

# 南方航空 (600029.SH)

## 23 年业绩大幅减亏，静待盈利修复

买入

### 核心观点

**南方航空 2023 年亏损大幅收窄。**2023 年年公司营业收入 1599.3 亿元，同比增长 83.7%，实现归母净利润-42.09 亿元，其中四季度公司营业收入 404.4 亿元，同比增长 139.3%，实现归母净利润-55.3 亿元。

**国内供需快速恢复，国际供需修复速度较缓。**2023 年公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别恢复至 2019 年同期的 93.8%、86.7% 以及 91.9%，客座率恢复至 78.1%，相较于 2019 年减少了 4.72 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 106.4% 和 113.3%，国内客座率恢复至 78.0%，相较于 2019 年减少了 5.03pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 43.2% 和 45.2%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较于 2023 年和 2019 年均实现小幅提升，公司 2023 年客运收入实现 1361.7 亿元，同比大幅提高 127%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 152.8 亿元，同比下降 27%。

**公司单位成本下降，带动盈利能力修复。**因供需快速修复，2023 年公司营业成本实现 1475.8 亿元，同比增长 39.4%，其中航油成本 520.5 亿元，同比增长 59.3%，非油成本 955.3 亿元，同比增长 30.5%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升，公司各项单位成本同比均明显下降，其中单位 ASK 航油成本 0.165 元，同比下降 22.5%，单位 ASK 非油成本 0.302 元，同比下降 36.5%，从而带动公司毛利率由负转正。

**增资川航造成投资损失，汇率波动导致汇兑损失。**2023 年公司对四川航空增资 46.8 亿元，导致确认投资损失 23.4 亿元，从而致使投资收益为-16.9 亿元，拖累公司业绩。2023 年，汇率贬值导致公司汇兑损失 6.87 亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于 2023 年 12 月 31 日人民币兑美元汇率每升值 (或贬值) 1%，将导致公司净亏损减少 (或增加) 人民币 3.2 亿元。

**风险提示：**宏观经济下滑，油价汇率剧烈波动，安全事故。

**投资建议：**维持“买入”评级。

考虑到 2024 年宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们下调了可用座公里以及收入客公里的预测，因此导致盈利预测下调，预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 70.1 亿、113.4 亿、145.3 亿 (24-25 年调整幅度分别为-54.7%/-46.8%)，中长期看好民航复苏趋势，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	87,059	159,929	188,466	199,898	212,136
(+/-%)	-14.3%	83.7%	17.8%	6.1%	6.1%
归母净利润 (百万元)	-32682	-4209	7005	11336	14530
(+/-%)	170.0%	-87.1%	-266.4%	61.8%	28.2%
每股收益 (元)	-1.80	-0.23	0.39	0.63	0.80
EBIT Margin	-31.6%	0.6%	4.7%	6.7%	7.9%
净资产收益率 (ROE)	-79.6%	-11.4%	16.5%	22.0%	23.0%
市盈率 (PE)	-3.1	-24.2	14.5	9.0	7.0
EV/EBITDA	-20.0	31.0	21.7	15.7	13.1
市净率 (PB)	2.48	2.76	2.40	1.98	1.61

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究 · 财报点评

#### 交通运输 · 航空机场

证券分析师：罗丹

021-60933142

luodan4@guosen.com.cn

S0980520060003

证券分析师：高晟

021-60375436

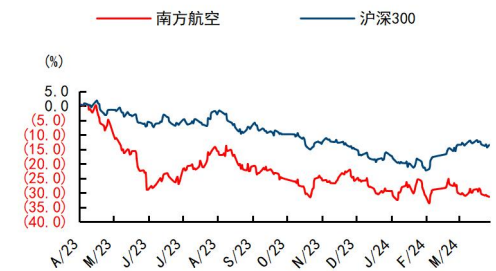
gaosheng2@guosen.com.cn

S0980522070001

#### 基础数据

投资评级	买入 (维持)
合理估值	
收盘价	5.59 元
总市值/流通市值	101296/101296 百万元
52 周最高价/最低价	8.42/5.32 元
近 3 个月日均成交额	252.44 百万元

#### 市场走势



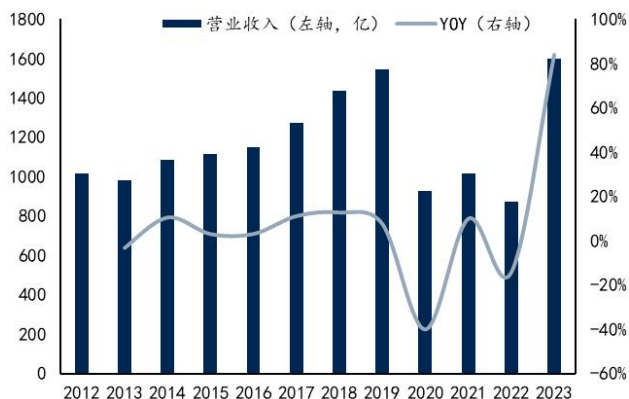
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《南方航空 (600029.SH) - 经营持续好转，二季度扣汇盈利超越 19 年同期》——2023-08-30
- 《南方航空 (600029.SH) - 一季度实现大幅减亏，看好周期反转业绩弹性释放》——2023-04-29
- 《南方航空 (600029.SH) - 2022 全年亏损在所难免，2023 年业绩反转在即》——2023-03-29
- 《南方航空 (600029.SH) - 3Q 扣汇亏损显著收窄，继续看好疫情影响消退后的业绩弹性》——2022-10-31
- 《南方航空 (600029.SH) - 计提减值导致全年亏损加大，看好疫情影响消退后业绩反转》——2022-03-31

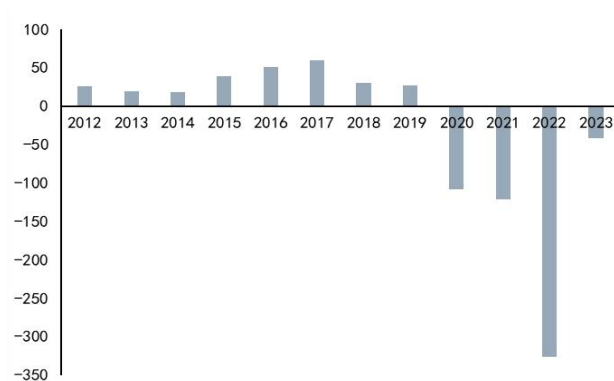
**南方航空 2023 年亏损大幅收窄。**2023 年年公司营业收入 1599.3 亿元,同比增长 83.7%,实现归母净利润-42.09 亿元,其中四季度公司营业收入 404.4 亿元,同比增长 139.3%,实现归母净利润-55.3 亿元。

图1: 南方航空营业收入及同比增速



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 南方航空归母净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**国内供需快速恢复，国际供需修复速度较缓。**2023 年公司旅客运输量、旅客周转量 (RPK)、可用座公里 (ASK) 分别恢复至 2019 年同期的 93.8%、86.7%以及 91.9%，客座率恢复至 78.1%，相较 2019 年减少了 4.72 pct。其中，国内航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 106.4%和 113.3%，国内客座率恢复至 78.0%，相较 2019 年减少了 5.03pct；国际航线的 RPK 和 ASK 分别恢复至 2019 年的 43.2%和 45.2%。2023 年行业竞争较缓和，公司单位运价保持坚挺，国内航线的客公里收益相较 2023 年和 2019 年均实现小幅提升，公司 2023 年客运收入实现 1393.3 亿元，同比大幅提高 123%。货运方面，因客机腹舱运力回流等因素导致运价有所下降，公司货运收入实现 152.8 亿元，同比下降 26.9%。

图3: 南方航空客运运投情况



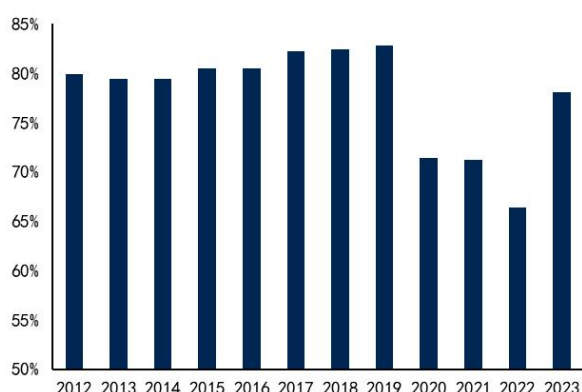
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 南方航空客运周转量情况



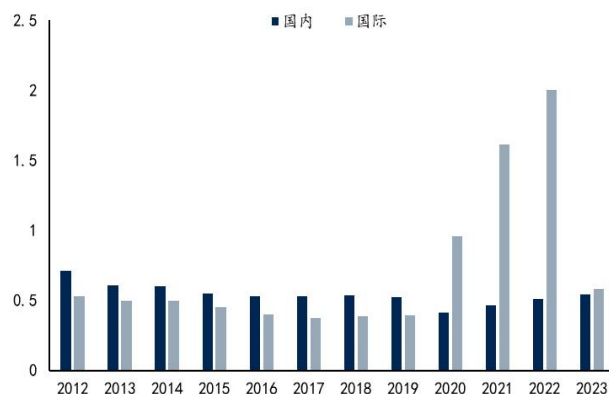
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 南方航空客座率情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

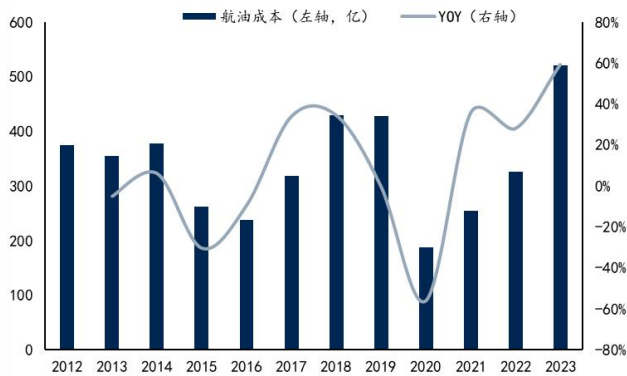
图6: 南方航空国内和国际客公里收益 (元)



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

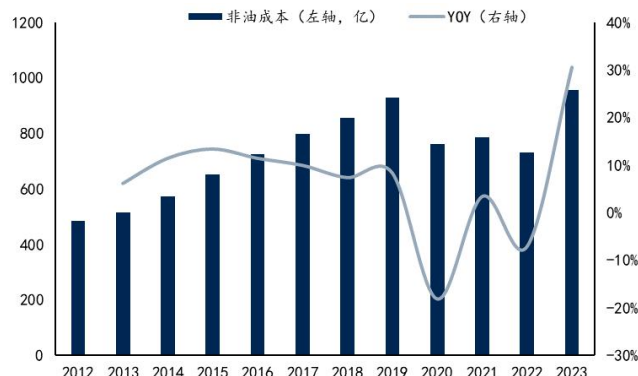
**公司单位成本下降, 带动盈利能力修复。**因供需快速修复, 2023 年公司营业成本实现 1475.8 亿元, 同比增长 39.4%, 其中航油成本 520.5 亿元, 同比增长 59.3%, 非油成本 955.3 亿元, 同比增长 30.5%。得益于客座率、飞机利用率等经营效率提升, 公司各项单位成本同比均明显下降, 其中单位 ASK 航油成本 0.165 元, 同比下降 22.5%, 单位 ASK 非油成本 0.302 元, 同比下降 36.5%, 从而带动公司毛利率由负转正。

图7: 南方航空航油成本



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 南方航空非油成本情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**增资川航造成投资损失，汇率波动导致汇兑损失。**2023年公司对四川航空增资46.8亿元，导致确认投资损失23.4亿元，从而致使投资收益为-16.9亿元，拖累公司业绩。2023年，汇率贬值导致公司汇兑损失6.87亿元，假定除汇率以外的其他风险变量不变，于2023年12月31日人民币兑美元汇率每升值（或贬值）1%，将导致公司净亏损减少（或增加）人民币3.2亿元。

### 投资建议：维持“买入”评级

南方航空盈利预测的核心变量假设调整如下：

- 1) 可用座公里（ASK）：考虑到国际航线恢复缓慢，我们预测2024-2025年南方航空ASK的同比增速分别为13.5%、5.3%（上次预测为25.1%、3.9%）；
- 2) 收入客公里（RPK）：考虑到2024年宏观经济承压、消费较疲软以及国际航线恢复较慢，我们预测2024-2025年南方航空RPK的同比增速分别为18.6%、6.2%（上次预测为29.5%、5.6%）；
- 3) 客公里收益：考虑到2024年宏观经济承压、消费较疲软，而2024年民航竞争会比2023年激烈，我们预测2024-2025年南方航空客公里收益的同比变化分别为-0.1%、-1.5%（上次预测为-0.1%、+2.8%）。

表1：南方航空收入预测结果

收入(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	138502	70534	75392	60017	135478	160179	167458	175257
航空货运及邮运	9615	16493	19887	20884	15279	18531	21220	22821
其他主营业务	3516	3279	3249	2504	2503	3639	4184	5440
其他业务收入	2689	2255	3136	3654	5320	6118	7036	8619
<b>合计</b>	<b>154322</b>	<b>92561</b>	<b>101644</b>	<b>87059</b>	<b>159929</b>	<b>188466</b>	<b>199898</b>	<b>212136</b>
收入增速	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航空客运	8.2%	-49.1%	6.9%	-20.4%	126.9%	17.6%	4.5%	4.7%
航空货运及邮运	-4.1%	71.5%	20.6%	5.0%	-26.9%	21.3%	14.5%	7.5%
其他主营业务	13.6%	-6.7%	-0.9%	-22.9%	26.4%	15.0%	15.0%	30.0%
其他业务收入	9.1%	-16.1%	39.1%	16.5%	45.6%	15.0%	15.0%	22.5%
<b>合计</b>	<b>9.1%</b>	<b>-16.1%</b>	<b>39.1%</b>	<b>16.5%</b>	<b>126.9%</b>	<b>17.8%</b>	<b>6.1%</b>	<b>6.1%</b>

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

表2：南方航空成本预测结果

营业成本(百万元)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
航油成本	42814	18797	25505	32669	52050	57246	57379	59025
职工薪酬费用	21284	18557	20267	20289	23122	25490	28365	31564
折旧费用	23477	23282	22848	22956	25962	24360	25314	26234
起降费用	17658	10857	11705	8473	16381	20706	21095	21861
飞机、发动机维修费	8565	10286	8928	8062	10809	12180	12657	13117
飞机、发动机经营租赁费	1412	977	920	1044	1390	1624	1688	1749
餐食机供品费用	3975	1765	1577	1332	2563	4507	4894	5290
其他	14721	8594	10213	8304	11612	16240	16876	17489
其他业务成本	1762	1788	2266	2733	3693	4060	4219	4372
<b>合计</b>	<b>135668</b>	<b>94903</b>	<b>104229</b>	<b>105862</b>	<b>147582</b>	<b>166413</b>	<b>172487</b>	<b>180702</b>

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所预测

综上,我们预测2024-2026年公司归母净利润分别为70.1亿、113.4亿、145.3亿(24-25年调整幅度分别为-54.7%/-46.8%),中长期看好民航复苏趋势,维持“买入”评级。

**风险提示:** 宏观经济下滑, 油价汇率剧烈波动, 安全事故。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	20240	9924	8352	8036	7427	营业收入	87059	159929	188466	199898	212136
应收款项	4595	4960	4796	5087	5398	营业成本	105862	147582	166413	172487	180702
存货净额	1387	1565	1532	1577	1649	营业税金及附加	240	531	565	600	636
其他流动资产	6397	7955	7539	7996	8485	销售费用	4555	6629	7821	8296	8804
<b>流动资产合计</b>	<b>32771</b>	<b>27741</b>	<b>25555</b>	<b>26033</b>	<b>26296</b>	管理费用	3560	3779	4034	4263	4508
固定资产	124132	127275	132607	136820	140525	研发费用	389	511	717	764	765
无形资产及其他	6547	6629	6365	6101	5837	财务费用	9240	6393	6074	6123	6092
投资性房地产	142346	140863	140863	140863	140863	投资收益	555	(1688)	572	572	572
长期股权投资	6205	6718	6864	6888	6925	资产减值及公允价值变动	(970)	863	(638)	(735)	(735)
<b>资产总计</b>	<b>312001</b>	<b>309226</b>	<b>312255</b>	<b>316705</b>	<b>320446</b>	其他收入	4614	3668	3134	3087	3086
短期借款及交易性金融负债	94841	85144	85864	86283	83956	营业利润	(32199)	(2142)	6626	11053	14317
应付款项	14351	19958	22321	22976	24022	营业外净收支	673	497	532	532	532
其他流动负债	32266	24334	23988	22975	22229	<b>利润总额</b>	<b>(31526)</b>	<b>(1645)</b>	<b>7158</b>	<b>11585</b>	<b>14849</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>141458</b>	<b>129436</b>	<b>132173</b>	<b>132233</b>	<b>130207</b>	所得税费用	2172	1437	716	1158	1485
长期借款及应付债券	34444	50522	50522	50522	50522	少数股东损益	(1016)	1127	(562)	(910)	(1166)
其他长期负债	80985	77271	72409	68457	63533	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(32682)</b>	<b>(4209)</b>	<b>7005</b>	<b>11336</b>	<b>14530</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>115429</b>	<b>127793</b>	<b>122931</b>	<b>118979</b>	<b>114055</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>					
<b>负债合计</b>	<b>256887</b>	<b>257229</b>	<b>255104</b>	<b>251212</b>	<b>244262</b>	净利润	(32682)	(4209)	7005	11336	14530
少数股东权益	14057	15213	14763	14035	13102	资产减值准备	0	0	0	0	0
股东权益	41057	36784	42388	51457	63081	折旧摊销	9584	10673	7495	8917	9679
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>312001</b>	<b>309226</b>	<b>312255</b>	<b>316705</b>	<b>320446</b>	公允价值变动损失	970	(863)	638	735	735
<b>关键财务与估值指标</b>						财务费用	9240	6393	6074	6123	6092
每股收益	(1.80)	(0.23)	0.39	0.63	0.80	营运资本变动	(7624)	(6657)	(2232)	(5103)	(5496)
每股红利	0.40	0.41	0.08	0.13	0.16	其它	(1242)	3097	(450)	(728)	(933)
每股净资产	2.27	2.03	2.34	2.84	3.48	<b>经营活动现金流</b>	<b>(30994)</b>	<b>2041</b>	<b>12456</b>	<b>15157</b>	<b>18515</b>
ROIC	-22.24%	-5.23%	2%	4%	5%	资本开支	0	(14148)	(13201)	(13601)	(13854)
ROE	-79.60%	-11.44%	17%	22%	23%	其它投资现金流	(14)	(3185)	0	0	0
毛利率	-22%	8%	12%	14%	15%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(242)</b>	<b>(17846)</b>	<b>(13347)</b>	<b>(13625)</b>	<b>(13891)</b>
EBIT Margin	-32%	1%	5%	7%	8%	权益性融资	76	1017	0	0	0
EBITDA Margin	-21%	7%	9%	11%	12%	负债净变化	(73)	22814	0	0	0
收入增长	-14%	84%	18%	6%	6%	支付股利、利息	(7268)	(7358)	(1401)	(2267)	(2906)
净利润增长率	170%	-87%	-266%	62%	28%	其它融资现金流	44241	(26440)	720	419	(2327)
资产负债率	87%	88%	86%	84%	80%	<b>融资活动现金流</b>	<b>29635</b>	<b>5489</b>	<b>(681)</b>	<b>(1848)</b>	<b>(5233)</b>
股息率	7.1%	7.2%	1.4%	2.2%	2.9%	<b>现金净变动</b>	<b>(1601)</b>	<b>(10316)</b>	<b>(1572)</b>	<b>(316)</b>	<b>(609)</b>
P/E	(3.1)	(24.2)	14.5	9.0	7.0	货币资金的期初余额	21841	20240	9924	8352	8036
P/B	2.5	2.8	2.4	2.0	1.6	货币资金的期末余额	20240	9924	8352	8036	7427
EV/EBITDA	(20.0)	31.0	21.7	15.7	13.1	企业自由现金流	0	(8451)	86	2352	5377
						权益自由现金流	0	(12078)	(4661)	(2740)	(2432)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032