

上海机场（600009.SH）

业绩伴随民航复苏逐步好转，继续看好枢纽机场价值

买入

核心观点

上海机场披露 2022 年年报及 2023 年一季报。2022 年公司营业收入 54.8 亿（-32.8%），归母净利润-29.95 亿，其中 2022 年四季度营业收入 13.5 亿，归母净利润-8.92 亿。2023 年一季度公司营业收入 21.5 亿（+18.8%），归母净利润-0.99 亿。

2022 年客流下滑，1Q23 客流回升，收入同比实现增长。2022 年因疫情影响，民航业客流全面下滑，虹浦两场合计航班起降架次 32.1 万，同比降 44.3%，相比 2019 年降 58.7%，旅客吞吐量 2889 万，同比降 55.8%，相比 2019 年降 76.3%。客流下降拖累公司营收，公司航空性收入 18.2 亿，同比降 30.2%，非航收入同比降 32.0%，其中国际客相比 2019 年下降 96.8%，免税收入仅为 3.63 亿。2023 年一季度民航客流回升，浦东机场客流量同比升 78%，虹桥同比升 84%，拉动营收显著回暖。

2022 折旧摊销及变动成本有所下降，1Q23 成本稳定，单月扭亏。2022 年公司折旧摊销成本及运行成本均有所下降，营业成本 89.0 亿，同比下降 8.4%，2023 年一季度营业成本保持稳定，为 21.7 亿，同比基本持平。整体来看，由于一季度民航仍处于疫情防控政策优化后的复苏初期，客流尤其是国际线旅客量恢复仍处于起步阶段，免税销售尚未放量，单季度仍然小幅亏损，其中 3 月份实现单月扭亏。

客流持续增长，业绩有望持续修复。伴随着民航需求持续复苏，上海两场旅客量将持续增长，尤其是国际线客流逐步恢复后免税租金有望放量，拉动业绩持续修复。我们继续看好枢纽机场的高净值旅客流量入口地位，看好长期业绩前景。

风险提示：宏观经济复苏不及预期，免税销售不及预期，安全事故

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到当前国际航线尤其是洲际长航线复苏进度稍慢于前期预期，但继续看好未来客流及业绩恢复，下调 2023 年盈利预测，自 28.4 亿下调至 20.1 亿，小幅上调 2024 年盈利预测，自 50.3 亿上调至 53.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 79.8 亿，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,728	5,480	12,105	17,229	21,592
(+/-%)	-13.4%	47.0%	120.9%	42.3%	25.3%
净利润(百万元)	-1711	-2995	2008	5336	7982
(+/-%)	35.1%	75.0%	-167.0%	165.8%	49.6%
每股收益(元)	-0.89	-1.20	0.81	2.14	3.21
EBIT Margin	-70.1%	-73.2%	16.1%	35.5%	43.7%
净资产收益率 (ROE)	-6.2%	-7.6%	4.8%	11.5%	14.9%
市盈率 (PE)	-60.5	-44.6	66.6	25.0	16.7
EV/EBITDA	-99.2	-65.6	35.6	18.2	13.2
市净率 (PB)	3.76	3.37	3.23	2.89	2.50

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：姜明

021-60933128

jiangming2@guosen.com.cn zengfanzhe@guosen.com.cn

S0980521010004

证券分析师：曾凡喆

010-88005378

S0980521030003

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	53.70 元
总市值/流通市值	133631/103478 百万元
52 周最高价/最低价	63.88/45.75 元
近 3 个月日均成交额	593.37 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

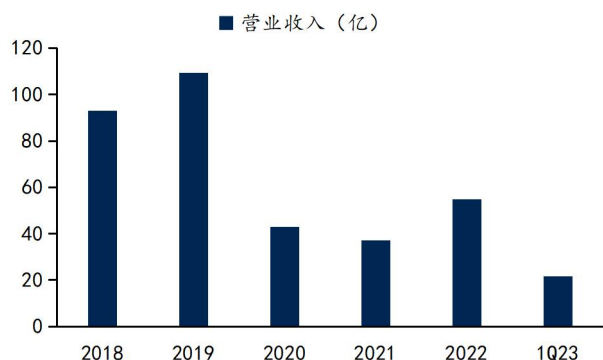
相关研究报告

- 《上海机场（600009.SH）-参股日上强化合作，共享利益打开长期空间》——2023-01-14
- 《上海机场（600009.SH）——2022 年三季报点评-阶段性亏损持续，虹桥货站收购放大远期业绩弹性》——2022-10-29
- 《上海机场（600009.SH）-全年亏损小幅扩大，看好国门重启后枢纽机场投资价值》——2022-04-16
- 《上海机场-600009-重大事件快评：收购方案细则披露，虹浦两场合二为一》——2021-12-01
- 《上海机场-600009-2021 年三季报点评：亏损环比扩大，看好长期空间》——2021-10-24

上海机场披露 2022 年年报及 2023 年一季报

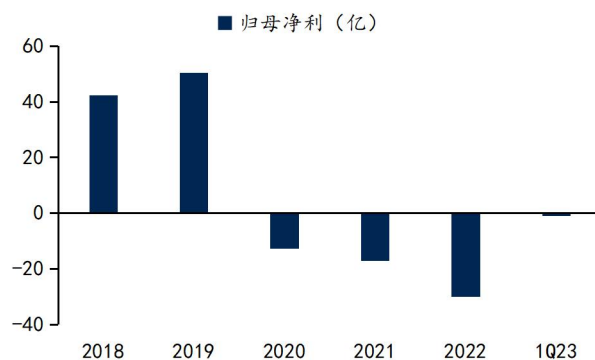
2022 年公司营业收入 54.8 亿（-32.8%），归母净利润-29.95 亿，其中 2022 年四季度营业收入 13.5 亿，归母净利润-8.92 亿。2023 年一季度公司营业收入 21.5 亿（+18.8%），归母净利润-0.99 亿。

图1：上海机场营业收入



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：上海机场归母净利润

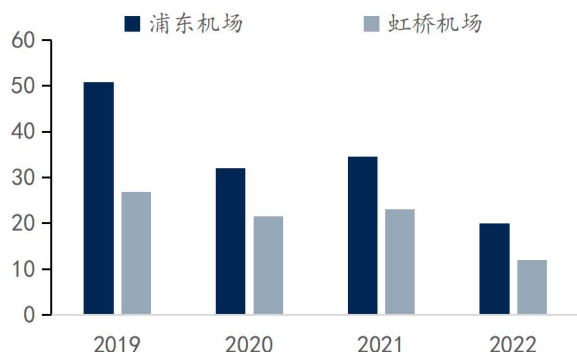


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 年客流下滑，1Q23 客流回升，收入同比实现增长

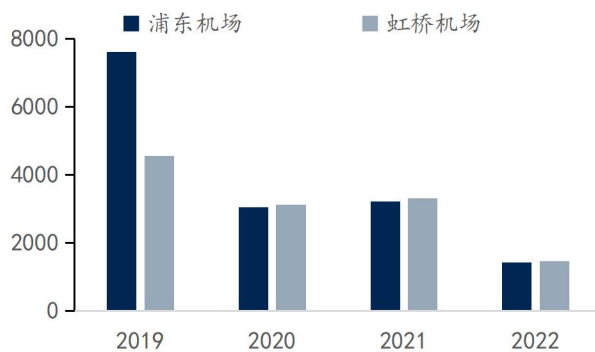
2022 年因疫情影响，民航业客流全面下滑，虹浦两场合计航班起降架次 32.1 万，同比降 44.3%，相比 2019 年降 58.7%，旅客吞吐量 2889 万，同比降 55.8%，相比 2019 年降 76.3%。客流下降拖累公司营收，公司航空性收入 18.2 亿，同比降 30.2%，非航收入同比降 32.0%，其中国际客相比 2019 年下降 96.8%，免税收入仅为 3.63 亿。2023 年一季度民航客流回升，浦东机场客流量同比升 78%，虹桥同比升 84%，拉动营收显著回暖。

图3：浦东机场旅客吞吐量（万架次）



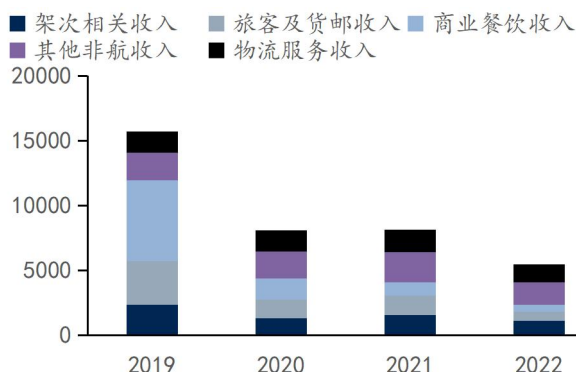
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：虹浦两场旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 上海机场收入构成



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 上海机场免税收入

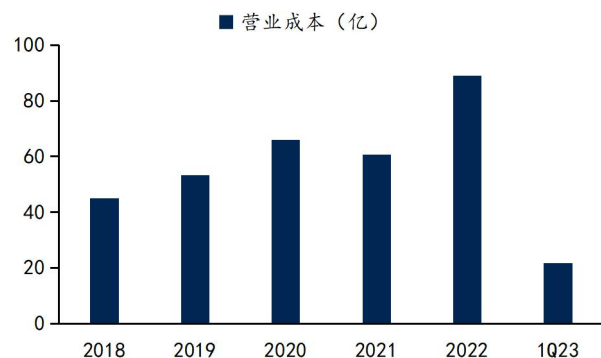


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

2022 折旧摊销及变动成本有所下降，1Q23 成本稳定，单月扭亏

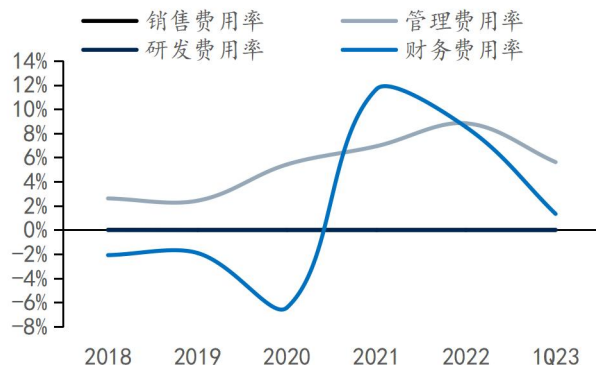
2022 年公司折旧摊销成本及运行成本均有所下降，营业成本 89.0 亿，同比下降 8.4%，2023 年一季度营业成本保持稳定，为 21.7 亿，同比基本持平。整体来看，由于一季度民航仍处于疫情防控政策优化后的复苏初期，客流尤其是国际线旅客量恢复仍处于起步阶段，免税销售尚未放量，单季度仍然小幅亏损，其中 3 月份实现单月扭亏。

图7: 上海机场营业成本



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 上海机场各项费用率走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

客流持续增长，业绩有望持续修复。

伴随着民航需求持续复苏，上海两场旅客量将持续增长，尤其是国际线客流逐步恢复后免税租金有望放量，拉动业绩持续修复。我们继续看好枢纽机场的高净值旅客流量入口地位，看好长期业绩前景。

投资建议：维持“买入”评级。

考虑到当前国际航线尤其是洲际长航线复苏进度稍慢于前期预期，但继续看好未来客流及业绩恢复，下调 2023 年盈利预测，自 28.4 亿下调至 20.1 亿，小幅上调 2024 年盈利预测，自 50.3 亿上调至 53.4 亿，引入 2025 年盈利预测，预计 2025 年公司盈利 79.8 亿，维持“买入”评级。

风险提示

宏观经济复苏不及预期，免税销售不及预期，安全事故

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	9941	13877	14871	19796	26182	营业收入	3728	5480	12105	17229	21592
应收款项	1154	2173	2653	3304	4141	营业成本	6077	8901	9493	10424	11441
存货净额	25	48	37	37	41	营业税金及附加	6	105	150	155	160
其他流动资产	473	234	605	861	1080	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	11593	16331	18166	23999	31444	管理费用	258	484	526	551	578
固定资产	19281	26606	25386	24868	25640	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	452	437	421	404	388	财务费用	435	466	132	113	85
投资性房地产	17020	21645	21645	21645	21645	投资收益	777	177	933	1286	1587
长期股权投资	3081	2756	2766	2776	2786	资产减值及公允价值变动	(17)	0	(5)	(5)	(5)
资产总计	51426	67775	68383	73692	81902	其他收入	14	405	77	57	57
短期借款及交易性金融负债	800	2081	2000	2000	2000	营业利润	(2275)	(3894)	2809	7325	10968
应付款项	716	1134	782	829	924	营业外净收支	(5)	69	(5)	(5)	(5)
其他流动负债	6451	5614	4586	4675	5191	利润总额	(2280)	(3825)	2805	7320	10963
流动负债合计	7967	8829	7368	7504	8115	所得税费用	(658)	(1035)	617	1684	2631
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	89	205	180	300	350
其他长期负债	15753	18243	18343	18443	18543	归属于母公司净利润	(1711)	(2995)	2008	5336	7982
长期负债合计	15753	18243	18343	18443	18543	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	23720	27072	25711	25947	26658	净利润	(1711)	(2995)	2008	5336	7982
少数股东权益	201	1096	1258	1528	1843	资产减值准备	17	(18)	0	0	0
股东权益	27505	39608	41414	46217	53401	折旧摊销	1332	1560	2525	2631	2741
负债和股东权益总计	51426	67775	68383	73692	81902	公允价值变动损失	17	(0)	5	5	5
						财务费用	435	466	132	113	85
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	3214	(3381)	(2113)	(672)	(348)
每股收益	(0.89)	(1.20)	0.81	2.14	3.21	其它	88	265	162	270	315
每股红利	0.16	0.25	0.08	0.21	0.32	经营活动现金流	2958	(4569)	2587	7571	10695
每股净资产	14.27	15.92	16.64	18.57	21.46	资本开支	0	(8740)	(1301)	(2101)	(3501)
ROIC	-8.13%	-9.71%	4%	12%	19%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
ROE	-6.22%	-7.56%	5%	12%	15%	投资活动现金流	(114)	(8415)	(1311)	(2111)	(3511)
毛利率	-63%	-62%	22%	39%	47%	权益性融资	(0)	4946	0	0	0
EBIT Margin	-70%	-73%	16%	36%	44%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	-34%	-45%	37%	51%	56%	支付股利、利息	(315)	(614)	(201)	(534)	(798)
收入增长	-13%	47%	121%	42%	25%	其它融资现金流	72	13203	(81)	0	0
净利润增长率	35%	75%	-167%	166%	50%	融资活动现金流	(558)	16920	(282)	(534)	(798)
资产负债率	47%	42%	39%	37%	35%	现金净变动	2285	3936	994	4926	6385
股息率	0.2%	0.5%	0.2%	0.4%	0.6%	货币资金的期初余额	7656	9941	13877	14871	19796
P/E	(60.5)	(44.6)	66.6	25.0	16.7	货币资金的期末余额	9941	13877	14871	19796	26182
P/B	3.8	3.4	3.2	2.9	2.5	企业自由现金流	0	(13486)	635	4568	6059
EV/EBITDA	(99.2)	(65.6)	35.6	18.2	13.2	权益自由现金流	0	(283)	451	4481	5995

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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