



上海机场(600009)

报告日期: 2021 年 11 月 8 日

上海机场十问十答

——上海机场深度报告

✎ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎ : 021-80108040
✉ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

2021 年 1 月底,上海机场与中免签署免税补充协议,原合同约定保底成为租金上限,市场对于未来机场免税业务弹性较为悲观。站在首都机场与中免签署上一合同年免税补充协议的时点,基于出入境放松预期持续加强,我们对市场关注的公司热点问题进行了深度分析,看好国际复苏后业绩弹性大、免税收入弹性有望大幅改善当前的悲观预期、当前处于底部区域的上海机场。

投资要点

□ **问题 1: 如何看待免税补充协议? 上海机场未吃大亏,并保证了长远利益**
基于疫情的客观原因,五个一政策下国际客流几近于无,这使得原 410 亿合同难以以正常履行;疫情下机场议价权下滑,短期选择与承租人共同承担风险亦符合商业逻辑。短期当国际客流较低时,调节系数为上海机场免税收入提供一层安全垫,2020 年免税销售额不足 20 亿元的情况下上海机场取得 11.56 亿元的租金收入。我们认为上海机场并未吃大亏,并在离岛免税市场规模迅速崛起的阶段,保证了机场渠道的竞争力,为更大规模的长远利益奠定了基础。

□ **问题 2: 本轮合同是否还有重谈的可能? 我们认为有**

出入境限制放松预期持续加强,一旦国门放开,国际客流有望在初期保持较快恢复节奏。若 2025 年前客流有所恢复,机场的议价权将随之提升,我们认为免税协议有望重谈,主要因为:①从 2020 年后机场免税经营权招标中,我们可以看出机场仍然是免税运营商必争之地,一旦国际客流开始反弹,机场议价权将迅速恢复;②基于免税补充协议的签订具备法理基础,我们预计合同中大概率有保证双方利益的重新谈判条款。

在机场国际客流处于底部时,上海机场做出牺牲,基于双方的合作态度,我们认为,当国际客流有所恢复时,重谈是可能性事件。若重新谈判,我们认为机场免税业务弹性将有所提升,比如,可以在当前租金计算模式基础上,根据销售额收取一定比例的超额提成。

□ **问题 3: 如何看待与离岛免税的竞争? 协同大于竞争**

机场免税与离岛免税主要为错位竞争。①客群:重合度有限,离岛免税与机场免税并不构成正面竞争;②价格:日上有望继续保持价格优势,一方面中免销售规模全球第一意味着进货成本为全球最低水平,另一方面浦东机场免税店一直致力于打造“亚太机场免税店最佳价格”标签;③品类:当前只有机场免税店才能售卖烟酒产品,且我们认为未来上海机场精品类布局有望完善,长期来看和离岛免税有望实现互补。

我们认为中免有足够动力做大机场免税规模,打造第二增长极。1)上海机场免税租金保底不低,倒逼中免做大机场销售规模;2)离岛免税渠道被打破垄断,中国中免的利润空间有所压缩,为了实现 2021 年离岛免税销售额 600 亿元的目标,运营商均加大折扣力度;受此影响叠加疫情下线上销售占比提升,20Q3-21Q3 中免毛利率从 38.9%下降至 31.3%。而基于免税补充协议,上海机场免税店销售规模达到一定程度后边际成本低,因此,我们认为,做大机场免

评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 49.03

单季度业绩

元/股

3Q/2021

-0.26

2Q/2021

-0.16

1Q/2021

-0.23

4Q/2020

-0.28



公司简介

公司是中国最大的三个国际中转枢纽航空港之一。

相关报告

- 《重组后短期增厚 EPS, 聚焦主业发展》2021.6.25
- 《免税合同重大变更, 或为长远计》2021.01.30
- 《从生意模式、财务质量, 再谈上海机场投资价值》2020.04.22

报告撰写人: 李丹

数据支持人: 李丹

税规模取得的利润增量或能部分弥补中免为维持免税竞争优势而带来的利润率降低的局面，并为中免抢占离岛免税市场份额形成强劲支撑，我们认为两类业态间的协同效应有望大于竞争。

□ 问题 4：如何看待与市内免税的竞争？冲击有限

从全球发展经验来看，机场免税渠道占比 55%。市内免税短期或对机场免税形成一定分流，但我们认为冲击有限，长期来看两者可共同成长，在购物业态上实现互补。长期来看，我们认为机场免税发展潜力更大，主要因为：①潜在客群大；②重奢品牌青睐机场渠道；③市内免税店成本并不一定比机场免税店成本低。

□ 问题 5：如何看待与线上有税、线上直邮、跨境电商的竞争？价格或有差异

1) 对比线上有税：免税价格常年相当于“双 11 大促价格”，我们认为免税渠道无惧有税部门竞争。

2) 对比跨境电商：无论是价格端还是成本端，目前机场免税的优势都较为明显。且我们认为，二者产品定位差异化，短期很难形成直接竞争。

3) 对比线上直邮：考虑到上海机场线下免税销售额做到一定规模后边际成本较低，我们认为免税运营商将有充足动力将资源倾斜于机场。虽然上海机场免税店与日上直邮统一由日上上海经营，但由于线下免税的购物门槛高于线上，我们预计，未来线下免税店将兼具产品和价格优势，旅游零售仍然以线下渠道为主，而线上渠道的主要功能是作为补充。

□ 问题 6：未来上海机场的免税提成率还能回到 42.5%吗？应关注租金规模

我们认为未来机场免税提成比率回到疫情前水平的概率小，主要因为：①我国 2019 年出台的政策要求口岸进出境免税店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，2020 年以来中标的机场免税店提成比率均小于 40%；② 20Q3-21Q3 中免单季度毛利率均低于 40%，我们认为高扣点率下无利可图将使得运营商失去做大机场免税规模的动力。

从本质上来看，机场方追求高提成比率的最终目的是获得更多的免税租金收入，而租金规模是建立在销售规模基础之上的。低边际成本能鼓励免税运营商做大销售规模，而当前更大的销售规模意味着未来更多的租金收入，长此以往，将有望形成良性循环。

□ 问题 7：下一轮合同上海机场将怎么签？有多种可能性

下一轮免税合同中，经营模式和提成模式均有多种可能性。经过比较，我们认为，上海机场下一轮免税合同的租金计算模式大概率仍然为“保底+提成”模式。考虑到国内免税市场情势重大变更，线上渠道势不可遏，我们预计上海机场可能会基于要求高保底的基础，在提成比率上让利运营商，既能确保机场的高收入，又能鼓励免税商做大机场销售规模。此外，我们预计，公司仍将对免税业务弹性有一定的要求，在低扣点率的基础上，或可与免税运营商成立合资公司，从利润端额外获得业绩弹性。

□ 问题 8：如何看待上海机场收购虹桥？当下为绝佳时机

收购虹桥将能解决同业竞争问题，从而兑现对股东的承诺，恢复公开融资功能，届时为 T3 扩建公开筹集资金做准备。疫情下国际航班尚未恢复，当前是虹桥机场、物流公司盈利能力反超浦东机场的罕见时机，是解决历史遗留问题的较佳时间点。

□ 问题 9：2025 年上海机场利润弹性测算

当 2025 年上海机场国际客流量为 3851-5584 万人次时，当人均免税消费额为 707-942 元时，免税销售规模为 272-526 亿元；在此基础上，当免税超额提成比率为 5%-15%时，上海机场 2025 年免税业务收入为 52.2-131.6 亿元，对应净利润为 39.2-98.7 亿元，考虑虹桥、货运站注入上市公司，我们假设 2025 年免税利润占归母净利润的比例由 2019 年的 78%下滑至 68%，对应整体净利润约为 57.6-145.2 亿元。

□ 问题 10：如何看待上海机场的投资价值？底部明确，坚定看好

海外逐步放开国门，随着疫苗接种率持续提升，我们认为明年我国出入境政策边际放松概率大。上海浦东国际机场是我国最大的国际枢纽机场，国际及地区旅客吞吐量占比过半，国际恢复阶段将显现较大业绩弹性。公司当前仍处底部，待国际客流开始恢复，上海机场在免税业务中的话语权将逐步恢复，业绩、估值将同步修复。

考虑到本轮免税合同有望重谈，下一轮免税合同大概率仍然采用保底与提成孰高的模式，免税收入弹性有望大幅改善当前的悲观预期，我们坚定看好上海机场长期发展空间。

□ 盈利预测及估值

当前国内出行市场已基本恢复正常秩序，局部疫情以及恶劣天气扰动有限。国际及地区航线方面，随着国内外疫苗接种持续推进，以及新冠口服特效药数据优异，我们认为明年国际航班管控政策有望出现松动信号，预计 21-23 年归母净利润分别为-14.6、9.5、50.0 亿元，不考虑摊薄影响下对应 EPS 分别为-0.75、0.49、2.60 元。2019 年，公司免税业务高增长长期平均 PE 估值为 30x；基于本轮免税合同重谈的可能性与下轮合同的高弹性预期，给我们予公司 2023 年 30 倍，不考虑增发摊薄影响，折现到 22 年对应目标股价 72.26 元/股，**维持“买入”评级**。

□ **风险提示：**疫情恢复不及预期，免税规模增速不及预计，下轮免税合同招标结果不及预期等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4303	3922	6564	11410
(+/-)	-60.68%	-8.87%	67.37%	73.82%
归母净利润	-1267	-1455	951	5003
(+/-)	-	-	-	426.09%
每股收益(元)	-0.66	-0.75	0.49	2.60
P/E	-74.59	-64.95	99.34	18.88

正文目录

背景：上海机场与日上上海签署《免税补充协议》	6
1. 如何看待补充协议？上海机场未吃大亏，并保证了长远利益.....	7
2. 本轮免税合同是否还有重谈的可能？我们认为有.....	9
3. 如何看待与离岛免税的竞争？协同大于竞争.....	11
3.1. 客观角度：上海机场客群优势不减，价格、品类优势有望提升.....	11
3.2. 主观角度：中免具有做大上海机场免税规模的动力.....	12
4. 如何看待与市内免税的竞争？冲击有限.....	13
5. 怎么看待与线上有税、跨境电商的竞争？价格或有差异.....	16
5.1. 对比天猫旗舰店：免税品价格具备竞争优势，成本并不一定更高.....	16
5.2. 对比跨境电商：机场免税兼具价格&成本优势.....	17
5.3. 对比线上直邮（类免税）：未来线下或因高购物门槛而具备价格优势.....	19
6. 未来免税提成率还能回到 42.5%吗？租金规模更重要.....	20
7. 下一轮合同上海机场将怎么签？有多种可能性.....	21
8. 如何看待上海机场收购虹桥？当下为绝佳时机.....	23
9. 上海机场利润敏感性测算.....	25
10. 如何看待上海机场当前投资价值？底部看好.....	27
11. 盈利预测与投资建议.....	28
11.1. 盈利预测.....	28
11.2. 估值与投资建议.....	30
12. 风险提示.....	30

图表目录

图 1：上海机场原免税合同约定的保底租金（亿元）	8
图 2：2016-2019 年日上上海净利润合计 27.9 亿元.....	8
图 3：2019 年国内免税市场格局（销售额单位：亿元）	8
图 4：08-19 年上海机场免税销售额及增速.....	8
图 5：2021 年 8 月美国民航国际航线旅客量已恢复至 2019 年同期的 6 成.....	10
图 6：2019 年港澳是国人出境游的最主要目的地.....	11
图 7：15-20 年海南离岛免税顾客 CAGR 为 22.3%.....	11
图 8：香奈儿（精品）免税店重返仁川机场 T1.....	12
图 9：机场免税店各品类销售额占比.....	12
图 10：21Q3 中免毛利率下滑至 31.3%.....	13
图 11：2014-2017 年全球免税销售额分渠道占比.....	15
图 12：跨境电商 2 种物流模式对比.....	19
图 13：2020 年以后中标的机场免税经营权提成比率均低于 40%.....	20

图 14: 机场高扣点率将导致运营商在机场的净利率远低于线上、离岛免税渠道.....	21
图 15: 浦东机场、虹桥机场、物流公司收入(亿元).....	23
图 16: 浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润(亿元).....	23
图 17: 浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润率.....	24
图 18: 浦东机场、虹桥机场、物流公司 ROE.....	24
图 19: 虹桥机场商务客占比约 6 成.....	25
图 20: 虹桥机场 LV 门店.....	25
图 21: 上海机场国际客流占比过半.....	28
图 22: 2019 年北上广深机场国际及地区客流占比.....	28
图 23: 2021 年 11 月 6 日上海机场收盘价仅高于大股东定增价的 11.2%.....	28
表 1: 上海机场客流量超过 80%后与免税收入的对应关系.....	7
表 2: 上海机场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).....	7
表 3: 2020 年-2021 年 10 月国内机场免税店中标情况.....	10
表 4: 2021 年国庆大促期间各免税运营商折扣情况.....	12
表 5: 市内免税对机场免税的分流影响.....	14
表 6: 重奢品牌开店情况(仅限精品类门店).....	15
表 7: 中国消费者海外购物渠道对比.....	16
表 8: 2021 年双 11 大促热门香化产品价格比较(有税渠道最优惠价往往出现在直播间, 限时且限量).....	17
表 9: 适用跨境电商综合税的商品税率.....	18
表 10: 免税与跨境电商渠道税率远低于其他销售方式(以高档化妆品为例, 各种销售渠道的缴税情况).....	18
表 11: 保底租金与收入扣点相等时的免税销售规模测算.....	22
表 12: 2025 年上海机场利润敏感性测算(免税超额提成比率为 5%, 销售额、利润单位: 亿元, 客流单位: 万人次).....	26
表 13: 2025 年上海机场利润敏感性测算(免税超额提成比率为 10%, 销售额、利润单位: 亿元, 客流单位: 万人次).....	26
表 14: 2025 年上海机场利润敏感性测算(免税超额提成比率为 15%, 销售额、利润单位: 亿元, 客流单位: 万人次).....	26
表 15: 近期全球各国放开国门进展总结.....	27
表 16: 上海机场 2021-23 年收入拆分(旅客吞吐量单位: 万人次; 收入、成本、利润单位: 百万元).....	29
表 17: 可比公司 PE 估值.....	30
表附录: 三大报表预测值.....	31

背景：上海机场与日上上海签署《免税补充协议》

2021年1月29日，上海机场与中国中免同时发布公告，基于不可抗力事件及重大情势变更等情况，上海机场与中国中免子公司日上上海签订《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》（以下简称“补充协议”）。简要而言，补充协议修改了上海机场免税收入的计算方式，取消收入提成制，未来免税租金仅与上海机场国际客流量挂钩，且原保底租金变为现在的租金上限。根据补充协议，相关费用修订自2020年3月1日起实施。

2020年3月-2025年12月，上海机场免税租金确认的主要条款为：

➤ 当月实际国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时：

（2019年国际及地区旅客量3851万，月均为320.9万人，80%对应256.7万人。）

“月实际销售提成”按照以下公式确定：

$$\text{月实际销售提成} = \text{人均贡献} \times \text{月实际国际客流} \times \text{客流调节系数} \times \text{面积调节系数}$$

其中，1）“人均贡献”以2019年为基准，2019年上海机场免税收入52.1亿元，对应国际客流3851万，得“人均贡献”为135.28元。2）“客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数。3）“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时，面积调节系数为0。

➤ 当月实际国际客流 > 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时：

（即月实际国际客流高于256.7万人、年国际客流高于3080.8万人）

“月实收费用”按“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”按以下公式确定：

$$\text{月保底销售提成} = \text{当年保底销售提成} \div 12 \text{ 个月}$$

其中，“当年保底销售提成”按如下顺序确定：

1）若当年实际国际客流（X）大于表1中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；

2）若当年实际国际客流（X）小于等于表1中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成额。

3）若2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：

$$\text{年保底销售提成} = \text{对应年度保底销售提成} \times (1 + 24.11\%)$$

（注：24.11%为原合同中T1航站楼免税店规划面积与T2航站楼+S1卫星厅+S2卫星厅免税店规划面积之比。）

表 1：上海机场客流量超过 80%后与免税收入的对应关系

年度	年实际国际客流 X (单位：万人次)	年保底销售提成 (单位：亿元)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

以上条款，总结下来，即上海机场 2021-2025 年的免税收入与国际客流量直接相关，客流区间与收入的关系总结如下表 2 所示：

表 2：上海机场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	$135.28 \times \text{实际国际客流} \times \text{客流调节系数} \times \text{面积调节系数}$				
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

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

此外，根据免税补充协议公布的条款，上海机场与日上上海双方约定，若出现下列情形，双方可以进行新一轮磋商，以作出更为客观的调整：

- (1) “新冠病毒疫情”在 2023 年 12 月 31 日仍未全面结束；
- (2) 因疫情导致供应商产品生产、运输严重滞后，无法满足日上上海采购需要；
- (3) 与免税相关的国内外税收政策发生重大变更；
- (4) 其他非日上上海经营能力原因导致其无法经营或经营困难的。

1. 如何看待补充协议？上海机场未吃大亏，并保证了长远利益

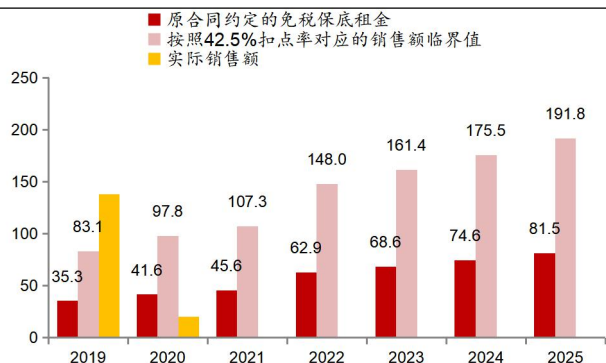
新冠疫情严重影响机场国际客流量，而流量恰恰是机场议价能力的根本保证，因此，在国际客流尚未复苏阶段，机场议价权下滑在所难免。但与市场普遍认识有别的是，我们认为，在这份免税补充协议中，上海机场并未吃大亏，并在离岛免税市场规模迅速崛起的阶段，保证了机场渠道的竞争力，为长远利益奠定了基础。

➤ **若原合同不变：我们认为日上上海违约的概率大，违约金 5 亿元**

1) 基于疫情的客观原因, 五个一政策下国际客流几近于无, 这使得原 410 亿合同的履行基本成为了不可能。2020 年, 上海机场出入境旅客吞吐量 486.4 万人次, 仅为 19 年的 12.6%, 当年上海机场免税店销售额不超过 20 亿元; 根据 IATA 预测, 全球民航出行市场要到 2024 年才能恢复到疫情前水平。按照原合同, 2020-2023 年日上上海至少需支付的保底租金金额分别为 41.58 亿元、45.59 亿元、62.88 亿元、68.59 亿元(合计为 218.64 亿元), 这意味着日上上海 20-23 年的目标销售额应不低于约 113 亿元、124 亿元、171 亿元、186 亿元, 因此, 我们认为原 410 亿免税保底合同基本不可能履行。

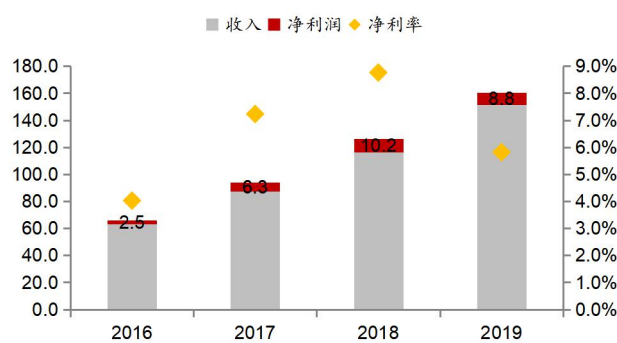
2) 假设按照原合同执行, 日上上海或选择违约。基于原合同约定保底, 我们预计日上上海 20-23 年将亏损 150 亿以上, 而 16-19 年日上上海净利润合计仅 27.9 亿元, 考虑到履约保证金仅 5 亿元, 我们认为日上上海因负担不起保底而选择违约的可能性大。

图 1: 上海机场原免税合同约定的保底租金(亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

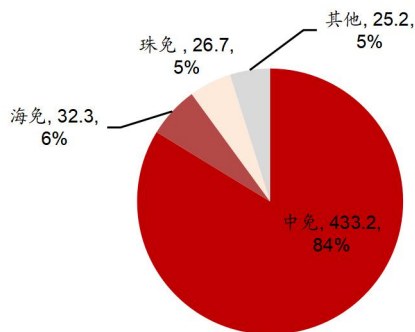
图 2: 2016-2019 年日上上海净利润合计 27.9 亿元



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

若中免被迫选择违约, 由于其在持牌商中一骑绝尘, 而上机免税盘子较大, 我们认为短期内亦难以找到其他有支付原合同保底实力的合作者。当前, 全国仅 5 家免税运营商拥有机场免税牌照(中免合算为 1 家), 龙头中免在中国的市场份额约为 9 成, 2020 年销售规模登顶全球旅游零售行业, 在规模、供货渠道、运营管理等方面具有显著优势。上海机场本轮合同约定 19-25 年的免税保底租金合计 410 亿元, 我们认为并不是每家免税经营商都有实力履约, 因此, 我们认为上海机场一时或将难以找到可替代的合作者。为了提高疫情受损期间的收入确定性, 在其他免税运营商羽翼尚未丰满之时, 我们认为上海机场与中免深入合作是有望实现共赢的选择。

图 3: 2019 年国内免税市场格局(销售额单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

注: 海免已于 2020 年 5 月被中免收购。

图 4: 08-19 年上海机场免税销售额及增速



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

➤ **若取消原合同保底，完全按照销售额提成：短期因疫情受损程度更大、中长期面对其他免税渠道竞争优势不大**

合同变更符合商业逻辑——任何一个与承租人长期合作的出租人，在遇到疫情等不可抗力情况时，都会选择与承租人分担。上海机场的护城河来自垄断下强劲的国际客流，而这个国际客流精准对接了免税店的需求，因此，免税运营商不得不让渡大部分利益给上海机场。短期，受疫情影响，国际客流大幅下滑，使得机场议价权下滑，是符合商业逻辑的。

市场对免税补充协议的悲观预期主要因为上海机场 2020-2025 年免税收入上限被锁定，如表 2，上海机场 2020-25 年免税收入的变量变为客流量，上限变为原合同的保底金额，而非原合同的“保底与提成孰高”。在新计算方式下，若 2023 年起国际客流恢复至 19 年水平的 80% 以上，上海机场 23-25 年的免税收入上限将分别为 68.6、74.6、81.5 亿元，市场担忧上海机场免税业务失去弹性。

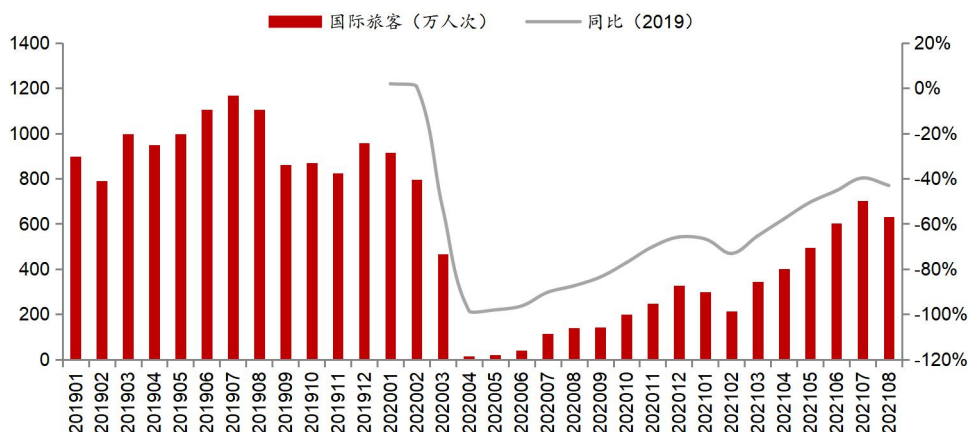
我们认为，免税补充协议条款下，从长远角度来看，上海机场并没有吃亏，同时为攫取长远利益奠定了基础。

- 1) **短期来看，当国际客流较低时，调节系数为上海机场免税收入提供一层安全垫。**①由于疫情恢复存在不确定性，因此，在客流低于 19 年水平的 80% 时，补充协议规定了“客流调节系数”和“面积调节系数”，且在极端低的客流（低于 30%）和开业面积（低于 10%）的情况下，系数为最高，因此，只要上海机场国际线不停航，就确保会有不低于（135.28*国际客流）的收入。——这也是 2020 年免税销售额不足 20 亿元情况下，能收到 11.56 亿元免税收入的原因。②**基于国内外疫情形势，我们预计上海机场 2021-2022 年仍将受益于系数托底保护。**根据上海机场公告，21Q1-3 分别取得免税租金 0.9、1.3、1.5 亿元。
- 2) **离岛免税市场崛起，高扣点率下中免或缺乏做大机场免税规模的动力，这可能导致下轮合同中上海机场的免税租金增速水平较低。**机场免税销售规模是机场议价能力的根源，也是机场获取租金的基础。销售规模提升主要依靠客流优势和价格优势，当机场免税店相较离岛免税、线上免税等渠道而言不具备价格优势时，将难以吸引旅客进行消费，机场免税规模或将保持较低增速。因此，为了在下轮合同招标时提升机场方议价能力，我们认为面对高速增长离岛免税市场，鼓励运营商将资源倾斜于机场渠道对机场获取更大长远利益来说是有必要的。

2. 本轮免税合同是否还有重谈的可能？我们认为有

出入境限制放松预期持续加强，一旦国门放开，国际客流有望在初期保持较快恢复节奏。21Q4 美、英、澳、新等海外主要国家纷纷放宽出入境限制，随着海内外疫苗接种率持续提升，我们认为国内出入境政策放松预期亦在持续增强。而一旦国门开始放开，我们认为国际旅客恢复速度将较快，以美国为例，2021 年 2-8 月，民航国际旅客从 2019 年的 27% 提升至 57%。

图 5：2021 年 8 月美国民航国际航线旅客量已恢复至 2019 年同期的 6 成



资料来源：彭博，浙商证券研究所

若 2025 年前客流有所恢复，机场的议价权将随之提升，我们认为免税协议有望重谈。该判断主要基于以下原因：

- 1) 机场仍然是免税运营商必争之地，一旦国际客流开始反弹，机场议价权将迅速恢复。从 2020 年后机场免税经营权招标中，我们可以看出，机场仍然是免税商必争之地。从前述分析可知，在国际客流恢复到 2019 年的 80% 以前，日上上海应付租金高于“免税销售额*提成比率 42.5%”，我们认为，这部分支出相当于日上上海支付给机场的“保位费”，以便在合同期内国际客流恢复后能够继续卡位上海机场。因此，作为国内最大国际航空枢纽，我们认为上海机场仍将是中免长期发展布局的重要码头。

表 3：2020 年-2021 年 10 月国内机场免税店中标情况

招标机场	免税店	中选人	扣点率	租金/保底租金	其他候选人
成都/天府	出境	中免	28.71%	27804 元/平米/年	珠免、港中旅
青岛新机场	出境	中免	24%	1850 元/平米/月	-
南宁/吴圩	T2 出境	珠免	-	-	-
南京/禄口	T2 出境	中出服	28.44%	5535 万元	-
南昌/昌北	T1 出境	中出服	33%	540 万元	珠免、王府井
泉州/晋江	出境	中出服	-	26.4 万元/年	-
鄂尔多斯/伊金霍洛	出境	珠免	-	20 万元/年	-
济南/遥墙	出境	中免	21%	733.32 万元/年	王府井、港中旅
烟台/蓬莱	出境	中免	-	320 万元	王府井、港中旅、珠免
威海	出境	深免	-	182.4 万元/年	中免、中出服
贵阳/龙洞堡	T3 出境	中出服	20%	49.115 万元/年	中免、珠免
宁波/栎社	T2 出境	中免	31.92%	1198 万元	-
义乌	出境	中免	-	-	-
太原/武宿	T2 出境	-	-	13.77 万元/年	中免、中出服、港中旅

资料来源：中国政府招标平台，浙商证券研究所

- 2) 我们预计免税协议中大概率有重新谈判条款,从而保障双方利益。在上海机场与日上上海合作的约 20 年内,日上上海的相关合同履行率为 100%,双方建立了良好的合作关系。在 2018 年双方签订的《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》中,有支持重新谈判的条款,法理支持结合上海机场具备共同承担风险的意愿,双方在疫情背景下签订了免税补充协议;在免税补充协议中,双方约定在部分情形下可以进行新一轮磋商,以作出更为客观的调整。

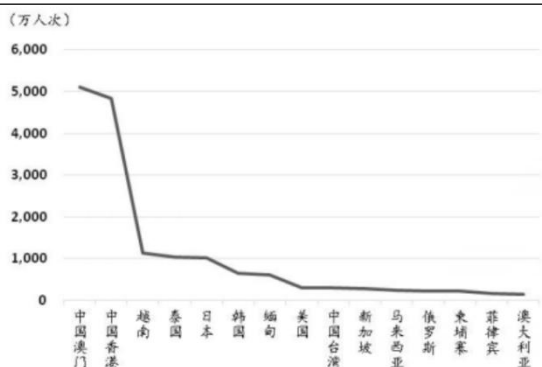
在机场国际客流处于底部时,上海机场做出牺牲,基于双方的合作态度,我们认为,当国际客流有所恢复时,重谈是可能性事件。若重新谈判,我们认为机场免税业务弹性将有所提升,比如,可以在当前租金计算模式基础上,根据销售额收取一定比例的超额提成。

3. 如何看待与离岛免税的竞争? 协同大于竞争

3.1. 客观角度: 上海机场客群优势不减, 价格、品类优势有望提升

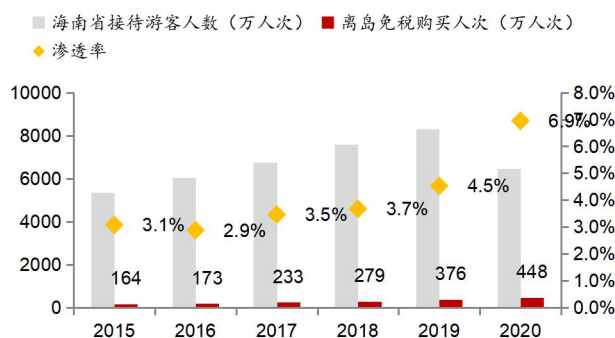
客群重合度有限,离岛免税与机场免税并不构成正面竞争。1) 购物门槛不同: 仅出岛旅客可在离岛免税店购物,仅出入境旅客(出岛不算出境)可在机场免税店购物。2) 出岛旅客与出境旅客并非此消彼长的关系: ①国际出行旅客往往具有较高的经济水平,我们认为,出境游和海南旅游对于这部分人群来说并不构成二选一的关系; ②出境游最主要目的地港澳与海南为不同的旅游地类型: 根据中国旅游研究院《中国出境旅游发展年度报告》,2019 年,我国出境旅游目的地以亚洲周边地区为主(占比 92.3%),其中前往港澳台的旅客人次超 1 亿人次(占比超 64.5%)。

图 6: 2019 年港澳是国人出境游的最主要目的地



资料来源: 中国旅游研究院, 浙商证券研究所

图 7: 15-20 年海南离岛免税顾客 CAGR 为 22.3%



资料来源: 海南省统计局、海口海关, 浙商证券研究所

日上有望继续保持价格优势。1) 客观上具有成本优势: 2020 年中免旅游零售规模登顶全球, 进价往往与采购规模成负相关, 我们可以认为当前中免的进价成本在全球旅游零售渠道中为最低档。2) 主观上采取薄利多销战略: 根据东方网 2011 年报道, 记者从中国机场非航空收入大会获悉, 上海机场所售的免税品平均价格确实为亚洲最低; 根据上海金融报 2011 年报道, 日上免税行办公室主任朱啸表示, 免税店的经营理念是薄利多销; 根据解放日报 2019 年报道, 浦东机场卫星厅投产后, 进境免税面积扩大, 浦东机场将继续打造“亚太机场免税店最佳价格”。3) 疫情后面对离岛免税市场的竞争, 通过比

较折扣力度，我们发现日上仍然保持着价格优势。因此，我们预计日上未来打造“最低价”标签的动力和意愿都将更足，我们认为未来日上上海机场免税店仍有望在亚洲范围内具备明显价格优势，并吸引部分疫情前去日韩消费的代购在机场下单。

表 4：2021 年国庆大促期间各免税运营商折扣情况

渠道	标价	折扣情况（相对标价）
日上直邮	一般低于离岛渠道	约 7-8 折，同时单笔满 888 元后享折后 9 折优惠，实际折扣约 6.3-7.2 折
中免三亚国际免税城	全岛一致	国庆期间全场香化 3 件 7 折
海旅投	全岛一致	全场香化每满 1000 元返 500 元现金券（下笔订单可用）
海发控	全岛一致	全场香化 1 件 8.5 折、3 件 7 折
中出服离岛渠道	全岛一致	约 7-7.5 折

资料来源：各免税店小程序，浙商证券研究所

品类方面，上海机场免税具备独特优势，和离岛免税有望实现互补。1) 当前只有机场渠道可以销售烟酒产品；2) 上海机场免税店精品类布局有望提升：①根据解放日报 2019 年报道，浦东机场计划 2022 年底前引进 19 个奢侈时装皮具品牌和 7 个顶级珠宝腕表品牌。②从海外经验可以看出，奢侈品牌方对于机场渠道非常重视，疫情更是凸显了机场渠道价值；根据 DFE 2021 年 6 月的报道，LV 宣布退出韩国市内免税店，将更侧重于机场渠道；根据 DFE 2021 年 10 月的报道，香奈儿精品店（免税）时隔 6 年重返仁川机场，同时新世界百货免税店还将于今年下半年在仁川机场引入超过 9 家奢侈品精品店，与此同时，仁川机场在一份声明中表示：“全球品牌将机场免税店视为旅行需求复苏时期重要购物渠道的关键支柱。”③从三亚国际免税城奢侈品牌引进情况来看，Burberry、Moncler 等品牌纷纷推出中免专卖款，可以看出中免与奢侈品牌的合作持续加深。随着精品、烟酒产品需求提升，我们认为上海机场免税店有望打造香化外的新增长极。

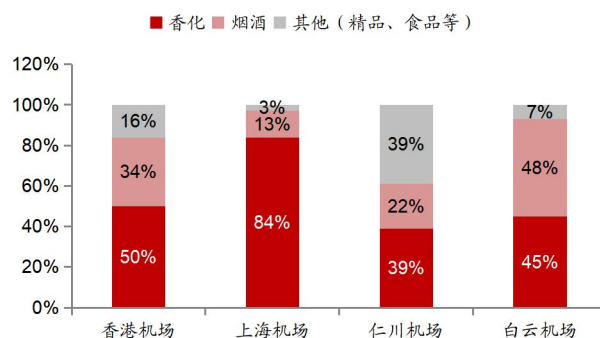
图 8：香奈儿（精品）免税店重返仁川机场 T1



资料来源：DFE、TRbusiness，浙商证券研究所

注：图片为 2021 年 10 月初额开幕仪式。

图 9：机场免税店各品类销售额占比



资料来源：TFWA，浙商证券研究所

注：香港机场香化占比按照国际平均、烟酒为中免披露；上海机场根据草根调研结果；仁川机场占比采用 2016 年公司披露数；白云机场根据草根调研结果。

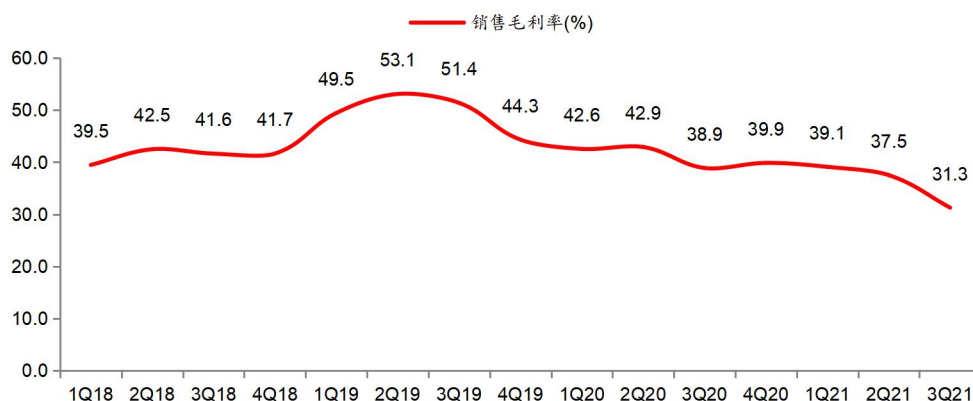
3.2. 主观角度：中免具有做大上海机场免税规模的动力

为了完成全岛 2021 年免税销售额 600 亿元的目标，离岛免税折扣力度同比增强。对于离岛免税店的主力消费者来说，他们往往一次购买多件商品，一般能够享受单品最优折扣（即比较多件优惠下的最低价格），价格是他们决定去哪里购买的主要因素。通过

查询日上直邮、中免离岛、海旅投、海发控、中出服离岛渠道的热门香化品牌价格情况，我们发现离岛免税品标价保持全市场一致，从表 4 中可以看出，其他运营商的折扣力度均紧跟中免。

为了在离岛免税市场维持较高的市场份额，我们认为中免或将压缩利润空间以维持价格优势。20Q3-21Q3，中免毛利率从 38.9%下降至 31.3%，主要因为力图完成全岛全年销售额目标而加大促销力度、相对低毛利的线上销售额占比加大。此外，海南预计在 2024-2025 年开始封关运作，届时全岛免关税，虽然与离岛免税店免征三税有一定差距，但难免有小幅分流，此时保持价格优势或为维持市场份额的较优手段。

图 10：21Q3 中免毛利率下滑至 31.3%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

我们认为中免有足够动力做大机场免税规模，打造第二增长极。1) 上海机场免税租金保底不低，倒逼中免做大机场销售规模；2) 离岛免税渠道被打破垄断，中国中免的利润空间有所压缩，而基于免税补充协议，上海机场免税店销售规模达到一定程度后边际成本为 0，因此，我们认为，做大机场免税规模取得的利润增量或能部分弥补中免为维持免税竞争优势而带来的利润率降低的局面，并为中免抢占离岛免税市场份额形成强劲支撑，我们认为两类业态间的协同效应有望大于竞争。

4. 如何看待与市内免税的竞争？冲击有限

市内免税短期或对机场免税形成一定分流，但我们认为冲击有限，长期来看两者可共同成长，在购物业态上实现互补。根据新华社报道，2021 年上海市商务工作会议上提到，根据计划上海将力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地，结合离岛免税购物新政策的经验，届时市内免税亦有望放宽购物额度和品类。

- 1) 短期客群、品类重叠度高，市内免税难以避免对机场免税产生一定程度的分流，主要是因为，①2019 年上海机场中转旅客仅占比约 12%，故机场免税与市内免税店目标客户群体重合度较高；②免税店香化销售额占比高，精品、烟酒尚有待发展，故机场免税、市内免税店短期内热门免税品类重合度较高。
- 2) 市内免税购物模式约束尚不通畅，结合免税市场国情，我们认为整体冲击有限，主要是因为：①市内免税面向离境国人，在市内购物后需要前往机场提货，购物环节

不如机场免税店便捷；②市内免税店发展需要较长培育时间，以三亚国际免税城（具有一定特殊性）为例，2012-2019 年销售额从 19.8 亿元增长至 101.7 亿元（CAGR 约 26%），而且市内免税店购物额度较离岛免税更低、购物门槛更高。

表 5：市内免税对机场免税的分流影响

要素	机场免税	市内免税	比较
目标客户群体	离境国人	离境国人	目标客户群体重合度高
中转旅客消费	可以	不可以	中转旅客由机场独享，但目前上海机场中转旅客占比仅 12%
购物空间	较小	较大	市内免税面积受限较小，便于产品布局陈列，也给消费者提供了更舒适的购物空间
免税品类	独有烟酒	-	在香化占比较大背景下，两者品类重合度较高；但是，机场免税可以销售烟酒，同时对精品品牌方的吸引力更大。
购物时间	有限	充裕	市内免税购物时间不受限制
价格	取决于品牌方要求&免税运营商的策略		考虑到机场流量较大，且市内免税对有税部门具有较大冲击，因此，我们认为品牌方或更倾向于给予机场免税渠道更低的定价，同时限制市内免税的定价和货品；但是，免税运营商可能会将资源倾斜于利润率更高的渠道。
提货方式	机场提货	机场提货	市内免税店购物后仍需要到机场提货，流程不够通畅。
消费冲动	较大	较平缓	在候机的封闭环境中，消费者面对线下门店会有更大的消费冲动。
经营方获客成本	零成本	较高	相对机场免税来说，去市内免税店购物是消费者额外的行程，经营方的获客成本会相对更高。
机场提成（2019 年）	较高	较低	2019 年，上海机场免税店提成比例为 42.5%；市内免税店支付给机场的租金占其销售额的比例较低。
经营方利润率	更低 (高扣点率下)	更高	若机场扣点率维持高水平，经营商在市内免税店的利润率更高

资料来源：浙商证券研究所

长期来看，我们认为市内免税和机场免税将实现差异化发展，机场免税有望释放更大发展潜力，主要因为：

- 1) **潜在客群大：**随着中转旅客占比提高，机场免税潜在客流与市内免税的差距将越来越大；
- 2) **重奢品牌青睐机场渠道，我们认为机场在精品、烟酒品类上的优势更大：**2020 年离岛免税精品销售明显提升，考虑到市内免税店与有税店的区位较近，而精品品牌方及消费者对价格体系差异较为敏感，我们预计市内免税店对同品牌有税部门将造成直接冲击，我们认为品牌方对市内免税的支持力度会弱于机场免税。根据 DFE 报道，2021 年 6 月 LV 表示决定退出韩国市内免税渠道，未来将更侧重机场渠道。随着机场免税店持续引进精品品牌，将在货品和价格上形成双重优势；此外，机场免税可以销售烟酒品类。

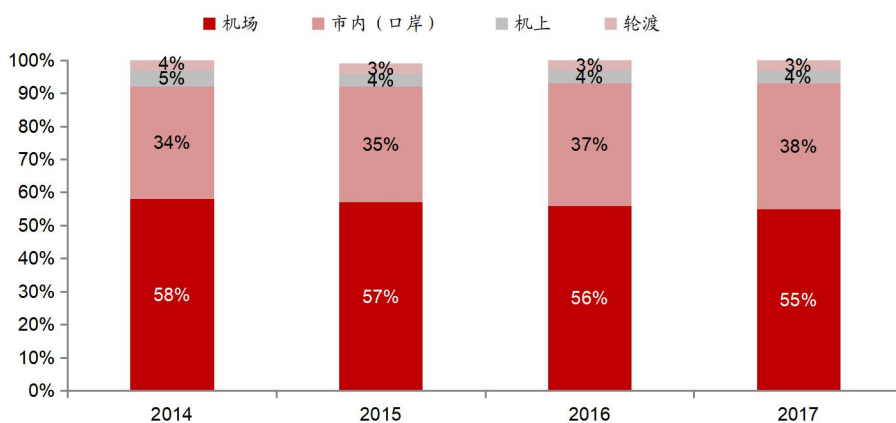
表 6：重奢品牌开店情况（仅限精品类门店）

渠道		LV	香奈儿	爱马仕	迪奥	古驰	卡地亚
机场零售	上海浦东	×	×	×	×	×	×
	上海虹桥	✓有税	✓有税	✓有税	×	×	✓有税
	北京首都	×	×	×	×	✓免税	×
	北京大兴	✓有税	×	✓有税	×	✓有税	✓有税
	香港	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税
	新加坡樟宜	✓免税	✓免税	✓免税	×	✓免税	✓免税
	韩国仁川	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税	✓免税
	日本羽田	×	✓免税	×	×	✓免税	✓免税
	迪拜	×	✓免税	×	×	×	✓免税
	海南离岛	×	×	×	×	✓	✓
市内免税	韩国	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	海南离岛	×	×	×	×	✓	✓

资料来源：穆迪大卫、官网，浙商证券研究所

- 3) **市内免税店成本并不一定比机场免税店成本低**：由于市内免税店需要在机场提货，亦需向机场支付租金；综合提货点租金、物业成本、引流成本等来看，我们认为市内免税店成本并不一定比机场免税渠道成本低。此外，上海机场 2020-2025 年的免税租金取消收入提成制，经营方做到保底对应销售规模以上的边际成本为 0，此时机场免税相较市内免税的成本优势将凸显。

从全球发展经验来看，免税渠道以机场为主，亦可看出品牌方的资源倾向方向。根据 Generation Research 数据，2017 年，机场渠道占全球免税销售渠道的 55%，市内（口岸）占比 38%，机上+轮渡合计占比 7%。其中，市内免税销售规模主要源自全球最大的免税市场韩国（市内渠道占比 85%），其他国家的市内免税均非最主要渠道。

图 11：2014-2017 年全球免税销售额分渠道占比


资料来源：Generation Research，浙商证券研究所

5. 怎么看待与线上有税、跨境电商的竞争？价格或有差异

目前，国内消费者购买海外商品的渠道主要包括：1) 国内专柜（线下）、天猫旗舰店/直播间的旗舰店链接（线上）；2) 免税店；3) 疫情后大肆兴起的线上直邮（类免税）；4) 跨境进口零售电商；5) 个人代购；6) 海淘；7) 出境购买。除了国内专柜等品牌商直营渠道外，我们将其他 6 类渠道进行对比，如表 7 所示。

表 7：中国消费者海外购物渠道对比

模式	免税	线上直邮 (类免税)	跨境电商	个人代购	海淘	出境购买
简介	本国消费者凭国际/地区机票、护照在机场、口岸、市内免税店购买商品；离岛免税凭进出海南岛机票在机场、市内免税店购买商品	消费者在免税运营商开设的线上平台购买商品	消费者通过国内的跨境 B2C 电商网站购买商品	消费者通过国内外个人或买手直接购买海外商品	消费者在国外电商网站直接购买商品	消费者在国外专柜、购物中心购买商品
物流时效	除市内免税店需到机场提货外，可即买即提	一般 5 个工作日内发货	海外仓集货模式时，保税仓发货时间最短	时间较长	时间较长	即买即提
提货方式	除市内离境免税店需到机场提货外，可现场提货	快递到家	快递到家	快递到家	快递到家	现场提货
通关速度	最快	与免税一致	较快	较慢	较慢	快
报关概率	不报关，抽查	不报关，抽查	报关	不报关，抽查	不报关，抽查	不报关，抽查
税收方式	限额以内：免税 超过限额：按照一般贸易全额交税	按照一般贸易全额交税	限额以内：0 关税 +70% 消费税+70% 增值税 超过限额：按照一般贸易全额交税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税
信任指数	★★★★★	★★★★★	基于对跨境电商平台的信任	基于对代购个人的信任	基于对海淘平台的信任	★★★★★
代表运营商	中免、中出服、深免、珠免	中免、日上	天猫国际、网易考拉	—	亚马逊等	—

资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

5.1. 对比天猫旗舰店：免税品价格具备竞争优势，成本并不一定更高

在 2021 年电商双 11 大促中，线上有税渠道部分香化产品的价格赶上免税品价格，引发市场对免税品价格优势的担忧。我们认为，在与旗舰店价格对比上，无需担忧免税品会丧失在价格上的竞争力。

1) 免税价格常年相当于“双 11 大促价格”，竞争优势仍然明显。①从表 7 可以看出，在线上有关渠道折扣力度最大时，日上仍在约半数产品上保持最低价格。②有税渠道大促活动可能 1 年只有“618”、“双 11”等少数几次（其中往往以双 11 力度最大），我们认为不能将“有税大促价”与“免税常态价”进行对比。香化作为高频消费品类，免税品均价全年都比天猫旗舰店价格低 30%-50%，竞争优势仍然明显。

2) 线上有税大促最优惠价往往出现在头部直播间, 优惠受到时间和数量双重限制, 我们认为对整体市场价格扰动有限。从表 7 可以看出, 有税渠道最优惠价往往投放在李佳琪/薇娅直播间, 也就是说, 有税部门的最大折扣往往限制了时间和数量; 而由于免税品优惠价是常规操作, 在限时、限量上比有税渠道宽松很多。

表 8: 2021 年双 11 大促热门香化产品价格比较 (有税渠道最优惠价往往出现在直播间, 限时且限量)

热门香化产品	天猫旗舰店 (专柜价)	天猫国际直营 (双 11)	天猫旗舰店 (双 11)	李佳琪/薇娅直播 间 (双 11)	日上直邮	海南离岛
	日常价格	跨境电商价	2021 年限时 3 天	限时 1 晚+限量	无门槛	出岛旅客才能购买
黛珂植物欣韵水乳套组	100%	79%	51%	51%	-	54%
海蓝之谜修护精萃乳	100%		68%	56%	52%	56%
芭比波朗清透舒盈洁肤油	100%		84%	73%	80%	77%
植村秀琥珀臻萃洁颜油	100%	60%	60%	56%	70%	70%
YSL 夜皇后精华	100%		50%	50%	51%	60%
魅可定妆喷雾	100%		67%	50%	57%	62%
魅可尤雾弹柔雾唇膏	100%		81%	53%	58%	67%
娇兰帝皇蜂姿修护原蜜	100%	61%	50%	40%	64%	-
倩碧紫胖子卸妆霜	100%		90%	69%	69%	-
IPSA 流金水	100%	65%	61%	59%	61%	63%
SK-II 大红瓶面霜	100%	53%	75%	63%	45%	47%
肌肤之钥光凝润采妆前霜	100%	63%	81%	81%	68%	73%
娇韵诗黄金双萃精华	100%	66%	80%	67%	59%	69%
兰蔻小黑瓶	100%	89%	64%	78%	64%	64%
资生堂蓝胖子防晒	100%	63%	54%	47%	55%	71%
雅诗兰黛第 7 代小棕瓶	100%	49%	60%	72%	38%	42%
雅诗兰黛小棕瓶眼霜	100%	66%	50%	50%	64%	48%
赫莲娜黑绷带	100%	80%	71%	94%	-	69%

资料来源: 淘宝 APP、中免 | 日上旅购小程序、cdf 三亚国际免税城小程序, 浙商证券研究所; 注: 我们将天猫旗舰店日常价格定为 100%, 计算 2021 年双 11 大促期间其他渠道的价格与天猫旗舰店日常价格的比值; “标红”表示折扣力度最大。

5.2. 对比跨境电商: 机场免税兼具价格&成本优势

跨境电商零售进口商品单次交易限值为人民币 5000 元, 年度交易限值为 26000 元。限值以内的跨境电商零售进口商品, 关税税率暂设为 0%, 进口环节增值税、消费税暂按法定应纳税额的 70%征收。

跨境电商综合税计税方法:

应征关税=申报价值×关税税率(0%)

法定计征的消费税=(申报价值/(1-消费税税率))×消费税税率

法定计征的增值税=(申报价值+消费税税额)×增值税税率

跨境电商综合税=(消费税+增值税)×70%

表 9：适用跨境电商综合税的商品税率

类目	典型产品	一般贸易税%		跨境电商综合税%
		增值税率(%)	消费税率(%)	(消费税率+增值税率)/(1-消费税率)×0.7
奶粉	婴儿奶粉/成人奶粉	13	0	9.1
保健品	保健品	13	0	9.1
	菜籽油/橄榄油/亚麻籽油	9	0	6.3
食品	水果干/麦片、薯片、膨化食品等/咖啡/面食	13	0	9.1
	葡萄酒	13	10	17.889
化妆品	普通化妆品（进口完税价格小于 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张））	13	0	9.1
	高档化妆品（进口完税价格大于 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张））	13	15	23.059
个护	洗发水/牙膏/沐浴露	13	0	9.1
3C	滤水壶/美容仪/吹风机/电饭锅/咖啡机/面包机/电动剃须刀类	13	0	9.1
其他类	安全座椅/完税价格小于 1 万元手表	13	0	9.1
	完税价格大于等于 1 万元手表	13	20	28.875
轻奢	钱包、箱包/鞋/皮带/贱金属仿首饰（项链、耳环等）/围巾	13	0	9.1
服装	CK 内裤、内衣、背心/长裤	13	0	9.1

资料来源：网易考拉官网，浙商证券研究所

跨境电商与免税渠道的表观差别主要在于税收成本与商品来源上：1) **税率：**跨境电商零售进口商品单次交易限值为人民币 5000 元，年度交易限值为 26000 元。限值以内的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为 0%，进口环节增值税、消费税暂按法定应纳税额的 70%征收；免税商品为进口环节关税、增值税、消费税全免。总的来说，免税和跨境电商税率远低于其他销售方式。2) **商品来源：**免税商具有国企背书，与品牌方直接合作，售卖商品 100%为正品；跨境电商所售商品不保证 100%为正品，是否购买主要基于消费者对跨境电商平台的信任。

表 10：免税与跨境电商渠道税率远低于其他销售方式（以高档化妆品为例，各种销售渠道的缴税情况）

渠道	销售方式	纳税模式	关税	消费税	增值税	申报价值 1000 元高档化妆品缴税金额(元)	
奢侈品商场	柜台销售	一般跨境贸易	10%	15%	13%	449.4	
跨境电商	保税仓	跨境电商综合税	限额以内 0%	15% × 0.7	13% × 0.7	230.6	
	跨境电商直邮						
	个人物品直邮	行邮税	行邮税 50%（税费 50 元内免征）			500	
免税店	免税店模式	行邮税	限额以内 0%			0	

资料来源：财政部、海关总署、网易考拉官网，浙商证券研究所

消费者视角：跨境电商价格并不具备优势。如表 8 所示，相比直播间/线上直邮/免税店价格而言，跨境电商龙头天猫国际直营双 11 大促价格并不具备优势；此外，还可以发现，天猫国际直营在热门香化品牌方面有所欠缺。

运营商视角：跨境电商物流、仓储、退货成本远高于机场免税，且营销获客成本高。虽然机场免税运营商需要向大型枢纽机场支付 40% 以上的扣点，而跨境电商需要支付的税率为保税仓和跨境电商直邮 23.06%、个人物品直邮 50%，机场免税似乎优势并不明显。但我们分析后认为，跨境电商有区别于机场免税的额外成本，税费并不是跨境电商最大的成本项。

1) 物流成本：跨境电商有 2 种物流模式，分别是海外直邮模式和保税备货模式，而海外直邮模式又分为海外供应商直接发货和境外供应商集货直邮模式。因此，我们认为，跨境电商物流成本为双向成本（进货端和销售端），且跨境电商品类较为繁杂，而机场免税物流可直接空运至机场，跨境电商的物流成本会显著高于机场免税。

2) 仓储成本：跨境电商采用保税备货模式和境外供应商集货直邮模式的，仓储成本也是重要成本之一。保税仓需要在特定地点设置，根据新华社报道，截止到 2019 年 1 月 10 日，国内共有 96 个综合保税区，跨境电商可选择在此区域内建立保税仓。因此，跨境电商总体要求的仓储条件高于机场免税，我们判断其仓储成本亦高于机场免税。

图 12：跨境电商 2 种物流模式对比



资料来源：艾瑞咨询，浙商证券研究所

3) 商品过期成本：跨境电商采用保税备货模式的，如商品过期，需要在海关监督下进行销毁，跨境电商平台和商家要承担商品销毁的成本。

4) 营销获客成本：机场是自带流量的商业体，无需做任何营销即可获得客户。而跨境电商需要引流，需要广告、促销等营销手段获得客户。因此，我们认为，跨境电商的营销获客成本亦远高于机场免税。

总体来看，无论是价格端还是成本端，目前机场免税的优势都较为明显。且我们认为，二者产品定位差异化，短期很难形成直接竞争。

5.3. 对比线上直邮（类免税）：未来线下或因高购物门槛而具备价格优势

考虑到上海机场线下免税做到一定规模后的边际成本较低，我们认为免税运营商将有充足动力将资源倾斜于线下渠道。虽然上海机场免税店与日上直邮统一由日上上海经营，但由于线下免税的购物门槛高于线上，我们预计，未来线下免税店将兼具产品价格优势，旅游零售仍然以线下渠道为主，而线上渠道的主要功能是作为补充。

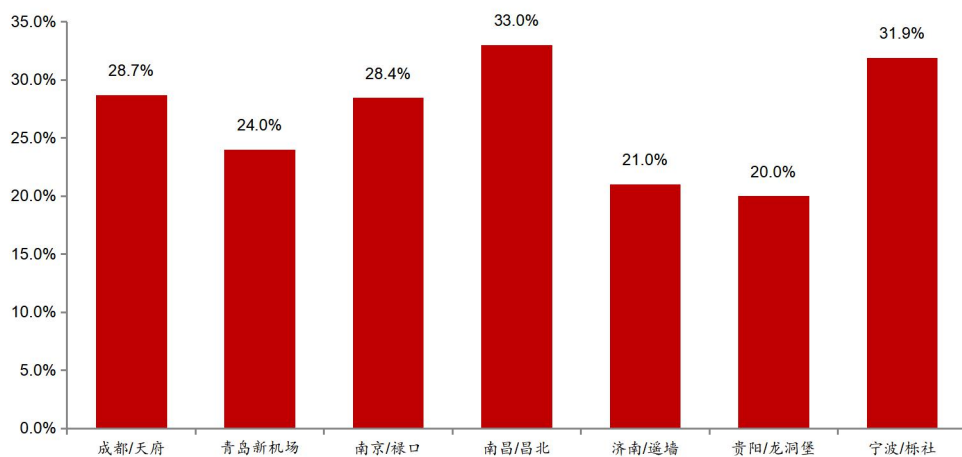
- 1) **产品优势**: 免税市场主要品类包括香化(销售额占比一般在 50%+)、首饰、手表、精品、烟酒等。一方面仅机场渠道能销售烟酒产品; 另一方面精品类品牌非常注重品牌格调, 而往往对差异化价格体系较为谨慎, 由于有税店和市内免税店在区位上距离较近, 奢侈品牌方尚对市内免税店发展存有一定顾虑, 在品牌方往往有建设线上渠道的情况下, 我们认为品牌方对线上免税渠道将比对市内免税更慎重, 因此, 我们预计未来线上免税渠道的精品类品牌丰富度将远不及线下免税店。
- 2) **价格优势**: 旅客需要离岛或离境才能获得线下免税店的购物资格, 我们认为较高的门槛有望对应较优的资源, 因此, 我们预计线下免税店的价格有望低于线上。从日上上海历史情况来看, 虽然日上直邮早在疫情前就运营多年, 但其规模一直较小, 我们认为主要原因是线上相比线下而言不具备价格优势。在免税补充协议下, 上海机场免税租金有上限, 这意味着, 当规模扩大到一定程度, 日上上海在上海机场的边际销售成本几乎为 0, 此时机场免税店的利润空间将具备吸引力, 有利于销售规模向机场倾斜。

6. 未来免税提成率还能回到 42.5%吗? 租金规模更重要

我们认为未来机场免税提成比率回到疫情前水平的概率小, 主要基于以下几点原因:

1) **政策限制过高提成比例**: 2019 年 5 月, 财政部、商务部等 5 部门联合发布《口岸出境免税店管理暂行办法》, 要求合理规范口岸出境免税店租金比例和提成水平, 避免片面追求“价高者得”, 销售提成不得高于国内含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍。从 2020 年以后的机场免税中标协议来看, 提成比率最高为南昌昌北机场的 33%。

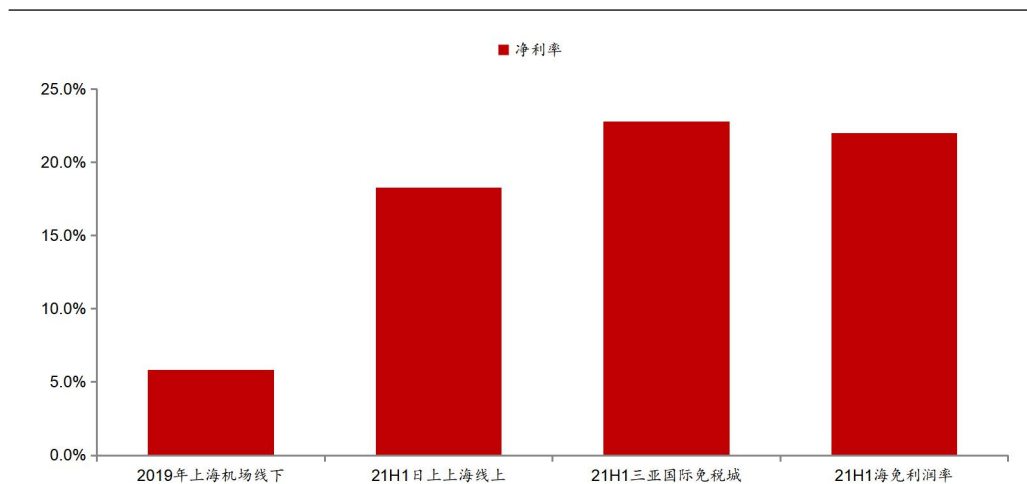
图 13: 2020 年以后中标的机场免税经营权提成比率均低于 40%



资料来源: 政府招标网、公司公众号, 浙商证券研究所

2) **20Q3-21Q3 中免单季度毛利率均低于 40%**, 我们认为疫情恢复后上海机场的提成率大概率将降低, 否则中免在此“无利可图”。2018-19 年, 中免免税业务毛利率分别为 53%、50%, 在此基础上, 上海机场扣点率定在 42.5%, 日上上海 2019 年净利率 5.8%, 远低于其他渠道; 21Q3, 中免毛利率为 31.3%, 我们认为, 新市场形势下中免难以再接受高达 42.5% 的扣点率, 否则中免在机场将持续亏损, 无利可图将使得运营商失去做大机场免税规模的动力。

图 14：机场高扣点率将导致运营商在机场的净利率远低于线上、离岛免税渠道



资料来源：中免公告，浙商证券研究所；注：离岛免税渠道均加回批发利润。

殊途同归，我们认为机场方实际获得的免税租金收入绝对规模才是决定盈利水平的关键。从本质上来看，机场方追求高提成比率的最终目的是获得更多的免税租金收入，而租金规模是建立在销售规模基础之上的。若机场方选择高保底+适当提成的模式，能够提高机场高收入的确定性，低边际成本亦能驱使免税运营商做大销售规模，而当前更大的销售规模意味着未来更多的租金收入，长此以往，将有望形成良性循环。

7. 下一轮合同上海机场将怎么签？有多种可能性

基于 2025 年上海机场国际客流至少已恢复至疫情前的假设，展望下一轮免税合同，我们认为存在多种可能性：

(1) 经营模式：

①仍由日上上海经营；

②中免外的其他经营商拿下全部免税经营权：从表 3 可以看出，多家免税运营商均对机场免税经营权兴趣浓厚。21-25 年间，中服免税、深免、王府井等都将乘离岛免税之风而迅速成长，到 2025 年或许具备中标上海机场免税经营权的实力。

③上海机场同时引入多家免税经营商：从海外经验来看，多家经营商在同一家机场经营免税店的先例并不稀少，比如韩国仁川机场同时有 8 家免税运营商参与免税经营。随着国内免税经营商逐渐成长，我们认为，2025 年上海机场也具有分品类引入多家经营商的可能性。

(2) 租金计算模式：

参照国际经验，我们认为未来上海机场免税租金分成模式将可能有“高扣点率+低保底”的高收入弹性模式与“低扣点率+高保底”的收入稳健型模式两种走向，同时亦可通过成立合资公司额外分取利润，这涉及到机场方与运营商之间的博弈与发展战略选择。

➤ 模式一：高保底+低扣点

在本轮合同中，上海机场设置了 410 亿元的免税租金保底，这意味着，若合同顺利履行完毕，上海机场将在 7.5 年间获得不少于 410 亿元的确定性收入，年均 54.7 亿元，超过 2019 年上海机场在约 140 亿元免税销售额基础上获得的 52.1 亿元租金收入。

对于经营方来说，保底实质上已经是沉没成本，而扣点是边际成本，因此，在“高保底+低扣点”模式下，经营方将全力将销售规模做到超过免税保底租金对应的水平，在此基础上，经营方每新增售卖一件商品要支付给机场方的边际成本降至 0，这实质上是鼓励经营方做大机场免税规模，引导其将资源向机场渠道倾斜。

对于机场方来说，保底意味着确定收入，扣点意味着盈利弹性。我们认为，弹性空间当然需要保留，但是到手的真金白银才是更重要的，因此，我们认为在高保底的基础上叠加低扣点，有望实现合作共赢。

我们测算了机场免税保底租金与收入扣点相等时的免税销售规模，如表 8 所示。采用“高保底+低扣点”模式，一方面意味着机场方将风险转嫁给了经营方，而且业绩成长性有所增强，同时保留了扣点，也就是保留了盈利弹性；另一方面，这将鼓励经营方将资源投入上海机场渠道，随着机场免税规模做大，其竞争力在全免税业态中将更具优势，更有利于机场方提高议价能力，可以说是一种良性循环。

表 11：保底租金与收入扣点相等时的免税销售规模测算

单位：亿元		扣点率						
保底租金	5%	10%	15%	20%	25%	30%	35%	40%
90	1800	900	600	450	360	300	257	225
115	2300	1150	767	575	460	383	329	288
130	2600	1300	867	650	520	433	371	325
145	2900	1450	967	725	580	483	414	363
160	3200	1600	1067	800	640	533	457	400
175	3500	1750	1167	875	700	583	500	438
190	3800	1900	1267	950	760	633	543	475
205	4100	2050	1367	1025	820	683	586	513

资料来源：浙商证券研究所

➤ 模式二：高扣点+低保底，扣点率相对疫情前不变或继续提升

需要说明的是，放眼全球机场，上海机场原 42.5% 的免税扣点率并不算特别高，扣点率继续提升并非不可能事件。全球枢纽机场免税业务扣点率普遍较高，高扣点反映的是机场优质流量的稀缺性和高附加值。比如，海外方面，2017 年乐天将免税店销售额的 53.7% 作为租金支付给韩国仁川机场，2018 年 DFS 在新加坡樟宜机场运营的烟酒标段的实际综合提成比率约为 43.3%；放眼国内，2019 年中免中标大兴机场，烟酒、食品标段扣点率为 49%，香化、精品标段扣点率为 46%。

当扣点率保持为 42.5% 时，经营方日上上海在机场免税店获得的利润率远低于线上直邮业务。线上直邮的边际成本主要为 10%-15% 的补税成本，机场免税的边际成本为超过 42.5% 的租金成本，低利润率或将使得日上上海无法维持上海机场免税店的价格竞争力，同时经营方亦将用脚投票，我们认为此时日上将增量转移到线上或市内免税渠道的概率大。

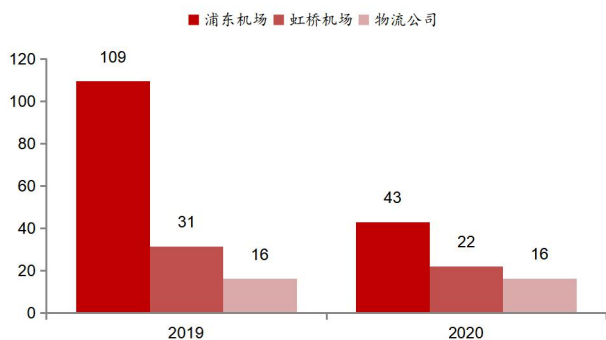
基于上述分析,我们认为,上海机场下一轮免税合同的租金计算模式大概率仍然为“保底+提成”模式。考虑到国内免税市场情势重大变更,线上渠道势不可遏,我们预计上海机场可能会基于要求高保底的基础,在提成比率上让利运营商,既能确保机场的高收入,又能鼓励免税商做大机场销售规模。此外,我们预计,公司仍将对免税业务弹性有一定的要求,在低扣点率的基础上,或可与免税运营商成立合资公司,从利润端额外获得业绩弹性。

8. 如何看待上海机场收购虹桥? 当下为绝佳时机

2021年6月,上海机场筹划重大资产重组,拟以44.09元/股的价格向机场集团发行股份收购虹桥公司、物流公司、浦东第四跑道;并以39.19元/股的价格向机场集团募集配套资金不超过60亿元。

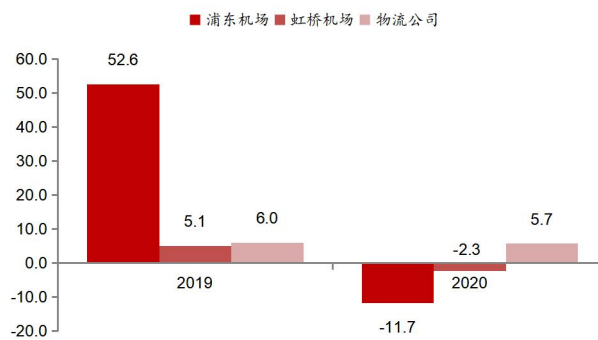
- 1) **浦东机场国际客占比过半,核心商业模式是免税业务,疫情前盈利能力此次收购标的。**2019年,浦东机场旅客吞吐量7615万人次/+2.9%,其中国际及地区旅客吞吐量3851万人次,占比50.6%;总收入109.4亿元,归母净利润50.3亿元,净利润率为48.1%,ROE为16.7%。受益于优质国际客流的高消费能力,浦东机场2019年非航业务收入68.6亿元,占总收入的62.7%,其中免税收入52.1亿元,占非航收入的74.5%、占总收入的47.6%。
- 2) **虹桥机场以国内客为主,核心业务是航空性业务,盈利能力稍弱。**虹桥公司运营的虹桥国际机场拥有两条长3400米的平行跑道、两座相对独立的客运航站楼,候机面积超过40万平方米。2019年,虹桥机场旅客吞吐量4564万人次/+4.6%,其中国际及地区旅客吞吐量342万人次,占比7.5%。航空性业务是虹桥公司的核心业务,收入与经营数据挂钩,收费标准由民航局制定,弹性较小。2019年,公司净资产79亿元,营业收入31.4亿元,净利润约5.1亿元,净利润率约为16.2%,ROE约为6.4%,远低于上市公司。
- 3) **物流公司资产较优:**机场集团向物流公司无偿划转浦东货运站51%股权,以此对其实际财务情况模拟计算可得,2019年,公司净资产19.3亿元,营业收入16.2亿元,净利润约6亿元,净利润率约37%,ROE约为31%,盈利能力较为优异。

图 15: 浦东机场、虹桥机场、物流公司收入(亿元)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

图 16: 浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润(亿元)

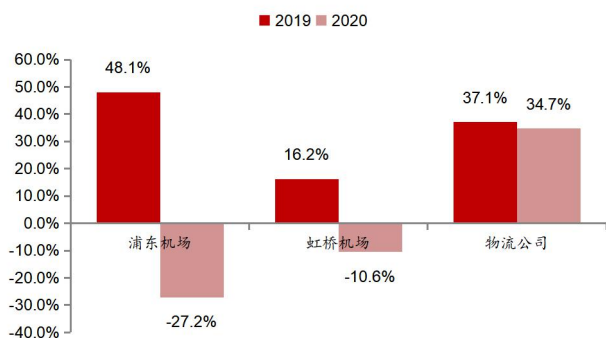


资料来源:公司公告,浙商证券研究所

收购虹桥将能解决同业竞争问题，从而兑现对股东的承诺，恢复公开融资功能，2021年是操作的绝佳时间点：

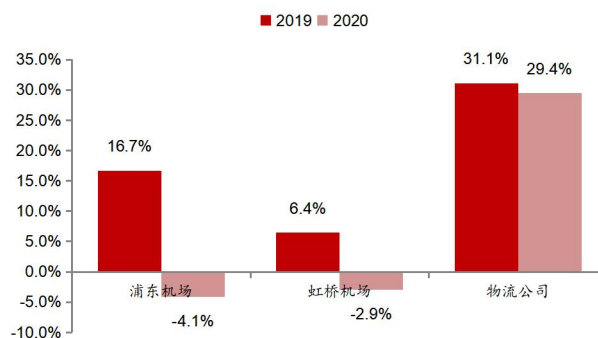
- 1) **公司未完成收购虹桥的公开承诺将无法公开发行业务：**2003年，上海机场与第一大股东上海机场集团进行资产置换，置出体内的虹桥机场资产（资产评估值约20.1亿元），置入浦东机场候机楼及一期跑道、航油公司40%股权（资产评估值约为25.5亿元），资产评估值差额部分由公司现金抵补。2006年，上海机场实行股权分置改革，公开承诺未来将通过一个上市公司整合集团航空主营业务及资产。根据《上市公司证券发行管理办法（2020年修订）》，若上市公司最近12个月内存在未履行向投资者作出的公开承诺的行为，将不得公开发行业务。
- 2) **浦东机场四期扩建在即，恢复上市公司融资功能迫在眉睫。**根据《上海国际航运中心建设“十四五”规划》，上海市将打造世界一流的航空枢纽，推进浦东机场四期扩建工程，新建T3航站楼；根据界面新闻报道，上海机场集团副总裁周俊龙表示，T3航站楼面积119万平米，设计保障能力5000万人次。我们以白云机场二期扩建投资规模为参考，根据《白云机场关于2015年度业绩交流会情况公告》，T2航站楼项目建筑面积达65.87万平方米，公司投资总额为135.63亿元；因此，我们预计浦东机场T3航站楼项目投资不低于200亿，疫情受损背景下，我们认为上市公司具有公开融资需求。
- 3) **疫情下国际航班尚未恢复，当前是虹桥机场、物流公司盈利能力反超浦东机场的罕见时机，是解决历史遗留问题的较佳时间点。**2020年，浦东机场旅客吞吐量3048万人次/-60%，其中国际客仅486万人次/-87%，营业收入43亿元/-61%，净利润-11.7亿元；虹桥机场旅客吞吐量3117万人次/-32%，营业收入22亿元/-30%，净利润约-2.3亿元，受损程度更小，率先实现反弹；受益于疫情期间货运需求上涨，物流公司实现净利润约5.7亿元/-5%，受疫情影响较小。

图 17：浦东机场、虹桥机场、物流公司净利润率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 18：浦东机场、虹桥机场、物流公司 ROE



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

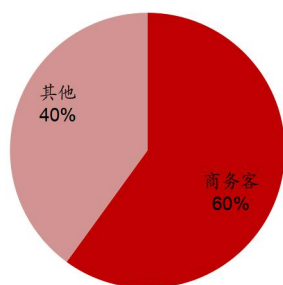
市场担忧收购虹桥机场后将对浦东机场的免税业务有所稀释，我们认为，虹桥有望逐步开放国际航线，免税规模增长有望提速，有税商业亦在高速发展中，长期来看两场将协同发展。

1) **虹桥国际线有望逐步恢复，免税销售规模或有起色：**《虹桥国际开放枢纽建设总体方案》明确优化拓展虹桥机场的航运服务，强化虹桥与浦东两机场联动，提升对虹桥国际开放枢纽的国际服务功能支撑，我们认为未来虹桥机场国际功能亦有望恢复，国际

旅客占比有望提升，其免税规模亦有望提升。而且虹桥机场有自身客源，我们认为并非分流浦东机场国际客流。

2) 着力发展精品与首店经济，虹桥有税商业渐入佳境：根据马蜂窝报道，虹桥 60% 的旅客为商务客，消费能力较为优异，以往受有税商业品牌布局的限制，这部分流量的潜在价值未受到充分挖掘；2019 年以来，虹桥引入 LV、Chanel（香化）、Gucci（腕表首饰）等重奢品牌；根据机场官网，截至 2021 年 10 月，已有 18 家奢侈品牌精品店入驻虹桥机场，助力机场商业效益提升。

图 19：虹桥机场商务客占比约 6 成



资料来源：马蜂窝，浙商证券研究所

图 20：虹桥机场 LV 门店



资料来源：百度图片，浙商证券研究所

9. 上海机场利润弹性测算

根据 IATA 预计（21H1），全球民航出行将于 2024 年恢复至疫情前。我们试图在不同的情景下对上海机场 2025 年净利润做弹性测算，关键假设：

（1）国际客流量：假设 2019-2025 年国际客流量年均复合增速为 0%-6.4%，对应客流量 3851-5584 万人次；

（2）免税销售额：2019 年浦东机场人均免税消费额为 358 元，16-19 年年均复合增速为 26%，在 2024 年国际出行至少恢复到 2019 年水平的基础假设下，考虑被压抑几年的出境游及消费需求反弹，我们假设，19-25 年人均免税消费额年均复合增速随客流量增加而提升，增速约为 12.0%-17.5%，对应 2025 年人均免税消费额约为 707-942 元；

（3）超额提成比率：假设国际客流复苏后上海机场与中免重谈免税协议，在原补充协议的基础上，上海机场 2025 年按照 5%-15% 的比率取得超额提成；

从表 9-11 可以看出，当 2025 年上海机场国际客流量为 3851-5584 万人次时，当人均免税消费额为 707-942 元时，免税销售规模为 272-526 亿元；在此基础上，当免税超额提成比率为 5%-15% 时，上海机场 2025 年免税业务收入为 52.2-131.6 亿元，对应净利润为 39.2-98.7 亿元，考虑虹桥、货运站注入上市公司，我们假设 2025 年免税利润占归母净利润的比例由 2019 年的 78% 下滑至 68%，对应整体净利润约为 57.6-145.2 亿元。

表 12：2025 年上海机场利润弹性测算（情景假设：免税超额提成比率为 5%，销售额、利润单位：亿元，客流单位：万人次）

国际客流量	19-25 年年均 复合增速	人均免税 消费额	19-25 年年均 复合增速	免税销 售额	免税保 底收入	免税超 额提成	免税 收入	免税 利润	其他 利润	净利润
3851	0.0%	707	12.0%	272	43.75	8.5	52.2	39.2	18.4	57.6
4236	1.6%	746	13.0%	316	51.6	9.7	61.3	46.0	21.6	67.6
4621	3.1%	786	14.0%	363	56.58	11.5	68.1	51.1	24.0	75.1
4814	3.8%	828	15.0%	399	62.88	12.5	75.4	56.6	26.6	83.2
5006	4.5%	873	16.0%	437	68.59	13.8	82.4	61.8	29.1	90.9
5199	5.1%	895	16.5%	465	74.64	14.5	89.1	66.8	31.5	98.3
5391	5.8%	919	17.0%	495	81.48	15.2	96.7	72.5	34.1	106.6
5584	6.4%	942	17.5%	526	81.48	16.7	98.2	73.6	34.7	108.3

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

表 13：2025 年上海机场利润弹性测算（情景假设：免税超额提成比率为 10%，销售额、利润单位：亿元，客流单位：万人次）

国际客流量	19-25 年年均 复合增速	人均免税 消费额	2024-25 年较 19 年年均复 合增速	免税销 售额	免税保 底收入	免税超 额提成	免税 收入	免税 利润	其他 利润	净利润
3851	0.0%	707	12%	272	43.75	16.9	60.7	45.5	21.4	66.9
4236	1.6%	746	13%	316	51.6	19.5	71.1	53.3	25.1	78.4
4621	3.1%	786	14%	363	56.58	23.0	79.6	59.7	28.1	87.8
4814	3.8%	828	15%	399	62.88	25.1	87.9	66.0	31.0	97.0
5006	4.5%	873	16%	437	68.59	27.6	96.2	72.1	33.9	106.1
5199	5.1%	895	16%	465	74.64	29.0	103.6	77.7	36.6	114.3
5391	5.8%	919	17%	495	81.48	30.4	111.9	83.9	39.5	123.4
5584	6.4%	942	17%	526	81.48	33.4	114.9	86.2	40.6	126.7

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

表 14：2025 年上海机场利润弹性测算（情景假设：免税超额提成比率为 15%，销售额、利润单位：亿元，客流单位：万人次）

国际客流量 / 2019 年国际 客流	国际客流 复合增速	人均免税 消费额	2024-25 年较 19 年年均复 合增速	免税销 售额	免税保 底收入	免税超 额提成	免税 收入	免税 利润	其他 利润	净利润
3851	0.0%	707	12%	272	43.75	25.4	69.1	51.9	24.4	76.3
4236	1.6%	746	13%	316	51.6	29.2	80.8	60.6	28.5	89.1
4621	3.1%	786	14%	363	56.58	34.5	91.1	68.3	32.2	100.5
4814	3.8%	828	15%	399	62.88	37.6	100.5	75.4	35.5	110.8
5006	4.5%	873	16%	437	68.59	41.3	109.9	82.5	38.8	121.3
5199	5.1%	895	16%	465	74.64	43.5	118.1	88.6	41.7	130.2
5391	5.8%	919	17%	495	81.48	45.6	127.0	95.3	44.8	140.1
5584	6.4%	942	17%	526	81.48	50.1	131.6	98.7	46.5	145.2

资料来源：公司公告，浙商证券研究所测算

10. 如何看待上海机场当前投资价值？底部看好

我们认为明年我国出入境政策边际放松概率大。1) 新冠口服药试验数据表现优异: 根据 Armstrong 生物资讯, 2021 年 10 月 1 日, 默沙东与 Ridgeback 宣布 Molnupiravir 治疗轻度至中度新冠肺炎患者的三期临床中期数据, Molnupiravir 降低住院或死亡率 50%; 2021 年 11 月 5 日, 辉瑞宣布其新冠口服药物 Paxlovid 减少新冠肺炎非住院患者的住院或死亡率高达 89%, 治疗组住院或死亡率为 0.8%, 这一数据媲美甚至好于新冠中和抗体。2) 海外率先开放: 根据中国侨网报道, 21Q4 美国、英国、新加坡、澳大利亚等主要国家均明显放宽出入境政策; 3) 国内出入境政策放松预期加强: 根据 Our World in Data、中国国家卫健委数据, 截至 11 月 6 日, 全球 50.9% 的人口接种了至少一剂新冠疫苗, 我国累计已接种新冠疫苗超 23.3 亿剂次; 根据人民日报报道, 钟南山院士预计 2021 年底我国新冠疫苗接种率将达到 80% 以上。基于新冠口服特效药实验数据优异、海内外持续推进新冠疫苗接种, 在海外率先开放的基础上, 我们认为我国出入境政策明年放松的预期持续增强。

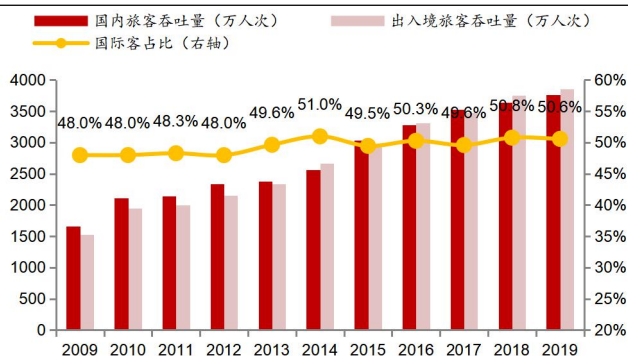
表 15: 近期全球各国放开国门进展总结

国家	出入境政策
英国	10 月 11 日起, 来自印度、土耳其、南非等 37 个“疫苗接种证明获得认可的国家和地区”、且完成接种的旅客, 只要在抵达英格兰 10 天前没有到过红色名单国家, 不需隔离。
澳大利亚	各州 11 月起逐步开放边境, 对于完全接种 TGA 批准疫苗的国际旅客, 自 10 月 27 日起入境维州只需居家隔离 7 日; 自 11 月 1 日起入境新州后无需强制隔离。
美国	自 11 月 8 日起, 来自欧洲 26 个申根国家以及英国、爱尔兰、中国、印度、南非、伊朗和巴西的完全接种疫苗航空旅客、未完全接种疫苗的美国旅客及少数符合疫苗接种豁免条件的外国旅客可凭核酸检测阴性报告入境, 下机无需强制隔离。
泰国	自 11 月 1 日起, 自泰国外交部规定的 46 个国家与地区的游客, 入境后不必接受检疫隔离。
菲律宾	从 10 月 8 日开始, 来自“绿色名单”或“黄色名单”国家的完全接种新冠疫苗的旅客在入境隔离期间, 只需要隔离至他们拿到新冠检测的阴性结果为止。该检测将在他们隔离的第 5 天进行。
马来西亚	持有效长期通行证的外籍人士, 不必申请马来西亚跨境准证(MyTravelPass, MTP), 可直接入境马来西亚。
印度	自 10 月 25 日起, 印度达成新冠疫苗接种证书互认协议的国家(英国、尼泊尔、塞尔维亚等 11 个国家)在提交完全疫苗接种 15 天以上及 3 日内核酸检测阴性证明的情况下无需强制隔离。
新加坡	来自加拿大、丹麦、法国、意大利、荷兰、西班牙、英国、韩国和美国等国家的旅客可通过疫苗接种者旅游走廊(Vaccinated Travel Lane, 简称 VTL)计划入境新加坡。VTL 计划启动后, 往返这些国家时只要接受新冠肺炎检测, 不用隔离。

资料来源: 中国侨网、人民网、商务部, 浙商证券研究所

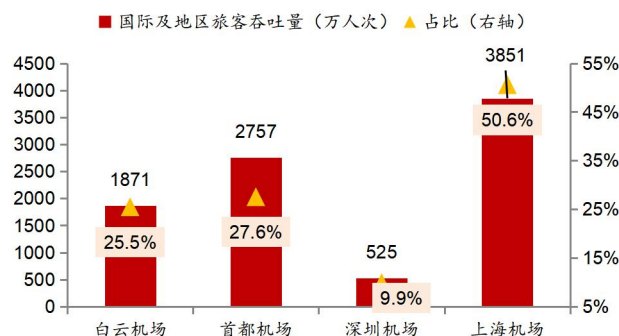
上海浦东国际机场是我国最大的国际枢纽机场, 国际及地区旅客吞吐量占比过半, 国际恢复阶段将显现较大业绩弹性。2019 年, 上海浦东机场旅客吞吐量为 7615 万人次/+2.9%, 仅次于北京首都机场, 其中国际及地区旅客吞吐量为 3851 万人次/+2.5%, 占比 50.6%, 为国内机场最高水平, 首都机场、白云机场、深圳机场分别为 28.1%、25.5%、11.2%。2009-2019 年, 上海机场国内旅客吞吐量、国际及地区旅客吞吐量 CAGR 分别为 8.5%、9.7%, 国际及地区旅客吞吐量占比从 48.0% 提升至 50.6%。

图 21：上海机场国际客流占比过半



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

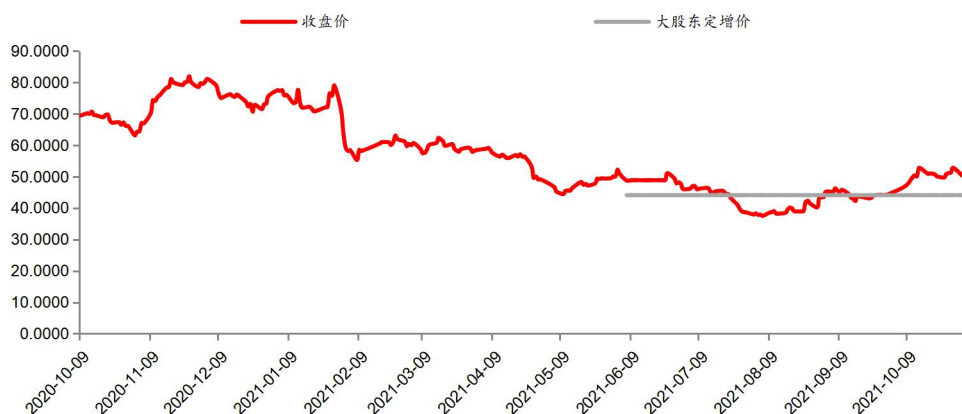
图 22：2019 年北上广深机场国际及地区客流占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

当前仍处底部，待国际客流开始恢复，上海机场在免税业务中的话语权将逐步恢复，业绩、估值将同步修复。2021 年 11 月 5 日公司收盘价为 49.03 元/股，仅高于向母公司定增价 44.09 元/股的 11.2%，我们认为，当前公司仍然处于底部区域，随着出入境放松预期与免税弹性增加预期加强，公司有望迎来业绩、估值双重修复。

图 23：2021 年 11 月 6 日上海机场收盘价仅高于大股东定增价的 11.2%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

11. 盈利预测与投资建议

11.1. 盈利预测

当前国内出行市场已基本恢复正常秩序，局部疫情以及恶劣天气扰动有限。国际及地区航线方面，随着国内外疫苗接种持续推进，以及新冠口服特效药数据优异，我们认为明年国际航班管控政策有望出现松动信号。根据 IATA 预测，全球民航出行市场到 2024 年才能恢复到疫情前水平。

由于机场特性，航空性收入主要基于旅客吞吐量、起降架次等相关经营数据，根据国家相关收费规定进行固定收费；非航收入主要包括商业租赁收入（含免税）、其他非航收入，基于免税补充协议，当国际客流不及 2019 年的 80% 时，免税收入等于“135.28*国际客流*客流调节系数*面积调节系数”。

因此，上海机场盈利预测主要基于关键假设旅客吞吐量：1) 国内：考虑到国内需求已经恢复，虽然当下仍有反复疫情扰动需求，但随着疫苗接种率持续提升、新冠口服特效药推出，我们认为未来疫情反复的影响将减小。基于疫情前国内旅客吞吐量增速，我们假设 21-23 年国内旅客吞吐量同比分别增加 40%、10%、6%；2) 国际及地区：海外逐步放开国门，在国内疫苗接种率已接近 80%的基础上，我们预计明年出入境限制有望迎来边际放松，我们假设 21-23 年国际及地区旅客吞吐量分别恢复到 2019 年 22%、77%、100%。

基于核心假设，在疫情对公司 2023 年经营影响较小的前提下，我们预计公司 2021-2023 年收入分别为 39.2、65.6、114.1 亿元，归母净利润分别为-14.6 亿元、9.5 亿元、50.0 亿元。

表 16：上海机场 2021-23 年收入拆分（旅客吞吐量单位：万人次；收入、成本单位：百万元）

		2020	2021E	2022E	2023E
核心假设					
旅客吞吐量	合计	3048	3654	4795	7148
	YOY	-60%	20%	31%	49%
	国内	2561	3575	3933	4169
	YOY	-32%	40%	10%	6%
	国际	410	49	648	2430
	YOY	-87%	-88%	1233%	275%
	地区	77	31	214	550
	YOY	-87%	-60%	600%	157%
收入成本拆分					
收入	合计	4303	3922	6564	11410
	YOY	-61%	-9%	67%	74%
1) 航空性收入	合计	1727	1730	2547	3945
	YOY	-58%	0.2%	47%	55%
	旅客及货邮相关费用	738	760	1144	2034
	YOY	-68%	3%	50%	78%
	架次相关收入	989	970	1403	1911
	YOY	-45%	-2%	45%	36%
2) 非航空性收入	合计	2576	2192	4017	7465
	YOY	-62%	-15%	83%	86%
	商业租赁收入	1268	818	2437	5646
	YOY	-77%	-35%	198%	132%
	其他非航收入	1309	1374	1580	1865
	YOY	-6%	5%	15%	18%
营业成本		6562	6555	6857	6900
YOY		22%	-0.1%	5%	0.6%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

11.2. 估值与投资建议

考虑到国际客流复苏后机场议价权将迅速恢复，我们认为本轮免税合同有重谈的可能性；根据上述分析，我们预计下一轮免税合同大概率仍然采用保底与提成孰高的模式，免税收入弹性有望超预期。2019 年，公司免税业务高增长期平均 PE 估值为 30x；我们认为本轮免税合同有望大幅改善当前悲观预期，基于免税合同重谈的可能性与下轮合同的高弹性预期，给我们予公司 2023 年 30 倍，不考虑增发摊薄影响，对应目标价 77.90 元/股，折现到 22 年对应目标股价 72.26 元/股，维持“买入”评级。

表 17：可比公司 PE 估值

公司	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
白云机场	18.6	35.8	30.6	-47.8	95.9	22.5
深圳机场	24.2	29.5	29.5	451.1	76.2	49.8
均值	21.4	32.7	30.0	-	86.1	36.2
上海机场	26.1	29.6	27.2	-107.6	95.9	18.1

资料来源：Wind，浙商证券研究所；注：由于 2020 年机场业绩均受到疫情严重影响，故 2020 年 PE 为以 2019 年 EPS 计算。

12. 风险提示

疫情恢复不及预期，客流恢复不及预期，2025 年免税重新招标结果不及预期等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	9824	10323	11145	12332	营业收入	4303	3922	6564	11410
现金	7656	8927	8981	8521	营业成本	6601	6592	6505	6633
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	4	6	7	11
应收账款	1648	886	1670	3288	营业费用	0	0	1	1
其它应收款	12	6	12	24	管理费用	233	157	158	262
预付账款	6	12	6	8	研发费用	0	0	0	0
存货	17	21	18	19	财务费用	(276)	(192)	(116)	(52)
其他	485	471	458	471	资产减值损失	(0)	(2)	(5)	(5)
非流动资产	23378	23384	24325	27957	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	1	0	0	投资净收益	590	584	1047	1569
长期投资	2966	3380	3425	3257	其他经营收益	156	54	71	155
固定资产	19039	17919	16786	15543	营业利润	(1514)	(2001)	1132	6282
无形资产	494	476	458	436	营业外收支	(2)	(2)	(2)	(2)
在建工程	454	1454	3454	8454	利润总额	(1516)	(2003)	1130	6279
其他	425	154	201	266	所得税	(347)	(647)	21	1068
资产总计	33202	33707	35470	40289	净利润	(1169)	(1356)	1109	5212
流动负债	3620	5055	6063	7534	少数股东损益	98	99	158	208
短期借款	0	2912	3894	5232	归属母公司净利润	(1267)	(1455)	951	5003
应付款项	618	664	655	652	EBITDA	(434)	(827)	2401	7629
预收账款	132	42	93	212	EPS (最新摊薄)	(0.66)	(0.75)	0.49	2.60
其他	2870	1438	1421	1438	主要财务比率				
非流动负债	23	13	14	17		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	23	13	14	17	营业收入	(60.68%)	(8.87%)	67.37%	73.82%
负债合计	3643	5068	6077	7551	营业利润	(122.56%)	(32.18%)	156.57%	455.02%
少数股东权益	344	443	601	809	归属母公司净利润	-	-	-	426.09%
归属母公司股东权益	29215	28197	28793	31929	获利能力				
负债和股东权益	33202	33707	35470	40289	毛利率	(53.38%)	(68.08%)	0.90%	41.86%
现金流量表					净利率	(27.15%)	(34.58%)	16.89%	45.68%
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	ROE	(4.09%)	(5.00%)	3.28%	16.11%
经营活动现金流	(1218)	(1233)	557	3418	ROIC	(4.65%)	(4.78%)	3.04%	13.91%
净利润	(1169)	(1356)	1109	5212	偿债能力				
折旧摊销	1327	1369	1388	1402	资产负债率	10.97%	15.04%	17.13%	18.74%
财务费用	(276)	(192)	(116)	(52)	净负债比率	0.00%	57.45%	64.07%	69.29%
投资损失	(590)	(584)	(1047)	(1569)	流动比率	2.71	2.04	1.84	1.64
营运资金变动	(1137)	(723)	(729)	(1507)	速动比率	2.71	2.04	1.84	1.63
其它	626	254	(47)	(68)	营运能力				
投资活动现金流	216	(1034)	(1241)	(3404)	总资产周转率	0.12	0.12	0.19	0.30
资本支出	741	(1200)	(2200)	(5100)	应收帐款周转率	2.60	3.10	5.15	4.62
长期投资	964	(415)	(45)	168	应付帐款周转率	11.07	10.28	9.86	10.15
其他	(1489)	581	1003	1527	每股指标(元)				
筹资活动现金流	(1702)	3539	738	(473)	每股收益	(0.66)	(0.75)	0.49	2.60
短期借款	0	2912	982	1339	每股经营现金	(0.63)	(0.64)	0.29	1.77
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	15.16	14.63	14.94	16.57
其他	(1702)	627	(244)	(1812)	估值比率				
现金净增加额	(2704)	1271	54	(460)	P/E	(74.59)	(64.95)	99.34	18.88
					P/B	3.23	3.35	3.28	2.96
					EV/EBITDA	(319.36)	(107.56)	37.48	12.06

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

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

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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 楼

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 楼

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