

困境反转，业绩为王

——航空机场行业2023年中期策略

行业评级：看好

2023年6月10日

分析师	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
证书编号	S1230520040003

研究助理	李逸
------	----

1、23年1-5月市场表现

- 23年1-5月，上证指数累计涨幅+4%，航空、机场板块均跑输大盘。从2023年一季度基金重仓持仓情况来看，航空板块仓位环比增加，机场板块仓位仍处于历史低位。

2、航空：航空大周期已至，建议积极布局暑运旺季行情

- 航空供需大周期已至，供需、油价、汇率三大影响因子共振向上，建议积极布局暑运行情。**十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期。**1) 供给侧：**基于上市航司22年报披露计划，我们预计十四五民航机队规模CAGR将大幅下降至3%-4%。受供应链问题、劳动力短缺、制造缺陷等因素影响，波音、空客飞机交付越来越慢，产能目标进一步推迟半年至一年。此外，我国机长、乘务员岗位短期面临人员紧缺，恢复需要一定时间。**2) 需求侧：**2023年4月民航国内市场已基本恢复，国际市场需求恢复趋势明确。一般情况下民航需求增速约为GDP增速的1.5-2倍，我们认为未来1-3年出行需求将与经济短暂脱钩。积蓄三年的旅游需求持续爆发，“五一”假期量价齐升，票价涨幅超预期，充分验证旺季更旺，暑运有望持续演绎“强现实”。**3) 票价端：**22冬春航季一线互飞航线全价较17年底累计涨幅超70%。6月票价进入新一轮提价窗口，天花板持续打开。

3、机场：客流回归趋势明确，免税吸金不减，中期资产盈利确定性强

- 疫情前免税业务为上海机场贡献7成净利润、为白云机场贡献5成净利润。国际客流恢复后，机场免税销售规模恢复确定性较强，机场议价权将回升，迎来业绩&估值双重修复。**1) 国际恢复趋势明确，**5月上海机场、广州机场国际航班量恢复至19年的5成。**2) 23Q1白云机场客单价超预期，**有望维持上行趋势，彰显机场免税场景强消费力。**3) 机场免税议价权将回升，**下轮合同或通过合资公司深度绑定。
- 海外机场免税四大复苏趋势：**1) 疫后机场免税客单价大幅提升；2) 疫后机场免税店吸引力不减，销售将创新高；3) 高奢品牌更加重视机场，精品销售占比提升；4) 疫后机场免税租金议价权恢复，多个机场按照疫情前的方式进行新一轮招标，租金收入超过疫情前。

4、投资建议

- 推荐上海机场/白云机场：**国际客流复苏趋势确定，免税客单价有望超预期，机场免税销售规模恢复确定性较强，非航收入有望超预期。白云机场成本端有望维持下行趋势，或迎来收入成本剪刀差。上海机场新增免税面积效应将逐渐显现，展望未来仍有多重看点，比如新免税协议、重奢品牌免税店开业等。
- 推荐航空板块：**航空大周期已至，航司利润弹性可观。基于预期弹性空间（三大航疫情前利润率低、涨价预期下弹性大）、业绩兑现难易程度（民营航司经营效率高），**推荐春秋航空/吉祥航空/中国国航/南方航空/中国东航/华夏航空。**

风险提示

- 需求不及预期
- 油价、汇率大幅波动风险
- 免税销售额不及预期等

目录

CONTENTS

01

市场表现

- 1-5月航空、机场跑输大盘
- 23Q1末机场仓位仍处于历史低位

02

航空

- 供给侧：飞机交付越来越慢，机组人员面临短缺问题
- 需求侧：国内已恢复、4月国际恢复38%，旺季表现超预期
- 供需格局改善，票价天花板持续打开
- 航空大周期已至，航司利润弹性可观

03

机场

- 预期先行，中期资产盈利确定性强
- 国际客恢复趋势明确，23Q1白云机场免税客单价超预期
- 下轮免税合同展望：扣点率或下调，或设立合资公司弥补收益
- 海外机场免税复苏四大趋势

04

投资建议

- 白云机场/上海机场
- 春秋/吉祥/国航/南航/东航/华夏

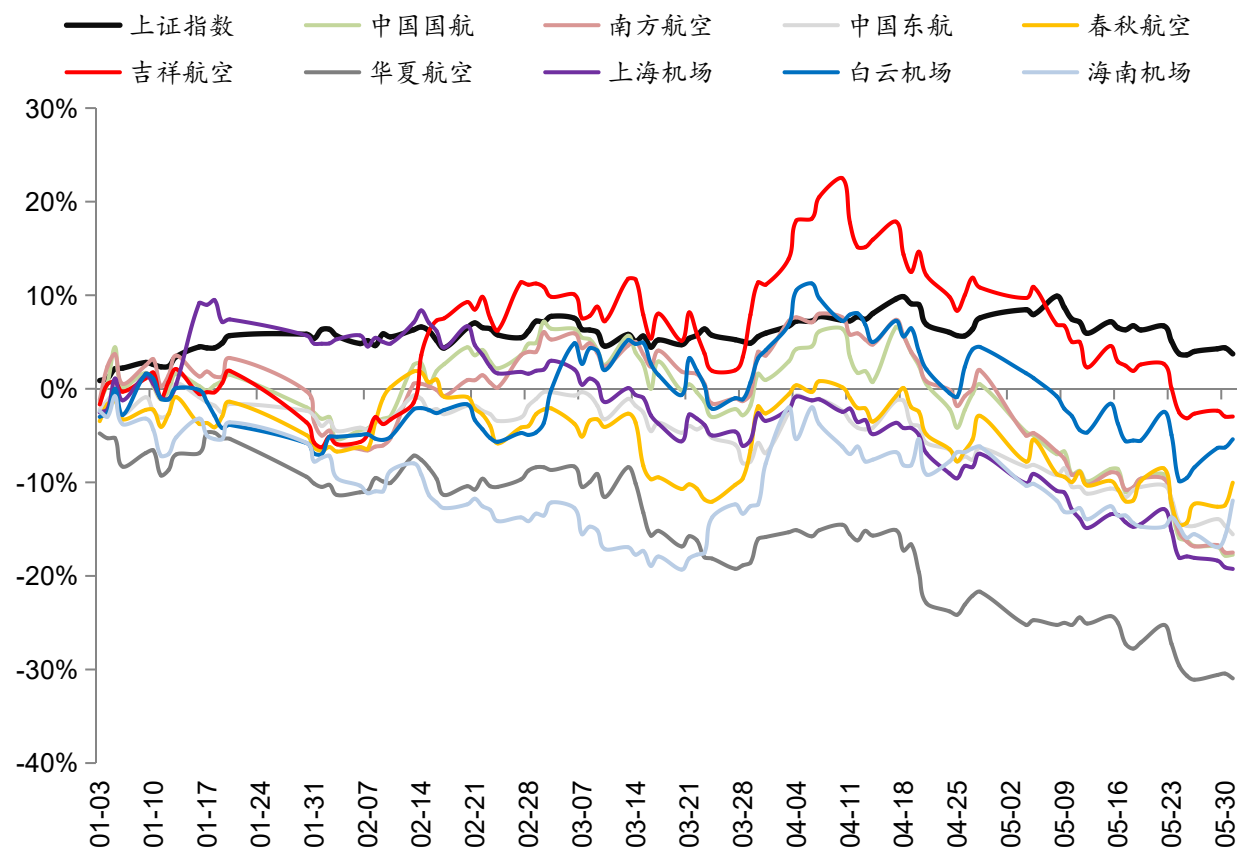
01

市场表现

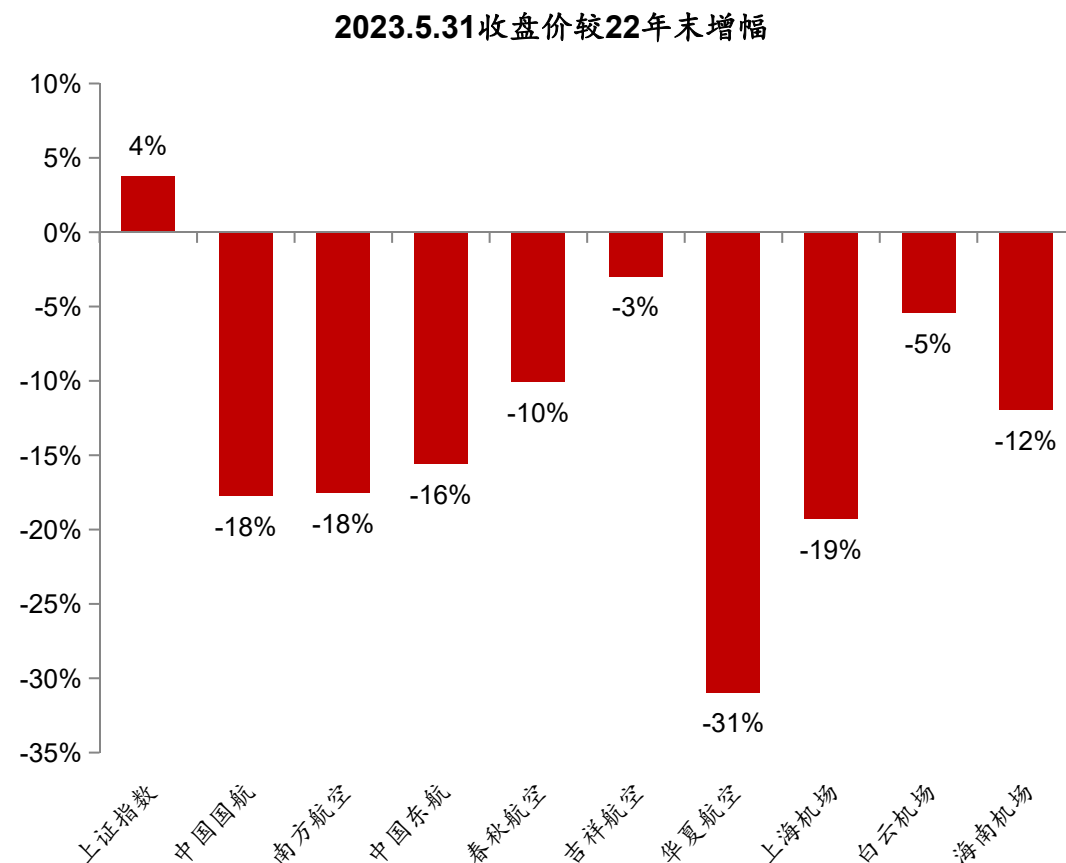
- 行情回顾
- 23Q1末重仓仓位

□ 23年1-5月，上证指数累计涨幅+4%，航空、机场板块均跑输大盘。其中，航空板块中吉祥航空领跑，该阶段累计涨幅为-3%，相对收益为-7%；机场板块中白云机场领跑，累计涨幅-5%，相对收益为-9%。

图：航空、机场上市公司累计涨跌幅（2023.1.1-5.31）



图：23年1-5月航空、机场板块跑输大盘



□ 从2023年一季度基金重仓持仓情况来看，航空板块仓位环比增加，机场板块仓位仍处于历史低位。

表：出行链重仓仓位情况（指标：基金重仓持股市值占基金股票投资市值比(0.1%)）

板块	航空						机场			免税	酒店			旅游			
	中国国航	南方航空	春秋航空	吉祥航空	中国东航	华夏航空	白云机场	上海机场	深圳机场	中国中免	锦江酒店	首旅酒店	君亭酒店	宋城演艺	天目湖	中青旅	众信旅游
1Q18	9.0	15.0	2.0	1.0	10.0	0.0	5.0	14.0	1.0	13.3	1.9	3.0		11.2	0.0	2.7	0.5
2Q18	7.0	11.0	3.0	2.0	12.0	0.0	4.0	22.0	2.0	23.6	4.1	3.1		13.4	0.0	1.4	0.3
3Q18	7.0	6.0	4.0	3.0	6.0	0.0	6.0	26.0	3.0	34.8	1.0	1.2		17.4	0.0	2.2	0.3
4Q18	5.0	5.0	3.0	4.0	2.0	0.0	4.0	26.0	3.0	30.0	0.2	0.9		19.5	0.0	1.7	0.5
1Q19	9.0	7.0	4.0	3.0	5.0	0.0	6.0	24.0	1.0	25.5	0.2	1.3		12.8	0.0	1.2	0.3
2Q19	11.0	8.0	6.0	1.0	5.0	0.0	9.0	45.0	0.0	45.9	2.2	0.7		13.5	0.0	0.1	0.2
3Q19	5.6	4.8	4.8	1.7	0.7	0.2	13.0	38.1	0.4	43.8	2.2	1.0	未上市	21.9	0.0	0.0	0.0
4Q19	10.2	5.1	4.9	2.8	2.1	0.5	3.6	30.2	0.0	30.3	5.5	1.6		24.0	0.0	0.0	0.0
1Q20	2.2	1.0	2.1	0.6	0.7	1.0	1.8	15.5	0.3	6.4	1.6	0.4		12.8	0.0	0.0	0.0
2Q20	1.1	0.1	1.9	0.5	0.4	1.6	0.7	12.5	0.2	71.8	1.5	0.2		13.6	0.0	0.0	0.0
3Q20	1.6	0.3	2.6	0.8	1.4	3.2	0.3	8.9	0.0	98.3	3.2	0.2		10.4	0.2	0.1	0.0
4Q20	0.7	0.2	3.4	0.3	0.3	2.0	0.4	3.9	0.0	114.0	4.3	1.1		5.7	0.2	0.0	0.0
1Q21	3.4	0.6	5.7	2.9	0.6	2.9	0.3	2.7	0.1	117.8	12.5	2.5		6.1	0.0	0.8	0.0
2Q21	3.6	0.5	5.3	3.6	2.2	2.5	0.1	1.2	0.0	88.5	10.3	1.5		0.5	0.0	0.5	0.0
3Q21	4.1	2.6	7.4	5.7	2.9	1.5	0.0	1.4	0.0	75.0	8.8	2.7		4.1	0.0	0.4	0.0
4Q21	5.0	2.9	6.2	6.3	2.5	2.5	0.7	1.3	0.1	44.4	12.3	3.1	0.0	4.8	0.0	0.4	0.0
1Q22	8.6	4.7	4.9	4.6	3.2	2.4	2.0	3.0	0.0	31.9	12.6	3.8	0.5	3.1	0.1	0.9	0.1
2Q22	12.5	6.6	8.3	6.5	4.1	2.8	2.4	3.9	0.1	53.0	15.4	5.7	1.0	2.9	0.1	0.6	0.0
3Q22	11.6	6.3	7.9	7.2	4.9	2.8	3.5	8.2	0.0	50.0	13.3	5.5	0.3	2.3	0.1	0.1	0.0
4Q22	9.1	6.3	12.1	6.5	5.2	3.7	1.8	5.5	0.0	49.6	12.9	6.6	0.7	3.8	0.0	0.6	0.0
1Q23	10.3	7.3	9.2	9.2	5.4	2.8	1.9	4.4	0.0	23.7	11.0	3.5	0.1	4.7	0.2	0.6	0.4

02

航空

- 供给侧：飞机交付越来越慢，机组人员面临短缺问题
- 需求侧：国内已恢复、4月国际恢复38%，旺季表现超预期
- 供需格局改善，票价天花板持续打开
- 航空大周期已至，利润弹性可观
- 利润弹性测算

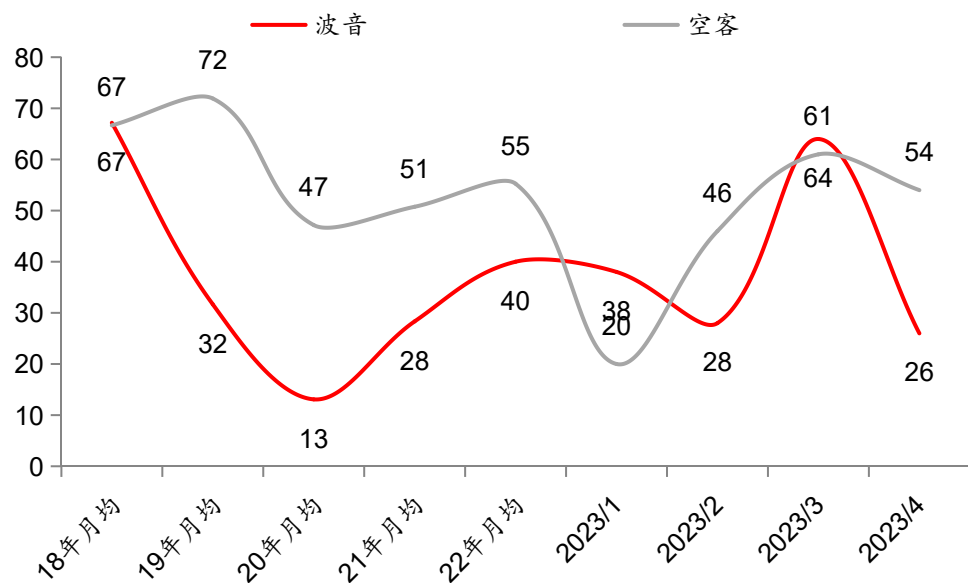
□ 我们预计十四五民航机队规模CAGR将大幅下降至3%-4%，较十一五13%、十二五11%、十三五（16-19年，剔除20年）10%出现明显下降，主要因为航司20-22年下调、推迟引进计划以及上游产能受损明显。根据公司22年报披露的未来三年机队引进计划，从下表5家上市航司数据来看，19-25年机队规模CAGR约为3.2%，其中三大航整体CAGR为2.8%，春秋、吉祥航空CAGR分别为7.9%、7.1%。

表：2013-2025年上市航司机队规模与引进计划（架，仅含客机，不含货机、公务机；2023年起国航并表山航）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	19-24 CAGR	19-25年 CAGR
中国国航	477	519	567	601	634	664	694	702	741	757	765	798	826	2.8%	2.9%
山东航空	66	74	86	98	113	122	124	131	134	134	134	134	134	1.6%	1.3%
国航（含山航）	-	-	-	-	-	-	818	833	875	891	899	932	960	2.6%	2.7%
南方航空	551	602	653	688	740	826	848	851	862	879	935	988	1040	3.1%	3.5%
中国东航	465	497	535	581	627	680	723	725	752	775	797	824	822	2.6%	2.2%
三大航合计	1493	1618	1755	1870	2001	2170	2389	2409	2489	2545	2631	2744	2822	2.8%	2.8%
春秋航空	39	46	52	66	76	81	93	102	113	116	123	137	147	8.1%	7.9%
吉祥航空	34	41	55	65	81	90	96	98	110	110	123	135	145	7.1%	7.1%
合计	1566	1705	1862	2001	2158	2341	2578	2609	2712	2771	2877	3016	3114	3.2%	3.2%
YOY	-	9%	9%	7%	8%	8%	10%	1%	4%	2%	4%	5%	-	-	-

- 受供应链问题、劳动力短缺、制造缺陷等因素影响，波音、空客飞机交付越来越慢，产能目标推迟半年至一年。
- **波音**：23年4月，波音表示，因制造缺陷问题暂停部分737MAX机型的交付，将影响“大量”尚未交付的737MAX的生产，并导致短期交付量下降。4月波音交付量下滑至26架，环比3月-57%，降至2022年7月以来最低水平。4月底，波音表示计划23年底将产能提高至每月38架（较22年目标推迟约半年），2025/2026年期间将产能提高至每月50架（较22年目标推迟一年以上）。
- **空客**：因发动机等零部件出现供应链短缺问题，23Q1交付量同比下滑9%至127架。空客首席执行官Guillaume Faury表示，供应链限制生产至少在23年内将对行业产生影响。根据空客23年表态，月度产能计划目标是到24年底达到65架、到26年增加至75架，相比22年的目标预测均推迟一年。

图：波音、空客飞机月度交付量（架）



表：空客23年产能目标推迟

架/月	22年目标	23年目标
23Q2	64	-
24年初	70	-
24年底	-	65
25年	75	-
26年	-	75

表：波音737 MAX产能目标推迟

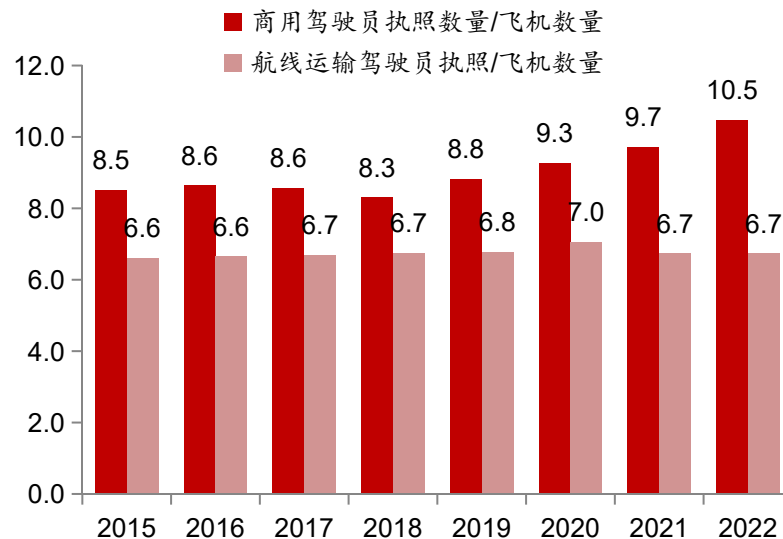
架/月	22年目标	23年目标
23上半年	38	31
23年底	47	38
24年1月	-	42
24年6月	-	47
25/26年	-	50

□ 我国机长、乘务员岗位短期将面临人员紧缺问题，考虑到培训时长、飞行时长等入职门槛，我们认为需要一定恢复时间。

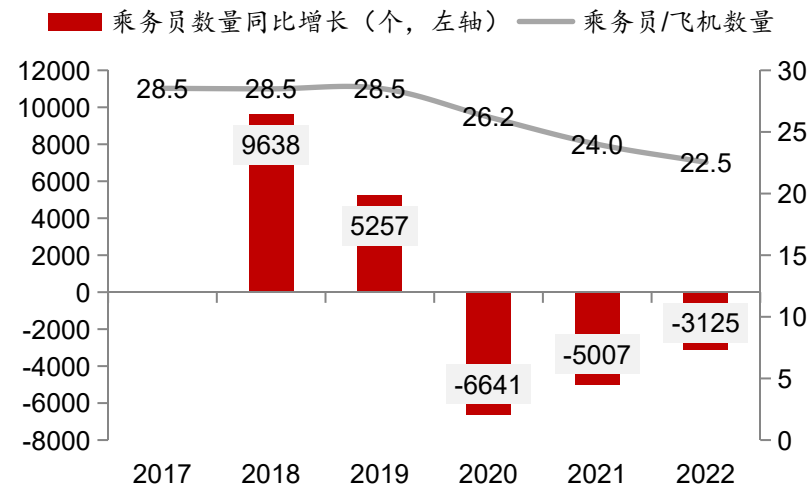
• **飞行员：机长较紧张。**22年末，我国共有驾驶员57894名，较上年增长2277名，人机比从上年的13.7提升至13.9。根据民航局，我国飞行员需要积累至少3000飞行小时才能担任机长，而飞行员年度飞行小时不得超过900小时，20-22年航班量下降对飞行员积累飞行时长产生一定负面影响，22年末我国单机配备航线运输驾驶执照（持此证才能担任机长）为6.7，恢复至19年水平还需一定时间。

• **乘务员：过去三年净减约1.5万人。**根据民航局统计数据，20-22年我国乘务员数量均为负增长，22年末乘务员数量较19年末下降约14%，人机比从28.5下降至22.5。

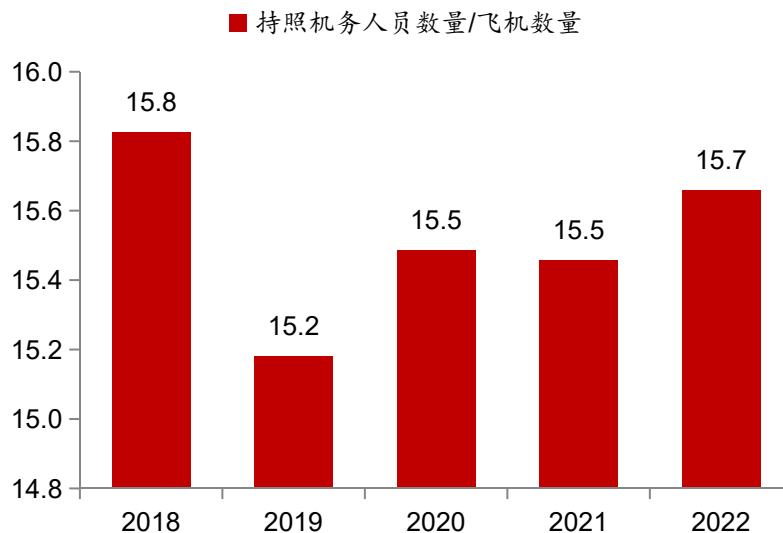
图：22年我国单机对应机长执照数量仅6.7



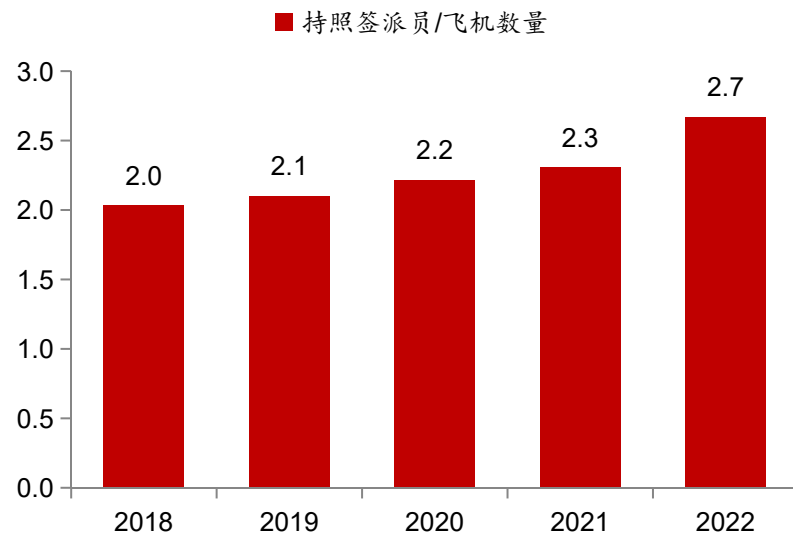
图：22年我国单机对应乘务员数量降至22.5



图：22年我国单机对应机务人员数量仅15.7



图：22年我国单机对应签派员数量

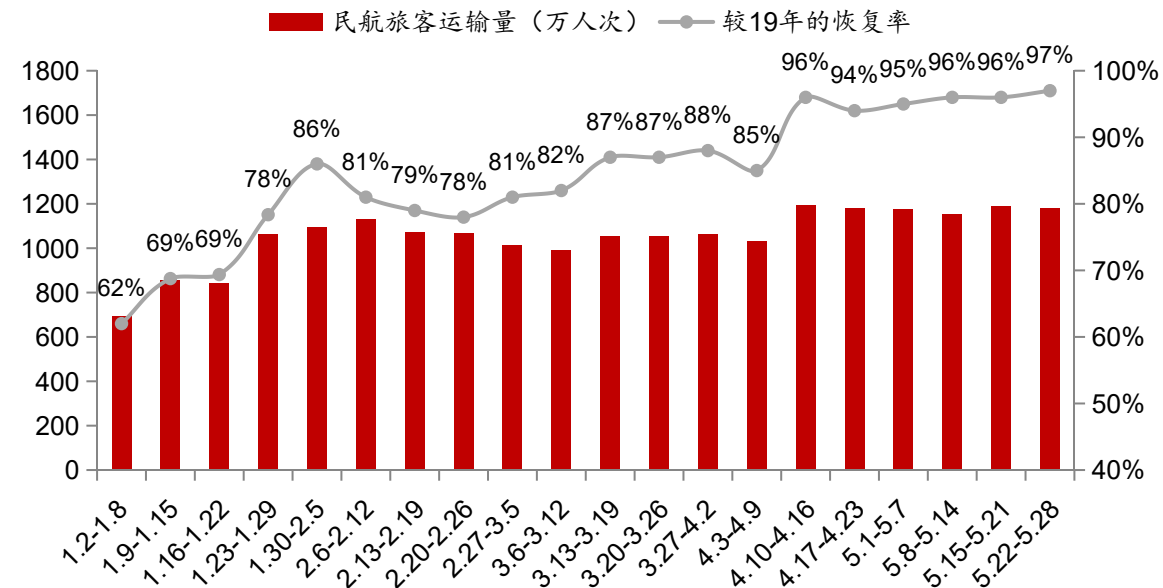


- 一般情况下民航需求增速约为GDP增速的1.5-2倍，我们认为未来1-3年出行需求将与经济短暂脱钩。正常年份下，航空出行需求是宏观经济晴雨表，2009-2019年，我国RPK增速一般是当年GDP增速的1.5-2倍。出行为低频消费场景，考虑到20-22年出行需求受到强压制，我们认为，未来1-3年出行需求将表现较为刚性，有望在一定程度上独立于经济大环境而实现增长。
- 2023年4月民航国内市场已基本恢复，当下国际市场需求主要受供给约束，恢复趋势明确。根据民航局数据，4月民航旅客量恢复至19年的95%，其中，国内线、国际及地区线旅客量分别恢复至19年的103%、38%。根据飞常准数据，5.22-5.28周度民航旅客量已恢复至19年的97%。国际线方面，旅客量恢复节奏紧跟航班量恢复节奏，客座率缺口持续缩窄，根据航班管家、白云机场公告数据，5月白云机场国际航班量、国际旅客量分别恢复至19年的47%、42%。

图：09-19年我国民航需求增速一般是GDP增速的1.5-2倍



图：2023年民航周度旅客量及较19年的恢复率



积蓄三年的旅游需求部分爆发，“五一”假期量价齐升，票价涨幅超预期，充分验证旺季更旺。

- **量：**“五一”假期期间，1) 根据航班管家数据，假期日均客运航班执行量超1.4万班次，较19年+1.2%。其中，国内航线、国际航线较19年分别+13%、-64%。2) 根据交通部数据，“五一”假期我国民航旅客量日均约188万人次，较19年同期日均水平+4%。3) 根据去哪儿数据，“五一”假期出境游机票预订量已恢复至疫情前的45%。
- **价：**根据携程数据，国内航线单程机票平均含税价格为1211元（较19年+39%），跨境单程含税机票平均价格为2104元（较19年+34%）。

“五一”后价格回落属于淡季正常表现，且仍高于19年；6月票价开始回升，强暑运可期。

- **“五一”假期后票价仍高于19年同期。**根据携程数据，5月下旬国内单程机票含税均价为741元，较“五一”假期票价下降3成左右，但较19年同期+8%，我们认为假期后环比回落属于淡季正常表现，仍高于19年同期的票价表现显现强劲出行需求。
- **6月票价环比回升。**根据携程数据，6月上半月机票均价805元，较19年+13%；6月下半月（涵盖端午假期、临近暑期）均价1012元，较19年+29%。
- **我们认为暑运出行有望延续“五一”火热趋势，强暑运可期。**根据携程数据，截至5月16日，23年暑期订单量已经超过19年同期，暑运期间机票均价为1509元，搜索热度较19年增长23%。

- 2017年底国家发改委、民航局联合发布文件进一步推进民航国内旅客运价市场化改革，核心航线加速提价。提价规则为：（1）5家及以上航司参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航司依法自主制定；（2）每家航司每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调整10条）；（3）每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%；（4）我国市场化航线数量达到1030条，囊括北上广深互飞等核心航线。
- 过去4年核心航线整体提价较为充分，拉动航司盈利中枢上行，同时为强周期蓄能。23年6月将再次进入全价提价窗口。根据携程数据，我们跟踪了2019年客流量TOP20航线经济舱全价涨幅情况：22年冬春航季相比2017年底票价而言，多数一线互飞航线涨幅超过70%；一二线互飞航线涨幅约为30%-80%。

表：核心航线（2019年客流量TOP20）提价情况

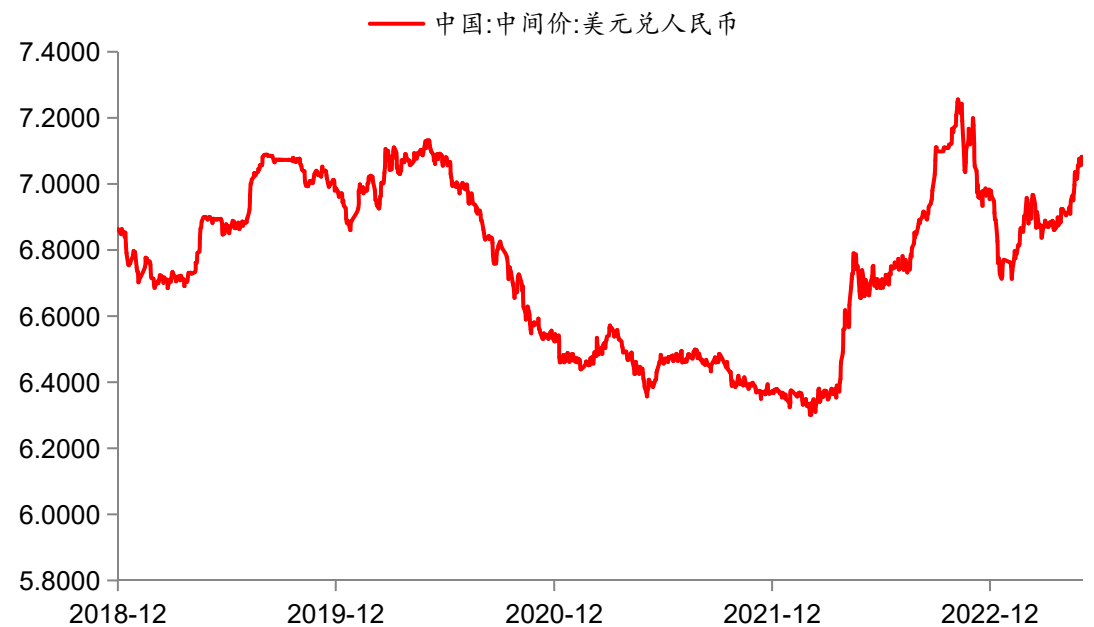
航线类型	航线	2019年客流量 (万人次)	2017年经济舱 全价(元)	22年冬春航季经 济舱全价(元)	22年冬春航季全 价较17年涨幅
一线互飞	北京-上海	825	1240	2150	73%
	上海-深圳	634	1400	2230	59%
	上海-广州	626	1350	2350	74%
	北京-广州	557	1910	3360	76%
	北京-深圳	498	2080	3650	75%
一二线对飞	北京-成都	509	1690	2950	75%
	上海-成都	439	1760	3090	76%
	上海-重庆	357	1550	2470	59%
	广州-成都	318	1430	2070	45%
	上海-西安	313	1390	2430	75%
	广州-杭州	305	1180	1700	44%
	成都-深圳	300	1480	2580	74%
	杭州-北京	300	2200	3210	46%
	北京-重庆	276	1640	2870	75%
	深圳-重庆	269	1280	2130	66%
	广州-重庆	258	1250	1990	59%
	杭州-深圳	255	1260	2000	59%
	北京-昆明	236	2550	3380	33%

- 我们复盘A股市场历次航空股大行情后发现，主要驱动因素可归纳为供需错配、油价下跌、人民币升值，其中供需是核心驱动。
- 在供需向好的基础上，**油价、汇率2023年整体向有利方向发展，航司业绩三大影响因子共振向上。**
 - **油价**：2023.5.30，WTI原油价格69.46美元/桶，较22年末-13%，19年均价约为57美元/桶。
 - **汇率**：2023.5.31，美元兑人民币中间价为7.0821，较22年末+1.7%，给航司带来汇兑损失，但我们认为汇兑压力较22年将有明显缓解。

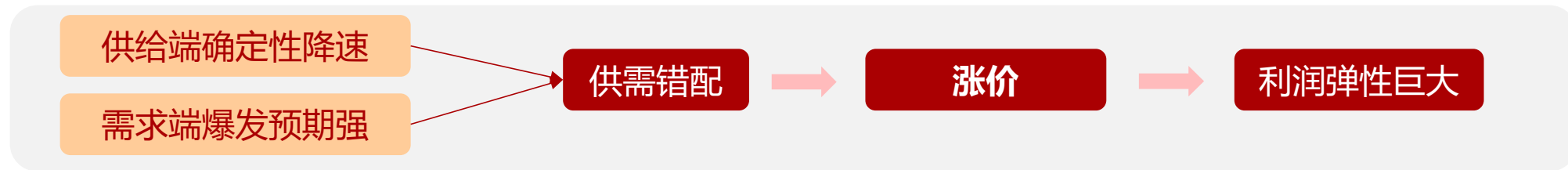
图：23年1-5月WTI原油价格下降13%



图：2023年5月末人民币较22年末贬值1.7%



□ **航空供需大周期已拉开序幕。**十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期，释放利润弹性。



(1) 供给侧：十四五增速确定性下降。疫情前我国民航供给一般保持双位数正增长，2014-18年，机队规模、ASK年均复合增速分别为11.3%、13.4%。2019年起，供给增速受到737 MAX停飞事件、新冠疫情影响，根据航司公告披露的最新计划，19-25年三大航机队规模CAGR约2.8%。考虑到飞机引入政策、流程、上游供应能力等因素，运力到位一般滞后需求恢复两年以上，我们预计十四五期间民航供给端将出现确定性降速。

(2) 需求侧：有望迎来持续性爆发。根据民航局，4月旅客量同比19年-5%，其中，国内线、国际及地区线旅客量同比19年分别+3%、-62%。23H1票价保持高于19年的水平，旺季涨幅30%-40%，需求恢复亮眼。Q3暑期旺季有望更旺，票价高增长可期。

(3) 票价基础提升充分，涨价下利润弹性可观。在政策推动下，2018年夏秋航季起航司对经济舱机票全价进行了多次提价，截至22冬春航季，一线互飞航线累计涨幅超70%。若需求端持续爆发、民航业出现供需错配，我们预计航司联手涨价意愿较强，利润弹性可期。

- 在恢复到2019年的基础上，在其他条件不变的情况下（仅考虑23年末机队规模增长带来的业绩同比例增长），假设2023年整体票价上涨1%，整体利润总额增量为：国航（考虑山航并表）15.7亿元、南航15.3亿元、东航12.2亿元、吉祥2.1亿元、春秋1.9亿元。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（收入、利润单位：亿元）

航司	基于2019年实际情况，按照23年末机队规模增长同比例增长					票价提升1%	
	总收入	其中：客运收入	客运收入占比	净利润	净利率	增量收入	增量利润总额
中国国航 (考虑山航)	1705	1569	92%	84	4.9%	15.7	15.7
南方航空	1702	1527	90%	34	2.0%	15.3	15.3
中国东航	1332	1216	91%	38	2.9%	12.2	12.2
春秋航空	191	186	97%	24	12.4%	1.9	1.9
吉祥航空	215	209	97%	13	6.0%	2.1	2.1

02 利润弹性测算（角度2）——前20国内航线票价上涨1%

TOP20航线（以2019年旅客量为排名标准）客运收入贡献度：国航 > 春秋 ≈ 吉祥 > 东航 > 南航。若实际票价在2019年基础上上涨1%，利润总额增量占19年扣汇利润总额的比重为：国航2.4%、南航3.6%、东航3.5%、吉祥2.5%、春秋1.0%。

表：TOP20航线（以2019年旅客量为排名标准）票价上涨1%时利润弹性测算

航线	2019年客流量 (万人次)	2017年经济舱全 价(元)	22年夏秋航季经 济舱全价(元)	折扣率假设	市场份额					2019年客运收入测算(亿元)					19年实际票价基础上上涨1%的利润总额增量				
					国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥
北京-上海	825	1240	1960	75%	30%	11%	47%	0%	2%	25	9	40	0	2.0	0.25	0.09	0.40	0.00	0.02
上海-深圳	634	1400	2230	75%	21%	29%	27%	9%	7%	16	21	20	6.5	5.2	0.16	0.21	0.20	0.07	0.05
上海-广州	626	1350	2140	75%	9%	28%	34%	9%	11%	6	20	23	6.2	7.4	0.06	0.20	0.23	0.06	0.07
北京-广州	557	1910	3060	75%	29%	38%	16%	0%	0%	25	33	12	0	0	0.25	0.33	0.12	0.00	0.00
北京-深圳	498	2080	3320	75%	42%	30%	12%	0%	0%	36	26	9	0	0	0.36	0.26	0.09	0.00	0.00
北京-成都	509	1690	2690	70%	45%	17%	8%	0%	0%	30	11	4	0	0	0.30	0.11	0.04	0.00	0.00
上海-成都	439	1760	2810	70%	23%	6%	40%	3%	9%	13	3	20	1.7	5.1	0.13	0.03	0.20	0.02	0.05
上海-重庆	357	1550	2250	65%	14%	6%	37%	14%	14%	5	2	11	5.0	5.0	0.05	0.02	0.11	0.05	0.05
广州-成都	318	1430	2070	65%	36%	30%	3%	0%	0%	11	9	1	0	0	0.11	0.09	0.01	0.00	0.00
上海-西安	313	1390	2210	60%	3%	3%	54%	10%	22%	1	1	12	2.7	6.4	0.01	0.01	0.12	0.03	0.06
广州-杭州	305	1180	1700	60%	21%	43%	12%	0%	1%	5	10	3	0	0.3	0.05	0.10	0.03	0.00	0.00
成都-深圳	300	1480	2350	60%	50%	15%	4%	0%	0%	16	5	1	0	0	0.16	0.05	0.01	0.00	0.00
杭州-北京	300	2200	2920	60%	44%	17%	22%	0%	0%	18	7	7	0	0	0.18	0.07	0.07	0.00	0.00
北京-重庆	276	1640	2610	55%	40%	27%	15%	0%	0%	12	8	4	0	0	0.12	0.08	0.04	0.00	0.00
深圳-重庆	269	1280	1940	55%	39%	20%	5%	0%	0%	9	4	1	0	0	0.09	0.04	0.01	0.00	0.00
广州-重庆	258	1250	1650	55%	18%	43%	0%	0%	2%	3	8	0	0	0.3	0.03	0.08	0.00	0.00	0.00
杭州-深圳	255	1260	2000	55%	38%	38%	3%	0%	0%	8	8	1	0	0	0.08	0.08	0.01	0.00	0.00
上海-青岛	250	870	1050	55%	0%	8%	48%	0%	9%	0	1	4	0	1.0	0.00	0.01	0.04	0.00	0.01
上海-厦门	238	960	1510	55%	0%	26%	37%	18%	11%	0	4	5	2.7	1.7	0.00	0.04	0.05	0.03	0.02
北京-昆明	236	2550	3380	55%	35%	23%	25%	0%	0%	12	8	6	0	0	0.12	0.08	0.06	0.00	0.00
TOP20航线收入合计									252	198	184	25	34	2.5	2.0	1.8	0.2	0.3	
TOP20航线收入/国内航线客运收入									31%	19%	25%	27%	27%	2.4%	3.6%	3.5%	1.0%	2.5%	

利润总额增量/19年扣汇利润总额

02 利润弹性测算（角度3）——参照历史大周期单机利润峰值

- 回溯过往年份单机盈利表现，春秋单机扣汇利润总额高点为3621万元（2015年），吉祥为2795万元（2015年）。若本轮大周期单机盈利回到历史高点，按照23年末预计机队规模，我们测算得，春秋、吉祥对应扣汇利润总额分别为43亿元、34亿元，如下表所示。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（注：标黄表示历史最高点）

	单机扣汇利润总额（万元）															23年末预计 机队规模数 (架)	对应扣汇 利润总额 (亿元)
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	06-19年 最大值		
中国国航 (考虑山航)	1473	1379	-4810	1900	3342	1634	1501	555	1036	2504	2405	1347	1858	1486	3342	899	300
南方航空	-365	36	-2095	97	1510	947	915	107	560	1844	1586	947	754	654	1844	935	172
中国东航	-2025	-590	-6648	212	1343	874	810	53	870	1992	1730	1056	869	732	1992	797	159
春秋航空	/	/	/	/	/	/	/	2407	2605	3621	2086	2184	2515	2610	3621	120	43
吉祥航空	/	/	/	/	/	/	/	1111	1493	2795	2582	2248	1896	1441	2795	123	34

03

机场

国际客流恢复、免税是核心关注点

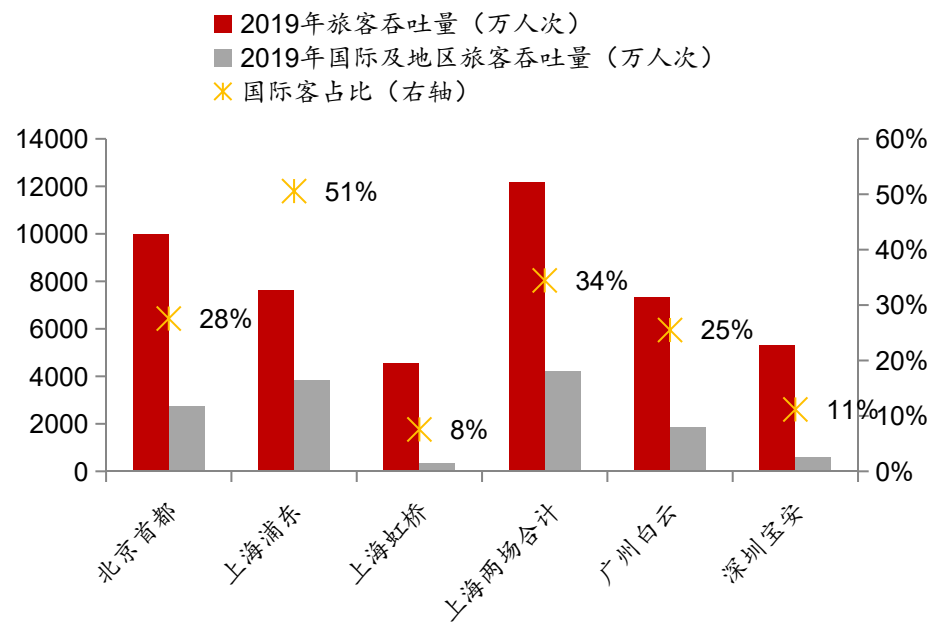
23Q1白云机场免税客单价超预期

机场免税议价权将回升

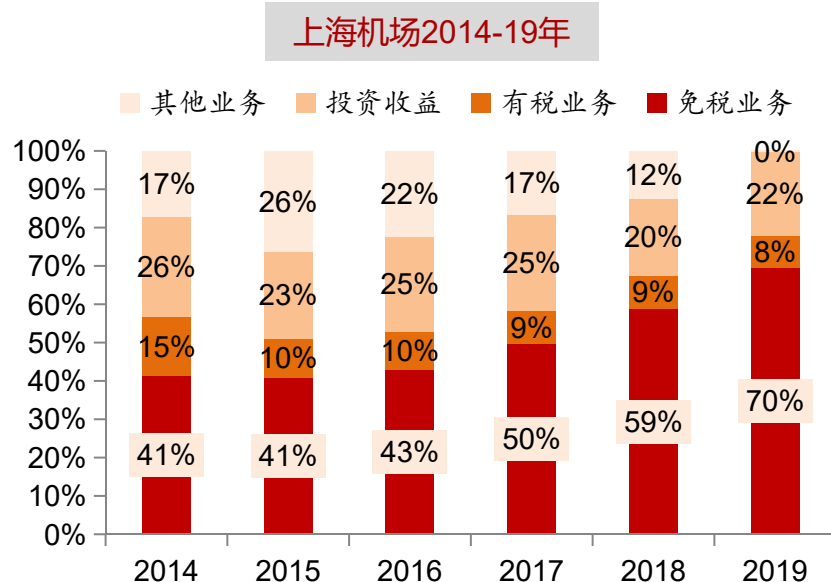
海外机场免税4大复苏趋势

- **航空出行中长期需求无需担忧，机场盈利周期与产能周期有关。** 1) **收入端**：机场通过航空性业务聚集流量，按照政策指导标准收费，收入增速与流量增速基本一致，主要用于覆盖成本；通过非航空性业务对流量变现，按照市场调节价收费，收入增速远高于流量增速。 2) **成本端**：机场是重资产行业，固定成本占比高，同比一般较为稳定；但当新产能投产时，成本将出现阶梯式跨越。 3) **利润端**：非航业务尤其是免税业务是机场利润的核心支撑与业绩成长性的重要来源，值得注意的是，在新产能投产当年/次年，由于成本端陡增，短期将拖累利润表现。
- **免税是机场的核心关注点，故机场对国际旅客依赖程度高。** 2019年，免税业务为上海机场贡献约7成净利润、为白云机场贡献接近5成净利润；2021年，免税业务为美兰空港贡献57%的净利润。

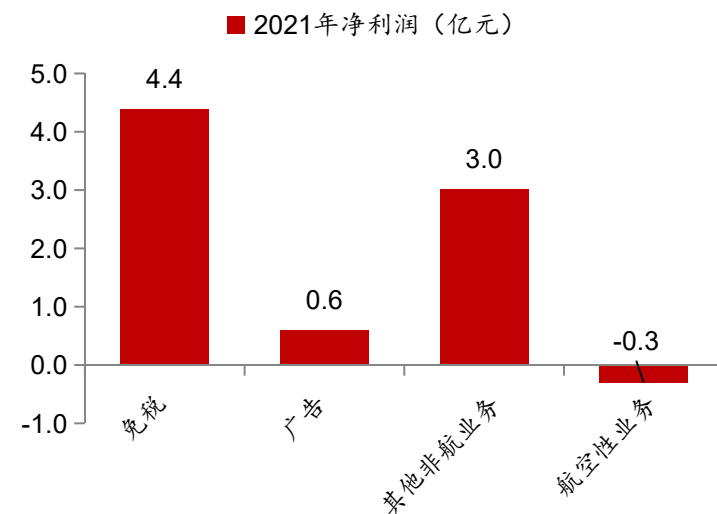
图：2019年一线机场客流情况



图：机场利润结构

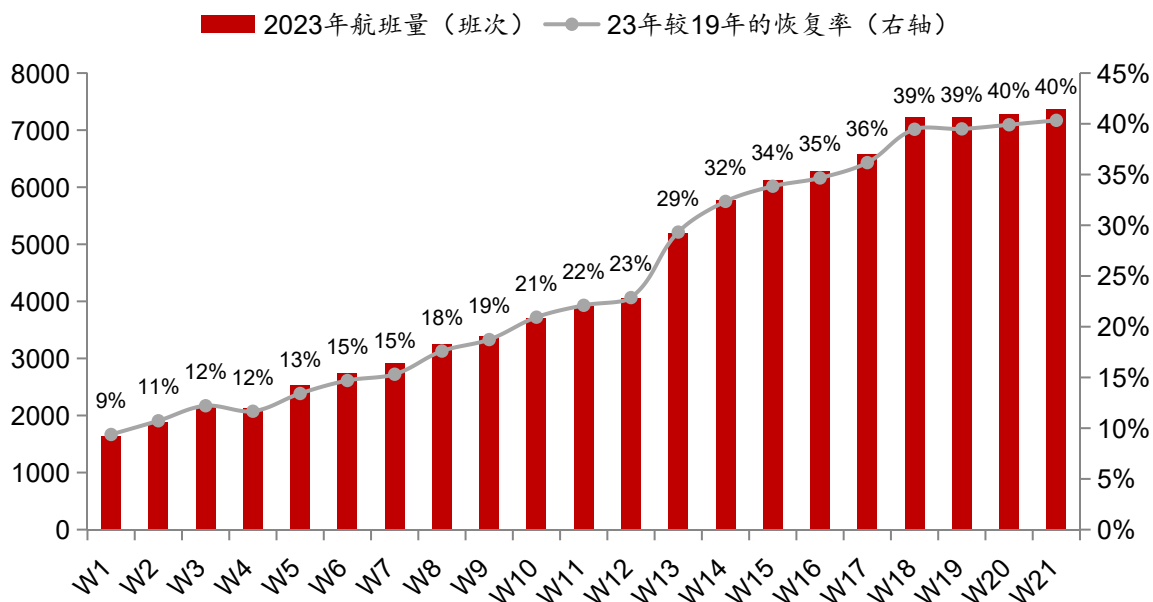


美兰空港2021年

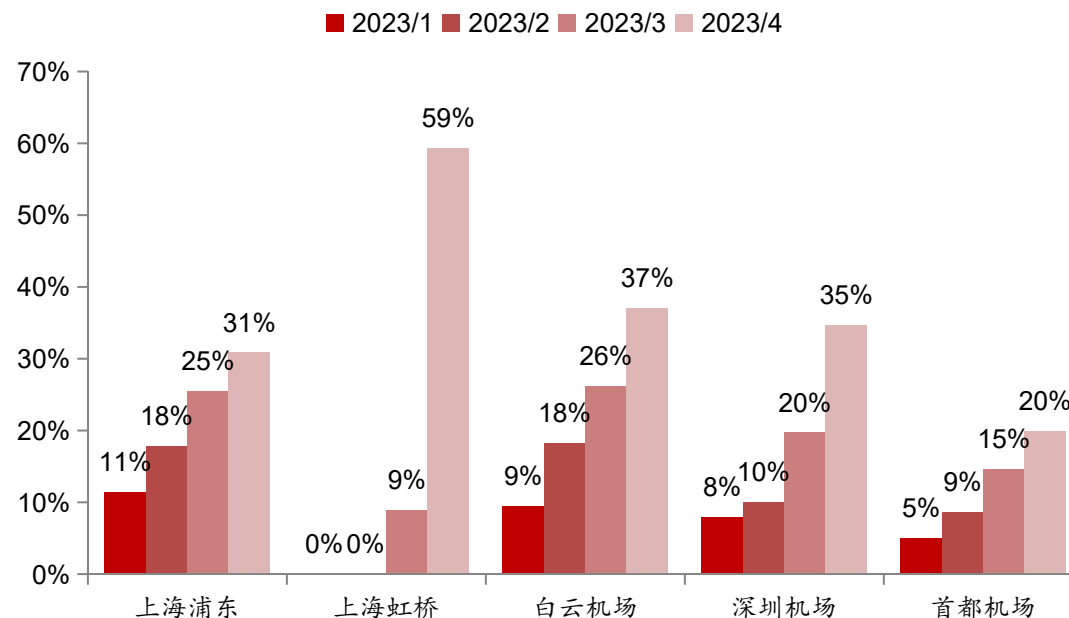


- **国际线恢复趋势明确，广州机场国际航班量5月恢复率已突破50%，预计暑期将进一步突破。**根据航班管家数据，5.20-5.26我国国际及地区航班执行量7375班次，恢复至19年的40%，恢复节奏主要受海外机场保障能力、签证等因素影响。5月，广州白云机场单日国际航班量恢复率（较19年）达到52%，上海浦东机场5月单日最高恢复率（较19年）为49%。
- **23年5月，白云机场国际及地区旅客吞吐量为64万人次，恢复至19年的42%。**23年4月，白云机场、上海浦东机场、首都机场、深圳机场国际及地区旅客吞吐量分别为58、99、48、17万人次，环比3月分别+37%、+19%、+47%、+76%，分别恢复至19年的37%、31%、20%、35%。

图：23年5月底国际及地区线航班量恢复至19年的4成左右



图：2023年4月上市机场国际旅客量恢复率



23Q1白云机场免税客单价超预期，未来有望维持上行趋势。根据中国海关数据，23年1月白云机场口岸免税店销售额1765万元，国际及地区旅客量15万人次，对应人均免税销售额118元，为历史最佳水平。考虑到缺货、促销力度低、团客缺失、开业面积较小等扰动因素，我们认为实际客单价水平或更高。

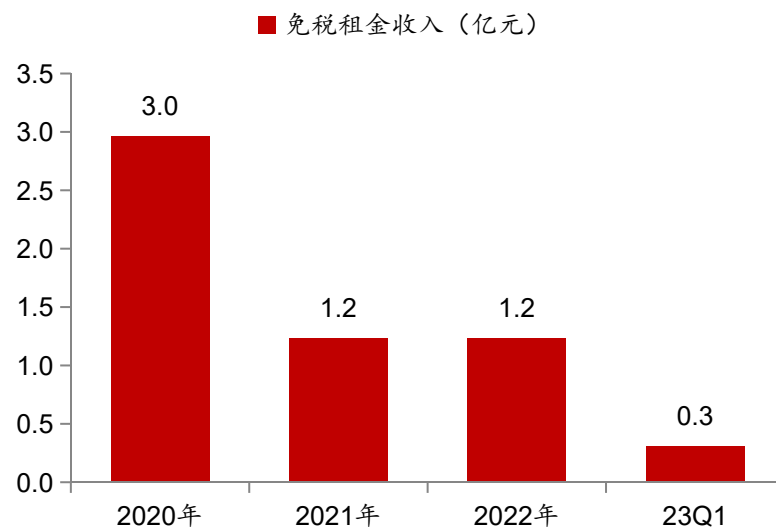
免税补充协议不改白云机场免税业务弹性。2022.6，白云机场与中免签署免税补充协议，此次合同调整，仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），且只调整保底，不调整提成比例，不影响疫后白云机场的收入预期。基于补充协议，2021年白云机场免税租金收入约1.23亿元。考虑到23Q1国际客流恢复至19年的18%，我们预计23Q1免税租金收入同比基本持平，约为0.3-0.4亿元。

上海机场方面，根据免税补充协议计算，23Q1免税租金收入3.3亿元。我们认为，随着国际客恢复，未来存在免税协议再次重签的可能性。

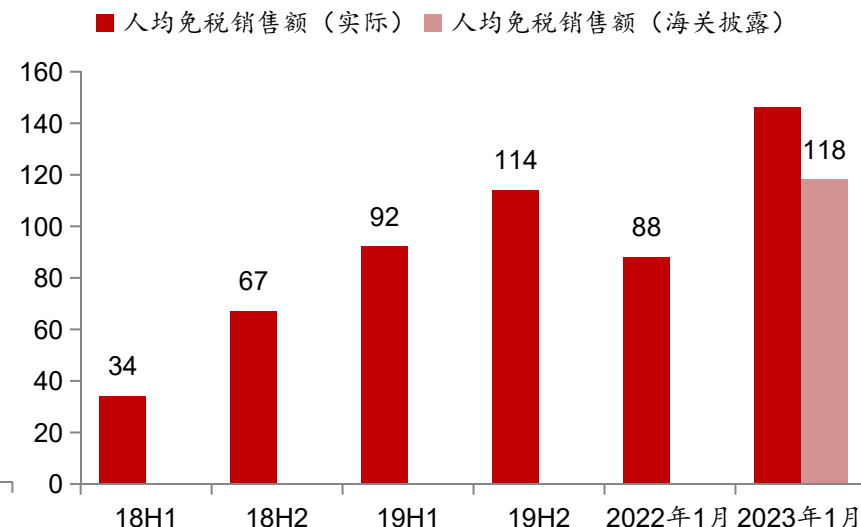
表：上海机场免税租金收入与对应系数

	上海机场免税租金 (亿元)	国际+地区客流量 (万人次)	“客流调节系数*面积调节系数”
2020.3-12	3.38	109	2.28
21Q1	0.92	31	2.16
21Q2	1.29	44	2.15
21Q3	1.49	50	2.21
21Q4	1.16	42	2.03
22Q1	1.17	44	1.98
22Q2	0.22	14	1.16
22Q3	0.97	31	2.31
22Q4	1.27	46	2.06
23Q1	3.30	178	1.37

图：白云机场免税租金收入（亿元）



图：白云机场人均免税销售额（元）



疫情前，一线机场按照“保底与提成孰高”的模式收取免税租金，提成比例高达40%左右。疫情后，国际客流、机场免税销售额降到底部。与此同时，受益于政策红利，海南离岛免税市场销售规模19-21年复合增速达到91%，免税运营商旗下线上渠道亦达到百亿元销售规模，国内免税市场情势发生重大变更。因此，**基于风险共担原则，上海机场、白云机场均与中国中免签署免税补充协议，但条款差异较大。**

- **上海机场：**本轮免税合同，上海机场的免税收入不再与免税销售额挂钩，仅与国际客流量挂钩。具体对应关系如左下表所示。
- **白云机场：**原协议经营权转让费收取模式不变，仅调整疫情影响期间保底租金、不调整扣点率。
- **首都机场：**约定第三合同年（2020.2.11-2021.2.10）免税租金为人民币2.8亿元。

表：上海机场：免税补充协议下客流量与免税收入的对应关系
(客流量单位：万人次；收入单位：亿元)

客流量区间	2021	2022	2023	2024	2025
<3080.8	135.28*实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数				
3080.8~4172	35.25	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411
4172~4404	41.58	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411
4404~4636	45.59	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411
4636~4868	45.59	62.88	62.88	62.88	62.88
4868~5100	45.59	62.88	68.59	68.59	68.59
5100~5360	45.59	62.88	68.59	74.64	74.64
>5360	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48

表：2020、2021、2022年一线机场免税租金情况（亿元）

	2020年		2021年		2022年	
	原合同约定保底	实际租金	原合同约定保底	实际租金	原合同约定保底	实际租金
上海浦东机场	41.6	11.6	45.6	4.9	62.9	3.6
广州白云机场	5.4	3.0	5.7	1.2	6.1	1.2 (预计)
北京首都机场	约30	约2.6	约30	约0.6	约30	0.8

- 我们预计，下一轮免税合同预计仍将保持“保底与提成孰高”的租金计算模式。上海/广州/北京机场本轮合同基本都在2025年/2026年结束，这意味着机场将在2024年/2025年进行下一轮免税合同招标。
- 下轮合同展望：受政策限制下一轮免税合同扣点率或回不到40%，但多家机场通过设立合资公司的方式对免税业务收益进行一定弥补。2018-19年，五部委发文对免税店最高投标限价进行了限制，在扣点率上，机场要遵循“进境免税店< 出境免税店< 有税零售提成比例*1.2”原则（2019年上海机场含税商业平均扣点率约为27%），因此，在疫情前基础上下调扣点率或成为下一轮合同较确定的趋势。参照深圳机场/成都双流/天府机场2022年新免税合同，机场均与运营商成立合资公司共同运营机场免税店，机场方持股比例均为49%，我们认为将弥补机场因下调扣点率产生的免税收益损失。

表：五部委联合发布的口岸免税店租金、扣点率制定相关文件

政策文件	出台时间	具体内容
《口岸出境免税店管理暂行办法》	2019.7.3	租金单价原则上不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。
《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	2018.4.8	租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。

表：2020年以后部分机场免税店中标情况

机场	中标人	扣点率	保底租金 (万元/平米/年)	实际运营主体
深圳机场	深免集团	进境30% 出境24%	2.63	合资公司 (深免51%，深圳机场49%)
成都双流	中国中免	28.60%	2.76	合资公司 (中免51%，四川机场49%)
成都天府	中国中免	28.71%	2.78	合资公司 (中免51%，四川机场49%)
南京禄口	中服免税	28.44%	3.69	-
宁波栎社	中国中免	31.92%	4.75	-
南昌昌北	中服免税	33%	3.02	-

□ **多个海外机场免税人均消费金额高于疫情前**：迪拜免税人均消费额2021、2022年分别为33.5美元、26.3美元，同比2019年分别+43%、12%；2021年仁川机场免税人均消费额4.9万韩元，同比2019年+23%；ADP机场集团旗下Extime Duty Free人均消费额2021、2022年分别为25.4欧元、27.4欧元，同比2019年分别8%、17%。

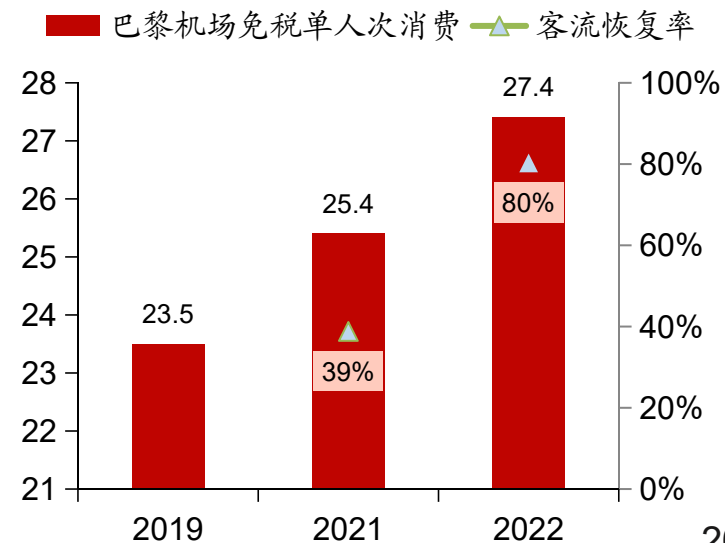
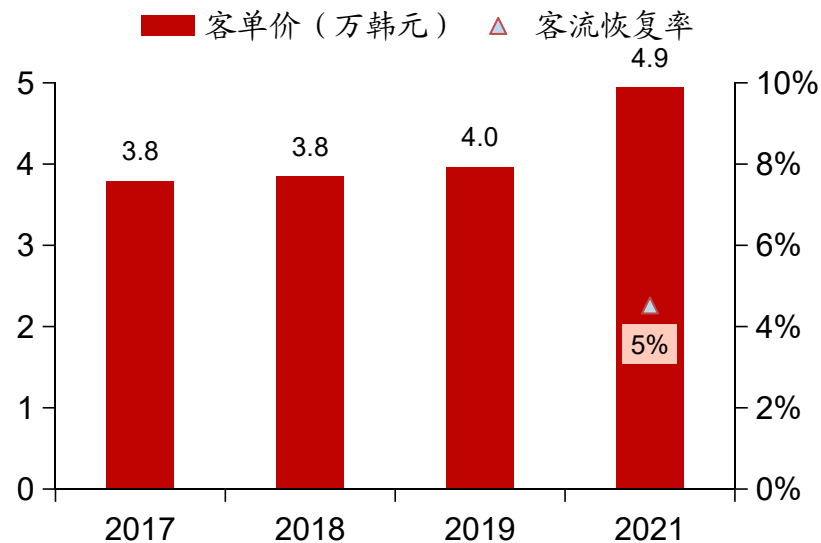
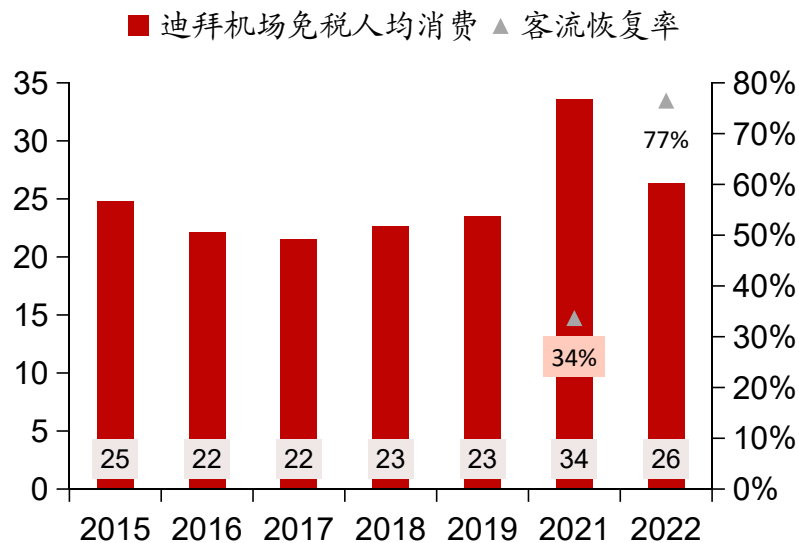
□ **我们认为免税客单价大幅提升主要由于：**

- 1) 疫情期间积压的旅游购物需求集中释放；
- 2) 免税购物中高客单价产品（如皮具、腕表、珠宝等）占比提升。

图：迪拜机场免税人均消费额（美元）

图：仁川机场免税人均消费额（万韩元）

图：Extime Duty Free人均消费额（欧元）



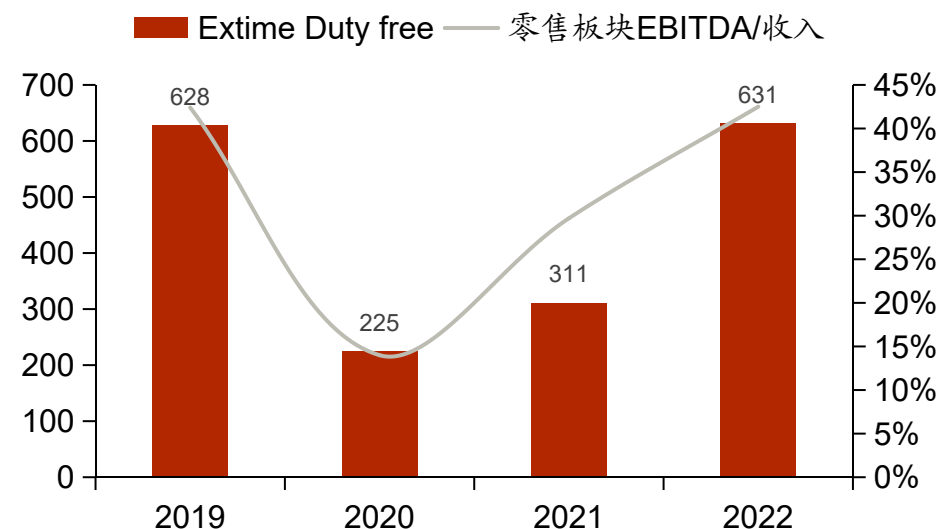
□ 法国巴黎机场集团ADP：继续以合资公司的形式运营免税业务，年销售额与利润率有望超过疫情前。

- ADP机场集团运营巴黎戴高乐机场和奥利机场，两机场的免税业务由子公司Extime Duty Free经营，ADP持股50%且并表，另一持股方为旅游零售龙头拉格代尔。2019年起Extime并表，当年收入6.3亿欧元。
- 新一轮免税经营依然以Extime为主体，ADP持股比例提升至51%，中标方依然为拉格代尔。
- ADP预计2023-2032年期间免税（含少量有税零售）销售额将达到94亿欧元，年平均销售额9.4亿欧元，高于2019戴高乐机场免税销售额为7.8亿欧元20%。2022年随着零售业务回暖，ADP零售业务EBITDA%已经超过2019年，公司预计2023-2025年EBITDA%会继续提升。

表：ADP机场集团零售业务

公司	业务	合作方	股权占比	会计处理
Extime Duty Free	免税	拉格代尔	50%	并表
Relay@ADP	旅行必需品	拉格代尔	50%	并表
Media ADP	广告	JC Decaux	50%	并表
EPIGO	餐饮	Select Service Partner	50%	权益法
Extime Paris Food & Beverages	餐饮	Select Service Partner	100%	并表

图：ADP机场集团免税业务收入（百万欧元）及零售业务EBITDA%



□ 疫后高奢品牌对机场渠道青睐度提升：

- 1) 2022年，泰国素万那普机场引入香奈儿、LV、卡地亚、DIOR等多个顶奢品牌入驻；
- 2) 2021年，香奈儿在撤出多个韩国市内免税店柜台的情况下，新增仁川机场门店；香港机场爱马仕由一层扩容为两层。

表：疫后高奢品牌踊跃进驻机场

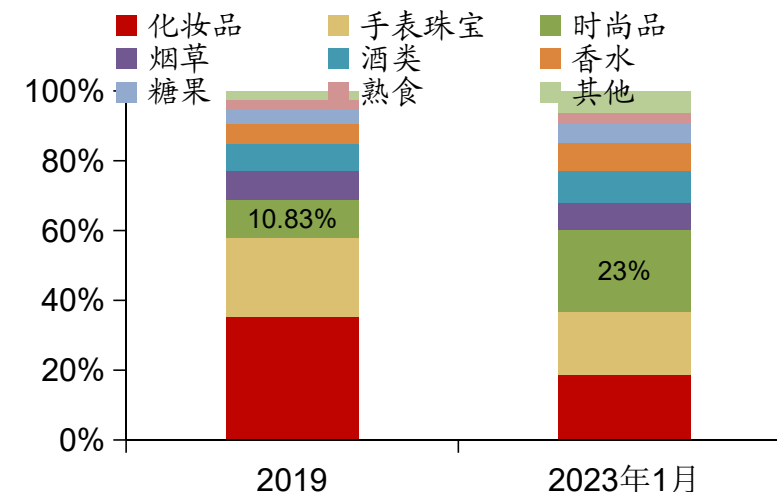
开业时间	高奢品牌	入驻渠道	国家/地区	合作运营商	备注
2022.4	香奈儿	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2022.4	LV	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2022.4	卡地亚	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	东南亚和澳大利亚旅游零售店第一家提供卡地亚全系列男性，女性和中性手表和珠宝产品的商店。
2022.6	GUCCI	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	世界上第一家采用Gucci新设计的旅游零售或市内店
2022.7	DIOR	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2021.10	香奈儿	仁川机场T1	韩国	新世界免税	T2已有一家门店
2021.12	劳力士	仁川T1	韩国	新世界免税	
2022.11	爱马仕	香港国际机场	中国香港	-	由一层扩容为两层
2021.12	LV	迪拜机场	迪拜	-	有税

03 海外复苏趋势3：高奢品牌更加重视机场，精品销售占比提升

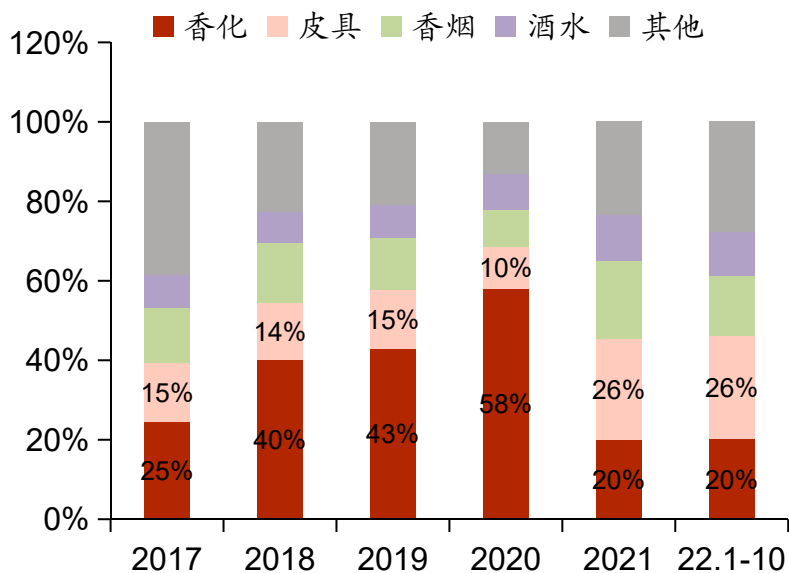
□ **韩国仁川机场免税销售额和规划经营面积中精品占比均提升。**2019年仁川机场免税香化妆品销售额占比为58%。疫后有多多个高端品牌入驻仁川机场，同时LV、香奈儿于2022年撤出部分市内店柜台，推动游客在机场店购买高奢商品，仁川机场皮具精品销售额占比提升。根据穆迪戴维特数据，新一轮免税合同（2023年7月开始）中精品、时尚配饰规划面积1.2万平，占比由之前的43%提升至49%。

□ **迪拜免税中国消费者时尚商品销售额占比提升。**2019年，中国游客在迪拜免税的消费额中时尚品占比仅为11%，2013年1月该比例提升至23%。

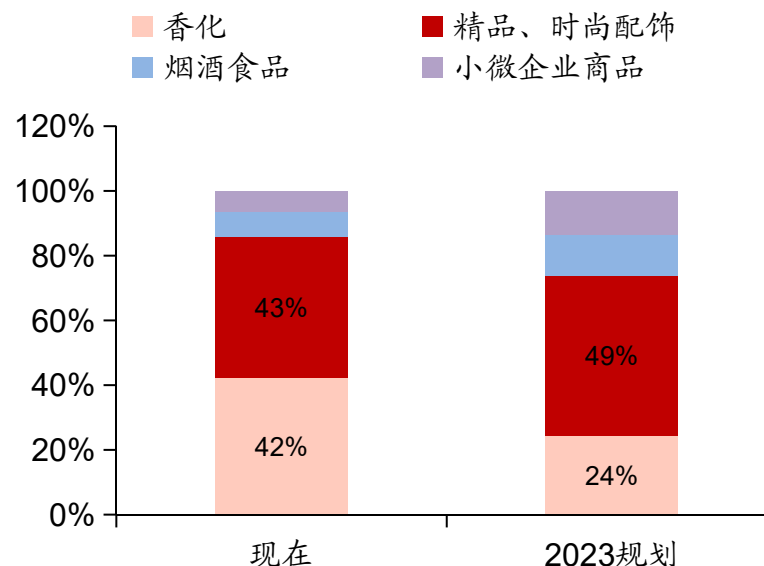
图：迪拜免税中国游客消费中时尚品占比提升



图：仁川机场免税销售品类结构



图：仁川机场免税店经营面积结构



表：仁川机场免税店经营面积（平）

	2022年12月	规划
香化	8430	5909
精品、时尚配饰	8660	11925
烟酒食品	1579	3058
小微企业商品	1251	3280
总面积	19920	24172

资料来源：穆迪戴维特免税，浙商证券研究所

03 海外复苏趋势4：疫后机场免税租金议价权恢复

□ 2022年多个欧美机场的租金恢复率与客流恢复率相当，可知随着客流恢复机场渠道价值不减。从部分机场疫后的招标书来看，疫后机场免税租金将超过疫情前租金水平。

□ 韩国仁川机场2022年12月发布新一轮免税经营招标书，新一轮招标书特点：

1) 客流完全恢复后，保底租金相对较高。本次招标书取消了过往的保底租金条款，采用客流量*单个旅客收取租金的模式，单人次收费标准按照区域和品类进行了区分。新协议下，若客流量恢复到2019年，最低租金要求为0.71（亿人次）*17253（韩元）=12278亿韩元（约73亿元人民币），为2019年免税租金收入的81%，考虑到中标运营商会有一定程度的加价，则客流完全恢复后保底租金将与疫情前总租金水平较为接近；若销售额恢复到2019年，按照29%扣点率（前四大品类香化、皮具、香烟、酒水平均扣点率）计算的租金收入为8108亿韩元（约48亿元人民币），为2019年租金收入的53%，可知扣点率相比疫情前有较大幅度的降低。新模式下，中标运营商将更有动力做大销售规模。

2) 合同期限为10年，较疫情前明显拉长。本轮合同起始日期为2023年7月，期限为10年，相比疫情前（经营5年后可选择延长5年）明显拉长。

表：新一轮招标书每人每次租金最低要求

区域	品类	每人每次收取最低租金（韩元）
DF1-2022	香化、烟酒、食品	5346
DF2-2022	香化、烟酒、食品	5617
DF3-2022	时尚	2078
DF4-2022	时尚	1863
DF5-2022	奢侈品	1056
DF8-2022	全品类	583
DF9-2023	全品类	710
总和		17253

表：新一轮招标书各品类扣点率

商品	扣点	品类	扣点
香水和化妆品	30%	皮革与时尚	20%
电子美容设备	20%	时尚饰品	20%
酒	34%	手表	20%
烟草	31%	太阳镜	20%
电子烟	8%	电子产品	8%
人参和红参	25%	纪念品	20%
包装食品	25%	玩具及婴儿用品	8%

- 3月17日，首轮竞标结果公布。本次参与竞标的运营商有韩国本土免税运营商乐天、新罗、新世界、现代以及中国免税龙头中国中免。本次招标面向大型免税商共5个标段，分为香化和精品两个大组。从目前对单人次租金的出价来看，出价最高的是新罗（香化）和新世界免税（新世界），中免排在第三位。多个标段的最高价超过招标书中的最低标准60%以上，体现出免税运营商对于机场渠道能够达到的销售规模抱有较高期望。
- 若将每个标段的最高出价进行加总，单人次租金约为132元人民币（按2023年3月17日汇率计算，1人民币=189韩元），2019年客流水平对应总保底租金收入将超过90亿元（按2023年3月17日韩元兑人民币汇率计算），超过疫情前水平。此外，中小免税商竞标情况尚未公布，同样也会贡献租金收入。（注：仁川机场按照出价（40%）+商业计划书（60%）进行综合评分，并非完全价高者得，该测算仅供参考。）

表：首轮竞标价格大幅超出最低要求

	最高出价 (韩元)	最低要求 (韩元)	品类	涨价幅度	客流完全恢复后对应收入 (亿韩元)
DF1	8987	5346	香化	68%	6381
DF2	9163	5617	香化	63%	6506
DF3	2690	2078	精品	29%	1910
DF4	2506	1863	精品	35%	1779
DF5	1706	1056	精品	62%	1211
最高出价对应保底租金 (亿韩元)	17787				
最高出价对应保底租金 (亿人民币)	94				

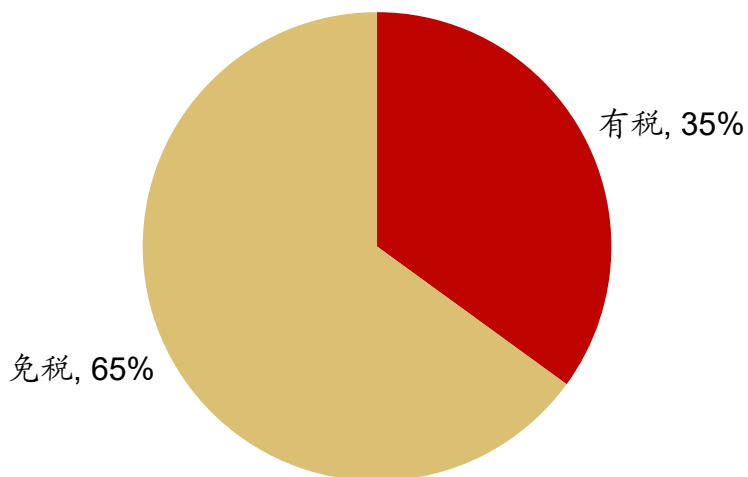
表：仁川机场各标段面积及各免税运营商出价 (韩元/人次)

	面积 (平方米)	新罗出价	新世界出价	乐天出价	中免出价
DF1	4258	8987	8250	6738	7388
DF2	4709	9163	9020	7224	7833
DF3	4649	2530	2690	-	2238
DF4	5198	2200	2506	-	1928
DF5	2078	1705	1760	1200	-

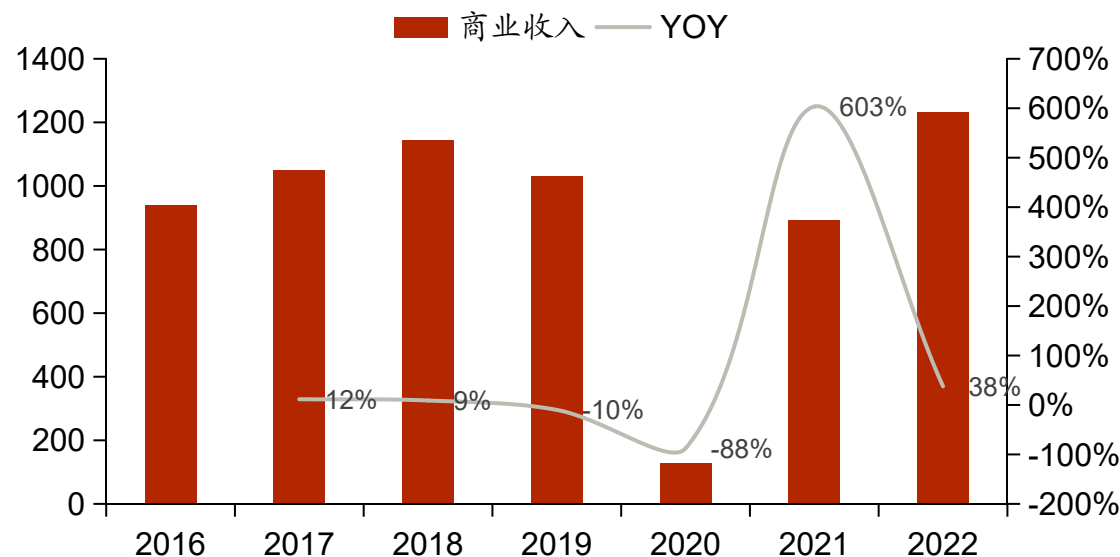
西班牙机场运营商Aena：2023年11月起开始执行新合同，预计新合同下商业收入大幅超过疫情前。

- 包含中国中免在内的10家旅游零售商参与竞标：目前Aena的零售运营商为Dufry，合同期将于2023年10月结束。新一轮协议将于2023年11月开始执行，目前Dufry、新罗、中国中免、拉格代尔等10家旅游零售商参与竞标。
- 本次招标涵盖Aena旗下26家机场的零售运营权，合同期限长达12年：中标的运营商将运营5.5万平有税+免税零售区域，约85家免税店，2022年Aena旗下机场2022年零售额中免税占比65%。
- 租金模式尚未公开，但Aena在推介会表示此轮合同累计租金总额不低于180亿欧元，年化金额为15亿欧元（12年），2019年Aena商业收入为10.3亿欧元，预计新一轮合同下租金收入大幅超过疫情前。

图：Aena旗下机场2022年零售销售额结构



图：Aena商业收入（百万欧元）及同比增速



- 白云机场免税补充协议调整仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），且只调整保底（折扣力度约为25%-100%），不调整提成比例，不影响疫情之后白云机场的收入预期。我们对白云机场国际及地区旅客吞吐量较19年的恢复率、人均免税销售额进行假设，并以此为基础对国内旅客吞吐量恢复率进行假设，得到的不同恢复情况下的敏感性测算结果如下表所示。

表：白云机场在旅客量、人均免税销售额不同场景假设下的敏感性测算（收入、利润单位：亿元；机场免税租金收入按35%扣点率计算）

	2019	假设国际客流恢复到19年的100%			假设国际客流恢复到19年的110%			假设国际客流恢复到19年的120%			假设国际客流恢复到19年的130%		
旅客吞吐量	7339	7339			8619			9353			10087		
假设：疫后恢复率		100%			117%			127%			137%		
其中：国内	5467	5467			6561			7107			7654		
假设：疫后恢复率		100%			120%			130%			140%		
国际及地区	1871	1871			2058			2246			2433		
假设：疫后恢复率		100%			110%			120%			130%		
免税业务：													
人均免税消费额	103	100	150	200	100	150	200	100	150	200	100	150	200
假设：较19年的增速		-3%	46%	94%	-3%	46%	94%	-3%	46%	94%	-3%	46%	94%
免税销售额	19	19	28	37	21	31	41	22	34	45	24	36	49
较19年的增速		-3%	46%	95%	7%	61%	114%	17%	75%	134%	27%	90%	153%
机场方免税收入	6.5	6.5	9.8	13.1	7.2	10.8	14.4	7.9	11.8	15.7	8.5	12.8	17.0
对应利润	4.9	4.9	7.4	9.8	5.4	8.1	10.8	5.9	8.8	11.8	6.4	9.6	12.8
广告收入	6.8	8.4	8.4	8.4	9.9	9.9	9.9	10.7	10.7	10.7	11.5	11.5	11.5
对应利润	5.1	6.3	6.3	6.3	7.4	7.4	7.4	8.0	8.0	8.0	8.7	8.7	8.7
有税商业收入	7.0	7.0	7.0	7.0	8.2	8.2	8.2	8.9	8.9	8.9	9.6	9.6	9.6
对应利润	5.3	5.3	5.3	5.3	6.2	6.2	6.2	6.7	6.7	6.7	7.2	7.2	7.2
其他业务收入	58.4	58.4	58.4	58.4	68.6	68.6	68.6	74.4	74.4	74.4	80.2	80.2	80.2
对应利润	-4.7	-4.7	-4.7	-4.7	-2.5	-2.5	-2.5	1.0	1.0	1.0	2.0	2.0	2.0
合计收入	78.7	80.3	83.6	86.9	93.8	97.4	101.1	101.9	105.8	109.7	109.9	114.2	118.4
合计利润	10.6	11.8	14.2	16.7	16.5	19.2	21.9	21.6	24.6	27.5	24.3	27.5	30.6

- **不同场景假设下的盈利测算（暂未考虑收购日上完成后取得的投资收益）**：上海机场免税补充协议下，其免税租金收入仅与客流挂钩、不再与销售额挂钩。基于上海机场免税补充协议设定的各档次取值，我们对上海机场国际及地区旅客吞吐量恢复率进行假设，并以此为基础对国内旅客吞吐量恢复率进行假设，得到的不同恢复情况下的盈利测算结果如下表所示。

表：上海机场国内、国际旅客量不同恢复率场景假设下的盈利测算（收入、利润单位：亿元）

主体	指标	2019年			场景假设						
浦东机场	国内旅客吞吐量 (万人次)	3764	3011	3764	4140	4517	4705	4818	4893	5006	5081
	假设：疫后恢复率		80%	100%	110%	120%	125%	128%	130%	133%	135%
	国际及地区旅客吞吐量 (万人次)	3851	1540	2311	3081	3851	4621	4814	5006	5199	5391
	假设：疫后恢复率		40%	60%	80%	100%	120%	125%	130%	135%	140%
	合计旅客吞吐量 (万人次)	7615	4552	6075	7221	8368	9326	9632	9900	10205	10473
	假设：疫后恢复率		60%	80%	95%	110%	122%	126%	130%	134%	138%
	免税业务租金收入	49	35.4	46.9	45.8	43.7	56.6	62.9	68.6	74.6	81.5
	对应净利润	37	27	35	34	33	42	47	51	56	61
	有税零售租金收入	6	3.3	4.4	5.3	6.1	6.8	7.0	7.2	7.5	7.7
	对应净利润	4	2	3	4	5	5	5	5	6	6
	航空性业务+其他非航业务收入	55	29	40	49	58	67	69	71	74	76
	对应净利润	0.1	-9.5	-6	0	1.5	3	3.5	4	4.5	5.5
	投资收益	11.5	7.8	9.7	11.1	12.6	13.8	14.2	14.5	14.9	15.2
	其中：广告	4.7	2.8	3.7	4.4	5.1	5.7	5.9	6.1	6.2	6.4
	油料公司	5.0	3.0	4.0	4.7	5.5	6.1	6.3	6.5	6.6	6.8
其他	1.9	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
归母净利润 (合计)	52.6	27.3	42.2	49.5	51.5	64.3	70.1	75.4	81.0	87.6	
虹桥机场	旅客吞吐量 (万人次)	4564	3651	4564	4792	4838	4883	4929	4975	5020	5020
	假设：疫后恢复率		80%	100%	105%	106%	107%	108%	109%	110%	110%
	收入	31.4	25.1	31.4	33.0	34.9	35.3	35.6	35.9	36.3	36.3
	归母净利润	5.1	0.4	5.1	6.3	7.8	8.0	8.3	8.5	8.8	8.8
物流公司	收入	16.2	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8	17.8
	归母净利润	2.4	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
	归母净利率	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%	15%
上海机场	合计收入	157.1	110.8	140.6	151.2	161.1	183.2	192.4	200.9	209.8	219.1
	合计归母净利润	57.8	29.2	48.1	56.2	59.6	72.2	77.9	83.2	88.8	95.2

04

投资建议

□ **推荐白云机场：**国际客流复苏趋势确定，非航收入有望超预期、成本端有望维持下行趋势，公司有望迎来收入成本剪刀差。

1) 免税方面，国际客流恢复后机场免税销售规模恢复确定性较强，公司议价权将大幅回升。2022年6月，白云机场与中国中免签署免税补充协议，此次合同调整，仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），不改变保底与提成孰高的计算模式，且只调整保底、不调整提成比例，因此，不影响疫后白云机场的收入预期。根据中国海关，23年1月白云机场免税店销售额1765万元，人均免税销售额118元，为历史最佳。19年白云机场免税店销售规模与客单价基数低，人均消费额103元，不到上海机场/首都机场的1/3，我们认为，客单价上行趋势有望持续超预期，有望驱动机场业绩超预期。

2) 有税商业方面，2022年十一白云机场LV、GUCCI、Tiffany精品店（有税）陆续开业，预计2023年将有更多高奢品牌入驻，重塑机场有税渠道商业价值。2023年3-4月，公司挂出T1、T2有税商铺招商公告，预计合同重签即将落地，并将取得不错的结果。

3) 广告方面，白云T1、T2航站楼新一轮广告协议落地，在客流恢复到19年的情况下，保底租金较上轮合同明显增长。

4) 成本端，我们认为过去几年白云机场成本控制尤其值得重视，自T2航站楼18年投产以来，白云机场员工数量从17年末的13670人下降至22年末的10168人，净减3502人，未来或将继续维持下降趋势。

□ **推荐上海机场：**随着国际客流恢复，机场免税销售规模恢复确定性较强，新增免税面积效应将显现，免税客单价有望超预期恢复，机场议价权将大幅回升。我们认为，2023年的上海机场想象空间还很大，比如调整免税合同的可能性、比如或重奢进驻。未来商业带来的业绩增量有望超预期，驱动业绩超预期。

- **航空供需大周期已至。**十四五供给增速确定性下降，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票价格天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期。
- **推荐春秋航空：**（1）中期公司增速将快于行业，成长性相对突出。我们根据上市航司2022年报披露计划测算得，五大上市航司19-25年机队规模CAGR约为3.2%，而春秋有望达到7.9%。（2）成本优势巨大，疫后业绩将率先恢复。公司单位成本显著低于其他航司，正常利用率下低线城市航线也可盈利，业绩有望率先恢复并保持高速增长。
- **推荐吉祥航空：**（1）吉祥航空与三大航重叠的优质航线占比较高，在三大航主导市场的情况下，在大周期中有望充分受益票价弹性。（2）受宽体机低利用率拖累，18-19年业绩为低基数。疫后短期利用率恢复在上市航司中领先，中期随着洲际航线拓展，在财政补贴与利用率提升的双重促进下，宽体机单机盈利能力有望迎来明显改善。（3）23年大航逐步复飞737 MAX，九元有望恢复接收MAX机型。19年起九元航空在主基地广州的时刻开始放量，21夏秋获得一线互飞时刻，未来航网效应有望显现，低成本市场空间广阔。（4）中期公司将保持快于行业的增速，成长性相对突出。
- **推荐三大航：**坐拥最优质航线资源，提价能力强，且国际运力占比大，强周期下业绩弹性有望充分释放。
- **推荐华夏航空：**作为支线航空龙头，垄断多条支线航线资源，公司在行业复苏周期将充分受益，长期发展空间广阔。

- 需求不及预期
- 油价、汇率大幅波动风险
- 免税销售额不及预期等

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>