

白云机场 (600004.SH)

买入(首次评级)

云开见日，白云华章展新颜

当前价格：14.08 元

目标价格：18.99 元

投资要点：

➤ **复合型枢纽，客流量全国领先。**白云机场始建于1932年，背靠广东省人民政府和广州市人民政府，触及国内外航线230多个，合作航空公司近80家，航线网络覆盖全球五大洲。公司2020-2022年旅客吞吐量均在国内机场位列第一，疫情期间盈利受损相对较小。

➤ **产能建设与释放，“地理+政策”双重红利，疫后航空主业优势突出。**2020年白云机场三期扩建开工，2023年年底有望迎来重大工程节点，2025年扩建工程预期建成，期间机场产能将不断释放，客货吞吐量规模逐渐提升，航空性收入持续上涨。白云机场地处珠三角经济发达区，受国家政策推动，未来有望建设成大型国际航空枢纽，航空业务的丰富和提升为机场免税业务的发展打下坚实基础。

➤ **国际客流恢复，非航空业务免税收入提升空间大。**疫前：白云机场免税处在起步增长阶段，机场人均免税销售额基数低，2019年客单价为同期上海浦东机场的1/3，长期客单价有望提高，免税收入空间较大。疫中：机场免税面积不断扩张，2020年3月31日免税面积已达6845.38平方米；2022年签订补充协议，“保底+提成”收费模式不变，将免税租金收入与免税面积和国际客流绑定，疫情后客流恢复，免税收入不受影响。疫后：机场国际航线“质”与“量”同步增长，国际客流恢复有望超预期，远期看好与中免谈判中的议价能力，免税收入可观。

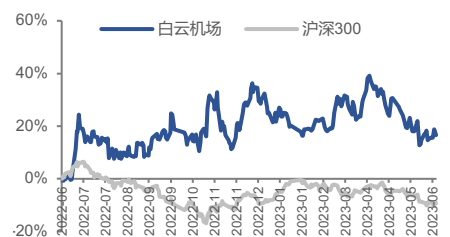
➤ **盈利预测与投资建议：**我们认为疫情影响逐步消弭，公司扩建工程稳步推进叠加长期客单价提升，业绩将迎来较大弹性。预计公司2023-2025年EPS为0.21 / 0.66 / 1.00，对应PE为67/ 21/ 14。考虑到当前机场行业受疫情影响，公司短期业绩未能反映实际盈利情况，故按2025年业绩给予19倍估值，给予目标价18.99元，首次覆盖给予“买入”评级。

➤ **风险提示：**宏观经济下行风险；行业竞争风险；免税需求恢复不及预期；免税政策变化；扩建工程建设不及预期

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2367/2367
总市值/流通市值(百万元)	33323/33323
每股净资产(元)	7.28
资产负债率(%)	35.18
一年内最高/最低(元)	16.7/11.91

一年内股价相对走势



团队成员

分析师 陈照林
 执业证书编号：S0210522050006
 邮箱：czl3792@hfzq.com.cn

分析师 来舒楠
 执业证书编号：S0210523040002
 邮箱：lsl3916@hfzq.com.cne

相关报告

财务数据和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	5,180	3,971	6,459	8,407	9,970
增长率(%)	-0.8%	-23.3%	62.7%	30.2%	18.6%
净利润(百万元)	-406	-1,071	499	1,562	2,366
增长率(%)	-62.2%	-163.9%	146.5%	213.4%	51.4%
EPS(元/股)	-0.17	-0.45	0.21	0.66	1.00
市盈率(P/E)	-82.1	-31.1	66.8	21.3	14.1
市净率(P/B)	1.8	1.9	1.9	1.7	1.5

数据来源：公司公告、华福证券研究所

投资要件

关键假设：

收入端：1) 航空业务：我们预计 2023-2025 年单架次收入分别为 2019 年的 100%/110%/115%；飞机起降架次分别恢复至 19 年的 85%/106%/119%，旅客吞吐量分别恢复至 19 年的 85%/106%/119%，货物吞吐量分别恢复至 19 年的 102%/116%/128%。2) 非航业务：我们预计 2023-2025 年旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 85%/106%/119%，其中国际旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 55%/95%/115%；地区旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 50%/90%/110%。

成本项：预计成本逐渐恢复疫情前的稳定增长。2022-2024 年营业总成本分别为 52/55/58 亿元，同比分别+5.3%/+5.6%/+5.8%。

区别于市场的观点：

市场对机场未来免税板块业绩弹性较为悲观，且认为公司免税客单价相对其他一线机场较低。**我们认为：**①公司三期扩建工程进展顺利，国际流量恢复领先，有望带动免税议价权的提升；②公司国际流量恢复良好，免税开业面积不断提升，有利于免税收入上涨；③补充协议下公司与中免合作更加紧密，看好长期客单价提升。

股价上涨的催化因素：

疫情放开后客流量恢复超预期；三期扩建工程进展超预期；免税板块多元布局分散风险；客单价提升超预期

估值和目标价格：

我们认为疫情影响逐步消弭，公司扩建工程稳步推进叠加长期客单价提升，业绩将迎来较大弹性。预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.21/0.66/1.00，对应 PE 为 67/21/14。考虑到当前机场行业受疫情影响，公司短期业绩未能反映实际盈利情况，故按 2025 年业绩给予 19 倍估值，给予目标价 18.99 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：

宏观经济下行风险；行业竞争风险；免税需求恢复不及预期；免税政策变化；扩建工程建设不及预期

正文目录

1	白云机场：国内三大门户复合型枢纽机场之一	5
1.1	建设国际航空枢纽	5
1.2	国资背景，股权结构集中稳定	5
1.3	疫情下客流量维持领先，非航业务占比逐年升高	6
2	基建：疫后流量复苏，产能持续提升	7
2.1	产能建设，提升流量	7
2.2	疫情放开下，航空性收入或将迎来上涨	11
2.3	“地理+政策”双重优势，国际航空时刻资源丰富	12
3	疫后免税业务进入成长期	13
3.1	国际流量复苏加快，免税前景向好	13
3.2	免税面积扩张+补充协议签订，免税收入上升空间大	14
3.3	免税处在起步阶段，长期客单价增长可期	16
3.4	弹性测算：“国际客流恢复+客单价值提升”红利释放，免税业绩弹性可期	17
4	盈利预测与投资建议	18
4.1	盈利预测	18
4.2	相对估值与投资建议	19
5	风险提示	20

图表目录

图表 1：	公司发展历程	5
图表 2：	公司股权结构（截至 2023Q1）	5
图表 3：	各机场飞机起降量（万架次）	6
图表 4：	各机场旅客吞吐量（万人次）	6
图表 5：	营业收入（百万元）、YOY	6
图表 6：	收入结构占比	6
图表 7：	成本结构情况	7
图表 8：	各机场归母净利率	7
图表 9：	公司发展历程	7
图表 10：	公司跑道及航站楼建设情况	8
图表 11：	固定资产、在建工程随产能建设周期变化	8
图表 12：	资产负债率随产能建设周期变化	8
图表 13：	收入、成本、盈利水平随产能建设周期变化	8
图表 14：	香港机场旅客吞吐量情况	9
图表 15：	各机场产能利用率	9
图表 16：	各机场新建和旅客吞吐量容量变化情况	9
图表 17：	白云机场周边建设规划	10
图表 18：	白云机场引入轨道交通规划示意图	10
图表 19：	白云机场与高速公路衔接规划示意图	10
图表 20：	各机场旅客吞吐量（万人次）	11
图表 21：	各机场国际旅客吞吐量（万人次）	11
图表 22：	国内航班航空性收费标准	11
图表 23：	国际级港澳航班航空性收费标准	11
图表 24：	政策优势	12
图表 25：	白云机场旅客吞吐量	13
图表 26：	白云机场 2023 年 2-4 月国际及地区航线情况	13

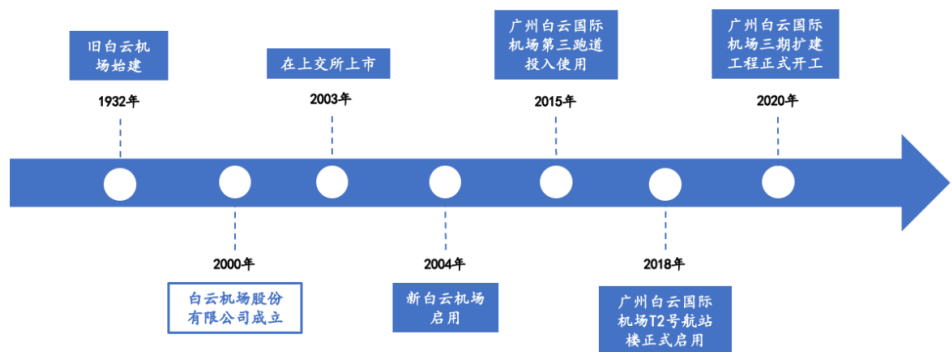
图表 27: 免税面积.....	14
图表 28: T1+T2 进境免税合同细则.....	15
图表 29: T2 出境免税合同细则.....	16
图表 30: 白云机场免税客单价.....	16
图表 31: 白云机场 2025 年免税业绩弹性测算.....	17
图表 32: 白云机场收入预测.....	18
图表 33: 白云机场成本预测.....	19
图表 34: 白云机场相对估值与行业对比 (截至 2023 年 6 月 13 日).....	19
图表 35: 财务预测摘要.....	21

1 白云机场：国内三大门户复合型枢纽机场之一

1.1 建设国际航空枢纽

旧白云机场始建于1932年，2000年成立白云机场股份有限公司，2003年在上交所成功上市。自2004年转至现址运行以来，白云机场各项业务迅猛发展，硬件设施不断完善，国际航空枢纽建设持续推进。2015年第三跑道投入使用，2018年T2航站楼正式启用，2020年机场三期扩建工程正式开工。截至目前，白云机场是南方航空的基地机场，中国国航、深圳航空、东方航空和海南航空均实行了基地化运作，与近80家中外航空公司建立了业务往来；航线通达国内外230多个通航点，其中国际及地区航点超过90个，航线网络覆盖全球五大洲。

图表 1：公司发展历程

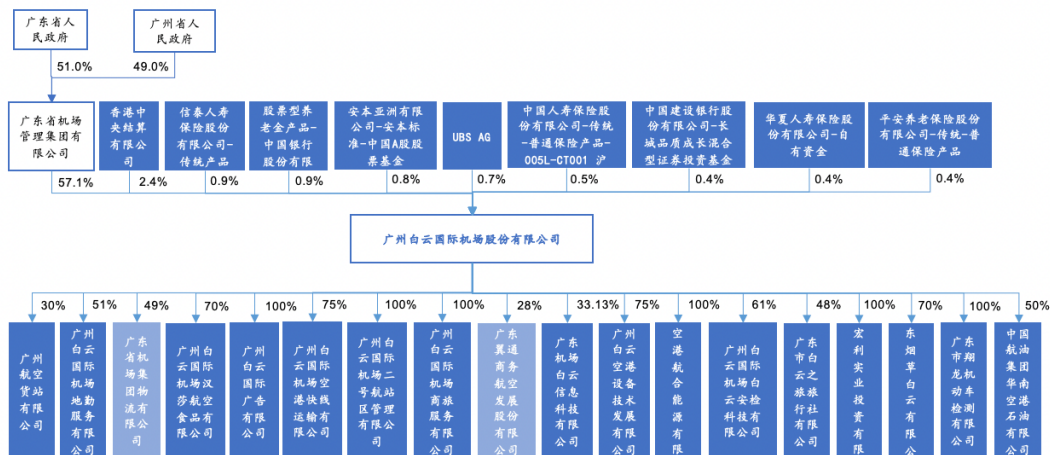


数据来源：公司公告，公司官网，华福证券研究所

1.2 国资背景，股权结构集中稳定

公司实控人为广东省人民政府和广州市人民政府。截至23Q1，公司控股股东为广东省机场管理集团有限公司，持股比例达57.1%，而广东省人民政府、广州市人民政府分别持有机场管理集团51%、49%股权。公司共下设15个子公司，分别提供国内货站、地勤服务、经营配餐、地面运输、贵宾服务、广告业务等服务；2个联营企业分别提供装卸搬运和运输代理、商务航空业务。

图表 2：公司股权结构（截至2023Q1）

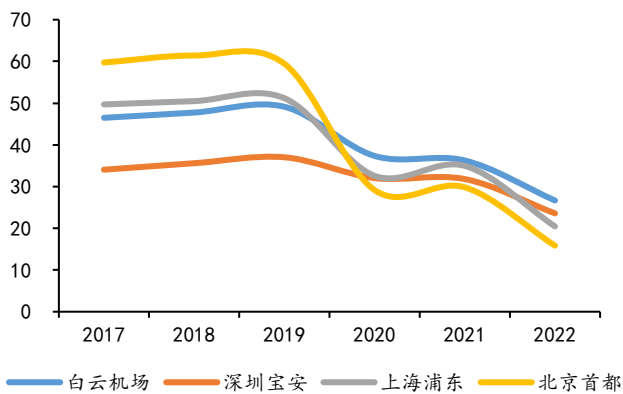


数据来源：公司公告，华福证券研究所

1.3 疫情下客流量维持领先，非航业务占比逐年升高

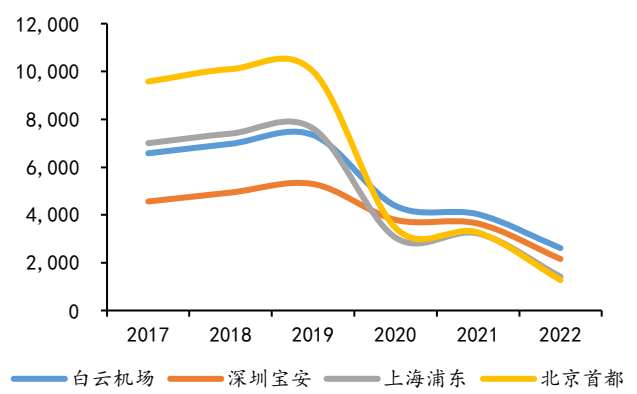
2022年白云机场旅客吞吐量维持国内机场第一。疫情前，白云机场飞机起降量、旅客吞吐量和货邮吞吐量逐年增长，2019年分别达49.1万架次、7338.6万人次和192.2万吨。疫情期间，我国实施“五个一”政策极大限制国际（地区）航空飞行，白云机场业务量呈现下降，2020-2022年飞机起降量分别为37.3/36.2/26.7万架次，旅客吞吐量分别为4376.8/4025.7/2611.0万人次。虽然疫情期间旅客吞吐量有所承压，但2020年起仍超越了上海浦东和北京首都，呈现一定韧性；据中国民用航空局数据，2020-2022年白云机场旅客吞吐量均为国内机场第一。

图表 3: 各机场飞机起降量 (万架次)



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

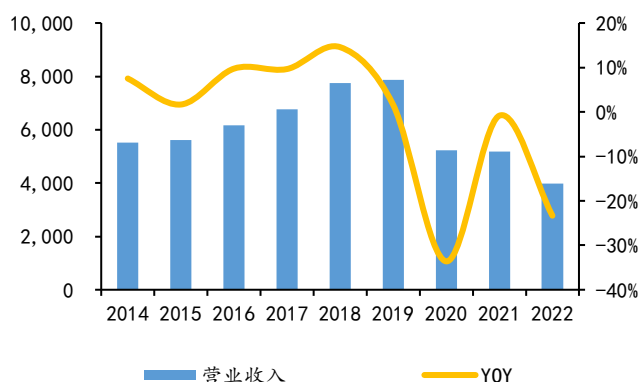
图表 4: 各机场旅客吞吐量 (万人次)



数据来源: 公司公告, Wind, 华福证券研究所

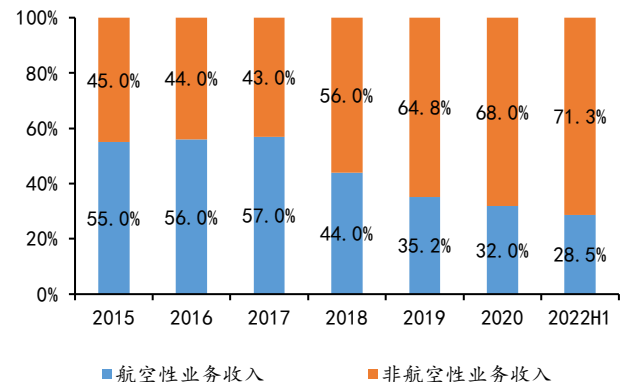
非航业务贡献了绝大部分收入，受在建工程转固和疫情影响盈利暂时承压。疫情前公司总营收及各板块营收平稳增长，疫情期间有所下降，2022年营收为39.7亿元，同比-23.3%；其中，非航收入占比逐年升高，2018年开始超过航空业务收入，22H1非航收入占比约71.3%。**看成本端**，历年来人工和折旧占总成本约60%，成本结构相对稳定；2018年二期工程投运后折旧成本和水电费用等上涨幅度较大，2022年人工成本占总收入34.6%，折旧费占总收入28.5%。**看盈利端**，2018年二期工程投运带动成本大幅增长，盈利承压，归母净利率同比2017年-9.0pp；疫情期间各大机场盈利均受到较大影响，白云机场受损相对较小，2022年归母净利率为-27.0%。

图表 5: 营业收入 (百万元)、YOY

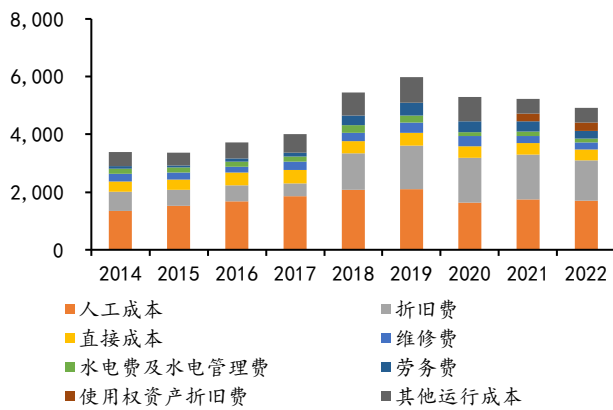


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

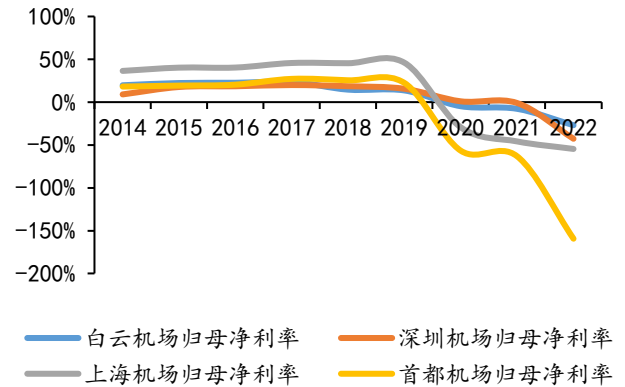
图表 6: 收入结构占比



数据来源: 公司官网, 华福证券研究所

图表 7: 成本结构情况


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 8: 各机场归母净利率


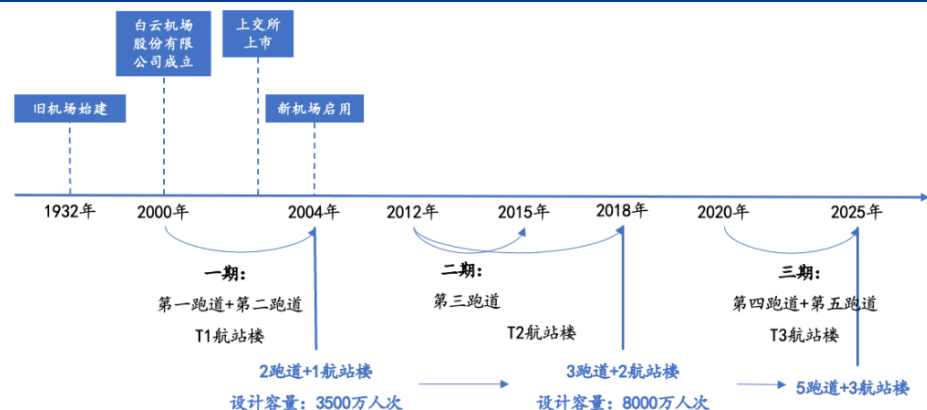
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

2 基建: 疫后流量复苏, 产能持续提升

2.1 产能建设, 提升流量

1) 白云机场自身扩建, 加速流量扩容。经过一、二期建设, 白云机场 2018 年起拥有 2 座航站楼和 3 条跑道, 设计旅客吞吐量 8000 万人次。为落实《粤港澳大湾区发展规划纲要》和“1+1+9”工作部署, 2020 年 9 月 27 日白云机场三期扩建工程正式开工, 新建 42.2 万平方米的 T3 航站楼、14.4 万平方米的东四和西四指廊(会将 T1 和 T2 航站楼连接成一个整体)、西二跑道和东三跑道, 以及 24.2 万平方米的综合交通中心和停车楼。截至 2023 年 3 月连接 T1、T2 航站楼的东四西四指廊, 钢网架结构已完成整体提升, 有望于今年底迎来重大工程节点; 2023 年 4 月 27 日, 白云机场三期扩建工程 T3 航站楼项目西北指廊首段(编号 XB02-7 区)主体结构封顶。

三期扩建工程预计于 2025 年建成, 完成后将拥有 3 座航站楼和 5 条跑道。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。**预期随着三期工程完成, 白云机场客货吞吐规模将在全球处于领先地位, 可容纳流量大幅提升。**

图表 9: 公司发展历程


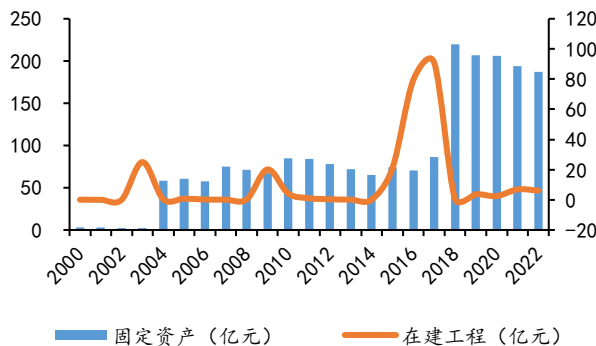
数据来源: 公司公告, 公司官网, 华福证券研究所

图表 10: 公司跑道及航站楼建设情况

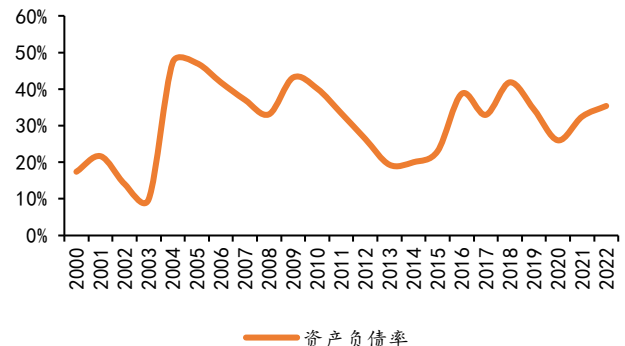
资产		建筑面积/规格	工程	开建时间	启用时间
跑道	第一跑道(东一)	3800*60	一期	2000年8月	2004年8月
	第二跑道(西一)	3600*45	一期	2000年8月	2004年8月
	第三跑道(东二)	3800*60	二期	2012年8月	2015年2月
	第四跑道(西二)	3400*45	三期	2020年9月	2025年(预计)
	第五跑道(东三)	3600*45	三期	2020年9月	2025年(预计)
航站楼	T1	50余万平方米;设计旅客量3500万人次	一期	2000年8月	2004年8月
	T2	65.87万平方米;设计容量4500万人次	二期	2012年8月	2018年4月
	T2	14.4万平方米(东四和西四指廊);设计容量拓展至6000万人次	三期	2020年9月	2025年(预计)
	T3	42.2万平方米;设计容量3000万人次	三期	2020年9月	2025年(预计)

数据来源: 公司官网, 公司公告, 各政府官网; 华福证券研究所

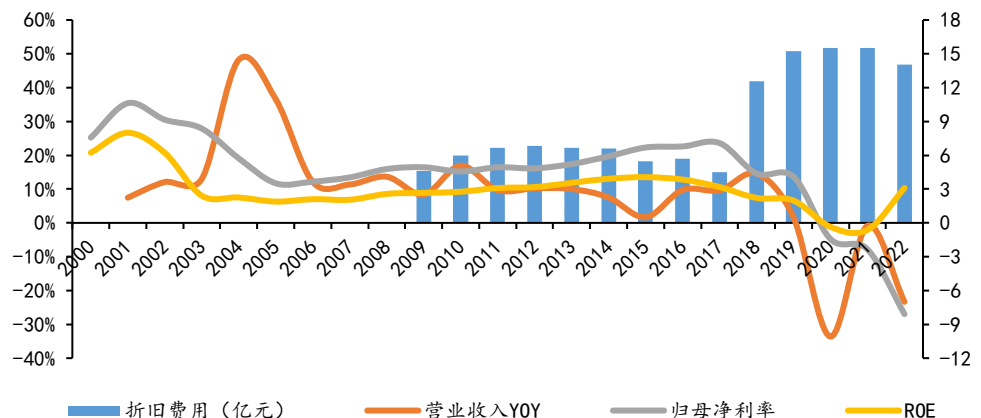
机场产能建设具有明显周期性。①产能建设期: 在建工程和资产负债率升高; ②产能投运初期: 在建工程转固定资产, 资产负债率开始下降。同时, 营业收入增速随产能释放逐步提升, 而折旧费用迅速提高, 因此盈利水平有所承压。③产能饱和期: 随着产能释放完全, 营收增长到一定水平, 而折旧费用采用直线法、维持相对稳定, 带动盈利水平回升。而随着营收增速下降, 产能受限, 新的产能建设需求产生。

图表 11: 固定资产、在建工程随产能建设周期变化


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 12: 资产负债率随产能建设周期变化


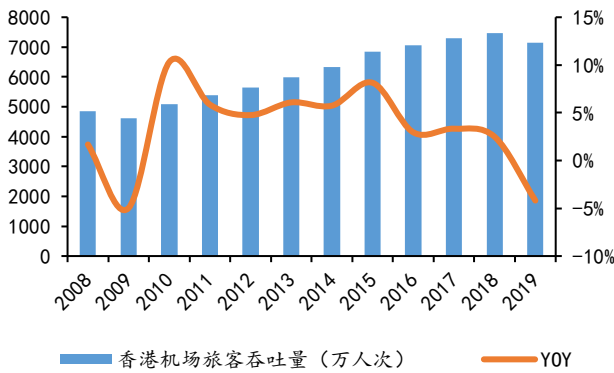
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 13: 收入、成本、盈利水平随产能建设周期变化


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

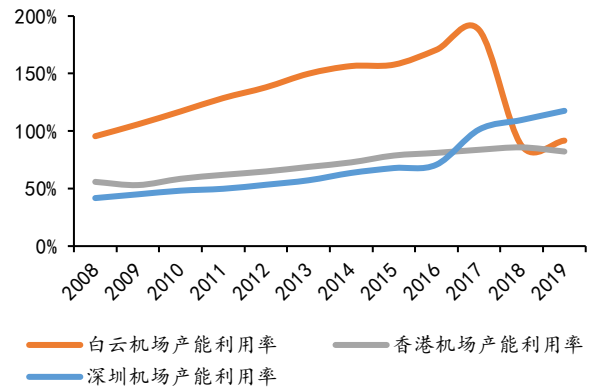
2) 白云机场产能建设和释放错峰，短期内有望吸收深圳、香港机场溢出流量。
白云机场 2009 年起产能利用率超 100%，2018 年二期工程投运后可满足旅客吞吐量 8000 万人次，产能利用率下降至 87.2%，2019 年上升至 91.7%。珠三角粤港澳地区白云机场的竞争对手中，香港机场发展成熟，旅客吞吐量增速自 2016 年起大幅下降；深圳机场自 2017 年起产能利用率超 100%，2019 年达 117.6%。看产能建设进度，香港机场三跑道系统在 2016 年开工建设，2022 年第三跑道正式启用，预计 2024 年三跑道系统落成，届时可满足旅客吞吐量 1.2 亿人次；深圳机场 2020 年第三跑道正式开工建设，预期 2030 年可满足旅客吞吐量 8000 万人次。

图表 14: 香港机场旅客吞吐量情况



数据来源：香港国际机场官网，华福证券研究所

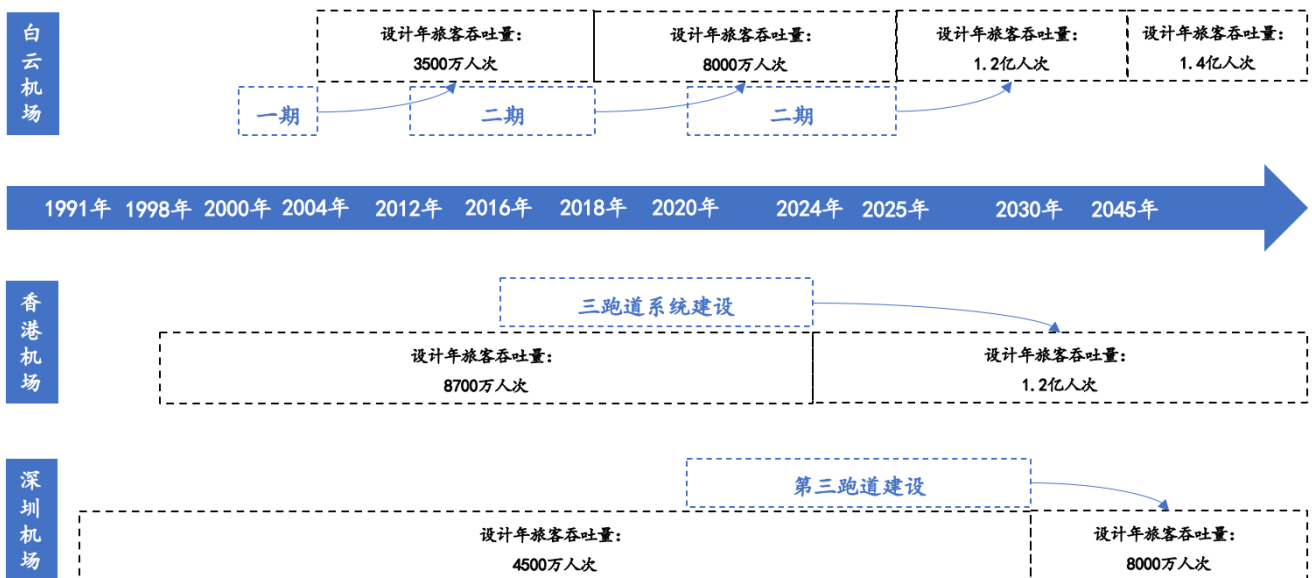
图表 15: 各机场产能利用率



数据来源：Wind，政府官网，华福证券研究所

由下图情况可以看出，产能增长相对于机场建设有滞后性，且香港机场和深圳机场建设完工后产能释放仍需时间；而白云机场二期工程已于 2018 年投运，产能利用率爬升，2019 年已实现增长，疫情好转后产能或将得到进一步利用。白云机场与竞争对手的产能释放错峰，使得白云机场短期内有望吸收深圳和香港机场的溢出流量。

图表 16: 各机场新建和旅客吞吐量容量变化情况



数据来源：公司公告，华福证券研究所

3) 白云机场周边规划升级, 实现引流。据 2020 年广东省发改委发布的《广州白云国际机场综合交通枢纽整体交通规划(修编)》, 白云机场将积极推进多层次、一体化的机场综合交通枢纽建设: ①**对外:** 引入 2 条高铁、2 条城际铁路、3 条城市轨道交通建立多层次空铁联运, 连接高速和普通道路形成快速通达公路网络。建成后将形成“3060”交通圈, 即白云机场至广州中心城区 30 分钟通达、至珠三角各城市 60 分钟通达; 腹地范围进一步拓展, 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。②**对内:** 优化内部交通设施, 完善货运通道。建成后实现航站楼之间的衔接时间不超 10 分钟、空侧与陆侧衔接时间不超 15 分钟。我们认为, 周边规划建成后白云机场将成为综合交通网络的核心, 枢纽地位进一步强化, 其交通便利度和协同性的提升将带来更大的流量。

图表 17: 白云机场周边建设规划

规划方案	规划内容	详情	作用
轨道系统	2 条高铁	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”	构建辐射南北、联通东西的“十字交叉”对外高速铁路通道。
	2 条城际铁路	加快建成“新塘经白云机场至广州北站城际”和“广佛环线”, T3、T1、T2 分别设站, 串联引入白云机场	完善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。
	3 条城市轨道交通	既有广州地铁 3 号线引入 T1 和 T2 航站楼, 新增规划引入广州地铁 22 号线和 18 号线	完善与广州新老中轴间的快速轨道通道; 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。
道路系统	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。	
	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	快速衔接机场与高速公路通道及周边区域
内部设施衔接	建设 T3 航站楼综合交通中心	统筹高铁、城际、地铁和道路等引入线路的规划建设	加强各交通方式一体化衔接, 提高换乘效率, 并为远期发展预留空间。
	建设捷运系统	近期规划建设第一航站区捷运系统, 适时启动建设联系第一航站区与第二航站区的捷运系统。	缩短不同航站楼间空侧旅客中转时间
	布置远距停车场	承接溢出的过夜停车需求, 并可作为出租车停车场使用	
	开设穿梭巴士	在 T1、T2 和 T3 航站楼和高增枢纽、T3 航站楼远距停车场设站	加强 3 个航站楼的陆侧交通联系。
货运交通规划	完善货运道路	7 条一级货运通道+11 条二级货运通道	适度分离客货交通, 减少货运对路网整体交通影响。
交通协同管理	协同各交通运输方式	推动白云机场与深圳机场、珠三角枢纽(广州新)机场之间高铁、城际铁路、高速公路快速对接	加强统筹运营机制、交通信息、运输组织等, 服务对接各运输方式。

数据来源: 广东省发改委; 华福证券研究所

图表 18: 白云机场引入轨道交通规划示意图
图表 19: 白云机场与高速公路衔接规划示意图



数据来源：广东省发改委，华福证券研究所



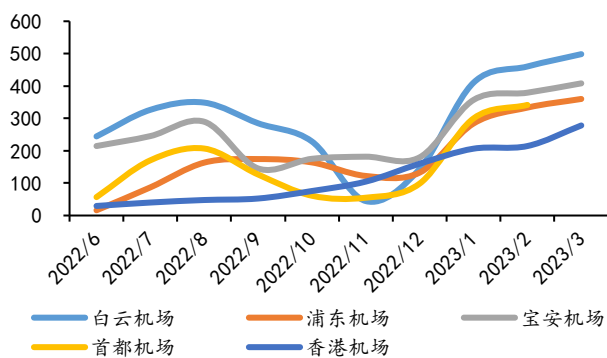
数据来源：广东省发改委，华福证券研究所

2.2 疫情放开下，航空性收入或将迎来上涨

二期投运和三期建设推动白云机场流量扩容，白云机场和深圳、香港机场的产能错峰释放以及白云机场的周边规划将为白云机场带来新的流量增长。在此背景下，自2022年11月发布“二十条”以来，我国不断加码放松疫情出行限制，民航飞机起降架次、旅客/货邮吞吐量均取得较大弹性。2023年1-3月白云机场、浦东机场、宝安机场、首都机场旅客吞吐量分别为1369/978/1145/1017万人次，分别恢复至2019年75%/52%/87%/41%。2023年4月29日，白云机场接送旅客21.22万人次，超越2019年同期2.08万人次，为2022年以来最高水平。

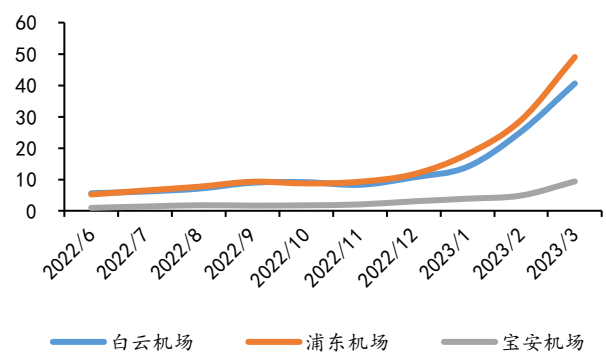
机场航空性收入主要包括机场起降费、停机费、客桥费、旅客服务费和人员/货物安检费用，收费标准受民航局和发改委管控，收入和流量成正相关关系。随着疫情放开后航空运输业逐步复苏，上游机场业绩有望获得增长。对比起降费和人员/货物安检费，国际航班收费标准更高，疫情放开下国际流量恢复有望增厚公司盈利水平，同时境外客流也将带动免税销售，为机场业绩做出贡献。

图表 20: 各机场旅客吞吐量 (万人次)



数据来源：Wind，公司官网，华福证券研究所

图表 21: 各机场国际旅客吞吐量 (万人次)



数据来源：Wind，华福证券研究所

图表 22: 国内航班航空性收费标准

项目 标准	起降费 (元/架次)				T: 飞机最大起飞全重	停机费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨						
一类1级	240	650	1100+22*(T-50)	2200+25*(T-100)	5000+32*(T-200)	2小时内免收; 超过2小时, 每半小时50元, 不足半小时按半小时计收; 24小时按24小时计收。	单桥: 1小时内免收; 超过1小时每半小时50元, 不足半小时按半小时计收; 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	34	5	35
一类2级	250	700	1100+23*(T-50)	2250+25*(T-100)	5050+32*(T-200)			40	6	40
二类	250	700	1150+24*(T-50)	2350+26*(T-100)	5100+33*(T-200)			42	7	41
三类	270	800	1300+24*(T-50)	2500+26*(T-100)	5150+33*(T-200)			42	7	42

数据来源：民航局，华福证券研究所

图表 23: 国际级港澳航班航空性收费标准

项目 标准	起降费 (元/架次)				T: 飞机最大起飞全重	停机费 (元/架次)	客桥费 (元/小时)	旅客服务费 (元/人)	旅客行李 (元/人)	货物邮件 (元/吨)
	25吨以下	26-50吨	51-100吨	101-200吨						
一类1级						2小时以内免收; 超过2小时, 每半小时100元, 不足半小时按半小时计收; 24小时按24小时计收。	单桥: 1小时内免收; 超过1小时每半小时100元, 不足半小时按半小时计收; 多桥: 按单桥标准的倍数计收。	70	12	70
一类2级										
二类	2000	2200	2200+40*(T-50)	4200+44*(T-100)	8600+56*(T-200)					
三类										

数据来源：民航局，华福证券研究所

2.3 “地理+政策”双重优势，国际航空时刻资源丰富

白云机场具有较高的国家战略地位。珠三角地区经济发达，白云机场所在地广州是我国三大综合交通枢纽之一，也是华南地区最大的进出口岸和重要的交通枢纽。从白云机场出发，2小时航程可以到达中国西南、华中、华南地区，4小时航程可到达中国及东亚、西亚、南亚、北亚地区。白云机场不仅是南中国地区最佳出入境点，航线网络更覆盖全球五大洲。在优异的区位优势下，白云机场多年来深受国家政策支持，以建设成大型国际航空枢纽为目标。

图表 24：政策优势

时间	部门	政策	内容
2012年07月	国务院	《关于促进民航业发展的若干意见》	着力把北、上、广机场建成功能完善、辐射全球的大型国际航空枢纽。
2014年12月	广东省人民政府	《广东省人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的意见》	确立白云机场打造国际航空枢纽和亚太航空物流中心的战略定位。
2015年08月	广州市人民政府	《广州市人民政府办公厅关于进一步加快民航业发展的实施意见》	
2016年12月	民航局	《中国民用航空第十三个五年规划》	1)着力提升广州机场国际枢纽竞争力，推动与周边机场优势互补、协同发展，建设珠三角三大城市群相适应的世界级机场群。2)加快广州等机场的改扩建工程。
2017年02月	广东省人民政府	《广东省人民政府关于广东省深化泛珠三角区域合作实施意见》	推进广州白云国际机场世界级航空枢纽建设
2017年02月	国家发展改革委、中国民航局	《全国民用运输机场布局规划》	2025年形成3大世界级机场群
2018年07月	广东省发改委	《广东省综合交通运输体系发展“十三五”规划》	加快建设广州国际航运中心，强化广州机场作为全国三大国际性航空枢纽之一的地位。
2019年02月	中共中央、国务院	国务院《粤港澳大湾区发展规划纲要》	明确提出加快粤港澳大湾区基础设施互联互通，建设世界级机场群，提升广州和深圳机场国际枢纽竞争力
2020年04月	广东省发改委	《广州白云国际机场总体规划修编》（获民航局批复）	积极推进以白云机场为核心，高效、便捷、安全、绿色、经济的综合交通网络建设
2022年08月	国务院	《自然资源部关于广州白云国际机场三期扩建工程建设用地的批复》	广州白云国际机场三期扩建工程及安置区共2.6万亩用地的农用地转用、土地征收申请获国务院审批同意，标志着广州白云国际机场三期扩建工程项目建设按下“加速键”。

数据来源：公司公告，各政府官网，华福证券研究所

国际航空时刻丰富，利好免税业务发展。2019年白云机场新增国际通航点13个，总数达95个，覆盖五大洲，航空时刻获取能力较强。2022年白云机场开通、恢复29条国际航线，新增2个国际通航点（拉各斯、阿布扎比）。看白云机场最新国际航线时刻，2023年4月每周共有94条航线、459次航班、52个通航点，通航点恢复至2019年的54.7%。我们看好白云机场基于其区位优势，在国家战略发展政策下进一步提升国际航空时刻资源，为免税带来优质的国际客流量。

同时，南航作为白云机场的主基地公司，2022年在广州的市场份额近48.5%，在大兴机场的时刻份额突破50%，成为大兴机场最大主基地航空公司，为枢纽打造提供有利条件和资源。两大枢纽共同建设有助于南航获得时刻增量，为白云机场提供更多的国际时刻资源。

3 疫后免税业务进入成长期

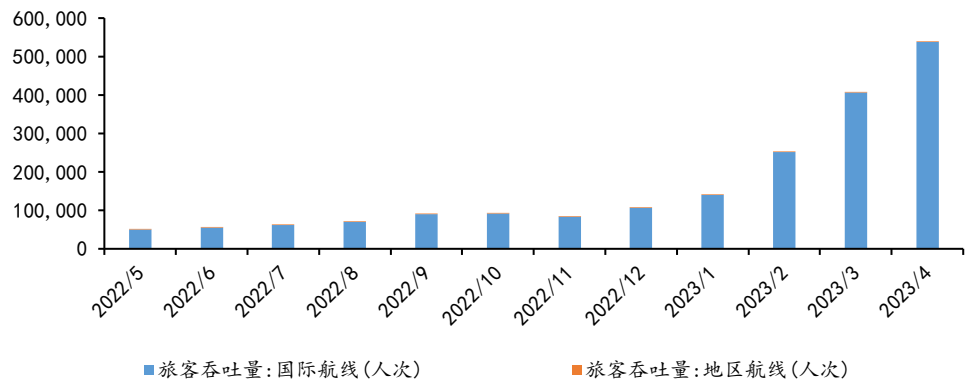
机场在经营航空性业务过程中形成了优质的流量节点，免税业务则是公司优质流量的变现，对利润的贡献显著。我们认为，免税收入主要受国际+地区客流量、扣点合同规则和长期客单价影响。

3.1 国际流量复苏加快，免税前景向好

国际客流量逐步改善，重点国际航线加速修复。23Q1 我国民航业国际航线完成 224.2 万人次，同比+717%，恢复至 2019 年的 12.4%。23Q1 白云机场国际和地区旅客吞吐量合计 83.8 万人次，恢复至 2019 年的 18.0%，超行业平均水平；23M4 为 57.8 万人次，恢复至 2019 年的 37.0%。2023 年 1-4 月白云机场国际和地区航班起降合计 1.6 万架次，恢复至 2019 年的 38.6%；国际和地区货邮吞吐量合计 41.0 万吨，恢复至 2019 年的 113.5%。

“五一”后（截至 2023 年 5 月 4 日），白云机场已恢复或加密广州至新加坡、墨尔本、奥克兰、悉尼、阿姆斯特丹、伊斯坦布尔等重点航线，现有国际及地区客运通航点已超过 50 个，白云机场日均出入境人员数量保持在全国空港口岸第二位。

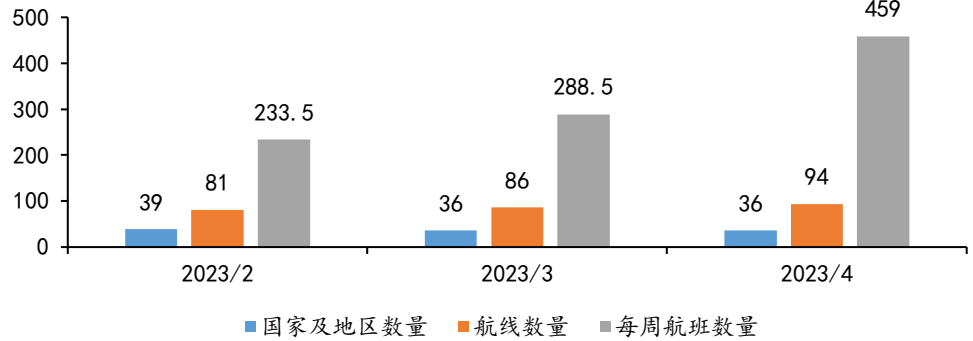
图表 25: 白云机场旅客吞吐量



数据来源: Wind, 公司公告, 华福证券研究所

白云机场国际航线“质”与“量”双增，势必带动国际客流上升，为免税销售额增长奠定基础。2019 年 5 月 1 日，白云机场正式实施 144 小时过境免签政策。2020 年国际机场协会（ACI）全球机场服务质量旅客满意度测评中，白云机场排名第一。2021 年白云机场新增桑尼亚达累斯萨拉姆国际航线；2022 年开通、恢复 29 条国际航线，新进 3 家承运人，新增拉各斯、阿布扎比 2 个国际通航点；2023 年 2 月 24 日开通泰国普吉岛国际航线，白云机场国际航线覆盖面不断扩大。2023 年 2-4 月从白云机场出发的国际航线、每周国际航班数量不断增加；23M4 国际航线包含 36 个国家及地区，其中亚洲国家 21 个，欧洲国家 6 个，非洲国家 3 个，美洲国家 2 个，大洋洲国家 2 个。

图表 26: 白云机场 2023 年 2-4 月国际及地区航线情况

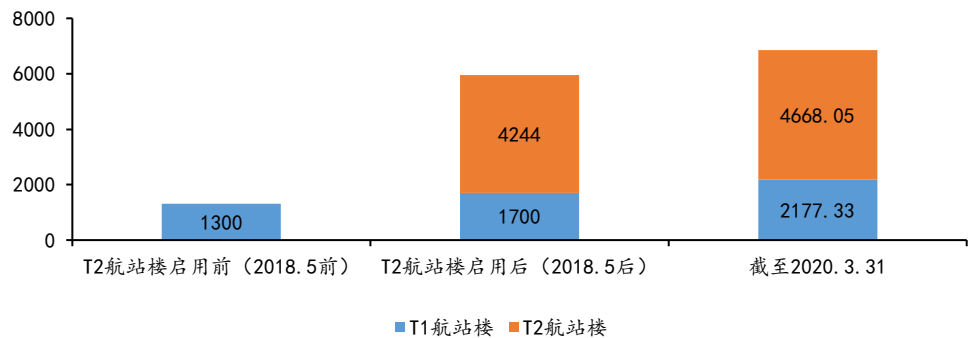


数据来源：白云机场发布，华福证券研究所

3.2 免税面积扩张+补充协议签订，免税收入上升空间大

近年来，白云机场经营面积不断增加，T2 航站楼建成启用后，截至 2020 年 3 月 31 日，免税面积增加至 6845.38 平方米，覆盖 T1、T2 航站楼免税区域，全面覆盖香化、烟酒、精品等各类商品。就运营商而言，公司与中国中免合作稳定，2017 年中国中免再次中标公司免税店经营权。

图表 27：免税面积



数据来源：公司公告，华福证券研究所

2022 年 6 月，受新冠肺炎疫情因素的影响，白云机场和中免广州签订免税补充协议，经营权转让费“**保底+提成**”取高的模式不变，在月保底销售额中额外加入月客流比例系数和月实际开业面积系数。在现有协议下，白云机场仍具备“**国际客流恢复+客单价值提升**”双重红利。

根据补充协议，相关费用修订自 2022 年 6 月 25 日起实施，据此 2020 年免税租金收入确认为 2.96 亿元。2020-2022 年 6 月，白云机场预计经营转让费为 4.8 亿元。2021 年 1 月 1 日起经营转让费调整：

月保底销售额=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

月客流比例=白云机场当月实际国际客流量÷白云机场 2019 年月均国际客流量

月面积调节系数=当月实际开业店铺面积÷合同约定店铺总面积

“保底销售额的递增条款”以下两者取其高：

①上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额) × 20%

②上一年度月保底销售额 × 6%

将原协议月保底销售额基数的年递增额调整时间统一修改为每年 1 月 1 日, 且对受疫情影响尚未完成装修开业的店面, 同意疫情恢复后开业时调整当年的月保底销售额基数, 并相应收取店面管理费。月客流调节系数根据月客流比例进行调节, 调节系数从 0-1 不等, 当月面积调节系数不低于同月客流调节系数。

对保底销售额基数的调整如下:

①当 (上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) < 0.8 时,

本年度的月保底销售额基数执行上年度的月保底销售额基数, 不执行原协议中年保底销售额的递增条款;

②当 (上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) ≥ 0.8 时,

本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数作为基数, 执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。

从以上条款综合来看, 公司免税合同计算方式根据国际客流量与实际开业面积按照 2019 年的比例进行调整。疫情期间国际客流大幅下滑, 机场免税业务收到严重冲击, 补充协议在保证白云机场利润的前提下维护了公司与中免集团的友好合作关系。疫后随着国际客流修复及免税店面开业面积增加, 白云机场免税收入提升空间可观。

图表 28: T1+T2 进境免税合同细则

	T1+T2 进境		
	T2 启用前/2018.5 前	T2 启用后/2018.5 开始	2021.1.1 起
月保底销售额 (万元)	3244	5889	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
年保底销售额 (亿元)	3.893	7.067	
提成比例	39%	42%	
月经营权转让费 (万元)	以下两者取其高:		
	1、月保底经营权转让费 (月保底销售额 × 提成比例) 2、月实际销售提成额 (实际销售额总和 × 分段提成比例)		
年度递增额	以下两者取其高:		
	1、(上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额) × 20%		(上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) < 0.8 时, 本年度的月保底销售额基数 Y 执行上年度的月保底销售额基数, 不执行上述原协议中年保底销售额的递增条款;
	2、上一年度月保底销售额 × 6%		(上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量) ≥ 0.8 时, 本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数 Y 作为基数, 执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。
合同期限	T2 航站楼启用日-2029.4.25		

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 29: T2 出境免税合同细则

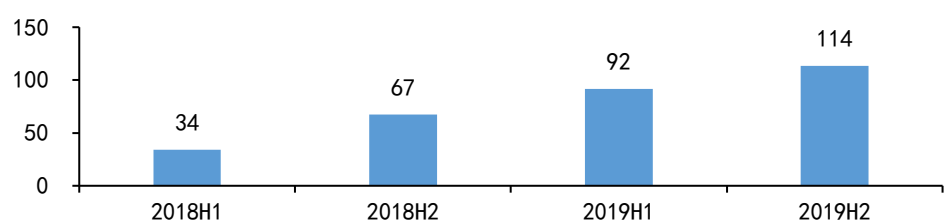
	T2 出境		
	2018.7.31 前(含 7.31)	2018.8.1 后(含 8.1)	2021.1.1 起
月保底销售额 (万元)		3292	原协议约定的月保底销售额基数 Y×月客流调节系数×月面积调节系数
年保底销售额 (亿元)		3.950	
提成比例	35%	35%	
月经营权转让费 (万元)	月实际销售额×提成比例	以下两者取其高: 1、月保底经营权转让费 (月保底销售额×提成比例) 2、月实际销售提成额 (实际销售额总和×分段提成比例)	
年度递增额	以下两者取其高: 1、(上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额)×20% 2、上一年度月保底销售额×6%		(上年度国际客流量+2019 年国际客流量)<0.8 时,本年度的月保底销售额基数 Y 执行上年度的月保底销售额基数,不执行上述原协议中年保底销售额的递增条款; (上年度国际客流量+2019 年国际客流量)≥0.8 时,本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数 Y 作为基数,执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。
合同期限	2018.2.1-2026.1.31		

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.3 免税处在起步阶段, 长期客单价增长可期

白云机场人均免税销售额有较大长期上升空间。1) 与同业相比提升空间较大。中免广州 2019 年营业收入为 19.22 亿, 同比增长 117.46%, 客单价为 103 元; 而 2019 年上海浦东机场人均免税销售额 358 元, 为同期白云机场的 3 倍。2) 疫情前白云机场客单价处于增长期。19H1、19H2 白云机场免税销售额分别为 8.44 亿元/10.78 亿元, 同比分别+193.1%/+80.9%, 客单价分别为 92 元/114 元, 同比分别+168.6%/+69.1%。疫后凭借国际客流的恢复及与中免良好的合作关系, 白云机场有望提高议价能力, 进一步带动免税客单价的提升。根据中国海关 2023 年 2 月 9 日发布的数据, 2023 年 1 月广州白云机场口岸免税销售额同比+3.9 倍。

2023 年 1 月 13 日上海机场决定收购 Uni-Champion 与日上互联, 与中国中免深度绑定。白云机场虽然还没有涉及收购免税股权, 但其免税业务仍处于发展起步阶段, 客单价高速增长长期被疫情中断, 随着白云机场国际客流的修复、免税面积的扩张及未来免税市场的扩展, 我们看好白云机场未来和中免谈判过程中的议价能力提升。

图表 30: 白云机场免税客单价


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

3.4 弹性测算：“国际客流恢复+客单价值提升”红利释放，免税业绩弹性可期

我们认为：从远期 2025 年来看，免税租金预计在补充协议下有较大上升空间，主要驱动力：

①免税补充协议未改变公司“保底+提成”的收费模式，月客流比例系数和月实际开业面积系数将免税收入与国际客流量恢复情况深度绑定。IATA 预计 2024 年全球旅客吞吐量将恢复至 2019 年水平，UNWTO 推测 2023 年全球国际游客人数将恢复至 19 年的 80%-95%，中东和欧洲的国际旅游人数有望恢复至疫情前水平。在地理和政策优势双重加持下，白云机场国际旅客吞吐量恢复可期。随着国际客流恢复，免税面积扩大，免税业绩上升空间乐观。

②白云机场与中国中免自 2000 年起已合作长达 23 年，彼此具有较高的协同性、粘性和忠诚度。疫情期间公司与中国中免签订免税补充协议，进一步维护了良好的合作关系，未来二者可能会综合考虑疫后的国际客流变化以及中国免税消费能力变化，根据具体情况进一步商谈补充协议条款，提升白云机场的议价能力。

因而，在上述基础上我们对白云机场做出如下假设：

①根据免税补充协议，我们假设 2025 年平均扣点率为 39%；

②随着国际客流持续修复，2025 年国际客流恢复至 19 年 95%-134%；月客流调节系数和月面积调节系数影响逐步消除；

③机场人均免税销售额 19-25 年 CAGR 为 9%-15%。

根据弹性测算结果：相比公司 2019 年约 7.5 亿元的免税租金，在国际客流确定性恢复、人均免税销售额预期增长下，公司免税租金收入及业绩贡献弹性空间较大。具体而言，预期 2025 年免税租金可为公司贡献 12.1-23.5 亿元收入，9.3 至 18.1 亿元利润。

图表 31：白云机场 2025 年免税业绩弹性测算

国际客流较 2019 年恢复率	19-25 年人均免税销售额 CAGR	国际+地区客流 (万人次)	人均免税销售额 (元)	免税销售额 (亿元)	假设扣点率	免税租金收入 (亿元)	税率	免税租金贡献利润
95%	9%	1782.6	174.3	31.1	39.0%	12.1	23%	9.3
102%	10%	1904.2	184.1	35.1	39.0%	13.7	23%	10.5
108%	11%	2025.8	194.4	39.4	39.0%	15.4	23%	11.8
115%	12%	2147.4	205.1	44.0	39.0%	17.2	23%	13.2
121%	13%	2269.0	216.3	49.1	39.0%	19.1	23%	14.7
128%	14%	2390.6	228.0	54.5	39.0%	21.3	23%	16.4
134%	15%	2512.2	240.3	60.4	39.0%	23.5	23%	18.1

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

核心假设：

收入端：

1) **航空业务**：我们预计 2023-2025 年单架次收入分别为 2019 年的 100%/110%/115%；飞机起降架次分别恢复至 19 年的 85%/106%/119%，旅客吞吐量分别恢复至 19 年的 85%/106%/119%，货物吞吐量分别恢复至 19 年的 102%/116%/128%。

2) **非航业务**：我们预计 2023-2025 年旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 85%/106%/119%，其中国际旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 55%/95%/115%；地区旅客吞吐量分别恢复至 2019 年的 50%/90%/110%。我们预计 2023-2025 年其他非航收入分别恢复至 2019 年的 80%/90%/100%。

因此，我们预计 2023-2025 年白云机场营业总收入分别为 65/84/100 亿元，同比分别+62.7%/+30.2%/+18.6%：1) 航空业务收入分别为 23/32/38 亿元，同比分别+119.2%/+37.7%/+16.9%；2) 非航空性收入分别为 41/52/62 亿元，同比分别+41.8%/+25.8%/+19.6%，其中免税租金收入分别为 5/11/17 亿元，同比分别+292.5%/+132.7%/+54.2%。

图表 32：白云机场收入预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	7869.9	5224.6	5180.2	3971.0	6459.2	8407.4	9970.2
YOY	1.6%	-33.6%	-0.8%	-23.3%	62.7%	30.2%	18.6%
航空业务收入	2769.9	1671.9	1960.2	1071.0	2347.7	3233.7	3780.5
YOY	-18.7%	-39.6%	17.2%	-45.4%	119.2%	37.7%	16.9%
航空业务收入占比	35.2%	32.0%	37.8%	27.0%	36.3%	38.5%	37.9%
架次（万架次）	49.1	37.3	36.2	26.7	41.6	52.1	58.3
YOY	2.9%	-24.0%	-2.9%	-26.4%	56.2%	25.2%	11.8%
单架次收入（元）	5638.6	4477.2	5408.0	4016.7	5638.6	6202.4	6484.4
YOY	-21.0%	-20.6%	20.8%	-25.7%	40.4%	10.0%	4.5%
非航空性收入	5100.0	3552.8	3220.0	2900.0	4111.5	5173.7	6189.7
YOY	17.6%	-30.3%	-9.4%	-9.9%	41.8%	25.8%	19.6%
非航空性收入占比	64.8%	68.0%	62.2%	73.0%	63.7%	61.5%	62.1%
免税租金收入	749.6	296.0	123.0	122.0	478.8	1114.1	1717.8
YOY	117.5%	-60.5%	-58.4%	-0.8%	292.5%	132.7%	54.2%
广告业务收入	683.0	683.5	844.2	571.8	698.8	758.9	804.4
YOY	20.7%	0.1%	23.5%	-32.3%	22.2%	8.6%	6.0%
其他非航收入	3667.4	2573.3	2252.8	2206.2	2933.9	3300.7	3667.4
YOY	7.0%	-29.8%	-12.5%	-2.1%	33.0%	12.5%	11.1%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

成本项：预计成本逐渐恢复疫情前的稳定增长。2022-2024 年营业总成本分别为 52/55/58 亿元，同比分别+5.3%/+5.6%/+5.8%。

图表 33：白云机场成本预测

单位：百万元	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业成本	6076.2	5285.0	5227.7	4928.9	5188.5	5478.5	5797.3
YOY	11.6%	-13.0%	-1.1%	-5.7%	5.3%	5.6%	5.8%
人工成本	2105.5	1641.1	1736.5	1704.6	1789.8	1879.3	1973.2
YOY	1.0%	-22.1%	5.8%	-1.8%	5.0%	5.0%	5.0%
折旧费	1558.9	1550.3	1554.2	1403.9	1474.0	1547.7	1625.1
YOY	24.1%	-0.5%	0.2%	-9.7%	5.0%	5.0%	5.0%
直接成本	514.5	398.2	397.6	369.8	388.3	407.7	428.1
YOY	20.3%	-22.6%	-0.2%	-7.0%	5.0%	5.0%	5.0%
维修费	350.9	360.2	257.2	244.6	256.8	269.7	283.2
YOY	25.4%	2.6%	-28.6%	-4.9%	5.0%	5.0%	5.0%
水电费及水电管理费	228.6	135.1	148.6	141.5	148.6	156.0	163.8
YOY	-12.6%	-40.9%	10.0%	-4.8%	5.0%	5.0%	5.0%
劳务费	438.7	371.6	365.3	262.0	288.2	317.0	348.7
YOY	30.4%	-15.3%	-1.7%	-28.3%	10.0%	10.0%	10.0%
使用权资产折旧费			267.9	289.3	303.8	319.0	334.9
YOY				8.0%	5.0%	5.0%	5.0%
其他运行成本	879.1	828.5	500.4	513.3	538.9	582.0	640.2
YOY	10.4%	-5.8%	-39.6%	2.6%	5.0%	8.0%	10.0%

数据来源：公司公告，华福证券研究所

4.2 相对估值与投资建议

随着疫情影响改善，国际客流恢复和免税面积增长将在公司盈利端持续兑现。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 5/15/23 亿元，对应 EPS 为 0.21/0.66/1.00 元，对应 PE 为 67/21/14。我们选取作为北京首都机场股份、上海机场、深圳机场作为可比公司。考虑当前行业受疫情影响，公司短期业绩未能反映实际盈利情况，故按 2025 年业绩给予 19 倍估值，给予目标价 18.99 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 34：白云机场相对估值与行业对比（截至 2023 年 6 月 13 日）

代码	公司名称	收盘价 (港币/元)	EPS (元)				市盈率 PE			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
0694.HK	首都机场	5.60	-0.77	-0.01	0.34	0.41	-6.6	-928.1	15.0	12.5
600009.SH	上海机场	46.81	-1.20	1.11	2.52	3.17	-40.7	44.0	19.4	15.4
000089.SZ	深圳机场	7.07	-0.56	0.02	0.20	0.31	-14.1	395.3	35.0	23.0
平均值							-20.5	-162.9	23.1	17.0
600004.SH	白云机场	14.08	-0.45	0.21	0.66	1.00	-31.1	66.8	21.3	14.1

数据来源：Wind，华福证券研究所；注：上海机场为华福证券预测，首都机场、深圳机场为 Wind 一致预期

5 风险提示

1) 宏观经济下行风险。广州作为粤港澳大湾区核心枢纽机场，宏观经济下行抑制居民外出需求，将影响国内外白云机场流量。

2) 行业竞争风险。未来珠三角枢纽机场、香港国际机场的扩建；高铁行业的快速发展都将对白云机场的客流量造成一定影响。

3) 免税需求恢复不及预期。免税为公司非航空性业务营收重要来源，免税需求恢复不足可能影响公司业绩改善以及未来公司免税议价权。

4) 免税政策变化。市内、口岸、机场免税免税政策变化会影响公司免税业务经营策略，从而影响免税业务业绩。

5) 扩建工程建设不及预期。公司三期扩建工程影响流量容量和免税面积，工程建设不及预期会影响投产进度，从而对航空业务和非航空性业务产生影响。

图表 35: 财务预测摘要

资产负债表					利润表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	2,227	3,846	6,393	9,898	营业收入	3,971	6,459	8,407	9,970
应收票据及账款	902	1,240	1,240	1,017	营业成本	4,929	5,188	5,478	5,797
预付账款	11	10	11	12	税金及附加	100	129	166	205
存货	60	52	55	58	销售费用	72	84	109	130
合同资产	6	3	4	6	管理费用	319	452	589	698
其他流动资产	284	229	299	355	研发费用	46	32	42	50
流动资产合计	3,484	5,377	7,997	11,340	财务费用	112	109	96	89
长期股权投资	591	650	715	858	信用减值损失	-6	-13	-18	-18
固定资产	18,651	17,742	16,902	16,125	资产减值损失	0	2	0	0
在建工程	611	561	511	461	公允价值变动收益	0	0	0	0
无形资产	335	303	279	259	投资收益	104	149	123	125
商誉	0	0	0	0	其他收益	60	66	73	80
其他非流动资产	3,268	3,271	3,275	3,278	营业利润	-1,449	669	2,105	3,190
非流动资产合计	23,456	22,528	21,683	20,981	营业外收入	4	5	4	4
资产合计	26,941	27,905	29,680	32,321	营业外支出	1	1	1	1
短期借款	0	0	0	0	利润总额	-1,446	673	2,108	3,193
应付票据及账款	875	783	828	877	所得税	-354	165	516	782
预收款项	124	87	118	161	净利润	-1,092	508	1,592	2,411
合同负债	31	32	0	0	少数股东损益	-21	10	30	45
其他应付款	4,450	4,450	4,450	4,450	归属母公司净利润	-1,071	498	1,562	2,366
其他流动负债	1,437	2,042	2,180	2,317	EPS (摊薄)	-0.45	0.21	0.66	1.00
流动负债合计	6,916	7,393	7,575	7,806					
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	10,009	10,192	10,422					
归属母公司所有者权益	17,191	17,668	19,230	21,596					
少数股东权益	218	228	258	303					
所有者权益合计	17,409	17,896	19,488	21,900					
负债和股东权益	26,941	27,905	29,680	32,321					

现金流量表				
单位:百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	869	2,090	3,048	4,077
现金收益	523	2,061	3,062	3,809
存货影响	8	9	-3	-3
经营性应收影响	380	-340	0	222
经营性应付影响	-52	-129	76	93
其他影响	11	489	-87	-44
投资活动现金流	-808	-362	-405	-482
资本支出	-630	-454	-459	-461
股权投资	-46	-59	-65	-143
其他长期资产变化	-132	151	119	122
融资活动现金流	598	-109	-96	-89
借款增加	-45	0	0	0
股利及利息支付	-47	0	0	0
股东融资	0	0	0	0
其他影响	690	-109	-96	-89

主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入增长率	-23.3%	62.7%	30.2%	18.6%
EBIT 增长率	204.2%	-158.6%	182.1%	48.9%
归母净利润增长率	163.9%	-146.5%	213.4%	51.4%
获利能力				
毛利率	-24.1%	19.7%	34.8%	41.9%
净利率	-27.5%	7.9%	18.9%	24.2%
ROE	-6.2%	2.8%	8.0%	10.8%
ROIC	-8.1%	4.6%	12.0%	15.9%
偿债能力				
资产负债率	35.4%	35.9%	34.3%	32.2%
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	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	99	59	52	40
存货周转天数	5	4	4	4
每股指标 (元)				
每股收益	-0.45	0.21	0.66	1.00
每股经营现金流	0.37	0.88	1.29	1.72
每股净资产	7.26	7.47	8.13	9.13
估值比率				
P/E	-31	67	21	14
P/B	2	2	2	2
EV/EBITDA	32	2	1	1

数据来源: 公司报告、华福证券研究所

分析师声明

本人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、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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到任何形式的补偿。

一般声明

华福证券有限责任公司（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。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	评级	评级说明
公司评级	买入	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在 20%以上
	持有	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出	未来 6 个月内，个股相对市场基准指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市	未来 6 个月内，行业整体回报高于市场基准指数 5%以上
	跟随大市	未来 6 个月内，行业整体回报介于市场基准指数-5%与 5%之间
	弱于大市	未来 6 个月内，行业整体回报低于市场基准指数-5%以下

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

联系方式

华福证券研究所 上海

公司地址：上海市浦东新区浦明路 1436 号陆家嘴滨江中心 MT 座 20 层

邮编：200120

邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn