

南方航空 (600029.SH)

Q2 扣非大幅减亏，国际客流恢复至疫前水平

公司公告 2025 年上半年业绩，公司实现营业收入 862.9 亿元，同比增长 1.8%，实现扣非归母净亏损 20.3 亿元，同比减亏 14.3 亿元；其中单 Q2，公司实现营业收入 428.8 亿元，同比增长 6.7%，扣非归母净亏损 8.7 亿元，同比减亏 31.4 亿元。

□ Q2 业绩淡季不淡，扣非亏损大幅收窄。2025 年上半年，公司实现营业收入 862.9 亿元，同比增长 1.8%，实现归母净亏损 15.3 亿元，同比减亏 3.1 亿元，实现扣非归母净亏损 20.3 亿元，同比减亏 14.3 亿元；其中单 Q2，公司实现营业收入 428.8 亿元，同比增长 6.7%，归母净亏损 7.9 亿元，同比减亏 12 亿元，扣非归母净亏损 8.7 亿元，同比减亏 31.4 亿元。

□ 国际线运力稳步提升，运营效率提升。从经营数据看，2025 年上半年：1) 公司 ASK/RPK 分别同比+5.5%/+8.5%，客座率同比+2.4pct 至 85.5%；2) 国内线 ASK/RPK 分别同比+0.4%/+3.5%，国内客座率同比+2.5pct 至 86.1%；3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+22.5%/+25.9%，恢复至 2019 年同期 96.8%/97.8%水平，国际客流已恢复至 19 年 102.1%水平，国际客座率同比 24 年+2.3pct 至 84%。其中单 Q2：1) 公司 ASK/RPK 分别同比+6%/+9.1%，客座率同比+2.4pct 至 85.6%；2) 国内线 ASK/RPK 分别同比+2%/+5.1%，国内客座率同比+2.5pct 至 86.1%；3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+19.1%/+22.5%，恢复至 2019 年同期 95.4%/97.7%水平，国际客座率同比 24 年+2.3pct 至 84.2%。

□ Q2 投资收益扭亏为盈，联营川航大幅减亏。分业务板块看，2025H1 公司客运及相关服务收入 745.7 亿元，同比增长 1.6%；货运收入 90.8 亿元，同比增长 4%；其他业务收入 26.4 亿元，同比减少 1.3%。25H1 公司录得投资损失 3.2 亿元，同比减亏 7 亿元，单 Q2 录得投资收益 3.6 亿元，同比增加 15.3 亿元，主要原因是：1) 联营企业四川航空 25H1 投资损失为 9.4 亿元，同比减亏 4.5 亿元（24H1 为投资损失 13.9 亿元），2) 合营企业珠海摩天宇投资收益为 4.4 亿元，同比增加 1.9 亿元（24H1 为投资收益 2.5 亿元）。

□ 机队优化经济性提升，成本控制成效显著。收入端：2025H1 公司客公里收益同比-6.1%至 0.46 元，其中国内线同比-6%，国际线同比-8.5%。成本端：25H1 公司座公里成本同比-4.4%，主要系受益于 25H1 航油均价同比-16%及公司持续置换高性能飞机、经营效率提升的影响；其中座公里燃油成本同比-14%，座公里扣油成本同比-1.2%。利润端：25H1 公司实现毛利润 76 亿元，同比增长 21.9%，其中单 Q2 实现毛利润 39.2 亿元，同比增加 25.6 亿元。分业务板块看，25H1 客运及客运相关服务、货运、其他业务分别贡献毛利润 33.6/32.1/10.3 亿元，同比分别增长 24%/11.2%/60.6%。

□ 财务费用减少，支撑费用端改善。2025H1 公司四费合计 87 亿元，同比减少 2%；其中销售、管理、研发费用合计 58.5 亿元，同比增长 5.9%，主要系受国际线运力增长影响；财务费用为 28.5 亿元，同比减少 15%，主要系汇兑净损失同比减少 3.4 亿元及利息费用同比减少 1.2 亿元。

□ 高基数致营业外收入大降，所得税增加拖累净利：2025H1 公司营业外收入及支出分别为 2.8、0.6 亿元，对比 24 年同期为 20.9、0.6 亿元，同比减少 18.1

增持（维持）

周期/交通运输

目标估值：NA

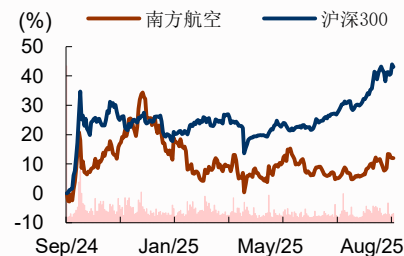
当前股价：6.06 元

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）	109.8
流通市值（十亿元）	76.8
每股净资产（MRQ）	1.8
ROE（TTM）	-6.0
资产负债率	84.6%
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	6	3	11
相对表现	-4	-13	-31



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《南方航空（600029）—经营数据持续修复，物流盈利大幅增长》2025-04-07
- 2、《南方航空（600029）—Q3 客座率创新高，Q4 淡季有望大幅减亏》2024-10-31
- 3、《南方航空（600029）—票价承压，Q2 亏损同比扩大》2024-08-31

王春环 S1090524060003
wangchunhuan@cmschina.com.cn
孙修远 S1090524070005
sunxiuyuan@cmschina.com.cn
肖欣晨 S1090522010001
xiaoxinchen@cmschina.com.cn
刘若琮 S1090524110003
liuruocong@cmschina.com.cn
张瑜玲 S1090525060006
zhangyuling2@cmschina.com.cn

亿元、0.02 亿元，主要系 24Q2 确认飞机运营补偿款 19.8 亿元，25H1 尚未确认相关补偿导致基数较高下存在差值。25H1 公司利润总额为 6 亿元，同比增加 4.4 亿元，单 Q2 利润总额为 5.6 亿元，同比大幅扭亏为盈（24Q2 为亏损 14.2 亿元）；利润总额大幅改善下 25H1 公司净利润仍录得亏损，主要系可抵扣亏损同比增加 7.5 亿元，导致所得税同比增加 7.4 亿元。

□ **投资观点：**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 15.1/36.6/47.5 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。

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	175255	184420	192150
同比增长	84%	9%	1%	5%	4%
营业利润(百万元)	(2142)	(747)	3253	5574	8327
同比增长	-93%	-65%	-536%	71%	49%
归母净利润(百万元)	(4209)	(1696)	1512	3664	4748
同比增长	-87%	-60%	-189%	142%	30%
每股收益(元)	-0.23	-0.09	0.08	0.20	0.26
PE	-26.1	-64.7	72.6	30.0	23.1
PB	3.0	3.2	3.0	2.8	2.5

资料来源：公司数据、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	36339	37860	39076
现金	9924	15994	14627	15189	15606
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	3484	3666	3819
其它应收款	1640	3095	3113	3276	3413
存货	1565	2002	1979	2058	2116
其他	8127	10394	10441	10977	11426
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	335256	343766	351147
流动负债	129436	138402	140560	143586	144369
短期借款	51362	40440	43600	44741	44121
应付账款	19958	19579	19357	20125	20697
预收账款	1509	1749	1729	1798	1849
其他	56607	76634	75874	76922	77702
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	279301	282327	283110
股本	18121	18121	18121	18121	18121
资本公积金	52756	52444	52444	52444	52444
留存收益	(34093)	(35836)	(34324)	(30660)	(25912)
少数股东权益	15213	17866	19714	21534	23384
归属于母公司所有者权益	36784	34729	36241	39905	44653
负债及权益合计	309226	329738	335256	343766	351147

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	40134	31445	17130	21523	22905
净利润	(3082)	154	3360	5484	6598
折旧摊销	10816	11712	12620	13424	14248
财务费用	6131	6119	5278	5105	4901
投资收益	1688	599	(3521)	(3418)	(3448)
营运资金变动	24361	13441	(609)	925	604
其它	220	(580)	1	3	2
投资活动现金流	(17511)	(16452)	(15922)	(16997)	(16967)
资本支出	(11369)	(16139)	(19443)	(20415)	(20415)
其他投资	(6142)	(313)	3521	3418	3448
筹资活动现金流	(33006)	(11546)	(2575)	(3964)	(5521)
借款变动	(16145)	(17715)	2703	1141	(620)
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	0	0
其他	(16842)	6481	(5278)	(5105)	(4901)
现金净增加额	(10383)	3447	(1367)	562	417

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	175255	184420	192150
营业成本	147582	159571	157760	164021	168680
营业税金及附加	531	608	612	644	671
营业费用	6629	7122	7164	7539	7855
管理费用	3779	4113	4162	4380	4564
研发费用	511	544	547	576	600
财务费用	6393	6628	5278	5105	4901
资产减值损失	389	721	0	0	0
公允价值变动收益	874	195	100	0	0
其他收益	3779	3298	3331	3298	3298
投资收益	(1688)	(599)	90	120	150
营业利润	(2142)	(747)	3253	5574	8327
营业外收入	581	2434	2103	1844	576
营业外支出	84	106	106	106	106
利润总额	(1645)	1581	5250	7312	8798
所得税	1437	1427	1890	1828	2199
少数股东损益	1127	1850	1848	1820	1850
归属于母公司净利润	(4209)	(1696)	1512	3664	4748

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	84%	9%	1%	5%	4%
营业利润	-93%	-65%	-536%	71%	49%
归母净利润	-87%	-60%	-189%	142%	30%
获利能力					
毛利率	7.7%	8.4%	10.0%	11.1%	12.2%
净利率	-2.6%	-1.0%	0.9%	2.0%	2.5%
ROE	-10.8%	-4.7%	4.3%	9.6%	11.2%
ROIC	-80.9%	1.2%	3.2%	4.6%	5.5%
偿债能力					
资产负债率	83.2%	84.0%	83.3%	82.1%	80.6%
净负债比率	39.9%	33.9%	34.2%	33.7%	32.8%
流动比率	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.2	0.3	0.2	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
存货周转率	100.0	89.5	79.3	81.3	80.8
应收账款周转率	53.5	51.3	50.5	51.6	51.3
应付账款周转率	8.6	8.1	8.1	8.3	8.3
每股资料(元)					
EPS	-0.23	-0.09	0.08	0.20	0.26
每股经营净现金	2.21	1.74	0.95	1.19	1.26
每股净资产	2.03	1.92	2.00	2.20	2.46
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-26.1	-64.7	72.6	30.0	23.1
PB	3.0	3.2	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	27.1	23.2	18.4	16.1	14.2

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。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，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。