

白云机场（600004.SH）

公司报告 | 首次评级报告



任明霞
公用、交运、煤炭
行业研究员

2026年1月28日

基本信息

所属行业	工业
当前股价	9.56
总市值	246.38亿
PE-TTM	17.33
PB-MRQ	1.19

估值结果

价值	273.65亿
DDM估值	上行空间 11%
状态	合理估值
价值	267.23亿
动态估值	上行空间 8.5%
状态	合理估值

四维评级

成长空间	★★★★☆
盈利趋势	★★★★☆
产业格局	★★★★★
护城河	★★★★☆

核心评级结论

白云机场是国内三大门户复合机场之一，定位于粤港澳大湾区的核心枢纽机场。

公司成长空间中等，主要系按照我国长期规划，公司未来旅客吞吐量依旧存在较大增长空间，增速大概率在5%左右，且确定性较高。公司盈利趋势向好，主要系公司成本端相对固定，随着公司旅客吞吐量增长和机场免税业务修复，公司整体盈利能力存在提升趋势。公司产业格局非常好，主要系白云机场作为珠三角最具竞争力的机场，控股股东为广东国资委，公司航空性业务由政府统一定价，非航空性收入的下游为免税商家等，公司具有一定的议价能力。公司护城河较深，主要系公司作为珠三角唯一的一类1级机场，拥有覆盖东南亚、连接欧美澳、辐射内地各主要城市的天然网络优势，因此公司具有一定的区位垄断资源优势。

基于我们对公司未来旅客吞吐量稳健增长，航空性收入收费标准保持不变，人均免税消费持续改善，公司盈利能力提升的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

我们区别于市场的观点

2023年疫情结束后，虽然白云机场国际客流量大幅修复，但由于消费疲软，机场免税销售额低于市场预期，导致公司业绩增长低于市场预期，且受上海机场免税业务扣点下滑压力，市场普遍对白云机场免税业务存在担忧，但我们认为公司在和中免谈判中相对较为强势，现有的免税合同2029年到期，短期公司免税租金收入相对有保障，2029年后机场免税全面修复，即便出现免税重新招投标，我们也保持相对乐观，因此我们认为白云机场长期投资价值依旧存在。

风险提示

若未来消费持续不景气，机场免税销售额增长不及预期风险；若未来出现重大的地缘政治冲突，公司旅客吞吐量大幅下滑风险；若政府调整机场航空性业务收费标准，导致公司收入低于预期风险。

内容目录

1. 基本信息	4
2. 业务介绍	4
3. 商业模式	4
3.1 资产强度	4
3.2 营销强度	5
3.3 人力资源密集度	5
3.4 客户集中度	5
4. 历史经营绩效	5
4.1 历史盈利能力	5
4.2 历史成长能力	6
4.3 历史业务控制力及财务健康评级	6
4.4 股东回报评级	6
5. 四维评级	7
5.1 成长空间	7
5.2 盈利趋势	7
5.3 产业格局	7
5.4 护城河	7
6. 公司估值	8
6.1 核心假设及逻辑	8
6.2 动态估值	9
6.3 DDM估值	9
6.4 估值确定性	10

图表目录

图1：预测2025年收入占比	2
图2：预测2025年毛利占比	2
图3：近年公司盈利能力趋势图	3
图4：近年公司历史成长能力趋势图	4
图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势	4
图6：近年股东回报能力趋势图	4
表1：护城河详解表	6
表2：公司整体业绩预测	7
表3：公司分业务业绩预测	7
表4：公司整体及分业务动态估值	7
表5：公司整体及分业务DDM估值	7

1. 基本信息

公司为白云机场的管理和运营机构，公司拥有目前全球机场中面积最大单体航站楼，三条跑道，以及完善的旅客过港服务、飞机起降服务设施。公司以白云机场为经营载体，主要从事以航空器、旅客和货物、邮件为对象，提供飞机起降与停放、旅客综合服务、安全检查以及航空地面保障等航空服务业务，以及航站楼内商业场地租赁服务、特许经营服务、地面运输服务和广告服务等航空性延伸服务业务。

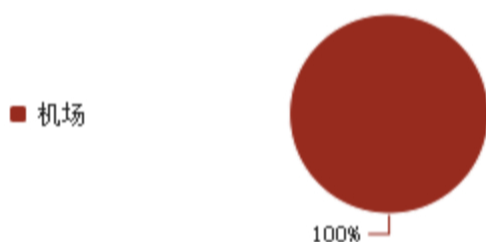
2. 业务介绍

对于白云机场公司，我们对其业务和竞争市场界定如下：

机场：

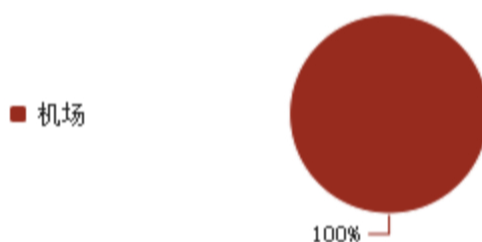
公司主要经营管理广州白云机场，主要分为航空性业务和非航空性业务，航空性业务指与飞机、旅客及货物服务直接关联的基础性业务；其余类似延伸的商业、办公室租赁、值机柜台出租、货运站操作业务等都属于非航空性业务。我们对该业务界定为珠三角地区的机场行业。

图1：预测2025年收入占比



数据来源：公司财报，壹评级

图2：预测2025年毛利占比



数据来源：公司财报，壹评级

3. 商业模式

机场作为典型重资产运营模式，其核心在于对航站楼、跑道、停机坪等大型基础设施的巨额前期投资和长期持有。这种模式资金门槛高、回收周期长，但能形成强大的实体壁垒和稳定的资产价值。其主要收入来源于航空性业务（如起降费、停场费）与非航空性业务（如商业零售、广告、租赁）。后者已成为提升盈利的关键。该模式依赖高客流量与运营效率，通过特许经营等方式优化资产回报，在长期运营中实现可持续收益。

3.1 资产强度

低 较低 中等 较高 高

机场行业属于典型的重资产行业，主要系机场固定资产如航站楼、跑道需要大额前期投入，截至2024年底，上海机场固定资产为172.5亿元，固定资产周转次数偏低，说明公司资产强度高。

3.2 营销强度

低

较低

中等

较高

高

白云机场作为广州地区的门户机场，公司业务具有一定的区位优势属性，不需要大额支出营销费用，2024年公司销售费用率仅为1.71%，因此公司营销强度低。

3.3 人力资源密集度

低

较低

中等

较高

高

机场运营需要较多服务人员，截至2024年底，公司在职员工约为9,901人，人均创收75万元，人员薪酬成本占营业收入比例较高，人力资源密集度高。

3.4 客户集中度

低

较低

中等

较高

高

公司下游客户为各大航空公司及免税店等，2024年公司前五名客户销售额41.67亿元，占年度销售总额56.13%，整体客户集中度较高。

4. 历史经营绩效

公司盈利能力、成长能力持续提升，且公司业务控制力较高，但公司整体股息率较低，股东回报评级较低。

4.1 历史盈利能力

★★★★☆

图3：近年公司盈利能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年新冠疫情发生导致上海机场旅客吞吐量大幅下滑，公司盈利能力承压，连续三年亏损，2023年疫情结束，公司业绩逐步修复，盈利能力星级持续提升，处于市场中等水平。

4.2 历史成长能力

★★★★☆

图4：近年公司历史成长能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年新冠疫情导致公司收入下滑，利润连续三年亏损，公司成长能力下滑到冰点，但2023年疫情结束，公司旅客吞吐量逐步修复，收入增长，业绩扭亏为盈，因此公司成长能力星级持续走高。

4.3 历史业务控制力及财务健康评级

★★★★☆

图5：近年公司历史业务控制力及财务健康表现趋势



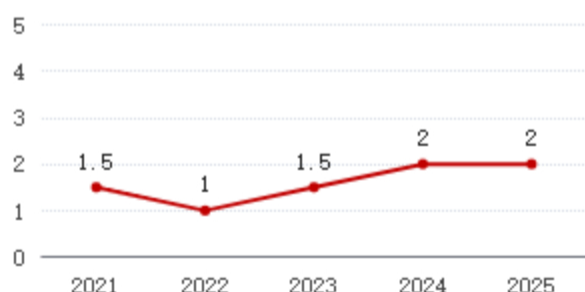
数据来源：公司财报，壹评级

公司整体业务控制力星级较高，主要系公司整体经营性现金流极好，盈利质量较高，且公司在产业链中话语权较强，不存在被上下游大额占款现象。

4.4 股东回报评级

★★☆☆☆

图6：近年股东回报能力趋势图



数据来源：公司财报，壹评级

2020年-2022年上海机场连续三年亏损，因此2021年和2022年公司未实施分红政策，2023年疫情结束公司扭亏为盈，公司重新恢复分红，分红率为40%，但股息率角度，公司股息率仅为1.64%，处于市场较低水平。

5. 四维评级

公司成长空间中等，但公司盈利趋势向好，产业格局极好，具有极深的护城河。

5.1 成长空间

★★★★☆

公司成长空间中等，主要系按照我国长期规划，未来公司旅客吞吐量依旧存在较大增长空间，增速大概率在5%左右，且确定性较高。

机场(2.5星):

按照党的二十大部署，2035年我国基本实现现代化，人均GDP将超过2.5万美元，年人均乘机次数将超过1次，航空人口规模有望超过4亿，年旅客运输量将达到15亿人次。根据国家规划，未来10年我国民航客运量增速在5%左右，因此公司旅客吞吐量存在较大增长空间。

5.2 盈利趋势

★★★★☆

公司盈利趋势向好，主要系公司成本端相对固定，随着公司旅客吞吐量增长和机场免税业务修复，公司整体盈利能力存在提升趋势。

机场(3.5星):

2023年疫情结束，公司旅客吞吐量虽然逐步修复，但由于消费疲软，机场免税业务持续萎靡，公司业绩低于市场预期，但我们认为随着机场旅客吞吐量增长，以及消费复苏下机场免税回暖，公司收入规模依旧存在提升，此外考虑到公司成本端相对固定，因此公司盈利能力存在提升趋势。

5.3 产业格局

★★★★★

公司产业格局非常好，主要系白云机场作为珠三角最具竞争力的机场，控股股东为广东国资委，公司航空性业务由政府统一定价，非航空性收入的下游为免税商家等，公司具有一定的议价能力。

机场(5星):

白云机场是国内三大门户复合型枢纽机场之一，是国家着力打造的珠三角世界级机场群及粤港澳大湾区的核心机场，具有一定的区位垄断优势，此外公司航空性业务由政府统一定价，非航空性业务的下游为免税商家等，而白云机场作为“房东”角色，具有一定的议价能力，因此公司产业格局极好。

5.4 护城河

★★★★☆

公司护城河较深，主要系公司作为珠三角唯一的一类1级机场，拥有覆盖东南亚、连接欧美澳、辐射内地各主要城市的天然网络优势，因此公司具有一定的区位垄断资源优势。

表1：护城河详解表

	护城河宽度及解释	护城河持续性及解释
机场	(4星) 白云机场作为珠三角地区的最具竞争力的机场，经壹评级调整后，2024年公司净资产收益率约为6%，主要系公司整体盈利能力处于低点，但考虑到公司作为珠三角地区龙头机场，业务控制力星级较高，因此公司护城河宽度星级较高。	(5星) 公司护城河为区位优势垄断优势，主要系白云机场作为广州地区门户机场，也是大湾区唯一的一类1级机场，具有天然的区域垄断属性，且未来衰减的可能性较低，因此公司护城河持续性星级较高。

数据来源：壹评级

6. 公司估值

基于我们对公司未来旅客吞吐量稳健增长，航空性收入收费标准保持不变，人均免税消费持续改善，公司盈利能力提升的合理假设下，公司现在处于估值合理状态。

6.1 核心假设及逻辑

公司的业务主要为机场业务，未来预测核心假设及逻辑如下：

收入假设：

- 1) 旅客吞吐量：根据白云机场长期规划，我们假设2030年白云机场旅客吞吐量达1.08亿人次，2035年达1.25亿人次，未来十年旅客吞吐量复合增速在4%左右，此外我们假设2030年国际旅客占比为24%，2035年占比为27%；
- 2) 航空行收入：假设未来我国机场航空性收费标准保持不变，因此架次相关收入、旅客及货邮相关收入跟随着公司旅客吞吐量增长而增长；
- 3) 非航空行收入：免税租金收入方面，我们假设未来国际旅客人均机场免税消费额提升到240元/人，假设白云机场扣点逐步下滑到30%；此外其他非航空行收入，比如餐饮、停车场等业务，跟随着旅客吞吐量增长而增长。

盈利能力假设：

- 1) 营业成本：机场成本相对刚性，其中占比较大为人工成本，折旧成本和能源成本等，我们假设人工成本每年保持2%的增长，折旧成本保持稳定，能源等运行成本每年增长1%；此外我们考虑到2025年底白云机场T3航站楼投产，公司整体营业成本将会有台阶式上升；
- 2) 费用端：公司费用端主要为管理费用和财务费用，假设随着公司收入增长，管理费用率小幅下降，财务费用端，考虑到我国大概率保持长期低利率环境，公司有息负债成本保持不变。

表2：公司整体业绩预测

白云机场	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	39.7	64.3	74.2	81.0	86.6	92.8	98.5	104.0
归母净利润(亿)	-10.7	4.4	9.3	12.3	5.2	8.5	11.5	14.2
归母净利润增速(%)	-163.9	141.3	109.4	32.8	-57.4	62.5	34.8	23.9
经营性净利润(亿)	-12.1	3.7	8.1	11.4	4.0	7.3	10.3	13.1
经营性净利润增速(%)	-133.4	130.3	121.9	39.7	-64.6	82.5	40.8	26.8
经营性归母净利润(亿)	-11.9	3.4	7.8	11.0	3.9	7.1	10.0	12.7
经营性归母净利润增速(%)	-117.4	128.3	131.6	41.3	-64.6	82.5	40.8	26.8

数据来源：壹评级

表3：公司分业务业绩预测

机场	2022A	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
收入(亿)	39.7	64.3	74.2	81.0	86.6	92.8	98.5	104.0
收入增速(%)	-23.3	61.9	15.4	9.0	7.0	7.2	6.2	5.5
经营性净利润(亿)	-12.1	3.7	8.1	11.4	4.0	7.3	10.3	13.1
经营性净利率(%)	-30.5	5.7	11.0	14.0	4.6	7.9	10.5	12.6
经营性净利润增速(%)	-133.4	130.3	121.9	39.7	-64.6	82.5	40.8	26.8

数据来源：壹评级

6.2 动态估值

表4：公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
机场	2.4%	中低	非常好	强	7.0%	19.97	21.5
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
机场(亿)	-8.2	233.1	224.9	40.4	8.0	10.0	267.2
公司整体测算(亿)	-8.2	233.1	224.9	40.4	8.0	10.0	267.2

数据来源：壹评级

6.3 DDM估值

表5：公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
机场(亿)	58.1	173.1	231.3	40.4	8.0	10.0	273.6
公司整体测算(亿)	58.1	173.1	231.3	40.4	8.0	10.0	273.6

数据来源：壹评级

6.4 估值确定性

★★★★☆

公司整体估值确定性较高，主要系机场属于成熟型行业，且机场中的航空行收入的可预测性较高，虽然受机场免税疲软负面影响，公司非航空性收入相对来说具有一定的波动，但整体预测难度不大，且公司成本端相对固定，利润角度的可预测性也非常高。此外公司每个月公布经营数据（包括飞机起落架次、旅客吞吐量等），对预测公司业绩均具有一定的参考性。

附注

四维评级

四维评级是对上市公司成长空间、盈利趋势、产业格局、护城河四个维度的评级，其综合评价了一家公司的基本面情况。在评级中，我们结合了财务数据、行业数据、公司调研等多元信息，在研究员深度研究后，利用壹评级的自研评价体系，得到公司的各维度星级。

四个维度的星级大致按如下比例分布：

星级	5	4.5	4	3.5	3	2.5	2	1.5	1	0.5
比例	3%	7%	10%	15%	15%	15%	15%	10%	7%	3%

①成长空间

成长空间主要衡量公司未来的收入成长能力，其综合考虑了中短期（未来5年）、长期（未来5到10年）公司的成长能力，也考虑了公司未来增长的边际变化及确定性。

②盈利趋势

盈利趋势主要反应的是未来5年内公司盈利及产品景气的波动趋势。我们综合考虑了未来行业的供需景气变动、价格成本变化及格局的趋势性改变。

③产业格局

产业格局衡量的是公司产品的竞争格局情况，在公司业务的产品属性基础上，结合未来格局、进入壁垒、对上下游议价能力及替代风险等角度，综合评价公司产品的产业竞争格局。

④护城河

护城河维度主要考虑当前公司的护城河宽度及未来公司护城河的可持续性，我们根据公司的超额盈利、业务控制力和市占率情况评价公司的护城河宽度，并将其归因到品牌、渠道、资源、技术等若干个潜在护城河之中，并对这些护城河的持续性做出合理评估。综合考虑护城河的宽度与持续性，给出护城河星级。

DDM估值

壹评级DDM估值是对公司未来的预测分红进行折现得出的估值。估值过程中，我们基于以下基本假设：公司在保持合理周转率、合理负债率以及合理必要现金前提下，公司未来盈利可分尽分

动态估值

壹评级动态估值，采用倍数法对公司价值进行快速评估。我们主要采用显性期（通常为5年）末两年末两年加权盈利预测-作为盈利基准，乘以适当倍数，根据风险折现后得到其估值。动态估值中的倍数以显性期后成长能力为基准，根据产业格局、护城河持续性、风险情况等进行调整，得到合适的估值倍数。

估值状态

估值状态主要用上行空间这一指标来衡量，上行空间(X) = 估值/市值-1，其与估值状态的对应关系如下：

区间	$X < -50\%$	$-50\% \leq X < -30\%$	$-33\% \leq X < -20\%$	$-20\% \leq X < 25\%$	$25\% \leq X < 50\%$	$50\% \leq X < 100\%$	$X \geq 100\%$
估值状态	严重高估	高估	偏高估	合理估值	偏低估	低估	严重低估

经营性净利润/经营性归母净利润

经营性净利润相比于报表净利润主要剔除了金融相关收益，如金融性收益、财务收入等，主要体现公司在业务经营方面产生的收益。经营性归母净利润则进一步剔除了其相关的少数股东损益。

量化星级部分

商业模式和历史经营绩效部分所列示的量化星级是根据上市公司披露的公开信息和数据加工处理而成的星级指标，以下为各分项的计算说明：

1. 历史成长能力

该评级主要是对公司的营业收入、营业利润、归母净利润等的增长率数据进行定量计算，得到星级结果。

2. 历史盈利能力

该评级主要对公司的ROE、ROIC、扣非净利率等数据进行定量计算，得到星级结果。

3. 历史业务控制力及财务健康评级

该评级主要对公司的经营性现金流净额的收入占比、净占款在资产中的占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

4. 股东回报评级

该评级主要对公司的盈利能力、分红率等数据进行定量计算，得到星级结果。

5. 资产强度

该评级主要对公司的固定资产、在建工程等长期经营资产的数值及比例等数据进行定量计算，得到星级结果。

6. 研发高端度

该评级主要对公司的人均研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

7. 研发强度

该评级主要对公司的单位收入研发费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

8. 营销强度

该评级主要对公司的单位收入销售费用等数据进行定量计算，得到星级结果。

9. 人力资源密集度

该评级主要对公司的单位收入薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

10. 人力资源高端度

该评级主要对公司的人均薪酬等数据进行定量计算，得到星级结果。

11. 客户集中度

该评级主要对公司的头部客户占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

12. 供应商集中度

该评级主要对公司的头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

13. 整体供应链集中度

该评级主要对公司的头部客户占比和头部供应商占比等数据进行定量计算，得到星级结果。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断，不保证所包含信息不发生变更。在不同时期，本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时，本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改，客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用，均不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有，未经事先书面授权，任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“壹评级”，且不得对本研究资料进行任作有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。