

25H1 成本控制良好，中期分红提升股东回报

2025 年 08 月 31 日

► **2025 年 8 月 29 日公司发布 2025 年半年报：**2025H1 公司营收 63.5 亿元，同比+4.8%，归母净利 10.4 亿元，同比+28%，扣非归母净利 10.3 亿元，同比+28%；25Q2 公司营收 31.8 亿元，同比+4.8%，归母净利 5.3 亿元，同比+22%，扣非归母净利 5.1 亿元，同比+22%。公司 25H1 归母净利同比改善，我们认为主要是由于生产经营同比恢复，增加对固定成本覆盖；以及国际旅客量占比提高，提升盈利能力；公司上半年成本控制良好，25H1 营业成本同比-0.3%。

► **飞机起降和旅客吞吐延续同比增长带动航空性收入增长，国际客流恢复至 2019 年同期 90%以上带动单价上涨。虹浦两场客流、飞机起降延续同比增长带动航空收入增长：**25H1 两场飞机起降 41.2 万架次，同比+4.7%，旅客吞吐量 0.66 亿人次，同比+8.9%，公司航空性收入同比+8.4%（吞吐相关收入同比+11.6%）。**国际客流恢复至 2019 年同期 90%以上带动航空性收入单价提升：**25H1 浦东国际客流恢复至 2019 年 93.6%，国际客流持续恢复，上海两场单位吞吐量收入同比+3.4%，单架次收入同比-0.9%。

► **免税租金同比仍承压，25H1 商业餐饮收入同比增长或主要由有税商业贡献。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，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，仍根据销售额确认租金。25H1 公司确认免税租金 6.3 亿元，同比-3.1%，考虑到国际客流量增长，我们认为短期看触底企稳仍是免税商业基调，同时免税对公司盈利拖累逐渐减弱。**有税商业呈现明显改善：**25H1 公司商业餐饮收入 10.9 亿元，同比+2.3%，考虑到公司 25H1 广告和免税收入均同比下滑，我们认为有税商业收入增长是上半年公司商业收入的主要驱动。机场商业板块，建议关注本轮免税合约到期后的新协议签订情况，以及有税商业招商进度及潜在增量收入。

► **25H1 公司营业成本控制良好，货站资产和股权投资收益稳健。**25H1 公司管理费用 3.2 亿元，同比+8.0%，仍然受到限制性股票费用影响，但上半年公司成本控制良好，25H1 营业成本同比-0.3%，人工/摊销/运营维护成本同比+0.4%/-0.8%/+0.8%，业务量同比增长的情况下营业成本同比基本持平。**物流等其他非航业务具备韧性：**25H1 虹浦两场货量同比+5.1%、国际货量同比+5.5%，物流收入 8.34 亿元同比基本持平。**股权投资收益稳健：**浦东油料、免税股权 25H1 分别贡献投资收益 2.2、1.6 亿元，同比+11%、+95%，我们预计公司将持续受益于优质股权资产。

► **投资建议：**公司是国际航线复苏核心标的，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，同时股权激励业绩考核下，收入端有望受益有税商业优化、成本端关注成本控制。此外公司宣派中期分红含税 5.23 亿元（对应中期盈利 50.1%），优化股东回报。我们维持 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。维持“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	42	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 8 月 29 日收盘价）

谨慎推荐

维持评级

当前价格：

32.32 元



分析师 黄文鹤

执业证书：S0100524100004

邮箱：huangwenhe@glms.com.cn

分析师 张晓瀚

执业证书：S0100525020001

邮箱：zhangxiaohan@glms.com.cn

研究助理 陈佳裕

执业证书：S0100124110008

邮箱：chenjiayu@glms.com.cn

相关研究

1. 上海机场 (600009.SH) 2024 年年报及 2025 年一季报点评：国际客流高增带动盈利修复，非航业务具备韧性-2025/05/04

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	9,981	10,358
营业税金及附加	278	289	306	324
销售费用	0	13	14	15
管理费用	736	742	743	743
研发费用	11	6	7	7
EBIT	1,721	2,809	3,353	3,831
财务费用	467	477	453	427
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	4,466
营业外收支	-3	25	25	25
利润总额	2,715	3,301	3,925	4,491
所得税	490	825	981	1,123
净利润	2,225	2,476	2,943	3,368
归属于母公司净利润	1,934	2,154	2,561	2,930
EBITDA	4,690	5,802	6,391	6,916

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	14,853	16,842	19,056	21,891
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	22,056	24,438	27,456
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	50,069	50,043	50,010
资产合计	70,046	72,125	74,481	77,467
短期借款	700	700	700	700
应付账款及票据	1,821	1,520	1,559	1,618
其他流动负债	6,913	7,813	7,709	7,889
流动负债合计	9,434	10,033	9,968	10,207
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	27,289
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	47,431	50,178
负债和股东权益合计	70,046	72,125	74,481	77,467

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	19.34	14.28
净利润增长率	107.05	11.37	18.90	14.42
盈利能力 (%)				
毛利率	21.93	27.82	30.15	31.66
净利率	15.64	15.98	17.92	19.33
总资产收益率 ROA	2.76	2.99	3.44	3.78
净资产收益率 ROE	4.64	5.03	5.71	6.21
偿债能力				
流动比率	2.10	2.20	2.45	2.69
速动比率	2.10	2.19	2.44	2.68
现金比率	1.57	1.68	1.91	2.14
资产负债率 (%)	37.86	37.59	36.32	35.23
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	0.19	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	18.02	18.95
每股经营现金流	2.22	2.29	2.16	2.44
每股股利	0.40	0.21	0.25	0.29
估值分析				
PE	42	37	31	27
PB	1.9	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	17.55	14.19	12.88	11.90
股息收益率 (%)	1.24	0.65	0.77	0.88

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	2,225	2,476	2,943	3,368
折旧和摊销	2,969	2,993	3,039	3,084
营运资金变动	742	382	-234	56
经营活动现金流	5,531	5,708	5,378	6,078
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	-924	-844	-822
股权募资	358	0	0	0
债务募资	-500	2	0	0
筹资活动现金流	-2,397	-2,794	-2,321	-2,420
现金净流量	220	1,990	2,213	2,836

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：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

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