



南方航空 (600029.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

油价下降毛利提升 H1 扣非净利减亏

业绩

2025 年 8 月 28 日，南方航空发布 2025 年半年报。2025H1 公司营业收入为 863 亿元，同比增长 1.8%；归母净利润为-12.3 亿元，同比增亏 3 亿元。其中 Q2 公司实现营业收入 429 亿元，同比上升 6.7%；实现归母净利润-7.9 亿元，同比减亏 12 亿元。

分析

运量增长对冲收益下降，H1 营收小幅增长。2025H1 公司营业收入同比增长 1.8%，分业务看：(1) 客运及客运相关服务：收入 746 亿元，同比增加 1.6%，主要系运量增长对冲收益下降，2025H1 公司 ASK 同比增长 5.5%，客座率同比增长 2.4pct 至 85.5%，RPK 同比增长 8.5%，均主要依赖国际线拉动。价方面，2024H1 公司客公里收益为 0.46 元，同比下降 6%，主要系商务线承压及燃油附加费减少，座公里收益同比下降 3%；(2) 货运：收入 91 亿元，同比增加 4%，其中 RFTK 同比增长 6.4%，货运吨公里收益同比下降 2.1%。

油价下降推动毛利率改善，H1 扣非净利减亏。2025H1 受航油价格下降影响，公司单位座公里成本为 0.42 元，同比下降 4%。2025H1 公司毛利率为 8.8%，同比增加 1.5pct。同期，公司销售、管理、研发、财务费用率合计同比下降 0.4%，其中财务费用率下降主要系汇兑损失减少。因递延所得税变动公司所得税费用同比增加 7 亿元，且营业外收入同比减少约 18 亿元（上年同期存在较高飞机运营补偿），故公司增亏。扣除非经常性损益，2025H1 公司扣非归母净利实则减亏 14 亿元。Q2 淡季行业国内裸票提升，叠加油价下降，公司毛利增加 26 亿元，归母净利减亏 11.9 亿元。

局方多次开会强调反内卷，中期将受益供需优化。近期民航局多次召开会议强调民航领域综合整治“内卷式”竞争，8 月《中国航空运输协会航空客运自律公约》正式发布，提出“杜绝以排挤竞争对手为目的的恶性竞争（如低于成本价倾销等）”。暑运航空业票价不及预期，与同质化竞争、商务表现较弱有关，短期“反内卷”有望为接下来的淡季票价托底。中期看，行业供给增速维持低个位数，而旅客量维持高个位数增长，预计 2026 年内将现供需拐点，票价提升公司利润有望释放。

盈利预测、估值与评级

考虑需求恢复慢于预期，下调公司 2025-2027 年净利预测至 7 亿元、49 亿元、86 亿元（原 41/76/106 亿元）。维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济增速低于预期风险；人民币汇率贬值风险；油价大幅上涨风险；安全运行风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业 S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

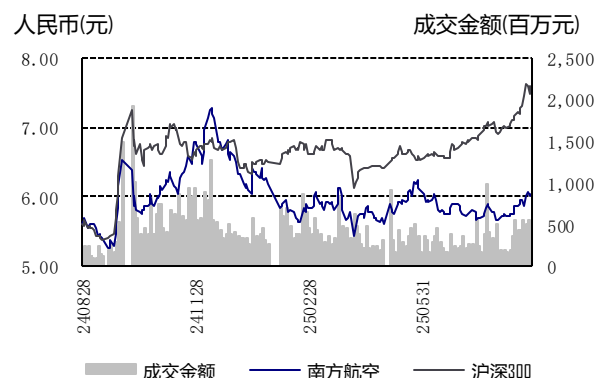
分析师：王凯捷（执业 S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：6.03 元

相关报告：

- 《南方航空公司点评：客货运收入同增 全年净利大幅减亏》，2025.3.27
- 《南方航空公司点评：Q3 旺季出行旺盛，量增推动收入增长》，2024.10.29
- 《南方航空公司点评：H1 客收同比回落，量增推动收入增长》，2024.8.30



公司基本情况（人民币）

项目	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	159,929	174,224	181,994	197,836	215,120
营业收入增长率	83.70%	8.94%	4.46%	8.71%	8.74%
归母净利润(百万元)	-4,209	-1,696	670	4,929	8,587
归母净利润增长率	-87.12%	-59.71%	N/A	635.13%	74.21%
摊薄每股收益(元)	-0.232	-0.094	0.037	0.272	0.474
每股经营性现金流净额	2.02	1.57	2.28	2.50	2.81
ROE(归属母公司)(摊薄)	-11.44%	-4.88%	1.91%	12.94%	19.86%
P/E	-24.80	-69.34	163.24	22.21	12.75
P/B	2.84	3.39	3.12	2.87	2.53

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营业务收入	87,059	159,929	174,224	181,994	197,836	215,120
增长率	83.7%	8.9%	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%
主营业务成本	-105,862	-147,582	-159,571	-162,888	-173,830	-185,338
%销售收入	121.6%	92.3%	91.6%	89.5%	87.9%	86.2%
毛利	-18,803	12,347	14,653	19,105	24,007	29,782
%销售收入	n.a	7.7%	8.4%	10.5%	12.1%	13.8%
营业税金及附加	-240	-531	-608	-563	-612	-666
%销售收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
销售费用	-4,555	-6,629	-7,122	-7,449	-8,098	-8,805
%销售收入	5.2%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-3,560	-3,779	-4,113	-4,321	-4,698	-5,108
%销售收入	4.1%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
研发费用	-389	-511	-544	-569	-619	-673
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
息税前利润 (EBIT)	-27,547	897	2,266	6,202	9,980	14,531
%销售收入	n.a	0.6%	1.3%	3.4%	5.0%	6.8%
财务费用	-9,240	-6,393	-6,628	-5,618	-5,355	-4,956
%销售收入	10.6%	4.0%	3.8%	3.1%	2.7%	2.3%
资产减值损失	-579	-20	-10	0	0	0
公允价值变动收益	-388	874	195	380	0	0
投资收益	555	-1,688	-599	-713	708	708
%税前利润	-1.8%	n.a	n.a	n.a	7.4%	4.8%
营业利润	-32,199	-2,142	-747	3,742	9,037	14,211
营业利润率	n.a	n.a	n.a	2.1%	4.6%	6.6%
营业外收支	673	497	2,328	500	500	500
税前利润	-31,526	-1,645	1,581	4,242	9,537	14,711
利润率	n.a	n.a	0.9%	2.3%	4.8%	6.8%
所得税	-2,172	-1,437	-1,427	-1,697	-2,384	-3,678
所得税率	n.a	n.a	90.3%	40.0%	25.0%	25.0%
净利润	-33,698	-3,082	154	2,545	7,153	11,033
少数股东损益	-1,016	1,127	1,850	1,875	2,224	2,447
归属于母公司的净利润	-32,682	-4,209	-1,696	670	4,929	8,587
净利率	n.a	n.a	n.a	0.4%	2.5%	4.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	-33,698	-3,082	154	2,545	7,153	11,033
少数股东损益	-1,016	1,127	1,850	1,875	2,224	2,447
非现金支出	24,257	27,197	28,413	29,657	31,481	33,185
非经营收益	8,880	6,787	5,232	5,679	4,402	4,039
营运资金变动	4,129	5,625	-5,334	3,436	2,219	2,702
经营活动现金净流	3,568	36,527	28,465	41,318	45,255	50,960
资本开支	-6,897	-9,633	-14,592	-16,886	-21,675	-15,178
投资	907	-8,571	-2,534	0	0	0
其他	583	693	674	-713	708	708
投资活动现金净流	-5,407	-17,511	-16,452	-17,599	-20,967	-14,470
股权募资	6,162	1,017	607	0	0	0
债权募资	1,410	-26,630	-6,147	-14,953	-11,472	-20,104
其他	-7,273	-7,363	-5,940	-6,026	-7,581	-8,682
筹资活动现金净流	299	-32,976	-11,480	-20,979	-19,053	-28,786
现金净流量	-1,464	-13,935	539	2,740	5,234	7,704

资产负债表 (人民币百万元)

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	20,240	9,924	15,994	14,835	15,885	19,156
应收款项	4,599	4,964	6,558	6,018	6,542	7,113
存货	1,387	1,565	2,002	1,821	1,943	2,071
其他流动资产	6,545	11,288	13,089	13,423	13,475	13,529
流动资产	32,771	27,741	37,643	36,097	37,844	41,870
%总资产	10.5%	9.0%	11.4%	11.1%	11.6%	13.0%
长期投资	7,998	11,470	11,351	11,351	11,351	11,351
固定资产	124,513	127,661	135,713	140,404	149,090	150,279
%总资产	39.9%	41.3%	41.2%	43.3%	45.5%	46.7%
无形资产	7,171	7,146	7,803	7,591	7,338	7,075
非流动资产	279,230	281,485	292,095	288,258	289,764	279,819
%总资产	89.5%	91.0%	88.6%	88.9%	88.4%	87.0%
资产总计	312,001	309,226	329,738	324,355	327,608	321,688
短期借款	94,841	85,144	75,897	61,429	49,957	29,853
应付款项	22,290	28,927	28,223	29,185	31,158	33,236
其他流动负债	24,327	15,365	34,282	35,988	36,933	38,312
流动负债	141,458	129,436	138,402	126,603	118,048	101,401
长期贷款	15,316	38,130	35,985	35,985	35,985	35,985
其他长期负债	100,113	89,663	102,756	106,895	113,521	116,650
负债	256,887	257,229	277,143	269,482	267,554	254,036
普通股股东权益	41,057	36,784	34,729	35,131	38,089	43,241
其中：股本	18,121	18,121	18,121	18,121	18,121	18,121
未分配利润	-32,679	-36,888	-38,584	-38,182	-35,224	-30,072
少数股东权益	14,057	15,213	17,866	19,741	21,965	24,412
负债股东权益合计	312,001	309,226	329,738	324,355	327,608	321,688

比率分析

	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标						
每股收益	-1.804	-0.232	-0.094	0.037	0.272	0.474
每股净资产	2.266	2.030	1.917	1.939	2.102	2.386
每股经营现金净流	0.197	2.016	1.571	2.280	2.497	2.812
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.015	0.109	0.190
回报率						
净资产收益率	-79.60%	-11.44%	-4.88%	1.91%	12.94%	19.86%
资产收益率	-10.47%	-1.36%	-0.51%	0.21%	1.50%	2.67%
投入资本收益率	-15.97%	0.90%	0.12%	2.15%	4.48%	7.06%
增长率						
主营业务收入增长率	-14.35%	83.70%	8.94%	4.46%	8.71%	8.74%
EBIT 增长率	129.52%	-103.26%	152.62%	173.69%	60.92%	45.59%
净利润增长率	170.03%	-87.12%	-59.71%	N/A	635.13%	74.21%
总资产增长率	-3.39%	-0.89%	6.63%	-1.63%	1.00%	-1.81%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.6	6.8	7.1	7.1	7.1	7.1
存货周转天数	5.2	3.7	4.1	4.1	4.1	4.1
应付账款周转天数	45.7	42.1	43.7	43.7	43.7	43.7
固定资产周转天数	380.7	212.4	210.9	212.2	211.3	196.3
偿债能力						
净负债/股东权益	197.85%	235.75%	216.90%	182.95%	146.31%	95.33%
EBIT 利息保障倍数	-3.0	0.1	0.3	1.1	1.9	2.9
资产负债率	82.34%	83.18%	84.05%	83.08%	81.67%	78.97%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	7	17	40
增持	2	3	5	9	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.50	1.42	1.35	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-08-30	买入	6.51	N/A
2	2023-10-28	买入	6.09	N/A
3	2024-03-28	买入	5.61	N/A
4	2024-08-30	买入	5.67	N/A
5	2024-10-29	买入	6.00A	
6	2025-03-27	买入	6.12	N/A

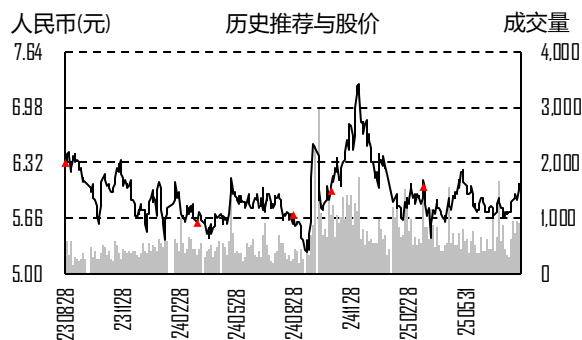
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究