
2021年

上海机场能否乘风破浪

2021 Can Shanghai Airport keep Growing?

2021年上海空港は風と波に乗ることができますか

短报告标签：非航空性收入、吞吐量、议价能力

报告主要作者：陆淦

2021/02

摘要

异变陡生，上海机场能否乘风破浪？

上海机场于1998年2月18日在上海证券交易所上市，其上市以来至2021年2月2日股价累计跌停13次，最低复权收盘价2.86元/股，最高复权收盘价86.62元/股，最高复权收盘价是最低复权收盘价的30倍以上。2021年1月30日，上海机场发布2020年度业绩预亏公告及免税店项目经营权转让补充协议公告，市场对此反应剧烈，2021年2月1日及2日，其股票连续两日跌停。新的补充协议内容究竟有何力量使得市场震动？投资者是否正确且深度解读新的补充协议？截至2021年2月上海机场的价值是否被资本市场充分挖掘？上海机场商业模式的护城河何在？上海机场的竞争优势及盈利能否长期持续？上海机场股价能否逆转颓势，乘风破浪，再次远航？

1.上海机场商业模式中的核心业务是免税商业

- 空港本质属服务业，无需向上游供应商采购。上海机场收入分航空性收入及非航空性收入。上海机场商业模式中的核心业务是免税商业，核心驱动因素是旅客吞吐量。一方面国际旅客增加直接给免税商业带来增长，另一方面旅客吞吐量随航空性收入增加为非航空性收入提供持续流量。因此，旅客吞吐量给非航空性收入带来的边际贡献高于航空性收入。

2.旅客吞吐量及货邮吞吐量是上海机场航空性收入及非航空性收入增长的关键动能和重要来源

- 2015-2019年，中国机场旅客吞吐量从91,477.3万人次增长至135,162.9万人次，年复合增长率为10.3%，中国机场货邮吞吐量从1,409.4万吨增长至1,710.0万吨，年复合增长率为5.0%。根据头豹分析师测算，2025年中国机场旅客吞吐量有望达到244,596.2万人次，中国机场货邮吞吐量有望达到2,300.8万吨。

3.补充协议不减长期价值，上海机场破而后立注定再次远航

- 上海机场发布公告，不再按照4,100,000万元与综合销售提成比例42.5%二者孰高收取免税店销售提成，提出月实际销售提成与月保底销售提成两种新方案。补充协议对相近年份高国际客流状态下的收入上限做出让步并增加其确定性，而提高未来年份高国际客流状态下的收入弹性。上海机场通过将原有“低保底-高提成”模式置换为“低提成-高保底”模式，对短期租金收益让步，提升自身的中长期议价能力，以换取长期价值。

头豹研究院简介

- ◆ 头豹研究院是中国大陆地区首家**B2B模式人工智能技术的互联网商业咨询平台**，已形成集**行业研究、政企咨询、产业规划、会展会议**行业服务等业务为一体的一站式行业服务体系，整合多方资源，致力于为用户提供最专业、最完整、最省时的行业和企业数据库服务，帮助用户实现知识共建，产权共享
- ◆ 公司致力于以优质商业资源共享为基础，利用**大数据、区块链和人工智能**等技术，围绕**产业焦点、热点问题**，基于**丰富案例和海量数据**，通过开放合作的研究平台，汇集各界智慧，推动产业健康、有序、可持续发展



四大核心服务：

企业服务

为企业提供**定制化报告服务、管理咨询、战略调整**等服务

云研究院服务

提供行业分析师**外派驻场服务**，平台数据库、报告库及内部研究团队提供技术支持服务

行业排名、展会宣传

行业峰会策划、**奖项评选**、行业白皮书等服务

园区规划、产业规划

地方产业规划，**园区企业孵化服务**

报告阅读渠道

头豹科技创新网 —— www.leadleo.com PC端阅读全行业、千本研报



头豹小程序 —— 微信小程序搜索“头豹”、手机扫上方二维码阅读研报

添加右侧头豹研究院分析师微信，邀您进入行研报告分享交流微信群



图说



表说



专家说



数说



详情请咨询



客服电话

400-072-5588



上海

王先生：13611634866

李女士：13061967127



南京

杨先生：13120628075

唐先生：18014813521



深圳

李女士：18049912451

李先生：18916233114

目录

CONTENTS

◆ 名词解释	-----	06
◆ 上海机场综述	-----	07
• 回顾	-----	08
• 商业模式	-----	09
• 收入分析	-----	10
• 核心缘何而来	-----	11
• 旅客吞吐量	-----	13
• 货邮吞吐量	-----	14
◆ 破而后立	-----	15
• 异变陡生	-----	16
• 风物长宜放眼量	-----	17
• 富贵险中求	-----	18
• 疾风知劲草	-----	19
◆ 方法论	-----	20
◆ 法律声明	-----	21

名词解释

- ◆ **复权收盘价**：对股价和成交量进行股息修复，按照股票的实际涨跌把成交量调整为相同股本口径的收盘价。
- ◆ **旅客吞吐量**：指报告期内经由航空进、出港区范围的旅客数量，单位是万人次，是空港行业重要统计指标。
- ◆ **货邮吞吐量**：指报告期内经由航空进、出空港范围并经过装卸的货物重量，单位是万吨，是空港行业重要统计指标。
- ◆ **时刻资源**：指机场起降时刻的集合。



上海机场能否乘风破浪



上海机场综述

- 回顾
- 商业模式
- 收入分析
- 核心缘何而来
- 旅客吞吐量
- 货邮吞吐量



破而后立

- 异变陡生
- 风物长宜放眼量
- 富贵险中求
- 疾风知劲草

上海机场综述——回顾

上海机场于1998年2月18日上市，其历史最高复权收盘价是历史最低复权收盘价的30倍以上，自上市以来累计跌停13次

上海机场自上市复权收盘价及跌停情况，1998-2021年

单位：[人民币元/股]



来源：Wind，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

描述

- 上海机场于1998年2月18日在上海证券交易所上市，其上市以来至2021年2月2日股价变动如图所示，最低复权收盘价2.86元每股，最高复权收盘价86.62元每股，最高复权收盘价是最低复权收盘价的**30倍以上**
- 根据中国证券市场制度，股票在一个交易日内的交易价格相对上一交易日收市价格的涨跌幅度不得超过10%，截至2021年2月2日，上海机场自上市以来累计跌停**13次**，恢复至跌停上一交易日股价耗时**平均值为390个交易日**，**中位值为28个交易日**，**最小值为3个交易日**，**最大值为1,719个交易日**，**标准差为644个交易日**
- 2021年1月30日，上海机场发布2020年度业绩预亏公告及免税店项目经营权转让补充协议公告，市场对此反应剧烈，2021年2月1日及2日，其股票连续两日跌停，**股价多久能恢复至跌停前价格？上海机场股价能否再创新高**

前哨 2020 科技特训营

掌握创新武器 抓住科技红利



扫码报名

咨询微信: innovationmapSM
电话: 157-1284-6605



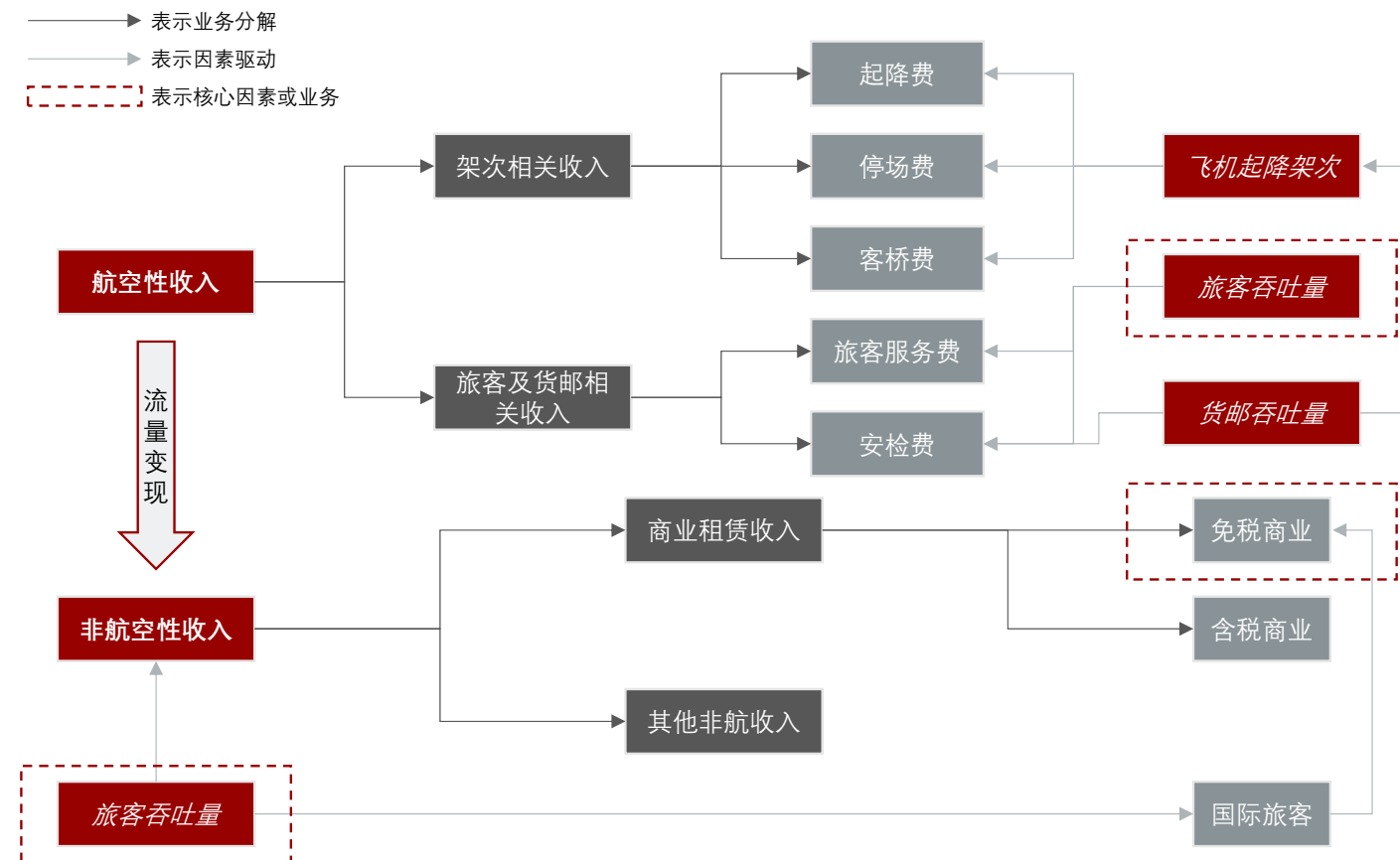
王煜全

海银资本创始合伙人
Frost&Sullivan, 中国区首席顾问

上海机场综述——商业模式

上海机场商业模式中的核心业务是免税商业，核心驱动因素是旅客吞吐量，旅客吞吐量给非航空性收入带来的边际贡献高于航空性收入

上海机场商业模式



来源：雪球，上海机场年度报告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

头豹洞察

- 空港本质属服务业，无需向上游供应商采购。上海机场收入分航空性收入及非航空性收入
- 航空性业务是与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务，包括架次相关收入（起降费、停车场费、客桥费）及旅客相关收入（旅客服务费、安检费）。航空性业务具有公共属性，其价格受政府管制
- 非航空性业务是航空性业务的拓展，包括商业租赁收入及其他非航收入，其定价可根据市场调节，具备流量变现的能力
- 上海机场商业模式中的核心业务是免税商业，核心驱动因素是旅客吞吐量。一方面国际旅客增加直接给免税商业带来增长，另一方面旅客吞吐量随航空性收入增加为非航空性收入提供持续流量。因此，旅客吞吐量给非航空性收入带来的边际贡献高于航空性收入

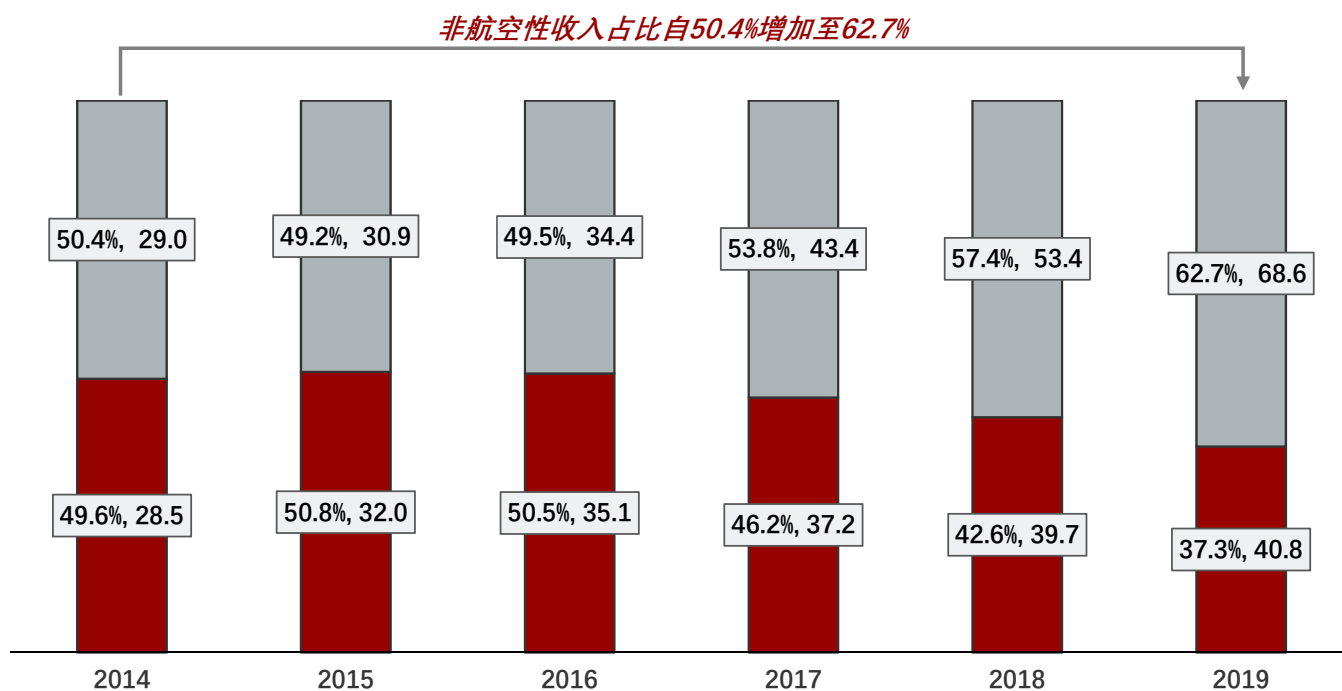
上海机场综述——收入分析

上海机场非航空性收入占比逐渐增加，于2017年超过航空性收入，收入构成占比的变化使上海机场收入的周期性弱化，其盈利将更加稳定

上海机场收入构成百分比堆积柱形图，2014-2019

单位：[亿元]

- 非航空性收入
- 航空性收入



来源：上海机场年报，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

头豹洞察

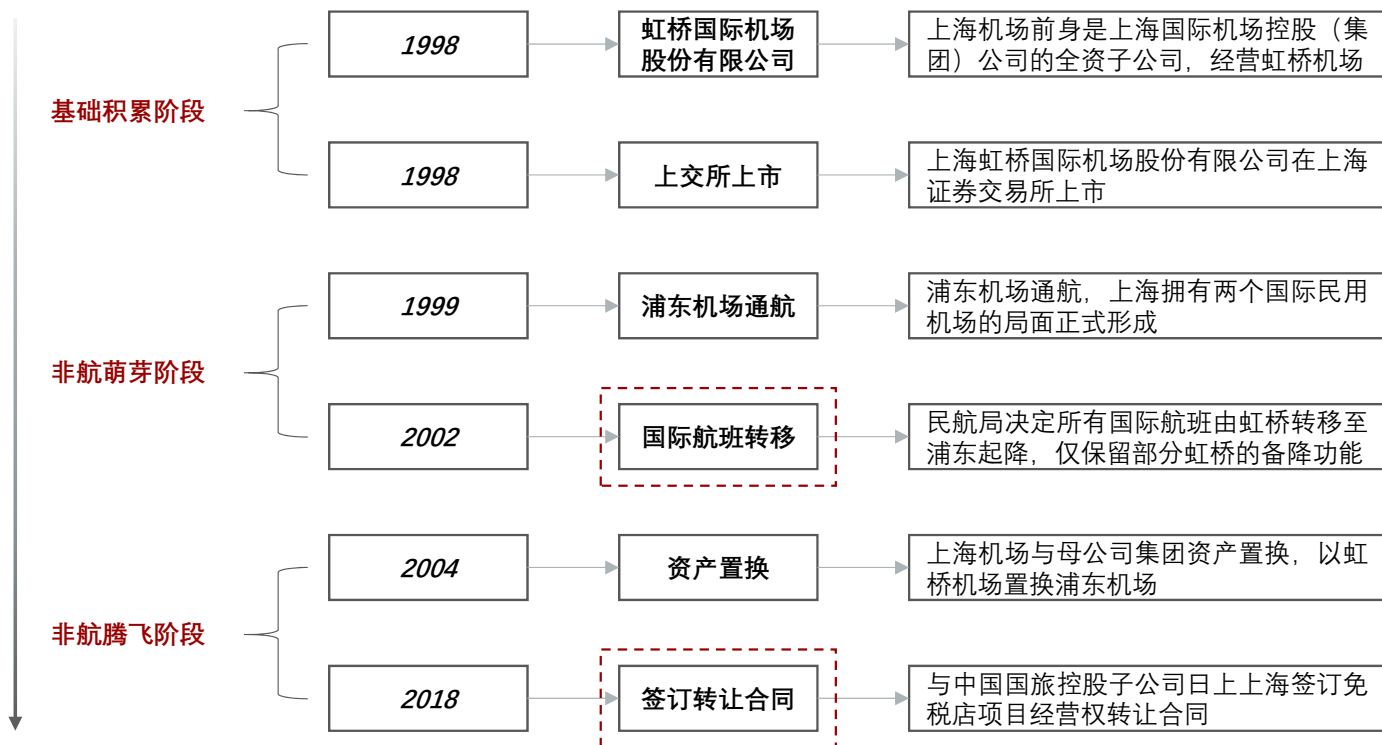
- 上海机场2014-2019年收入构成如图所示，非航空性收入占比逐渐增加且趋势明显，由2014年的50.4%增加至2019年的62.7%
- 浦东机场初期运营时，主要收入及利润依靠航空性收入，而机场跑道和航站楼负荷满载时，需投资扩建，折旧费用随前期产能爬坡增加，利润将下降；当新航站楼与新跑道的负荷增加，折旧费用降低，利润将逐渐回升，因此航空性收入具有周期性
- 2017年起上海机场非航空性收入超过航空性收入，收入构成占比的变化使上海机场收入的周期性弱化，逐渐向消费和服务类公司性质趋近，其盈利将更加稳定

上海机场综述——核心缘何而来 (1/2)

上海机场通过上市、资产置换及签订协议等重要行动正式构建了以浦东机场为流量入口，以国际旅客为目标客群，以免税商业为重要驱动的核心商业模式

上海机场核心业务发展历程

[- - - -] 表示关键事件节点



头豹洞察

- ❑ 虹桥机场地理位置临近市区,夜晚有宵禁以减少噪音污染,其时刻资源有限,承载中国航线已十分乏力,发展国际航线的潜力有限。而铁路上海虹桥站投入使用后,虹桥综合交通枢纽正式建成,其周边是虹桥商务区,拆迁成本过高,因此虹桥机场旅客及货邮吞吐量提升空间有限,与之相匹配有限的国际航线时刻资源难以发展大规模免税商业,相反浦东机场具备国际客群流量优势
- ❑ 上海机场与日上上海签订合同,合同期内规定浦东机场保底销售提成总额为人民币4,100,000万元,综合销售提成比例为42.5%。在合同期内,上海机场实收费用按实际销售提成和保底销售提成两者取高
- ❑ 上海机场通过上市、资产置换及签订协议等重要行动历经基础积累、非航萌芽和非航腾飞三大阶段,正式构建了以浦东机场为流量入口,以国际旅客为目标客群,以免税商业为重要驱动的核心商业模式

来源:雪球,知乎,头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

上海机场综述——核心缘何而来 (2/2)

与其他场景相比，机场综合业态发展前景好，浦东机场商圈布局完善，建立以免税商业为核心的盈利模式，持续增加商业租赁收入，拓展非航空性收入

机场及典型交通运输综合业态对比图



头豹洞察

- 选取包括机场、飞机内、火车站、火车内、国际邮轮及口岸在内的典型交通运输场景，通过对比分析其封闭性、客流量、人群消费能力，可用空闲时间、商业空间大小及消费意愿，从而得出各场景的综合业态发展前景
- 与其他场景相比，机场具备一段时间内数目可观的客流量及维持其停留的良好封闭性；由于乘飞机出行属非刚性需求的高消费行为，机场人群消费能力高，比其他场景更具区分度；值机乘客需预留充裕时间到达机场，可用空闲时间充沛，此外机场内部通常集中城市的高端商圈，其商业空间富足，故机场人群消费意愿高，**机场综合业态发展前景好**
- 截至2021年2月，浦东机场1号航站楼拥有购物类商家112家，餐饮类商家42家，2号航站楼拥有购物类商家117家，餐饮类商家47家。**浦东机场商圈布局完善，综合业态发展前景好，建立以免税商业为核心的盈利模式，持续增加商业租赁收入，拓展非航空性收入**

上海机场综述——旅客吞吐量

2015-2019年，中国机场旅客吞吐量从91,477.3万人次增长至135,162.9万人次，未来持续增长的旅客吞吐量将成为上海机场航空性收入及非航空性收入增长的关键动能



免费扫码查看高清图片

<https://www.leadleo.com/pdfcore/show?id=6021129620410e5e92956ca6>

头豹洞察

- 上海机场航空性收入及非航空性收入均与旅客吞吐量密切相关，一方面旅客吞吐量可直接增加旅客服务费及安检费，另一方面旅客吞吐量与国际旅客数量相关，间接保证免税商业繁荣度，从而创造非航空性收入（商业租赁收入）
- 2015-2019年，中国机场旅客吞吐量从91,477.3万人次增长至135,162.9万人次，年复合增长率为10.3%，2020年受新冠疫情影响，大陆、地区和国际航线旅客吞吐量急剧减少，未来随新冠病毒疫苗逐步普及和中国居民收入水平提高，乘飞机出行需求将稳定增加，预计2025年中国机场旅客吞吐量将达到244,596.2万人次，2019-2025年复合增长率将达到10.4%
- 2015-2016年上海机场旅客吞吐量占全中国5.6%以上，排名均为第二，中国持续增长的旅客吞吐量将成为上海机场航空性收入及非航空性收入增长的关键动能

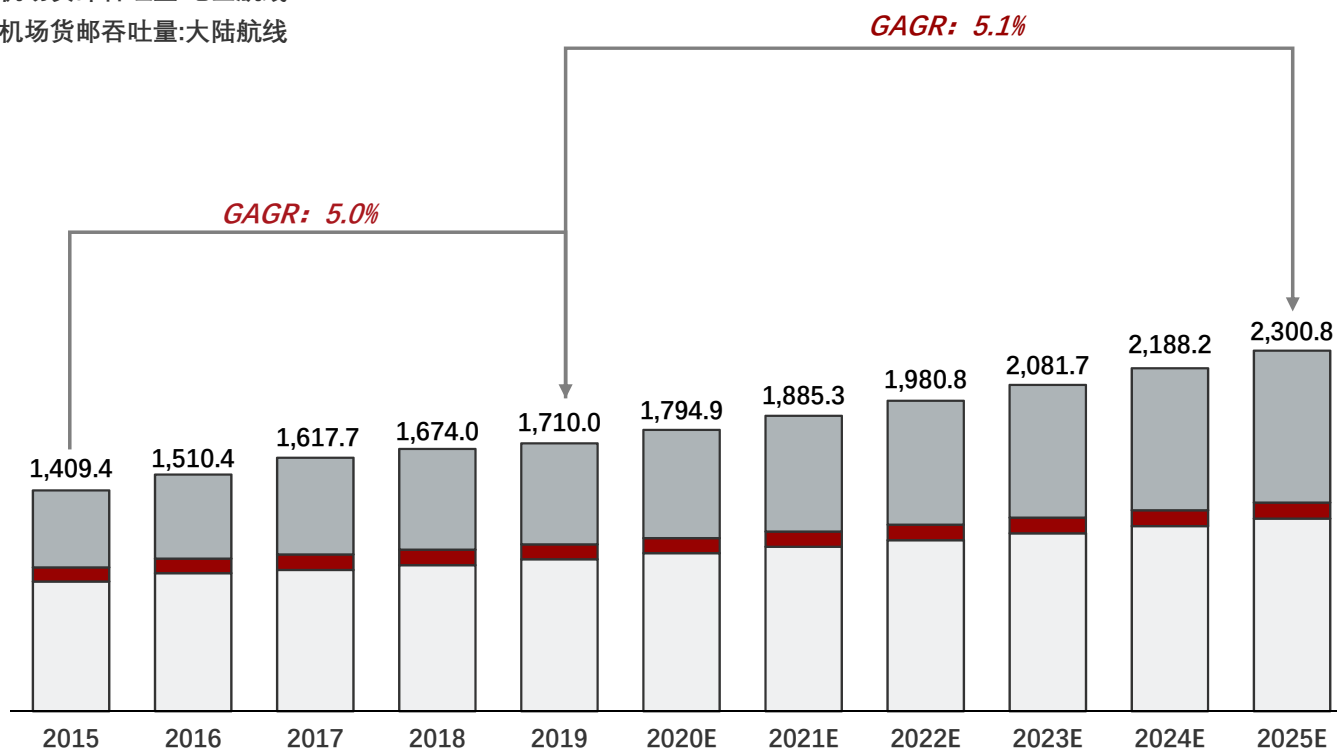
上海机场综述——货邮吞吐量

2015-2019年，中国机场货邮吞吐量从1,409.4万吨增长至1,710.0万吨，未来持续增长的货邮吞吐量将成为上海机场航空性收入增长的重要来源

中国机场货邮吞吐量，2015-2025年预测

单位：[万吨]

- 机场货邮吞吐量:国际航线
- 机场货邮吞吐量:地区航线
- 机场货邮吞吐量:大陆航线



来源：中国民用航空局，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

头豹洞察

- 上海机场航空性收入与货邮吞吐量密切相关，一方面货邮吞吐量可直接增加安检费，另一方面飞机起降架次与货邮吞吐量正相关，货邮吞吐量间接增加包括起降费、停场费和客桥费在内的架次相关收入，从而提高航空性收入
- 2015-2019年，中国机场货邮吞吐量从1,409.4万吨增长至1,710.0万吨，年复合增长率为5.0%，2020年受新冠疫情影响，部分制造业发达国家工厂停摆，产能下滑，中国政府疫情管控得力，“国内大循环”局面基本形成，制造业有回流中国的趋势，中国出口量增加，货邮吞吐量受疫情影响显著小于旅客吞吐量。电商直播火热，航空物流前景光明，预计2025年中国机场货邮吞吐量将达到2,300.8万吨，2019-2025年复合增长率将达到5.1%
- 2015-2016年上海机场货邮吞吐量占全中国21.3%以上，排名均为第一，中国持续增长的货邮吞吐量将成为上海机场航空性收入增长的重要来源



上海机场能否乘风破浪



上海机场综述

- 回顾
- 商业模式
- 收入分析
- 核心缘何而来
- 旅客吞吐量
- 货邮吞吐量



破而后立

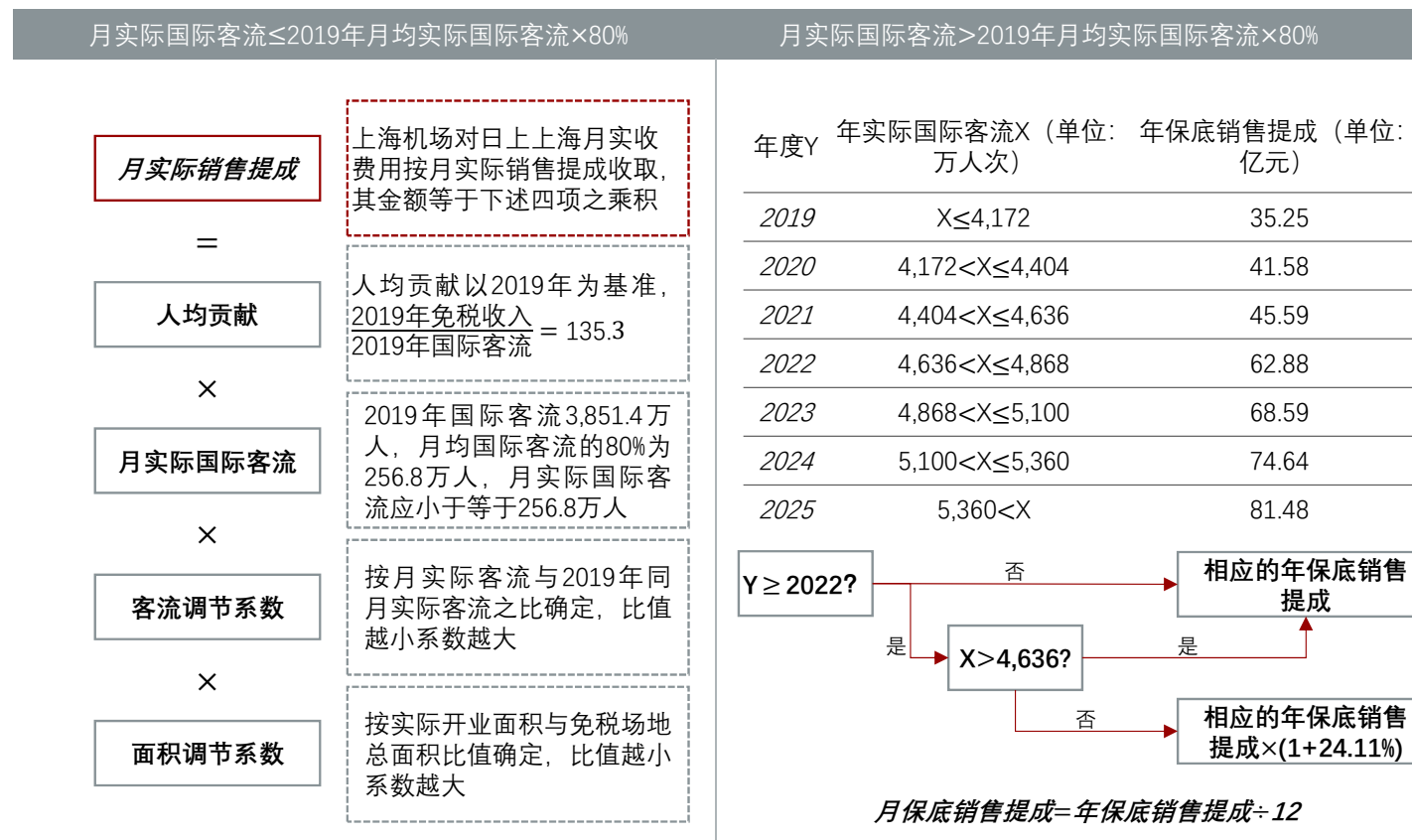
- 异变陡生
- 风物长宜放眼量
- 富贵险中求
- 疾风知劲草

破而后立——异变陡生

2021年1月30日上海机场发布公告，不再按照4,100,000万元与综合销售提成比例42.5%二者孰高收取免税店销售提成，提出月实际销售提成与月保底销售提成两种新方案

免税店项目经营权转让合同补充协议解析图

头豹洞察



- 2021年1月30日上海机场发布《关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告》，不再按照4,100,000万元与综合销售提成比例42.5%二者孰高收取销售提成，**而提出根据月实际国际客流灵活调整的两种新方案**
- 月实际国际客流小于等于2019年月均实际国际客流的80%时（经计算得256.8万人），以2019年人均贡献为基准，依次与月实际客流、客流调节系数及面积调节系数乘积得到月实际销售提成。客流与面积调节系数对上海机场的销售提成有提升和保护作用，当日上上海经营状况不佳或消极经营时，客流与面积调节系数均会相应增加，**放大低国际客流下自身收益**
- 月实际国际客流大于2019年月均实际国际客流的80%时（经计算得256.8万人），根据不同年份年实际国际客流差异得到年保底销售提成

来源：上海机场公告，头豹研究院编辑整理
©2021 LeadLeo



FROST & SULLIVAN
沙利文

招聘 行业分析师

我们一起“创业”吧，开启一段独特的旅程！

✉ 邮箱：fs.recruitment@frostchina.com

📍 工作地点：北京、上海、深圳、香港、南京、成都

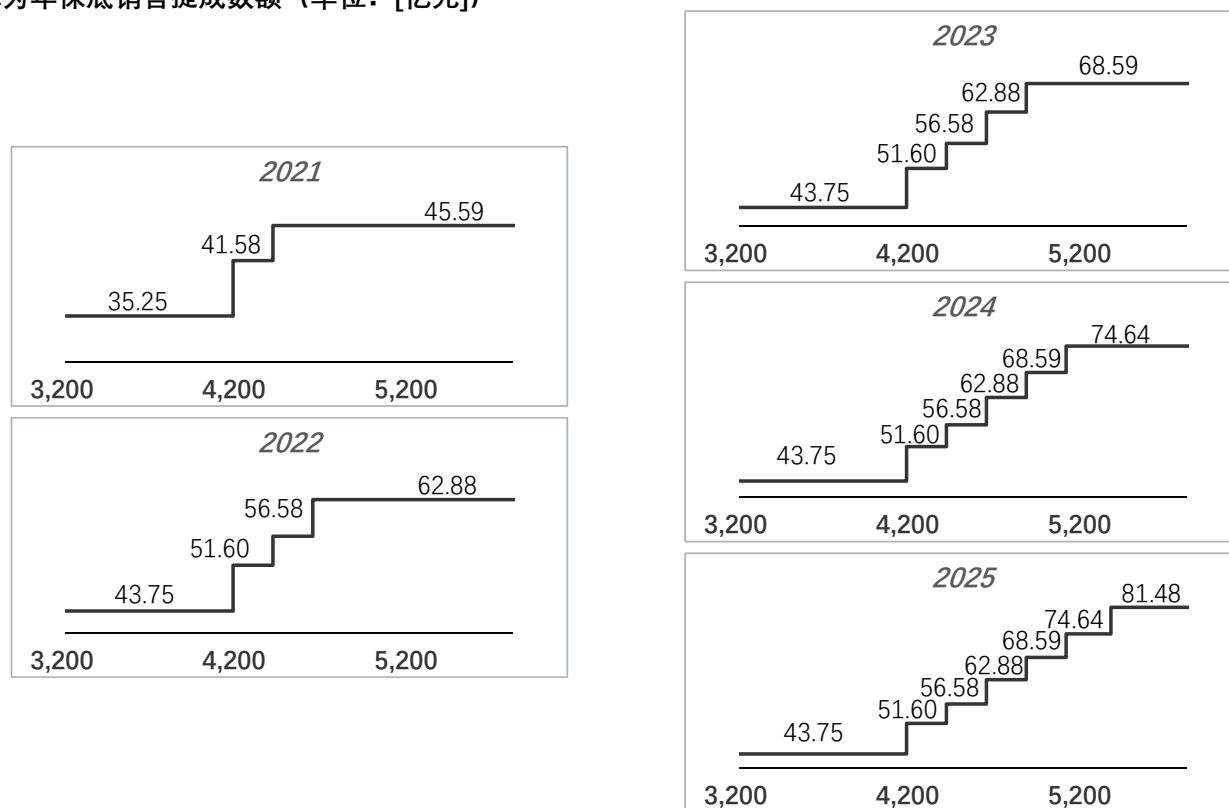


破而后立——风物长宜放眼量

补充协议对相近年份高国际客流状态下的收入上限做出让步并增加其确定性，而提高未来年份高国际客流状态下的收入弹性

上海机场免税店国际客流超2019年80%情况下年保底销售提成示意图，2021-2025

横坐标为年实际国际客流（单位：[万人次]）
纵坐标为年保底销售提成数额（单位：[亿元]）



头豹洞察

- 上海机场免税店国际客流超2019年80%情况下年保底销售提成如左图所示，补充协议对2021-2025年之间各年年保底销售提成数额制定了详细规则
- 自2021年起，每年年保底销售提成数额随年实际国际客流变动次数及档位逐步增加，且每年年保底销售提成数额上限持续增加。2022年起若年实际国际客流未超过2021年年保底销售提成数额上限所对应的最低年实际国际客流（即4,636万人次），则取年实际国际客流所在区间的年保底销售提成数额与124.11%的乘积作为实际年保底销售提成数额，下限相对提高
- 受新冠疫情影响，上海机场基于对国际客流恢复时间及程度的预期，将原合同中保底收入4,100,000万元拆分至未来五年销售提成数额的上限之和，对相近年份高国际客流状态下的收入上限做出让步并增加其确定性，而提高未来年份高国际客流状态下的收入弹性

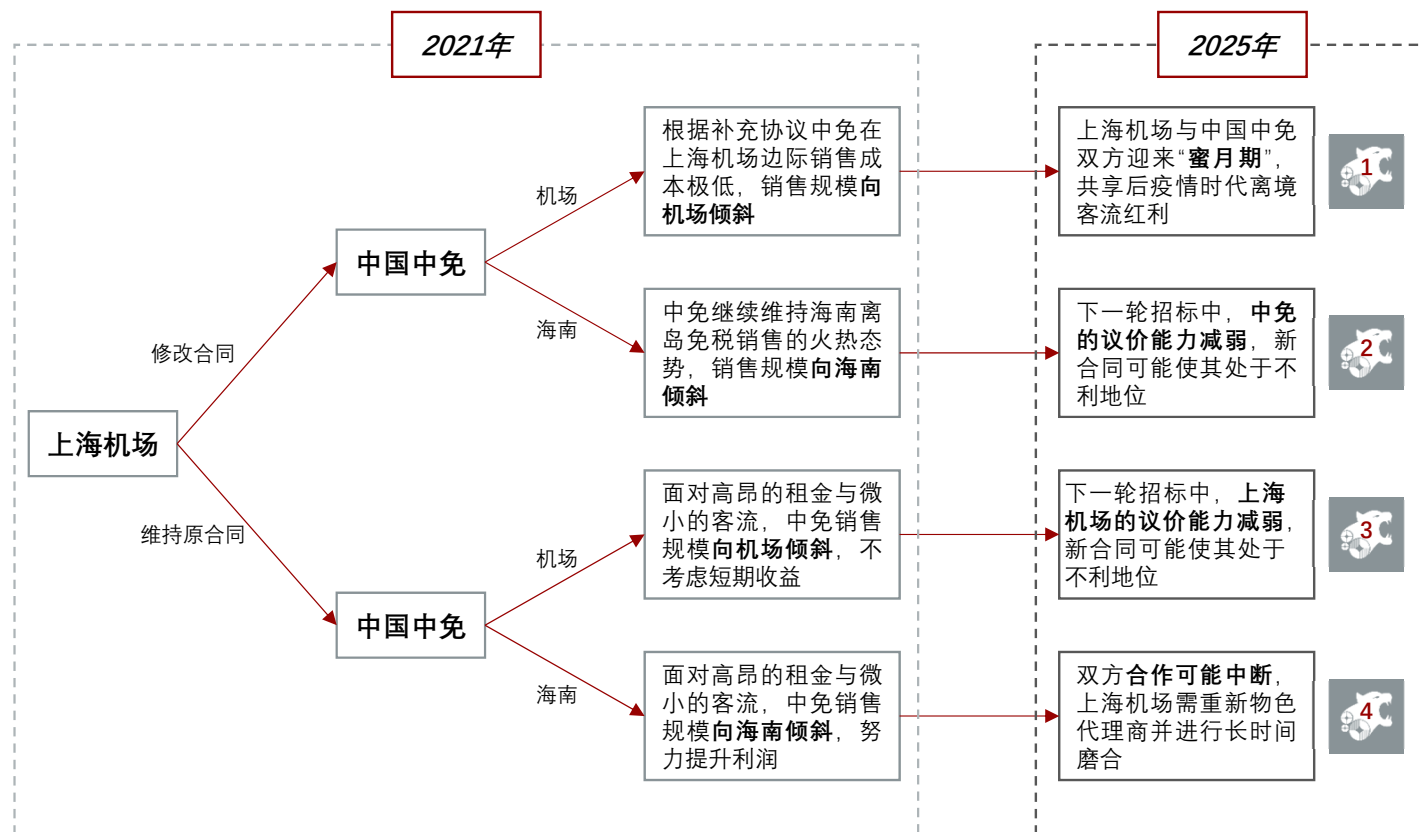
来源：上海机场公告，头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

破而后立——富贵险中求

上海机场通过将原有“低保底-高提成”模式置换为“低提成-高保底”模式，对短期租金收益让步，提升自身的中长期议价能力，以换取长期价值

上海机场与中国中免核心策略博弈简化图



来源：头豹研究院编辑整理

©2021 LeadLeo

头豹洞察

- 左图为上海机场与中国中免在2021年核心策略博弈对2025年可能产生影响的简化图。上海机场存在两种核心策略，分别为修改合同及维持原合同，类似的中国中免两种策略为销售规模向机场倾斜及销售规模向海南倾斜。双方各两种策略组合成4种结果，进而在2025年产生4种可能的情形
- 综合对比4种情形，情形1、2对上海机场更有利，区别在于情形2只在中长期带来收益，而情形1在短中长期均可带来收益，且是双方共赢的情形
- 上海机场设计及签订补充协议的目的在于提高2025年新一轮招标的中长期议价能力，**通过将原有“低保底-高提成”模式置换为“低提成-高保底”模式，对短期租金收益让步，努力达成情形1或情形2，以议价能力换取长期价值**

破而后立——疾风知劲草

上海机场通过补充协议以短期租金换取中长期议价能力，放大低国际客流下自身收益，其长期价值不减，注定再次远航

上海机场分析结论

商业模式



上海机场商业模式中的核心业务是免税商业，**核心驱动因素是旅客吞吐量**，旅客吞吐量给非航空性收入带来的边际贡献高于航空性收入

机场业态



与其他场景相比，机场综合业态发展前景好，浦东机场商圈布局完善，**建立以免税商业为核心的盈利模式**，拓展非航空性收入

吞吐量



未来持续增长的旅客吞吐量及货邮吞吐量将成为上海机场航空性收入及非航空性收入增长的**关键动能和重要来源**，浦东机场前景可期

补充协议



上海机场与中国中免签订补充协议，提出根据月实际国际客流调整的两种新方案，将保底金额变为上限金额，**放大低国际客流下自身收益**

议价能力



上海机场设计及签订补充协议的目的在于提高2025年新一轮招标的**中长期议价能力**，对短期租金收益让步，以议价能力换取长期价值

头豹洞察

- 上海机场自上市以来最高复权收盘价曾达到最低复权收盘价的30倍以上，是中国A股市场颇具潜力的白马股。2021年1月30日上海机场连发两份公告，随后连续两个交易日跌停
- 本报告通过分析上海机场商业模式、机场消费业态、中国旅客及货邮吞吐量规模、补充协议细则及上海机场签订协议背后的逻辑和目的等信息，**认为2021年2月上海机场的价值尚未被市场充分挖掘**
- 上海是中国最大的经济中心城市，位于亚洲、欧洲和北美大三角航线的端点，飞往欧洲和北美西海岸的航行时间约为10小时，飞往亚洲主要城市的时间在2至5小时内，航程适中，故浦东国际机场具备免税商业模式中最稀缺的国际客流。免税渠道竞争日益激烈，新冠疫情下上海机场通过补充协议放大低国际客流下自身收益，并以短期租金换取其中长期议价能力，因此**上海机场长期价值不减，注定再次远航**

方法论

- ◆ 头豹研究院布局中国市场，深入研究10大行业，54个垂直行业的市场变化，已经积累了近50万行业研究样本，完成近10,000多个独立的研究咨询项目。
- ◆ 研究院依托中国活跃的经济环境，从非航空性收入、吞吐量、议价能力等领域着手，研究内容覆盖整个行业的发展周期，伴随着行业中企业的创立，发展，扩张，到企业走向上市及上市后的成熟期，研究院的各行业研究员探索和评估行业中多变的产业模式，企业的商业模式和运营模式，以专业的视野解读行业的沿革。
- ◆ 研究院融合传统与新型的研究方法，采用自主研发的算法，结合行业交叉的大数据，以多元化的调研方法，挖掘定量数据背后的逻辑，分析定性内容背后的观点，客观和真实地阐述行业的现状，前瞻性地预测行业未来的发展趋势，在研究院的每一份研究报告中，完整地呈现行业的过去，现在和未来。
- ◆ 研究院密切关注行业发展最新动向，报告内容及数据会随着行业发展、技术革新、竞争格局变化、政策法规颁布、市场调研深入，保持不断更新与优化。
- ◆ 研究院秉承匠心研究，砥砺前行的宗旨，从战略的角度分析行业，从执行的层面阅读行业，为每一个行业的报告阅读者提供值得品鉴的研究报告。

法律声明

- ◆ 本报告著作权归头豹所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复刻、发表或引用。若征得头豹同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“头豹研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节或修改。
- ◆ 本报告分析师具有专业研究能力，保证报告数据均来自合法合规渠道，观点产出及数据分析基于分析师对行业的客观理解，本报告不受任何第三方授意或影响。
- ◆ 本报告所涉及的观点或信息仅供参考，不构成任何投资建议。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。在法律许可的情况下，头豹可能会为报告中提及的企业提供或争取提供投融资或咨询等相关服务。本报告所指的公司或投资标的的价值、价格及投资收入可升可跌。
- ◆ 本报告的部分信息来源于公开资料，头豹对该等信息的准确性、完整性或可靠性不做任何保证。本文所载的资料、意见及推测仅反映头豹于发布本报告当日的判断，过往报告中的描述不应作为日后的表现依据。在不同时期，头豹可发出与本文所载资料、意见及推测不一致的报告和文章。头豹不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，头豹对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，读者应当自行关注相应的更新或修改。任何机构或个人应对其利用本报告的数据、分析、研究、部分或者全部内容所进行的一切活动负责并承担该等活动所导致的任何损失或伤害。

读完报告有问题？

快，问头豹！你的智能随身专家



扫码二维码
即刻联系你的智能随身专家



STEP03 解答方案生成

大数据×定制调研
迅速生成解答方案



STEP01 智能拆解提问

人工智能NLP技术
精准拆解用户提问

