

研究所  
 证券分析师: 许可 S0350521080001  
 xuk02@ghzq.com.cn  
 证券分析师: 李跃森 S0350521080010  
 liys05@ghzq.com.cn  
 联系人: 王航 S0350121100020  
 wangh09@ghzq.com.cn

## 一季度顺利扭亏，疫后成长开启 ——白云机场（600004）2022 年报及 1Q2023 季报点评

### 最近一年走势



相对沪深 300 表现	2023/04/19		
表现	1M	3M	12M
白云机场	4.1%	8.7%	19.0%
沪深 300	5.1%	0.8%	-0.1%

市场数据	2023/04/19
当前价格(元)	15.98
52 周价格区间(元)	11.03-17.02
总市值(百万)	37,512.48
流通市值(百万)	37,512.48
总股本(万股)	236,671.83
流通股本(万股)	236,671.83
日均成交额(百万)	192.31
近一月换手(%)	0.81

### 相关报告

《白云机场(600004.SH)公司深度报告: 黎明已至, 晓喻新生 (买入)\*航空机场\*李跃森, 许可》——2023-01-10  
 《——白云机场(600004)三季报点评: 疫情扰动致 3Q 亏损 1.1 亿元, 静待国际客流回暖 (买入)\*航空机场\*许可, 李跃森》——2022-11-01  
 《——白云机场(600004)中报点评: 疫情反复亏损扩大, 静待国际客流恢复 (买入)\*航空机场\*许可, 李跃森》——2022-09-02

### 事件:

#### 白云机场发布 2022 年年报和 2023 年一季报

**业务方面**, 公司 2022 年完成航班起降 26.66 万架次 yoy/-26.44%, 旅客吞吐量 2611 万人次/yoy-35.14%, 货邮吞吐量 188.46 万吨/yoy-7.85%, 分别达到 2019 年同期水平的 54.30%、35.58%、98.15%。其中, 公司 **4Q2022** 完成航班起降 4.52 万架次/yoy-50.09%, 旅客吞吐量 417.27 万人次/yoy-55.11%, 货邮吞吐量 42.51 万吨/yoy-25.27%, 分别达到 2019 年同期水平的 36.03%、6.14%、80.96%。

**1Q2023** 公司完成航班起降 10.52 万架次/yoy+22.48%, 旅客吞吐量 1369.18 万人次/yoy+61.83%, 货邮吞吐量 42.24 万吨/yoy-16.37%, 分别达到 2019 年同期水平的 86.70%、75.45%、98.66%。

**财务方面**, 公司 2022 年实现营业收入 39.71 亿元/yoy-23.34%, 达到 2019 年同期的 50.46%; 归母净利润-10.71 亿元, 扣非归母净利润-11.22 亿元, 较 2021 年分别增亏 6.65 亿元、6.68 亿元, 较 2019 年分别下降 20.71 亿元、20.64 亿元。其中公司 **4Q2022** 实现营业收入 6.63 亿元/yoy-57.23%, 达到 2019 年同期的 32.60%; 归母净利润-4.44 亿元, 扣非归母净利润-4.69 亿元, 较 2021 年分别增亏 5.28 亿元、5.38 亿元, 较 2019 年分别下降 8.71 亿元、8.89 亿元。

**1Q2023** 公司实现营业收入 13.59 亿元/yoy+9.71%, 达到 2019 年同期的 70.9%; 归母净利润 0.45 亿元, 扣非归母净利润 0.38 亿元, 较 2021 年同期分别上升 8.72 亿元、9.47 亿元, 较 2019 年分别下降 1.79 亿元、1.76 亿元。

### 投资要点:

#### ■ 出行需求快速恢复, 1Q2023 营收同比增长 10%

受本土疫情多地散发及反复干扰影响, 白云机场 2022 年旅客吞吐量 2611 万人次/yoy-35.14%, 达 2019 年同期约 4 成水平。其中, 11 月受广州疫情影响, 公司旅客吞吐量环比下滑 80.49%。但随着疫情防控政策优化, 公司业务量快速回升, 12 月旅客吞吐量环比上升 222.82%。2022 年公司营收同比减少 12.09 亿元至 39.71 亿元/yoy-23.34%, 其中 4Q2022 公司营收为 6.63 亿元, 环比下降 47.99%。分业务看, 公司航空服务收入同比减少 7.25 亿元至 36.24 亿元/yoy-

《——白云机场（600004）一季报点评：降本创效成果显现，业绩亏损同比收窄（买入）\*机场\*许可，李跃森》——2022-04-30

《——白云机场（600004）年报点评：疫情散发干扰复苏，静待客流拐点显现（买入）\*机场\*许可，李跃森》——2022-04-12

16.67%，地勤服务同比减少 0.46 亿元至 4.43 亿元/yoy-9.40%，广告业务收入同比减少 2.72 亿元至 5.72 亿元/yoy-32.27%。

“乙类乙管”等防控措施调整落地，公司业务量迅速恢复。一季度旅客吞吐量 1369.18 万人次/yoy+61.83%，达 2019 年同期的 75.45%；营收 13.59 亿元/yoy+9.71%，恢复至 2019 年同期约七成水平。

## ■ 降本创效工作成效显著，1Q2023 顺利扭亏

在持续优化成本结构、强化降本创效成果的努力下，2022 年公司营业成本同比下降 2.99 亿元至 49.29 亿元/yoy-5.72%，4Q2022 同比减少 1.38 亿元至 12.65 亿元/yoy-9.82%。值得重点关注的是，2022 年公司人工成本降至 17.05 亿元/yoy-1.84%，劳务费降至 2.62 亿元/yoy-28.27%。2022 年公司在职工工合计 10168 人，较 T2 投产时的 2018 年下降逾 2 成，全年人工及劳务成本合计较 2018 年下降 4.54 亿元，人工成本显著下降。

而在相对低基数的前提下，1Q2023 公司营业成本同比下降 0.87 亿元至 11.29 亿元/yoy-7.17%，降本成果得到持续巩固。同时，公司费用端表现相对稳定，1Q2023 销售费用、管理费用等同比分别小幅上行 0.08 亿元、0.03 亿元。受益于业务量快速恢复及优异成本控制水平，公司一季度即成功实现扭亏，业绩表现超预期。

## ■ 商业潜力持续释放，疫后成长已经开启

作为中国三大门户复合枢纽机场之一，白云机场虽然经营业绩受疫情频繁干扰，但其自然垄断的地位并没有发生变化，其身为高端流量平台的本质也没有改变。疫情前，非航业务助力机场转型，免税业务大幅提升公司流量变现效率。疫情之下，伴随 LV 等大牌精品持续引进，有税商业品牌矩阵增强，公司非航业务变现潜力被进一步深挖。

随着 2022 年底国内防疫政策优化落地、2023 年出境跟团游试点陆续恢复，国内航空出行需求及国际短程市场迎来率先复苏，公司整体客流恢复节奏行业领先。同时，公司免税业务的成长潜力已经显现。据中国海关，今年 1 月份白云机场口岸免税店实现免税销售额 1765.2 万元，对应人均免税销售额 118 元，已恢复至疫情前水平。自 2023 年 3 月以来，公司相继对广告业务和有税业务展开招标。伴随客流持续恢复，机场商业的繁荣景象有望重新回归，进而助力公司业绩修复。

展望未来，公司终端客流规划将达 1.4 亿人次，较疫情前仍有 1 倍成长空间。变现效率方面，未来国际及地区旅客吞吐量占比有望进一步提升至约 40%，航空及非航业务变现潜力有望持续受益这一过程。

## ■ 盈利预测和投资评级：综合考虑到国内、国际业务恢复节奏和公司降本创效的成效显现程度，经审慎考虑，我们调整对公司业绩预测。预

计公司 2023-2025 年营收分别为 68.20 亿元、86.77 亿元、96.35 亿元，归母净利润分别为 7.77 亿元、18.15 亿元、25.37 亿元，对应 PE 分别为 48.67 倍、20.84 倍、14.91 倍，持续看好公司长期投资价值，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 1、宏观层面：宏观经济增速不及预期，疫情持续时间超预期； 2、行业层面：免税政策变动，收费标准变动； 3、公司层面：店铺招商不及预期，免税销售不及预期，基建投资过大致使成本管控不及预期； 4、若本报告数据与公司公告不符，以公司公告为准。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	3971	6820	8677	9635
增长率（%）	-23	72	27	11
归母净利润（百万元）	-1071	777	1815	2537
增长率（%）	-164	173	134	40
摊薄每股收益（元）	-0.45	0.33	0.77	1.07
ROE（%）	-6	4	9	11
P/E		48.67	20.84	14.91
P/B	2.07	2.10	1.91	1.69
P/S	8.95	5.55	4.36	3.93
EV/EBITDA	78.95	13.10	9.01	7.26

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：白云机场盈利预测表

证券代码:	600004				股价:	15.98	投资评级:	买入	日期:	2023/04/19
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	-6%	4%	9%	11%	EPS		-0.45	0.33	0.77	1.07
毛利率	-24%	18%	30%	36%	BVPS		7.26	7.59	8.36	9.43
期间费率	13%	7%	5%	5%	<b>估值</b>					
销售净利率	-27%	11%	21%	26%	P/E			48.67	20.84	14.91
<b>成长能力</b>					P/B		2.07	2.10	1.91	1.69
收入增长率	-23%	72%	27%	11%	P/S		8.95	5.55	4.36	3.93
利润增长率	-164%	173%	134%	40%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
总资产周转率	0.15	0.24	0.29	0.29	营业收入		3971	6820	8677	9635
应收账款周转率	4.40	11.11	10.43	12.45	营业成本		4929	5606	6113	6165
存货周转率	65.71	74.49	159.25	102.68	营业税金及附加		100	15	19	21
<b>偿债能力</b>					销售费用		72	72	82	87
资产负债率	35%	35%	33%	31%	管理费用		319	319	341	347
流动比	0.50	0.72	0.70	0.79	财务费用		112	94	30	49
速动比	0.46	0.71	0.66	0.74	其他费用/(-收入)		46	46	58	78
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业利润		-1449	951	2320	3269
现金及现金等价物	2227	4179	3637	4199	营业外净收支		3	31	33	42
应收款项	902	629	833	786	利润总额		-1446	983	2354	3311
存货净额	60	92	54	94	所得税费用		-354	198	511	735
其他流动资产	295	36	286	346	净利润		-1092	785	1843	2576
<b>流动资产合计</b>	<b>3484</b>	<b>4936</b>	<b>4811</b>	<b>5425</b>	少数股东损益		-21	8	28	39
固定资产	18651	18387	18787	22137	归属于母公司净利润		-1071	777	1815	2537
在建工程	611	500	2500	1000	<b>现金流量表 (百万元)</b>		<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
无形资产及其他	3603	3292	2985	3217	经营活动现金流		869	3036	3275	4317
长期股权投资	591	788	898	1016	净利润		-1071	777	1815	2537
<b>资产总计</b>	<b>26941</b>	<b>27902</b>	<b>29982</b>	<b>32796</b>	少数股东权益		-21	8	28	39
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销		1881	1891	1914	1927
应付款项	875	688	530	693	公允价值变动		0	0	0	0
预收帐款	124	76	97	111	营运资金变动		422	462	-395	-64
其他流动负债	5917	6115	6273	6085	投资活动现金流		-808	-1197	-3921	-3886
<b>流动负债合计</b>	<b>6916</b>	<b>6878</b>	<b>6900</b>	<b>6889</b>	资本支出		-862	-1171	-3972	-3965
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资		0	-197	-110	-118
其他长期负债	2616	2831	3045	3295	其他		54	172	162	197
<b>长期负债合计</b>	<b>2616</b>	<b>2831</b>	<b>3045</b>	<b>3295</b>	筹资活动现金流		598	112	104	131
<b>负债合计</b>	<b>9532</b>	<b>9709</b>	<b>9945</b>	<b>10184</b>	债务融资		1000	215	215	250
股本	2367	2367	2367	2367	权益融资		0	0	0	0
股东权益	17409	18193	20036	22612	其它		-402	-102	-111	-119
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>26941</b>	<b>27902</b>	<b>29982</b>	<b>32796</b>	现金净增加额		658	1952	-541	562

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【交运小组介绍】

许可：交通运输行业首席，研究所培训总监，西南财经大学硕士，6年证券从业经验，2年私募经验。具备买方经验，更注重从买方视角看待公司长期投资价值。坚持正确的价值观，寻找投资规律，为投资者挖掘有定价权，胜而后求战的上市公司，规避没有安全边际的价值陷阱。

李跃森：交通运输行业资深分析师，香港中文大学硕士，4年交运行业研究经验，坚持以实业思维做研究，寻找优质公司，挖掘行业本质，主攻机场、航空等出行板块。

周延宇：交通运输行业资深分析师，兰州大学金融学硕士，3年交运行业研究经验，坚持产研融合、深度研究的方法，为投资者挖掘成长、壁垒兼备的投资机会，主攻快递、快运、跨境物流、化工物流、大宗物流等板块。

李然：交通运输行业资深分析师，中南财经政法大学会计学硕士，3年交运行业研究经验，深研海运上下游，为投资者挖掘高弹性的周期机会，并且提供产业链景气度验证，主攻航运板块。

祝玉波：交通运输行业研究员，资深物流行业专家，4年物流行业从业经验，以产业赋能金融，紧跟行业变化趋势，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

钟文海：交通运输行业研究员，美国罗切斯特大学金融学硕士，1年交运行业研究经验，坚持深度研究，主攻快递、快运、跨境物流、大宗物流等板块。

王航：交通运输行业研究员，香港中文大学（深圳）硕士，深度价值导向，主攻机场航空板块。

## 【分析师承诺】

许可，李跃森，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保



证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。