

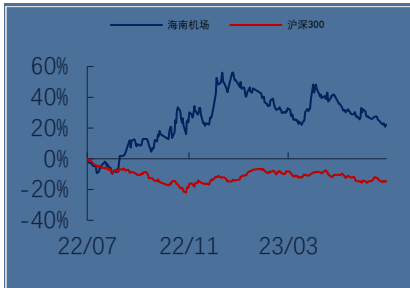


Research and  
Development Center

# 深耕机场+免税业务，与海南自贸港建设齐振

—海南机场(600515)公司首次覆盖报告

2023年07月03日

**证券研究报告**
**公司研究**
**公司首次覆盖报告**
**海南机场(600515)**
**投资评级 增持**
**上次评级 增持**


资料来源：万得，信达证券研发中心

**公司主要数据**

收盘价(元)	4.06
52周内股价波动区间(元)	5.18-3.00
最近一月涨跌幅(%)	-5.58
总股本(亿股)	114.25
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	463.87

资料来源：万得，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师  
执业编号：S1500522110002  
联系电话：15000310173  
邮箱：liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师  
执业编号：S1500522110004  
联系电话：15001800559  
邮箱：tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 海南机场(600515.SH)：深耕机场+免税业务，与海南自贸港建设齐振

2023年07月03日

**本期内容提要：**

- ◆**海南机场深度参与海南自贸港建设，开启“一本两翼双引擎”业态新格局。**2021年，公司破产重整程序顺利执行，公司控股股东变更为海南省属最大的国资平台海南发控，正式融入海南国资体系。公司开启以机场为根本，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。破产重整完成后，2022年公司实现收入和归母净利润分别47.01亿元、18.56亿元，同比均有所修复。
- ◆**机场业务：三亚凤凰机场资产优质，第七航权赋予海南国内航空枢纽最高自由度。**公司通过控股+参股+管理输出11家机场，2021年机场业务营收和毛利贡献率均为35%左右，其中：1) 三亚凤凰机场为公司核心资产，2022年占机场板块业务营收约90%，2023年以来客流量快速回升，盈利能力有望改善，T3航站楼及配套项目建设完成后，凤凰机场整体保障旅客吞吐量可达2700-3000万人次/年；2) 中小机场布局覆盖全国8省10家机场，2019年宜昌三峡机场客流超300万人次，其余机场目前体量较小。
- ◆**免税业务：卡位优质流量入口，深度参与离岛免税业务。**公司以参股投资和场地租赁的形式参与5家离岛免税店，2022年线下免税销售额约75亿元，占海南岛内12家免税店销售额比例约21.5%。1) 公司持有美兰机场免税店49%的股权，2021、2022年实现投资收益分别2.90、0.45亿元，美兰机场免税店批复经营面积约3.99万平方米、已开业面积约1.79万平方米，入驻品牌数量超500个，精品供给持续扩容；2) 公司通过参股+租赁方式参与三亚凤凰机场免税店，2021年贡献投资收益、租金收入分别约0.18、1.22亿元，2022年实现投资收益、租金收入分别为0.07、0.76亿元。当前凤凰机场已开业面积约0.18万平方米，2023年底凤凰机场有望新增约0.5万平方米，叠加新增多个精品品牌，有望为凤凰机场免税店贡献可观增量；3) 自持优质物业日月广场，坐落于海口市大英山CBD，为中免日月、海控全球精品提供免税场地租赁，2022年海岛商业实现免税店租金收入0.91亿元，随着日月广场免税商业扣点水平回归市场化，公司有望与免税商共同做大免税销售体量、实现互利共赢；4) 设有三处免税提货点，2022年凤凰机场收取免税提货点租金收入0.63亿元。
- ◆**房地产业务：传统房地产业务逐步退出，积极拓展临空产业开发经营。**1) 公司持续推进去房地产化工作，2022年房地产业务营收20.73亿，同时积极推进优质存量项目建设，重点项目海南中心有望于2026年底投入运营，建成后有望成为海南自贸港的新地标；2) 公司持有物业租赁以海口市为主，2022年海口地区租金总收入3.37亿元，其中日月广场收入1.88亿元；3) 2018年起公司逐步将房地产业务重点转向临空产业园区开发，促进临空产业与机场主业功能互补，并搭建合资公司及合作平台，布局临空上下游产业链。
- ◆**物业业务：海南机场坐拥海南本岛规模最大的物业服务企业海南物管，聚焦三大优质业态+两大服务体系，在管物业项目共计163个，管理面积逾1600万平方米。**公司物管业务市场拓展方向主要为航空机场产业园、政企事业单位、住宅商业写字楼等优质业态及项目，并进行餐饮服务、资产管理服务两大体系业务布局；近年来，公司物业管理面积保持在1500平方米以上，在管项目稳定在约170个，受益于公司较为稳定的在管项目

数量及管理面积，2018-2022 年物业业务营收稳健，基本维持在 7-8 亿元，且毛利率较为平稳，疫情前后均维持在 15%左右。

◆**盈利预测及投资建议：**公司作为海南自贸港建设的重要参与者，我们预计公司有望享受政策和发展红利，看好公司机场和免税业务中长期的成长性。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 77.30 亿元、83.00 亿元、88.03 亿元，分别实现归母净利润 11.60 亿元、13.34 亿元、16.77 亿元，对应 2023 年 6 月 30 日 PE 分别为 40 倍、35 倍、28 倍。由于公司将以机场及免税为主要业务，逐步去地产化，我们选取上海机场、白云机场、深圳机场和格力地产作为可比公司，2023 年可比公司 PE 平均值为 47 倍。我们看好公司机场及免税业务伴随海南自贸港建设持续成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

**风险提示：**宏观经济下行风险；客流不及预期风险；经营相关风险；政策风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	4,525	4,701	7,730	8,300	8,803
增长率 YoY %	-28.4%	3.9%	64.4%	7.4%	6.1%
归属母公司净利润(百万元)	463	1,856	1,160	1,334	1,677
增长率 YoY%	106.0%	300.7%	-37.5%	15.0%	25.7%
毛利率%	34.9%	34.9%	39.5%	40.4%	40.6%
净资产收益率 ROE%	2.4%	8.3%	4.9%	5.4%	6.3%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.16	0.10	0.12	0.15
市盈率 P/E(倍)	100.12	24.99	39.98	34.78	27.66
市净率 P/B(倍)	2.40	2.07	1.97	1.86	1.74

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 6 月 30 日收盘价

投资聚焦 .....	6
1、海南机场：重整完毕、引入国资，聚焦机场+免税，扬帆起航 .....	7
1.1、公司概况：深度参与海南自贸港建设，开启“一本两翼双引擎”业态新格局 .....	7
1.2、股权结构：背靠海南国资委，控股股东及战投为海南控股 .....	8
1.3、财务数据：收入端迎来增长拐点，业绩同比持续修复 .....	9
2、机场业务：资产优质，第七航权赋予海南国内航空枢纽最高自由度 .....	11
2.1、业务概况：公司机场资产优质，三亚凤凰机场为核心机场 .....	11
2.2、三亚凤凰机场：为公司机场业务主要收入来源 .....	12
2.3、其他机场：布局覆盖全国 8 省 10 家机场，中小机场业务稳步推进 .....	14
2.4、展望未来：岛内新机场及凤凰机场 T3 建设持续推进，第七航权有望加速落地 .....	15
3、免税业务：参股投资+提供租赁分享离岛免税成长红利 .....	17
3.1、业务概况：深度布局两大机场+日月广场，卡位优质流量入口 .....	17
3.2、海南离岛免税市场：客流修复+供给扩容，离岛免税消费需求加速释放 .....	18
3.3、美兰机场免税店：持有美兰机场免税店 49% 股权，享受投资收益 .....	19
3.4、凤凰机场免税店：租赁+参股形式分享凤凰机场免税店收益 .....	22
3.5、日月广场：海口市中心优质商业综合体，集合两家大型离岛免税店 .....	23
3.6、提货点：固定租金制下提货点租金收入相对稳定 .....	24
4、房地产业务：传统地产业务逐步退出，积极拓展临空产业开发经营 .....	25
4.1、业务概况：当前项目集中于海南地区，“去房地产化”持续推进 .....	25
4.2、地产业务发展重点逐步向临空经济转型，布局临空上下游产业链 .....	27
5、物业管理业务：坐拥海南本岛规模最大的物业服务企业，发展稳健 .....	28
6、盈利预测与投资建议 .....	29
6.1、核心假设与盈利预测 .....	29
6.2、投资建议 .....	31
7、风险提示 .....	32

## 表目录

表 1、海南机场管理层概况 .....	8
表 2、机场业务概况 .....	11
表 3、海南机场 2023 年 1-4 月生产经营数据情况 .....	12
表 4、2017-2022 年三亚凤凰机场经营数据 .....	14
表 5、海口美兰机场免税店单店模型 .....	21
表 6、三亚凤凰机场免税店扩容规划 .....	23
表 7、公司日月广场商业布局情况 .....	23
表 8、中免日月广场店租金合同梳理 .....	24
表 9、海控全球精品免税城租金合同梳理 .....	24
表 10、海南机场房地产开发投资情况 .....	25
表 10、海南机场房地产出租情况 .....	26
表 12、公司分板块业务收入及利润预测（百万元） .....	31
表 13、可比公司估值表 .....	32

## 图目录

图 1、海南机场历史沿革 .....	7
图 2、公司商业模式 .....	8
图 3、海南机场股权结构（截至 2023 Q1） .....	9
图 4、2017-2022 年公司营收（亿元）及增速 .....	10
图 5、2017-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速 .....	10
图 6、2017-2022 年公司营收（亿元）占比分布 .....	10
图 7、2017-2022 年公司毛利润（亿元）占比分布 .....	10
图 8、2017-2022 年公司毛利率及净利率 .....	11
图 9、2017-2022 年公司费率 .....	11
图 10、2017-2022 年机场业务营收占比情况 .....	12
图 11、2017-2022 年机场业务毛利率情况 .....	12
图 12、2017-2022 年三亚凤凰机场营收（亿元） .....	13
图 13、2017-2022 年三亚凤凰机场货运量（万吨）及增速 .....	13
图 14、2017-2022 年三亚凤凰机场客运量（万人次）及增速 .....	13
图 15、2017-2022 年三亚凤凰机场起降架次（万）及增速 .....	13
图 16、2017-2021 年三亚凤凰机场毛利润（亿元） .....	14
图 17、三亚凤凰机场免税店租金&提货点租金情况（亿元） .....	14

图 18、海南机场旗下各机场旅客吞吐量 (万人) .....	15
图 19、海南十四五综合交通运输规划 .....	16
图 20、凤凰机场 T3 航站楼区位图 .....	17
图 21、公司免税业务参与形式 .....	18
图 22、海南离岛客流情况 (万人次) .....	19
图 23、海南离岛免税销售额 (亿元) .....	19
图 24、海南离岛免税日均购物人次 (万人次) .....	19
图 25、海南离岛免税客单价 (元) 及购物率 .....	19
图 26、海南机场对美兰机场投资收益情况 (亿元) .....	20
图 27、海口美兰机场免税店概况 .....	20
图 28、海口美兰机场旅客吞吐量情况 (万人次) .....	20
图 29、海口美兰机场免税店销售额情况 (亿元) .....	20
图 30、海口美兰机场免税店购物人次情况 (万人次) .....	20
图 31、海口美兰机场免税店客单价 (元) 及购物率情况 .....	20
图 32、海口美兰机场免税店品牌引入及面积扩容情况梳理 .....	21
图 33、海南机场对三亚凤凰机场的投资收益及租金收入情况 (亿元) .....	22
图 34、三亚凤凰机场离岛客流情况 (万人次) .....	22
图 35、三亚凤凰机场精品品牌引入情况 .....	23
图 36、公司免税提货点情况梳理 .....	25
图 37、海南机场房地产业务营收 (亿元)、增速及毛利率情况 .....	26
图 38、海南机场房地产业务完工及签约销售面积情况 (万平方米) .....	27
图 39、海南机场投资性房地产余额情况 (亿元) .....	27
图 40、海南机场临空经济布局时间线梳理 .....	28
图 41、海口临空经济区地理位置及规划面积 .....	28
图 42、公司物业业务布局重点 .....	28
图 43、物业业务 2018-2022 年在管项目数量 (个) .....	29
图 44、物业业务 2018-2022 年管理面积 (万平米) .....	29
图 45、2018-2022 年物业业务营收 (亿元) 及增速 .....	29
图 46、2018-2022 年物业业务毛利率 .....	29

## 投资聚焦

**主业梳理清晰明确，深耕机场及免税业务，与海南自贸港建设齐振。**海南机场自成立以来主业几经更迭，自2016年完成重大资产重组实现转型后，开始涉足地产、机场及免税业务，立足海南，逐步进行深度布局；2021年公司完成破产重整，融入海南国资体系，回归稳健发展轨道，2022年公司实现营收47.01亿元、归母净利润18.56亿元，同比均有所修复。展望未来，公司将以服务海南自贸港建设为核心，开启以机场主业为根本，以免税商业地产、物业酒店服务为两翼，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。

**23年以来公司各项经营指标已快速恢复，展望全年及后续，公司收入与盈利能力有望同比实现修复。**23Q1 三亚凤凰机场航班起降架次与旅客吞吐量创通航以来季度历史新高，机场业态生产经营指标同比明显增加，拉动公司整体毛利率同比提升9pct达50%，且截至23年5月末凤凰机场旅客吞吐量已较19年同期增长7%，机场业务弹性可期；23Q1 公司房地产签约销售金额4.97亿元、租赁收入1.50亿元，同比均实现大幅提升；23Q1 海南离岛免税销售额同比增长18%至169亿元，免税业务增长潜力有待释放，公司亦有望显著受益。23Q1 公司实现营收12.59亿元/+6%，实现归母净利润2.33亿元/+210%，展望全年及后续，我们预计后续公司收入与盈利能力有望同比实现修复。

**本篇报告将详细梳理公司各板块业务的经营情况，并重点分析其机场及免税业务的成长看点：**

**机场业务方面**，公司持有优质资产三亚凤凰机场77%股权，2022年其对公司机场板块的营收贡献约达90%，凤凰机场作为海南岛内两大核心机场之一，2019年旅客吞吐量超2000万人次，随着疫后客流回暖，2023年前五个月凤凰机场客流已超出2019年同期水平，凤凰机场收入水平与盈利情况有望大幅改善，从而显著拉动公司机场业务收入及盈利能力修复。此外，我们认为，凤凰机场少数股权整合计划、凤凰机场T3航站楼建设及第七航权政策的持续、加速推进亦是公司机场业务成长潜力的关键看点。

**免税业务方面**，公司已通过参股+租赁深度布局两大机场+日月广场，卡位优质流量入口，实现离岛免税业务的深度参与。随着客流回暖、免税店经营面积及品牌供给端的持续扩容，公司有望进一步分享离岛免税成长红利；此外，扣点水平的合理化、市场化亦有望助力免税销售规模扩大，实现公司与免税商的互利共赢，我们看好公司免税业务规模的持续成长。

**房地产业务方面**，公司在逐步退出传统地产业务的同时，保留优质存量项目建设的持续推进，同时将发展重点逐步向临空经济转型，布局临空上下游产业链，积极拓展临空产业开发经营，有望实现临空产业与公司机场主业、及物业业务的功能互补及协同。

**物业业务方面**，公司坐拥海南本岛规模最大的物业服务企业，主要拓展航空机场产业园、政企事业单位、住宅商业写字楼等资金回笼快速、规模较大、且与公司具备一定协同效应的优质业态及项目，收入端及利润端均发展稳健。

最后，我们对公司整体进行盈利预测及估值分析。我们预计2023-2025年公司分别实现营收77.30亿元、83.00亿元、88.03亿元，分别实现归母净利润11.60亿元、13.34亿元、16.77亿元，对应2023年6月30日收盘价PE分别为40倍、35倍、28倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

## 1、海南机场：重整完毕、引入国资，聚焦机场+免税，扬帆起航

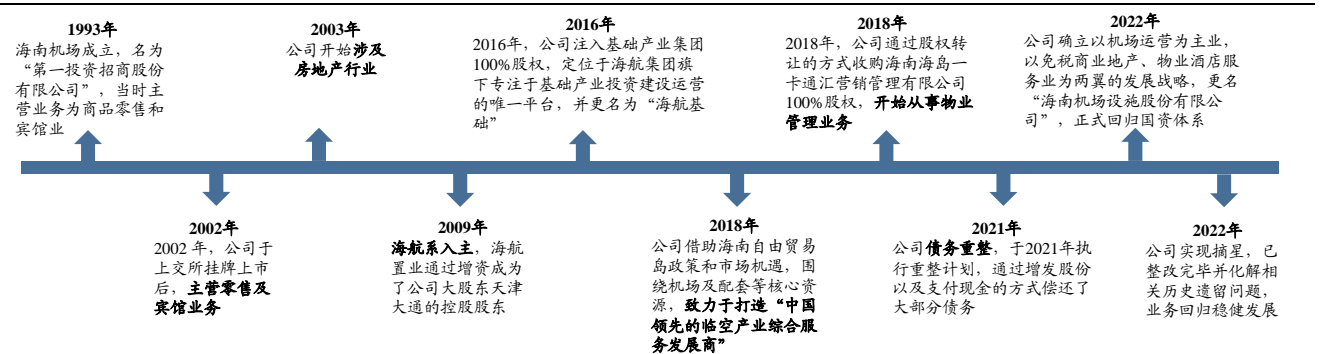
### 1.1、深度参与海南自贸港建设，开启“一本两翼双引擎”新格局

公司以服务海南自贸港建设为核心，主营业务为机场运营服务，协同发展免税商业地产、酒店物业服务等业务。2021年，公司破产重整程序顺利执行完毕，公司控股股东变更为海南省属最大的国资平台海南省发展控股有限公司，正式融入海南国资体系；2022年是海南机场正式融入海南国资的首个完整年份。

截至2022年12月31日，公司参控股及管理输出机场共11家，公司控股的三亚凤凰机场2022年全国机场旅客吞吐量排名全国第21位；通过参股投资、自持物业提供场地租赁形式参与海南自贸港5家免税店；在建及土地储备项目23个，面积逾6500亩；在管物业项目共计163个，管理面积逾1600万平方米；自有自管、委托管理酒店共5家，共计客房近2000间。

- **初创期（1993-2017）**：公司于1993年成立，最初主营业务为商品零售和宾馆业，随后逐步涉足房地产、免税、机场等业务；
- **成长期（2018-2020）**：2018年，借助海南自由贸易岛政策和市场机遇，围绕机场及配套等核心资源，致力于打造“中国领先的临空产业综合服务发展商”；
- **破产重整（2021-至今）**：2021年1月，海航集团宣布破产重整，随之进入重整程序；2021年底，公司破产重整完毕，海南省属最大国企海南发展控股成为公司控股股东，2022年1月20日公司更名为海南机场，2022年5月19日摘星、10月14日脱帽，并于10月26日正式更名简称；
- **展望未来**，公司将开启以机场主业为根本，以免税商业地产、物业酒店服务为两翼，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。

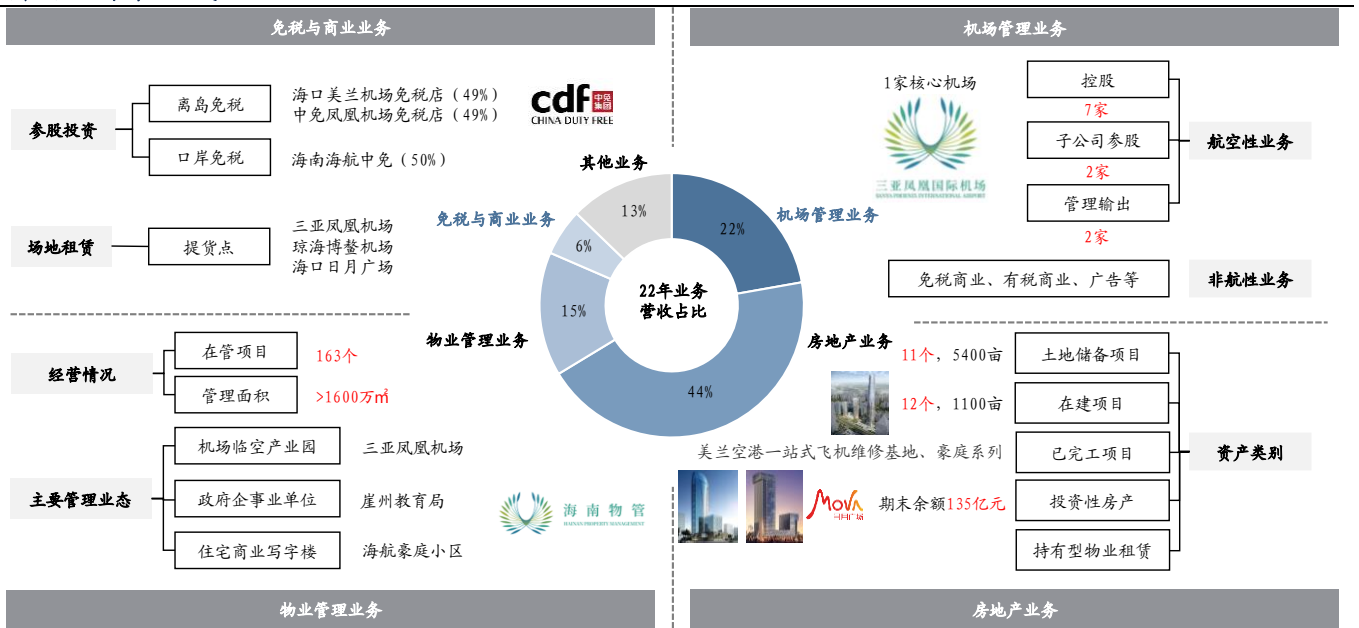
图1、海南机场历史沿革



资料来源：海南机场官网、公司公告、信达证券研发中心

当前业务结构主要聚焦机场及免税，地产业务逐步退出。今年以来，公司各项经营指标已快速恢复，展望全年及后续，公司收入与盈利能力有望同比实现修复，机场业务弹性可期，免税业务有望继续受益于离岛免税政策红利及消费回暖趋势实现增长。

2021/2022年机场业务营收占比分别为35%/22%（22年主要受疫情影响），2022年公司收入及成本拆分口径发生调整，将原属于免税与商业业务的持有型物业租赁等相关收入成本重分类至房地产业务，地产业务占比44%，免税及商业占比6%，物业管理业务占比15%。

**图 2、公司商业模式**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**公司管理层深耕行业, 管理经验丰富。**公司董事长杨小滨曾任多家核心机场高管, 董事会秘书黄尔威、副总裁符葵等具有丰富的管理经验及突出的专业水平, 在机场管理、财务管理、物业管理、地产管理领域有十余年从业经历。

**表 1、海南机场管理层概况**

姓名	年龄	现任职位	简历	学历
杨小滨	54岁	董事长、法定代表人	历任宜昌三峡机场董事长、海南美兰国际空港总裁、三亚凤凰国际机场总裁、海口美兰国际机场董事长等职务; 现任海南机场集团董事兼总裁, 海南机场设施党委书记、董事长	本科
符葵	49岁	副总裁	历任海南发展控股置业集团总工办主任、副总工程师, 海南控股开发建设公司总工程师, 海南发展控股置业集团总工程师、副总经理, 海南海控中能建工程董事长	本科
杨明华	48岁	法务部总经理、监事长	历任海航旅业集团风险控制部总经理、海航航空旅游集团风险控制部总经理、海航物流集团合规法务部副总经理、海航集团非航资管事业部法务总监	本科
张婷婷	38岁	副总裁	历任海南省发展控股审计与风险管理部法律事务员、法务项目经理、部长助理, 海南省发展控股风险控制部副部长、资深项目经理, 海口美兰国际机场副总裁等职务	本科
吴钟标	48岁	财务总监	历任海南省发展控股财务部财务副主管, 海南临高金牌港开发财务部经理, 海南儋州滨海新区开发公司财务部经理, 海南天能电力财务总监, 海南天汇能源党委委员、财务总监, 海口美兰国际机场副总裁、财务副总监等职务	本科
黄尔威	46岁	董事会秘书	曾任海南海航航空进出口公司进出口部经理、海航酒店集团财务部总经理、海航集团财务公司副总经理、海航集团财务部副总经理、海南航空财务部总经理, 海航集团财务公司副董事长兼总经理	硕士

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

## 1.2、股权结构: 背靠海南国资委, 控股股东及战投为海南控股

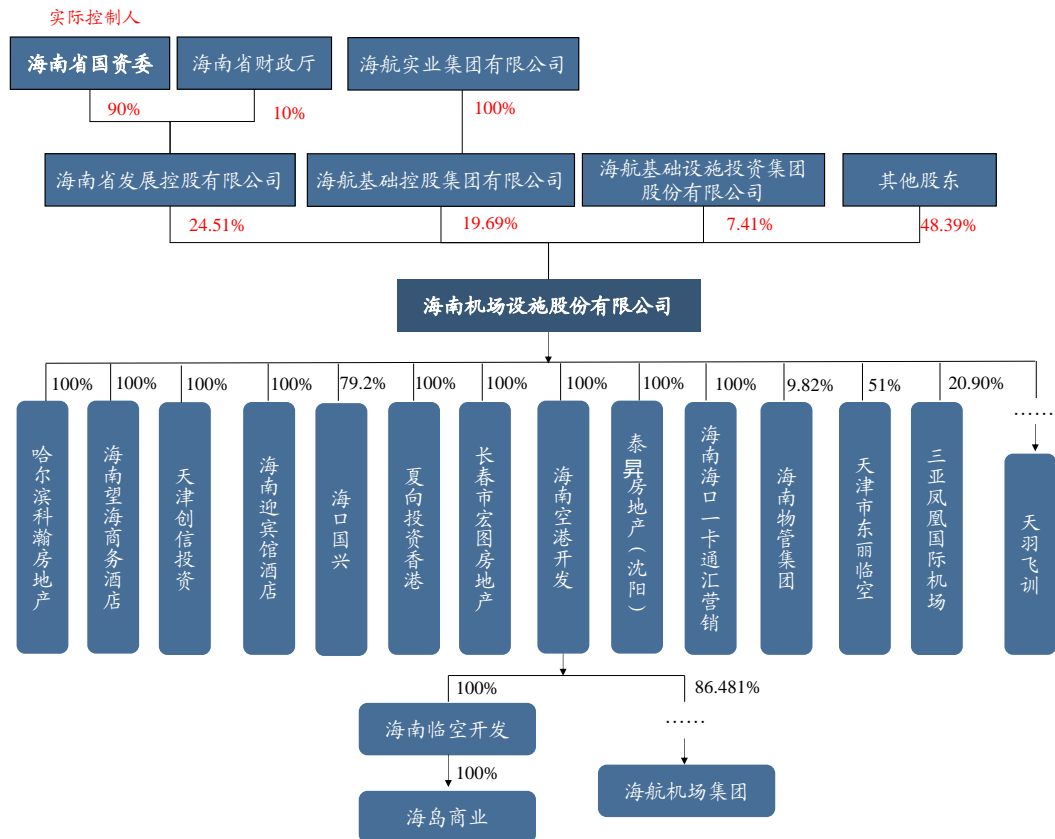
资产重组后收归国资, 海南国资委成为实际控制人。海航集团重整期间, 机场板块由海发控花费 110 亿元现金收购, 其中以 85.5 亿元为对价取得海航基础 33 亿股 A 股股票, 最终实际取得其中 28 亿股, 约占总股本的 24.51%; 取得海航集团负责机场运营板块的



三亚翔航 56% 股权。海南国资委持有海发控 90% 的股权，直接控制海发控，因而海南国资委变为公司实际控制人。

**依托控股股东资源，实现高质量发展。**海南机场隶属海南省发展控股有限公司（海南省国资委旗下最大平台），公司控股股东变更为海南省属最大的国资平台海南省发展控股有限公司，正式融入海南国资体系。未来，海南机场有望依托控股股东资源优势，进一步发挥机场管理、免税商业等业务的协同优势，实现高质量发展。

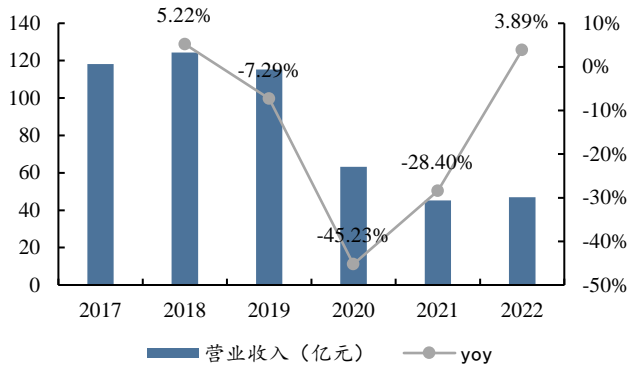
**图 3、海南机场股权结构（截至 2023 Q1）**



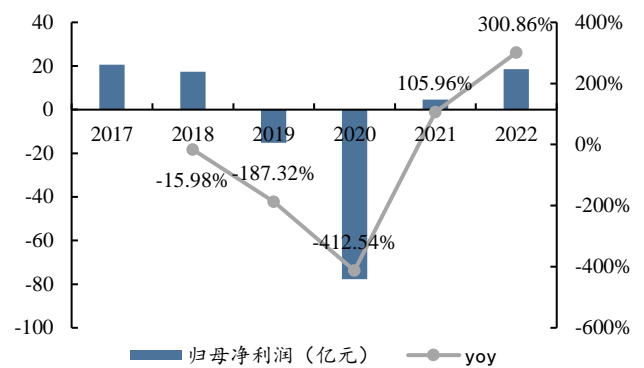
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：主要参控股子公司数据截至 2022 年年报，股东数据截至 2023 年一季度

### 1.3、财务数据：收入端迎来增长拐点，业绩同比持续修复

破产重整完成后，2022 年公司收入与业绩同比均有所修复。从收入端来看，2017-2018 年公司营收呈上升趋势，2019-2021 年公司营收大幅下滑；从利润端来看，受疫情及高额债务影响，2019-2020 年归母净利润为负，2022 年公司完成破产重整后，公司营收及归母净利润均实现提升。

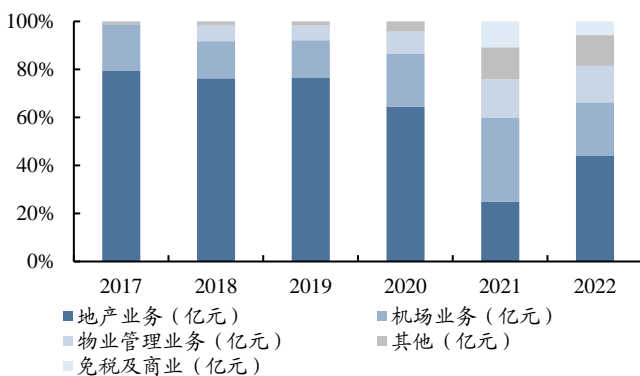
**图 4、2017-2022 年公司营收（亿元）及增速**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

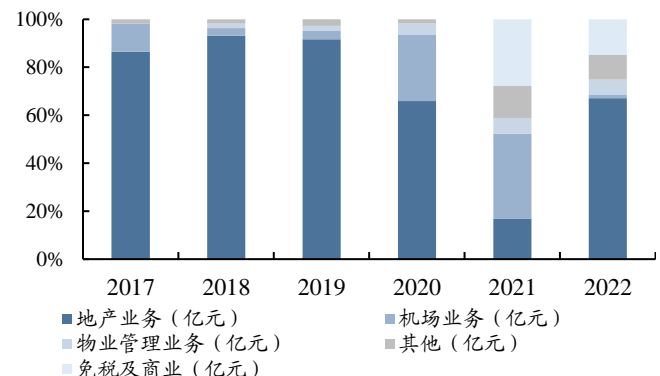
**图 5、2017-2022 年公司归母净利润（亿元）及增速**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

机场业务成为公司主要业务，地产业务逐步退出。从收入端来看，2018-2021 年公司地产业务对公司收入贡献逐步下降，“去地产化”策略见成效，2018 年地产业务营收占比 75.7%，而 2021 年地产业务营收仅占 24.8%，2022 年由于原属于免税与商业业务的持有型物业租赁划归地产业务，地产业务营收占比同比上升；从毛利端来看，自 2020 年以来，受疫情叠加破产重整影响，公司毛利润逐年下滑，其中地产业务盈利能力下滑明显，机场业务成为公司利润端重要支撑，2021 年机场业务、免税及商业业务毛利贡献率分别为 35.4%、27.8%。展望未来，随着离岛免税政策红利的持续释放，公司机场业务、免税及商业业务盈利能力有望实现进一步增长。

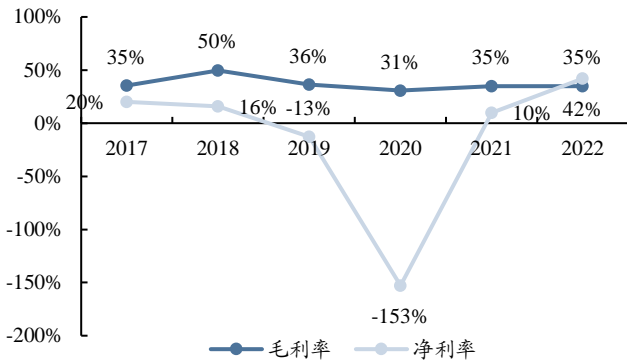
**图 6、2017-2022 年公司营收（亿元）占比分布**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

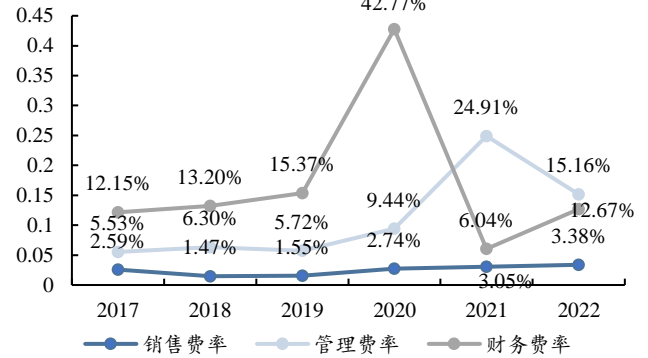
**图 7、2017-2022 年公司毛利润（亿元）占比分布**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

公司毛利率基本保持稳定，2020 年受破产重整影响净利率大幅下滑。2019-2022 年毛利率保持相对稳定，维持在 35%左右，2020 年净利率大幅下降至-153%，主因破产重整下，公司计提高额关联方资产减值和关联担保预计负债的预计损失；2022 年，破产重整完成后，公司净利率大幅修复至 42%，同比增长 32pct。

**图 8、2017-2022 年公司毛利率及净利率**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

**图 9、2017-2022 年公司费率**


资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

## 2、机场业务：资产优质，第七航权赋予海南国内航空枢纽最高自由度

### 2.1、业务概况：公司机场资产优质，三亚凤凰机场为核心机场

公司机场管理业务主要分为航空性业务和非航空性业务，航空性业务包括起降、停场、客桥、旅客服务及安检等，非航空性业务包括延伸的地面服务、免税商业、有税商业、广告、货运、办公室租赁、值机柜台出租等。

公司通过控股+参股+管理输出 11 家机场。1) 控股 7 家机场：公司控股机场主要包括三亚凤凰机场、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；2) 参股 2 家机场：公司通过子公司参股宜昌三峡机场、东营胜利机场；3) 管理输出 2 家机场：公司面向松原查干湖机场、三沙永兴机场进行管理输出。其中，三亚凤凰机场为核心收入来源，持股比例 77%，2022 年营收占比达 90%。

**表 2、机场业务概况**

参与方式	机场	持股比例	2022 年旅客吞吐量 (万人次)
控股	三亚凤凰机场 (核心)	77.36%	951
	琼海博鳌机场	45.42%	45
	唐山三女河机场	44.60%	35
	安庆天柱山机场	86.48%	29
	潍坊南苑机场	86.48%	13
	满洲里西郊机场	57.94%	9
	营口兰旗机场	51.89%	9
子公司参股	宜昌三峡机场	49.00%	125
	东营胜利机场	20.00%	43
管理输出	松原查干湖机场	77.83%	4
	三沙永兴机场	86.48%	3

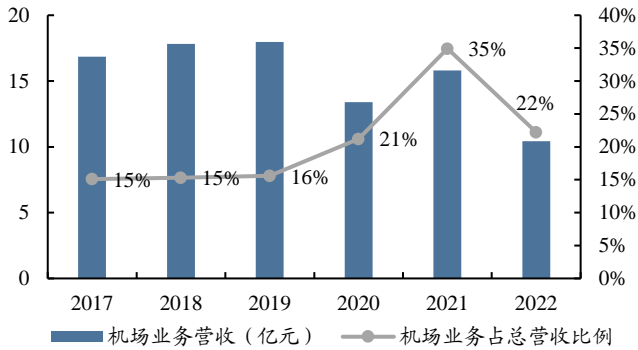
资料来源：民航局、公司公告，信达证券研发中心；注：上表中，东营胜利机场、唐山三女河机场、松原查干湖机场、三沙永兴机场指相应机场管理公司，其余为机场公司

**机场业务收入及利润此前承压，看好今年各项经营指标加速恢复：**

收入端来看，2017-2019 年机场营收呈逐年上升态势，2020 年受疫情及宜昌机场出表影响，机场营收增长受阻；2021 年机场业务较 2020 年有所恢复，叠加地产业务收入下降致公司总营收下降，机场业务营收占比大幅提高至 35%。利润端来看，我们预计常态化

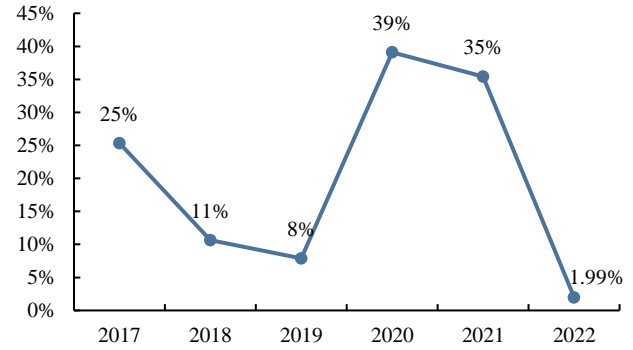
毛利率可超 30%，2018-2019 年毛利率大幅下降，主因航班量增加和航线补贴致使成本有所增加。

图 10、2017-2022 年机场业务营收占比情况



资料来源：同花顺、公司公告，信达证券研发中心

图 11、2017-2022 年机场业务毛利率情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

23 年以来公司机场板块经营情况持续修复，机场业务有望重回增长通道。2023 年 1-4 月，海南机场实现起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别 6.08 万架次、927.46 万人次、5.38 万吨，同比分别增长 56%、91%、32%，各项生产经营指标均实现同比大幅修复。截至 2023 年 5 月 28 日，三亚凤凰机场运送旅客已超 2022 年全年总量（951.4 万人次）、达 952.7 万人次，恢复至 2019 年的 106.7%。

表 3、海南机场 2023 年 1-4 月生产经营数据情况

	2023年1月	2023年2月	2023年3月	2023年4月	2023年1-4月合计
<b>起降架次 (万架次)</b>					
海南机场整体	1.57	1.46	1.58	1.46	<b>6.08</b>
YoY	5%	-1%	132%	508%	<b>56%</b>
三亚凤凰机场	1.23	1.14	1.24	1.13	<b>4.74</b>
YoY	4%	-2%	127%	483%	<b>53%</b>
<b>旅客吞吐量 (万人次)</b>					
海南机场整体	245.54	235.16	232.23	214.53	<b>927.46</b>
YoY	25%	12%	267%	1143%	<b>91%</b>
三亚凤凰机场	214.69	204.54	200.31	183.45	<b>802.99</b>
YoY	25%	12%	266%	1093%	<b>89%</b>
<b>货邮吞吐量 (万吨)</b>					
海南机场整体	1.48	1.23	1.41	1.26	<b>5.38</b>
YoY	-5%	6%	55%	183%	<b>32%</b>
三亚凤凰机场	1.24	0.99	1.15	1.03	<b>4.41</b>
YoY	0%	4%	78%	253%	<b>41%</b>

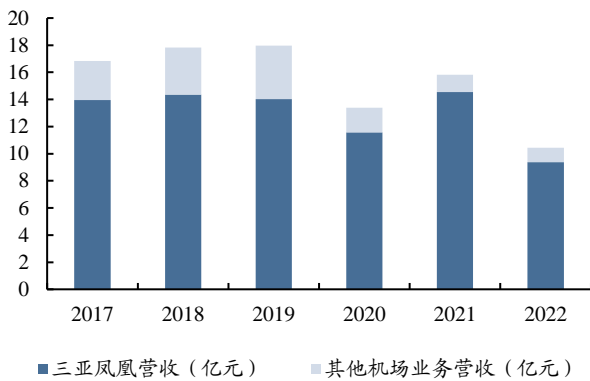
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：海南机场整体指海南机场机场业务生产经营数据，统计范围包括公司控股的 7 家机场（三亚凤凰机场、安庆天柱山机场、唐山三女河机场、潍坊南苑机场、营口兰旗机场、满洲里西郊机场、琼海博鳌机场），以及管理输出的 2 家机场（松原查干湖机场、三沙永兴机场），不含公司参股的机场。

## 2.2、三亚凤凰机场：公司机场业务主要业绩来源

三亚凤凰机场为公司核心机场。截至 2019 年末，三亚凤凰机场现有航站楼面积 10.7 万平米。三亚凤凰机场封关运作项目稳步推进，其中：1) “二线口岸”查验设施设备建设项目已完成 T1 航站楼安检通道改造并投入使用；2) 截至 2023 年 5 月末，国际航站楼改扩建工程总体进度已超 90%，计划 6 月份完成国际口岸改造，具备国际航班保障能力；3) T3 航站楼及配套项目预计 2023 年开工，建设完成后三亚凤凰机场整体保障旅客吞吐量可达 2700-3000 万人次/年。

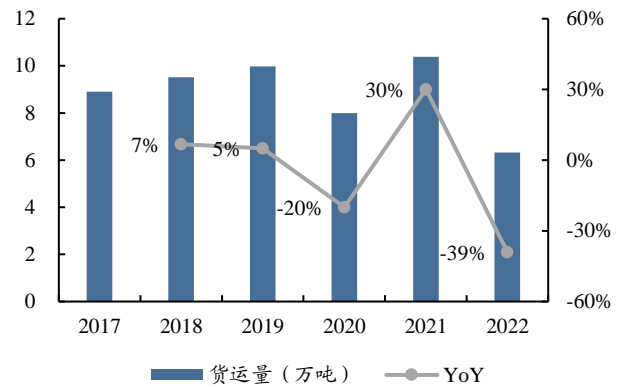
三亚凤凰机场营收占比逐年增长，2022年占机场板块业务营收约90%。2017-2019年，三亚凤凰机场营收保持在14亿元左右，占机场板块总营收的80%，2022年三亚凤凰机场实现营收9.38亿元，对机场业务营收贡献率约达90%。2017-2019年三亚凤凰机场客运量、起降架次、货运量均平稳上升，疫情冲击下2020年客流量和起降架次出现下滑，2022年，受全国疫情反复、多地尤其是海南疫情爆发，三亚凤凰机场实现飞机起降架次7.65万架次、旅客吞吐量951万人次、货邮吞吐量6.33万吨，同比21年分别下滑34%、43%、39%。

图 12、2017-2022 年三亚凤凰机场营收（亿元）



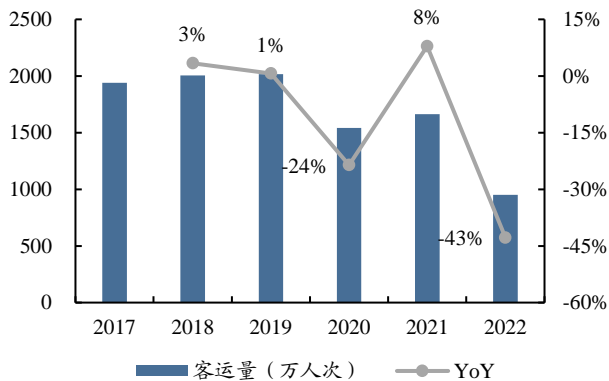
资料来源：同花顺、澎湃新闻、万得、公司公告，信达证券研发中心

图 13、2017-2022 年三亚凤凰机场货运量（万吨）及增速



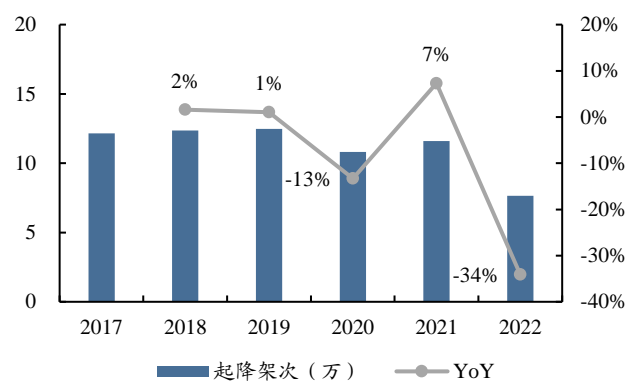
资料来源：民用航空局，信达证券研发中心

图 14、2017-2022 年三亚凤凰机场客运量（万人次）及增速



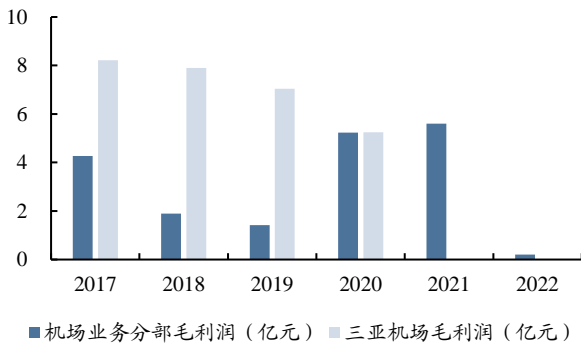
资料来源：民用航空局，信达证券研发中心

图 15、2017-2022 年三亚凤凰机场起降架次（万）及增速



资料来源：民用航空局，信达证券研发中心

疫后客流回暖，三亚凤凰机场盈利情况有望改善。2017-2018年三亚凤凰机场对机场业务毛利润贡献较大，疫情冲击下客流大幅下滑，叠加凤凰机场为海航集团及其关联人提供高额债务担保、计提大额减值损失，2020年凤凰机场业绩急剧下滑；2021年三亚凤凰机场经历破产重整，2023年以来，随着防疫政策调整、客流量快速回升，截至2023年5月28日，三亚凤凰机场运送旅客量已达952.7万人次、超2022年全年总量，相比2019年增长6.7%，凤凰机场盈利能力有望实现修复。

**图 16、2017-2021 年三亚凤凰机场毛利润（亿元）**


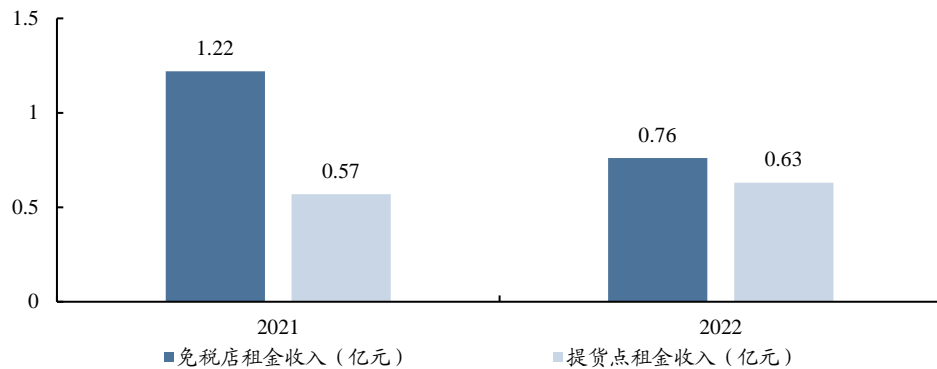
资料来源：同花顺、万得、公司公告，信达证券研发中心；注：2021、2022 年末披露三亚凤凰机场毛利润数据

**表 4、2017-2022 年三亚凤凰机场经营数据**

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
客流量 (万人)	1938.99	2003.90	2016.37	1541.28	1663.00	951.43
YoY	12%	3%	1%	-24%	8%	-43%
货运量 (万吨)	8.91	9.51	9.98	7.99	10.39	6.33
YoY	3%	7%	5%	-20%	30%	-39%
起降次数 (万架)	12.16	12.35	12.48	10.82	11.61	7.65
YoY	6%	2%	1%	-13%	7%	-34%
营业收入 (亿元)	13.95	14.11	14.02	11.58	14.55	9.38
YoY	21%	1%	-1%	-17%	26%	-36%
毛利率	58.85%	55.99%	50.21%	45.25%		
净利润 (亿元)	5.96	2.72	-2.77	-29.52	2.98	3.22
YoY	40%	-54%	-202%	-966%	110%	8%
净利率	42.72%	19.28%	-19.76%	-254.92%	20.48%	34.33%

资料来源：中国民航网、公司公告，信达证券研发中心；注：旅客吞吐量、货邮吞吐量、起降架次数据来自中国民航局，与三亚市统计局数据口径或存在一定差异

凤凰机场免税相关收入体量 1.39 亿元，占凤凰机场营收约 15%。2022 年，三亚凤凰机场实现营业收入 9.38 亿元，其中非航空性业务收入 6.12 亿元、占比 65.3%。从非航收入构成来看，2022 年非航空性业务包括租赁业务收入 1.40 亿元（不含免税相关收入）、地面服务收入 0.83 亿元、广告收入 0.65 亿元、免税店场地特许经营权收入 0.76 亿元、免税提货点场地相关收入 0.63 亿元等，受疫情反复影响，2022 年免税店租金收入同比 2021 年下降 37.70%。

**图 17、三亚凤凰机场免税店租金&提货点租金情况（亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：2021 年提货点租金收入 0.57 亿元为公司收取提货点租金收入整体值，含凤凰机场提货点、日月广场提货点、博鳌机场提货点

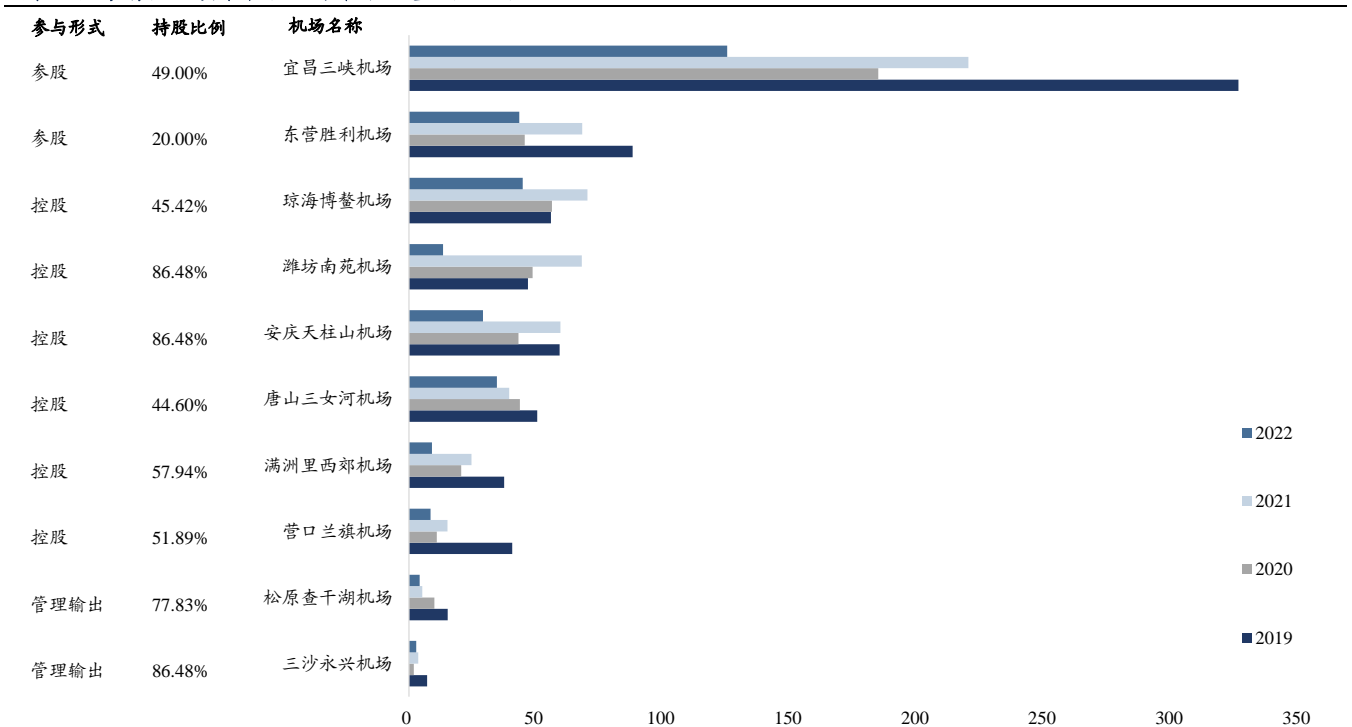
凤凰机场少数股权整合计划持续推进，业绩增量可期。截至 2021 年末，公司通过子公司间接持有三亚凤凰机场 74.53% 的权益比例，2022 年公司通过破产重整程序取得三亚凤凰机场少数股权并直接持有部分股权，实缴注册资本口径下，公司对三亚凤凰机场的权益比例已上升至 77.36%。当前公司正积极研究进一步提高对凤凰机场的权益比例，凤凰机场作为公司机场板块的核心优质资产，后续公司若完成对凤凰机场少数股权的整合、叠加凤凰机场盈利能力的逐步改善，或有望为公司业绩端贡献可观增量。

### 2.3、其他机场：布局覆盖全国 8 省 10 家机场，中小机场业务稳步推进

疫情前宜昌三峡机场客流可超 300 万人次，其余机场客流量小于 100 万人次。公司其他机场集中于发展中地区及低线城市，客流量较为受限。从客流规模来看，宜昌三峡

机场为公司旗下其他机场中旅客吞吐量相对较大的机场，2019 年旅客吞吐量超 300 万人次；而其余机场旅客吞吐量均小于 100 万人次。

图 18、海南机场旗下各机场旅客吞吐量（万人）



资料来源：公司公告、中国民用航空局，信达证券研发中心；注：上图中，东营胜利机场、唐山三女河机场、松原查干湖机场、三沙永兴机场指相应机场管理公司，其余为机场公司

#### 中小机场业务稳步推进，彰显公司专业化管理能力。

- 从业务开拓创新来看，宜昌三峡机场以市场化导向推动非航业务发展，疫情反复下实现逆势增长。宜昌三峡二期改扩建项目于 2022 年 6 月投入使用，扩建期间同步进行品牌招商，引入国内外、宜昌本土知名品牌 30 个，招商率高达 94%，店铺商业收益率整体高于评估价格的 16%；疫情下众多企业减少广告投放，2022 年三峡机场广告业务开启自营，签约广告业务收入逆势增长 164%；2022 年 5 月，三峡机场与中免集团达成合作，通过打造互动活动推广空港汇、cdf 会员购等线上电商品牌，为机场非航业务营收拓展新增长点。
- 从产能拓建情况来看，宜昌三峡机场 T2 航站楼于 2022 年 6 月 23 日正式启用，安庆机场新航站楼于 2022 年 7 月 18 日正式启用；潍坊机场有序开展候机楼二层改扩建项目，旅客隔离区候机面积增加 90%，基本满足年吞吐量 150 万人次的旅客保障能力，岛外机场投资建设步伐稳健。
- 从行业认证来看，公司旗下机场管理品质具备国际化认证，服务质量深受认可，其中，2022 年三亚凤凰机场、满洲里西郊机场获评 SKYTRAX 四星机场，三亚凤凰机场位列 SKYTRAX 全球最佳机场百强第 96 位、国际机场协会“旅客之声”表彰，营口兰旗机场连续 4 年蝉联民航局“平安民航”考核东北辖区四类机场中第一。

#### 2.4、展望：岛内新机场及凤凰机场 T3 建设持续推进，第七航权有望加速落地

**政策支持三亚新机场前期工作。**2022年6月,《海南省“十四五”综合交通运输规划》明确加快推进三亚新机场项目前期工作,力争早日完成前期审批并在“十四五”期间开工建设。2019年三亚凤凰国际机场旅客吞吐量已达2016万人次,逼近三期扩建后年旅客吞吐量2000-2500万人次的承载力。三亚新机场的建设有望缓解凤凰机场的产能压力,实现海南旅游更好的供给释放,推进三亚旅游业和临空产业的发展。

**岛内其他机场扩建工程及新建项目持续推进,打造“两主两辅一货运”机场体系:**2023年2月,琼海市政府工作报告提出,2023年计划加快完成博螯机场对外开放口岸验收,开工建设博螯机场三期扩建工程,实现年旅客吞吐量由50万人次向500万人次跃升;同月,博螯机场总体规划修编已获得民航中南地区管理局批复。《海南省“十四五”综合交通运输规划》明确提出有序推进支线机场新建改建,加快儋州机场建设前期工作,并引入市场主体推进东方货运机场建设,截至2023年4月,新建儋州和东方机场项目也正处于选址阶段。我们认为,随着岛内机场体系的加快完善,公司有望更好承接海南自贸港建设下的客流及货运量增长红利,公司机场业务体量有望更上层楼。

图 19、海南十四五综合交通运输规划



资料来源:《海南省“十四五”综合交通运输规划》,信达证券研发中心

**三亚凤凰机场重点推进 T3 航站楼建设。**根据凤凰机场运营和发展需求,为进一步提升凤凰机场的保障能力,三亚凤凰机场将重点推进 T3 航站楼及配套项目,整体投资规模约 30-40 亿元。2023 年 4 月公示了 T3 航站楼的区位图和用地规划指标, 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有望全面提升,整体保障旅客吞吐量可达 2700-3000 万人次/年。



**图 20、凤凰机场 T3 航站楼区位图**


资料来源：三亚市自然资源和规划局，信达证券研发中心

**第七航权赋予海南国内航空枢纽、乃至全球自贸港航权开放的最高自由度。**2020年9月，民航局印发《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》，鼓励并支持指定的外国空运企业在现有航权安排外，在海南经营客、货运第七航权。第七航权指完全第三国运输权，试点开放第七航权，即国际航空公司可以开设由海南到境外其他地区的航线，而不用返回其本国，为超出我国现有双边航权安排的最高水平开放，赋予海南国内航空枢纽最高自由度。此外，海南自贸港的航权开放为客运、货运的全面开放，而新加坡、迪拜等自贸港仅面向个别国家开放货运第七航权，我国仅在中美协定中给予美方货运第七航权；同时，海南第七航权不以其他国家对等开放第七航权为前提，为单向、自主的开放，或是全球范围内自贸港航权开放的最高水平。

**参考海外经验，第七航权政策落地后海南机场客货运吞吐量有望加速提升。**开放的航权政策有利于提升海南与全球航空网络的连通性，香港、新加坡实施包括货运第七航权在内的航权开放政策，香港自贸港贸易运输由主要依靠航运转向更多依靠空运，2019年香港机场货物吞吐量达480万吨，连续九年稳居全球货运吞吐量最大的机场，占香港全年对外贸易额的42%，新加坡樟宜机场已成为排名全球第8大货运枢纽。随着海南第七航权的开放、以及海南国际航线的恢复及加密，海南国际客流、货运量有望持续提升，海南国际旅游消费中心的建设将得到加速推进。2023年4月，海南省交通运输厅表示今年海南将出台相关方案，力争第七航权政策尽早落地。

### 3、免税业务：参股投资+提供租赁分享离岛免税成长红利

#### 3.1、业务概况：深度布局两大机场+日月广场，卡位优质流量入口

**参股投资+场地租赁参与5家离岛免税店，合计销售占比超1/5。**1) **参股投资：**离岛免税方面，公司分别持有海口美兰机场免税店及三亚凤凰机场免税店各49%的股权，口岸免税方面，公司持有海南海航中免50%股权，海航中免拥有美兰机场、凤凰机场2家机场口岸免税店及7家机上免税店，覆盖67条国际航线；2) **场地租赁：**①**免税店租赁：**公司通过自有物业为三亚凤凰机场免税店、中免海口日月广场免税店、海控全球精品免税城共3家离岛免税店提供场地租赁；②**提货点租赁：**公司旗下机场三亚凤凰机场、琼海博鳌机场及自持物业海口日月广场为各免税运营商提供免税提货点场地租赁。

- 从离岛免税销售额参与体量来看，2022年，公司通过参股投资及提供场地租赁方式布局5家离岛免税店，合计线下免税销售额约75亿元，占海南岛内12家免税店的免税销售额比例约21.5%。
- 从离岛免税租赁面积来看，截至2022年，公司提供离岛免税租赁面积7.19万平方米，占同期离岛免税经营面积（超40万平方米）的约17.5%，其中自持物业提供场地租赁面积5.40万平方米、参股投资公司租赁面积1.79万平方米；随着凤凰机场免税店二期开业进展的持续推进，后续有望新增租赁面积0.5万平方米。

**图 21、公司免税业务参与形式**

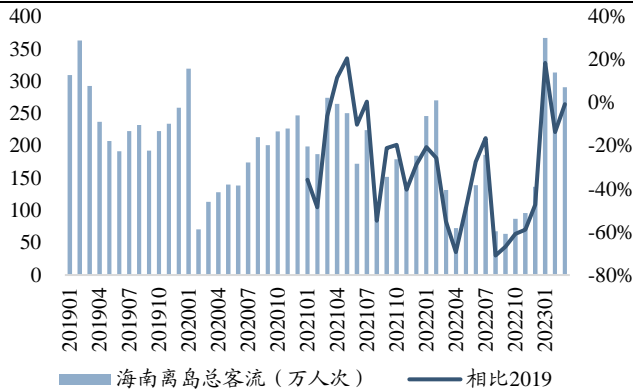
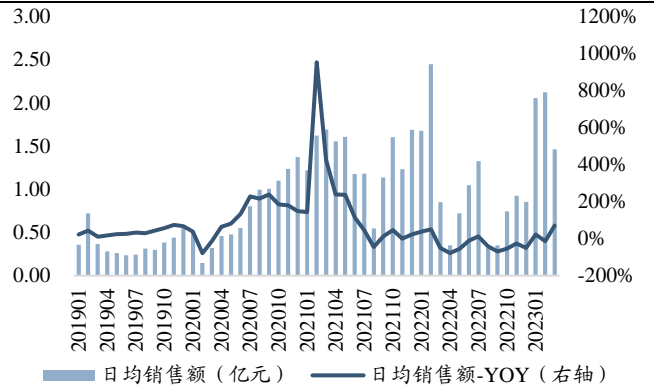

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.2、海南离岛免税市场：客流修复+供给扩容，离岛免税消费需求加速释放

客流快速回暖，23Q1 海南离岛客流已恢复至 2019 年同期的 101%。2022 年 12 月疫情防控政策优化以来，海南离岛客流快速修复，2023 年 1 月春节旺季，两大机场及琼州海峡合计离岛客流达 367 万人次，相比 2019 年增长 19%；23Q1 两大机场及琼州海峡合计离岛客流约 972 万人次，为 2019 年同期的 101%，已基本修复至疫情前水平。

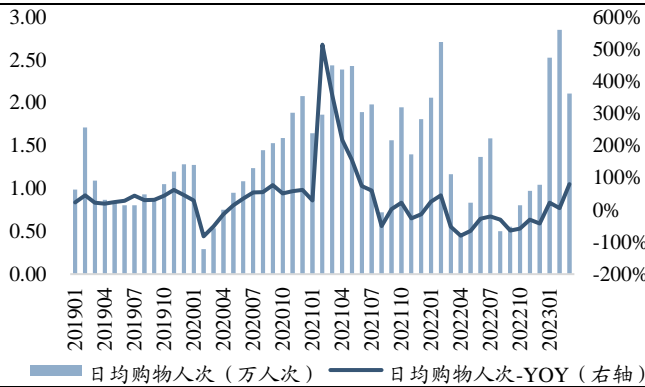
伴随客流修复、旺季来临，离岛免税购物人次及销售额大幅回升。23Q1 海南离岛免税日均购物人次 2.48 万人次，相比 21 年、22 年同期分别增长 25%、27%，23Q1 海南离岛

免税日均销售额为 1.87 亿元，较 21 年、22 年同期增幅分别 24%、15%，我们预计增长主要来源于跨省游限制解除叠加传统海南旅游及免税消费旺季来临，同时海南免税经营面积及入驻品牌持续扩容，而免税销售增速不及购物人次增速，我们预计主因 23Q1 客流恢复后普通消费者占比提升、供给结构性不足、折扣力度收窄 B 端客户观望递延等所致，海南免税潜力尚未完全释放，我们仍然看好海南离岛免税全年增长空间。

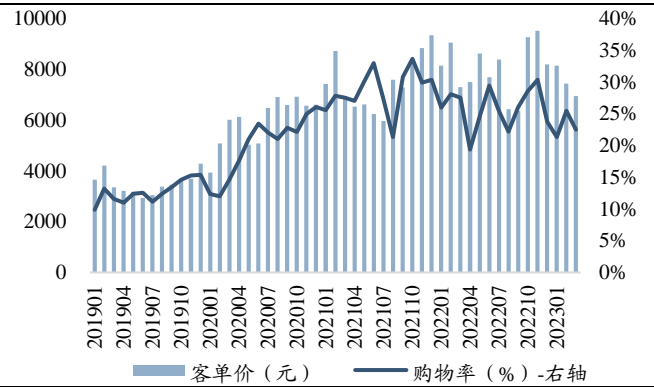
**图 22、海南离岛客流情况（万人次）**

**图 23、海南离岛免税销售额（亿元）**


资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：此处及文中海南离岛总客流口径为三亚凤凰机场出港客流、美兰机场旅客吞吐量/2、琼州海峡旅客吞吐量/2 的合计值

资料来源：海口海关，信达证券研发中心

**图 24、海南离岛免税日均购物人次（万人次）**


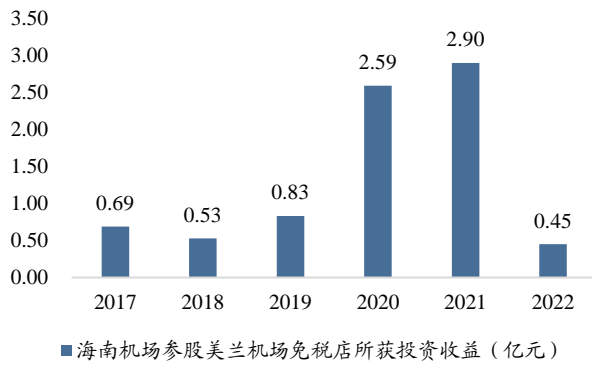
资料来源：海口海关，信达证券研发中心

**图 25、海南离岛免税客单价（元）及购物率**


资料来源：海口海关、Wind，信达证券研发中心；注：购物率口径：分子为海口海关披露的月度购物人次，分母为海南离岛总客流（三亚凤凰机场出港客流、美兰机场旅客吞吐量/2、琼州海峡旅客吞吐量/2 的合计值）

### 3.3、美兰机场免税店：持有美兰机场免税店 49% 股权，享受投资收益

公司通过参股方式布局美兰机场免税店，2021 年投资收益体量近 3 亿元。海口美兰机场免税店为美兰机场 T1、T2 航站楼免税店经营主体，采取线下经营模式，经营面积 1.79 万平方米，其中 T1 航站楼免税店（一期）经营面积 0.86 万平方米，最早于 2011 年 12 月开业；T2 航站楼免税店经营面积 0.93 万平方米，于 2021 年 12 月开业。2020-2021 年美兰机场免税店贡献投资收益分别约 2.59、2.90 亿元，2022 年疫情扰动下经营受阻，实现投资收益 0.45 亿元。

**图 26、海南机场对美兰机场投资收益情况（亿元）**


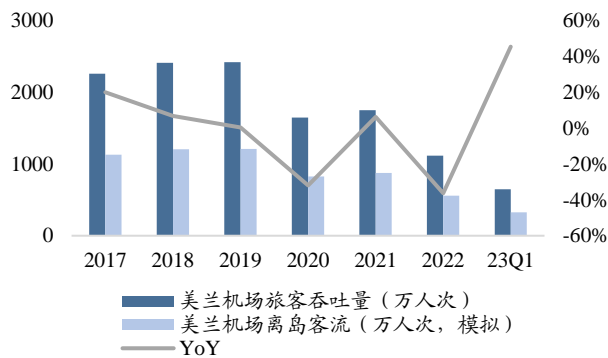
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 27、海口美兰机场免税店概况**

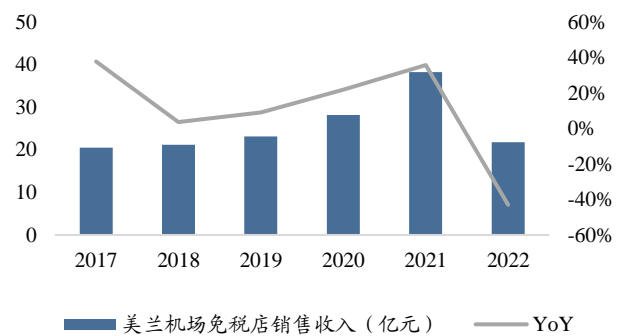
	一期 (T1航站楼)	二期 (T2航站楼)
经营面积	8631万平方米	9313平方米
开业时间	2011年12月21日	2021年12月1日
入驻品牌	PRADA GUCCI BURBERRY BOSS Salvatore Ferragamo BALLY LONGINES MCM COCCINELLE	PRADA qeelin Cartier BURBERRY OMEGA Ermenegildo Zegna IWC JAEGER-LECOULTRE RIMOWA COACH

资料来源：公司公告，cdf 海口美兰机场免税店公众号，信达证券研发中心

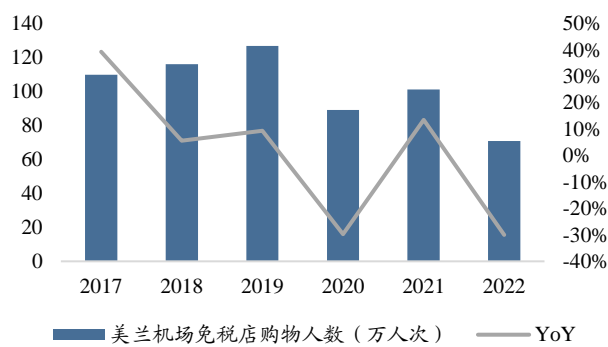
22 年疫情冲击严重下销售额大幅下滑，23 年来客流已强劲回暖、看好经营反弹。从美兰机场客流量来看，2017-2019 年美兰机场旅客吞吐量稳超 2200 万人次，疫情冲击下，2020-2021 年客流仅达 2019 年的约 70%，2022 年受多个主要客源地疫情反复、海南疫情爆发影响，仅恢复至 19 年的 46%。从销售额来看，随着离岛免税新政落地、美兰机场二期免税店开出，伴随客流下滑，2020-2021 年美兰机场免税店销售收入不降反升，分别约 28、38 亿元，而 2022 年大幅回落至 22 亿元。

**图 28、海口美兰机场旅客吞吐量情况（万人次）**


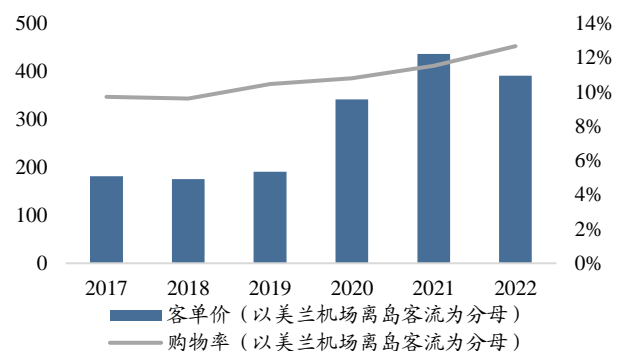
资料来源：Wind，信达证券研发中心；注：离岛客流由旅客吞吐量/2 得到

**图 29、海口美兰机场免税店销售额情况（亿元）**


资料来源：美兰空港公司公告，信达证券研发中心

**图 30、海口美兰机场免税店购物人次情况（万人次）**


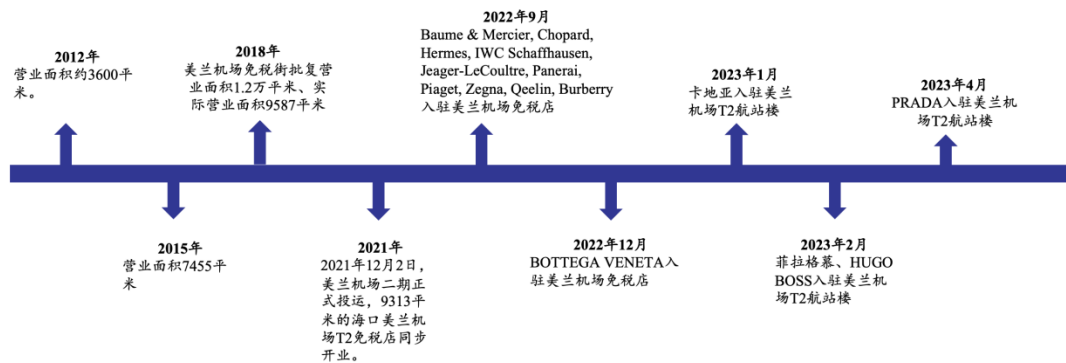
资料来源：美兰空港公司公告，信达证券研发中心；注：2020-2022 年购物人次为我们基于客流增速及门店开业情况模拟的数字

**图 31、海口美兰机场免税店客单价（元）及购物率情况**


资料来源：美兰空港公司公告，信达证券研发中心；注：购物率口径为美兰机场免税店购物人数除以美兰机场离岛客流

美兰机场免税店供给端持续扩容，且仍具较大提升潜力。

- **面积端：自开业以来免税面积持续扩大，享有国内最大的机场离岛免税商业区。** 2012年营业面积约3600平方米，2015年已翻倍至7455平方米，截至2018年，美兰机场免税街批复营业面积1.2万平方米、实际营业面积9587平方米；2021年12月2日，随着美兰机场二期正式投运，9313平方米的海口美兰机场T2免税店同步开业，美兰机场免税面积进一步扩容。当前美兰机场免税批复经营面积约3.99万平方米、已开业面积约1.79万平方米，我们认为，美兰机场仍具备在面积端快速扩容的潜力，有望通过新开出面积及相应的品牌引入实现规模扩张。
- **品牌端：入驻品牌数量超500个，精品供给已实现强势扩容。** 2022年5月20日-2023年4月17日的不到一年时间内，美兰机场T2航站楼十大重奢品牌免税店铺已陆续完成装修并开业，新开出门店主要包括 Bottega Veneta、Burberry、Cartier、Ferragamo、HUGO BOSS、OMEGA、Prada、Qeelin、Time Vallee、ZEGNA，引进约17个高端精品品牌，其中卡地亚店是国内唯一一家卡地亚全品类机场免税精品店，美兰机场离岛免税精品供给实现强势升级，有望促进消费者吸引力及销售额、客单价的提升。

**图 32、海口美兰机场免税店品牌引入及面积扩容情况梳理**


资料来源：cdf 海口美兰机场免税店、旅游零售公众号、中免集团公众号、免税零售专家、WatchTOP、美兰机场公众号、南海网、中国中免投资者关系、信达证券研发中心

**表 5、海口美兰机场免税店单店模型**

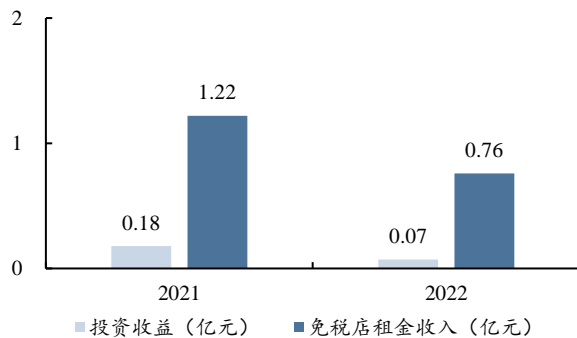
单位：亿元	2016	2017	2018	2019H1	2019	2020	2021	2022
营业收入	14.69	20.24	20.88	11.31	23.20	38.66	45.30	22.32
YoY		38%	3%		11%	242%	95%	-42%
营业成本	9.62	12.21	12.52	6.46				
毛利润	5.07	8.03	8.37	4.85				
毛利率	35%	40%	40%	43%				
税金及附加率	0%	4%	4%	4%				
销售费率	26%	25%	26%	25%				
管理费	3%	2%	2%	2%				
财务费率	0%	0%	0%	0%				
营业利润	0.65	1.52	1.49	1.21				
利润总额	0.65	1.53	1.49	1.21				
所得税费用	0.16	0.38	0.37	0.31				
净利润	0.49	1.15	1.11	0.90	1.69	5.28	5.95	0.91
净利率	3%	6%	5%	8%	7%	14%	13%	4%
海南机场持股比例	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%	49%
海南机场投资收益	0.24	0.69	0.53	0.44	0.83	2.59	2.90	0.45

资料来源：公司公告、中国中免公司公告、Wind、信达证券研发中心

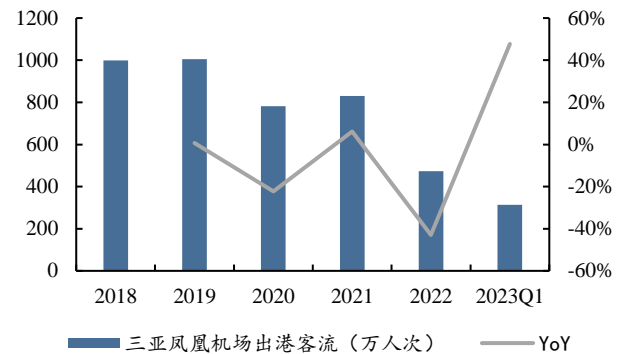
### 3.4、凤凰机场免税店：租赁+参股形式分享凤凰机场免税店收益

公司通过参股+租赁方式参与三亚凤凰机场免税店，2021年取得投资收益近1800万元。三亚凤凰机场免税店为三亚凤凰机场航站楼免税店经营主体，采取线下经营模式，规划免税店经营面积约6800平方米，已开业经营面积约1800平方米（一期和三期项目），当前二期项目已完成相关权证办理、招商和装修工作，正在推进免税品经营资质审批等工作。2021年三亚凤凰机场免税店贡献投资收益、租金收入分别约0.18、1.22亿元，2022年疫情扰动下经营受阻，实现投资收益、租金收入分别为0.07、0.76亿元。

图 33、海南机场对三亚凤凰机场的投资收益及租金收入情况 (亿元)      图 34、三亚凤凰机场离岛客流情况 (万人次)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**凤凰机场免税店供给端提质升级，免税业务增量空间广阔。**

- **面积：仍具较大扩容空间，二期法式花园开业后有望贡献较大业绩增量。**2020年12月一期项目开业，经营面积约800平米，2022年12月三期项目开业，新增经营面积约0，未来凤凰机场将新增约5000平的二期法式花园免税综合体，是当前经营面积的2.7倍，计划于2023年底开业。当前凤凰机场免税店规划经营面积6800平米、已开业面积仅约1800平米，凤凰机场积蓄面积快速扩容力量，有望通过二期法式花园项目的开业实现免税业务的大幅增量。
- **品牌：三期入驻多个精品品牌，助力凤凰机场免税购物吸引力升级。**凤凰机场免税店三期新引进PRADA、BURBERRY、MONCLER、ZEGNA、EMILE CHOURIET、Dewar's及众多腕表、酒水品牌入驻，凤凰机场免税业态品类得到大幅拓展，更好地满足了离港旅客免税购物需求。随着新增门店的开业、精品品牌的引进，三亚凤凰机场免税店的客单价以及购物率有望进一步提升，成长空间广阔。

**表 6、三亚凤凰机场免税店扩容规划**

凤凰机场免税店扩容计划	经营面积 (m <sup>2</sup> )	开业时间
一期	800	2020年12月30日
二期		等待批复
三期	约6000	逐步开业, 近期已开业, 约1000 m <sup>2</sup>
已有规划的经营面积约6800 m <sup>2</sup> , 已开业经营面积约1800 m <sup>2</sup>		

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 35、三亚凤凰机场精品品牌引入情况**


资料来源: 中国民用航空网, cdf 三亚凤凰机场免税店公众号, 信达证券研发中心

### 3.5、日月广场：海口市中心优质商业综合体，集合两家大型离岛免税店

日月广场地理位置优越，免税+有税可租商业面积约 30 万平米，2022 年日月广场贡献租金收入 1.88 亿元，公司拟依靠免税零售、高端零售、精品美食、时尚运动、家庭亲子、文化娱乐六大引擎将其打造海南自贸港高端免税旅游消费商业中心。

- 从地理位置来看，海口日月广场位于海口市大英山 CBD 景观中轴线核心位置，周边聚集高端商务酒店如海南迎宾馆、5A 级写字楼、成熟住宅、图书馆、博物馆等高标准城市配套，距离美兰机场、新海港码头、环岛高铁站、环岛高速均为 30 分钟以内车程，地处核心交通枢纽；
- 从项目面积来看，日月广场总建筑面积约 48 万平米，综合出租率 75.9%；
- 从营收及客流量来看，日月广场于 2016 年 12 月 15 日正式开业，是海南省首家同时入驻两家离岛免税店且体量规模最大的全业态一站式购物中心，近三年年平均客流超 2200 万人次；2021 年，商场整体免税及有税营业收入规模达到 105 亿元，同比增长 29%，营收规模位列全国单体店前十。

**表 7、公司日月广场商业布局情况**

日月广场概况			
地理位置	位于海口市大英山 CBD 景观中轴线位置，地处核心交通枢纽		
项目面积	总建筑面积 48 万 m <sup>2</sup> ，综合出租率 75.9%（2022 年末）		
营收及客流	近三年年平均客流超 2200 万人次；营收规模 105 亿（2021 年）；租金规模 1.88 亿（2022 年）		
布局	中免日月广场免税店	海控全球精品免税城	有税商业
经营面积	1.95 万平方米	近 4 万平方米	-
销售额	预计约 35 亿（2022 年）	近 38 亿元（2022 年，含线上等）	-
开业时间	一期 2019.1.20 开业，二期 2019.6.1 开业	一期 2021.1.31 开业，二期 2021.8.30 开业，三期 2022.10.26 开业	2016 年 12 月 15 日
扣点率	3%	3%（苹果等 3C 数码产品外的其他品类扣点率为 1%）	-
入驻品牌	超 600 个	近 600 个	约 76 家商户（含购物、餐饮、休闲娱乐等）

资料来源: 公司公告, 观点地产网, 穆迪达维特免税报告, 海南控股公众号, 海南广播电视台总台公众号, 大众点评 APP, 日月广场, 中国商报网, 金融界, cdf 海口日月广场免税店公众号, 信达证券研发中心

日月广场为中免海口日月广场免税店、海控全球精品免税城提供场地租赁。

- **中免日月广场免税店：**中免日月广场市内店一期于2019年1月开业、二期于2019年6月开业，租赁面积2.49万平方米，其中免税店经营面积1.95万平方米，入驻超600个品牌；
- **海控全球精品免税城：**海控全球精品免税城一、二、三期分别于2021年1月、2021年8月、2022年10月开业，截至2022年年底，营业面积近4万平方米，经营品牌近600个，2022年销售额近38亿元，同比2021年增长120%。

**扣点水平回归市场化，有望与免税商共同推动免税销售体量成长。**1) 2022年12月公司公告子公司海岛商业与全球精品免税城签署《房屋租赁合同补充协议》，于2022.1.1至2030.11.30租赁期内，一般商品月营业额抽成由含税累计销售额的8%下调至3%（除苹果等3C数码产品外），保底租金维持4800万元/年；2) 2023年3月中免日月店新一轮租赁合同落地，新一轮租赁期为2021.11.1至2025.12.31（50个月），租金计算规则分为四阶段，其中阶段一（21.11-22.4）按固定月租金60元/平米，阶段二至阶段四营收提成率保持3%，仅保底租金略有不同。当前海控免税城、中免日月店租金合同均已调整为3%扣点水平，我们预计市场化的租金模式及合理的扣点水平有望助力销售规模扩大，实现公司与免税商的互利共赢。

**表 8、中免日月广场店租金合同梳理**

租赁年度	面积(m <sup>2</sup> )	月租金单价(元/m <sup>2</sup> )	保底提成率	月营业收入提成率	年保底租金小计(万元)
2021.11.1-2022.4.30	24902	60	/	/	/
2022.5.1-2022.12.31	24902	/	/	3%	/
2023.1.1-2023.12.31	24902	/	3%	3%	7500
2024.1.1-2025.12.31	24902	/	3%	3%	双方另行商议

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 9、海控全球精品免税城租金合同梳理**

基本信息	变更前	变更后
铺面编号	C01地块水瓶座1-3层、摩羯座1-2层	水瓶座L-3层、摩羯座1-2层，L层铺位号C04-L1-102，但不含水瓶座2-3层现有商户“小拍熊”经营区域
租赁建筑面积(m <sup>2</sup> )	38920	37,500
年度保底租金(万元)	4,800	4,800
租赁年度	2021.2.1-2030.11.30	2022.1.1-2030.11.30
月营业额提成比例	含税累计销售额的8%(除苹果等3C数码产品外)	含税累计销售额的3%(除苹果等3C数码产品外)

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

### 3.6、提货点：固定租金制下提货点租金收入相对稳定

**提货点租金收入相对稳定。**海南机场旗下机场、商场提供的免税提货点有cdf海口日月广场返岛提货点、三亚凤凰机场提货点、博鳌机场提货点。2021年公司收取免税提货点租金收入0.57亿元，2022年公司三亚凤凰机场取得免税提货点租金收入0.63亿元。

**提货点租赁收入以固定租金形式确定。**公司采用自持物业提供场地租赁形式的免税业务中，免税店主要以保底租金+销售额扣点形式确定租金，提货点主要以固定租金形式确定租金标准，因此，我们预计海南离岛免税“即购即提”和“担保即提”政策的落地不会对免税提货点租赁收入带来较大不利影响。



**图 36、公司免税提货点情况梳理**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 4、房地产业务：传统地产业务逐步退出，积极拓展临空产业开发经营

### 4.1、业务概况：当前项目集中于海南地区，“去房地产化”持续推进

公司房地产业务集中于海南地区，项目业态主要包括商业、住宅等。公司房地产业务收入主要包括房地产销售收入、持有型物业租赁收入及工程总承包公司相关收入，截至 2022 年末，公司剩余在建及土地储备项目 23 个，土地面积逾 6500 亩；公司已完工、在建项目的账面价值约 106.61 亿元，主要包括豪庭系列项目、海南中心、海口国瑞大厦项目等；投资性房地产期末余额约 135.41 亿元，包括海口日月广场、海南大厦、海航大厦、海控国际广场等，主要为持有租赁。从项目业态来看，公司开发投资项目及租赁项目主要集中于商业、住宅及写字楼等，从项目分布区域来看，公司项目集中于海南省、并以海口市为主，其中海口市项目投资额占公司 2022 年总投资额约 67%，而租金收入中亦有 64% 由海口地区项目贡献，2022 年海口地区租金总收入 3.37 亿元，其中日月广场收入 1.88 亿元（占比 56%）。

**表 10、海南机场房地产开发投资情况**

地区	项目	经营业态	项目状态	项目用地面积(万平方米)	总投资额(亿元)
海南省海口市	海口双子塔-北塔	综合体	在建(实际停工状态)	3.52	96.53
	海南中心		在建	3.43	97.79
	海航中心D10			2.55	43.43
	豪庭南苑三区	住宅	竣工	2.64	19.56
	豪庭南苑五区			1.55	8.57
	豪庭北苑三区(A08)			2.53	12.13
	豪庭A08商业街			1.37	
	豪庭北苑A12	住宅	竣工	3.21	9.95
	豪庭A12商业街	商业	完工	1.34	
	豪庭A13商业街	商业	竣工	3.53	0.05
海南惠航国际医院	医院	在建(实际停工状态)	0.92	7.90	
海南省琼中县	琼中庭院	酒店、住宅	在建	18.83	7.19
海南省儋州市	儋州望海国际商业广场	商业	完工	2.96	5.36
海南省万宁市	子爵二期	住宅	停工	7.52	2.34
辽宁省营口市	营口海航华府(A地块A-1#商业)	商业	土地储备	6.29	10.72
	营口海航华府(C地块幼儿园)			6.47	10.04
	营口海航华府(D地块D-19#1楼)			7.72	
吉林省长春市	长春海航国际广场(含一、二期)	商业/写字楼	在建(实际停工状态)	2.05	24.22
四川省成都市	成都锦润青城项目一二期	住宅、商业	在建	33.19	29.19
湖北省宜昌市	海航通航生态城(宜昌)海航城一期	住宅、商业	在建	7.86	4.97
	海航通航产业园(宜昌)项目(一期)	产业园	在建(实际停工状态)	16.33	6.18
湖北省武汉市	武汉海航蓝湾临空产业园	仓储配套	在建(实际停工状态)	65.61	42.94

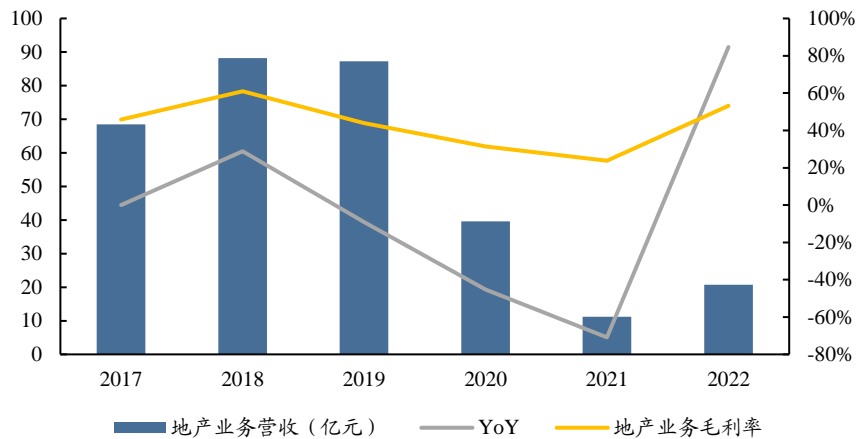
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**表 11、海南机场房地产出租情况**

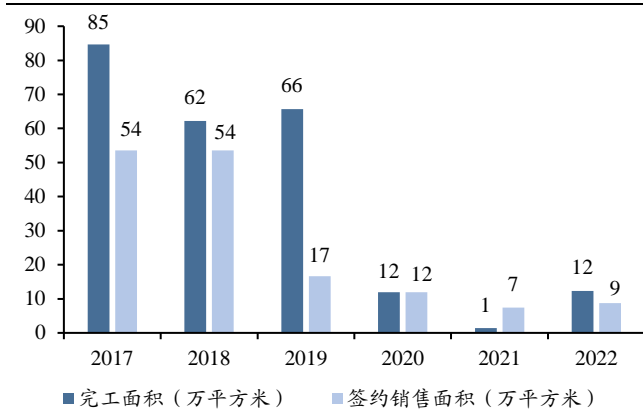
地区	项目	经营业态	出租地产的建筑面积 (万平方米)	租金收入 (亿元)	权益比例 (%)
海南省海口市	海口日月广场	商业	18.78	1.88	100
	万国商厦		0.04		
	海南大厦		1.85	0.19	
	豪庭北苑		0.07		
	互联网金融大厦		1.79	0.17	
	海控国际广场项目	C座商业	1.35	0.07	
	海南大厦33层	办公	0.22	0.04	
	新海航大厦		2.05	0.09	
	新海航大厦		0.29	0.02	
	海南大厦		2.37	0.52	
	望海国际精品楼	商业	0.49	0.06	
	靛所项目	酒店	2.18	0.12	
	海南丝寓靛所公寓	长租公寓		0.03	
	数据谷一号营地 (海南大厦裙楼)	办公	0.42	0.04	
	数据谷二号营地 (物业楼)		0.37	0.03	
	数据谷三号营地 (靛所)	长租公寓			
	海南迎宾馆	酒店	2.20	0.12	
海南省三亚市	海阔天空学苑一期	商铺	0.25	0.02	76
	凤凰机场站前综合体商业租赁	综合体	1.77	0.15	77
	候机楼场地租赁	商业	0.51	1.45	
海南省陵水县	陵水YOHO湾	候机楼及返租商铺	1.13	0.04	100
海南省儋州市	洋浦海航游艇制造项目	工业	1.02	0.04	100
海南省澄迈县	海南生态软件园 (6栋别墅)	办公	1.26	0.04	80
天津市	大通大厦	写字楼	0.58	0.03	100
辽宁省沈阳市	泰和国际大厦	写字间	1.02	0.07	100
湖北省武汉市	海航武汉临空产业园	研发中心2#楼二楼			64
	海航武汉临空产业园	2、3、4号仓库	3.50	0.05	100
四川省成都市	成都锦润青城项目	住宅, 商业	0.48		100
吉林省长春市	长春海航国际广场一期	商业	2.62	0.02	100

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

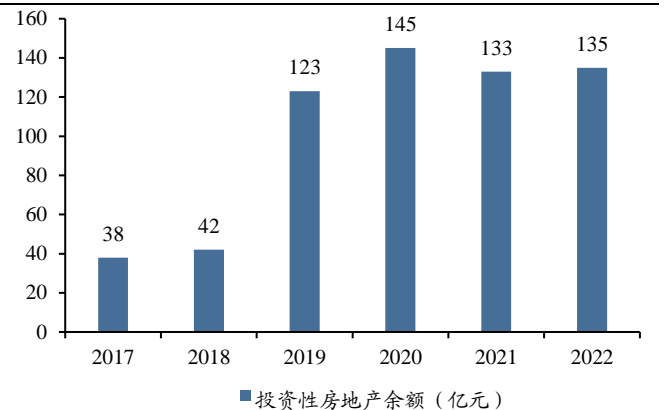
公司逐步推进去房地产化工作, 计划退出传统地产业务。公司地产业务完工面积快速减少, 从 2018 年的 62.24 万平方米减少到 2021 年的 1.37 万平方米, 且 2022 年无新增开工面积。公司计划聚焦临空产业, 推进地产业务转型工作, 随着公司去房地产化工作的逐步推进, 公司地产业务签约销售面积及相应营收或将呈增长态势。

**图 37、海南机场房地产业务营收 (亿元)、增速及毛利率情况**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 38、海南机场房地产业务完工及签约销售面积情况（万平方米）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

**图 39、海南机场投资性房地产余额情况（亿元）**


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

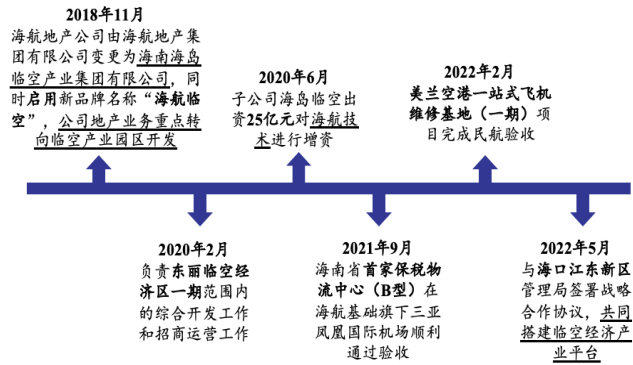
**持续推进优质存量项目建设，积极推动大英山 CBD 综合开发。**公司房地产业务仍有部分优质存量项目正处于推进过程中，如海南中心已于 2022 年 12 月全面复工，豪庭南苑五区项目、豪庭北苑 A13 等项目顺利完成竣工备案。其中，海南中心为公司集中力量推进的重点项目，位于海口大英山 CBD 核心地区，总建筑面积约 39 万平米，计划建成为集 5A 级办公、超五星级酒店、高级餐厅、高空观光等功能于一体的顶级商务交流平台，主楼建成后高度可达 428 米，将成为海南第一高楼；该项目预计总投资约 97.78 亿元，截至 2022 年 12 月已投资约 15.33 亿元，公司预计其有望在 2025 年底主体结构封顶、2026 年底投入运营。项目建成后，有望成为海南自由贸易港的新地标，进一步提升大英山 CBD 资产价值，并为公司带来较为稳定的投资收益。

#### 4.2、地产业务发展重点逐步向临空经济转型，布局临空上下游产业链

**依托机场业务发展临空经济，多业态协同发展。**临空产业主要指在机场和机场周边地区，根据临空指向性强弱在临空经济区内呈现出一定分布规律的产业集合，包含为航空运输提供直接服务的产业，及因航空运输的人流、物流等因素所衍生的产业；公司旗下临空产业包括有武汉临空产业园、天津临空产业园、三亚保税物流中心(B型)、美兰空港一站式飞机维修基地(参股)等。自 2018 年起，公司逐步将地产业务的重点转向临空产业园区开发，依托机场空港资源获取临空地产资源，在机场周边进行临空产业配套项目开发建设和临空产业发展经营，促进临空产业与机场主业功能互补，具备较为明显的资源优势和丰富的经营经验。

**搭建合资公司及合作平台，布局临空上下游产业链。**2020 年 2 月，公司与天津滨海创意投资发展有限公司组建合资公司，负责东丽临空经济区一期的综合开发与招商运营工作；同年，公司旗下子公司对海航技术增资 25 亿元，完善美兰空港一站式飞机维修基地拓展航空器维修、航空维修培训、航材销售等临空产业相关业态全产业链的布局；2022 年 5 月，公司与海口江东新区管理局达成战略合作，共同搭建空港经济平台，完善临空上下游产业链，推进临空产业平台项目落地。

图 40、海南机场临空经济布局时间线梳理



资料来源：公司年报、南海网、人民网、中证网，信达证券研发中心

图 41、海口临空经济区地理位置及规划面积

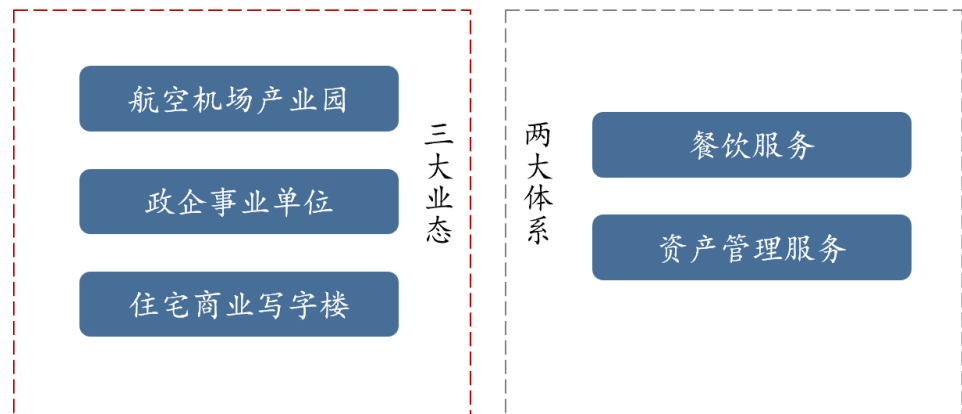


资料来源：海南省城市规划协会公众号，信达证券研发中心

## 5、物业管理业务：坐拥海南本岛规模最大的物业服务企业，发展稳健

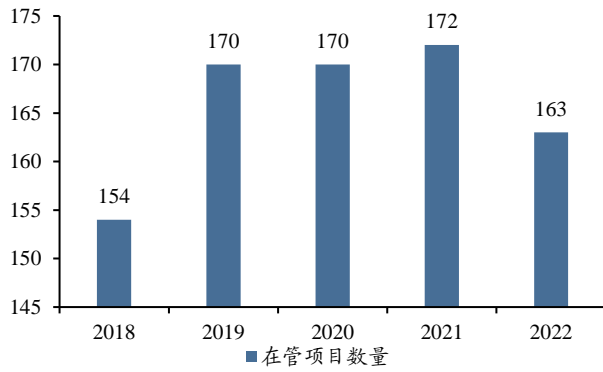
公司坐拥海南本岛规模最大的物业服务企业海南物管，聚焦三大优质业态+两大服务体系。当前公司物管业务已逐步转向城市化综合拓展模式，市场拓展方向主要为航空机场产业园、政企事业单位、住宅商业写字楼等资金回笼快速、规模较大的优质业态及项目，并进行餐饮服务、资产管理服务两大体系业务布局，如公司承接海口美兰国际机场、海南辖区政府等项目，多业态协同发展。

图 42、公司物业业务布局重点

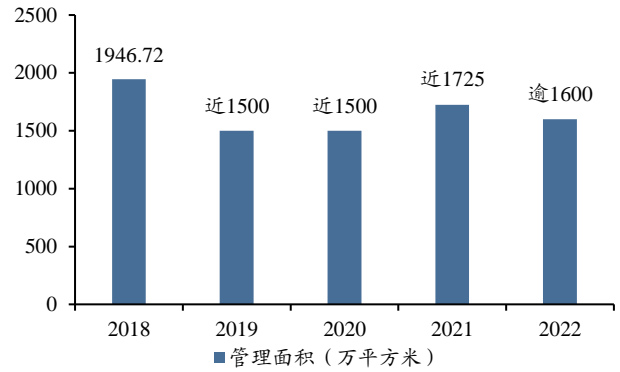


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

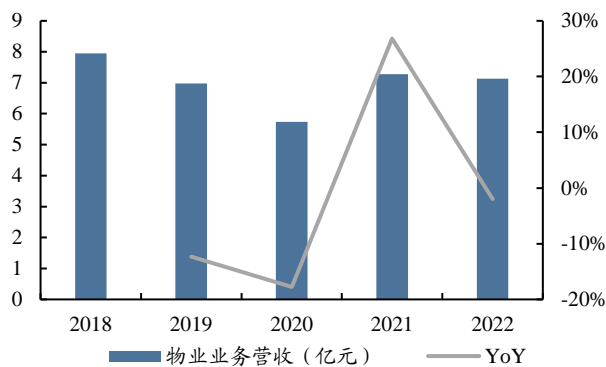
物业业务发展稳健，营收及毛利率较为稳定。受上游房地产行业深度调整影响，物业企业扩张规模放缓，但整体仍呈现上升态势。近年来，公司物业管理面积保持在 1500 平方米以上，在管项目稳定在 170 个左右，截至 2022 年，公司在管项目 163 个，管理面积逾 1600 万平方米。从营收端来看，受益于公司较为稳定的在管项目数量及管理面积，2018-2022 年物业业务营收稳健，基本维持在 7-8 亿元；从利润端来看，疫情冲击下物业业务毛利率较为平稳，疫情前后均维持在 15% 左右。

**图 43、物业业务 2018-2022 年在管项目数量 (个)**


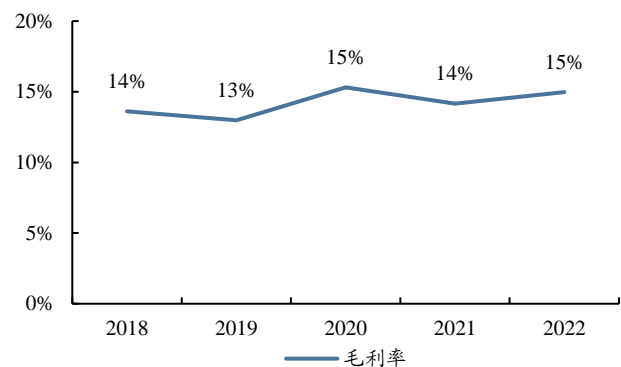
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 44、物业业务 2018-2022 年管理面积 (万平方米)**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 45、2018-2022 年物业业务营收 (亿元) 及增速**


资料来源: 同花顺、公司公告, 信达证券研发中心

**图 46、2018-2022 年物业业务毛利率**


资料来源: 同花顺、公司公告, 信达证券研发中心

**物业业务具备较强竞争力, 有望与地产业务、临空产业协同赋能。**

- **多业态协同优势:** 旗下机场、5A 写字楼、商业综合体、高端酒店等各类项目为物业业务提供广阔的发展的平台。酒店业态与其他业态形成良性互动, 分布在交通中心、核心商务区和旅游景区, 积极贯彻“高端商务”与“临空服务”的品牌定位, 提升管控能力和服务品质; 按照“港产城”融合发展模式, 开发临空产业, 致力于做优秀的城市综合服务运营商。
- **服务水平持续进步:** 公司逐步通过 ISO 系列管理体系监督审核, 2022 年客户满意度达 80.64%, 有效投诉关闭率 100%; 同时, 以客户体验为中心, 根据专业公司赋能、打造物业多元化产业链条、搭建数字化管控体系, 推进建设智能化数字物业转型和社区基层治理体系。

## 6、盈利预测与投资建议

### 6.1、核心假设与盈利预测

展望未来, 公司确立了以机场主业为根本, 以免税商业地产、物业酒店服务为两翼, 以临空、资本为两大驱动引擎的“一本两翼双引擎”发展战略, 推动公司发展转型升级。基于对各业务发展趋势及公司竞争力的分析, 我们对公司机场、免税及商业、地产、物业管理业务进行假设预测:

- **机场业务:** 我们预计 2023-2025 年三亚凤凰机场航空收入分别为 8.7、9.6、10.2 亿元, 三亚凤凰机场非航业务收入分别为 7.8、9.1、10.2 亿元, 其他机场收入分

别为 2.5、3.1、3.6 亿元，2023-2025 年公司机场业务有望实现营收分别为 19.0 亿元、21.7 亿元、24.1 亿元。

- **免税及商业业务：**公司免税及商业业务收入主要来源于公司自持物业日月广场的免税商业及有税商业。我们预计 2023-2025 年中免日月广场店租金收入分别为 1.7、1.8、2.0 亿元，海控免税城租金收入分别为 1.5、1.8、2.1 亿元，其他有税商业收入分别为 1.3 亿元、1.4 亿元、1.6 亿元，2023-2025 年公司免税及商业业务营收分别为 4.5 亿元、5.0 亿元、5.7 亿元。
- **地产业务：**公司持续加快存量项目开发建设，重点推进海南中心等项目开发建设，逐步实现去地产化。我们预计公司地产业务 2023-2025 年营收增速分别为 85%/2%/2%，营收分别为 38.4 亿元、39.1 亿元、39.9 亿元。
- **物业管理业务：**公司计划逐步从传统物业模式转向城市化综合拓展模式，拓展资金回笼快的较大规模优质项目，并打造物业多元化产业链条、搭建数字化管控体系，积极推进智能化数字物业转型。我们预计公司物业管理业务 2023-2025 年营收增速分别为 20%/10%/5%，营收分别为 8.6 亿元、9.4 亿元、9.9 亿元。
- **其他业务：**公司其他业务主要包括酒店业务及飞训业务。酒店业务方面，公司计划拓展酒店产品，提升酒店竞争力；飞行模拟机训练方面，公司将积极通过客户回访及调研等深化与现有客户的合作关系、争取增加训练投放量，并通过持续创新模拟机训练产品优惠组合以争取优质客户，同时加强校企合作。我们预计公司其他业务 2023-2025 年营收增速分别为 15%/12%/10%，营收分别为 6.9 亿元、7.7 亿元、8.5 亿元。

综上假设，我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 77.30 亿元、83.00 亿元、88.03 亿元，分别实现归母净利润 11.60 亿元、13.34 亿元、16.77 亿元，对应毛利率水平达 39.5%、40.4%、40.6%，对应净利率水平达 15.0%、16.1%、19.1%。

**表 12、公司分板块业务收入及利润预测（百万元）**

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	<b>4,524.55</b>	<b>4,700.66</b>	<b>7,729.60</b>	<b>8,299.87</b>	<b>8,802.99</b>
yoy	-28%	4%	64%	7%	6%
机场业务	1,580.54	1,044.32	1,896.45	2,169.25	2,405.93
yoy	18%	-34%	82%	14%	11%
地产业务	1,122.87	2,073.46	3,835.90	3,912.62	3,990.87
yoy	-72%	85%	85%	2%	2%
物业管理业务	727.31	712.84	855.40	940.94	987.99
yoy	27%	-2%	20%	10%	5%
免税及商业业务	490.36	269.54	451.27	503.62	567.41
yoy		-45%	67%	12%	13%
其他	603.47	600.50	690.58	773.45	850.79
yoy	38%	0%	15%	12%	10%
<b>营业成本</b>	<b>2,943.58</b>	<b>3,058.72</b>	<b>4,675.56</b>	<b>4,944.50</b>	<b>5,231.13</b>
yoy	-33%	4%	53%	6%	6%
<b>毛利润</b>	<b>1,580.98</b>	<b>1,641.93</b>	<b>3,054.03</b>	<b>3,355.38</b>	<b>3,571.86</b>
<b>毛利率</b>	<b>35%</b>	<b>35%</b>	<b>39.5%</b>	<b>40.4%</b>	<b>40.6%</b>
机场业务	560.15	20.79	770.94	875.50	963.76
毛利率	<b>35%</b>	<b>2%</b>	<b>41%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>
地产业务	266.95	1,102.16	1,496.00	1,565.05	1,596.35
毛利率	<b>24%</b>	<b>53%</b>	<b>39%</b>	<b>40%</b>	<b>40%</b>
物业管理业务	103.08	106.80	136.71	159.79	167.78
毛利率	<b>14%</b>	<b>15%</b>	<b>16%</b>	<b>17%</b>	<b>17%</b>
免税及商业业务	438.92	244.10	408.68	461.13	520.67
毛利率	<b>90%</b>	<b>91%</b>	<b>91%</b>	<b>92%</b>	<b>92%</b>
其他	211.87	168.08	241.70	293.91	323.30
毛利率	<b>35%</b>	<b>28%</b>	<b>35%</b>	<b>38%</b>	<b>38%</b>
<b>归母净利润</b>	<b>463.29</b>	<b>1,856.31</b>	<b>1,160.17</b>	<b>1,333.87</b>	<b>1,677.15</b>
<b>归母净利率</b>	<b>10.24%</b>	<b>39.49%</b>	<b>15.01%</b>	<b>16.07%</b>	<b>19.05%</b>

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

## 6.2、投资建议

公司作为海南自贸港建设的重要参与者，我们预计公司有望享受政策和发展红利，看好公司机场和免税业务中长期的成长性。我们预计 2023-2025 年公司分别实现营收 77.30 亿元、83.00 亿元、88.03 亿元，分别实现归母净利润 11.60 亿元、13.34 亿元、16.77 亿元，对应 2023 年 6 月 30 日收盘价 PE 分别为 40 倍、35 倍、28 倍。由于公司将以机场及免税为主要业务，逐步去地产化，我们选取上海机场、白云机场、深圳机场和格力地产作为可比公司，2023 年可比公司 PE 平均值为 47 倍。我们看好公司机场及免税业务伴随海南自贸港建设持续成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

**表 13、可比公司估值表**

公司	代码	股价 (元)	EPS			PE		
			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
上海机场	600009.SH	45.42	0.88	1.98	2.78	51.63	22.90	16.33
白云机场	600004.SH	14.34	0.27	0.73	0.94	53.07	19.72	15.25
深圳机场	000089.SZ	6.95	0.03	0.20	0.31	270.43	35.14	22.79
格力地产	600185.SH	6.86	0.19	0.26	0.31	35.95	26.26	21.78
平均值						46.89	26.00	19.04
<b>海南机场</b>	<b>600515.SH</b>	<b>4.06</b>	<b>0.10</b>	<b>0.12</b>	<b>0.15</b>	<b>39.98</b>	<b>34.78</b>	<b>27.66</b>

资料来源：同花顺，信达证券研发中心；注：上海机场、白云机场、深圳机场为同花顺一致预期；受卫星厅投产影响，深圳机场短期折旧摊销成本大幅增加，利润端承压，2023 年可比公司 PE 为剔除深圳机场后的数据；股价及预测数据时间为 2023 年 6 月 30 日

## 7、风险提示

- **宏观经济下行风险：**航空运输业、房地产业与宏观经济形势密切相关，免税行业亦受宏观经济景气度影响较大，需求收缩、供给冲击、预期转弱等宏观经济下行压力或影响公司经营表现。
- **客流不及预期风险：**疫情防控政策优化后，航空运输业复苏加速，但恢复节奏和力度仍存在不确定性，可能存在客流不及预期的风险，对公司旗下机场业务及免税业务经营发展造成影响。
- **经营相关风险：**航班量短期内的快速恢复或对公司旗下各机场运行保障带来一定压力和风险，同时，公司旗下核心资产三亚凤凰机场 2019 年旅客吞吐量 2016 万人次，目前预计可保障旅客吞吐量约 2300 万人次/年，凤凰机场正推进 T3 航站楼项目及配套项目建设，但可能存在产能扩张不及预期的风险；同时，随着海南离岛免税门店的增加，免税行业竞争逐步加剧，公司参与的免税店亦存在经营表现不及预期的风险。
- **政策风险：**房地产行业受国家宏观调控政策影响较大，免税行业亦对相关政策变化较为敏感，若国家未来放宽免税行业的市场准入条件，免税行业的市场竞争将加剧。



**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>29,748</b>	<b>24,337</b>	<b>30,089</b>	<b>29,661</b>	<b>32,227</b>
货币资金	10,998	7,383	3,715	14,217	6,470
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	1,194	1,452	2,313	1,812	2,513
预付账款	38	26	47	47	51
存货	12,569	12,790	20,978	10,612	19,903
其他	4,949	2,686	3,037	2,972	3,291
<b>非流动资产</b>	<b>31,421</b>	<b>31,788</b>	<b>31,929</b>	<b>32,225</b>	<b>32,435</b>
长期股权投资	2,847	2,043	1,843	1,643	1,443
固定资产(合计)	8,619	8,516	8,357	8,209	8,046
无形资产	2,005	2,021	2,104	2,154	2,220
其他	17,950	19,208	19,625	20,220	20,726
<b>资产总计</b>	<b>61,169</b>	<b>56,125</b>	<b>62,018</b>	<b>61,886</b>	<b>64,662</b>
<b>流动负债</b>	<b>18,459</b>	<b>11,043</b>	<b>16,564</b>	<b>16,078</b>	<b>17,589</b>
短期借款	20	0	0	0	0
应付票据	0	56	47	62	54
应付账款	4,126	3,360	4,433	3,259	4,007
其他	14,313	7,626	12,084	12,757	13,529
<b>非流动负债</b>	<b>22,350</b>	<b>21,274</b>	<b>20,424</b>	<b>19,374</b>	<b>18,874</b>
长期借款	19,976	18,825	18,025	17,025	16,525
其他	2,375	2,448	2,398	2,348	2,348
<b>负债合计</b>	<b>40,809</b>	<b>32,317</b>	<b>36,988</b>	<b>35,452</b>	<b>36,463</b>
少数股东权益	1,054	1,394	1,455	1,525	1,614
归属母公司股东权益	19,306	22,415	23,575	24,909	26,586
<b>负债和股东权益</b>	<b>61,169</b>	<b>56,125</b>	<b>62,018</b>	<b>61,886</b>	<b>64,662</b>

**重要财务指标**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	4,525	4,701	7,730	8,300	8,803
同比(%)	-28.4%	3.9%	64.4%	7.4%	6.1%
归属母公司净利润	463	1,856	1,160	1,334	1,677
同比(%)	106.0%	300.7%	-37.5%	15.0%	25.7%
毛利率(%)	34.9%	34.9%	39.5%	40.4%	40.6%
ROE%	2.4%	8.3%	4.9%	5.4%	6.3%
EPS(摊薄)(元)	0.04	0.16	0.10	0.12	0.15
P/E	100.12	24.99	39.98	34.78	27.66
P/B	2.40	2.07	1.97	1.86	1.74
EV/EBITDA	89.67	98.29	28.69	20.85	21.63

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>4,525</b>	<b>4,701</b>	<b>7,730</b>	<b>8,300</b>	<b>8,803</b>
营业成本	2,944	3,059	4,676	4,944	5,231
营业税金及附加	223	466	386	415	440
销售费用	138	159	216	216	220
管理费用	1,127	712	1,005	996	968
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	273	596	462	488	307
减值损失合计	-174	-155	-5	-3	-4
投资净收益	1,255	47	232	249	264
其他	88	381	136	153	168
<b>营业利润</b>	<b>988</b>	<b>-17</b>	<b>1,347</b>	<b>1,640</b>	<b>2,065</b>
营业外收支	-158	2,056	10	12	12
<b>利润总额</b>	<b>830</b>	<b>2,039</b>	<b>1,357</b>	<b>1,652</b>	<b>2,077</b>
所得税	381	64	136	248	312
<b>净利润</b>	<b>449</b>	<b>1,975</b>	<b>1,221</b>	<b>1,404</b>	<b>1,765</b>
少数股东损益	-14	118	61	70	88
<b>归属母公司净利润</b>	<b>463</b>	<b>1,856</b>	<b>1,160</b>	<b>1,334</b>	<b>1,677</b>
EBITDA	688	708	2,245	2,535	2,778
EPS(当年)(元)	0.04	0.16	0.10	0.12	0.15

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>423</b>	<b>-3,147</b>	<b>-1,878</b>	<b>12,588</b>	<b>-6,323</b>
净利润	449	1,975	1,221	1,404	1,765
折旧摊销	478	499	467	457	471
财务费用	336	796	572	543	520
投资损失	-16	-1,255	-47	-232	-249
营运资金变动	4,281	-6,141	-3,999	10,345	-8,903
其它	-3,867	-228	91	87	88
<b>投资活动现金流</b>	<b>3,564</b>	<b>-1,214</b>	<b>-368</b>	<b>-492</b>	<b>-405</b>
资本支出	-335	-482	-599	-731	-664
长期投资	3,527	-988	0	-10	-5
其他	371	256	232	249	264
<b>筹资活动现金流</b>	<b>4,829</b>	<b>733</b>	<b>-1,422</b>	<b>-1,593</b>	<b>-1,020</b>
吸收投资	5,310	3,027	0	0	0
借款	1,820	0	-800	-1,000	-500
支付利息或股息	-41	-761	-572	-543	-520
<b>现金流净增加额</b>	<b>8,815</b>	<b>-3,628</b>	<b>-3,668</b>	<b>10,502</b>	<b>-7,747</b>



## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美护分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**李汶静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com



华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；  时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~20%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。