

# 黎明已明，未来已来

## ——出行链2023年度策略之航空&机场篇

行业评级：看好

2022年12月5日

分析师

李丹

邮箱

lidan02@stocke.com.cn

证书编号

S1230520040003

研究助理

李逸

邮箱

liyi01@stocke.com.cn

## 1、出行链：进一步优化二十条落地，看好长期向好趋势

- 2022年1-11月，出行链跑出明显超额收益，相对上证指数而言，机场板块+27%、航空板块+12%。22Q3末基金重仓持仓情况下，机场仍处于历史低位，航空整体仓位处于疫情以来较高位置。
- **我们看好长期向好趋势**：11月11日，进一步优化新冠疫情防控措施二十条出台，入境隔离时间缩短为“5+3”，同时取消入境航班熔断限制。12月初，多地政策进一步优化，广州、杭州、成都等地进入多数公共场所（不含医疗场所、农贸市场等）、乘坐市内公共交通工具均不再查验核酸阴性证明。

## 2、航空：将从演绎预期逐渐转向演绎基本面修复，基本面正从左侧向右侧演进

- 航空供需大周期酝酿中，涨价预期下利润弹性可观，建议把握周期上行板块性机遇。十四五航空供给增速确定性下降，CAGR或从10%以上降至3%左右，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票全价天花板持续打开，核心航线票价较17年底涨幅40%-70%，航司有望通过涨价步入强盈利周期，利润弹性可观。
- 基于预期弹性空间（三大航疫情前利润率低、涨价预期下弹性大）、业绩兑现难易程度（民营航司经营效率高），推荐**中国国航/春秋航空/吉祥航空/华夏航空/南方航空/中国东航**。

## 3、机场：基本面更左，兼具弹性&确定性，核心看国际客流&免税销售恢复，下一轮免税合同弹性可期

- 疫情前免税业务为上海机场贡献7成净利润、为白云机场贡献5成净利润。国际客流恢复后，机场免税销售规模恢复确定性较强，机场议价权将回升，迎来业绩&估值双重修复。重奢品牌空前重视机场有税渠道，白云机场LV、GUCCI等精品店近期开业，有税商业布局现重大突破，渠道价值将重塑。
- 基于预期弹性空间，推荐**上海机场/白云机场**。

## 4、风险提示

- 疫情升级，消费不及预期，需求不及预期，油价、汇率大幅波动，下一轮免税合同不及预期等。

# 目录

CONTENTS

## 01

### 出行链：看好长期向好趋势

- 2022年前11月机场、航空明显跑赢大盘
- 22Q3末机场仓位仍处于历史低位

## 02

### 航空：从演绎预期逐渐转变为演绎基本面修复

## 03

### 机场：基本面更左，兼具弹性&确定性，核心看国际客流、免税销售恢复

## 04

### 风险提示

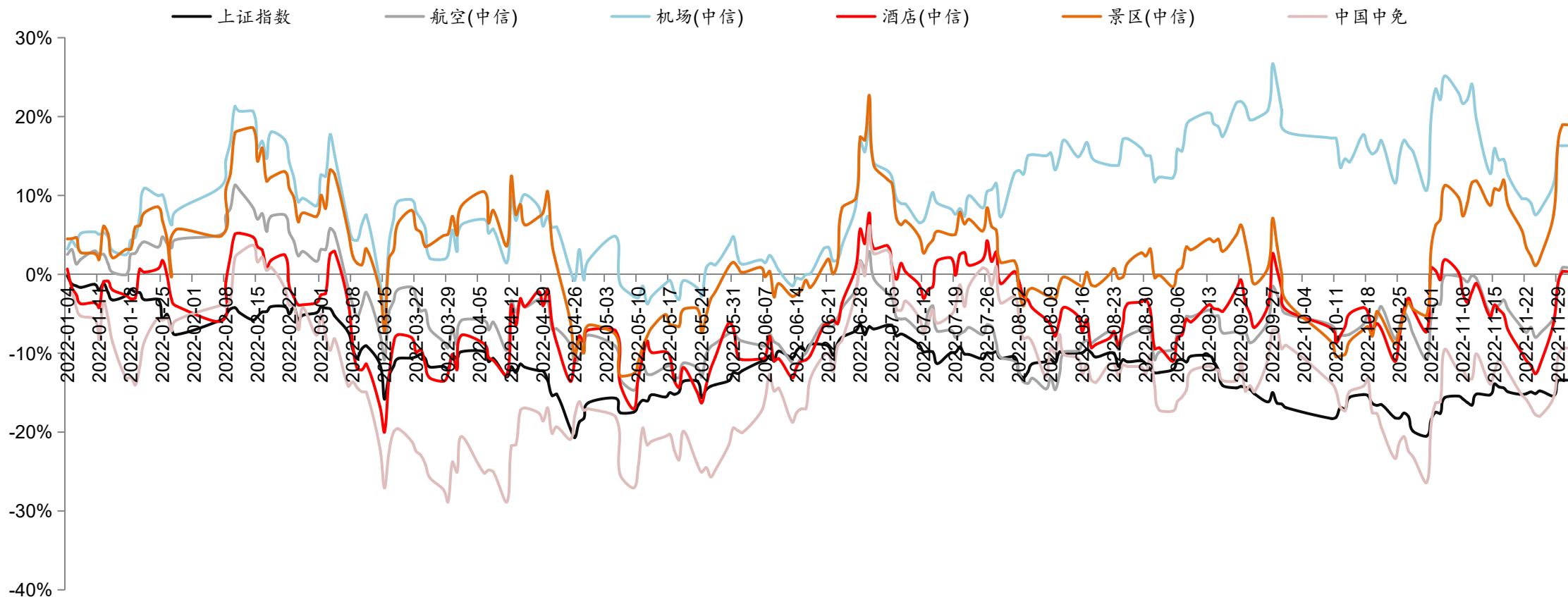
# 01

## 出行链 综述

- 2022年1-11月跑出超额收益
- 22Q3末机场仓位较低
- 看好防控措施持续优化，出行链基本面由左侧向右侧演进

- 2022.1.1-2022.12.1，出行链跑赢大盘。较上证指数的相对收益上，机场指数+27%、航空指数+12%。
- 2022年出行链主要演绎预期，预期渐强时股价走高，情绪底部往往是股价底部。

图：指数累计涨跌幅（以2021.12.31为基准，截至2022.12.1）



表：基金重仓持股市值占基金股票投资市值比(0.1%)

## 出行链22Q3末基金重仓持仓情况：

- 航空：整体仓位处于疫情以来较高位置。
- 机场：仍处于历史低位。
- 中免：处于20年以来较低位置。
- 酒店：处于18年以来的高位。
- 景区：整体仓位较低。

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

表：第八版防控方案、第九版防控方案、进一步优化二十条细节对比

指标	分类	第八版防控方案 (2021.5.11)	第九版防控方案 (2022.6.28)	进一步优化新冠疫情防控的二十条措施 (2022.11.11)
风险人员的隔离管控时限	密切接触者、入境人员	(14+7) 14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测	(7+3) 7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测	(5+3) 进一步优化新冠疫情防控的二十条措施
	密接的密接	7天集中隔离医学观察	7天居家医学观察	不再判定密接的密接
核酸检测措施	密切接触者、入境人员	第1、4、7、14天核酸检测，采集鼻咽拭子，解除隔离前双采双检	集中隔离医学观察第1、2、3、5、7天和居家健康监测第3天进行核酸检测，采集口咽拭子	集中隔离医学观察的第1、2、3、5天各开展1次核酸检测，居家隔离医学观察第1、3天各开展1次核酸检测。
	密接的密接	第1、4、7天核酸检测	第1、4、7天核酸检测	不再判定密接的密接
风险区域划分标准		施行两类风险区划定标准，分别是高、中、低风险地区划定标准和封控区、管控区、防控区划定标准。一旦发生本土疫情，要尽早将社区（包含行政村）精准划分为封控区、管控区、防范区三类防控区域	取消原封控区、管控区和防范区划定标准和管控措施，统一高、中、低风险区划定标准和管控措施。	将风险区由“高、中、低”三类调整为“高、低”两类，最大限度减少管控人员。
无症状感染者的解除隔离	隔离	在定点医疗机构进行集中隔离	方舱医院隔离7天	/ (未提及变化)
	隔离期间	隔离期间要做检查,应当做血常规、CT影像学检查和抗体检测	期间不需强制进行其他检查:感染者如无特殊情况并不需要做其他检查	
	解除标准	连续两次检测为阴性方可离开, 阴性界定门槛为Ct值 $\geq 40$ 。	考虑Ct值的核酸检测:在最后两天进行鼻咽拭子核酸检测,如“两次核酸检测N基因和ORF基因Ct值均 $\geq 35$ ” (即虽然结果呈阳性, 但判定没有传染风险), 或检测结果为阴性, 即可解除隔离	
	解除后续	解除隔离后, 应当继续进行14天的居家医学观察并于第2周和第4周到定点医疗机构随访复诊	隔离结束后进行7天居家健康观测	
入境航班熔断机制		/(未提及变化)	/(未提及变化)	取消入境航班熔断机制

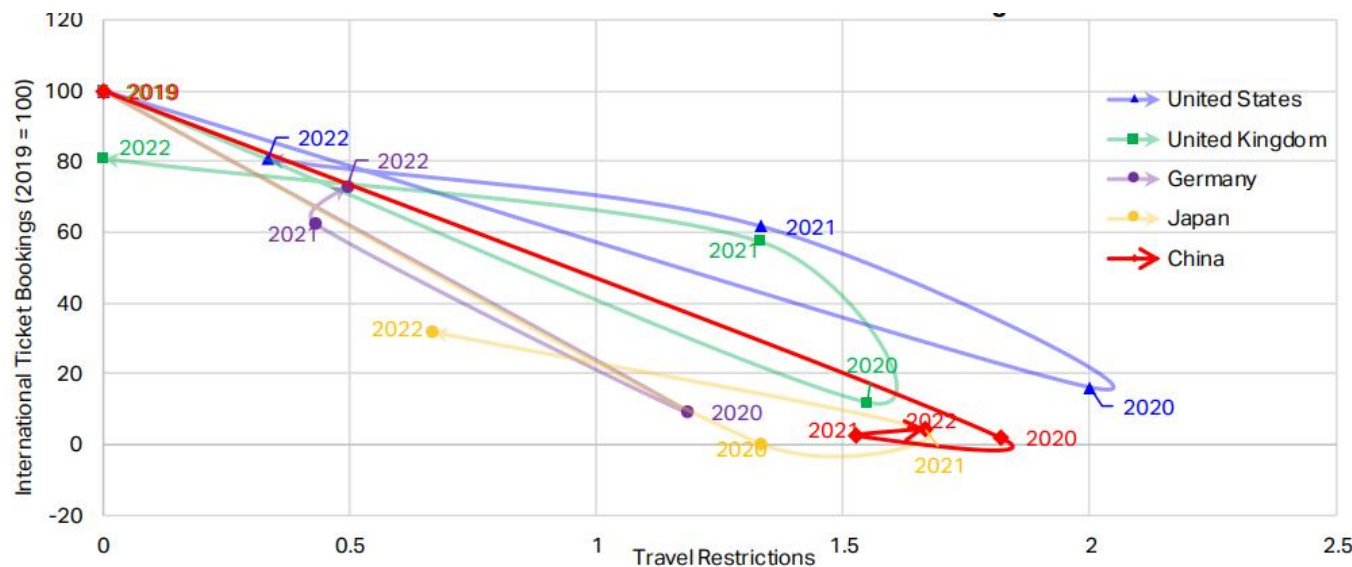
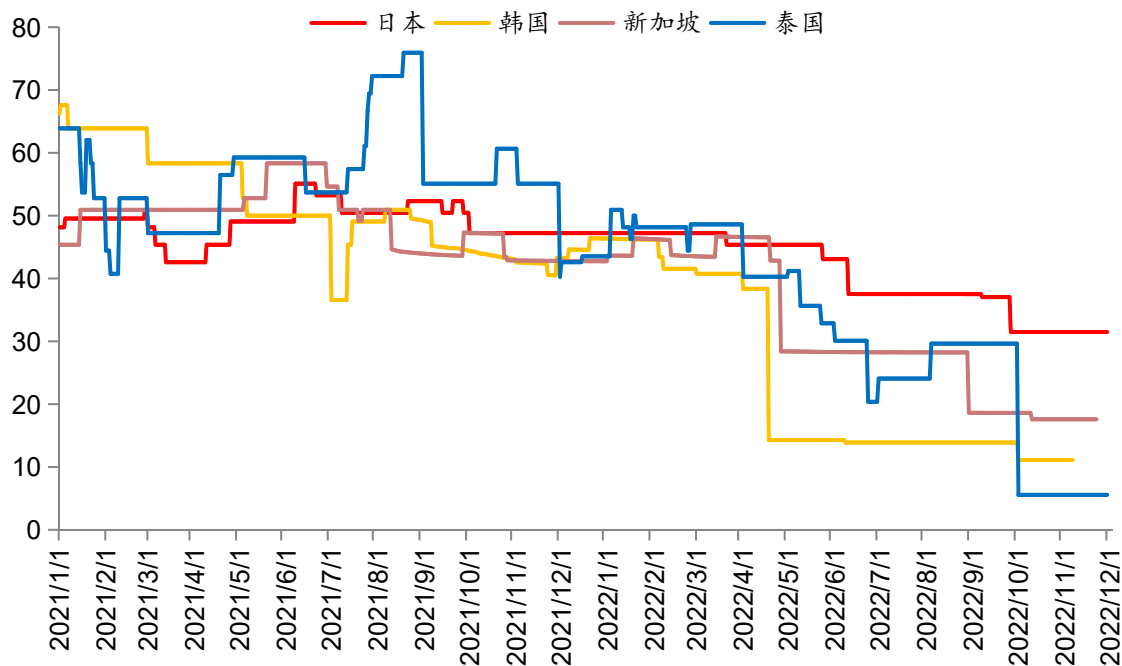
表：国际客运航班熔断政策变化

时间	具体熔断措施
2020.6	<p><b>开始实行熔断措施：</b></p> <p>(1) 以入境航班落地后旅客核酸检测结果为依据，对航班实施熔断和奖励措施。</p> <p>(2) 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。</p> <p>(3) 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。</p>
2020.12.16	<p><b>延长熔断时间：</b></p> <p>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；达到10个的，暂停该公司该航线运行4周。</p>
2021.4.28	<p><b>将国际客运航班“熔断措施”调整为“航班熔断或控制客座率运行措施”：</b></p> <p>1. 航空公司单一入境航班确诊旅客人数达到5例的，可从以下两种限制运行的方式中自主选择：</p> <p>(1) 航班熔断措施：自航班入境的第四周起，暂停该航班运行2周，并取消奖励航班；</p> <p>(2) 控制客座率运行措施：自航班入境的第四周起，限制该航班以不高于40%的客座率运行4周，并取消奖励航班。</p> <p>航空公司选择控制客座率运行措施后，同一入境航班再次触发熔断条件的，实施快速熔断。</p> <p>2. 航空公司单一入境航班确诊旅客人数达到10例的，自航班入境的第四周起暂停该航班运行4周，并取消奖励航班。如连续两班确诊旅客人数分别达到10例的，当周立即熔断，累计暂停运行8周。</p> <p>3. 航空公司单一入境航班确诊旅客人数达到30例的，当周立即熔断，暂停该航班运行4周。</p>
2022.8.7	<p><b>熔断标准放松、熔断时间缩短。</b></p> <p>(1) 对确诊旅客人数达到5例的航空公司单一入境航班，当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数4%时，暂停运行1周；</p> <p>(2) 当确诊旅客占比达到该航班入境旅客人数8%时，暂停运行2周。</p>
2022.11.11	<p><b>取消入境航班熔断机制</b>，并将登机前48小时内2次核酸检测阴性证明调整为登机前48小时内1次核酸检测阴性证明。</p>



- 亚洲主要国家疫情防控指数相同的特征：大方向是放开，但过程中或有反复。
- 出境游机票预定情况与本国旅游限制有较大相关性。

图：亚洲主要国家疫情防控严格指数（数值下降表示防控边际放松） 图：19-22年主要国家旅游限制与国际机票预定恢复情况的对应情况



# 02

## 航空

- **海外复苏路径参考:**

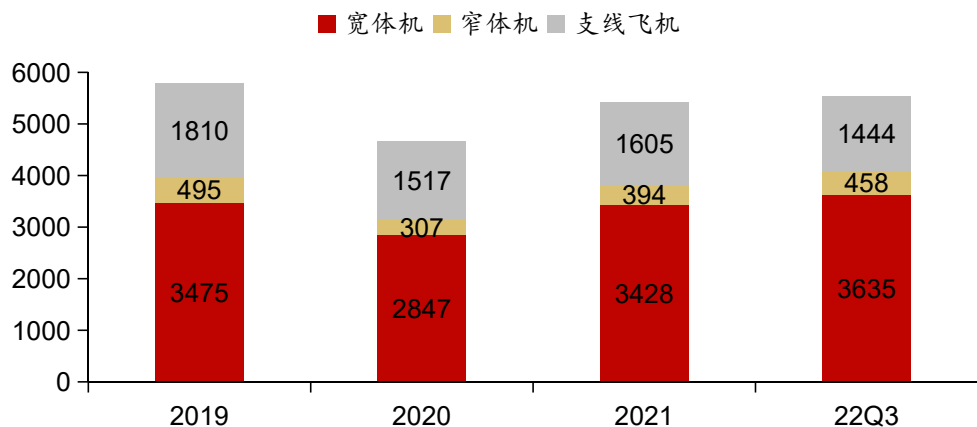
- (1) 供给向下、需求向上，票价明显上涨
- (2) 欧美恢复好于亚太
- (3) 海外航空股从演绎预期逐渐转为演绎基本面

- **我国航空业:**

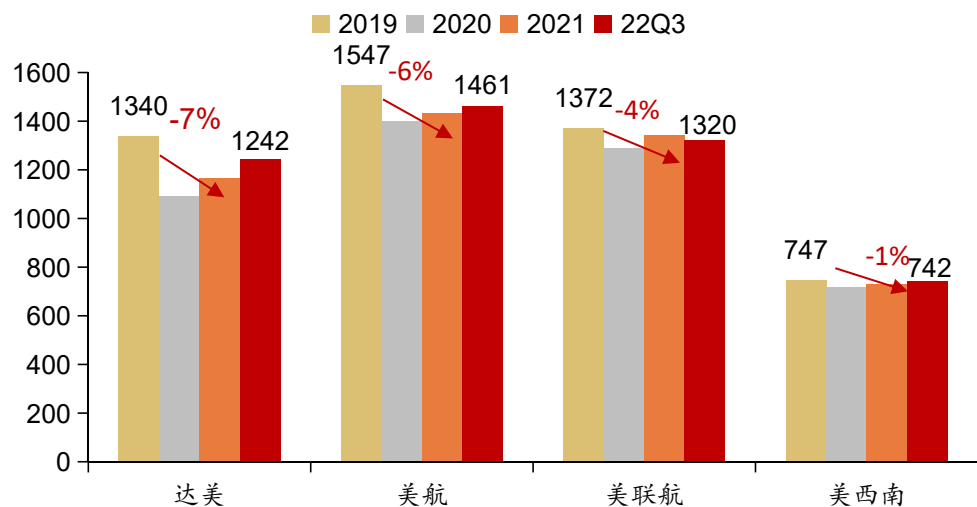
- (1) 十四五供给增速确定性下降，CAGR或从10%降至3%以下
- (2) 票价放开4年，核心航线全价上涨40%-70%
- (3) 供需错配强周期下机票折扣率有望上行

□ 机队规模下降+从业人员短缺，导致美国客运航班量到11月仅恢复到19年同期的85%。

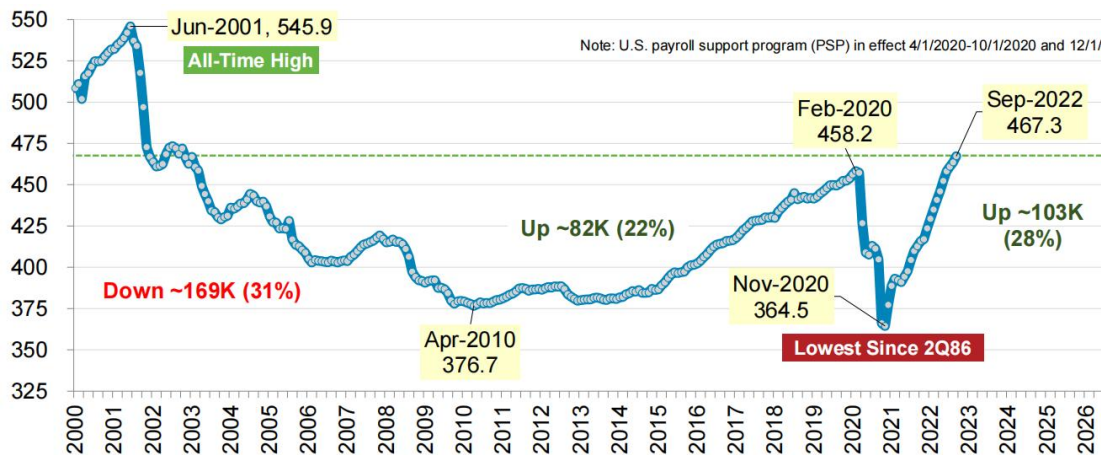
图：截至22Q3美国全行业机队规模较疫前减少4%（单位：架）



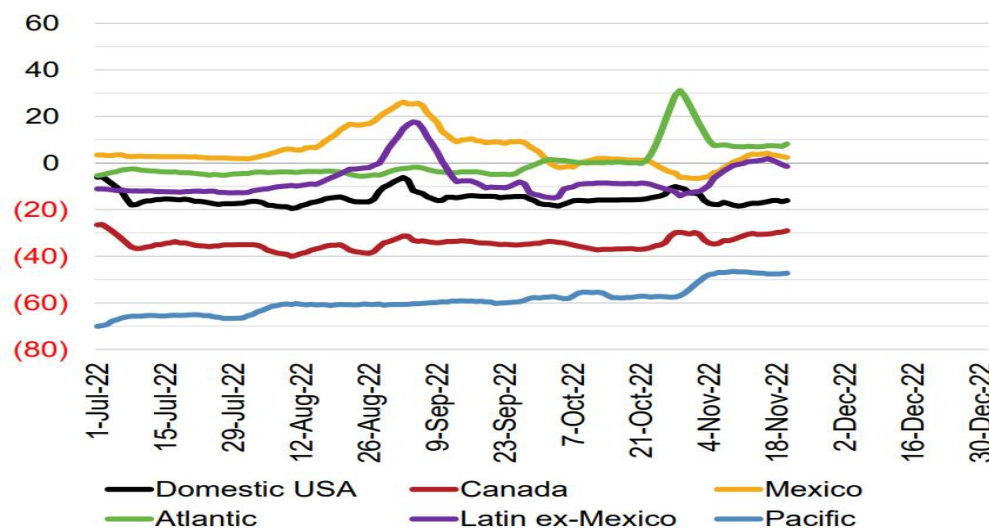
图：美国四大航机队均低于疫情前



图：美国客运航司全职雇员人数（千人）到2022年9月才会恢复到2020年2月水平

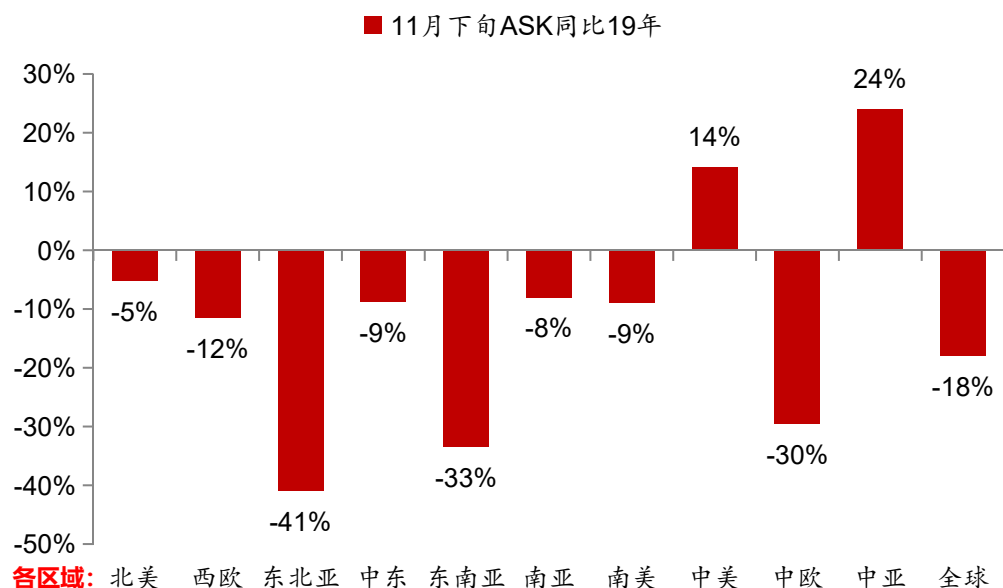


图：11.14-20美国客运航班量恢复至19年同期的85%

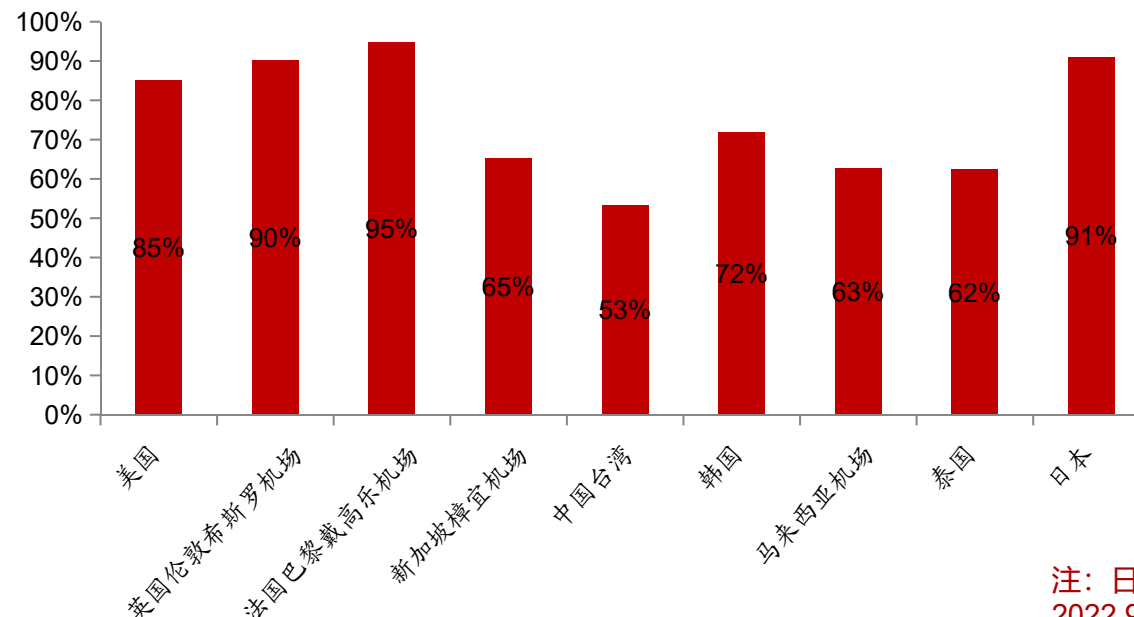


- 2024年全球机队规模或低于疫情前。**根据Cirium数据，2022年11月全球在役机队数量为2020年1月水平的92%，其中单通道机队恢复至疫情前水平的98%、双通道机队仅恢复至75%。Ascend by Cirium预计，2022-2024年，全球每年将有340架单通道飞机、175架双通道飞机退役；2024年，全球单通道机队将接近2019年的水平，双通道机队将低于疫情前的水平，出现短缺趋势。
- 当前海外多数区域航空运力尚未恢复到疫情前。**根据OAG数据，11月下旬全球民航运力恢复至19年同期的82%，其中中美、中亚地区民航运力已超过19年同期，其他区域仍未完全恢复。

图：11月下旬各区域航空运力恢复情况



图：2022年10月各国家/机场航班量恢复情况（较19年）



注：日本为2022.9数据。

□ 疫情前我国民航机队规模增速基本在10%以上，受737MAX停飞、疫情影响，预计十四五供给增速（主要看飞机增速）下台阶。

• 测算1：按照上市航司22半年报/21年报披露的机队引进/退出计划，三大航机队规模19-24年CAGR约**2.9%**。

单位：架	21年末客机数	引进计划			退出计划			净增			增速			
		22年	23年	24年	22年	23年	24年	22年	23年	24年	22年	23年	24年	19-24年CAGR
国航	741	46	19	40	22	18	16	24	1	24	3.2%	0.1%	3.1%	2.6%
南航	862	67	71	37	7	7	17	60	64	20	7.0%	6.9%	2.0%	3.5%
东航	752	34	37	41	13	16	21	21	21	20	2.8%	2.7%	2.5%	2.4%
<b>三大航合计</b>	<b>2355</b>	<b>147</b>	<b>127</b>	<b>118</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>105</b>	<b>86</b>	<b>64</b>	<b>4.5%</b>	<b>3.5%</b>	<b>2.5%</b>	<b>2.9%</b>
春秋	113	9	13	10	3	4	2	6	9	8	5.3%	7.6%	6.3%	10.9%
吉祥	110	11	10	11	4	未披露		7	10	11	6.4%	8.5%	8.7%	8.9%
<b>合计</b>	<b>2578</b>	<b>167</b>	<b>150</b>	<b>139</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>118</b>	<b>105</b>	<b>83</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>3.0%</b>	<b>3.4%</b>

• 测算2：考虑到737MAX复飞/交付、国产大飞机商用/交付不确定性较大、国产ARJ21飞机为支线小飞机，剔除掉计划新引进737MAX、国产飞机的影响，三大航机队规模19-24年CAGR为**1.3%**。

单位：架	21年末客机数	引进计划			退出计划			净增			增速			
		22年	23年	24年	22年	23年	24年	22年	23年	24年	22年	23年	24年	19-24年CAGR
国航	741	36	10	31	22	18	16	14	-8	15	1.9%	-1.1%	2.0%	1.9%
南航	862	20	24	0	7	7	17	13	17	-17	1.5%	1.9%	-1.9%	0.6%
东航	752	23	24	32	13	16	21	10	8	11	1.3%	1.0%	1.4%	1.6%
<b>三大航合计</b>	<b>2355</b>	<b>79</b>	<b>58</b>	<b>63</b>	<b>42</b>	<b>41</b>	<b>54</b>	<b>37</b>	<b>17</b>	<b>9</b>	<b>1.6%</b>	<b>0.7%</b>	<b>0.4%</b>	<b>1.3%</b>
春秋	113	9	13	10	3	4	2	6	9	8	5.3%	7.6%	6.3%	10.9%
吉祥	110	11	10	11	4	未披露		7	10	11	6.4%	8.5%	8.7%	8.9%
<b>合计</b>	<b>2578</b>	<b>99</b>	<b>81</b>	<b>84</b>	<b>49</b>	<b>45</b>	<b>56</b>	<b>50</b>	<b>36</b>	<b>28</b>	<b>1.9%</b>	<b>1.4%</b>	<b>1.1%</b>	<b>2.0%</b>

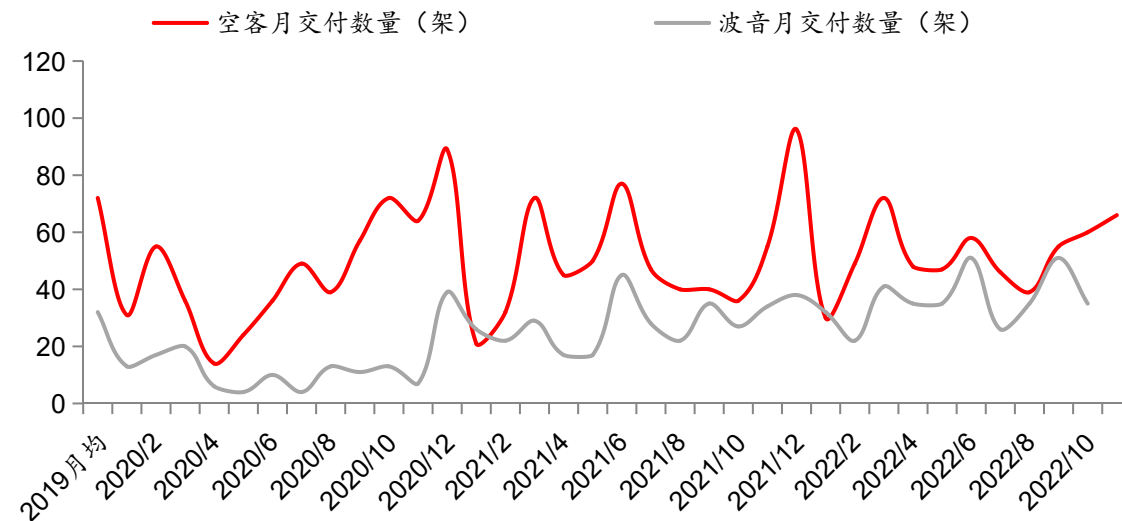
□ 疫情后越来越多的供应商对零部件和劳动力短缺发出警告，供应链缺口导致发动机不足，上游飞机制造厂商产能恢复节奏明显受压制。

• **空客**：2019年月均交付72架，截至2022年10月末尚有A320系列飞机待交付订单6772架。2022.7，空客将2022年的总体交付目标从720架下调至700架，并将A320系列月产能65架的目标从23年年终推迟到24年初。

• **波音**：截至2022年10月末尚有待交付飞机订单5323架。当前旗下主力机型737MAX的月产能约为31架。

□ 2022年7-9月，三大航合计向空客新下332架A320NEO系列飞机订单，部分起到对存量机型的置换更新作用，基于空客多次下调产能计划，我们预计该订单交付节奏或低于预期。即使都如期交付，对供给增速下降逻辑影响有限。

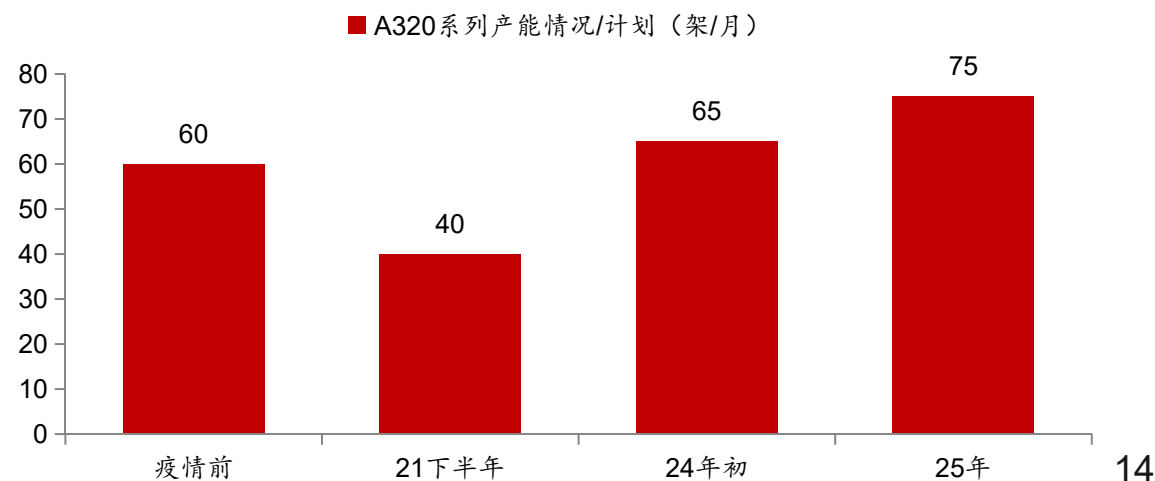
图：空客、波音月度交付情况



图：2022年7-9月中国航司向空客新下332架A320NEO系列订单（单位：架）

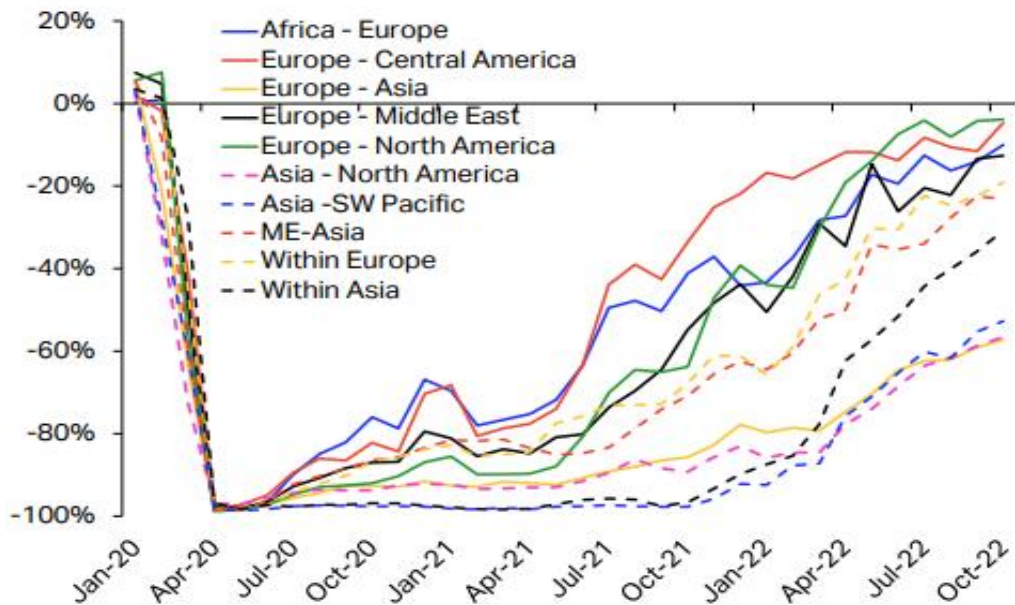
公司	订单总数	计划分批交付			
		24年	25年	26年	27年
国航	64	23-26年分批交付			
深航（国航系）	32	24-27年分批交付			
东航	100	28	31	34	7
南航	96	30	40	19	7
厦航（南航系）	40	24-27年分批交付			

图：2022年7月空客再次下调产能计划

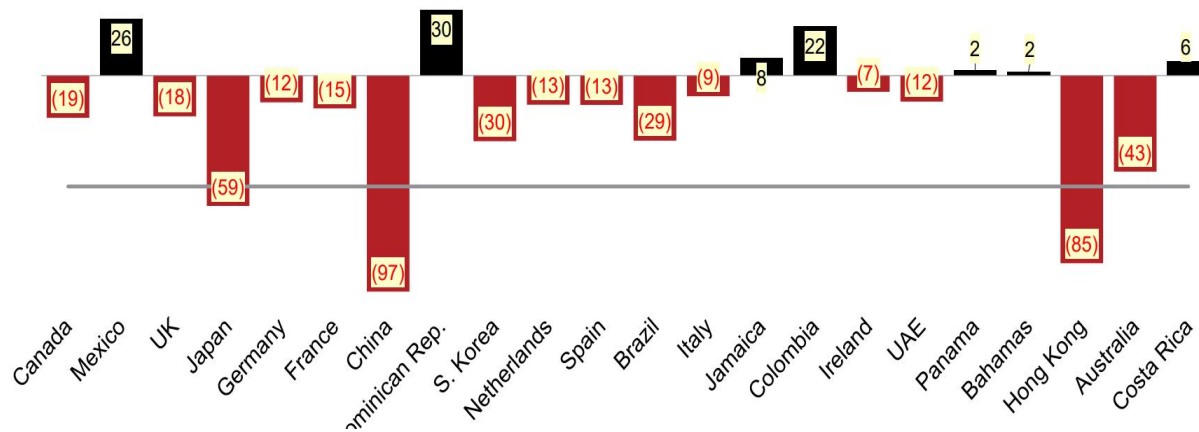


- 由于全球出行政策调整节奏不一，国内航线需求恢复节奏快于国际航线。
- 国际航线需求方面，分区域来看，欧美恢复明显快于亚太，一方面与当地出行政策放松快慢与程度有关，另一方面也与中国游客影响程度有关。

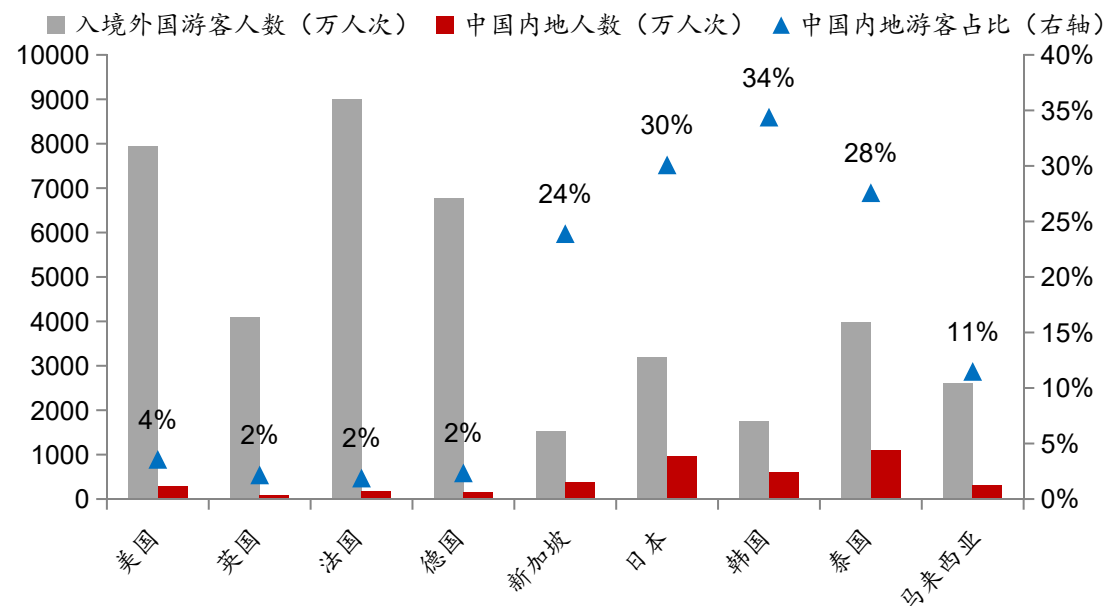
图：国际航线RPK恢复情况（较19年）



图：主要入境旅客来源国11月中旬入境美国的旅客量同比19年情况（%）

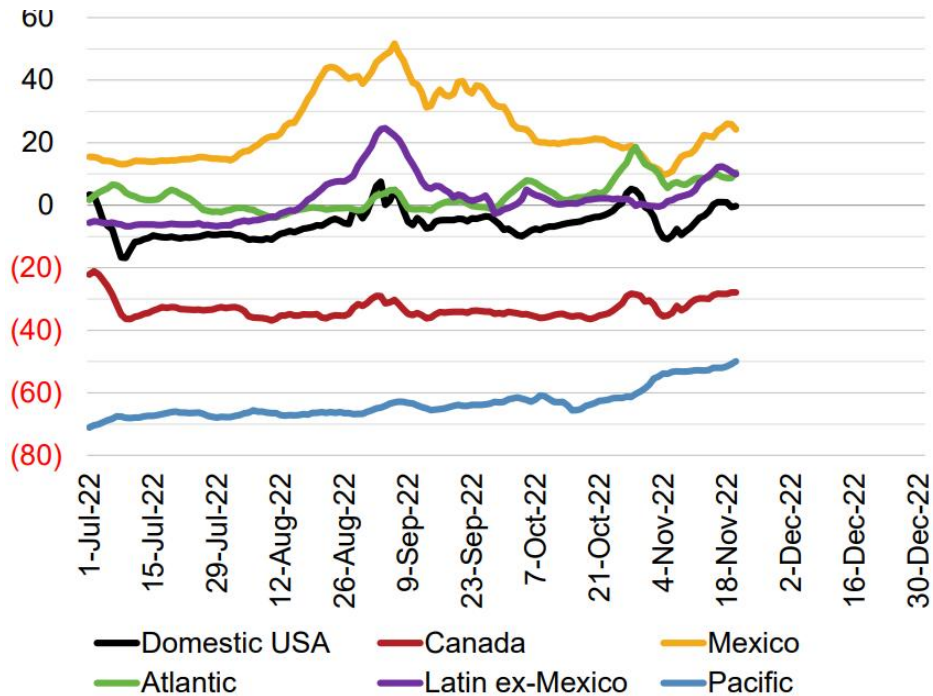


图：2019年海外主要国家入境游客中中国游客占比（德国为18年数据）

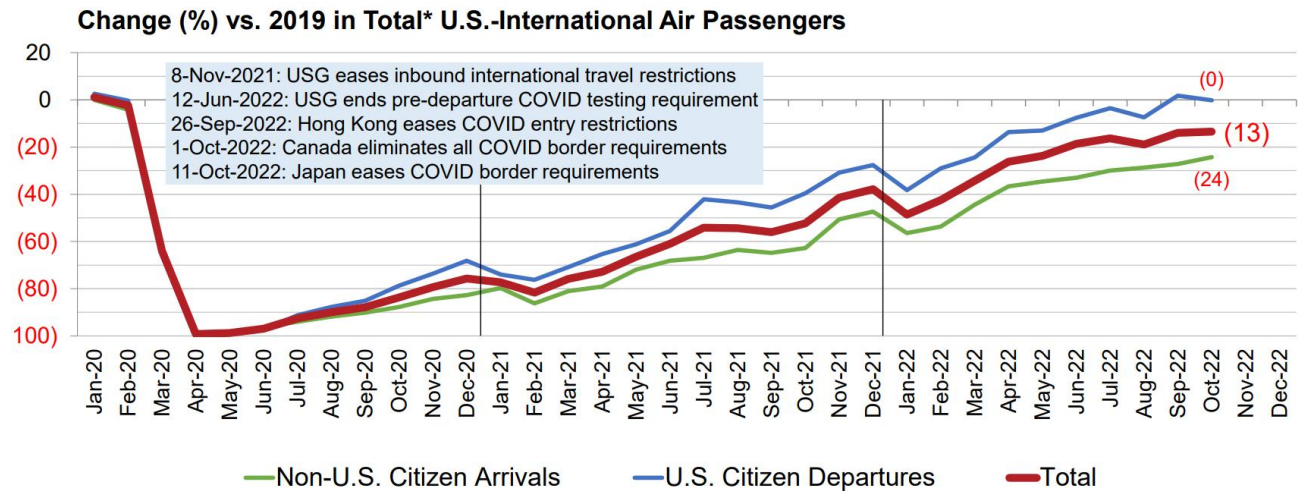


- **美国**：11.14-20，美国国内航线旅客量已恢复至19年同期；国际航线旅客量恢复至19年同期的87%，其中离境旅客已恢复至疫情前，入境旅客恢复至76%。

图：11.14-20美国民航旅客量恢复至19年同期



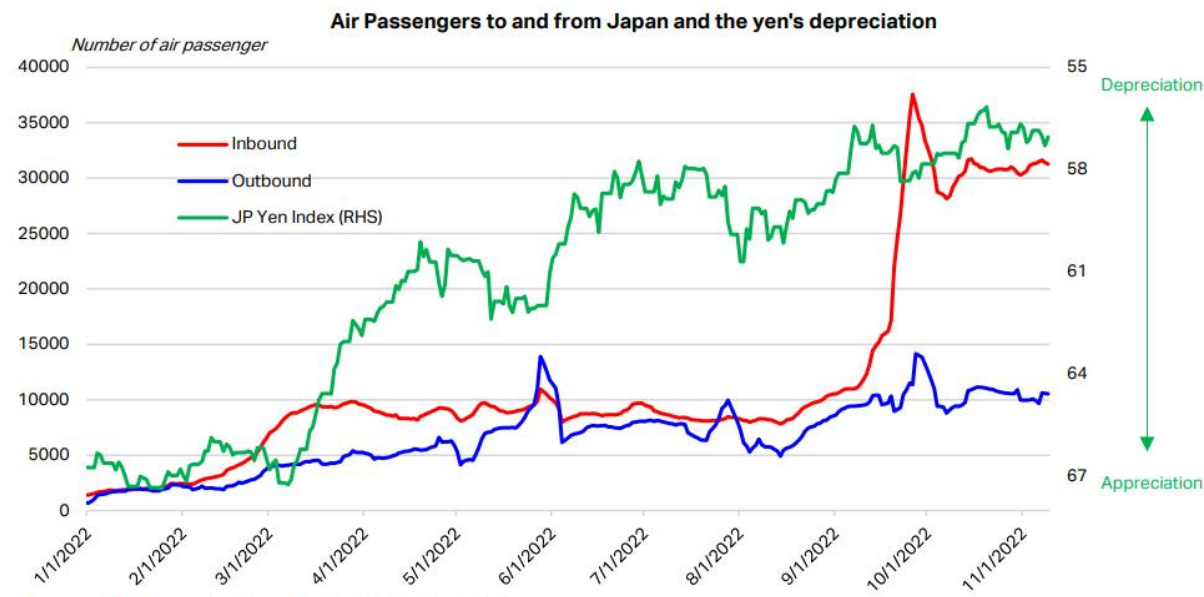
图：10月美国离境旅客量已恢复至疫情前，入境旅客恢复至76%



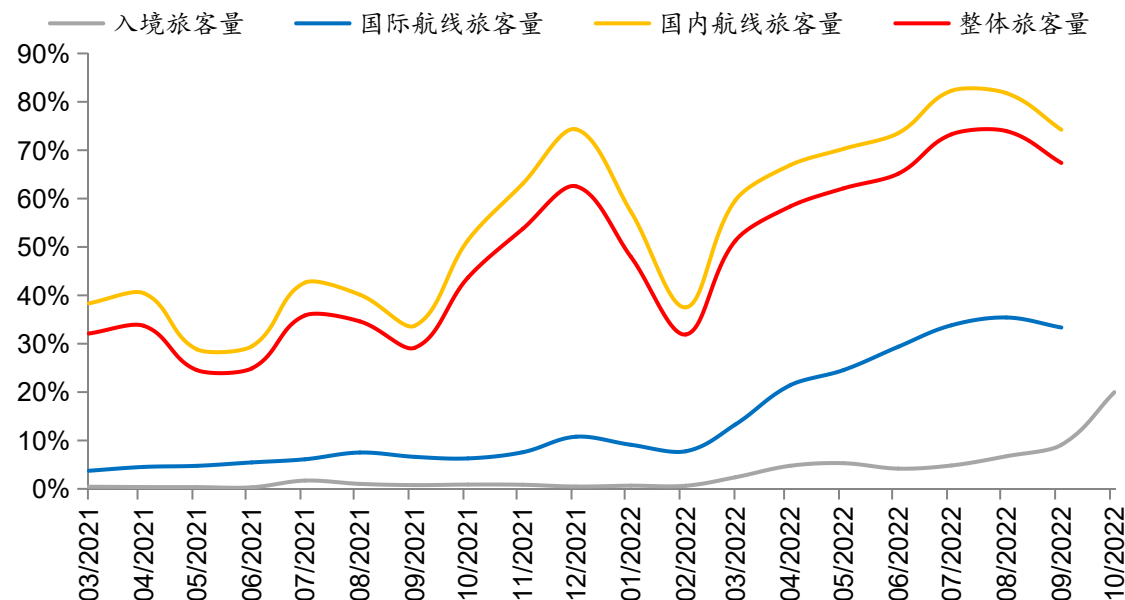


- 9月，日本民航旅客量恢复至19年同期的67%，其中国内航线、国际航线旅客量分别恢复至74%、33%。10月11日起，日本全面放开入境游，取消一系列边境管制，并取消每日入境人数上限（5万人次），恢复自由行和免签。
- 入境方面：10月日本整体入境旅客量恢复至19年的20%。疫情前亚洲旅客占比84%，其中中国游客占比30%。
- 出境方面：受日元贬值影响。2022年1-11月，日元贬值约20%，使得日本游客出国的费用更加昂贵，抑制了部分短期出境游需求。根据IATA数据，10月底来自日本的国际机票预订量仍然低于大流行前水平的20%。

图：日本入境、离境民航旅客量



图：日本民航旅客量恢复率（较19年）

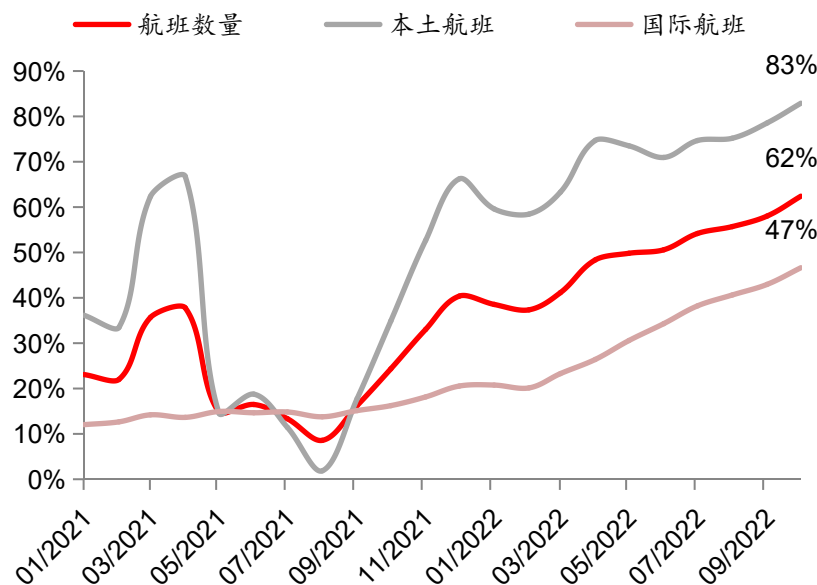


- 疫情后泰国多家航司停飞、破产，航空市场格局发生巨大变化，料重整期较长，泰国航空公司整体运力收缩，10月航班量仅恢复至19年的62%。根据Planespotter，2022年11月泰国航空业飞机数量降至243架（疫情前为345架）。
- 2022.10，泰国民航旅客量恢复至19年同期的59%，其中国内航线、国际航线分别恢复至19年的81%、44%。我们认为，旅客量尚未恢复主要因为疫情前亚洲旅客占比较高，其中中国旅客占比28%。

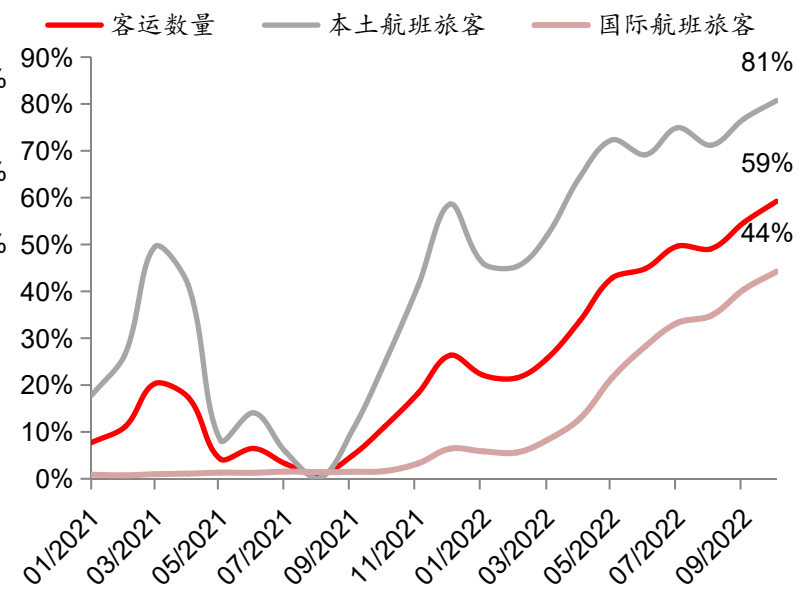
表：2019-2022年泰国航空业格局变化

时间	具体内容
2019年末	泰国新时代航空停飞。
2020.5	泰国最大航司泰航申请破产重组，9月被批准；21年4月正式宣告破产。
2020.6	泰国酷鸟航空宣布破产清算。
2020.7	皇雀航空7月申请破产，11月进入破产重整程序；计划在5年内完成业务复苏。
2022.1	泰国法院宣告泰国东方航空破产。（已于2018年起无限期停飞）

图：泰国航班数量恢复率（较19年）



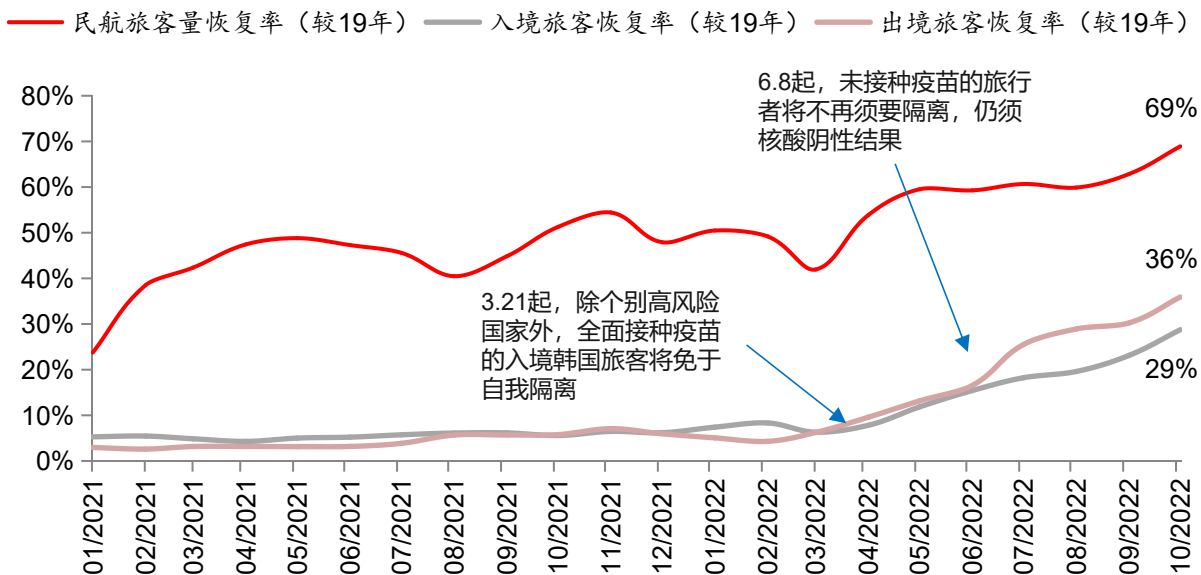
图：泰国民航旅客量恢复率（较19年）



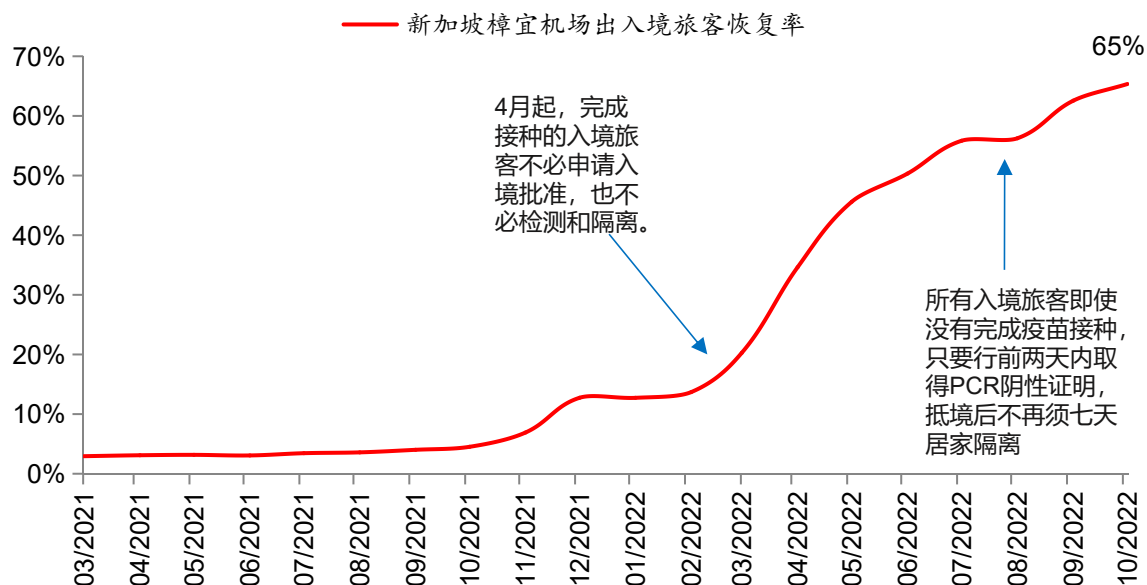
## 02 需求侧（韩、新）：旅客量恢复至65%-70%，短期受入境游拖累

- **韩国**：2022年3月以来持续放松入境限制。10月，入境、离境旅客分别恢复至19年同期的29%、36%，我们认为，恢复率较低主要是受亚洲区域放松相对较慢的影响。疫情前韩国入境旅客中，亚洲旅客占比82%，其中中国旅客占比34%。
- **新加坡**：2022年10月，新加坡樟宜机场旅客量恢复至19年同期的65%，恢复率主要受中国旅客缺失压制。2019年，新加坡入境旅客中中国游客占比24%。

图：韩国民航旅客量恢复率（较19年）

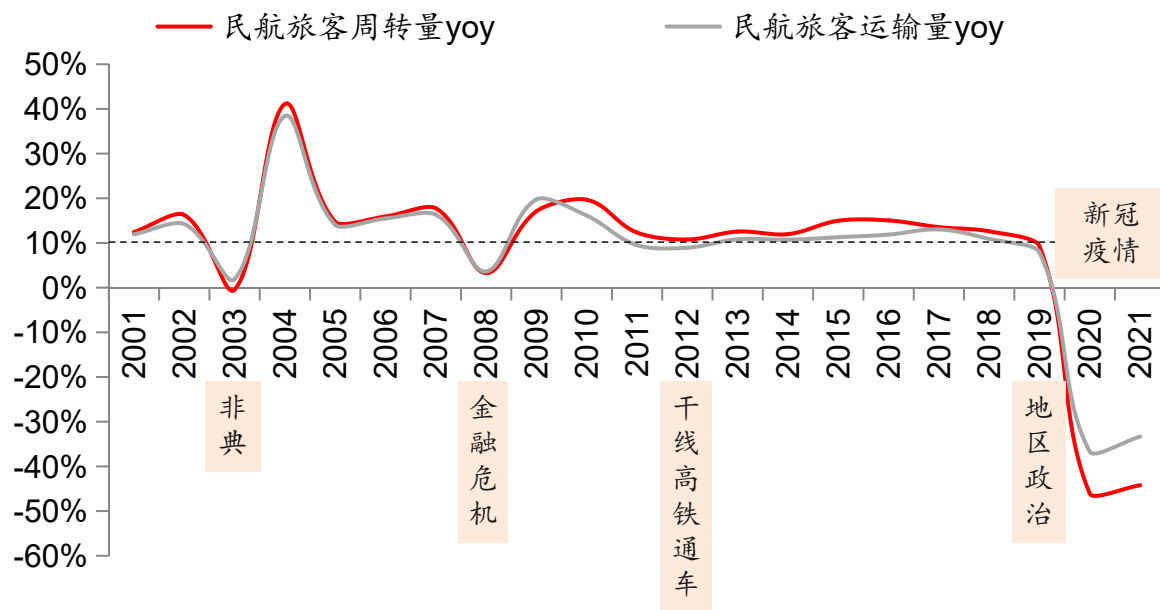


图：2022.10新加坡樟宜机场旅客量恢复至19年的65%

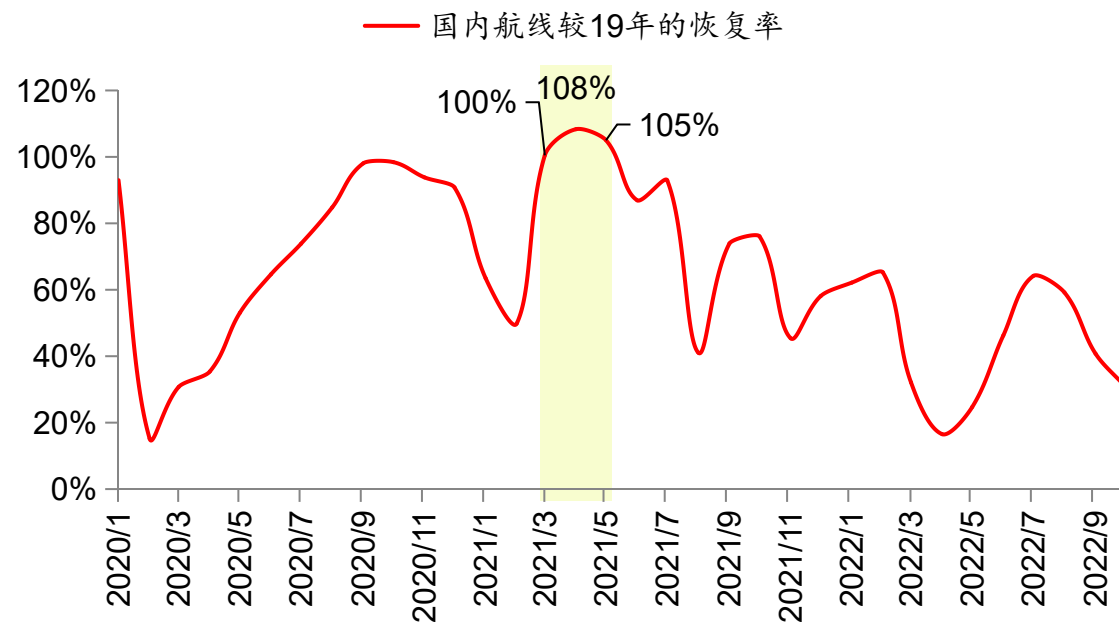


- 21年3-5月，当时国内疫情处于相对平息状态，国内航线旅客量已超过疫情前水平，彰显出行需求强韧性。
- 疫情前正常情况下，我国民航旅客量增速保持在10%以上。若疫后被压制几年的出行需求爆发，需求增速有望超越供给增速，民航业或出现明显供需错配，新一轮大周期酝酿中。

图：民航旅客运输量、旅客周转量同比增速一般都在10%以上



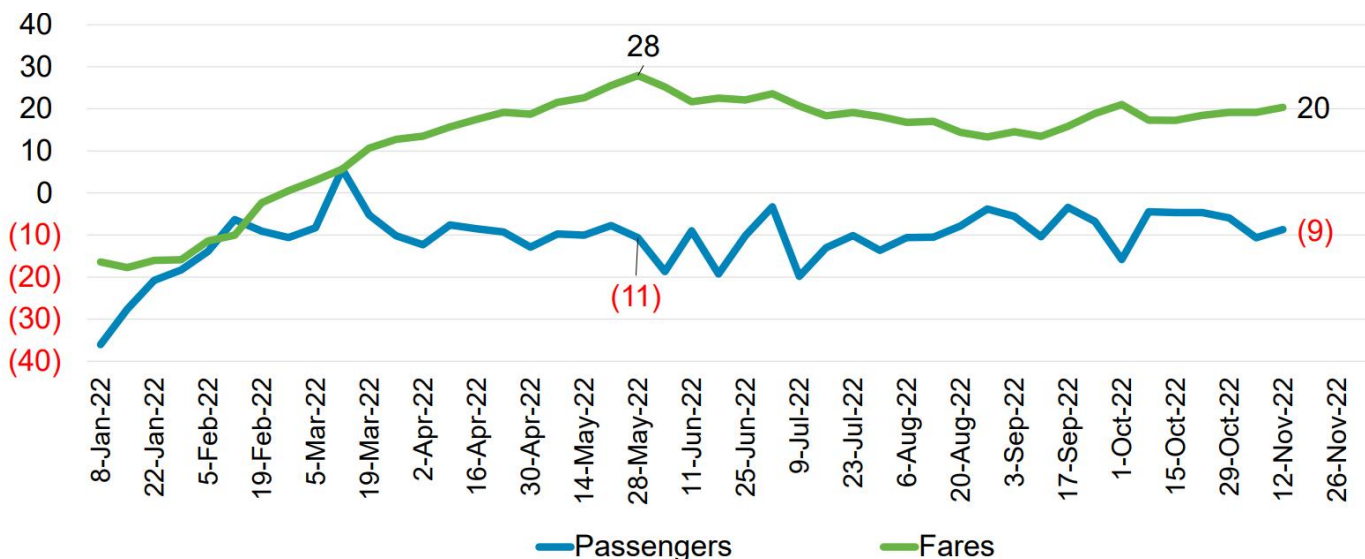
图：21年3-5月国内疫情平息时国内航线旅客量超过疫情前



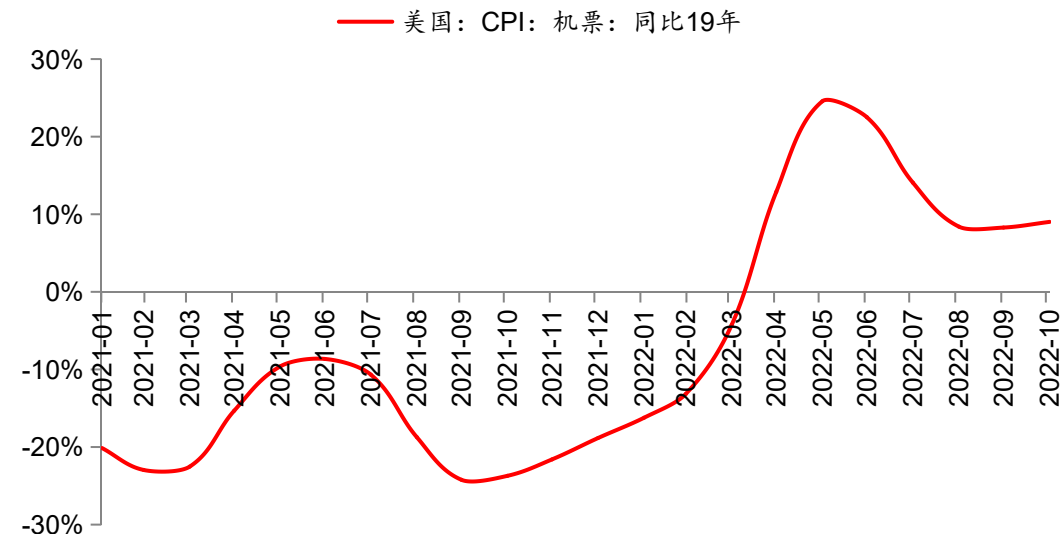
## 02 票价端（海外）：美国11月票价较19年上涨20%

- 票价方面，2月中旬后美国机票价格已超过19年同期，5月下旬较19年增长28%，11月中旬较19年增长20%。
- 根据美国统计局发布的CPI数据，2022年10月美国机票价格同比上涨约43%。我们还原测算得，相比19年同期，2022年4月机票价格增速回正，5月上涨25%，10月上涨9%。

图：11月中旬美国机票价格较2019年增长20%



图：2022年4-10月美国机票价格超过19年同期



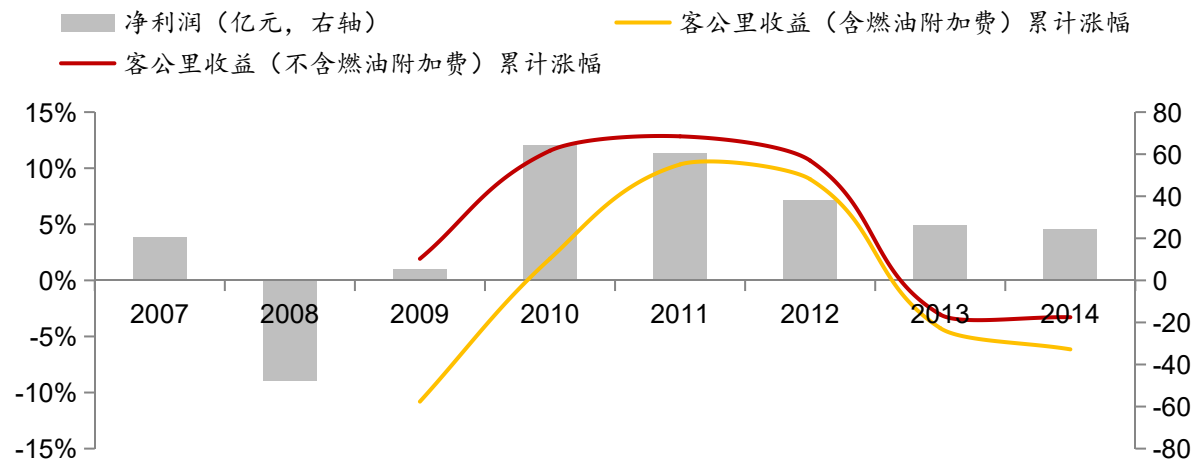
- 2017年底国家发改委、民航局联合发布文件进一步推进民航国内旅客运价市场化改革，核心航线加速提价。提价规则为：（1）5家及以上航司参与运营的国内航线，国内旅客运价实行市场调节价，由航司依法自主制定；（2）每家航司每航季上调实行市场调节价的经济舱旅客无折扣公布运价的航线条数，原则上不得超过本企业上航季运营实行市场调节价航线总数的15%（不足10条航线的最多可以调整10条）；（3）每条航线每航季无折扣公布运价上调幅度累计不得超过10%；（4）我国市场化航线数量达到1030条，囊括北上广深互飞等核心航线。
- 过去4年核心航线整体提价较为充分，为强周期蓄能。根据携程数据，我们跟踪了2019年客流量TOP20航线经济舱全价涨幅情况：22年夏秋航季相比2017年底票价而言，一线互飞航线涨幅约为60%；一二线互飞航线涨幅约为20%-60%。22年冬春航季提价计划逐步公布，京沪线全价上涨至2150元，较2017年上涨73%。

表：核心航线（2019年客流量TOP20）提价情况

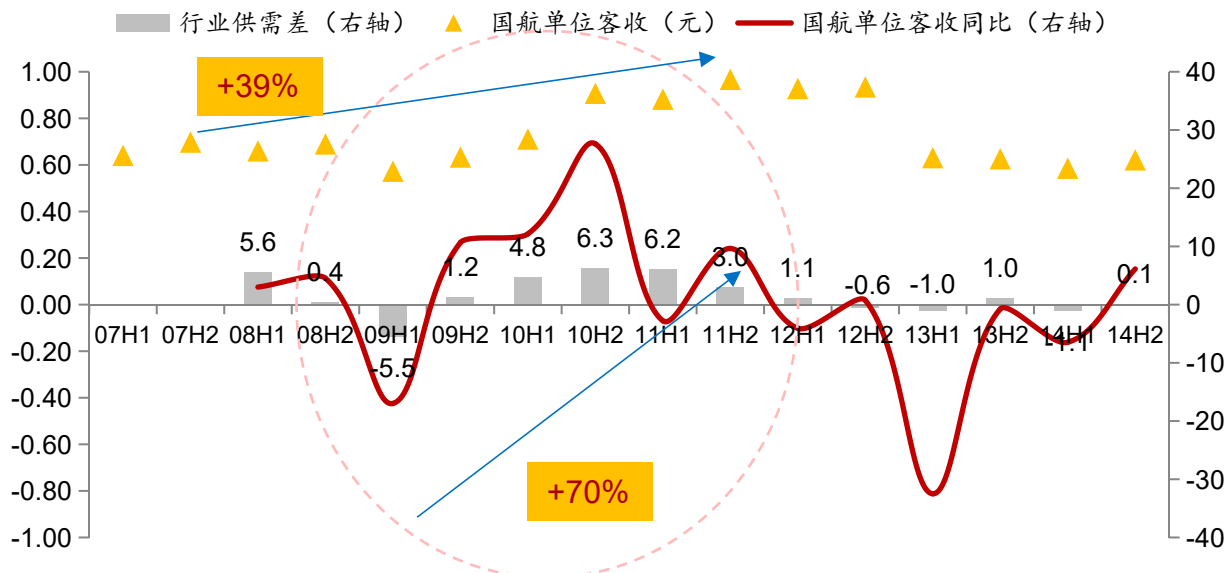
航线类型	航线	2019年客流量 (万人次)	2017年经济舱 全价 (元)	22年夏秋航季经济 舱全价 (元)	22年夏秋全价较 17年全价涨幅
一线互飞	北京-上海	825	1240	1960	58%
	上海-深圳	634	1400	2230	59%
	上海-广州	626	1350	2140	59%
	北京-广州	557	1910	3060	60%
	北京-深圳	498	2080	3320	60%
一二线对飞	北京-成都	509	1690	2690	59%
	上海-成都	439	1760	2810	60%
	上海-重庆	357	1550	2250	45%
	广州-成都	318	1430	2070	45%
	上海-西安	313	1390	2210	59%
	广州-杭州	305	1180	1700	44%
	成都-深圳	300	1480	2350	59%
	杭州-北京	300	2200	2920	33%
	北京-重庆	276	1640	2610	59%
	深圳-重庆	269	1280	1940	52%
	广州-重庆	258	1250	1650	32%
	杭州-深圳	255	1260	2000	59%
	上海-青岛	250	870	1050	21%
	上海-厦门	238	960	1510	57%
	北京-昆明	236	2550	3380	33%

- 复盘2008-2012年金融危机后的航空强周期，我们发现：供需景气周期，航司可通过提升票价获取高额利润，国航单位客收（含油）跌至底部后反弹70%，10H1-12H2间高点较07年同期涨幅接近40%。
- 剔除燃油附加费影响来看，南航2011年全年平均客收（不含油）为0.590元，较2008年全年平均值提升约13%。
- 由于我国民航市场高度集中，三大航2019年合计份额（RPK口径）63%，我们预计，三大航在核心航线的份额将更高，央企联手涨价意愿强，小航将采取跟随策略。

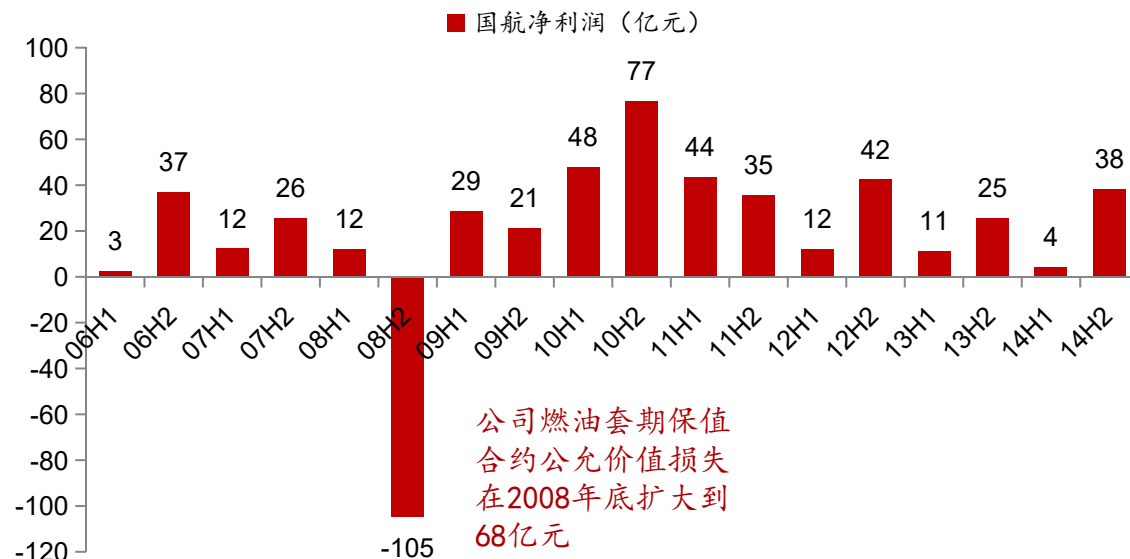
图：07-14年南航客收累计涨幅（以08年为基准）与净利润



图：08-10年金融危机时行业供需差与国航票价（含油）涨幅

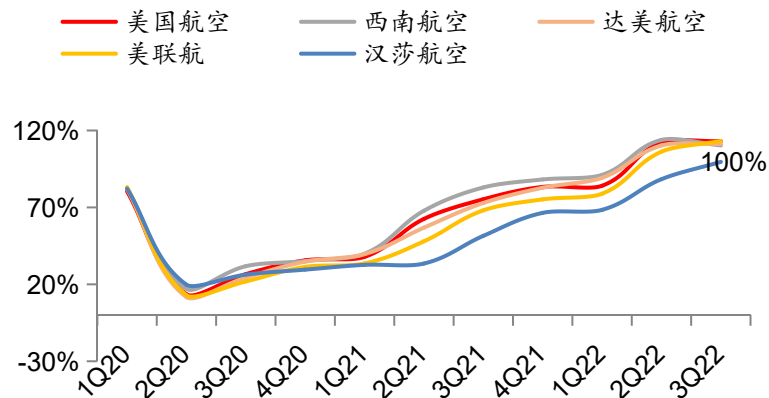


图：09H1-11H1国航迎来强盈利周期

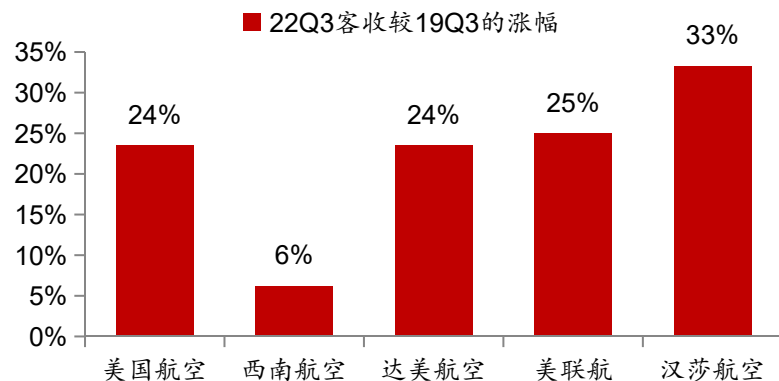


- 收入已超过疫情前，利润端均已转正。1) 22Q3，美国四大航收入较19Q3增长10%以上，德国汉莎航空基本恢复到19年。2) 22Q3净利润较19Q3恢复率上，美国航空122%>美联航89%>汉莎航空70%>达美航空49%>西南航空42%。
- 2022年全球航司成本端均受高油价拖累，且票价波动将引发利润大幅波动。以美国西南航空为例，22Q2-3利润恢复率从103%下降至42%，主要因为平均票价涨幅（较19年）从18%下降至5%。

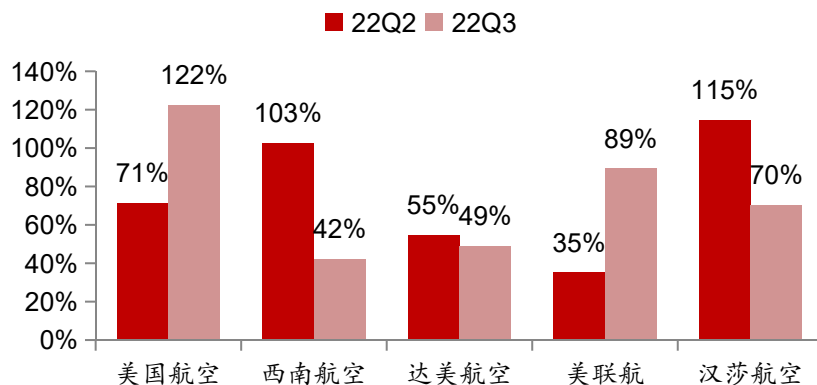
图：美国四大航、德国汉莎航空营收较19年恢复程度



图：美国四大航、德国汉莎航空客英里收益涨幅



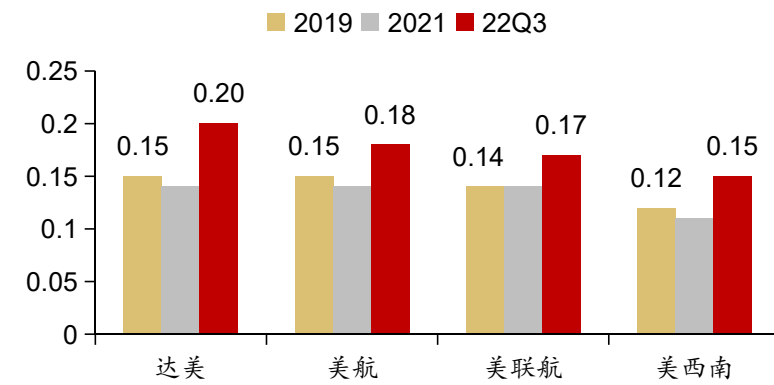
图：美国四大航、德国汉莎航空净利润较19年恢复率



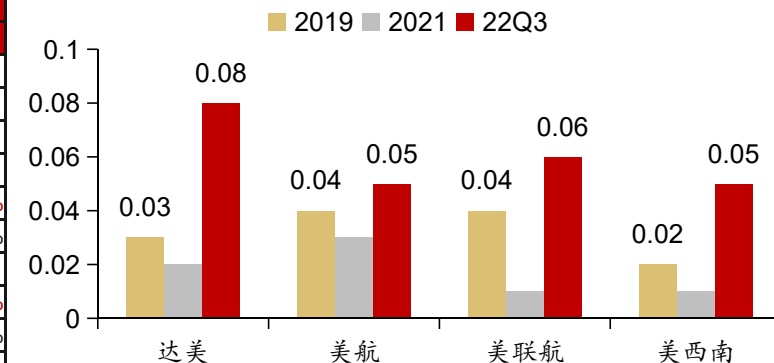
图：西南航空22Q3利润恢复率下降主要受票价涨幅下降影响

单位：美元	Q3			Q2		
	2022	2019	22vs19	2022	2019	22vs19
22年收入恢复率	110%			114%		
22年净利润恢复率	42%			103%		
平均票价	163	156	5%	185	157	18%
单位ASM收入	0.158	0.143	11%	0.180	0.148	22%
单位客收	0.143	0.133	8%	0.164	0.137	19%
单位其他收入	0.016	0.010	49%	0.016	0.011	55%
单位ASM成本	0.148	0.122	21%	0.149	0.124	21%
单位燃油成本	0.045	0.028	61%	0.044	0.028	54%
单位非油成本	0.104	0.095	10%	0.105	0.095	11%
单位毛利	0.010	0.021	-51%	0.031	0.024	29%

图：美国四大航单位ASM成本（美元）



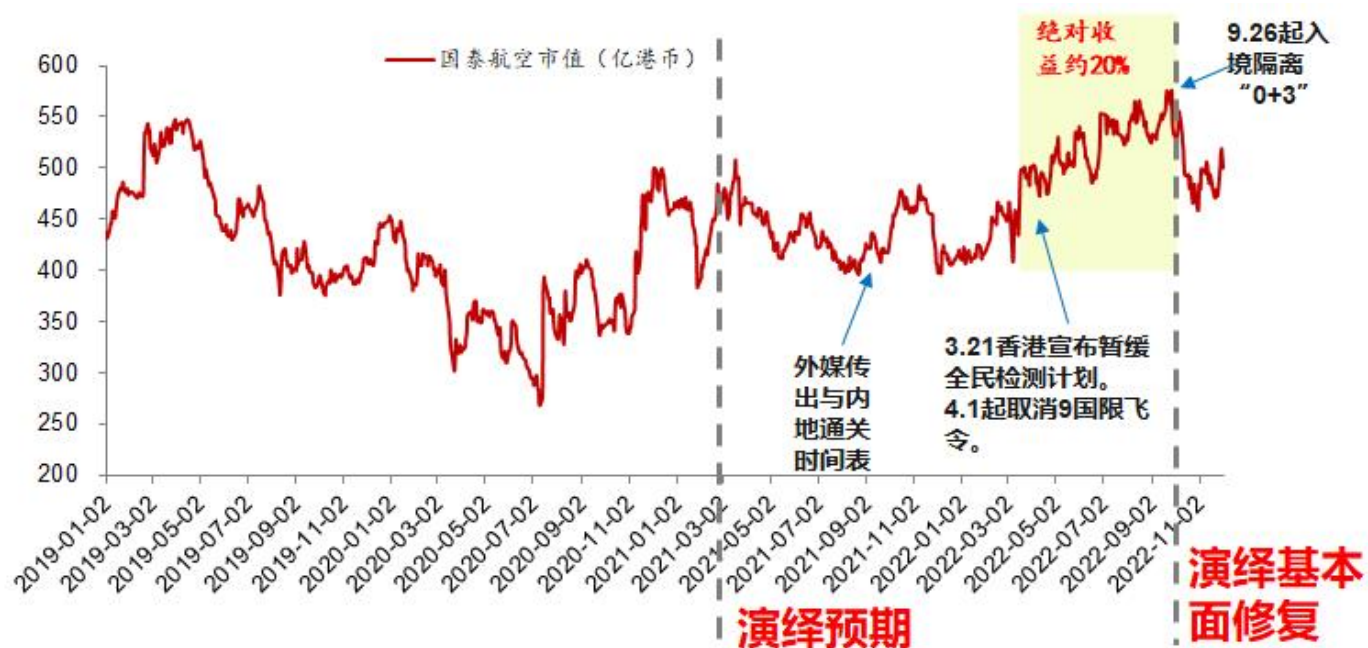
图：美国四大航单位ASM航油成本（美元）



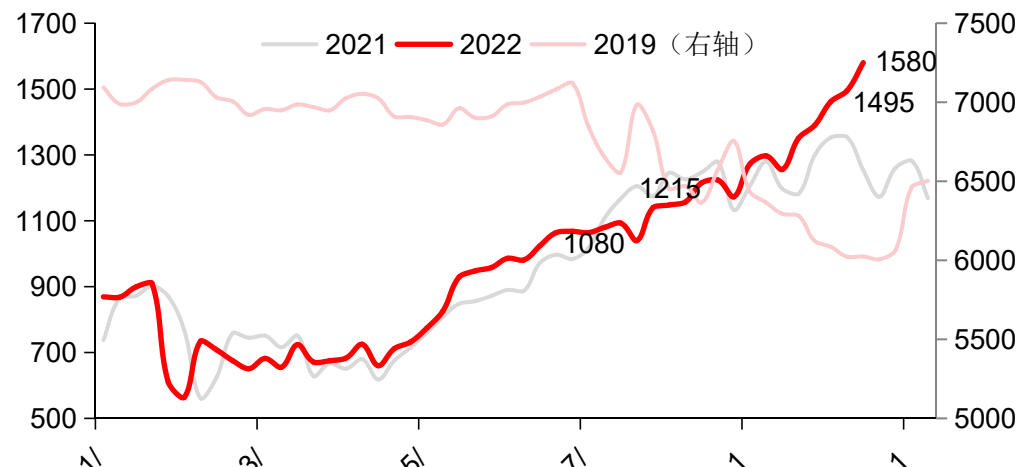


- 中国香港地区入境政策2022年下半年进展迅速：8.8起入境隔离“3+4”，9.26起入境隔离“0+3”。
- 香港航空股从演绎预期转向演绎基本面修复，国泰航空市值已超过疫情前。从2022年3月中旬起，香港开始出现实质性放松，到9月26日起入境隔离时间调整为“0+3”，国泰航空期间绝对收益约20%，且9.27收盘市值已超过疫情前。
- 2022.11.26-12.2，香港机场周度航班量较入境隔离“7+7”时增加46%，恢复至19年同期的26%；旅客吞吐量增加217%。

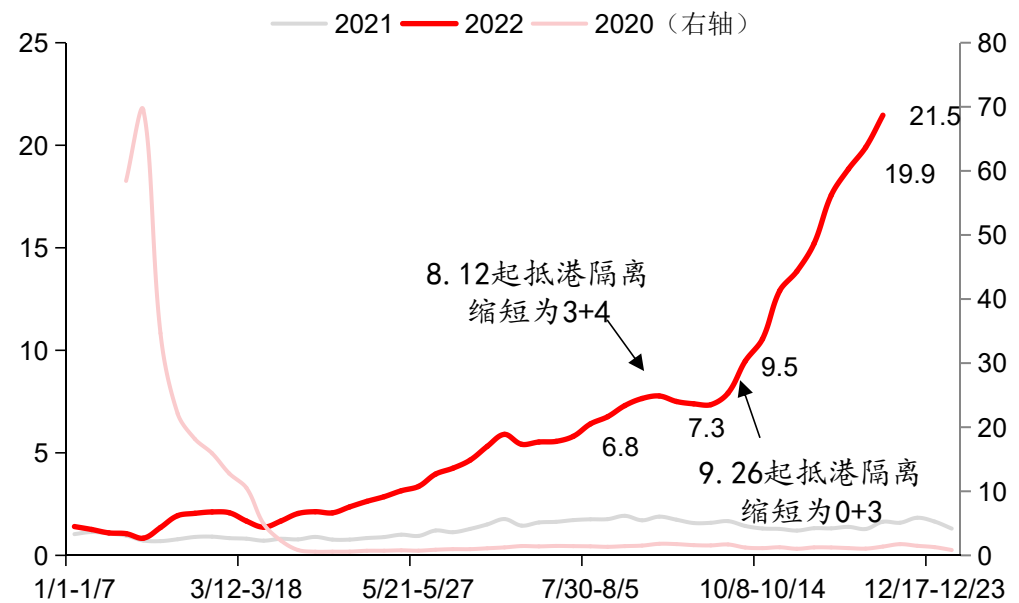
图：香港国泰航空市值已超过疫情前



图：中国香港机场每周航班量 (班次/周)



图：中国香港机场每周旅客量 (万人次)



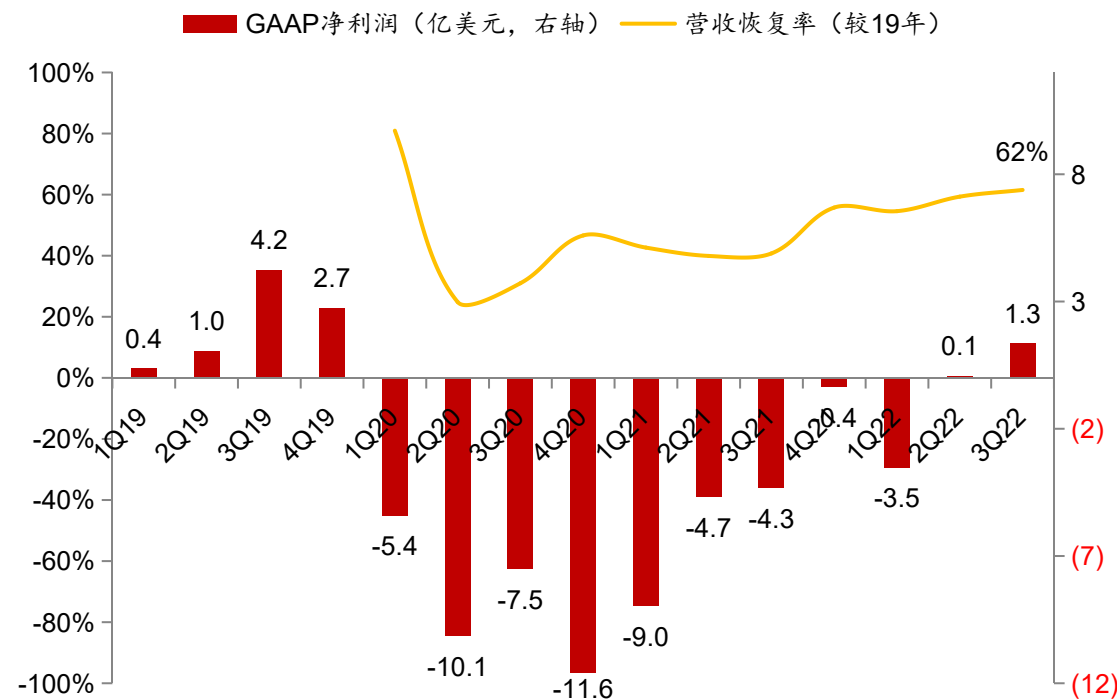
□ 防控放松+基本面修复，2022年7-11月日本上市航司全日空控股绝对收益21%，当前市值已超过疫情前。23Q1（2022.4-6）营业收入恢复至19年同期的59%，净利润回正；23Q2（2022.7-9）营业收入恢复至2019年同期的62%，净利润恢复至49%。

图：日本航司全日空控股市值已超过疫情前



注：疫情防控严格指数下降表示边际放松

图：22Q3全日空收入恢复至19年的62%、净利润恢复至49%



- 航空板块核心推荐逻辑：看好防控措施进一步优化与出行持续修复，航空供需大周期酝酿中，涨价预期下利润弹性可观，建议把握周期上行板块性机遇。根据上市航司披露的机队引进计划，我们预计十四五航空供给增速明显下台阶，疫情后需求侧有望迎来大爆发，供需错配有望驱动强周期，同时机票全价天花板持续打开，航司有望通过涨价步入强盈利周期，利润弹性可观。行业存在整合/出清可能，强化行业供给侧逻辑，龙头上市公司市占率有望提升，进一步巩固定价权。



(1) **供给侧：十四五增速或明显下台阶。**疫情前我国民航供给一般保持双位数正增长，2014-18年，机队规模、ASK年均复合增速分别为13.4%、11.3%。2019年起供给增速受到737 MAX停飞事件、新冠疫情影响，根据航司2021年报/2022半年报披露的最新计划，三大航19-24年机队规模CAGR降至3%以下。考虑到飞机引入政策、流程、上游供应能力等因素，运力到位一般滞后需求恢复两年以上，我们预计十四五期间民航供给端增速或明显下台阶。

(2) **需求侧：疫情后需求侧有望迎来大爆发。**国内方面，2021年3-5月、7月中上旬，在国内疫情较为平息的情况下，国内航空旅客量已超过2019年同期水平，彰显强韧性；参照海外，疫后需求出现强劲反弹。

(3) **票价基础提升充分，疫情后有望加大利润弹性。**在政策推动下，2018年夏秋航季起航司对经济舱机票全价进行了多次提价，截至22冬春航季，一线互飞航线累计涨幅超70%。疫情后我国出行需求亦有望迎来大爆发，行业或出现供需错配，涨价带来的利润弹性可期。

(4) **行业或迎来新变局：**长时间疫情影响下，中小航司处境尤为艰难，部分中小航司已经资不抵债。我们认为，行业存在整合/出清可能，上市航司集中度有望提升，疫情好转后将带来整体盈利改善。

- **推荐三大航（国航、南航、东航）**：2022年11月11日起入境航班熔断机制取消，22冬春航季多条国际航线增班，航空供需错配大周期正在酝酿中，我们认为国际运力占比较大、机队规模大的三大航有望显现较大业绩弹性。
- **推荐春秋航空**：低成本优势巨大，下沉三四线城市仍能盈利，有望效仿海外低成本航司，率先受益于休闲旅游需求恢复，引领行业复苏，公司业绩端确定性相对较高。
- **推荐吉祥航空**：民营航司经营管理较为灵活，疫情期间逆势扩张趋势明显。长期来看，洲际航线亦有望成为新增长极，公司将显现较高成长性。
- **推荐华夏航空**：国内唯一实现规模化的支线航司，独飞航线占比超过9成，有望充分受益于以后休闲旅游需求爆发。

□ TOP20航线（以2019年旅客量为排名标准）客运收入贡献度：国航 > 春秋 ≈ 吉祥 > 东航 > 南航。若实际票价在2019年基础上上涨1%，利润增量占2019年净利润的比重为：国航2.6%、南航4.8%、东航4.0%、吉祥2.5%、春秋1.0%。

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

航线	2019年客流量 (万人次)	2017年经济舱 全价(元)	22年夏秋航季 经济舱全价 (元)	折扣率假设	市场份额					2019年客运收入测算(亿元)					19年实际票价基础上上涨1%的利润增量				
					国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥	国航	南航	东航	春秋	吉祥
北京-上海	825	1240	1960	75%	30%	11%	47%	0%	2%	25	9	40	0	2.0	0.19	0.07	0.30	0.00	0.02
上海-深圳	634	1400	2230	75%	21%	29%	27%	9%	7%	16	21	20	6.5	5.2	0.12	0.16	0.15	0.05	0.04
上海-广州	626	1350	2140	75%	9%	28%	34%	9%	11%	6	20	23	6.2	7.4	0.05	0.15	0.18	0.05	0.06
北京-广州	557	1910	3060	75%	29%	38%	16%	0%	0%	25	33	12	0	0	0.19	0.25	0.09	0.00	0.00
北京-深圳	498	2080	3320	75%	42%	30%	12%	0%	0%	36	26	9	0	0	0.27	0.19	0.07	0.00	0.00
北京-成都	509	1690	2690	70%	45%	17%	8%	0%	0%	30	11	4	0	0	0.23	0.08	0.03	0.00	0.00
上海-成都	439	1760	2810	70%	23%	6%	40%	3%	9%	13	3	20	1.7	5.1	0.10	0.03	0.15	0.01	0.04
上海-重庆	357	1550	2250	65%	14%	6%	37%	14%	14%	5	2	11	5.0	5.0	0.04	0.02	0.09	0.04	0.04
广州-成都	318	1430	2070	65%	36%	30%	3%	0%	0%	11	9	1	0	0	0.08	0.07	0.01	0.00	0.00
上海-西安	313	1390	2210	60%	3%	3%	54%	10%	22%	1	1	12	2.7	6.4	0.01	0.01	0.09	0.02	0.05
广州-杭州	305	1180	1700	60%	21%	43%	12%	0%	1%	5	10	3	0	0.3	0.04	0.08	0.02	0.00	0.00
成都-深圳	300	1480	2350	60%	50%	15%	4%	0%	0%	16	5	1	0	0	0.12	0.04	0.01	0.00	0.00
杭州-北京	300	2200	2920	60%	44%	17%	22%	0%	0%	18	7	7	0	0	0.13	0.05	0.05	0.00	0.00
北京-重庆	276	1640	2610	55%	40%	27%	15%	0%	0%	12	8	4	0	0	0.09	0.06	0.03	0.00	0.00
深圳-重庆	269	1280	1940	55%	39%	20%	5%	0%	0%	9	4	1	0	0	0.06	0.03	0.01	0.00	0.00
广州-重庆	258	1250	1650	55%	18%	43%	0%	0%	2%	3	8	0	0	0.3	0.02	0.06	0.00	0.00	0.00
杭州-深圳	255	1260	2000	55%	38%	38%	3%	0%	0%	8	8	1	0	0	0.06	0.06	0.01	0.00	0.00
上海-青岛	250	870	1050	55%	0%	8%	48%	0%	9%	0	1	4	0	1.0	0.00	0.01	0.03	0.00	0.01
上海-厦门	238	960	1510	55%	0%	26%	37%	18%	11%	0	4	5	2.7	1.7	0.00	0.03	0.03	0.02	0.01
北京-昆明	236	2550	3380	55%	35%	23%	25%	0%	0%	12	8	6	0	0	0.09	0.06	0.05	0.00	0.00
TOP20航线合计										252	198	184	25	34	1.9	1.5	1.4	0.2	0.3
TOP20航线收入/国内航线客运收入										31%	19%	25%	27%	27%	2.6%	4.8%	4.0%	1.0%	2.5%

- 在恢复到2019年的基础上，在其他条件不变的情况下，假设整体票价上涨1%，整体净利润增量为：国航（考虑控股山航）10.7亿元、南航10.4亿元、东航8.3亿元、吉祥1.2亿元、春秋1.1亿元。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（收入、利润单位：亿元）

航司	2019年实际情况							国内票价提升1%			国际及地区票价提升1%		
	总收入	其中：客运收入	客运收入占比	其中：国内客运收入	其中：国际及地区客运收入	净利润	净利率	增量收入	增量净利润	净利率涨幅	增量收入	增量净利润	净利率涨幅
中国国航	1362	1245	91%	816	429	73	5.3%	8.2	6.1	8%	4.3	3.2	4%
中国国航 (考虑山航)	1552	1428	92%	1029	980	76	4.9%	9.8	7.3	9%	4.5	3.4	4%
南方航空	1543	1385	90%	1015	370	31	2.0%	10.2	7.6	24%	3.7	2.8	9%
中国东航	1209	1103	91%	727	376	35	2.9%	7.3	5.5	15%	3.8	2.8	8%
春秋航空	148	144	97%	93	51	18	12.4%	0.9	0.7	3%	0.5	0.4	2%
吉祥航空	167	163	97%	129	34	10	6.0%	1.3	0.97	9%	0.3	0.25	2%

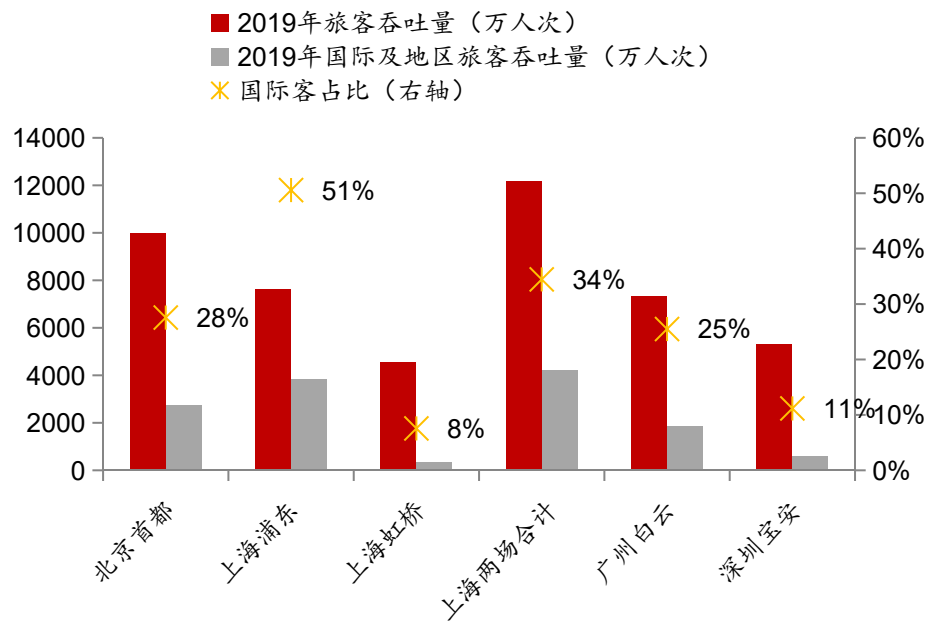
# 03

## 机场

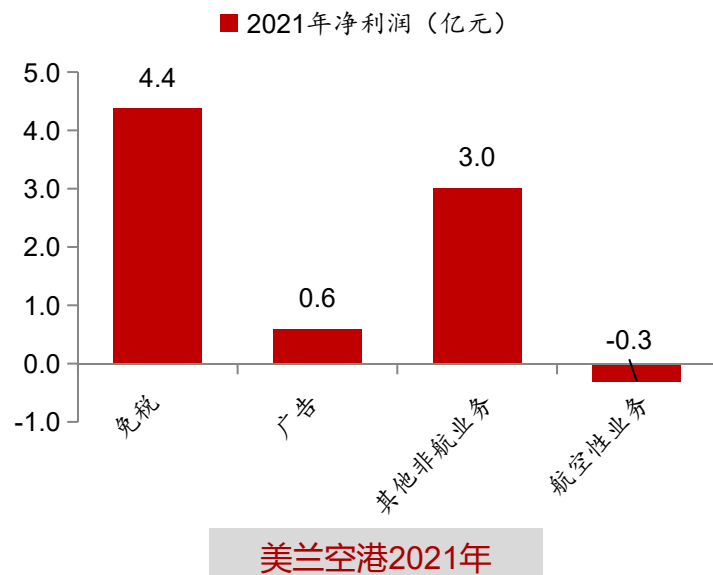
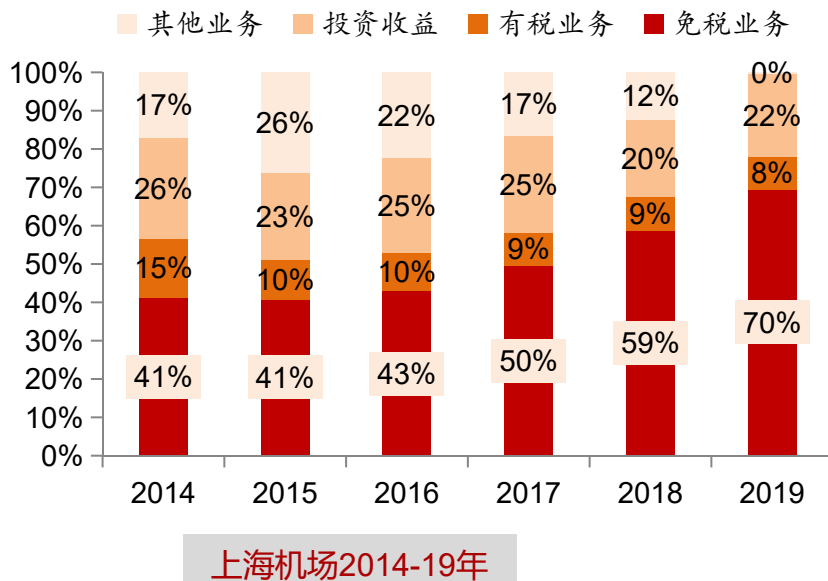
- 基本面更左，兼具确定性&弹性
- 核心关注国际客流复苏、免税销售规模复苏
- 复苏后机场方免税议价权将回升，下一轮合同思路或有差异
- 不同恢复率场景假设下的上海机场/白云机场盈利测算
- 泰国机场：更看重业绩改善，市值已超过疫情前

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

图：2019年一线机场客流情况



图：机场利润结构



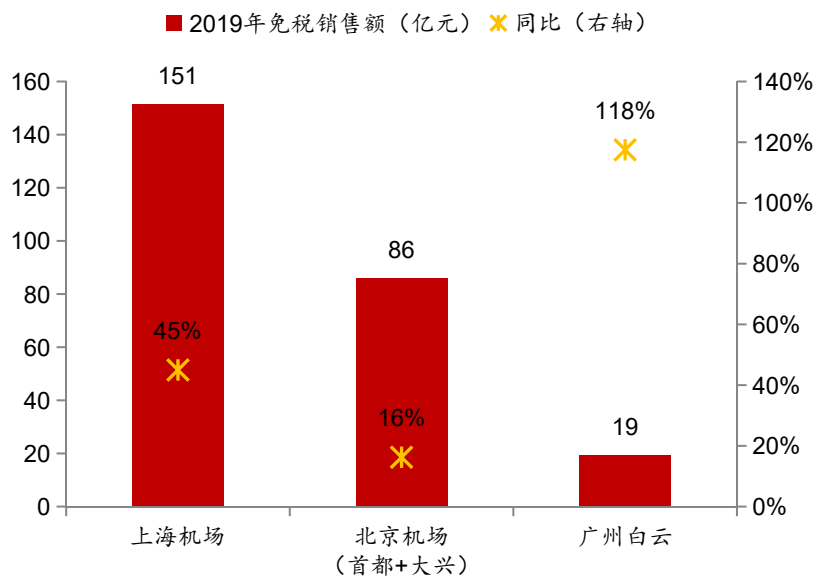


□ 疫情前，机场方免税租金按照“**保底与提成孰高**”收取，机场方一般能收到提成，在高提成比例下，机场方将充分受益免税规模高速增长，免税业务弹性可观。

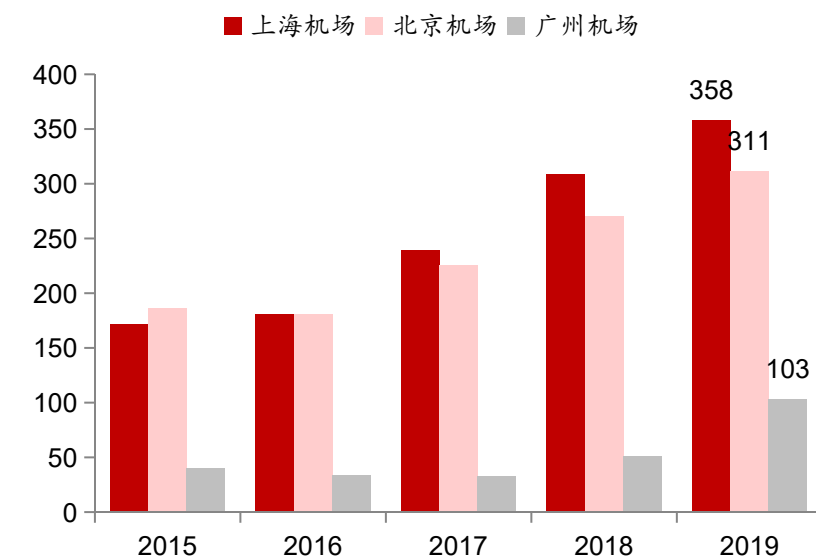
- **机场免税提成 = 免税销售额 × 提成比率** *(根据公告，疫情前上海机场、首都机场、白云机场综合提成比率为40%+)*
- **免税店销售额 = 出入境客流 × 人均消费额**

□ **机场免税销售规模增长主要看国际客流增长+购物转化率提升+客单价上涨。**2019年，上海浦东机场人均免税销售额358元，假设购物转化率为20%-25%，则对应实际客单价为1432-1790元。参照海南离岛免税市场客单价水平（2021年平均为7345元），未来机场免税渠道客单价仍有较大提升空间，我们认为优化品类结构、维持价格优势将为主要驱动力，额度政策亦为催化。

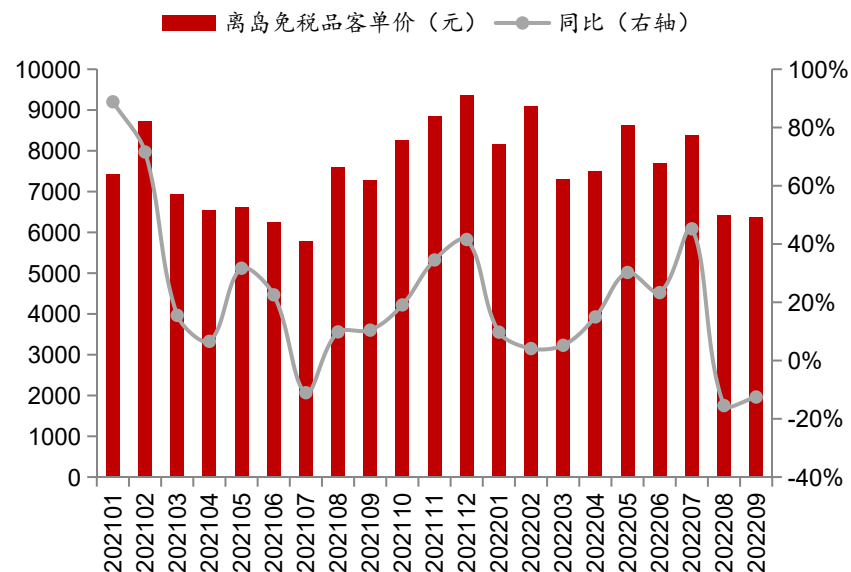
图：2019年一线机场免税销售规模



图：三大枢纽机场人均免税销售额 (元)

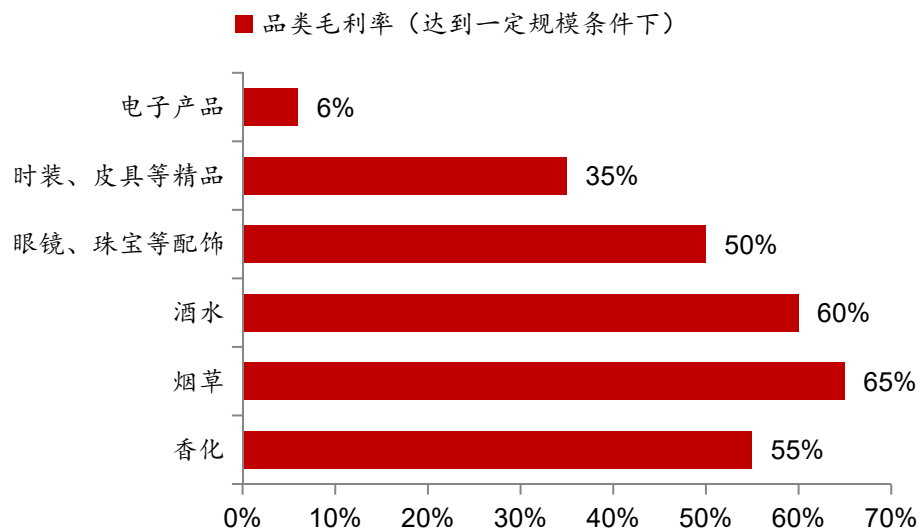


图：海南离岛免税品客单价 (元)

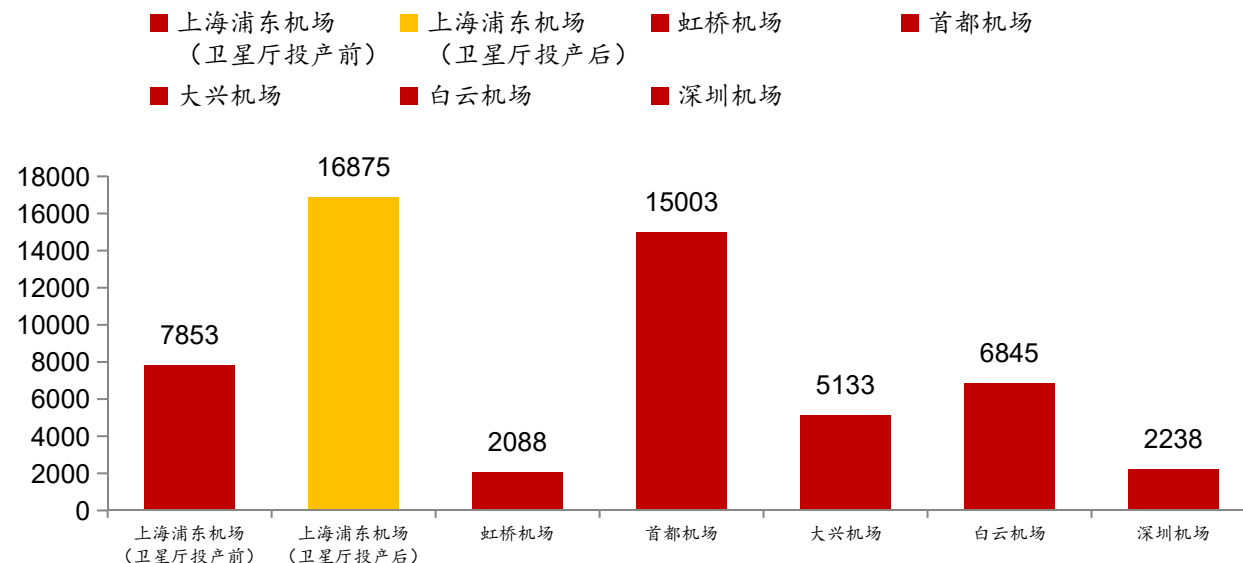


- **价格优势为最根本竞争力。**免税市场、跨境电商、线上有税等渠道竞争较激烈，价格优势是最强大的竞争力。此外，考虑到品牌方销售策略，精品类或为线下免税店的优势品类。
- **品类结构优化有助于提升客单价。**疫情前机场免税渠道香化、烟酒销售额占比约9成，其中主力品类香化单价相对不高，因此，若想突破销售规模瓶颈，在已有的香化品类优势基础上，将高单价的精品类打造为第二增长极为必经之路。但是，精品类毛利率明显低于香化，因此，规模与提成比率的平衡涉及到机场方与运营商的博弈与发展思路。
- **扩容将有助于丰富品类。**1) **上海机场：**2019年9月卫星厅投产后，免税面积翻倍，疫情前暂未启用。根据上海机场官网，疫情前上海机场计划，到2022年底前陆续引进19个奢华时装皮具品牌和7个顶级珠宝腕表品牌，料复苏以后将为免税二次爆发带来良机。2) **白云机场：**T3航站楼预计25-27年建成投用，届时免税面积亦将扩大。3) **首都机场、大兴机场：**2022.3，北京市政府办公厅发布《打造“双枢纽”国际消费桥头堡实施方案(2021—2025年)》，提出扩大机场免税店规模。

图：免税运营商销售主要免税品类的毛利率



图：一线机场免税店面积（平米）



疫情后，国际客流降到2019年的5%以下，机场免税销售额降到底部。与此同时，受益于政策红利，海南离岛免税市场销售规模19-21年复合增速达到91%，免税运营商旗下线上渠道亦达到百亿元销售规模，国内免税市场情势发生重大变更。因此，基于风险共担原则，上海机场、白云机场均与中国中免签署免税补充协议。

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

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

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

表：2020、2021、22Q1-3一线机场免税租金情况（亿元）

	2020年		2021年		22Q1-3	
	原合同约定保底	实际租金	原合同约定保底	实际租金	原合同约定保底	实际租金
上海浦东机场	41.6	11.6	45.6	4.9	47.2	2.4
广州白云机场	5.4	3.0	5.7	1.2	6.1	0.9
北京首都机场	约30	约2.6	约30	约0.6	-	-

- 我们预计，下一轮免税合同预计仍将保持“保底与提成孰高”的租金计算模式。上海/广州/北京机场本轮合同基本都在2025年/2026年结束，这意味着机场将在2024年/2025年进行下一轮免税合同招标，我们预计届时疫情因素对合同条款将基本无影响。
- 受政策限制下一轮免税合同扣点率回不到40%，但机场可通过合资公司等方式获得额外收益。2018-19年，五部委发文对免税店最高投标限价进行了限制，在扣点率上，机场要遵循“进境免税店<出境免税店<有税零售提成比例\*1.2”原则（2019年上海机场含税商业平均扣点率约为27%）。但是，参照成都双流/天府机场2022年新免税合同，机场均与运营商成立合资公司。
- 考虑到疫情后海南离岛免税市场的竞争情况（折扣力度较疫情前增强），以及线上渠道的崛起（无购物门槛、基本无租金成本），我们认为，下一轮免税合同上，机场将面临“高保底+低扣点率”还是“低保底+高扣点率”的抉择。基于疫情前自身免税规模基数、议价能力与发展战略，各机场下一轮合同思路或有差异。

表：五部委联合发布的口岸免税店租金、扣点率制定相关文件

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

表：2020年以后部分机场免税店中标情况

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

- 机场坐拥优质的自然客流，奢侈品机场店坪效约为当地市内店的1.5-4倍，疫情以来国际重奢品牌对机场渠道空前重视。根据穆迪大卫和DFE2021年6月报道，顶级奢侈品集团LVMH表示，LV正逐步退出市内免税店的大部分业务，今后业务重心将放在机场渠道，包括快速增长的中国国内机场航站楼，LVMH坚信机场旅游零售板块会在服务中国客户中扮演重要角色。2019年以来机场有税区招商结果表现显著提升，以2021年投产的天府国际机场为例，14个奢侈品牌同步开业。
- 2022年9-10月，LV、GUCCI、Tiffany陆续进驻白云机场，料将引发羊群效应，未来白云机场或迎来更多奢侈品牌，有效提升商业质量，并贡献边际利润。

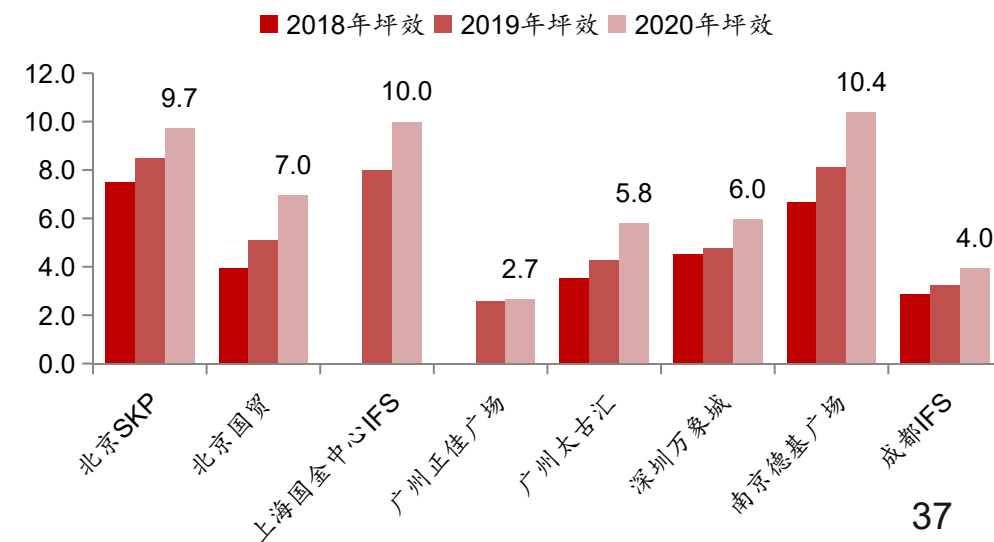
图：成都天府机场21年投产时14个奢侈品牌同步开业



图：白云机场LV精品店（有税）于2022年10月开业



图：市内高奢商场坪效情况（万元/平米）



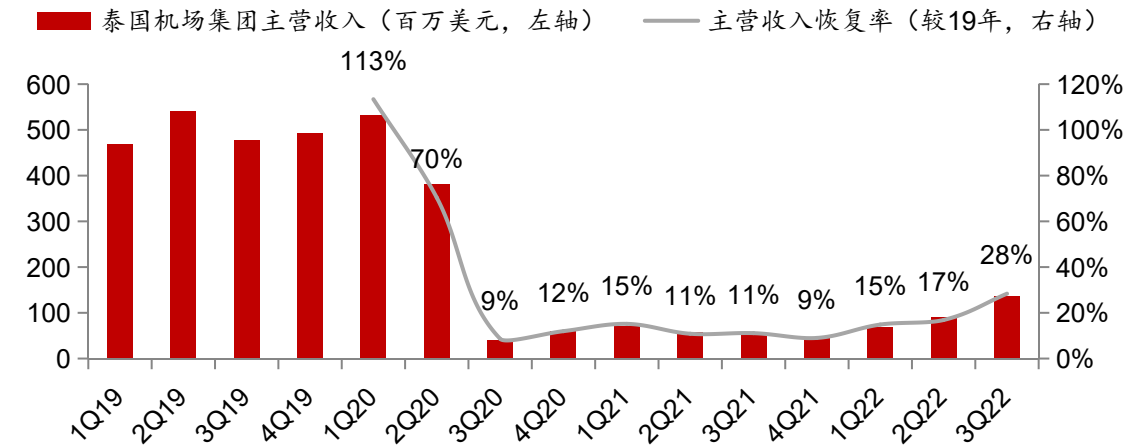
# 03 泰国机场：更看重业绩改善，市值已超过疫情前

- 海外多数机场偏向于公用基础事业股，其中非航收入占比较高的泰国机场（19年占比44%、对利润的贡献度约为49%）2019年平均PE为40X。
- 疫情后泰国机场股价走势与流量恢复走势与基本面改善趋势基本一致，当前市值已超过疫情前。22Q3财报（2022.4.1-6.30）显示，泰国机场旗下机场客流量恢复到19年同期的49%，主营业务收入恢复到19年同期的28%，GAAP净利润为-0.64亿美元，亏损环比收窄0.35亿美元。

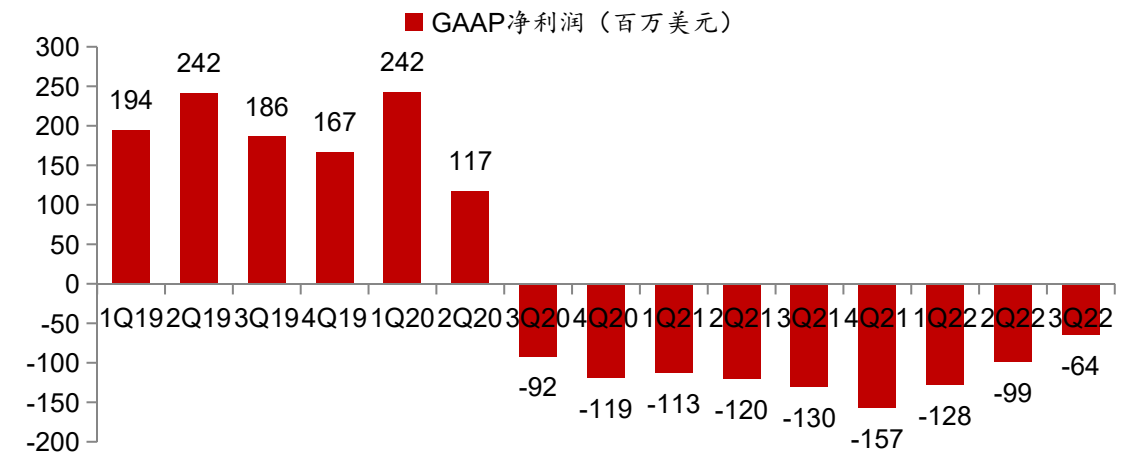
图：泰国机场市值已超过疫情前



图：泰国机场主营收入及恢复率



图：泰国机场GAAP净利润



- 2025年不同场景假设下的盈利测算：**上海机场免税补充协议下，其免税租金收入仅与客流挂钩、不再与销售额挂钩。基于上海机场免税补充协议设定的各档次取值，我们对上海机场2025年国际及地区旅客吞吐量恢复率进行假设，并以此为基础对国内旅客吞吐量恢复率进行假设，得到的不同恢复情况下的盈利测算结果如下表所示。
- 22-24年业绩预测与投资建议：**基于核心假设23年国内航班量恢复到疫情前9成、国际及地区航班量恢复到疫情前5成；24年相比19年有10%的正增长，我们预计上海机场22-24年收入分别为60、134、192亿元，归母净利润分别为-26、30、70亿元。维持“买入”评级。

表：上海机场2025年国内、国际旅客量不同恢复率场景假设下的盈利测算（收入、利润单位：亿元）

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

- 2025年不同场景假设下的盈利测算：**白云机场免税补充协议调整仅涉及疫情期间（即国际客流低于疫情前80%），且只调整保底（折扣力度约为25%-100%），不调整提成比例，不影响疫情之后白云机场的收入预期。我们对白云机场2025年国际及地区旅客吞吐量恢复率进行假设，并以此为基础对国内旅客吞吐量恢复率进行假设，得到的不同恢复情况下的盈利测算结果如下表所示。
- 22-24年业绩预测与投资建议：**我们对白云机场国际及地区旅客吞吐量恢复率进行假设，并以此为基础对国内旅客吞吐量恢复率进行假设。基于核心假设23年国内航班量恢复到疫情前9成、国际及地区航班量恢复到疫情前5成；24年旅客量较19年有15%-20%的正增长，我们预计白云机场22-24年收入分别为51、70、89亿元，归母净利润分别为-6.7、6.6、17.3亿元。维持“买入”评级。

表：白云机场2025年国内、国际旅客量不同恢复率场景假设下的盈利测算（收入、利润单位：亿元）

	2019	场景假设						
旅客吞吐量	7339	5122	6590	7511	8432	8619	8806	8993
假设：疫后恢复率		70%	90%	102%	115%	117%	120%	123%
其中：国内旅客吞吐量	5467	4374	5467	6014	6561	6561	6561	6561
假设：疫后恢复率		80%	100%	110%	120%	120%	120%	120%
国际及地区旅客吞吐量	1871	749	1123	1497	1871	2058	2246	2433
假设：疫后恢复率		40%	60%	80%	100%	110%	120%	130%
免税业务：								
人均免税消费额	103	144	154	174	180	205	231	257
较19年的增速		40%	50%	70%	75%	100%	125%	150%
免税销售额	19	11	17	26	34	42	52	62
较19年的增速		-44%	-10%	36%	75%	120%	170%	225%
机场方免税租金收入	6.5	3.5	5.7	7.8	10.1	12.2	15.0	18.1
对应利润	4.9	2.7	4.3	5.9	7.6	9.2	11.3	13.6
广告收入	6.8	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
对应利润	5.1	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3
有税商业收入	7.0	4.9	6.3	7.2	8.0	8.2	8.4	8.6
对应利润	5.3	3.7	4.7	5.4	6.0	6.2	6.3	6.4
其他业务收入	58.4	40.7	55.0	59.7	67.1	68.6	70.0	71.5
对应利润	-4.7	-7.0	-6.0	-4.5	-3.0	2.0	2.2	2.3
合计收入	78.7	57.6	75.4	83.1	93.6	97.4	101.9	106.6
合计净利润	10.6	5.6	9.3	13.0	16.9	23.7	26.1	28.6



□ **机场受益于国际客流、免税消费复苏，整体位置偏左，22Q3末基金重仓仓位仍较低，板块兼具弹性、确定性。**免税、有税商业是机场核心关注点，疫情前免税租金为上海机场贡献7成净利润、为白云机场贡献5成净利润。随着国际航班恢复、国际客流回升，机场免税销售规模恢复确定性较强，机场免税议价权将迅速修复，免税能持续为公司带来增量利润贡献。此外，重奢品牌日益重视机场有税渠道，引入重奢品牌能提升机场整体商业质量、打开盈利天花板。

### □ 推荐上海机场：

- (1) 虹桥机场资产重组与配套资金募集均已完成，风险解除。
- (2) 2022年8月上海机场新任管理层上任，表示“要以超常规的举措加速生产经营恢复重振”，我们预计公司诉求发生明显转变。
- (3) 当国际客流开始恢复后，上海机场免税议价权回升，本轮免税补充协议有再次重谈的可能，若落地将恢复一定弹性。
- (4) 虹桥机场有望恢复国际功能，未来能贡献增量利润。

### □ 推荐白云机场：

- (1) 随着国际客流恢复，白云机场免税店销售将修复，并重新回到高速增长轨道，公司将迎来业绩&估值双重修复。
- (2) 免税长期增长空间大：横向对比，上海、北京、香港、韩国仁川机场2019年人均免税销售额分别为358、311、340、622元，白云机场仅为103元，仍有较大发展空间。基于白云机场免税补充协议未改变本轮合同的扣点率与计算模式，一旦国际客流恢复，公司免税收入弹性相对最大。
- (3) 高奢入驻、有税渠道价值重塑：LV、GUCCI、Tiffany有税精品店已经开业，未来奢侈品牌有望出现羊群效应，机场有税渠道商业价值天花板有望打开。

# 04

## 风险提示

- 1、疫情升级
- 2、消费不及预期
- 3、需求不及预期
- 4、油价、汇率大幅波动
- 5、下一轮免税合同不及预期

## 行业的投资评级

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

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

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

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

## 法律声明及风险提示

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

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

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

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

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

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

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