

## 上海机场（600009）

### 2024 一季报点评：免税租金调后首季，国际客流继续爬坡

增持（维持）

2024 年 04 月 30 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

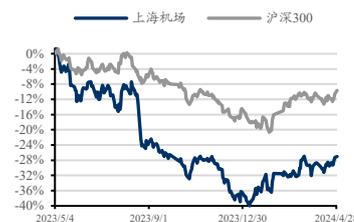
shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入（百万元）	5,480	11,047	13,198	14,990	16,584
同比（%）	(32.79)	101.57	19.47	13.57	10.63
归母净利润（百万元）	(2,994.95)	934.05	2,105.54	3,003.08	3,792.42
同比（%）	(89.77)	131.19	125.42	42.63	26.28
EPS-最新摊薄（元/股）	(1.20)	0.38	0.85	1.21	1.52
P/E（现价&最新摊薄）	-	100.25	44.47	31.18	24.69

#### 投资要点

- **事件：**2024 年 4 月 29 日，上海机场发布 2024 年一季报，2024 年 Q1 公司实现营收 30.29 亿元，同比+40.6%；归母净利润为 3.86 亿元，去年同期亏损 0.99 亿元；扣非归母净利润为 3.82 亿元，去年同期亏损 1.01 亿元。
- **Q1 业绩低于预期。**Q1 公司毛利率为 23.5%，环比+2.0pct，恢复至 2019 年同期的 42.5%；归母净利率为 12.7%，恢复至 2019 年同期的 25.4%，环比-1.3pct。Q1 业绩低于预期，或因为免税租金合同调整影响。Q1 相关免税合同收入 3.47 亿元，同比+5.2%。
- **国际客流恢复疫情前 8 成。**2024 年 Q1 浦东机场+虹桥机场的国内航线游客吞吐量/起降架次分别为 2229.55 万人次/14.41 万架次，同比+30%/13%。国际+港澳台航线游客吞吐量/起降架次分别为 781.42 万人次/5.32 万架次，恢复至 2019 年的 81%/89%。随着国际客流进一步提升及货盘的支持，口岸免税销售额在 2024 年有进一步增长潜力。
- **上海机场免税扣点率调降幅度参考白云机场。**上海机场/北京首都机场/白云机场分别于 2023 年 12 月/2023 年 12 月/2024 年 4 月公告与中国中免的免税租金调整方案，原有的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，同时大幅调降保底及提成（较原协议）。2024Q1 是上海机场免税租金调整后的首个季度，未来机场非航收入将与免税销售额强挂钩。白云机场公告 T1 出境免税项目租金具体条款，基础保底月租金为 380 万元，销售额提成比例为 23.15%；参考该数值，我们推测上海机场免税综合扣点率在 25%中枢水平。
- **盈利预测与投资评级：**作为中国最大口岸，上海机场是国际通航复苏核心标的。国际客流恢复将在 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。基于最新财务数据，下调上海机场盈利预测，2024-2026 年归母净利润分别为 21.06/30.03/37.92 亿元（前值为 25.96/38.02/45.40 亿元），对应 PE 为 44/31/25 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示：**国际出行恢复不及预期、宏观经济走弱影响居民消费意愿、进口免税商品渠道竞争风险等。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	37.63
一年最低/最高价	30.74/53.70
市净率(倍)	2.29
流通 A 股市值(百万元)	72,511.45
总市值(百万元)	93,641.55

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	16.45
资产负债率(% ,LF)	39.83
总股本(百万股)	2,488.48
流通 A 股(百万股)	1,926.96

#### 相关研究

《上海机场(600009): 2023 年报点评: 单 Q4 归母净利 4.4 亿, 国际客流继续爬坡》

2024-04-01

《上海机场(600009): 2023 业绩预盈公告点评: Q4 业绩符合预期, 国际客流将继续爬坡》

2024-01-27

## 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)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>17,726</b>	<b>23,853</b>	<b>29,836</b>	<b>36,692</b>	<b>营业总收入</b>	<b>11,047</b>	<b>13,198</b>	<b>14,990</b>	<b>16,584</b>
货币资金及交易性金融资产	15,022	19,944	26,775	33,023	营业成本(含金融类)	9,223	9,684	10,168	10,677
经营性应收款项	2,608	2,957	2,951	3,100	税金及附加	248	13	15	17
存货	48	36	83	41	销售费用	0	0	0	0
合同资产	0	0	0	0	管理费用	564	621	677	731
其他流动资产	48	915	28	528	研发费用	6	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>51,754</b>	<b>49,090</b>	<b>46,385</b>	<b>43,671</b>	财务费用	423	380	360	319
长期股权投资	4,328	4,228	4,128	4,028	加:其他收益	128	29	30	43
固定资产及使用权资产	42,708	40,728	38,568	36,283	投资净收益	661	700	800	900
在建工程	1,929	1,350	945	662	公允价值变动	9	0	0	0
无形资产	471	426	376	321	减值损失	0	(17)	(18)	4
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	(3)	0	0	0
长期待摊费用	146	186	196	206	<b>营业利润</b>	<b>1,378</b>	<b>3,212</b>	<b>4,582</b>	<b>5,787</b>
其他非流动资产	2,172	2,172	2,172	2,172	营业外净收支	10	2	1	1
<b>资产总计</b>	<b>69,481</b>	<b>72,943</b>	<b>76,221</b>	<b>80,363</b>	<b>利润总额</b>	<b>1,388</b>	<b>3,214</b>	<b>4,583</b>	<b>5,788</b>
<b>流动负债</b>	<b>9,652</b>	<b>11,088</b>	<b>11,271</b>	<b>11,400</b>	减:所得税	199	707	1,008	1,273
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,431	3,181	3,181	3,181	<b>净利润</b>	<b>1,189</b>	<b>2,507</b>	<b>3,575</b>	<b>4,515</b>
经营性应付款项	1,644	1,898	1,993	1,925	减:少数股东损益	255	401	572	722
合同负债	56	15	13	14	<b>归属母公司净利润</b>	<b>934</b>	<b>2,106</b>	<b>3,003</b>	<b>3,792</b>
其他流动负债	5,521	5,994	6,084	6,280	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.38	0.85	1.21	1.52
非流动负债	17,802	17,302	16,802	16,302	EBIT	1,137	2,909	4,160	5,203
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	3,953	5,544	6,800	7,846
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	16.51	26.63	32.17	35.62
租赁负债	17,783	17,283	16,783	16,283	归母净利率(%)	8.46	15.95	20.03	22.87
其他非流动负债	19	19	19	19	收入增长率(%)	101.57	19.47	13.57	10.63
<b>负债合计</b>	<b>27,454</b>	<b>28,390</b>	<b>28,073</b>	<b>27,702</b>	归母净利润增长率(%)	131.19	125.42	42.63	26.28
归属母公司股东权益	40,542	42,667	45,690	49,481					
少数股东权益	1,485	1,886	2,458	3,180					
<b>所有者权益合计</b>	<b>42,027</b>	<b>44,553</b>	<b>48,148</b>	<b>52,661</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>69,481</b>	<b>72,943</b>	<b>76,221</b>	<b>80,363</b>					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	4,020	4,736	7,263	6,556	每股净资产(元)	16.29	17.15	18.36	19.88
投资活动现金流	(2,641)	732	866	971	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	(638)	(546)	(1,298)	(1,278)	ROIC(%)	1.58	3.57	4.88	5.79
现金净增加额	739	4,922	6,830	6,248	ROE-摊薄(%)	2.30	4.93	6.57	7.66
折旧和摊销	2,815	2,634	2,640	2,644	资产负债率(%)	39.51	38.92	36.83	34.47
资本开支	(1,242)	(28)	(24)	(19)	P/E(现价&最新股本摊薄)	100.25	44.47	31.18	24.69
营运资本变动	(113)	(516)	1,033	(476)	P/B(现价)	2.31	2.19	2.05	1.89

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

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

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>