

上海机场（600009.SH）

参股日上强化合作，共享利益打开长期空间

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 交通运输 · 航空机场

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：姜明 021-60933128 jiangming2@guosen.com.cn
证券分析师：曾凡喆 010-88005378 zengfanzhe@guosen.com.cn

执证编码：S0980521010004
执证编码：S0980521030003

事项：

公司公告：上海机场公告与上海机场投资公司共同设立合资公司，并由合资公司在中国香港特区设立全资子公司（香港公司），拟由合资公司为主体收购中免日上互联科技有限公司（日上互联）12.48%股权，以香港公司为主体收购 UNI-CHAMPION INTERNATIONAL LIMITED 32%的已发行股份。本次交易投资总金额为16.98亿，其中上海机场出资13.57亿，出资占比80%。收购完成后，合资公司将穿透持有日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴15.68%的股权，并持日上互联12.48%的股权，通过资本合作形式介入上海两场、北京两场线下、市内免税运营业务及线上保税商品经营业务。

国信交观点：

本次交易对价基本合理：通过分析疫情前、疫情期间 UNI-CHAMPION 的业绩表现，收购对价对应的 PE 估值水平在10倍以下，结合日上互联2021年10.8倍PE的收购对价，我们认为本次收购的价格整体相对合理。

收购完成后，机场与免税运营商之间的利益进一步平衡，实现双赢：2018-2019年机场端的高扣点显著压低了运营商的利润空间，疫情不可抗力下机场方大幅让渡利益，免税运营商的利润水平得以显著提升。当前政策限制未来机场免税招标的提成比例上限，本次收购完成后，机场端与运营商的利益进一步平衡。上海机场通过参股日上上海将在一定程度上弥补提成比例可能下降带来的租金损失，并可进一步通过参股日上中国、中免首都、中免大兴、日上互联获取北京首都、大兴机场免税店，北京、上海市内免税店及线上电商平台专业化运营服务带来的收益，实现双赢。如日上上海、日上北京的销售额合计达到500亿，按照5-10%的净利润率估算，上海机场可获取的投资收益约为2.85-5.71亿元，约为19年利润总额的4.3%-8.6%。

未来合作进一步深化，探索免税新业态值得期待：上海机场有望实现对“线下免税”和“线上保税”业务运营主体的参股，双方利益将进一步绑定，未来有望在做大做强机场免税的目标上形成合力，构建“业务合作-资本合作-新业态发展”的良性循环。长远来看，本次股权收购有助于公司实现“机场+免税”的进一步融合，也为未来与中免进一步深化合作，探索免税新业态打开想象空间。

投资建议：相比于前次报告，考虑到我国防疫政策大幅优化的时间点早于预期，因此预计客流恢复速度也将快于前期预期。自0.5亿、36.1亿分别上调2023、2024年盈利预测至28.4亿、50.3亿，预计2022-2024年公司归母净利润分别为-24.3亿、28.4亿、50.3亿，EPS分别为-0.98元、1.14元、2.02元，对应当前股价的PE估值分别为-59.2X、50.9X、28.7X。更长期来看，免税合同再度重谈后上海机场免税租金有望突破补充协议封顶租金的限制，业绩有望再度显著提升。

2012-2019年上海机场估值水平基本遵循PB-R0E估值体系，如2025年及其后上海机场的R0E水平能够恢复到15%-18%的水平，则在历史的估值体系下PB估值可能回到4.8倍左右。当前上海机场的PB估值为3.56倍，仍有显著提升空间，维持“买入”评级，继续推荐。

风险提示：客流恢复不及预期，免税销售不及预期，免税合同谈判不及预期，大额资本开支

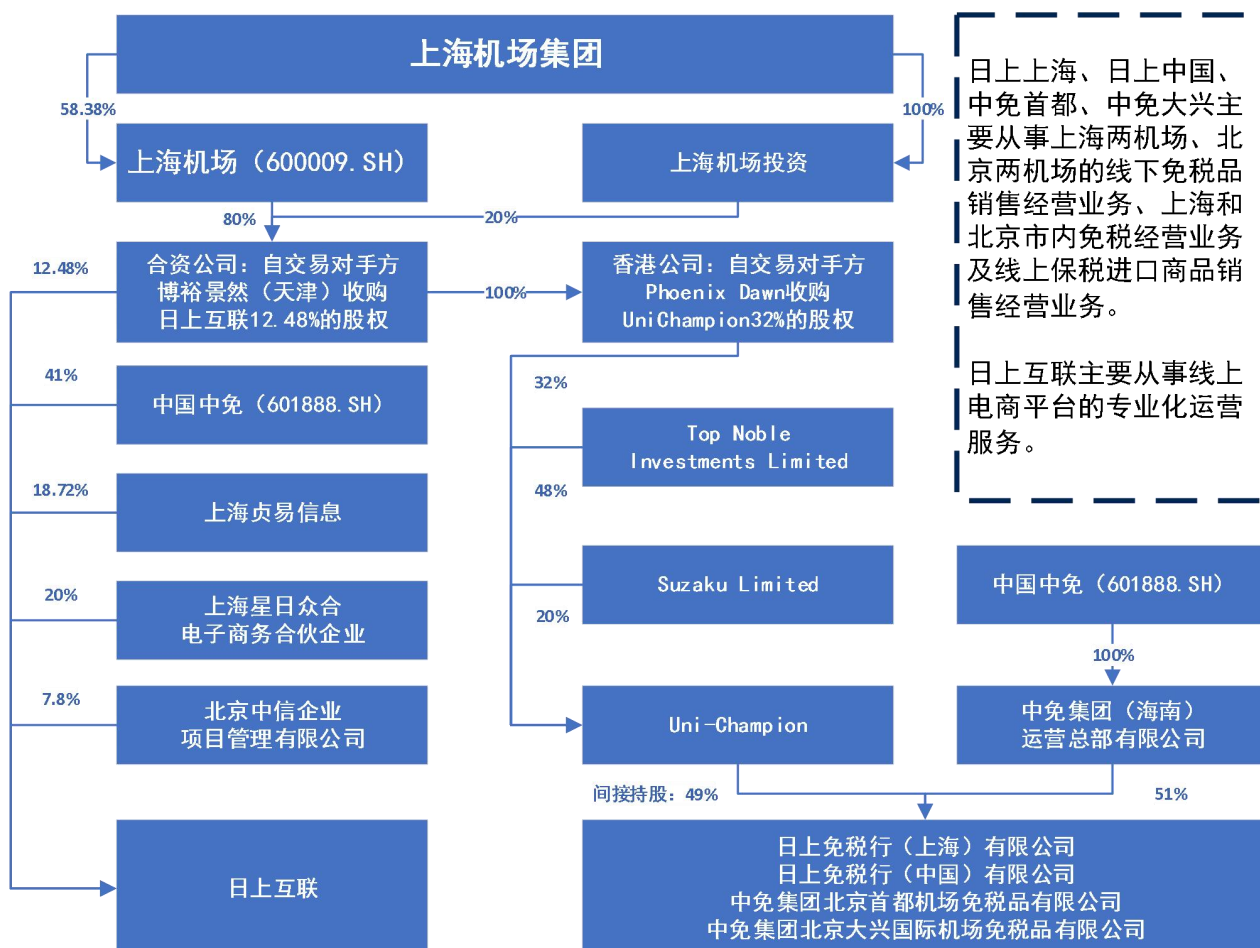
评论：

◆ 上海机场拟对外投资 13.57 亿，参股日上上海、日上中国等公司

上海机场决定与上海机场投资公司共同设立合资公司，并由合资公司在中国香港特区设立全资子公司（香港公司），拟由合资公司为主体收购中免日上互联科技有限公司（日上互联）12.48%的股权，以香港公司为主体收购 UNI-CHAMPION INTERNATIONAL LIMITED 32%的已发行股份。本次交易投资总金额为 16.98 亿，其中上海机场出资 13.57 亿，出资占比 80%。

收购完成后，合资公司将通过香港公司穿透持有日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 15.68%（32%×49%）的股权，股权结构如下图所示。其中，日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴的核心业务为上海两机场、北京两机场的线下免税品销售经营业务，上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务，日上互联主要从事线上电商平台的专业化运营服务。

图1: 收购完成后本次收购相关方的股权关系示意图

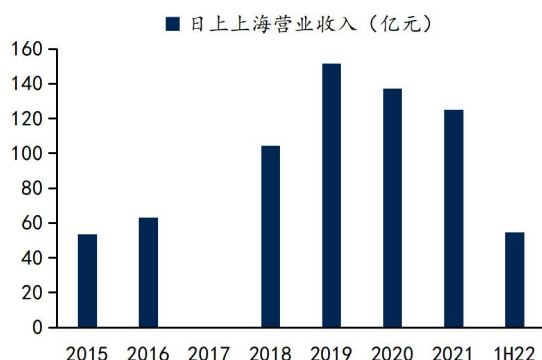


资料来源：天眼查，公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 我们认为本次收购对价相对合理

公司公告按照收益法确定 Uni-Champion 全部权益价值为 42.19 亿。Uni-Champion 穿透持有日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 49% 的股权，其中日上上海、日上中国在疫情前（2015-2019 年）和疫情期间（2020-2022 年上半年）的营收利润情况如下图所示。

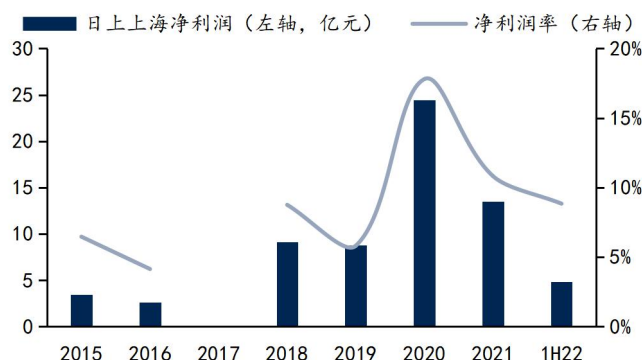
图2：日上上海营业收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2017 年数据缺失

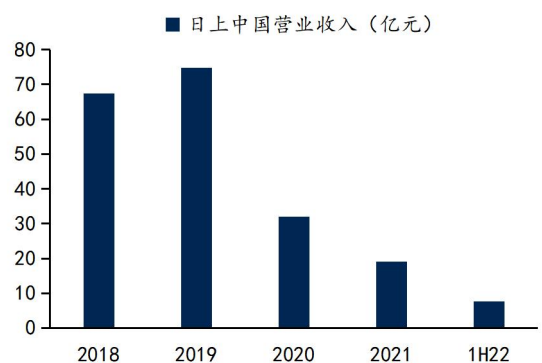
图3：日上上海营业利润及利润率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

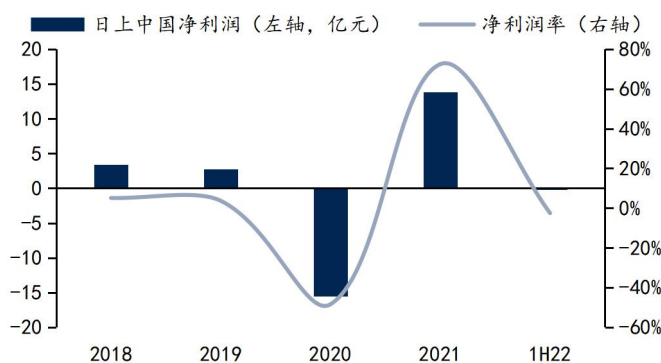
注：2017 年数据缺失

图4：日上中国营业收入情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图5：日上中国净利润及净利率率情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司公告了 Uni-Champion 2020-2021 年、2022 年上半年的业绩情况，其归母净利润分别为 3.37 亿、11.71 亿、2.18 亿。考虑到疫情前后机场免税业态发生较大变化，线下销售额锐减，线上直邮业务放量，且运营方不再向机场端支付高额提成租金，因此相比于疫情前，日上上海、日上中国利润水平在 2020-2021 年整体出现较大提高。

我们根据日上上海、日上中国历史业绩测算 2018-2019 年的 Uni-Champion 业绩表现，估算其利润总额应在 5.3 亿元左右，归母净利润应该在 4.8 亿元左右，略低于当前水平。因此 Uni-Champion 42.19 亿的权益价值对应 2018-2019 年的 PE 估值大概在 8.8X 左右。

日上互联方面，2021 年日上互联归母净利润 2.54 亿，按照收益法估算全部权益价值 27.4 亿，交易对价 3.42 亿，收购价格对应 2021 年 PE 估值为 10.8X。综上所述，我们认为本次收购的价格相对合理。

◆ 利益进一步平衡，实现双赢

疫情前日上上海、日上中国在上海两场、北京两场销售免税品需向机场方缴纳高额提成租金，导致尽管免税品销售毛利润率高，但扣除租金后净利润率仅不足 10%。疫情期间，不可抗力下上海机场、首都机场均让渡利益，不再收取保底租金，叠加线上直邮业务显著放量，日上上海、日上中国利润率有所提升，其中 2020 年日上上海净利润率达到了 17.8%。

根据《口岸进境免税店管理暂行办法补充规定》、《口岸出境免税店管理暂行办法》，进境免税店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；出境免税店招标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。如上述规定严格执行，则下一轮免税店招标之时机场方或难以获取 2018-2019 年高达 40% 以上的提成比例。

2022 年杭州、郑州、深圳机场免税店陆续招标，提成比例相比于 2017-2018 年各机场招标之时有显著差距，其中深圳机场免税店进境、出境店提成比例分别为 24%、30%。2025 年上海机场免税合约即将到期，我们无法预测届时政策端是否会有进一步的变化，如果未来机场方获取的提成比例下降，则意味着日上上海、日上中国的利润率提升。上海机场通过参股形式获取日上上海的利润，将在一定程度上弥补提成比例可能下降带来的租金损失，并可进一步通过参股日上中国、中免首都、中免大兴、日上互联获取北京首都、大兴机场免税店，北京、上海市内免税店及线上电商平台专业化运营服务带来的收益，实现双赢。

量化测算：

当前我国大幅优化防疫政策，2023 年 1 月 8 日起入境航班旅客不再隔离，根据国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游。近期国内-国际（含地区）航线客运航班量已经恢复至 2019 年同期的 10% 左右，并将持续回升。上海浦东、虹桥机场的客运航班量也开始显著复苏，航班量分别恢复至 2019 年同期的 57.5% 和 88.5%。

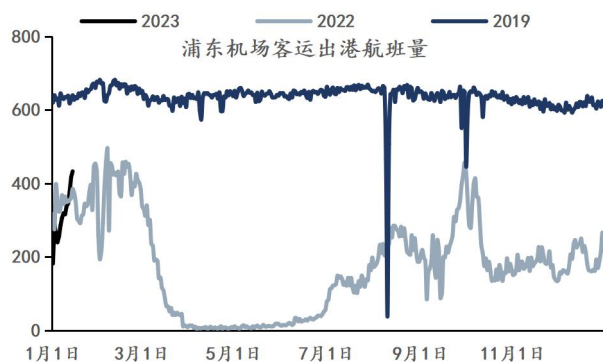
我们认为枢纽机场的高净值旅客流量垄断地位并没有因疫情而发生任何改变，免税业务吸引海外消费回流的空间依旧广阔，随着机场国际航线客流的持续恢复，机场免税销售额将创新高并拉动枢纽机场非航业务收入显著回暖。2019 年日上上海、日上中国的合计销售额达到 226 亿，如销售额达到 500 亿，按照 5-10% 的净利润率估算，上海机场公司端可获取的投资收益约为 2.85-5.71 亿元，约为 2019 年上海机场利润总额的 4.3%-8.6%。

图6: 民航国际、地区线客运航班量



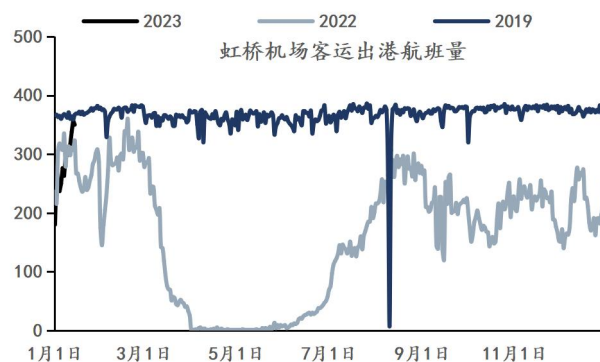
资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图7: 浦东机场客运出港航班量



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

图8: 虹桥机场客运出港航班量



资料来源: 飞常准, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

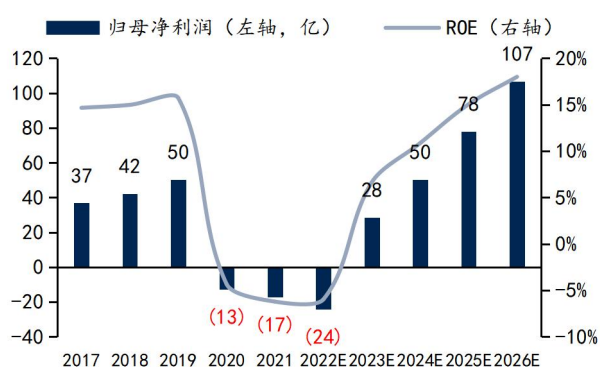
上海机场有望实现对“线下免税”和“线上保税”业务运营主体的参股, 双方利益将进一步绑定, 未来有望在做大做强机场免税的目标上形成合力, 构建“业务合作-资本合作-新业态发展”的良性循环。长远来看, 本次股权收购有助于公司实现“机场+免税”的进一步融合, 也为未来与中免进一步深化合作, 探索免税新业态打开想象空间。

相比于前次报告, 考虑到我国防疫政策大幅优化的时间点早于预期, 因此预计客流恢复速度也将快于前期预期。假设 2023 年浦东机场国际航线旅客量恢复至 2019 年同期的 55%, 国内航线恢复至 80%, 2024 年国

内、国际客流量均小幅超越 2019 年同期水平。自 0.5 亿、36.1 亿分别上调 2023、2024 年盈利预测至 28.4 亿、50.3 亿，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为-24.3 亿、28.4 亿、50.3 亿，EPS 分别为-0.98 元、1.14 元、2.02 元，对应当前股价的 PE 估值分别为-59.2X、50.9X、28.7X。更长期来看，2025 年免税合同重谈后上海机场免税租金有望突破补充协议封顶租金的限制，业绩有望再度显著提升。

2012-2019 年上海机场估值水平基本遵循 PB-R0E 估值体系，如 2025 年及其后上海机场的 R0E 水平能够恢复到 15%-18%的水平，则在历史的估值体系下 PB 估值可能回到 4.8 倍左右。当前上海机场的 PB 估值为 3.56 倍，仍有显著提升空间，维持“买入”评级，继续推荐。

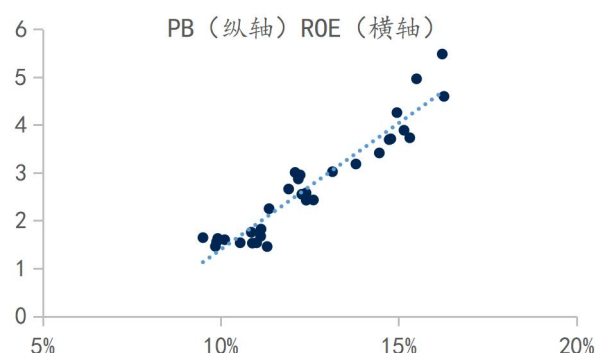
图9：上海机场盈利预测及 R0E



资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测整理

注：2025-2026 年数据为报告模型中推导结果

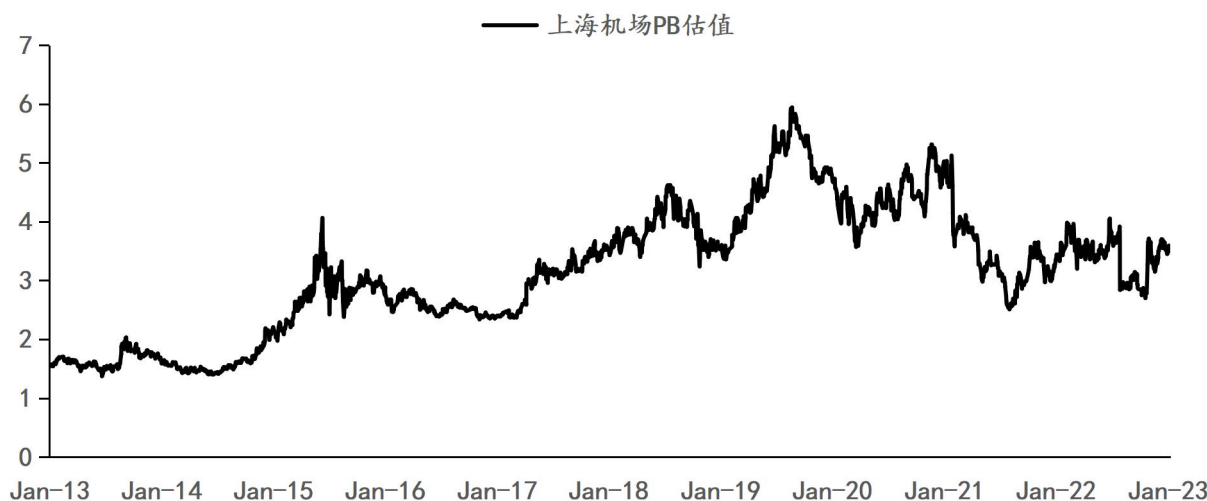
图10：上海机场历史 PB-R0E 表现（2012-2019 季度数据）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：PB 计算方式为当季平均股价/当季 BPS (TTM)

图11：上海机场历史 PB 估值



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

◆ 风险提示

客流恢复不及预期，免税销售不及预期，免税合同谈判不及预期，大额资本开支

相关研究报告：

《上海机场（600009.SH）——2022 年三季报点评-阶段性亏损持续，虹桥货站收购放大远期业绩弹性》——2022-10-29

《上海机场（600009.SH）-全年亏损小幅扩大，看好国门重启后枢纽机场投资价值》——2022-04-16

《上海机场-600009-重大事件快评：收购方案细则披露，虹浦两场合二为一》——2021-12-01

《上海机场-600009-2021 年三季报点评：亏损环比扩大，看好长期空间》——2021-10-24

《上海机场-600009-2021 年中报点评：亏损小幅收窄，静待国门开放》——2021-09-02

财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E	
现金及现金等价物	7656	9941	14663	9287	9410	营业收入	4303	3728	5926	13381	17026
应收款项	1660	1154	2435	3666	3732	营业成本	6601	6077	8983	10021	11080
存货净额	17	25	35	32	34	营业税金及附加	4	6	6	13	17
其他流动资产	492	473	593	1070	1022	销售费用	0	0	0	0	0
流动资产合计	9824	11593	17725	14056	14198	管理费用	233	258	427	529	521
固定资产	19493	19281	26414	29712	34059	财务费用	(276)	435	601	434	484
无形资产及其他	494	452	439	426	413	投资收益	590	777	892	1333	1664
投资性房地产	424	17020	20520	20520	20520	资产减值及公允价值变动	0	17	6	8	10
长期股权投资	2966	3081	3281	3481	3681	其他收入	156	(21)	0	0	0
资产总计	33202	51426	68379	68194	72870	营业利润	(1514)	(2275)	(3194)	3725	6598
短期借款及交易性金融负债	0	800	267	356	704	营业外净收支	(2)	(5)	1	1	1
应付款项	618	716	1171	1302	979	利润总额	(1516)	(2280)	(3193)	3726	6599
其他流动负债	3002	6451	7156	7590	8492	所得税费用	(347)	(658)	(671)	782	1386
流动负债合计	3620	7967	8594	9249	10175	少数股东损益	98	89	(88)	103	182
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	(1267)	(1711)	(2434)	2840	5031
其他长期负债	23	15753	18853	15953	16053						
长期负债合计	23	15753	18853	15953	16053	现金流量表（百万元）					
负债合计	3643	23720	27447	25201	26228	2020	2021	2022E	2023E	2024E	
少数股东权益	343	201	140	212	339	净利润	(1267)	(1711)	(2434)	2840	5031
股东权益	29215	27505	40793	42781	46303	资产减值准备	0	17	6	(1)	(1)
负债和股东权益总计	33202	51426	68379	68194	72870	折旧摊销	1320	1332	1884	2129	2183
						公允价值变动损失	0	(17)	(6)	(8)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(276)	435	601	434	484
每股收益	(0.66)	(0.89)	(0.98)	1.14	2.02	营运资本变动	(1523)	3214	(644)	(4041)	658
每股红利	0.88	0.16	0.00	0.34	0.61	其它	230	88	(68)	73	129
每股净资产	15.16	14.27	16.39	17.19	18.61	经营活动现金流	(1240)	2923	(1262)	993	7989
ROIC	-7%	-7%	-9%	6%	10%	资本开支	0	(1079)	(9005)	(5405)	(6505)
ROE	-4%	-6%	-6%	7%	11%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	-53%	-63%	-52%	25%	35%	投资活动现金流	964	(1193)	(9205)	(5605)	(6705)
EBIT Margin	-59%	-70%	-59%	21%	32%	权益性融资	(0)	0	15723	0	0
EBITDA Margin	-28%	-34%	-27%	37%	45%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	-61%	-13%	59%	126%	27%	支付股利、利息	(1702)	(315)	0	(852)	(1509)
净利润增长率	-125%	35%	—	-217%	77%	其它融资现金流	976	1185	(534)	89	348
资产负债率	12%	47%	40%	37%	36%	融资活动现金流	(2428)	555	15189	(763)	(1161)
息率	1.5%	0.3%	0.0%	0.8%	1.4%	现金净变动	(2704)	2285	4722	(5375)	123
P/E	(88.2)	(65.3)	(59.3)	50.8	28.7	货币资金的期初余额	10360	7656	9941	14663	9287
P/B	3.8	4.1	3.5	3.4	3.1	货币资金的期末余额	7656	9941	14663	9287	9410
EV/EBITDA	(95.0)	(105.7)	(106.9)	34.3	22.5	企业自由现金流	0	1608	(10523)	(5090)	608
						权益自由现金流	0	2793	(10978)	(4871)	1048

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032