

南方航空 (600029.SH)

增持 (维持)

全年扭亏为盈, Q4 盈利改善显著

公司公告 2025 年业绩, 公司实现营业收入 1822.6 亿元, 同比增长 4.6%, 归母净利润 8.6 亿元, 同比扭亏为盈、减亏 25.5 亿元, 扣非归母净利润 1.5 亿元, 同比减亏 40.9 亿元。其中单 Q4, 公司实现营业收入 445.9 亿元, 同比增长 12.7%, 归母净亏损 14.5 亿元, 同比减亏 22.1 亿元, 扣非归母净亏损 12.8 亿元, 同比减亏 20.9 亿元。

□ 供需增长较快、客座率持续提升, 国际线基本恢复至疫前水平。从经营数据看, 2025 年: 1) 公司 ASK/RPK 分别同比+6.6%/+8.3%, 客座率同比+1.4pct 至 85.7%; 2) 国内线 ASK/RPK 分别同比+2.8%/+4.8%, 国内客座率同比+1.6pct 至 86.3%; 3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+18.5%/+19.6%, 恢复至 2019 年同期 98%/99.8%水平, 国际客座率同比 24 年+0.8pct 至 84.3%。其中单 Q4: 1) 公司 ASK/RPK 分别同比+9.2%/+10.1%, 客座率同比+0.7pct 至 86.1%; 2) 国内线 ASK/RPK 分别同比+5.6%/+7%, 国内客座率同比+1.1pct 至 86.8%; 3) 国际线 ASK/RPK 分别同比+19.3%/+18.9%, 恢复至 2019 年同期 104.5%/109%水平, 国际客座率同比 24 年-0.3pct 至 84.6%。

□ 客收水平略有下降, 收入端稳健增长。2025 年公司客公里收益同比-4.2%至 0.46 元, 其中国内线同比-4.2%, 国际线同比持平。受益于需求量的增长, 2025 年公司实现营业收入 1822.6 亿元, 同比增长 4.6%, 客运及相关服务收入 1567 亿元, 同比增长 4.7%; 货运及邮运收入 196.7 亿元, 同比增长 5.2%; 其他业务收入 59 亿元, 同比增长 3.3%。

□ 燃油成本回落叠加运营效率提升, 毛利同比大幅增长。25 年测算座公里成本 (营业成本/ASK) 同比-3.7%, 主要系受益于 25 年航油均价同比-9.4%及公司持续置换高性能飞机、经营效率提升的影响: 座公里燃油成本同比-10.4%, 座公里非油成本同比-0.2%。受益于需求增长、成本优化, 25 年公司实现毛利润 184.8 亿元, 同比增长 26.1%, 其中单 Q4 实现毛利润 23.7 亿元, 同比增加 16.4 亿元。分业务板块看, 25 年客运及客运相关服务、货运、其他业务分别贡献毛利润 97.8/59.2/27.7 亿元, 同比分别+68.8%/-8.5%/+15.9%。

□ 费用率持续优化, 主因财务费用大幅收窄。2025 年公司四费合计 174 亿元, 同比减少 5.3%, 费用率为 9.6%, 同比下降 1pct; 其中销售、管理、研发费用合计 123.9 亿元, 同比增长 5.2%; 财务费用为 50.3 亿元, 同比减少 15.9 亿元, 主要系汇兑净损失同比减少 12.6 亿元及利息费用同比减少 2 亿元。

□ 投资收益大幅减亏。25 年公司实现投资收益 0.8 亿元, 同比减亏 6.8 亿元, 主要原因是: 1) 联营企业四川航空 25 年投资损失为 9.4 亿元, 同比减亏 4.5 亿元 (24 年为亏损 13.9 亿元), 2) 合营企业珠海摩天宇投资收益为 7.1 亿元, 同比增加 2 亿元 (24 年为投资收益 5 亿元)。

□ 主业改善利润总额提升, 所得税等项目拖累净利。受益主业改善, 25 年公司营业利润增长 47.1 亿元至 39.7 亿。由于 24 年公司确认营业外收入 24.3 亿元, 主要为飞机运营补偿款, 导致基数较高, 2025 年该项目同比减少 14.8 亿元至 9.6 亿元。同时, 受所得税费用同比增加 7 亿元影响, 25 年公司实现

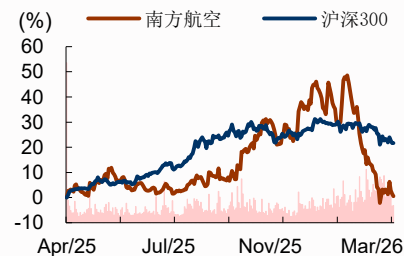
周期/交通运输
目标估值: NA
当前股价: 5.61 元

基础数据

总股本 (百万股)	18121
已上市流通股 (百万股)	13477
总市值 (十亿元)	101.7
流通市值 (十亿元)	75.6
每股净资产 (MRQ)	2.0
ROE (TTM)	2.4
资产负债率	84.3%
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	-19	-5	-1
相对表现	-14	-0	-16



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《南方航空 (600029) —Q2 扣非大幅减亏, 国际客流恢复至疫前水平》 2025-09-14
- 《南方航空 (600029) —经营数据持续修复, 物流盈利大幅增长》 2025-04-07
- 《南方航空 (600029) —Q3 客座率创新高, Q4 淡季有望大幅减亏》 2024-10-31

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

归母净利润 8.6 亿元，同比减亏 25.5 亿元。

□ **投资观点：关注行业及公司盈利正常化进程，短期警惕油价对公司盈利影响。**

长期看，行业及公司有盈利有望逐步走向正常化，居民出行需求不断释放、国际航线快速增长；公司南北双枢纽运营、航网结构持续改善；精细化管理提升公司运营效率等都将作为推动盈利正常化的有利因素。**短期看**，霍尔木兹海峡封锁推升航油价格，对利润构成一定压制，若未来中东局势缓和，推升油价行业及压制航空板块的不利因素也有望得到改善，短期需关注中东局势变化和油价对行业盈利的影响。考虑 26 年油价冲击，我们调整公司 2026-28 年归母净利润至-9.2/38.9/46.8 亿元，维持“增持”评级。

□ **风险提示：**油价大幅上涨；地缘政治冲突；宏观经济下行风险；需求不及预期；人民币大幅贬值。

财务数据与估值

会计年度	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入(百万元)	174224	182256	202618	205488	210288
同比增长	9%	5%	11%	1%	2%
营业利润(百万元)	(747)	3967	(2428)	4759	5890
同比增长	-65%	631%	-161%	296%	24%
归母净利润(百万元)	(1696)	857	(922)	3893	4679
同比增长	-60%	151%	-208%	522%	20%
每股收益(元)	-0.09	0.05	-0.05	0.21	0.26
PE	-59.9	118.6	-110.3	26.1	21.7
PB	2.9	2.9	2.9	2.6	2.4

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	2024	2025	2026E	2027E	2028E
流动资产	37643	42598	45419	49020	46949
现金	15994	16973	17048	20457	17786
交易性投资	2695	2853	2853	2853	2853
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3463	3954	4396	4458	4562
其它应收款	3095	3817	4243	4304	4404
存货	2002	3298	3829	3746	3834
其他	10394	11703	13050	13202	13510
非流动资产	292095	307216	316543	324702	331838
长期股权投资	7168	7633	7633	7633	7633
固定资产	100691	112298	122465	131372	139173
无形资产商誉	7341	7547	6792	6113	5502
其他	176895	179738	179653	179584	179530
资产总计	329738	349814	361962	373722	378786
流动负债	138402	154123	167453	174632	174192
短期借款	40440	34188	93032	101537	99692
应付账款	19579	23798	27630	27032	27665
预收账款	1749	1938	2250	2201	2253
其他	76634	94199	44541	43862	44582
长期负债	138741	140680	140680	140680	140680
长期借款	35985	7831	7831	7831	7831
其他	102756	132849	132849	132849	132849
负债合计	277143	294803	308133	315312	314872
股本	18121	18121	18121	18121	18121
资本公积金	52444	52444	52444	52444	52444
留存收益	(35836)	(34985)	(35907)	(32014)	(27334)
少数股东权益	17866	19431	19171	19858	20684
归属于母公司所有者权益	34729	35580	34658	38551	43231
负债及权益合计	329738	349814	361962	373722	378786

现金流量表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	31445	38209	19800	19058	22294
净利润	154	2685	(1182)	4580	5505
折旧摊销	11712	13424	14769	15937	16960
财务费用	6119	4523	4957	3902	3259
投资收益	599	(79)	(4493)	(3845)	(4233)
营运资金变动	13441	17142	5749	(1516)	803
其它	(580)	514	0	0	0
投资活动现金流	(16452)	(19211)	(19603)	(20251)	(19863)
资本支出	(16139)	(17767)	(24096)	(24096)	(24096)
其他投资	(313)	(1444)	4493	3845	4233
筹资活动现金流	(11546)	(22568)	(122)	4602	(5103)
借款变动	(17715)	(47613)	4835	8504	(1844)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(312)	0	0	0	0
股利分配	0	0	0	0	0
其他	6481	25045	(4957)	(3902)	(3259)
现金净增加额	3447	(3570)	75	3410	(2672)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业总收入	174224	182256	202618	205488	210288
营业成本	159571	163780	190149	186035	190393
营业税金及附加	608	590	656	665	681
营业费用	7122	7497	8335	8453	8650
管理费用	4113	4288	4767	4835	4948
研发费用	544	607	675	684	700
财务费用	6628	5034	4957	3902	3259
资产减值损失	721	74	0	0	0
公允价值变动收益	195	32	0	0	0
其他收益	3298	3322	3693	3745	3833
投资收益	(599)	79	800	100	400
营业利润	(747)	3967	(2428)	4759	5890
营业外收入	2434	955	1062	1077	1102
营业外支出	106	111	111	111	111
利润总额	1581	4811	(1477)	5725	6881
所得税	1427	2126	(295)	1145	1376
少数股东损益	1850	1828	(260)	687	826
归属于母公司净利润	(1696)	857	(922)	3893	4679

主要财务比率

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
年成长率					
营业总收入	9%	5%	11%	1%	2%
营业利润	-65%	631%	-161%	296%	24%
归母净利润	-60%	151%	-208%	522%	20%
获利能力					
毛利率	8.4%	10.1%	6.2%	9.5%	9.5%
净利率	-1.0%	0.5%	-0.5%	1.9%	2.2%
ROE	-4.7%	2.4%	-2.6%	10.6%	11.4%
ROIC	1.2%	3.1%	1.4%	4.3%	4.2%
偿债能力					
资产负债率	84.0%	84.3%	85.1%	84.4%	83.1%
净负债比率	33.9%	27.5%	27.9%	29.3%	28.4%
流动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3
速动比率	0.3	0.3	0.2	0.3	0.2
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	89.5	61.8	53.4	49.1	50.2
应收账款周转率	51.3	49.1	48.5	46.4	46.6
应付账款周转率	8.1	7.6	7.4	6.8	7.0
每股资料(元)					
EPS	-0.09	0.05	-0.05	0.21	0.26
每股经营净现金	1.74	2.11	1.09	1.05	1.23
每股净资产	1.92	1.96	1.91	2.13	2.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-59.9	118.6	-110.3	26.1	21.7
PB	2.9	2.9	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	24.5	19.2	23.8	16.7	15.8

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。