



上海机场 (600009.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

签订免税补充协议,恢复免税业务弹性

事件

2023年12月26日,公司公告与日上上海签订《浦东机场免税店合同补充协议二》、《虹桥机场免税店合同补充协议一》。

点评

新补充协议恢复保底和提成取其高的模式。根据公告,自2023年12月1日起,上海两场免税店的月实收费用恢复月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式,其中:(1)月保底销售提成与国际地区客流挂钩,如月实际客流量>2023Q3月均客流量的80%,浦东机场月保底销售提成为5245万元,虹桥机场月保底销售提成为647万元,否则按照一定系数调低月保底销售提成;(2)月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的各月品类销售提成的总和,月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例,品类提成比例按18%-36%不同情形取值。此外,若在上海两场设立免税预定提货点,提货点的实收费用也将参照本补充协议约定的标准执行。

预计未来两年免税收入以提成为主。(1)保底额确定。目前国际地区航线稳步复苏,预计12月起浦东机场和虹桥机场的国际地区客流大概率超过2023Q3的80%,年化看对应的年保底销售提成分别为6.3亿元和0.8亿元,合计为7.1亿元;(2)实际销售提成将高于保底。若2024年公司人均免税客单价恢复至2019年水平,即人均361元,两场国际地区客流为2019年80%,则对应的年实际销售额提成为22亿元-44亿元,将显著高于保底,其上限与2021年浦东机场免税店合同补充协议约定的保底销售提成较为接近。

扣点率下降机场渠道将更具竞争力,或促进免税收入提升。最新协议约定的扣点率范围为18%-36%,在扣点率较原合同(42.5%)大幅降低的背景下,中免的机场免税渠道利润率将提升:(1)机场渠道吸引力增强,中免有望做大做强机场免税渠道,人均客单价水平将提升。若2024年人均免税客单价超2019年10%,即人均397元,两场国际地区客流为2019年80%,则销售额提成将增至24亿元-48亿元。(2)公司参股中免旗下免税资产,包括上海、北京两场的免税店业务,若机场渠道利润增厚,公司也有望受益。

盈利预测、估值与评级

考虑本次交易影响,调整2023-2025年归母净利润至9/34/53亿元(原9/46/56亿元),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,航油政策风险。

交通运输组

分析师:郑树明(执业S1130521040001)

zhengshuming@gjzq.com.cn

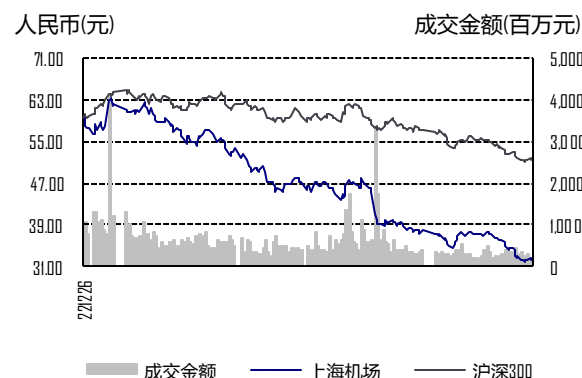
分析师:王凯婕(执业S1130522070001)

wangkaijie@gjzq.com.cn

市价(人民币):32.07元

相关报告:

- 《上海机场公司点评:旺季民航需求释放 Q3净利环比提升》,2023.10.31
- 《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



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	11,090	14,633	17,506
营业收入增长率	-13.38%	47.02%	102.36%	31.94%	19.64%
归母净利润(百万元)	-1,711	-2,995	879	3,365	5,326
归母净利润增长率	35.08%	75.05%	N/A	282.78%	58.28%
摊薄每股收益(元)	-0.888	-1.204	0.353	1.352	2.140
每股经营性现金流净额	0.16	-0.05	1.06	2.53	3.48
ROE(归属母公司)(摊薄)	-6.22%	-7.56%	2.19%	7.98%	11.74%
P/E	NA	NA	90.78	23.72	14.98
P/B	3.27	3.63	1.99	1.89	1.76

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)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	4,303	3,728	5,480	11,090	14,633	17,506
增长率		-13.4%	47.0%	102.4%	31.9%	19.6%
主营业务成本	-6,601	-6,077	-8,901	-9,116	-9,422	-9,747
%销售收入	153.4%	163.0%	162.4%	82.2%	64.4%	55.7%
毛利	-2,297	-2,349	-3,421	1,975	5,211	7,760
%销售收入	n.a	n.a	n.a	17.8%	35.6%	44.3%
营业税金及附加	-4	-6	-105	-222	-219	-245
%销售收入	0.1%	0.2%	1.9%	2.0%	1.5%	1.4%
销售费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
管理费用	-233	-258	-484	-532	-498	-560
%销售收入	5.4%	6.9%	8.8%	4.8%	3.4%	3.2%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	-2,535	-2,614	-4,010	1,220	4,494	6,954
%销售收入	n.a	n.a	n.a	11.0%	30.7%	39.7%
财务费用	276	-435	-466	-452	-390	-293
%销售收入	-6.4%	11.7%	8.5%	4.1%	2.7%	1.7%
资产减值损失	0	-18	-5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	590	777	177	500	750	900
%税前利润	-38.9%	-34.1%	-4.6%	37.6%	15.1%	11.7%
营业利润	-1,514	-2,275	-3,894	1,328	4,954	7,702
营业利润率	n.a	n.a	n.a	12.0%	33.9%	44.0%
营业外收支	-2	-5	69	0	0	0
税前利润	-1,516	-2,280	-3,825	1,328	4,954	7,702
利润率	n.a	n.a	n.a	12.0%	33.9%	44.0%
所得税	347	658	1,035	-199	-1,238	-1,925
所得税率	n.a	n.a	n.a	15.0%	25.0%	25.0%
净利润	-1,169	-1,622	-2,790	1,129	3,715	5,776
少数股东损益	98	89	205	250	350	450
归属于母公司的净利润	-1,267	-1,711	-2,995	879	3,365	5,326
净利率	n.a	n.a	n.a	7.9%	23.0%	30.4%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	-1,169	-1,622	-2,790	1,129	3,715	5,776
少数股东损益	98	89	205	250	350	450
非现金支出	1,327	2,113	2,763	2,781	2,771	2,763
非经营收益	-967	-730	-517	107	-143	-322
营运资金变动	-409	550	428	-1,380	-58	431
经营活动现金净流	-1,218	311	-117	2,637	6,285	8,648
资本开支	-1,325	-1,503	-1,241	-600	-600	-600
投资	242	115	69	-1,358	0	0
其他	1,299	530	868	500	750	900
投资活动现金净流	216	-858	-304	-1,458	150	300
股权募资	0	0	4,946	0	0	0
债权募资	0	4,000	-1,251	-536	0	0
其他	-1,702	-1,167	-2,036	-1,002	-1,953	-2,708
筹资活动现金净流	-1,702	2,833	1,659	-1,538	-1,953	-2,708
现金净流量	-2,704	2,285	1,245	-360	4,482	6,240

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	7,656	9,941	13,877	12,636	16,280	21,722
应收款项	1,757	1,237	2,268	3,301	3,554	3,292
存货	17	25	48	38	39	40
其他流动资产	395	389	139	14	15	15
流动资产	9,824	11,593	16,331	15,989	19,887	25,070
%总资产	29.6%	22.5%	24.1%	24.0%	29.1%	35.1%
长期投资	2,966	3,081	2,756	4,114	4,114	4,114
固定资产	19,493	19,281	26,606	25,369	24,096	22,788
%总资产	58.7%	37.5%	39.3%	38.1%	35.2%	31.9%
无形资产	510	458	596	621	642	661
非流动资产	23,378	39,833	51,444	50,665	48,494	46,331
%总资产	70.4%	77.5%	75.9%	76.0%	70.9%	64.9%
资产总计	33,202	51,426	67,775	66,654	68,381	71,401
短期借款	0	800	2,081	1,568	1,568	1,568
应付款项	3,229	2,687	3,341	3,147	3,112	3,096
其他流动负债	391	4,480	3,407	3,119	3,350	3,538
流动负债	3,620	7,967	8,829	7,834	8,030	8,201
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	23	15,753	18,243	17,339	16,501	15,704
负债	3,643	23,720	27,072	25,173	24,531	23,905
普通股股东权益	29,215	27,505	39,608	40,135	42,154	45,350
其中：股本	1,927	1,927	2,488	2,488	2,488	2,488
未分配利润	23,403	21,692	19,111	19,639	21,658	24,854
少数股东权益	343	201	1,096	1,346	1,696	2,146
负债股东权益合计	33,202	51,426	67,775	66,654	68,381	71,401

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	-0.657	-0.888	-1.204	0.353	1.352	2.140
每股净资产	15.161	14.274	15.916	16.128	16.940	18.224
每股经营现金净流	-0.632	0.161	-0.047	1.060	2.526	3.475
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.141	0.541	0.856
回报率						
净资产收益率	-4.3%	-6.2%	-7.6%	2.2%	8.0%	11.7%
总资产收益率	-3.8%	-3.3%	-4.4%	1.3%	4.9%	7.5%
投入资本收益率	-6.6%	-6.5%	-6.8%	2.4%	7.4%	10.6%
增长率						
主营业务收入增长率	-60.7%	-13.4%	47.0%	102.4%	31.9%	19.6%
EBIT增长率	N/A	3.1%	53.4%	-130.4%	268.2%	54.8%
净利润增长率	-125.2%	35.1%	75.0%	N/A	282.8%	58.3%
总资产增长率	-10.7%	54.9%	31.8%	-1.7%	2.6%	4.4%
资产管理能力						
应收账款周转天数	140.4	136.7	108.1	100.0	80.0	60.0
存货周转天数	0.9	1.3	1.5	1.5	1.5	1.5
应付账款周转天数	33.0	40.1	37.9	40.0	35.0	30.0
固定资产周转天数	1,614.8	1,764.4	1,636.6	768.0	550.4	432.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-25.9%	-33.0%	-29.0%	-26.7%	-33.6%	-42.4%
EBIT利息保障倍数	9.2	-6.0	-8.6	2.7	11.5	23.8
资产负债率	11.0%	46.1%	39.9%	37.8%	35.9%	33.5%

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

来源：聚源数据

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

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	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究