

南方航空 (600029.SH)

增持 (维持)

经营数据持续修复, 物流盈利大幅增长

周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 5.43 元

南方航空发布 2024 年业绩, 净利润转正, 归母净亏损大幅减亏。

- 2024 年净利润转正, 归母净亏损大幅减亏。24 年公司收入 1742.24 亿元, 同比+8.94%; 净利润 1.54 亿元, 实现转正; 归母净亏损 16.96 亿元, 同比减亏约 25 亿元; 扣非归母净亏损 39.48 亿元, 公司非经营损益主要包括收到的飞机运营补偿约 22 亿元。24Q4 公司收入 395.63 亿元, 同比-2.2%; 归母净亏损 36.61 亿元, 同比减亏约 19 亿元。Q4 大幅减亏主要受益于油价下降、运营效率提升以及上年川航投资损失造成的较低基数。
- 物流收入、盈利大幅增长。从业务板块看, 24 年公司客运收入 1497.11 亿元, 同比+7.45%; 货运收入 186.95 亿元, 同比+22.39%。24 年南航物流实现收入 196.53 亿元, 同比+18.36%, 净利润 41.86 亿元, 同比+72.33%。
- 客座率、飞机利用率同比快速修复。从经营数据看, 24 年全年: 1) 公司 ASK、RPK 分别同比+14.67%、+23.90%, 客座率同比提升 6.28 个百分点至 84.38%, 飞机利用率同比+8.1%至 9.62 小时; 2) 国内 ASK、RPK 分别同比+2.42%、+11.28%, 客座率同比提升 6.75 个百分点至 84.73%; 3) 国际 ASK、RPK 分别同比+82.81%、+93.35%, 客座率同比提升 4.55 个百分点至 83.52%。24Q4 公司 ASK、RPK 分别同比+6.4%、+13.8%, 客座率同比提升 5.6 个百分点至 85.4%。
- 收益水平随行业下滑, 单位成本改善。收益端: 24 年公司客公里收益同比-12.73%, 其中国内、国际分别同比-11.11%、-20.69%, 与今年行业价格趋势基本一致, 主要由于国内市场方面 23 年票价高基数, 国际市场方面随着国际线修复票价逐步回落至疫情前正常水平。成本端: 24 年单位 ASK 成本同比-5.7%, 单位扣油成本同比-4.5%, 我们认为主要是受益于今年公司客座率及飞机利用率提升。估算 24Q4 公司客公里收益同比-15%, 单位 ASK 成本同比-11%, 单位扣油成本同比-4%。
- 费用及利润率: 24 年公司毛利率同比提升 0.7 个百分点至 8.4%, 管理+销售+研发费用率 6.8%同比持平, 财务费用率同比下降 0.2 个百分点至 3.8%(其中 Q4 公司财务费用同比增加 12.6 亿元, 估算主要是受到人民币贬值影响; 根据公司财报, 人民币汇率每变动 1%, 公司利润变动 2.89 亿元)。
- 南北双枢纽运营, 长期有望受益于广阔市场空间。随着国际旅客出行修复、宏观经济增长, 行业供需格局有望逐步改善, 预计 25 年公司经营效率和盈利能力仍在持续修复过程中。我们预计公司 2025-27 年归母净利润分别为 28/87/102 亿元, 维持“增持”评级。长期来看, 我们认为公司南北呼应的基地布局、较完善的全国网络有望使得公司受益于航空需求长期增长和主基地机场放量。
- 风险提示: 宏观经济下行风险; 需求不及预期; 油价大幅上涨; 人民币大幅贬值。

基础数据

总股本 (百万股)	18121
已上市流通股 (百万股)	12673
总市值 (十亿元)	98.4
流通市值 (十亿元)	68.8
每股净资产 (MRQ)	1.9
ROE (TTM)	-4.9
资产负债率	84.0%
主要股东	中国南方航空集团有限公司
主要股东持股比例	51.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-1	-6	2
相对表现	-0	-2	-6



相关报告

- 《南方航空 (600029) —Q3 客座率创新高, Q4 淡季有望大幅减亏》 2024-10-31
- 《南方航空 (600029) —票价承压, Q2 亏损同比扩大》 2024-08-31
- 《南方航空 (600029) —2023 年大幅减亏, 2024 年业绩继续改善可期》 2024-03-28

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
魏芸 S1090522010002
weiyun@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn

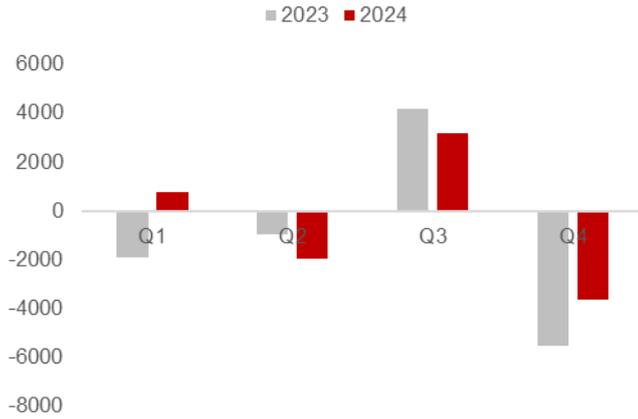
财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	159929	174224	187925	198022	209354
同比增长	84%	9%	8%	5%	6%

营业利润(百万元)	(2142)	(747)	3822	12606	15055
同比增长	-93%	-65%	-612%	230%	19%
归母净利润(百万元)	(4209)	(1696)	2833	8688	10249
同比增长	-87%	-60%	-267%	207%	18%
每股收益(元)	-0.23	-0.09	0.16	0.48	0.57
PE	-23.4	-58.0	34.7	11.3	9.6
PB	2.7	2.8	2.6	2.2	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

图 1：公司季度归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司财报、招商证券

表 1：公司季度经营数据

	2023q1	2023q2	2023q3	2023q4	2024Q1	2024Q2	2024Q3	2024Q4
ASK	66949	77095	89159	83019	89541	85742	99300	88342
YOY	49.7%	154.3%	76.8%	192.3%	33.7%	11.2%	11.4%	6.4%
国内	61484	66259	73602	65192	69192	64626	74680	64680
YOY	42.4%	131.1%	52.4%	155.0%	12.5%	-2.5%	1.5%	-0.8%
国际	5068	10208	14889	17082	19624	20252	23717	22890
YOY	244.6%	529.8%	631.5%	544.9%	287.2%	98.4%	59.3%	34.0%
地区	397	627	667	745	725	864	903	771
YOY	381.1%	1666.6%	582.1%	283.2%	82.6%	37.8%	35.3%	3.5%
RPK	49843	59275	71523	66288	74324	71312	84895	75443
YOY	70.7%	210.2%	105.1%	251.3%	49.1%	20.3%	18.7%	13.8%
国内	45844	50820	58542	52605	57779	54062	64007	55422
YOY	61.5%	181.6%	74.9%	207.6%	26.0%	6.4%	9.3%	5.4%
国际	3721	7986	12446	13159	15989	16582	20168	19423
YOY	367.3%	666.4%	817.3%	679.2%	329.7%	107.6%	62.0%	47.6%
地区	279	469	535	525	556	669	720	599
YOY	919.4%	2573.2%	956.9%	558.9%	99.4%	42.8%	34.7%	14.3%
客座率	74.4%	76.9%	80.2%	79.8%	83.0%	83.2%	85.5%	85.4%
国内	74.6%	76.7%	79.5%	80.7%	83.5%	83.7%	85.7%	85.7%
国际	73.4%	78.2%	83.6%	77.0%	81.5%	81.9%	85.0%	84.9%
地区	70.2%	74.7%	80.1%	70.4%	76.7%	77.4%	79.7%	77.7%

资料来源：公司月度公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	27741	37643	38650	39839	41794
现金	9924	15994	15589	15796	16551
交易性投资	3161	2695	2695	2695	2695
应收票据	2	0	0	0	0
应收款项	3322	3463	3735	3936	4161
其它应收款	1640	3095	3338	3518	3719
存货	1565	2002	2104	2137	2244
其他	8127	10394	11189	11757	12424
非流动资产	281485	292095	298916	305906	312072
长期股权投资	6718	7168	7168	7168	7168
固定资产	93076	100691	108339	116063	122883
无形资产商誉	6629	7341	6607	5946	5352
其他	175062	176895	176803	176729	176670
资产总计	309226	329738	337566	345745	353865
流动负债	129436	138402	142597	141122	138923
短期借款	51362	40440	42652	40382	35618
应付账款	19958	19579	20573	20897	21942
预收账款	1509	1749	1838	1867	1960
其他	56607	76634	77534	77976	79402
长期负债	127793	138741	138741	138741	138741
长期借款	38130	35985	35985	35985	35985
其他	89663	102756	102756	102756	102756
负债合计	257229	277143	281338	279863	277664
股本	18121	18121	18121	18121	18121
资本公积金	52756	52444	52444	52444	52444
留存收益	(34093)	(35836)	(33003)	(24882)	(16370)
少数股东权益	15213	17866	18665	20198	22007
归属于母公司所有者权益	36784	34729	37562	45683	54195
负债及权益合计	309226	329738	337566	345745	353865

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40134	31445	20348	24482	28254
净利润	(3082)	154	3633	10221	12058
折旧摊销	10816	11712	12620	13424	14248
财务费用	6131	6119	6028	5159	4901
投资收益	1688	599	(2963)	(4136)	(4318)
营运资金变动	24361	13441	1027	(188)	1363
其它	220	(580)	3	3	3
投资活动现金流	(17511)	(16452)	(16480)	(16279)	(16097)
资本支出	(11369)	(16139)	(19443)	(20415)	(20415)
其他投资	(6142)	(313)	2963	4136	4318
筹资活动现金流	(33006)	(11546)	(4274)	(7995)	(11402)
借款变动	(16145)	(17715)	1755	(2270)	(4764)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(19)	(312)	0	0	0
股利分配	0	0	0	(567)	(1738)
其他	(16842)	6481	(6028)	(5159)	(4901)
现金净增加额	(10383)	3447	(405)	207	755

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	159929	174224	187925	198022	209354
营业成本	147582	159571	167676	170315	178831
营业税金及附加	531	608	656	691	731
营业费用	6629	7122	7682	8095	8558
管理费用	3779	4113	4436	4675	4942
研发费用	511	544	587	618	654
财务费用	6393	6628	6028	5159	4901
资产减值损失	389	721	0	0	0
公允价值变动收益	874	195	0	0	0
其他收益	3779	3298	3463	3636	3818
投资收益	(1688)	(599)	(500)	500	500
营业利润	(2142)	(747)	3822	12606	15055
营业外收入	581	2434	1128	1128	1128
营业外支出	84	106	106	106	106
利润总额	(1645)	1581	4843	13627	16077
所得税	1437	1427	1211	3407	4019
少数股东损益	1127	1850	799	1533	1809
归属于母公司净利润	(4209)	(1696)	2833	8688	10249

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	84%	9%	8%	5%	6%
营业利润	-93%	-65%	-612%	230%	19%
归母净利润	-87%	-60%	-267%	207%	18%
获利能力					
毛利率	7.7%	8.4%	10.8%	14.0%	14.6%
净利率	-2.6%	-1.0%	1.5%	4.4%	4.9%
ROE	-10.8%	-4.7%	7.8%	20.9%	20.5%
ROIC	-80.9%	1.2%	4.6%	7.6%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	83.2%	84.0%	83.3%	80.9%	78.5%
净负债比率	39.9%	33.9%	33.7%	32.2%	30.1%
流动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
存货周转率	100.0	89.5	81.7	80.3	81.6
应收账款周转率	53.5	51.3	52.2	51.6	51.7
应付账款周转率	8.6	8.1	8.4	8.2	8.3
每股资料(元)					
EPS	-0.23	-0.09	0.16	0.48	0.57
每股经营净现金	2.21	1.74	1.12	1.35	1.56
每股净资产	2.03	1.92	2.07	2.52	2.99
每股股利	0.00	0.00	0.03	0.10	0.11
估值比率					
PE	-23.4	-58.0	34.7	11.3	9.6
PB	2.7	2.8	2.6	2.2	1.8
EV/EBITDA	27.1	23.2	17.4	12.5	11.4

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 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 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。