

盈利小幅增加，流量变现能力待提高

华泰研究

2024 年 11 月 01 日 | 中国内地

季报点评

机场

投资评级(维持):

增持

目标价(人民币):

38.50

研究员

 SAC No. S0570516110001 shenxiaofeng@htsc.com
 SFC No. BCG366 + (86) 21 2897 2088

沈晓峰

研究员

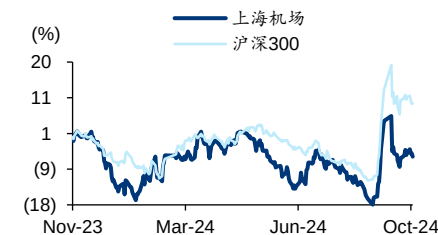
 SAC No. S0570519090001 huangfanyang@htsc.com
 SFC No. BQK283 + (86) 21 2897 2228

黄凡洋

基本数据

目标价 (人民币)	38.50
收盘价 (人民币 截至 10 月 31 日)	34.96
市值 (人民币百万)	86,997
6 个月平均日成交额 (人民币百万)	327.47
52 周价格范围 (人民币)	30.24-38.93
BVPS (人民币)	16.39

股价走势图



资料来源: Wind

上海机场公布 3Q24 业绩: 收入 31.27 亿元, 同增 2.5%; 归母净利润 3.87 亿元, 同增 6.2%。前三季度公司实现收入 91.91 亿元, 同增 16.0%; 归母净利润 12.02 亿元, 同增 141.9%。公司 3Q24 归母净利润低于我们此前预期的 5.7 亿元, 或主因免税业务承压, 非航业务营收较低。展望之后, 机场流量有望持续稳步上涨, 不过免税客单价恢复仍需观察, 需挖掘有税、餐饮等流量变现潜力, 盈利恢复至 19 年仍需等待。维持“增持”。

流量同比较快增长, 但免税收入较弱, 拖累单季营收增速

3Q24 旺季公司流量快速提升, 浦东+虹桥旅客吞吐量达到 3307 万人次, 同比提升 18.7%。其中浦东机场 3Q24 旅客吞吐量达到 2077 万人次, 同比提升 24.1%, 恢复至 3Q19 的 105.5% (2Q24 为 95.9%), 另外浦东的国内和国际+地区线分别同比提升 7.4% 和 58.2%, 恢复至 3Q19 的 124% 和 87% (2Q24 为 114% 和 79%)。公司流量增加较快, 但 3Q24 营收 31.27 亿, 同比仅增加 2.5%, 其中来自免税补充协议收入 3Q 为 2.7 亿, 同比下降 2.6 亿, 我们认为或是公司营收增速承压的主要原因。

单季归母净利润同比小幅增长, 等待流量变现能力提升

公司成本管控效果较为良好, 3Q24 上海机场营业成本 24.26 亿, 同比小幅提升 1.5%, 幅度小于营收涨幅, 毛利润 7.02 亿, 同比改善 5.7% (0.38 亿), 毛利率 22.4%, 同比提升 0.7pct。最终公司 3Q24 归母净利润同比提升 6.2% (0.22 亿) 至 3.87 亿。3Q24 净利润同步涨幅明显小于流量, 公司流量变现能力承压, 我们认为主要由于免税扣点率下降及客单价恢复较弱。展望之后, 公司流量有望稳步增长, 但免税业务恢复仍需等待, 需挖掘有税、餐饮等流量变现潜力, 公司短期盈利水平或难以回到 2019 年。

调整目标价至 38.50 元, 维持“增持”评级

考虑免税业务营收较弱, 且免税客单价仍需观察, 我们下调相关业务营收, 并预测 24-26 年归母净利润 16.68/24.22/29.12 亿 (前值 19.45/28.67/35.01 亿); 我们采用 DCF 估值法, 给予目标价 38.50 元 (前值 39.00 元), WACC 为 11.1% (前值 11.2%)、永续增长率为 2.0% 不变, 维持“增持”评级。

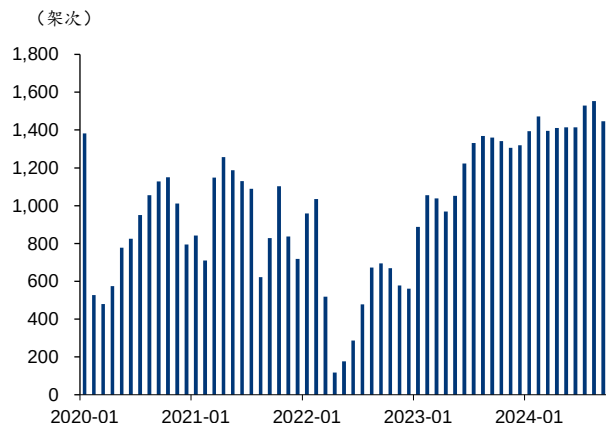
风险提示: 免税销售不及预期、流量恢复不及预期、高峰时刻增长不达预期, 股权激励及回购方案实施存在不确定性。

经营预测指标与估值

会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	5,480	11,047	12,041	13,676	15,040
+/-%	47.02	101.57	9.00	13.58	9.97
归属母公司净利润 (人民币百万)	(2,995)	934.05	1,668	2,422	2,912
+/-%	(75.05)	131.19	78.59	45.21	20.23
EPS (人民币, 最新摊薄)	(1.20)	0.38	0.67	0.97	1.17
ROE (%)	(6.85)	2.83	4.49	6.19	7.03
PE (倍)	(29.05)	93.14	52.15	35.92	29.87
PB (倍)	2.20	2.15	2.08	1.98	1.89
EV EBITDA (倍)	(100.49)	16.44	14.63	11.50	9.83

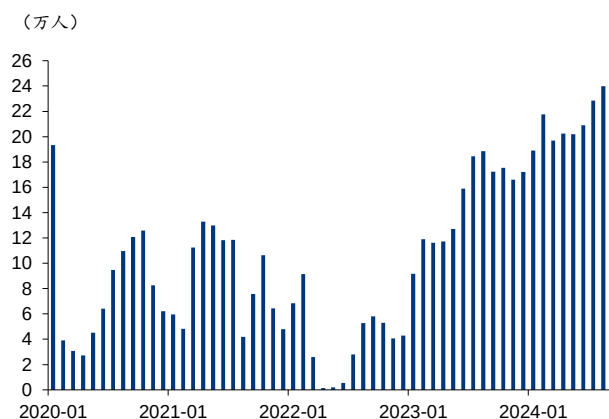
资料来源: 公司公告、华泰研究预测

图表1: 浦东机场每月日均飞机起降架次 (2020.1-2024.9)



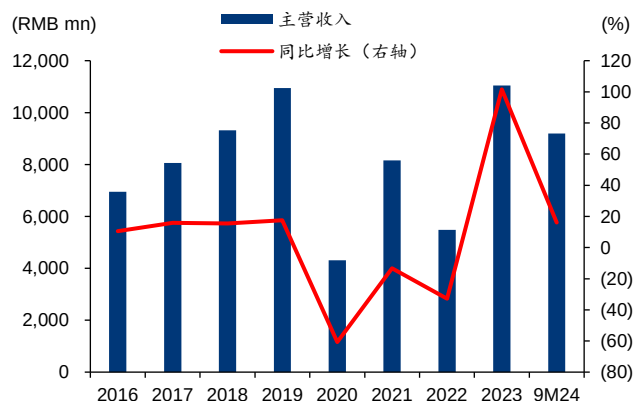
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表2: 浦东机场每月日均旅客吞吐量 (2020.1-2024.9)



资料来源: 公司公告, 华泰研究

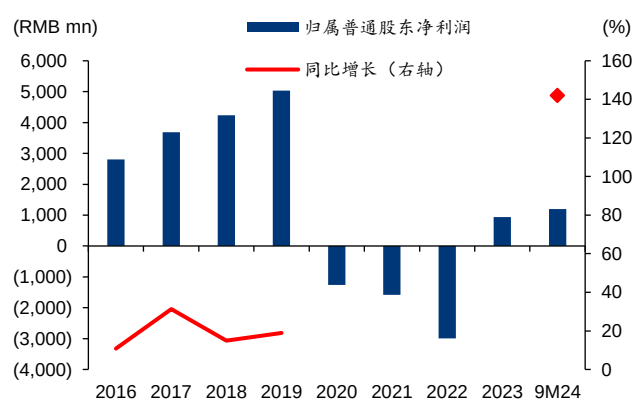
图表3: 上海机场营业收入及其增速



注: 2021 年为重述数据

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表4: 上海机场归母净利润



注: 2021 年为重述数据

资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表5: DCF 估值假设

	原预测	新预测
目标价	39.00 元	38.50 元
无风险收益率	2.5%	2.4% 10 年国债收益率过去一年均值
Beta 系数	0.96	0.96 过去三年 VS 沪深 300 指数
风险溢价	10%	10% 彭博中国溢价 5 年均值
目标债务水平	10%	10%
加权平均资本成本(WACC)	11.2%	11.1%
永续增长率	2.0%	2.0%

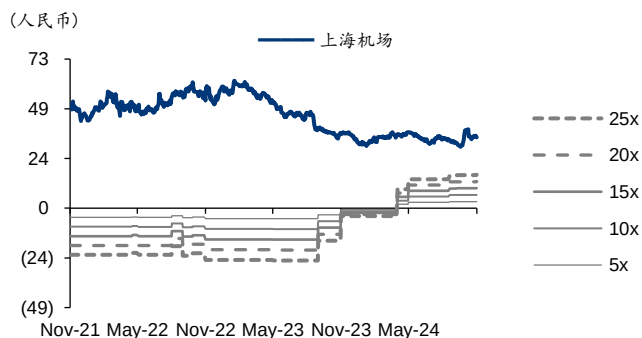
资料来源: Wind、Bloomberg、华泰研究预测

图表6: 核心假设汇总

		2024E	2025E	2026E	说明
飞机起降架次 (千次)	原预测	806	853	887	
	新预测	806	851	885	
	(+/-%)	0.0	(0.3)	(0.3)	
旅客吞吐量 (百万人次)	原预测	124	132	138	
	新预测	124	132	138	
	(+/-%)	0.0	0.1	0.1	
航空收入 (人民币 百万)	原预测	5834.2	6500.3	6960.9	
	新预测	5836.6	6489.6	6950.0	
	(+/-%)	0.0	(0.2)	(0.2)	
商业租赁收入 (人民币 百万)	原预测	2141.2	3044.0	3754.0	免税业务恢复承压, 调低免税等非航收入。
	新预测	1756.7	2520.4	3194.6	
	(+/-%)	(18.0)	(17.2)	(14.9)	
营业收入 (人民币 百万)	原预测	12,423	14,210	15,610	
	新预测	12,041	13,676	15,040	
	(+/-%)	(3.1)	(3.8)	(3.7)	
主营业务成本 (人民币 百万)	原预测	9,585	10,148	10,717	
	新预测	9,585	10,148	10,717	
	(+/-%)	0.0	0.0	0.0	
归母净利润 (人民币 百万)	原预测	1945	2867	3501	
	新预测	1668	2422	2912	
	(+/-%)	(14.2)	(15.5)	(16.8)	
每股盈利 (人民币)	原预测	0.78	1.15	1.41	
	新预测	0.67	0.97	1.17	
	(+/-%)	(14.2)	(15.5)	(16.8)	

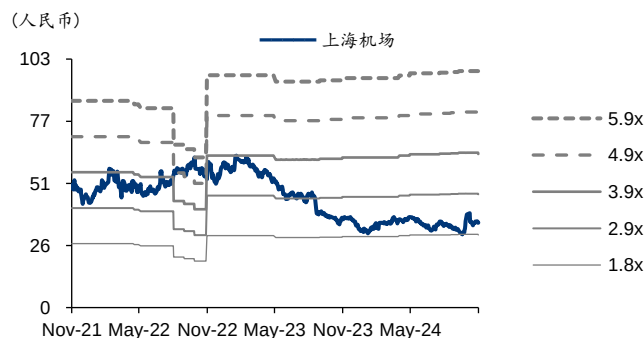
资料来源: 华泰研究预测

图表7: 上海机场 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

图表8: 上海机场 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	16,331	17,726	17,477	19,987	21,938
现金	13,877	14,615	13,693	15,799	17,415
应收账款	2,102	2,590	2,842	3,228	3,550
其他应收账款	165.53	46.32	50.48	57.34	63.06
预付账款	19.06	16.91	0.00	0.00	0.00
存货	48.27	47.50	74.45	84.56	92.99
其他流动资产	119.72	409.91	816.92	818.16	817.07
非流动资产	51,444	51,754	50,081	48,260	48,343
长期投资	2,756	4,328	5,178	6,116	7,127
固定投资	24,566	24,113	22,657	21,044	19,112
无形资产	437.37	471.12	471.12	471.12	471.12
其他非流动资产	23,685	22,842	21,775	20,629	21,632
资产总计	67,775	69,481	67,558	68,247	70,281
流动负债	8,829	9,652	7,138	6,489	6,775
短期借款	749.74	1,200	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,134	955.06	1,534	1,742	1,916
其他流动负债	6,945	7,497	5,604	4,746	4,859
非流动负债	18,243	17,802	16,729	15,719	14,767
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	18,243	17,802	16,729	15,719	14,767
负债合计	27,072	27,454	23,867	22,208	21,542
少数股东权益	1,096	1,485	1,779	2,207	2,721
股本	2,488	2,488	2,488	2,488	2,488
资本公积	16,504	16,504	16,504	16,504	16,504
留存公积	20,615	21,549	22,923	24,918	27,316
归属母公司股东权益	39,608	40,542	41,911	43,833	46,019
负债和股东权益	67,775	69,481	67,558	68,247	70,281

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金	(116.96)	4,020	2,186	3,984	5,572
净利润	(2,790)	1,189	1,962	2,850	3,426
折旧摊销	2,594	2,815	2,647	2,823	2,984
财务费用	466.45	422.77	382.11	301.76	222.28
投资损失	(176.54)	(660.90)	(849.92)	(937.68)	(1,012)
营运资金变动	427.51	(113.36)	(1,956)	(1,053)	(48.29)
其他经营现金	(637.97)	367.25	0.00	0.00	0.00
投资活动现金	(303.93)	(2,641)	(123.60)	(65.00)	(2,055)
资本支出	(1,241)	(1,244)	(19.22)	(300.32)	(2,725)
长期投资	69.40	(1,949)	(849.92)	(937.68)	(1,012)
其他投资现金	868.10	552.02	745.55	1,173	1,682
筹资活动现金	1,659	(637.70)	(2,984)	(1,813)	(1,901)
短期借款	749.74	450.70	(1,200)	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	561.52	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	13,928	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(13,581)	(1,088)	(1,784)	(1,813)	(1,901)
现金净增加额	1,245	738.74	(922.08)	2,106	1,616

资料来源：公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	5,480	11,047	12,041	13,676	15,040
营业成本	8,901	9,223	9,585	10,148	10,717
营业税金及附加	105.30	248.33	270.68	307.43	338.09
营业费用	0.00	0.00	0.08	0.09	0.10
管理费用	483.88	564.43	553.89	588.07	601.59
财务费用	466.45	422.77	382.11	301.76	222.28
资产减值损失	0.49	(3.74)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	(0.06)	8.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	176.54	660.90	849.92	937.68	1,012
营业利润	(3,894)	1,378	2,142	3,311	4,214
营业外收入	77.83	12.63	16.50	16.50	16.50
营业外支出	8.73	2.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	(3,825)	1,388	2,159	3,328	4,231
所得税	(1,035)	198.91	196.34	478.01	804.80
净利润	(2,790)	1,189	1,962	2,850	3,426
少数股东损益	204.97	255.05	294.37	427.46	513.93
归属母公司净利润	(2,995)	934.05	1,668	2,422	2,912
EBITDA	(759.49)	4,617	5,188	6,453	7,437
EPS (人民币, 基本)	(1.26)	0.38	0.67	0.97	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	47.02	101.57	9.00	13.58	9.97
营业利润	(71.13)	135.39	55.46	54.56	27.28
归属母公司净利润	(75.05)	131.19	78.59	45.21	20.23
获利能力 (%)					
毛利率	(62.41)	16.51	20.40	25.80	28.74
净利率	(50.91)	10.76	16.30	20.84	22.78
ROE	(6.85)	2.83	4.49	6.19	7.03
ROIC	(9.76)	6.53	9.06	12.78	14.99
偿债能力					
资产负债率 (%)	39.94	39.51	35.33	32.54	30.65
净负债比率 (%)	(28.92)	(28.95)	(28.55)	(31.67)	(33.23)
流动比率	1.85	1.84	2.45	3.08	3.24
速动比率	1.83	1.83	2.38	3.00	3.16
营运能力					
总资产周转率	0.09	0.16	0.18	0.20	0.22
应收账款周转率	3.38	4.71	4.43	4.51	4.44
应付账款周转率	9.62	8.83	7.70	6.19	5.86
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	(1.20)	0.38	0.67	0.97	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.05)	1.62	0.88	1.60	2.24
每股净资产(最新摊薄)	15.92	16.29	16.84	17.61	18.49
估值比率					
PE (倍)	(29.05)	93.14	52.15	35.92	29.87
PB (倍)	2.20	2.15	2.08	1.98	1.89
EV EBITDA (倍)	(100.49)	16.44	14.63	11.50	9.83

免责声明

分析师声明

本人，沈晓峰、黄凡洋，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

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、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈晓峰、黄凡洋本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第 32C 条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或所分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时 100 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司