

## 机场免税复苏在即，享自贸港建设红利

### 投资要点

- **事件：**海南机场公布2022年年度报告。报告期内，公司实现营业收入47.0亿元，同比+3.9%；实现归母净利润18.6亿元，同比+300.7%，主因冲回原计提的南海明珠岛二期土地出让金及相关费用产生收益20亿元。
- **重整旗鼓再出发，收入盈利渐修复。**海南机场融入海南国资度过首个完整年份，未来将构建“一本两翼双引擎”业态新格局。2022年公司攻坚克难平稳回归，营业收入同比增长3.9%，结束了三年的连续下滑，归母净利润同比增长达300.7%，预计后续公司的营收及盈利会加速好转。
- **政策红利持续释放，机场迎来价值回归。**《海南自由贸易港建设总体方案》对自贸港的制度建设进行了分步骤、分阶段安排，为海南自由贸易港的稳步发展指明了路径。随着2022年底疫情的放开，免税销售额明显回升，2023年1-3月全岛免税购物金额169亿元，同比增加14.6%；购物实际人次233.6万人次，同比增加27.2%。
- **乘自贸港政策东风，多业态协同发展。**公司主要资产位于海南省，旗下机场管理、免税商业、物业管理等多项业务均可享受自由贸易港政策红利；公司已初步构建起以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”业态新格局，基于机场运营和资源优势，积极布局临空经济，打造未来新增长点。
- **机场管理业务复苏趋势明确，疫后免税消费持续火爆。**海南旅游和免税消费市场持续回暖，五一小长假期间海南岛内三大机场完成航班起降4458架次，旅客吞吐量70.4万人次，大幅超过疫前同期水平；免税消费持续火爆，海口海关共监管离岛免税购物金额8.8亿元，同比增长120%。免税购物人数10.9万人次，同比增长158%。
- **盈利预测与投资建议。**公司是海南自贸港建设的重要参与者，机场业务和免税商业业务也会充分受益于居民出行和消费意愿的修复。预计2023-2025年公司归母净利润分别为10.1亿元、14.7亿元、17.6亿元，EPS分别为0.09元、0.13元、0.15元。2023年可比公司PE平均值为56倍，我们给予公司2023年60倍PE，对应目标价5.40元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、居民出行意愿恢复或不及预期、免税销售或不及预期等。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4700.66	6377.49	7248.47	7828.03
增长率	3.89%	35.67%	13.66%	8.00%
归属母公司净利润(百万元)	1856.31	1009.04	1474.68	1757.47
增长率	300.68%	-45.64%	46.15%	19.18%
每股收益EPS(元)	0.16	0.09	0.13	0.15
净资产收益率ROE	8.29%	4.08%	5.78%	6.36%
PE	27	49	34	28
PB	2.22	2.11	1.99	1.86

数据来源：Wind，西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师：胡光怿  
执业证号：S1250522070002  
电话：021-58352190  
邮箱：hgyyf@swsc.com.cn  
联系人：周杰  
电话：15659183546  
邮箱：zhoujyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	114.25
流通A股(亿股)	91.76
52周内股价区间(元)	3.0-5.18
总市值(亿元)	498.14
总资产(亿元)	601.66
每股净资产(元)	1.69

### 相关研究

## 目 录

<b>1 重整旗鼓再出发，收入盈利渐修复</b> .....	<b>1</b>
<b>2 政策红利持续释放，机场迎来价值回归</b> .....	<b>2</b>
<b>3 多元业态协同发展，机场免税未来可期</b> .....	<b>4</b>
3.1 乘自贸港政策东风，多业态协同发展 .....	4
3.2 机场管理业务明显承压，疫后复苏趋势明确 .....	6
3.3 疫后免税消费持续火爆，地产业务显著回升 .....	7
<b>4 盈利预测与估值</b> .....	<b>9</b>
4.1 盈利预测 .....	9
4.2 相对估值 .....	11
<b>5 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图 目 录

图 1：2022 年海南机场主营业务收入构成 .....	1
图 2：2022 年海南机场主营业务毛利构成 .....	1
图 3：2017-2022 年海南机场营业收入及同比增速 .....	1
图 4：2017-2022 年海南机场归母净利润及同比增速 .....	1
图 5：2011-2022 年我国机场旅客吞吐量及增速 .....	2
图 6：三亚凤凰机场旅客吞吐量及增速 .....	3
图 7：海口美兰机场旅客吞吐量及增速 .....	3
图 8：2012-2021 海南离岛免税销售额及增速 .....	4
图 9：2012-2021 海南离岛免税客单价及增速 .....	4
图 10：“一本三基四梁八柱”战略框架 .....	4
图 11：海南机场各业态成就 .....	5
图 12：海南机场产业类型 .....	5
图 13：2017-2022 年机场管理业务收入及增速 .....	7
图 14：2017-2022 年机场管理业务毛利润和毛利率 .....	7
图 15：2017-2022 年三亚凤凰机场生产运营数据 .....	7
图 16：2017-2022 年三亚凤凰机场收入及占机场管理业务比重 .....	7
图 17：2017-2022 年房地产业务收入及增速 .....	8
图 18：2017-2022 年房地产业务毛利率及占总毛利比重 .....	8
图 19：2018-2022 年物业管理业务收入及增速 .....	9
图 20：2018-2022 年物业管理业务毛利率及占总毛利比重 .....	9

## 表 目 录

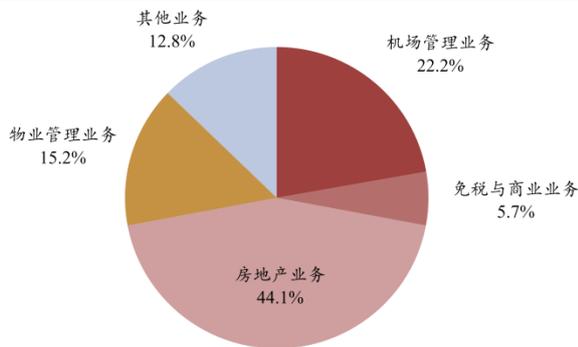
表 1：《海南自由贸易港建设总体方案》整理归纳 .....	2
表 2：2022 年机场管理业务概览 .....	6
表 3：2022 年免税与商业业务概览 .....	8
表 4：关键假设 .....	10
表 5：收入成本预测 .....	10
表 6：可比公司估值 .....	11
附表：财务预测与估值 .....	12

## 1 重整旗鼓再出发，收入盈利渐修复

**业务聚焦于机场+免税，重整旗鼓再出发。**海南机场设施股份有限公司成立于 1993 年 5 月 12 日，分别于 2016 年和 2021 年进行了两次资产重组，主营业务历经从商品零售到基础设施投资运营再到“机场+免税”三次变化。依托于海南自贸港的建设，公司未来将构建以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”业态新格局。

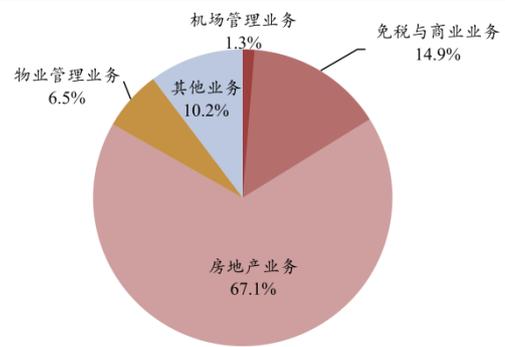
公司主要的收入和毛利由房地地业务贡献，主因当期将原本免税与商业包含的持有型物业租赁收入成本重分类至房地产业务。分业务来看，机场管理业务、免税与商业业务、房地产业务、物业管理业务收入分别为 10.4 亿元、2.7 亿元、20.7 亿元、7.1 亿元，占比分别为 22.2%、5.7%、44.1%、15.2%；毛利分别为 0.2 亿元、2.4 亿元、11.0 亿元、1.1 亿元，占比分别为 1.3%、14.9%、67.1%、6.5%。

图 1：2022 年海南机场主营业务收入构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

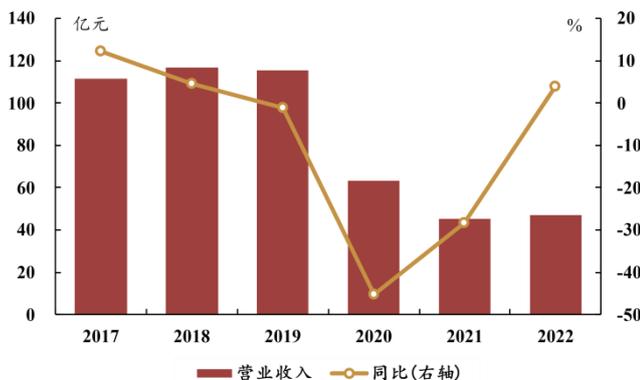
图 2：2022 年海南机场主营业务毛利构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

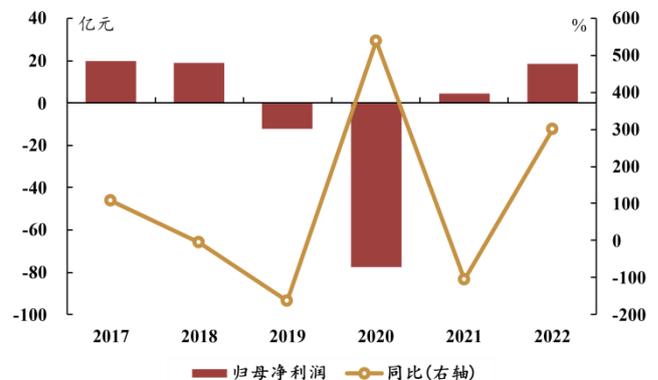
**营收和盈利有所修复，疫情消散后或加速好转。**近年来机场管理业务和地产业务遭受了巨大的冲击，公司营业收入于 2020 年下跌 45.2%，此后下跌速度减慢。2022 年，公司实现营业收入 47.0 亿元，同比增长 3.9%，结束了三年的连续下滑；归母净利润 18.6 亿元，同比增长达 300.7%。随着 2022 年底疫情政策的调整，预计公司的营收及盈利会加速好转。

图 3：2017-2022 年海南机场营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：2017-2022 年海南机场归母净利润及同比增速

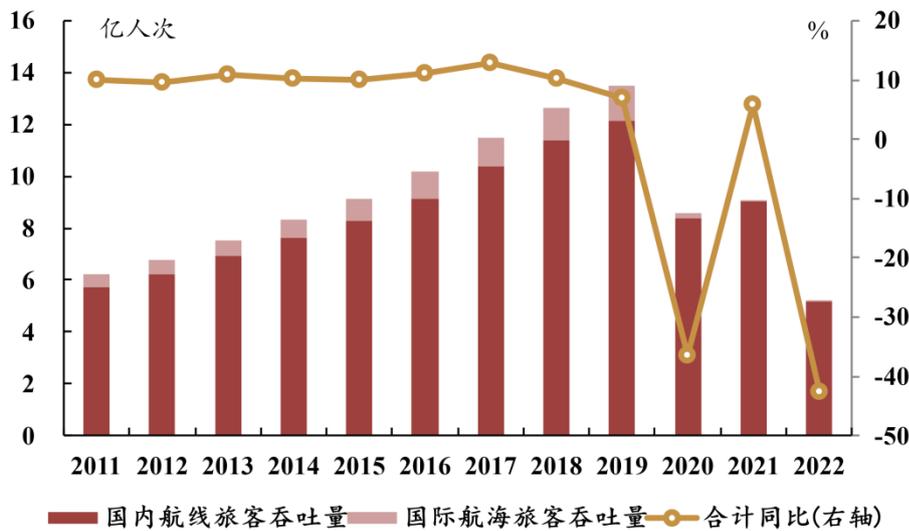


数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 政策红利持续释放，机场迎来价值回归

客流市场潜力巨大，航空性收入回升在即。随着我国经济的发展，我国航空出行需求持续快速增长，国内机场旅客吞吐量在十二五、十三五期间保持着近 10% 的年均增速；2020 年受新冠肺炎疫情的影响，国内机场旅客吞吐量大幅下降，2021 年有所回升，恢复到 2019 年的 67.1%。《“十四五”民用航空发展规划》提到“十四五”时期，民航强国建设进入新阶段，民航面临着新发展形势，肩负着新的历史使命，民航发展不平衡不充分与人民群众不断增长的美好航空需求的主要矛盾没有变，航空市场增长潜力巨大，仍处于重要的战略机遇期。

图 5：2011-2022 年我国机场旅客吞吐量及增速



数据来源：民航局，西南证券整理

乘自贸港建设之东风，国内需求有望回暖。2020 年 6 月颁布的《海南自由贸易港建设总体方案》对自贸港的制度建设进行了分步骤、分阶段安排：到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，全面实现贸易、投资、跨境资金流动、人员进出、运输来往自由便利和数据安全有序流动；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。方案规划明确清晰，为海南自由贸易港的稳步发展指明了路径。在此方案之下公司积极参与服务海南自贸港建设，致力于增强三亚凤凰机场、琼海博鳌机场保障功能，建设面向太平洋、印度洋的国际区域航空枢纽。

表 1：《海南自由贸易港建设总体方案》整理归纳

政策分类	政策目标
总体目标	到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系
	到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，成为我国开放型经济新高地
	到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港
贸易政策	在实现有效监管的前提下，建设全岛封关运作的海关监管特殊区域。对货物贸易，实行以“零关税”为基本特征的自由化便利化制度安排。对服务贸易，实行以“既准入又准营”为基本特征的自由化便利化政策举措。
金融政策	投资自由便利。大幅放宽海南自由贸易港市场准入，强化产权保护，保障公平竞争，打造公开、透明、可预期的投资环境，进一步激发各类市场主体活力。

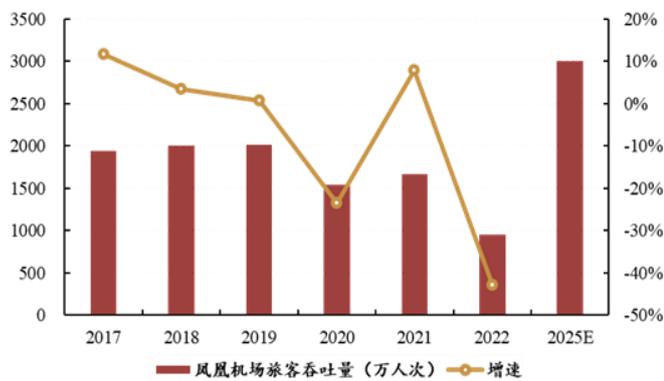
政策分类	政策目标
	跨境资金流动自由便利。坚持金融服务实体经济，重点围绕贸易投资自由化便利化，分阶段开放资本项目，有序推进海南自由贸易港与境外资金自由便利流动。
税收政策	按照零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段的原则，逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度。
产业政策	大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，不断夯实实体经济基础，增强产业竞争力

资料来源：国务院，西南证券整理

公司机场管理业务的核心资产为三亚凤凰机场，该机场占地面积七千余亩，跑道长 3400 米，宽 60 米（含道肩），现有航站楼面积 10.6 万平方米（其中 T1 航站楼 6.1 万平方米、T2 航站楼 1.8 万平方米、国际航站楼 1.5 万平方米、贵宾航站楼 1.2 万平方米）。为有效缓解三亚凤凰机场生产保障压力，进一步提升机场安全运行保障水平，三亚凤凰机场将重点推进 T3 航站楼及配套项目，经测算整体投资规模约 30-40 亿元，目前处于前期规划阶段，预计 2023 年开工。T3 航站楼及配套项目建设完成后，三亚凤凰机场生产保障能力将全面提升，整体保障旅客吞吐量达 2700-3000 万人次/年。

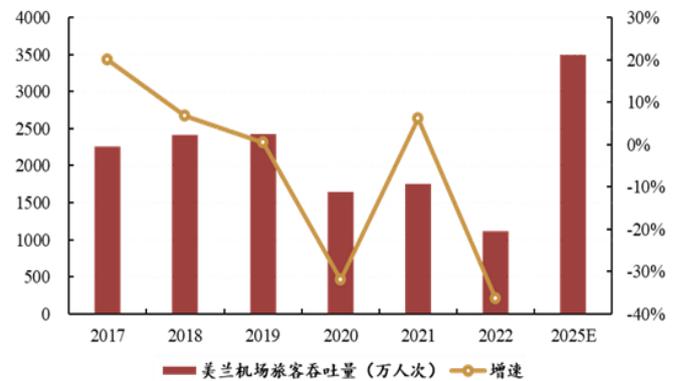
尽管公司目前对海口美兰机场不再持股，但仍在免税业务、临空产业等方面与其有关联。海口美兰机场占地面积 1140 公顷，拥有 1 条长 3600 米、宽 45 米跑道和 1 条长 3600 米、宽 60 米跑道，航站楼总规模近 45 万平方米。截至 2022 年底，海口美兰机场 T2 航站楼投运一年，机场扩建有望吸引更多人流、物流、资金流和信息流汇聚海南，计划到 2025 年可满足年旅客吞吐量 3500 万人次，从而促进海南自贸港政策落地和临空产业发展。

图 6：三亚凤凰机场旅客吞吐量及增速



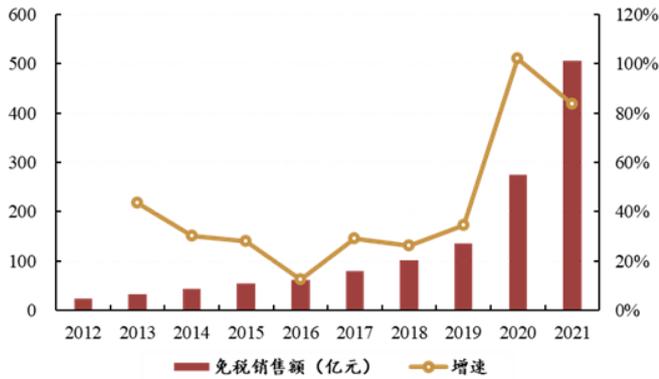
数据来源：民航局，西南证券整理

图 7：海口美兰机场旅客吞吐量及增速

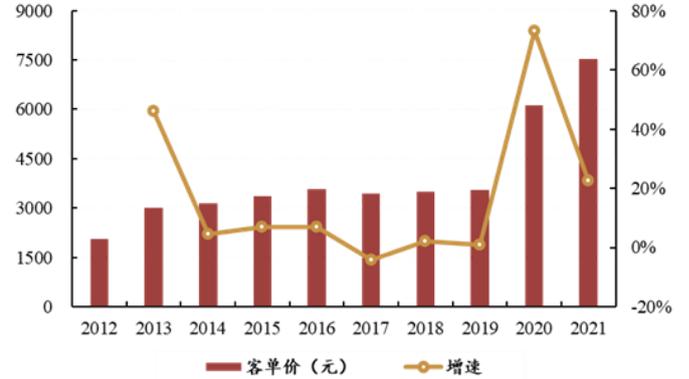


数据来源：民航局，西南证券整理

**离岛免税持续回暖。**从 2020 年 7 月 1 日海南离岛免税新政实施至 2022 年底，海关监管离岛免税购物金额 1043 亿元、销售件数 1.5 亿件、购物旅客 1394 万人次。日均购物金额 1.1 亿元，较新政实施前增长 245%。其中，2022 年受疫情多点散发影响，海南免税销售额增速出现暂时性放缓。据海口海关统计，2022 年全岛免税购物金额 349 亿元，同比下降 29.5%；购物实际人次 422.4 万人次，同比下降 37.1%；免税购物件数 4944 万件，同比下降 29.8%。随着 2022 年底疫情的放开，离岛免税行业的市场需求不断扩大，免税销售额得到明显回升，2023 年 1-3 月全岛免税购物金额 169 亿元，同比增加 14.6%；购物实际人次 233.6 万人次，同比增加 27.2%。离岛免税不仅为游客带来实惠，也推动海南经济转型，激发消费潜力，成为拉动海南经济发展的重要引擎。

**图 8：2012-2021 海南离岛免税销售额及增速**


数据来源：海口海关，西南证券整理

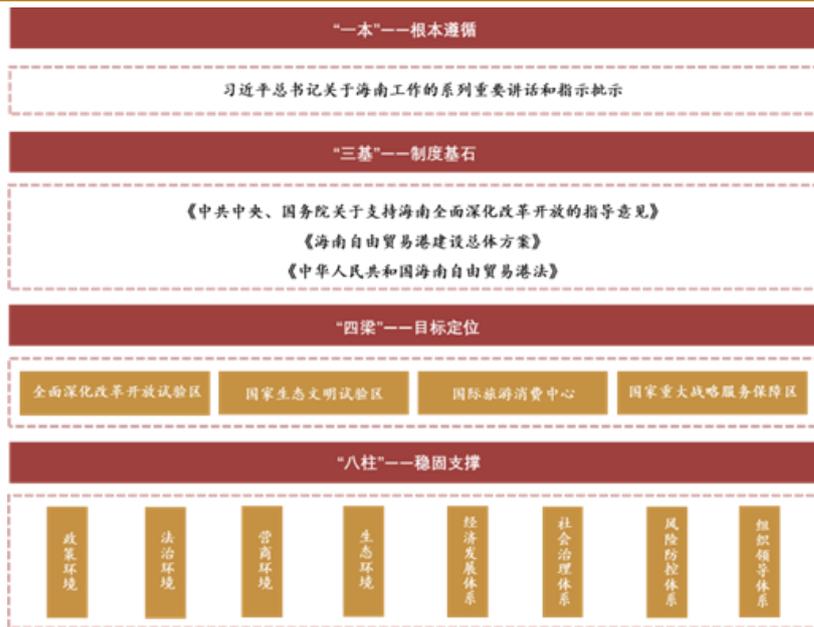
**图 9：2012-2021 海南离岛免税客单价及增速**


数据来源：海口海关，西南证券整理

### 3 多元业态协同发展，机场免税未来可期

#### 3.1 乘自贸港政策东风，多业态协同发展

**海南自由贸易港独特政策优势。**自 2018 年 4 月 13 日党中央决定支持海南全岛建设自由贸易试验区以来，海南加快建立自贸港政策制度体系，累计出台政策达 150 多项，离岛免税新政、加工增值免关税等核心政策有序实施并成效初显。海南省第八次党代会提出，未来五年，海南将全面落实“一本三基四梁八柱”战略，全力推进全岛封关运作，在更大范围内试行“零关税”和“低税率”政策，研究推进“简税制”，经济总量突破万亿元大关，有望吸引更多人流、物流、资金流、信息流汇聚海南。公司主要资产位于海南省，旗下机场管理、免税商业、物业管理等多项业务均可享受自由贸易港政策红利。

**图 10：“一本三基四梁八柱”战略框架**


数据来源：海南省人民政府，西南证券整理

**具备较强的专业化管理能力。**旗下机场管理品质获得国际化认证，服务能力得到旅客高度认可。机场方面，三亚凤凰机场、满洲里西郊机场获评 SKYTRAX 四星机场；商业方面，海口日月广场 2021 年营业规模位列全国单体店前 10，荣获《环球时报》“中国经济十大影响力企业”及“亚洲品牌影响力 500 强”奖项；物业管理方面，海南物管是海南本土规模最大的物业服务企业，管理面积近 1700 万平米，具备高档写字楼、机场等多类型物业服务经验，荣获“中国物业服务百强企业”、“海南省服务业企业 50 强”等称号；临空产业方面，依托机场空港资源优势，公司参与美兰空港一站式飞机维修基地、三亚保税物流中心(B 型)等多个临空产业项目，积累了临空产业园规划、开发、运营一体化项目经验，形成了一套有效的临空产业集聚落地模式

**图 11：海南机场各业态成就**


资料来源：公司公告，西南证券整理

**多业态协同优势。**公司已初步构建起以机场主业为根本，以免税商业地产、物管酒店服务为两翼，以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”业态新格局。围绕**机场运营服务主业**，依托机场和核心物业等优势资源，紧抓离岛免税新政**积极布局免税商业**，充分发挥海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口日月广场“三个码头”优势做大免税市场规模；**地产业务**围绕核心商圈，公司成功开发建设 5A 写字楼、商业综合体、高端酒店等各类项目数十个，建立了集项目开发、工程建设、招商运营、物业管理等于一体的全链条服务能力；**物业业态**为旗下机场、持有型物业、酒店等业态提供高质量的物业管理服务；**酒店业态**充分发挥政商结合的品牌定位，分布于空港、核心商务区和旅游景区，与其他业态形成良性互动；基于机场运营和资源优势，公司积极**布局临空经济**，打造未来新增长点。

**图 12：海南机场产业类型**


资料来源：公司公告，西南证券整理

### 3.2 机场管理业务明显承压，疫后复苏趋势明确

机场管理业务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，如为国内外航空运输企业、过港和转港旅客提供过港及地面运输服务等；其余类似延伸的免税商业、有税商业、广告、货运、办公室租赁、值机柜台出租等都属于非航空性业务。

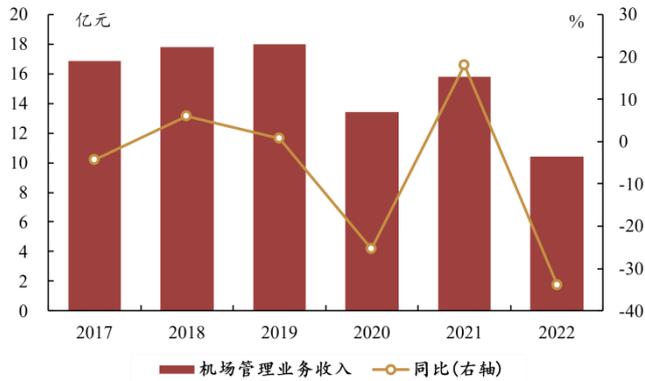
**控股 7 家机场**，包括：三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场，其中琼海博鳌机场委托关联方博鳌管理进行管理；**管理输出 2 家机场**，包括：松原查干湖机场、三沙永兴机场；**通过子公司参股 2 家机场**，包括：宜昌三峡机场、东营胜利机场。

**表 2：2022 年机场管理业务概览**

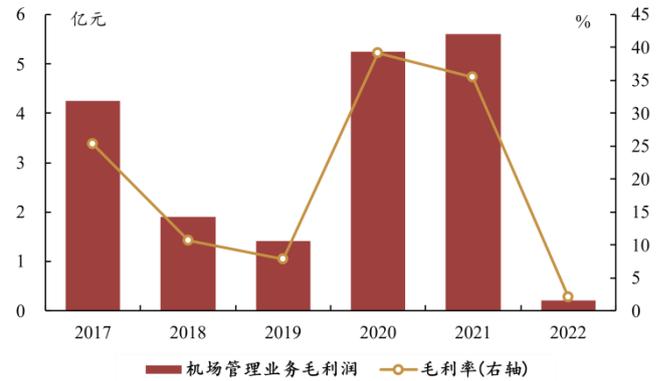
参与形式	机场名称	旅客吞吐量排名	旅客吞吐量(万人次)	起降架次(万架次)	货邮吞吐量(吨)
公司控股	三亚凤凰机场	21	951.4	7.7	63292.6
	琼海博鳌机场	104	44.8	1.5	1458.4
	潍坊南苑机场	166	13.5	0.2	10831.5
	安庆天柱山机场	130	29.1	0.4	2138.7
	唐山三女河机场	120	34.6	0.5	302.3
	满洲里西郊机场	190	9.0	0.1	53.6
	营口兰旗机场	192	8.5	0.2	512.2
管理输出	松原查干湖机场	213	4.2	8.4	1.1
	三沙永兴机场	221	2.9	0.1	228.4
子公司参股	宜昌三峡机场	57	125.2	8.8	2205.3
	东营胜利机场	106	43.4	3.2	881.0

数据来源：民航局，西南证券整理

**受疫情影响机场管理业务营业收入承压，毛利率明显下滑。**2022 年，机场管理业务实现营业收入 10.4 亿元，同比下降 33.8%。公司控股及管理输出 9 家机场总体实现飞机起降架次 9.4 万架次，旅客吞吐量 1098 万人次，货邮吞吐量 7.9 万吨，同比 2021 年分别下降 36.1%、43.7%、44.0%，恢复至 2019 年疫情前同期 60.5%、47.1%、66.6%。受益于营业成本的降低和海南离岛免税政策的发布，公司机场管理业务毛利润由 2020 年的 1.4 亿元提升至 2021 年的 5.6 亿元，毛利率由 7.9% 提升至 35.4%；2022 年，公司机场管理业务受疫情冲击明显，毛利润下滑至 0.2 亿元，毛利率降至 2.0%。

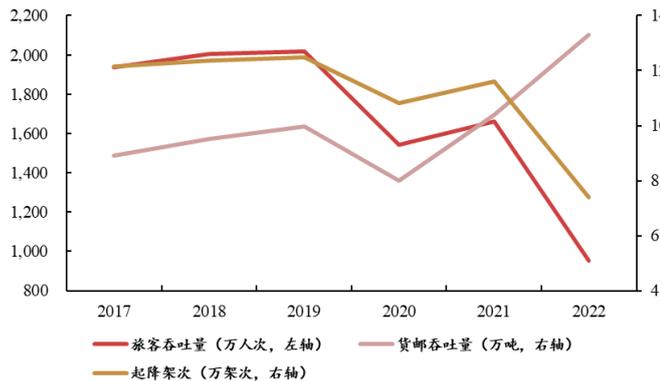
**图 13：2017-2022 年机场管理业务收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

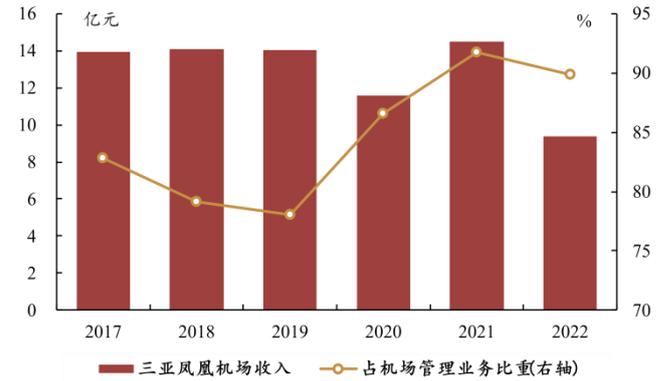
**图 14：2017-2022 年机场管理业务毛利润和毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**三亚凤凰机场为公司的核心机场，其收入占公司机场管理业务收入的 90%左右。2022 年**
 实现飞机起降架次 7.4 万架次、旅客吞吐量 951 万人次、货邮吞吐量 6.3 万吨，同比 2020 年分别下降 35.2%、42.8%、39.1%，恢复至 2019 年疫情前同期 60.0%、47.2%、63.4%。

**图 15：2017-2022 年三亚凤凰机场生产运营数据**


数据来源：民航局，西南证券整理

**图 16：2017-2022 年三亚凤凰机场收入及占机场管理业务比重**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**春节出游持续回暖，疫后复苏趋势明确。**随着去年年底疫情的放开，三亚、海口成为自由出行后的热门目的地，海南旅游市场持续回暖。五一小长假期间海南岛内三大机场完成航班起降 4458 架次，旅客吞吐量 70.4 万人次，按可比口径同比 2019 年分别增长 22%、26%，大幅超过疫前同期水平。客流量高峰日为 4 月 29 日，当日三场进出岛旅客达到 14.99 万人次，其中美兰机场 7.75 万人次、三亚机场 6.99 万人次。

### 3.3 疫后免税消费持续火爆，地产业务显著回升

**公司通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与免税与商业业务。**采用参股投资形式的免税业务包括：海口美兰机场免税店 49% 股权（离岛免税）、中免凤凰机场免税店 49% 股权（离岛免税）、海南海航中免 50% 股权（口岸免税）；采用自持物业提供场地租赁形式的免税业务包括：中免凤凰机场免税店、中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城；此外，三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、海口日月广场还为免税运营商提供免税提货点场地租赁。

**表 3：2022 年免税与商业业务概览**

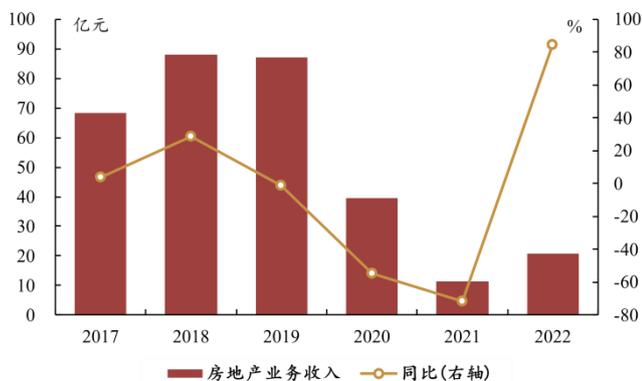
免税店名称	位置	参与形式	持股比例	经营面积（万平方米）	经营模式
海口美兰机场 T1、T2 航站楼免税店	海口美兰机场	参股投资	49%	1.79	线上+线下
三亚凤凰机场航站楼免税店	三亚凤凰机场	参股投资+自持物业	49%	0.18（已开业）+ 0.5（规划中）	线上+线下
海南海航中免（口岸免税）	海口美兰机场 三亚凤凰机场	参股投资	50%	-	线上
中免海口日月广场	海口日月广场	自持物业提供场地租赁	-	1.95	线上+线下
海控全球精品（海口）免税城	海口日月广场	自持物业提供场地租赁	-	3.75（已规划）	线上+线下

资料来源：公司公告，西南证券整理

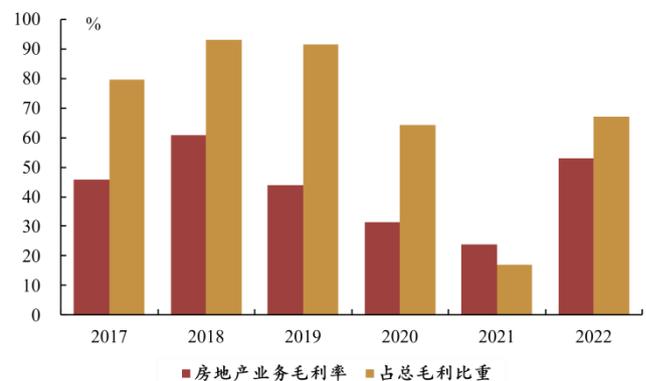
报告期内免税与商业业务收入有所下滑，但疫后免税消费持续火爆。2022 年，公司免税与商业业务实现营业收入 2.7 亿元，其中公司参股投资免税业务取得投资收益 0.5 亿元，通过自持物业提供免税店地租赁取得租金收入约 0.9 亿元。今年春节假期，海南离岛免税消费持续火爆，五一小长假期间（4 月 29 日至 5 月 3 日），海口海关共监管离岛免税购物金额 8.8 亿元，同比增长 120%；免税购物人数 10.9 万人次，同比增长 158%。

持续推进在建项目施工及交付，逐步推进地产业务转型工作。截至 2022 年底，公司尚有在建及土地储备项目 12 个，面积约 1100 亩；土地储备项目 11 个，面积约 5400 亩。公司高质高效抓项目，重安全保进度，重点加快存量地产项目去化，后续将按照“港产城”融合发展模式，进行临空产业开发和配套项目多元化经营。

在当期将持有型物业租赁等相关收入成本从免税与商业业务调整至房地产业务后，业务收入明显增加，毛利率和毛利占比显著回升。2022 年房地产业务实现营业收入 20.7 亿元，项目投资完成 8.4 亿元，无新增开工面积，完工面积 12.3 万平方米；签约销售面积 8.7 万平方米，签约销售额约 14.6 亿元；房地产业务毛利率小幅升至 16.4%，毛利占公司总毛利的比重升至 67.1%。

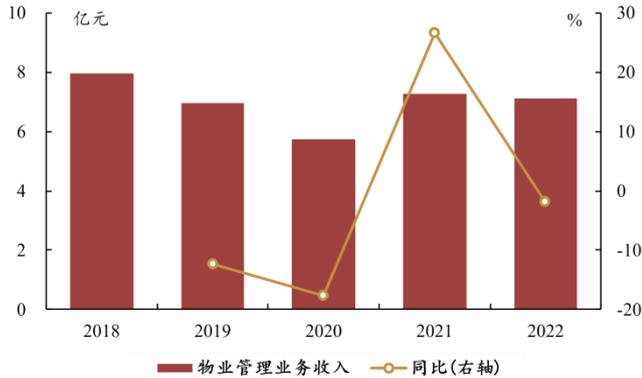
**图 17：2017-2022 年房地产业务收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

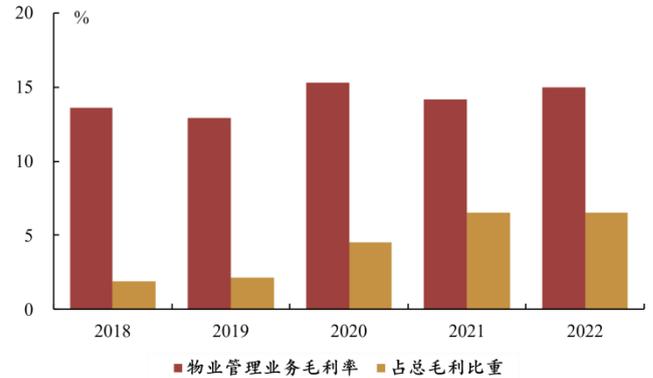
**图 18：2017-2022 年房地产业务毛利率及占总毛利比重**


数据来源：公司公告，西南证券整理

物业管理业务收入有所下滑，毛利占比稳步提升。2022 年，公司物业管理业务实现营业收入 7.1 亿元，同比下降 1.9%，物业管理业务毛利占总毛利的比重持续上升至 2022 年的 6.5%；在管项目 163 个，管理面积近 1600 万平方米，业务涵盖航空机场、住宅、写字楼、餐饮、公共服务、学校等业态，收入来源主要为物业费、餐饮服务费等。

**图 19：2018-2022 年物业管理业务收入及增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 20：2018-2022 年物业管理业务毛利率及占总毛利比重**


数据来源：公司公告，西南证券整理

2022 年公司其他业务实现营业收入 6.0 亿元，主要系相关酒店业务、天羽飞训业务收入。公司拥有 5 家酒店，其中运营中自有自管酒店 2 家：海南迎宾馆酒店、三亚凤凰机场酒店；委托管理酒店 3 家，分别为海口希尔顿酒店、儋州福朋喜来登酒店、琼中福朋喜来登酒店，共计客房近 2000 间，主要业务包括客房服务、餐饮服务、会议服务、场地租赁、健身娱乐等。天羽飞训合作客户 40 余家，模拟机训练总计约 13.5 万小时。

## 4 盈利预测与估值

### 4.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1：机场管理业务上，受益于出行正常化，机场飞机起降架次会向疫情前的水平修复，我们预计 2023-2025 年公司控股及管理输出 9 家机场总体的飞机起降架次同比为 70%、20%、15%；单架次收入会小幅波动，预计 2023-2025 年单架次收入同比为 1%、-2%、-2%；预计 2023-2025 年毛利率分别为 3.0%、3.5%、4.2%。

假设 2：免税与商业业务上，免税消费的持续火热会使得商家入驻速度加快，出租面积有望持续修复，预计 2023-2025 年出租面积同比为 18%、20%、10%；单位面积出租价格会逐渐修复至疫情前正常化水平，预计 2023-2025 年单位面积出租价格同比为 30%、15%、5%；预计 2023-2025 年毛利率分别为 92.0%、96.0%、96.0%。

假设 3：物管业务上，我们认为物管面积和单位管理收入较为稳定，预计 2023-2025 年管理面积同比为 5%、2%、2%，预计 2023-2025 年单位管理面积收入同比为 5%、3%、1%，预计 2023-2025 年毛利率分别为 14.5%、15.3%、15.8%。

**表 4：关键假设**

关键假设	2022A	2023E	2024E	2025E
飞机起降架次（万架）	9.4	16.0	19.2	22.1
YOY	-35.9%	70.0%	20.0%	15.0%
单架次收入（百元/架）	111.1	112.2	110.0	107.8
YOY	3.0%	1.0%	-2.0%	-2.0%
已出租面积（万/平方米）	22.8	26.8	32.2	35.4
YOY	-15.8%	18.0%	20.0%	10.0%
单位面积出租价格（百元/平方米）	11.8	15.4	17.7	18.6
YOY	-34.7%	30.0%	15.0%	5.0%
管理面积（万平方米）	1600.0	1680.0	1713.6	1747.9
YOY	-7.2%	5.0%	2.0%	2.0%
单位面积收入（百元/平方米）	0.45	0.47	0.48	0.49
YOY	5.7%	5.0%	3.0%	1.0%

数据来源：西南证券

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

**表 5：收入成本预测**

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
合计	收入	4700.7	6377.5	7248.5	7828.0
	YOY	3.9%	35.7%	13.7%	8.0%
	毛利率	34.9%	39.2%	41.3%	43.7%
机场管理业务	收入	1044.3	1793.1	2108.7	2376.5
	YOY	-33.9%	71.7%	17.6%	12.7%
	毛利率	2.0%	3.0%	3.5%	4.2%
免税与商业业务	收入	269.5	413.5	570.6	659.0
	YOY	-45.0%	53.4%	38.0%	15.5%
	毛利率	90.6%	92.0%	96.0%	96.0%
物管业务	收入	712.8	785.9	825.7	850.6
	YOY	-2.0%	10.3%	5.1%	3.0%
	毛利率	15.0%	14.5%	15.3%	15.8%
房地产业务	收入	2073.5	2384.5	2622.9	2754.1
	YOY	84.7%	15.0%	10.0%	5.0%
	毛利率	53.2%	60.0%	62.0%	66.0%
其他业务	收入	870.0	1000.5	1120.6	1187.8
	YOY	-20.5%	15.0%	12.0%	6.0%
	毛利率	47.4%	52.0%	55.0%	62.0%

数据来源：西南证券

我看好出行和消费确定性复苏趋势下公司业务的稳健增长，预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 10.1 亿元、14.7 亿元、17.6 亿元，EPS 分别为 0.09 元、0.13 元、0.15 元，对应 PE 分别为 49x、34x、28x。

## 4.2 相对估值

我们选取业务相近的上海机场和白云机场作为可比公司，2023 年可比公司 PE 平均值为 56 倍。公司作为海南自贸港建设的重要参与者，在重整后将会实现稳健增长；同时公司扎根于机场管理业务这一根本，协同发展免税商业地产、物管酒店服务，深度参与海南自贸港建设，将持续享受自贸港政策红利和免税消费增长。我们给予公司 2023 年 60 倍 PE，对应目标价 5.40 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**表 6：可比公司估值**

可比公司	证券代码	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
上海机场	600009.SH	51.3	-1.20	0.90	2.05	2.83	-	57	25	18
白云机场	600004.SH	14.7	-0.45	0.27	0.71	0.90	-	55	21	16
平均值							-	56	23	17
海南机场	600515.SH	4.36	0.16	0.09	0.13	0.15	27	49	34	28

数据来源：Wind，西南证券整理；注：数据截至 2023 年 5 月 9 日

## 5 风险提示

宏观经济风险、居民出行意愿恢复或不及预期、免税销售或不及预期等。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4700.66	6377.49	7248.47	7828.03	净利润	1974.60	1023.45	1531.32	1803.52
营业成本	3058.72	3878.38	4258.03	4407.01	折旧与摊销	434.35	458.02	458.02	458.02
营业税金及附加	465.73	473.21	537.83	580.83	财务费用	595.76	954.98	970.00	990.04
销售费用	158.76	194.81	228.98	250.26	资产减值损失	-154.56	-164.36	-159.46	-161.91
管理费用	712.43	637.75	652.36	626.24	经营营运资本变动	-4026.15	-4276.71	-1044.02	-422.78
财务费用	595.76	954.98	970.00	990.04	其他	-1970.66	-402.35	-536.43	-519.04
资产减值损失	-154.56	-164.36	-159.46	-161.91	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-3146.65</b>	<b>-2406.97</b>	<b>1219.44</b>	<b>2147.86</b>
投资收益	47.22	650.99	650.99	650.99	资本支出	-666.20	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	314.86	76.47	195.66	136.06	其他	-548.23	1635.86	610.16	893.58
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1214.42</b>	<b>1635.86</b>	<b>610.16</b>	<b>893.58</b>
<b>营业利润</b>	<b>-17.00</b>	<b>1130.17</b>	<b>1607.37</b>	<b>1922.59</b>	短期借款	-20.04	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2055.58	-52.86	4.55	-24.15	长期借款	-1150.22	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>2038.57</b>	<b>1077.31</b>	<b>1611.92</b>	<b>1898.44</b>	股权融资	1267.33	0.00	0.00	0.00
所得税	63.97	53.87	80.60	94.92	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	1974.60	1023.45	1531.32	1803.52	其他	636.14	-1736.35	-1448.71	-1349.74
少数股东损益	118.29	14.40	56.64	46.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>733.22</b>	<b>-1736.35</b>	<b>-1448.71</b>	<b>-1349.74</b>
归属母公司股东净利润	1856.31	1009.04	1474.68	1757.47	<b>现金流量净额</b>	<b>-3627.85</b>	<b>-2507.46</b>	<b>380.89</b>	<b>1691.70</b>
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	7383.00	4875.53	5256.43	6948.13	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1918.29	2600.24	2954.06	3188.61	销售收入增长率	3.89%	35.67%	13.66%	8.00%
存货	12790.38	16555.05	18236.73	18885.68	营业利润增长率	-101.72%	6746.27%	42.22%	19.61%
其他流动资产	2245.83	1468.61	1767.64	2078.09	净利润增长率	339.75%	-48.17%	49.62%	17.78%
长期股权投资	2042.71	2042.71	2042.71	2042.71	EBITDA 增长率	-40.18%	151.03%	19.35%	11.05%
投资性房地产	13540.91	13540.91	13540.91	13540.91	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	9687.10	9287.15	8887.20	8487.25	毛利率	34.93%	39.19%	41.26%	43.70%
无形资产和开发支出	2021.11	1963.42	1905.73	1848.03	三费率	31.21%	28.03%	25.54%	23.84%
其他非流动资产	4496.13	4588.74	4657.95	4328.52	净利率	42.01%	16.05%	21.13%	23.04%
<b>资产总计</b>	<b>56125.45</b>	<b>56922.36</b>	<b>59249.36</b>	<b>61347.93</b>	ROE	8.29%	4.08%	5.78%	6.36%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	3.52%	1.80%	2.58%	2.94%
应付和预收款项	6871.26	8946.31	9987.98	10551.41	ROIC	4.00%	10.40%	10.92%	11.86%
长期借款	18825.48	18825.48	18825.48	18825.48	EBITDA/销售收入	21.55%	39.88%	41.88%	43.06%
其他负债	6619.80	4082.76	3954.49	3627.24	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>32316.55</b>	<b>31854.54</b>	<b>32767.95</b>	<b>33004.13</b>	总资产周转率	0.08	0.11	0.12	0.13
股本	11425.31	11425.31	11425.31	11425.31	固定资产周转率	0.55	0.77	0.92	1.04
资本公积	26942.10	26942.10	26942.10	26942.10	应收账款周转率	2.23	2.50	2.31	2.26
留存收益	-14622.71	-13613.66	-12138.98	-10381.51	存货周转率	0.23	0.25	0.23	0.23
归属母公司股东权益	22414.74	23659.25	25016.20	26832.54	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	90.50%	—	—	—
少数股东权益	1394.17	1408.57	1465.21	1511.26	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>23808.90</b>	<b>25067.82</b>	<b>26481.41</b>	<b>28343.80</b>	资产负债率	57.58%	55.96%	55.31%	53.80%
负债和股东权益合计	56125.45	56922.36	59249.36	61347.93	带息债务/总负债	58.25%	59.10%	57.45%	57.04%
					流动比率	2.20	2.20	2.19	2.30
					速动比率	1.05	0.77	0.78	0.90
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.16	0.09	0.13	0.15
					每股净资产	1.96	2.07	2.19	2.35
					每股经营现金	-0.28	-0.21	0.11	0.19
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E					
EBITDA	1013.11	2543.17	3035.39	3370.66					
PE	26.84	49.37	33.78	28.34					
PB	2.22	2.11	1.99	1.86					
PS	10.60	7.81	6.87	6.36					
EV/EBITDA	14.72	7.21	5.84	4.78					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn