

## Q2 投资损失收窄，看好全货机盈利潜力释放

2025 年 09 月 02 日

► **2025 年 8 月 28 日公司发布 2025 年中报：**2025H1 公司营收 863 亿元，同比+1.8%，归母净亏 15.3 亿元（24H1 归母净亏 12.3 亿元），扣非归母净亏 20.3 亿元（24H1 扣非归母净亏 34.6 亿元）。25Q2 公司营收 429 亿元，同比+6.7%，归母净亏 7.9 亿元（24Q2 归母净亏 19.8 亿元），扣非归母净亏 8.7 亿（24Q2 扣非归母净亏 40.1 亿元），公司同比减亏主要由于油价下降以及确认川航投资损失减少。25H1 公司税前利润同比增长，归母净亏损主要为计提较大金额所得税费用所致。

► **25Q2 客公里收益同比降幅收窄，看好全货机盈利潜力释放。**我们测算 25Q2 公司整体客收下滑 4.9%，其中国内同比-3.9%、国际同比-8.0%，国内和国际客公里收益降幅均较 25Q1 收窄（25Q1 国内同比-6.0%、国际同比-10%），国际线降幅较大我们认为或与公司加大短途国际航线运力投放有关（25H1 公司国际 ASK 同比+23%）。货运方面，上半年子公司南航物流引进 2 架 777F，南航物流盈利表现整体稳健，25H1 南航物流营收 94.0 亿元，同比+1.9%，净利润 16.0 亿元，同比-6.5%，盈利表现受到上半年关税影响，看好全货机潜在盈利释放。

► **25Q2 单位扣油成本同比上涨，油价回落缓解单位成本上涨压力。**25Q2 公司单位成本同比-5.4%，我们测算 25Q2 单位燃油成本、扣油成本分别为 0.12、0.31 元，同比-22%、+3.7%，二季度扣油成本同比上涨，达到近几个季度较高水平，但油价下降缓解了成本压力。此外 25Q2 公司财务费用同比改善，汇率小幅升值贡献单季度盈利改善，我们测算 25Q2 公司汇兑收益约 2600 万元，上年同期 24Q2 汇兑亏损 3.3 亿元。

► **川航投资损失收窄，但所得税费用计提增加拖累税后利润。**25H1 公司投资损失 3.2 亿元，25Q1 完成对四川航空最后一期注资确认投资损失，相较 24H1 投资损失收窄（24Q2 约确认 12 亿元投资损失），往后看公司已完成对四川航空注资计划，投资收益科目对利润的扰动影响减小。所得税费用计提拖累 25H1 税后盈利表现，25H1 公司利润总额 6.0 亿元（24H1 为 1.6 亿元），但公司上半年计提 14.3 亿元所得税费用（24H1 计提 6.8 亿元）拖累公司税后利润，我们认为或与公司递延所得税资产转回有关。

► **投资建议：**上半年油价下降主要贡献盈利改善，我们仍然看好公司全货机资产盈利潜力以及行业票价底部回升带来的盈利弹性。考虑到 2025 年暑期旺季价格数据平淡，我们下调 2025 年归母净利润至 18.4 亿元，维持 2026、2027 年归母净利润 42.4、76.7 亿元，当前南航 A 股股价对应 2025-2027 年 59、26、14 倍市盈率。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**公商务需求恢复不及预期；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	179,748	186,316	193,997
增长率 (%)	8.9	3.2	3.7	4.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	-1,696	1,842	4,235	7,669
增长率 (%)	59.7	208.6	130.0	81.1
每股收益 (元)	-0.09	0.10	0.23	0.42
PE	/	59	26	14
PB	3.1	3.0	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 9 月 1 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

5.97 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

### 相关研究

1.南方航空 (600029.SH) 2024 年年报点评：归母同比大幅减亏，淡季量价偏离压制盈利能力-2025/04/02

## 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	179,748	186,316	193,997
营业成本	159,571	154,659	165,519	170,544
营业税金及附加	608	597	619	644
销售费用	7,122	7,329	7,626	7,904
管理费用	4,113	4,314	4,472	4,656
研发费用	544	539	559	582
EBIT	5,557	15,545	11,062	15,487
财务费用	6,628	5,564	5,499	5,520
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	-599	-449	373	388
营业利润	-747	9,622	6,028	10,452
营业外收支	2,328	200	200	200
利润总额	1,581	9,822	6,228	10,652
所得税	1,427	7,366	934	2,130
净利润	154	2,455	5,294	8,521
归属于母公司净利润	-1,696	1,842	4,235	7,669
EBITDA	33,963	42,810	38,960	43,919

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,994	22,076	24,720	28,396
应收账款及票据	3,463	4,993	5,175	5,389
预付款项	819	928	993	1,023
存货	2,002	2,148	2,299	2,369
其他流动资产	15,365	14,708	14,780	14,879
流动资产合计	37,643	44,853	47,968	52,056
长期股权投资	7,168	7,468	7,768	8,068
固定资产	100,691	98,542	101,542	106,542
无形资产	7,341	7,341	7,341	7,341
非流动资产合计	292,095	290,146	295,252	302,186
资产合计	329,738	334,999	343,220	354,242
短期借款	40,440	39,440	38,440	37,440
应付账款及票据	19,579	20,192	21,609	22,265
其他流动负债	78,383	85,542	88,084	90,761
流动负债合计	138,402	145,174	148,134	150,467
长期借款	35,985	32,985	30,985	28,985
其他长期负债	102,756	101,791	103,758	105,925
非流动负债合计	138,741	134,776	134,743	134,910
负债合计	277,143	279,950	282,877	285,377
股本	18,121	18,121	18,121	18,121
少数股东权益	17,866	18,480	19,539	20,391
股东权益合计	52,595	55,049	60,344	68,865
负债和股东权益合计	329,738	334,999	343,220	354,242

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
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	8.94	3.17	3.65	4.12
EBIT 增长率	19.27	179.74	-28.84	40.00
净利润增长率	59.71	208.58	129.98	81.08
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	8.41	13.96	11.16	12.09
净利润率	-0.97	1.02	2.27	3.95
总资产收益率 ROA	-0.51	0.55	1.23	2.16
净资产收益率 ROE	-4.88	5.04	10.38	15.82
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.27	0.31	0.32	0.35
速动比率	0.18	0.22	0.24	0.26
现金比率	0.12	0.15	0.17	0.19
资产负债率 (%)	84.05	83.57	82.42	80.56
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	7.01	8.47	9.82	9.80
存货周转天数	4.02	4.83	4.84	4.93
总资产周转率	0.55	0.54	0.55	0.56
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	-0.09	0.10	0.23	0.42
每股净资产	1.92	2.02	2.25	2.68
每股经营现金流	1.74	2.35	2.31	2.51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	/	59	26	14
PB	3.1	3.0	2.7	2.2
EV/EBITDA	8.62	6.84	7.52	6.67
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	2,455	5,294	8,521
折旧和摊销	28,406	27,265	27,899	28,432
营运资金变动	-2,347	3,611	1,489	922
经营活动现金流	31,445	42,503	41,836	45,457
资本开支	-14,592	-14,422	-17,545	-20,102
投资	-2,534	-300	-300	-300
投资活动现金流	-16,452	-13,948	-17,472	-20,014
股权募资	607	0	0	0
债务募资	-6,147	-1,007	-1,000	-1,000
筹资活动现金流	-11,546	-22,472	-21,720	-21,767
现金净流量	3,453	6,082	2,644	3,676

## 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。	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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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