

白云机场（600004）深度研究报告

粤港澳核心枢纽重拾成长逻辑，上调评级至“强推”
——中国特色估值体系下如何理解白云机场

- ❖ **中国特色估值体系下如何理解机场？** 1) 我们认为首先要理解产业发展阶段：我国核心枢纽机场已经从传统航空主业（吞吐量）驱动转向非航业务（商贸零售）驱动，在非航驱动中，又面临海外消费回流，免税业态蓬勃发展的大背景。2) 变现的基础是流量，流量则由区位决定。因此必须将机场研究纳入到区域经济的发展潜力、规划设计、协同分工中，这也是机场行业的体制机制特点。3) 再者，机场的内部管理同样存在可挖潜之处。4) 机场当前仍处于恢复期，此阶段如何定价，我们认为可以从中期空间维度着手，即综合考虑了出行恢复以及增长潜力后，以恰当时间（如2025年）的状态，给予其市值目标。5) 就白云机场而言，从流量变现的基础看：公司作为粤港澳大湾区的核心枢纽，具备区位优势；从产业发展阶段看，正处于免税业务成长期与有税业务价值发现期的双期叠加；从公司经营管理看，在持续推进降本提质增效。
 - ❖ **流量变现的基础：粤港澳大湾区核心枢纽，动能十足。** 1) 白云机场是粤港澳大湾区核心枢纽机场，区位能级高、潜力大。我们对比世界四大湾区，2019年粤港澳大湾区客运总量达到2.2亿人次，领先于纽约、旧金山及东京湾区。但人均出行不到3次，远低于纽约湾区接近17次及东京湾的9次，有很大提升空间。2) 区域内分布看：2019年白云机场旅客量7339万，香港机场7154万，区内占比均超过30%；香港机场占区内总国际地区旅客接近70%，白云占比18%，若剔除港澳地区，白云占比达到76%。我们预计白云国际枢纽的重要性或更上一层楼，T3远期规划旅客量1.4亿，集团为项目法人。3) 航线结构推动当前白云领先恢复。公司2019年国际航线构成：6成为东南亚线，东亚占比13%，大洋洲占比5.8%，欧美合计占比约8%，而东南亚恢复进度明显更快，4月国际旅客较19年恢复度：白云（36.2%）>浦东（26.0%）>首都（17.9%）。
 - ❖ **商业驱动新阶段：免税成长期与有税业务价值发现期的双期叠加。** 1) 免税业务：疫后重拾成长逻辑。2018年可视为白云机场免税启动元年，原因在于随着T2投产以及中免收购日上后的发力解决了过往两大压制因素：免税面积低，免税产品性价比不足。2018-19年公司免税销售额约9.8亿、19.2亿，此前仅约4亿左右，人均免税贡献从17年仅20元左右升至18-19年约57元、103元，免税业务进入高成长期。2) 疫情“中断”免税发展，但疫后我们预计将重拾成长逻辑。2020年疫情影响导致国际航线低位运行，免税业务的贡献几乎可忽略，但公司与中免签订的补充协议维持了高弹性，体现公司在中免渠道中的重要意义。从客单空间看：白云仍大有可为。2019年上海机场国际旅客人均免税贡献达到359元，香港机场也接近300元，白云仅1/3左右，具备潜能。3) 免税利润弹性测算：假设国际地区客流恢复至2019年的100%（1871万人），人均贡献达到200元与300元时分别对应免税业务利润10.7亿及16亿；假设国际地区客流恢复至120%（2246万人），前述假设下，分别贡献利润12.8亿、19.2亿。4) 有税商业价值发现期：广告新合同显示议价能力回归，含税商业待发掘宝藏。5月新签二号航站楼及GTC广告，相同客流下，保底金额较上轮增加约25%。
 - ❖ **经营管理内部挖潜持续。** 2018年公司T2投产后持续加强成本管控，20-22年总成本同比分别下降13.0%、1.1%和5.7%。其中人工成本下降最为明显，我们认为核心在于管理模式的转变，即经营模式由纯自营转为核心业务公司承担、非核心业务外包，从而实现降本增效。
 - ❖ **投资建议：1) 盈利预测：**基于近期恢复节奏，我们小幅调整2023-25年盈利预测，我们预计公司实现归母净利润分别为盈利6.1亿、19.2亿及24.1亿（原预测为7.1亿、20.2亿及25.0亿）。2) **投资建议：**前述我们在中国特色估值体系的理解下，以我们预计正常运营的2025年利润预测给予20倍PE（参考过往中枢水平），对应目标市值482亿，目标价20.3元，预期较当前48%的空间，上调评级为“强推”。
 - ❖ **风险提示：**经济出现下滑，国际线恢复不及预期，免税经营不及预期。

强推（上调）

目标价：20.3元

当前价：13.75元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：吴莹莹

邮箱：wuyingying@hcyjs.com

执业编号：S0360522100002

证券分析师：周儒飞

邮箱：zhouweif@hcyjs.com

执业编号：S0360522070003

联系人：吴晨玥

邮箱：wuchenyue@hcyjs.com

联系人：黄文鹤

电话：010-63214633

邮箱：huangwenhe@hcyjs.com

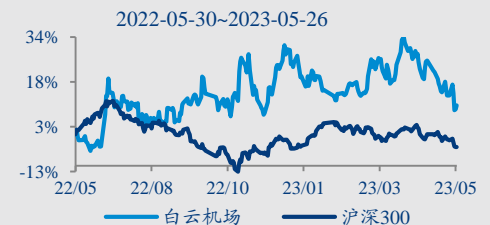
联系人：梁婉怡

邮箱：liangwany@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	236,671.83
已上市流通股(万股)	236,671.83
总市值(亿元)	325.42
流通市值(亿元)	325.42
资产负债率(%)	35.18
每股净资产(元)	7.28
12个月内最高/最低价	16.70/11.78

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《白云机场（600004）2022年报及2023年一季度点评：23Q1成功扭亏，看好国际恢复背景下，公司弹性释放》

2023-04-20

主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	3,971	7,424	9,384	10,338
同比增速(%)	-23.3%	87.0%	26.4%	10.2%
归母净利润(百万)	-1,071	614	1,924	2,408
同比增速(%)	-163.9%	157.3%	213.5%	25.2%
每股盈利(元)	-0.45	0.26	0.81	1.02
市盈率(倍)	-30	53	17	14
市净率(倍)	1.9	1.8	1.6	1.5

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2023年5月26日收盘价

投资主题

报告亮点

华创交运团队围绕如何将中国特色估值体系的探索应用于交通运输行业展开了系列研究，提出分析框架：即在传统财务分析、估值方式外，增加多元维度的观察，包括产业发展阶段、机制体制特色、上市公司可持续发展能力、本篇报告我们认为还可以增加区域经济潜能、以及公司经营管理的内部挖潜。

投资逻辑

中国特色估值体系下如何理解机场？

- 1) 我们认为首先要理解产业发展阶段：我国核心枢纽机场已经从传统航空主业（吞吐量）驱动转向非航业务（商贸零售）驱动，在非航驱动中，又面临海外消费回流，免税业态蓬勃发展的大背景。
- 2) 变现的基础是流量，流量则由区位决定。因此必须将机场研究纳入到区域经济的发展潜力、规划设计、协同分工中，这也是机场行业的体制机制特点。
- 3) 再者，机场的内部管理同样存在可挖潜之处。
- 4) 机场当前仍处于恢复期，此阶段如何定价，我们认为可以从中期空间维度着手，即综合考虑了出行恢复以及增长潜力后，以恰当时间（如 2025 年）的状态，给予其市值目标。
- 5) 就白云机场而言，从流量变现的基础看：公司作为粤港澳大湾区的核心枢纽，具备区位优势；从产业发展阶段看，正处于免税业务成长期与有税业务价值发现期的双期叠加；从公司经营管理看，在持续推进降本提质增效。

关键假设、估值与盈利预测

盈利预测：基于近期恢复节奏，我们小幅调整 2023-25 年盈利预测，我们预计公司实现归母净利分别为盈利 6.1 亿、19.2 亿及 24.1 亿（原预测为 7.1 亿、20.2 亿及 25.0 亿）。

投资建议：前述我们在中国特色估值体系的理解下，以我们预计正常运营的 2025 年利润预测给予 20 倍 PE（参考过往中枢水平），对应目标市值 482 亿，目标价 20.3 元，预期较当前 48% 的空间，上调评级为“强推”。

目 录

一、前言：中国特色估值体系下如何理解我国核心枢纽机场	7
二、流量变现的基础：粤港澳大湾区核心枢纽，动能十足	9
（一）粤港澳大湾区核心枢纽机场，区位能级高	9
（二）香港机场3跑道投产，但大湾区市场容量足够	12
（三）我们预计白云国际枢纽的重要性或更上一层楼	15
1、打造“3060”交通圈，白云辐射力和便捷性进一步提升	15
2、与主基地航司南航强强联合建设世界级枢纽	17
（四）航线结构推动当前白云领先恢复	19
1、公司国际航线构成：长于东南亚、大洋洲航线	19
2、航网构成决定白云机场国际航线恢复快于浦东、首都：	20
三、商业驱动新阶段：免税成长期与有税业务价值发现期的双期叠加	22
（一）免税业务成长期：疫后重拾成长逻辑	22
1、2018年可视为白云机场免税启动元年	22
2、2018年中T2投产+中免发力，免税业务快速追赶期	23
3、疫情“中断”免税发展，但疫后我们预计将重拾成长逻辑	24
4、免税利润弹性测算	25
（二）有税商业价值发现期：广告新合同显示议价能力回归，含税商业待发掘宝藏	26
1、广告新合同显示议价能力回归	26
2、含税商业待发掘的宝藏	27
四、经营管理内部挖潜持续	29
五、投资建议	31
六、风险提示	31

图表目录

图表 1	机场生命周期	7
图表 2	机场盈利框架	8
图表 3	机场分类标准	9
图表 4	主要机场客流恢复程度	9
图表 5	四大城市群经济数据	10
图表 6	珠三角各机场旅客吞吐量（万人）	10
图表 7	珠三角机场国际+地区旅客吞吐量（万人）	10
图表 8	广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划-机场群建设目标	11
图表 9	白云机场远期规划	12
图表 10	香港机场旅客量	13
图表 11	香港机场示意图	13
图表 12	世界四大湾区旅客量（2019 年，亿人次）	14
图表 13	世界湾区人均出行对比（次）	14
图表 14	纽约各机场分布	14
图表 15	东京机场分布	14
图表 16	城市群核心机场产能	15
图表 17	白云机场引入轨道交通示意图	16
图表 18	白云机场与高速公路衔接示意图	17
图表 19	南航宽体机数量	18
图表 20	南航国际+地区 ASK 占比	18
图表 21	白云机场国际地区旅客增速及占比	18
图表 22	四大机场航线结构（周班次，2019 年）	19
图表 23	白云机场国际航班结构（2019 年）	19
图表 24	浦东机场国际航班结构（2019 年）	20
图表 25	首都机场国际航班结构（2019 年）	20
图表 26	国际分区域旅客量恢复比例	20
图表 27	三大机场国际+地区旅客量较 19 年恢复比例	21
图表 28	三大机场国际+地区航班量较 19 年恢复比例	21
图表 29	三大机场 2017 年免税销售	22
图表 30	珠三角免税销售拆分 2017（亿）	22
图表 31	2017 年三大枢纽免税店面积对比	23
图表 32	当前白云机场免税店统计（2023 年）	23
图表 33	2017-2019 年白云机场免税销售额及客单	25

图表 34	前一轮免税合同租金协议	25
图表 35	免税收入敏感性测算（亿）	26
图表 36	新旧广告合同对比（假设第一经营年旅客量持平 2019 年）	27
图表 37	T1 新旧广告合同对比（假设第一经营年旅客量持平 2019 年）	27
图表 38	白云机场 Tiffany&Co.....	28
图表 39	白云机场 GUCCI.....	28
图表 40	白云营业成本构成	29
图表 41	白云营业成本	29
图表 42	白云机场员工人数	29
图表 43	白云营业成本构成	30
图表 44	三大机场员工效率对比（2019）	30
图表 45	白云机场预测表	31

一、前言：中国特色估值体系下如何理解我国核心枢纽机场

华创交运团队围绕如何将中国特色估值体系的探索应用于交通运输行业展开了系列研究，已经发布了包括《载旗航空的荣耀、周期价值的跃升——中国特色估值体系下如何理解中国国航》、《“一带一路”先行者，战略价值被低估——中国特色估值体系下如何理解招商港口》、《优质港口具备价值重塑重大机遇——中国特色估值体系下如何理解港口行业》、《青岛港：ROE 长期领先的北方大港，中国特色估值体系下双催化》、《中国物流集团：物流“国家队”，破题世界一流》等报告，在研究过程中，我们不断完善分析框架，提出在传统财务分析、估值方式外，增加多元维度的观察，包括产业发展阶段、机制体制特色、上市公司可持续发展能力等，本篇报告我们认为还可以增加区域经济潜能、以及微观上公司经营管理的内部挖潜。

具体到机场而言：

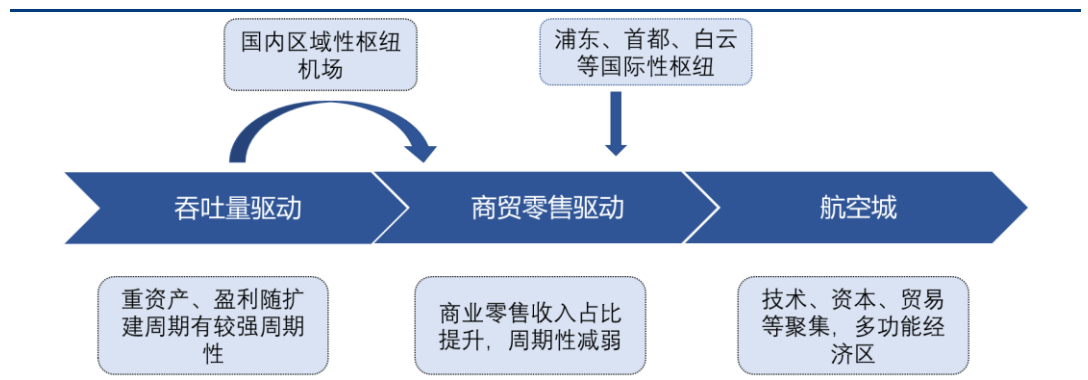
1) 我们认为首先要理解机场的产业发展阶段，理解机场商业模式的演变周期，即我国核心枢纽机场已经从传统航空主业（吞吐量）驱动转向非航业务（商贸零售）驱动，未来有望进阶到航空城模式。在商贸零售驱动中，又面临海外消费回流，免税蓬勃发展的背景。

以 2017 年为分界线，从产能周期到商业周期：

2017 年前各机场由于免税等非航业务经营和收入体量较小、占比较低，机场业绩和股价驱动因素主要为产能周期或吞吐量驱动逻辑；

2017 年之后受益于高端香化需求爆发，带动机场免税爆发，机场非航收入快速增长，机场驱动因素转变为非航驱动，产能周期大幅削弱。

图表 1 机场生命周期



资料来源：华创证券

海外消费回流大趋势：2014、15 年开始出境游爆发，国内居民出境人数快速攀升，2010-2019 年出境人数增加 195%，年均增速 13%，其中 2010-2015 年增加 123%，年均增速 17%。出境游爆发一定程度引起了消费外流。2019 年我国出境游客境外消费超过 1300 亿美元，约合 8500 亿人民币。而海外消费的产生一定程度上是因优质商品在境内供应不足或价格存在较大差异所导致。

为吸引消费回流，财政部等多部门联合出台系列政策：

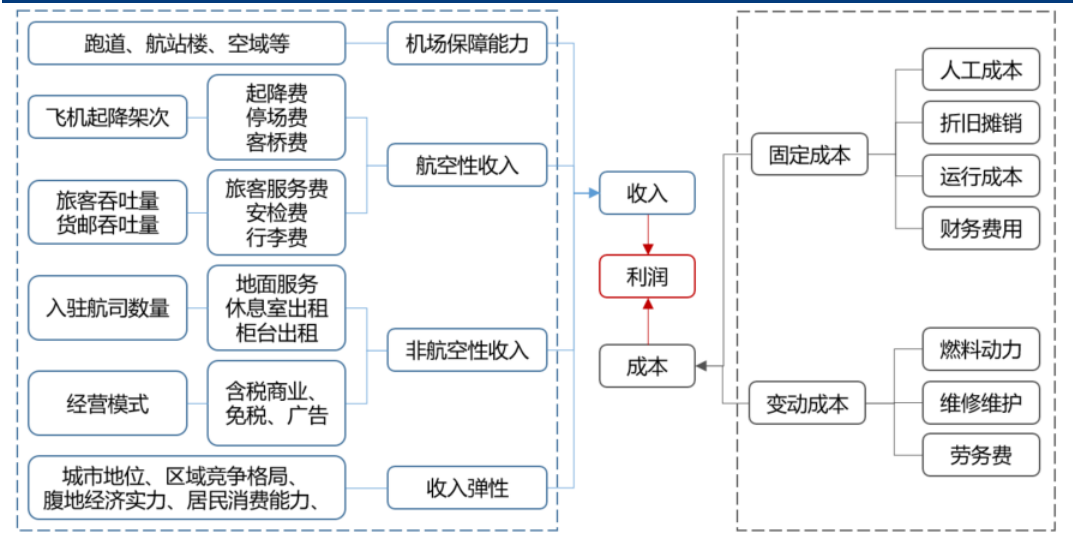
口岸免税：2016 年 2 月《口岸进境免税店管理暂行办法》，决定增设 19 个口岸进境免税店，同时扩大免税品种，免税购物额提升，在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免

税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。

2018 年财政部《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》中明确指出：口岸进境免税店的经营主体须丰富经营品类，制定合理价格，服务于引导境外消费回流，满足居民消费需求，加速升级旅游消费的政策目标。上机、白云等出入境机场免税销售也经历了快速井喷。此外，包括海南离岛免税以及市内免税店等也都迎来了政策扶持。

在非航业务驱动阶段，我们研究的重心在流量如何变现。

图表 2 机场盈利框架



资料来源：民航局，华创证券

2) 变现的基础是流量，流量则由区位决定。因此必须将机场研究纳入到区域经济的发展潜力、规划设计、协同分工中，这也是机场行业的体制机制特点。

3) 再者，机场的流量及消费动能来自于外部更多，但机场的内部管理同样存在可挖潜之处。

4) 最后，机场当前处于恢复期，在恢复阶段如何定价，我们认为可以从中期空间维度入手，即综合考虑了出行恢复以及增长潜力后，以恰当时间（如 2025 年）下的状态，给予其市值目标。

就白云机场而言，

从流量变现的基础看：公司作为粤港澳大湾区的核心枢纽，具备区位优势；

从产业发展阶段看，正处于免税业务成长期与有税业务价值发现期的双期叠加；

从公司经营管理看，在持续推进降本提质增效。

二、流量变现的基础：粤港澳大湾区核心枢纽，动能十足

（一）粤港澳大湾区核心枢纽机场，区位能级高

白云机场是我国三大门户枢纽机场之一，2017年4月提升为一类1级机场，与首都和浦东相同。2019年，以7339万的旅客吞吐量排名全球第11位，国内位居第3，仅次于北京首都国际机场和上海浦东国际机场。

疫情后2020年至今，白云旅客量均位列国内第一，其中2022年、23年1-4月旅客量分别为2611万、1882万，较19年恢复比例分别为36%和79%，领先于浦东、首都与香港。

图表3 机场分类标准

机场类别	2007年文	2017年文
一类1级	北京首都、上海浦东	北京首都、上海浦东、 广州、北京大兴
一类2级	广州 、上海虹桥、深圳、成都、 昆明	深圳、成都双流、上海虹桥、 成都天府
二类	杭州、西安、重庆、厦门、青岛、海口、长沙、大连、南京、武汉、沈阳、乌鲁木齐、 桂林 、 三亚 、郑州、福州、贵阳、 济南 、哈尔滨等19个机场	昆明 、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、 三亚 、 天津 、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、 南宁 等20个机场
三类	除上述一、二类机场以外的民用机场	除上述一、二类机场以外的民用机场

资料来源：民航局，华创证券

图表4 主要机场客流恢复程度

机场	2019年	2020年		2021年		2022年		2023年1-4月	
		旅客量(万)	较19年恢复比例	旅客量(万)	较19年恢复比例	旅客量(万)	较19年恢复比例	旅客量(万)	较19年恢复比例
白云	7,339	4,377	60%	4,026	55%	2,611	36%	1,882	79%
浦东	7,615	3,048	40%	3,221	42%	1,418	19%	1,329	53%
深圳	5,293	3,792	72%	3,636	69%	2,156	41%	1,576	91%
首都	10,001	3,451	35%	3,264	33%	1,270	13%	1,363	54%
香港	7,154	884	12%	135	2%	566	8%	1,010	40%

资料来源：公司公告，Wind，华创证券

区位是机场的核心竞争优势之一，区位定位则由政府规划确立。白云机场作为粤港澳大湾区核心枢纽之一，正处于大湾区建设重大战略机遇期中。**粤港澳大湾区**地处我国沿海开放前沿，以泛珠三角区域为广阔发展腹地，与**长三角、京津冀、成渝经济圈**共同构成**我国四大城市群**，是国内重要的经济增长引擎，以经济指标来看，四大城市群以合计7%的面积，43%的人口，在2022年贡献了全国58%的GDP。

其中大湾区（含港澳地区）以0.6%的面积，6.0%的人口，贡献了10.8%的经济总量，人均GDP超过15万元，已经成为我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一。

图表 5 四大城市群经济数据

	长三角	京津冀	粤港澳大湾区		成渝经济圈
			不含港澳	含港澳	
总面积（万平方公里）	21.2	21.6	5.60		18.5
占全国比重	2.2%	2.3%	0.6%		1.9%
GDP（万亿，2022年）	29.0	10.0	10.5	13.0	7.8
占全国比重	24.0%	8.3%	8.6%	10.8%	6.4%
人口（亿，2020年）	2.4	1.1	0.8	0.9	1.2
占全国比重	16.3%	7.6%	5.4%	6.0%	8.0%
人均GDP（万元）	12.4	9.1	13.4	15.1	6.7

资料来源：国家统计局，中国政府网，新华社，华创证券

1、大湾区规划世界级机场群

2019年2月国务院发布的《粤港澳大湾区发展规划纲要》中明确：在大湾区建设世界级机场群，巩固提升香港国际航空枢纽地位，强化航空管理培训中心功能，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力，增强澳门、珠海等机场功能，推进大湾区机场错位发展和良性互动。同时提出要：积极推进干线铁路、城际铁路、市域（郊）铁路等引入机场，提升机场集疏运能力。

规划中对广州定位：充分发挥国家中心城市和综合性门户城市引领作用，全面增强国际商贸中心、综合交通枢纽功能，培育提升科技教育文化中心功能，着力建设国际大都市。

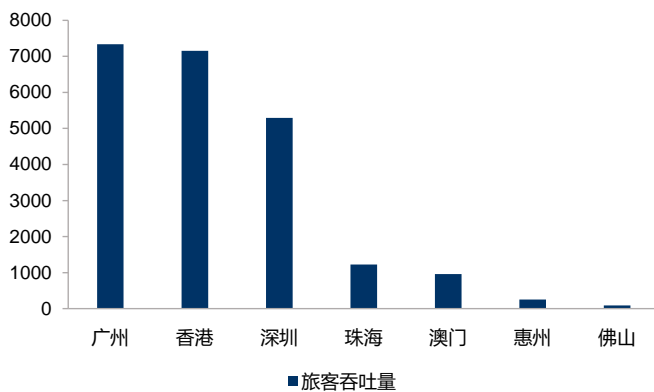
贯彻落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》，民航局印发《关于支持粤港澳大湾区民航协同发展的实施意见》。

2、白云是大湾区核心枢纽之一

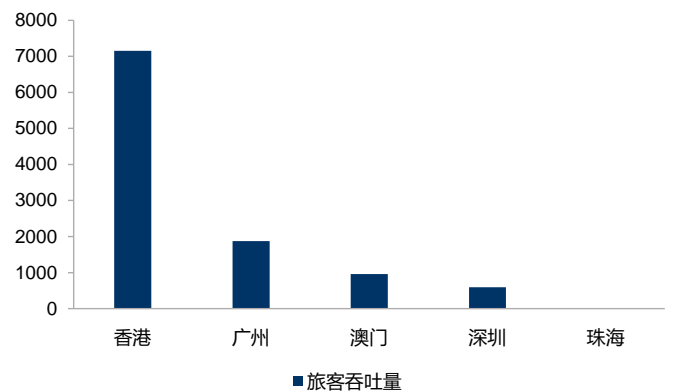
1) 旅客量吞吐量：位居区域第一

2019年：白云机场旅客量7339万，香港机场7154万，区内占比均超过30%；

跨境客流方面：香港和澳门机场由于均为国际+地区旅客，香港占区内总国际地区旅客接近70%，白云占比18%，若剔除港澳地区，白云占比达到76%。

图表 6 珠三角各机场旅客吞吐量（万人）


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

图表 7 珠三角机场国际+地区旅客吞吐量（万人）


资料来源：Wind，公司公告，华创证券

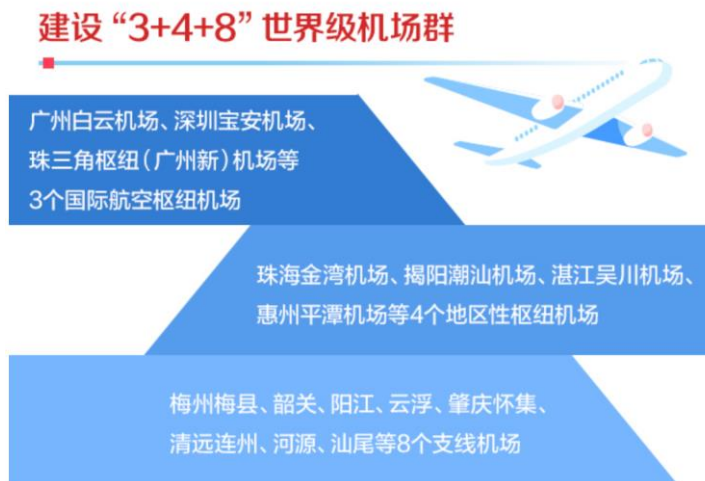
2) 规划明确“3+4+8”运输机场布局

2021年9月,《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》公布,提出加快推进民用运输机场和通用机场建设,全面提升机场综合服务保障能力,携手港澳打造具有国际竞争力的世界级机场群。

规划明确:完善“3+4+8”运输机场布局,即广州白云机场、深圳宝安机场、珠三角枢纽(广州新)机场等3个国际航空枢纽机场,珠海金湾机场、揭阳潮汕机场、湛江吴川机场、惠州平潭机场等4个地区性枢纽机场,梅州梅县、韶关、阳江、云浮、肇庆怀集、清远连州、河源、汕尾等8个支线机场。

同时提出强化机场交通枢纽功能。以国际枢纽机场和地区性枢纽机场为重点,完善机场集疏运网络,打造以机场为枢纽的高效便捷交通网络。

图表 8 广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划-机场群建设目标



资料来源:广东省人民政府网,华创证券

3、白云 T3 远期规划旅客量 1.4 亿,集团为项目法人

2020年9月27日,广州白云国际机场三期扩建工程正式开工,主要包括机场工程、空管工程、供油工程,将新建42.2万平方米的T3航站楼,14.4万平方米的T2航站楼东四和西四指廊,西二、东三跑道,以及24.2万平方米的综合交通中心和停车楼。此外,三期扩建还新建超过190个机位的机坪,以及货运、生产生活辅助用房及公用配套设施等。建成后,白云机场将实现三座航站楼、五条跑道运行。

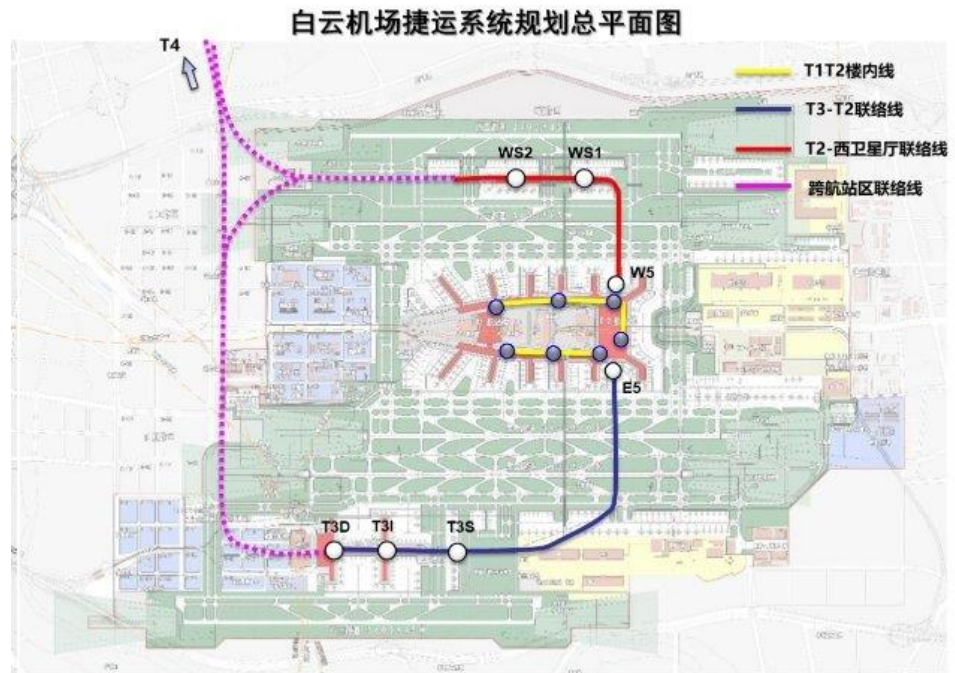
根据新修编的总体规划,白云机场按照近期2030年飞机起降77.5万架次、旅客吞吐量1.2亿人次、货邮吞吐量380万吨,终端2045年飞机起降87万架次、旅客吞吐量1.4亿人次、货邮吞吐量600万吨进行规划建设。

根据最近进展,整个工程预计于2025年完工。

公司控股股东广东机场管理集团作为项目法人,承担三期扩建工程的建设责任。机场集团支持上市公司根据发展战略和经营管理需要,选择三期扩建工程中合适的投资项目,利于增强上市公司长期发展潜力和盈利能力。同时,机场集团将按照依法合规和市场公允的原则,履行必要程序,支持上市公司经营三期扩建项目的商业相关业务(含免税、

广告业务等）。

图表 9 白云机场远期规划



资料来源：广东交通厅，华创证券

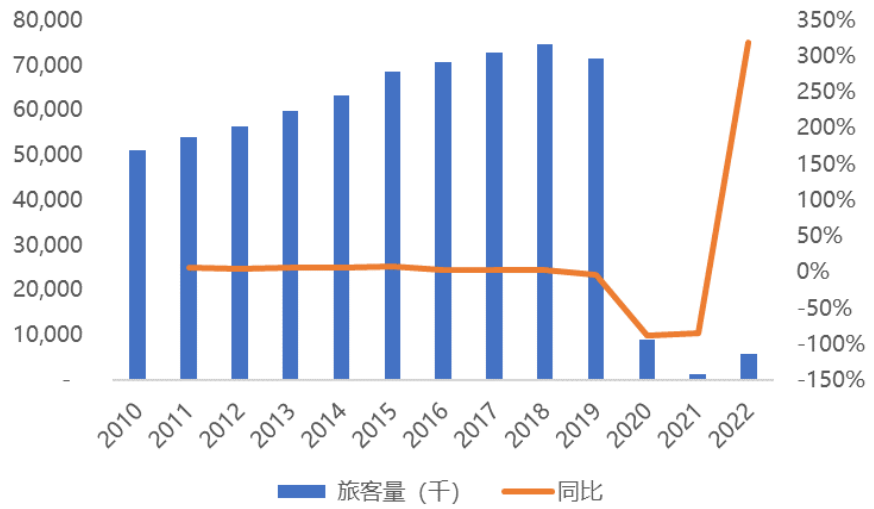
（二）香港机场 3 跑道投产，但大湾区市场容量足够

1、香港机场 3 跑道投产，中间跑道关闭至 24 年，短期产能仍受制

香港机场此前受限于 2 座航站楼+2 条跑道，已出现阶段性饱和。在 2015 年旅客量接近 7000 万后，增速明显放缓，其中 16-18 年起降架次增速仅分别为 1.4%，2.2%及 1.8%，旅客量增速分别为 2.9%、3.3%和 2.5%。

2016 年 8 月，香港机场三跑道系统建造工程启动，在现有机场岛以北填海拓地约 650 公顷，全长 3800 米的第三跑道已于 2022 年 11 月正式启用，但中跑道关闭重新配置，连同其他三跑道系统工程项目，包括扩建二号客运大楼，T2 客运廊、新旅客捷运系统及行李处理系统等，将于 2024 年完成。届时年客运量可达 1.2 亿人次，年货运量可达 1000 万吨。

图表 10 香港机场旅客量



资料来源：公司官网，华创证券

图表 11 香港机场示意图

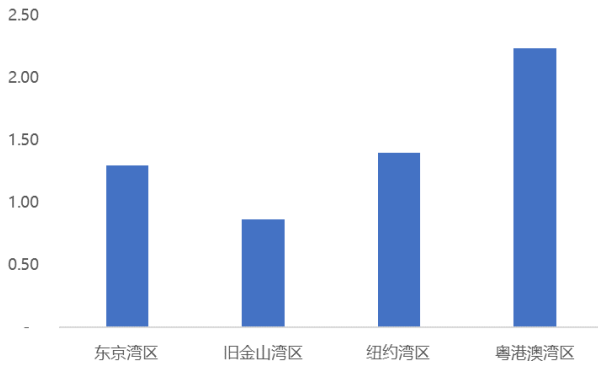


资料来源：香港机场官网，华创证券

2、中长期维度，对标世界级湾区，大湾区有足够容量

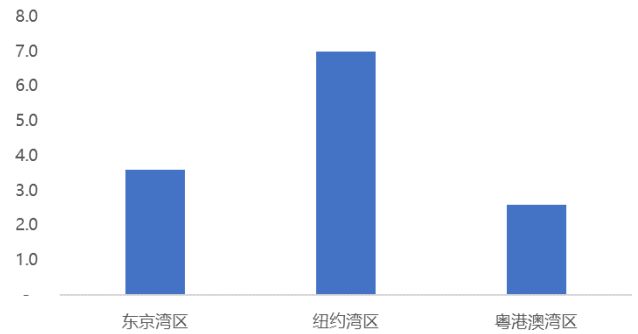
我们对比世界四大湾区，2019 年粤港澳大湾区客运总量达到 2.2 亿人次，领先于纽约，旧金山及东京湾区。但从人均出行看，人均出行不到 3 次，远低于纽约湾区约 7 次，及东京湾的 3.6 次，依然有很大提升空间。

图表 12 世界四大湾区旅客量（2019 年，亿人次）



资料来源：机场官网，华创证券综合测算

图表 13 世界湾区人均出行对比（次）



资料来源：深圳特区报，机场官网，华创证券综合测算

从人口对比来看，2020 年粤港澳大湾区人口接近 0.9 亿，东京湾区约 3600 万（2017 年），纽约湾区约 2000 万（2017 年），而纽约、东京均有多个国际机场。

以纽约为例：肯尼迪与纽瓦克国际双枢纽。2019 年，纽约肯尼迪与纽瓦克机场吞吐量分别为 6255 及 4634 万人次，肯尼迪机场是世界级重要国际航空枢纽，而纽瓦克是美联航的全球航线门户，等于在纽约有国际双枢纽。同时拉瓜迪亚机场吞吐量 3100 万人次，主要承接美国国内及美国与加拿大之间航线。三大机场合计 1.4 亿人次。

东京：成田与羽田机场相得益彰。东京是仅次于伦敦、纽约的全球第三大金融中心，也是亚太地区最繁忙的航空枢纽中心，东京有两大机场，其中东京羽田机场，以提供国内航线航班起降为主，部分国际航线主要是往返东亚的部分城市；成田国际机场是日本最大的国际机场，也是东京主要的对外国际机场。2019 年羽田与成田机场吞吐量分别为 8511 及 4435 万人次，合计 1.29 亿人次，单一城市吞吐为亚洲最繁忙。

图表 14 纽约各机场分布



资料来源：百度地图，华创证券

图表 15 东京机场分布



资料来源：百度地图，华创证券

再对比国内经济圈：

京津冀：北京首都+大兴双国际枢纽，首都机场设计吞吐量 8550 万，大兴 2025 年设计为 7200 万，远期 1 亿以上，对应两场合计接近 2 亿。

长三角：浦东、虹桥两大国际机场，浦东新建四期工程，远期规划 1.3 亿，虹桥 4000 万，同时拟建南通新机场；

成渝经济圈：天府机场远期 9000 万（2045 年），双流机场 5000 万；重庆机场 8000 万。我们以人口、GDP 规模总量相对接近的京津冀和成渝经济圈来对比，粤港澳大湾区完全足够容纳三个国际机场。

图表 16 城市群核心机场产能

城市群	核心机场产能	GDP (万亿, 2022年)	人口 (亿, 2020年)
长三角	浦东远期1.3亿	29.0	2.4
	虹桥4000万		
	规划南通新机场		
京津冀	大兴 (25年7200万, 远期1亿+)	10.0	1.1
	首都8550万		
成渝经济圈	天府 (远期2045年9000万)	7.8	1.2
	双流5000万		
	重庆江北8000万		
	规划重庆新机场		

资料来源：中国蓝新闻，中国民航网，中国民航报，第一财经，重庆市人民政府，华创证券综合整理

（三）我们预计白云国际枢纽的重要性或更上一层楼

1、打造“3060”交通圈，白云辐射力和便捷性进一步提升

2020 年，广东省发改委引发《广州白云国际机场综合交通枢纽整体交通规划（修编）》，提出积极推进高速铁路、城际铁路、城市轨道引入机场，畅通机场对外道路交通，优化完善机场内部交通组织，形成以白云机场为核心，**高效、便捷、安全、绿色、经济的综合交通网络。**

形成“3060”交通圈。白云机场实现与广州中心城区 30 分钟通达，与珠三角各城市 60 分钟通达。

内部交通运行更加高效。航站楼之间的衔接时间不超过 10 分钟；各交通方式衔接更加便捷，空侧与陆侧衔接时间不超过 15 分钟。

腹地范围进一步拓展。白云机场实现 350 公里/小时高速铁路连接全省各地级以上市及周边相邻省区，中间换乘不超过 1 次。

集疏运结构不断优化。轨道交通承担机场陆侧集散客流比重进一步提升，2025 年达到 35%，2030 年达到 45%，2045 年达到 55% 以上。机场高速公路通道实现顺畅运行。

规划方案包括轨道系统、道路系统、内部设施衔接、货运交通系统、交通协同管理等五个部分。

1) 轨道系统规划方案。规划引入高速铁路、城际铁路和城市轨道，形成**高效便捷的多层次空铁联运系统。**

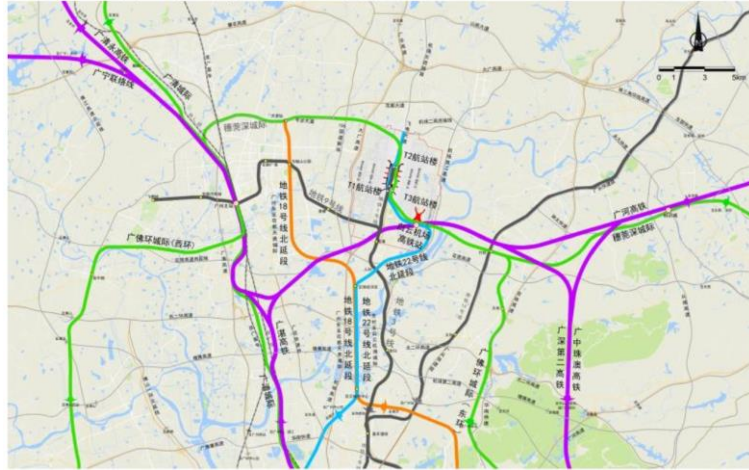
a) 高速铁路引入方案。在 T3 航站楼设置白云机场高铁站，正线引入广中珠澳高铁和广河高铁，构建白云机场辐射南北、联通东西的“**十字交叉**”对外高速铁路通道。

b) 城际铁路引入方案。加快建成新塘经白云机场至广州北站城际和广佛环线广州南站至白云机场段（两线在竹料共线引入白云机场，在 T3、T1 和 T2 分别设站后引入广州北站），适时启动广佛环线佛山西站至广州北站段建设，完善白云机场联系广佛两市城区以及广州北站、佛山西站、广州南站、新塘站等重要交通枢纽的城际铁路布局。

研究珠三角枢纽机场与白云机场之间利用广佛环线便捷连接。

- c) **城市轨道引入方案。**在既有广州地铁3号线引入白云机场T1和T2航站楼的基础上，新增规划引入广州地铁22号线和18号线，进一步完善白云机场与广州新老中轴间的快速轨道通道，同时通过与其它轨道交通线路换乘，加强机场与城市重大功能区的便捷联系。

图表 17 白云机场引入轨道交通示意图



资料来源：广东省发改委，华创证券

- 2) **道路系统规划方案。**围绕白云机场，构建以“井”字形高速公路为骨干，普通道路为支撑，结构合理、衔接紧密的道路网络。
- a) **高速公路。**由机场北边的珠三角环线高速、西边的广乐高速和机场高速、南边的花莞高速及其西延线、东边的广连高速和机场第二高速共同组成“井”字形高速公路架构。
- b) **普通道路。**完善以普通公路、市政道路为主体的普通道路网络，实现机场与高速公路通道及周边区域的快速衔接。加强机场周边快速路的规划建设，分流机场高速交通压力。
- c) **机场南北向进出通道**主要包括飞粤大道、机场第二高速连接线、机场高速和T3进场路，以及方华路、空港大道、龙港路、花联路等。
- d) **机场东西向进出通道**主要包括花都大道、迎宾大道、镜湖大道，以及平石路、商业大道、雅新大道、现代大道等。

图表 18 白云机场与高速公路衔接示意图



资料来源：广东省发改委，华创证券

按照规划要求，白云机场将实现与广州中心城区 30 分钟通达，与珠三角各城市 60 分钟通达；350 公里/小时高速铁路连接全省各地级以上市及周边相邻省区，中间换乘不超过 1 次。

我们认为该规划的落地，将进一步提升白云机场的辐射力及便捷性，有利于节约时间成本和通关流程，进而吸引过去通过我国香港机场出境的珠三角国际客流回流。

2、与主基地航司南航强强联合建设世界级枢纽

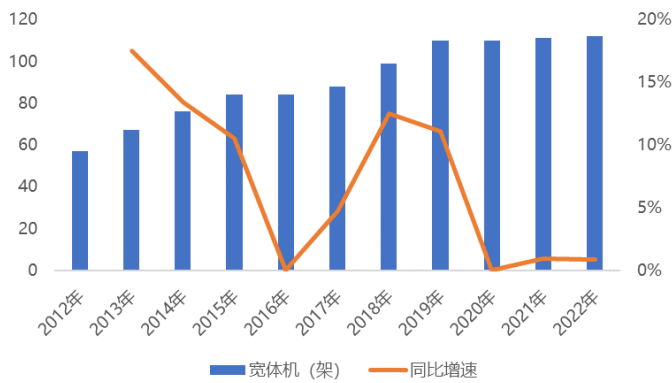
1) 主基地航司国际化水平诉求强

南航国际线收入、运营占比均为三大航中最低，十二五-十三五期间，南航开始大力引进宽体机，拓宽国际线业务版图。

其中 2012-2019 年，南航宽体客机从 57 架增至 110 架，增长 93%，年均增速 9.8%，同期东航宽体机累计增速 63%，年均增速 7.2%，国航 57%，年均增速 6.6%。

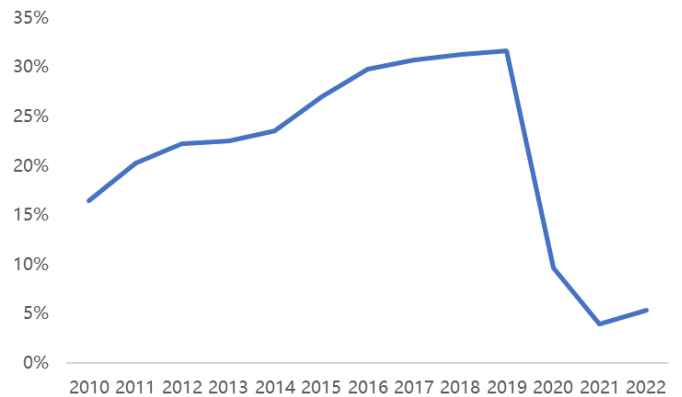
而对应国际+地区线 ASK 占比从 2010 年的 16.4% 增至 2019 年 31.6%，东航从 30.2% 提升至 36.5%，国航从 36.1% 提升至 41.7%。

图表 19 南航宽体机数量



资料来源：公司公告，华创证券

图表 20 南航国际+地区 ASK 占比



资料来源：公司公告，华创证券

2) 双方强强联合建设世界级枢纽

2018 年南航集团与广东省机场管理集团签署战略合作备忘录，双方将进一步密切合作，加快推进广州白云机场世界级航空枢纽建设。

根据备忘录，南航将大力支持白云机场的航空枢纽建设，未来在白云机场开通飞往欧洲、北美、南亚、东北亚和中东等地区的新航线。广东省机场管理集团也将在品牌宣传、市场营销等方面支持南航“广州之路”的航线网络发展和战略推进。

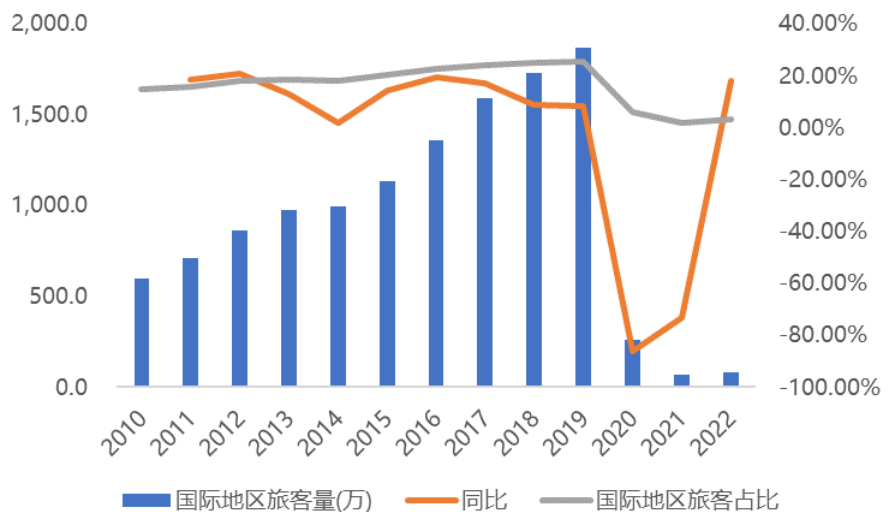
机场方面：白云优先供给国际时刻

从国际旅客和整体增速差来看，2010-19 年白云国际地区旅客年均增速比机场整体年均增速快 6.8 个百分点。国际地区旅客的占比也从 14.7% 提至 25.5%。

资源向国际大幅倾斜保证了国际增速较为可观，预计后续产能提升后时刻放量，将进一步推升国际旅客增速。

因此，我们认为，在多因素的加持下，白云的国际客流或更上一层楼，假设国际客流占比提升至 30%，对应远期 1.4 亿产能规模，国际客流或将超 4000 万。

图表 21 白云机场国际地区旅客增速及占比



资料来源：公司公告，华创证券

（四）航线结构推动当前白云领先恢复

1、公司国际航线构成：长于东南亚、大洋洲航线

基于天然地理位置，白云机场国际线以东南亚、大洋洲等为优势航线。我们对比 4 大上市机场 2019 年国际航线数据：

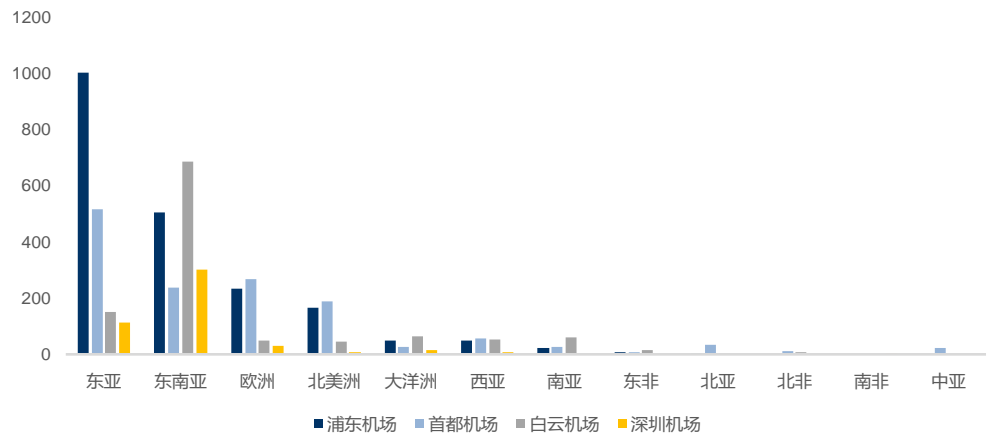
东南亚航线：白云机场的优势航线，周班次 688，浦东机场排名第二，周班次 507；

大洋洲航线：白云机场为首周 66 班，浦东机场次之达到 51 班。

东亚航线（日韩等，包括港澳台地区航班）：浦东机场优势航线周 1004 班，航班量远高于首都（517 班）、白云（151 班），深圳（115 班）；

欧洲和北美：以首都机场为首周 459 班，浦东机场次之 399 班。

图表 22 四大机场航线结构（周班次，2019 年）

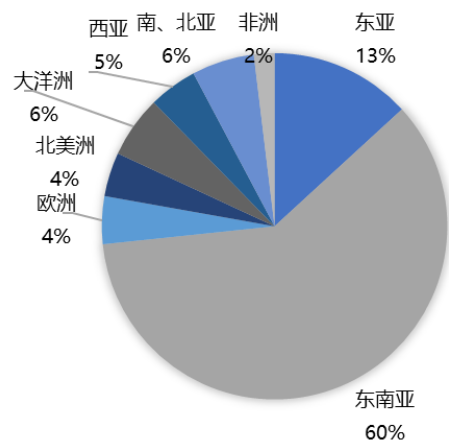


资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

拆分白云机场 2019 年国际航线构成：

6 成为东南亚线，东亚占比 13%，大洋洲占比 5.8%，欧美合计占比约 8%。而在当前国际航线恢复进程中，东南亚恢复进度明显快于日韩等东亚地区以及欧洲等洲际线。

图表 23 白云机场国际航班结构（2019 年）

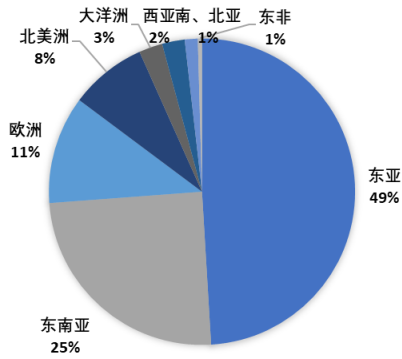


资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

浦东机场：东亚占据最大份额 49.0%，东南亚占比 24.8%，欧洲、北美洲分列三、四位，占比分别为 11.4%和 8.1%，大洋洲 2.5%，其他区域占比相对较少。

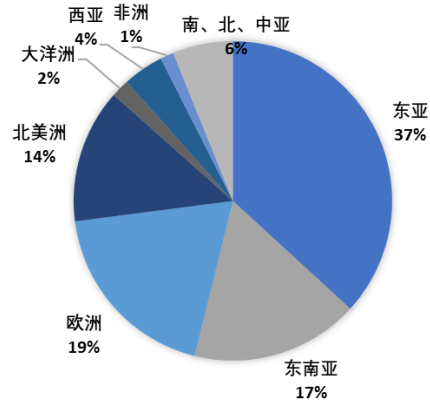
首都机场：东亚占比 36.8%，欧洲占比 19.1%，东南亚占比 17.1%，北美占比 13.6%。

图表 24 浦东机场国际航班结构（2019 年）



资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

图表 25 首都机场国际航班结构（2019 年）



资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

根据 Flight AI 数据统计，白云机场分区域跨境旅客量恢复趋势：非洲>亚洲>大洋洲>欧洲>北美。

以非洲为例：1-5 月（截止 5 月 20 日）恢复比例分别为 13.9%、40.1%、59.7%、70.1%和 73.1%；

大洋洲：恢复比例分别为 5.6%、16.9%、30.2%、42.7%和 46.3%。

亚洲：恢复比例分别为 10.8%、19.8%、27.9%、41.2%、46.3%。

欧洲市场逐步从 15%升至 30%+，而北美市场始终在 8%左右低位徘徊。

图表 26 国际分区域旅客量恢复比例

旅客恢复率	1月	2月	3月	4月	5.1-5.20
亚洲	10.8%	19.8%	27.9%	41.2%	46.3%
欧洲	15.0%	23.8%	22.2%	30.5%	31.8%
大洋洲	5.6%	16.9%	30.2%	42.7%	46.3%
北美洲	7.8%	8.3%	8.8%	8.6%	7.9%
非洲	13.9%	40.1%	59.7%	70.1%	73.1%

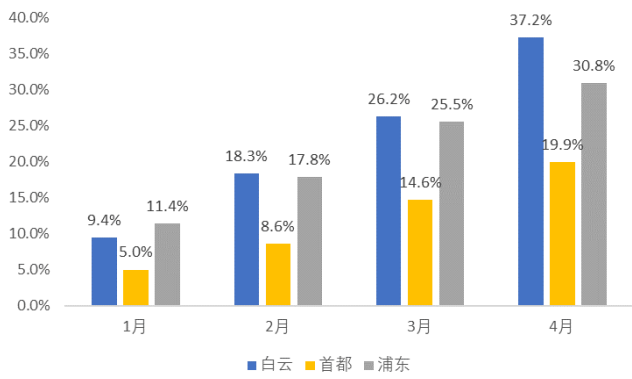
资料来源：Flight AI，华创证券

2、航网构成决定白云机场国际航线恢复快于浦东、首都：

根据各上市公司月度经营数据公告，4 月国际+地区旅客量恢复：白云（37.2%）>浦东（30.8%）>首都（19.9%）；其中纯国际旅客：白云（36.2%）>浦东（26.0%）>首都（17.9%）

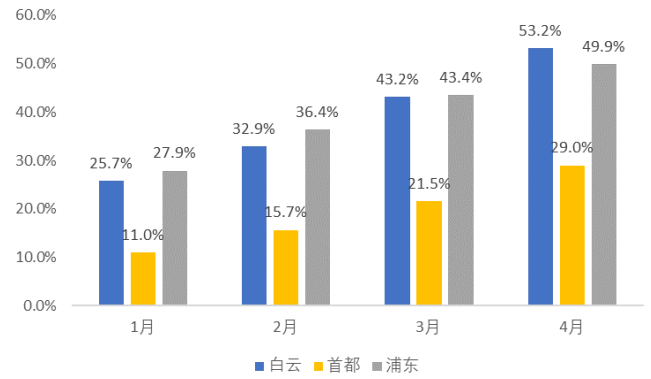
4 月国际+地区航班量恢复：白云（53.2%）>浦东（49.9%）>首都（29.0%），其中纯国际航班：白云（51.1%）>浦东（46.1%）>首都（26.5%）。

图表 27 三大机场国际+地区旅客量较 19 年恢复比例



资料来源：Wind，华创证券

图表 28 三大机场国际+地区航班量较 19 年恢复比例



资料来源：Wind，华创证券

三、商业驱动新阶段：免税成长期与有税业务价值发现期的双期叠加

（一）免税业务成长期：疫后重拾成长逻辑

1、2018年可视为白云机场免税启动元年

2018年之前，白云机场免税销售处于较低水平，2017年销售额仅4亿元左右，上海已经达到82亿，人均免税消费额仅25元左右，远低于浦东和首都机场200+水平。

图表 29 三大机场 2017 年免税销售

	国际+地区旅客 (万人)	免税消费额 (2017, 亿元)	人均免税消费额 (元)
浦东机场	3,472	82	235
首都机场	2,564	55	216
白云机场	1,589	4	25

资料来源：公司公告，华创证券

究其原因：

1) 由于公司所处珠三角区域国际机场众多，免税消费较为分散，竞争相对激烈。

香港机场作为全球机场标杆，免税品销售无论品类、价格、购物体验等都具有显著优势，其17年免税销售额达到10.2亿美元，约合67亿人民币。

澳门机场17年旅客吞吐量716万人次，香港为7286万人次，澳门约为香港1/10，假设二者单人平均免税消费额类似，则澳门机场免税销售额约为6-7亿元。

图表 30 珠三角免税销售拆分 2017 (亿)

渠道		销售额	占比
机场免税	香港机场	67	38%
	澳门机场	6.5	4%
	广州机场	4	2%
	深圳机场	1	0.60%
市内免税	香港DFS	100	56%
合计		178.5	

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券测算

2) 白云机场免税店面积过小，且提供商品性价比不足。

2018年T2启用前，T1航站楼仅有出境免税店，面积1300平，远低于首都机场1.5万平和浦东机场7853平米（卫星厅启用后共1.69万平），每万人免税面积0.82平，仅为首都14%和浦东36%，较小的面积直接导致品类、备货等不足。此外，入境店缺失导致白云流失部分需求。

同时较低的销售规模意味着供应商议价能力偏弱，导致价格相比周边竞争者无优势。

图表 31 2017 年三大枢纽免税店面积对比

	免税店面积 (平方米)	2017年出入境旅客 (万人)	每万人免税面积 (平方米)	对比
白云 (T2启用前)	1300	1589.41	0.82	
首都	15002	2564.45	5.85	14.00%
浦东	7853	3471.53	2.26	36.20%

资料来源：公司公告，华创证券

3) 经营模式有改善空间。免税经营专业化为主要趋势，大部分机场采取免税店委托运营并收取特许经营费形式，白云机场此前免税店烟酒销售为机场自营，香化+精品为中免运营，在进货渠道、品类、价格等不占优势。

2、2018 年中 T2 投产+中免发力，免税业务快速追赶期

2018 年公司免税销售额约 9.8 亿元，人均消费约 57 元，同比增长 141%，2019 年免税销售额增至 19.2 亿，人均 103 元，同比 81%，17-19 年两年客单 4 倍，免税业务进入高成长期。

我们认为原因在于随着 T2 投产以及中免收购日上后的发力解决了前述过往两大压制因素：一是免税面积低，二是免税产品性价比不够（与上海不同，广州临近香港易被分流）

1) T2 投产后面积大幅增加

2018 年，白云机场 T1 出境免税和 T2 出、入境免税店先后开业，增加入境免税店 1100 平米（T1 400 平米，T2 700 平米），以及 T2 出境 3544 平米，加上此前 T1 出境的 1300 平，合计达到 5944 平米，面积增加 3.6 倍。面积增加为免税品类、备货和营销方式改进、购物体验提升奠定基础。

当前公司最新的免税经营面积已增至 6845 平，T1 出境增至 1777 平米，T2 进境增至 1124 平米。

图表 32 当前白云机场免税店统计（2023 年）

航站楼		开业时间	面积 (平方米)
T1	出境	2008年1月	1777
	进境	2018年2月1日	400
T2	出境	2018年7月	3544
	进境	2018年7月	1124
	合计		6845

资料来源：公司公告，华创证券

2) 中免收购日上后实力更上新台阶，其发力品类扩充与性价比构筑白云吸引力

中免收购日上北京和日上上海后，销售规模大增，极大提高了对品牌供应商的议价能力，可发挥规模效应，并整合日上原有的采购、零售运营、市场营销等优势，最终反映在终端免税品价格、品类、供应保障等上的优势。白云机场免税店的商品逐步向日上上海看齐，加大了机场免税店对于香港的竞争力。

此外原机场自营免税部分移交中免，有助于提升机场整体免税实力。

3、疫情“中断”免税发展，但疫后我们预计将重拾成长逻辑

2020年疫情影响导致国际航线低位运行，免税业务的贡献几乎可忽略，但疫情中，公司与中免签订的补充协议维持了高弹性，体现公司在中免渠道中的重要意义。

1) 补充协议维持高弹性：

22年6月，白云机场公告与广州新免（中免子公司）签订《广州白云国际机场进出境免税店项目经营合作补充协议》。

补充协议设定：

a) 协商确定2020年经营权转让费为2.96亿元；

b) 2021年1月1日起经营权转让费计算标准：

提取模式不变：月保底经营权转让费（月保底销售额基数×合同约定提成比例）与月销售额提成额取其高；

提成比例：未做变动；

保底销售额计算有所调整：

i) 2021年的月保底销售额基数Y执行2019年12月的月保底销售额；以后年度，当t-1年国际客流少于19年80%时，月保底销售额仍采用t-1年保底额，当t-1年国际客流超过19年80%时，月保底额基数可按照原合同递增。

ii) 月保底销售额R加入调节系数，等于原协议约定的月保底销售额基数Y×月客流调节系数×月面积调节系数，客流调价系数与月国际客流较19年恢复程度相关，取值0-1；面积调节系数为实际开业面积占合同约定比，不低于客流系数。

月保底销售额基数调整日期变更：统一变更为每年1月1日，原T1、T2进境协议变更日期为每年4月。

c) 协议期限：T1、T2进境免税协议合同期限延长至29年4月25日，原合同为2024年4月+（3）年；T2出境免税协议期限未变，26年1月到期。

补充协议未修改保底、提成取高的模式，且提成比例未有变动，保留了国际客流修复后机场的免税收入弹性。

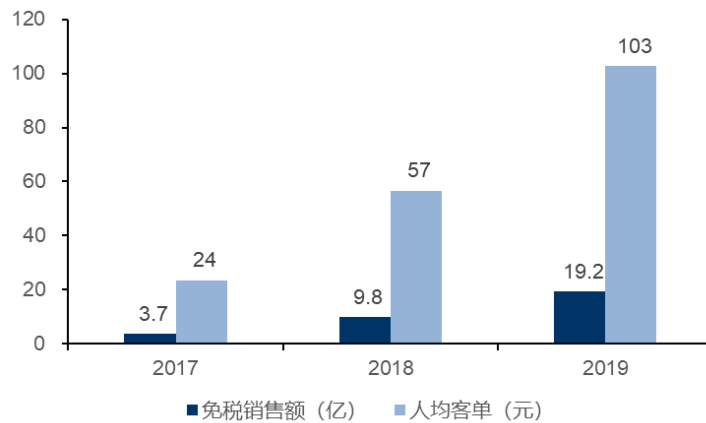
2) 我们预计公司免税客单延续成长逻辑

23年1月免税客单118元，超19年平均水平，客单或重回成长。

据广州海关统计，1月白云机场口岸免税店销售额达1765.2万元人民币，同比增长3.9倍，对应人均客单价达118元，假设1-3月客单均值以120元测算，一季度国际地区客流84万，对应免税销售额约1亿元。

从客单空间看：白云仍大有可为。上海机场2019年国际旅客人均免税贡献达到359元遥遥领先，首都机场312元次之，白云为103元，不到上机的1/3。

而此前，出入境免税主要由香化类产品驱动，精品占比较少，上机、首都均能达到300元以上的客单，我们认为一方面白云的香化产品购买频次、数量仍有空间，另一方面，未来精品或成为机场免税销售的第二增长曲线，有望助力客单价进一步抬升。

图表 33 2017-2019 年白云机场免税销售额及客单


资料来源：公司公告，华创证券

4、免税利润弹性测算

我们以客单价及跨境旅客恢复比例做敏感性测算，参考此前合同协议，假设综合提点 38%：

图表 34 前一轮免税合同租金协议

机场		中标公司	类型	生效日期	首年保底销售额 (亿/年)	提成比例
白云机场	T1	中免	进境	T2启用前	3.89	39.00%
	T2	中免	进境	T2启用后	2.83	42.00%
				T2启用后	4.24	42.00%
	T2	中免	出境	2018年7月31日之前	实际销售额	35.00%
2018年8月1日之后				3.95	35.00%	

资料来源：公司公告，华创证券

假设国际地区客流恢复至 2019 年的 100%（旅客 1871 万人），人均 200 元，销售额 37.4 亿，租金收入 14.2 亿，利润 10.7 亿，人均 300 元，销售额 56.1 亿，租金 21.3 亿，利润 16.0 亿；

假设国际地区客流恢复至 120%（旅客 2246 万人），人均 200 元，销售额 44.9 亿，租金收入 17.1 亿，利润 12.8 亿，人均 300 元，销售额 67.4 亿，租金 25.6 亿，利润 19.2 亿；

假设国际地区客流恢复至 130%，（旅客 2433 万人），人均 200 元，销售额 48.7 亿，租金收入 18.5 亿，利润 13.9 亿，人均 300 元，销售额 73.0 亿，租金 27.7 亿，利润 20.8 亿。

图表 35 免税收入敏感性测算（亿）

国际恢复比例 (%) /客单 (元)	国际旅客量 (万)	100	150	200	250	300	350
80%	1,497	5.7	8.5	11.4	14.2	17.1	19.9
90%	1,684	6.4	9.6	12.8	16.0	19.2	22.4
100%	1,871	7.1	10.7	14.2	17.8	21.3	24.9
110%	2,058	7.8	11.7	15.6	19.6	23.5	27.4
120%	2,246	8.5	12.8	17.1	21.3	25.6	29.9
130%	2,433	9.2	13.9	18.5	23.1	27.7	32.4
140%	2,620	10.0	14.9	19.9	24.9	29.9	34.8
150%	2,807	10.7	16.0	21.3	26.7	32.0	37.3

资料来源：华创证券综合测算（首行为客单价假设，首列为跨境旅客量恢复比例）

（二）有税商业价值发现期：广告新合同显示议价能力回归，含税商业待发掘宝藏

1、广告新合同显示议价能力回归

1) 新签二号航站楼及 GTC 广告，相同客流下，保底金额较上轮增加约 25%。

2023 年 5 月 9 日，白云机场公告与北京沃捷签署二号航站楼及 GTC 广告合同。

合同期限：5+3，“5 年”为自 2023 年 5 月 13 日至 2028 年 5 月 12 止，“3 年”指经营期内对北京沃捷进行考核，考核合格则延长 3 年。

合同费用：

首年基准价 3.98 亿，基准旅客量 5000 万；

第 1 经营年度实际广告经营权转让费：实际旅客量较基准旅客变动 20%（含）以内，按 3.98 亿计；若超出 20%，则按 $3.98 * (1 + \text{超出 } 20\% \text{ 的比例} * 0.5)$ 计算；

第 2 经营年度后实际广告经营权转让费：若旅客较前一年度变动 20%（含）以内，按上一年实际费用上浮 6% 递增，若增幅超出 20%，则按照上年实际 * $(1 + 6\% + \text{涨幅超出 } 20\% \text{ 部分} * 50\%)$ ，若降幅超 20%，则按照上年实际 * $(1 - \text{跌幅超出 } 20\% \text{ 部分} * 50\%)$ 。

费用模式：取消了上轮合同 10% 的超额提成，改为根据客流增幅调节年实际涨幅。

收入测算：

2019 年，白云旅客量 7339 万，若假设第一经营年度（2023.5.13-2024.5.12）持平 19 年水平，可获得 4.51 亿，后续假设每年增幅在 20% 以内，第 2 经营年（2024.5.13-2025.5.12）可获得 4.78 亿，第 3-5 经营年（各往后 12 个月）可获得 5.07、5.37 和 5.70 亿，合计 25.44 亿。

2017 年合同中 5 年保底分别为 3.6、3.82、4.04、4.29 和 4.54 亿，合计 20.29 亿。

对应前述假设下，新合同保底金额增幅 25%。

图表 36 新旧广告合同对比（假设第一经营年旅客量持平 2019 年）

新合同 (亿)	合同金额	上轮合同 (亿) (实际以T2启用计)	合同金额
第一经营年 (2023.5.13-2024.5.12)	4.51	第一经营年 (2018.2.1-2019.1.31)	3.6
第二经营年 (2024.5.13-2025.5.12)	4.78	第二经营年 (2019.2.1-2020.1.31)	3.82
第三经营年 (2025.5.13-2026.5.12)	5.07	第三经营年 (2020.2.1-2021.1.31)	4.04
第四经营年 (2026.5.13-2027.5.12)	5.37	第四经营年 (2021.2.1-2022.1.31)	4.29
第五经营年 (2027.5.13-2028.5.12)	5.70	第五经营年 (2022.2.1-2023.1.31)	4.54
合计	25.44		20.29

资料来源：公司公告，华创证券综合测算

2) 5 月 11 日，白云机场公告与迪岸公司签署一号航站楼广告合同，预计与上轮合同接近。

合同期限：32+X 月，其中“32 个月”自 2023 年 5 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，“X 个月”根据 T3 航站楼启用、T1 航站楼流程及装修改造情况确定。

合同费用：

计费规则与模式和二号航站楼一致，仅基准金额不同，为 2.858 亿。

收入测算：

2019 年，白云旅客量 7339 万，若假设第一经营年度（2023.5.1-2024.4.30）持平 19 年水平，可获得 3.24 亿，后续假设每年增幅在 20% 以内，第二经营年（2024.5.1-2025.4.30）可获得 3.44 亿，剩余 8 个月（2025.5.1-2025.12.31）为 2.43 亿（年化为 3.64 亿）。

2018 年上轮合同中 58 个月，第 1-4 经营年保底分别为 2.6、2.99、3.44、3.95 亿，最后 10 个月保底为 3.79 亿，合计 16.77 亿。

图表 37 T1 新旧广告合同对比（假设第一经营年旅客量持平 2019 年）

新合同	合同金额 (亿)	上轮合同	合同金额 (亿)
第一经营年 (2023.5.1-2024.4.30)	3.24	2018.7.1-2019.6.30	2.60
第二经营年 (2024.5.1-2025.4.30)	3.44	2019.7.1-2020.6.30	2.99
剩余8个月 (2025.5.1-2025.12.31)	2.43	2020.7.1-2021.6.30	3.44
		2021.7.1-2022.6.30	3.95
		2022.7.1-2023.4.30 (10个月)	3.79
合计	9.10		16.77

资料来源：公司公告，华创证券综合测算

T1 招标金额小于上轮合同，对比后发现，实际招标范围有所不同，根据此前招标公告，本次招商项目媒体为 T1 航站楼共 376 个广告媒体资源，不包括 T1 航站楼东一指廊、东二指廊区域广告媒体和 T1 航站楼安检区域 LED 媒体。

而参考 T2 及 GTC 招标结果，我们前文测算此次保底较上轮合同增加接近 25%，展现了枢纽机场价值正在回归。

2、含税商业待发掘的宝藏

观察疫情后，重奢纷纷押注国内机场含税渠道，高奢品牌入驻国内头部机场步伐加快。2022 年，白云机场开出包括 Tiffany&Co.、Louis Vuitton、Gucci 等在内的多家精品店，机场有税区域对于奢侈品牌而言成为一个与目标受众产生交集的重要场景。

我们认为，重奢的入驻有助于提升机场整体含税商业品质，“类高端商场”的形式，有利于打造品牌集群效益，提升旅客体验和消费意愿，进而刺激客单价的提升。当前，我们也能看到，各类新兴餐饮、零售品牌进入机场，机场已经从过往“吃饭、纪念品、土特产”转变为类高端消费场景，含税商业或将是待发掘的宝藏。

随着旅客量的修复，机场商业已在有序恢复，目前处于合同期内的商业店铺已恢复至疫情前的三分之二以上，商铺租金水平也基本恢复正常，公司正全力开展商铺招商工作，截至 2023 年 5 月，白云机场已完成 2023 年第一批招商项目，本次招商成功引进数个国际一线品牌，进一步提升航站楼商业品牌丰富度。同时，白云机场正有序推进第二批招商项目，本批招商项目共 144 间商铺，涵盖餐饮、零售、服务、休闲等多业态，按计划将于第二季度完成评审工作。

图表 38 白云机场 Tiffany&Co



资料来源：白云机场公众号，华创证券

图表 39 白云机场 GUCCI



资料来源：白云机场公众号，华创证券

四、经营管理内部挖潜持续

2018 年公司 T2 投产，带来 19 年营业成本同比增加 11.7% 至 60.8 亿，此后持续加强成本管控，20-22 年总成本同比分别下降 13.0%、1.1% 和 5.7%。

图表 40 白云营业成本构成

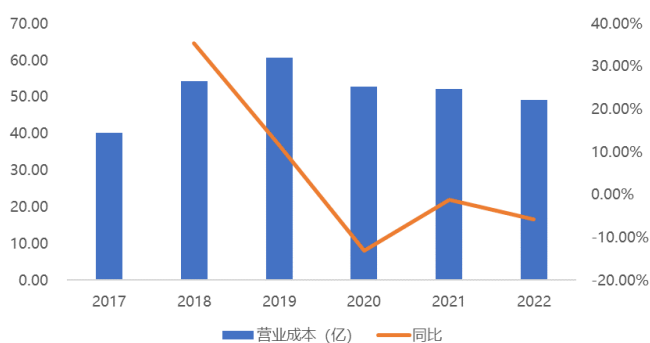
亿	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
营业成本	40.19	54.42	60.76	52.85	52.28	49.29
同比		35.41%	11.65%	-13.02%	-1.08%	-5.71%
人工成本	18.46	20.85	21.05	16.41	17.36	17.05
同比		12.94%	1.01%	-22.06%	5.82%	-1.84%
折旧租赁费	4.51	12.56	15.59	15.50	15.54	14.04
同比		178.69%	24.15%	-0.55%	0.25%	-9.67%
直接成本	4.62	4.28	5.15	3.98	3.98	3.70
同比		-7.34%	20.28%	-22.61%	-0.16%	-6.98%
维修费	2.99	2.80	3.51	3.60	2.57	2.45
同比		-6.39%	25.41%	2.64%	-28.59%	-4.90%
水电费及水电管理费	1.84	2.62	2.29	1.35	1.49	1.41
同比		42.07%	-12.61%	-40.91%	10.03%	-4.79%
劳务费	1.14	3.36	4.39	3.72	3.65	2.62
同比		194.83%	30.42%	-15.31%	-1.69%	-28.27%
其他运行成本	6.64	7.97	8.79	8.29	7.68	8.03
同比		19.97%	10.37%	-5.75%	-7.26%	4.45%

资料来源：公司公告，华创证券

细拆成本构成，公司人工成本下降最为明显，我们认为核心在于管理模式的转变，带来效率提升：

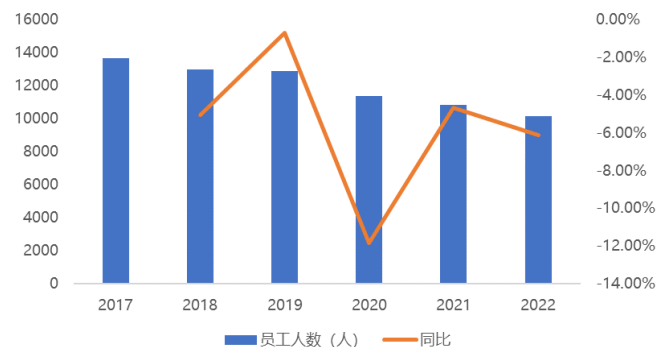
2018 年公司 T2 投产后，经营模式由纯自营转为核心业务公司承担、非核心业务外包。公司员工人数来看，2018 年起员工人数持续下降，2022 年末公司总员工 10168 人，较 2017 年末共下降 25.6%。

图表 41 白云营业成本



资料来源：公司公告，华创证券

图表 42 白云机场员工人数



资料来源：公司公告，华创证券

同时，我们观察 2018 年起，公司劳务外包工时大幅提升，2018 年为 1006 万小时，同比 +298%，2019 年继续增加 56.3%，20 年后受疫情影响有所下滑。

外包单小时费用：2017 年为 35.5 元，2018 年 30.1 元，19 年为 38.4 元，后维持在 40 元左右。我们认为单小时费用先降后升，原因或在于整体外包比例和复杂程度的升级，开始阶段转移大量基础劳务，拉低平均小时费用，后逐步外包相对复杂的劳务，带动单位

小时费用上升，同时也意味着公司的外包比例的提升，而自身更加聚焦主业。

图表 43 白云营业成本构成

	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
劳务外包工时（万小时）	253	1,006	1,573	1,462	1,395	1,157
同比		298.0%	56.3%	-7.1%	-4.6%	-17.0%
劳务外包支付的报酬总额（万元）	8,990	30,304	60,361	59,522	55,544	47,052
同比		237.1%	99.2%	-1.4%	-6.7%	-15.3%
外包单小时费用（元/小时）	35.5	30.1	38.4	40.7	39.8	40.7

资料来源：公司公告，华创证券

我们对比 2019 年三大机场的员工效率：

全外包模式下的首都机场员工人数显著少于上机和白云，人均薪酬明显更高，对应单位员工吞吐量、单位员工起降、单位员工收入、单位员工利润均更高。

上海机场和当前的白云机场均采用非核心业务外包的模式，而白云机场在 T2 启用后才逐步转变管理模式，仍处于转型期，后续预计公司将持续深耕，若对标上机外包水平，白云机场的单位员工效率仍将有较大提升空间。

图表 44 三大机场员工效率对比（2019）

	上海机场	首都机场	白云机场
人工成本（亿元）	18.83	7.03	20.93
员工数量（人）	8389	1583	12888
人均薪酬（万元）	22.44	44.42	16.24
旅客吞吐量（万人）	7615.35	10001.14	7338.60
单位员工吞吐量（万人/人）	0.91	6.32	0.57
起降架次（万架次）	51.18	59.43	49.10
单位员工起降架次（架次/人）	61.01	375.43	38.10
营业收入（亿元）	109.45	108.47	78.70
单位员工收入（万元/人）	130.46	685.22	61.06
归母净利润（亿元）	50.30	24.19	10.00
单位员工利润（万元/人）	59.96	152.83	7.76

资料来源：公司年报，华创证券

五、投资建议

盈利预测：基于近期恢复节奏，我们小幅调整 2023-25 年盈利预测，我们预计公司实现归母净利分别为盈利 6.1 亿、19.2 亿及 24.1 亿（原预测为 7.1 亿、20.2 亿及 25.0 亿）。

投资建议：前述我们在中国特色估值体系的理解下，以我们预计正常运营的 2025 年利润预测给予 20 倍 PE（参考过往中枢水平），对应目标市值 482 亿，目标价 20.3 元，预期较当前 48% 的空间，上调评级为“强推”。

图表 45 白云机场预测表

亿元/万人次/元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
旅客吞吐量(万人次)	7,339	4,377	4,026	2,611	6,309	7,994	8,735
<i>同比</i>	5.2%	-40.4%	-8.0%	-35.1%	141.6%	26.7%	9.3%
国内旅客吞吐量(万人次)	5,467	4,119	3,957	2,530	5,467	6,123	6,490
<i>同比</i>	4.2%	-24.7%	-3.9%	-36.1%	116.1%	12.0%	6.0%
国际地区旅客吞吐量(万人次)	1,871	258	69	81	842	1,871	2,246
<i>同比</i>	8.1%	-86.2%	-73.3%	18.3%	935.5%	122.2%	20.0%
非航业务(亿元)	23.18	14.29	15.67	12.97	18.35	25.86	30.69
其中：							
1、免税收入(亿元)	6.85	2.96	1.23	1.45	4.38	10.81	14.83
人均客单(元)	103	108	113	119	137	164	197
<i>同比</i>	81.4%	5.0%	5.0%	5.0%	15.0%	20.0%	20.0%
免税销售额	19.22	2.78	0.78	0.97	11.51	30.70	44.21
<i>同比</i>	96.1%	-85.5%	-72.0%	24.2%	1090.8%	166.7%	44.0%
免税利润	5.14	2.22	0.92	1.09	3.28	8.11	11.12
2、广告收入：	6.83	6.83	8.44	5.72	6.98	7.74	8.21
<i>同比</i>	20.7%	0.0%	23.6%	-32.3%	22.0%	11.0%	6.0%
广告利润	5.12	5.12	6.33	4.29	5.23	5.81	6.16
3、含税及其他非航收入	9.50	4.50	6.00	5.80	7.00	7.31	7.65
对应利润	7.13	3.38	4.50	4.35	5.25	5.48	5.74
航空性及其他业务收入	55.52	37.96	36.13	26.74	55.89	67.98	72.69
<i>同比</i>	-6.5%	-31.6%	-4.8%	-26.0%	109.0%	21.6%	6.9%
营业总成本	59.72	52.85	52.28	49.29	58.64	60.21	62.88
<i>同比</i>	9.7%	-11.5%	-1.1%	-5.7%	19.0%	2.7%	4.4%
归母净利	10.00	-2.50	-4.06	-10.71	6.14	19.24	24.08

资料来源：公司公告，华创证券测算

六、风险提示

经济出现下滑，国际线恢复不及预期，免税经营不及预期。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,227	3,022	5,062	7,984
应收票据	0	11	12	7
应收账款	902	1,496	2,081	2,317
预付账款	11	16	18	19
存货	60	71	74	78
合同资产	6	3	5	6
其他流动资产	278	486	683	750
流动资产合计	3,484	5,105	7,935	11,161
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	591	591	591	591
固定资产	18,651	18,042	17,479	16,959
在建工程	611	611	611	611
无形资产	335	302	272	244
其他非流动资产	3,269	3,266	3,264	3,263
非流动资产合计	23,457	22,812	22,217	21,668
资产合计	26,941	27,917	30,152	32,829
短期借款	0	0	0	0
应付票据	17	5	6	8
应付账款	858	865	927	985
预收款项	124	231	293	322
合同负债	31	58	73	80
其他应付款	4,450	4,450	4,450	4,450
一年内到期的非流动负债	249	249	249	249
其他流动负债	1,187	1,399	1,501	1,588
流动负债合计	6,916	7,257	7,499	7,682
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	2,616	2,616	2,616	2,616
非流动负债合计	2,616	2,616	2,616	2,616
负债合计	9,532	9,873	10,115	10,298
归属母公司所有者权益	17,191	17,804	19,729	22,138
少数股东权益	218	240	308	393
所有者权益合计	17,409	18,044	20,037	22,531
负债和股东权益	26,941	27,917	30,152	32,829

现金流量表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	869	1,643	2,822	3,697
现金收益	523	2,179	3,432	3,885
存货影响	8	-10	-3	-4
经营性应收影响	380	-609	-586	-231
经营性应付影响	-52	103	124	90
其他影响	11	-20	-145	-43
投资活动现金流	-808	-796	-795	-794
资本支出	-630	-802	-802	-802
股权投资	-46	0	0	0
其他长期资产变化	-132	6	7	8
融资活动现金流	598	-52	13	19
借款增加	-45	0	0	0
股利及利息支付	-47	-138	-94	-101
股东融资	0	0	0	0
其他影响	690	86	107	120

资料来源：公司公告，华创证券预测

利润表

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	3,971	7,424	9,384	10,338
营业成本	4,929	5,864	6,021	6,288
税金及附加	100	148	186	207
销售费用	72	74	94	93
管理费用	319	431	446	465
研发费用	46	45	56	57
财务费用	112	102	49	48
信用减值损失	-6	-10	-10	-5
资产减值损失	0	-1	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	104	50	62	68
其他收益	60	30	40	45
营业利润	-1,449	830	2,624	3,287
营业外收入	4	10	10	10
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	-1,446	838	2,632	3,295
所得税	-354	205	644	807
净利润	-1,092	633	1,988	2,488
少数股东损益	-21	19	64	80
归属母公司净利润	-1,071	614	1,924	2,408
NOPLAT	-1,007	710	2,025	2,525
EPS(摊薄) (元)	-0.45	0.26	0.81	1.02

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-23.3%	87.0%	26.4%	10.2%
EBIT 增长率	-204.2%	170.5%	185.4%	24.7%
归母净利润增长率	-163.9%	157.3%	213.5%	25.2%
获利能力				
毛利率	-24.1%	21.0%	35.8%	39.2%
净利率	-27.5%	8.5%	21.2%	24.1%
ROE	-6.2%	3.4%	9.8%	10.9%
ROIC	-8.1%	5.5%	14.0%	15.5%
偿债能力				
资产负债率	35.4%	35.4%	33.5%	31.4%
债务权益比	16.5%	15.9%	14.3%	12.7%
流动比率	0.5	0.7	1.1	1.5
速动比率	0.5	0.7	1.0	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.1	0.3	0.3	0.3
应收账款周转天数	99	58	69	77
应付账款周转天数	60	53	54	55
存货周转天数	5	4	4	4
每股指标(元)				
每股收益	-0.45	0.26	0.81	1.02
每股经营现金流	0.37	0.69	1.19	1.56
每股净资产	7.26	7.52	8.34	9.35
估值比率				
P/E	-30	53	17	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	196	14	8	7

交通运输组团队介绍

副所长、基础设施及能源材料研究中心负责人：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2021年：新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名，21世纪金牌分析师评选交运物流行业第二名。2020年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名；2019年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第五名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第二名；2018年水晶球最佳分析师交通运输行业第四名；2017年金牛奖交通运输第五名；新财富最具潜力分析师第二名，财富最佳分析师交通运输仓储行业入围。

分析师：吴莹莹

清华大学金融硕士。曾任职于苏宁集团战略投资部。2020年加入华创证券研究所。2020年新财富最佳分析师交通运输仓储行业第四名，水晶球最佳分析师交通运输行业第二名，新浪金麒麟最佳分析师交运物流行业第三名，上证报最佳分析师交运仓储行业第三名，金牛奖最佳行业分析团队交通运输行业第一名，21世纪金牌分析师评选交通物流行业第四名等团队成员。

分析师：周儒飞

上海外国语大学金融硕士。曾任职于国金证券研究所。2021年加入华创证券研究所。

研究员：吴晨玥

厦门大学会计学硕士。曾任职于安永咨询战略与交易咨询部。2021年加入华创证券研究所。

研究员：黄文鹤

中央财经大学金融硕士。曾任职于远洋资本股权投资业务中心，2021年加入华创证券研究所。

助理研究员：梁婉怡

浙江大学金融硕士。曾任职于国联证券研究所，2023年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
张玉恒	销售助理		zhangyuheng@hcyjs.com	
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹琦	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522