

国际客流高增带动盈利修复，非航业务具备韧性

2025 年 05 月 04 日

➤ **2025 年 4 月 28 日公司发布 2024 年年报：**2024 年公司营收 123.7 亿元，同比+12%，归母净利 19.3 亿元，同比+107%，扣非归母净利 14.1 亿元，同比+70%；4Q24 公司营收 31.8 亿元，同比+2%，归母净利 7.3 亿元，同比+67%，扣非归母净利 2.3 亿元，同比-39%。2024 年 10 月公司公告房屋征收补偿 6.89 亿元事项，计入非经常性损益一次性增厚四季度利润。**公司发布 2025 年一季报：**1Q25 公司营收 31.7 亿元，同比+4.7%，归母净利润 5.2 亿元，同比+35%，扣非归母净利 5.1 亿元，同比+34%。

➤ **飞机起降和旅客吞吐同比大幅增长带动航空性收入增加，国际客流恢复至 2019 年同期 80%以上带动单价上涨。虹浦两场客流、飞机起降同比高增带动航空性收入增长：**2024 年两场飞机起降 80.3 万架次，同比+15%，旅客吞吐量 1.25 亿人次，同比+29%，公司航空性收入同比+27%（吞吐相关收入同比+36%）。**国际客流恢复至 2019 年同期 83%带动航空性收入单价提升：**2024 年两场整体国际客流恢复至 2019 年 84%，与行业恢复水平持平（2024 年国际航班恢复至 2019 年 84%），国际客流恢复下上海两场单位吞吐量收入同比+10%、单架次收入同比+2%。

➤ **新协议下免税收入同比下滑，以及管理费用上涨拖累盈利。**尽管 2024 年全年公司扣非归母净利大幅增长，我们认为公司盈利表现受两方面因素压制：**新协议下免税收入同比下滑：**2023 年 12 月公司公告与日上上海签订补充协议，相较此前签订的补充协议，取消按照国际客流量确认租金的形式，重回保底租金与提成取高模式，但提成和保底租金水平较此前大幅下调。2024 年按照新版补充协议公司确认免税租金收入 12.1 亿元，同比-32%。我们预计免税对公司盈利拖累将逐渐减弱，1Q25 公司确认免税租金收入 3.4 亿元，同比持平，往后看租金有望跟随国际旅客量恢复、消费回暖逐渐提升。**管理费用同比上涨：**2024 年公司管理费用同比+30%，费用率较以往年份提升较大压制利润释放。我们预计 2025 年费用对盈利影响仍将持续，公司 2024 年 7 月公告股票激励计划，股票激励成本将在 2024-2028 年摊销，建议关注公司费用端表现。

➤ **其他非航业务具备韧性，免税店和油料公司股权投资收益稳健。广告、物流等其他非航业务具备韧性：**2024 年德高动量营收 13.3 亿元，同比+7.2%，公司按照德高动量营收 55%收取租金分成，受益于客流恢复下德高动量的稳健恢复，我们预计公司广告租金将增加；此外公司亦物流收入亦受益于空运货量增长。**股权投资受益稳健：**浦东油料、免税股权 2024 年分别贡献投资收益 4.0、1.6 亿元，公司置出 uni-champion 32%股权、置入免税店主体股权，有助于提高股权投资稳定性，我们预计公司将持续受益于优质股权资产。

➤ **投资建议：**公司是国际需求复苏核心标的，受益于外国人员往来开放扩大，尽管短期免税销售承压，但浦东机场国际客流量在中长期仍对免税商有着重要渠道价值。我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 21.5、25.6、29.3 亿元，当前股价对应 PE 分别为 37、31、27 倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

➤ **风险提示：**国际航线恢复不及预期；免税消费持续承压；基建投产增量成本超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	12,369	13,482	14,289	15,158
增长率 (%)	12.0	9.0	6.0	6.1
归属母公司股东净利润 (百万元)	1,934	2,154	2,561	2,930
增长率 (%)	107.0	11.4	18.9	14.4
每股收益 (元)	0.78	0.87	1.03	1.18
PE	41	37	31	27
PB	1.9	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 4 月 30 日收盘价）

谨慎推荐

首次评级

当前价格：

32.10 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@mszq.com

分析师 张骁瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@mszq.com

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	12,369	13,482	14,289	15,158
营业成本	9,656	9,731	9,979	10,351
营业税金及附加	278	289	306	324
销售费用	0	0	0	0
管理费用	736	755	757	758
研发费用	11	6	7	7
EBIT	1,721	2,809	3,354	3,839
财务费用	467	477	454	435
资产减值损失	-5	0	0	0
投资收益	800	944	1,000	1,061
营业利润	2,718	3,276	3,900	4,465
营业外收支	-3	25	25	25
利润总额	2,715	3,301	3,925	4,490
所得税	490	825	981	1,123
净利润	2,225	2,476	2,944	3,368
归属于母公司净利润	1,934	2,154	2,561	2,930
EBITDA	4,690	5,802	6,393	6,923

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,853	16,772	18,399	20,536
应收账款及票据	2,338	2,548	2,701	2,865
预付款项	17	18	18	19
存货	43	49	50	52
其他流动资产	2,599	2,598	2,613	2,629
流动资产合计	19,850	21,985	23,781	26,101
长期股权投资	4,414	4,414	4,414	4,414
固定资产	24,150	24,502	24,737	24,894
无形资产	474	474	474	474
非流动资产合计	50,197	50,141	50,114	50,082
资产合计	70,046	72,126	73,896	76,182
短期借款	700	700	700	700
应付账款及票据	1,821	1,520	1,559	1,617
其他流动负债	6,913	7,813	7,709	7,888
流动负债合计	9,434	10,033	9,968	10,205
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	17,082	17,082	17,082	17,082
非流动负债合计	17,082	17,082	17,082	17,082
负债合计	26,516	27,115	27,050	27,287
股本	2,488	2,488	2,488	2,488
少数股东权益	1,877	2,198	2,581	3,019
股东权益合计	43,530	45,010	46,846	48,895
负债和股东权益合计	70,046	72,126	73,896	76,182

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	11.97	9.00	5.99	6.08
EBIT 增长率	51.32	63.21	19.40	14.44
净利润增长率	107.05	11.37	18.92	14.39
盈利能力 (%)				
毛利率	21.93	27.82	30.16	31.71
净利率	15.64	15.98	17.92	19.33
总资产收益率 ROA	2.76	2.99	3.47	3.85
净资产收益率 ROE	4.64	5.03	5.79	6.39
偿债能力				
流动比率	2.10	2.19	2.39	2.56
速动比率	2.10	2.18	2.38	2.55
现金比率	1.57	1.67	1.85	2.01
资产负债率 (%)	37.86	37.59	36.61	35.82
经营效率				
应收账款周转天数	71.72	65.24	66.13	66.10
存货周转天数	1.69	1.70	1.78	1.77
总资产周转率	0.18	0.19	0.20	0.20
每股指标 (元)				
每股收益	0.78	0.87	1.03	1.18
每股净资产	16.74	17.20	17.79	18.44
每股经营现金流	2.22	2.26	2.16	2.44
每股股利	0.40	0.45	0.53	0.61
估值分析				
PE	41	37	31	27
PB	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.57	14.21	12.89	11.91
股息收益率 (%)	1.25	1.39	1.65	1.89

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,225	2,476	2,944	3,368
折旧和摊销	2,969	2,993	3,039	3,084
营运资金变动	742	382	-234	55
经营活动现金流	5,531	5,629	5,378	6,076
资本开支	-1,474	-1,812	-1,844	-1,883
投资	-1,943	0	0	0
投资活动现金流	-2,919	-916	-844	-822
股权募资	358	0	0	0
债务募资	-500	1	0	0
筹资活动现金流	-2,397	-2,794	-2,907	-3,117
现金净流量	220	1,919	1,627	2,137

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048