

# 南方航空（600029.SH）

公司报告 | 首次评级报告

2026年8月17日

## 基本信息

|        |         |
|--------|---------|
| 所属行业   | 工业      |
| 当前股价   | 5.02    |
| 总市值    | 909.67亿 |
| PE-TTM | -68.24  |
| PB-MRQ | 2.45    |

## 估值结果

|       |      |       |
|-------|------|-------|
|       | 价值   | 1163亿 |
| DDM估值 | 上行空间 | 28%   |
|       | 状态   | 偏低估   |
|       | 价值   | 1192亿 |
| 动态估值  | 上行空间 | 31%   |
|       | 状态   | 偏低估   |

## 四维评级

|      |       |
|------|-------|
| 成长空间 | ★★★★☆ |
| 盈利趋势 | ★★★★☆ |
| 产业格局 | ★★★★☆ |
| 护城河  | ★★★★☆ |

## 核心评级结论

南方航空是中国机队规模领先的航空运输服务商，坐拥北京、广州双核心枢纽，公司具有强大完善的规模化航线网络优势，航线数量、航班频率、市场份额均在国内航空公司中居于首位。

公司成长空间一般，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到我国整体消费疲软大背景，航空需求增速存在一定的不确定性。公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩虽然扭亏为盈，但整体盈利依旧处于历史周期低位，未来随着供给增速放缓，公司盈利能力有望持续修复。公司产业格局中等，主要系我国航空运输业几乎为完全市场化竞争行业，三大航市占率超过60%，公司市占率排名第一。公司护城河较深，主要系公司以广州、北京为核心的枢纽网络发展格局，已逐渐形成强大完善的规模化、网络化优势。

我们基于公司客运量稳健增长，机票价格触底反弹，公司盈利指标逐步修复至历史平均水平的合理假设下，公司估值处于偏低估状态。

## 我们区别于市场的观点

现在处于航空盈利周期低位，油价高位叠加需求疲软，国内机票价格持续下跌，市场对公司未来盈利能力存在担忧，但我们认为盈利承压为短期现象，未来随着航空供需改善，公司盈利能力将会明显修复，因此我们认为当前市场对南方航空估值偏低。

## 风险提示

航空盈利周期依旧处于相对底部，若未来航空需求不及预期，或导致公司盈利修复低于预期；若未来南方航空发生重大航空安全事件，可能导致公司品牌受损、市占率下滑风险；若未来航空运输业竞争加剧，公司未来利润低于预期风险。

## 内容目录

|                    |   |
|--------------------|---|
| 1. 基本信息            | 4 |
| 2. 业务介绍            | 4 |
| 3. 商业模式            | 4 |
| 3.1 资产强度           | 4 |
| 3.2 人力资源密集度        | 4 |
| 3.3 客户集中度          | 5 |
| 4. 历史经营绩效          | 5 |
| 4.1 历史盈利能力         | 5 |
| 4.2 历史成长能力         | 5 |
| 4.3 历史业务控制力及财务健康评级 | 6 |
| 4.4 股东回报评级         | 6 |
| 5. 四维评级            | 6 |
| 5.1 成长空间           | 6 |
| 5.2 盈利趋势           | 7 |
| 5.3 产业格局           | 7 |
| 5.4 护城河            | 7 |
| 6. 公司估值            | 7 |
| 6.1 核心假设及逻辑        | 8 |
| 6.2 动态估值           | 9 |
| 6.3 DDM估值          | 9 |
| 6.4 估值确定性          | 9 |

## 图表目录

|                               |   |
|-------------------------------|---|
| 图1：预测2026年收入占比 .....          | 4 |
| 图2：预测2026年毛利占比 .....          | 4 |
| 图3：近年公司盈利能力趋势图 .....          | 5 |
| 图4：近年公司历史成长能力趋势图 .....        | 5 |
| 图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势 ..... | 6 |
| 图6：近年股东回报能力趋势图 .....          | 6 |
| <br>                          |   |
| 表1：护城河详解表 .....               | 7 |
| 表2：公司整体业绩预测 .....             | 8 |
| 表3：公司分业务业绩预测 .....            | 9 |
| 表4：公司整体及分业务动态估值 .....         | 9 |
| 表5：公司整体及分业务DDM估值 .....        | 9 |

## 1. 基本信息

南方航空成立于1991年2月1日，是中国航线网络最发达、年客运量最大的运输航空公司。公司航线数量、航班频率、市场份额均在国内航空公司中居于首位，旅客运输量连续44年居国内各航空公司之首。公司于1997年在中国香港、纽约两地挂牌上市，于2003年在上海证券交易所挂牌上市。

## 2. 业务介绍

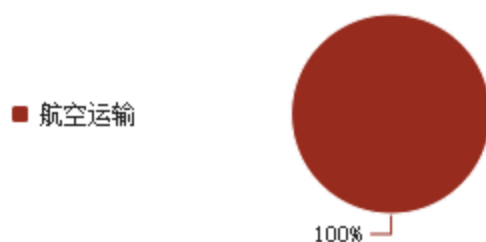
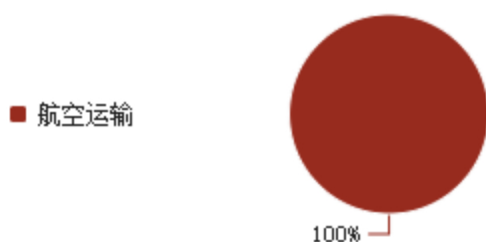
对于南方航空公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

航空运输：

公司经营范围包括国内（含港澳台）航空客货运输业务、国际航空客货运输业务，航空配餐等。2025年公司完成旅客运输量为17,373万人次，市占率约为22.56%。我们对该业务的市场界定为我国航空运输业。

图1：预测2026年收入占比

图2：预测2026年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

数据来源：公司财报，壹评级

## 3. 商业模式

南方航空属于重资产周期航空商业模式，核心依靠机队开展客货航空运输获取营收，机队通过自购、融资租赁、经营租赁扩充，飞机、设备构成核心非流动资产。公司购机、租机形成大量借款与租赁负债，维持高资产负债率，利息、折旧摊销成本刚性占比高。经营现金流受油价、汇率、出行周期扰动，盈利波动大。

### 3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

航空运输企业普遍资产较重。截至2025年底，公司总资产为3,498.14亿元，其中固定资产为1,122.98亿元，使用权资产约为1,376.78亿元，公司绝大部分资产为飞机及发动机，总资产周转率较低，说明公司资产强度较高。

### 3.2 人力资源密集度

低 较低 中等 较高 高

航空运输行业在运营过程中需要配备机组人员和地勤人员，截止到2025年底，公司员工人数108,176人，人均创收168.48万人，人均薪酬（简单测算）为30.08万元，公司人力资源密集度中等。



### 3.3 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

2025年南方航空前五名客户销售额为63.47亿元，占年度销售总额3.48%，主要系公司绝大部分客户为个人消费者，因此公司整体客户集中度低。

## 4. 历史经营绩效

公司盈利能力、股东回报星级较低，成长能力一般，业务控制星级较高。

### 4.1 历史盈利能力

☆☆☆☆☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

公司整体盈利能力星级较低。2020年新冠疫情爆发导致公司旅客运输量大幅下滑，公司业绩连续三年大额亏损，2023年疫情结束，公司各项经营指标修复，盈利能力有所修复，但由于消费疲软，机票价格表现不佳，公司业绩虽然有所减亏，但依旧未能实现全面盈利。

### 4.2 历史成长能力

★★☆☆☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



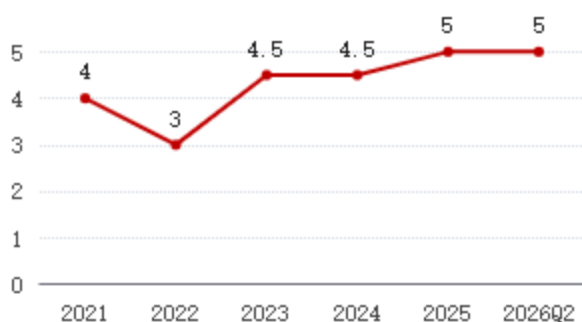
数据来源：公司财报，壹评级

公司成长能力星级有所提升。2020年新冠疫情导致公司收入下滑，业绩亏损，公司整体成长星级较低，2023年新冠疫情结束，公司旅客运输量开始逐步修复，收入增长利润减亏，成长空间星级提升。2026年以来，国际油价上涨导致公司业绩明显承压，成长星级再度走低。

### 4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★★

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



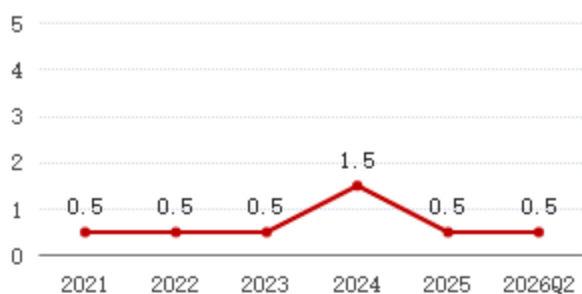
数据来源：公司财报，壹评级

航空公司的机票销售模式为提前售卖，因此整体业务控制力较强。2020年-2022年公司业务控制力星级偏低，主要系新冠疫情导致公司业绩亏损，公司现金流承压。2023年疫情结束，公司业绩扭亏为盈，现金流持续改善，提升公司整体业务控制力星级。

### 4.4 股东回报评级

☆☆☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年新冠疫情导致公司业绩巨亏，虽然2023年以来公司业绩有所减亏，但整体利润微薄，且公司资产负债率攀升，不得不通过定增募集资金补充流动性，自2020年开始公司不再进行分红，因此公司股东回报星级较低。

## 5. 四维评级

2023年新冠疫情结束后，我国航空需求持续疲软，公司成长空间中等，未来随着周期回归，公司盈利趋势向好，护城河较深，但公司产业格局中等。

### 5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间一般，主要系我国民航业未来旅客运输量增速大约在5%左右，考虑到我国整体消费疲软大背景，航空需求增速存在一定的不确定性。

航空运输(2.5星)：

按照党的二十大部署，2035年我国基本实现现代化，人均GDP将超过2.5万美元，年人均乘机次数将超过1次，航空人口规模有望超过4亿，年旅客运输量将达到15亿人次。2024年我国民航业旅客运输量为7.7亿人次，按照国家规划，未来10年复合增速大约在6-7%，但考虑到疫情之后消费疲软，未来行业增速存在不确定性，因此公司成长空间整体中等。

## 5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系新冠疫情结束后，公司业绩虽然扭亏为盈，但整体盈利依旧处于历史周期低位，未来随着供给增速放缓，公司盈利能力有望持续修复。

航空运输(3.5星)：

2023年新冠疫情结束，公司业绩虽然减亏，但由于消费疲软导致客座率、机票价格等数据相对不乐观，公司整体盈利能力未能修复到2019年前的水平。展望未来，我们认为随着民航业反内卷政策推进，航空供给端增速存在放缓预期，航空股的盈利能力大概率回归到周期中枢水平，因此盈利趋势向好。

## 5.3 产业格局

★★★★☆

公司产业格局中等，主要系我国航空运输业几乎为完全市场化竞争行业，三大航市占率超过60%，公司市占率排名第一。

航空运输(3星)：

我国民航运输业属于典型的寡头竞争行业，三大航（国航、南航、东航）市占率超60%，南方航空市占率排名第一，处于第一梯队。此外航空运输业属于相对同质化程度较高的行业，上游供应商主要为航空燃油企业和飞机制造商，相对较为强势，且下游客户对机票价格敏感度较高，客户粘性较低，因此公司整体产业格局中等。

## 5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司以广州、北京为核心的枢纽网络发展格局，已逐渐形成强大完善的规模化、网络化优势。

表1：护城河详解表

|      | 护城河宽度及解释                                                                                                        | 护城河持续性及解释                                                                                                   |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 航空运输 | (4星)南方航空作为我国航空运输业龙头企业，不考虑新冠疫情和盈利周期因素，经壹评级调整后公司历史平均净资产收益率大约在8%左右，具有一定的超额收益，且公司业务控制力星级较高，市占率排名行业第一，因此公司护城河宽度星级较高。 | (3星)南方航空护城河主要系公司多年经营的核心枢纽优势，经过多年运营，网络型航空公司形态逐步形成，且未来衰退的可能性较低，但由于公司整体ROIC较低，在管理效率上低于民营航空，综合考虑我们认为公司护城河持续性中等。 |

数据来源：壹评级

## 6. 公司估值

我们基于公司客运量稳健增长，机票价格触底反弹，公司盈利指标逐步修复至历史平均水平的合理假设下，公司估值处于偏低估状态。

## 6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为航空运输，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 量（RPK）：2025年公司客运量市占率约为22.56%，考虑到民营航空近几年市占率持续提升，我们假设公司市占率小幅下滑，远期市占率下滑至22%左右，收入客公里（RPK）保持5%左右的增速；
- 2) 价（客公里收益）：2023年疫情结束，受消费疲软因素，航空运输行业供大于需，公司客公里收益持续回落，但2026年油价大幅上涨，燃油附加费上调带动票价上行，我们预测2026年公司客公里收益提升4%，2027年下滑2%，后续保持0.5%的增速稳健增长；

盈利能力假设：

- 1) 毛利率：2025年公司毛利率为10.14%，考虑到2026年油价大幅上涨，我们假设2026年公司毛利率下滑至9%，未来公司盈利能力回归至历史中枢水平，2027年修复至12%，2028年为13.6%，此后保持不变；
- 2) 费用率：公司费用端主要为销售费用和财务费用，我们假设销售费用率维持不变，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，我们假设公司有息负债率维持2025年水平；

资产负债假设：

- 1) 未来随着公司引进规模放缓和收入增长，公司资产周转率存在提升预期，我们假设公司经营性资产周转率回归到历史均值水平；
- 2) 疫情三年导致公司负债率高企，我们假设未来随着盈利改善，公司存在降杠杆预期，公司经营性负债率降低到历史平均水平。

表2：公司整体业绩预测

| 南方航空          | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿)         | 1599.3 | 1742.2 | 1822.6 | 2027.8 | 2106.7 | 2266.9 | 2429.0 | 2581.6 |
| 归母净利润(亿)      | -41.8  | -17.0  | 8.6    | 13.7   | 61.9   | 94.2   | 101.6  | 108.7  |
| 归母净利润增速(%)    | 87.2   | 59.4   | 150.7  | 59.0   | 352.3  | 52.1   | 7.9    | 7.0    |
| 经营性净利润(亿)     | -21.8  | 6.4    | 25.3   | 13.7   | 62.1   | 94.6   | 102.0  | 109.1  |
| 经营性净利润增速(%)   | 93.6   | 129.3  | 295.6  | -45.8  | 352.8  | 52.4   | 7.9    | 7.0    |
| 经营性归母净利润(亿)   | -29.8  | -70.4  | 8.1    | 13.7   | 61.9   | 94.2   | 101.6  | 108.7  |
| 经营性归母净利润增速(%) | 90.9   | -136.0 | 111.5  | 69.7   | 352.3  | 52.1   | 7.9    | 7.0    |

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

| 航空运输        | 2023A  | 2024A  | 2025A  | 2026E  | 2027E  | 2028E  | 2029E  | 2030E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 收入(亿)       | 1599.3 | 1742.2 | 1822.6 | 2027.8 | 2106.7 | 2266.9 | 2429.0 | 2581.6 |
| 收入增速(%)     | 83.7   | 8.9    | 4.6    | 11.3   | 3.9    | 7.6    | 7.2    | 6.3    |
| 经营性净利润(亿)   | -21.8  | 6.4    | 25.3   | 13.7   | 62.1   | 94.6   | 102.0  | 109.1  |
| 经营性净利率(%)   | -1.4   | 0.4    | 1.4    | 0.7    | 2.9    | 4.2    | 4.2    | 4.2    |
| 经营性净利润增速(%) | 93.6   | 129.3  | 295.6  | -45.8  | 352.8  | 52.4   | 7.9    | 7.0    |

数据来源：壹评级

## 6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

| 业务        | 半显性期<br>CAGR | 增速描述       | 产业格局   | 护城河<br>持续性 | 贴现率          | 综合倍数       | 有效盈利<br>预测(亿) |
|-----------|--------------|------------|--------|------------|--------------|------------|---------------|
| 航空运输      | 4.5%         | 中低         | 较好     | 较强         | 8.0%         | 13.75      | 135.3         |
| 业务        | 显性期<br>价值    | 显性期后<br>价值 | 业务价值   | 富余现金       | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值           |
| 航空运输(亿)   | 166.3        | 1005.5     | 1171.8 | -          | -            | 20.0       | 1191.8        |
| 公司整体测算(亿) | 166.3        | 1005.5     | 1171.8 | -          | -            | 20.0       | 1191.8        |

数据来源：壹评级

## 6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

| 业务        | 预测期<br>价值 | 永续期<br>价值 | 业务价值   | 富余现金 | 少数股东<br>权益价值 | 股权<br>投资价值 | 总价值    |
|-----------|-----------|-----------|--------|------|--------------|------------|--------|
| 航空运输(亿)   | 296.4     | 847.1     | 1143.5 | -    | -            | 20.0       | 1163.5 |
| 公司整体测算(亿) | 296.4     | 847.1     | 1143.5 | -    | -            | 20.0       | 1163.5 |

数据来源：壹评级

## 6.4 估值确定性

★★★★☆

我国航空运输业属于典型的周期性行业，机票价格受行业供需影响，且营业成本中约三分之一为燃油成本，因此原油价格波动会对航司业绩形成一定的扰动；其次2023年新冠疫情结束后，航空板块盈利整体处于周期低位，在民航局反内卷倡导下，虽然存在周期盈利反转预期，但具体的周期反转时间存在一定的不确定性，因此公司业绩预测的难度较高，估值确定性一般。

## 附注

### 四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

| 星级 | 5  | 4.5 | 4   | 3.5 | 3   | 2.5 | 2   | 1.5 | 1  | 0.5 |
|----|----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|-----|----|-----|
| 比例 | 3% | 7%  | 10% | 15% | 15% | 15% | 15% | 10% | 7% | 3%  |

#### ①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

#### ②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

#### ③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

#### ④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

### DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

### 动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测—作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。



## 估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

| 区间   | $X < -50\%$ | $-50\% \leq X < -30\%$ | $-33\% \leq X < -20\%$ | $-20\% \leq X < 25\%$ | $25\% \leq X < 50\%$ | $50\% \leq X < 100\%$ | $X \geq 100\%$ |
|------|-------------|------------------------|------------------------|-----------------------|----------------------|-----------------------|----------------|
| 估值状态 | 严重高估        | 高估                     | 偏高估                    | 合理估值                  | 偏低估                  | 低估                    | 严重低估           |

## 经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

## 量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

### 1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

### 2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

### 7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

#### 13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

## 免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。