



Q1 转亏为盈，入境游带来增长潜力

投资要点

- 推荐逻辑:** 1) 2023年公司航空客运收入大幅增长126.9%，客座率78.09%(+11.74pp)、飞机利用率每日8.93小时(+3.89小时)，指标优于行业平均水平，毛利率转正；2024年一季度归母净利润7.56亿元，扭亏为盈。2) 截至24年3月底，公司机队规模917架，2023年旅客周转量2469.47亿客公里，继续在行业中保持领先地位。3) 今年以来，入境游旅客人次稳步增长，较去年同期增长209%，较2019年同期增长61%，考虑公司在“一带一路”沿线的航线布局，有望充分受益于入境游的复苏。
- 中国年客运量最大的航空公司。** 南方航空是中国航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。2023年，公司旅客运输人数、货邮运输量分别占中国民航市场运输总量的22.95%、21.55%。截至2024年3月底，公司共运营飞机917架，公司机队规模仍居全国前列。
- 中国民航业：从恢复式增长到自然性增长。** 2024年随着出行政策全面放开及国内经济活动逐步回归正常化，我国民航业持续复苏向好，1-3月共完成运输总周转量349.3亿吨公里，超出2019年同期水平12.93%。2024年1-3月航班客座率和载运率分别为82.10%和69.30%，分别为2019年全年水平的98.09%和97.33%，行业运输生产和运输效率基本恢复至2019年水平。
- 提升经营质量，聚焦做强主业。** 2023年，随着生产经营的逐步恢复，南航旅客周转量同比大幅上升，航空客运收入显著增长带动公司营业总收入同比增长83.70%，但受投资亏损、期间费用侵蚀等影响，利润仍呈亏损态势。2024年1-3月实现归母净利7.56亿元，扭亏为盈。
- 盈利预测与投资建议:** 预计公司2024/25/26年营业收入分别为1937.8、2050.6、2140.7亿元，归母净利润分别为61.1、92.4、113.1亿元，EPS分别为0.34、0.51、0.62元，对应PE分别为17、11、9倍。考虑公司运营模式以及市场定位，选取更为接近的中国国航、中国东航、海航控股作为对标，可比公司24年PB均值为3.5倍。我们给予公司2024年3倍PB，对应目标价7.2元，维持“买入”评级。
- 风险提示:** 宏观经济周期波动风险、航空业政策变化风险、航油价格波动风险、汇率波动风险等。

指标/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	159929.00	193777.62	205063.05	214066.01
增长率	83.70%	21.16%	5.82%	4.39%
归属母公司净利润(百万元)	-4209.00	6110.30	9243.50	11313.89
增长率	87.12%	245.17%	51.28%	22.40%
每股收益EPS(元)	-0.23	0.34	0.51	0.62
每股净资产BPS(元)	2.03	2.40	2.84	3.37
净资产收益率ROE	-5.93%	11.43%	15.00%	15.88%
PE	-24	17	11	9
PB	2.76	2.33	1.97	1.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 胡光烽
执业证号: S1250522070002
电话: 021-58351859
邮箱: hgyyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	181.21
流通A股(亿股)	126.73
52周内股价区间(元)	5.41-7.02
总市值(亿元)	1,063.70
总资产(亿元)	3,137.29
每股净资产(元)	2.07

相关研究

- 南方航空(600029): 前三季度累计归母净利润领先三大航(2023-10-31)

目 录

1 公司概况：中国年客运量最大的航空公司.....	1
2 中国民航业：从恢复式增长到自然性增长.....	3
3 南方航空：提升经营质量，聚焦做强主业.....	6
4 盈利预测与估值.....	9
5 风险提示.....	11

图 目 录

图 1: 南方航空 2023 年国内航线网络图.....	2
图 2: 公司股权结构图 (截至 2024 年 3 月底)	3
图 3: 近年来民航运输总周转量变化趋势 (亿吨公里)	4
图 4: 近年来民航效率变化趋势	4
图 5: 近年来民航旅客周转量变化趋势 (万人公里)	4
图 6: 2010-2023 年民航业运输飞机数量及增速情况	5
图 7: 三大航司 2023 年可用客公里、收入客公里同比 2019 年增长情况.....	5
图 8: 南方航空历年收入及其增速	6
图 9: 南方航空历年归母净利润及增速	6
图 10: 2023 年南方航空分业务营收占比.....	6
图 11: 2023 年南方航空分区域营收占比.....	6
图 12: 近年来航油价格走势 (美元/桶)	7
图 13: 近年来美元兑人民币汇率走势	7
图 14: 入境游旅客人次趋势对比 (同比 23 年及同比 19 年, 右轴)	8
图 15: 入境游客来源地景气度对比	9

表 目 录

表 1: 南方航空发展历程.....	1
表 2: 截至 2023 年底同业对比.....	1
表 3: 公司机队规模.....	2
表 4: 公司客运情况 (千人、亿客公里)	7
表 5: 公司货邮运输量情况 (千吨)	7
表 6: 公司盈利情况 (亿元)	8
表 7: 运营以及分业务收入预测	10
表 8: 可比公司估值.....	10
附表: 财务预测与估值	12

1 公司概况：中国年客运量最大的航空公司

中国南方航空集团有限公司（China Southern Airlines，简称南航），总部设在广州，于1991年2月1日正式挂牌成立，以蓝色垂直尾翼镶红色木棉花为公司标志，是中国航线网络最发达、年客运量最大的航空公司。南方航空致力建设广州、北京两大综合性国际航空枢纽。在广州，持续稳步建设“广州之路”（Canton Route），推动广州成为中国大陆至大洋洲、东南亚的第一门户，服务粤港澳大湾区和“一带一路”。在北京，作为北京大兴国际机场最大的主基地航空公司，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。2023年，公司在大兴机场中转占比提升至11.8%，广深珠惠国内市场份额达到37%。2023年，公司荣获世界品牌实验室“航空公司五星钻石奖”（是唯一获此奖项的国内航空公司），连续6年获得民航旅客服务测评（CAPSE）年度“最佳航空公司奖”。

表 1：南方航空发展历程

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	组建中国南方航空股份有限公司
1997年	南航在纽约、香港两地上市
2003年	在上海交易所上市
2007年	南航于11月加入天合联盟
2012年	南航推出链接欧亚澳洲的“广州之路”
2018年	南航宣布自2019年1月1日退出天合联盟
2019年	南航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拆分南航物流至上交所主板上市
2024年	董事会审议通过了100架C919购买议案

数据来源：公司官网，西南证券整理

截至2024年3月底，公司运营包括波音、空客、中国商飞等型号客、货运输飞机917架，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。2023年，公司旅客运输人数、货邮运输量分别占中国民航市场运输总量的22.95%、21.55%。

表 2：截至 2023 年底同业对比

	机队规模(架)	可用吨公里(亿吨公里)	运输总周转量(亿吨公里)	旅客周转量(亿客公里)	客座率(%)
南方航空	908	448.99	297.91	2469.47	78.09
中国国航	905	360.02	218.87	2141.73	73.22
中国东航	782	295.26	185.23	1822.99	74.42
行业总量/均值	/	1755.2	1188.3	10308.8	77.9

数据来源：Wind，西南证券整理

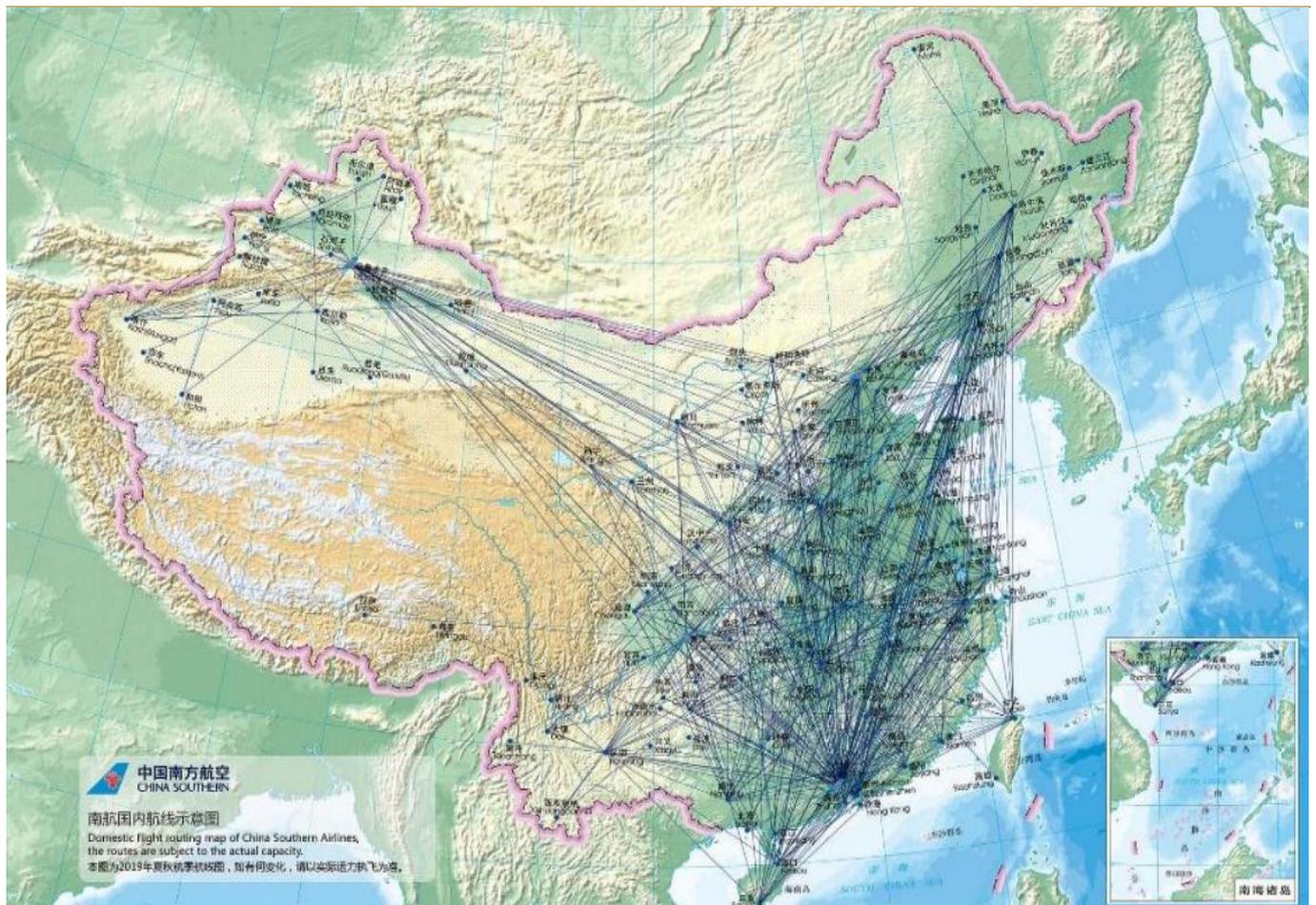
2023年，公司引进飞机37架（包括经营租赁飞机21架、融资租赁飞机13架、自购飞机3架），退出飞机23架。截至2023年底，公司共拥有飞机908架，较上年末净增加14架；公司机队规模仍居全国前列。公司机队以客机为主，自购、融资租赁、经营租赁方式取得飞机占比分别为36.01%、25.99%、38.00%。2023年，公司飞机日利用率为8.93小时（行业均值8.1小时/日），比上年同期增加3.89小时；公司平均机龄9.2年。2024年一季度，公司引进15架飞机、退出6架飞机，截至2024年3月底，公司共运营飞机917架。

表 3：公司机队规模

	获取方式	2022 年底	2023 年底
客机	经营租赁	332 架	345 架
	融资租赁	239 架	229 架
	自购	308 架	317 架
	小计	879 架	891 架
货机	经营租赁	0 架	0 架
	融资租赁	7 架	7 架
	自购	8 架	10 架
	小计	15 架	17 架
合计		894 架	908 架

数据来源：公司年报，西南证券整理

2023 年，公司新增的主要航线或目的地包括银川-沈阳、深圳-西双版纳、哈尔滨-长沙-昆明、大连-青岛-成都天府、重庆-郑州-大连、乌鲁木齐-昆明、天津-成都天府等国内航线，北京大兴/大连/广州/哈尔滨/上海浦东/沈阳-大阪、重庆-吉隆坡、北京大兴-多哈、广州/深圳-河内等国际航线。

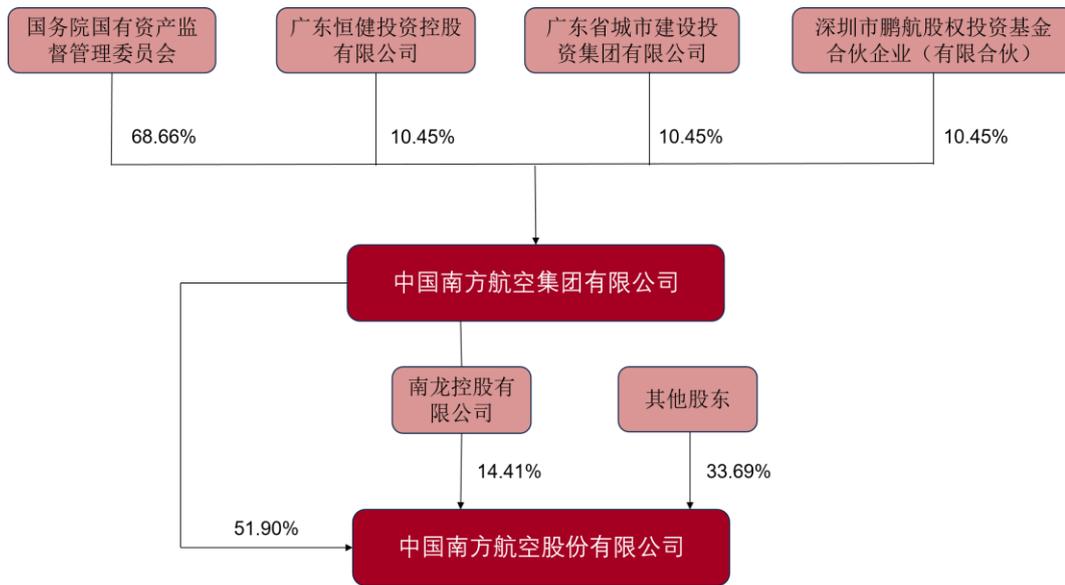
图 1：南方航空 2023 年国内航线网络图


数据来源：非常准，西南证券整理

截至 2024 年 3 月底，公司股本 181.21 亿元，中国南方航空集团有限公司通过直接及间接方式合计持有公司 66.52% 的股权，为公司控股股东；国务院国有资产监督管理委员会持有南航集团 68.67% 股权，为公司实际控制人。

公司直接或间接控股厦门航空、重庆航空、河南航空、贵州航空、珠海航空、汕头航空、河北航空、江西航空、南航货运 9 家客、货运输航空公司，参股四川航空；拥有新疆、北方、北京、深圳、上海等 18 家分公司及南阳、佛山 2 家基地；设有杭州、南京、西宁等 21 家境内营业部，洛杉矶、纽约、伦敦、巴黎等 52 家境外营业部。

图 2：公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



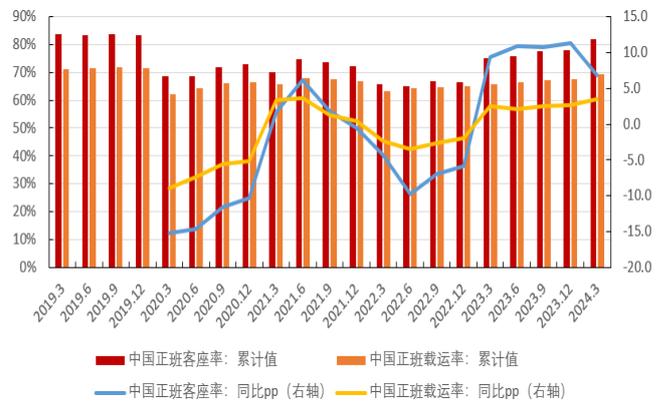
数据来源：公司官网，西南证券整理

2 中国民航业：从恢复式增长到自然性增长

2020 年起，公共卫生事件对航空运输业发展造成严重冲击，民众出行意愿不振，国内大部分航空运输企业经营持续亏损。2023 年以来，随着出行政策全面放开及国内经济活动逐步回归正常化，我国民航业持续复苏向好，2024 年 1-3 月共完成运输总周转量 349.3 亿吨公里，超出 2019 年同期水平 12.93%；从航班效率上看，2024 年 1-3 月民航飞机日利用率为 8.9 小时/日。2024 年 1-3 月航班客座率和载运率分别为 82.10% 和 69.30%，分别为 2019 年全年水平的 98.09% 和 97.33%，行业运输生产和运输效率基本恢复至 2019 年水平。

图 3：近年来民航运输总周转量变化趋势（亿吨公里）

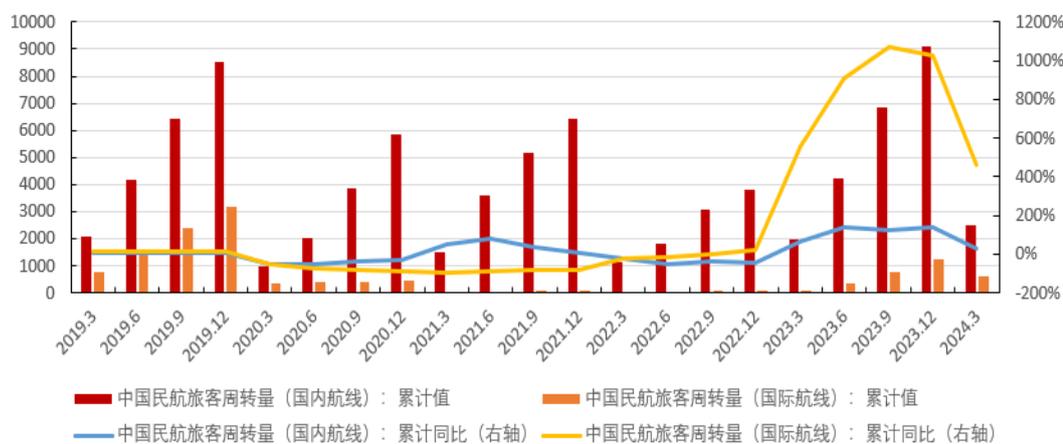

数据来源：CAAC，西南证券整理

图 4：近年来民航效率变化趋势


数据来源：CAAC，西南证券整理

客运表现方面，2024 年 1-3 月民航旅客周转量同比大幅增长，超出 2019 年同期水平 11.47%，但国内、国际市场有所分化。国内市场方面，国内航线随着积压的出行需求有效释放恢复势头强劲，旅客周转量已超过 2019 年同期水平 20.2%，其中 2023 年 7-8 月暑运期间家庭旅游出行需求激增推动当月旅客周转量同比 2019 年增长 15% 以上。国际市场方面，随着“五个一”政策放开及部分国家入境政策陆续放开，主要航司逐步恢复国际航线，自 2023 年 8 月下旬以来，国际客运航班量稳定在 2019 年的 50% 以上，旅客周转量同比大幅增长，但受地缘政治、航权谈判、负面舆论等因素影响，国际客运市场恢复情况显著滞后于国内市场，2024 年 1-3 月国际旅客周转量仅恢复至 2019 年同期的 76.84%。

展望未来，国内公商务出行仍是刚需，春节及其他传统节日将催化大量返乡探亲以及旅行需求，预计国内客运市场将维持增长态势；国际客运方面，中外互免签证的利好政策频出，伴随缅甸、泰国等东南亚负面舆情带来的担忧减轻，出境休闲旅游、商务出行需求或将进一步释放。

图 5：近年来民航旅客周转量变化趋势（万人公里）


数据来源：CAAC，西南证券整理

在民航业高质量发展要求的指引下，“十四五”期间我国主要航司飞机引进速度放缓至3%。2020-2022年，中国国航、南方航空和中国东航机队规模复合增速分别为2.53%、1.34%和2.25%；2023年末，行业运输飞机在册4270架，同比增长2.5%。我们认为，随着飞机引进速度放缓，航空运输供给增量将呈现收缩态势，行业竞争激烈程度有望降低。

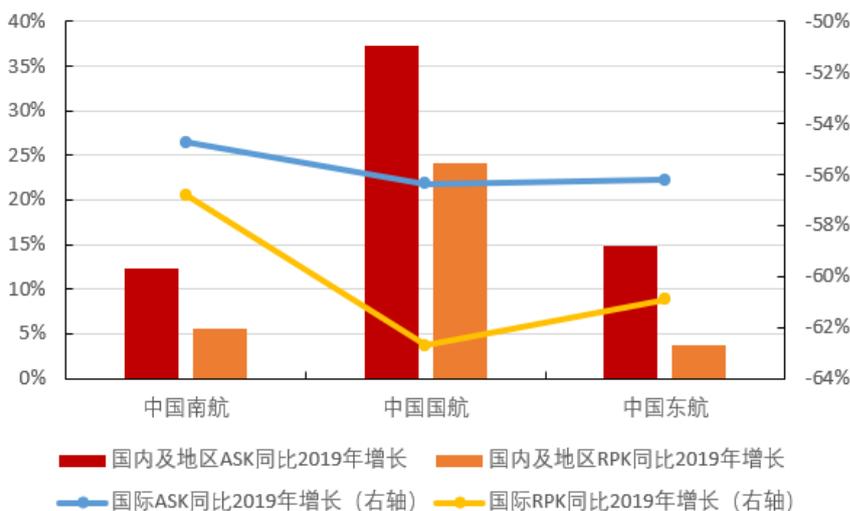
图6：2010-2023年民航业运输飞机数量及增速情况



数据来源：CAAC，西南证券整理

客运供给方面，2023年出行政策放开之后，航司客运航班供给快速恢复，三大航司ASK同比大幅增长；其中，南方航空、中国国航、中国东航可用客公里分别恢复至2019年同期的91.92%、101.64%和90.64%。分国内外航线来看，国内航线日均班次已经超过2019年水平，三大航司国内及地区客运供给恢复率均在110%以上，高于同期国内及地区RPK的恢复水平，国内运力供给存在过剩；国际航线方面，受制于航权谈判等因素，国际航班恢复滞后，南方航空、中国国航和中国东航的国际客运供给恢复率分别为45.25%、43.62%和43.77%，与同期国际客运需求恢复基本同步，供给略有不足。伴随国际航线时刻放量，国内过剩运力回流国际市场，运力结构将得到显著优化。

图7：三大航司2023年可用客公里、收入客公里同比2019年增长情况

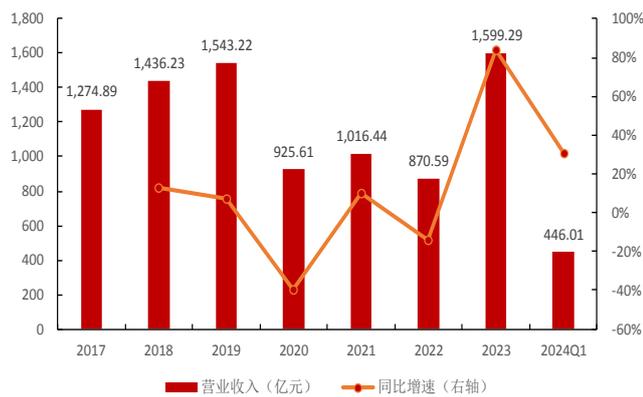


数据来源：南方航空、中国国航、中国东航公司年报，西南证券整理

3 南方航空：提升经营质量，聚焦做强主业

2023 年，随着生产经营的逐步恢复，南航旅客周转量同比大幅上升，航空客运收入显著增长带动公司营业总收入同比增长 83.70%；营业成本同比增长 39.41%，增速低于营业收入，主要系航空运输业折旧等固定成本占比较高所致；公司利润总额同比大幅增长，但受投资亏损、期间费用侵蚀等影响，利润仍呈亏损态势。2024 年 1-3 月，公司营业总收入同比增长 30.97%；实现归母净利 7.56 亿元，扭亏为盈。

图 8：南方航空历年收入及其增速



数据来源：Wind, 西南证券整理

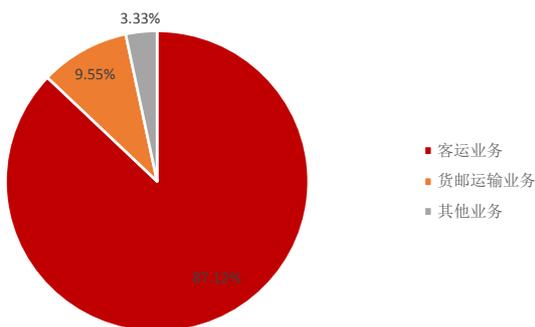
图 9：南方航空历年归母净利润及增速



数据来源：wind, 西南证券整理

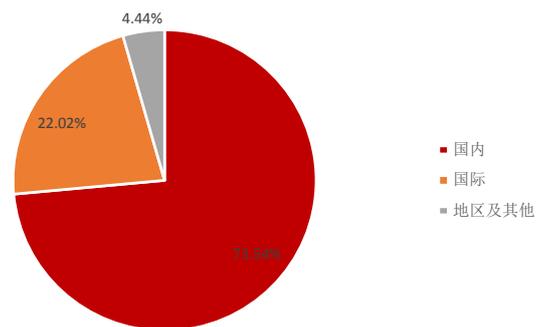
公司营业收入仍主要来自航空客运、货运及邮运业务，2023 年航空客运收入占比 87.12%，同比增长 132.16%，货运及邮运业务收入占比 9.55%，同比减少 26.86%。分区域看，公司主营业务收入中国内收入占比 73.54%，同比增长 119.42%，国际收入占比 22.02%，同比增长 20.42%，国内航线恢复明显。

图 10：2023 年南方航空分业务营收占比



数据来源：Wind, 西南证券整理

图 11：2023 年南方航空分区域营收占比



数据来源：wind, 西南证券整理

从客运业务来看，2023 年，公司旅客运输量超过 1.4 亿人次，同比增长 127.03%，旅客运输量仍居国内各航空公司之首。公司载客仍主要来自国内航线，载客人数占比 92.53%。2023 年，公司收费客公里同比增长 141.92%，国内航线收费客公里恢复明显。2023 年，公司客座率提升至 78.09%。

表 4：公司客运情况 (千人、亿客公里)

	地区	2022 年	2023 年	2024 年一季度
载客人数	国内航线	61666.94	131572	36137.41
	港澳台航线	157.23	1535.76	464.96
	国际航线	812.95	9093.37	3878.14
	合计	62637.12	142201.1	40480.51
收费客公里 (RPK)	国内航线	969.87	2078.17	577.79
	港澳台航线	1.75	18.09	5.56
	国际航线	49.16	373.21	159.89
	合计	1020.78	2469.47	743.24
客座率	国内航线	66.59%	77.98%	83.51%
	港澳台航线	42.66%	74.10%	76.68%
	国际航线	63.22%	78.97%	81.48%
	平均	66.35%	78.09%	83.01%

数据来源：公司公告，西南证券整理

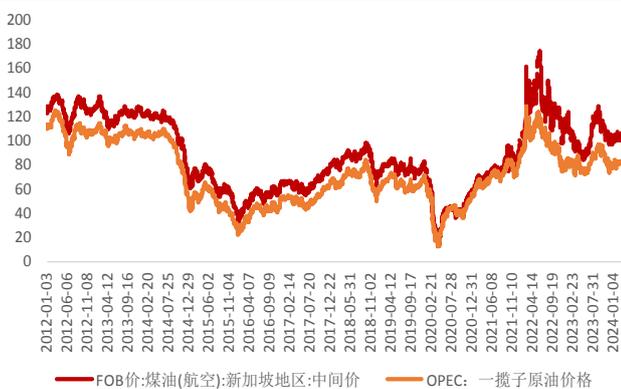
从货邮运输业务来看，2023 年，公司货邮运输量同比增长 19.47%。

表 5：公司货邮运输量情况 (千吨)

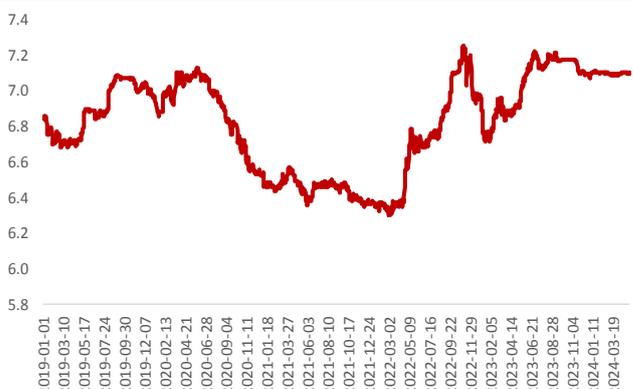
地区	2022 年	2023 年	2024 年一季度
国内航线	633.62	840.8	224.36
港澳台航线	6.87	23.03	6.47
国际航线	686.17	721.09	202.78
合计	1326.66	1584.92	433.62

数据来源：公司公告，西南证券整理

2023 年，公司主营业务成本同比增长 39.52%，主要系航油价格上涨及生产经营逐步恢复下加油量、飞机起降架次等增加导致航油成本、起降费等增加综合影响。据 23 年年报披露，假定燃油消耗量不变，平均燃油价格每变动 10%，将导致公司营运成本变动 52.05 亿元。2023 年公司汇兑损失 6.87 亿元，上年为 36.19 亿元，美元兑人民币汇率的变动对财务费用的影响较大。假定其他变量不变，人民币兑美元汇率每变动 1%，将导致公司净利润变动 3.2 亿元。

图 12：近年来航油价格走势 (美元/桶)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：近年来美元兑人民币汇率走势


数据来源：wind，西南证券整理

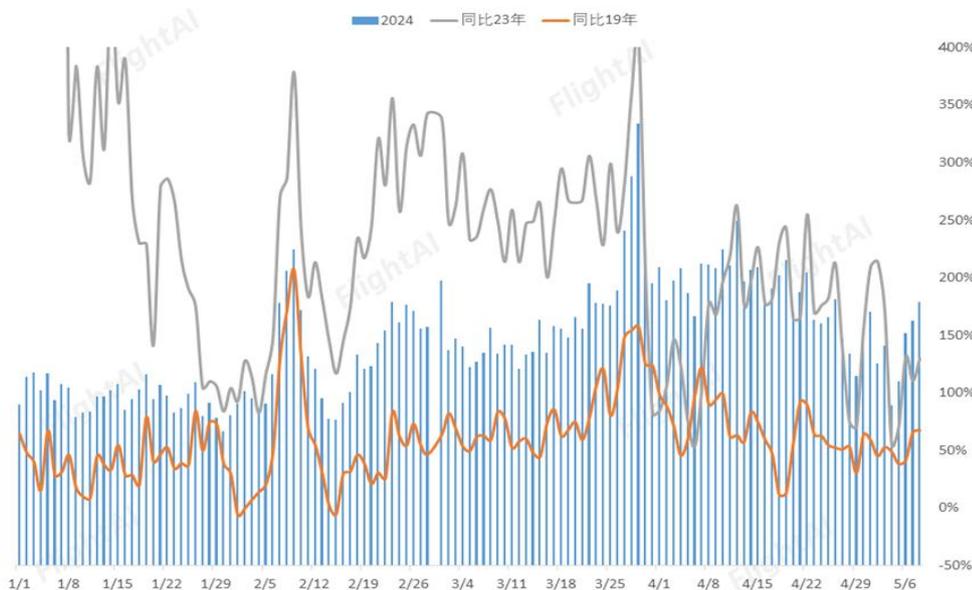
2023年,公司期间费用同比小幅下降2.43%,主要系汇兑损失大幅下降带动财务费用较少。公司销售费用同比增长45.53%,主要系生产恢复,业务代理手续费、电脑订座费等相应增加。公司期间费用率为10.82%,同比下降9.56pp,期间费用仍对公司利润形成一定侵蚀。2023年,公司确认政府补助37.97亿元,主要为航线补贴、航空事业补贴等,同比下降20.50%。同期,公司公允价值变动收益8.74亿元,主要系可转债的衍生工具部分确认公允价值变动收益8.01亿元。2023年,公司投资损失较大,主要系确认四川航空投资损失23.40亿元。从盈利指标看,2023年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率得到改善。

表 6: 公司盈利情况 (亿元)

	2022年	2023年	2024年1-3月
营业总收入	870.59	1599.29	446.01
营业成本	1058.62	1475.82	397.25
期间费用	177.44	173.12	42.92
其中: 销售费用	45.55	66.29	16.18
管理费用	35.6	37.79	10.01
财务费用	92.4	63.93	15.39
其他收益	46.7	37.79	7.67
公允价值变动收益	-3.88	8.74	0.73
投资收益	5.55	-16.88	1.46
利润总额	-315.26	-16.45	15.83

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

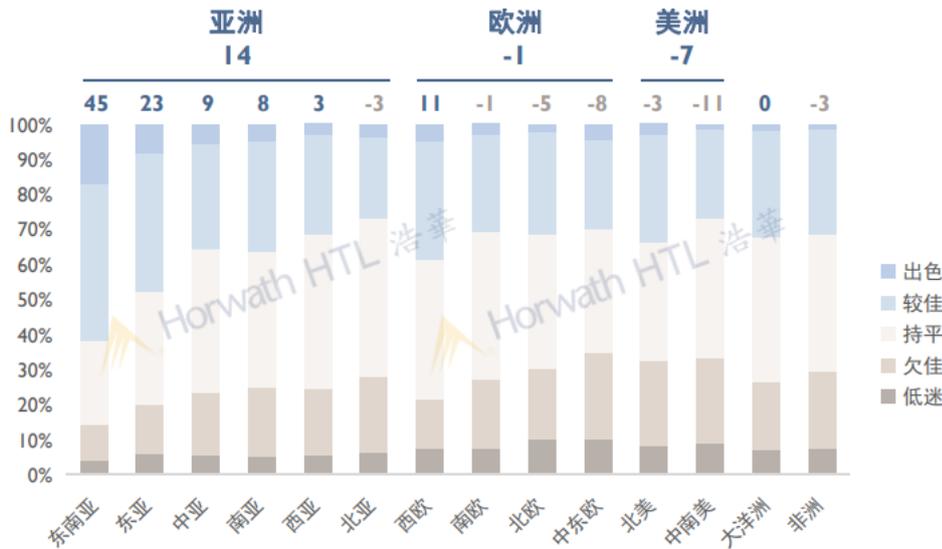
展望未来,公司将以边际贡献总量最大化为目标,加大国内市场运力投入,提升国际航线收益品质。根据国际航协的预测,2024年全球航空业有望保持增长态势,预计航空业全年收入水平、全球旅客出行人数有望持续增长。根据携程机票数据,今年以来,入境游客人次稳步增长,较去年同期增长209%,较2019年同期增长61%。

图 14: 入境游客人次趋势对比 (同比23年及同比19年, 右轴)


数据来源: FlightAI, 西南证券整理

亚洲地区国家入境景气度高。一带一路政策的不断推进、RCEP《区域全面经济伙伴关系协定》的完善，推动共建国家在教育、科技、文化、卫生、体育、媒体、旅游等领域开展广泛合作。据《中国入境旅游市场景气报告 2024 上》中数据显示，亚洲作为传统主力入境地区，景气指数领先，随着中国国际影响力在“一带一路”国家和地区的增强，东南亚、南亚、西亚等国仍具备较好的市场挖掘潜力，特别是东南亚地区国家。

图 15：入境游客源地景气度对比



数据来源：《中国入境旅游市场景气报告 2024 上》，西南证券整理

注：图中数字为景气度调查的结果，正值表示乐观，负值表示悲观

随着中国入境旅游市场的复苏，以及各项利好政策的推动，包括便利外籍人员来华的措施、与多国缔结的互免签证协定等，预计入境旅游市场将继续回暖。考虑到南方航空在“一带一路”沿线的航线布局，以及其作为主要航空承运人的地位，公司有望充分受益于入境游的复苏。

4 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：公司收入主要来源旅客运输，考虑国际线 24 年仍处恢复阶段，我们预计公司 2024/25/26 年 ASK 同比增速分别为 20%/5.7%/4%；预计公司 2024/25/26 年客公里收益分别为 0.55、0.55、0.54 元，同比增速分别为 0%/0%/-0.9%。

假设 2：货邮及其他收入占比较小，假设 2024/25/26 年同比增速为 15%/9%/5%；

假设 3：飞机租赁及折旧费用主要和公司机队规模相关；起降费及机场服务费用、人工成本、维修费用、航线餐食供应品费、民航局收取的费用主要和公司运营情况相关，预计公司 2024/25/26 年多项成本合计增速为 12%/4%/3%。

表 7：运营以及分业务收入预测

	2023	2024E	2025E	2026E
ASK (万人公里)	316217	379461	401090	417134
yoy		20.0%	5.7%	4.0%
RPK (万人公里)	246,947	309,261	328,894	346,221
yoy		25.23%	6.3%	5.3%
客座率	78.1%	81.5%	82.0%	83.0%
客公里收益 (元)	0.55	0.55	0.55	0.54
yoy		0.0%	0.0%	-0.9%
客运收入 (百万元)	139334	170093	179247	186959
yoy		22.1%	5.4%	4.3%
货运收入 (百万元)	20595	23684	25816	27107
yoy		15.0%	9.0%	5.0%
收入合计 (百万元)	159929	193778	205063	214066
yoy		21.2%	5.8%	4.4%
成本合计 (百万元)	147582	165292	171904	177061
毛利率	7.7%	14.7%	16.2%	17.3%

数据来源: Wind, 西南证券

预计公司 2024/25/26 年营业收入分别为 1937.8、2050.6、2140.7 亿元，归母净利润分别为 61.1、92.4、113.1 亿元，EPS 分别为 0.34、0.51、0.62 元，对应 PE 分别为 17、11、9 倍。

考虑公司运营模式以及市场定位，选取更为接近的中国国航、中国东航、海航控股作为对标，可比公司 24 年 PB 均值为 3.5 倍。我们给予公司 2024 年 3 倍 PB，对应目标价 7.2 元，维持“买入”评级。

表 8：可比公司估值

公司	代码	股价 (元)	每股净资产 (元)				PB (倍)			
			2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
中国国航	601111.SH	7.38	2.3	2.9	3.5	4.2	3.2	2.6	2.1	1.7
中国东航	600115.SH	4.01	0.9	2.0	2.3	2.8	4.4	2.0	1.7	1.4
海航控股	600221.SH	1.02	0.1	0.2	0.3	NA	20.4	6.0	3.2	NA
平均							9.3	3.5	2.3	1.6
南方航空	600029.SH	5.89	2.0	2.4	2.8	3.4	2.9	2.5	2.1	1.7

数据来源: Wind, 西南证券整理。注: 收盘价为 2024/6/28

5 风险提示

宏观经济周期波动风险：民航业的发展与经济周期波动有着密切联系。一方面，民航业的下游需求主要由商务、贸易、旅游等构成，而上述需求容易受到经济周期波动的影响。另一方面，民航业由于普遍资产负债率较高且外币负债较高，容易受到利率及汇率波动的影响；同时，原油成本作为航空运行的主要成本之一，原油价格波动也影响公司成本。因此，民航业受经济周期波动影响较大。

航空业政策变化风险：中国民航局在进行行业监管时，涉及航空公司营运安全标准、航线航权开放的审批管理、航空公司合法运营的经营许可管理、飞机采购与租赁、航空人员管理、国内及国际航线布局、航班时刻管理等方面的航空业政策发生变化，都将对公司未来新增、加密航线和机队扩张等业务的发展产生影响。另外，由于飞机的购买和租赁需要经过国家发改委和民航局的批准，公司的机队扩张计划也会同时受到国家对民航业运力调控方针的影响。

航油价格波动风险：航油是航空公司生产成本的主要构成之一，航油市场价格的波动对航空公司生产成本有较大影响，进而影响航空公司利润水平。

汇率波动风险：公司部分飞机购置和航材采购主要以美元计价，会受到汇率波动的影响。在人民币汇率出现较大波动时，将产生汇兑损益，从而对公司的财务状况和经营业绩产生较大影响。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	159929.00	193777.62	205063.05	214066.01	净利润	-3082.00	6789.22	10270.55	12570.98
营业成本	147582.00	165291.84	171903.51	177060.62	折旧与摊销	10843.00	9853.52	10425.96	10880.66
营业税金及附加	531.00	588.79	651.97	665.51	财务费用	6393.00	4798.26	4900.84	4982.45
销售费用	6629.00	8332.44	8715.18	9311.87	资产减值损失	-11.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	3779.00	6588.44	6972.14	7278.24	经营营运资本变动	-4300.10	-996.42	874.34	798.32
财务费用	6393.00	4798.26	4900.84	4982.45	其他	30291.10	261.40	-534.17	-312.39
资产减值损失	-11.00	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	40134.00	20705.97	25937.52	28920.03
投资收益	-1688.00	-500.00	0.00	0.00	资本支出	-3581.00	-4000.00	-4000.00	-4000.00
公允价值变动损益	874.00	256.17	354.75	408.43	其他	-13930.00	-2063.83	-1645.25	-1591.57
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-17511.00	-6063.83	-5645.25	-5591.57
营业利润	-2142.00	7934.02	12274.16	15175.74	短期借款	-2312.00	26221.61	-6083.74	-14096.42
其他非经营损益	497.00	552.50	564.03	538.00	长期借款	22814.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	-1645.00	8486.52	12838.19	15713.73	股权融资	-19.00	0.00	0.00	0.00
所得税	1437.00	1697.30	2567.64	3142.75	支付股利	0.00	841.80	-1222.06	-1848.70
净利润	-3082.00	6789.22	10270.55	12570.98	其他	-53489.00	6503.74	-9600.84	-4682.45
少数股东损益	1127.00	678.92	1027.06	1257.10	筹资活动现金流净额	-33006.00	33567.15	-16906.64	-20627.57
归属母公司股东净利润	-4209.00	6110.30	9243.50	11313.89	现金流量净额	-10358.00	48209.29	3385.63	2700.89
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	财务分析指标	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	9924.00	58133.29	61518.92	64219.80	成长能力				
应收和预付款项	5655.00	8185.39	8667.63	8776.20	销售收入增长率	83.70%	21.16%	5.82%	4.39%
存货	1565.00	1799.67	2065.52	2030.77	营业利润增长率	93.35%	470.40%	54.70%	23.64%
其他流动资产	10597.00	11948.72	12460.74	12869.20	净利润增长率	90.85%	320.29%	51.28%	22.40%
长期股权投资	6718.00	6718.00	6718.00	6718.00	EBITDA 增长率	214.55%	49.63%	22.20%	12.46%
投资性房地产	524.00	524.00	524.00	524.00	获利能力				
固定资产和在建工程	127275.00	122466.21	117084.99	111249.06	毛利率	7.72%	14.70%	16.17%	17.29%
无形资产和开发支出	6629.00	5635.97	4642.93	3649.90	三费率	10.51%	10.18%	10.04%	10.08%
其他非流动资产	140339.00	142287.30	144235.60	146183.90	净利率	-1.93%	3.50%	5.01%	5.87%
资产总计	309226.00	357698.54	357918.32	356220.83	ROE	-5.93%	11.43%	15.00%	15.88%
短期借款	51362.00	77583.61	71499.86	57403.44	ROA	-1.00%	1.90%	2.87%	3.53%
应付和预收款项	25728.00	29524.16	30755.76	31568.13	ROIC	13.55%	13.09%	17.54%	21.88%
长期借款	38130.00	38130.00	38130.00	38130.00	EBITDA/销售收入	9.44%	11.66%	13.46%	14.50%
其他负债	142009.00	153048.76	149072.19	149936.47	营运能力				
负债合计	257229.00	298286.52	289457.81	277038.04	总资产周转率	0.51	0.58	0.57	0.60
股本	18121.00	18121.00	18121.00	18121.00	固定资产周转率	1.74	2.02	2.06	2.14
资本公积	52756.00	52756.00	52756.00	52756.00	应收账款周转率	52.48	46.25	40.42	41.02
留存收益	-34309.00	-27356.90	-19335.47	-9870.28	存货周转率	87.53	87.85	84.78	84.37
归属母公司股东权益	36784.00	43520.10	51541.53	61006.72	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.06%	—	—	—
少数股东权益	15213.00	15891.92	16918.98	18176.08	资本结构				
股东权益合计	51997.00	59412.02	68460.51	79182.80	资产负债率	83.18%	83.39%	80.87%	77.77%
负债和股东权益合计	309226.00	357698.54	357918.32	356220.83	带息债务/总负债	39.61%	42.95%	42.16%	38.96%
					流动比率	0.21	0.47	0.53	0.59
					速动比率	0.20	0.46	0.51	0.58
					股利支付率	0.00%	-13.78%	13.22%	16.34%
业绩和估值指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标				
EBITDA	15094.00	22585.80	27600.96	31038.85	每股收益	-0.23	0.34	0.51	0.62
PE	-24.11	16.61	10.98	8.97	每股净资产	2.03	2.40	2.84	3.37
PB	2.76	2.33	1.97	1.66	每股经营现金	2.21	1.14	1.43	1.60
PS	0.63	0.52	0.49	0.47	每股股利	0.00	-0.05	0.07	0.10
EV/EBITDA	5.48	3.09	1.94	1.12					
股息率	0.00%	—	1.20%	1.82%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
上海	田婧雯	高级销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	欧若诗	销售经理	18223769969	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李嘉隆	销售经理	15800507223	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	龚怡芸	销售经理	13524211935	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
北京	杨薇	资深销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
广深	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
