量最大的航空公司。2022 年公司实现客运收入 600.17 亿元，同比-20.4%，占总收入比重约 68.9%；2023 年上半年此项业务实现收入 609.58 亿元，同比+128.0%，较 2019 年同期同比-7.1%，客运收入显著增加，占比提升至 84.9%。

2) 航空货运及邮运业务：2022 年公司实现货运及邮运收入 208.84 亿元，同比+5.0%，占总收入比重约 24.0%；2023 年上半年此项业务收入实现 71.8 亿元，同比-35.6%，较 2019 年同期同比+62.8%。

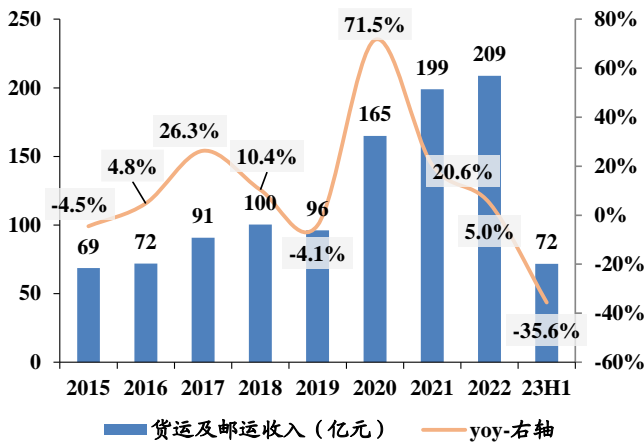
3) 其他业务：公司其他业务主要包括酒店及旅游服务、航空配餐服务、地面服务及其他服务等。2022 年公司实现其他业务收入 36.54 亿元，同比+17.3%，占总收入比重约 4.2%；2023 年上半年此项业务收入达到 22.7 亿元，同比+28.0%。

图2：23Q1-3 公司营收较 2019 年同期同比+2.4%


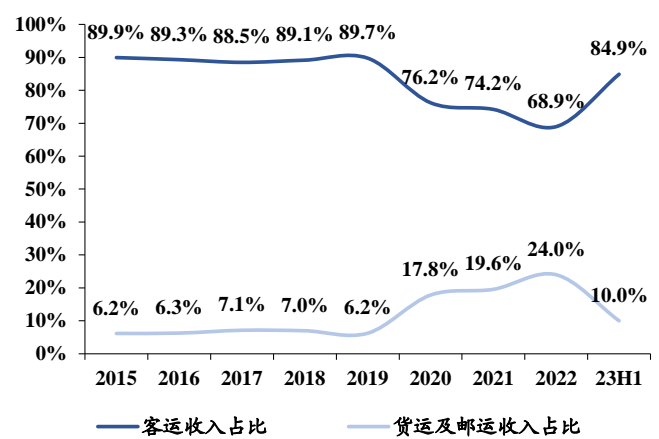
资料来源：Wind，信达证券研发中心
 注：23Q1-3 同比增速为相较于19Q1-3 情况

图3：23H1，公司客运业务收入同比高增 128%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图4：23H1，公司货运业务收入同比-35.6%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图5：23H1，公司客运/货运业务收入占比分别 84.9%/10.0%


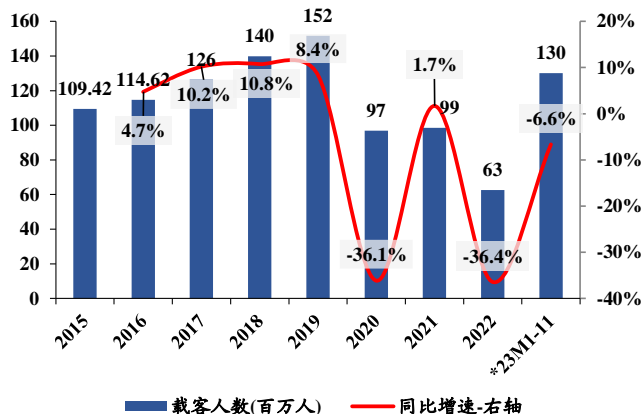
资料来源：Wind，信达证券研发中心

1.3 运营情况：载客量回升、国内率先恢复，客座率修复仍需时间

1) 旅客量情况：疫情前，公司年载客量均保持稳定增长；疫情三年期间旅客出行受到较大影响，公司载客量出现明显下滑；2023 年年初疫情政策调整后，旅客出行增加，截至 2023 年 11 月末，公司载客量达到 130 亿人次，大幅超过 2022 年全年载客量，较 2019 年同期同比-6.6%，仍有一定修复空间。具体区域看，国内线载客量已超过 2019 年同期，同比+2.1%，国际及地区线载客量仍有较大差距，较 2019 年同比-57.7%、-40.5%。

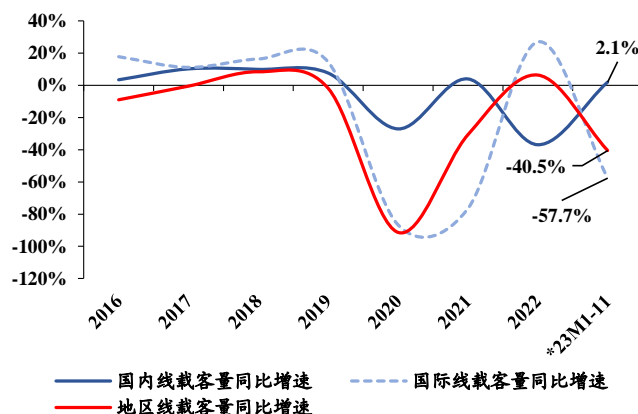
2) RPK 及客座率情况：公司收入客公里变化趋势与载客量情况相似，到 11 月底，公司累计收入客公里达到 1091 亿人次公里，同比 2019 年同期-20.5%，差距仍较大。客座率方面，至 11 月底，公司客座率回升至 78.0%，同比 2019 年同期的 83.0%客座率仍有 5.0pct 较大差距，客座率修复仍需时间。

3) 机队规模及引进计划情况：截至 2023 年 11 月底，公司合计运营 904 架运输飞机，数量排名前三的机型为波音 737 系列、空客 320 系列、波音 787 系列，分别有 387、355、39 架，占比分别 42.8%、39.3%、4.3%。根据公司 2022 年报披露计划，2023~2025 年公司预计净增长 58、55、52 架飞机。

图6: 截至2023年11月末,公司载客量较2019年同比-6.6%


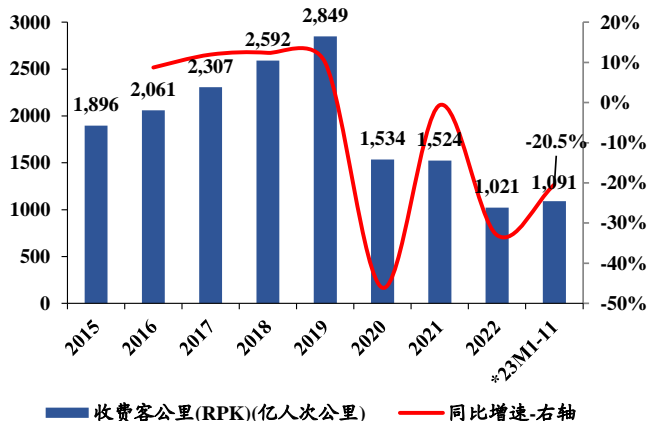
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 23M1-11 同比增长率为相较于19M1-11 情况

图7: 截至2023年11月末,国内线载客量较2019年同比+2.1%


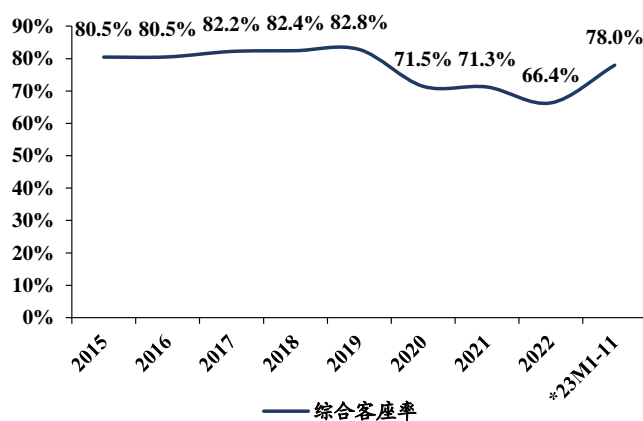
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 23M1-11 同比增长率为相较于19M1-11 情况

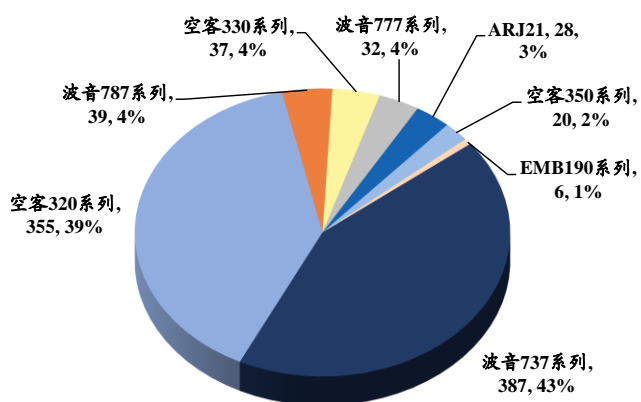
图8: 截至2023年11月末,公司 RPK 较2019年同比-20.5%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

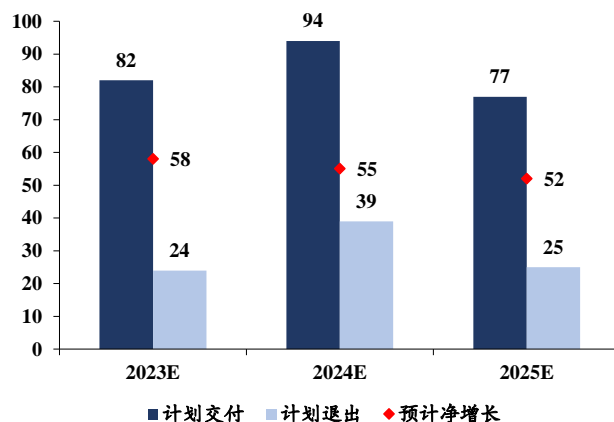
注: 23M1-11 同比增长率为相较于19M1-11 情况

图9: 11月底,公司客座率回升至78.0%,较疫情前仍有差距


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图10: 截至2023年11月底,公司合计运营904架飞机


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

图11: 2023~2025年公司机队引进计划(单位:架次)


资料来源: Wind, 公司公告, 信达证券研发中心

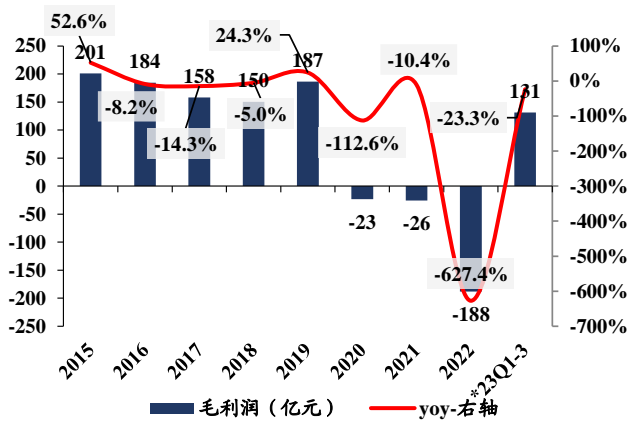
1.4 财务表现：多项财务指标改善，前三季度归母净利实现扭亏

1) 毛利及毛利率：从毛利角度看，2023 年以来民航运输业市场迎来显著复苏，带动公司整体经营情况向好，公司毛利润同比大幅增加；前三季度，公司毛利润实现 131 亿元，较 2022 年同比高增 230.6%，较 2019 年同期同比-23.3%；毛利率及净利率双升，23Q1-3 公司实现毛利率、净利率分别 11.0%、2.3%，较 2022 年同比大幅提升 28.2、25.3pct，较 2019 年同比分别-1.6、-3.7pct。

2) 归母净利及扣汇净利：至三季度末，公司归母净利已实现扭亏为盈。23Q1-3 公司实现归母净利 13.20 亿元，同比增长 107.5%，较 2019 年同比-67.6%。**扣汇净利方面**，2023 年上半年，人民币兑美元汇率中间价较 22 年末贬值 3.75%，尤其二季度人民币兑美元汇率中间价贬值约 5.15%。根据公司中报，人民币贬值 1%，将导致公司净利润减少 2.84 亿元；只考虑美元情况，扣除汇兑损失影响后，我们预计公司 23H1 产生的汇兑损失约 10.65 亿元，其中 23Q2 约 14.63 亿元。加回汇兑损失影响后，预计公司 23H1 归母净利润约-18.1 亿元，23Q2 归母净利润约 4.86 亿元，同比 19Q2 增长 150.7%，二季度公司已实现扣汇盈利。

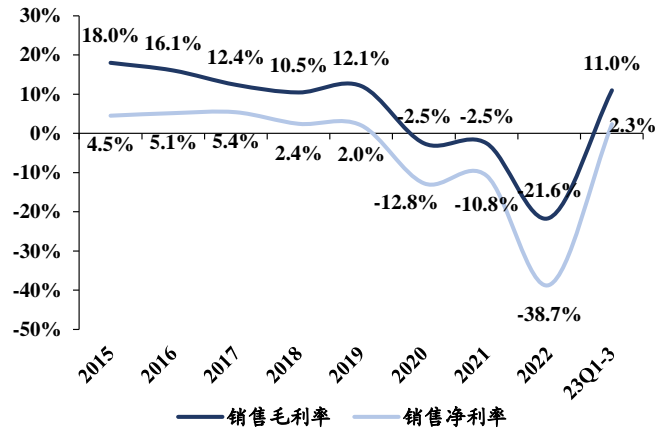
3) 资产负债率：2022 年前公司资产负债率均保持在 75%以下，2022 年提升至 82.3%，至 23Q3 末，资产负债率已降至 81.1%。

图12：23Q1-3 公司毛利润较 2019 年同比-23.3%



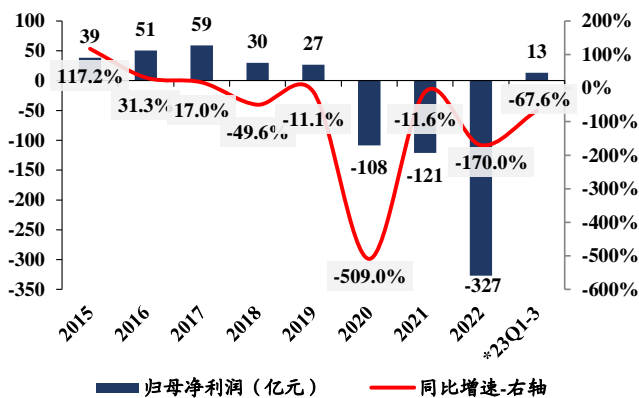
资料来源：Wind，信达证券研发中心
 注：23Q1-3 同比增速为相较于 19Q1-3 情况

图13：23Q1-3 公司销售毛利率/净利率分别升至 11.0%/2.3%



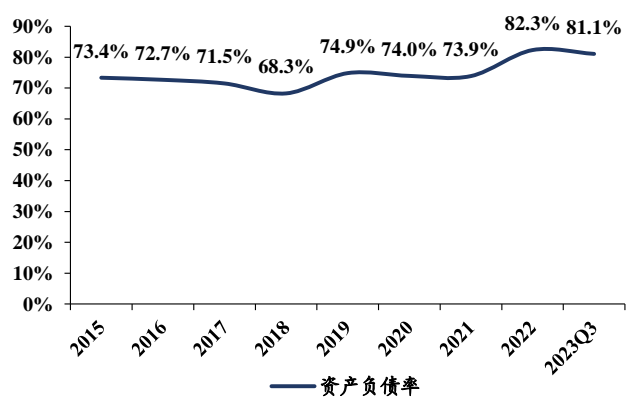
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图14：前三季度，公司归母净利已实现扭亏



资料来源：Wind，信达证券研发中心
 注：23Q1-3 同比增速为相较于 19Q1-3 情况

图15：截至 23Q3，公司资产负债率降至 81.1%



资料来源：Wind，信达证券研发中心

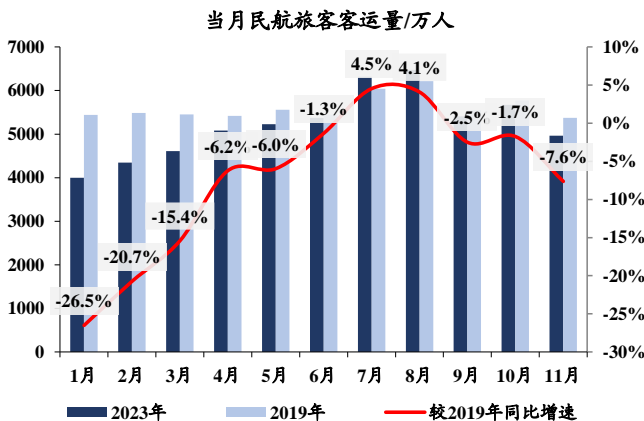
二、国际航线复苏持续，行业迎来多重利好

2.1 供需端：随国际航线复苏，国内外供需加速改善

1) 短期看，行业供需回升，运力恢复快于需求，客座率持续修复

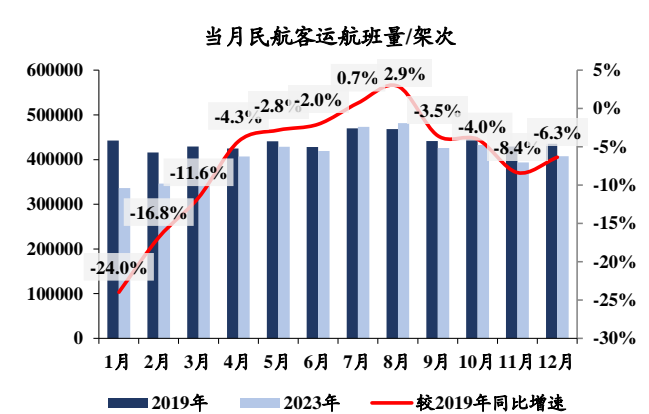
民航客运快速修复，暑运出行情况超 2019 年同期水平。全国民航客运量和航班量逐月恢复，与 2019 年同比差距收窄；其中 7 月和 8 月暑运期间，出行数据超出 2019 年同期水平，7/8 月旅客量较 2019 年同比分别+4.5%/+4.1%，7/8 月民航客运航班量较 2019 年同比分别+0.7%/+2.9%。9 月后出行进入淡季，客运量和航班量较 2019 年同期均有下降，11 月民航客运旅客量较 2019 年同比-7.6%，12 月客运航班量较 2019 年同比-6.3%。

图16：全国民航客运旅客量较 2019 年同期逐渐恢复



资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

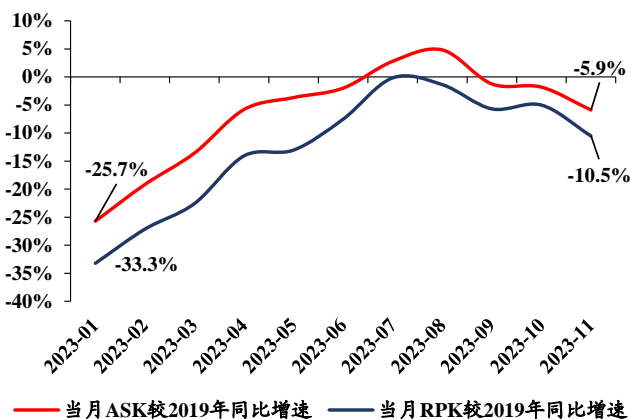
图17：月度客运航班量较 2019 年同期差距有所缩减



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

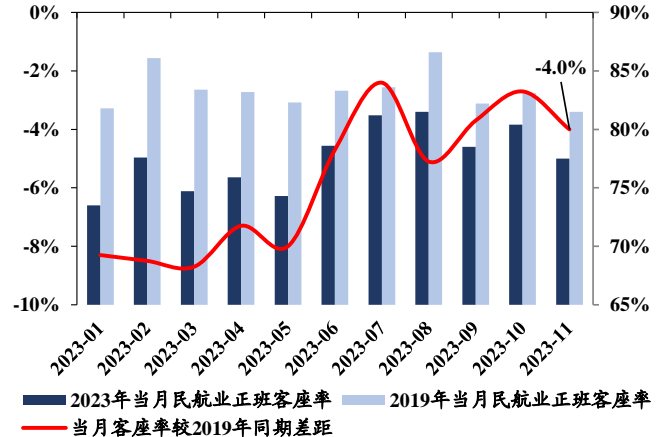
行业整体运力及周转量回升，运力恢复快于需求，月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄。行业月度 ASK 在 7~8 月超出 2019 年同期水平，分别较 2019 年同比+2.8%、+4.8%，但月度 RPK 尚未恢复到 2019 年同期情况，7~8 月较 2019 年差距最小，同比分别-0.2%、-1.4%；因而月度客座率较 2019 年同期仍有差距，但整体上差距逐渐收窄，客座率由 1 月的 73.5% 回升至 11 月的 77.5%，7/8 月客座率达到 81.2%/81.5%，与 2019 年相比，客座率差距从 1 月的-8.3pct 缩小至 11 月的-4.0pct，7/8 月客座率较 2019 年差距分别为-2.4pct/-5.1pct。

图18：民航业整体运力及周转量快速恢复，运力恢复快于需求



资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图19：民航业月度客座率较 2019 年同期差距整体上逐渐收窄



资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

2) 中长期看，需求提升、供给增速放缓，行业盈利上升空间可期

行业需求端，旅客周转量呈现上升趋势。2023 年以来，全国民航旅客周转量逐月上升，民航旅客周转量恢复率快速上升，旅客出行需求复苏。

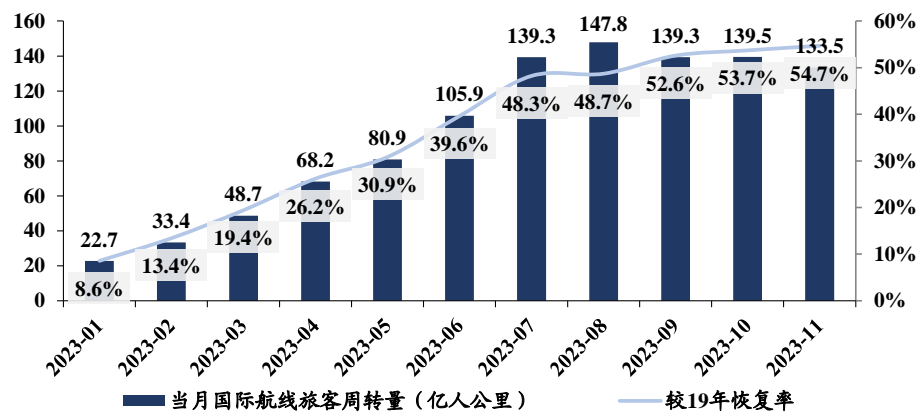
国际航线逐步放开，第三批出境团队游名单公布，国际出游需求持续提升。2023 年年初至今，文旅部已先后公布三批恢复出境团队旅游国家和地区名单，开放数目逐批增加，目前公民出境团队游目的地已达 138 个；月度国际航线旅客周转量也呈现逐月增加恢复趋势，2023 年 1 月到 11 月，国际航线旅客周转量较 2019 年同期恢复率已经从 8.6% 提升至 54.7%。

表2：2023 年以来，文旅部逐步恢复中国公民赴外国家和地区的旅游业务

发布时间	通知	具体实施时间	开放国家和地区数目
2023.1.20	《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》	2023.2.6	20
2023.3.10	《文化和旅游部办公厅关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家（第二批）出境团队旅游业务的通知》	2023.3.15	40
2023.8.10	《文化和旅游部办公厅关于恢复旅行社经营中国公民赴有关国家和地区（第三批）出境团队旅游业务的通知》	2023.8.10	78

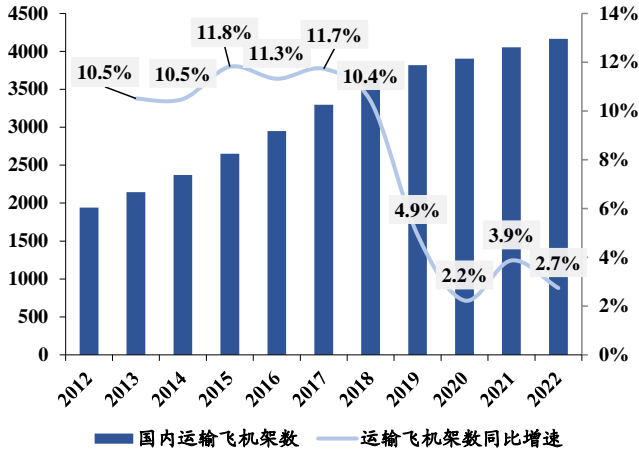
资料来源：文旅部，信达证券研发中心

图20：2023 年以来国际航线旅客周转量正逐月恢复

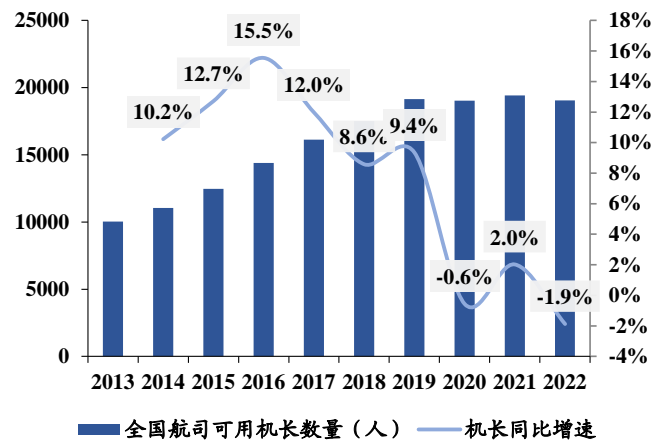


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

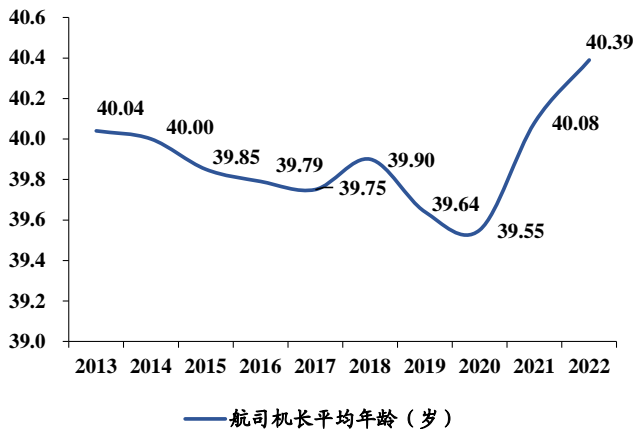
行业供给端情况看，全国民航机队规模整体增速放缓，驾驶员等劳动人员数量减少。机队规模上，2022 年国内运输飞机架数为 4165 架，同比增长 2.7%；自 2019 年起，国内运输飞机数量增速出现明显下降，至 2022 年飞机架数增速连续四年维持个位数增速，且增速呈现波动下降趋势。行业从业人员上，全国航司机长数量自 2020 年起增速明显下降，2022 年国内航司机长人数为 19054 人，同比下降 1.9%；机长平均年龄近几年也有明显提升，由 2020 年的 39.55 岁快速增至 2022 年的 40.39 岁。人机比上，2022 年持有航线运输驾驶执照数（可担任机长）对应飞机架数的比值为 6.77，过去三年人机比逐渐回升，但与 2019 年的 7.05 比值仍存在一定差距。

图21：国内运输飞机架数增速自 2019 年起明显放缓


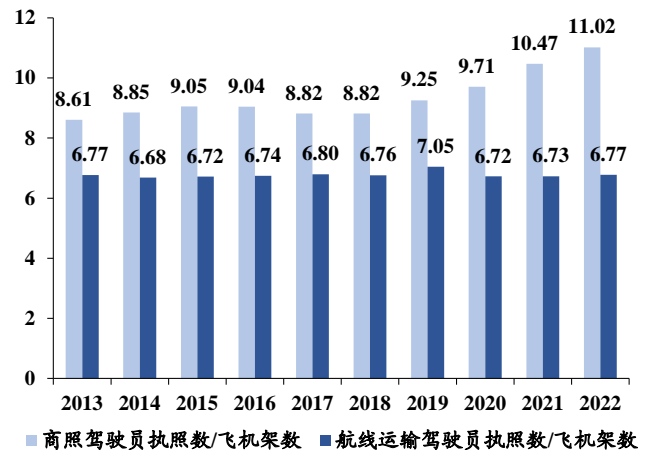
资料来源：Wind，国家统计局，信达证券研发中心

图22：全国航司机长数量增速自 2020 年起显著放缓


资料来源：Wind，民航局，信达证券研发中心

图23：机长平均年龄近几年明显增加


资料来源：民航局，信达证券研发中心

图24：2022 年机长执照数对应飞机架数比较 19 年还有差距


资料来源：Wind，民航局，国家统计局，信达证券研发中心

航司未来三年飞机引进计划看，南航、国航、东航、春秋、吉祥引入飞机数量年均增速分别 5.8%、3.7%、+1.6%、+8.2%、+9.6%。

表3：各航司未来飞机引进计划

机队规模/架次	南航	国航	东航	春秋	吉祥
23H1	880	897	782	120	114
2023 年计划引进&退出/ 净增长	80-24=56	37-22=15	34-14=20	7	13
2024 年计划引进&退出/ 净增长	92-39=53	62-8=54	43-23=20	14	12
2025 年计划引进&退出/ 净增长	77-25=52	40-7=33	35-37=-2	10	10
未来三年年均增速	5.8%	3.7%	1.6%	8.2%	9.6%

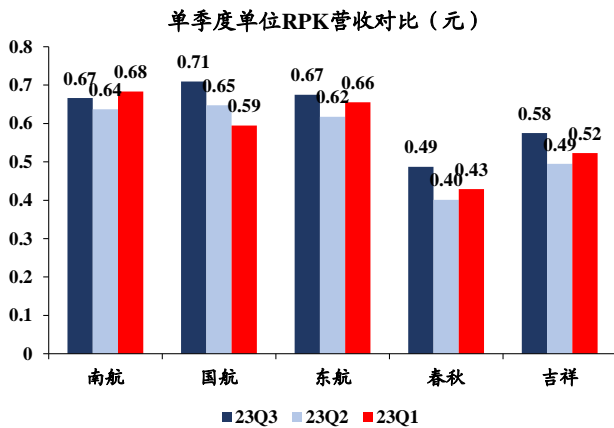
资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：统计口径仅含客机，剔除货机、公务机；其中东航引用 2023 年中报机队引进计划，其余航司均引用 2022 年报计划；国航机队数据含山航

2.2 票价端：单位 RPK 营业收入超过 2019 年同期水平

季度情况看，除南航外，基本各航司单位 RPK 营收在 23Q3 达到年内最高。23Q3，南航、国航、东航、春秋、吉祥单位 RPK 营业收入分别 0.67、0.71、0.67、0.49、0.58 元，较 2019 年同期分别提升 16.8%、13.8%、12.8%、15.8%、7.8%。

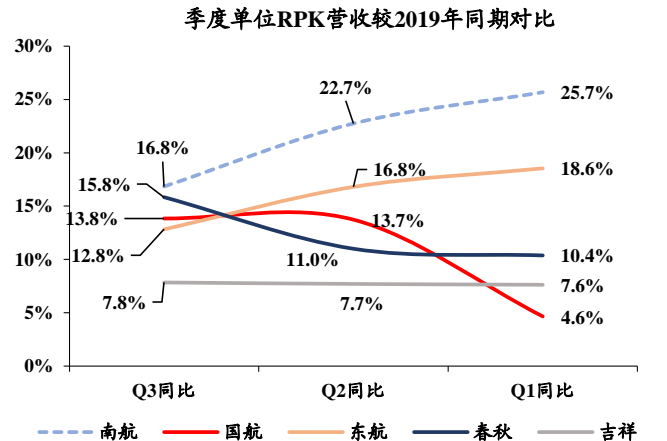
图25：各航司单位 RPK 营收回升



资料来源：Wind，信达证券研发中心

注：此处使用单季度营业收入计算单位 RPK 营收

图26：各航司季度单位 RPK 营收均超过 2019 年同期



资料来源：Wind，信达证券研发中心

国内民航票价市场化改革逐步推进。自 2004 年起，国内票价管控放开，航空运价逐步由政府指导价转为市场调节价，越来越多航线开始实施市场化定价。

从实行市场调节价航线情况看，2014 年 12 月实行市场调节价的国内航线共 365 条，至 2020 年 11 月航线数目已增至 1698 条，占当年全部国内航线的比例由 13.8% 提升至 36.2%。

从具体航线价格情况看，2017-2023 年，主要航线中京沪航线、北京-深圳航线、上海-广州航线票价分别从 1240 元、2080 元、1350 元增加至 2150 元、3650 元、2350 元，累计涨幅分别为 73.4%、75.5%、74.1%，均超过 70%，票价市场化改革持续深化。

票价市场化持续有望带动航司盈利能力大幅提升。当前实行市场调节价的国内航线数量及占比均保持上升趋势，票价市场化持续推进。叠加民航需求回暖、旅客周转量提升、市场调节带动的航线提价效应，航司未来盈利能力有望持续提升、业绩增长可期。

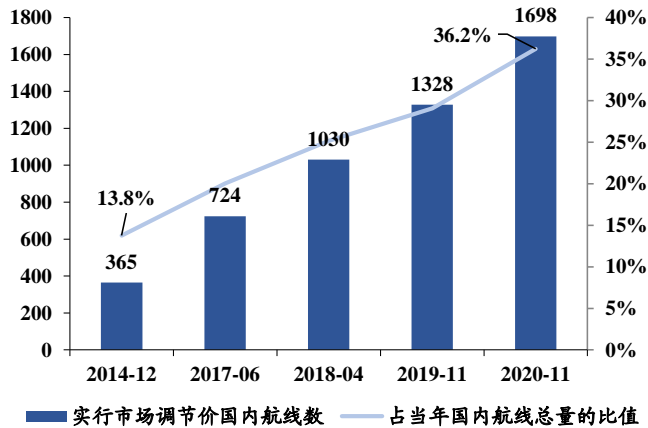
表4：民航国内航空运价政策演进

发布时间	文件名	具体内容摘要
2004.3	《民航国内航空运输价格改革方案》	国内航空运价以政府指导价为主，政府价格主管部门由核定航线具体票价的直接管理改为对航空运输基准价和浮动幅度的间接管理(基准价平均每客公里 0.75 元+上浮不超过基准价 25%/下浮不超过 45%)
2010.4	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价有关问题的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，民航国内航线头等舱、公务舱票价实行市场调节价，具体价格由各运输航空公司自行确定。
2013.10	《关于完善民航国内航空旅客运输价格政策有关问题的通知》	对实行政府指导价的国内航线，均取消票价下浮幅度限制；对部分与地面主要交通运输方式形成竞争，且由两家（含）以上航空公司共同经营的国内航线，由实行政府指导价改为市场调节价。

2016.9	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组列车形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定。
2017.12	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	5家以上(含5家)航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。每家航司每航季上调实行市场调节价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%(不足10条航线的最多可以调整10条);每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%。
2020.11	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	2020年12月1日起，3家以上(含3家)航司参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价。

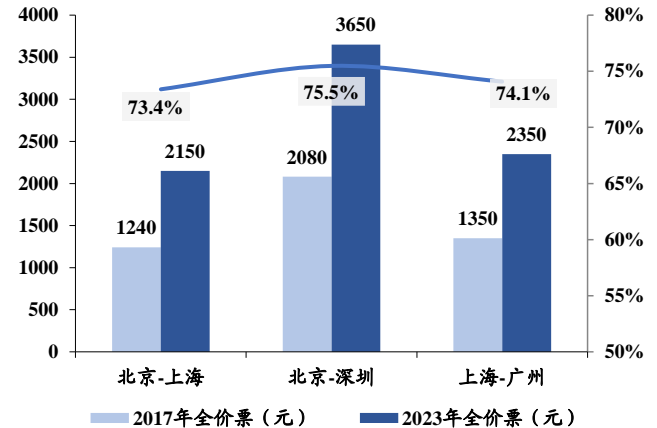
资料来源：民航局，信达证券研发中心

图27：2020年后实行市场调节价的国内航线占比增至36%



资料来源：民航局，Wind，信达证券研发中心

图28：主要航线票价在2017-2023年累计涨幅均在70%以上



资料来源：携程网，第一财经，民航资源网，信达证券研发中心

2.3 油汇：近期油价回落、人民币汇率走强

重要影响因素 1：油价

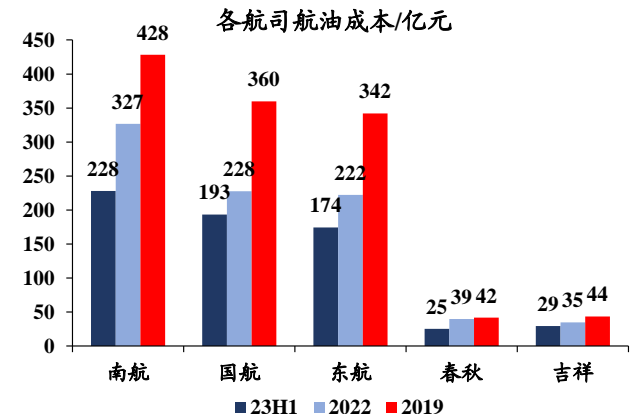
航油是公司重要运营成本之一，航油价格波动会影响公司航空油料成本，进而影响公司业绩。行业情况看，2020年上旬起，国际布伦特原油价格持续上涨，航司成本承压；航空煤油油价在2022年中旬达到峰值，此后油价逐渐回落；2023年以来油价先降后涨，三季度航空煤油出厂价上涨较快，近期有所回落，油价整体波动幅度较2022年减小，但均价较2019年仍在高位。

图29：航空煤油出厂价变化(元/吨)

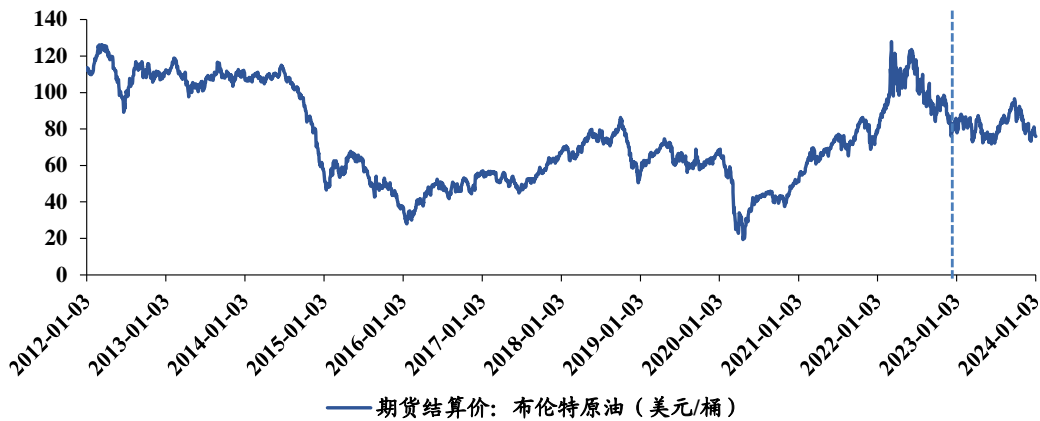


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图30：五大航司燃油成本情况/亿元

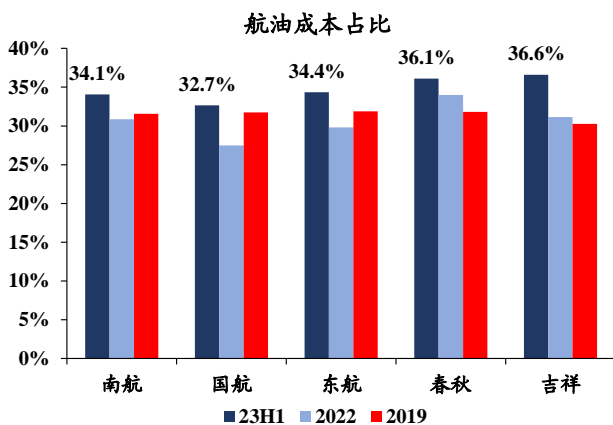


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

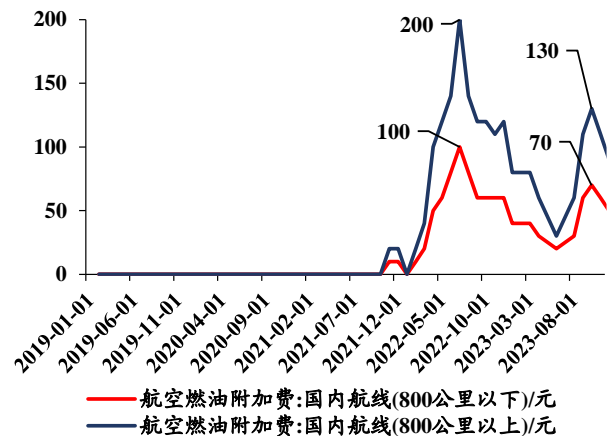
图31：2023 年以来布伦特原油价格波动较小


资料来源：Wind，信达证券研发中心

航司航空油料成本在营业成本中占比大致保持在 30%左右。对比各航司情况，2023 年上半年燃油成本占比较 2022 及 2019 年均有一定上涨。受油价过快上涨影响，2021 年 11 月国内开始收取燃油附加费，征收标准较快提升；2023 年 12 月 5 日起，燃油附加费继续下调，800 公里(含)以下航线每位旅客收取 50 元燃油附加费，800 公里以上航线每位旅客收取 90 元燃油附加费。

图32：五大航司燃油成本占比对比


资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

图33：航空燃油附加费波动情况


资料来源：Wind，信达证券研发中心

表5：各航司油价变动 5%对公司营业成本/净利润影响程度

单位/亿元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	21.5	19.2	16.8	2.0	2.0
2019	21.4	18.0	17.1	2.1	1.6
2020	9.4	7.4	6.9	1.2	0.8
2021	12.8	10.4	10.3	1.7	1.3
2022	16.3	11.4	11.1	2.0	1.3
23H1	11.4	9.7	8.7	-	1.1

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

注：吉祥航空为航油价格变动对公司净利润的影响程度

重要影响因素 2: 汇率

航司若干资产及负债主要以美元、欧元为单位，价值会受到人民币对外币的汇率波动影响，进而产生一定汇兑损益。行业情况看，2022 年中间价美元兑人民币汇率上涨较多，11 月达到峰值后汇率有所回落；2023 年起汇率回升，上半年上涨较多，近期人民币汇率走强，中间价美元兑人民币汇率有所回落，汇率波动幅度放缓。

图34：2023 年上半年中间价美元兑人民币汇率上涨，三季度汇率小幅回落



资料来源：Wind，信达证券研发中心

航司若干资产及负债主要以美元、欧元为单位，价值会受到人民币对外币的汇率波动影响，进而产生一定汇兑损益。行业情况看，2022 年中间价美元兑人民币汇率上涨较多，11 月达到峰值后汇率有所回落；2023 年起汇率回升，上半年上涨较多，近期人民币汇率走强，中间价美元兑人民币汇率有所回落，汇率波动幅度放缓。

表6：各航司汇率变动 1%对公司净利润影响程度

单位/万元	南航	国航	东航	春秋	吉祥
2018	19,500	22,797	17,800	58	296
2019	43,400	44,442	32,800	20	1,404
2020	36,700	35,702	26,600	652	771
2021	32,200	31,678	22,200	962	9,335
2022	29,300	27,396	24,200	8	8,600
23H1	28,400	29,682	32,100	-	7,445

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

三、双枢纽网络型航司，降本创效保障业绩

3.1 航网布局：京广枢纽南北呼应，航线网络覆盖密集

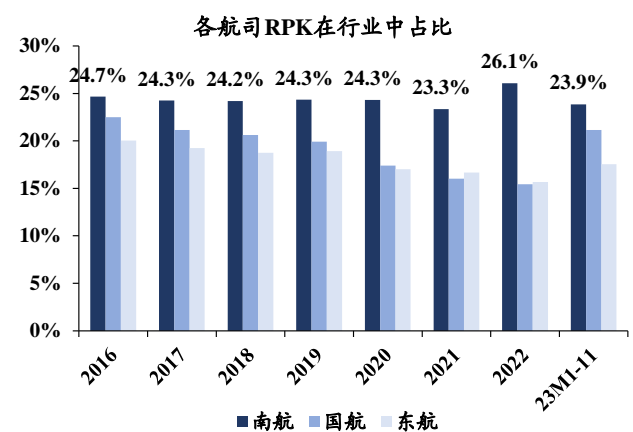
航线网络密集，南北呼应全面辐射，网络型航司形态逐步形成。南方航空不断强化以广州、北京为核心的枢纽网络战略，现已形成了密集覆盖国内、全面辐射亚洲、有效连接欧美澳非洲的发达航线网络。公司拥有6个基地、21个国内营业部和遍布各大洲的53个境外营业部，已经形成了分公司、控股公司、区域营销中心、营业部为主的点面结合的销售网络。从收入客公里情况看，2016~2022年南航在行业中的RPK占比一直位居首位，2023年前11个月，南航RPK占比为23.9%，为航司占比最高。

图35：公司聚焦构建以广州、北京为核心的两大综合枢纽



资料来源：航班管家，信达证券研发中心

图36：南航 RPK 占比常年保持首位，2022 年占比 26.1%

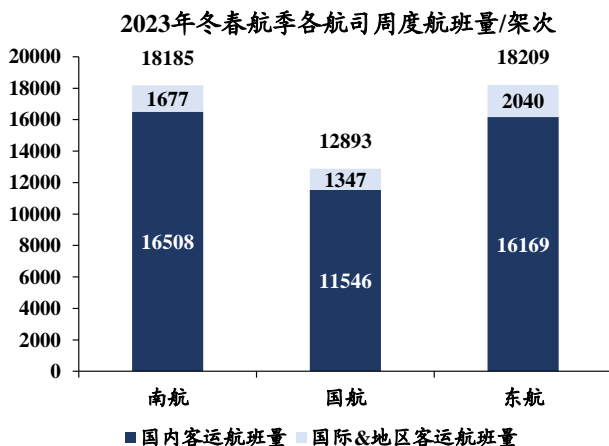


资料来源：Wind，民航局，公司公告，信达证券研发中心

1) 国内航线时刻总量多，高收益航线市占率高

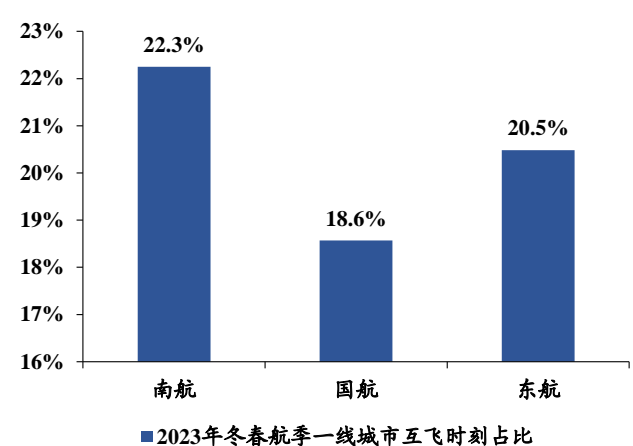
国内航线南北呼应，高收益时刻资源占比高。公司不断强化以广州、北京为核心的枢纽网络战略。南航聚焦构建以枢纽为核心、战略重点市场为关键、发展市场为支撑的航线网络结构，着力建设广州、北京两大综合性国际枢纽，实现双轮驱动，创造新的盈利模式和发展方式，网络型航空公司形态逐步形成。2023年冬春航季，公司国内客运周度航班时刻量达到16508架次，总量领先其余航司；航线资源看，一线城市互飞时刻占比达到22.3%，高收益航线市占率高。

图37：公司国内客运航班时刻量在三大航中领先



资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

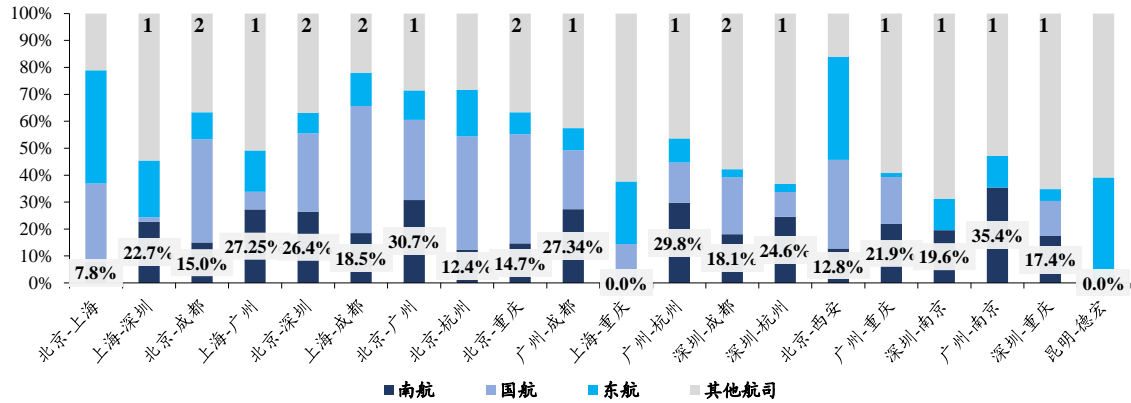
图38：公司一线城市互飞时刻占比最高，达到 22.3%



资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

具体航线资源看，南航在国内优质航线资源上拥有较强优势。根据民用航空预先飞行计划管理系统披露的2023年冬春航季航班计划，航班量排名前20位的城市间航线中，公司市占率排名第一位的有10条、排名第二位的有5条，基本均为公商务旅客资源丰富的航线。尤其是广深地区相关航线资源方面，南航为第一大承运人，广州-南京、北京-广州、广州-杭州、广州-成都、上海-广州、北京-深圳城市间航线，公司市占率均在25%以上。

图39：2023年冬春航季航班计划的top20城市间航线中，南航市占率排名第一的有10条、排名第二的有5条

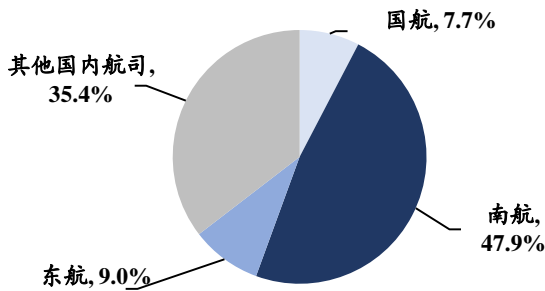


资料来源：航班管家，Pre-flight，信达证券研发中心

具体机场枢纽看，深耕粤港澳大湾区，京广枢纽地位凸显。公司持续深耕粤港澳大湾区及加强北京枢纽建设，2022年在广州市场份额达到近48.5%，在大兴机场时刻份额突破50%，成为北京大兴机场最大主基地公司。根据民用航空预先飞行计划管理系统披露的2023年冬春航季航班计划，2023年冬春航季，南航在广州白云、北京大兴、深圳宝安机场分配的航班量占比分别高达47.9%、36.2%、26.6%，位居国内航司首位，时刻优势最强。

图40：公司在广州白云机场航班时刻占比高达47.9%

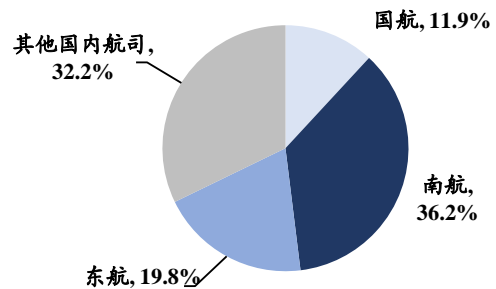
2023年冬春航季广州白云机场航班时刻占比



资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

图41：公司在北京大兴机场航班时刻占比为36.2%

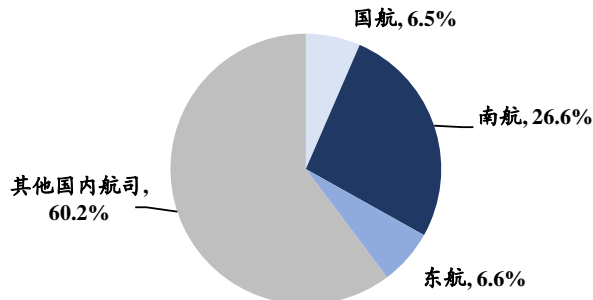
2023年冬春航季北京大兴机场航班时刻占比



资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

图42：公司在深圳宝安机场航班时刻占比为26.6%

2023年冬春航季深圳宝安机场航班时刻占比

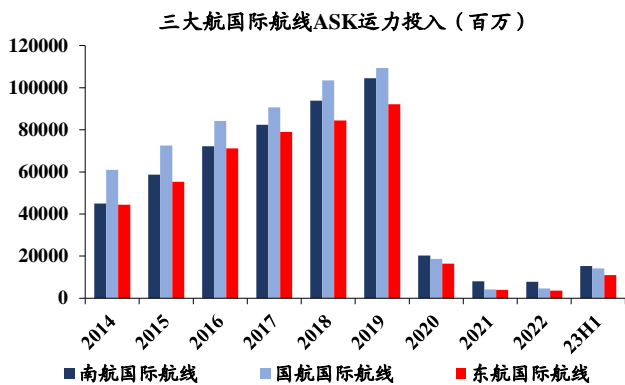


资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

2) 国际航线：运力投入持续加大，东南亚和澳新地区航线市占率为航司最高

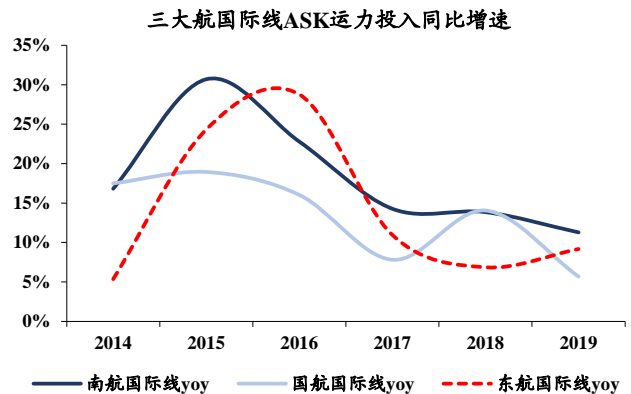
国际线运力持续加大，客座率保持前列。疫情前，南航国际线运力投入由 2014 年的 449.5 亿人次公里增至 2019 年的 1044.8 亿人次公里，年均增速达到 18.4%，高于国航的 12.4% 及东航的 15.7% 年均增速。客座率方面，南航国际航线客座率持续提升，2014~2019 年客座率由 79.5% 提升至 82.7%，一直位居航司前列。国际航线具体区域看，2023 年冬春航季航班时刻中，南航在东南亚地区、日韩地区、澳新地区航班量最多，占比分别达到 45.3%、31.7%、9.2%。

图43：公司国际航线运力投入持续增加



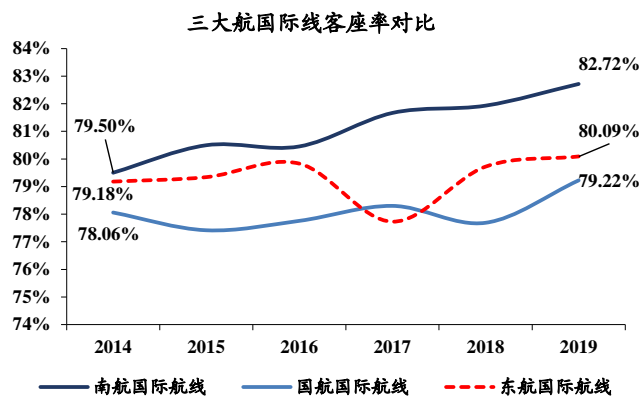
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图44：南航国际线ASK同比增速基本保持前列



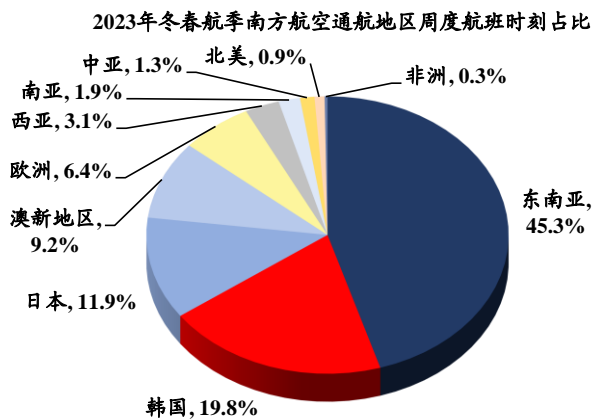
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图45：南航国际线客座率持续居前



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

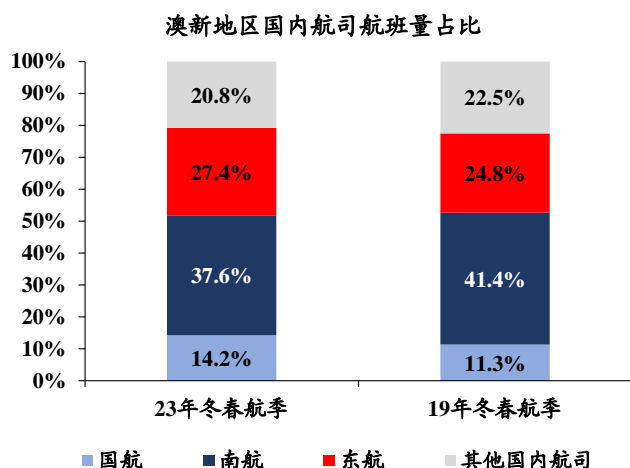
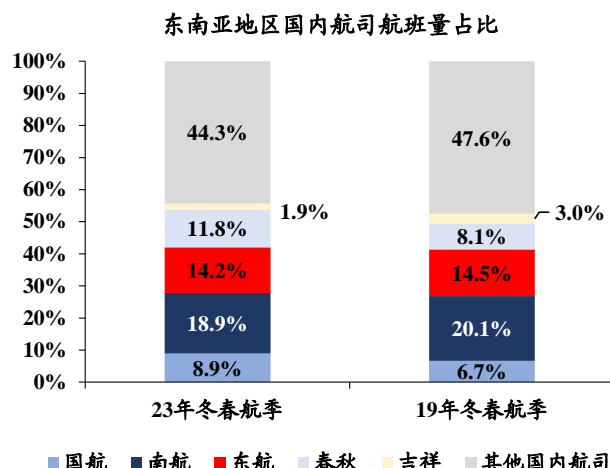
图46：南航国际线航班量在东南亚、日韩、澳新地区最多



资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

➤ 澳新地区、东南亚地区：占据最大市场份额，为航线第一承运人。

澳新航线方面，2023 年冬春航季航班时刻中，南航的时刻航班量在国内航司时刻航班量中占比达到 37.6%，为澳新地区国内航司第一大承运人。公司在中国-澳大利亚、中国-新西兰航线时刻航班量占比分别为 34.7%、49.4%。东南亚航线方面，2023 年冬春航季，南航的时刻航班量在国内航司时刻航班量中占比达到 18.9%，尤其是在中国-越南、中国-马来西亚航线，南航时刻航班量占比为国内航司最高，分别达到 45.7% 和 40.0%，在泰国、新加坡等国家也均有重点布局。

图47：2023年冬春航季南航在澳新地区航班时刻占比37.6%

图48：2023年冬春航季南航在东南亚航班时刻占比18.9%


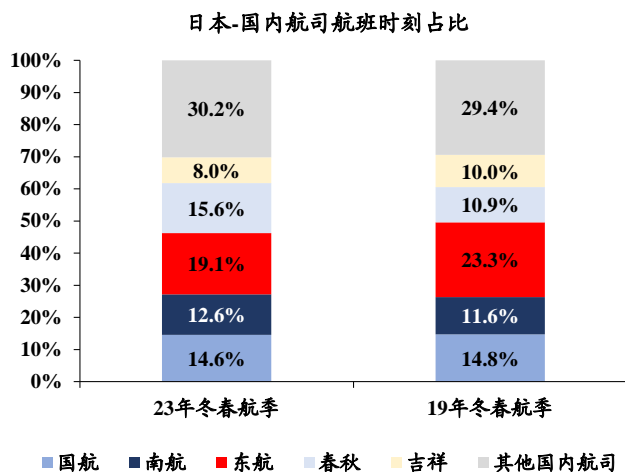
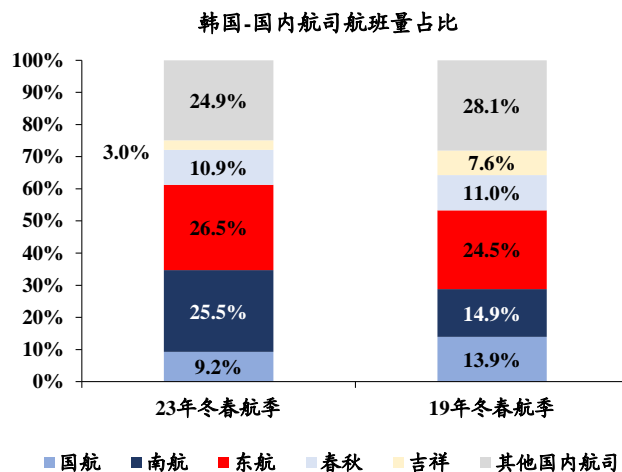
资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

资料来源：航班管家，preflight，信达证券研发中心

➤ **日韩、欧美地区：重点布局，市占率待提升，增投日韩市场，稳步恢复欧美市场。**

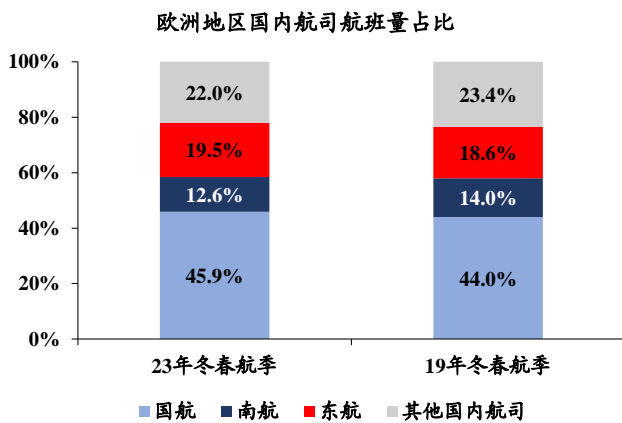
日韩航线方面，2023年冬春航季航班时刻中，南航在中国-日本航线的时刻航班量在国内航司时刻航班量中占比达到12.6%，较2019年冬春航季的11.6%略有提升，市占率较低。韩国线方面，2023年冬春航季，南航的时刻航班量占比为25.5%，位居航司第二，接近东航26.5%的市场份额，且较2019年冬春航季14.9%的市占率有较明显提升。日韩为国际出游热门地区，出游需求旺盛、航线利润率较高，公司有望持续深化布局。

欧美航线方面，2023年冬春航季，南航在中国-欧洲地区的时刻航班量在国内航司时刻航班量中占比达到12.6%，在中国-北美地区的时刻航班量占比达到23.0%，市场份额较少。当前，欧洲地区航班时刻量基本恢复至2019年同期水平，北美地区航班时刻量较2019年仍有较大差距，航班时刻量仅恢复至2019年同期的10.9%；随着运力投放稳步恢复，公商务出行、求学及出境旅客需求的回升，供需端持续修复，欧美地区航线利润贡献有望提升，增厚公司业绩。

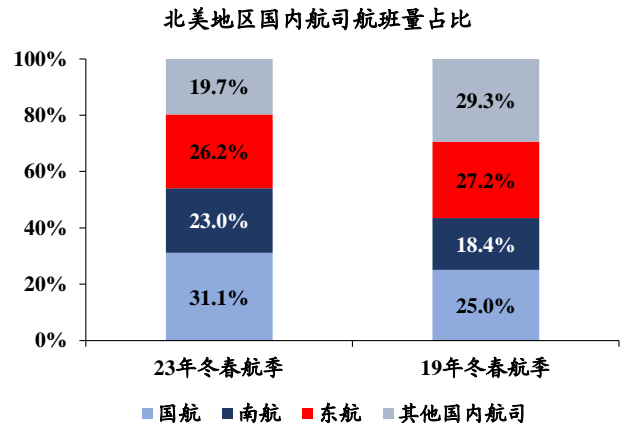
图49：2023年冬春航季南航在日本航班时刻占比12.6%

图50：2023年冬春航季南航在韩国航班时刻占比25.5%


资料来源：航班管家，Pre-flight，信达证券研发中心

资料来源：航班管家，Pre-flight，信达证券研发中心

图51：2023年冬春航季南航在欧洲地区航班时刻占比12.6%


资料来源：航班管家，Pre-flight，信达证券研发中心

图52：2023年冬春航季南航在北美地区航班时刻占比23.0%


资料来源：航班管家，Pre-flight，信达证券研发中心

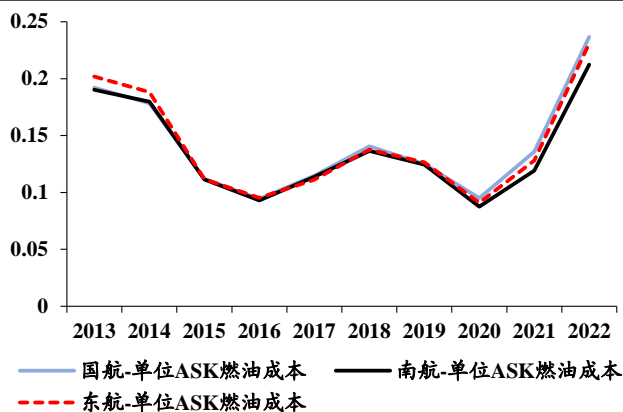
3.2 成本费用：管控能力优秀，2019年前单位ASK成本稳中有降

公司成本及费用管控一直居于航司前列，疫情前保持稳中有降态势。

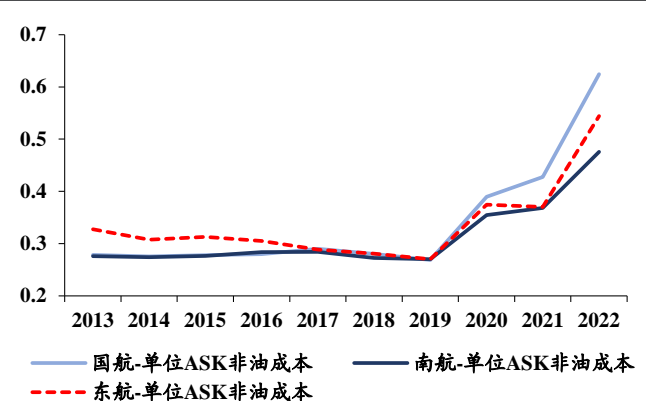
1) 营业成本方面，2019年前，公司单位ASK成本稳中有降；单位ASK燃油成本端，受油价影响较大，各航司基本趋势一致，至2019年，南航单位ASK燃油成本0.1244元，略低于国航的0.1250元和东航的0.1265元；2020年后油价上涨较多，南航成本管控相对较强，2020~2022年单位ASK燃油成本均保持最低。单位ASK非油成本端，2019年前南航和国航单位ASK非油成本水平基本一致，稳中略降，均低于东航；2019年后，行业受疫情因素影响，成本较快攀升，南航成本管控能力凸显，在航司中基本保持最低水平，至2022年南航单位ASK非油成本达到0.4758元，显著低于国航的0.6241元和东航的0.5443元。

2) 期间费用方面，2013-2022年期间，南航期间费用率一直保持在三大航司中最低水平。2019年南航、国航、东航期间费用率分别为12.59%、13.61%、14.93%；23Q1-3南航、国航、东航期间费用率分别13.02%、13.90%、14.28%，南航费用管控具备显著优势。

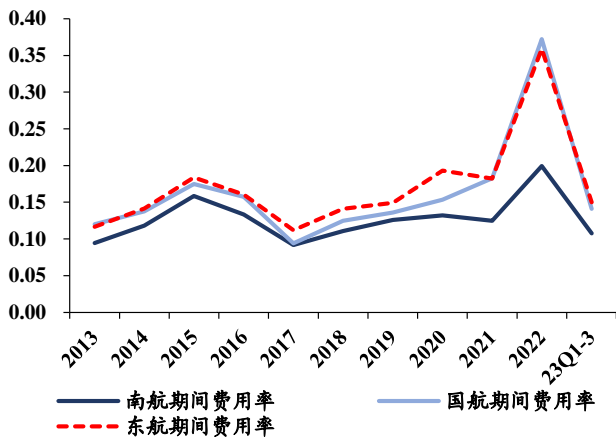
3) 飞机利用率方面，自2017年起，南航飞机日利用率就一直位居航司首位，2019年南航飞机平均日利用率达到9.96小时，高于国航的9.72小时和东航的9.55小时；疫情期间各航司飞机执飞受到较大影响，利用率有较明显下降，南航降幅更小，仍领先其余航司。

图53：各航司单位ASK燃油成本对比（单位：元）


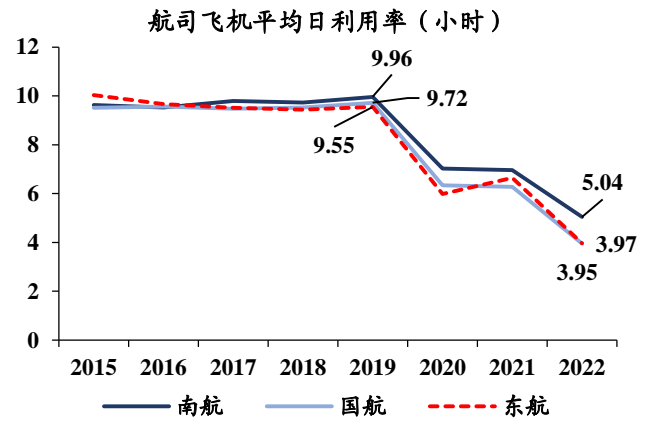
资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图54：各航司单位ASK非油成本对比（单位：元）


资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图55：南航期间费用率一直较低且波动较小


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图56：南航飞机平均日利用率水平基本保持前列


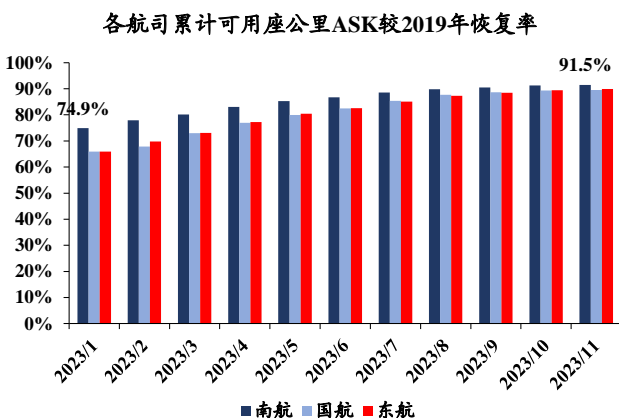
资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.3 运营表现：经营韧性凸显，大航中复苏最快

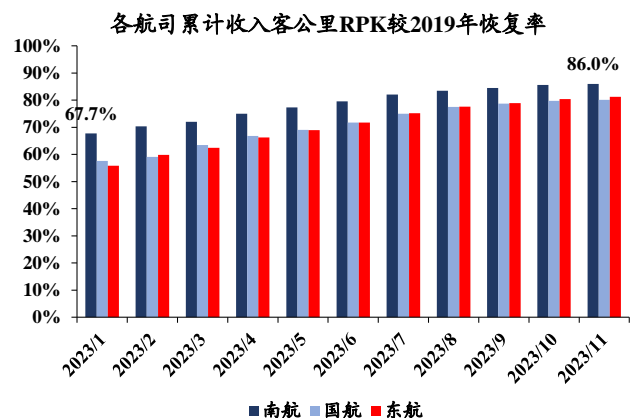
ASK：运力总体上逐月恢复，南航恢复率居前。2023 年年初至 11 月末，各航司累计可用座公里均保持稳定回升，南航年初运力较 2019 年恢复率为 74.9%，11 月份提升至 91.5%，恢复率一直领先于其余航司。具体区域看，南航主要是在国际航线恢复上较快，至 11 月末，南航国际线累计 ASK 已恢复至 2019 年同期的 42.8%，高于国航的 39.8%和东航的 40.8%。

RPK：旅客周转量基本稳步提升，略慢于运力恢复，南航恢复度显著强于其余航司。公司累计收入客公里至 11 月末恢复至 2019 年同期的 86.0%，显著高于国航的 80.2%和东航的 81.2%。

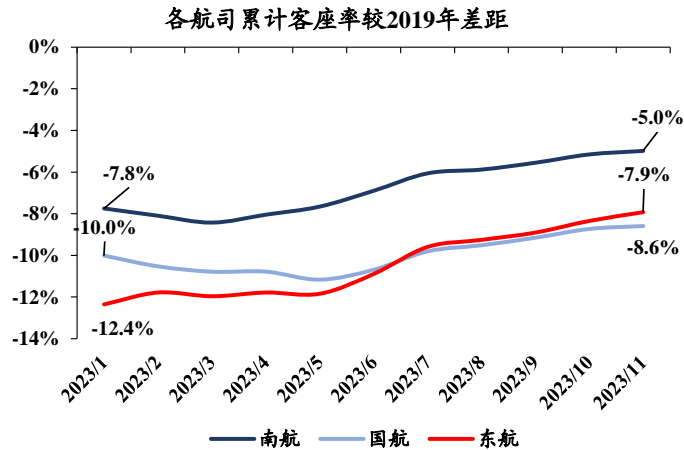
客座率：客座率较 2019 年同期差距逐渐收窄，南航差距为三大航中最小。2023 年初，南航累计客座率较 2019 年同期存在 7.8pct 较大差距，至 11 月末，差距已缩减至 5.0pct，公司客座率差距持续收窄。对比其余两大航司，公司客座率差距最小，至 11 月末，国航、东航累计客座率较 2019 年差距仍有 8.6、7.9pct。

图57：至 11 月末，南航累计 ASK 较 2019 年恢复率为 91.5%


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图58：至 11 月末，南航累计 RPK 较 2019 年恢复率为 86.0%


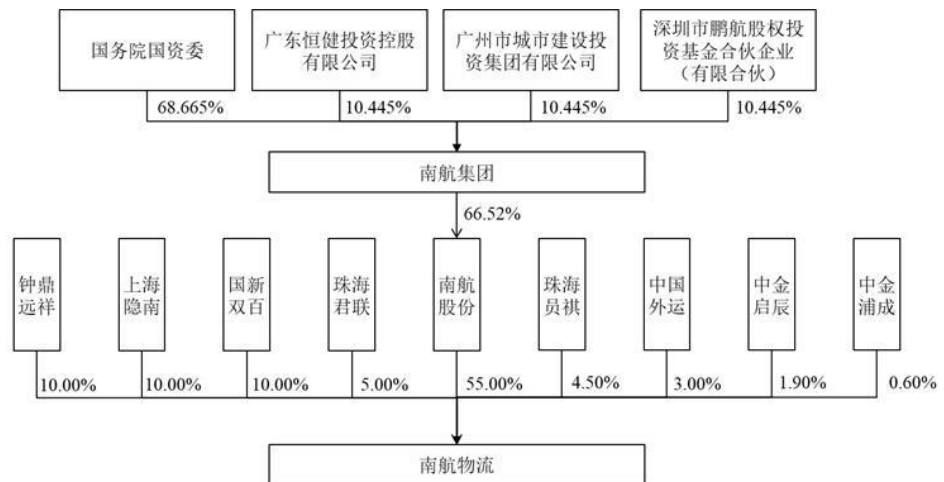
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图59：至11月末，南航累计客座率较2019年差距-0.5pct


资料来源：Wind，信达证券研发中心

3.4 未来看点：南航物流分拆上市，聚焦主业同时有望长期受益货运转型

拟分拆货运板块子公司上市，助力主业聚焦。2023年3月，公司公告拟分拆子公司南航物流至上交所主板上市。子公司南航物流是以原南方航空下属货运部为基础，整合公司旗下货运资源成立的货运子公司。分拆完成后，南航物流仍为上市公司并表子公司，公司持有其55%股权。中长期看，本次分拆上市完成后，南航股份和南航物流均能更加聚焦双方主业，提升业务发展能力，进而增厚公司未来整体盈利水平。

图60：南航物流股权结构


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

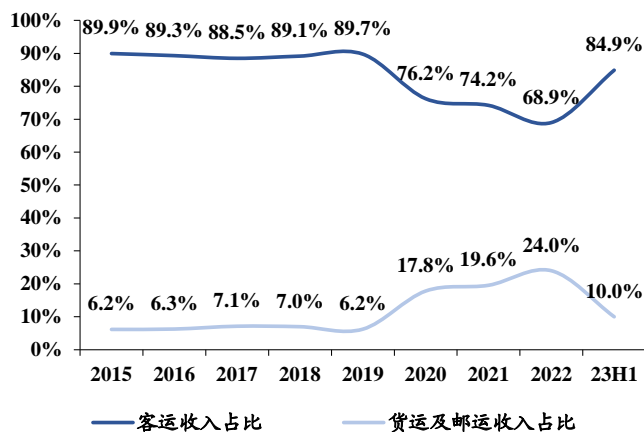
公司货运收入占比高，子公司南航物流业务净利润高。2022年公司客运、货运收入分别实现600.17、208.84亿元，在总营收中占比分别为68.9%、24.0%，货运收入贡献比例高。南航物流自身业绩看，公司业务营收保持稳定增长，至23H1，南航物流实现营收77.98亿元，录得净利润12.58亿元，对应净利率16.1%。南航物流主营业务主要包括三类，分别为航空货运、现代仓储服务和供应链综合解决方案，可提供综合性物流服务。

1) 航空货运业务方面，业务包括全货机运输和客机货运业务两部分。全货机方面，截至 2022 年末，南航物流运营南航集团范围内的 15 架波音 777F 货机，并经营伦敦、阿姆斯特丹、法兰克福、洛杉矶、芝加哥等城市的全货机国际航线。客运货机方面，南航物流经营南方航空 879 架客机货运业务，提供客机腹舱货运服务。受益于南方航空覆盖全球的网络优势，南航物流可为客户提供飞至欧、美、国内等多地的客机腹舱货运服务。

2) 现代仓储服务方面，南航物流借助遍布全国的货站资源和强大的机坪服务能力，为客户提供航班进出港货物的组装、分拣、中转、仓储等地面服务，并协助完成航班的进出港货物单证信息操作。截至 2022 年末，南航物流经营 15 个自营货站，分别位于广州、北京（大兴）、深圳、郑州等地机场，已形成了覆盖全国的货站操作及仓储服务体系。

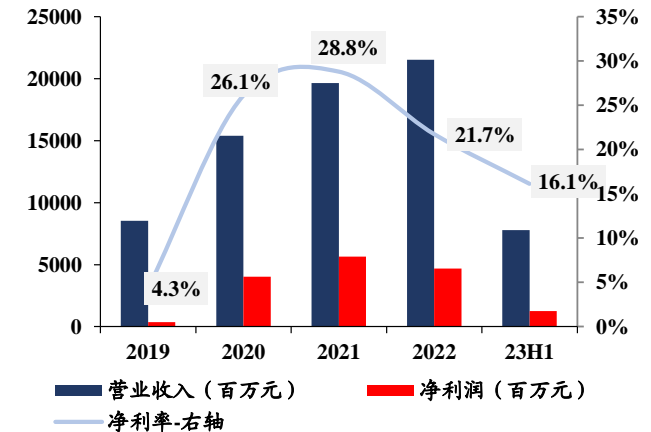
3) 供应链综合解决方案方面，南航物流的供应链综合解决方案主要聚焦同业客户、跨境电商等高附加值大客户。基于自身强大的航空货运及现代仓储服务基础，南航物流加快资源整合，实现全流程产业链服务，为客户提供优质的供应链综合解决方案，提高自身业务的附加值。目前业务已涉及同业客户、跨境电商、产地直达等多个领域。

图61：南航货运收入占比在 2022 年达到 24.0%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

图62：至 23H1，南航物流业务净利率为 16.1%



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

四、盈利预测、估值与投资评级

4.1 盈利预测：预计公司 2024 年归母净利润 90.26 亿元

经营数据预测：2022 年末，防疫政策优化调整，航空运力投放及需求快速恢复，我们预计 2023 年公司可用座公里及客座率均有大幅提升。

- 1) 运力方面，我们预计 2023~2025 年公司运力同比增速分别+102.71%/+17.36%/+14.36%。
- 2) 客座率方面，结合前三季度公司运营数据，预计 2023/2024/2025 年公司航线客座率分别 77.30%/82.84%/83.85%。
- 3) 预计 2023~2025 年单位客公里收益分别 0.56/0.55/0.53 元。

表7：公司经营数据预测表

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
可用座公里 ASK/百万人次公里	213922	153845	311859	365995	418569
yoy	-0.37%	-28.08%	102.71%	17.36%	14.36%
收入客公里 RPK/百万人次公里	152426	102078	241053	303194	350963
yoy	-0.66%	-33.03%	136.15%	25.78%	15.76%
客座率 (%)	71.25%	66.35%	77.30%	82.84%	83.85%
客公里收益 (元)	0.49	0.59	0.56	0.55	0.53

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

营收预测：结合上述公司经营数据预测，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别 1591/1905/2096 亿元，同比分别+82.77%/+19.69%/+10.07%。

- 1) 客运收入：预计公司 2023~2025 年客运收入分别 1357/1680/1872 亿元，同比分别 +126.05%/+23.84%/+11.44%；
- 2) 货运收入：预计公司 2023~2025 年货运收入分别 159/142/137 亿元，同比分别 -23.85%/-10.53%/-3.41%；
- 3) 考虑到其他业务包括与航空运输主业相关的日常支出等，假设收入相对稳定。

表8：公司营收拆分及预测表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	101644	87059	159119	190457	209643
YOY	9.81%	-14.35%	82.77%	19.69%	10.07%
1 客运收入	75392	60017	135668	168013	187238
YOY	6.89%	-20.39%	126.05%	23.84%	11.44%
2 货运收入	19887	20884	15902	14228	13743
YOY	20.58%	5.01%	-23.85%	-10.53%	-3.41%
3 其他主营业务收入	3249	2504	3164	3481	3690
YOY	-0.91%	-22.93%	26.37%	10.00%	6.00%
4 其他业务收入	3116	3654	4385	4736	4972
YOY	38.18%	17.27%	20.00%	8.00%	5.00%

资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

利润预测:

1) **综合毛利率:** 经测算, 最终预计 2023-2025 年公司综合毛利率分别 7.10%、13.18%、15.50%, 综合毛利率有望持续回升。

2) **归母净利润:** 我们最终预计 2023-2025 年公司归母净利润分别 5.09、90.26、132.88 亿元, 同比分别+101.56%、+1673.92%、+47.22%。

表9: 简易盈利预测表

单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	101644	87059	159119	190457	209643
YOY	9.81%	-14.35%	82.77%	19.69%	10.07%
营业成本	104229	105862	147821	165350	177141
毛利率	-2.54%	-21.60%	7.10%	13.18%	15.50%
归母净利润	-12103	-32682	509	9026	13288
YOY	-11.63%	-170.03%	101.56%	1673.92%	47.22%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

4.2 估值及投资评级：首次覆盖给予“买入”评级

根据前文盈利预测，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利 5.09、90.26、132.88 亿元，同比分别+101.56%、+1673.92%、+47.22%，对应每股收益分别为 0.03、0.50、0.73 元，现价对应 PE 分别为 195.88、11.04、7.50 倍。

从历史估值情况看，2010~2019 年中国国航、南方航空、中国东航平均 PE 值分别为 15.99、20.96、21.98 倍；对应公司 2024 年 PE 值仅 11.04 倍存在较明显低估。考虑到公司作为全国规模领先的大航司，行业提振背景下业绩修复加快，我们认为公司 PE 值可在 16~20 倍，对应 2024 年合理市值区间在 1444~1805 亿元。

当前公司国内外航线运力修复，预计航空需求持续回升，供需关系加速改善，公司业绩有望提升。综合上述估值考虑，首次覆盖，我们给予公司“买入”评级。

表10：南方航空 2010~2019 年 PE-TTM 均值为 20.96 倍

PE-TTM 均值	中国国航	南方航空	中国东航
2010	5.43	24.53	36.99
2011	10.99	12.95	11.65
2012	12.65	11.61	10.50
2013	13.44	13.99	11.71
2014	17.40	27.72	25.62
2015	29.38	37.27	35.81
2016	13.37	15.23	16.53
2017	19.56	17.94	19.16
2018	18.87	17.65	19.45
2019	18.66	30.49	32.12
2010~2019 年均值	15.99	20.96	21.98

资料来源：Wind，信达证券研发中心

表11：可比公司估值（截至 2024.1.8）

证券代码	证券简称	市值 (亿元)	PE					每股收益 EPS (元)				PB (LF)
			2022A	TTM	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E	
601111.SH	中国国航	1,116	-2.89	-11.48	458.75	8.32	6.14	-2.81	0.02	0.83	1.12	2.86
600115.SH	中国东航	820	-2.19	-6.91	-33.51	7.45	5.59	-1.98	-0.11	0.49	0.65	3.11
601021.SH	春秋航空	491	-16.16	35.58	20.24	13.07	10.73	-3.30	2.48	3.83	4.67	3.02
603885.SH	吉祥航空	257	-6.20	-445.4 0	21.84	9.72	7.69	-2.03	0.53	1.19	1.51	2.71
	平均值	-	-6.86	-107.1	116.83	9.64	7.54	-2.53	0.73	1.59	1.99	2.92
600029.SH	南方航空	997	-3.05	-7.24	195.88	11.04	7.50	-1.90	0.03	0.50	0.73	2.36

资料来源：IFind，信达证券研发中心

注：估值情况截至 2024.1.8，南方航空、中国国航为信达研发中心预测，其余采用 IFind 一致预期；

五、风险因素

- 1、出行需求恢复不及预期；**宏观经济下行，收入下滑、人们出行意愿降低等因素，致使出行需求恢复不及预期，预计将直接影响公司基本面情况。
- 2、国际航线恢复不及预期；**国际航线是公司客运收入中的重要来源，若国际航线恢复节奏不及预期，公司国际客运收入回升过慢，预期对整体业绩将产生较大影响。
- 3、油价大幅上涨风险；**航油成本为公司重要营业成本之一，公司整体业绩受油价波动影响较大，若平均航油价格上升过快，预计公司航油成本大幅提升致使营业成本提升，从而影响整体收益水平。
- 4、人民币大幅贬值风险。**公司若干租赁负债、银行贷款及其他贷款主要以美元为单位，以及若干国际收入、费用亦以人民币以外的货币为单位，汇率波动将致使公司产生汇兑损益；若人民币大幅贬值，公司将产生较大汇兑损失，最终影响业绩水平。

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	37,866	32,771	18,518	38,290	63,138
货币资金	21,841	20,240	1,730	18,531	40,783
应收票据	4	0	0	0	0
应收账款	2,894	2,656	4,376	5,290	5,940
预付账款	736	619	857	959	1,027
存货	1,652	1,387	1,848	2,159	2,411
其他	10,739	7,869	9,707	11,351	12,977
非流动资产	285,082	279,230	282,571	286,400	289,335
长期股权投资	5,977	6,205	6,605	6,905	7,105
固定资产(合计)	90,817	90,810	95,045	99,055	102,970
无形资产	6,564	6,547	6,497	6,497	6,447
其他	181,724	175,668	174,423	173,943	172,813
资产总计	322,948	312,001	301,088	324,690	352,473
流动负债	110,990	141,458	128,550	138,392	145,200
短期借款	25,116	53,674	45,674	48,674	49,674
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	12,183	14,351	20,120	22,506	23,865
其他	73,691	73,433	62,756	67,213	71,661
非流动负债	127,713	115,429	116,893	120,193	125,693
长期借款	15,389	15,316	22,816	27,816	33,816
其他	112,324	100,113	94,077	92,377	91,877
负债合计	238,703	256,887	245,443	258,585	270,893
少数股东权益	16,629	14,057	14,117	15,526	17,689
归属母公司股东权益	67,616	41,057	41,528	50,579	63,892
负债和股东权益	322,948	312,001	301,088	324,690	352,473

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	101,644	87,059	159,119	190,457	209,643
同比(%)	9.8%	-14.3%	82.8%	19.7%	10.1%
归属母公司净利润	-12,103	-32,682	509	9,026	13,288
同比(%)	-11.6%	-170.0%	101.6%	1673.9%	47.2%
毛利率(%)	-2.5%	-21.6%	7.1%	13.2%	15.5%
ROE%	-17.9%	-79.6%	1.2%	17.8%	20.8%
EPS(摊薄)(元)	-0.67	-1.80	0.03	0.50	0.73
P/E	—	—	195.88	11.04	7.50
P/B	1.47	2.43	2.40	1.97	1.56
EV/EBITDA	14.27	187.85	19.47	10.43	7.75

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	101,644	87,059	159,119	190,457	209,643
营业成本	104,229	105,862	147,821	165,350	177,141
营业税金及附加	365	240	441	419	419
销售费用	4,993	4,555	6,257	7,447	8,176
管理费用	3,678	3,560	3,655	4,666	5,031
研发费用	381	389	496	438	419
财务费用	4,025	9,240	5,813	6,067	6,231
减值损失合计	-2,614	-582	-400	-500	-600
投资净收益	284	555	590	762	839
其他	4,055	4,615	5,540	5,833	6,170
营业利润	-14,302	-32,199	365	12,165	18,634
营业外收支	399	673	600	1,010	1,200
利润总额	-13,903	-31,526	965	13,175	19,834
所得税	-2,892	2,172	396	2,740	4,383
净利润	-11,011	-33,698	569	10,434	15,451
少数股东损益	1,092	-1,016	60	1,409	2,163
归属母公司净利润	-12,103	-32,682	509	9,026	13,288
EBITDA	18,777	1,702	14,864	26,753	33,960
EPS(当年)(元)	-0.75	-1.90	0.03	0.50	0.73

会计年度	单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	13,371	3,465	6,728	23,687	28,315
净利润	-11,011	-33,698	569	10,434	15,451
折旧摊销	26,831	24,709	8,086	7,511	7,895
财务费用	4,053	9,045	3,815	3,784	3,916
投资损失		-284	-555	-590	-762
营运资金变动	-1,078	3,574	-4,320	4,110	3,211
其它	-5,140	390	-832	-1,391	-1,319
投资活动现金流	-15,149	-5,407	-10,607	-9,687	-8,972
资本支出	-16,147	-6,897	-10,872	-10,009	-9,281
长期投资	57	907	-490	-540	-380
其他	941	583	755	862	689
筹资活动现金流	-2,168	299	-14,656	2,776	2,884
吸收投资	1,128	6,162	-18	0	0
借款	76,910	75,429	-500	8,000	7,000
支付利息或股息	-7,041	-7,268	-3,815	-3,784	-3,916
现金流净增加额	-3,963	-1,567	-18,510	16,800	22,252

研究团队简介

左前明，中国矿业大学博士，注册咨询（投资）工程师，信达证券研发中心副总经理，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国价格协会煤炭价格专委会委员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询十余年，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项，2016年6月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019年至今，负责大能源板块研究工作。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。