

机场商业业态具备极高流量变现价值，长期看仍将是重要免税销售渠道——上海机场长期价值探讨 (二)

- ❖ “疫情”前，机场商业拥有几乎最高的流量变现价值。1) 浦东机场商业价值位居国内机场领先地位。a) 内地机场中，浦东机场免税商业坪效遥遥领先。2019年测算浦东机场免税销售额138亿，免税单位坪效达136万元，首都机场与白云机场分别为57及32万。b) 全球机场看，浦东机场免税销售位居前列。免税销售额看，韩国仁川机场以165亿销售额居第一，新加坡樟宜(142亿)，迪拜(141亿)与浦东机场(138亿)基本接近，但浦东机场增速明显更快。国际旅客人均免税贡献看：浦东机场358元已为全球第一机场，仁川为234元。2) 相比国内顶级购物中心，浦东机场可称国内第一商业。免税销售坪效是国内顶级商场北京新光SKP的16倍；含税商业的坪效也普遍高于市内购物中心，浦东卫星厅单位租金坪效约1.7万，与上海恒隆广场相仿，而明显领先国金中心、港汇等。3) 上海机场广告收益水平全球领先。人均广告收入来看，浦东机场约20元，为首都机场的1.7倍以上。同时我们观察德高集团，测算上海机场广告业务为集团最重要单体业务。
- ❖ “疫情”后，预计机场商业将随着客流量恢复而重新彰显变现价值。1) 客流角度：机场聚集的大密度高价值客户群最适合高端品牌。a) 机场具备显著的客流聚集能力：浦东机场日均近21万客流明显领先国内顶级商场(5-10万)；b) 职业和年龄层次分布看，机场聚集大量金融、科技、商贸等相对高端从业人员，以及消费中坚力量。(25-44岁这一消费中坚力量旅客占比超7成，16-17年数据显示，消费者在首都机场连续两次及以上的比例接近13%，高于其他市内商圈)。2) 以奥特莱斯为例，我们认为机场天然的地理隔离与条件隔离更适合免税业态。3) 以雅诗兰黛为例，传统渠道的销售稳定性仍然是品牌商不能忽视的。17年数据显示雅诗兰黛传统渠道销售占比虽下降，但仍达50%，传统门店销售稳定性不可忽视，机场购买免税品所需的出入境门槛、购买上限和托运限制，降低了渠道之间的串货风险。4) 以我国香港机场为例，全岛免税下，机场依旧具备商业活力。03年到18年，香港机场零售特许经营权收益复合增速12.1%，远超同期总体零售额6.7%增速，体现出香港机场在零售业中价值和地位。我们预计机场未来依旧是免税品核心销售渠道之一。
- ❖ 中长期看上海机场非航业务空间，即变现价值：1) 客流量：我们预计2025年公司旅客吞吐量达到约9300万人次，其中国际+地区旅客约4700万人次；2) 国际旅客人均贡献：预计国际旅客人均贡献免税可达669元(其中精品约116元)，较19年复合增速11%；3) 免税额：预计免税销售额达到312亿，鉴于精品扣点25%，整体贡献免税收入123亿元。4) 含税：预计可达6亿元，5) 广告：预计可确认投资收益6亿元，6) 免税+含税+广告，三项核心非航业务2025年相较于19年可贡献增量利润约60亿元，为2019年利润的118%。
- ❖ 盈利预测：1) 维持盈利预测，即预计上海机场2020-22年实现盈利分别为18、53、72亿。2) 投资建议：依据免税黄金赛道，给予上海机场2021年30倍PE，对应1600亿市值，对应2022年22倍PE，维持目标价至83元，预计较当前11%的空间。
- ❖ 风险提示：疫情持续冲击影响国际线客流修复，免税地位受到冲击。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	10,945	7,429	12,547	15,224
同比增速(%)	17.5%	-32.1%	68.9%	21.3%
归母净利润(百万)	5,030	1,832	5,339	7,207
同比增速(%)	18.9%	-63.6%	191.5%	35.0%
每股盈利(元)	2.61	0.95	2.77	3.74
市盈率(倍)	29	79	27	20
市净率(倍)	5	4	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2020年7月3日收盘价

推荐 (维持)

目标价：83元

当前价：75.3元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

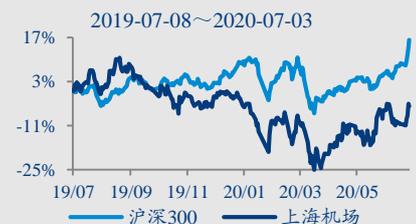
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	192,696
已上市流通股(万股)	109,348
总市值(亿元)	1,451.0
流通市值(亿元)	823.39
资产负债率(%)	10.3
每股净资产(元)	16.7
12个月内最高/最低价	88.9/58.0

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《上海机场(600009)2019年报点评：利润增速18.9%，非航占比进一步提升，疫情冲击不改黄金赛道长期价值，持续“推荐”》

2020-03-28

《上海机场(600009)2020年一季报点评：归属净利0.8亿，公司对合同内免税业务进行暂估处理，疫情影响不改黄金赛道长期价值，持续“推荐”》

2020-04-28

《上海机场(600009)深度研究报告：预计“最坏时光”即将度过，中期核心价值再探讨》

2020-06-08

投资主题

报告亮点

本篇报告是上海机场长期价值探讨第二篇，我们聚焦机场商业业态本身所具备的商业特征及竞争优势展开分析，认为长期看，其依旧会是免税销售核心渠道之一，随着客流量恢复，流量变现价值将得以重新彰显。

投资逻辑

1) 客流角度：机场聚集的大密度高价值客户群最适合高端品牌。

a) 机场具备显著的客流聚集能力：浦东机场日均近 21 万客流明显领先国内顶级商场（5-10 万）；

b) 职业和年龄层次分布看，机场聚集大量金融、科技、商贸等相对高端从业人员，以及消费中坚力量。（25-44 岁这一消费中坚力量旅客占比超 7 成，16-17 年数据显示，消费者在首都机场连续两次及以上的比例接近 13%，高于其他市内商圈）。

2) 以奥特莱斯为例，我们认为机场天然的地理隔离与条件隔离更适合免税业态。

3) 以雅诗兰黛为例，传统渠道的销售稳定性仍然是品牌商不能忽视的。17 年数据显示雅诗兰黛传统渠道销售占比虽下降，但仍达 50%，传统门店销售稳定性不可忽视，机场购买免税品所需的出入境门槛、购买上限和托运限制，降低了渠道之间的串货风险。

4) 以我国香港机场为例，全岛免税下，机场依旧具备商业活力。03 年到 18 年，香港机场零售特许经营权收益复合增速 12.1%，远超同期总体零售额 6.7% 增速，体现出香港机场在零售业中价值和地位。

我们预计机场未来依旧是免税品核心销售渠道之一。

关键假设、估值与盈利预测

中长期看上海机场非航业务空间，即变现价值：

1) 客流量：我们预计 2025 年公司旅客吞吐量达到约 9300 万人次，其中国际+地区旅客约 4700 万人次；

2) 国际旅客人均贡献：预计国际旅客人均贡献免税可达 669 元（其中精品约 116 元），较 19 年复合增速 11%；

3) 免税额：预计免税销售额达到 312 亿，鉴于精品扣点 25%，整体贡献免税收入 123 亿元；

4) 含税：预计可达 6 亿元；

5) 广告：预计可确认投资收益 6 亿元；

6) 免税+含税+广告，三项核心非航业务 2025 年相较于 19 年可贡献增量利润约 60 亿元，为 2019 年利润的 118%。

盈利预测：维持盈利预测，即预计上海机场 2020-22 年实现盈利分别为 18、53、72 亿。

投资建议：依据免税黄金赛道，给予上海机场 2021 年 30 倍 PE，对应 1600 亿市值，对应 2022 年 22 倍 PE，维持目标价至 83 元，预计较当前 11% 的空间。

目录

一、“疫情”前，机场商业拥有几乎最高的流量变现价值.....	6
（一）机场商业提供了独特、最利于变现的消费场景.....	6
（二）综合比较，浦东机场商业价值位居国内领先.....	8
1、横向比较机场，浦东机场免税商业坪效遥遥领先.....	8
2、相比国内顶级购物中心，浦东机场可称国内第一商业.....	9
（三）上海机场广告收益水平全球领先.....	11
1、相比国内其他机场，上海机场广告价值最高.....	11
2、以德高集团为例，上海机场广告业务是重要贡献.....	12
二、“疫情”后，预计机场商业将随着客流量恢复而重新彰显变现价值.....	15
（一）客流角度：机场聚集的大密度高价值客户群是最适合高端品牌的客群.....	16
（二）以奥特莱斯为例，我们认为机场天然的地理隔离与条件隔离更适合免税业态.....	17
（三）以雅诗兰黛为例，传统渠道的销售稳定性仍然是品牌商不能忽视的.....	20
（四）以我国香港机场为例，全岛免税下，机场依旧具备商业活力.....	21
（五）我们预计机场未来依旧是免税品的核心销售渠道之一.....	23
三、投资建议.....	24
四、风险提示.....	24

图表目录

图表 1	机场与其他交通工具/场所消费场景特征比较	7
图表 2	中免各类免税店数量分布	7
图表 3	中免免税销售额分布	7
图表 4	国内免税拆分	7
图表 5	国内免税分渠道占比	7
图表 6	浦东机场拥有内地机场中最高免税坪效	8
图表 7	首都、浦东机场免税销售额测算值	8
图表 8	首都、浦东机场人均客单价走势	8
图表 9	全球主要机场免税销售额对比（2019）	9
图表 10	世界主要机场免税销售额	9
图表 11	人均免税销售额	9
图表 12	浦东机场与国内顶尖购物中心对比（2019）	9
图表 13	销售额对比	10
图表 14	销售坪效对比	10
图表 15	上机白云含税商业合同坪效	10
图表 16	部分购物中心租金坪效	10
图表 17	机场与购物中心提点对比	11
图表 18	四大机场广告收入	12
图表 19	四大机场人均广告收入	12
图表 20	广告收入海外对比（亿元）	12
图表 21	广告收入客单价对比（元）	12
图表 22	德高分业务收入	13
图表 23	德高广告牌数量分布	13
图表 24	德高广告收入分布	13
图表 25	公司分区域收入	14
图表 26	公司分区域收入增速	14
图表 27	德高户外广告牌分布	14
图表 28	公司收入分地区分布	14
图表 29	德高动量股权结构	15
图表 30	四大机场非航综合对比	15
图表 31	主要机场和国内顶尖购物中心日均客流量对比	16
图表 32	枢纽机场客群年龄分布	17

图表 33	不同商圈单日刷卡消费次数.....	17
图表 34	上海郊区奥特莱斯与市区奥特莱斯定位和品牌对比.....	17
图表 35	全球著名奥特莱斯与市中心距离.....	18
图表 36	北京新光 SKP 引流业态.....	19
图表 37	北京新光 SKP 和 SKP-S（新馆）餐饮店（人均由高到低排序）.....	19
图表 38	机场客群与免税品契合.....	20
图表 39	雅诗兰黛历年分渠道销售份额.....	21
图表 40	2017 年公司分渠道销售份额.....	21
图表 41	香港零售业总销货价值.....	22
图表 42	香港零售额分布.....	22
图表 43	香港机场零售特许经营权收益额.....	23
图表 44	机场零售特许经营增速和香港零售业对比.....	23
图表 45	远期非航收入贡献测算.....	24

今年以来，受到“疫情”影响，机场运营与财务遇到了较大的困难，而海南离岛免税力度的加大、线上直邮等创新模式的兴起，也让市场担忧机场免税渠道的价值是否会被大幅削弱。

我们系列报告意在通过回归机场自身价值的探讨，评估在外部环境变化情况下，上海机场的投资价值如何。6月我们发布第一篇报告《预计“最坏时光”即将度过，中期核心价值再探讨》，**认为公司具备不变的核心价值**：区位优势与黄金赛道；或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放。同时我们对可能遇到的变化与挑战，如税率调整、市内店影响、线上直邮等进行了探讨。

本篇报告将聚焦于机场商业业态，我们认为其具备极高流量变现价值，长期看仍将是重要免税销售渠道。

一、“疫情”前，机场商业拥有几乎最高的流量变现价值

（一）机场商业提供了独特、最利于变现的消费场景

机场是以满足航空出行需求为基础，延伸出满足候机过程中的餐饮、购物、休闲等需求。

独特的消费场景：航空出行，尤其国际航班候机时间相对较长，通常需要预留大量时间，而机场打造了利用旅客空闲时间创造需求、满足需求的相对封闭场景。

相比其他交通方式/场所的消费场景，机场商业消费场景最佳：

邮轮：封闭场所、空闲时间多、但旅客体量仍然较小。国际邮轮是高端旅行方式，面向客群有较高的消费能力，但总体体量过小，预计每年全国游轮出入境游客数量仅在500-600万人次，而全国机场出入境客流19年为1.67亿人次，为游轮出入境旅客体量的30倍左右，仅浦东机场2019年即达到3851万人次，为全国邮轮旅客体量的7倍左右。根据中免集团官网，公司目前在大连、青岛、宁波等地拥有23家外轮供应免税店。此外在歌诗达大西洋号和星旅邮轮鼓浪屿号邮轮拥有两家邮轮免税店。

高铁/火车站：旅客体量大，但缺少大量空闲候车时间，缺乏免税消费场景。2019年全国铁路总体客运量为36.6亿人次，其中高铁18年为20.5亿人次，19年预计为23亿人次左右，面向客群分布较广。相比机场，铁路并非国人出入境（离岛）主要形式，与我国铁路口岸相接的国家较少，实际乘坐火车出入境（离岛）客流远小于航空；同时场所不封闭且无大量空闲时间。中免集团在广州东火车站和东莞火车站拥有2家火车站免税店。

口岸：人流密集、无休闲停留场地和时间，购物体验较差。口岸出入境人流同样极大，2019年仅深圳各口岸出入境人次即达到2.4亿人次，总体客流相对中高端。但相比机场，口岸通常人流密集、无休闲停留场地和时间，购物体验较差。中免集团在深圳福田、皇岗、深圳湾口岸、二连浩特、满洲里、霍尔果斯、绥芬河等口岸拥有43家边境免税店。

机上：密闭狭小空间通常购物欲较低，且推荐品类数量等受限。中免集团在南航、东航、厦航等航司开辟了机场免税店。

图表 1 机场与其他交通工具/场所消费场景特征比较

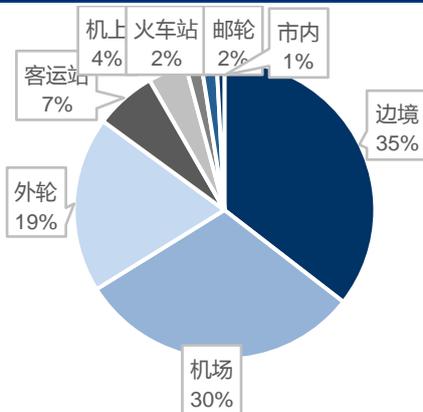
场所	客流	客群特征	空闲时间	购物意愿	
机场	封闭	体量大	高端	多	强
火车站	封闭	体量大	多样	少	较强
国际邮轮	封闭	体量小	较高端	多	较强
口岸	流通	体量大	多样	少	一般
机上	封闭	体量大	高端	多	一般

资料来源：华创证券整理

中免集团：机场店占免税店数量的 31%，贡献了 70% 以上的销售额。

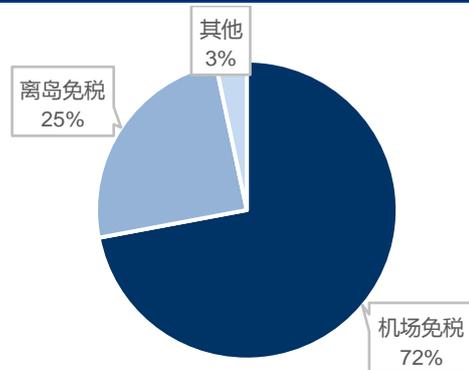
在北京（日上、中免）、上海（日上）、广州等 37 座机场拥有免税店，从免税店数量来看，37 家机场免税店仅占公司 121 家门店（官网列示）数量的 31%，但销售额预计贡献约 330 亿，占比达到 70% 以上。

图表 2 中免各类免税店数量分布



资料来源：公司官网，华创证券

图表 3 中免免税销售额分布



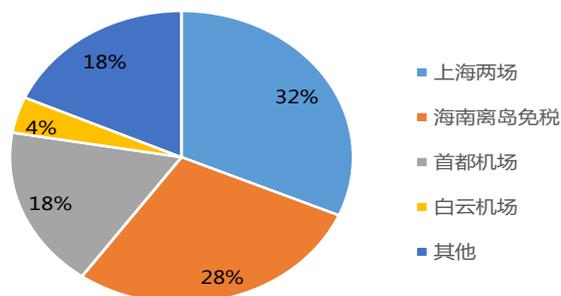
资料来源：公司官网，华创证券

全国：机场免税销售占比约 7 成。

从全国销售额体量来看，我们预计 2019 年全国免税销售额约为 480 亿左右，同比增长 21.7%，预计机场渠道销售额约为 320 亿（含海口等机场离岛免税），占比约 67%，离岛免税占 24%，其他占比约 9%。

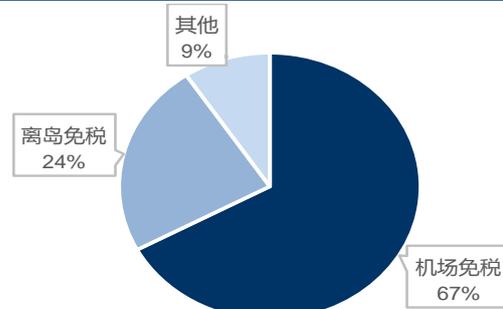
机场渠道在国内全部免税渠道中占据绝对优势。

图表 4 国内免税拆分



资料来源：公司公告，华创证券

图表 5 国内免税分渠道占比



资料来源：公司公告，华创证券

综合以上对比，在交通运输各类场所中，机场的商业价值可谓得天独厚：聚拢了足够大体量的高端消费人群；封闭场所，较为舒适的空间且有较多的空闲时间；低价高质免税品吸引消费者购买，而持续稳定的价格优势进一步形成口碑效应聚拢人群，二者互为促进，形成螺旋式上升。

（二）综合比较，浦东机场商业价值位居国内领先

1、横向比较机场，浦东机场免税商业坪效遥遥领先

1) 内地机场中，浦东机场免税商业坪效遥遥领先

2019年，测算浦东机场免税销售额达到138亿，而加权免税面积约1.01万平（卫星厅投产后实际免税运营面积已经达到了1.7万平，超过首都机场成为内地机场第一），浦东机场免税单位坪效达到136万元，遥遥领先，是排名第二虹桥机场坪效的2倍多。首都机场与白云机场分别为57万及32万。

图表 6 浦东机场拥有内地机场中最高免税坪效

2019年	销售额（亿元）	加权免税经营面积（万平米）	单位坪效（万元/平方米）
浦东机场	138	1.01	136
虹桥机场	13	0.21	65
首都机场	86	1.50	57
白云机场	19	0.59	32

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

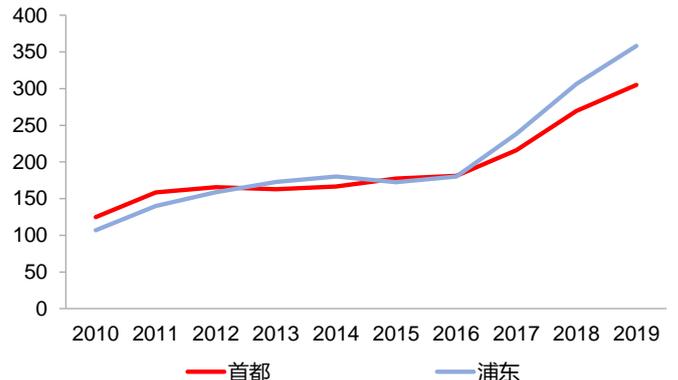
观察浦东机场与首都机场，发现：2016年成为分水岭，16年后浦东机场无论国际旅客人均贡献抑或免税销售额与增速均明显超过首都机场。2019年浦东机场国际旅客人均贡献达到约360元，而首都机场仅为300元左右。

图表 7 首都、浦东机场免税销售额测算值



资料来源：公司年报，华创证券测算

图表 8 首都、浦东机场人均客单价走势



资料来源：公司年报，华创证券测算

2) 全球机场看，浦东机场免税销售位居前列

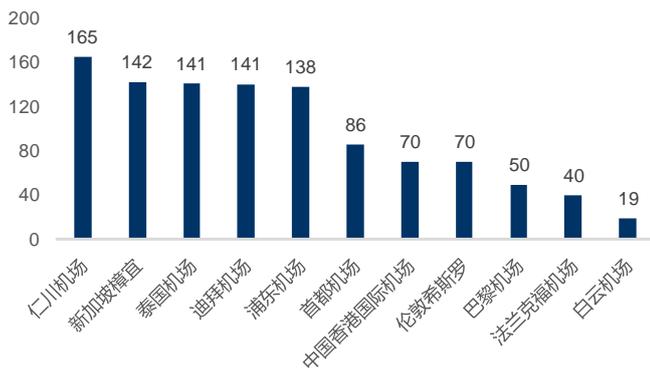
从免税销售额看，韩国仁川机场以165亿销售额位居全球第一，新加坡樟宜（142亿），迪拜（141亿）、泰国机场（141亿）与浦东机场（138亿）基本接近，但2019年增速看，浦东（21%）>泰国（10%）>新加坡（8.1%）>仁川（4.4%）>迪拜（0.6%）。若非疫情影响，预计浦东机场可很快超越新加坡、泰国与迪拜。

从国际旅客人均免税贡献看：浦东机场凭借358元已经为全球第一机场，彰显商业价值，仁川为234元。

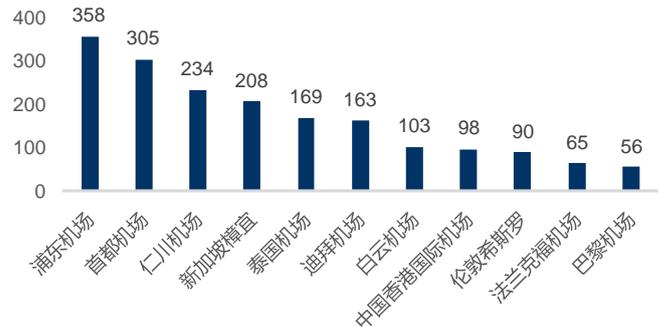
图表 9 全球主要机场免税销售额对比（2019）

	国际旅客吞吐量（万人次）	免税销售额（亿人民币）	人均免税消费额（人民币）
浦东机场	3851	138	358
首都机场	2815	86	305
仁川机场	7046	165	234
新加坡樟宜	6830	142	208
泰国机场	8345	141	169
迪拜机场	8640	141	163
白云机场	1871	19	103
中国香港国际机场	7150	70	98
伦敦希斯罗	7610	55~85	70~110
德国法兰克福	6318	30~50	47~80
巴黎（戴高乐+奥利）	8908	50	56

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

图表 10 世界主要机场免税销售额


资料来源：公司年报，Wind，华创证券

图表 11 人均免税销售额


资料来源：公司年报，Wind，华创证券

2、相比国内顶级购物中心，浦东机场可称国内第一商业

1) 机场免税坪效超越国内顶级购物中心 2 个量级。

我们将比较范围扩大到实体零售领域：

国内年销售额最大的购物中心为北京新光 SKP，2019 年销售额为 153 亿元，18 万平方米的商业面积对应单位销售坪效为 8.5 万元/平米，该数字在全球来看仅次于英国 Harrods 百货（哈罗德）。

而浦东机场 2019 年销售额 138 亿元，对应单位销售坪效 136 万元/平米，为新光 SKP 坪效的 16 倍，跨越量级。

从单位面积经营效率来看，上海机场可称为国内第一商业。

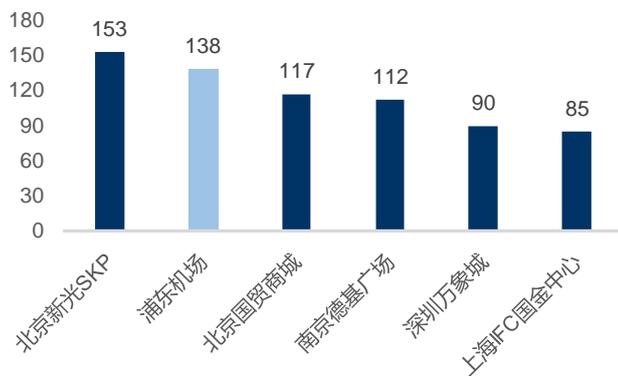
图表 12 浦东机场与国内顶尖购物中心对比（2019）

	销售额（亿元）	商业面积（万平方米）	坪效（万元/平方米）
浦东机场	138	1.0	136.4

	销售额（亿元）	商业面积（万平方米）	坪效（万元/平方米）
北京新光 SKP	153	18.0	8.5
北京国贸商城	117	23.0	5.1
南京德基广场	112.4	15.0	7.5
深圳万象城	90	18.8	4.8
上海 IFC 国金中心	85	12.2	7.0

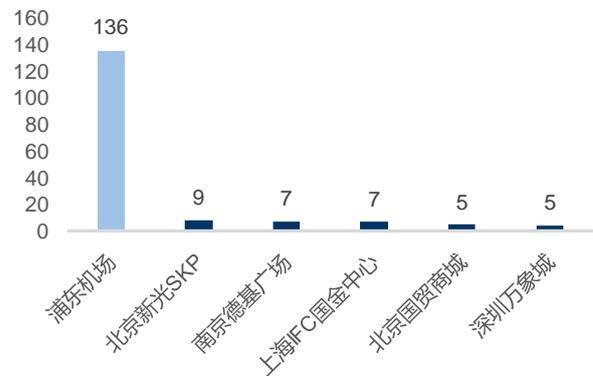
资料来源：Wind，公司网站，公司年报，华创证券

图表 13 销售额对比



资料来源：公司公告，公司网站，华创证券

图表 14 销售坪效对比



资料来源：公司公告，公司网站，华创证券

2) 机场含税商业的坪效也普遍高于市内购物中心。

根据上海机场和白云机场含税招标合同，浦东机场卫星厅和白云机场 T2 单位租金坪效分别达到 1.72 和 2.04 万元/平方米。

查阅恒隆地产 18 年年报，其内地旗舰商业上海恒隆广场 18 年租金收入 9.32 亿，商业部分建筑面积 5.37 万平米，对应坪效 1.74 万元/年。销售额约为 55 亿，排名全国 15 之内。

另一旗舰项目港汇恒隆广场坪效约为 0.66 万元/年。

此外我们测算新鸿基地产旗下上海 IFC 国金中心最高坪效约为 0.88 万元，19 年国金中心销售额排名全国第 5。

图表 15 上机白云含税商业合同坪效

	年含税保底收入	含税商业面积	坪效
白云 T2	6.33	3.1	2.04
浦东卫星厅	3.26	1.9	1.72

资料来源：公司公告，公司网站，华创证券

图表 16 部分购物中心租金坪效

	商场租金	建筑面积	坪效
--	------	------	----

	商场租金	建筑面积	坪效
上海恒隆广场	9.32	5.37	1.74
港汇恒隆广场	8.03	12.23	0.66
沈阳皇城恒隆广场	1.62	10.93	0.15
沈阳市府恒隆广场	2.16	10.20	0.21
国金中心	最大 10	11.33	0.88

资料来源：公司公告，公司网站，华创证券

提成比例来看，机场含税商业提点比例略高于购物中心。

上海机场卫星厅含税招标综合提点约为 25%；白云 T2 含税商业招标中（以保底销售额计算部分），整体含税提点约为 18%；

上海恒隆广场 18 年销售额约为 55 亿，商业租金 9.32 亿，对应提点约为 17%；国金中心销售额约为 80 亿，租金约为 10 亿，提点约为 12.5%。

图表 17 机场与购物中心提点对比

	年（保底）租金	（保底）销售额	提点
浦东机场	3.26	13.09	24.9%
白云机场	2.81	15.42	18.2%
恒隆广场	9.32	55.00	16.9%
国金中心	10.00	80.00	12.5%

资料来源：公司网站，华创证券

核心机场平均单位租金和提点比例均略高于头部购物中心水平，主要由于机场具有先天的客流垄断优势，且客源品质高，可支撑机场较高的租金水平。

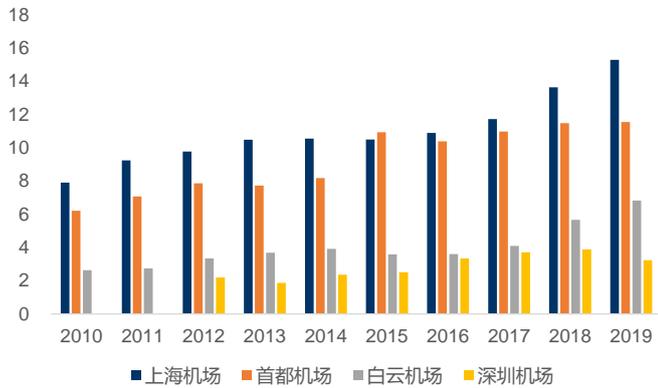
（三）上海机场广告收益水平全球领先

1、相比国内其他机场，上海机场广告价值最高

相比国内其他机场，上海机场广告收入（总广告收入口径，非上市公司口径）遥遥领先。

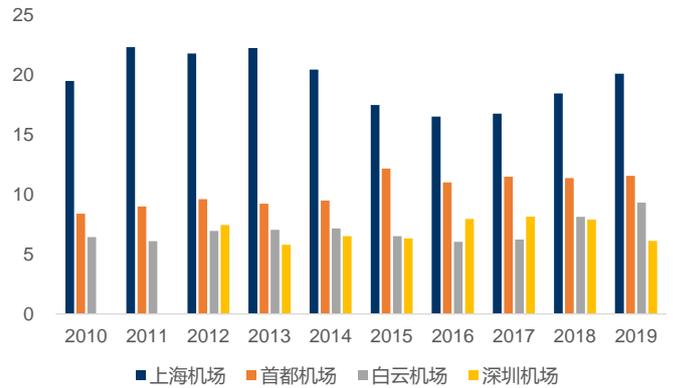
人均广告收入来看，浦东机场始终处于最高水平，目前约为人均 20 元，为首都机场的 1.7 倍以上。

图表 18 四大机场广告收入



资料来源：公司年报，华创证券

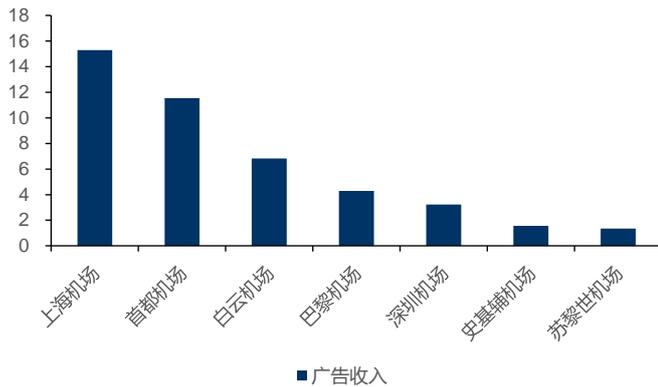
图表 19 四大机场人均广告收入



资料来源：公司年报，华创证券

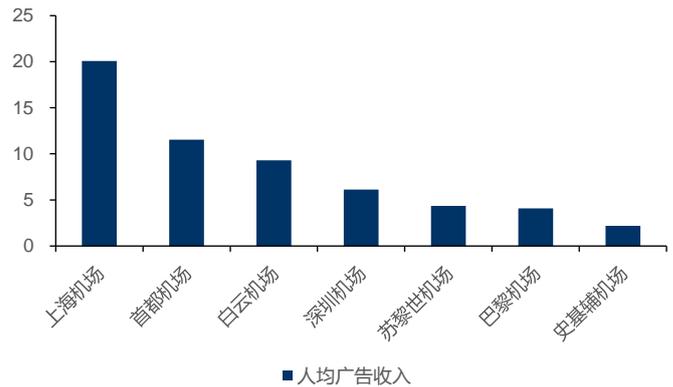
与海外主要机场相比，上海机场总广告收入和客单价也明显领先。我们认为这本身也与前述上海机场在零售领域超然地位紧密相关。

图表 20 广告收入海外对比（亿元）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 21 广告收入客单价对比（元）

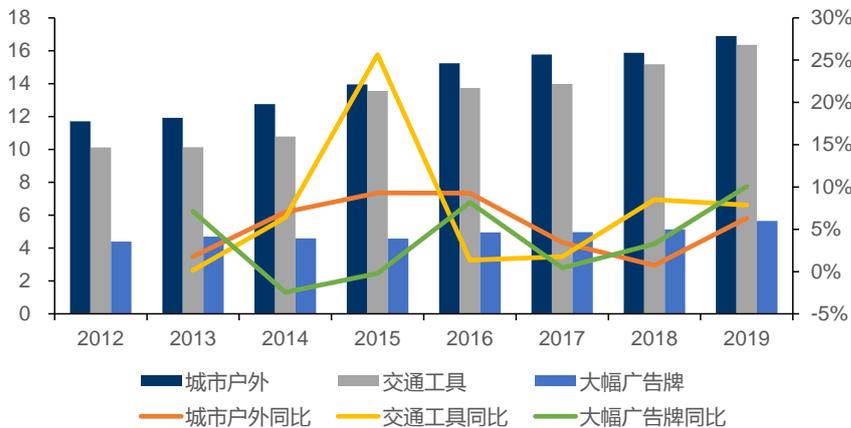


资料来源：公司年报，华创证券

2、以德高集团为例，上海机场广告业务是重要贡献

以全球排名第一的国际性户外媒体公司德高集团为例来分析：2019 年共实现收入 38.9 亿欧元，折合人民币 304 亿元，净利润 2.65 亿欧元，折合人民币 20.7 亿元。

图表 22 德高分业务收入



资料来源：公司年报，华创证券

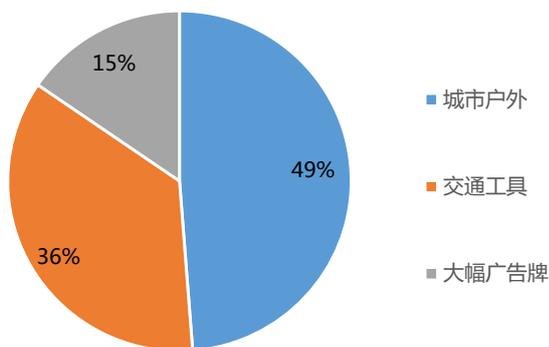
1) 交通工具业务的单位广告牌收入高于城市户外。

根据公司 2019 年年报，公司全球共拥有 106 万块广告牌，每天在 80 多个国家，触及 8.9 亿受众。其中公司在全球 160 余座机场和 270 多个地铁、公交、火车、有轨电车等开展广告业务。

公司业务划分为城市户外环境设施、交通工具和大幅广告牌，数量角度分别占比 49%、36%和 15%。收入占比分别占比 43%（132 亿）、42%（128 亿）和 15%（44 亿）。

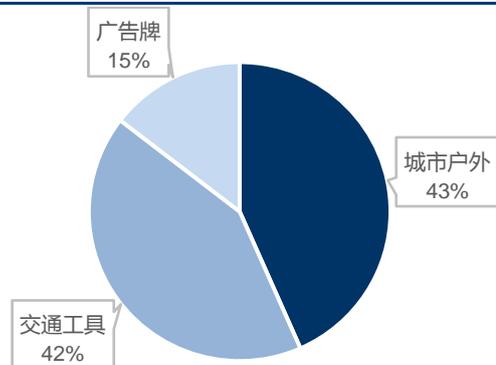
由此可见交通工具业务的单位广告牌收入高于城市户外。

图表 23 德高广告牌数量分布



资料来源：公司年报，华创证券

图表 24 德高广告收入分布

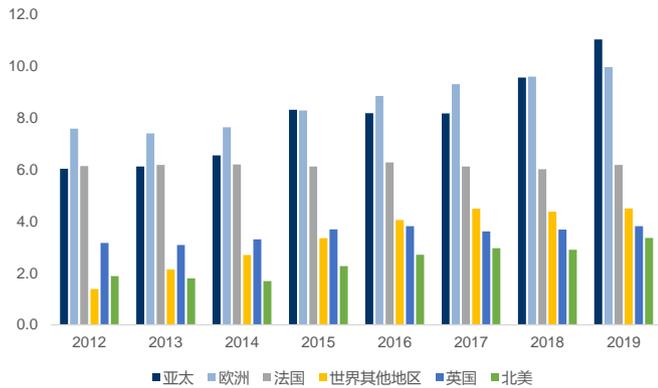


资料来源：公司年报，华创证券

2) 分区域来看，亚太区增速快，单位效益高。

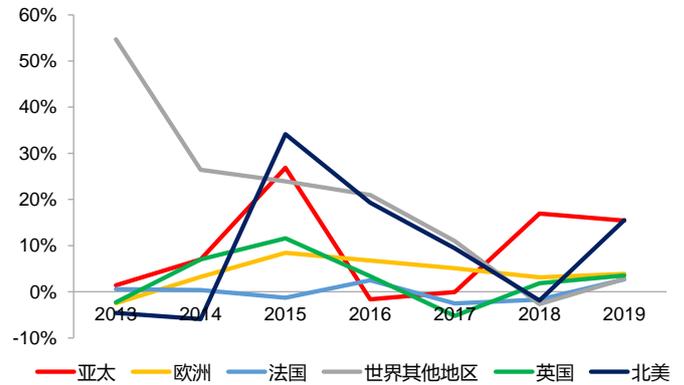
除世界其他区域外，亚太地区（主要为中国和澳大利亚）是公司增速最快，且贡献占比最大的区域，12 年至今复合增速达到 9%，仅次于世界其他区域。

图表 25 公司分区域收入



资料来源：公司年报，华创证券

图表 26 公司分区域收入增速

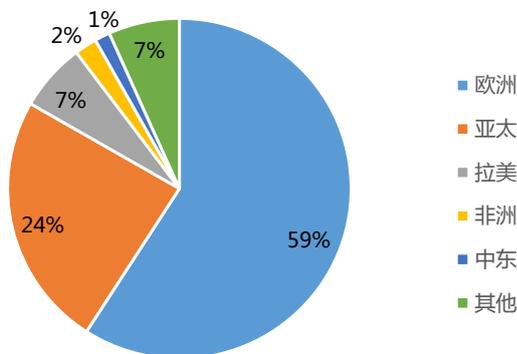


资料来源：公司年报，华创证券

从公司投入分布来看，大幅广告牌业务几乎全部在欧洲（13.7万块，占比83%）；户外广告中，欧洲广告牌达到63.7万块，占公司全部广告牌的59%，而在亚太地区仅投入26.1万块，占比24%。可见在公司前两大收入来源地欧洲和亚太地区中，亚太地区单位效益显著高于欧洲。

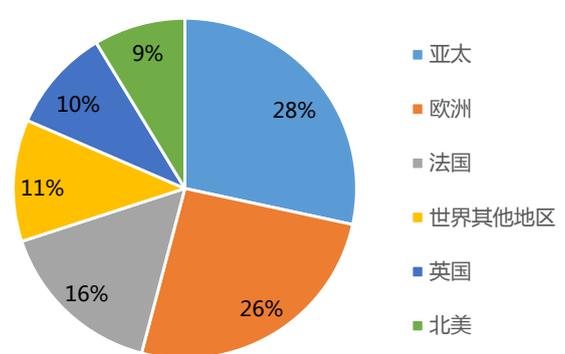
考虑澳大利亚地广人稀，预计亚太地区绝大部分收入来源为中国贡献。假设中国大陆地区收入占比25%，则对应公司收入约76亿元。

图表 27 德高户外广告牌分布



资料来源：公司年报，华创证券

图表 28 公司收入分地区分布



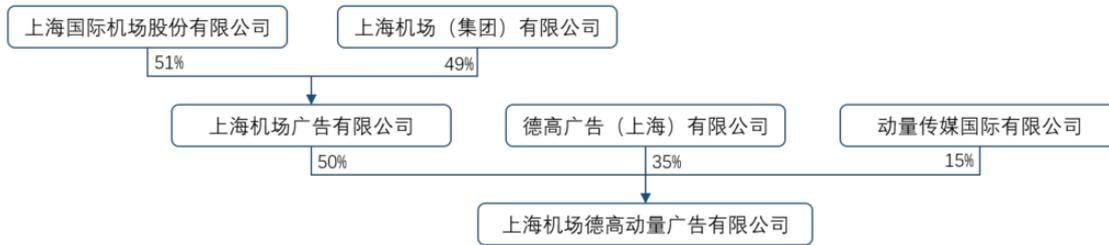
资料来源：公司年报，华创证券

3) 预计上海机场广告业务为集团最重要单体业务

上海机场广告业务，2019年贡献收入15.29亿元，虽然上海机场德高动量广告公司虽非德高并表（合营公司），但从收入体量上，德高动量收入可占德高总收入超过5%，占德高交通工具广告收入的12%，而德高动量仅经营浦东+虹桥两座机场。

从利润贡献来看，德高动量19年净利润9.33亿，德高占比35%，即3.27亿元，占德高净利润的15.8%。

从多个角度来看，上海机场集团广告业务属于世界顶尖水平，也反映出上海机场得天独厚的商业价值。

图表 29 德高动量股权结构


资料来源：公司年报，华创证券

图表 30 四大机场非航综合对比

	上海机场	首都机场	白云机场	深圳机场
旅客吞吐量（万人次）	7615	10001	7339	5293
国际+地区旅客吞吐量（万人次）	3851	2815	1871	591
国际+地区旅客占比	50.6%	28.1%	25.5%	11.2%
免税商业				
免税销售额（亿元）	138.0	85.9	19.2	3.0
人均免税销售额（元）	358	305	103	51
19年加权免税商业面积（平方米）	10120	15001	5944	2080
免税单位坪效（万元/平方米）	136.4	57.3	32.3	14.4
含税商业				
含税销售额（亿元）	4.0	4.5	9.5	3.4
人均含税销售额（元）	5.3	4.5	12.9	6.5
含税商业面积（平方米）	40121	55497	57256	29700
含税单位坪效（万元/平方米）	1.00	0.81	1.66	1.16
广告业务				
广告收入（亿元）	15.3	11.6	6.8	3.2
广告单位旅客收入（元）	20.1	11.5	9.3	6.1

资料来源：公司公告，华创证券

二、“疫情”后，预计机场商业将随着客流量恢复而重新彰显变现价值

上篇（6月7日）报告《预计“最坏时光”即将度过，中期核心价值再探讨》中，我们提出上海机场不变的核心价值：区位优势与黄金赛道，以及或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放；同时我们提出可能遇到的挑战和变化。

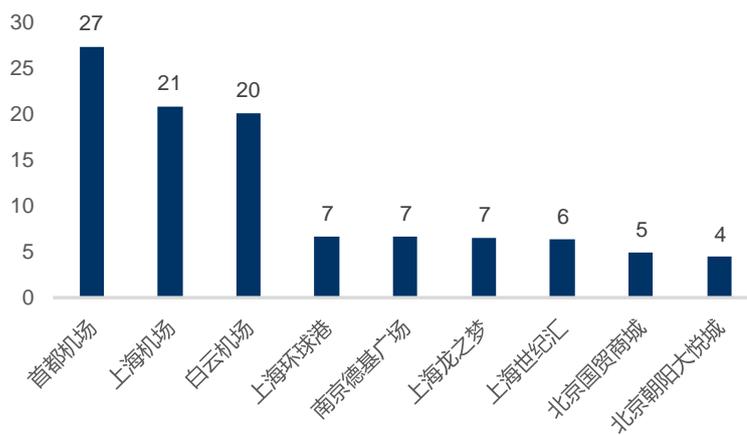
近期市场对于离岛免税、线上直邮、市内店等因素是否大幅削弱机场商业价值有担忧，我们认为不妨从几个维度来分析：

（一）客流角度：机场聚集的大密度高价值客户群是最适合高端品牌的客群

前文所述，机场无论免税还是有税业态，其单位销售坪效、租金坪效均高于国内顶级商场，以及其广告贡献同样领先，其背后反映的是机场客流的高变现能力。

机场具备显著的客流聚集能力：浦东机场日均近 21 万客流明显领先国内顶级商场。大型机场如浦东机场 2019 年 7615 万旅客量，日均近 21 万，大幅领先国内顶级商场 5-10 万的日均客流量。而借助航空公司拓展、深耕核心枢纽机场以及我国人均航空出行仍处低位，机场吞吐量长期看仍有望保持稳健增长。

图表 31 主要机场和国内顶尖购物中心日均客流量对比



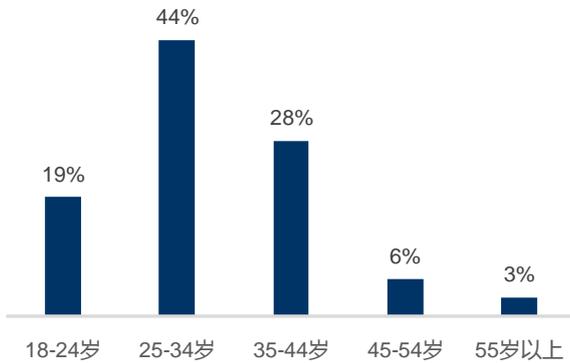
资料来源：公司公告，华创证券（购物中心客流统计非同一时段，仅为参考）

职业和年龄层次分布看，机场聚集大量金融、科技、商贸等相对高端从业人员，以及消费中坚力量。根据中商数据显示，枢纽机场中，25-34 岁客流占比 44%，35-44 岁占比 28%，意味着 25-44 岁这一年龄段，消费中坚力量的旅客占比超过 7 成。

同时从中商数据以首都机场 2016-17 年数据显示，消费者在首都机场的连续消费比例高于城市内其他商圈，连续两次及以上的消费比例接近 13%。意味着机场客群重复购买或购买后进入另一家商店进行消费的比例更高，也凸显了机场商业业态相互联动，整合营销的特征。

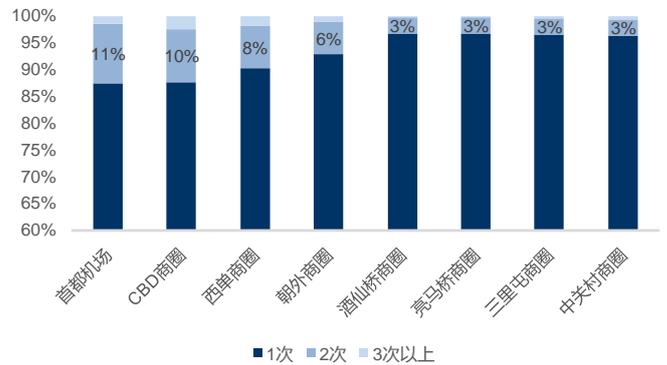
我们认为机场聚集的客流群体（尤其出入境客群）不同于市内店、离岛免税店、线上消费以及其他商业业态客户群体，之间并非完全重叠，而机场客群有其消费习惯和其高端化特征，与高价值品类也更契合，随着客流恢复正常，我们预计机场商业也将逐步修复。

图表 32 枢纽机场客群年龄分布



资料来源：中商数据，华创证券

图表 33 不同商圈单日刷卡消费次数



资料来源：中商数据，华创证券

（二）以奥特莱斯为例，我们认为机场天然的地理隔离与条件隔离更适合免税业态

机场通常位于远郊，远离市中心，叠加机场条件隔离（机票、安检、出入境手续等），使得机场拥有了得天独厚的优势：先天的客流筛选以及与其他业态的隔离。

在购物门槛不设限的情况下，品牌商往往通过地理隔离将目标客源进行筛选并有针对性地进行价格歧视：

即如市内正价店品类齐、款式新、质量优、价格高，面向消费力强、价格敏感性高的消费者；

偏远店面（甚至包括一部分电商）品类少、款式旧、质量或有缺陷、价格较低，面向有品牌消费欲望，但价格敏感人群。

典型如奥特莱斯，观察全国各地的奥特莱斯品牌折扣店，均在交通较为不便的远郊，

一方面考虑奥特莱斯需巨大营业面积，在城市中心很难有如此大面积场地，同时也为节省建造或租赁成本而选择郊区，

另一方面也正是品牌授权商首要保护的是利润最高的市内正价店，市内正价店也是供应品牌宣传推广的主要渠道。因此奥特莱斯必须与开设在城市中心的正价店保持距离，假如奥特莱斯与正价店同位于繁华商圈，考虑大多数人对价格十分敏感，则低价奥特莱斯肯定大大冲击正价店，这是授权商最不愿意看到的。

反观上海开设的数家“城市奥特莱斯”，距离市中心越近，一线品牌越少，这背后存在一线品牌的授权商不愿意供货，担忧冲击正价店的因素。

图表 34 上海郊区奥特莱斯与市区奥特莱斯定位和品牌对比

	百联青浦奥特莱斯	奕欧来奥特莱斯	汇金奥特莱斯	绿色米兰城市奥特莱斯
距离市区直线距离（km）	25	22	10	8
地铁用时（人民广场前往）	1小时7分	1小时11分	30分	38分
主要品牌	GUCCI	GUCCI	NIKE	Galla
	DOLCE&GABBANA	LOEWE	ADIDAS	品牌服饰集成店
	TORYBURCH	MCM	PUMA	圣欧国际
	BURBERRY	COACH	SKECHERS	FlavioCastellani

	FURLA	Chloe	Balabala	Jessica
	BOTTEGAVENETA	KATESADE	NewBalance	水晶国际
	BALLY	NIKE	FILA	EPISODE
	菲拉格慕	REPETTO	VANS	DAISY
	MICHAELKORS	菲拉格慕	Lily	
	COACH	Sandro	TeenieWeenie	
	NIKE	MICHAEL KORS	Levi's	
	ADIDAS	FURLA		
	FILA	GIVENCHY		

资料来源：百度地图、大众点评、华创证券（距离市区直线距离为距离人民广场距离，主要品牌为大众点评APP 排序）

图表 35 全球著名奥特莱斯与市中心距离

城市	名称	简介	与市中心距离(km)
美国纽约	Woodbury Common Premium Outlets (伍德伯里)	全美最大 outlets, 拥有 200 余国际品牌	65
英国伦敦	Bicester outlet village (比斯特)	英国最著名的购物村之一。	80
法国巴黎	La Vallée Village (巴黎河谷)	巴黎著名的 outlets	30
意大利佛罗伦萨	The Mall (佛罗伦萨购物中心)	欧洲第二大折扣村	20
西班牙巴塞罗那	La Roca Village (罗卡购物村)	西班牙著名购物村	30
日本东京	Gotemba Premium Outlet (御殿场)	日本品牌店最多的 Outlet 商场, 也是日本最红火的商场之一	90
德国法兰克福	Wertheim Village (威尔特海姆)	欧洲最大购物村 Wertheim Village	75
中国香港	东荟城名店仓	全港唯一的 OUTLET MALL	25
比利时布鲁塞尔	Maasmechelen Village (马斯梅赫伦)	比利时、荷兰、卢森堡三国的零售重镇	95

资料来源：商场官网，华创证券

机场的地理隔离叠加条件隔离进一步进化了上述价格歧视:

1) 市内购物中心需要在吸引客流和筛选客流之间进行平衡，通常需要通过设置大型超市、餐饮店面、电影院等相对低坪效业态吸引客流，而这些客流在消费转化率和客单价方面又贡献不足，人流过多又会造成购物体验较差，整体档次不高的印象；而过于高端的定位又会导致人气不足。再叠加高端品牌对于客群、商圈、格调的要求，导致相契合的购物中心选址、定位短期几乎无法复制。

如北京新光 SKP，除国际名品、顶尖美妆、珠宝腕表、顶尖服饰等高坪效商户外，仍然开设了如童趣乐园、饕餮盛宴、国际影院等相对低坪效引流业态。

图表 36 北京新光 SKP 引流业态



资料来源：商场官方公众号、华创证券

图表 37 北京新光 SKP 和 SKP-S（新馆）餐饮店（人均由高到低排序）

店名	人均消费	地址	楼层	备注
香港厨房 KU KITCHEN	¥ 222	大望路 粤菜馆	商场 B1 层	有包厢 可停车 有宝宝椅 有大桌
1983 生蠔海寶屋 (SKP-S 店)	¥ 292	大望路 海鮮	商场 B1 层	
熔典·越式牛肉火锅	¥ 221	大望路 小火锅	商场 B1	可停车 有宝宝椅 有大桌 有 WiFi
NUDAKE	¥ 154	大望路 面包烘焙	商场 3 层	可停车 有 WiFi
淮扬府·游园京梦 (北京 SKP 店)	¥ 239	大望路 街亭	商场连廊 R1 层	
珍宝海鲜 JUMBO Seafood	¥ 410	大望路 东南亚菜	商场 6 层	有包厢 有宝宝椅 有 WiFi 可停车
北京厨房 (SKP 店)	¥ 399	大望路 粤菜馆	商场 6 层	有 WiFi 有包厢 有宝宝椅 可停车
鼎鼎香 (SKP 店)	¥ 290	大望路 小火锅	商场 6 层	有包厢 可停车 有大桌 有卡座
Hatsune 隐泉日式料理 (SKP 店)	¥ 267	大望路 日本料理	商场 6 层	无接触外卖/自提 有包厢 可停车 有宝宝椅

资料来源：大众点评、华创证券

而机场的地理隔离叠加条件隔离极大筛选了无关人员，航空出行群体，与机场主要品牌特别是高端品牌受众契合度极高，即转化率较高，机场先天在充足的客流和针对性的消费群体之间做到了平衡。

2) 鉴于出入境条件更高的门槛, 机场客流又会分为若干层次, 品牌商几乎不需要担忧其对于其他渠道的替代和冲击:

- a) 出入境频繁人员=超高端公商务/超高端休闲旅客=价格不敏感人群=奢侈品/免税品核心受众=市内有税渠道和免税渠道随心购买;
- b) 偶尔出入境人员=公商务/高端休闲旅客=价格有所敏感人群=奢侈品/免税品主要增量受众=免税渠道随心购买, 市内有税渠道偶尔购买;
- c) 极少出入境人员=中高端休闲旅客=价格较敏感人群=奢侈品/免税品争取受众=免税渠道选择购买, 市内有税渠道较少购买;
- d) 完全不出入境人员=普通旅客=价格敏感人群=非奢侈品/免税品受众=免税渠道和市内渠道均较少购买。

(以上分层仅为大致描述示意)

图表 38 机场客群与免税品契合

出入境频率	旅客价值	价格敏感度	奢侈品/免税品	市内有税渠道	免税渠道
频繁	超高价值客户	不敏感	核心受众	随心购买	随心购买
偶尔	高价值客户	有所敏感	主要增量受众	随心购买	偶尔购买
极少	中高端价值客户	较敏感	争取受众	选择购买	较少购买
没有	普通客户	敏感	非受众	较少购买	较少购买

资料来源: 华创证券整理

从上述分层可以看出, 机场出入境限制条件与品牌商想要达成的价格歧视存在较好的契合度:

在市内正价店, 充分满足价格不敏感人群的购物需求, 并提供满意的购物环境和服务;

免税渠道, 作为正价店的重要补充渠道, 积极争取增量受众, 扩大品牌影响力, 创造品牌发展空间。

因此, 我们认为机场拥有极其特殊的地理隔离和条件隔离, 使得机场免税对于有税市场冲击相对小。

(三) 以雅诗兰黛为例, 传统渠道的销售稳定性仍然是品牌商不能忽视的

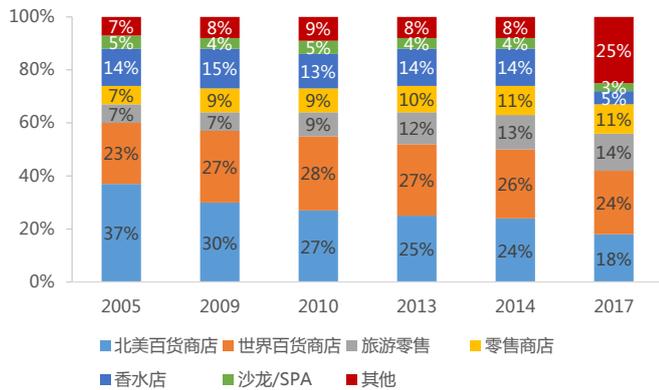
1) 传统渠道依旧占比超过 50%, 品牌商难以忽视其稳定性

雅诗兰黛的销售渠道中, 重点通过高端百货公司, 专业多品牌零售商、旅游零售商、独立店铺、品牌官网、香水店、沙龙/SPA 等渠道布局, 其中专业多品牌零售商、独立门店、旅游零售和线上渠道为公司新兴渠道, 高端百货、香水店和沙龙等为传统渠道, 相比而言新兴渠道增速高于传统渠道, 传统渠道占比相对下滑。

如公司 2005 年北美百货商店+世界百货商店+香水店+沙龙/SPA 等传统渠道占比达到 79%, 为公司核心渠道, 而 2017 年该部分占比合计降低 29 个百分点至 50%, 新兴渠道中旅游零售占比由 7% 提高至 14%, 专业零售+独立店铺+品牌官网合计占比达到 29%, 新兴渠道为公司贡献主要增量。剔除口径差异, 增量最显著的即为旅游零售和品牌官网。

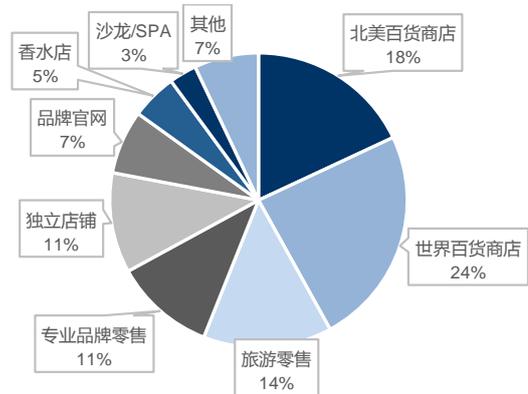
2005 年至 2017 年公司营收由 63.4 亿美元增长至 118.2 亿美元, 复合增速 5.3%, 其中旅游零售占比由 7% 提高至 14%, 意味着旅游零售同期复合增速为公司总体增速的 2 倍, 即 10% 以上。

图表 39 雅诗兰黛历年分渠道销售份额



资料来源：公司年报，华创证券（2017年口径有变化）

图表 40 2017年公司分渠道销售份额



资料来源：公司年报，华创证券

虽然传统门店销售占比持续下滑，但其总体体量和对公司业绩影响依然巨大，渠道的快速分流势必对公司影响巨大。而以机场免税为核心的旅游零售渠道，则无此后顾之忧，旅游零售是品牌建设、利润率扩张和将游客变现为品牌消费者的重要渠道。

2) 购买免税品所需的出入境门槛、购买金额上限和航班托运限制，降低了渠道之间的串货风险：

品牌商角度，通常将渠道分为含税、免税、电商等渠道，因此需要平衡旗下各个渠道的货源供应体量、节奏和价格，以防止不同渠道之间的串货或分流效应。

简单来看，含税渠道价格更高，销售体量更大，但增速较慢；

免税渠道价格低，销售体量较小，但增速快，且为品牌商客户增量来源；

电商渠道价格一般介于正价含税和免税渠道之间，销售体量更小，但增速极快，是品牌商新兴受众主要增量来源，但通常价格敏感性较高，且客群粘性较低。

鉴于免税品所需的出入境门槛、购买金额上限和航班托运限制，意味着单个出入境旅客所能携带的免税货品极其有限，免税品的低价对于其他渠道的冲击极其有限，供应商在对该渠道的供应较为放心。

而电商等渠道由于不设购买门槛，无限制的供应必然冲击市内正价含税渠道，因此需要供应商主动控制供应量，以维持品牌总体价格水平和定位。

（四）以我国香港机场为例，全岛免税下，机场依旧具备商业活力

我国香港地区作为自由贸易港，三税全免叠加市场完全竞争，机场免税零售和市内普通零售没有本质差异。

受益于全岛免税且货物完全自由进出，商品价格低廉、品类丰富且紧跟潮流前沿，同时购物环境体验较好，随着大陆自由行放开，03年起香港地区零售业快速发展，03-13年为黄金十年，复合增速达到11%。

图表 41 香港零售业总销货价值

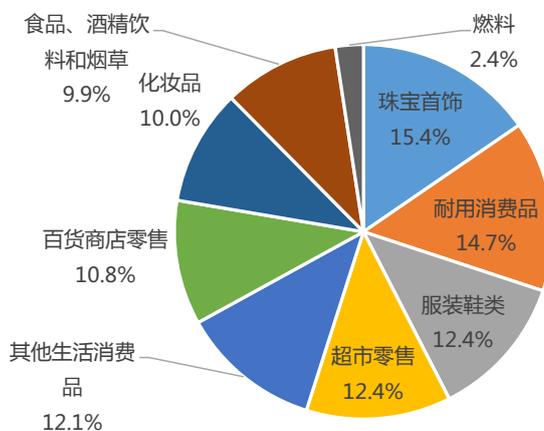


资料来源: Wind, 华创证券

品类来看, 香港旅游零售品类丰富, 珠宝首饰、珠宝首饰、珠宝首饰、珠宝首饰、电子产品、精品类、香化等合计占比超过 50%, 为零售业主体。

2019 年珠宝首饰销售额 662 亿港元, 占比 15.4%, 耐用消费品 (主要为 3C 电子产品) 636 亿港元, 占比 14.7%, 精品类 (服装箱包鞋履) 销售额 535 亿港元, 占比 12.4%, 化妆品销售额 430 亿港元, 占比 10.0%, 四大类合计占比达到 52.5%。

图表 42 香港零售额分布



资料来源: Wind, 华创证券

渠道来看, 在全免税背景下, 香港零售业主要依托市内各类零售门店, 而机场为重要补充。

市内零售渠道既包括:

- 1) 时代广场、海港城等大型综合型购物中心;
- 2) 崇光百货等各类百货;
- 3) DFS 等国际免税商门店;
- 4) 分布广泛的莎莎、卓悦、各类便利店、药店等。

这些参与者在多年的发展中，定位各有差异，形成了错位竞争的格局。机场免税品类也较为丰富，包括烟酒等，但整体相对为辅。

香港机场相比我国内地机场，商业稀缺性较低，但并不阻碍香港机场依然获得了超越香港总体零售业的增长。

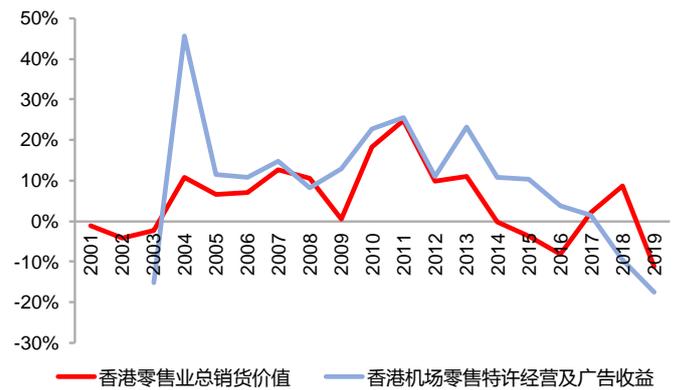
从03年到18年，香港机场零售特许经营权收益复合增速12.1%，远超同期总体零售额6.7%增速，体现出香港机场在零售业中价值和地位。虽然其中部分原因为提点提升或业态调整等因素，但这些动作带来的增量本身也体现机场商业价值的再挖掘。

图表 43 香港机场零售特许经营权收益额



资料来源：公司年报，Wind，华创证券

图表 44 机场零售特许经营增速和香港零售业对比



资料来源：公司年报，Wind，华创证券

（五）我们预计机场未来依旧是免税品的核心销售渠道之一

尽管对于后疫情时代的机场免税业，会面临一定的渠道分流和挑战，但机场最终仍然是免税品的核心渠道：

- 1) 无可比拟的客源-消费者匹配优势，得天独厚的商业价值。机场出入境客流与高端消费人群高度重叠，机场必然仍将是品牌商必争之地。
- 2) 机场免税先天的地理隔离+条件隔离，保证了渠道货源不会对其他渠道发生串货和冲击，也保证了渠道的稀缺性，与品牌契合；
- 3) 消费者愿意同时接受同样物品市内专柜的正价和免税品的低价的价格歧视，即接受了出入境所带来的免税品购买“福利”。

一方面正价商品的高价格体现了品牌商所要传达的品牌定位。正如我们在《机场免税红利再探讨，颜值经济黄金时代受益者》中指出，高档香化品满足了人们自我尊重、被他人尊重、成就、地位、晋升机会等的尊重需求，和亲情、友情、爱情、工作关系等的社交需求；

另一方面，更多消费者可接受价格的免税品，则成为品牌商获取增量市场，真正抢夺消费者心智的主战场。而该部分的“福利”属性，以及相对独立的市场，保证了渠道的稀缺性，品牌商依然能保持原有的品牌定位和调性。这样的效果是其他渠道不可能实现的。

- 4) 绕过机场的大规模流量变现，都可能会引发品牌商对于渠道冲击的担忧，进而在采购和供应上有所限制。

相比机场，其他各类渠道都有渠道串货、扰乱价格体系等不可控等因素，对于品牌商或导致短期利益冲击长期战略。绕过机场的大量流量变现，可能会引发品牌商对于渠道冲击的担忧，进而在采购和供应有一定限制。

三、投资建议

盈利预测：维持盈利预测，即预计上海机场 2020-22 年实现盈利分别为 18、53、72 亿。

投资建议：我们认为随着机场最坏时光将过去，边际改善逐步出现，市场将更多关注 2021 年及之后机场运营表现，依据免税黄金赛道，给予上海机场 2021 年 30 倍 PE，对应 1600 亿市值，对应 2022 年 22 倍 PE，维持目标价至 83 元，预计较当前 11% 的空间。

附：中长期看：

客流量：我们预计 2025 年公司旅客吞吐量达到约 9300 万人次，其中国际+地区旅客约 4700 万人次，较 19 年复合增速 3.3% 左右；

国际旅客人均贡献：考虑精品战略如期推进后，预计国际旅客人均贡献免税可达 669 元（其中精品约 116 元），较 19 年复合增速 11%；

免税额：预计免税销售额达到 312 亿，但鉴于精品扣点 25%，整体合计贡献免税收入 123 亿元。

含税：预计可达到 6 亿元，复合增速 10.6%，

广告：预计可确认投资收益 6 亿元，

免税+含税+广告，三项核心非航业务 2025 年相较于 19 年可合计贡献增量利润约 60 亿元，为 2019 年利润的 118%。

图表 45 远期非航收入贡献测算

	2019	2025E	复合增速
旅客吞吐量(万人次)	7615	9258	3.3%
国际+地区旅客吞吐量(万人次)	3851	4660	3.2%
国际+地区旅客占比	50.6%	50.3%	
免税客单价(元)	358	669	11.0%
免税销售额(亿元)	138	312	14.5%
免税收入(亿元)	52	123	15.4%
含税客单价(元)	5.3	8	7.1%
含税收入(亿元)	4	7	10.6%
广告客单价(元)	20.1	22	1.5%
广告收入(亿元)	15.3	20.4	4.9%
公司确认广告投资收益(亿元)	4.7	6.2	4.8%
合计增量利润(亿元)		59.6	
占2019年利润总额	50.3	118%	

资料来源：Wind，华创证券测算

四、风险提示：

经济大幅下滑，疫情持续冲击影响国际线客流修复，免税地位受到冲击。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,360	6,342	10,691	16,532
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,662	1,128	1,905	2,312
预付账款	1	1	1	1
存货	14	6,203	7,045	7,321
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	431	289	488	612
流动资产合计	12,468	13,963	20,130	26,778
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产	19,769	18,832	17,951	17,123
在建工程	465	515	565	865
无形资产	499	449	404	364
其他非流动资产	40	36	33	30
非流动资产合计	24,703	23,762	22,883	22,312
资产合计	37,171	37,725	43,013	49,090
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	575	607	689	716
预收款项	14	9	16	19
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	2,996	2,996	2,996	2,996
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,130	1,263	1,430	1,553
流动负债合计	4,715	4,875	5,131	5,284
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	4,722	4,882	5,138	5,291
归属母公司所有者权益	32,004	32,314	37,101	42,694
少数股东权益	445	529	774	1,105
所有者权益合计	32,449	32,843	37,875	43,799
负债和股东权益	37,171	37,725	43,013	49,090

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,885	-3,299	3,772	6,565
现金收益	5,943	2,915	6,536	8,442
存货影响	6	-6,189	-842	-276
经营性应收影响	-330	534	-777	-406
经营性应付影响	2,553	28	89	30
其他影响	-3,286	-586	-1,234	-1,225
投资活动现金流	-1,810	-300	-300	-550
资本支出	-4,609	-304	-303	-553
股权投资	-685	0	0	0
其他长期资产变化	3,484	4	3	3
融资活动现金流	-1,481	-419	877	-174
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-1,481	-578	-1,687	-2,275
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	159	2,564	2,101

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,945	7,429	12,547	15,224
营业成本	5,340	5,640	6,405	6,655
税金及附加	10	7	12	14
销售费用	0	0	0	0
管理费用	265	285	326	339
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-209	-242	-227	-216
信用减值损失	-17	-15	-13	-11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1,150	706	1,061	1,134
其他收益	4	4	4	4
营业利润	6,675	2,434	7,084	9,558
营业外收入	2	1	1	2
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	6,668	2,428	7,077	9,552
所得税	1,407	512	1,493	2,015
净利润	5,261	1,916	5,584	7,537
少数股东损益	231	84	245	330
归属母公司净利润	5,030	1,832	5,339	7,207
NOPLAT	5,096	1,725	5,405	7,366
EPS(摊薄) (元)	2.61	0.95	2.77	3.74

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.5%	-32.1%	68.9%	21.3%
EBIT 增长率	18.8%	-66.2%	213.4%	36.3%
归母净利润增长率	18.9%	-63.6%	191.5%	35.0%
获利能力				
毛利率	51.2%	24.1%	49.0%	56.3%
净利率	48.1%	25.8%	44.5%	49.5%
ROE	15.5%	5.6%	14.1%	16.5%
ROIC	19.9%	6.6%	17.9%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	12.9%	11.9%	10.8%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	264.4%	286.4%	392.3%	506.8%
速动比率	264.1%	159.2%	255.0%	368.2%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	49	68	44	50
应付账款周转天数	35	38	36	38
存货周转天数	1	198	372	389
每股指标(元)				
每股收益	2.61	0.95	2.77	3.74
每股经营现金流	2.54	-1.71	1.96	3.41
每股净资产	16.61	16.77	19.25	22.16
估值比率				
P/E	29	79	27	20
P/B	5	4	4	3
EV/EBITDA	20	42	18	14

资料来源：公司公告，华创证券预测

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名；2017年金牛奖交运行业第五名；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“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客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500