

2026年01月29日

南方航空 (600029.SH)

投资评级：买入（首次）

——枢纽网络优势巩固，复苏弹性有望释放

证券分析师

孙延

SAC: S1350524050003

sunyan01@huayuanstock.com

曾智星

SAC: S1350524120008

zengzhixing@huayuanstock.com

王惠武

SAC: S1350524060001

wanghuiwu@huayuanstock.com

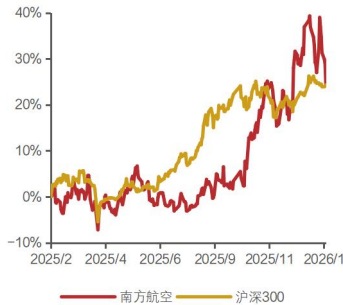
张付哲

SAC: S1350525070001

zhangfuzhe@huayuanstock.com

联系人

市场表现：



基本数据 2026年01月28日

收盘价 (元)	7.28
一年内最高/最低 (元)	8.28/5.35
总市值 (百万元)	131,920.31
流通市值 (百万元)	131,920.31
总股本 (百万股)	18,120.92
资产负债率 (%)	83.39
每股净资产 (元/股)	2.04

资料来源：聚源数据

投资要点：

- **行业周期上行，南航引领修复。**公司当前运力充沛，截至2025年12月，公司机队规模达972架，居行业首位；高运力下，公司仍维持高客座率，2025年客座率达85.7%，同比提升1.36pcts。当前公司运力投放重点向国际线倾斜，2025年国际ASK同比增长18.5%，增速居三大航之首。运力优势与经营效率优势赋能，公司或充分受益于行业上行，有望进一步实现份额扩张。
- **枢纽深度协同，航线优势凸显。**公司是全国时刻份额最高的航司，2025年夏航季达20.4%；其中，公司在广州、北京时刻份额分别达55.4%、21.2%，双枢纽协同效应持续增强；并协同新疆、东北、海南等公司传统优势区域，使公司运距长期高于行业平均，形成显著的长航线优势，更少受高铁竞争影响，并有效摊薄成本，2025年公司平均运距达1907公里，已恢复至2019年的101.5%。
- **经营持续改善，业绩弹性可期。**25Q1-3公司营收1376.65亿，yoy+2.2%，归母净利润23.07亿，yoy+17.4%。2025全年，公司旅客量达1.74亿人，同比增长5.5%，其中国际旅客同比增长19.53%，预计全年业绩明显改善。此外，公司增资川航影响逐步消化、退出经济性较差的飞机、优化客舱布局等举措，或为未来业绩释放奠定扎实基础。
- **盈利预测与评级：**我们预计公司2025-2027年归母净利润分别为5.32/49.50/83.45亿元，同比增速分别为-830.92%/68.58%。参考中国国航、中国东航等可比公司2025-2027年平均估值，公司PE分别为248x/27x/16x，我们预计行业供需反转在即，鉴于公司强大的资源禀赋优势、有望充分受益于国内出行需求的持续增长及出入境景气度，随着经营效率提升，公司业绩或具有充分上行空间，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示。**人民币汇率波动，油价上涨，出行需求不及预期，地缘政治风险。

盈利预测与估值 (人民币)

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	159,929	174,224	178,186	188,665	202,995
同比增长率 (%)	83.70%	8.94%	2.27%	5.88%	7.60%
归母净利润 (百万元)	-4,209	-1,696	532	4,950	8,345
同比增长率 (%)	87.12%	59.71%	131.35%	830.92%	68.58%
每股收益 (元/股)	-0.23	-0.09	0.03	0.27	0.46
ROE (%)	-11.44%	-4.88%	1.51%	12.31%	17.19%
市盈率 (P/E)	-31.34	-77.78	248.08	26.65	15.81

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

附录：财务预测摘要
资产负债表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	15,994	17,819	18,867	20,300
应收票据及账款	3,463	3,542	3,751	4,036
预付账款	819	838	887	954
其他应收款	3,095	3,165	3,352	3,606
存货	2,002	2,043	2,124	2,254
其他流动资产	12,270	12,761	13,353	14,163
流动资产总计	37,643	40,168	42,332	45,313
长期股权投资	7,168	6,552	6,552	6,552
固定资产	223,714	226,330	231,259	238,343
在建工程	34,584	35,056	33,328	28,400
无形资产	7,341	6,951	7,227	7,171
长期待摊费用	462	416	370	323
其他非流动资产	18,826	19,800	19,774	19,747
非流动资产合计	292,095	295,104	298,510	300,536
资产总计	329,738	335,273	340,842	345,848
短期借款	40,440	64,708	77,360	82,810
应付票据及账款	19,579	21,362	22,202	23,569
其他流动负债	78,383	74,014	76,745	81,239
流动负债合计	138,402	160,084	176,307	187,618
长期借款	131,024	114,184	96,918	78,649
其他非流动负债	7,717	7,717	7,717	7,717
非流动负债合计	138,741	121,901	104,635	86,366
负债合计	277,143	281,985	280,943	273,984
股本	18,121	18,121	18,121	18,121
资本公积	52,444	52,444	52,444	52,444
留存收益	-35,836	-35,304	-30,354	-22,009
归属母公司权益	34,729	35,261	40,211	48,556
少数股东权益	17,866	18,027	19,689	23,308
股东权益合计	52,595	53,287	59,900	71,864
负债和股东权益合计	329,738	335,273	340,842	345,848

现金流量表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
税后经营利润	154	-5,276	-869	3,334
折旧与摊销	11,712	13,375	14,594	15,974
财务费用	6,628	8,082	8,066	7,607
投资损失	599	599	-17	-17
营运资金变动	-5,334	-3,287	2,455	4,314
其他经营现金流	992	5,687	7,094	8,044
经营性现金净流量	14,751	19,180	31,323	39,256
投资性现金净流量	-16,452	-16,701	-17,596	-17,397
筹资性现金净流量	-11,546	-654	-12,680	-20,426
现金流量净额	-13,241	1,825	1,048	1,433

利润表 (百万元)

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	174,224	178,186	188,665	202,995
营业成本	159,571	162,861	169,270	179,693
税金及附加	608	622	658	708
销售费用	7,122	7,127	7,169	7,105
管理费用	4,113	4,205	3,773	3,654
研发费用	544	556	589	634
财务费用	6,628	8,082	8,066	7,607
资产减值损失	-5	-5	-5	-6
信用减值损失	-5	-3	-3	-3
其他经营损益	0	0	0	0
投资收益	-599	-599	17	17
公允价值变动损益	195	0	0	0
资产处置收益	731	731	950	1,235
其他收益	3,298	3,958	4,749	5,699
营业利润	-747	-1,186	4,847	10,537
营业外收入	2,434	2,434	2,434	2,434
营业外支出	106	106	106	106
其他非经营损益	0	0	0	0
利润总额	1,581	1,142	7,175	12,865
所得税	1,427	449	563	901
净利润	154	692	6,612	11,964
少数股东损益	1,850	161	1,662	3,619
归属母公司股东净利润	-1,696	532	4,950	8,345
EPS(元)	-0.09	0.03	0.27	0.46

主要财务比率

会计年度	2024	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营收增长率	8.94%	2.27%	5.88%	7.60%
营业利润增长率	65.13%	-58.82%	508.60%	117.37%
归母净利润增长率	59.71%	131.35%	830.92%	68.58%
经营现金流增长率	-37.94%	30.02%	63.31%	25.32%
盈利能力				
毛利率	8.41%	8.60%	10.28%	11.48%
净利率	0.09%	0.39%	3.50%	5.89%
ROE	-4.88%	1.51%	12.31%	17.19%
ROA	-0.51%	0.16%	1.45%	2.41%
估值倍数				
P/E	-77.78	248.08	26.65	15.81
P/S	0.76	0.74	0.70	0.65
P/B	3.80	3.74	3.28	2.72
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
EV/EBITDA	15	14	10	8

资料来源：公司公告，华源证券研究所预测

证券分析师声明

本报告署名分析师在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本报告表述的所有观点均准确反映了本人对标的证券和发行人的个人看法。本人以勤勉的职业态度，专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观的出具此报告，本人所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将会与本报告中的具体投资意见或观点有直接或间接联系。

一般声明

华源证券股份有限公司（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。

本报告是机密文件，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息撰写，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、工具、意见及推测等只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特殊需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的意见、评估及推测仅反映本公司于发布本报告当日的观点和判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所载意见、评估及推测不一致的报告。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式修改、复制或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华源证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司销售人员、交易人员以及其他专业人员可能会依据不同的假设和标准，采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论或交易观点，本公司没有就此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

信息披露声明

在法律许可的情况下，本公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司将会在知晓范围内依法合规的履行信息披露义务。因此，投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级说明

证券的投资评级：以报告日后的6个月内，证券相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对同期市场基准指数涨跌幅在20%以上；

增持：相对同期市场基准指数涨跌幅在5%~20%之间；

中性：相对同期市场基准指数涨跌幅在-5%~+5%之间；

减持：相对同期市场基准指数涨跌幅低于-5%及以下。

无：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

行业的投资评级：以报告日后的6个月内，行业股票指数相对于同期市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业股票指数超越同期市场基准指数；

中性：行业股票指数与同期市场基准指数基本持平；

看淡：行业股票指数弱于同期市场基准指数。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；

投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：A股市场（北交所除外）基准为沪深300指数，北交所市场基准为北证50指数，香港市场基准为恒生中国企业指数（HSCEI），美国市场基准为标普500指数或者纳斯达克指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）。