

南方航空（600029.SH）

全年业绩同比减亏，供需格局持续改善

优于大市

核心观点

南方航空 2024 年四季度业绩同比减亏。2024 年公司营业收入 1742.24 亿元，同比增长 8.9%，实现归母净利润-16.96 亿元，同比大幅减亏，其中单四季度公司营业收入 395.63 亿元，同比下降 2.2%，实现归母净利润-36.61 亿元，同比减亏。

国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平承压显著。2024 年四季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比上升 9.1%、上升 13.8%以及上升 6.4%，且分别恢复至 2019 年同期的 106.1%、106.2%以及 102.3%；客座率恢复至 85.40%，同比提升了 5.6 pct，相较 2019 年提升了 3.2 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 112.6%和 108.9%，国内客座率恢复至 85.7%，同比提升了 5.0 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 91.7%和 87.6%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线客公里收益同比下降 11.1%，四季度单位 RPK 营业收入同比下降 14.0%，相较 2019 年下降 1.0%。

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，四季度公司营业成本实现 388.3 亿元，同比下降 5.8%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.44 元，同比下降 11.5%，相较 2019 年提升 5.1%，从而导致公司毛利率同比增加 3.8 pct 至 1.85%。2024 年全年公司净引进 9 架飞机，机队规模达到 917 架，2025 年公司计划净引进 53 架飞机，考虑到飞机制造商产能受限，预计 2025 年飞机引进速度仍将维持低位。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

投资建议：维持“优于大市”评级。

考虑到 2025 年宏观经济仍然压力较大以及国际航线恢复较慢，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利分别为 32.2 亿元、66.7 亿元、84.4 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为-31%/-18%），建议关注国内航空出行需求和票价表现的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	159,929	174,224	182,413	192,445	204,377
(+/-%)	83.7%	8.9%	4.7%	5.5%	6.2%
归母净利润(百万元)	-4209	-1696	3224	6672	8443
(+/-%)	-87.1%	-59.7%	-290.1%	107.0%	26.5%
每股收益(元)	-0.23	-0.09	0.18	0.37	0.47
EBIT Margin	0.6%	1.3%	5.1%	7.2%	7.9%
净资产收益率(ROE)	-11.4%	-4.9%	8.6%	15.6%	17.1%
市盈率(PE)	-25.1	-62.2	32.7	15.8	12.5
EV/EBITDA	31.3	27.7	18.0	13.8	12.3
市净率(PB)	2.87	3.04	2.83	2.47	2.13

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

交通运输·航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

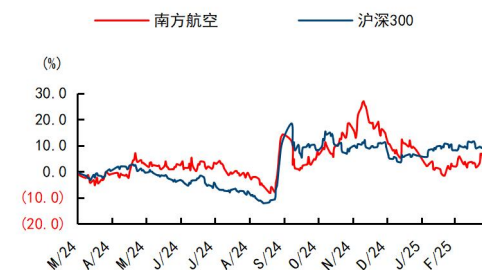
gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	5.82 元
总市值/流通市值	105464/105464 百万元
52 周最高价/最低价	7.49/5.18 元
近 3 个月日均成交额	402.46 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《南方航空（600029.SH）-三季度业绩表现承压，静待盈利修复》——2024-10-30

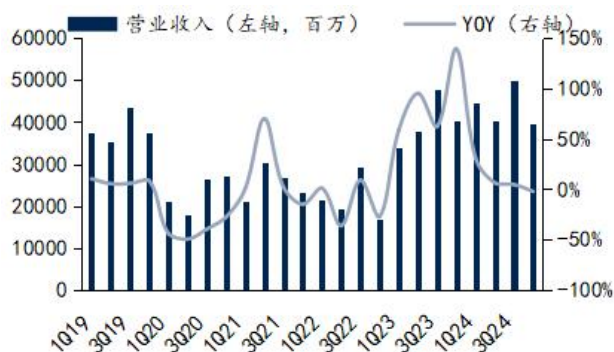
《南方航空（600029.SH）-23 年业绩大幅减亏，静待盈利修复》——2024-03-31

《南方航空（600029.SH）-经营持续好转，二季度扣非盈利超越 19 年同期》——2023-08-30

《南方航空（600029.SH）-一季度实现大幅减亏，看好周期反转业绩弹性释放》——2023-04-29

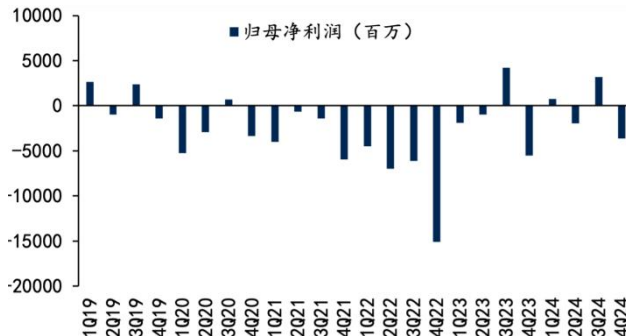
南方航空 2024 年四季度业绩同比减亏。2024 年公司营业收入 1742.24 亿元，同比增长 8.9%，实现归母净利润-16.96 亿元，同比大幅减亏，其中单四季度公司营业收入 395.63 亿元，同比下降 2.2%，实现归母净利润-36.61 亿元，同比减亏。

图1：南方航空季度营业收入及同比增速（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

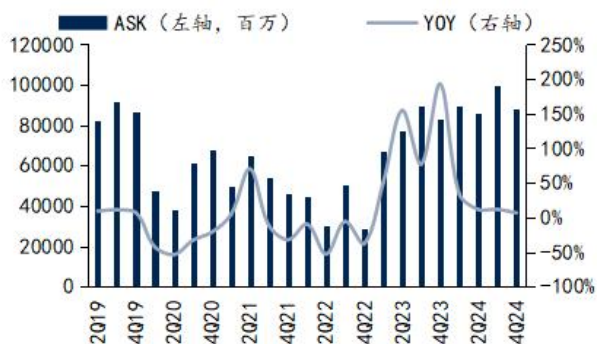
图2：南方航空季度归母净利润（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

国内需求修复，客座率同比提升明显，但收益水平承压显著。2024 年四季度，公司旅客运输量、旅客周转量（RPK）、可用座公里（ASK）分别同比上升 9.1%、上升 13.8% 以及上升 6.4%，且分别恢复至 2019 年同期的 106.1%、106.2% 以及 102.3%；客座率恢复至 85.40%，同比提升了 5.6 pct，相较于 2019 年提升了 3.2 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 112.6% 和 108.9%，国内客座率恢复至 85.7%，同比提升了 5.0 pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 91.7% 和 87.6%。2024 年行业供给仍然过剩，导致公司收益水平表现承压，全年国内航线客公里收益同比下降 11.1%，四季度单位 RPK 营业收入同比下降 14.0%，相较于 2019 年下降 1.0%。

图3：南方航空客运运投情况



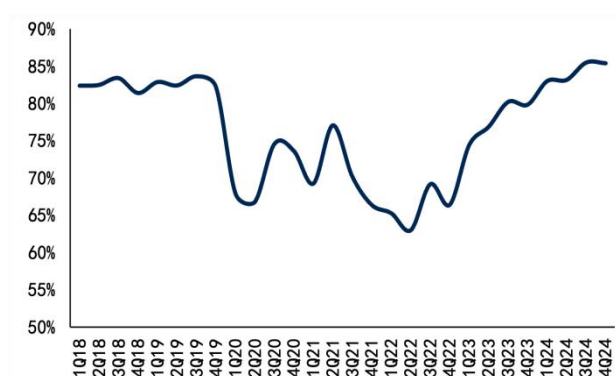
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：南方航空客运周转量情况



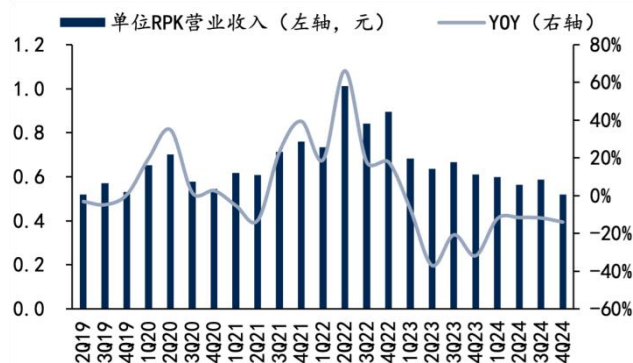
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 南方航空客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 南方航空季度单位 RPK 营业收入



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

得益于经营效率提升以及油价下跌，公司单位成本同比下降。因供需持续修复，四季度公司营业成本实现 388.3 亿元，同比下降 5.8%。得益于经营效率提升以及航油价格下降，单位 ASK 营业成本为 0.44 元，同比下降 11.5%，相较 2019 年提升 5.1%，从而导致公司毛利率同比增加 3.8 pct 至 1.85%。2024 年全年公司共引进 57 架飞机，机队规模达到 917 架，2025 年公司计划净引进 53 架飞机，考虑到飞机制造商产能受限，预计 2025 年飞机引进速度仍将呈放缓态势。

图7: 南方航空季度营业成本（百万元）



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 南方航空季度单位 ASK 营业成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 维持“优于大市”评级

考虑到 2025 年宏观经济仍然压力较大以及国际航线恢复较慢，我们下调了公司盈利预测，预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 32.2 亿元、66.7 亿元、84.4 亿元（2025-2026 年调整幅度分别为-31%/-18%），建议关注国内航空出行需求和票价表现的边际变化，中长期看好民航复苏趋势，维持“优于大市”评级。

风险提示：宏观经济下行，油价汇率剧烈波动，安全事故。

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2023	2024	2025E	2026E	2027E		2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	9924	15994	10543	12546	13656	营业收入	159929	174224	182413	192445	204377
应收款项	4960	6549	6997	7909	8959	营业成本	147582	159571	160705	165503	174538
存货净额	1565	2002	2052	2089	2197	营业税金及附加	531	608	638	674	715
其他流动资产	7955	10225	10945	11547	12263	销售费用	6629	7122	7297	7698	8175
流动资产合计	27741	37643	33409	36964	39947	管理费用	3779	4113	3851	4046	4279
固定资产	127275	135275	140248	144064	147504	研发费用	511	544	547	577	613
无形资产及其他	6629	7341	7048	6756	6463	财务费用	6393	6628	6135	6651	6662
投资性房地产	140863	142311	142311	142311	142311	投资收益	(1688)	(599)	3	3	3
长期股权投资	6718	7168	7402	7636	7870	资产减值及公允价值变动	863	190	15	15	0
资产总计	309226	329738	330419	337731	344095	其他收入	3668	3480	(547)	(577)	(613)
短期借款及交易性金融负债	85144	75897	94521	97176	96748	营业利润	(2142)	(747)	3257	7315	9398
应付款项	19958	19579	18469	17969	17572	营业外净收支	497	2328	535	535	535
其他流动负债	24334	42926	24098	24597	25876	利润总额	(1645)	1581	3792	7850	9933
流动负债合计	129436	138402	137089	139741	140197	所得税费用	1437	1427	948	1962	2483
长期借款及应付债券	50522	56870	56640	56640	56640	少数股东损益	1127	1850	(379)	(785)	(993)
其他长期负债	77271	81871	81820	81769	81718	归属于母公司净利润	(4209)	(1696)	3224	6672	8443
长期负债合计	127793	138741	138460	138409	138358	现金流量表（百万元）					
负债合计	257229	277143	275549	278150	278555	净利润	(4209)	(1696)	3224	6672	8443
少数股东权益	15213	17866	17563	16935	16140	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	36784	34729	37308	42646	49400	折旧摊销	10673	11571	11835	13943	15199
负债和股东权益总计	309226	329738	330419	337731	344095	公允价值变动损失	(863)	(190)	(15)	(15)	0
关键财务与估值指标						财务费用	6393	6628	6135	6651	6662
每股收益	(0.23)	(0.09)	0.18	0.37	0.47	营运资本变动	(6657)	17069	(21206)	(1604)	(1041)
每股红利	0.41	0.33	0.04	0.07	0.09	其它	3097	8298	(303)	(628)	(795)
每股净资产	2.03	1.92	2.06	2.35	2.73	经营活动现金流	2041	35052	(6466)	18368	21806
ROIC	-5.23%	-0.21%	1%	3%	4%	资本开支	0	(19119)	(16501)	(17451)	(18346)
ROE	-11.44%	-4.88%	9%	16%	17%	其它投资现金流	(3185)	464	0	0	0
毛利率	8%	8%	12%	14%	15%	投资活动现金流	(3698)	(19105)	(16735)	(17685)	(18580)
EBIT Margin	1%	1%	5%	7%	8%	权益性融资	25	607	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	12%	14%	15%	负债净变化	22814	(2145)	(230)	0	0
收入增长	84%	9%	5%	6%	6%	支付股利、利息	(7358)	(5911)	(645)	(1334)	(1689)
净利润增长率	-87%	-60%	-290%	107%	27%	其它融资现金流	(39596)	5628	18624	2654	(428)
资产负债率	88%	89%	89%	87%	86%	融资活动现金流	(8659)	(9877)	17750	1320	(2116)
股息率	7.0%	5.6%	0.6%	1.3%	1.6%	现金净变动	(10316)	6070	(5451)	2003	1110
P/E	(25.1)	(62.2)	32.7	15.8	12.5	货币资金的期初余额	20240	9924	15994	10543	12546
P/B	2.9	3.0	2.8	2.5	2.1	货币资金的期末余额	9924	15994	10543	12546	13656
EV/EBITDA	31.3	27.7	18.0	13.8	12.3	企业自由现金流	0	9742	(18841)	5349	7854
						权益自由现金流	0	13225	(5048)	3015	2430

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032