

上海机场(600009)

报告日期: 2022年07月30日

潜龙在渊，疫后恢复向上期权

——上海机场更新报告

投资要点

- 国际航线突破“五个一”政策限制，国际客复苏预期渐强**
 2022年5月下旬以来，我国官方多次表态，将有序恢复和增加国际客运航班。同时，多个与出入境相关的部门密集发声，协调推进出入境有序恢复。22Q2以来我国入境前、入境后政策持续放松。我们认为，随着疫情形势缓解，未来出入境政策有望进一步优化。6月以来多家航司恢复更多国际航线；7-8月多条国家及地区航线航班加密。我们认为，下半年有望持续迎来国际航班增班，国际客流复苏预期持续增强。
- 我们认为上海机场本轮免税合同具有重谈的可能性**
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。
- 卫星厅19Q3投产，新增免税面积0.9万平，为免税带来2次成长良机**
 疫情前上海机场免税销售体量及人均消费水平均领跑国内机场。2008-2019年，上海浦东机场免税销售额CAGR为27%。从人均免税销售额来看，2019年上海浦东、北京首都、广州白云机场分别为358、311、103元。
 2019年9月上海浦东机场卫星厅投产，新增免税面积0.9万平，截至2022年7月尚未开业。待国际客流开始恢复，卫星厅免税店开业将近，上海浦东机场免税面积相比19年将增加1.1倍至16875平米，届时将超越首都机场。根据上海机场疫情前规划，卫星厅免税面积投入使用后，浦东机场免税店品类结构将得以优化，高端品牌数量将增加，为免税二次爆发迎来良机。
- 盈利预测与估值**
 基于核心假设2023年国际航班恢复到疫情前5成、国内航班恢复到疫情前9成，2024年完全恢复。考虑虹桥机场、物流公司、第四跑道资产注入，我们预计2022-2025年公司净利润分别约-20、35、70、100亿元。公司受疫情影响，成长性阶段性被打断。随着疫情持续好转，公司的长期成长性将得到重估。2019年行业PE(TTM)为30x，公司疫后价值被低估，给予公司2025年PE 25-30倍，并按照每年10%折现，较当前还有50%-80%空间。**维持“买入”评级。**
- 风险提示：**
 疫情恢复不及预期，客流不及预期，免税销售不及预期，本轮免税合同未重谈。

投资评级：买入(维持)

分析师：李丹
 执业证书号：S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 51.58
总市值(百万元)	99,392.52
总股本(百万股)	1,926.96

股票走势图



相关报告

- 1 《上海机场22年中报业绩预告点评：上海疫情冲击下Q2预亏7.2-7.8亿元，业绩符合预期》2022.07.18
- 2 《上海机场2022年一季度报点评：Q1免税租金收入1.17亿，本土疫情影响下业绩符合预期》2022.04.29
- 3 《上海机场2021年报点评：Q4亏损同比收窄0.7亿，全年免税租金收入4.86亿元》2022.04.17

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	3728	4585	13909	18925
(+/-) (%)	-13.38%	23.00%	203.33%	36.06%
归母净利润	-1711	-1986	3505	7031
(+/-) (%)	-	-	-	100.58%
每股收益(元)	-0.89	-0.84	1.25	2.16
P/E	-58.34	-61.57	34.89	17.39

资料来源：浙商证券研究所

正文目录

1 国际航线突破“五个一”政策限制，国际客复苏预期渐强	5
1.1 我国国际航班“五个一”政策限制下 21 年国际及地区旅容量仅为 19 年的 2.4%	5
1.2 5 月下旬起入境政策持续放松，6 月起国际航线增班陆续落地	6
2 机场国际旅客恢复，谁最受益？	7
2.1 机场核心利润来源是非航业务，尤其是免税业务	7
2.2 疫情前上海机场国际旅客占比最高，免税业务贡献净利润比例最高	8
3 上海机场 21 年签署免税补充协议，我们认为 25 年前具有再次重谈的可能	9
3.1 上海机场 2021 年签署的免税补充协议具体内容	9
3.2 本轮免税补充协议是否有再次重谈的可能？我们认为有	11
4 浦东机场卫星厅新增 0.9 万平免税面积，疫后将为免税带来二次成长良机	12
5 盈利预测与投资建议	13
6 风险提示	14

图表目录

图 1: 21 年国航、南航国际及地区航班量为 19 年的 19%、14%.....	6
图 2: 2020.2 起国际及地区航线旅客量低位徘徊 (截至 2022.6)	6
图 3: 机场业务分类及收费模式	8
图 4: 2019 年上市机场国际及地区旅客量及占比	8
图 5: 2018 年上市机场航空性业务单客收入 (元)	8
图 6: 上海浦东、首都、白云机场 2019 年收入结构 (亿元)	9
图 7: 2014-2019 年上海机场利润结构	9
图 8: 2019 年上市机场免税店销售规模领先 (亿元)	12
图 9: 2016-2019 年上海机场人均免税销售额领先 (元/人)	12
图 10: 我国一线机场免税面积 (上海浦东机场卫星厅为 2019 年 9 月投产, 2022 年尚未开业)	13
图 11: 2008-2019 年上海浦东机场免税店销售规模 CAGR 约 27%.....	13
图 12: 上海机场当前位置安全垫足够 (股价单位: 元/股)	14
表 1: 2022 年 5 月以来我国官方多次表态“有序增加国际客运航班”, 出入境相关部门密集公开发声	6
表 2: 我国入境政策持续优化	7
表 3: 2022 年 6 月起多家航司国际航线增班计划落地 (仅列示部分)	7
表 4: 上海机场客流量超过 80%后与免税收入的对应关系	10
表 5: 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)	10
表 6: 2020 年以后国内机场免税店招标/中标情况	11
表附录: 三大报表预测值	15

1 国际航线突破“五个一”政策限制，国际客复苏预期渐强

1.1 我国国际航班“五个一”政策限制下 21 年国际及地区旅客量仅为 19 年的 2.4%

2020 年 3 月以来，我国国际航线实行“五个一”政策，对国际客运航班运行数量进行总控，同时控制航班运行客座率。值得注意的是，港澳台地区航线不受此限制。

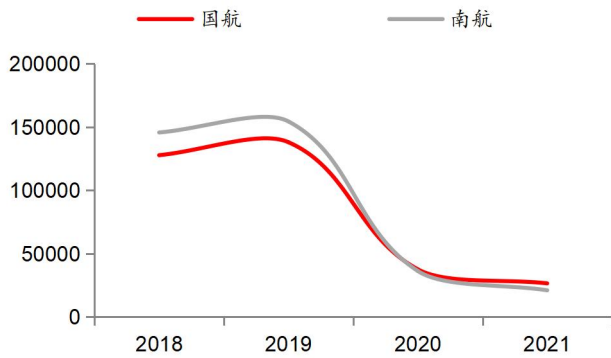
- 2020 年 3 月 19 日，民航局发布《关于疫情防控期间控制国际客运航班量的通知》，决定对国际客运航班运行数量进行**总控**。具体安排为，以民航局 2020 年 3 月 12 日官网发布的“国际航班信息发布（第 5 期）”为基准，每家航空公司在每条航线上的航班量**只减不增**。
- 2020 年 3 月 26 日，民航局决定进一步**调减**国际客运航班运行数量，以民航局 2020 年 3 月 12 日官网发布的“国际航班信息发布（第 5 期）”为基准，实行“五个一”限制政策。具体规则为：国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班。此外，民航局还要求，在抵离中国的航班上采取严格的防控措施，确保**客座率不高于 75%**。

2020 年 6 月起，在“五个一”政策基础上，我国加码实行**熔断措施**，国际航班实际执行量进一步下降。

- 2020 年 6 月 8 日起，以入境航班落地后旅客核酸检测结果为依据，实施航班奖励和熔断措施。奖励措施：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续 3 周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周 1 班，最多达到每周 2 班。**熔断措施**：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到 5 个的，暂停该公司该航线运行 1 周；达到 10 个的，暂停该公司该航线运行 4 周。“熔断”的航班量不得调整用于其他航线。
- 2020 年 12 月 16 日起，民航局对国际客运航班“熔断措施”进行调整，航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到 5 个的，暂停该公司该航线运行 2 周（原为 1 周）；达到 10 个的，暂停该公司该航线运行 4 周。

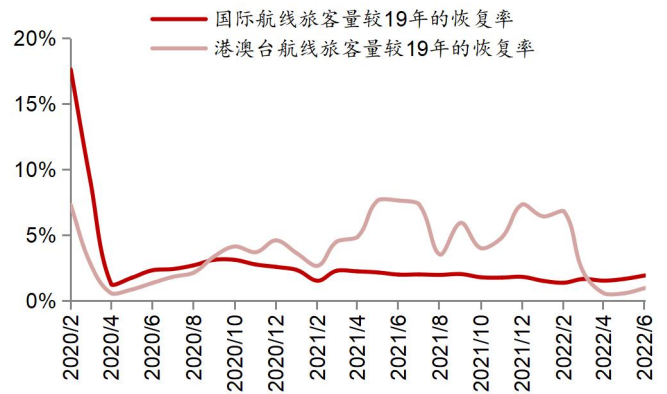
在航班量、客座率双重限制下，2020 年 2 月起我国民航出入境旅客吞吐量低位徘徊。2021 年，国航、南航国际及地区航班量仅为 19 年的 19%、14%。2022 年 6 月，我国国际航线旅客吞吐量 11.7 万人次，仅为 2019 年同期的 1.9%；地区航线旅客吞吐量约 1 万人次，仅为 2019 年同期的 1.0%。

图 1: 21 年国航、南航国际及地区航班量为 19 年的 19%、14%



资料来源: 民航局, 浙商证券研究所

图 2: 2020.2 起国际及地区航线旅客量低位徘徊 (截至 2022.6)



资料来源: 民航局, 浙商证券研究所

1.2 5 月下旬起入境政策持续放松, 6 月起国际航线增班陆续落地

2022 年 5 月下旬以来, 我国官方多次表态, 将有序恢复和增加国际客运航班。同时, 多个与出入境相关部门密集发声。

表 1: 2022 年 5 月以来我国官方多次表态“有序增加国际客运航班”, 出入境相关部门密集公开发声

时间	场合	具体内容
2022.5.23	国务院常务会议	国务院总理李克强主持召开国务院常务会议时强调, 有序增加国内国际客运航班 , 制定便利外企人员往来措施。(新冠疫情后首次提及增加国际客运航班)
2022.6.17	民航局发布会	中国民航局运输司司长梁楠在例行新闻发布会上表示, 在确保防疫安全前提下, 有序安排国际航班运行既有利于我国经济发展和中外人员往来, 也是实现航空运输业可持续发展的需要。目前, 在国务院联防联控机制统筹下, 民航局正在与部分国家商谈, 逐步、稳妥增加定期国际客运航班 , 满足人员往来需要。
2022.7.12	民航局发布会	民航局运输司副司长徐青在发布会上表示, 考虑到海外留学生回国等国际人员往来需求, 民航局正在国务院联防联控机制统筹下, 根据疫情形势发展、近期防控措施的优化、地方接受国际航班保障能力的提升, 稳妥有序恢复国际定期客运航班的工作, 加快推进国际航空市场的恢复。民航局将继续加强与相关国家的磋商, 逐步增加国际航班的数量。
2022.7.13		中国海关总署卫生检疫司副司长表示: 为了提升入境人员的通关体验, 中国海关已经优化了入境口岸的检疫流程 。将原本对入境人员“双采双检”的采样检测要求, 优化为仅口咽拭子; 取消了入境人员涉新冠血液样本检测的要求。
2022.7.19	世界经济论坛	李克强总理在世界经济论坛特别对话会中提出, 将进一步有序恢复和增加国际客运航班, 稳妥有序推动出境商贸和跨境务工活动。
2022.7.26	国家移民管理局新闻发布会	国家移民管理局将根据疫情形势变化, 不断调整优化出入境管理措施 , 充分保障群众必要出入境需求, 继续服务促进中外人员往来和对外交流合作。

资料来源: 新华网、人民网, 浙商证券研究所

22Q2 以来我国入境前、入境后政策持续放松。我们认为, 随着疫情形势缓解, 未来出入境政策有望进一步优化。

表 2: 我国入境政策持续优化

类型	时间 (2022 年)	具体内容
入境前: 登机前检测流程简化	5 月 18 日起	多国领事馆发布通知, 简化赴华人员登机前检测流程。以从美国赴华人员为例, 从原来“起飞前 7 天开始做第 1 次核酸检测”调整为“起飞前 48 小时做第 1 次核酸检测”, 取消血清抗体检测。当前赴华人员登机前仅需要: 起飞前 48 小时、24 小时各做 1 次核酸检测, 起飞前 12 小时做快速抗原检测。
国际航班	6 月起	<ul style="list-style-type: none"> 国际航班量持续增加; 6 月 1 日起, 国际航班入境熔断窗口期由 7 天调整为 5 天(原规则为航班落地一周内确诊即触发熔断, 现改为航班落地 5 天内确诊触发熔断)。
入境后: 隔离时间缩短	4-5 月	根据财新网报道, 厦门、上海、广州、成都、大连、苏州、宁波、和青岛 8 个城市作为试点地区, 试行“10 天集中隔离+7 天居家隔离”一个月。
	5 月 4 日起	北京官宣, 入境隔离时间从 14+7 调整为 7+7
	6 月 15 日	入境澳门由 14+7 调整为 10+7
	6 月 15 日	入境台湾由 7+7 调整为 3+4
	6 月中下旬	(1) 入境隔离时间由 14+7 调整为 7+7 的城市: 湖北武汉、江苏常州/徐州、杭州、北京。 (2) 入境隔离时间由 14+7 调整为 10+7 隔离的城市: 四川全省、福建
	6 月 28 日	《新型冠状病毒肺炎防控方案(第九版)》发布, 全国入境隔离时间由 14+7 调整为 7+3。

资料来源: 新华网、人民网、财新网、国家卫健委、民航局, 浙商证券研究所

民航局协调推进国际航线增班, 6 月 1 日起, 国际航班入境熔断窗口期由 7 天调整为 5 天; 同时, 6 月以来多家航司恢复更多国际航线; 7-8 月多条国家及地区航线航班加密。我们认为, 下半年有望持续迎来国际航班增班, 国际客流复苏预期持续增强。

表 3: 2022 年 6 月起多家航司国际航线增班计划落地(仅列示部分)

航司	具体内容
中国国航	<ul style="list-style-type: none"> 5 月 30 日国航获批准新开重庆—法兰克福、太原—东京航线; 获得往返白俄罗斯和阿联酋的航班配置额度, 到这两个国家的航班曾在 2021 年 9 月被调减
南方航空	<ul style="list-style-type: none"> 2022 年 6 月开始陆续恢复 7 条国际航线, 国际航班由原来的每周 36 班增加至每周 48 班, 通航国家由原来的 20 个增加至 27 个。 获得往返吉尔吉斯斯坦、塔吉克斯坦和土耳其的新增航班额度, 其中到前两个国家的航班在疫情后一度停航。
中国东航	5 月 30 日东航获批准新开杭州—多伦多、太原—巴黎、成都—法兰克福、厦门—奥克兰航线
海南航空	<ul style="list-style-type: none"> 6 月 23 日起复航重庆—罗马直飞国际航线, 这是自疫情发生以来重庆地区恢复的首条洲际定期国际客运航线。 获得往返意大利的新增航班额度。
吉祥航空	5 月 30 日获批准新开杭州—赫尔辛基、大连—大阪航线
春秋航空	5 月 30 日批准新开济南—东京航线。

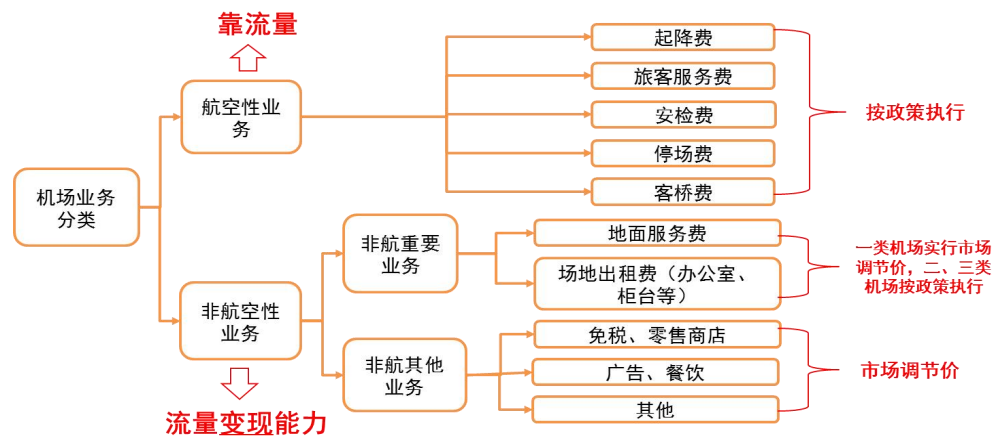
资料来源: 中国民航报、第一财经、航旅圈、环球旅讯, 浙商证券研究所

2 机场国际旅客恢复, 谁最受益?

2.1 机场核心利润来源是非航业务, 尤其是免税业务

机场业务主要分为航空性业务(按照政府指导价收费)、非航业务(零售、广告业务按市场调节价收费)。(1) 航空性业务提供流量, 收入增速与流量增速基本保持一致, 同时机场基本所有的成本均与航空性业务有关, 这部分收入主要用来覆盖基础设施成本; (2) 当前枢纽机场非航业务中的免税、有税零售、餐饮、广告均为特许经营形式收入, 规模取决于流量变现能力, 弹性较大, 支撑机场利润, 并带来长期发展潜力。

图 3: 机场业务分类及收费模式



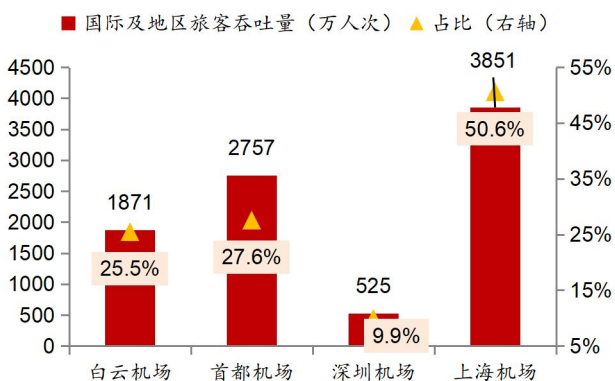
资料来源: 浙商证券研究所

受众为出入境旅客的免税业务为一线机场的核心利润来源。疫情以来, 国际旅客低位徘徊, 导致机场面对免税运营商的议价权短暂下滑, 2020-2021年上海机场、白云机场、首都机场均录得亏损。一旦国际客流恢复, 我们认为机场的议价权将随之修复, 业绩恢复确定性较强。

2.2 疫情前上海机场国际旅客占比最高, 免税业务贡献净利润比例最高

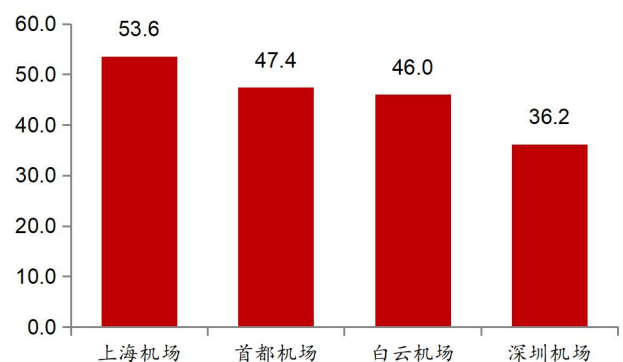
疫情前上海机场国际旅客量以及占比在国内机场中为最高, 因此, 其单客航空性收入明显高于其他机场。2019年, 首都机场、上海机场、白云机场、深圳机场旅客吞吐量分别为1.00、0.76、0.73、0.53亿人次; 上海机场国际及地区旅客量3851万人次, 占总旅客量的50.6%, 远高于首都机场、白云机场、深圳机场的28.1%、25.5%、11.2%。因此, 上海机场的单客航空性收入53.6元, 也远高于首都机场、白云机场、深圳机场的47.4、46.0、36.2元。

图 4: 2019年上市机场国际及地区旅客量及占比



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

图 5: 2018年上市机场航空性业务单客收入(元)

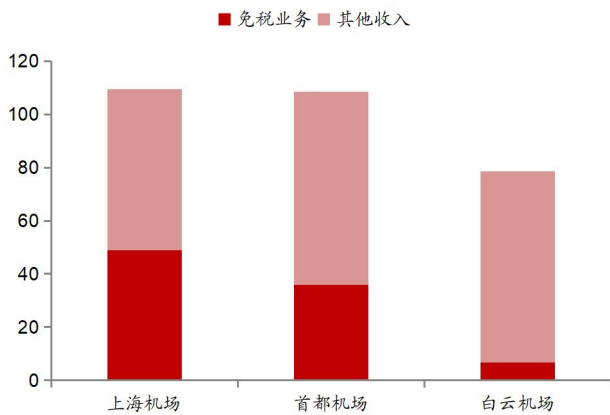


资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

基于国际旅客占比、质量以及免税运营商经营效益, 疫情前上海机场盈利结构弹性最优。航空性业务是机场的基础业务, 基本所有的成本都与航空性业务相关, 非航业务是机场的附加业务, 基本都是特许经营模式, 机场不直接参与经营, 仅收取特许经营费。因此, 发展越成熟的机场非航业务效益越优, 业绩弹性也越大。2019年, 利润结构中, 免税业务为上海机场贡献约7成净利润, 为白云机场贡献约5成净利润。2014-2019年, 上海机场总

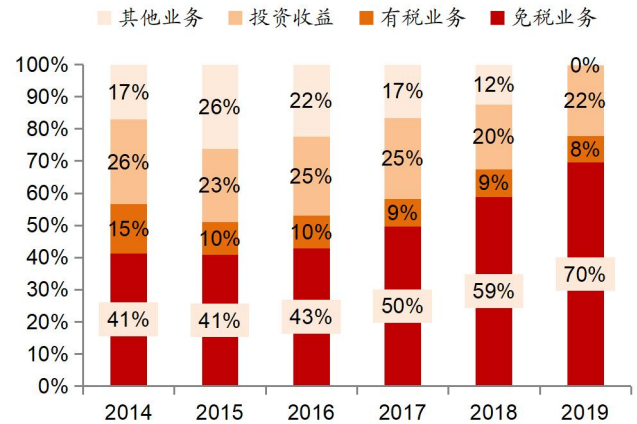
收入 CAGR 为 14%，其中航空性收入 CAGR 为 7%，与旅客吞吐量 CAGR 8% 比较匹配；非航收入 CAGR 为 19%，其中免税收入 CAGR 为 33%。

图 6：上海浦东、首都、白云机场 2019 年收入结构（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 7：2014-2019 年上海机场利润结构



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

3 上海机场 21 年签署免税补充协议，我们认为 25 年前具有再次重谈的可能

3.1 上海机场 2021 年签署的免税补充协议具体内容

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》。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4：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 (万人次)	年保底销售提成 (亿元)
2019	X ≤ 4172	35.25
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64
2025	5360 < X	81.48

资料来源：上海机场公告，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所示：

表5：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年	2022年	2023年	2024年	2025年
<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

资料来源：上海机场公告，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。

3.2 本轮免税补充协议是否有再次重谈的可能？我们认为有

基于当前国际客流复苏预期持续加强，若 2025 年前国际客流、免税销售额有一定恢复，机场的议价权将随之提升，我们认为上海机场与日上上海签署的免税补充协议有望重谈。该判断主要基于以下原因：

- 1) 虽然疫情后海南离岛免税市场崛起，但机场仍然是免税运营商必争之地。从 2020 年后机场免税经营权招标中，我们可以看出，免税运营商对于机场渠道仍然非常重视。

表 6：2020 年以后国内机场免税店招标/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
深圳机场	T3 进出境、 福永码头出境	-	出境： 20%-24% 进境： 25%-30%	5816-8699 万元/年	深免、珠免

资料来源：中国政府招标平台、深圳联交所，浙商证券研究所

2) 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。

3) 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。

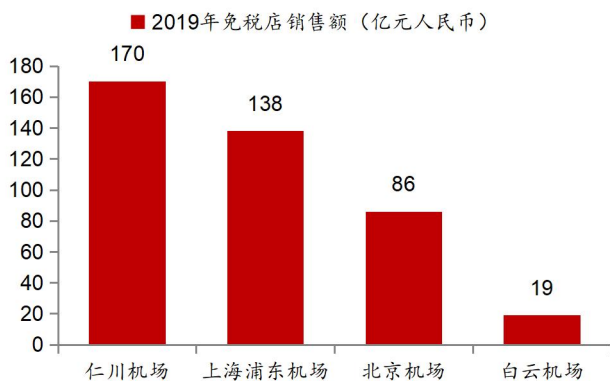
4) 我们认为白云机场与中免签署的免税补充协议条款比上海机场更好，基于上海机场国际旅客量、人均免税销售额等指标更优，我们认为，国际客流恢复到一定水平后，上海机场当前免税补充协议有望重谈。根据白云机场与中免签署的免税补充协议，仅下调疫情影响期间的保底，不改变提成比率，亦不改变保底与提成孰高的计算模式，这意味着，国际客流恢复后白云机场免税业务弹性随之修复。

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。

4 浦东机场卫星厅新增 0.9 万平免税面积，疫后将为免税带来二次成长良机

疫情前上海机场免税销售体量及人均消费水平均领跑国内机场。从人均免税销售额来看，北京和上海同为日上免税店经营，且其 GDP 排名全国前二，2019 年分别为 311、358 元；白云机场出境免税由中免集团经营，此前价格优势不太明显，2019 年为高速增长元年，人均免税销售额约 103 元。

图 8：2019 年上市机场免税店销售规模领先（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：北京机场包含首都+大兴。

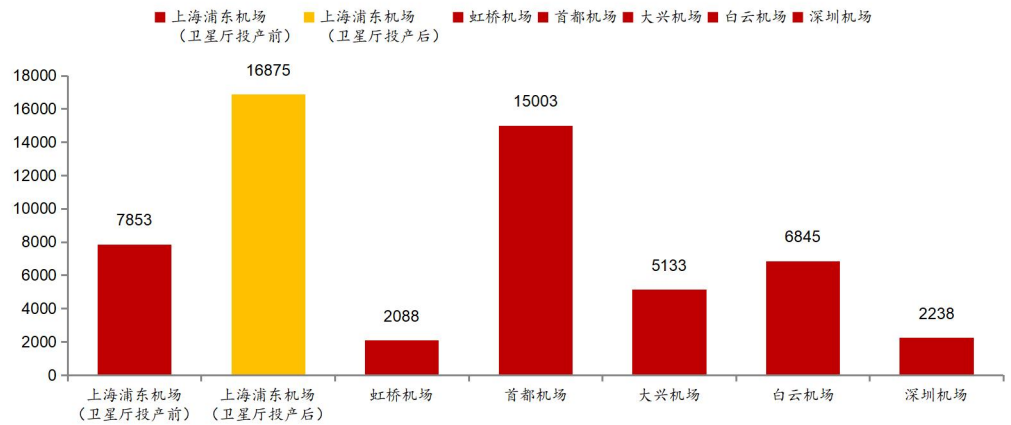
图 9：2016-2019 年上海机场人均免税销售额领先（元/人）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

国际客流恢复后上海浦东机场免税经营面积相比 19 年增加 1.1 倍。2019 年 9 月上海浦东机场卫星厅投产，新增免税面积 0.9 万平，截至 2022 年 7 月尚未开业。待国际客流开始恢复，卫星厅免税店开业将近，上海浦东机场免税面积相比 19 年将增加 1.1 倍至 16875 平米，届时将超越首都机场。

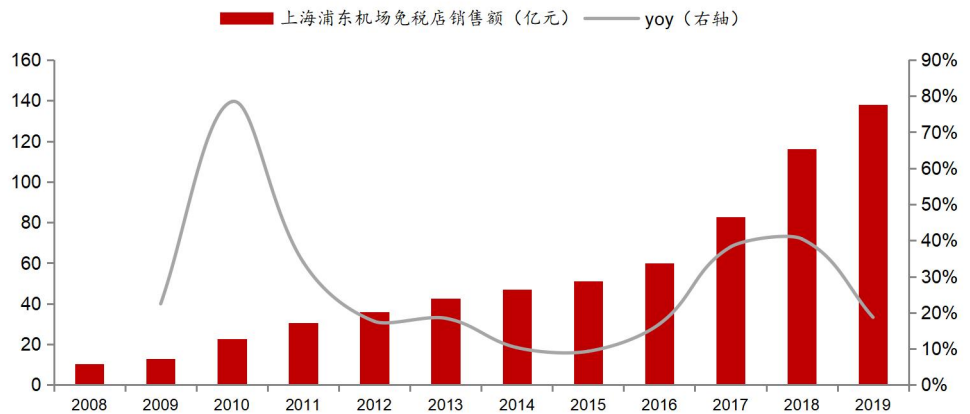
图 10: 我国一线机场免税面积 (上海浦东机场卫星厅为 2019 年 9 月投产, 2022 年尚未开业)



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

疫情后, 待卫星厅免税面积投入使用, 上海浦东机场免税店品类结构将得以优化, 高端品牌数量将增加, 为免税二次爆发迎来良机。疫情前, 上海浦东机场免税店已开业的面积不到 0.8 万平, 考虑各品类在有限面积中的坪效以及品牌方意愿, 浦东机场免税店销售品类以香化为主, 引入的精品品牌非常有限。2019 年 9 月 16 日, 上海浦东机场卫星厅正式投产, 规划了 0.9 万平方米免税面积, 根据上海机场官网, 疫情前上海机场计划到 2022 年底, 陆续引进 19 个奢华时装皮具品牌和 7 个顶级珠宝腕表品牌, 在继续保持免税香化品的全球价格竞争力外, 机场方面还将提高烟、酒、百货和食品类各 30 种共计 120 种畅销品在亚太区机场的价格竞争力, 打造“亚太机场免税店最佳价格”品牌。

图 11: 2008-2019 年上海浦东机场免税店销售规模 CAGR 约 27%



资料来源: 公司公告, 浙商证券研究所

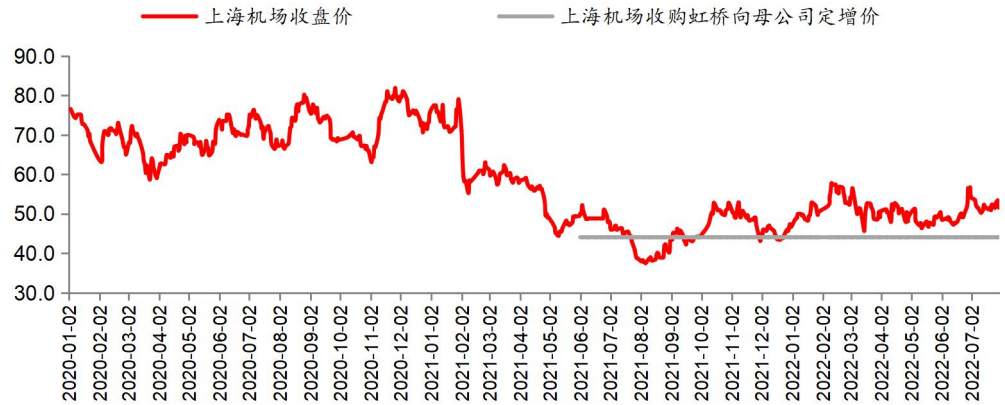
5 盈利预测与投资建议

2022 年 5 月以来, 入境政策密集优化, 多条国际航线增班落地, 国际客流恢复预期持续增强。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。

基于核心假设 2023 年国际航班恢复到疫情前 5 成、国内航班恢复到疫情前 9 成，2024 年完全恢复。考虑虹桥机场、物流公司、第四跑道资产注入，我们预计 2022-2025 年公司净利润分别约-20、35、70、100 亿元。

公司受疫情影响，成长性阶段性被打断。随着疫情持续好转，公司的长期成长性将得到重估。2019 年行业 PE (TTM) 为 30x，公司疫后价值被低估，给予公司 2025 年 PE 25-30 倍，并按照每年 10%折现，较当前还有 50%-80%空间。维持“买入”评级。

图 12: 上海机场当前位置安全垫足够 (股价单位: 元/股)



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

6 风险提示

- (1) 若疫情修复不及预期，公司业绩修复节奏将放缓。
- (2) 若客流恢复不及预期，公司航空性业务收入、非航空性业务收入恢复速度将不及预期，导致整体业绩恢复节奏低于预期。
- (3) 若免税销售额恢复不及预期，将影响公司面对免税运营商的议价权，并导致公司未来免税租金收入不及预期。
- (4) 若本轮免税合同未重谈，将使得公司 2025 年前免税租金收入上有封顶，影响业绩弹性预期。

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	11593	11097	16329	27332
现金	9941	9319	11316	21059
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1144	1281	4466	5713
其它应收款	10	10	36	48
预付账款	7	6	9	10
存货	25	24	32	38
其他	466	456	469	464
非流动资产	39833	31579	32891	35472
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	3081	3326	3124	3177
固定资产	18019	20363	19905	19835
无形资产	452	427	356	285
在建工程	1261	1649	1745	1966
其他	17021	5815	7761	10209
资产总计	51426	42676	49220	62804
流动负债	7967	11037	11602	15020
短期借款	0	5669	0	0
应付款项	716	827	1040	1201
预收账款	173	119	475	671
其他	7079	4423	10087	13147
非流动负债	15753	5261	7012	9342
长期借款	0	0	0	0
其他	15753	5261	7012	9342
负债合计	23720	16298	18614	24362
少数股东权益	201	416	694	1056
归属母公司股东权益	27505	25962	29911	37387
负债和股东权益	51426	42676	49220	62804

现金流量表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	311	(2833)	6871	9286
净利润	(1622)	(1772)	3784	7393
折旧摊销	1342	1305	1443	1512
财务费用	435	46	36	(193)
投资损失	(777)	(922)	(1110)	(1347)
营运资金变动	4088	(2213)	2895	2047
其它	(3155)	722	(176)	(125)
投资活动现金流	(858)	(3332)	296	(295)
资本支出	212	(3969)	(1005)	(1587)
长期投资	(114)	(245)	201	(53)
其他	(956)	882	1100	1345
筹资活动现金流	2833	5543	(5170)	751
短期借款	0	5669	(5669)	0
长期借款	0	0	0	0
其他	2833	(126)	498	751
现金净增加额	2285	(622)	1997	9743

利润表

(百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	3728	4585	13909	18925
营业成本	6077	7774	9820	10919
营业税金及附加	6	6	15	9
营业费用	0	0	0	0
管理费用	258	220	278	341
研发费用	0	0	0	0
财务费用	435	46	36	(193)
资产减值损失	18	5	27	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	777	922	1110	1347
其他经营收益	14	58	76	49
营业利润	(2275)	(2486)	4919	9246
营业外收支	(5)	(5)	(5)	(5)
利润总额	(2280)	(2491)	4914	9241
所得税	(658)	(719)	1130	1848
净利润	(1622)	(1772)	3784	7393
少数股东损益	89	214	278	362
归属母公司净利润	(1711)	(1986)	3505	7031
EBITDA	(1087)	(1140)	6392	10558
EPS (最新摊薄)	(0.89)	(0.84)	1.25	2.16

主要财务比率

	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	(13.38%)	23.00%	203.33%	36.06%
营业利润	(50.33%)	(9.26%)	297.83%	87.98%
归属母公司净利润	-	-	-	100.58%
获利能力				
毛利率	(63.02%)	(69.54%)	29.40%	42.31%
净利率	(43.52%)	(38.65%)	27.20%	39.06%
ROE	(5.98%)	(7.35%)	12.30%	20.37%
ROIC	(3.93%)	(4.69%)	10.24%	15.35%
偿债能力				
资产负债率	46.12%	38.19%	37.82%	38.79%
净负债比率	3.37%	36.42%	1.91%	1.95%
流动比率	1.46	1.01	1.41	1.82
速动比率	1.45	1.00	1.40	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.09	0.10	0.30	0.34
应收账款周转率	2.67	3.77	4.81	3.70
应付账款周转率	9.11	10.08	10.52	9.74
每股指标(元)				
每股收益	(0.89)	(0.84)	1.25	2.16
每股经营现金	0.16	(1.19)	2.44	2.85
每股净资产	14.27	10.95	10.63	11.47
估值比率				
P/E	(58.34)	(61.57)	34.89	17.39
P/B	3.63	4.71	4.85	4.50
EV/EBITDA	(88.96)	(109.21)	22.20	14.95

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层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>