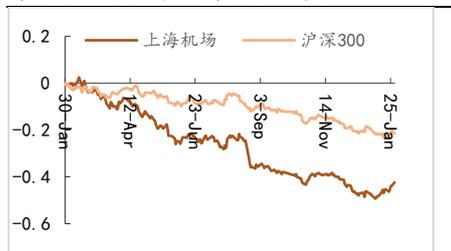


评级： 买入

张功  
交运行业首席分析师  
SAC 执证编号: S0110522030003  
zhanggong1@sczq.com.cn

张莹  
交运行业研究助理  
zhangying2022@sczq.com.cn

市场指数走势 (最近 1 年)



资料来源: 聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	35.18
一年内最高/最低价 (元)	62.96/30.74
市盈率 (当前)	-221.31
市净率 (当前)	2.18
总股本 (亿股)	24.88
总市值 (亿元)	875.45

资料来源: Wind

相关研究

- 旺季营收维持高增，盈利水平修复持续
- 客流复苏驱动营收高增，23Q2 扭亏为盈
- 3 月单月扭亏，看好后续出行消费复苏

核心观点

- 事件：公司发布 2023 全年业绩预告。**2023 年公司经营业绩将扭亏为盈，预计实现归母净利润 9.1 亿元到 10.8 亿元，扣非后归母净利润 8.09 亿元到 9.79 亿元。上海机场 2023 年 Q1-Q3 分别实现季度归母净利润-0.99 亿元、2.31 亿元、3.65 亿元，2023Q4 预计实现归母净利润 4.13 亿元到 5.83 亿元，达到全年季度利润最高峰。
- 公司经营业绩整体好转，实现恢复性增长。**2023 年，上海机场旅客吞吐量为 9697 万人次，同比+551%，已恢复至 2019 年同期的 127%。飞机起降架次为 43.39 万架次，恢复至 2019 年同期的 85%，其中国内、国际、地区飞机起降架次分别恢复至 2019 年同期的 110%、54%、73%。原因系 2023 年民航业持续复苏，境内市场恢复至疫情前水平，出入境旅客量大幅增长，公司盈利水平稳步提升，资产整合效应明显，经营情况整体好转。
- 政策支持助力机场发展，充分彰显多式联运优势。**2023 年 11 月颁布的《浦东新区交通强区建设实施方案（2023-2035 年）》，将极大释放上海机场发展潜力。具体表现在：①重点推进浦东国际机场四期扩建，提升机场客货运保障能力；②国内首列市域铁路机场联络线列车运行后将使虹桥和浦东两大综合交通枢纽间运行时间控制在 40 分钟左右。由此可见，政策支持下浦东多式联运优势有望进一步凸显。
- 公司免税新协议落地，免税业绩未来可期。**2023 年 12 月 26 日，上海机场与中国中免重新签署免税分成协议，与 2021 年签订的协议相比，回到了疫情前“下有保底，上不封顶”的模式，扣点由 42.5%下降至 18%-36%。2023 年，上海浦东国际机场口岸出入境人员 1680 余万人次；入出境外国人 356 万人次，是 2022 年的 19 倍，随着机场出入境客流的恢复，预计未来免税收入更上一层楼。
- 投资建议：**公司统一管理上海两场，航线网络通达，基于公司国际客流恢复和免税业务发展前景，我们预计公司 2023-2025 年归母净利润为 9.9/29.3/44.8 亿元（前值为 9.9/37.8/55.3 亿元），以最新收盘价计算 PE 为 88.9/29.9/19.5 倍。维持公司“买入”评级。
- 风险提示：**宏观经济增速不及预期，需求不及预期，免税销售不及预期等。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收 (亿元)	54.8	113.2	133.1	153.8
营收增速 (%)	47.0	106.5	17.6	15.6
归母净利润 (亿元)	-29.9	9.9	29.3	44.8
归母净利润增速 (%)	-75.0	132.9	197.6	52.8
EPS(元/股)	-1.20	0.40	1.18	1.80
PE	-29.2	88.9	29.9	19.5

资料来源: Wind, 首创证券

## 财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	16331	15471	16201	19005	经营活动现金流	-1291	2482	4816	6469
现金	13877	10242	10063	11915	净利润	-2790	920	2739	4185
应收账款	2102	4049	4760	5502	折旧摊销	1584	2927	2948	2890
其它应收款	166	304	358	414	财务费用	466	750	530	324
预付账款	19	25	30	34	投资损失	-177	-514	-514	-514
存货	48	39	38	39	营运资金变动	428	-1792	-1078	-607
其他	120	810	952	1101	其它	-802	192	192	192
非流动资产	51444	49031	46597	44222	投资活动现金流	-304	-192	-192	-192
长期投资	2756	3270	3784	4299	资本支出	1312	0	0	0
固定资产	43939	41503	39045	36567	长期投资	69	0	0	0
无形资产	437	364	292	219	其他	-1685	-192	-192	-192
其他	4312	3894	3476	3137	筹资活动现金流	1659	-5925	-4804	-4425
资产总计	67775	64502	62798	63227	短期借款	750	-750	0	0
流动负债	8829	9060	8892	9237	长期借款	2560	-4425	-4274	-4102
短期借款	750	0	0	0	其他	-1651	-750	-530	-324
应付账款	1134	1087	1054	1087	现金净增加额	71	-3634	-180	1852
其他	6945	7973	7838	8150	主要财务比率				
非流动负债	18243	13818	9544	5442	成长能力				
长期借款	18220	13795	9521	5419	营业收入	47.02%	106.54%	17.55%	15.58%
其他	23	23	23	23	营业利润	-71.13%	131.51%	200.98%	53.10%
负债合计	27072	22878	18436	14679	归属母公司净利润	-75.05%	132.90%	197.64%	52.80%
少数股东权益	1096	1031	837	542	获利能力				
归属母公司股东权益	39608	40593	43525	48006	毛利率	-62.41%	14.95%	29.85%	37.43%
负债和股东权益	67775	64502	62798	63227	净利率	-54.65%	8.70%	22.04%	29.13%
利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE	-7.56%	2.43%	6.74%	9.33%
营业收入	5480	11319	13306	15380	ROIC	-7.40%	3.15%	6.73%	9.76%
营业成本	8901	9627	9334	9623	偿债能力				
营业税金及附加	105	83	97	112	资产负债率	39.94%	35.47%	29.36%	23.22%
营业费用	0	0	0	0	净负债比率	12.51%	8.54%	-1.22%	-13.38%
研发费用	0	0	0	0	流动比率	1.85	1.71	1.82	2.06
管理费用	484	340	359	374	速动比率	1.83	1.61	1.71	1.93
财务费用	466	750	530	324	营运能力				
资产减值损失	0	0	0	0	总资产周转率	0.08	0.18	0.21	0.24
公允价值变动收益	0	0	0	0	应收账款周转率	2.61	2.80	2.80	2.80
投资净收益	177	514	514	514	应付账款周转率	7.85	8.85	8.85	8.85
营业利润	-3894	1227	3694	5655	每股指标(元)				
营业外收入	78	26	26	26	每股收益	-1.20	0.40	1.18	1.80
营业外支出	9	6	6	6	每股经营现金	-0.52	1.00	1.94	2.60
利润总额	-3825	1248	3715	5676	每股净资产	15.92	16.31	17.49	19.29
所得税	-1035	328	976	1491	估值比率				
净利润	-2790	920	2739	4185	P/E	-29.23	88.86	29.86	19.54
少数股东损益	205	-65	-194	-296	P/B	2.21	2.16	2.01	1.82
归属母公司净利润	-2995	985	2932	4481					
EBITDA	-1775	4925	7193	8890					
EPS (元)	-1.20	0.40	1.18	1.80					

## 分析師簡介

張功，南京航空航天大學碩士，證書編號：S0110522030003。曾就職於華東空管局、春秋航空、平安證券，5年以上實業工作經歷。2022年3月加入首創證券，負責交通運輸、房地產等板塊研究。

張瑩，交運行業研究助理，廈門大學會計碩士，2022年10月加入首創證券。

## 分析師聲明

本報告清晰準確地反映了作者的研究觀點，力求獨立、客觀和公正，結論不受任何第三方的授意或影響，作者將對報告的內容和觀點負責。

## 免責聲明

本報告由首創證券股份有限公司（已具備中國證監會批復的證券投資諮詢業務資格）制作。本報告所在資料的來源及觀點的出處皆被首創證券認為可靠，但首創證券不保證其準確性或完整性。該等信息、意見並未考慮到獲取本報告人員的具體投資目的、財務狀況以及特定需求，在任何時候均不構成對任何人的個人推薦。投資者應當對本報告中的信息和意見進行獨立評估，並應同時考量各自的投資目的、財務狀況和特定需求，必要時就法律、商業、財務、稅收等方面諮詢專業財務顧問的意見。對依據或者使用本報告所造成的一切後果，首創證券及/或其關聯人員均不承擔任何法律責任。投資者需自主作出投資決策並自行承擔投資風險，任何形式的分享證券投資收益或者分擔證券投資損失的書面或口頭承諾均為無效。

本報告所載的信息、材料或分析工具僅提供給閣下作參考用，不是也不應被視為出售、購買或認購證券或其他金融工具的要約或要約邀請。該等信息、材料及預測無需通知即可隨時更改。過往的表現亦不應作為日後表現的預示和擔保。在不同時期，首創證券可能會發出與本報告所載意見、評估及預測不一致的研究報告。

首創證券的銷售人員、交易人員以及其他專業人士可能會依據不同假設和標準、採用不同的分析方法而口頭或書面發表與本報告意見及建議不一致的市場評論和/或交易觀點。首創證券沒有將此意見及建議向報告所有接收者進行更新的義務。首創證券的自營部門以及其他投資業務部門可能獨立做出與本報告中的意見或建議不一致的投資決策。

在法律許可的情況下，首創證券可能會持有本報告中提及公司所發行的證券頭寸並進行交易，也可能為這些公司提供或爭取提供投資銀行業務服務。因此，投資者應當考慮到首創證券及/或其相關人員可能存在影響本報告觀點客觀性的潛在利益衝突。投資者請勿將本報告視為投資或其他決定的唯一信賴依據。

本報告的版權僅為首創證券所有，未經書面許可任何機構和個人不得以任何形式轉發、翻版、複製、刊登、發表或引用。

## 評級說明

	評級	說明
<b>1. 投資建議的比較標準</b>		
投資評級分為股票評級和行業評級	<b>股票投資評級</b>	買入 相對滬深 300 指數漲幅 15% 以上
以報告發布後的 6 個月內的市場表現為比較標準，報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	增持	相對滬深 300 指數漲幅 5%-15% 之間
	中性	相對滬深 300 指數漲幅 -5%-5% 之間
	減持	相對滬深 300 指數跌幅 5% 以上
<b>2. 投資建議的評級標準</b>	<b>行業投資評級</b>	看好 行業超越整體市場表現
報告發布日後的 6 個月內的公司股價（或行業指數）的漲跌幅相對同期的滬深 300 指數的漲跌幅為基準	中性	行業與整體市場表現基本持平
	看淡	行業弱於整體市場表現