

上海机场 (600009)

收购免税资产股权，流量价值兑现度提升 增持 (维持)

2023年01月14日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

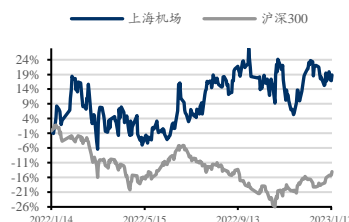
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	3,728	6,083	13,574	16,050
同比	-13%	63%	123%	18%
归属母公司净利润 (百万元)	-1,711	-2,745	2,633	4,846
同比	-35%	-60%	196%	84%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	-0.69	-1.10	1.06	1.95
P/E (现价&最新股本摊薄)	-	-	54.83	29.79

关键词: #困境反转

投资要点

- **上海机场披露资产收购公告，与上海机场投资共同收购日上互联12.48%和 Uni-Champion32.00%的股权:**上海机场于2023年1月14日发布公告，决定与上海机场投资有限公司共同投资设立合资公司，并由合资公司在中国香港设立香港公司。合资公司收购日上互联12.48%股权；香港公司收购境外公司 Uni-Champion32.00%的已发行股份，其穿透后的核心资产日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴15.68%股权或权益。本次交易总投资金额为16.98亿元，包含标的公司交易对价16.92亿元以及合资公司、香港公司所需营运资金596.80万元；本次交易公司出资13.58亿元，出资额占比80%。
- **布局线下免税业务和线上有税业务，打造“机场+免税”特色品牌。**日上互联主要经营中免日上线上有税商品销售平台，整合了日上(上海)及cdf会员购海南入口；日上上海经营上海两机场的免税店和线上有税业务，日上中国经营首都机场T3免税店和cdf会员购北京业务，中免首都经营首都机场T2免税店和北京、上海市内免税店，中免大兴经营大兴机场免税店。公司将整合现有资源和收购资产，通过布局线下免税品销售及线上保税进口商品销售经营业务打造上海机场特色品牌，实现“机场+免税”的进一步融合。
- **绑定免税商共享行业红利，机场流量价值兑现度提升。**2022年H1，日上互联、日上上海、日上中国分别实现营收3.7/54.5/7.7亿元，实现净利润1.4/4.8/-0.2亿元，根据测算中免首都和中免大兴2022年H1实现净利润-0.09亿元。随着国际航班数量的回升，口岸免税店销售规模将持续修复，上海机场此次收购资产的贡献投资收益有望逐年增长。
- **盈利预测与投资评级:**上海机场通过收购免税资产股权、绑定免税商实现共享免税行业增长红利，机场流量价值兑现度提升。基于居民出行政策调整及收购资产带来增量投资收益，将上海机场2022-2024年收入预测调整为60.83/135.74/160.50亿元(前值60.83/122.54/145.57亿元)，盈利预测调整为-27.45/26.33/48.46亿元(前值-26.43/18.84/34.04亿元)，对应2023/2024年PE为55/30倍。作为中国最大口岸，是国际通航复苏核心标的。国际复航、出行复苏将在2023-2024年集中兑现带动业绩逐年提升，长期受益于免税行业的繁荣及长三角一体化发展。维持“增持”评级。
- **风险提示:**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济走弱影响居民消费意愿的风险等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	58.00
一年最低/最高价	45.51/63.08
市净率(倍)	3.56
流通 A 股市值(百万元)	63,421.63
总市值(百万元)	144,331.92

基础数据

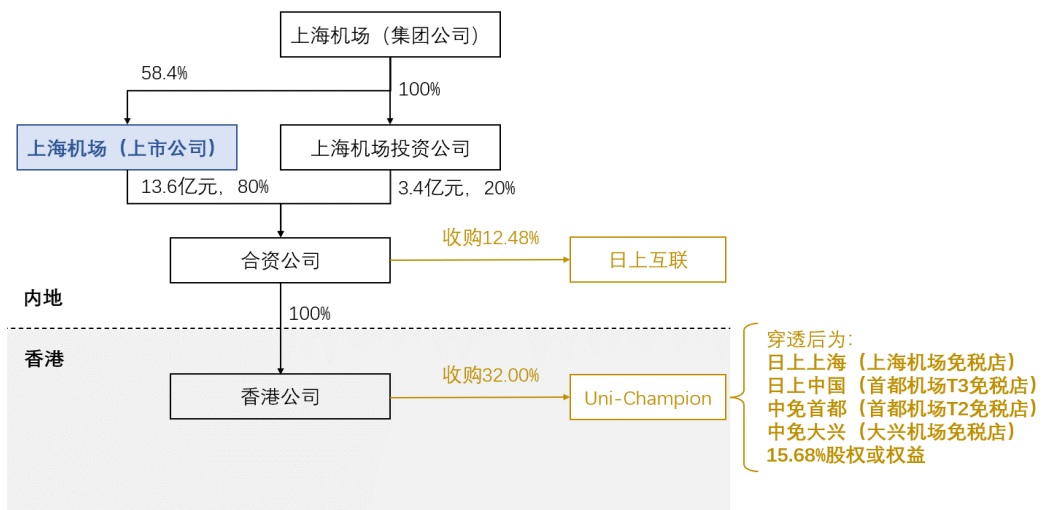
每股净资产(元,LF)	16.31
资产负债率(% ,LF)	39.53
总股本(百万股)	2,488.48
流通 A 股(百万股)	1,093.48

相关研究

- 《上海机场(600009): 整合虹桥协同发展，等待国际客流修复》
2022-10-31
- 《上海机场(600009): 2022 半年报点评: 疫情影响单季度亏损扩大，静待流量修复带来议价权回归》
2022-09-01

上海机场披露资产收购公告，与上海机场投资共同收购日上互联 12.48%和 Uni-Champion 32.00%的股权。上海机场于 2023 年 1 月 14 日发布公告，决定与上海机场投资有限公司共同投资设立合资公司，并由合资公司在中国香港设立香港公司。合资公司收购日上互联 12.48%股权；香港公司收购境外公司 Uni-Champion 32.00%的已发行股份，其穿透后的核心资产日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 15.68%股权或权益。本次交易总投资金额为 16.98 亿元，包含标的公司交易对价 16.92 亿元以及合资公司、香港公司所需营运资金 596.80 万元；本次交易公司出资 13.58 亿元，出资额占比 80%。

图1：上海机场收购日上相关资产方案：



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

布局线下免税业务和线上有税业务，打造“机场+免税”特色品牌。日上互联主要经营中免日上线上有税商品销售平台，整合了日上（上海）及cdf会员购海南入口；日上上海经营上海两机场的免税店和线上有税业务，日上中国经营首都机场 T3 免税店和cdf会员购北京业务，中免首都经营首都机场 T2 免税店和北京、上海市内免税店，中免大兴经营大兴机场免税店。通过收购一篮子免税相关资产，上海机场实现了对“北京+上海”两地、“线上+线下”两大渠道、“机场+市内”两种形式免税店的多角度渗透，实现了确定性受益于内地免税行业发展的商业站位。

表1: 上海机场上市公司对各项资产实占权益

资产主体	上机实占权益 (完成后)	中免实占权益 (收购前后不变)	主要从事业务	
			免税业务	有税业务
日上互联	10.0%	41.0%	-	中免日上线上有税商品销售平台, 目前整合了日上(上海)及cdf会员购海南入口, 根据平台销售额提成确认收入
日上上海	12.5%	51.0%	浦东机场免税店、虹桥机场免税店	日上上海线上平台
日上中国	12.5%	51.0%	首都机场 T3 免税店	cdf 会员购北京
中免首都	12.5%	51.0%	首都机场 T2 免税店、北京市内免税店、上海市内免税店	-
中免大兴	12.5%	51.0%	大兴机场免税店	-

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

绑定免税商共享行业红利, 机场流量价值兑现度提升。2022 年 H1, 日上互联、日上上海、日上中国分别实现营收 3.7/54.5/7.7 亿元, 实现净利润 1.4/4.8/-0.2 亿元; 测算中免首都和中免大兴 2022 年 H1 共计实现净利润-0.09 亿元。2022 年全国长途出行较为低迷, 随着国际航班数量的回升, 口岸、市内免税店销售规模将持续修复, 上海机场此次收购资产的贡献投资收益有望逐年增长。

表2: 各项资产历史营收利润情况

营收 (亿元)	2019	2020	2021	2022H1
日上互联	0.0	0.0	5.0	3.7
日上上海	151.5	137.3	124.9	54.5
日上中国	74.8	32.0	19.1	7.7
中免首都				
中免大兴			未披露	
净利润 (亿元)	2019	2020	2021	2022H1
日上互联	-	-	2.5	1.4
净利率	-	-	50%	39%
日上上海	8.8	24.4	13.5	4.8
净利率	6%	18%	11%	9%
日上中国	2.7	-15.5	13.8	-0.2
净利率	4%	-48%	72%	-3%
中免首都				
中免大兴	未披露	-1.01	-1.69	-0.09

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 日上上海和日上中国分别于 2020 年和 2021 年确认机场返还租金, 中免首都和中免大兴净利润根据 Uni-Champion 数据倒算

盈利预测与投资评级：上海机场通过收购免税资产股权、绑定免税商实现共享免税行业增长红利，机场流量价值兑现度提升。基于居民出行政策调整及收购资产带来增量投资收益，将上海机场 2022-2024 年收入预测调整为 60.83/135.74/160.50 亿元（前值 60.83/122.54/145.57 亿元），盈利预测调整为 -27.45/26.33/48.46 亿元（前值 -26.43/18.84/34.04 亿元），对应 2023/2024 年 PE 为 55/30 倍。作为中国最大口岸，是国际通航复苏核心标的。国际复航、出行复苏将在 2023-2024 年集中兑现带动业绩逐年提升，长期受益于免税行业的繁荣及长三角一体化发展。维持“增持”评级。

风险提示：国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、宏观经济走弱影响居民消费意愿的风险等

上海机场三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	11,593	16,684	21,809	30,053	营业总收入	3,728	6,083	13,574	16,050
货币资金及交易性金融资产	9,941	13,472	17,553	26,616	营业成本(含金融类)	6,077	9,312	9,684	9,878
经营性应收款项	1,150	2,620	3,488	2,812	税金及附加	6	6	14	16
存货	25	55	60	58	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	258	376	394	406
其他流动资产	477	537	709	567	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	39,833	44,533	42,122	39,703	财务费用	435	460	430	293
长期股权投资	3,081	2,981	2,881	2,781	加:其他收益	14	304	41	48
固定资产及使用权资产	33,968	39,151	37,145	35,057	投资净收益	777	110	310	830
在建工程	1,261	883	618	433	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	452	407	357	302	减值损失	-18	-7	5	3
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	61	0	0
长期待摊费用	6	46	56	66	营业利润	-2,275	-3,603	3,407	6,338
其他非流动资产	1,066	1,066	1,066	1,066	营业外净收支	-5	2	2	1
资产总计	51,426	61,218	63,932	69,756	利润总额	-2,280	-3,601	3,409	6,339
流动负债	7,967	9,053	9,607	10,987	减:所得税	-658	-936	750	1,395
短期借款及一年内到期的非流动负债	800	1,550	1,050	1,050	净利润	-1,622	-2,665	2,659	4,944
经营性应付款项	888	1,731	1,666	1,969	减:少数股东损益	89	80	27	99
合同负债	5	14	13	13	归属母公司净利润	-1,711	-2,745	2,633	4,846
其他流动负债	6,274	5,757	6,878	7,955	每股收益-最新股本摊薄(元)	-0.69	-1.10	1.06	1.95
非流动负债	15,753	18,753	18,253	17,753	EBIT	-2,600	-3,306	3,523	5,798
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	-505	-536	5,869	8,146
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	-63.02	-53.09	28.65	38.45
租赁负债	15,660	18,660	18,160	17,660	归母净利率(%)	-45.90	-45.13	19.39	30.19
其他非流动负债	93	93	93	93	收入增长率(%)	-13.38	63.17	123.15	18.24
负债合计	23,720	27,805	27,860	28,740	归母净利润增长率(%)	-35.08	-60.43	195.91	84.06
归属母公司股东权益	27,505	33,131	35,763	40,609					
少数股东权益	201	281	308	407					
所有者权益合计	27,706	33,412	36,071	41,016					
负债和股东权益	51,426	61,218	63,932	69,756					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	311	-574	5,470	9,394	每股净资产(元)	14.27	13.31	14.37	16.32
投资活动现金流	-858	-7,297	377	901	最新发行在外股份(百万股)	2,488	2,488	2,488	2,488
筹资活动现金流	2,833	11,402	-1,766	-1,231	ROIC(%)	-5.02	-5.00	5.05	7.86
现金净增加额	2,285	3,531	4,081	9,064	ROE-摊薄(%)	-6.22	-8.28	7.36	11.93
折旧和摊销	2,095	2,770	2,346	2,349	资产负债率(%)	46.12	45.42	43.58	41.20
资本开支	-1,503	-7,467	-23	-19	P/E(现价&最新股本摊薄)	-	-	54.83	29.79
营运资本变动	550	-1,222	15	2,203	P/B(现价)	4.06	4.36	4.04	3.55

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

