

股票投资评级

买入 | 维持

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)	5.60
总股本/流通股本(亿股)	181.21 / 126.73
总市值/流通市值(亿元)	1,015 / 710
52周内最高/最低价	8.21 / 5.41
资产负债率(%)	83.2%
市盈率	-24.35
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)

民航整体复苏，全年大幅减亏

● 南方航空披露 2023 年年报

南方航空披露 2023 年年报，2023 年公司营业收入 1599.3 亿元，同比增长 83.7%，实现归母净利润-42.1 亿元，同比大幅减亏；第四季度营业收入 404.4 亿元，同比增长 139.3%，实现归母净利润-55.3 亿元，同比大幅减亏。

● 复苏为全年主基调，营收大幅增长

2023 年我国民航业从疫情的低谷逐步复苏，国内市场二季度起基本回归正轨，国际航线稳步修复，年末恢复至 2019 年同期约七成的航班量，带动主要航空公司营收大幅增长。

2023 年公司客运运力投放同比大幅回升，ASK 为 3162 亿，同比增长 105.5%，恢复至 2019 年的 91.9%，RPK 为 2470 亿，同比增长 141.9%，恢复至 2019 年的 86.7%，客座率 78.10%，同比提高 11.75pct，相比 19 年下降 4.71pct。

运价方面，国际航线供给逐步放量，运价虽有回落，但仍明显高于 2019 年同期水平，国内航线需求复苏，运价有所提升。2023 年公司客公里收益 0.549 元，同比下降 6.3%，其中国内、国际、地区航线客公里收益分别提高 5.9%、下降 71.0%、下降 66.5%。收入方面，2023 年公司客运收入为 1354.8 亿元，同比增长 125.7%；货运业务方面，尽管国际航线运价显著回落，2023 年运价中枢仍明显高于 2019 年，公司货邮业务收入 152.8 亿元，同比下降 26.9%，但明显高于 2019 年 96.2 亿的收入水平。

● 运营回暖，机队效率提高，拉动成本提升

因业务量全面回暖，2023 年公司营业成本达到 1475.8 亿元，同比增长 39.4%。航油成本方面，2023 年全年国际油价同比有所回落，但公司运力投放大幅提高，全年航油成本为 520.5 亿元，同比增长 59.3%，单位 ASK 航油成本 0.1646 元，同比下降 22.5%。非油成本方面，2023 年国内市场全面恢复，国际长航线运投持续增长，公司机队运行效率显著提高，2023 年公司非油成本 955.3 亿元，同比增长 30.5%，单位 ASK 非油成本 0.3021 元，同比下降 36.5%。

● 4Q 确认川航投资损失，业绩落于预告中值附近

2023 年公司运营恢复常态，营收显著修复，销售费用同步回升，管理、研发费用基本稳定，财务费用则因汇兑损失减少而有所降低。因收入大幅上涨，各项费用率均明显下降，全年销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.14%、2.19%、0.32%、4.00%，同比分别下降 1.09pct、1.73pct、0.13pct、6.62pct。

因四季度公司增资四川航空，带来一次性投资损失 23.4 亿元，造成公司全年投资收益-16.9 亿元，同比降低 22.4 亿元。因航线补贴及航空事业补贴有所下降，公司其他收益 37.8 亿元，同比降低 8.9

亿元。其他科目方面，因可转债转股，2023年公司公允价值变动损益达到8.7亿元，同比提高12.6亿元；因未确认递延税资产的可抵扣亏损及其他可抵扣暂时性差异下降，但应计所得税提高幅度更大，公司全年所得税费14.4亿，叠加扣除少数股东权益11.3亿元，公司业绩大幅减亏，但尚未转正，业绩落于预告中值附近。

● 盈利预测及投资建议

2024年我国民航业有望进一步复苏，公司在年报中提出我国民航国际客运市场将加快恢复，预计2024年底每周达6000班左右，恢复至2019年约80%的预期，而国际线的持续恢复有望进一步改善行业供需格局。此外，作为国内规模最大的航空公司，从公司机队引进计划来看，结合当前我国航司在手飞机订单数量及波音、空客的飞机交付能力，我们认为未来三年行业供给消化压力在逐步减轻。随着国内航线全面恢复常态，市场格局改善，行业景气度有望持续提升。

预计2024-2026年公司营业收入分别为1906.3亿元、2031.1亿元、2127.9亿元，同比分别增长19.2%、6.5%、4.8%，归母净利润分别为61.1亿元、120.4亿元、166.2亿元，同比分别扭亏、增长97.1%、增长38.0%，维持“买入”评级。

● 风险提示：

宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

■ 盈利预测和财务指标

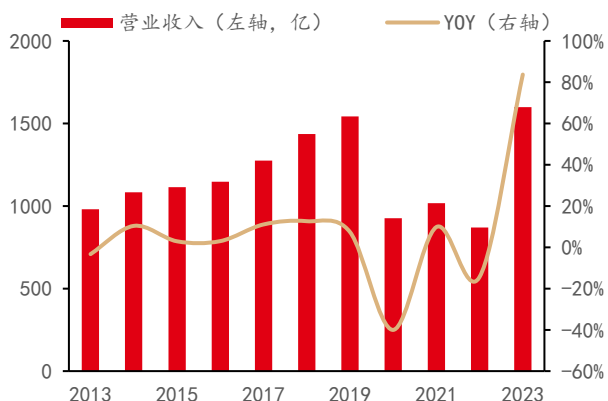
项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	159929	190625	203109	212786
增长率(%)	83.70	19.19	6.55	4.76
EBITDA(百万元)	31842.00	18306.74	25160.12	30274.56
归属母公司净利润(百万元)	-4209.00	6108.42	12039.64	16618.57
增长率(%)	87.12	245.13	97.10	38.03
EPS(元/股)	-0.23	0.34	0.66	0.92
市盈率(P/E)	-24.15	16.64	8.44	6.12
市净率(P/B)	2.76	2.35	1.82	1.39
EV/EBITDA	9.40	16.10	11.41	9.18

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

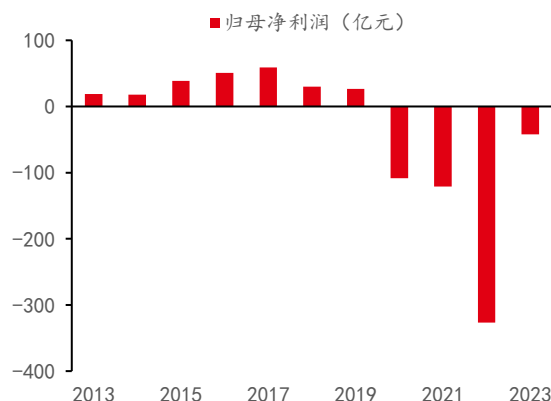
1 南方航空披露 2023 年年报

南方航空披露 2023 年年报，2023 年公司营业收入 1599.3 亿元，同比增长 83.7%，实现归母净利润-42.1 亿元，同比大幅减亏；第四季度营业收入 404.4 亿元，同比增长 139.3%，实现归母净利润-55.3 亿元，同比大幅减亏。

图表1：南方航空营业收入及同比增速



图表2：南方航空归母净利润



资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

2 复苏为全年主基调，营收大幅增长

2023 年我国民航业从疫情的低谷逐步复苏，国内市场二季度起基本回归正轨，国际航线稳步修复，年末恢复至 2019 年同期约七成的航班量，带动主要航空公司营收大幅增长。

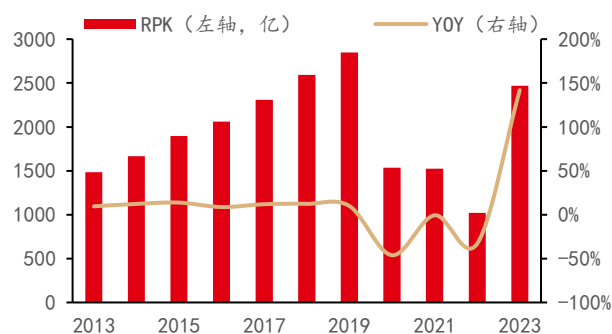
2023 年公司客运运力投放同比大幅回升，ASK 为 3162 亿，同比增长 105.5%，恢复至 2019 年的 91.9%，RPK 为 2470 亿，同比增长 141.9%，恢复至 2019 年的 86.7%，客座率 78.10%，同比提高 11.75pct，相比 19 年下降 4.71pct。

运价方面，国际航线供给逐步放量，运价虽有回落，但仍明显高于 2019 年同期水平，国内航线需求复苏，运价有所提升。2023 年公司客公里收益 0.549 元，同比下降 6.3%，其中国内、国际、地区航线客公里收益分别提高 5.9%、下降 71.0%、下降 66.5%。

收入方面，2023 年公司客运收入为 1354.8 亿元，同比增长 125.7%；货运业务方面，尽管国际航线运价显著回落，2023 年运价中枢仍明显高于 2019 年，公司货邮业务收入 152.8 亿元，同比下降 26.9%，但明显高于 2019 年 96.2 亿的收入水平。

图表3：南方航空 ASK 及同比增速

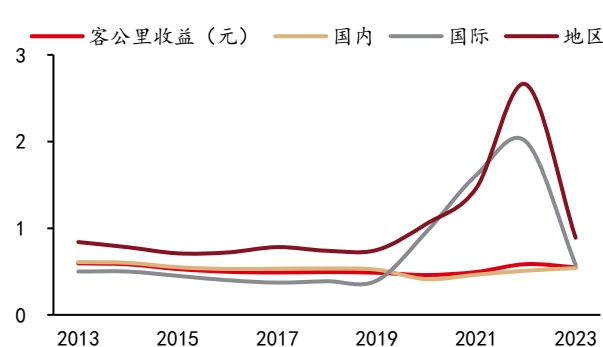

资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表4：南方航空 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

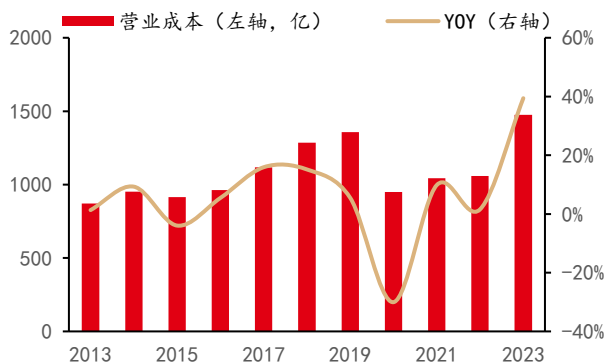
图表6：南方航空客公里收益


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

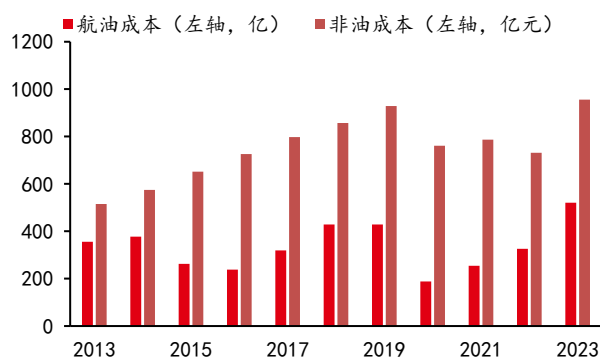
3 运营回暖，机队效率提高，拉动成本提升

因业务量全面回暖，2023 年公司营业成本达到 1475.8 亿元，同比增长 39.4%。航油成本方面，2023 年全年国际油价同比有所回落，但公司运力投放大幅提高，全年航油成本为 520.5 亿元，同比增长 59.3%，单位 ASK 航油成本 0.1646 元，同比下降 22.5%。

非油成本方面，2023 年国内市场全面恢复，国际长航线运投持续增长，公司机队运行效率显著提高，2023 年公司非油成本 955.3 亿元，同比增长 30.5%，单位 ASK 非油成本 0.3021 元，同比下降 36.5%。

图表7：南方航空成本及同比增速


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表8：南方航空航油及非油成本情况


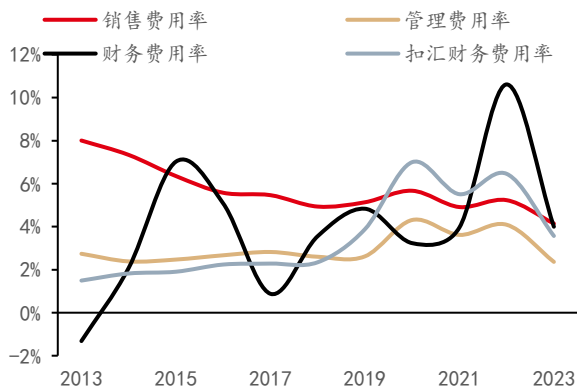
资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

4 4Q 确认川航投资损失，业绩落于预告中值附近

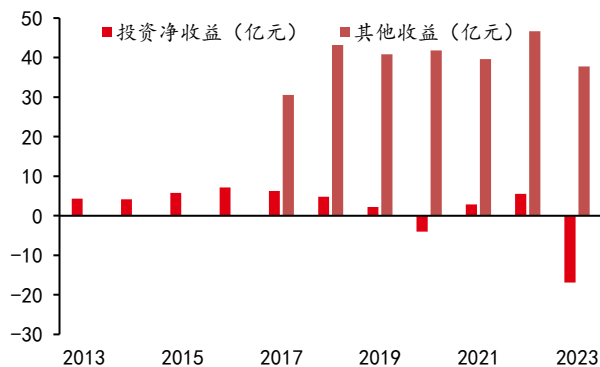
2023 年公司运营恢复常态，营收显著修复，销售费用同步回升，管理、研发费用基本稳定，财务费用则因汇兑损失减少而有所降低。因收入大幅上涨，各项费用率均明显下降，全年销售、管理、研发、财务费用率分别为 4.14%、2.19%、0.32%、4.00%，同比分别下降 1.09pct、1.73pct、0.13pct、6.62pct。

因四季度公司增资四川航空，带来一次性投资损失 23.4 亿元，造成公司全年投资收益-16.9 亿元，同比降低 22.4 亿元。因航线补贴及航空事业补贴有所下降，公司其他收益 37.8 亿元，同比降低 8.9 亿元。

其他科目方面，因可转债转股，2023 年公司公允价值变动损益达到 8.7 亿元，同比提高 12.6 亿元；因未确认递延税资产的可抵扣亏损及其他可抵扣暂时性差异下降，但应计所得税提高幅度更大，公司全年所得税费 14.4 亿，叠加扣除少数股东权益 11.3 亿元，公司业绩大幅减亏，但尚未转正，业绩落于预告中值附近。

图表9：南方航空费用率情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

图表10：南方航空投资收益及其他收益情况


资料来源：同花顺 iFind，中邮证券研究所

5 盈利预测及投资建议

2024 年我国民航业有望进一步复苏，公司在年报中提出我国民航国际客运市场将加快恢复，预计 2024 年底每周达 6000 班左右，恢复至 2019 年约 80% 的预期，而国际线的持续恢复有望进一步改善行业供需格局。此外，作为国内规模最大的航空公司，从公司机队引进计划来看，结合当前我国航司在手飞机订单数量及波音、空客的飞机交付能力，我们认为未来三年行业供给消化压力在逐步减轻。随着国内航线全面恢复常态，市场格局改善，行业景气度有望持续提升。

预计 2024-2026 年公司营业收入分别为 1906.3 亿元、2031.1 亿元、2127.9 亿元，同比分别增长 19.2%、6.5%、4.8%，归母净利润分别为 61.1 亿元、120.4 亿元、166.2 亿元，同比分别扭亏、增长 97.1%、增长 38.0%，维持“买入”评级。

6 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)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	159929	190625	203109	212786	营业收入	83.7%	19.2%	6.5%	4.8%
营业成本	147582	168932	174301	178648	营业利润	93.3%	400.9%	109.2%	39.3%
税金及附加	531	400	450	500	归属于母公司净利润	87.1%	245.1%	97.1%	38.0%
销售费用	6629	7955	8537	9030	获利能力				
管理费用	3779	4366	4901	5319	毛利率	7.7%	11.4%	14.2%	16.0%
研发费用	511	600	600	650	净利率	-2.6%	3.2%	5.9%	7.8%
财务费用	6393	6307	5856	5455	ROE	-11.4%	14.1%	21.6%	22.8%
资产减值损失	-11	-400	-400	-400	ROIC	3.4%	4.5%	6.5%	7.7%
营业利润	-2142	6445	13485	18784	偿债能力				
营业外收入	581	600	650	650	资产负债率	83.2%	81.8%	78.5%	74.2%
营业外支出	84	200	200	200	流动比率	0.21	0.25	0.28	0.33
利润总额	-1645	6845	13935	19234	营运能力				
所得税	1437	548	1393	1923	应收账款周转率	53.51	50.44	46.43	46.05
净利润	-3082	6297	12541	17311	存货周转率	108.35	110.76	106.52	108.52
归母净利润	-4209	6108	12040	16619	总资产周转率	0.51	0.60	0.62	0.63
每股收益(元)	-0.23	0.34	0.66	0.92	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	-0.23	0.34	0.66	0.92
货币资金	9924	14273	16900	21213	每股净资产	2.03	2.39	3.08	4.02
交易性金融资产	3157	3157	3157	3157	估值比率				
应收票据及应收账款	3324	4236	4514	4729	PE	-24.15	16.64	8.44	6.12
预付款项	695	676	697	715	PB	2.76	2.35	1.82	1.39
存货	1565	1877	1937	1985	现金流量表				
流动资产合计	27741	34168	37617	42806	净利润	-3082	6297	12541	17311
固定资产	93076	101273	109085	116545	折旧和摊销	27183	5154	5370	5585
在建工程	34199	33347	32666	32121	营运资本变动	9246	2403	1537	-1782
无形资产	6629	6629	6629	6629	其他	6787	5445	5101	4673
非流动资产合计	281485	289081	296461	303626	经营活动现金流净额	40134	19300	24549	25787
资产总计	309226	323249	334078	346432	资本开支	-9633	-11800	-11700	-11700
短期借款	51362	52362	48362	44362	其他	-7878	249	349	449
应付票据及应付账款	19958	21116	21788	22331	投资活动现金流净额	-17511	-11551	-11351	-11251
其他流动负债	58116	61738	63925	62974	股权融资	1017	0	0	0
流动负债合计	129436	135217	134074	129667	债务融资	-26630	2800	-4500	-4500
其他	127793	129293	128293	127293	其他	-7393	-6225	-6071	-5723
非流动负债合计	127793	129293	128293	127293	筹资活动现金流净额	-33006	-3425	-10571	-10223
负债合计	257229	264510	262367	256960	现金及现金等价物净增加额	-10358	4349	2626	4313
股本	18121	18121	18121	18121					
资本公积金	52756	52756	52756	52756					
未分配利润	-36888	-31251	-20587	-6011					
少数股东权益	15213	15402	15904	16596					
其他	2795	3711	5517	8010					
所有者权益合计	51997	58739	71711	89472					
负债和所有者权益总计	309226	323249	334078	346432					

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。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

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