

## 白云机场 (600004.SH)

### 业绩迎来修复，免税业务有望释放弹性

白云机场作为大湾区核心枢纽机场，后疫情时代将充分受益于产能释放和免税业务增长。维持“强烈推荐”评级。

- **航空需求正在快速修复中，国际客流恢复提速。**随着2022年底疫情管控放开以及国内疫情的缓解，今年年初国内航空市场在春运刺激下开始快速修复。春运后半程开始，国内积压了三年的商旅需求爆发，支撑了节后淡季需求。2023Q1全国航班量恢复至2019年同期的82.5%，旅客量恢复至2019年的80.0%；其中国内航班量恢复至2019年的97%，国内旅客量恢复至2019年的88.6%。国际航班方面，受益于政策端的不断放开和航权谈判进展，国际航班目前恢复至2019年的30%。预计在春夏季国际航班有望恢复至2019年的40%以上，至今年年底有望恢复至70%以上，全年平均恢复至2019年的50%；2024年，国际航班有望迎来全面修复。
- **白云机场作为粤港澳大湾区核心枢纽机场，后疫情时代增长动力充足，业绩确定性和弹性兼备。**1)作为国际客流占比较高的国际枢纽机场之一，白云机场的航空性业务将直接受益于国际客流的恢复，尤其是亚洲、澳洲的恢复。2)后疫情时代，国际旅客吞吐量及占比有望进一步增长。白云机场定位引领粤港澳世界级机场群建设、支撑民航强国战略的国际航空枢纽，规划产能高于区域内其他机场，且珠三角枢纽（广州新）机场投产后，白云机场有望聚焦干线航线和国际航线。2030年白云机场旅客吞吐量有望达到1.2亿人次，国际旅客占比有望提升至30%，即国际旅客有望达到3600万人次，相较2019年接近翻倍。3)受益于充足的产能释放空间、国际客流增长、人均免税销售额的提升，白云机场被疫情中断的免税业务高速增长有望在后疫情时代重拾，保留的高扣点模式将为公司免税收入贡献弹性。根据我们测算，中性假设下有望实现18亿元免税收入，远期有望实现超过40亿元免税收入。
- **维持“强烈推荐”投资评级。**我们认为白云机场：1)中短期受益于国内、国际航空需求修复，业绩有望迎来修复；2)长期来看，白云机场免税业务有望释放潜力，为公司收入贡献弹性。我们预计2023-25年公司国内旅客吞吐量分别为2019年的100%/105%/110%，国际+地区旅客吞吐量分别为2019年的50%/100%/110%，预计公司2023-25年归母净利润分别为6.7/16.5/22.0亿元，对应54/22/17倍P/E。维持公司“强烈推荐”评级。
- **风险提示：宏观经济下行风险；免税销售不及预期；国际客流不及预期。**

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	5180	3971	7026	8801	9705
同比增长	-1%	-23%	77%	25%	10%
营业利润(百万元)	(541)	(1449)	847	2148	2879
同比增长	210%	168%	-158%	154%	34%
归母净利润(百万元)	(406)	(1071)	666	1650	2203
同比增长	62%	164%	-162%	148%	33%
每股收益(元)	-0.17	-0.45	0.28	0.70	0.93
PE	-89.3	-33.8	54.4	22.0	16.5
PB	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7

资料来源：公司数据、招商证券

### 强烈推荐 (维持)

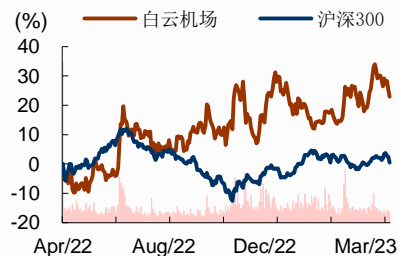
周期/交通运输  
目标估值：NA  
当前股价：15.32元

#### 基础数据

总股本(万股)	236672
已上市流通股(万股)	236672
总市值(亿元)	363
流通市值(亿元)	363
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	-5.5
资产负债率	35.2%
主要股东	广东省机场管理集团有限公司
主要股东持股比例	57.14%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	2	14	18
相对表现	-2	4	17



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《白云机场(600004)一三季度亏损环比收窄，国际客流同比恢复明显》2022-10-30
- 《白云机场(600004)一上半年亏损同比扩大，静待航空业复苏》2022-08-31
- 《白云机场(600004)一一季度亏损同比收窄》2022-04-30

苏宝亮 S1090519010004  
✉ subaoliang@cmschina.com.cn  
肖欣晨 S1090522010001  
✉ xiaoxinchen@cmschina.com.cn  
魏芸 S1090522010002  
✉ weiyun@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、白云机场：粤港澳大湾区核心枢纽机场 .....	5
1.公司简介 .....	5
2.白云机场历史盈利表现 .....	6
3.上市机场对比 .....	7
二、后疫情时代白云机场增长动力充足，确定性和弹性兼备 .....	10
1.航空需求正在快速修复中，国际客流恢复提速 .....	10
2.白云机场受益于国际旅客恢复及未来进一步增长 .....	15
3.免税业务发力，成为业绩增长新动力 .....	17
4.广告业务确定性高，有税业务迎来重奢突破 .....	19
5.南航助力打造国际航空枢纽 .....	20
三、盈利预测及投资建议 .....	21
1.盈利预测 .....	21
2.投资建议 .....	22
3.风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：白云机场发展历史 .....	5
图 2：白云机场旅客吞吐量 .....	6
图 3：白云机场飞机起降架次 .....	6
图 4：白云机场股权结构图 .....	6
图 5：白云机场历史营收/净利润 .....	7
图 6：白云机场历史毛利率/净利率 .....	7
图 7：上市机场起降架次（单位：万架次） .....	7
图 8：上市机场旅客吞吐量（单位：万人次） .....	7
图 9：上市机场经营数据 2014-19 年年均增速 .....	8
图 10：2019 年上市机场旅客结构 .....	8
图 11：2019 年上市机场收入及增速（单位：百万元，%） .....	8
图 12：2019 年上市机场收入结构 .....	8
图 13：上市机场毛利率与净利率 .....	9

图 14: 2019 年上市机场净利润及年均增速 (单位: 亿元, %)	9
图 15: 内地航班航空服务业务收费标准	10
图 16: 国际、港澳台航班航空服务业务收费标准	11
图 17: 机场收入结构	11
图 18: 中国免税市场规模增长	12
图 19: 上海浦东机场收入结构	12
图 20: 上海浦东机场旅客吞吐量和收入增速对比	12
图 21: 上海浦东机场人均免税销售额及实际扣点率	13
图 22: 上海机场收入和归母净利润	13
图 23: 上海机场股价表现	13
图 24: 主要枢纽机场进出港人次	14
图 25: 主要枢纽机场进出港运力	14
图 26: 全国执飞国内客运航班	14
图 27: 全国执飞国际客运航班	14
图 28: 白云机场收入增速	15
图 29: 三大枢纽机场国际旅客占比	15
图 30: 白云机场国际旅客吞吐量及占比	15
图 31: 大湾区机场群分布	16
图 32: 大湾区主要机场旅客吞吐量 (万人次/年)	16
图 33: 白云机场国际旅客预测	17
图 34: 三大枢纽机场人均免税销售额 (单位: 元)	18
图 35: 三大枢纽机场免税销售额 (单位: 亿元)	18
图 36: 公司广告业务收入	20
图 37: 南方航空运力投入前十大机场市占率	21
图 38: 白云机场历史 PE Band	23
图 39: 白云机场历史 PB Band	23
表 1: 上市机场产能对比	7
表 2: 上市机场对比 (以 2019 年数据计)	9
表 3: 白云机场免税经营面积	17
表 4: 白云机场与上海机场免税补充协议对比	18
表 5: 白云机场免税收入弹性 (单位: 亿元, 假设扣点率 40%)	19

---

表 6: 公司收入假设.....	21
表 7: 盈利预测表.....	22
附: 财务预测表.....	24

## 一、白云机场：粤港澳大湾区核心枢纽机场

### 1. 公司简介

广州白云国际机场始建于上个世纪 30 年代，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，是国家“一带一路”倡议和“空中丝绸之路”的重要国际航空枢纽之一、**粤港澳大湾区核心枢纽机场，是中国三大门户复合枢纽机场之一**。截至目前，白云机场现有两座航站楼、三条跑道，飞行区等级为 4F 标准。T1 航站楼建筑面积 50 余万平方米，T2 航站楼及综合交通中心建筑面积 80 余万平方米，目前 T1、T2 两座航站楼设计容量可满足年旅客吞吐量 8000 万人次。

图 1：白云机场发展历史



资料来源：公司资料、招商证券

**2019年，白云机场年旅客吞吐量突破 7300 万人次，位列全国第 3、全球第 11。**2019 年，白云机场年旅客吞吐量达到 7338 万人次，其中国内旅客 5467 万人，国际+地区旅客 1871 万人。从白云机场出发，空中航线网络覆盖全球 230 多个通航点，近 80 家航空公司在此运营，广州与国内、东南亚主要城市形成“4 小时航空交通圈”，与全球主要城市形成“12 小时航空交通圈”。在全球新冠肺炎疫情的特殊环境下，2020 年白云机场全年共完成运输旅客 4376.8 万人次，成为全球复苏最快、客流量最大的机场，在国际机场协会（ACI）2020 年度全球机场服务质量旅客满意度测评中脱颖而出排名第一。**2022 年，旅客吞吐量蝉联国内机场第一，货邮吞吐量国内机场第二。**

**2020 年疫情爆发后，公司经营数据遭遇重创，至 2022 年到达谷底。**2020 年，公司旅客吞吐量 4377 万人，同比下降 40%，起降架次 37 万次，同比下降 24%；至 2022 年，公司旅客吞吐量 2611 万人，不到 2019 年的四成，其中国内旅客量 2530 万人，国际及地区旅客量 81 万人。

图 2: 白云机场旅客吞吐量

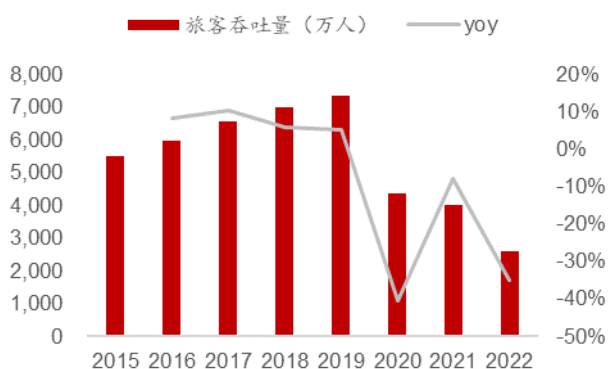
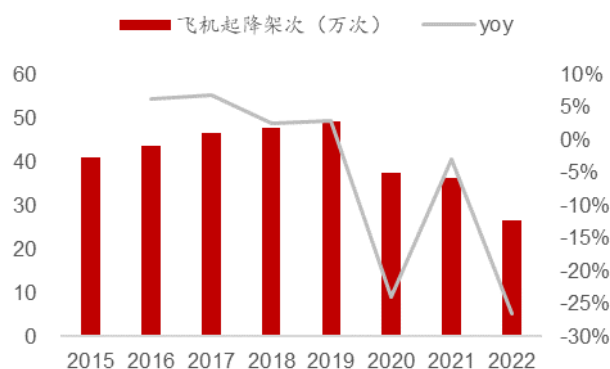


图 3: 白云机场飞机起降架次

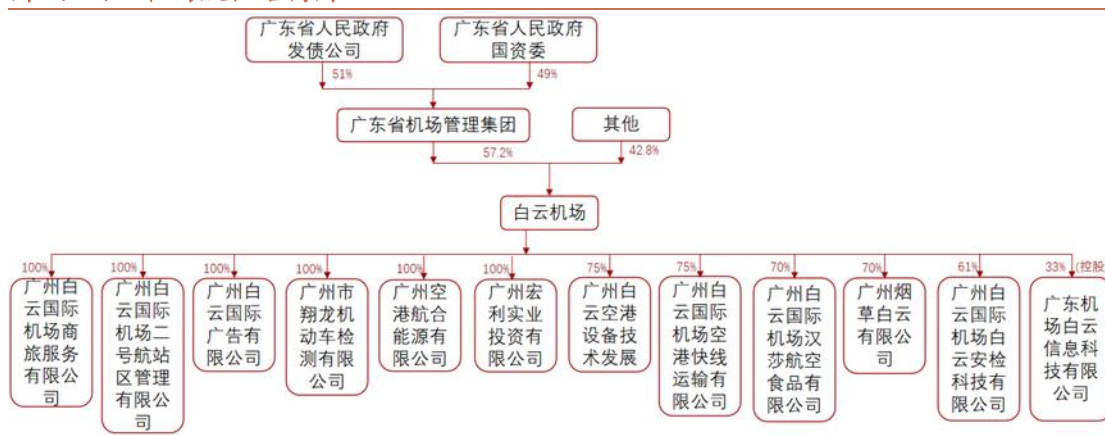


资料来源: 公司年报、招商证券

资料来源: 公司年报、招商证券

白云机场由广州白云国际机场股份有限公司进行管理运营,公司于 2003 年在上交所完成主板上市。2004 年,控股股东广州白云国际机场集团公司经批准变更组建为广东省机场管理集团公司,公司的实际控制人由中国民用航空总局变更为广东省人民政府。

图 4: 白云机场股权结构图



资料来源: 公司年报、招商证券

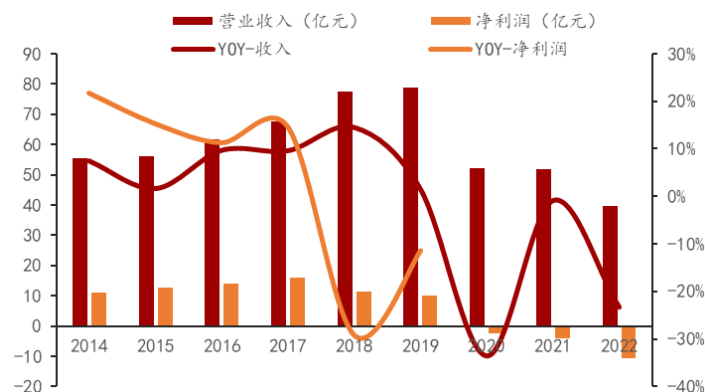
## 2. 白云机场历史盈利表现

疫情前,白云机场营业收入持续增长,2019 年实现营业收入 78.7 亿元,CAGR 达到 7%;2017 年之前,净利润也持续正向增长,2016、2017 年增长率达到 10%。2018 年 4 月,T2 航站楼投入使用,折旧、运营维护等成本费用增加,此外,自 2018 年 11 月 29 日民航发展基金返还作收入政策取消,造成 2018、2019 年净利润下滑,营业收入增速下降。

2020 年疫情爆发后,公司收入和盈利遭遇重创。2020 年,公司收入同比下降 34%至 52.2 亿元,归母净亏损 2.5 亿元;2022 年,公司业绩遭遇最低谷:公司营业收入 39.7 亿元,同比下降 23%;归母净利润-10.7 亿元,亏损同比扩大 6.7 亿元。

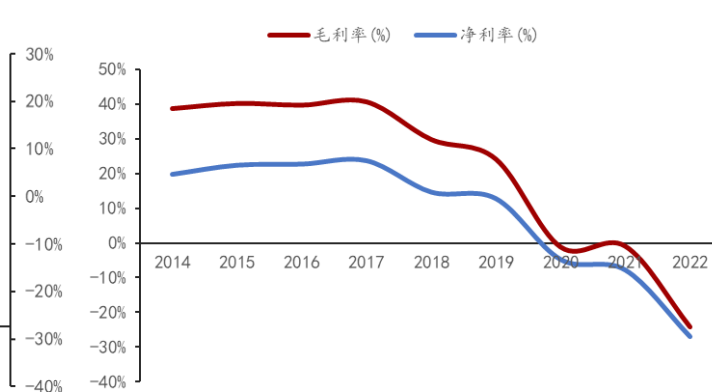
白云机场营业收入主要包括航空服务收入和航空性延伸服务收入两个板块。航空服务收入包括航班起降服务、旅客综合服务、安全检查服务和航空地面服务收入等;航空延伸性服务收入包括货邮代理业务、特许经营权业务、租赁业务、地面运输业务、广告业务等。疫情前,航空性延伸服务毛利率迅速攀升,2018、2019 年两年中,达到了 60%以上,远高于航空服务毛利率。

图 5: 白云机场历史营收/净利润



资料来源: 公司年报、招商证券

图 6: 白云机场历史毛利率/净利率



资料来源: 公司年报、招商证券

### 3. 上市机场对比

从产能上看, 上海机场、首都机场、白云机场为三大门户机场, 产能规模接近, 航站楼面积均在 140 万平方米以上, 设计旅客吞吐量均在 8000 万人次以上, 高峰小时容量均在 80 架次左右; 深圳机场产能次于三大门户机场, 设计吞吐量 6700 万人次; 美兰空港在 T2 投产后, 设计吞吐量 3500 万人次, 次于深圳机场; 厦门空港受场地面积所限, 产能目前已达到饱和, 产能规模最小。

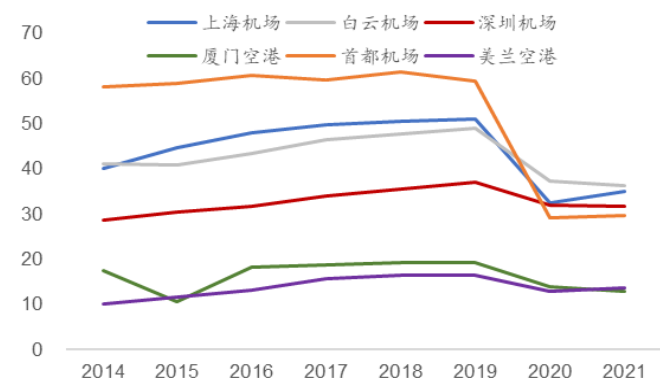
表 1: 上市机场产能对比

	上海机场	首都机场	白云机场	深圳机场	厦门空港	美兰空港
航站楼	T1,T2,卫星厅	T1,T2,T3	T1,T2	T3,卫星厅	T3,T4	T1,T2
航站楼面积 (万平方米)	145	144	140	69	24	45
设计吞吐量 (万人次)	8000	8550	8000	6700	2700	3500
高峰小时容量 (架次)	80	88	76+2	60	32	30

资料来源: 公司官网、招商证券

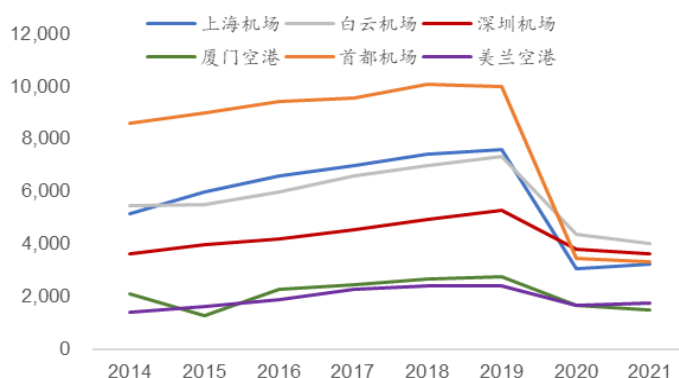
从经营规模看, 疫情前首都机场旅客吞吐量最大, 上海机场资产重组后成为吞吐量最大的上市机场。2019 年, 首都机场吞吐量 1.0 亿人次, 上海机场 7615 万人次, 白云机场 7339 万人次, 深圳机场 5293 万人次, 厦门空港 2741 万人次, 美兰空港 2422 万人次。以 2019 年数据计, 上海两场旅客吞吐量合计 1.2 亿, 超过首都机场。

图 7: 上市机场起降架次 (单位: 万架次)



资料来源: 民航局、招商证券

图 8: 上市机场旅客吞吐量 (单位: 万人次)



资料来源: 民航局、招商证券

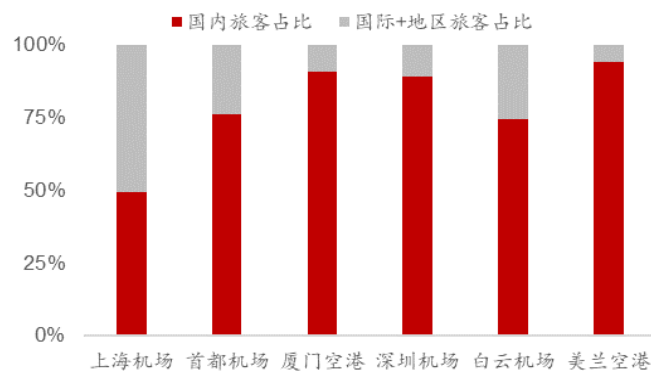
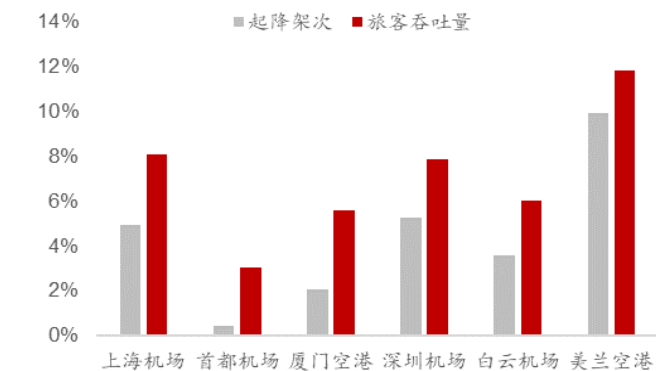
从经营数据增速看, 疫情前美兰空港增速最快, 首都机场增速最慢。2014-2019 年, 美兰空港旅客吞吐量、起降架

次分别年均复合增长 11.8%和 9.9%，增速领先；首都机场因产能限制，旅客吞吐量、起降架次分别年均复合增长 3.0%和 0.4%，增速最低；其他上市机场平均来看，旅客吞吐量年均增长 6.9%，起降架次年均增长 4.0%。

从旅客结构看，上海机场的国际+地区旅客占比最大，美兰空港的国际+地区旅客占比最小。2019 年上海机场国际+地区旅客达到 3851 万人次，占总旅客比例达到 50.6%；若加入虹桥机场的数据，两场合并比例为 34.4%。首都机场、白云机场、深圳机场、厦门空港、美兰空港的国际+地区旅客占比分别为 27.6%、25.5%、11.2%、13.3%、5.8%。

图 9：上市机场经营数据 2014-19 年年均增速

图 10：2019 年上市机场旅客结构



资料来源：民航局、招商证券

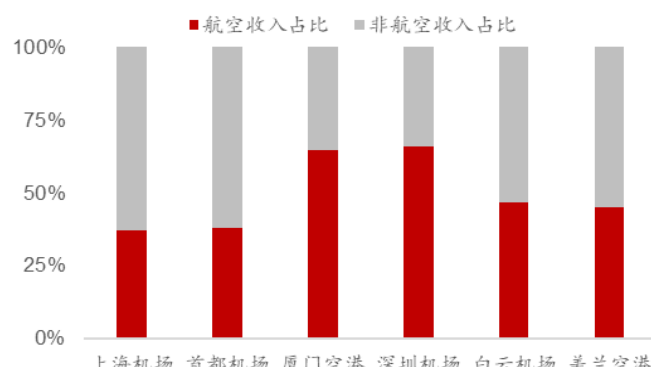
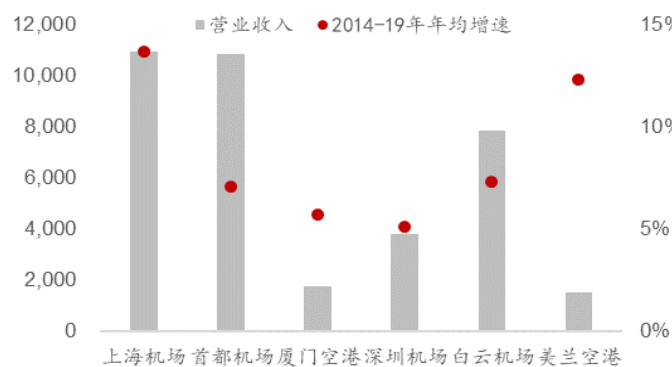
资料来源：民航局、招商证券

从财务数据看，基于 2019 年数据：

- 1) **收入**：2019 年上海机场凭借快速增长的免税业务，全年营业收入达 109.4 亿元，位于第一；首都机场和白云机场收入分别为 108.1 亿元和 78.7 亿元；深圳机场以 38.1 亿元位列第四；厦门空港和美兰空港收入分别为 17.9 亿元、15.8 亿元，收入规模相近。
- 2) **收入结构**：受益于免税业务，上海机场、首都机场非航收入占比超过 60%，接近国际先进机场水平；受益于离岛免税业务，美兰机场非航收入占比 55.0%，排名第三；白云机场非航收入占比 53.2%；厦门机场和深圳机场非航占比相对较低，分别为 35.2%和 33.9%。

图 11：2019 年上市机场收入及增速 (单位: 百万元, %)

图 12：2019 年上市机场收入结构



资料来源：公司年报、招商证券

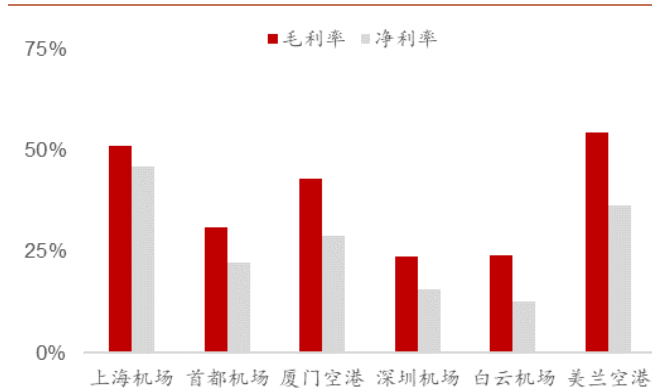
资料来源：公司年报、招商证券

- 3) **毛利率**：受益于高毛利的免税业务，上海机场毛利率 51.2%，美兰空港毛利率 54.3%，领先业内；厦门空港毛利率 42.9%，主要因为资本开支时间较早、产能利用率较高；首都机场毛利率 31.1%；白云机场和深圳机场分别为 24.1%和 23.7%，毛利率相对较低，其中白云机场受到 T2 航站楼投产影响。
- 4) **归母净利润**：上海机场净利润 50.3 亿元，位居第一，领先业内；首都机场净利润 24.2 亿元，位于第二；其他机场净利润规模不超过 10 亿元；
- 5) **净利率**：受益于高毛利率，上海机场净利率达 46%，位居第一，美兰空港 36.5%，位于第二；厦门空港、首都机场、深圳机场、白云机场分别为 29.0%、22.4%、15.6%和 12.7%。



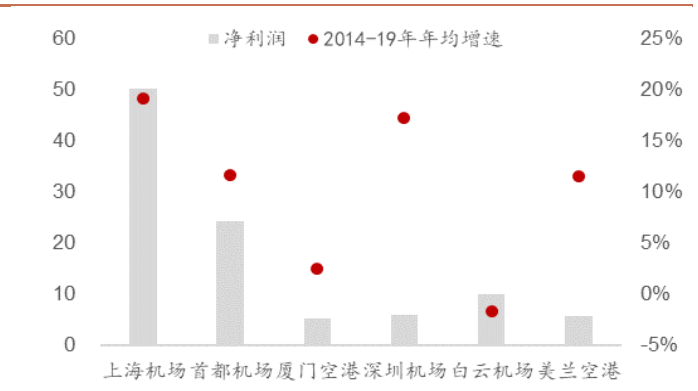
综合来看，免税收入是上市机场收入增长、提高利润率的重要推动力，而产能周期导致的折旧费用、财务费用变化会对利润率造成较大影响。

图 13: 上市机场毛利率与净利率



资料来源: 公司年报、招商证券

图 14: 2019 年上市机场净利润及年均增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司年报、招商证券

表 2: 上市机场对比 (以 2019 年数据计)

	上海机场	首都机场	白云机场	深圳机场	厦门空港	美兰空港
旅客吞吐量 (万人次)	7615	10001	7339	5293	2741	2422
营业收入 (亿元)	109	108	79	38	18	15
净利润 (亿元)	50	24	10	6	5	6
毛利率	51.2%	31.1%	24.1%	23.7%	42.9%	54.3%
净利率	46.0%	22.4%	12.7%	15.6%	29.0%	36.5%

资料来源: 公司年报、招商证券

## 二、后疫情时代白云机场增长动力充足，确定性和弹性兼备

### 1. 航空需求正在快速修复中，国际客流恢复提速

机场收入由航空性收入和非航空性收入构成。

航空性收入来自于机场的基础业务，是流量变现的基础。航空性收入包括起降费、旅客服务费、地面服务费等，相关收费标准受民航局政策影响较大，以政府指导价为主。航空性收入的规模与机场业务量直接挂钩，关键指标包括飞机起降架次、旅客吞吐量等；与区域经济、居民收入等宏观指标关系较为紧密，地域差别明显；此外，机场的硬件设施和空域情况亦会对产能形成影响。总体来说，航空性收入弹性较小，波动不大，稳定性强。

图 15: 内地航班航空服务业务收费标准表

收费项目		航班收费标准 (人民币)	
I.起 降费	基准价	最大起飞全重	收费 (元/架次)
		25 吨以下	240
		26-50 吨	650
		51-100 吨	$1,200+24\times(T-50)$
		101-200 吨	$2,400+25\times(T-100)$
		201 吨以上	$5,000+32\times(T-200)$
II. 停车场费	2 小时以内免收。 2-6 (含) 小时按起降费的 20% 计收； 6-24 (含) 小时按起降费的 25% 计收； 24 小时以上，每停车场 24 小时按照起降费的 25%，不足 24 小时按 24 小时计收。		
III. 客桥费	单桥：1 小时以内 200 元；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。		
IV. 旅客服务费	34 元/人		
(出港人数)			
V. 安检费	旅客行李安检费：8 元/人		
	货运邮件安检费：53 元/吨		

资料来源：《广州白云国际机场股份有限公司 2022 年度第二期超短期融资券募集说明书》、招商证券

图 16: 国际、港澳台航班航空服务业务收费标准表

收费项目		航班收费标准 (人民币)	
I.起降费	基准价	最大起飞全重	收费 (元/架次)
		25 吨以下	2000
		26-50 吨	2200
		51-100 吨	2,200+40×(T-50)
		101-200 吨	4,200+44×(T-100)
		201 吨以上	8,600+56×(T-200)
II. 停场费		2 小时以内免收。 超过 2 小时, 每停场 24 小时按照起降费的 15% 计收; 不足 24 小时按 24 小时计收。	
III. 客桥费		单桥: 1 小时以内 200 元; 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。	
IV. 旅客服务费		70 元/人	
(出港人数)			
V. 安检费	安检费	旅客行李安检费: 12 元/人	
		货运邮件安检费: 70 元/吨	

资料来源:《广州白云国际机场股份有限公司 2022 年度第二期超短期融资券募集说明书》、招商证券

非航空性收入是机场商业价值的体现,是机场盈利差异的关键因素。非航空性收入包括有税及免收商业租金/销售提成、广告收入等,弹性较高。近年来伴随出境人数激增及消费能力的提升,免税收入(销售提成)成为非航空性收入的重要部分。该部分收入与相关的免税合同协议关系较为紧密,核心指标包括扣点率、客单价、经营面积、国际旅客吞吐量等,收入模式一般为保底+提成。有税商业同样为保底+提成模式,但一般保底金额和扣点率均低于免税。

图 17: 机场收入结构

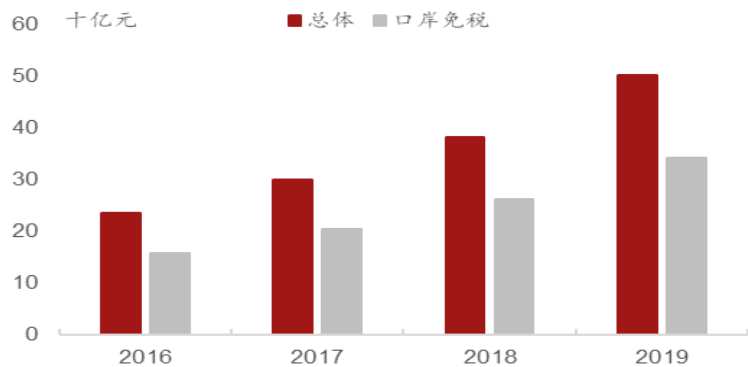


资料来源:招商证券

疫情前,伴随着中国出境游旅客的增长、政策端的放开、中高端香化需求的爆发,免税市场迎来快速发展期。2014-19 年,中国出境游旅客年均复合增长 8%,2019 年达到 1.55 亿人次。政策方面,2016 年 2 月,财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合印发《口岸进境免税店管理暂行办法》,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。与此同时，中国高端香化市场需求爆发，根据欧睿数据，中高端化妆品市场份额占比已由 2015 年的 22.7% 增长至 2021 年的 41.8%。对于中高端香化，免税渠道相比有税渠道具有明显价格优势，免税渠道也相应成为中高端香化的重要销售渠道。根据中国中免数据，2019 年其香化免税销售收入占到总免税收入的 63%，是第一大销售品类。综合多方面有利因素，2019 年中国免税规模达到 500 亿元，其中口岸免税店达到 342 亿元。2017-19 年中国免税市场规模年均增长 29%，口岸免税店年均增长 30%。

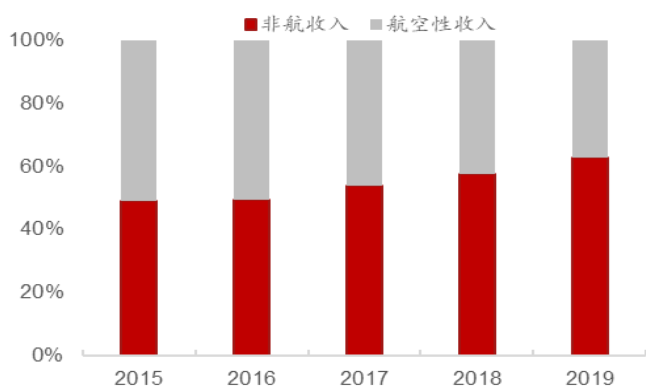
图 18: 中国免税市场规模增长



资料来源：弗若斯特沙利文、招商证券

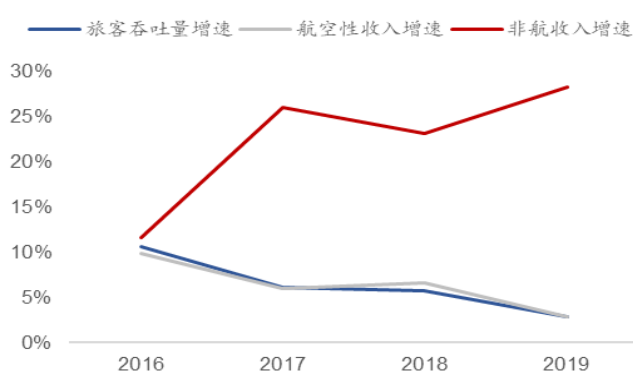
国际客流占比高的门户枢纽机场充分受益于免税市场的蓬勃发展。2017-18 年，国内机场开启新一轮免税招标，各大机场保底金额和扣点率大幅提升，枢纽机场扣点率基本在 40% 以上。上海机场、白云机场在此期间签订的协议中，均采用租金和扣点提成取其高的模式。其中上海机场的免税业务最为典型。浦东机场的非航收入占比至 2019 年已达到 63%，非航收入 2015-19 年年均复合增长 22%，远超航空性收入 6% 的增速；其中 2019 年免税收入达到 52 亿元，占总收入的 47%。对比同期的旅客吞吐量增速，我们看到航空性收入的增长与旅客吞吐量增速基本一致，一线机场产能的限制形成对航空性收入的制约；而非航收入的跃进式发展，受益于免税业务人均销售额和扣点率的提升，则脱离了产能限制，推动枢纽机场进入新的发展阶段。在免税业务的推动下，枢纽机场逐渐脱离了基础设施属性，其商业属性受到认可。

图 19: 上海浦东机场收入结构



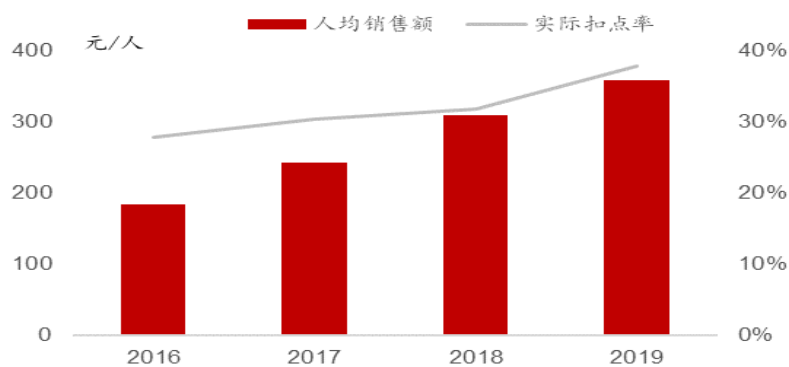
资料来源：公司年报、招商证券

图 20: 上海浦东机场旅客吞吐量和收入增速对比



资料来源：公司年报、招商证券

图 21: 上海浦东机场人均免税销售额及实际扣点率

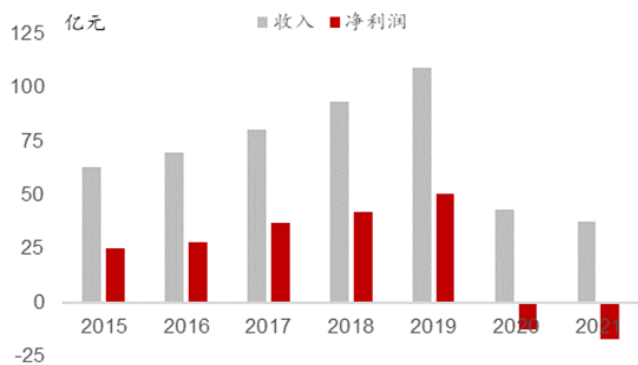


资料来源: 公司年报、招商证券

新冠疫情导致的国际客流锐减，直接冲击了机场板块的基本面和估值。2020 年新冠疫情爆发以来，机场国际客流锐减，一方面航空性收入受到直接冲击，另一方面使得非航收入失去客流变现的基础。上海机场、首都机场和白云机场为中国三大门户枢纽机场，疫情前国际客流占比高，因此受疫情影响最为明显。以 2019 年计，上海机场、首都机场和白云机场的国际旅客吞吐量占比分别为 50.6%（加入虹桥机场为 34.4%）、27.6%、25.5%。2020 年，上海机场、首都机场和白云机场旅客吞吐量分别同比下降 60%、65%、40%。

业绩基本面之外，2021 年初上海机场与中免签订免税补充协议，免税销售提成的保底额由此前的下限变为上限，并受到较为严苛的限制，直接冲击了机场免税业务的估值逻辑。复盘上海机场股价表现，2020 年新冠疫情爆发后，股价虽有波折但并未经历大幅下挫，直至 2021 年初与中免的补充协议签订后，股价才历经大幅下挫。

图 22: 上海机场收入和归母净利润



资料来源: 公司年报、招商证券

图 23: 上海机场股价表现



资料来源: Wind、招商证券

因此，对于门户枢纽机场，国际客流的恢复是其业绩及估值能否修复的核心。

进入 2023 年，航空市场正快速修复中。随着 2022 年底疫情管控放开以及国内疫情的缓解，今年年初，国内航空市场在春运刺激下开始快速修复。春运后半程开始，国内积压了三年的商旅需求爆发，支撑了节后淡季需求。根据航班管家数据：1) 2023Q1 全国航班量恢复至 2019 年同期的 82.5%，旅客量恢复至 2019 年的 80.0%；其中国内航班量恢复至 2019 年的 97%，国内旅客量恢复至 2019 年的 88.6%。2) 相较之下，国际航班恢复进度相对落后，Q1 国际航班量恢复至 2019 年的 16.9%，国际旅客恢复至 2019 年的 12.4%。3) 从票价和客座率看，Q1 国内经济舱平均票价相比 2019 年下降 8.4%，全国平均客座率 75.3%。

春夏季国内需求将迎来爆发。根据我们对 2020 年疫情以来的观察，国内航空需求通常在 1-2 个季度就能呈现快速修复。展望今年，随着商旅客出行强支撑、五一假期等小长假的持续刺激，国内旅客出行需求将不断走高，直至暑期

旺季有望迎来国内市场需求高峰。

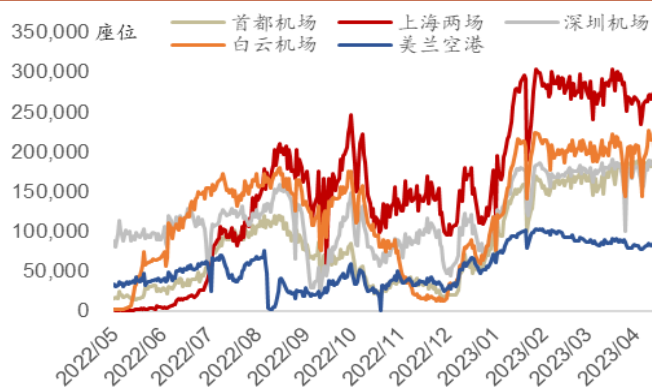
国际航班稳步恢复，下半年有望迎来更大修复力度。今年以来国际航班恢复进度相对滞后，主要由于：各国出入境政策影响；海外机场地面人力保障不足；国际航班航权需要重新谈判等。3月以来，受益于政策端的不断放开和航权谈判进展，国际航班恢复已有环比提升，从1月的2019年10%的水平，恢复至2019年的30%。我们预计在春夏季国际航班有望恢复至2019年的40%以上，至今年年底有望恢复至70%以上，全年平均恢复至2019年的50%；2024年，国际航班有望迎来全面修复。从地区来看，东南亚、东亚、中西亚等周边国家，有望实现率先恢复。

图 24：主要枢纽机场进出港人次



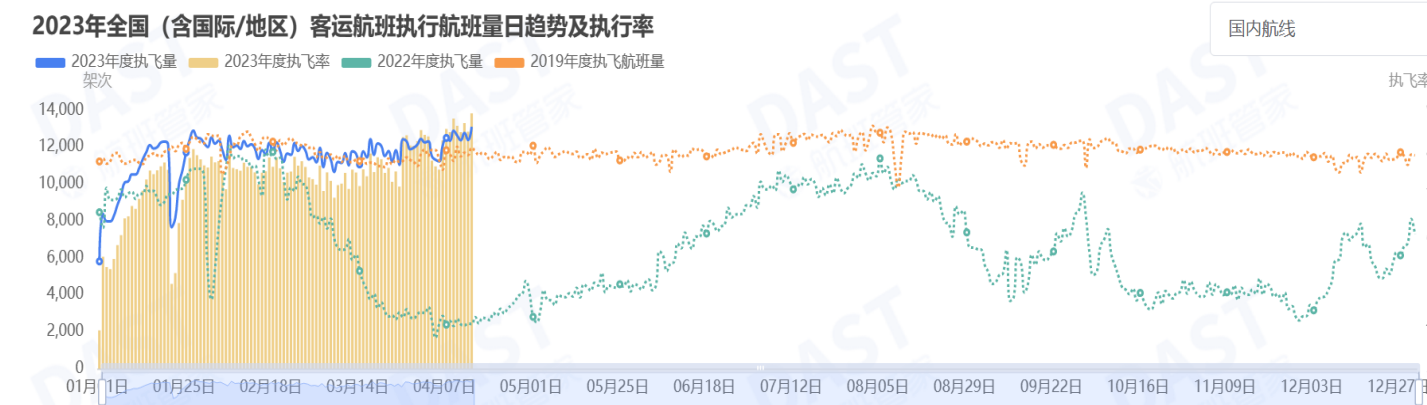
资料来源：飞常准、招商证券

图 25：主要枢纽机场进出港运力



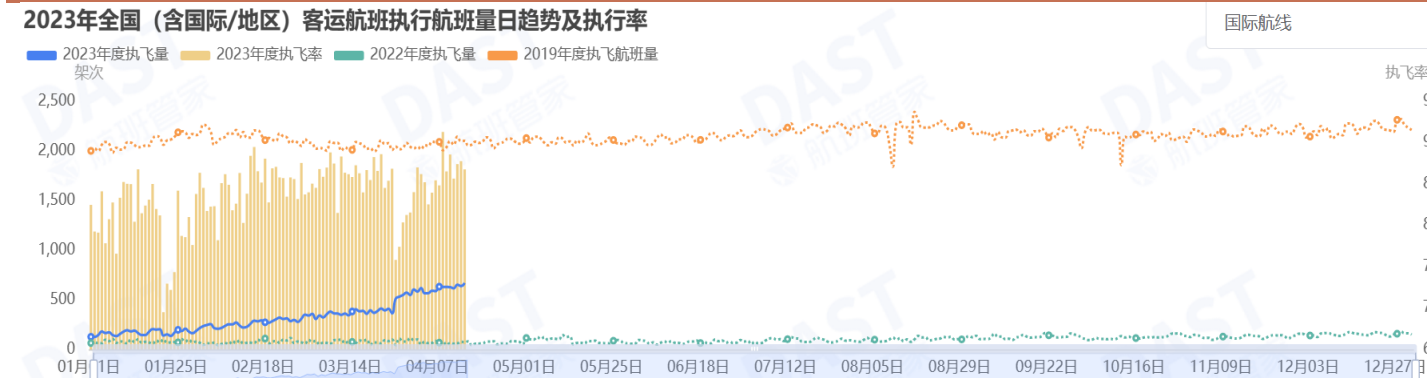
资料来源：飞常准、招商证券

图 26：全国执飞国内客运航班



资料来源：航班管家、招商证券

图 27：全国执飞国际客运航班



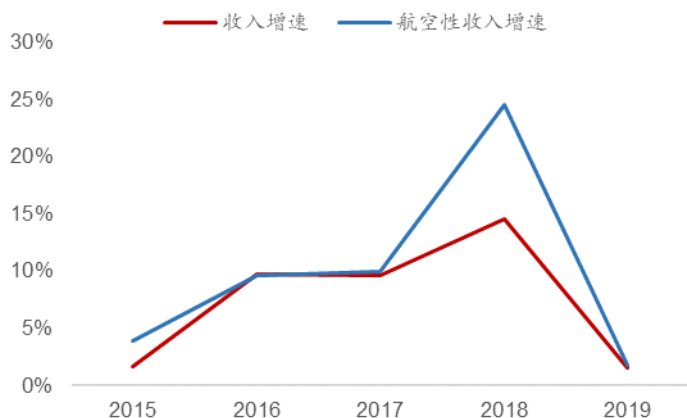
资料来源：航班管家、招商证券

随着未来两年国际客流的修复，一方面带动机场的航空性业务本身恢复常态，另一方面国际客流的恢复使得机场商业价值的基础得以回归，流量变现的逻辑得以重新确立。

## 2. 白云机场受益于国际旅客恢复及未来进一步增长

作为国际客流占比较高的国际枢纽机场之一，白云机场的航空性业务将直接受益于国际客流的恢复，业绩回升确定性强。以 2019 年计，白云机场国际旅客吞吐量（含港澳台地区旅客，下同）1871 万人次，占总旅客吞吐量的比例为 25.5%。在目前国内旅客恢复较好的情况下，国际旅客的恢复将对机场的航空性收入进一步修复形成直接利好，对公司业绩反转形成强支撑。此外，白云机场的国际航线中亚洲、大洋洲航线相对较多，从目前国际航班恢复的地区差别看，白云机场相较首都机场、上海机场等欧美航线占比较高的机场有望实现较快恢复。

图 28: 白云机场收入增速

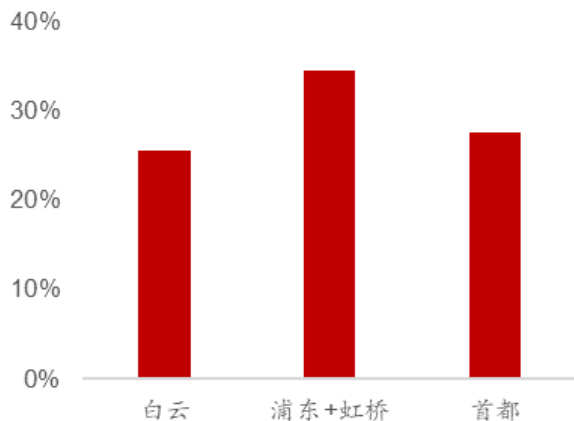


资料来源：公司年报、招商证券

展望后疫情时代，我们认为白云机场在国际客流恢复后，其吞吐量和占比仍将持续增长。

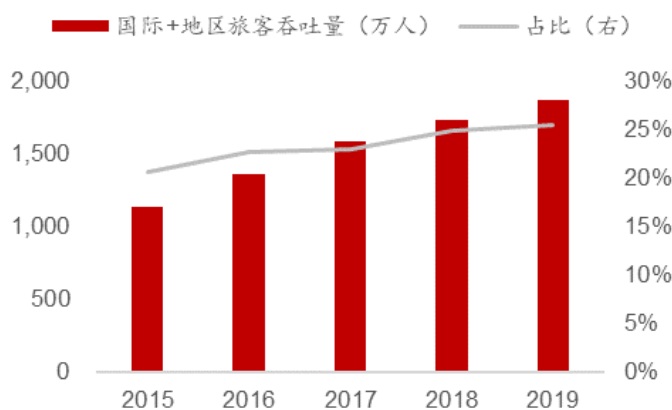
1) 疫情前，白云机场国际旅客占比低于上海机场和首都机场，但逐年提升。以 2019 年计，相较上海机场 50.6% 的国际旅客占比（加入虹桥机场为 34.4%）、首都机场 27.6% 的国际旅客占比，白云机场国际旅客占比较低，尤其是相对上海机场。但从白云机场自身情况看，疫情前国际旅客量和占比逐年提升：国际旅客吞吐量从 2015 年的 1136 万人增长至 2019 年的 1871 万人，年均复合增长 13%；国际旅客占比从 2015 年的 20.6% 提升至 2019 年的 25.5%，提升了近 5 个百分点。

图 29: 三大枢纽机场国际旅客占比



资料来源：公司年报、招商证券

图 30: 白云机场国际旅客吞吐量及占比



资料来源：公司年报、招商证券

2) 白云机场在粤港澳大湾区机场群中拥有竞争优势。

粤港澳大湾区是我国规划打造的世界级城市群，世界一流的城市群必然拥有世界一流的机场群，目前粤港澳大湾区拥有 7 座运输机场，包括香港国际机场、广州白云国际机场和深圳宝安国际机场三座国际航空枢纽，澳门国际机场和珠海金湾机场两座干线机场，以及佛山沙堤机场和惠州平潭机场两座支线机场。

白云机场受区域空域紧张影响相对较小。大湾区内机场分布密集，而我国空域对民航业开放程度较低，仅占全部空域的 30%，相较于拥有 80% 以上空域的美国民航，空域资源十分紧张。但对比深圳宝安机场和香港国际机场，白云机场处于机场群边缘，与其他机场发生空域紧张甚至是冲突的可能性更小。

白云机场产能规划充足，且未来便利性有望提升。随着 2018 年白云机场 T2 航站楼的正式投用，白云机场设计容量可满足年旅客吞吐量 8000 万人次。2019 年，白云机场超过香港国际机场，成为大湾区内旅客吞吐量最大的机场。2020 年 9 月，白云国际机场三期扩建工程正式开工，预计 2025 年完成施工，2026 年有望正式投产。三期工程主要包括机场工程、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。根据总体规划，白云机场 2030 年有望实现旅客吞吐量 1.2 亿人次，终端 2045 年实现旅客吞吐量 1.4 亿人次。疫情过后，白云机场的产能优势有望释放，且其规划产能超过大湾区其他机场，将承载更多大湾区增长的旅客需求。

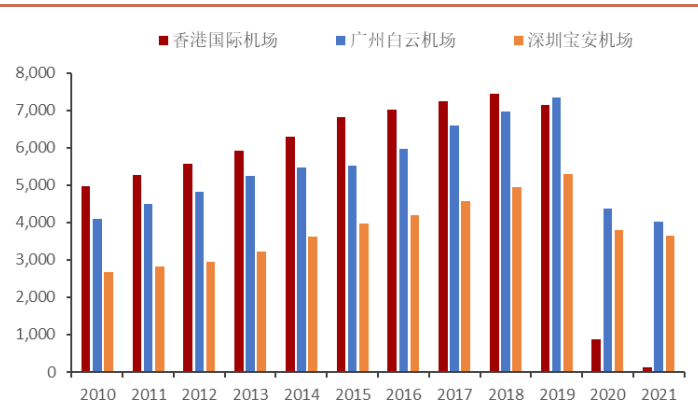
此外，2020 年 9 月《广州白云国际机场综合交通枢纽整体交通规划（修编）》提出：建设多层次、一体化的机场综合交通枢纽积极推进高速铁路、城际铁路、城市轨道引入机场，畅通机场对外道路交通，优化完善机场内部交通组织，形成以白云机场为核心，高效、便捷、安全、绿色、经济的综合交通网络。根据《广州市 2023 年重点建设项目计划》，广州在年内将实现新塘经白云机场至广州北站城际轨道交通（新白广城际）竣工。未来，新白广城际将直接在新塘连通穗深城际，广州白云机场与深圳宝安机场也将实现轨道相连。

图 31: 大湾区机场群分布



资料来源：招商证券

图 32: 大湾区主要机场旅客吞吐量（万人次/年）

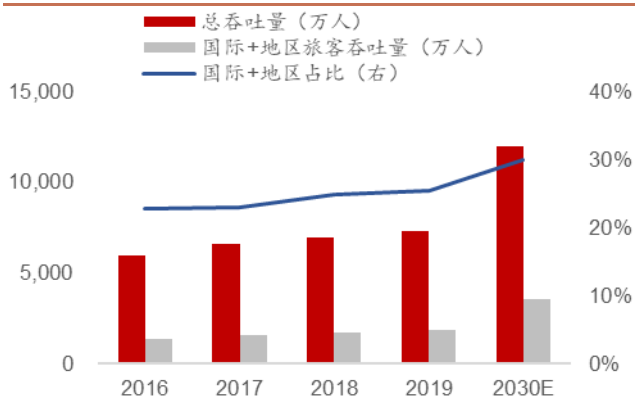


资料来源：公司年报、招商证券

白云机场定位更加明晰，预计 2030 年国际客流有望达到 3600 万人，较 2019 年近翻倍。在 2020 年总体规划修编中，白云机场定位是引领粤港澳世界级机场群建设、支撑民航强国战略的国际航空枢纽。根据《广东省综合交通运输体系“十四五”发展规划》，珠三角枢纽（广州新）机场计划在“十四五”期间开工建设，将与广州白云机场共同打造广州-佛山国际航空枢纽。珠三角枢纽（广州新）机场的定位为“广州国际航空枢纽的重要组成部分、珠三角西部枢纽机场”。广州新机场预计 2026-27 年建成，将交由白云机场一起运营，新机场服务于佛山、肇庆、云浮、阳江、江门五市。我们认为新机场有望承接广州白云机场的支线和部分国内窄体机航线，而白云机场将更聚焦于国内干线和国际航线。考虑到：1) 2030 年白云机场旅客吞吐量有望达到 1.2 亿人次，以及 2) 参考白云机场规划和疫情前上海机场、首都机场的情况，远期白云机场国际旅客占比有望提升至 30%，则 2030 年白云机场国际旅客有望达到 3600 万人次，相较 2019 年接近翻倍。



图 33: 白云机场国际旅客预测



资料来源：公司年报、《广州白云国际机场总体规划》、招商证券预测

### 3. 免税业务发力，成为业绩增长新动力

历史上白云机场的免税业务发展落后于京沪机场，但 2018-19 年迎来高增速。2018 年以前，白云机场免税业务采取自营模式，在专业化程度有所不足，且免税经营面积小、经营品类少，总体缺乏对顾客的吸引力。但 2018-19 年，白云机场免税业务迎来初步快速增长：

- 1) 随着 2018 年 T2 航站楼投产和对 T1 的重新规划，白云机场免税经营面积从当初的不到 2000 万平方米增长至目前近 7000 万平方米；
- 2) 2017 年，白云机场与中国中免签订免税合同，采用月保底经营权转让费与月实际销售提成额两者取其高的收费模式，综合扣点率最高达到 42%。

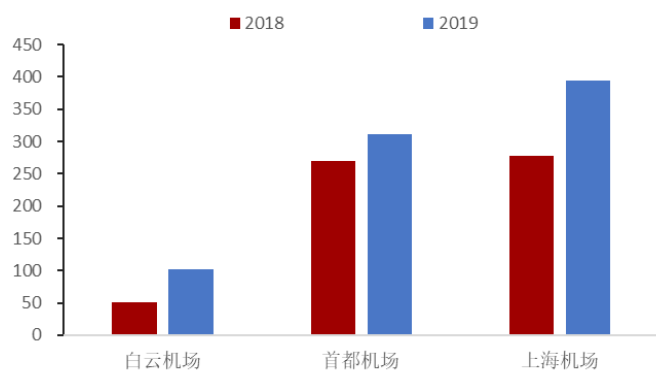
受益于免税经营面积的增加、中免经营带来的品类增加和专业化运营、高扣点率，2019 年，白云机场免税销售额 19.2 亿元，人均 103 元，虽然仍远低于上海机场 358 元人均销售额、首都机场 311 元人均销售额，但从增速上看，2019 年白云机场免税销售额同比增长 117%，人均免税销售额同比增长 101%，免税业务快速增长趋势已显露苗头。

表 3: 白云机场免税经营面积

免税区域	免税面积 (平方米)	首年月保底销售额 (万元)	扣点率
T1 出境	1777		约 36%
T1 进境	400	2356	42%
T2 出境	3544	3292	35%
T2 进境	1124	3533	42%
合计	6845	9181	

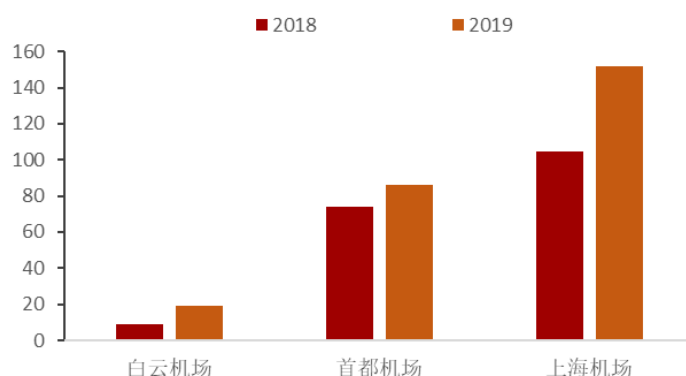
资料来源：公司公告、招商证券

图 34: 三大枢纽机场人均免税销售额 (单位: 元)



资料来源: 公司年报、招商证券

图 35: 三大枢纽机场免税销售额 (单位: 亿元)



资料来源: 公司年报、招商证券

2020 年疫情爆发后, 白云机场面临与上海机场一样国际客流锐减的冲击。2022 年 6 月, 白云机场与中免的补充协议谈判落地, 不同于上海机场的补充协议, 白云机场的补充协议虽然也对国际客流未恢复时的租金收取方式做出调整, 但对客流恢复后的租金并没有做出封顶限制, 保留了月保底租金与销售额提成孰取其高的模式, 且将进境免税店的合作协议延长至 2029 年。这意味着国际客流恢复后, 白云机场的免税业务仍能享受高扣点率, 以及人均销售额提升带来的业绩弹性。

表 4: 白云机场与上海机场免税补充协议对比

机场	协议具体内容
白云机场	原协议经营权转让费收取模式不变, 即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) 与月销售额提成孰取其高。双方同意对原协议的月保底销售额进行调整, 设置月客流比例系数和月实际开业面积系数; 上年度国际客流量 ÷ 2019 年国际客流量 < 0.8 时, 不执行上述原协议中年保底销售额的递增条款。
上海机场	当月实际国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时, “月实收费用” 按照 “月实际销售提成” 收取, 月实际销售提成 = 人均贡献 × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数; 当月实际国际客流 > 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时, “月实收费用” 按照 “月保底销售提成” 收取, 月保底销售提成 = 当年保底销售提成 ÷ 12 个月”

资料来源: 《上海机场关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告》《广州白云国际机场股份有限公司关于进出境免税店项目经营合作补充协议的公告》、招商证券

随着国际客流恢复, 机场免税业务有望重拾增长。疫情期间, 机场渠道在免税业务中的占比大幅萎缩, 离岛免税占比大幅提升。免税市场有多种渠道, 包括口岸免税、市内免税、离岛免税等, 在疫情前, 口岸免税渠道占有绝对优势。中国中免的销售渠道中, 以销售收入计, 2019 年口岸渠道占比 66%, 离岛免税占比 28%。2020 年国际航班锐减叠加离岛免税政策优惠 (离岛旅客每人每年累计免税限额提至 10 万元), 离岛免税吸引力上升, 渠道占比迅速提升。2020 年中国中免的离岛免税收入占比提高到 57%, 2021 年进一步提升至 70%。2019-21 年, 海南离岛免税购物人次年均增长 34% 达到 671 万人次, 客单价年均增长 43% 达到 7367 元, 离岛免税购物金额年均增长 91% 达到 495 亿元。但我们认为, 机场免税占比的下降, 与国际客流锐减直接相关, 是特殊背景下的极端情况, 后疫情时代, 随着国际客流的恢复, 机场的重要性将重新提升。机场免税业务的运营基础, 在于一个相对特殊的封闭购物场景中, 机场免税能以低成本获得相对高净值客户。在国际航班恢复后, 一方面出入境旅客的需求客观存在, 参考欧美地区和亚太地区其他国家的恢复情况, 国际旅客的恢复速度是相当快的; 另一方面, 海南离岛免税的竞争也在加剧。

后疫情时代, 白云机场免税业务潜力有望得到充分显现。2018-19 年, 白云机场免税业务刚刚取得突破性进展, 就遭遇疫情打击, 免税经营面积大幅增加、人均销售额提升、高扣点的优势尚未得到完全发挥。随着今明两年国际客流逐步恢复, 以及未来随着机场产能释放、国际客流进一步增加, 白云机场免税业务有望延续高速增长。根据广州海关官网报道, 2023 年 1 月, 广州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; 即人均销售额达到 118 元, 较疫情前增长 15%。考虑到首都机场和上海机场的疫情前水平 (人均销售额均超 300 元), 以及白云机场

的低基数，白云机场的人均免税额仍有相当大的提升空间。

基于白云机场国际旅客量和人均免税销售额假设，我们对白云机场国际旅客全面恢复后，其免税业务收入弹性做出预测：

表 5：白云机场免税收入弹性（单位：亿元，假设扣点率 40%）

国际旅客量相较 2019 年增长	0%	10%	20%	30%	40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%	
国际旅客量（万人）	1871	2058	2246	2433	2620	2807	2994	3181	3368	3555	3743	
人均免税销售额相较 2019 年增长	人均免税销售额（元）											
0%	103	7.6	8.4	9.1	9.9	10.7	11.4	12.2	12.9	13.7	14.5	15.2
20%	124	9.1	10.0	11.0	11.9	12.8	13.7	14.6	15.5	16.4	17.4	18.3
40%	144	10.7	11.7	12.8	13.9	14.9	16.0	17.1	18.1	19.2	20.3	21.3
60%	165	12.2	13.4	14.6	15.8	17.1	18.3	19.5	20.7	21.9	23.1	24.4
80%	185	13.7	15.1	16.4	17.8	19.2	20.6	21.9	23.3	24.7	26.0	27.4
100%	206	15.2	16.7	18.3	19.8	21.3	22.8	24.4	25.9	27.4	28.9	30.5
120%	227	16.7	18.4	20.1	21.8	23.4	25.1	26.8	28.5	30.1	31.8	33.5
140%	247	18.3	20.1	21.9	23.8	25.6	27.4	29.2	31.1	32.9	34.7	36.5
160%	268	19.8	21.8	23.8	25.7	27.7	29.7	31.7	33.7	35.6	37.6	39.6
180%	288	21.3	23.4	25.6	27.7	29.8	32.0	34.1	36.2	38.4	40.5	42.6
200%	309	22.8	25.1	27.4	29.7	32.0	34.3	36.5	38.8	41.1	43.4	45.7

资料来源：公司资料、招商证券预测

根据以上假设：1）中性情况下，当国际旅客量相较 2019 年增长 20%，人均销售额较 2019 年增长 100%达到 206 元，则白云机场免税收入达到 18 亿元；2）悲观情况下，当国际旅客较 2019 年没有增长，人均销售额较 2019 年增长 20%达到 124 元，则白云机场免税收入达 9 亿元；3）乐观情况下，当国际旅客较 2019 年增长 40%，人均销售额较 2019 年增长 180%达到 288 元，则白云机场免税收入达 30 亿元。

远期来看：

- 1) 根据上文所述白云机场远期规划，即 2030 年预计国际客流相较 2019 年接近翻倍达到 3600 万人；
- 2) 历史上白云机场人均销售额低于上海机场和首都机场，主要受制于免税经营面积小、免税品类少、国际航线相对占比低等因素，从 2018-19 年白云机场免税业务的高速发展可以看出，免税经营面积的大幅增加、中免专业化的运营，直接推动白云机场 2019 年人均免税销售额同比增长 101%。后疫情时代，一方面以上利好因素将继续释放，与此同时伴随着产能提升和白云机场的发展规划，机场进一步聚焦高品质航线，优质客流有望增加，从而推动人均免税销售额的进一步提升，缩小与上海机场和首都机场的差距。假设远期白云机场人均免税销售额达到 300 元，即接近上海机场和首都机场的疫情前水平；

则白云机场免税收入有望超过 40 亿元。

（附风险提示：远期产能投放大幅增加也伴随着折旧或租金增长，公司收入增速不一定能完全体现在利润增速上。）

#### 4. 广告业务确定性高，有税业务迎来重奢突破

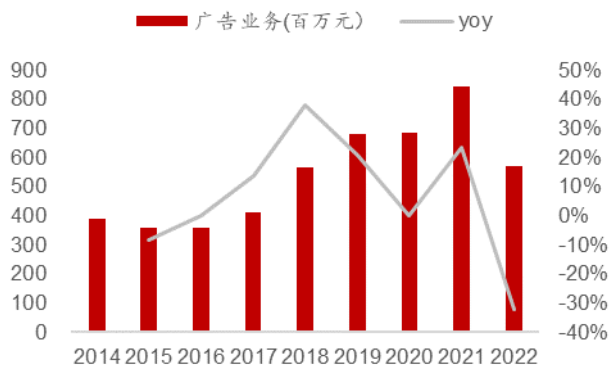
2018 年以来，白云机场广告业务通过新的招标，开始采用外包授权经营模式，广告代理公司为德高集团和迪岸双赢集团，其中迪岸双赢集团经营 T1，德高经营 T2 及 GTC。机场收入为保底+提成模式，每份合同平均每年保底经营费为 3 亿-4 亿元，总保底收入分别为 20.29 亿、16.77 亿。白云机场由于机场客流旺盛，疫情前广告业务成为白云机场稳定的收入来源。2019 年，白云机场广告收入实现 6.8 亿元。

疫情期间由于机场旅客锐减，保底收入对广告公司造成负担，通过仲裁协商，白云机场陆续免除了两家广告公司部分租金。1) 根据 2022 年 5 月仲裁裁决，迪岸减少向白云机场支付 2021 年广告发布费 1.022 亿元。根据解决方案，广告发布费减免涉及公司 2022 年营业收入预计约 9642.75 万元，对公司 2022 年归母净利润的影响预计 7232.06 万元。

2) 白云机场二号航管公司与德高公司达成支付方案, 免除德高公司第五经营年度(2022.4.26-2023.4.25)广告资源使用费 1.007 亿元。根据解决方案, 广告发布费减免涉及白云机场 2022 年、2023 年营业收入预计分别约 0.69 亿元、0.317 亿元, 对 2022 年、2023 年归母净利润的影响预计约 0.52 亿元、0.24 亿元。

未来随着广告合同到期, 在下一轮招标谈判中, 预计伴随着机场人流量的回升, 以及考虑到机场规划产能空间巨大、客流量持续攀升, 机场广告业务仍有望保持强确定性。

图 36: 公司广告业务收入



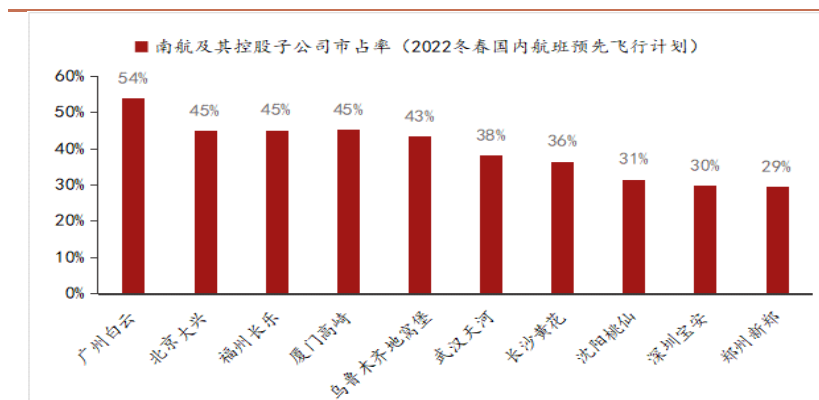
资料来源: 公司资料、Wind、招商证券

**重奢入驻, 有望产生集群效应, 为机场有税业务贡献新看点。**疫情前, 白云机场的有税业务以餐饮、休闲食品、便利店、服饰、药店、手工艺品为主, 缺乏高端品牌, 平均扣点率约在 20%。疫情期间, 重奢品牌免税业务遭遇挫折, 与此同时国内商务干线所带来的优质客流得到进一步重视, 重奢品牌开始加快在枢纽机场的布局。白云机场商业经营面积充足, 且考虑到未来将进一步聚焦优质商务干线和国际航线, 其旅客消费能力有望提升, 重奢品牌有望加大布局力度, 形成集群效应, 共同打造广州顶级购物中心。截至 2022 年, 白云机场已成功引入三个头部重奢品牌(路易威登、蒂凡尼、古驰)。

## 5.南航助力打造国际航空枢纽

**南航在枢纽机场市占率提升, 有望促进航网规划和中转旅客提升。**白云机场是南方航空主基地, 长期以来双方形成命运共同体的关系。2018 年, 双方签署战略合作备忘录, 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。疫情前, 南航长期在白云机场市占率约为 40%。2020 年以来, 南航在白云机场市占率提升至 50%以上。此外, 大兴机场投产后, 南航转为广州-北京双枢纽运营, 目前在大兴机场市占率达到 40%以上。在“打造世界级超级承运人”的目标下, 航司与基地机场的合作将更加密切。南航在一线市场的市占率提升, 有助于提升其国际航班和航网规划, 运营效率进一步提升, 从而提升基地机场竞争力。

图 37: 南方航空运力投入前十大机场市占率



资料来源: pre-flight、招商证券

### 三、盈利预测及投资建议

#### 1. 盈利预测

根据公司公告, 2023Q1 公司实现扭亏为盈。2023Q1, 公司营业收入 13.6 亿元, 同比增长 10%; 归母净利润 0.45 亿元, 去年同期为-0.83 亿元。从经营数据看, 公司一季度实现快速修复, 尤其是国内市场。2023Q1, 白云机场旅客吞吐量 1369 万人次, 恢复至 2019 年的 75%; 其中国内旅客吞吐量 1285 万人次, 恢复至 2019 年的 95%; 国际+地区旅客量 84 万人次, 恢复至 2019 年的 18%。

我们预计公司 2023-25 年营业收入分别为 70、88、97 亿元, 分别同比增长 77%、25%、10%。基于假设:

- 1) 2023-25 年国内旅客吞吐量分别为 2019 年的 100%/105%/110%, 即国内市场在 2023 年实现客流的完全恢复, 2024-25 年维持年均 5%的稳定增长;
- 2) 2023-25 年国际+地区旅客吞吐量分别为 2019 年的 50%/100%/110%, 即国际市场今明年实现逐步恢复, 2025 年持续增长;
- 3) 免税收入: 根据白云机场与中免的补充协议, 在国际客流恢复前, 公司免税收入与国际旅客量恢复程度挂钩; 国际旅客恢复后, 保底+提成取其高的模式不变, 业绩弹性保留。基于:
  - a) 我们对国际旅客恢复进度的假设;
  - b) 扣点率维持疫情前水平;
  - c) 历史上白云机场人均销售额低于上海机场和首都机场, 主要受制于免税经营面积小、免税品类少、国际航线相对占比低等因素, 从 2018-19 年白云机场免税业务的高速发展可以看出, 免税经营面积的大幅增加、中免专业化的运营, 直接推动白云机场 2019 年人均免税销售额同比增长 101%。考虑到 2018-19 年白云机场免税业务仍处于起步阶段, 尚在培育客流, 就被疫情中止; 后疫情时代, 以上利好因素将继续释放, 低基数下人均免税销售额有望进一步提升, 缩小与上海机场和首都机场的差距。参考疫情前上海机场人均免税销售额年均复合增长 20%, 白云机场在快速发展阶段有望获得更高增速。因此我们预计白云机场 2023-25 年人均免税销售额分别为 134/174/208 元, 即 2023 年相对 2019 年增长 30%, 2024-25 年分别同比增长 30%/20%。

表 6: 公司收入假设

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
旅客吞吐量 (万人)	7338	4377	4026	2611	6403	7612	8086
yoy	5%	-40%	-8%	-35%	145%	19%	6%

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
国内旅客吞吐量(万人)	5467	4119	3957	2530	5467	5740	6027
国际+地区旅客吞吐量(万人)	1871	258	69	81	936	1871	2058
人均免税销售额(元)*	103				134	174	208
免税收入(百万元)*	760				494	1284	1695

资料来源: 公司资料、招商证券\*2020-22 年受疫情干扰, 免税销售数据缺乏参考性, 因此此处不做列举对比

我们预计公司 2023-25 年归母净利润分别为 6.7/16.5/22.0 亿元。受益于免税业务收入贡献提升, 公司毛利率和净利润水平持续提升。

表 7: 盈利预测表

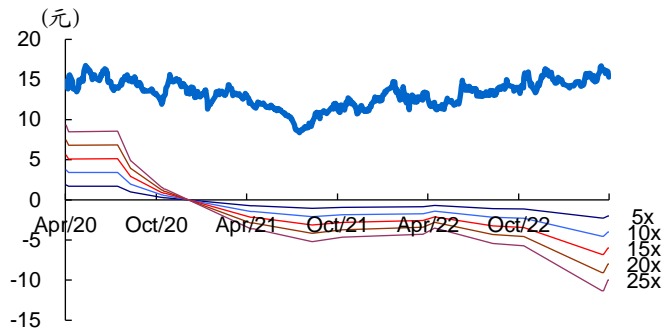
单位: 百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	5180	3971	7026	8801	9705
营业成本	5228	4929	5567	5988	6116
营业税金及附加	89	100	163	187	206
营业费用	76	72	71	89	98
管理费用	341	319	495	532	586
研发费用	40	46	60	49	25
财务费用	92	112	(12)	(28)	(42)
资产减值损失	(32)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	59	60	60	60	60
投资收益	117	104	104	104	104
营业利润	(541)	(1449)	847	2148	2879
营业外收入	13	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	(530)	(1446)	850	2152	2882
所得税	(145)	(354)	170	468	635
少数股东损益	20	(21)	14	34	45
归属于母公司净利润	(406)	(1071)	666	1650	2203

资料来源: 公司数据、招商证券

## 2. 投资建议

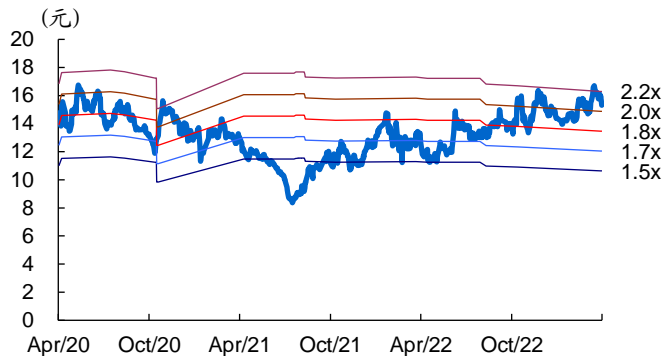
疫情前, 白云机场估值长期低于上海机场, 主要由于免税业务对白云机场贡献较小。我们认为白云机场: 1) 中短期受益于国内、国际航空需求修复, 业绩有望迎来修复; 2) 长期来看, 受益于充足的产能释放空间、国际客流增长、人均免税销售额的提升, 白云机场免税业务发展潜力有望释放, 被疫情中断的免税业务高速增长有望在后疫情时代重拾, 保留的高扣点模式将为公司免税收入贡献弹性。维持公司“强烈推荐”评级。

图 38: 白云机场历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 39: 白云机场历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

### 3.风险提示

**宏观经济下行风险, 人们消费意愿下降:** 免税消费与人们消费能力和意愿密切相关。

**免税销售不及预期:** 若人均免税销售额弱于预期, 则免税收入将不及预期。

**国际客流恢复不及预期:** 免税业务仰赖于国际客流的恢复, 若国际客流恢复进度慢于预期, 免税业务恢复程度亦会慢于预期。

#### 参考报告:

- 1、《白云机场 (600004) — 三季度亏损环比收窄, 国际客流同比恢复明显》2022-10-30
- 2、《白云机场 (600004) — 上半年亏损同比扩大, 静待航空业复苏》2022-08-31
- 3、《白云机场 (600004) — 一季度亏损同比收窄》2022-04-30

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	3363	3484	4871	6939	9122
现金	1573	2227	2735	4276	6192
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	1273	902	1561	1955	2156
其它应收款	35	50	88	110	122
存货	68	60	60	65	66
其他	414	245	427	532	586
<b>非流动资产</b>	24182	23456	23012	22602	22225
长期股权投资	545	591	591	591	591
固定资产	19399	18651	18242	17865	17516
无形资产商誉	383	335	302	272	244
其他	3856	3879	3877	3875	3873
<b>资产总计</b>	<b>27545</b>	<b>26941</b>	<b>27883</b>	<b>29541</b>	<b>31347</b>
<b>流动负债</b>	6065	6916	7179	7353	7406
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	789	875	988	1063	1086
预收账款	93	155	175	188	192
其他	5182	5886	6016	6102	6128
<b>长期负债</b>	2879	2616	2616	2616	2616
长期借款	0	0	0	0	0
其他	2879	2616	2616	2616	2616
<b>负债合计</b>	<b>8944</b>	<b>9532</b>	<b>9795</b>	<b>9969</b>	<b>10022</b>
股本	2367	2367	2367	2367	2367
资本公积金	9945	9902	9902	9902	9902
留存收益	6002	4921	5587	7038	8746
少数股东权益	288	218	232	265	310
归属于母公司所有者权益	18313	17191	17856	19307	21015
<b>负债及权益合计</b>	<b>27545</b>	<b>26941</b>	<b>27883</b>	<b>29541</b>	<b>31347</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	845	869	1332	2549	3206
净利润	(385)	(1092)	680	1684	2248
折旧摊销	1656	1502	1445	1410	1378
财务费用	124	138	(12)	(28)	(42)
投资收益	(117)	(104)	(164)	(164)	(164)
营运资金变动	(224)	806	(631)	(362)	(219)
其它	(209)	(383)	14	9	4
<b>投资活动现金流</b>	(1228)	(808)	(836)	(836)	(836)
资本支出	(1255)	(864)	(1000)	(1000)	(1000)
其他投资	27	56	164	164	164
<b>筹资活动现金流</b>	(369)	598	12	(172)	(453)
借款变动	(2460)	1013	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	(42)	0	0	0
股利分配	(100)	0	0	(200)	(495)
其他	2179	(373)	12	28	42
<b>现金净增加额</b>	<b>(752)</b>	<b>658</b>	<b>508</b>	<b>1541</b>	<b>1916</b>

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	5180	3971	7026	8801	9705
营业成本	5228	4929	5567	5988	6116
营业税金及附加	89	100	163	187	206
营业费用	76	72	71	89	98
管理费用	341	319	495	532	586
研发费用	40	46	60	49	25
财务费用	92	112	(12)	(28)	(42)
资产减值损失	(32)	(6)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	59	60	60	60	60
投资收益	117	104	104	104	104
<b>营业利润</b>	(541)	(1449)	847	2148	2879
营业外收入	13	4	4	4	4
营业外支出	1	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	(530)	(1446)	850	2152	2882
所得税	(145)	(354)	170	468	635
少数股东损益	20	(21)	14	34	45
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>(406)</b>	<b>(1071)</b>	<b>666</b>	<b>1650</b>	<b>2203</b>

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	-1%	-23%	77%	25%	10%
营业利润	210%	168%	-158%	154%	34%
归母净利润	62%	164%	-162%	148%	33%
<b>获利能力</b>					
毛利率	-0.9%	-24.1%	20.8%	32.0%	37.0%
净利率	-7.8%	-27.0%	9.5%	18.8%	22.7%
ROE	-2.2%	-6.0%	3.8%	8.9%	10.9%
ROIC	-1.8%	-5.6%	3.6%	8.6%	10.6%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.5%	35.4%	35.1%	33.7%	32.0%
净负债比率	1.1%	0.9%	0.9%	0.8%	0.8%
流动比率	0.6	0.5	0.7	0.9	1.2
速动比率	0.5	0.5	0.7	0.9	1.2
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
存货周转率	80.1	76.7	92.3	95.8	93.5
应收账款周转率	4.3	3.7	5.7	5.0	4.7
应付账款周转率	6.8	5.9	6.0	5.8	5.7
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	-0.17	-0.45	0.28	0.70	0.93
每股经营净现金	0.36	0.37	0.56	1.08	1.35
每股净资产	7.74	7.26	7.54	8.16	8.88
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.21	0.28
<b>估值比率</b>					
PE	-89.3	-33.8	54.4	22.0	16.5
PB	2.0	2.1	2.0	1.9	1.7
EV/EBITDA	38.2	437.9	19.2	12.4	10.4



## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**苏宝亮：**清华大学硕士，曾在中国国航、中信证券等单位工作 10 多年。2018 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业首席分析师。

**肖欣晨：**澳大利亚国立大学硕士，ACCA。2019 年加入招商证券研发中心，现为招商证券交运行业分析师。

**魏芸：**伦敦政治经济学院硕士。2015 年加入招商证券港股研究团队，覆盖周期行业；2022 年加入招商证券研发中心交运行业组。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。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；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。