

# 上海机场 (600009. SH) :

## 客流量恢复+潜在变现能力提升

评级:

评级: 买入

上次评级: 首次覆盖

最新收盘价: 44.76

股票代码: 600009

52 周最高价/最低价: 63.88/43.51

总市值(亿) 1113.84

自由流通市值(亿) 862.51

自由流通股数(百万) 1926.96



分析师: 游道柱

邮箱: youdz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120522060002

# 本篇报告主要观点

- **上海机场：华东最大国际枢纽机场。**以2019年为例，上海浦东国际机场国际及中国港澳台地区旅客量为3851.19万人，其中国际航线旅客量在全国机场市占率为23.3%、中国港澳台航线为21.9%。
- **量的逻辑：长期旅客量增长取决于产能。**我们认为过去上海机场旅客量增速缓慢的主要原因是产能制约，2019年9月卫星厅投产后到8000万人/年。按照125%利用率计算，上海浦东机场现有产能下能够承接1亿人/年的客流。
- **价的逻辑：变现能力取决于旅客数量与质量。**我们判断：①未来客流量恢复正常后，比如2025年后上海机场将继续拿走机场免税渠道利润的大头；②为了保证机场渠道价格的比较优势，机场免税店租金扣点率需要进行合理幅度的下调。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计上海机场2023-2025年营收为113.10亿元、169.00亿元和185.15亿元，归母净利润分别为13.08亿元、61.59亿元和74.88亿元（EPS分别为0.53元、2.47元和3.01元），对应2023年7月25日收盘价44.76元PE分别为85.19倍、18.09倍和14.88倍。考虑公司长期成长性及短期客流量在持续恢复，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济增长不及预期、疫情再次出现反复、机票价格大幅上涨。

## 盈利预测与估值

财务摘要	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	8,155	5,480	11,310	16,900	18,515
YoY (%)	89.5%	-32.8%	106.4%	49.4%	9.6%
归母净利润（百万元）	-1,578	-2,995	1,308	6,159	7,488
YoY (%)	-24.6%	-89.8%	143.7%	371.0%	21.6%
毛利率 (%)	-19.2%	4% - 9%		42.8%	47.0%
每股收益（元）	-0.68	-1.26	0.53	2.47	3.01
ROE	-4.4%	-7.6%	3.2%	13.1%	13.7%
市盈率	-65.82	-35.52	85.19	18.09	14.88

资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 目录

contents

- 01 上海机场：华东最大国际枢纽机场
- 02 量的逻辑：长期旅客量增长取决于产能
- 03 价的逻辑：变现能力取决于旅客数量与质量
- 04 中短期角度：23-25年基本面判断
- 05 盈利预测及投资建议
- 05 风险提示

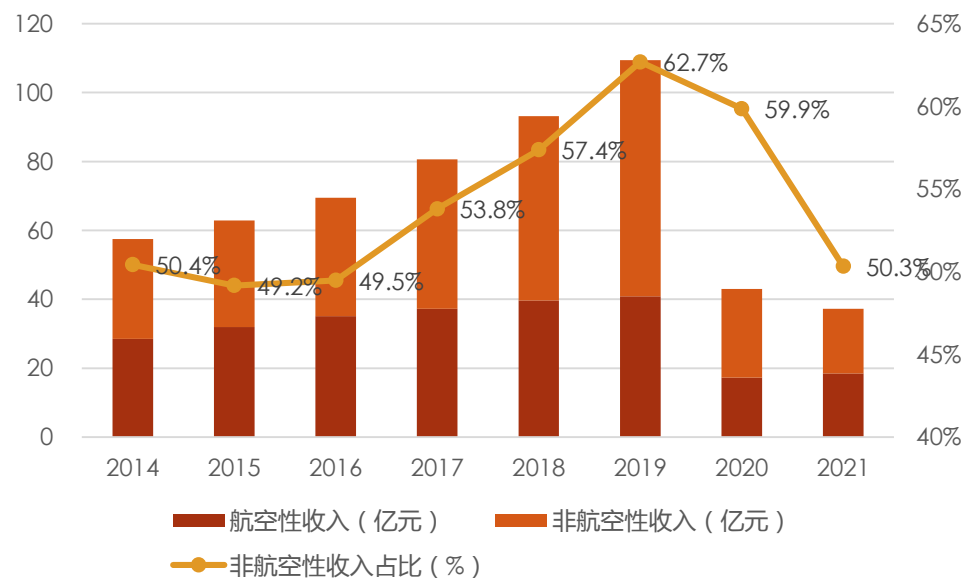
1

上海机场：华东最大国际枢纽机场

# 1.1 公司为华东最大国际枢纽机场

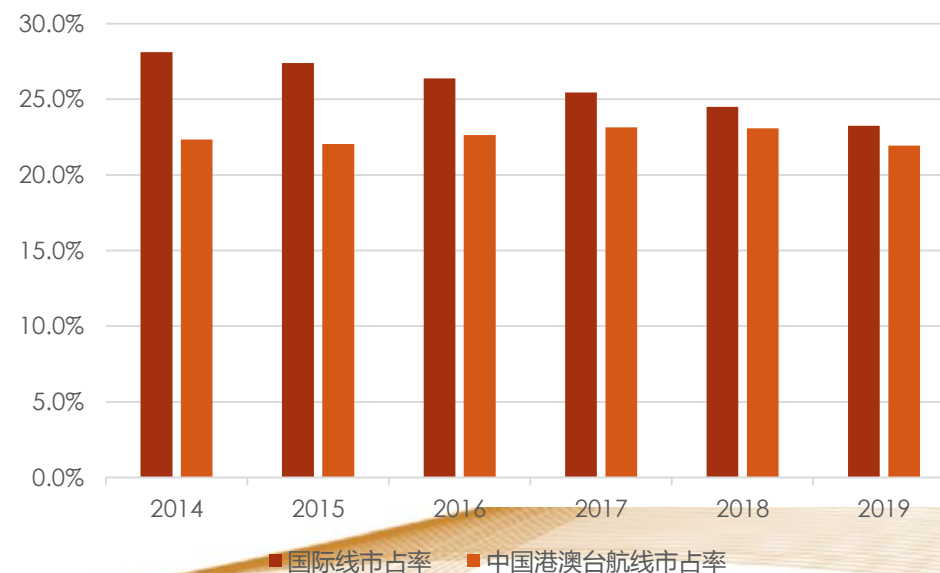
- 公司营收构成主要包括航空性收入和非航空性收入。以2019年为例，非航空性收入占比达到了62.7%。
- 2022年7月上海虹桥国际机场正式注入上市公司（此前仅包括上海浦东国际机场）。以2019年为例，上海浦东国际机场国际及中国港澳台航线旅客量为3851.19万人，其中国际航线旅客量在全国机场市占率为23.3%、中国港澳台航线为21.9%。

图表：2014-2021年上海机场营业收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2019年上海机场国际线、中国港澳台地区航线旅客在全国市占率 (%)

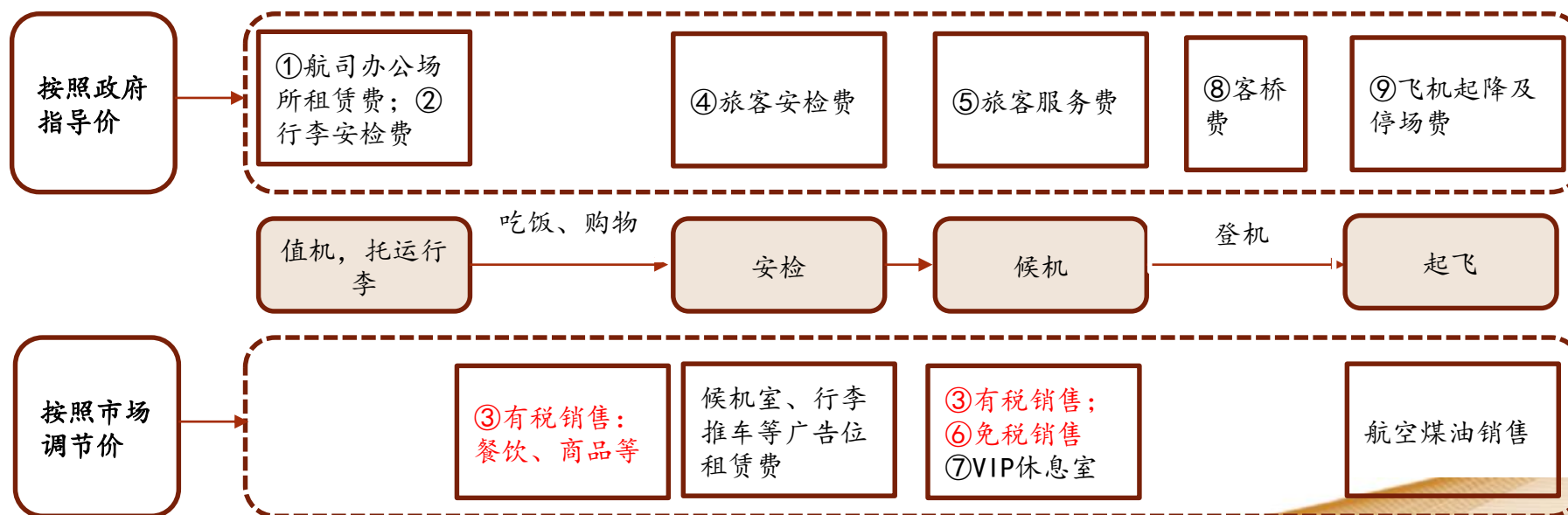


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2 公司的盈利模式为客流量变现

- ①航空性收入指提供航班起降、旅客综合、安全检查、航空地面等服务取得的收入，采取政府指导价，但国际及中国港澳台地区航线单架航班/旅客的收费标准高于国内航线。
- ②非航空性收入包括特许经营权业务、租赁业务、广告业务等取得的收入，采取市场调节价。

图表：枢纽机场的盈利模式

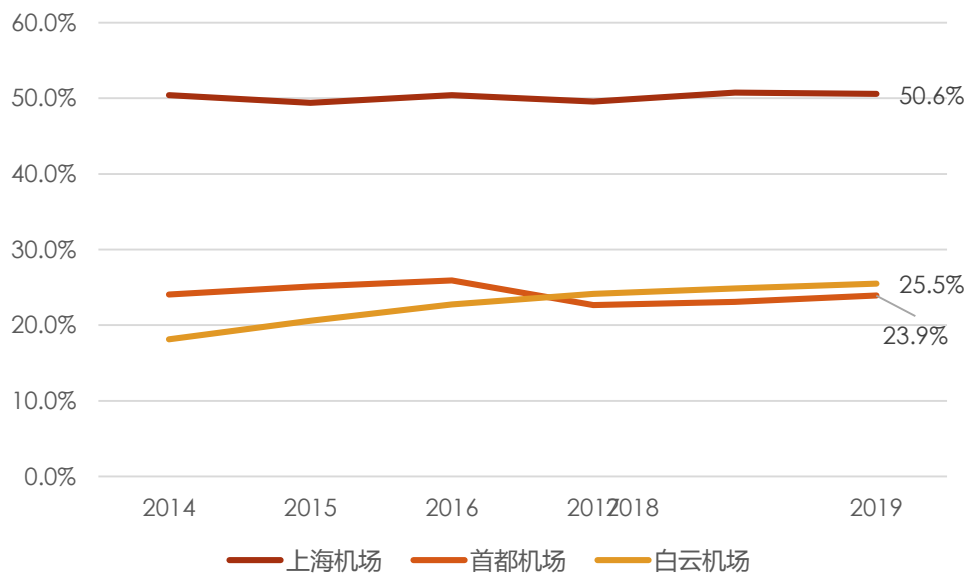


资料来源：华西证券研究所

## 1.3 公司是国内盈利能力最强的枢纽机场

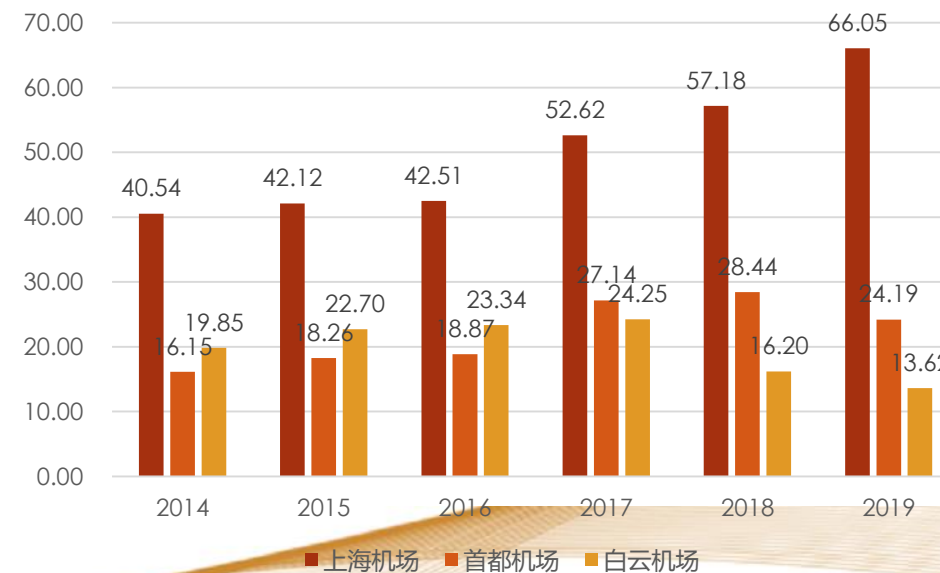
- 国际及中国港澳台地区航线旅客占比的差异是枢纽机场盈利能力差异的最核心因素：①以2019年为例，上海机场、首都机场、白云机场的国际及中国港澳台地区旅客量占比分别为50.6%、23.9%、25.5%；②上述三个机场2019年的单个旅客平均归母净利润分别为66.05元、24.19元、13.62元，上海机场单客盈利能力分别是首都机场、白云机场的2.7倍、4.8倍。

图表：2014-2019年上海机场、首都机场及白云机场国际及中国港澳台航线旅客占比 (%)



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2019年三家枢纽机场单位旅客平均贡献归母净利润 (元)

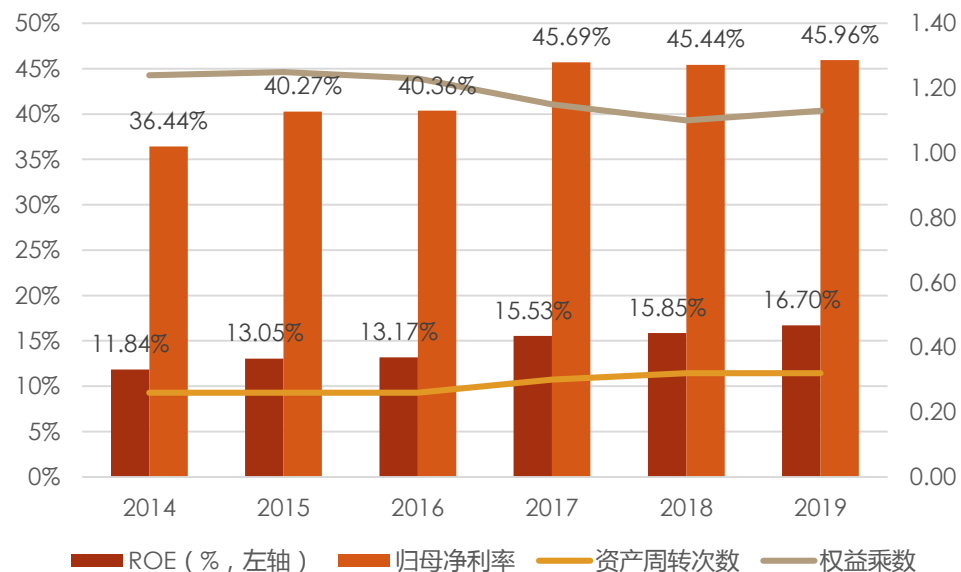


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.4 公司ROE主要靠高净利率驱动

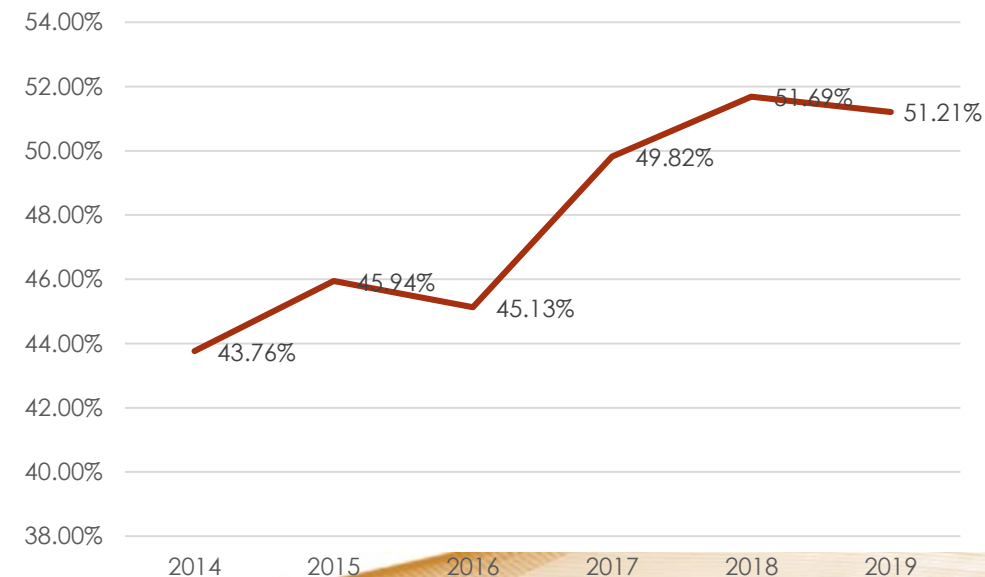
- 2014-2019年公司的ROE均值为14.36%。细拆公司ROE的主要项目，我们发现公司的ROE主要靠高归母净利率驱动，比如2014-2019年公司的归母净利率均值为42.36%。
- 公司的高净利率则主要源自高毛利率。以2014-2019年为例，公司毛利率从2014年的43.76%稳步提升至2019年的51.21%。

图表：2014-2019年上海机场ROE及拆解情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2019年公司毛利率变化趋势 (%)



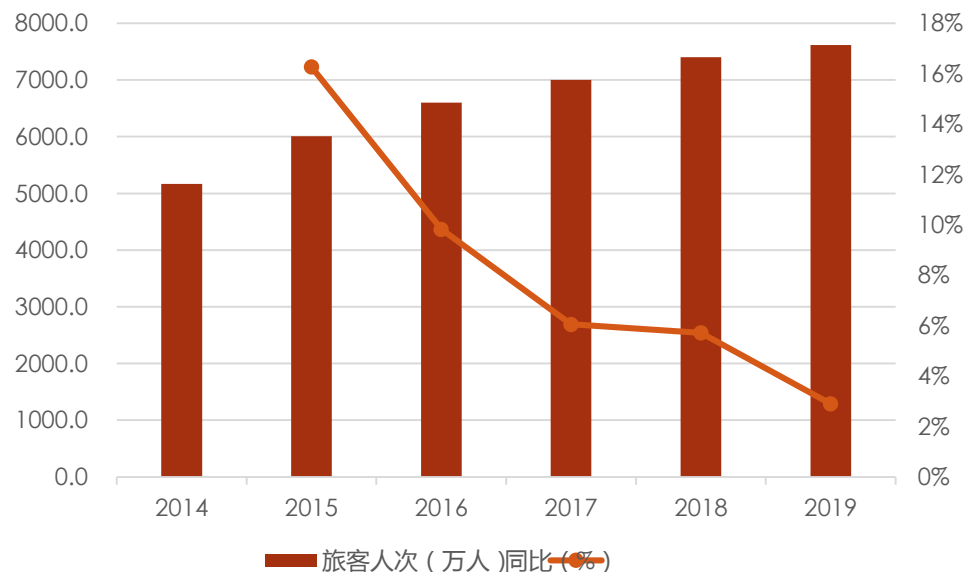
资料来源：公司公告，华西证券研究所



## 1.5 我们预计长期角度公司将延续量价双升

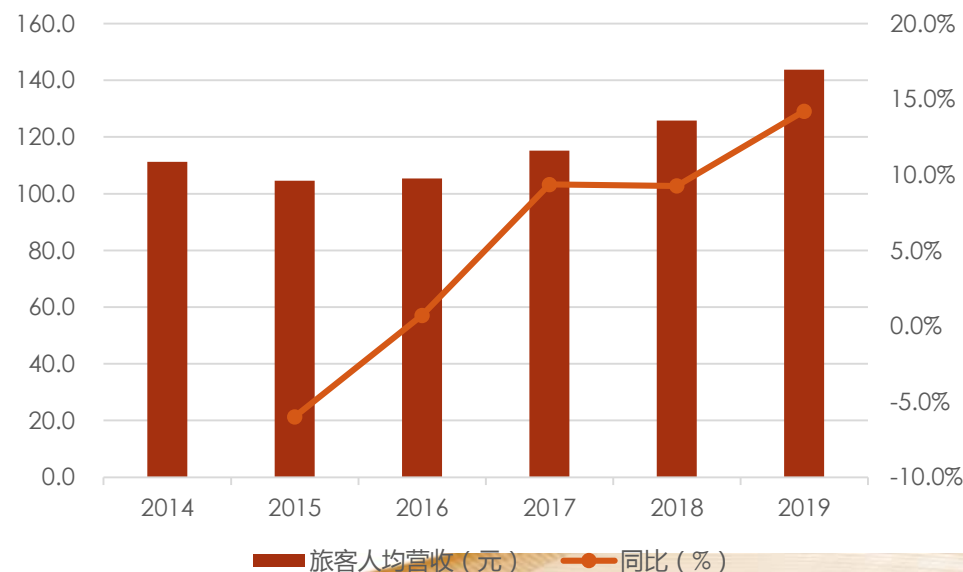
- 不考虑疫情对客流量的影响，预计长期角度公司将延续量价双升态势：
- ①量：2014-2019年上海机场旅客人次复合增速为8.1%。我们将在报告第二章讨论上海机场未来客流量增长的逻辑。
- ②价：2014-2019年上海机场旅客人均营收复合增速为5.3%。我们将在报告第三章讨论未来旅客人均营收增长的逻辑。

图表：2014-2019年上海机场旅客人次及变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图表：2014-2019年旅客人均营收及变化趋势



资料来源：公司公告，华西证券研究所

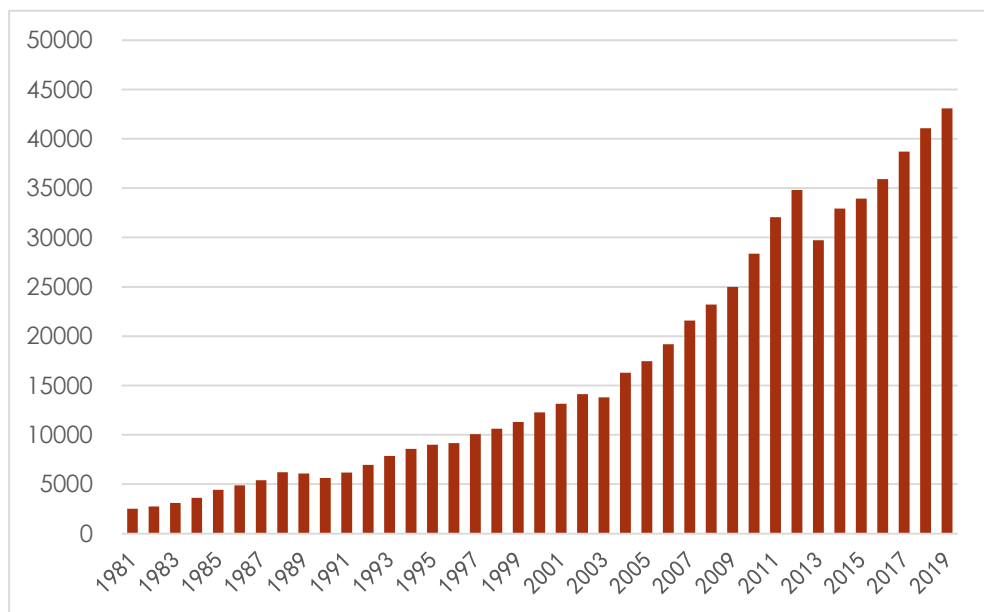
2

量的逻辑：长期旅客量增长取决于产能

## 2.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

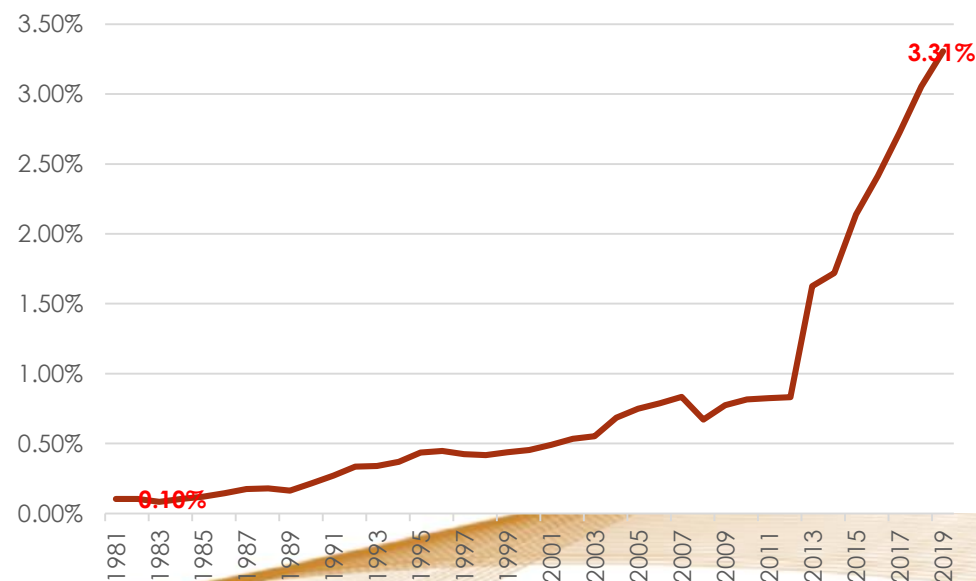
- **航空客运总需求=出行总需求\*航空出行渗透率：**
- ①**经济增长是出行总需求增长的底层逻辑。**一方面体现在出行人次的增长，另一方面体现在出行距离的拉长，比如企业在异地扩张市场引发更长距离的差旅需求，再比如旅客前往更远目的地去旅游。
- ②**航空出行是旅客出行的消费升级。**任何一个出行方式的成本包括直接成本（票价）和时间成本，人均可支配收入增长直接带动旅客时间成本提升，这个是航空出行渗透率提升的最底层逻辑。

图表：1981-2019年旅客周转量（亿人公里）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：1981-2019年航空旅客占比（%）

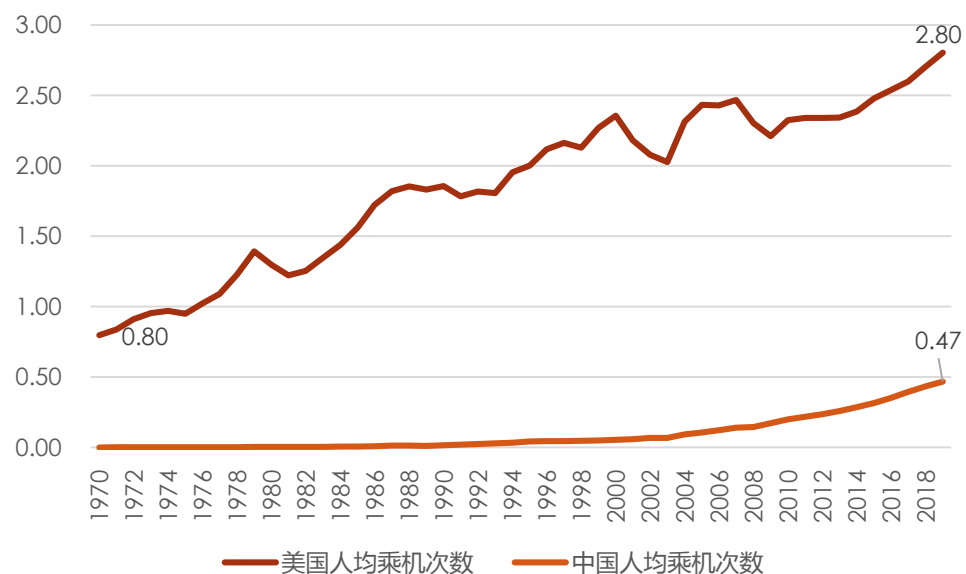


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.1 行业需求：中国航空出行还在成长期的上半场

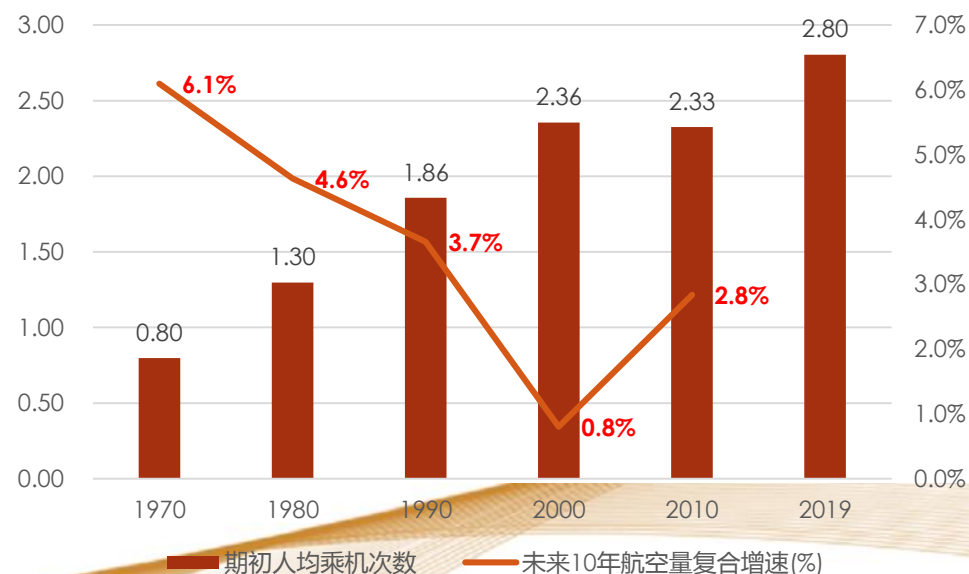
- **中美两国横向对比：**以2019年为例，中国人均航空出行人次仅0.47次，而同期美国为2.80次。1995年美国人均乘机次数达到2次后，1995-2019年航空客运量复合增速为2.3%，甚至2014-2019年复合增速达到了4%。
- **纵向看中国：**中国人均乘机次数从0.2次（2010年）增长至0.39次（2017年），花费时间为7年，期间航空客运量复合增速为10.8%。假设2027年中国人均乘机次数达到0.8次（从0.39次到0.8次，花费10年时间），则2017-2027年航空客运量复合增速为7.4%。参考美国1970年人均乘机次数达到0.8次后的增速情况，我们认为2027-2047年中国航空需求增速依旧可以保持5%左右增速，**当前中国航空出行还在成长期的上半场。**

图表：1970-2019年中国美国人均乘机次数对比



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：过去近50年美国人均乘机次数及复合增速情况

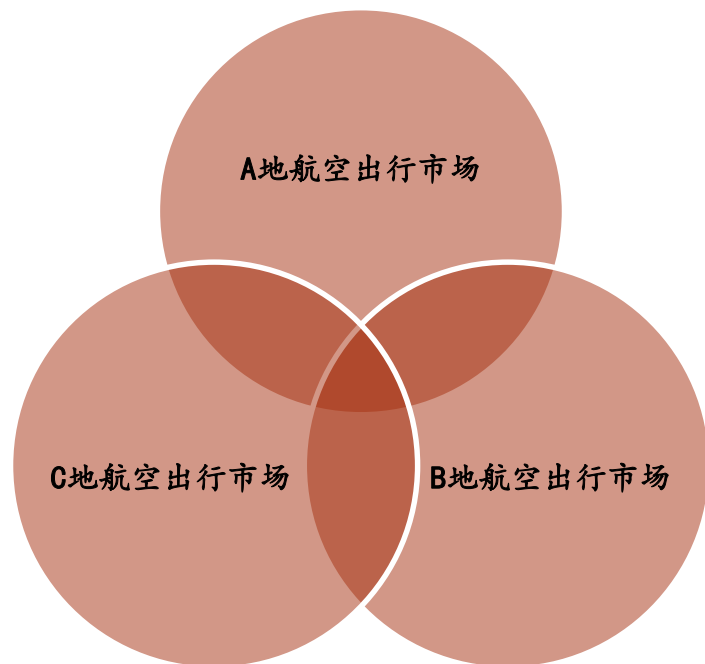


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.2 公司角度：长三角是公司旅客量增长的 $\beta$

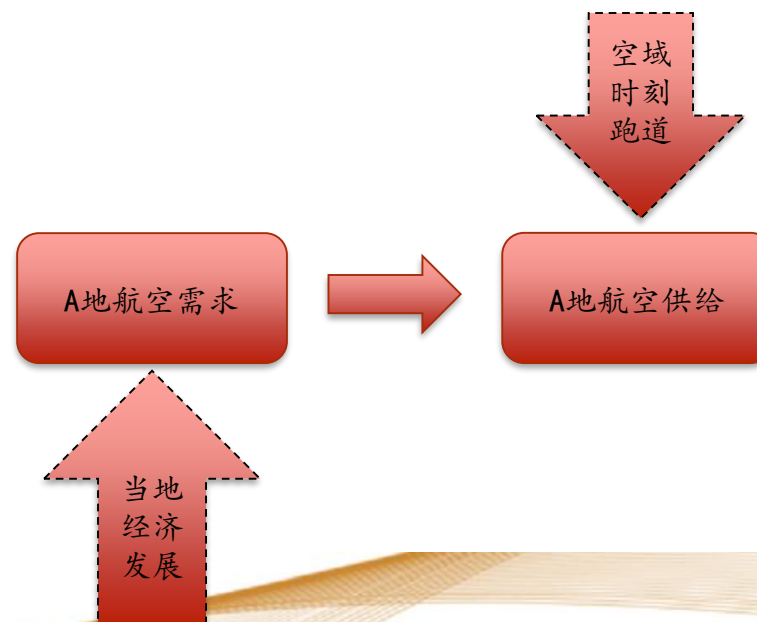
- 我们认为航空出行与住宅市场类似，是由彼此既相互独立、但又存在一定重合的区域市场构成：
- ①对于国内航线市场，机场所在地是其直接经济腹地，仅周边部分暂没有机场的低线城市可能是两个市场重合的部分。
- ②对于国际航线市场，中等以下飞行距离（比如3个小时飞行时间），与国内航线类似，两个城市航空出行市场重合度不高。但对于长距离的飞行（比如跨大洲），龙头机场极有可能凭借航班优势而在本区域取得较高的市占率。

图表：航空市场的特点



资料来源：华西证券研究所

图表：区域航空市场分析框架

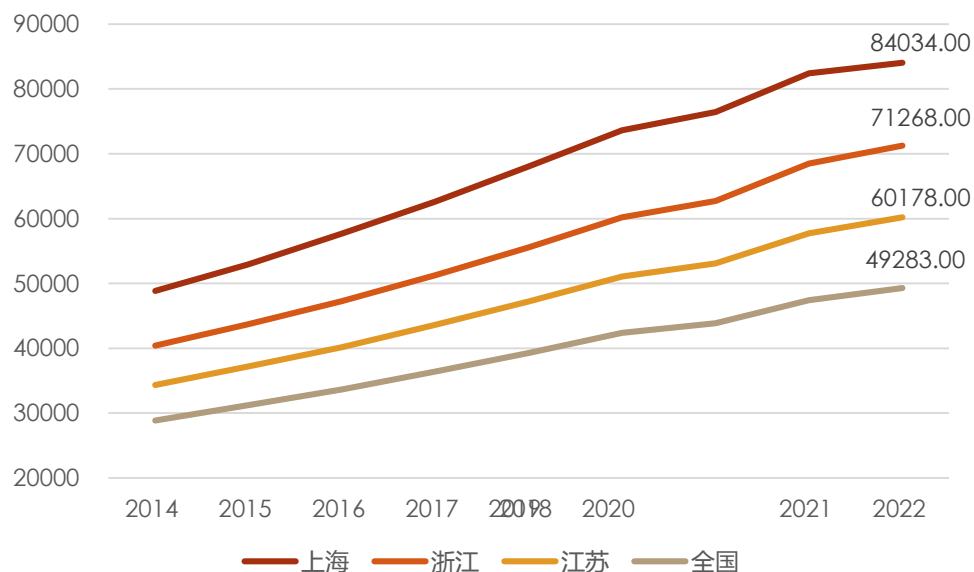


资料来源：华西证券研究所

## 2.2 公司角度：长三角是公司旅客量增长的 $\beta$

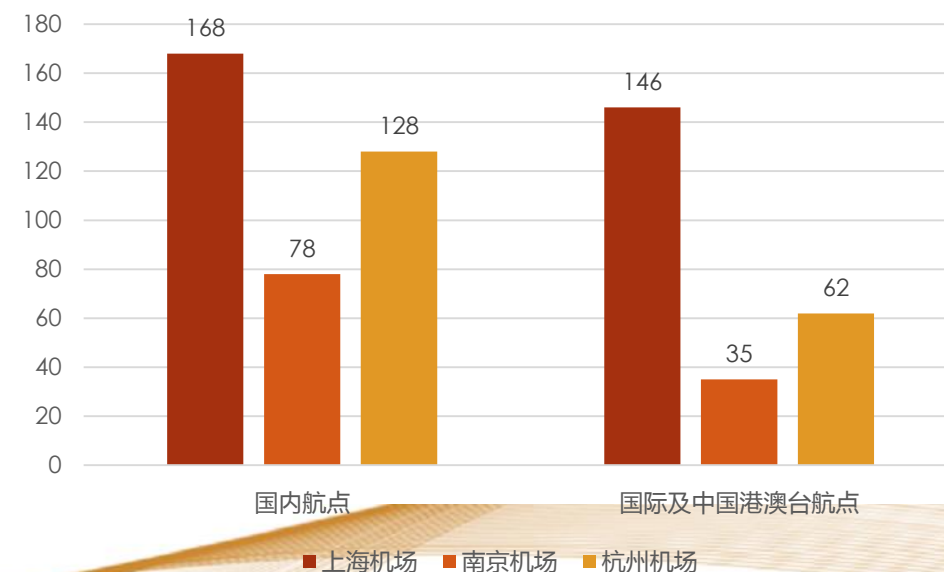
- 对于公司而言，长三角是其旅客量增长的  $\beta$ ：
- ①从需求角度，长三角地区经济发展活力决定上海机场的潜在需求。
- ②从旅客角度，“机票价格、起飞时间、准点率、体验感”是其选择航班的核心指标，尤其对于长距离的飞行（比如跨大洲），龙头机场极有可能凭借航班优势而在本区域取得较高的市占率。

图表：江浙沪及全国城镇居民人均可支配收入情况（元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：上海、南京、杭州三地机场的航点情况（个）

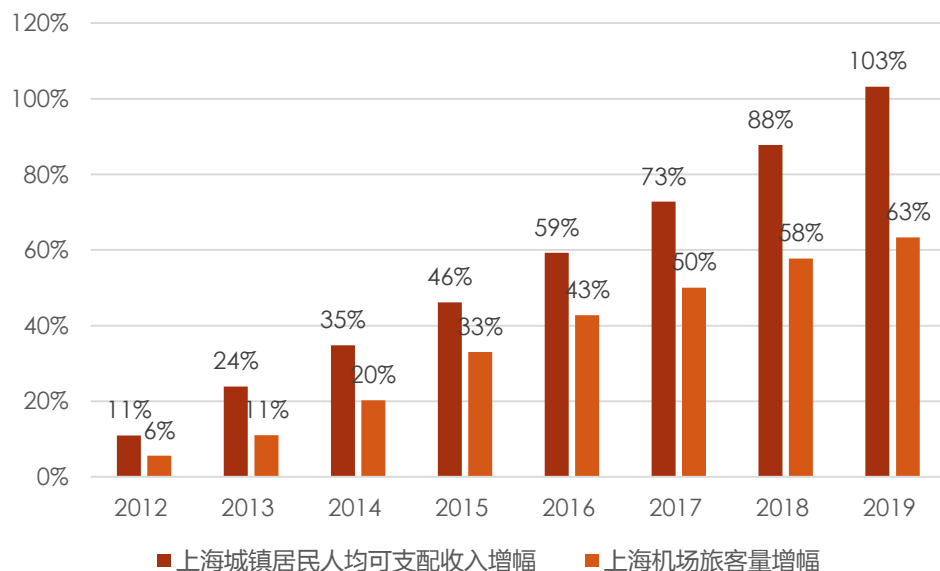


资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 2.3 长期角度：公司旅客量增长取决于产能

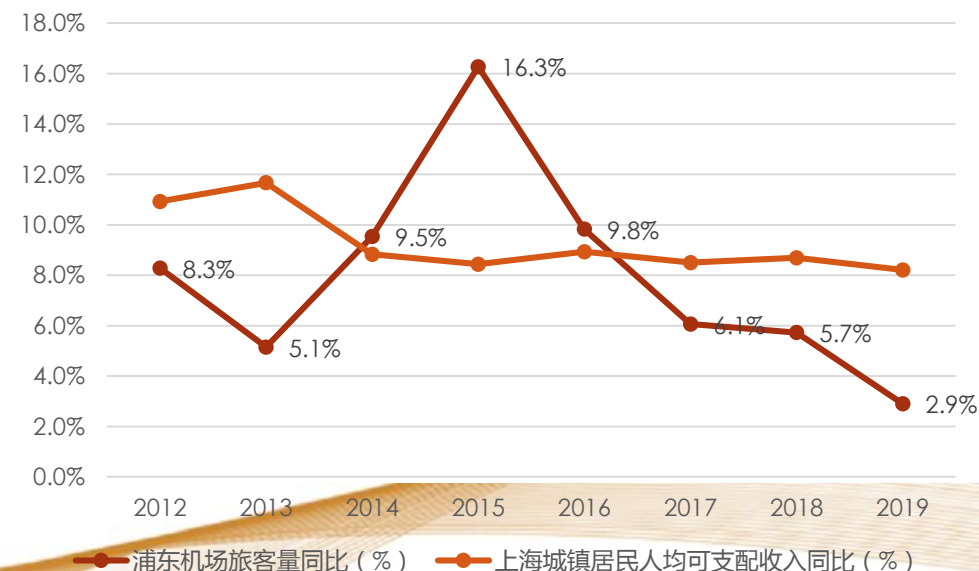
- 我们认为过去上海机场旅客量增速缓慢的主要原因是产能制约：
- ①人均可支配收入增长是航空出行增长的底层逻辑。2011-2019年期间，上海城镇居民人均可支配收入累计增幅为103%，上海两场（虹桥、浦东）旅客量累计增幅为63%，而同期全国城镇居民人均可支配收入及机场旅客量累计增幅分别为115%、94%。
- ②以上海浦东机场为例，2011年到2019年9月期间仅有4号跑道投运（2015年3月28日首航），2015、2016年浦东机场旅客量增速超过了同期上海城镇居民人均可支配收入增速。

图表：以2011年为基数，上海城镇居民人均可支配收入及上海机场旅客累计增幅



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2012-2019年浦东机场旅客量、上海城镇居民人均可支配收入同比增速（%）

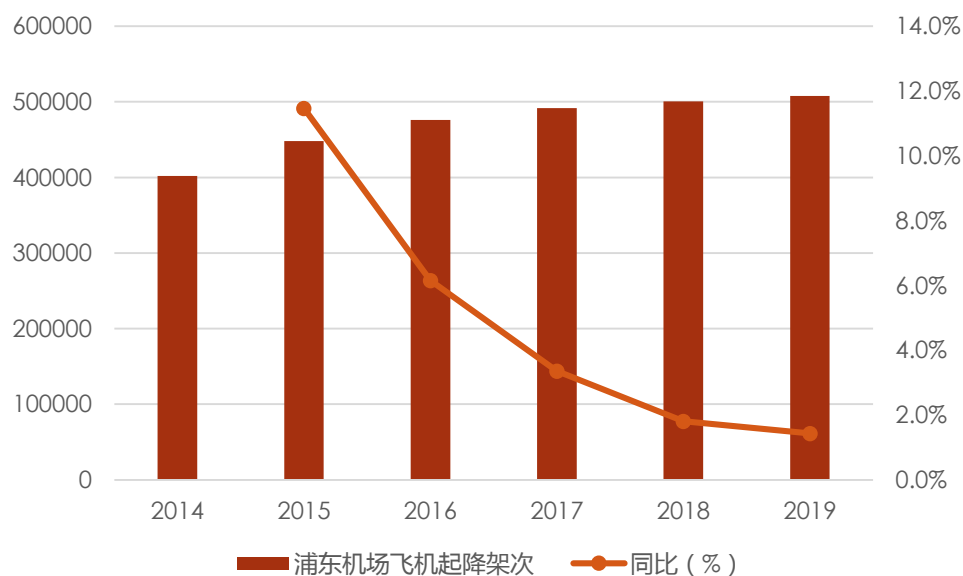


资料来源：wind，华西证券研究所

## 2.3 长期角度：公司旅客量增长取决于产能

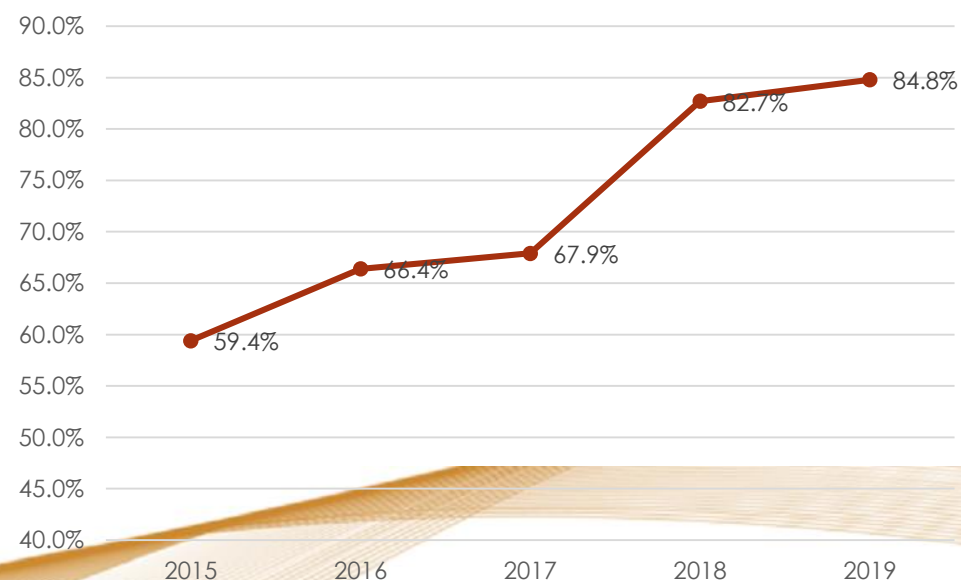
- 我们应该看到2019年9月浦东卫星厅投运后，公司有效产能的扩张：
- ①**航站楼**：浦东T1与T2合计设计容量为6000万人/年，2019年9月卫星厅投产后到8000万人/年（资料来源：公司公告）。按照125%利用率计算，现有产能下能够承接1亿人/年的客流。
- ②**登机桥**：浦东T1与T2合计登机桥70个，卫星厅S1S2合计新增83个。
- ③**跑道**：目前5条跑道，5号跑道暂时未商用（用于国产大飞机试飞）。
- ④**时刻容量**：飞机靠桥率提高带动航班正常放行率提升，将是未来时刻容量提升的主要因素。

图表：2014-2019年浦东机场飞机起降架次变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2015-2019年上海浦东机场航班正常放行率 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所



## 2.4 本章小结

- **结论一：**结合航空出行供给和需求端的特点，我们认为长期角度影响上海机场旅客量的主要因素是其产能。
- **结论二：**假设在没有疫情情况下，在现有产能下，预计2025年浦东机场旅客将达到10239.60万人，其中国际及中国港澳台航线旅客占比将达到55.46%（核心假设：①19-25年飞机起降架次每年增长3%，20年国际及中国港澳台航班占比48%，21-25年每年提升0.5%；②19-25年单架飞机平均旅客人数每年增长2%、国际及中国港澳台飞机单架旅客人数每年增长2.5%。）

图表：假设没有疫情，2020-2025年浦东机场旅客量预测结果

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
飞机起降架次（架）	402106	448213	475775	491744	500626	507779	523012	538703	554864	571510	588655	606315
同比（%）		11.47%	6.15%	3.36%	1.81%	1.43%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
国际及中国港澳台架次（架）	187508	203780	220736	230320	239640	240793	251046	261271	271883	282897	294328	306189
占比（%）	0.466315	45.46%	46.40%	46.84%	47.87%	47.42%	48.00%	48.50%	49.00%	49.50%	50.00%	50.50%
单架飞机人数（人）	128.45	133.18	138.73	142.35	147.83	149.96	152.96	156.02	159.14	162.32	165.57	168.88
同比（%）		3.68%	4.16%	2.61%	3.85%	1.44%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
国际及中国港澳台单架人数（人）	138.98	145.76	150.70	150.73	156.79	159.94	163.94	168.03	172.24	176.54	180.95	185.48
同比（%）		4.87%	3.39%	0.02%	4.02%	2.01%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%	2.50%
旅客人次合计（万人）	5165.20	5969.33	6600.22	7000.13	7400.65	7614.80	8000.11	8404.91	8830.20	9277.01	9746.43	10239.60
同比（%）		15.57%	10.57%	6.06%	5.72%	2.89%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%	5.06%
国际及中国港澳台旅客（万人）	2606.04	2970.24	3326.57	3471.54	3757.38	3851.19	4115.55	4390.25	4682.80	4994.31	5326.00	5679.16
占比（%）	0.504538	49.76%	50.40%	49.59%	50.77%	50.58%	51.44%	52.23%	53.03%	53.84%	54.65%	55.46%

3

价的逻辑：变现能力取决于旅客数量与质量

## 3.1 归因分析：免税是旅客人均营收增长的核心因素

- 我们用旅客人均营收来表征上海机场的“价”。以2014-2019年为例，期间上海机场旅客人均营业收入累计增幅为29.1%（增加的金额为32.39元），同期旅客人均免税租金收入累计增幅为153%（增加的金额为41.37元），旅客人均免税租金收入的增量贡献了期间旅客人均营业收入增量的128%。

图表：2014-2019年上海机场旅客人均营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
人均营收（元）	111.34	105.29	105.32	115.17	125.84	143.73
同比（%）		-5.43%	0.03%	9.35%	9.26%	14.21%
人均航空性收入（元）	55.20	53.53	53.21	53.20	53.64	53.63
同比（%）		-3.02%	-0.60%	-0.01%	0.82%	-0.01%
人均非航（不含免税，元）	29.09	27.31	26.45	25.47	22.47	21.68
同比（%）		-6.14%	-3.15%	-3.69%	-11.80%	-3.50%
人均免税租金（元）	27.05	24.46	25.67	36.50	49.74	68.42
同比（%）		-9.57%	4.94%	42.21%	36.27%	37.56%

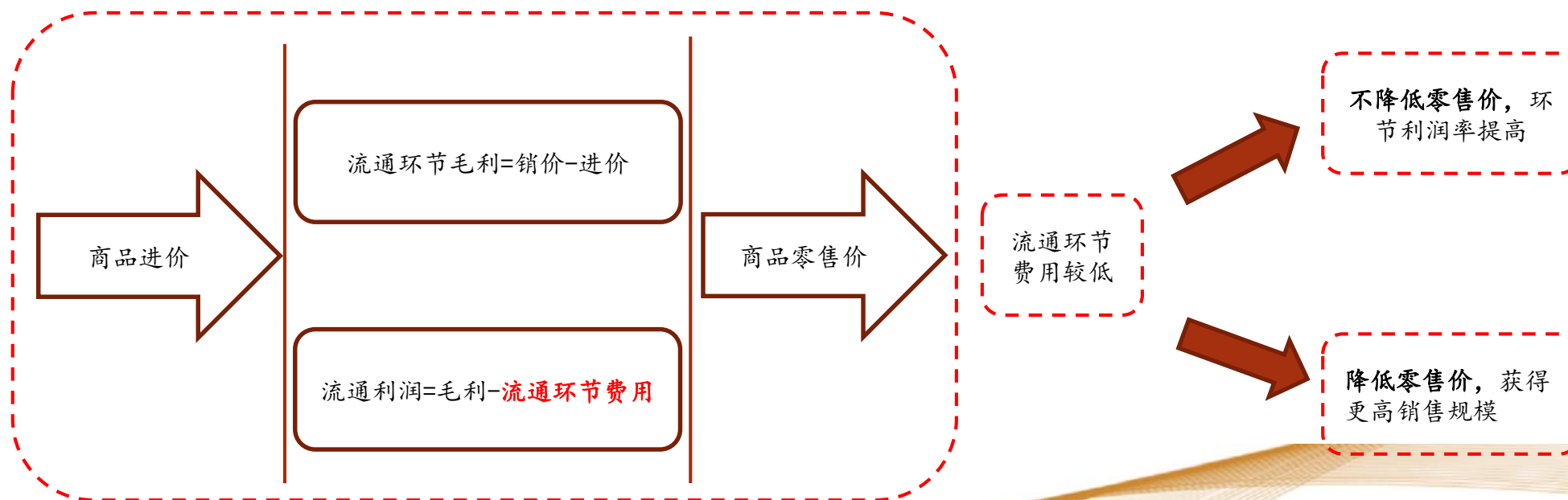
资料来源：wind，华西证券研究所

注：为了统一口径对比，这里计算人均免税租金的分母部分包括了国内旅客

## 3.2 渠道效率比较优势是上海机场免税增长底层逻辑

- 我们认为免税的底层属性之一是零售，这个行业真正的作用是实现商品从厂家到消费者的转移。由于面对上游供应者、下游消费者均是完全竞争的状态，任何渠道的超额利润主要来自渠道效率的提升。
- 上海机场免税店销售规模的增长，实现的是其对海外免税有税渠道、甚至国内有税渠道的替代（仅指上海机场进出境旅客对应的潜在需求）。

图表：上海机场免税店渠道分析框架

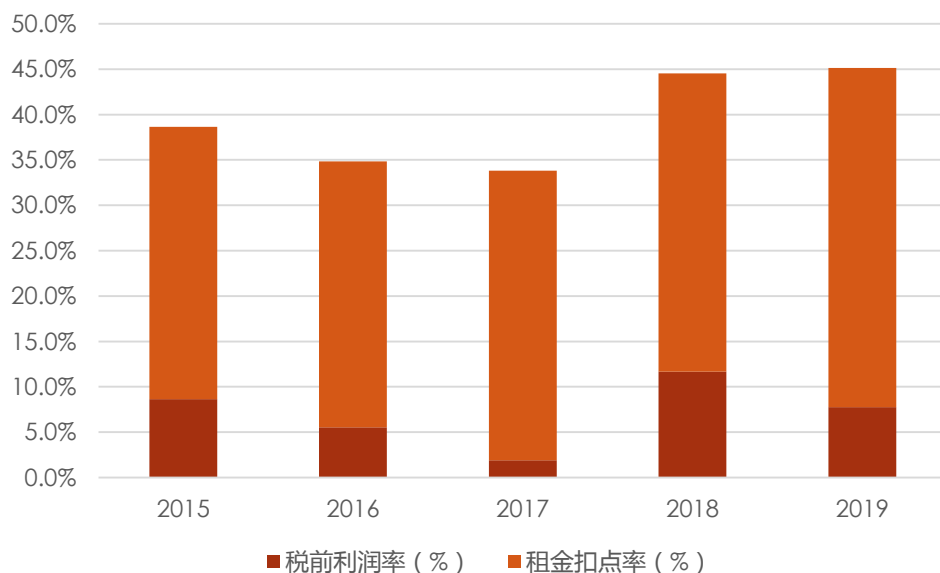


资料来源：华西证券研究所

## 3.2 渠道效率比较优势是上海机场免税增长底层逻辑

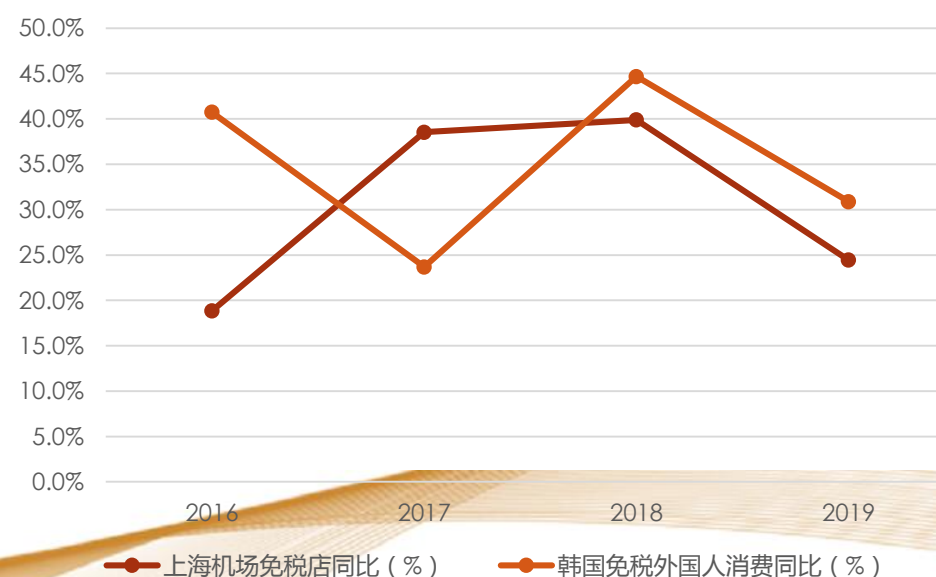
- 以2015-2019年为例，期间上海机场免税租金率从30.02%提升至37.38%，日上上海净利率则从6.47%微降至5.81%。按照日上上海25%所得税率、以及“毛利率-期间费用率（不含租金）-综合租金率=税前净利率”来匡算，“毛利率-期间费用率（不含租金）”从2015年的38.64%提升至2019年的45.13%。
- 我们推算上海机场免税店将效率优化的部分（比如销售规模增长带来进货价格优化、期间费用（不含租金）部分的规模效应），一部分用来让利消费者来保持渠道价格的比较优势，但另一部分用来应对租金率的上涨，因此2015-2019年上海机场免税店销售额累计增幅187%，并没有跑赢同期韩国免税外国人消费金额（同期累计增幅为230%）。

图表：上海机场免税店税前利润率、租金扣点率变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：上海机场免税店、韩国免税外国人销售规模同比增速 (%)

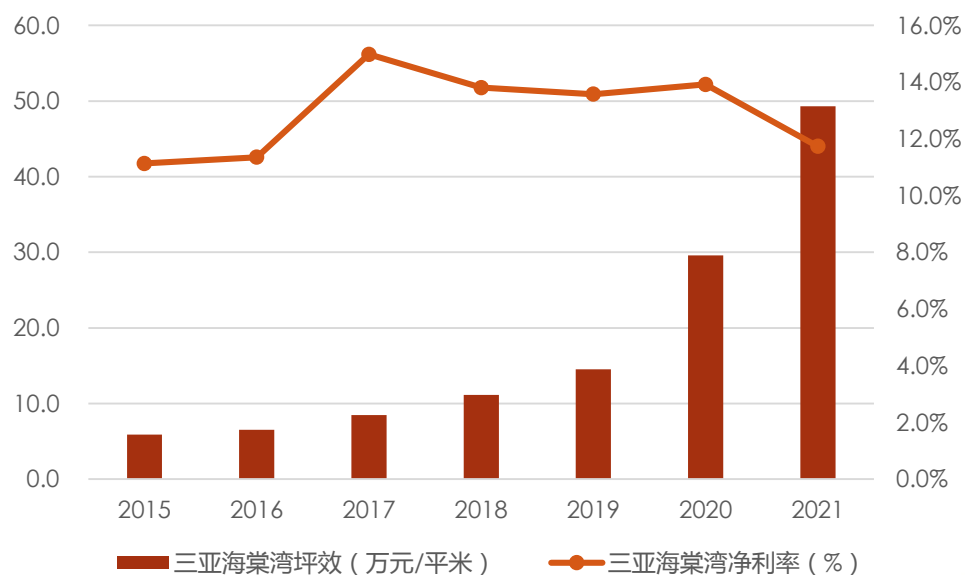


资料来源：wind，华西证券研究所

## 3.2 渠道效率比较优势是上海机场免税增长底层逻辑

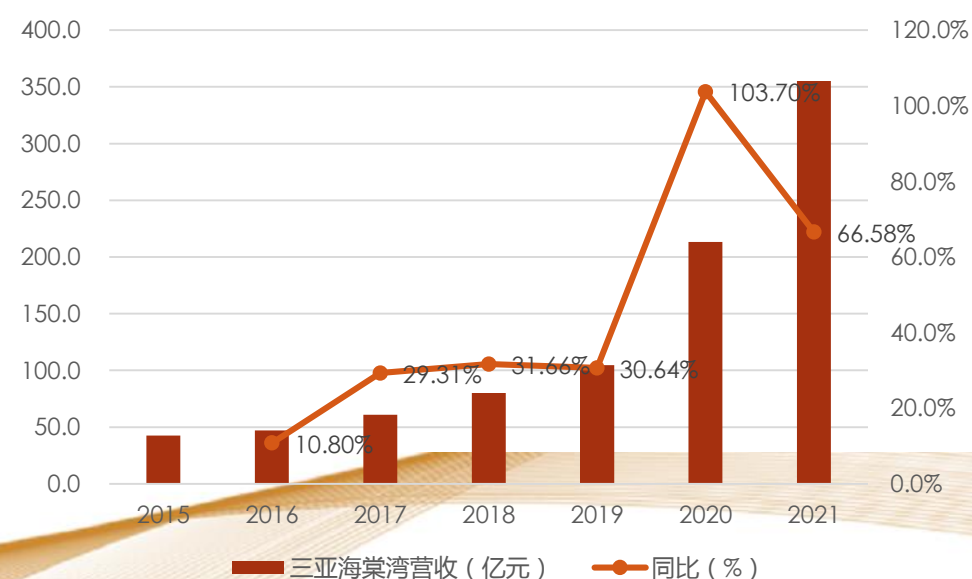
- 再以三亚海棠湾免税城为例，其成本效率的优化，一方面来自进货成本的下降（伴随销售规模增长），另一方面来自人力成本和固定资产的规模效应（三亚海棠湾免税城为中免自有物业）。
- 2015-2019年，三亚海棠湾免税城净利率从11.13%提升至13.58%，坪效从5.90万元/平米提升至14.53万元/平米。我们认为这期间中国中免在海南缺乏竞争压力，其将一部分效率节省用来让利消费者，但同时将一部分效率节省用来提升自身的利润率，因此期间销售额累计增速为146%，并没有跑赢同期韩国免税外国人消费金额（同期累计增幅为230%）。
- 2019-2021年，三亚海棠湾免税城净利率从13.58%降低至11.74%，坪效从14.53万元/平米提升至49.32万元/平米，我们认为公司将这期间效率优化的部分全部让利给消费者，因此销售额两年实现累计239%增长。

图表：2015-2021年三亚海棠湾免税城净利率、坪效变化趋势



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2015-2021年三亚海棠湾免税城营收变化趋势

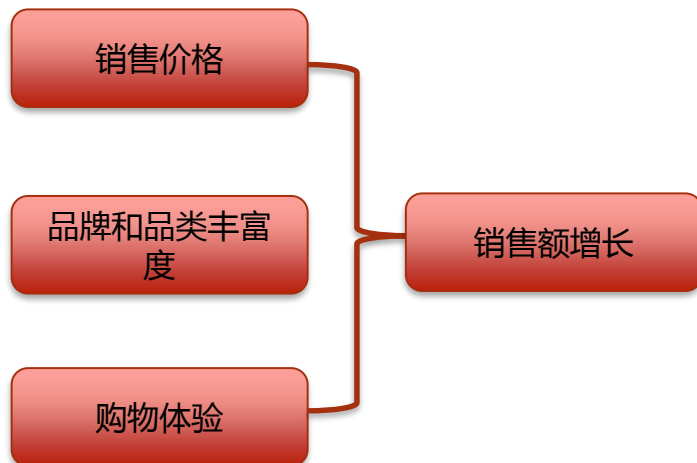


资料来源：wind，华西证券研究所

## 3.2 渠道效率比较优势是上海机场免税增长底层逻辑

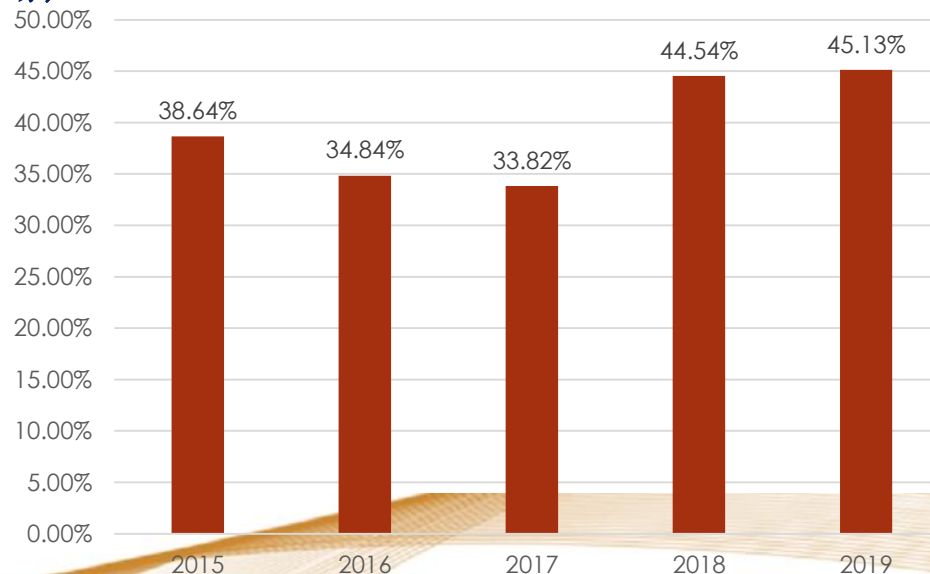
- 我们总结影响上海机场免税店销售额增长核心因素：①销售价格；②品牌和品类丰富度；③购物体验（免税店面积）。
- 和疫情前相比：①根据英国免税杂志《穆迪·大卫报告》报道，中国中免自2020年起，晋升至全球第一大免税运营商，对上游供应商议价能力变强，意味着进货价格更低、可以销售的品牌和品类更加丰富；②2019Q4上海机场免税店面积从7853.4平方米增加至16915.4平方米。但我们认为，适当降低机场方租金率是保持上海机场免税店价格竞争力的必要手段（在3.3具体讨论租金率）。

图表：影响上海机场免税店销售额增长的核心因素



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2015-2021年上海机场免税店渠道税前利润率（包括机场方）



资料来源：wind，华西证券研究所

### 3.3 预计机场将继续拿走机场免税渠道利润的大头

- 我们认为对于中国中免和北上广大型枢纽机场而言，在理性选择下，双方均是对方最佳的合作方
- 对于机场而言：免税店单位面积租金收入=免税店坪效 X 扣点率。中国中免基于供应链断层式领先优势（销售收入是直观指标），单位坪效会远高于其他同行。那么在扣点率相差不大情况下，机场方最理性的选择是和中国中免合作。
- 对于中国中免而言：北上广机场聚焦了中国出境旅行比例最高、购买力最强的旅客群体，中国中免不能放弃这些机场的免税店租赁合同的竞争。

图表：机场单位面积免税收入驱动因素



资料来源：wind，华西证券研究所



### 3.3 预计机场将继续拿走机场免税渠道利润的大头

- 以2019年为例，我们测算上海机场拿走了上海机场免税渠道利润的82.8%。我们判断：①未来客流量恢复正常后，比如2025年后上海机场将继续拿走机场免税渠道利润的大头；②为了保证机场渠道价格的比较优势，机场免税店租金扣点率需要进行合理幅度的下调。
- 假设未来没有疫情影响，我们预计2025年浦东机场免税店销售额将超过400亿元（核心假设：①假设没有疫情影响，浦东机场客流量延续正常增长；②租金扣点率降低至30%、日上上海线下业务税前净利率不变，假设租金扣点率与上海机场效率节省的部分全部用于让利消费者。同时考虑品牌和品类丰富度提升带来转换率和客单价提升，假设2021-2025年人均销售额相较同期旅客购买力超额增长8%；③旅客购买力用上海城镇居民人均可支配收入表征，假设23-25年每年增长5%。）

图表：假设未来没有疫情，2020-2025年浦东机场免税店销售额预测结果

	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上浦东销售额 (亿元)	48.63	57.79	80.06	112.00	139.37	166.56	205.82	241.38	290.90	350.55	422.38
同比 (%)		18.84%	38.54%	39.90%	24.44%	19.51%	23.57%	17.27%	20.52%	20.50%	20.49%
浦东机场国际及中国港澳台旅客 (万人)	2970.24	3326.57	3471.54	3757.38	3851.19	4115.55	4390.25	4682.80	4994.31	5326.00	5679.16
人均免税销售额 (元)	163.72	173.72	230.62	298.08	361.89	404.71	468.82	515.45	582.46	658.18	743.74
同比 (%)		6.11%	32.75%	29.25%	21.41%	11.83%	15.84%	9.95%	13.00%	13.00%	13.00%
上海城镇居民人均可支配收入 (元)	52961.86	57691.67	62595.74	68033.62	73615.00	76437.00	82429.00	84034.00	88235.70	92647.49	97279.86
同比 (%)		8.93%	8.50%	8.69%	8.20%	3.83%	7.84%	1.95%	5.00%	5.00%	5.00%
人均免税超额增长		-2.82%	24.25%	20.57%	13.20%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%
租金扣点率 (%)		29.31%	31.91%	32.87%	37.38%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%	30.00%

资料来源：wind，华西证券研究所

注：2020-2025年浦东机场国际及中国港澳台旅客量预测参考P17预测结果

4

中短期角度：23-25年基本面判断

## 4.1 23-25年上海机场飞机架次及旅客数量判断

- 基于2023Q1上海浦东机场的目前恢复情况，我们假设：①23-25年国际及中国港澳台航线架次分别相较19年下降50%、增长0%、增长10%，单架飞机人数相较19年分别下降13%、下降1%、增长7%；② 23-25年国内航线架次分别相较19年增长6%、增长10%、增长12%，单架飞机人数相较19年分别下降7%、增长4%、增长5%；

图表：2023-2025年上海浦东机场生产经营数据预测结果

	2019	2023	2024	2025
飞机起降架次 (架)	507779	403402	534478	563896
国际及中国港澳台架次 (架)	240793	120397	240793	264872
相较19年 (%)		-50%	0%	10%
国内航线架次 (架)	266986	283005	293685	299024
相较19年 (%)		6%	10%	12%
国际及中国港澳台单架人数 (人)	159.94	139.15	158.34	171.13
相较19年 (%)		-13%	-1%	7%
国内航线单架人数 (人)	140.97	131.10	146.61	148.01
相较19年 (%)		-7%	4%	5%
总体旅客人次 (万人)	7614.80	5385.44	8118.25	8958.86
国际及中国港澳台人次 (万人)	3851.19	1675.27	3812.68	4532.85
国内航线人次 (万人)	3763.61	3710.17	4305.57	4426.01

资料来源：wind，华西证券研究所

图表：上海浦东机场当季旅客相较2019年同期的增幅 (%)



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.1 23-25年上海机场飞机架次及旅客数量判断

- 基于2023Q1上海虹桥机场的目前恢复情况，我们假设：①23-25年国际及中国港澳台航线架次分别相较19年下降60%、增长0%、增长17%，单架飞机人数相较19年分别下降13%、下降1%、增长13%；② 23-25年国内航线架次分别相较19年增长1.6%、增长4.5%、增长5.5%，单架飞机人数相较19年分别下降5%、增长7%、增长9%；

图表：2023-2025年上海虹桥机场生产经营数据预测结果

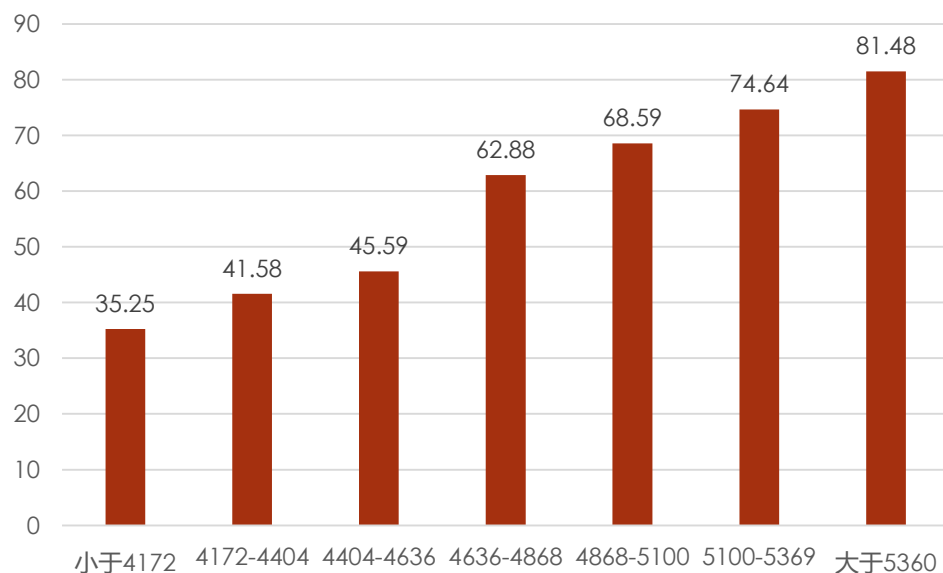
	2019	2023	2024	2025
飞机起降架次 (架)	268487	263015	279855	285078
国际及中国港澳台架次 (架)	15836	6342	15856	18552
相较19年 (%)		-60%	0%	17%
国内航线架次 (架)	252631	256673	263999	266526
相较19年 (%)		1.6%	4.5%	5.5%
国际及中国港澳台单架人数 (人)	215.74	187.70	213.58	243.79
相较19年 (%)		-13%	-1%	13%
国内航线单架人数 (人)	167.11	158.75	178.81	182.15
相较19年 (%)		-5%	7%	9%
总体旅客人次 (万人)	4563.36	4193.83	5059.17	5307.02
国际及中国港澳台人次 (万人)	341.65	119.04	338.66	452.26
国内航线人次 (万人)	4221.72	4074.79	4720.51	4854.76

资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.2 23-25年上海机场免税租金收入判断

- **2019年及以前：**根据公司与日上上海的协议，上海机场免税店当年租金收入取保底收入及销售收入提成较高者（其中T2综合扣点率为42.5%，T1新的扣点率原计划于2022年1月生效）。
- **疫情以来：**由于国际及中国港澳台航线旅客量骤降，公司与日上上海签订补充协议，在国际及中国港澳台旅客恢复到2019年的80%之前，月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数。在国际及中国港澳台旅客恢复到2019年的80%之后，不同旅客量对应固定的免税租金。

图表：不同旅客量（万人）下对应的免税租金收入（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2022年后当年免税租金收入乘以124.11%

图表：2015-2022年浦东机场国际及中国港澳台旅客及免税店综合扣点率

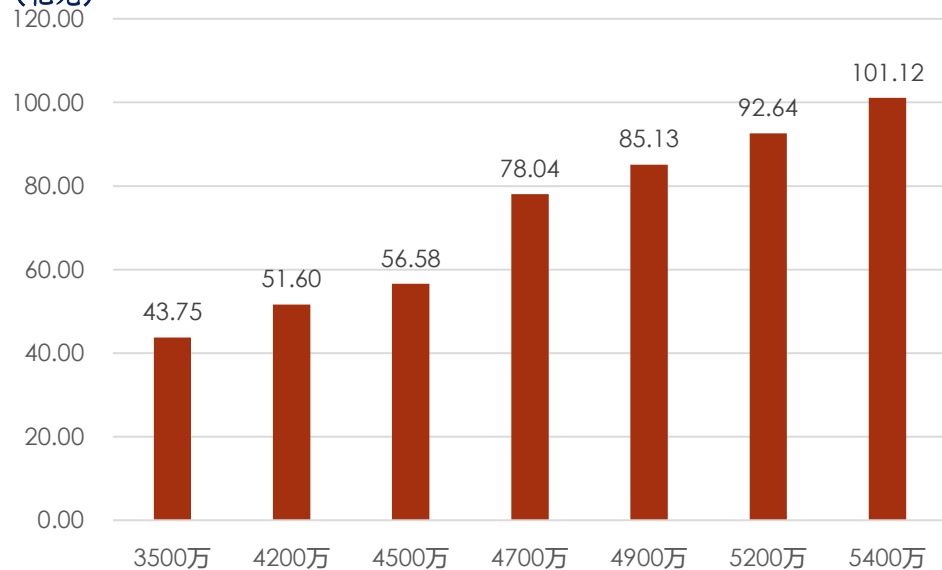


资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.2 23-25年上海机场免税租金收入判断

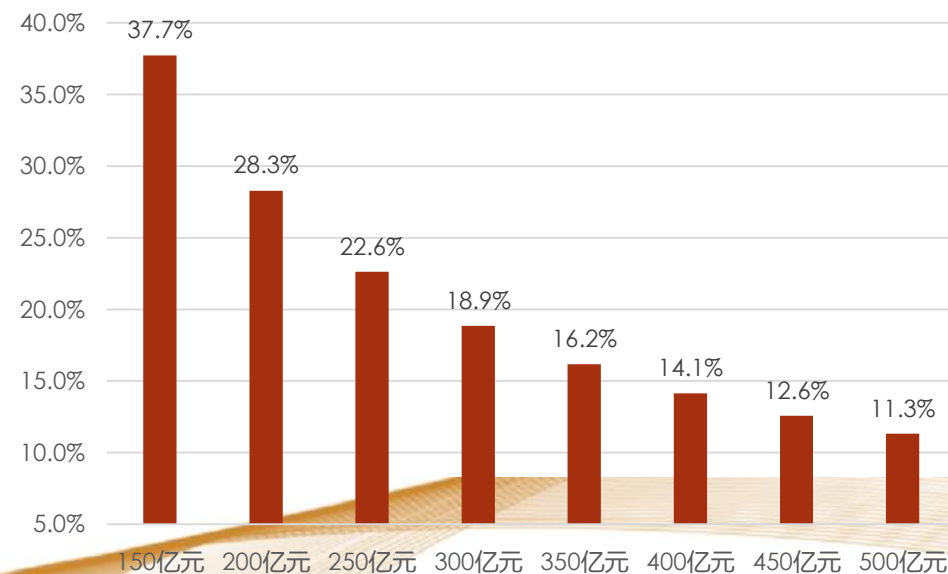
- 在现有的补充协议下（截止2025年底）：①对于上海浦东机场而言，其免税租金收入的弹性取决于国际及中国港澳台客流量恢复增长情况；②对于日上上海而言，由于在既定国际及中国港澳台客流量区间下，免税租金收入是固定值，免税销售额的边际增长并不会带来边际租金的增量，因此我们认为在这种情况下，日上上海有足够强的动力将上海机场线下免税店的销售规模做大。

图表：2025年浦东机场不同国际及中国港澳台旅客（万人）下对应的免税租金收入（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：2025年日上上海不同销售额（亿元）对应的实际租金扣点率测算（%）



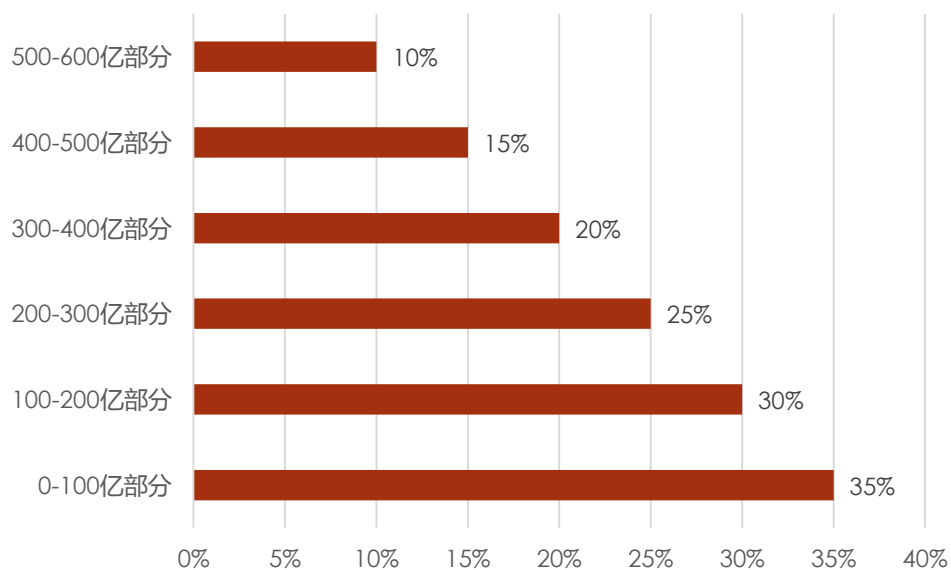
资料来源：wind，华西证券研究所

注：假设2025年浦东机场国际及中国港澳台旅客量恢复至4532.85万人

## 4.2 23-25年上海机场免税租金收入判断

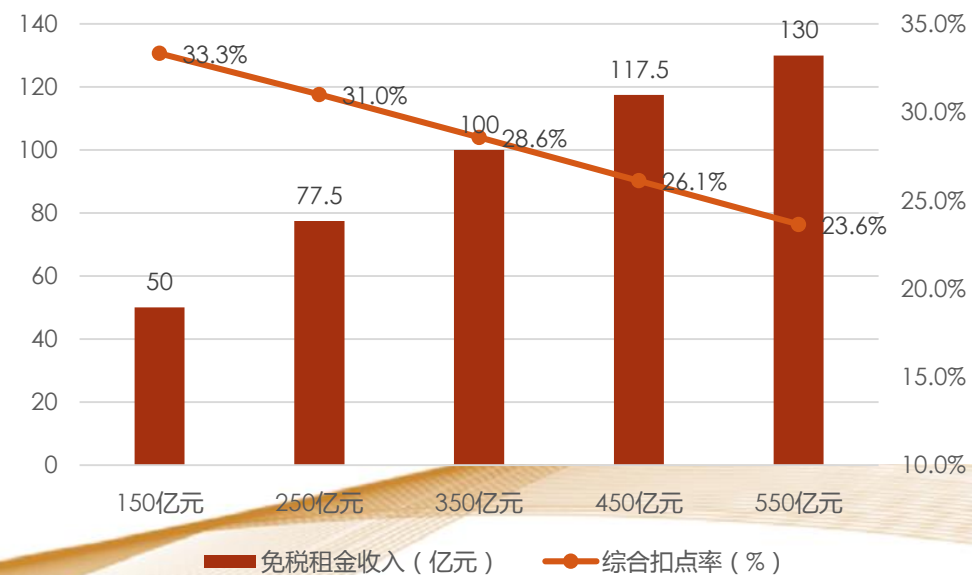
- 2025年上海机场免税店将面临重新签订租赁合同，我们认为：
- ①对于上海机场而言，免税店租金=销售额\*扣点率，应科学利用扣点率政策去激励日上上海实现销售额增长，进而实现销售额与扣点率乘积最大化。我们认为，比较合理的扣点方案是阶梯式扣点率（类似个人所得税率，但方向相反）。
- ②对于日上上海而言，2019年的实际扣点率为37.4%，如果2026年综合租金扣点率在25-30%，同时假设中免销售规模扩大带来进货价格3-5%优化，则意味着上海机场免税店渠道效率优化了10-17%。日上上海可以在保持自身利润率不变（相较19年）情况下，将这部分效率优化的部分用来降低销售价格，进而提升对旅客的价格吸引力。

图表：假设2026年后浦东机场免税店采取阶梯式扣点率



资料来源：wind，华西证券研究所

图表：在阶梯式扣点率政策下，不同销售额对应的综合扣点率测算



资料来源：wind，华西证券研究所

## 4.3 23-25年机场广告收益判断

- 我们预计23-25年机场广告收入7.90亿元、10.87亿元、11.77亿元，相关投资收益2.16亿元、2.96亿元、3.21亿元：
- ①假设2023-2025年德高动量单位旅客平均营收均为15元，净利率为30%。
- ②根据公司公告，2021年起上海机场（包括虹桥机场和浦东机场）的广告阵地收入按照当年德高动量营收55%计算。
- ③上海机场通过合计持有德高动量50%股权，按照持股比例以及德高动量当年净利润计算广告业务相关投资收益。

图表：2023-2025年机场广告收益预测结果

	2019	2023E	2024E	2025E
德高动量营收（亿元）	15.29	14.37	19.77	21.40
虹桥及浦东机场旅客（万人）	12178.59	9579.27	13177.41	14265.88
单旅客平均营收（元）	12.56	15.00	15.00	15.00
德高动量净利润（亿元）	9.33	4.31	5.93	6.42
德高动量净利率（%）	61.02%	30.00%	30.00%	30.00%
广告收益合计（亿元）	6.10	10.06	13.83	14.98
其中：广告阵地收入（亿元）	1.44	7.90	10.87	11.77
其中：广告投资收益（亿元）	4.66	2.16	2.96	3.21

资料来源：wind，华西证券研究所



5

## 盈利预测及投资建议

## 5.1 盈利预测

- **营业收入核心假设：**①考虑到2022并表虹桥机场以及23年国际及中国港澳台航班的恢复，假设2023-2025单位旅客人均航空性收入为44.64元、46.57元和47.11元；②假设2023-2025年单位旅客人均非航空性收入为56.71元、69.44元和71.47元，其中2023-2025年浦东机场国际及中国港澳台旅客人次为1675.27万人、3812.68万人和4532.85万人，免税租金收入为22.66亿元、43.75亿元和46.58亿元（假设2023年调节系数为1）。
- **营业成本核心假设：**假设2023-2025年毛利率为16.68%、42.77%、47.01%。

图表：2023-2025年上海机场空盈利预测的关键假设（2022年开始并表虹桥机场）

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
上海机场旅客（万人）	7614.80	3047.65	3220.68	2888.95	9579.27	13177.41	14265.88
航空性营收（亿元）	40.84	17.27	18.52	18.22	42.76	61.36	67.20
单位旅客人均（元）	53.63	56.68	57.49	63.06	44.64	46.57	47.11
非航空性营收（亿元）	68.61	25.76	18.76	22.90	54.32	91.51	101.96
单位旅客人均（元）	90.10	84.53	58.25	79.26	56.71	69.44	71.47
物流公司营收（亿元）				13.69	16.01	16.12	15.98
同比（%）					17.0%	0.7%	-0.8%
营业收入合计（亿元）	109.45	43.03	37.28	54.80	113.10	169.00	185.15
同比（%）		-60.68%	-13.38%	47.02%	106.36%	49.43%	9.56%
营业成本合计（亿元）	53.40	66.01	60.77	89.01	94.03	96.71	98.10
毛利率（%）	51.2%	-53.4%	-63.0%	-62.4%	16.7%	42.8%	47.0%

资料来源：wind，华西证券研究所

## 5.2 投资建议

- 我们预计上海机场2023-2025年营收为113.10亿元、169.00亿元和185.15亿元，归母净利润分别为13.08亿元、61.59亿元和74.88亿元（EPS分别为0.53元、2.47元和3.01元），对应2023年7月25日收盘价44.76元PE分别为85.19倍、18.09倍和14.88倍。
- 我们认为，长期看航空出行还在成长期的上半场，预计长期角度公司将延续量价双升态势。从短期看，客流量是上海机场一切业务的基础，目前也正在呈现持续的恢复状态。作为华东地区最大的国际枢纽机场，随着客流量的恢复，上海机场也将逐步恢复其盈利能力，**首次覆盖，给予“买入”评级。**

可比公司估值表（上海机场盈利预测来自华西证券研究所，其余盈利预测来自wind一致预期）

重点公司										
股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	EPS(元)				P/E			
			2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
600009.SH	上海机场	44.76	-1.26	0.53	2.47	3.01	-35.52	85.19	18.09	14.88
600004.SH	白云机场	14.02	-0.45	0.25	0.71	0.92	-33.16	55.3	19.82	15.3
000089.SZ	深圳机场	7.24	-0.56	0.02	0.2	0.31	-14.11	362.67	35.67	23.51

资料来源：wind, 华西证券研究所

注：收盘价采用2023年7月25日收盘价



## 风险提示

## 6 风险提示

- **宏观经济增长不及预期。**人均可支配收入与消费倾向决定当期总体消费情况。如果宏观经济增长不及预期，尤其上海机场免税业务将面临客流量、以及客单价的双重影响。
- **疫情再次出现反复。**如果未来疫情再次出现较为严重的反复，则可能出现预期反向波动、进而造成股价较大幅度回调。
- **机票价格大幅上涨。**我们在2023年4月25日外发的深度报告《南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇》提到，2019-2025年民航飞机累计增长18%、民航需求累计增幅为38%。如果机票价格出现大幅上涨（比如同比增长30%以上），届时很有可能会抑制需求。尽管航空公司在这个组合下依旧可以实现业绩的大幅增长，但客流量不及预期会导致枢纽机场短期业绩不及预期。

# 7 华西交运团队近期深度报告目录

图表：近期华西交运团队深度报告目录

序号	外发日期	报告类型	报告标题
1	2022年7月13日	快递行业深度	快递研究三部曲 I：需求总量和结构的推演
2	2022年7月24日	公司深度	韵达股份（002120.SZ）：存在预期差的A股加盟快递龙头
3	2022年8月9日	航空行业深度	航空困境反转研究三部曲 I：疫情后航空需求展望
4	2022年9月5日	公司深度	宏川智慧（002930.SZ）深度研究1：高壁垒、高成长的石化仓储企业
5	2022年9月13日	公司深度	春秋航空（601021.SH）：比较优势正在扩大的低成本航空龙头
6	2022年10月8日	航运行业深度	航运系列深度研究 I：原油油轮行业研究框架
7	2022年10月16日	公司深度	兴通股份（603209.SH）：不断扩张边界的内贸液体化学品运输龙头
8	2022年11月1日	投资策略报告	2023年交运物流行业投资策略：把握高景气油运和化工品物流
9	2022年11月15日	航运行业深度	航运系列深度研究 II：成品油轮行业研究框架
10	2022年12月4日	公司深度	顺丰控股（002352.SZ）：如何看顺丰的长、中、短期成长空间？
11	2023年4月25日	公司深度	南方航空（600029.SH）：新一轮航空大周期正在徐徐展开之南航篇
12	2023年5月9日	公司深度	北部湾港（000582.SZ）：产业转移推动公司持续高增长
13	2023年5月26日	公司深度	招商局港口（00144.HK）：深耕“一带一路”布局，打造世界一流港口综合服务商
14	2023年6月12日	公司深度	招商轮船（601872.SH）：油散双驱的综合性航运龙头
15	2023年6月18日	公司深度	中远海能（600026.SH）：全球领先的能源运输龙头
16	2023年7月25日	航空行业深度	当前市场对航空出行担心什么？

资料来源：wind，华西证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5,480	11,310	16,900	18,515	净利润	-2,790	1,646	6,499	7,825
YoY (%)	-32.8%	106.4%	49.4%	9.6%	折旧和摊销	2,758	1,409	1,409	1,409
营业成本	8,901	9,403	9,671	9,810	营运资金变动	428	499	8	450
营业税金及附加	105	105	103	103	经营活动现金流	-117	3,496	7,691	9,479
销售费用	0	0	0	0	资本开支	-1,241	0	0	0
管理费用	484	503	523	544	投资	69	0	0	0
财务费用	466	401	318	256	投资活动现金流	-304	635	802	782
研发费用	0	0	0	0	股权募资	4,946	0	0	0
资产减值损失	0	0	0	0	债务募资	-1,251	0	0	0
投资收益	177	635	802	782	筹资活动现金流	1,659	-577	-577	-577
营业利润	-3,894	1,646	7,221	8,695	现金净流量	1,245	3,554	7,916	9,684
营业外收支	69	0	0	0	<b>主要财务指标</b>				
利润总额	-3,825	1,646	7,221	8,695	<b>成长能力 (%)</b>				
所得税	-1,035	0	722	869	营业收入增长率	-32.8%	106.4%	49.4%	9.6%
净利润	-2,790	1,646	6,499	7,825	净利润增长率	-89.8%	143.7%	371.0%	21.6%
归属于母公司净利润	-2,995	1,308	6,159	7,488	<b>盈利能力 (%)</b>				
YoY (%)	-89.8%	143.7%	371.0%	21.6%	毛利率	-62.4%	16.9%	42.8%	47.0%
每股收益	-1.26	0.53	2.47	3.01	净利率	-54.6%	11.6%	36.4%	40.4%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					总资产收益率ROA	-4.4%	1.9%	8.1%	8.9%
货币资金	13,877	17,431	25,347	35,031	净资产收益率ROE	-7.6%	3.2%	13.1%	13.7%
预付款项	19	9	10	10	<b>偿债能力 (%)</b>				
存货	48	4	50	5	流动比率	1.85	2.21	3.07	4.08
其他流动资产	2,387	1,810	1,997	1,637	速动比率	1.83	2.20	3.05	4.07
流动资产合计	16,331	19,255	27,403	36,683	现金比率	1.57	2.00	2.84	3.90
长期股权投资	2,756	2,756	2,756	2,756	资产负债率	39.9%	38.9%	35.7%	32.5%
固定资产	24,574	23,215	21,856	20,497	<b>经营效率 (%)</b>				
无形资产	437	387	337	287	总资产周转率	0.08	0.17	0.23	0.23
非流动资产合计	51,444	50,035	48,625	47,216	<b>每股指标 (元)</b>				
资产合计	67,775	69,289	76,028	83,899	每股收益	-1.26	0.53	2.47	3.01
短期借款	750	750	750	750	每股净资产	15.92	16.44	18.92	21.93
应付账款及票据	1,134	1,216	1,201	1,251	每股经营现金流	-0.05	1.40	3.09	3.81
其他流动负债	6,945	6,731	6,986	6,982	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	8,829	8,697	8,937	8,983	<b>估值分析</b>				
长期借款	0	0	0	0	PE	-35.52	85.19	18.09	14.88
其他长期负债	18,243	18,243	18,243	18,243	PB	3.63	2.72	2.37	2.04
非流动负债合计	18,243	18,243	18,243	18,243					
负债合计	27,072	26,940	27,180	27,226					
股本	2,488	2,488	2,488	2,488					
少数股东权益	1,096	1,434	1,774	2,112					
股东权益合计	40,703	42,349	48,848	56,673					
负债和股东权益合计	67,775	69,289	76,028	83,899					

## 分析师与研究助理简介

- 游道柱**：华西证券研究所交运行业首席分析师。11年实业、卖方和买方的复合经历（6年实业、3年卖方、2年买方），曾就职于申万宏源证券研究所，所在团队曾获新财富入围、水晶球第一等奖项。具备消费互联网、食品饮料、家电、免税等多个行业的研究体会，擅长从底层商业逻辑出发、以及跨行业比较的视角去推演行业和公司未来的发展趋势。目前重点覆盖快递、航空、机场、免税、化工物流、供应链等。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>



## 华西证券免责声明

- 华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。
- 本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。
- 在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。
- 本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
- 所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。