

海南机场(600515.SH)：出行复苏利好“机场+免税”，多元业务布局助力长远发展

报告摘要

重整完毕引入国资控股，业务转型聚焦“机场+免税”。2021年，公司顺利完成重整，控股股东变更为海南省属最大的国资平台海南控股；2023年6月，海南控股拟将所持全部股份协议转让给海南机场集团（海南控股100%控股）。重整后，公司资本结构大幅优化，负债率降至60%以下，财务费率由2020年的42.8%大幅下降至2023Q1的8.3%，重归健康状态。2023Q1公司实现收入12.59亿元，同比+5.9%，归属净利润2.33亿元，同比+209.7%，由降转升，发力打造“一本两翼双引擎”格局。

机场业务：疫后显著回暖，核心资产三亚凤凰机场蓄势待发。2022年公司机场业务遭受疫情冲击，2023年随着防控措施优化，机场业务快速回暖，1-6月海南机场飞机起降架数、旅客吞吐量分别同比+68%、+109%。公司机场业务毛利率有望从2022年的1.99%恢复至35%左右的正常水平，拉动机场业绩强势反弹。公司参控股、管理11家机场，其中三亚凤凰机场贡献约8成机场业务收入，仍为绝对核心；以宜昌三峡机场为代表的其他中小机场航空业务恢复潜力同样巨大，非航业务发展亦有亮点。

免税业务：K型复苏下需求持续旺盛，免税店扩建增加供给，供需两旺配合高毛利提供业绩弹性。免税业务是公司的第二大支柱，主打高端消费。需求侧，2023年放开后机场客流量快速恢复至疫前水平，五一免税销售数据同比大增，符合K型复苏态势。供给侧，三亚凤凰机场免税店、美兰机场免税店均在扩建，其中三亚凤凰机场二期法式花园预计今年内投入运营，建成后经营面积将扩大近3倍。2021和2022年，公司免税业务分别贡献利润4.4、2.4亿，毛利率高达89.5%、90.6%，利润占比为27.8%、13.8%，相比竞对机场50%-70%的免税业务利润占比有极大提升潜力。

其他业务：传统地产业务顺利退出，转型临空经济整合上下游产业链，前景可期。重整后，公司坚持“去地产化”战略，2021、2022年均无新增开工面积，着力推动存量地产销售和临空产业转型。公司拥有多家临空产业园，与政府共建合作平台，以机场航空为中心，整合物流、配套服务、产业园等业态，发挥协同效应。此外，公司拥有海南最大物业企业海南物管，利润贡献持续稳定，未来有望进一步提升市场竞争力。

报告日期

2023年8月15日

基本数据

| | |
|----------|---------|
| 总股本 | 114.3 亿 |
| 流通市值 | 379.9 亿 |
| 总市值 | 473.2 亿 |
| PE (TTM) | 23.55 |
| PE (动) | 50.84 |
| 毛利率 | 50.49% |
| ROE | 1.030 |
| 资产负债率 | 56.85% |

风险提示

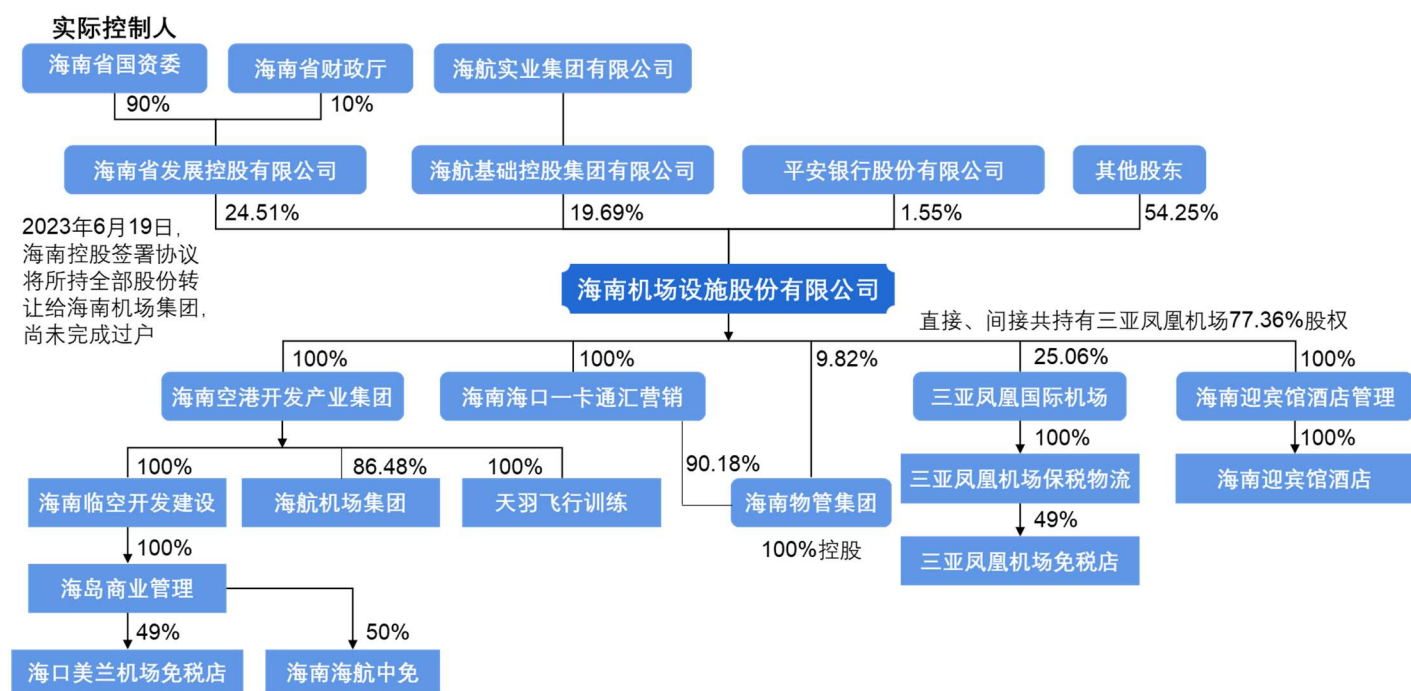
航空出行恢复不及预期风险；国际局势扰动风险；房地产政策调整风险。

1. 海南机场：重整完毕焕发新生，构建“一本两翼双引擎”格局

1.1 公司概况

海南机场设施股份有限公司成立于 1993 年 5 月 12 日，2002 年 8 月 6 日在上海证券交易所挂牌上市。在 30 年的发展历程中公司历经变革，先后于 2016 年和 2021 年进行了资产重组、重整，主营业务从商品零售到基础设施投资运营，最终转变为当前以机场运营服务，协同发展免税商业地产、酒店物业服务等业务的最终形态。

图 1：海南机场股权架构



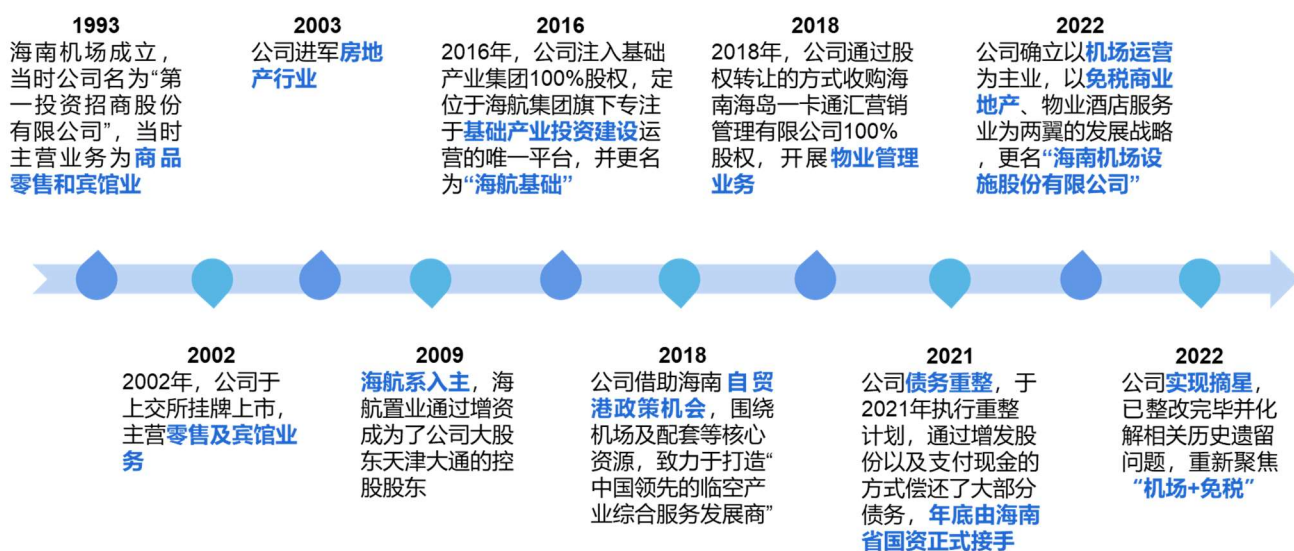
资料来源：公司公告，天眼查

2023 年 6 月 19 日，海南控股与海南机场集团签署《股份转让协议》，海南控股将其直接持有的全部 28 亿股海南机场股份协议转让给海南机场集团，过户完成后，海南机场集团将成为公司第一大股东，持股 24.51%。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。

1.2 发展历程：历经两次资产重组，变革后聚焦于“机场+免税”

海南机场自成立至今历经 30 年，过往主营业务曾包括商品零售、宾馆酒店、房地产、基础设施建设、临空产业、物业管理等较多板块。在经历了资产重组及重整后，公司最终于 2021 年底由海南省国资委接手，业务回归正轨，聚焦于“机场+免税”。

图 2：海南机场发展历程



资料来源：公司公告

公司发展历程主要分为三大阶段：

(1) 业务发展期（1993-2015）：以地产为主营业务，向百货零售、旅游酒店跨越，构成多元业务雏形

公司前身为海南第一投资招商股份有限公司，由一投集团、海南川经协作贸易公司、海南光大信房地产开发有限公司、海南凤凰机场总公司共同发起设立，初期主要从事房地产业务，并逐步涉足百货零售业。1995 年，由于此前与永卓香港有限公司在商品零售业务的合作未能成功，公司开始独立经营百货业，并在未来几年逐步搭建起以商品零售业、旅游酒店业为主业的产业架构，业务多元化发展。

(2) 重组转型（2016-2020）：更名“海航基础”，转向基建业务，深度参与自贸港建设，开拓临空产业

2015 年，公司前身海岛建设以发行股份及支付现金的方式购买海航基础产业集团有限公司 100%股权，并在 2016 年 1 月正式更名为“海南海航基础设施投资集团股份有限公司”，即“海航基础”。完成资产重组后，公司正式向基础设施项目投资开发与运营商转型，业务范围包括各类地产项目的投资与开发、机场的投资运营管理，以及港口码头、公/铁路网、管网、能源、综合交通枢纽等基础设施的建设。2017 年起公司向临空产业开发转型，为优化资源配置，公司通过出售资产剥离商业业务。2018 年，党中央提出建设中国特色自由贸易港，支持海南全岛建设自由贸易试验区。借助海南自由贸易岛政策带来的全新市场机遇，公司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”，此后公司从地产业务向临空产业开发转型，深耕海南临空产业开发，并向全国一、二线城市的临空产业园拓展。

（3）重整转型（2021 年至今）：国资入股，去地产化，聚焦“机场+免税”

2021 年 1 月，原海航集团正式宣布进入重整，公司被拆分为“航空”“机场”“金融”“商业及其他”四大板块各自独立运营，分别引入战略投资者；9 月，海航基础公司发布公告，海航集团机场板块战略投资者确定为海南省发展控股有限公司（海南控股）。公司于 2021 年 12 月更名为“海南机场设施股份有限公司”，并于 2022 年 10 月申请变更证券简称为“海南机场”，自此之后聚焦于“机场+免税”两大核心业务，积极回归市场。2021 年重整完毕后，海南省国资委成为公司实控人。2023 年 6 月 19 日，海南控股与海南机场集团签署《股份转让协议》，海南控股将其直接持有的全部 28 亿股海南机场股份协议转让给海南机场集团（海南控股 100%持股），过户完成后，公司的实际控制人仍为海南省国资委，海南机场集团成为公司控股股东。

1.3 业务概况

公司当前主营业务包括机场管理、免税与商业、物业管理、房地产、其他业务（酒店飞训等）五大板块，业务概况如下：

（1）机场管理业务：参控股、管理 11 家机场。公司的机场经营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

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。其中公司旗下三亚凤凰机场免税相关收入及投资收益计入机场业务收入口径。

(2) 免税与商业：由公司旗下子公司海岛商业运营，收入主要来自场地租赁的租金收入和参股投资的投资收益。其中，租金收入主要包括运营海口日月广场收取免税运营商场地租赁费用及有税商业租赁费等相关收入，投资收益主要包括通过参股海口美兰机场免税店、海南海航中免开展免税业务取得的投资收益。

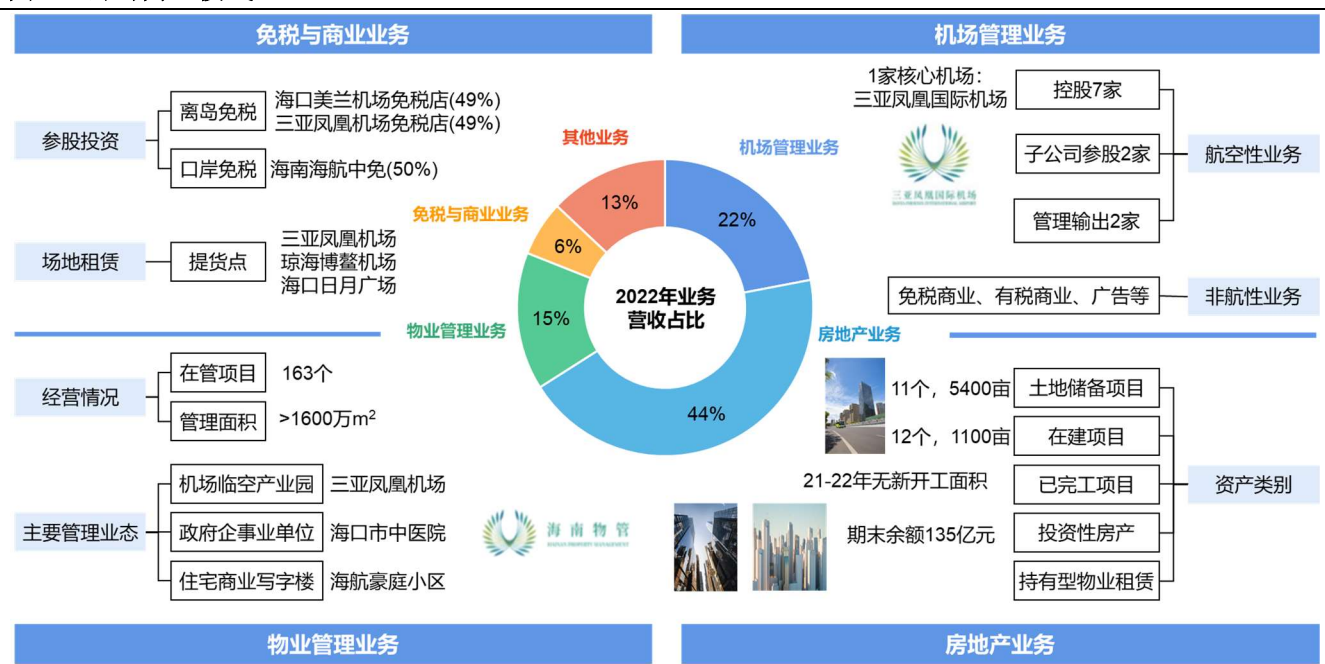
(3) 物业管理业务：专注于航空机场产业园（三亚凤凰机场）、政府企事业单位（海口市中医院）、住宅商业写字楼（海航豪庭小区、海南大厦）等业态。截至 2022 年，在管物业及餐饮项目项目共计 163 个，管理面积超 1600 万平方米。

(4) 房地产业务：主要为房地产的管理、出租及销售，主要由旗下海岛临空地产子公司运营。房地产曾是公司支柱业务，重整工作完成后，公司正在逐步推进“去地产化”进程，转向聚焦临空产业，促进地产业务转型。截至 2022 年，公司尚有土地储备项目 11 个，在建项目 12 个，总计面积约 6500 亩，参股控股的已完工、在建项目的账面价值约 106.61 亿元，包括豪庭系列项目、海南中心、海口国瑞大厦项目等；投资性房地产的期末余额约 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。

(5) 其他业务：主要包括酒店及飞行训练等业务。酒店业务方面，公司自有自管酒店 2 家，为海南迎宾馆酒店、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。飞行训练服务方面，天羽飞训合作客户 40 余家，模拟机训练总计约超 13.5 万小时。

公司旗下子公司各司其职，条线清晰，分别覆盖五大业务板块。重整后，公司秉要执本，将业务重心定位在机场和免税两大板块，其他业务协同并进。

图 3：公司商业模式



资料来源：公司公告

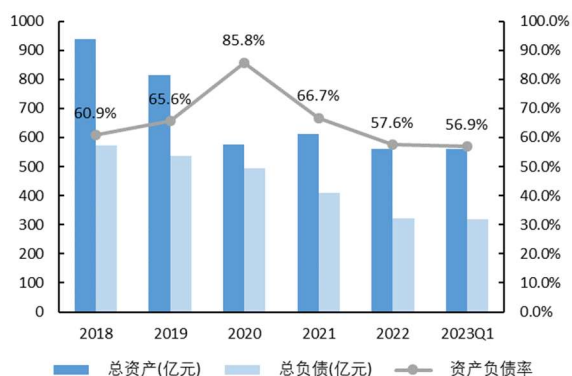
“去地产化”稳步推进。自 2021 年重整开始，公司逐步收缩房地产业务、退出工程管理服务，地产收入及工程管理服务收入显著下降，房地产业务收入从 2019 年的 87.22 亿元降至 2022 年的 20.73 亿元，收入占比由 2019 年的 62.8%降至 2021 年的 24.82%。2022 年房产收入占比提升至 44.11%，主要系存量销售所致，公司无新增开工面积，未来将继续降低房地产业务比重。

重新聚焦于“机场+免税”两大板块。公司重新聚焦机场及免税两大主业，收效显著，二者收入贡献度稳步上升。其中，机场业务收入占比由 2019 年的 21.2%增长至 2021 年的 34.93%，成为第一收入来源；2022 年因为地产销售收入提升，占比暂时下降为 22.22%，主要由于土地出让金冲回这一非经常性事件。2022 年免税及商业业务收入占比为 5.73%，较 2021 年 10.84%有所下降，主要因为 2021 年免税与商业包含持有型物业租赁等相关收入成本，2022 年将持有型物业租赁等相关收入成本重分类至房地产业务导致。随着出行限制全面放开，机场和免税业务有望快速回归上升通道。

1.4 财务概况

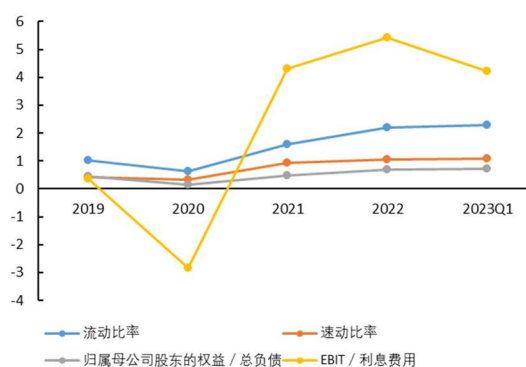
重整后负债率降至 60%以下，偿债能力显著提高，财务结构大幅优化。2021 年公司重整后执行了债务重整计划，通过增发股份以及支付现金的方式偿还了大部分债务，负债率由 2020 年重整前的 85.80%降至 2023Q1 的 57.58%。2019 年至今，公司流动比率、速动比率、归属母公司股东权益/总负债、EBIT/利息费用等偿债指标均呈走好趋势，2023Q1 流动比率 2.28，速动比率 1.07，处于良好水平，财务结构逐渐回归健康。

图 4：公司资产负债情况



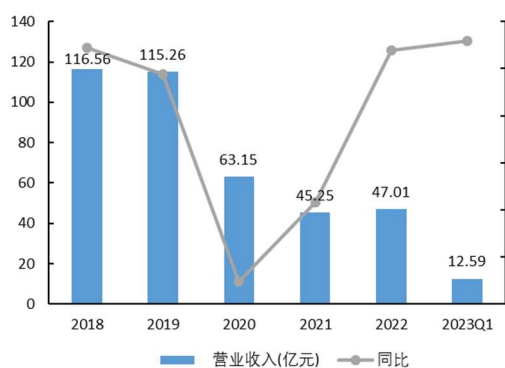
资料来源：Choice，公司公告

图 5：公司偿债能力指标



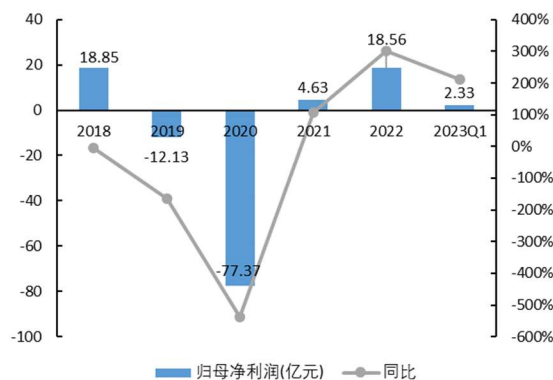
资料来源：Choice，公司公告

图 6：公司营业收入及增速



资料来源：Choice，公司公告

图 7：公司归母净利润及增速



资料来源：Choice，公司年报

外部疫情对主营业务负面影响逐步消除，内部重整完毕后轻装上阵，营收重回正增长。2019 年前公司营业收入较为稳定；2020 年后，公司内部开始业务转型和重整，外部遭遇疫情持续打击，内外交困之下业绩承压，伴随着去化地产业务带来的阵痛，公司营收下降，利润出现亏损。2021 年公司成功重整后实现营收 45.25

亿元，收入端企稳；2022 年公司实现营业收入 47.01 亿元，同增 3.89%，恢复增长态势，达到 2019 年转型前的 40.78%。

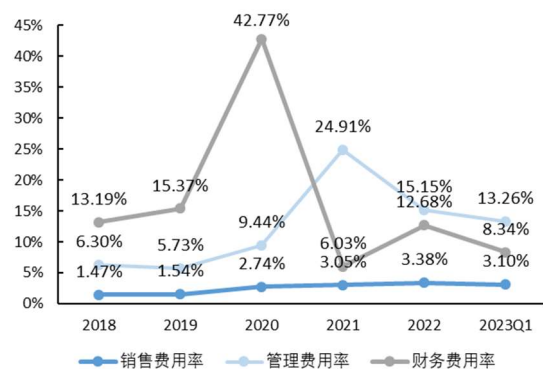
信用减值、资产减值一度拖累利润端，2023Q1 实现扭亏为盈。公司自 2019 年开始利润转负，2020 年亏损达 77.37 亿元，伴随公司完成重整及债务安排，公司财务费用得到大幅改善，2021 年实现归母净利润 4.63 亿元，扣非净利润 0.61 亿元，实现由负转正；2022 年，受到土地出让金冲回这一非经常性损益影响，公司实现归母净利润 18.56 亿元，扣非归母净利润-5.16 亿元。2023Q1，公司基本摆脱房地产业务遗留问题影响，实现归母净利润 2.33 亿元，扣非净利润 1.97 亿元，真正意义上实现了扭亏为盈。

图 8：公司利润率



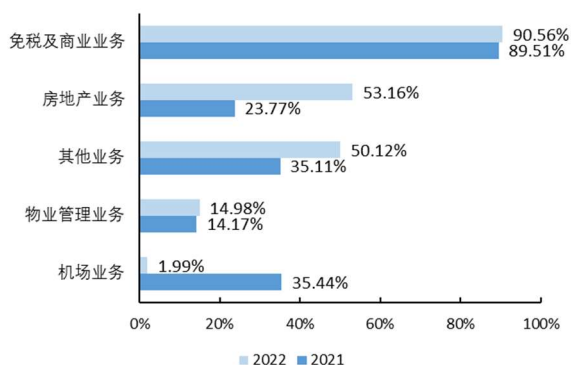
资料来源：Choice，公司年报

图 9：公司费用率



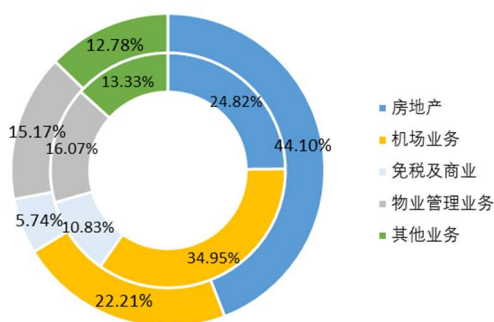
资料来源：Choice，公司年报

图 10：公司各业务毛利率



资料来源：Choice，公司年报

图 11：公司各业务营收占比(内圈 21，外圈 22)



资料来源：Choice，公司年报

机场业务盈利能力持续恢复，免税及商业业务打开利润增量空间。机场业务是公司的核心主营业务，2022 年受疫情冲击严重，毛利率大幅下滑至 1.99%，而参考

2020 年该数字为 39.09%，今年有望至正常水平；免税及商业业务规模相对较小，2021、2022 营收占比分别为 10.84%和 5.73%，但毛利率分别达到 89.51%和 90.56%，未来有望随着规模提升提供可观的利润贡献。地产业务毛利率为 53.16%，结合 2022 年地产营收的高占比，在一定程度上对冲了机场业务盈利巨幅下滑的影响，使公司整体毛利率维持在 34.93%。受益于出行的全面恢复，2023Q1 公司毛利率显著回升，达到 50.49%，超过了前 5 年的最高水平，趋势向好。

地产业务占比稳步下降。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，2018 年地产业务营收占比 75.7%，至 2021 年已降至 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，导致地产业务营收占比同比上升，升至 44.11%，属于非经常性事件，实际公司无新增地产开工面积。

1.5 政策支持

《海南自由贸易港建设总体方案》为公司远期发展指明方向。2020 年 6 月，中共中央、国务院正式颁布《海南自由贸易港建设总体方案》，对海南自贸港的制度建设进行了分步骤、分阶段安排。方案要点包括：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。本次方案旨在提升贸易和投资的自由化和便利化，健全营商和投资环境，促进资本、人才等各生产要素自由流动，最终实现商贸、旅游、金融等多个产业良性发展。海南机场是海南自贸港建设的重要企业之一，在政策驱动下，公司旗下三亚凤凰机场、琼海博鳌机场未来有望承担更多综合职能，成为自贸港国际航空枢纽。

表 1:《海南自由贸易港建设总体方案》摘要

| 政策分类 | 政策摘要 |
|------|--|
| 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；促进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

第七航权最大化海南航空枢纽自由度，客货吞吐量有望提升。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。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，方案目标 2025 年前形成早期收获，2035 年前全面实现五个“自由便利”；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。2021 年 4 月，柬埔寨吴哥航空与海口市交通港航局正式签署合作协议，计划运营“第七航权”航班；2023 年首条第七航权航线有望实现首飞。海南开放第七航权后运输自由便利度提升，有望带动客货吞吐量双增长。

2. 机场业务：疫后反弹趋势确定，三亚凤凰机场为核心资产

重整后将机场业务确立公司的第一核心业务。原海航集团 2021 年 1 月开启重整

后分拆为四大板块，9 月引入战略投资者后将机场业务树立为核心业务。机场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，包括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。

公司目前旗下共 11 家机场，其中控股 7 家机场，参股 2 家机场，管理输出 2 家机场。目前公司控股 7 家机场：三亚凤凰机场(77.36%)、琼海博鳌机场(45.42%)、安庆天柱山机场(86.48%)、唐山三女河机场(44.60%)、潍坊南苑机场(86.48%)、营口兰旗机场(51.89%)、满洲里西郊机场(57.94%)，其中琼海博鳌机场委托关联方博鳌管理。此外，公司通过子公司参股 2 家机场：宜昌三峡机场、东营胜利机场，管理输出 2 家机场：松原查干湖机场(77.83%)、三沙永兴机场(86.48%)。

表 2：公司旗下 11 家机场基本情况

| 机场名称 | 持股比例 | 省份 | 机场等级 | 2019 年旅客吞吐量(万人次) | 2022 年旅客吞吐量(万人次) | 旅客吞吐量恢复水平 | 名次 |
|--------------|--------|-----|------------------|------------------|------------------|-----------|-----|
| 控股机场 | | | | | | | |
| 三亚凤凰机场 | 77.36% | 海南 | 4E 级民用运输国际机场 | 2016.37 | 951.43 | 47.19% | 21 |
| 琼海博鳌机场 | 45.42% | 海南 | 4C 级民用运输机场 | 55.87 | 44.76 | 80.11% | 104 |
| 安庆天柱山机场 | 86.48% | 安徽 | 4C 级中国国内军民合用支线机场 | 59.29 | 29.11 | 49.10% | 130 |
| 唐山三女河机场 | 44.60% | 河北 | 4C 级军民合用支线机场 | 50.52 | 34.6 | 68.49% | 120 |
| 潍坊南苑机场 | 86.48% | 山东 | 4D 级军民合用支线机场 | 46.86 | 13.47 | 28.76% | 166 |
| 营口兰旗机场 | 51.89% | 辽宁 | 4C 级中国国内支线机场 | 40.65 | 8.5 | 20.91% | 192 |
| 满洲里西郊机场 | 57.94% | 内蒙古 | 4D 级民用运输机场 | 37.51 | 9.04 | 24.10% | 190 |
| 子公司参股 | | | | | | | |
| 宜昌三峡机场 | 49% | 湖北 | 4D 级国际支线机场 | 326 | 125.25 | 38.42% | 57 |
| 东营胜利机场 | 20% | 山东 | 4D 级国内支线机场 | 88.01 | 43.41 | 49.33% | 106 |
| 管理输出 | | | | | | | |
| 松原查干湖机场 | 77.83% | 吉林 | 4C 级中国国内旅游支线机场 | 15.24 | 4.2 | 27.55% | 213 |
| 三沙永兴机场 | 86.48% | 海南 | 4C 级军民合用机场 | 7.14 | 2.87 | 40.26% | 221 |

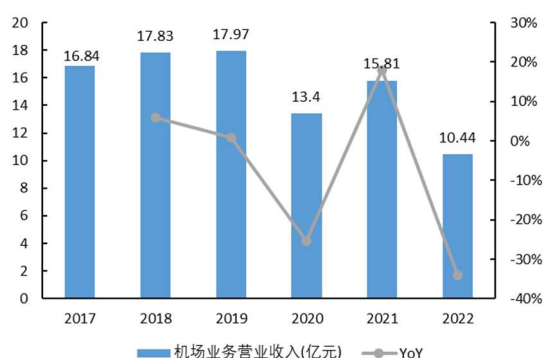
资料来源：Wind，中国民用航空局，公开资料

疫情严重打击出行，机场业务 2022 年陷入低谷。2019-2022 年，疫情以及封控对出行造成了较大限制。2020 年受疫情影响，公司机场业务营收同降 25.46%；2021 年由于国内防控情况良好，出行复苏后收入已恢复至 2019 年的 87.95%，实

现飞机起降架次 14.66 万架次，旅客吞吐量 1949.30 万人次，货邮吞吐量 14.14 万吨，分别恢复至 2019 年疫情前同期 94.38%、83.64%、119.46%。2022 年疫情加剧，机场业务陷入低谷。全年机场业务收入为 10.44 亿元，同比下滑 33.95%，起降架次及旅客吞吐量分别为 7.39 万架次、951 万人次，仅为 2019 年同期的 59.97%、47.19%。

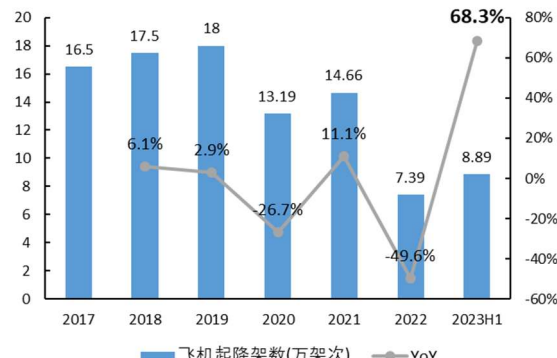
2023 年防控政策全面优化，旅游出行快速复苏，机场业务上半年明显回暖。上半年公司机场板块经营情况持续修复，机场飞机起降架次和旅客吞吐量显著修复，机场业务重回增长通道。2023 年 1-6 月，海南机场控股及管理输出 9 家机场实现起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别为 8.89 万架次、1310.63 万人次、7.51 万吨，同比增长 68%、109%、45%，各项生产经营指标均实现同比大幅修复，回暖趋势确定。

图 12：公司机场业务收入及增速



资料来源：公司年报，Wind

图 13：海南机场飞机起降架数



资料来源：公司年报，Wind

暑运期间预计运送旅客 753 万人次，将超过 2019 年同期水平。根据海南日报，在为期 62 天的暑运(7 月 1 日至 8 月 31 日)中，海南机场集团旗下海口美兰机场、三亚凤凰机场、琼海博鳌机场三家机场暑运预计完成航班起降 5 万架次，旅客吞吐量 753 万人次，有望超过 2019 年同期水平，同比分别增长 9%、8%。其中，海口美兰国际机场预计执飞航班 3 万架次，运送旅客 418 万人次，同比 2019 年分别增长 8%、7%。三亚凤凰国际机场预计执飞 2 万架次，运送旅客 325 万人次，同比 2019 年分别增长 4%、6%，预计将超过疫情前水平。

2.1 三亚凤凰机场：核心机场贡献主体营收，业务疫后强势复苏

三亚凤凰机场为公司核心资产，贡献机场业务约八成营收。三亚凤凰机场拥有 T1、T2（中国国内）及新扩建投入使用的国际航站楼，面积共计 10.76 万平方米，其中 T1 航站楼为 2006 年 11 月投入使用，设计容量为 600 万人次；T2 航站楼为 2018 年 9 月投入使用。三亚凤凰机场是公司旗下所有机场中的最核心资产，2017-2020 年，三亚凤凰机场对公司机场业务营收的贡献率平均接近 8 成；2022 年三亚凤凰机场实现营业收入为 9.38 亿元，在机场业务中营收占比提升至 89.83%，实现净利润 3.22 亿元。

表 3：三亚凤凰机场经营情况及财务数据

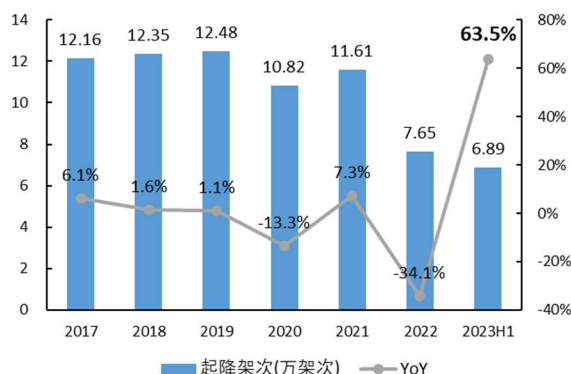
| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------|---------|---------|---------|----------|---------|--------|
| 客流量(万人) | 1938.99 | 2004.00 | 2016.00 | 1541.00 | 1663.00 | 951.40 |
| YoY | 12% | 3% | 1% | -24% | 8% | -43% |
| 货运量(万吨) | 8.91 | 9.51 | 10.00 | 8.00 | 1039 | 6.33 |
| YoY | 3% | 7% | 5% | -20% | 30% | -39% |
| 起架次数(万架) | 11.96 | 12.15 | 1233 | 10.65 | 1138 | 7.65 |
| YoY | 6% | 2% | 1% | -14% | 7% | -34% |
| 营业收入(亿元) | 13.95 | 14.11 | 14.02 | 11.58 | | 9.38 |
| YoY | 21% | 1% | -1% | -17% | | |
| 毛利率 | 58.88% | 55.94% | 50.24% | 45.30% | | |
| 净利润(亿元) | 5.96 | 2.72 | -2.77 | -29.52 | | 3.22 |
| YoY | 40% | 54% | -202% | -966% | | |
| 净利率 | 42.70% | 19.30% | -19.80% | -254.88% | | 34.33% |

资料来源：中国民航网，公司公告，信达证券

疫前收入稳中有增，疫中业绩承压。2017-2019 年，三亚凤凰机场提供了机场业务的主要毛利润，三年间客运量、起降架次、货运量稳中有升；2020-2022 年受疫情影响，三亚凤凰机场客流大幅下滑，业绩承压。2020 年，三亚凤凰机场业绩出现下降；2021 年，海南机场顺利重整，叠加国内疫情控制情况较好，三亚凤凰机场业绩反弹，恢复至 2019 年的 103.78%，超过疫情前水平；2022 年，全国疫情加剧，包括海南在内国内多地疫情反复爆发，人员流动限制政策收紧，导致客流量和起降架次大幅下滑，三亚凤凰机场全年实现飞机起降架次 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 2021 年分别下滑 34%、

43%、39%，营收同比下降 35.53%。

图 14：三亚凤凰机场飞机起降架数



资料来源：Choice，三亚日报

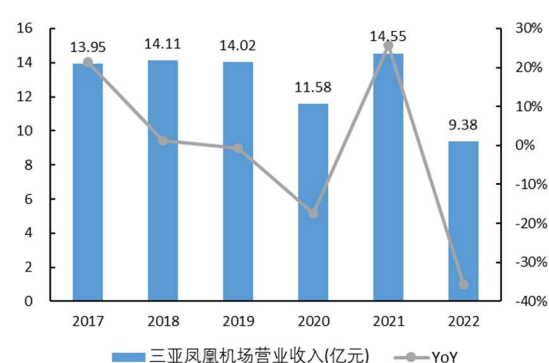
图 15：三亚凤凰机场旅客吞吐量



资料来源：Choice，三亚日报，中国民用航空局

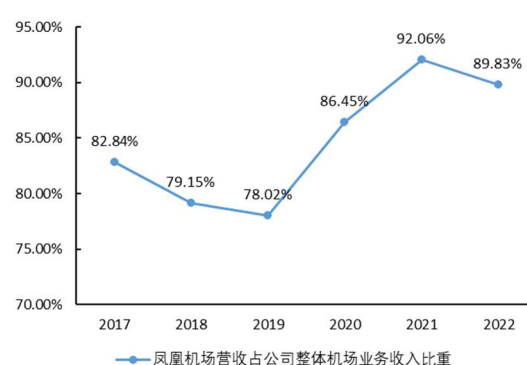
疫后客流回暖，运营情况大幅改善。2023 年以来，随着防疫政策调整，三亚凤凰机场整体经营数据快速回暖。今年 1-6 月，三亚凤凰机场实现起降架次、旅客吞吐量、货邮吞吐量分别 6.89 万架次、1124.30 万人次、5.93 万吨，同比分别增长 64%、105%、43%。其中前 5 个月三亚凤凰机场运送旅客达 966.7 万人次，已超 2022 年全年总量 951.4 万人次。收入端，三亚凤凰机场 2022 年仅实现营收 9.38 亿元，而无疫情年份收入中枢在 14 亿元左右，在正常恢复条件下，2023 年全年收入同比增幅有望达到 50%。作为机场业务核心，三亚凤凰机场运营指标已实现实质性修复。

图 16：三亚凤凰机场营业收入



资料来源：Wind

图 17：三亚凤凰机场营收占比



资料来源：Wind

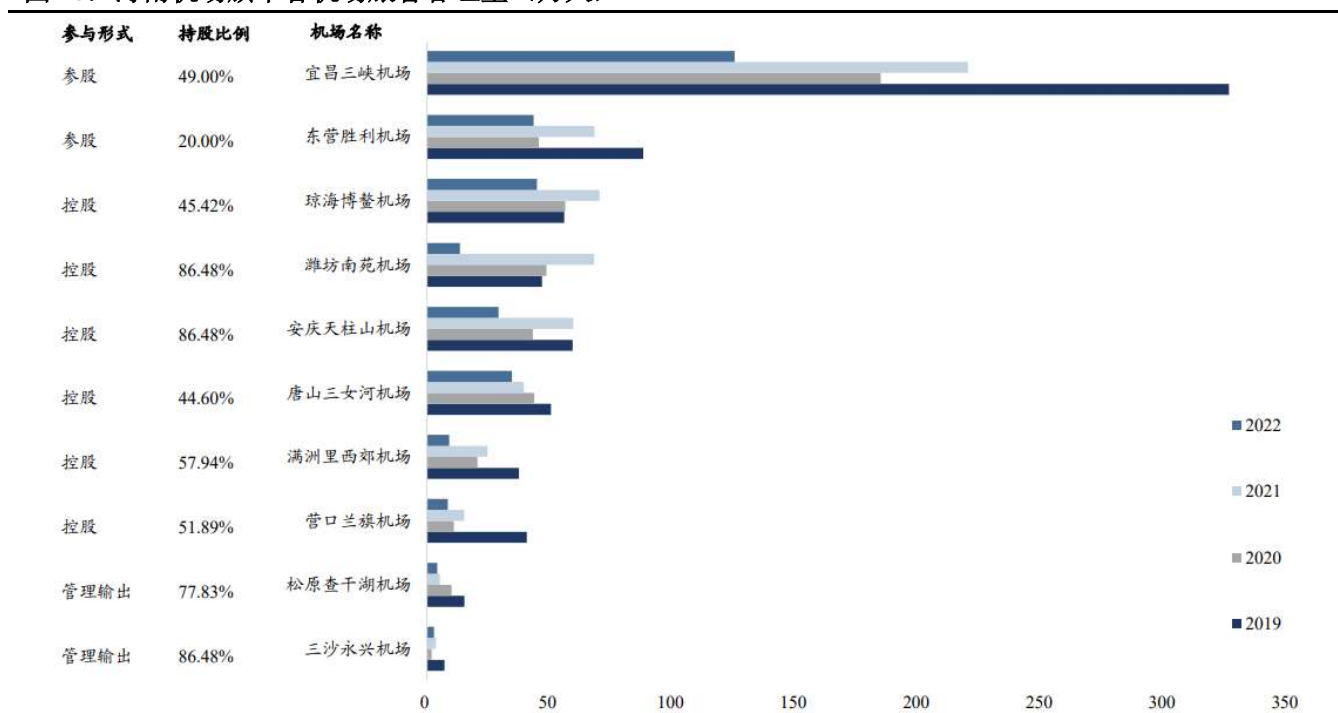
三亚凤凰机场航空业务贡献主体营收，免税业务蓄势待发。三亚凤凰机场营业收

入稳步增长,2015-2019 年航空性业务营收占比过半,复合年化增长率达到 9.51%。2020 年 12 月,凤凰机场一期免税店开业,经营面积约 800 平方米,位于 206-208 登机口,入驻有雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、SK-II、资生堂、兰蔻、圣罗兰等国际一线免税品牌,涵盖香化、箱包、手表、珠宝手饰和酒类等类别。2022 年 12 月,凤凰机场三期免税店开业,经营面积约 1000 平方米,新引进 BURBERRY、MONCLER、ZEGNA、EMILECHOURIET、MACALLAN、CAMUS、Dewar's、GLEN DEVERON、ABERFELDY、GÉRARD BERTRAND 以及众多腕表、酒水品牌入驻,极大丰富了三亚机场免税业态。截至目前,公司已完成免税二期法式花园的相关权证办理、招商和装修,正在推进免税品经营资质审批等工作,二期经营面积约 5000 平方米,开业后凤凰机场免税店面积共计约 6800 平方米,免税业务有望成为三亚凤凰机场重要的非航收入来源,其高利润率有望抬升三亚凤凰机场未来的毛利率中枢,对改善机场收入结构具有重要的战略意义。

2.2 其他机场:疫后反弹可期,宜昌三峡机场非航业务逆势增长

除三亚凤凰机场外,其他公司参与控股、管理的机场位于二三线城市,规模较小。从营收贡献来看,2019 年其他机场营收 3.95 亿元,在机场业务中占比 21.98%;2022 年受疫情影响,营收下降至 1.06 亿元,占比降至 10.17%。从营业规模来看,规模最大的为宜昌三峡机场,2019 年客流超 300 万人次,其余机场客流量小于 100 万人次,普遍规模较小。

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；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

宜昌三峡机场非航业务逆势增长，产能拓建有序进行，多家机场获 SKYTRAX 认证。1) **扩建招商**：宜昌三峡机场二期改扩建项目品牌招商，引入知名品牌 30 多个，招商率高达 94%，店铺商业收益率整体高于评估价格的 16%，于 2022 年 6 月投入使用；2) **广告自营**：2022 年宜昌三峡机场开启广告自营，在机场广告业务普遍衰退的背景下收入逆势增长 164%；3) **电商业务**：2022 年 5 月宜昌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，成为非航业务的新增长点。4) **产能拓建**：宜昌三峡机场 T2 航站楼于 2022 年 6 月正式启用，安庆机场新航站楼于 2022 年 7 月正式启用；潍坊机场有序开展候机楼二层改扩建项目，可满足年吞吐量 150 万人次的旅客保障；5) **行业认证**：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。

其他部分机场情况如下：

- **琼海博鳌机场**：2016 年 3 月正式通航，2017 年 3 月机场二期扩建工程竣工验收。距琼海市区 12 千米，距博鳌国际会议中心 15 千米，是博鳌亚洲论坛

的重点配套项目。根据中国民用机场网，自博鳌机场 2019-2021 年旅客吞吐量和货邮吞吐量也保持连年增加，仅在 2022 年有所下降，旅客吞吐量为 44.76 万人次，同比-36.3%，为 2019 年的 80.11%；2022 年起降架次为 1.451 万架次，为 2019 年的 73.07%。

- **潍坊南苑机场：**航站楼面积 19182 平方米，设 1 座登机廊桥；民航站坪面积 3.4 万平方米，设 6 个民航机位；跑道长 2600 米，宽 48 米。疫情期间旅客吞吐量保持增长，2021 年恢复情况良好，2022 年再度承压，旅客吞吐量为 13.47 万人次，同比-80.2%，为 2019 年的 28.76%；2022 年起飞架次为 0.241 万架次，为 2019 年的 52.22%。
- **安庆天柱山机场：**航站楼面积为 13928 平方米，设 4 部登机廊桥，民航站坪设 6 个 C 类机位，跑道长 2800 米、宽 50 米。安庆天柱山机场旅客吞吐量受疫情影响较大，2019-2022 年旅客吞吐量分别为 59.29/43.15/59.65/29.11 万人次，同比 24.14%/-27.22%/38.23%/-51.2%。2022 年 6 月，安庆天柱山机场改扩建工程通过行业验收，7 月安庆天柱山机场 T2 航站楼正式启用，可满足年旅客吞吐量 130 万人次、货邮吞吐量 5500 吨、飞机起降 13402 架次的使用需求。
- **唐山三女河机场：**航站楼面积 6187 平方米，设 3 座登机廊桥；民航站坪面积 3.2 万平方米，设 8 个机位；跑道长 2700 米，宽 50 米。疫情期间受到较大影响，2022 年旅客吞吐量 34.60 万人次，同比-12.3%；2022 年起降架次为 0.478 万架次，为 2019 年的 89.55%。2021 年 3 月，T2 航站楼建设正式启动，2023 年 4 月，唐山机场首次开通“佛山-唐山”航线，扩建已见成效。
- **满洲里西郊机场：**航站楼面积 20700 平方米，设 3 部登机廊桥；民航站坪设 7 个机位，其中 3 个为廊桥机位；跑道长 2800 米、宽 45 米；可满足年旅客吞吐量 200 万人次的使用需求。2022 年，满洲里西郊机场共完成旅客吞吐量 90395 人次，同比下降 63.2%，完成货邮吞吐量 53.6 吨，同比下降 80.1%，飞机起降 1216 架次，同比下降 56.6%。
- **营口兰旗机场：**航站楼面积 2 万平方米，其中对外开放 8088.05 平方米，设 2 部登机廊桥；民航站坪设 6 个 C 类机位；跑道长 2500 米、宽 45 米。2021/2022

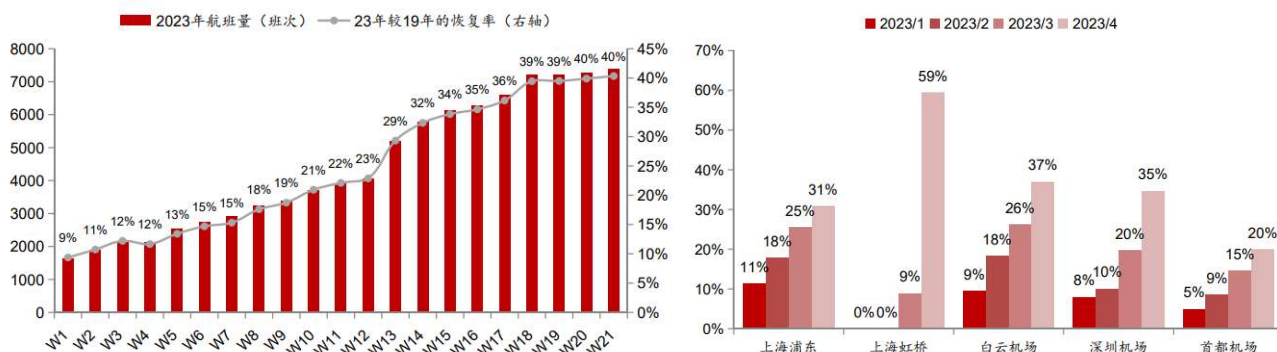
年旅客吞吐量为 15.15/8.50 万人次，同比 38.13%/-43.9%，2022 年为 2019 年的 38.09%；2022 年起降架次为 0.163 万架次，为 2019 年的 38.09%。

中小机场受疫情影响客流量下滑严重，恢复空间较大。疫情是 2020-2022 公司旗下机场收入下降的核心原因，对比 2019 年和 2022 年旅客吞吐量，琼海博鳌机场、潍坊南苑机场、安庆天柱山机场、营口兰旗机场分别同比受损 20%、71%、51%、62%，疫情结束后带来恢复空间相应更大，业绩向上弹性有望在今年释放。

2.3 机场行业：国内吞吐量已恢复至疫前水平，国际航线持续修复打开增量天花板

航空业平稳恢复，5 月旅客运输量已达到疫情前水平。6 月民航局新闻发布会介绍，5 月航空运输市场延续平稳恢复态势，全行业完成旅客运输量 5169.8 万人次，环比增长 2.8%，恢复至 2019 年同期的 94.8%。其中，国内客运规模比 2019 年同期增长 2.6%；5 月份全行业飞机日利用率为 8.2 小时，与 4 月持平。

图 19：2023 年 5 月底国际及地区线航班量恢复至 2019 年 4 成 图 20：2023 年 4 月上市机场国际旅客量恢复率



资料来源：航班管家，公司公告，Wind，浙商证券（注：W1 表示 23 年第 1 周，以此类推）

上半年国际航班加速修复，免税业务有望迎来利好。截止到 2023 年 5 月底，国际及地区线航班量恢复至 2019 年的四成。其中，白云机场和深圳机场国际旅客吞吐量恢复较快，5 月吞吐量都恢复至 2019 年的 40%以上。根据浙商证券研报，2019 年免税业务为上海机场贡献约 7 成净利润，为白云机场贡献接近 5 成净利润；2021 年，免税业务为美兰空港贡献 57%的净利润。对比之下，海南机场 2021/2022 年免税业务净利润贡献比为 27.76%/13.75%，提升空间巨大。国际航

班修复有望带来更多免税消费场景，促进机场免税收入提升。

3. 免税业务：参股经营+场地租赁，供需两旺配合高毛利打造第二增长曲线

免税业务由子公司海岛商业负责，是公司未来的核心发力点之一。公司通过参股经营和场地租赁两种形式参与 5 家离岛免税店业务，其中，参股投资的免税店包括：海口美兰机场免税店 49%股权（离岛免税）、三亚凤凰机场免税店 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：中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城、三亚凤凰机场提货点、海口日月广场返岛提货点、博鳌机场提货点。其中除凤凰免税相关收入计入机场业务口径外，其余免税收入均计入公司免税及商业业务口径。

公司线下免税销售额占全岛 21.5%，离岛免税租赁面积占全岛 14%。销售额方面，2022 年，公司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%。租赁面积方面，2022 年公司海控全球精品（海口）免税城新增租赁面积 0.46 万平方米，三亚凤凰机场免税店新增租赁面积 0.1 万平方米。截至 2022 年底，公司整体离岛免税租赁面积 7.19 万平方米，其包含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，海南整体离岛免税经营面积约 50 万平米，公司免税经营面积占比约 14%。

高毛利率提供利润弹性，后疫情时代放量业务放量可期。2021、2022 年，公司免税业务毛利率分别高达 89.51%、90.56%，远超其他业务。2022 年免税业务贡献了公司 13.75% 的利润。随着海南客流快速回升和机场免税店扩建，供需共振有望带来免税业务快速放量，为公司提供第二成长动能。

表 4：公司免税业务一览

| | 免税店/提货点 | 持股比例 | 免税面积（m²） | 2022 年贡献 租金收入/ 投资收益 | 经营情况 |
|-------------------|----------------------|------|----------------------------|---------------------------|---|
| 参股经营 | 海口美兰机场免税店 （T1、T2） | 49% | T1 航站楼：8631 T2 航站楼：9313 | 4500 万元 | T1、T2 免税店合计经营面积为 17944 m² |
| | 三亚凤凰机场免税店 | 49% | 一期 800 三期免税店 1000 | 700 万元 | 未来拟开设二期法式花园 5000 m² |
| | 海南海航中免 | 50% | — | — | 海南海航中免拥有海口美兰国际 机场、凤凰国际机场 2 家机场口 岸免税店和 7 家机上免税店，覆 盖国际航线 67 条，目前口岸免税 店有序经营，复航的国际航线已 恢复机上免税相关业务 |
| 自持物业 免税店租 赁 | 中免海口日月广场免 税店 | — | 19505 | 3697 万元 | 经营国家批准的 45 类免税商品， 涵盖 400 余个国际知名高端品牌 |
| | 海控全球精品免税城 | — | 32740 | 5403 万元 | 规划免税店经营面积 37500 平米 |
| | 三亚凤凰机场免税店 | — | — | — | — |
| 自持物业 提货点租 赁 | 三亚凤凰机场提货点 | — | — | 6300 万元 | — |
| | 琼海博鳌机场提货点 | — | — | — | — |
| | 海口日月广场返岛提 货点 | — | — | — | — |

资料来源：Wind，公司公告

3.1 免税市场：线下消费修复叠加免税店扩张，K 型复苏促进免税业务放量

海南省旅游客流量及免税消费加速回暖。随着 2023 年疫情管控放开，海南客流快速修复。根据海南省政府统计，上半年全省接待游客 4606.6 万人次，同比增长 32.8%；实现旅游总收入 916.1 亿元，同比增长 42.4%；免税购物人数 516.6 万人次，同比增长 34%。假期效应尤其显著，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%。从数据来看，二季度海南省旅游业和相关消费恢复速度较一季度进一步加快。

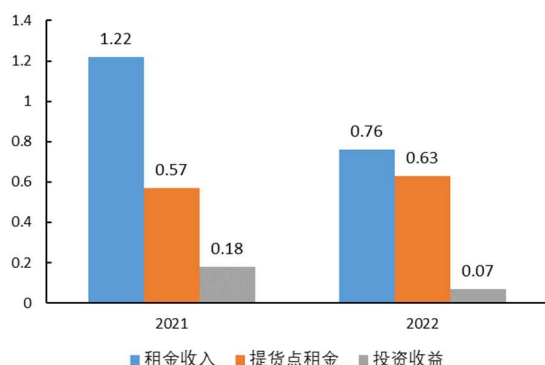
经济 K 型复苏背景下，上半年海南离岛免税市场表现活跃，销售额同比增长超三成。K 型复苏指经济从谷底进入恢复阶段时，富裕阶层复苏速度较快，低收入阶

层复苏不及预期，形成分化的经济现象。三年疫情干扰了我国经济增长，2023 年经济开始反弹，我国高消费群体的消费复苏速度显著超过平均水平，呈现出 K 型复苏态势，对以奢侈品、高端商品为主的免税行业形成了利好。根据海南省商务厅统计，2023 年上半年，海南省 12 家离岛免税店总销售额 323.96 亿元，同比增长 31%；总销售额中，免税销售 264.84 亿元，同比增长 26%；免税购物人数 516.6 万人次，同比增长 34%；免税购物件数 2568.23 万件，同比增长 5.8%。相比之下，2023 上半年我国社会消费品零售总额 210432 亿元，同比下降 0.7%。在高端消费继续保持高景气度的前提下，公司免税业务增速有望继续超过社会平均消费增速，以规模提升拉动公司业绩上扬。

3.2 三亚凤凰机场免税店：供给扩容带动“租金+投资收益”双增长

公司通过“参股+租赁”方式参与三亚凤凰机场免税店运营，获取租金和投资收益。三亚凤凰机场免税店于 2020 年 12 月投入运营，海南机场旗下子公司三亚凤凰机场参股（49%）免税店并为其提供相关场地租赁业务，获取租金收入及投资受益。免税店规划经营面积约 6800 平方米，一期、三期项目已开业，经营面积约 1800 平方米，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。

图 21：三亚凤凰免税店收入构成



资料来源：Wind

图 22：三亚凤凰机场品牌引入情况



资料来源：中国民用航空网、cdf 三亚凤凰机场免税店公众号

二期法式花园项目开业后免税经营面积将增加近 3 倍，结合 T3 航站楼扩建，店

面扩张有望带来收入增量。三亚凤凰机场免税店是三亚凤凰机场航站楼免税店经营主体，规划经营面积约 6800 平米。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 1000 平米。未来三亚凤凰机场将新增二期法式花园免税综合体，面积约 5000 平米，是当前经营面积的 2.7 倍，目前相关权证办理、招商和装修已完成，正在推进免税品经营资质审批等工作，预计于 2023 年内开业运营。与此同时，海南机场集团及公司正在推进 T3 航站楼建设，计划 2023 年 11 月底开工。二期项目开业和 T3 航站楼扩建将大幅提升免税经营面积，增厚三亚凤凰机场租金收入和投资收益。

表 5：三亚凤凰机场 T1 航站楼免税规划

| | 位置 | 规划面积 | 开业时间 |
|----|---------------------------|----------|-------------|
| 一期 | 三亚凤凰机场 T1 航站楼 206-208 登机口 | 800 平方米 | 2020 年 12 月 |
| 二期 | 三亚凤凰机场 T1 航站楼 | 5000 平方米 | 预计 2023 年内 |
| 三期 | 三亚凤凰机场 T1 航站楼 | 1000 平方米 | 2022 年 12 月 |

资料来源：同花顺，海南日报，观点网

三期入驻更多精品品牌，免税购物提质升级。 三亚凤凰机场免税店三期新引进 BURBERRY、PRADA、MONCLER、ZEGNA、EMILECHOURIET、Dewar's 及众多腕表、酒水品牌入驻，业态品类进一步向高端领域拓展，能够满足离港旅客的高端免税购物需求。随着品牌矩阵的完善和购物环境的综合提升，三亚凤凰机场免税店总销售额和客单价增长可期。

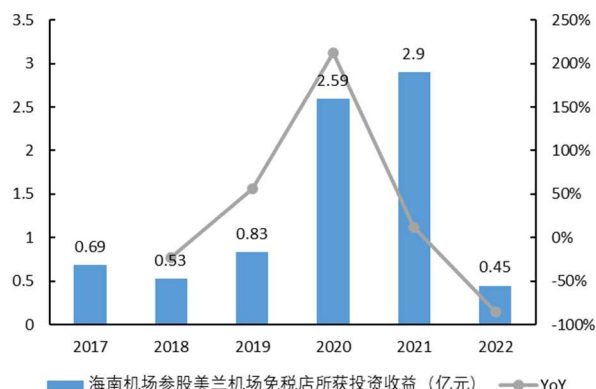
3.3 美兰机场免税店：核心利润来源，航线恢复叠加免税面积扩张释放业绩潜力

公司持有美兰机场免税店 49%股份，通过参股形式获取投资收益。海口美兰机场免税店于 2011 年 12 月投入运营，目前包括海口美兰机场 T1、T2 航站楼免税店，共设东街、中街、西街，由海南机场和中国中免合资运营，其中海南机场通过子公司海岛商业参股 49%。免税店主要采取线下经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 300 余个国际知名高端品牌。

美兰机场免税店投资收益是海南机场的核心利润来源之一，2021 年贡献公司 1/3

利润。2020-2022 年海口美兰机场免税店收入分别为 38.66 亿元、45.30 亿元、22.32 亿元，受益于较低的扣点率，免税店净利率分别为 13.65%、13.13%、4.09%，海南机场获得投资收益分别为 2.59 亿元、2.90 亿元、0.45 亿元。2021 年从美兰机场免税店获得的投资收益占公司利润总额的 34.94%，是公司主要利润来源；2022 年该部分投资收益同比下降 84%，仅为 0.45 亿元，主要原因是土地出让金冲回和疫情加剧影响，属于非经常性事件。

图 23：海南机场对美兰机场投资收益



资料来源：公司公告

图 24：海口美兰机场旅客吞吐量

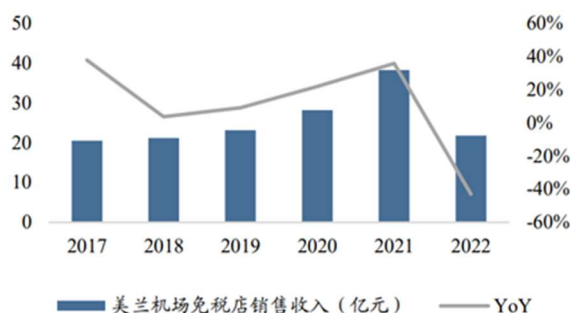


资料来源：Wind，中国民用航天局

疫情冲击逐步消退，机场客流强劲回暖奠定免税消费复苏基础。2017-2019 年，美兰机场旅客吞吐量保持在 2300 万人次上下；2020-2021 年受疫情影响，旅客吞吐量下降至 1700 万人次上下，仅为疫前的 70%左右；2022 年包括海南在内国内多地反复爆发疫情，封控政策趋严，客流量跌至冰点，仅有 1116 万人次，不足疫情前的一半。2023 年随着疫情结束，客流量快速反弹，一季度美兰机场累计完成航班运输起降 44872 架次、旅客吞吐量 648.24 万人次、客座率 79%，相较 2022 年同期分别增长 20.8%、45.5%、11.7%，免税店消费复苏基础已经具备。

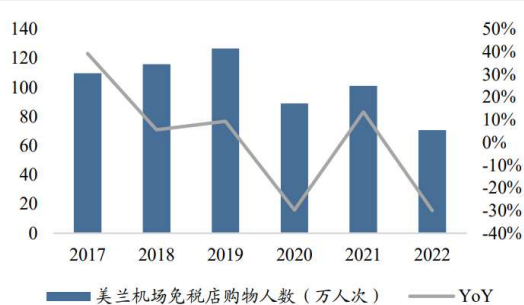
高端消费韧性强于预期，免税销售额疫情期间一度逆势增长，放开后有望继续高增。随着离岛免税新政落地、美兰机场二期免税店开出，2020-2021 年，美兰机场客流量虽然有所下滑，但免税店销售收入逆势上升，分别达到 28 亿元、38 亿元；2022 年受到大面积封控等不可抗力因素影响，降至 22 亿元。美兰机场免税店 2020-2021 年疫情期间年均销售额 29 亿元，超过 2017-2019 年疫情前年均 20 亿元，展现出极强的韧性。随着封控放开，消费场景回归，以高端消费品为主的免税店销售额有望继续保持高速增长。

图 25：海口美兰机场免税店销售额情况



资料来源：美兰空港公司公告，信达证券

图 26：海口美兰机场免税店购物人次情况



资料来源：美兰空港公司公告，信达证券

多条国际航线恢复，新增货运航线提高商品进关时效性，利好商品供给。在国际客运、货运航线方面，美兰机场一季度已恢复香港、澳门、曼谷、新加坡、金边 5 条国际及地区客运航线，其中香港航线已加密至每周 16 班，曼谷航线已加密至一周 4 班。此外，美兰机场于 2 月开通今年首条海口-仁川国际货运定期航线，3 月开通新加坡-香港-海口货运航线。两条全新的货运航线将优化海南离岛免税品运输，进一步拓宽海南离岛免税品直进渠道，解决大量免税品通过广深等地转关进口导致时效性偏低问题，缩短免税新品上架销售时间，利好海南旅游消费。

免税经营面积扩张潜力充足，实际经营面积持续增长。美兰机场拥有国内最大的机场离岛免税商业区，2012 年免税经营面积约 3600 平米，2018 年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 月美兰机场二期正式投运，海口美兰机场 T2 免税店同步开业，营业面积 9313 平方米。美兰机场已开业免税面积约 1.79 万平米，供给端潜力充足，能够充分匹配日益增长的免税消费需求。

3.4 海口日月广场：核心商圈优质综合商业体，两大离岛免税店费率优化激发市场活力

海口日月广场卡位都市核心商圈，容纳海控全球精品免税城和海控全球精品免税城两大免税店，提供免税运营场地并赚取租金收益。海口日月广场总建筑面积约 48 万平米，综合出租率 75.9%，免税+有税可租商业面积约 25 万平米，2022 年贡献收入 2.70 亿元。商场地处核心商圈，位于海口市大英山 CBD 景观中轴线核心上，周边聚集高端商务酒店、5A 级写字楼、成熟住宅、图书馆、博物馆等高

规格城市配套，距离美兰机场、新海港码头、环岛高铁站、环岛高速车程均在 30 分钟以内。日月广场于 2016 年 12 月开业，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，年客流量从开业时的 1000 万人次增长至 2022 年的 2400 万人次，2022 年同比 2021 年增长 10%，在疫情压力下逆势增长。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。公司计划以免税零售、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日月广场打造海南自贸港高端免税旅游消费商业中心。

表 6：日月广场两大免税店经营情况

| | 中免日月广场免税店 | 海控全球精品免税城 |
|------|--|--|
| 经营面积 | 19505 m ² | 规划 37500 m ² |
| 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（部分） |
| 销售额 | 约 35 亿（2022 年） | 约 38 亿元（2022 年） |
| 扣点率 | 3% | 3%（苹果等 3C 数码产品外的其他品类扣点率为 1%） |
| 经营品类 | 采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖 600 余个国际知名高端品牌 | 采取线上、线下两种经营模式，经营国家批准的 45 类免税商品，涵盖近 600 个国际知名高端品牌 |

资料来源：公司公告，公开资料整理

租金扣点率调整后激发市场活力，长期有望以价换量。2022 年 12 月，公司控股子公司海南海岛商业（公司免税及商业业务主要经营主体）与全球精品（海口）免税城签署对日月广场门店租赁合同进行调整的补充协议，在保持年度保底租金 4800 万不变的基础上，将月营业额提成比例从 8%变更为 3%，涉及品类为除苹果等 3C 数码产品外的其他品类。2023 年 3 月，2023 年 3 月中免日月店新一轮租金合同落地，新一轮租赁期为 2021 年 11 月至 2025 年 12 月（50 个月），租金计算规则分为四阶段，其中 2021 年 11 月 1 日至 2022 年 4 月 30 日期间的月租金单价为 60 元/m²，2022 年 5 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日的月营业收入提成率为 3%，2023 年度保底租金为 7500 万元，2024 年至 2025 年保底营业收入由双方另行商议确定。目前，两大免税店租金合同扣点率均已调整为 3%，更合理的扣点水平有利于激发免税店市场活力，促进规模提升，长期看实现以价换量。

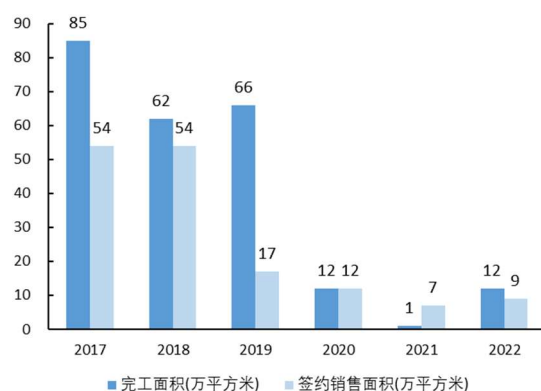
4. 其他业务：“去地产化”顺利进行，发力临空、物业等新业态

4.1 地产业务：传统地产业务去化顺利，推动存量复工销售

转型后积极推进“去地产化”，计划完全退出传统地产业务。海南机场在发展过程中经历了数次重大变革，2017 年首次业务转型中，公司注册登记名由“海南海航基础设施投资集团股份有限公司”变更为“海航基础设施投资集团股份有限公司”，开启“去地产化”进程，推进传统房地产结构调整。自此以后，公司在地产板块的布局从土地获取、地产开发建设临空产业园区开发、住宅商业出租物管服务积极转型，并计划在未来完全退出传统地产业务。

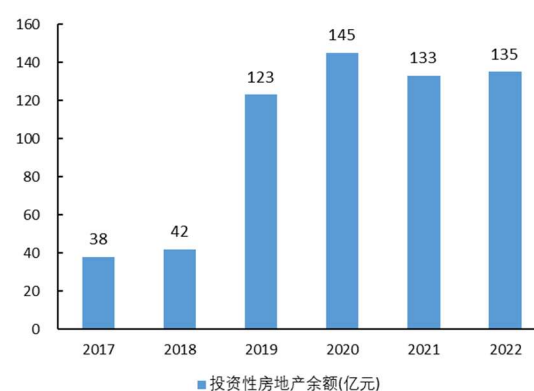
房地产业务收入占比下降，2021、2022 年均无新增开工面积。从开工面积来看，公司自 2017 年开始新开工面积整体呈下降趋势，2020 年新增开工面积降至 0.55 万平方米，同比减少 76%；2021-2022 年两年间，公司以推进存量项目复工为主，新开工面积为 0。从收入贡献来看，2016-2020 年，房地产业务为公司营业收入的主要来源，占比超过 60%；2021 年，央行和国家住建部发布房企“三道红线”政策，加之疫情影响和公司重整，多重压力下当年房地产收入同比减少 71%，收入占比下滑至 25%；2022 年，随着疫情影响减弱和政策放松，地产市场回暖，收入回升至 20.73 亿元，主要来源于存量地产销售。

图 27：公司房地产业务完工及签约销售面积



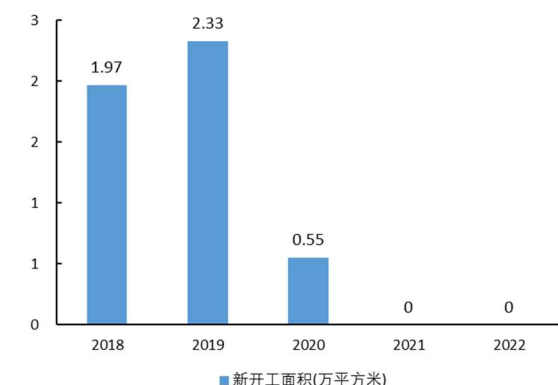
资料来源：公司公告

图 28：公司投资性房地产余额



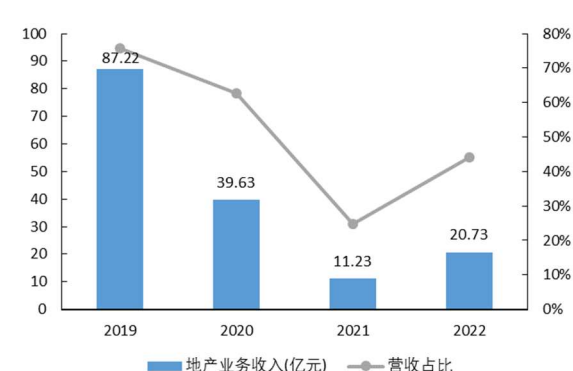
资料来源：公司公告

图 29：公司房地产新开工面积



资料来源：公司公告

图 30：公司地产业务收入及占总营收比重



资料来源：公司公告

积极消化存量项目，向临空业务战略转型。截至 2022 年，公司拥有待在建及储备项目 23 个，面积逾 6500 亩。未来公司目标主要为推进海南中心等地块等存量项目复工，积极销售库存地产，推动大英山区域开发建设，管理运营投资性地产项目。与此同时，公司积极优化资产结构，将地产业务向临空业务转型，依托海南自由贸易区（港）发展建设和自身机场资源，完善临空产业综合服务，协助核心机场业务运营。临空业务主要包括临空园区开发建设和出租管理，此外为丰富临空产业结构，临空亦逐步拓展到全国一二线城市，范围涵盖天津、上海、武汉等多个省市，且覆盖航空基地，配套写字楼、商铺、公寓、仓储、酒店等。

4.2 临空业务：整合上下游协同发展，围绕机场构建产业生态

航空产业集群带来临空经济区综合发展机会。临空经济是依托机场为核心，整合多方资源，促使航空港相邻地区及空港走廊沿线地区出现生产、技术、资本、贸易、人口的聚集，在机场周边形成以航空运输为指向的产业集聚效应，是区域经济与航空运输相互促进的重要载体。临空经济通常包含以下四类产业：1) **服务于航空枢纽的产业**：包括机场设施、航空公司及海关、检疫检验、后勤产业等；2) **航空运输和物流服务产业**：包括精密、生鲜类物品运输，救援性航空运输，航空客运服务的航空旅馆业；3) **航空运输指向性的加工制造业和服务业**：包括航空物流辅助加工业，航空工具与用品的制造业，航空运输指向性较强的高新技术产业，以及国际商务服务业、会展业和航空竞技业等。4) **以研发和管理为主的公司地区总部**：伴随着临空经济的成熟，在临空经济区集聚了大量的人力、物

流和信息，高档办公设施的完善吸引公司地区总部不断地向临空经济区的集中。

公司旗下拥有多家临空产业园，发挥多业态协同优势。2018 年开始，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。目前公司临空产业包括武汉临空产业园、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，覆盖航空基地，配套写字楼、商铺、公寓、仓储、酒店等，不断完善上下游航食、货运产业链。

表 7：海南机场临空经济布局

| 时间 | 事件 |
|-------------|---|
| 2018 年 11 月 | 海航地产公司由海航地产集团有限公司变更为海南海岛临空产业集团有限公司，同时启用新品牌名称“海航临空”，公司地产业务重点转向临空产业园区开发 |
| 2020 年 6 月 | 子公司海岛临空出资 25 亿元对海航技术进行增资 |
| 2021 年 9 月 | 海南省首家保税物流中心（B 型）在海航基础旗下三亚凤凰国际机场顺利通过验收 |
| 2022 年 2 月 | 美兰空港一站式飞机维修基地（一期）项目完成民航验收 |
| 2022 年 5 月 | 与海口江东新区管理局签署战略合作协议，共同搭建临空经济产业平台 |

资料来源：公司公告，公开资料整理

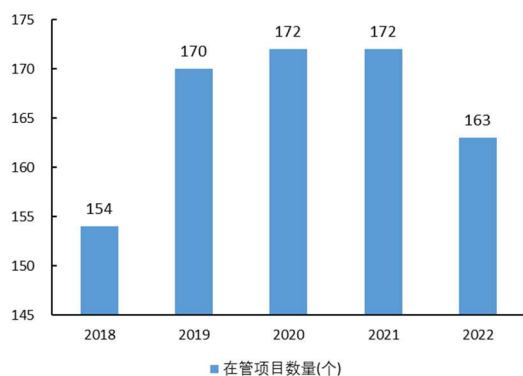
与政府合作搭建空港经济平台，设立合资公司，布局临空配套产业链。2020 年，公司旗下子公司对海航技术增资 25 亿元，完善美兰空港一站式飞机维修基地拓展航空器维修、航空维修培训、航材销售等临空产业相关业态全产业链的布局。2022 年 5 月，公司与海口江东新区管理局达成战略合作，共同搭建空港经济平台，完善临空上下游产业链，推进临空产业平台项目落地。目前各项目进展顺利，产业链框架初步形成。

4.3 物业业务：旗下海南物管为海南本岛最大物管企业，提质增效建立良好品牌力

公司拥有海南全岛最大物管企业海南物管，着力打造“三大业态、两大体系”业务布局。公司旗下海南物管是海南本土规模最大的物业服务企业，通过 ISO9001

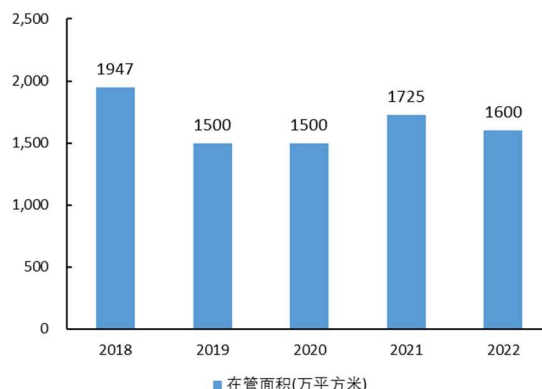
质量管理、ISO14001 环境管理等标准体系审核，聚焦航空机场产业园、政企事业单位、住宅商业写字楼三大业态以及餐饮服务、资产管理服务两大体系业务布局。海南物管在 2022 中国物业服务百强企业发布会发布的排名中位列第 30 名，获得“2022 中国物业服务百强企业”称号；2022 年，海南物管第四次入围“年度中国团餐企业百强”，并获评“中国团餐企事业单位领域代表品牌”称号。

图 31：物业在管项目数量



资料来源：公司公告

图 32：物业在管面积



资料来源：公司公告

物业业务贡献稳定营收，服务质量持续提升锻造优质品牌力。受上游房地产行业深度调整影响，2022 年物企扩张速度、收入增速、在管规模增速均有放缓，但总体仍处于扩张趋势。2022 年，公司在管项目共计 163 个，管理面积超 1600 万平方米；物业业务贡献营收 7.13 亿元，营收占比 15.16%，是主营业务的稳定补充；毛利率 14.98%，较往期 3 年持平。参考国家法律法规，合同履约要求确定品质运营管控指标，海南物管全年客户满意度达 80.64%，有投诉关闭率 100%，未发生设备安全责任事故和重大治安事件，项目运营科学、系统，目前正全力推行“5D”食堂管理要求，提升餐饮服务品质。未来将通过强化内部管理，进一步提升市场竞争力。

5. 公司展望

上半年机场业务复苏已获验证，2023 年业绩反弹可期。过去 3 年受疫情影响，机场业务遭受严重打击。随着疫情管控结束，2023 年上半年机场起落架数、旅客吞吐量等主要指标显著反弹，公司旗下核心资产三亚凤凰机场前 5 个月旅客运送

量已超 2019 年同期水平，经营获得实质性修复；机场业务毛利率有望从 2022 年的 1.99% 回归到 35% 的往年中枢水平，带动公司业绩大幅回暖。

K 型复苏下免税需求持续旺盛，店面扩建打开供给上限，供需两旺配合高毛利助力公司打造第二增长曲线。在需求端，免税业务虽同样受到疫情影响，但在经济 K 型复苏的背景下，免税店高端消费展现出强劲动力。2021 年美兰机场免税店在疫情导致客流量下降的情况下销售额逆势增长；2023 年上半年海南省 12 家离岛免税店免税销售额同增 26%，增速远超社零消费。在供给端，公司旗下海口美兰机场免税店 2021 年扩建后全部面积已投入经营，三亚凤凰机场免税店扩建在即，能够充分满足不断增长免税消费的需求。在国内出行稳健回暖、国际航线加速修复的驱动下，免税业务将保持良好的增长预期，快速回暖的机场客流量将助力免税业务打开规模天花板。供需两旺下，结合 90% 左右的超高毛利率，免税业务有望成为公司机场业务以外最具弹性的收入增长点。

重整后“去地产化”顺利推进，积极推动转型临空经济，已初步构建多元业务协同新形态。2021 年重整后，公司确立“机场+免税”的新核心经营战略，推动传统地产业务的去化和转型，成效斐然。此外，公司在临空业务、物业业务、酒店业务、飞训业务等多个领域积极布局，已取得相应进展，未来将构建起以机场业务和免税业务为主、多种业务并进的发展模式，充分挖掘协同效应，构建海南机场业务生态链，促进公司长期健康发展。