

上海机场 (600009.SH)

买入 (维持评级)

公司点评

证券研究报告

旺季民航需求释放 Q3 净利环比提升

业绩简评

2023年10月30日，上海机场发布2023年三季度报告。2023年前三季度公司实现营业收入79.2亿元，同比增长92%；实现归母净利润5亿元，实现扭亏为盈；其中Q3营业收入30.5亿元，同比增长90%；实现归母净利润3.6亿元，实现扭亏为盈。

经营分析

2023Q3 旺季业务量大幅恢复，拉动营收增长。2023年暑运民航市场表现亮眼，2023Q3浦东机场飞机起降架次、旅客吞吐量分别同比+120%、+294%，约为2019年同期96%、85%；2023Q3虹桥机场飞机起降架次、旅客吞吐量分别同比+73%、+127%。伴随流量大幅恢复，Q3公司营收同比增长90%，其中免税合同收入5.3亿元，环比增长18%，前三季度累计为13.1亿元。

2023Q3 毛利率环比改善，期间费用率同比下降。随着业务量迅速回升，2023Q3公司毛利率环比增长3.2pct至21.7%，同比扭亏为盈。费用率方面，2023Q3公司期间费用率为8.9%，同比下降5.4pct，其中管理费用率为4.6%，同比-3.6pct，财务费用率为4.3%，同比-1.8pct。2023Q3公司录得投资收益1.7亿元，同比大增近4倍，主要系部分控股参股公司经营效益同比增长。毛利率增长叠加费用率下降，2023Q3公司归母净利率为11.9%，归母净利润为3.6亿元，实现扭亏为盈，环比增长57%。

国际航线持续增班，公司将再享免税增长红利。2023年以来国际航线逐步恢复，最近一周国际航线航班量为2019年52%，地区航线航班量为2019年66%。近期中美航班增班取得突破，美国交通部发布新命令，自11月9日起允许中方航司每周执行最多35个中美直航客运航班，未来中美航班逐步恢复可期。过往免税收入是公司的主要利润来源，且公司收购Uni-Champion32%股份以及日上互联12.48%股权。伴随国际航班增加，公司将同时享有免税合同收入及相关资产投资收益的增长，盈利规模恢复可期。

盈利预测、估值与评级

考虑国际航线恢复节奏，下调2023-2025年净利预测至9亿元、46亿元、56亿元（原22亿元、53亿元、63亿元）。维持“买入”评级。

风险提示

需求恢复不及预期，免税业务经营风险，扩建影响超预期风险，收费价格管制风险，航油政策风险，收购不确定风险。

交通运输组

分析师：郑树明（执业S1130521040001）

zhengshuming@gjzq.com.cn

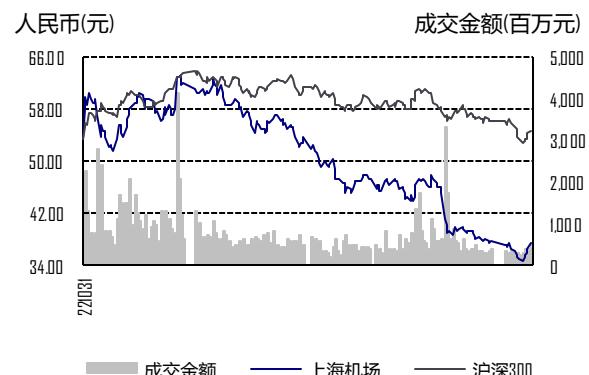
分析师：王凯婕（执业S1130522070001）

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价（人民币）：37.43元

相关报告：

- 《上海机场公司点评：业务量持续恢复 H1实现扭亏为盈》，2023.8.31
- 《上海机场公司点评：Q1实现大幅减亏 完成免税资产投资》，2023.4.30
- 《上海机场公司点评：参股免税经营主体，共享免税行业红利》，2023.1.15



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	3,728	5,480	11,098	16,349	17,906
营业收入增长率	-13.38%	47.02%	102.50%	47.32%	9.52%
归母净利润(百万元)	-1,711	-2,995	885	4,591	5,617
归母净利润增长率	35.08%	75.05%	N/A	418.69%	22.35%
摊薄每股收益(元)	-0.888	-1.204	0.356	1.845	2.257
每股经营性现金流净额	0.16	-0.05	1.06	2.90	3.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.22%	-7.56%	2.21%	10.70%	12.14%
P/E	NA	NA	104.61	20.17	16.48
P/B	3.27	3.63	2.31	2.16	2.00

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
主营业务收入	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	货币资金	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
增长率		-13.4%	47.0%	102.5%	47.3%	9.5%	应收账款	7,656	9,941	13,877	12,638	16,706	22,560
主营业务成本	-6,601	-6,077	-8,901	-9,116	-9,423	-9,749	存货	1,757	1,237	2,268	3,303	3,970	3,367
%销售收入	153.4%	163.0%	162.4%	82.1%	57.6%	54.4%	其他流动资产	17	25	48	38	39	40
毛利	-2,297	-2,349	-3,421	1,982	6,926	8,157	流动资产	395	389	139	14	15	15
%销售收入	n. a	n. a	n. a	17.9%	42.4%	45.6%	%总资产	9,824	11,593	16,331	15,993	20,730	25,983
营业税金及附加	-4	-6	-105	-222	-245	-251	长期投资	29.6%	22.5%	24.1%	24.0%	29.9%	35.9%
%销售收入	0.1%	0.2%	1.9%	2.0%	1.5%	1.4%	固定资产	2,966	3,081	2,756	4,114	4,114	4,114
销售费用	0	0	0	0	0	0	%总资产	19,493	19,281	26,606	25,369	24,096	22,788
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	510	458	596	621	652	689
管理费用	-233	-258	-484	-533	-556	-573	非流动资产	23,378	39,833	51,444	50,665	48,503	46,359
%销售收入	5.4%	6.9%	8.8%	4.8%	3.4%	3.2%	%总资产	70.4%	77.5%	75.9%	76.0%	70.1%	64.1%
研发费用	0	0	0	0	0	0	资产总计	33,202	51,426	67,775	66,658	69,234	72,342
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	短期借款	0	800	2,081	1,568	1,568	1,568
息税前利润 (EBIT)	-2,535	-2,614	-4,010	1,227	6,125	7,333	应付款项	3,229	2,687	3,341	3,147	3,125	3,099
%销售收入	n. a	n. a	n. a	11.1%	37.5%	41.0%	其他流动负债	391	4,480	3,407	3,119	3,450	3,562
财务费用	276	-435	-466	-452	-387	-283	流动负债	3,620	7,967	8,829	7,834	8,143	8,229
%销售收入	-6.4%	11.7%	8.5%	4.1%	2.4%	1.6%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	0	-18	-5	0	0	0	其他长期负债	23	15,753	18,243	17,339	16,501	15,704
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债	3,643	23,720	27,072	25,173	24,644	23,932
投资收益	590	777	177	500	750	900	普通股股东权益	29,215	27,505	39,608	40,139	42,893	46,264
%税前利润	-38.9%	-34.1%	-4.6%	37.4%	11.4%	11.1%	其中：股本	1,927	1,927	2,488	2,488	2,488	2,488
营业利润	-1,514	-2,275	-3,894	1,335	6,588	8,090	未分配利润	23,403	21,692	19,111	19,642	22,397	25,767
营业利润率	n. a	n. a	n. a	12.0%	40.3%	45.2%	少数股东权益	343	201	1,096	1,346	1,696	2,146
营业外收支	-2	-5	69	0	0	0	负债股东权益合计	33,202	51,426	67,775	66,658	69,234	72,342
税前利润	-1,516	-2,280	-3,825	1,335	6,588	8,090	比率分析						
利润率	n. a	n. a	n. a	12.0%	40.3%	45.2%		2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
所得税	347	658	1,035	-200	-1,647	-2,022	每股指标						
所得税率	n. a	n. a	n. a	15.0%	25.0%	25.0%	每股收益	-0.657	-0.888	-1.204	0.356	1.845	2.257
净利润	-1,169	-1,622	-2,790	1,135	4,941	6,090	每股净资产	15.161	14.274	15.916	16.130	17.237	18.591
少数股东损益	98	89	205	250	350	450	每股经营现金净流	-0.632	0.161	-0.047	1.061	2.897	3.696
归属子母公司的净利润	-1,267	-1,711	-2,995	885	4,591	5,617	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.142	0.738	0.903
净利率	n. a	n. a	n. a	8.0%	28.1%	31.4%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-4.3%	-6.2%	-7.6%	2.2%	10.7%	12.1%
	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	总资产收益率	-3.8%	-3.3%	-4.4%	1.3%	6.6%	7.8%
净利润	-1,169	-1,622	-2,790	1,135	4,941	6,067	投入资本收益率	-6.6%	-6.5%	-6.8%	2.4%	10.0%	11.0%
少数股东损益	98	89	205	250	350	450	增长率						
非现金支出	1,327	2,113	2,763	2,781	2,772	2,765	主营业务收入增长率	-60.7%	-13.4%	47.0%	102.5%	47.3%	9.5%
非经营收益	-967	-730	-517	107	-143	-322	EBIT 增长率	N/A	3.1%	53.4%	-130.6%	399.0%	19.7%
营运资金变动	-409	550	428	-1,382	-360	687	净利润增长率	-125.2%	35.1%	75.0%	N/A	418.7%	22.4%
经营活动现金净流	-1,218	311	-117	2,641	7,210	9,197	总资产增长率	-10.7%	54.9%	31.8%	-1.6%	3.9%	4.5%
资本开支	-1,325	-1,503	-1,241	-600	-610	-621	资产管理能力						
投资	242	115	69	-1,358	0	0	应收账款周转天数	140.4	136.7	108.1	100.0	80.0	60.0
其他	1,299	530	868	500	750	900	存货周转天数	0.9	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
投资活动现金净流	216	-858	-304	-1,458	140	279	应付账款周转天数	33.0	40.1	37.9	40.0	35.0	30.0
股权筹资	0	0	4,946	0	0	0	固定资产周转天数	1,614.8	1,764.4	1,636.6	767.5	492.6	423.1
债权筹资	0	4,000	-1,251	-536	0	0	偿债能力						
其他	-1,702	-1,167	-2,036	-1,005	-2,443	-2,825	净负债/股东权益	-25.9%	-33.0%	-29.0%	-26.7%	-34.0%	-43.4%
筹资活动现金净流	-1,702	2,833	1,659	-1,541	-2,443	-2,825	EBIT 利息保障倍数	9.2	-6.0	-8.6	2.7	15.8	25.9
现金净流量	-2,704	2,285	1,245	-358	4,906	6,651	资产负债率	11.0%	46.1%	39.9%	37.8%	35.6%	33.1%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期 一周内 一月内 二月内 三月内 六月内

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分, 为“增持”得 2 分, 为“中性”得 3 分, 为“减持”得 4 分, 之后平均计算得出最终评分, 作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性

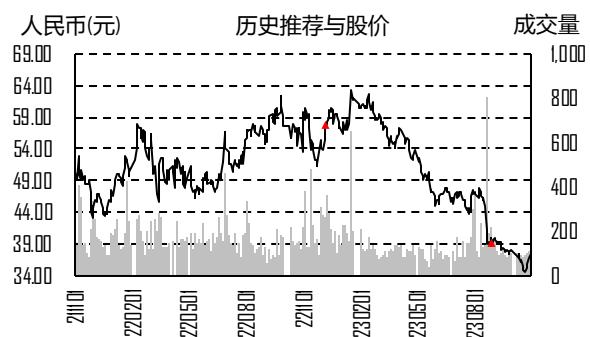
3.01~4.0=减持

来源: 聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-12-08	买入	57.15	66.00~66.00
2	2023-01-15	买入	58.00	N/A
3	2023-04-30	买入	53.70	N/A
4	2023-08-31	买入	39.39	N/A

来源: 国金证券研究所



投资评级的说明:

买入: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%;

中性: 预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%;

减持: 预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-80234211
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦5楼

北京

电话：010-85950438
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100005
地址：北京市东城区建内大街26号
新闻大厦8层南侧

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
18楼1806
