

归母同比大幅减亏，淡季量价偏离压制盈利能力

2025 年 04 月 02 日

► **事件:** 2025 年 3 月 26 日, 公司发布 2024 年业绩: 2024 年公司营收 1742 亿元, 同比+8.9%, 归母净亏 17.0 亿元 (2023 年归母净亏 42.1 亿元), 扣非归母净亏 39.5 亿元 (2023 年扣非归母净亏 64.2 亿元)。4Q24 公司营收 396 亿元, 同比-2.2%, 归母净亏 36.6 亿元 (4Q23 归母净亏 55.3 亿元), 扣非归母净亏 33.7 亿 (4Q23 扣非归母净亏 62.7 亿元), 非经常性收益来自飞机补偿款和资产处置收益。

► **油价同比回落, 但全年量价表现分化、汇率贬值拖累盈利。** 2024 年公司整体座收同比-5.7%, 拆分看: 国际座收同比-16%, 客座率同比+4.6pcts、客公里收益同比-21%, 国际线价格降幅过快是主因; 国内座收同比-3.4%, 客座率同比+6.8pcts、客公里收益同比-11%, 当前需求环境下国内线量价表现分化拖累盈利能力。全年油价同比回落, 公司单位燃油成本同比-7.9%, 释放出来的盈利被汇兑损失部分抵消, 全年公司确认汇兑损失 9.1 亿元。

► **公司上调 2025 年机队净增速至 5.8%, 是历史存量订单的体现, 有望缓解单一机型机队选型压力。** 公司年报上调 2025-2027 年飞机引进数量至 89、91、71 架, 其中 A320 三年引进 51、44、25 架, B737 三年引进 19、30、32 架, C919 三年引进 12、8、10 架, A320、B737 是未来机队增长主力。2020 年以来飞机供应问题使得全波音机型运营的厦航被动引进空客系列机型, 我们认为新交付计划如能如期交付将缓解公司部分分子公司机队选型压力。

► **淡季实现更好的客座率和价格平衡有助于行业及公司盈利改善。** 分季度看, 公司 2Q24、4Q24 分别录得归母净亏 19.8、36.6 亿元 (2Q24 扣非净亏近 40 亿元), 是全年业绩的主要拖累, 其中二季度国内航空煤油出厂均价还在 6500 元/吨以上的高位, 燃油成本对盈利压制较大; 四季度油价同比改善明显, 但人民币兑美元贬值近 2.5%拖累盈利。全年来看, 不管暑运还是淡季, 客座率和价格表现的背离是压制公司盈利的共性因素, 公司实现全年盈利大幅扭转需要更好地平衡量价。

► **看好油价中枢下移、收益管理优化带来的潜在盈利空间。** 2025 年初至今油价波动下行, 1Q25 国内航空煤油出厂环比 4Q24 虽有一定提升, 但同比降幅达 10%, 若油价维持在当前水平意味着全年单位燃油成本中枢显著下移。看好成本缓解、收益管理优化带来的潜在盈利空间, 建议关注淡季的量价平衡改善。

► **投资建议:** 看好行业性盈利修复传导至盈利弹性的投资机会。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润为 31.9/42.4/76.7 亿元, 当前南航 A 股股价对应 2025-2027 年 32/24/13 倍市盈率。首次覆盖, 给予“推荐”评级。

► **风险提示:** 淡季需求疲弱; 油价大幅上涨; 人民币汇率波动; 飞机故障造成大面积停飞。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	174,224	185,359	186,316	193,997
增长率 (%)	8.9	6.4	0.5	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-1,696	3,188	4,235	7,669
增长率 (%)	59.7	288.0	32.9	81.1
每股收益 (元)	-0.09	0.18	0.23	0.42
PE	/	32	24	13
PB	3.0	2.7	2.5	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2025 年 4 月 2 日收盘价)

推荐

首次评级

当前价格:

5.70 元



分析师 黄文鹤

执业证书: S0100524100004

邮箱: huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书: S0100525020001

邮箱: zhangxiaohan@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	174,224	185,359	186,316	193,997
营业成本	159,571	165,367	165,484	170,454
营业税金及附加	608	615	619	644
销售费用	7,122	7,600	7,639	7,954
管理费用	4,113	4,449	4,472	4,656
研发费用	544	556	559	582
EBIT	5,557	10,108	11,085	15,527
财务费用	6,628	5,586	5,522	5,561
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-599	185	373	388
营业利润	-747	4,801	6,028	10,451
营业外收支	2,328	200	200	200
利润总额	1,581	5,001	6,228	10,651
所得税	1,427	750	934	2,130
净利润	154	4,251	5,294	8,521
归属于母公司净利润	-1,696	3,188	4,235	7,669
EBITDA	33,963	34,146	35,183	39,659

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,994	25,393	27,496	31,165
应收账款及票据	3,463	5,149	5,175	5,389
预付款项	819	992	993	1,023
存货	2,002	2,297	2,298	2,367
其他流动资产	15,365	14,741	14,813	14,912
流动资产合计	37,643	48,572	50,776	54,855
长期股权投资	7,168	7,468	7,768	8,068
固定资产	100,691	101,691	104,691	109,691
无形资产	7,341	7,341	7,341	7,341
非流动资产合计	292,095	291,861	296,967	303,901
资产合计	329,738	340,433	347,743	358,756
短期借款	40,440	40,440	40,440	39,440
应付账款及票据	19,579	21,590	21,605	22,254
其他流动负债	78,383	86,049	88,083	90,760
流动负债合计	138,402	148,079	150,128	152,454
长期借款	35,985	32,985	30,985	28,985
其他长期负债	102,756	102,523	104,490	106,657
非流动负债合计	138,741	135,508	135,475	135,642
负债合计	277,143	283,587	285,603	288,096
股本	18,121	18,121	18,121	18,121
少数股东权益	17,866	18,929	19,987	20,840
股东权益合计	52,595	56,846	62,140	70,661
负债和股东权益合计	329,738	340,433	347,743	358,756

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	8.94	6.39	0.52	4.12
EBIT 增长率	19.27	81.90	9.66	40.07
净利润增长率	59.71	287.97	32.85	81.06
盈利能力 (%)				
毛利率	8.41	10.79	11.18	12.14
净利率	-0.97	1.72	2.27	3.95
总资产收益率 ROA	-0.51	0.94	1.22	2.14
净资产收益率 ROE	-4.88	8.41	10.05	15.39
偿债能力				
流动比率	0.27	0.33	0.34	0.36
速动比率	0.18	0.24	0.25	0.27
现金比率	0.12	0.17	0.18	0.20
资产负债率 (%)	84.05	83.30	82.13	80.30
经营效率				
应收账款周转天数	7.01	8.36	9.97	9.80
存货周转天数	4.02	4.68	5.00	4.93
总资产周转率	0.55	0.55	0.54	0.55
每股指标 (元)				
每股收益	-0.09	0.18	0.23	0.42
每股净资产	1.92	2.09	2.33	2.75
每股经营现金流	1.74	2.32	2.02	2.27
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
估值分析				
PE	/	32	24	13
PB	3.0	2.7	2.5	2.1
EV/EBITDA	8.66	8.62	8.36	7.42
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	154	4,251	5,294	8,521
折旧和摊销	28,406	24,038	24,099	24,132
营运资金变动	-2,347	5,147	-52	915
经营活动现金流	31,445	41,976	36,551	41,219
资本开支	-14,592	-11,717	-13,745	-15,802
投资	-2,534	-300	-300	-300
投资活动现金流	-16,452	-11,832	-13,672	-15,714
股权募资	607	0	0	0
债务募资	-6,147	0	0	-1,000
筹资活动现金流	-11,546	-20,746	-20,776	-21,836
现金净流量	3,453	9,399	2,103	3,669

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048