

买入
海南自贸港红利与产能共振，枢纽价值重估
美兰空港(0357.HK)

2024-02-29 星期四

投资要点

 目标价: **13.80 港元**

现价: 7.29 港元

预计升幅: 89.3%

重要数据

| 日期 | 2024.02.28 |
|-----------|------------|
| 收盘价(港元) | 7.29 |
| 总股本(亿股) | 4.73 |
| 总市值(亿港元) | 34.5 |
| 净资产(亿港元) | 50.0 |
| 总资产(亿港元) | 137.4 |
| 52周高低(港元) | 21.65/5.21 |
| 每股净资产(港元) | 10.15 |

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

海口美兰国际机场有限公司 50.2%

相关报告

研究部

姓名: 何丽敏

SFC: BTG784

电话: 0755-82846267

Email: helm@gyzq.com.hk

➢ 美兰空港枢纽价值重估，压力因素已充分释放，处于业绩转折点：

(1) 海南唯一释放产能的主要机场，海南增量客流和自贸港建设红利的主要承接者。公司定位海南自贸港国际核心枢纽，重组后回归国有管理，控股股东为海南国资背景。三亚凤凰机场在 19/23 年产能已饱和(三亚凤凰可容纳 2,000-2,500 万人次吞吐量，暂无明确扩建规划)，增量客流主要由海口美兰承接(3,500 万人次吞吐量设计产能)。

(2) 压力期已过，预计 24 年为业绩转折点，枢纽价值重估。公司的主要压力因素已在 22-23 年充分释放，包括客流/成本/离岛免税消费压力。公司在 21 年 12 月投用 T2 航站楼、23 年起接手母公司机场跑道资产整体运营，成本压力已在 23 年充分释放。估值回归催化剂为客流和免税消费升温、海南封关细则推出、诉讼落地、免税扣点率谈判。

(3) 免税业务受经营面积和客流推动，扣点率具备上行潜力。海口美兰机场免税经营面积领先共 4 万平(已使用 1.8 万平)，重奢品牌已陆续引入，与市内门店差距缩小。公司免税扣点率约 15%，大幅低于同业。后疫情时代，各同业机场主要品类扣点率在 20-36% 区间。美兰的 T1/T2 航站楼免税经营协议分别在 24 年末/26 年到期，扣点率有望重定价。

➢ 25 年海南自贸港全岛封关运作，常规零售及离岛免税共同受益：

海南自贸港对标世界最高水平开放，第一阶段以“零关税、低税率、简税制、贸易投资自由便利化”为基本特征。海南区位优势提升，将吸引更多国内及国际人员、货物往来。预计全岛封关后，海南常规零售及离岛免税共同受益，我们判断海南离岛免税牌照及业态仍具备独特价值，体现在品类/税/额度方面；预计 26 年海南离岛免税规模有望达 800-900 亿。

➢ 首次覆盖并给予买入评级，目标价 13.80 港元：

受益于海南自贸港建设东风，叠加公司产能释放，客流和免税销售增长共振。我们预计公司 2023E-2025E 的收入分别为 20.6/24.7/31.1 亿元，同比 +80%/+20%/+26%；归母净利润为 -1.1/1.8/6.0 亿元。参考国内机场估值中枢，目标价对应 FY25E PE 约 10 倍。

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|--------|-------|-------|--------|
| 营业收入(百万元) | 1,606 | 1,141 | 2,058 | 2,470 | 3,109 |
| 同比增长(%) | 17.2% | -28.9% | 80.3% | 20.0% | 25.9% |
| 归母净利润(百万元) | 765 | -155 | -110 | 176 | 603 |
| 同比增长(%) | / | / | / | / | 242.8% |
| 归母净利润率(%) | 47.7% | -13.6% | -5.4% | 7.1% | 19.4% |
| 每股收益(元) | 1.62 | -0.33 | -0.23 | 0.37 | 1.27 |
| PE @7.29 HKD | 4.1 | -20.2 | -28.5 | 17.8 | 5.2 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |

数据来源: Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

目录

| | |
|---|----|
| 1. 公司基本概况 | 5 |
| 1.1 公司简介 | 5 |
| 1.2 股权结构及管理团队 | 5 |
| 1.3 发展历程 | 7 |
| 1.4 经营业绩 | 7 |
| 2. 海南 2025 年全岛封关及离岛免税业展望 | 10 |
| 2.1 海南自贸港区位政策红利显著，全岛封关运作在即 | 10 |
| 2.1.1 海南自贸港对标最高水平开放，中长期海南旅游及商业吸引力提升 | 10 |
| 2.1.2 海南自贸港与国际三大自贸港对比及长期展望 | 12 |
| 2.2 全岛封关后，预计海南离岛免税商仍具备充分牌照价值 | 15 |
| 2.2.1 封关后海南零售税负下降，但预计离岛免税仍具备税/额度/品类优势 | 15 |
| 2.2.2 出境游复常，海南离岛免税规模展望 | 16 |
| 3. 公司亮点 | 19 |
| 3.1 唯一释放产能的海南主要机场，海南增量客流主要承接者 | 20 |
| 3.1.1 海南主要机场及交通规划 | 20 |
| 3.1.2 海口美兰 VS 三亚凤凰：美兰定位海南第一空港且产能充足 | 21 |
| 3.2 免税业务受经营面积和客流推动，提点率具备空间 | 22 |
| 3.3 航空业务中长期享第七航权红利 | 24 |
| 4. 盈利预测与投资建议 | 26 |
| 4.1 盈利预测 | 26 |
| 4.2 投资建议 | 28 |
| 投资评级定义与免责条款 | 31 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 美兰空港收入构成 | 5 |
| 图 2: 美兰机场 T2 航站楼..... | 5 |
| 图 3: 美兰空港股权结构 (截至 2023 年 6 月 30 日) | 6 |
| 图 4: 2012-2023 年海口美兰机场旅客吞吐量 | 8 |
| 图 5: 2012-2022 年美兰空港收入及净利润..... | 8 |
| 图 6: 2012-2022 年美兰空港航空性业务与非航业务收入 | 8 |
| 图 7: 2012-2022 年美兰空港免税销售额 | 8 |
| 图 8: 2022 年美兰空港收入结构 | 9 |
| 图 9: 2015-2022 年美兰空港航空性/非航收入结构 | 9 |
| 图 10: 美兰空港非航业务收入 | 9 |
| 图 11: 特许经营权收入占总收入之比持续提升 | 9 |
| 图 12: 海南自贸港封关前后, 海南常规零售商及离岛免税门店税务成本差异 | 15 |
| 图 13: 海南离岛免税规模测算 | 17 |
| 图 14: 中国奢侈品消费市场及海南免税规模测算 | 18 |
| 图 15: 海南离岛免税商店及经营主体 (截至 24 年 2 月) | 18 |
| 图 16: 海南省“十四五”海港及机场规划图 | 19 |
| 图 17: 2014-2023 年海口美兰机场和三亚凤凰机场旅客吞吐量对比 | 22 |
| 图 18: 美兰空港免税经营面积及对比 (万平方米) | 23 |
| 图 19: 海口美兰机场在海南离岛免税中的经营份额 | 23 |
| 图 20: 美兰机场免税提货点 (共 6 个) | 23 |
| 图 21: 海口美兰机场已进驻重奢品牌门店 | 23 |
| 图 22: 海口美兰机场扣点率与同业对比 | 24 |
| 图 23: 不同层级的航权简介 | 25 |
| 图 24: 海南航权开放历程 | 25 |
| 图 25: 海南省第七航权及客运中途分程权试点 | 25 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 美兰空港管理团队 | 6 |
| 表 2: 海南自贸港建设方案和制度设计 | 11 |
| 表 3: 海南自贸港与中国香港、迪拜、新加坡自贸港对比 | 13 |
| 表 4: 海南自贸港建设定位、发展目标和 2025 年前的重点任务及举措 | 14 |
| 表 5: 海南自贸港封关后, 海南常规零售门店及离岛免税门店品类、税收、额度差异展望 | 16 |
| 表 6: 海南省“十四五”(2021-2025 年) 各机场定位和建设规划 | 20 |
| 表 7: 海口美兰机场与三亚凤凰机场对比(机场定位、规划、产能、规模等) | 21 |
| 表 8: 美兰机场特许经营权收入测算 | 26 |
| 表 9: 美兰机场特许经营权收入测算 | 27 |
| 表 10: 美兰空港成本和利润测算 | 28 |
| 表 11: 行业估值表(截至 2024 年 2 月 28 日) | 28 |

1. 公司基本概况

1.1 公司简介

海南美兰国际空港股份有限公司（0357.HK，前称海航基础股份有限公司/瑞港国际机场集团股份有限公司）于 2002 年在香港联交所主板上市，经营海口市美兰机场内的航空及非航空业务。航空业务主要包括提供航站楼飞机起降设施、地勤服务以及旅客服务；非航空业务主要包括机场相关特许经营权业务（免税零售相关、有税餐饮零售、广告）、货运包装、酒店、贵宾室、停车场等。2023 年，美兰机场旅客吞吐量达到 2,434 万人次，吞吐量位全国排名第 18 位；疫情前 2019 年美兰机场年旅客吞吐量达 2,422 万人次。

美兰机场定位海南自贸港建设发展的第一空港，未来锚定面向太平洋、印度洋的区域国际枢纽机场，具备“双跑道、双航站楼”优质资产。美兰机场于 1999 年正式通航，2011 年 12 月成为国内首家拥有离岛免税店的机场。美兰机场占地面积 1,140 公顷，其中 T1 航站楼约 15 万平方米，一期含 67 个运行机位，飞行区等级为 4E 级，一跑道长 3600 米，宽 45 米；二期于 2021 年 12 月正式投运，T2 航站楼近 30 万平方米，二期含 72 个运行机位，二跑道长 3600 米，宽 60 米。

设计容量方面，到 2025 年其可满足年旅客吞吐量 **3,500 万人次**、年货邮吞吐量 40 万吨的运行需求。商业面积方面，美兰机场航站楼的整体商业面积约 3.8 万平方米，其中 T1 航站楼/T2 航站楼商业面积分别约 1.5 万/2.3 万平方米，包含有税及免税两部分。

图1：美兰空港收入构成

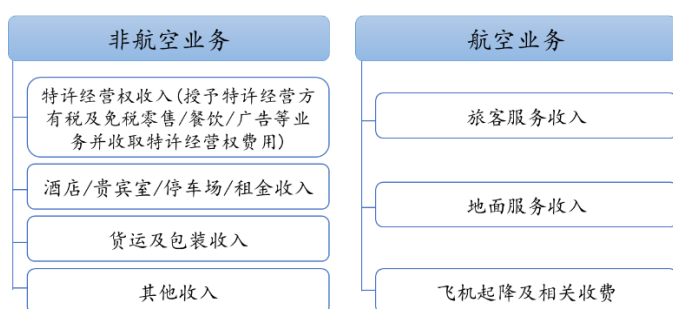


图2：美兰机场 T2 航站楼



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

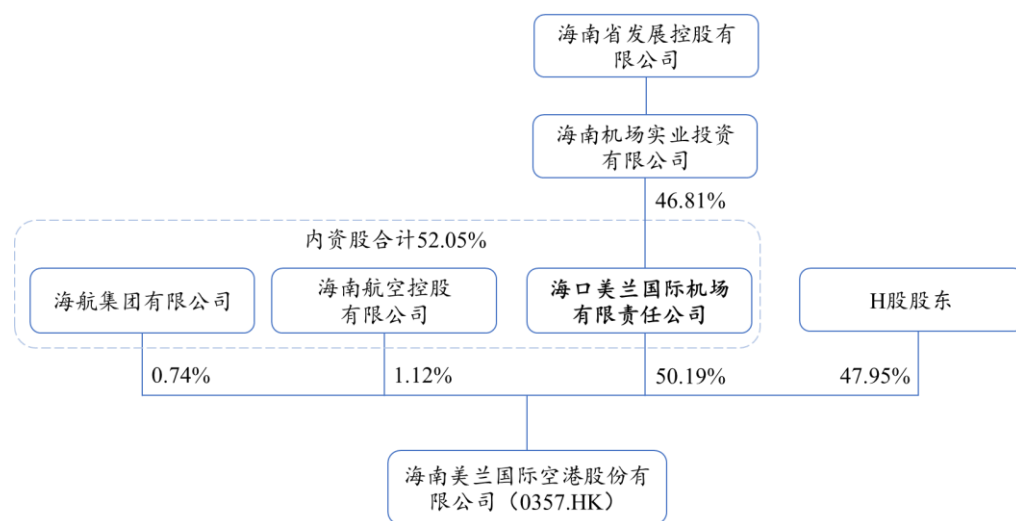
资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

1.2 股权结构及管理团队

公司股权架构集中，控股股东为海口美兰国际机场有限责任公司，控股股东为海南国资背景。截至 2023 年 6 月 30 日，公司总股本 4.73 亿股，其中内资股占比 52%，H 股流通股占比 48%。内资股中，控股股东海口美兰持有 2.375 亿股，占

公司股本总额的 50.2%。根据公司 2022 年 3 月 14 日《关于控股股东股权变动》公告，作为重整计划实施结果，海南机场实业投资有限公司于海口美兰机场有限责任公司（即美兰空港控股股东）拥有 46.81% 的权益；而海南机场实业投资有限公司的大股东为海南省发展控股有限公司。管理团队方面，公司高管于行业有数十年经验，从业履历丰富扎实，具备深刻的行业见解。

图3：美兰空港股权结构（截至 2023 年 6 月 30 日）



资料来源：公司官网、国元证券经纪（香港）整理

表1：美兰空港管理团队

| 管理层 | 职位 | 从业履历 |
|-------|--------------|--|
| 王宏先生 | 董事长 公司总裁 | 王宏先生曾于 1985 年至 2007 年先后于民航宜昌站、宜昌三峡机场担任无线通讯员、项目负责人、指挥中心主任、副总经理、总经理及董事长等多个职位；自 2017 年 7 月至 2018 年 3 月先后担任三亚凤凰国际机场有限责任公司总裁、海航现代物流集团有限公司南海现代物流筹备工作组副组长；2018 年 3 月至 2019 年 3 月分别担任海口美兰国际机场有限责任公司副总经理、瑞港国际机场集团股份有限公司总裁；于 2019 年 6 月获委任为美兰空港执行董事；于 2021 年 12 月 31 日获委任为美兰空港董事长。 |
| 任凯先生 | 财务总监 | 任先生曾担任海南省洋浦开发建设控股有限公司财务部部长助理、海南省发展控股有限公司财务部主管及部长助理、海南天汇能源股份有限公司财务总监、海南八所港务有限责任公司董事等职务。任先生于 2022 年 9 月获委任为美兰空港的财务总监，于 2022 年 12 月获委任为公司执行董事。 |
| 邢周金先生 | 执行董事 公司秘书 | 邢先生曾担任三亚凤凰国际机场和海口美兰国际机场人事处处长、办公室主任等职务，自 2002 年起从事海南美兰国际机场股份有限公司的治理和运作工作，并全程参与了公司 H 股上市发行工作；于 2009 年 08 月担任海南美兰国际空港股份有限公司公司秘书。目前邢先生于公司担任执行董事和公司秘书职务。 |

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

1.3 发展历程

公司经历了 2 个发展阶段，2021 年是分界点，标志是 2021 年机场二期投用。

第一阶段（1999-2020）：第一阶段历经两次扩建，分别在 2005 年、2015 年投用。海口美兰机场于 1999 年正式通航，一期设计产能为 6.6 万平方米的航站楼面积、600 万人次的旅客年吞吐量，站坪机位 33 个。2003 年，旅客吞吐量达到 603 万人次。2005 年新扩建部分（东廊桥和续建站坪）投用，航站楼面积增至 10.2 万平方米，年旅客吞吐量增至 930 万人次。

2013 年 8 月，建筑面积达 1.32 万平的国际航站楼投用，其满足 106 万人次的年旅客吞吐量。2014 年美兰机场连续四年实现旅客吞吐量破千万，当年吞吐量超过 1,385 万人次。2015 年，海口美兰机场西指廊和西站坪投用。扩建后，航站楼面积增至 14.1 万平方米，停机位达 67 个。2016 年起启动建设美兰机场二期，2017 年美兰机场旅客吞吐量首次突破 2000 万人次。

第二阶段（2021-至今）：2021 年美兰机场二期投用，海口美兰机场进入双跑道、双航站楼的新发展阶段。T2 航站楼含 72 个运行机位，二跑道长 3,600 米，宽 60 米。美兰机场二期投用，保障其 2025 年可满足年旅客吞吐量 3,500 万人次（2019 年的旅客吞吐量超 2,400 万）、年货邮吞吐量 40 万吨的运行需求。

展望未来：根据《海南省“十四五”综合交通运输规划》和《海南省“十四五”推进海南全面深化改革开放和自由贸易港建设中央预算内投资储备项目清单》，海口美兰机场作为国家明确提出建设的区域枢纽机场，在十四五期间（2021-2025）将推动海口美兰机场三期建设，满足年旅客吞吐量，满足 2035 年旅客吞吐量 6000 万人次、货邮 100 万吨的需求。

1.4 经营业绩

2012-2019 年间，海口美兰机场年旅客吞吐量从 1,070 万人次提升至 2,422 万人次。2021 至 2022 年，疫情影响下，美兰机场旅客吞吐量分别为 1,752 万/ 1,116 万人次，23 年旅客吞吐量恢复至 2,434 万人次。

回顾近 5 年业绩，公司在 2020 年/ 2021 年/ 2022 年 /23H1 分别录得了-13.4 亿元 / 7.65 亿元/ -1.55 亿元/ -0.51 亿元的净利润，业绩波动原因如下：

2020 年受海航集团破产重组影响，公司对海航集团的关联投资、存款及关联应收款大幅计提投资损失和信用减值共 18.9 亿元（2021 年转回减值损失 1.6 亿元）。21 年受海南客流恢复及离岛免税购物的提振，公司收入/归母净利润分别实现 16.1 亿元/ 7.7 亿元，超过疫情前。

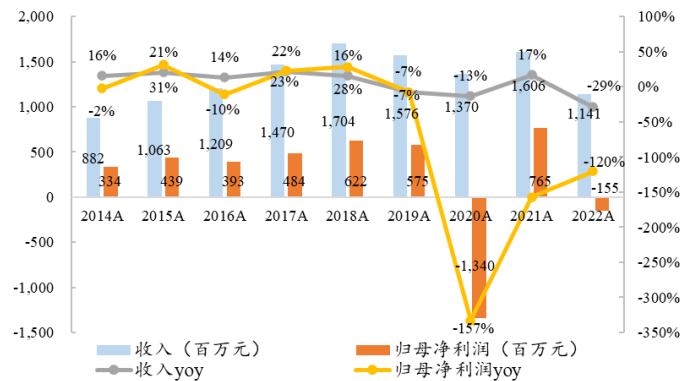
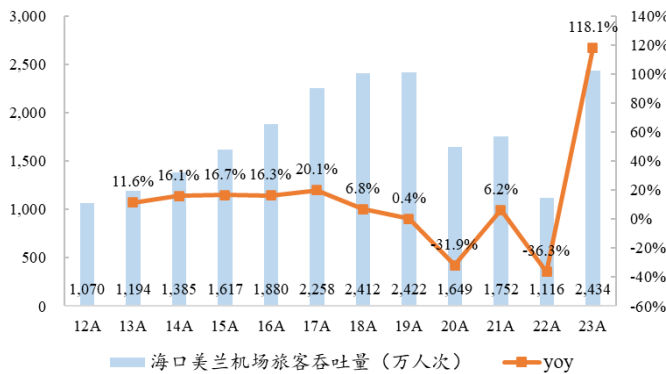
2022 年的净亏损主要是由于 2021 年 12 月 2 日海口美兰机场二期扩建项目竣工

转固，22年固定资产折旧费用同比增加达1.55亿元，同时受疫情影响，2022年美兰机场旅客吞吐量同比减少36%。

2023年1月1日起，公司负责美兰机场一期二期整体运营，采用固定租金模式租入母公司持有的一期二期相关资产，营业成本同增87%高于收入增幅，其中折旧及人工成本显著增加。

图4：2012-2023年海口美兰机场旅客吞吐量

图5：2012-2022年美兰空港收入及净利润

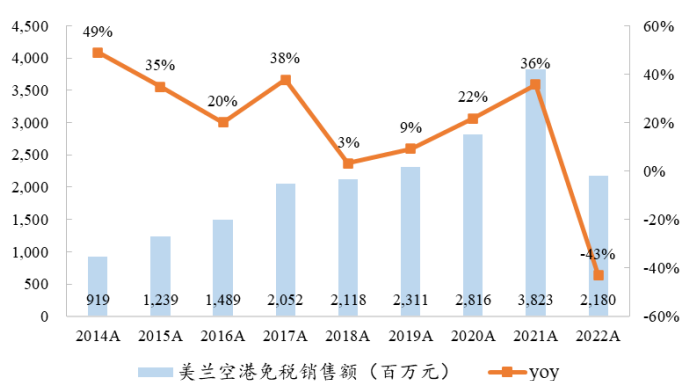
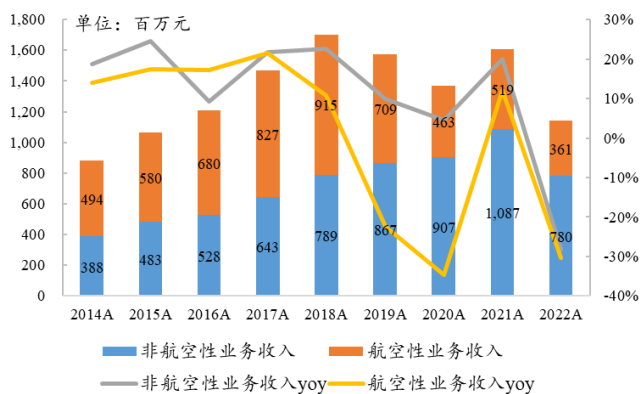


资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图6：2012-2022年美兰空港航空性业务与非航业务收入

图7：2012-2022年美兰空港免税销售额



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

公司的主营业务是海口美兰机场内的航空性、非航空业务，影响公司收入的核心变量是旅客吞吐量。航空性业务收入变动主要与旅客吞吐人次、飞机起降架次相关；其包含旅客服务费、地面服务收入、飞机起降相关收费，收费标准由中国民航局统一制定。2022年美兰空港航空性业务收入同比-30.4%至3.6亿元，占总收入的32%，同年美兰机场旅客吞吐量同比-36%至1,116万人次。回顾以往，19年公司旅客吞吐量同比基本持平，但19年航空性业务收入同比-23%，主要原因民航发展基金返还补贴不再作为营收处理。根据财政部《关于取消民航发展基金用于首都机场等三家上市机场返还作企业收入处理政策的通知》、《民航发展基金

征收使用管理暂行办法》等相关法规，公司将民航发展基金返还补贴作为营业收入处理的政策于2018年11月29日予以取消。

非航空性业务方面，特许经营权收入是非航业务收入的主要来源。特许经营权收入指，公司授权经营方于海口美兰机场经营零售、餐饮、广告等业务并向其收取特许经营权费。特许经营权费是按特许经营方销售额的保底金额或百分比提成并按月确认收入。特许经营权收入中，免税特许经营权收入是核心组成部分。2022年非航业务占总收入68%，非航业务中的特许经营权收入占总收入40%，其余的租金、贵宾室、酒店及货运包装收入占总收入之稳定，在20%+的区间。2020年以来海南离岛免税政策利好，放开了离岛免税购物的限额/品类/次数限制，吸引免税消费，因此尽管疫情期间客流量承压，但公司特许经营权收入逆势增长（其占总收入之比从19年的26%提升22年的40%）。

图8：2022年美兰空港收入结构

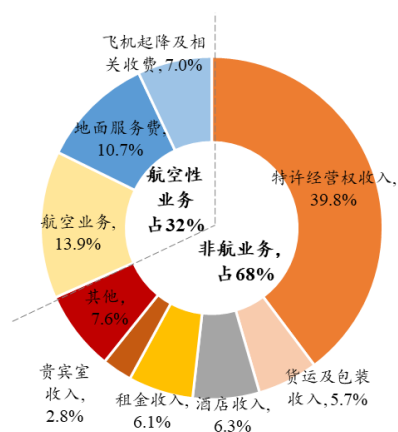
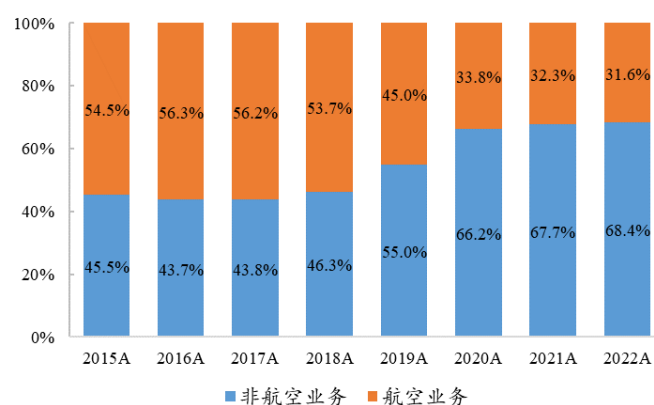


图9：2015-2022年美兰空港航空性/非航收入结构



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

图10：美兰空港非航业务收入

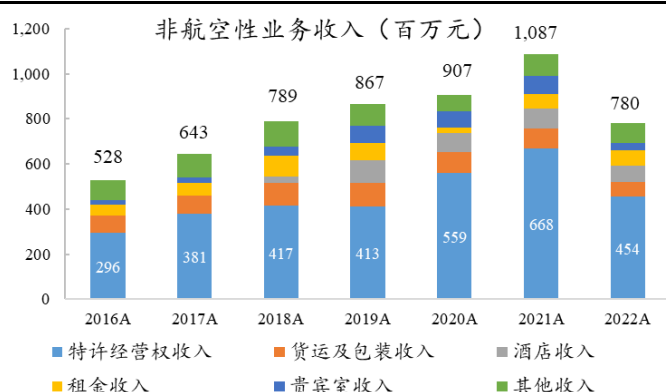
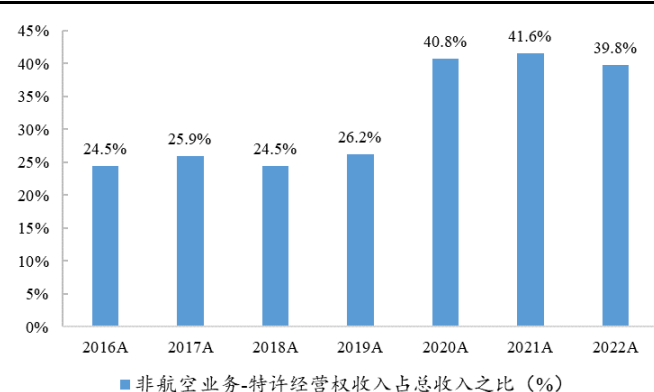


图11：特许经营权收入占总收入之比持续提升



资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

资料来源：公司公告、国元证券经纪（香港）整理

2. 海南 2025 年全岛封关及离岛免税业展望

核心观点：

(1) 海南自贸港将于 2025 年底前封关运作，对标世界最高水平开放：

第一阶段，以“零关税、低税率、简税制、贸易投资自由化便利化”为基本特征；第二阶段，进一步推动跨境资金流动/人员进出/运输来往自由便利。以上举措将在中长期提升海南区位优势、降低海南商业活动成本，提升旅游及商业吸引力。

(2) 预计全岛封关后海南零售整体蛋糕变大，常规零售及离岛免税共同受益。

(3) 全岛封关后，海南离岛免税零售牌照价值展望：对比岛内常规零售业态，预计离岛免税仍具备**品类/税/额度的独特优势**——品类上，离岛免税在中高端消费品及奢侈精品更具优势，而常规零售门店仅限日常消费品；税负上，常规零售门店在简税制下交纳 X% 销售税（新加坡 GST 为 8%），离岛免税零售商则交 4% 的免税商品特许经营费。额度上，离岛免税购物额度达 10 万元人民币，预计大幅高于常规零售商 5,000-8000 元的额度。

(3) 展望封关后的离岛免税规模：根据客流*转化率*客单价，综合考虑出境游复常后的中国奢侈品市场规模及离岛免税业态份额，我们预计 25 年底海南全岛封关后，26 年海南离岛免税规模有望达 **800-900 亿**。

2.1 海南自贸港区政策红利显著，全岛封关运作在即

➤ 2.1.1 海南自贸港对标最高水平开放，中长期海南旅游及商业吸引力提升

海南全岛建设自由贸易区是由总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的国家重大战略。2018 年总书记宣布支持海南全岛建设，2019 年民航局出台《关于加快海南民航业发展支持海南全面深化改革开放的实施意见》，提出“全面支持海南民航事业高质量发展，把海南打造成面向太平洋、印度洋的航空区域门户枢纽”。

海南自贸港建设对标世界最高水平开放，以旅游业、现代服务业、高新技术产业作为三大主导产业。从开放广度上，包含货物贸易自由、投资、资金、人员、运输等生产要素自由流动；从开放深度上，是全方位高水平开放。

海南自贸港的建设目标分两阶段：**第一阶段是到 2025 年，初步建立以贸易自由便利、投资自由便利为重点的自贸港政策制度体系。第二阶段是到 2035 年，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。第一阶段的重点建设内容包括：**

(1) 贸易自由便利：建设全岛封关运作并争取在**2025**年底实施。对于货物贸易，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。对于岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对清单内原辅料、企业自用生产设备、交通工具及游艇实行零关税政策。对实行“零关税”清单内的货品及物品免征进口关税、进口环节增值税和消费税。

对于贸易自由便利，举措包括“**一线**”放开、“**二线**”管住、**岛内自由**——具体而言，“**一线**”放开指海南自贸港面向境外连通，清单货物免征进口关税自由进出；“**二线**”管住指海南自贸港面向国内实现有管理的连通，货物从海南自由贸易港进入内地，按进口规定照章征收关税和进口环节税。

(2) 投资自由便利：严格落实“非禁即入”，在“管得住”的前提下，对具有强制性标准的领域，原则上取消许可和审批。举措包括创新完善投资自由制度，建立健全公平竞争制度并强化竞争政策的基础性地位，完善产权保护制度等。

(3) 个人及企业所得税政策：根据海南自贸港官网《海南自由贸易港部分政策指南》，人才的个人所得税最高**15%**（2025年前）；一个纳税年度内在海南自贸港累计居住满183天的个人，其取得来源于海南的综合所得和经营所得，按3%、10%、15%三档超额累进税率征收个人所得税（2035年前）。

鼓励类企业实施**15%**企业所得税（2025年前）；负面清单外的实质性运营企业，按15%征收企业所得税（2035年前）。

(4) 离岛免税方面：封关后可继续沿用现行离岛免税政策，实行双线并行模式。对于离岛免税，离岛免税购物额度每年每人10万元，扩大免税商品种类。

表2：海南自贸港建设方案和制度设计

| 制度设计 | | 具体目标 |
|------|-------------------|--|
| 贸易政策 | (一) 贸易自由便利 | 建设全岛封关运作，实行以“ 零关税 ”为基本特征的自由化便利化制度安排，“ 一线 ”放开，“ 二线 ”管住， 岛内自由 ，推进服务贸易自由便利。 “ 一线 ”放开：面向中国境外放开，清单外货物、物品自由进出，免征进口关税 “ 二线 ”管住：面向中国内地，货物从海南自由贸易港进入内地，原则上按进口规定办理相关手续，照章征收关税和进口环节税。 |
| 金融政策 | (二) 投资自由便利 | 大幅放宽海南自由贸易港市场准入，实施市场准入承诺即入制、创新完善投资自由制度、建立健全公平竞争制度、完善产权保护制度。 |
| | (三) 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。构建多功能自由贸易账户体系、便利跨境贸易投资资金流动。 |
| 产业 | (四) 人员进出自由便利 | 针对高端业人才实行更开放的人才和停居留政策； 实施更便利的出入境管理政策。 |

| | | |
|------|--------------|--|
| 配套政策 | (五) 运输来往自由便利 | 实施高度自由便利开放的运输政策，推动建设西部陆海新通道国际航运枢纽和航空枢纽，加快构建现代综合交通运输体系。 |
| | (六) 数据安全有序流动 | 扩大数据领域开放，创新安全制度设计。 |
| | (七) 现代产业体系 | 大力发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，增强产业竞争力。 |
| 财税政策 | (八) 税收制度 | 按照零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段原则，逐步建立税收制度。 零关税： 全岛封关运作，对进口征税商品目录以外商品，免征进口关税； 低税率： 实行企业所得税优惠税率、实行个人所得税优惠税率； 简税制： 改革税种制度，降低间接税比例； |
| 社会治理 | (九) 社会治理 | 深化政府机构改革，进一步推动海南大部门制改革，推动政府职能转变等。 |
| | (十) 法治制度 | 建立以海南自由贸易港法为基础，以地方性法规和商事纠纷解决机制为重要组成的自由贸易港法治体系，营造国际一流的自由贸易港法治环境。 |
| | (十一) 贸易风险防控 | 针对性防范化解贸易/投资/金融/数据流动/生态和公卫等领域重大风险。 |

资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》、《海南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》、海南自由贸易港官网《海南自由贸易港部分政策指南》、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2.1.2 海南自贸港与国际三大自贸港对比及长期展望

海南自贸港背靠国内市场，高水平的开放政策有望连接国内与国际两个大市场。回顾国际三大自贸港的经验，其共同点为：

(1) 绝大多数商品零关税，区域内个人/企业所得税/流转税低，货物贸易及投资自由，境内货物流转成本低。关税上，香港及新加坡除个别门类商品，基本全境实施零关税，迪拜在自由区内零关税。个人所得税及企业所得税较低（香港均在15%以内，迪拜自由区内企业及个人均免征，新加坡企业所得税超额累进制在4.25%-17%）。贸易方面，香港贸易不需事先报关，新加坡报关高效。投资方面，对内外资一视同仁，除清单外行业不限制股权比例，例如迪拜允许收入及利润100%汇回本国。区域内货物流转成本低，例如香港不设增值税和营业税，迪拜部分自由区免增值税。

(2) 无外汇管制，资金进出自由，三大自贸区同时也是金融中心，并且离岸贸易超过转口贸易成为主要贸易形态。三大自贸港均无外汇管制，实行经常项目和资本项目可自由兑换。以香港为例，香港自06年进入了离岸贸易阶段，自06年离岸贸易货值高于转口贸易，2011年离岸贸易货值达同期转口贸易的1.4倍。离岸贸易除要求信息集聚处理的能力外，还需便捷的跨境人才交流、完善的离岸金融服务作配套。

(3) 当地消费旺盛，旅游吸引力高。

表3: 海南自贸港与中国香港、迪拜、新加坡自贸港对比

| 地区 | 税制、贸易及投资开放度、定位及发展历程 |
|----------------------|--|
| 海南 (2025年封关后第一阶段) | <p>所得税: 注册于海南并实质运营的企业, 企业所得税按 15% (除负面清单外); 个人所得税按 3%、10%、15% 三档超额累进税率征收</p> <p>简税制改革: 全岛封关运作时, 进一步简化税制, 将增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并, 在货物和服务零售环节征收销售税</p> <p>关税: 正面清单制, 封关起清单内货品进口免征进口关税、进口环节增值税和消费税</p> <p>贸易: “一线”放开、“二线”管住、岛内自由, 海关实施低干预、高效能的精准监管</p> <p>投资: 实行外商投资准入负面清单, 政府采购对内外资企业一视同仁, 严格落实“非禁即入”</p> |
| 中国香港 | <p>所得税: 于2018年4月1日起实施利得税两级制, 法团/非法团首200万港元应评税利润利得税分别为 8.25%/7.5%, 200万以上的分别按 16.5%/15%; 个人薪俸税按比例累进, 税率由 2%至17% 不等, 不会超过总收入的 15%。香港不设增值税和营业税, 香港地区内的生产和流通也基本没有其他形式的流转税负担。</p> <p>关税: 绝大部分产品零关税 (除酒类、烟草、碳氢油类、甲醛外) 和无进出口配额</p> <p>贸易: 全域自由贸易港, 没有再单独划出自由区; 不要求事先报关, 货物进口或出口后 14天 内报关即可; 贸易结算币种无限制, 国际航运自由</p> <p>投资: 除少数行业条件准入外, 对外资一视同仁, 无外汇管制, 资金自由进出</p> <p>定位: 全球金融中心及贸易中心; 根据世贸组织, 2021年香港是全球第六大商品贸易经济体系, 也是全球第二十大商业服务经济体系。</p> |
| 迪拜 | <p>所得税: 迪拜对自由区内企业免征企业所得税 (50年, 期满后可再延长15年) 及免征个人所得税, 部分自由区免征增值税</p> <p>关税: 自由区内企业免征进出口关税</p> <p>贸易: 迪拜有约 30个 自由贸易区 (例如杰贝阿里自由区), 无外汇管制, 货币可自由兑换</p> <p>投资: 在全球范围内比较, 设公司门槛低且便捷。投资注册手续简便, 公司成立速度快及门槛低, 无最低投资资本要求, 内外资享受平等优惠政策, 外资企业没有股权比例限制; 资本与货物可全部回流, 允许收入及利润 100% 汇回本国; 投资者可享有长期租赁权 (最长可达25年)</p> <p>迪拜港务局: 集政府机关和民间企业于一身的事务管理单位。迪拜港务局对外负责审批进出口手续、办理签证, 对内管理杰贝阿里港务</p> <p>发展历程: 采取了成功的自由区战略, 自由区内实施制度创新及运营创新, 确保风险可控。各个自由区设立金融/汽车/航空/医疗/教育等不同功能, 鼓励区内产业发展及自由贸易</p> |
| 新加坡 | <p>所得税: 对内外资企业实行统一的所得税税率 (超额累进制, 4.25%-17%), 不对资本利得征税; 个人所得税实行区间税率, 个人所得税税率按 0-22% 不等; 非居民个人按 15% 和居民个人所得税税率孰高; 自贸区内免征销售税(GST); 新加坡境内出售的商品销售税8% (GST, 23年1月起)。</p> <p>关税: 零关税 (除酒类、烟草类、石油类、机动车外)</p> <p>贸易: 结算币种自选, 货物贸易自由及无进出口配额, <u>需事先报关, 但报关审批非常快捷高效</u></p> <p>投资: 对外资企业实行无差别的国民待遇。对外资进入行业, 除清单外行业 (例如银行及金融服务、电信、保险、广播报纸印刷媒体、房地产), 绝大多数产业领域不限制外资的股权比例; 无外汇管制, 资金自由进出</p> <p>发展历程: 经历了贸易形态演变, 曾经历制造业发展, 其后成为服务业高度集聚的经济体, 转口贸易的重要性让位于离岸贸易。</p> |

资料来源: 商务部《对外投资合作地区指南》、《中华人民共和国海南自由贸易港法》、香港政府一站通、香港海关、国元证券经纪(香港)整理

海南自贸港关键政策已逐步落地，政策红利初步显现。部分政策落实情况：

个人和企业所得税优惠已于 2020 年 6 月落实，海南工作的高端人才个税 15% 以上的部分免征，注册并实质在海南运营的企业按 15% 税率征企业所得税。

海南自由贸易港服务贸易负面清单、市场准入承诺即入制分别于 21 年 7 月和 22 年 11 月发布并实施。海南自贸港原辅料/进口船舶及游艇/自用生产设备已于 2020 年 11 月-2020 年 3 月发文落实。对于岛内居民消费的进境商品零关税，实行正面清单管理，正面具体清单尚未出台。

人员流动方面，23 年 6 月海南发布《海南免签入境人员须知》。吸引外资方面，根据海南商务厅，23H1，在海南省新设立外商投资企业 732 家，23H1 海南实际使用外资金额同比增长 23.3% 至 133.7 亿元（作为对比，19 全年为 15.7 亿美元）。

表4：海南自贸港建设定位、发展目标和 2025 年前的重点任务及举措

| 纲要 | 具体内容 |
|----------------|--|
| 自贸港建设定位 | 海南是我国最大的经济特区，具有实施全面深化改革和试验最高水平开放政策的独特优势，支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系，是总书记亲自谋划、亲自部署、亲自推动的改革开放重大举措。 四大战略定位：全面深化改革开放试验区 （打造成为我国面向太平洋和印度洋的重要对外开放门户）、 国家生态文明试验区 、 国际旅游消费中心 、 国家重大战略服务保障区 。 |
| 发展目标 | 第一阶段：到 2025 年，初步建立以贸易自由便利、投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系； 第二阶段：到 2035 年，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动。成为我国开放型经济新高地。 |
| 2025 年前重点任务及举措 | 加强海关特殊监管区域建设，“ 一线 ”放开、“ 二线 ”管住的进出口管理制度； 实行 部分进口商品零关税 政策（免征进口关税、进口环节增值税和消费税）； 减少跨境服务贸易限制 ；实行“极简审批”投资制度； 试点改革跨境证券投融资政策，加快金融业对内对外开放，增强金融服务实体经济能力； 实施更加便利的免签入境措施 （将外国人免签入境渠道扩展为外国人自行申报/单位邀请接待） 实施更加开放的船舶运输政策； 实施更加开放的航空运输政策，支持在海南试点开放第七航权 ； 便利数据流动 ；深化产业对外开放；加大中央财政支持力度， 给予充分法律授权 ； 优化税收政策安排 （人才个人所得税最高 15%，鼓励类企业所得税按 15%）； 强化用地用海保障；适时启动全岛封关运作； 做好封关运作准备工作（制定出台海南自贸港进口征税商品目录、与内地海关通关操作规范等）。 |

根据海南省“十四五”规划，海南自由贸易港口岸建设重大工程：

（一）水运口岸：洋浦港口岸等；（二）航空口岸：**海口美兰机场等**；（三）联检单位服务海南自贸港全岛口岸项目；（四）邮件快件跨境电商监管中心。

资料来源：2020.6.1 发布的《海南自由贸易港建设总体方案》、2021.4.28 发布的《海南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》、2023-03-01 发布的《海南自由贸易港部分政策指南》、国元证券经纪（香港）整理

2.2 全岛封关后，预计海南离岛免税商仍具备充分牌照价值

2.2.1 封关后海南零售税负下降，但预计离岛免税仍具备税/额度/品类优势

基于政策背景及参考中国香港/新加坡经验，我们认为全岛封关后，离岛免税门店相比海南常规零售门店仍具备品类、税及额度的三重优势。分析如下：

第一，进口环节采用正面清单制，两者均免征税，但品类上预计海南常规零售门店为[日常消费品]，且参考中国香港及新加坡，烟酒进口需征关税；而离岛免税环节预计在中高端消费品包括奢侈精品/手表/烟草/进口电子家电品有优势。

第二，岛内零售环节。简税制改革下，将增值税/消费税/车辆购置税/城建税等简并为销售税（新加坡为8%），假设封关后海南常规零售门店销售税税率8-12%，而离岛免税零售免征销售税，但需向财政交4%的免税商品特许经营费。按该假设，则岛内零售两者税务成本相差4-8pp。

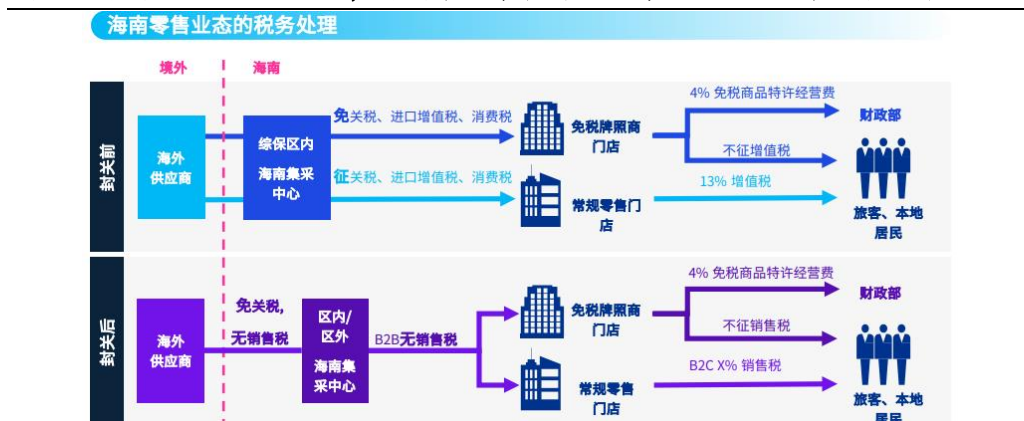
第三，购物后离开海南。参考中国香港，对于进境居民在境外购买自用物品后入境，5,000元人民币以内免补税。而中国香港入境内地主要采取抽检形式，相对宽松，结合海南“二线管住”政策及23年开展的打击套代购措施，预计海关监管偏严。而2020年7月以来，离岛免税额度为10万。

A. 2025 年全岛封关前

对于离岛免税牌照门店：在[进口环节]，离岛免税店免征关税、进口增值税、消费税（消费税是价内税，单一环节一次课征）；在[海南销售环节]，离岛免税店免征增值税。但离岛免税牌照门店要按年销售收入4%交免税商品特许经营费。

对于海南常规零售门店：在[进口环节]征关税、进口增值税、消费税之后，在[境内零售环节]需征收增值税（增值税是流转税，共4档，一般商品为13%）。

图12：海南自贸港封关前后，海南常规零售商及离岛免税门店税务成本差异



资料来源：KPMG、国家税务总局《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》（2020/09/29）、海关总署《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，国元证券经纪（香港）整理

B. 2025 年全岛封关后

政策要点 1, 进口零关税货品实行正面清单制: 根据《海南自由贸易港建设总体方案》，岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买，免税税种为免征进口关税、进口环节增值税和消费税。

政策要点 2, 简税制改革: 根据《中华人民共和国海南自由贸易港法》，全岛封关运作时，将增值税/消费税/车辆购置税/城建税/教育费附加等税费进行简并，在货物和服务零售环节征收销售税。作为参考，新加坡实行销售税（GST），税率 8%；结合新加坡经验以及考虑到目前境内增值税税率（一般商品在 13%），粗略假设全岛封关后海南销售税在 8-12%。

全岛封关后，对于海南常规零售门店与海南离岛免税门店，各环节品类、税收及额度的对比展望见下表：

表5：海南自贸港封关后，海南常规零售门店及离岛免税门店品类、税收、额度差异展望

| 环节 | 项目 | 海南常规零售门店（全岛封关后） | 海南离岛免税门店（全岛封关后） |
|-------|------------|---|--|
| 进口环节 | 免征进口环节税的品类 | 对岛内居民消费的进境商品， 正面清单制，预计为[日常消费品] ；参考新加坡和中国香港，酒类、烟草、石油类等进口需征关税 | 2020 年发布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》共允许 45 个品类； 预计离岛免税在中高端消费品更具优势，封关后品类有望进一步拓宽，在奢侈服饰鞋包、手表、烟酒、高端进口电子及家电产品有优势 |
| | 征税 | 白名单内商品免征关税/进口增值税/消费税 | 白名单内商品免征关税/进口增值税/消费税 |
| 岛内零售 | 征税 | 征收销售税（简税制改革），参考新加坡销售税 GST 税率 8%，参考一般商品增值税 13%，假设销售税税率 8-12% | 免征销售税，按年销售收入的 4% 向财政交免税商品特许经营费 |
| 离开海南岛 | 征税及额度 | (1) 额度暂未公告。根据海关总署，进境居民旅客携带在境外获取的个人自用进境物品， 5000 元人民币以内免征税 。(2) 目前中国香港入境内地额度 5000 元，对行李抽检，而海南实行“一线放开、二线管住”，结合 23 年开展的打击套代购，预计海关监管偏严。 | 预计离岛免税额度优势显著，目前对于离岛旅客，每年每人免税购物额度为 10 万元人民币，不限次数。 |

资料来源：国元证券经纪（香港）整理

➤ 2.2.2 出境游复常，海南离岛免税规模展望

免税作为旅游零售行业，受益于供给侧改革催化+需求侧改善，客流及消费力是核心因素。在当前阶段，“引导消费回流、逐步放宽”是免税行业的政策主基调。

我国免税零售业主要由口岸免税、海南离岛免税组成，市内免税亦具备潜力。对于未来海南免税规模及格局，中期取决于政策红利和海南旅游吸引力；长期取决于政策加持下，海南免税业态的升级对中国消费者的奢侈消费回流的承接能力、消费习惯的变迁。

我们预计 25 年底海南全岛封关后，26 年海南离岛免税规模有望达 800-900 亿。其中根据进岛客流*转化率*客单价，测算得 2024E-2026E 海南离岛免税销售额规模为 521/ 655/ 856 亿元。核心假设如下：（1）25 年底海南全岛封关运作后，海南旅游及商业吸引力上升，带动 2025E/ 2026E 海南旅客吞吐量 yoy +10%/ +11%；（2）预计离岛免税品类及商品具备拓展潜力（例如奢侈品精品、烟酒、家电电子产品等），全岛零售体验优化，带动 25E/ 26E 转化率提升至 23.5%/ 25.0%，带动客单价提升至 7,410/ 8,522 元。

图13：海南离岛免税规模测算

| | 2019A | 2020A | 2021A | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 海南离岛免税销售额 (百万元) | 13,492 | 27,479 | 50,100 | 34,899 | 43,762 | 52,092 | 65,535 | 85,604 |
| yoy | 34% | 104% | 82% | -30% | 25% | 19% | 26% | 31% |
| 海南旅客吞吐量 (百万人次) | 57.37 | 42.35 | 45.11 | 31.19 | 63.10 | 68.73 | 75.27 | 83.26 |
| yoy | 0% | -26% | 7% | -31% | 102% | 9% | 10% | 11% |
| 其中：机场吞吐量 (海口+三亚) | 44.38 | 31.90 | 34.15 | 20.68 | 46.12 | 50.7 | 56.4 | 63.1 |
| yoy | 0% | -28% | 7% | -39% | 123% | 10% | 11% | 12% |
| 其中：港口轮渡 | 12.99 | 10.45 | 10.96 | 10.52 | 16.99 | 18.0 | 18.9 | 20.1 |
| yoy | 0% | -20% | 5% | -4% | 62% | 6% | 5% | 7% |
| 海南离岛免税购物人次 (百万人次) | 3.76 | 4.48 | 6.71 | 4.22 | 6.76 | 7.73 | 8.84 | 10.41 |
| yoy | 35% | 19% | 50% | -37% | 60% | 14% | 14% | 18% |
| 免税购物转化率 | 13% | 21% | 30% | 27.1% | 21.4% | 22.5% | 23.5% | 25.0% |
| 每购物人次支出(元) | 3,587 | 6,129 | 7,461 | 8,263 | 6,478 | 6,737 | 7,410 | 8,225 |
| yoy | 3% | 71% | 22% | 11% | -22% | 4% | 10% | 11% |

注：海南离岛免税销售额是海口海关口径数据，不含有税的会员购；免税购物转化率=海南离岛免税购物人次/(海南旅客吞吐量2)

资料来源：海口海关、国元证券经纪（香港）测算

根据中国奢侈品消费规模、内地购物占比、海南离岛免税销售额占国内奢侈品消费份额，我们展望了全岛封关后海南免税规模——测算得全岛封关后的 2026E，中国离岛免税销售规模约 **800+亿元**。考虑出境游复常后，中国部分奢侈品消费重新流向海外旅行目的地，同时全岛封关后海南购物吸引力提升。测算如下：

图14：中国奢侈品消费市场及海南免税规模测算

| 单位：亿 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2026E |
|-------------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|
| 全球个人奢侈品市场(欧元) | 2,620 | 2,810 | 2,200 | 2,900 | 3,490 | 3,620 | 3,956 |
| yoy | 3% | 7% | -22% | 32% | 20% | 4% | 假设 cagr 3% |
| 份额按国籍：中国人 | 33% | 33% | 28% | 22% | 17% | 22% | 假设 32% |
| 份额按地区：中国内地 | 9% | 11% | 20% | 21% | 15% | 16% | 21% |
| 按消费者国籍：中国人的个人奢侈品消费(人民币) | 6,486 | 7,232 | 4,804 | 4,867 | 4,196 | 6,366 | 9,797 |
| yoy (按固定汇率) | 6% | 9% | -34% | 5% | -7% | 40% | cagr 15% |
| 按地区：中国内地的个人奢侈品消费(亿人民币) | 1,700 | 2,340 | 3,460 | 4,710 | 4,250 | 4,660 | 6,416 |
| yoy | 20% | 29% | 50% | 36% | -14% | 12% | cagr 13% |
| 中国内地购买占比(%) | 27% | 32% | 73% | 95% | 88% | 70% | 假设 65% |
| 海南免税销售额占内地个人奢侈品消费之比(%) | 6% | 6% | 8% | 11% | 8% | 9% | 假设 12% |
| 海南离岛免税规模(亿人民币) | 101 | 135 | 275 | 501 | 349 | 438 | 801 |

资料来源：贝恩全球奢侈品报告、国元证券经纪（香港）测算

图15：海南离岛免税商店及经营主体（截至 24 年 2 月）

| 经营主体 | 海南离岛免税商店 | 面积 | 城市 |
|--------------------|----------------|--|-----|
| 海免 (中免持股 51%) | 海口美兰机场免税店 | 已使用 1.8 万平, 2.2 万平尚未使用 | 海口市 |
| | 海口日月广场免税店 | 一期和二期共 2.2 万平方米 | 海口市 |
| | 琼海博鳌市内免税店 | 4200 平方米 | 琼海市 |
| 中免 | 三亚凤凰机场免税店 | 分四期总面积约 8000 平方米 | 三亚市 |
| | 三亚国际免税城一期 1 号地 | 经营面积 7.2 万平, 建筑面积 12 万平 | 三亚市 |
| | 三亚国际免税城一期 2 号地 | 建筑面积 17.25 万平, 其中地上 10.7 万平 | 三亚市 |
| | 海口国际免税城 | 经营面积 19.15 万平, 建筑面积 28.9 万平, 总规划 69.3 万平 | 海口市 |
| 中服免税 (中免持股 49%) | 三亚国际免税购物公园 | 首期 1.5 万平米; 升级后项目总面积共 4.3 万平方米 | 三亚市 |
| 海旅免税 | 三亚海旅免税城 | 经营面积 9.5 万平方米 | 三亚市 |
| 海控 全球精品免税 | 海控全球精品免税店 | 共 3.9 万平方米 | 海口市 |
| 深圳免税 | 海口观澜湖免税店 | 一期营业面积 2 万平方米, 总规划 10 万平 | 海口市 |
| 王府井 | 王府井国际免税港 | 项目总建筑面积 10.25 万平方米 | 万宁市 |

资料来源：公司公告、机场和中免官网、三亚市旅游发展局、国元证券经纪（香港）测算

3. 公司亮点

核心观点：

(1) 海口美兰机场是海南自贸区唯一释放产能的主要机场，海南增量客流的主要承接者，中长期航空业务享第七航权红利。三亚凤凰机场在 19、23 年产能已饱和（三亚凤凰机场可容纳 2,000-2,500 万人次吞吐量，暂无明确扩建规划），未来增量客流主要由美兰空港来承接（3,500 万吞吐量人次设计产能，实际更高），预计美兰机场客流增长高于全岛整体。

(2) 免税业务受经营面积和客流推动，提点率具备空间。海口美兰机场作为海南自贸港核心枢纽，免税经营面积领先（已使用 1.8 万平，共 4 万平），重奢品牌已陆续引入，与市内门店差距缩小。美兰空港免税扣点率在 12-15%，大幅低于同业。尽管后疫情时代，国内外机场扣点率有所下行，但各机场主要品类扣点率仍维持在 20-36% 区间。美兰的 T1/T2 航站楼免税经营协议分别在 24 年末/26 年到期，扣点率具备重新调整空间。

(3) 压力期已过，预计 24 年为业绩转折点，估值具备重估空间。公司的主要压力因素已在 22-23 年充分释放，包括客流/成本/离岛免税消费压力。公司在 21 年 12 月投用 T2 航站楼、23 年起接手母公司的机场跑道资产整体运营，成本压力已在 23 年充分释放。作为海南自贸区核心枢纽，估值回归的催化剂为客流和免税消费升温、海南封关细则进一步推出、诉讼落地、免税扣点率重定价。

(4) 假设 23-25 年旅客吞吐量同比分别+118%/+15%/+17%达 2,433/2,798/3,260 万人次，对应收入分别为 20.6 / 24.7/ 31.1 亿元，同比+80.3%/+20.0%/+25.9%，归母净利润分别为-1.1 / 1.8 / 6.0 亿元。现价对应 FY25E PE 为 5.2 倍 PE。

图16：海南省“十四五”海港及机场规划图



资料来源：《海南省“十四五”综合交通运输规划》、国元证券经纪（香港）整理

3.1 唯一释放产能的海南主要机场，海南增量客流主要承接者

➤ 3.1.1 海南主要机场及交通规划

海南入岛途径包括民航、铁路、轮渡，民航渠道常年占入岛客流的7成以上。未来承接海南岛增量客流的主要渠道在于民航渠道。海南民航机场中，目前主要承载民航客运量的是海口美兰机场和三亚凤凰机场。其中，**三亚凤凰机场产能利用率已接近饱和，海口美兰机场是海南增量客流的主要承接者**。回顾旅客吞吐量，2014前，三亚凤凰机场领先；2014后至今，海口美兰机场反超凤凰机场。

根据《海南省“十四五”综合交通运输规划》，海南省目前共有8个“一线口岸”，其中包括5个港口和3个机场（见图16）——5大港口分别为海口港（定位全国主要港口）、洋浦港（定位国际集装箱枢纽港）、定位地区性重要港口的三亚港/八所港，以及清澜港口岸；3个机场分别是海口美兰机场、三亚凤凰机场、琼海博鳌机场。另外，海南还有中小型机场包括三沙机场（军民合用）、儋州机场（军民合用）和东方机场（货运机场）。

表6：海南省“十四五”（2021-2025年）各机场定位和建设规划

| | 机场 | 定位 | 十四五规划建设项目 |
|-------------|--------|--|--|
| 对外口岸和二线城市口岸 | 海口美兰机场 | 国家明确提出建设的区域枢纽机场，下一步将利用试点开放第七航权的政策优势，打造面向太平洋、印度洋的国际航空枢纽 | 推动海口美兰机场三期扩建； 在现有北跑道北侧 新建一条跑道 及配套航站楼等设施，满足目标年2035年旅客吞吐量6000万人次、货邮100万吨的需求。 主要建设内容包括： 近期建设T1、T2航站楼东侧指廊、在北跑道北侧新建1条跑道和相关配套设施；远期建设T3航站楼，并在其南侧建设1条跑道。 |
| | 三亚凤凰机场 | 将利用开放第七航权的政策优势打造国际门户机场 | 深度挖潜三亚凤凰机场运行保障能力。 |
| | 琼海博鳌机场 | 海南岛第三个民用机场，以保障博鳌亚洲论坛为基础职责 | 实施博鳌机场改扩建工程； 建设博鳌机场三期，新建一座7万平米国内、国际候机楼，新建8万平方米站坪并配备7个廊桥。 |
| 其他机场 | 儋州机场 | 军民合用机场 ，定位是支线机场，飞行区等级指标为4E | 推进儋州机场前期工作； 近期规划按照满足2035年旅客吞吐量200万人次、货邮吞吐量7000吨的目标设计。 |
| | 东方机场 | 国际货运机场 飞行区运行等级为4E | 推进东方机场前期工作； 近期按照满足2035年旅客吞吐量180万人次、货邮吞吐量150万吨；远期2050年旅客吞吐量为500万人次、货邮吞吐量390万吨的目标设计。 |
| 规划建设 | 三亚新机场 | 新建机场 ，定位国际旅游门户机场，规划飞行区等级为4E | 加快推进三亚新机场项目前期工作，力争“十四五”期间开工建设； 建设满足2035年旅客吞吐量达5600万人次、货邮吞吐量170万吨的需求。主要建设内容：新建三条跑道、3条垂直滑行道、66万平米航站楼、244个机位和5万平方米货运库。 |

资料来源：海南省“十四五”综合交通运输规划、“十四五”推进海南全面深化改革开放和自由贸易港建设中央预算内投资储备项目清单、国元证券经纪（香港）整理

➤ 3.1.2 海口美兰 VS 三亚凤凰：美兰定位海南第一空港且产能充足

海口美兰机场定位更高、规模更大且产能充足、十四五期间有明确扩建规划。而三亚凤凰机场接近满产，目前暂无明确扩建规划。未来海口美兰机场将成为主要承接海南新增客流量的机场。具体而言：

机场定位：海口美兰机场定位海南自贸港建设发展第一空港，是国家明确提出建设的区域枢纽机场，未来锚定面向太平洋、印度洋的区域国际枢纽机场。而三亚凤凰机场的定位偏向于旅行目的地机场，未来打造国际门户机场。

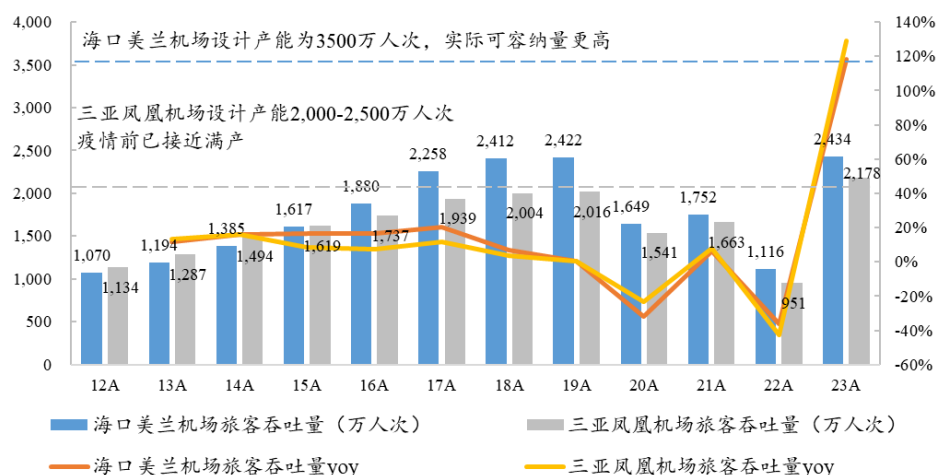
设计产能：三亚凤凰机场超负荷运转，接近满产（设计吞吐量约 2000-2500 万人次）。2019/2023 年三亚凤凰机场吞吐量分别为 2,016/2,178 万人次，目前无明确的扩建时间表。而 2021 年 12 月美兰机场二期投入使用后，海口美兰机场设计吞吐量为每年 **3,500 万人次**，实际可接待的客流量可达 4,000-5,000 万人次。

表7：海口美兰机场与三亚凤凰机场对比（机场定位、规划、产能、规模等）

| | 海口美兰国际机场 | 三亚凤凰国际机场 |
|--------|--|---|
| 机场定位 | 国家明确提出建设的区域枢纽机场，作为海南自贸港建设发展第一空港，利用试点开放第七航权的政策优势，锚定面向太平洋、印度洋的区域国际枢纽机场战略定位。 | 三亚凤凰机场将利用开放第七航权的政策优势打造国际门户机场。 |
| 定位及规模 | “十四五”规划建设项目 | 深度挖潜三亚凤凰机场运行保障能力，缓解运行压力；完善对外开放口岸功能的基础上，增设“二线口岸”功能。 |
| 占地面积 | 1140 公顷 | 463 公顷 |
| 航站楼总规模 | 双航站楼，共约 45 万 m ² （其中一期 15 万 m ² ，二期近 30 万 m ² ） | 航站楼 10.63 万 m ² （T1 为 6.1 万 m ² 、T2 为 1.8 万 m ² 、国际 1.53 万 m ² 、贵宾 1.2 万 m ² ） |
| 现有产能 | 可容纳 3,500 万人次/年 旅客吞吐量（实际可达 4,500-5,000 万人次 ），货邮吞吐量 40 万吨 | 可容纳 2000-2500 万人次/年 旅客吞吐量 |
| 飞行区 | 现有跑道 | 单跑道，长 3400 米*宽 60 米 |
| 飞行区 | 飞行区等级 | 4E 级 |
| 飞行区 | 站坪机位 | 停机位共 83 个 |
| 飞行区 | 最大机型 | 空客 A340 及波音 747 系列 |

资料来源：《海南省“十四五”综合交通运输规划》、国元证券经纪（香港）整理

图17：2014-2023年海口美兰机场和三亚凤凰机场旅客吞吐量对比



资料来源：Wind，国元证券经纪（香港）整理

3.2 免税业务受经营面积和客流推动，提点率具备空间

公司机场离岛免税业务变现模式包括销售额分成、提货点收取固定租金。

(1) 美兰空港免税特许经营业务：

运营方：目前海口美兰机场免税店由海免海口美兰机场免税店有限公司运营（以下简称“海免海口美兰机场免税运营”），海免海口美兰机场免税运营分别由持股海南省免税品有限公司（简称“海免”）、海南机场 51%、49%。而海免的 51% 股权由中免持有，剩余 49% 归属于海南省国资和财政厅。因此穿透后，中免实际拥有海口美兰免税店 26.0% 的权益。

扣点率约 15%：根据公司历史披露的免税特许经营收入和免税销售额，公司扣点率在 12-15% 之间，估算综合扣点率约接近 15%。

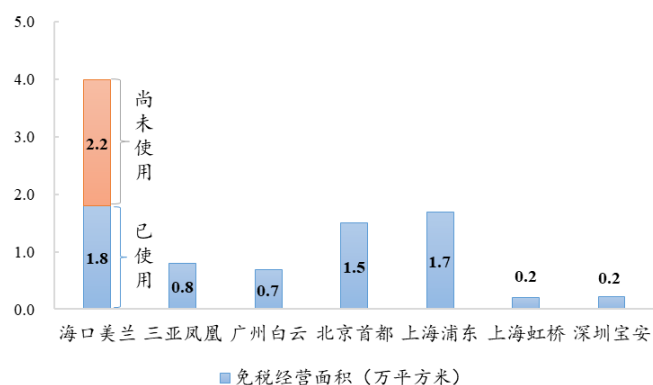
免税经营面积领先，拓展空间大：目前海口美兰机场的免税经营面积约 1.8 万平。在此基础上，一二期航站楼仍有 2 万平以上尚未使用的面积可用于免税经营。在有税业务方面，美兰机场于 21 年 3 月与全球消费精品海南贸易有限公司（海发控股子公司）签订合同，T2 航站楼的有税精品经营面积 1.1 万平。

份额、品类结构及重奢品牌：对比位于海南离岛免税的市内门店，此前海口美兰机场免税店与其最大的差距在于品类、品牌。目前已开业 10-20 家重奢品牌门店，经营档次提升。已引进的重奢品牌包括 PRADA、葆蝶家、范思哲、爱马仕、香奈儿、古驰、普拉达、雅诗兰黛、菲拉格慕、博柏利、卡地亚、欧米茄、TimeVallée、ZEGNA、Qeelin 等。2019 年海口美兰机场免税销售额占海南离岛免税业态的份

额为 17.1%，2022 年份额为 6.2%。数年间份额下滑，主要是由于被海南省的市内免税门店分流，市内免税门店经营面积从起始的 2 万平扩张到约 50-60 万平。随着市内免税门店的饱和，以及海口美兰机场的增量客流效应、品类和品牌的丰富，预计份额将逐步回升。

(2) 提货点收取固定租金。目前共 6 个免税提货点，在 T1 航站楼/T2 航站楼各有 2 个/4 个免税提货点，每个提货点收取固定租金，收费不与客流量挂钩。

图18: 美兰空港免税经营面积及对比 (万平方米)



资料来源: 公司公告、机场官网、国元证券经纪 (香港) 整理

图20: 美兰机场免税提货点 (共 6 个)

| 航站楼 | 提货点运营商 | 提货点编号 |
|----------------|-----------------------|-----------------------|
| 美兰机场 T2 航站楼 | CDF 中免集团 | 1 |
| | | 4 |
| | 海旅免税、全球精品 免税、中服、深免 | 2 |
| | | 3 |
| 美兰机场 T1 航站楼 | CDF 中免集团 | 1 |
| | | 海旅免税、全球精品 免税、中服、深免 |

资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图19: 海口美兰机场在海南离岛免税中的经营份额



资料来源: 公司公告、国元证券经纪 (香港) 整理

图21: 海口美兰机场已进驻重奢品牌门店

品类: 海口美兰机场免税店共经营 45 类免税商品, 例如化妆品/香水/手机/手表/箱包/酒水/糖果等
重奢品牌: PRADA/ 葆蝶家/ 范思哲/ 爱马仕/ 香奈儿、古驰/ 普拉达/ 雅诗兰黛/ 菲拉格慕/ Burberry 等



海口美兰机场 Cartier 店

海口美兰机场 Prada 门店

资料来源: 公司公告、海口海关、国元证券经纪 (香港) 整理

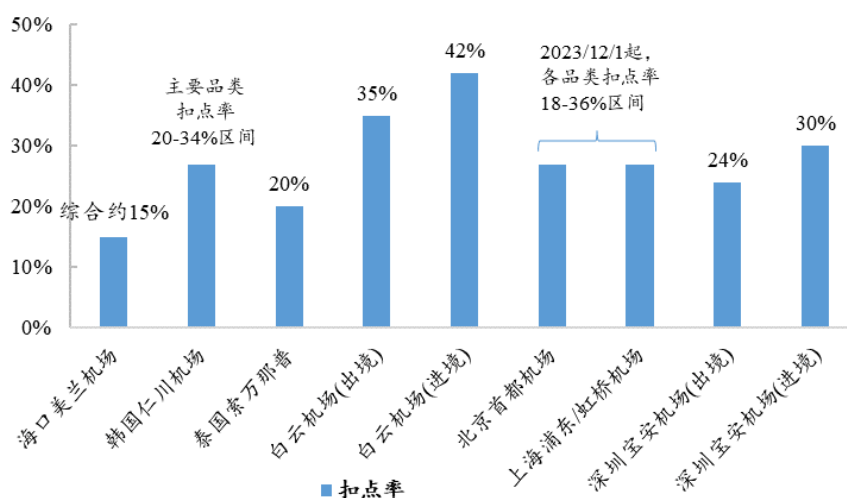
➤ **展望 2025 年, 预计提点率和品类扩张具备空间, 带动客单价提升**

美兰空港免税扣点率在 12-15%，大幅低于国内及全球其他机场。尽管在后疫情时代，各机场的扣点率有所下行，但各机场主要品类的扣点率仍维持在 20-36% 的区间。以韩国仁川机场为例，疫情前综合扣点率 40% 以上，22 年末重新招标后香化/精品/烟草/烈酒扣点率分别在 30%/20%/34%/31%。以国内首都机场和上海虹桥/浦东机场为例，2023 年末与中免达成的新协议中，2023 年 12 月 1 日起香

化/烟/酒/百货/食品主要品类扣点率区间在 18-36%，较此前 42.5% 的扣点率下滑。因此，美兰空港作为海南核心机场枢纽，提点率仍有上行空间。

海口美兰机场 T1 航站楼的免税经营协议是 2020 年 1 月 1 日起始，2024 年 12 月 31 日到期；T2 航站楼由于 21 年 12 月投用，免税协议存续至 2026 年。协议条款谈判方面，目前海南离岛免税经营主体共 6 家，美兰空港的控股股东为海南国资背景，预计有望于 2024 年以招投标形式确定新的免税经营协议。

图22：海口美兰机场扣点率与同业对比



资料来源：公司公告，公司年报，国元证券经纪（香港）整理

3.3 航空业务中长期享第七航权红利

海南国际自贸港在 25 年底前封关运作，其成为独立关税区后，将为机场直接带来货运业务。海口美兰机场作为一线+二线口岸，受益于航权开放的政策红利，公司正完善国际航线及通程航线，发展为国际货运口岸。美兰机场正大力吸引国际快件、跨境电商等多元业态主体入驻。截至 23 年底，美兰机场已打通跨境电商出口全模式通道，可开展跨境电商一般出口(9610)、B2B 直接出口(9710)、出口海外仓(9810)和国际快件进口等多项业务类型，为国际货运航线的开通新增货源类型及渠道。

海南自贸港第七航权试点(含货运及客运)是国内现有双边航权的最高水平开放，也是世界范围内自贸港领先水平的航权开放。除海南外，世界上其他自由港(如新加坡、迪拜等)主要开放的是货运第七航权，尚未开放客运第七航权。

2003 年，民航局批准海南开放第三、第四、第五航权试点；2004 年，民航局允许国外航司在海口和三亚除北上广以外的国际航空口岸获中途分程权。2020 年，中国民用航空局正式出台《海南自由贸易港试点开放第七航权实施方案》，支持

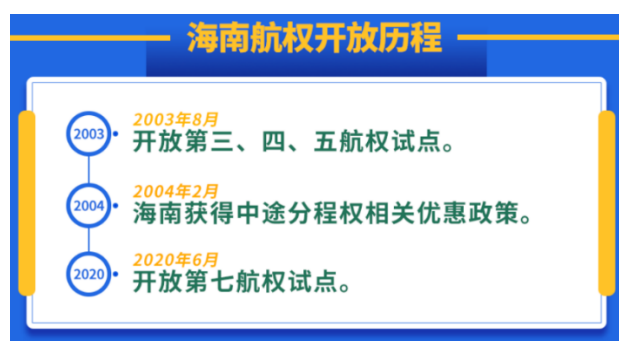
外航在现有航权安排外，在海南经营客、货运第七航权。海南省第七航权的开放，有助于吸引外国航司设立海南航线，促进海南国际航运网络完善，为海南自贸港带来增量旅客流量；降低原客货物流阻碍，极大化便利了直达海南的客货流动，助力海南打造为面向太平洋和印度洋的重要对外开放门户。

2022 年底，海南省交通运输厅牵头成立了海南省开放航权工作专班，加快恢复境外航线。截至 23 年底，海口美兰国际机场累计通航泰国、缅甸、越南、老挝、新加坡、马来西亚等地区共计 16 条航线。

图23：不同层级的航权简介

| 航权类型 | 简介 |
|--|---|
| 定义 | 航权是世界航空业通过国际民航组织制定的一种国家性的航空运输权利，航运只要超出国界即涉及到他国主权。 |
| 第一航权、第二航权 | 第一航权：领空飞越权；第二航权：技术经停权； |
| 第三航权：目的地下客权 | 本国航机可以在协议国境内卸下乘客、邮件或货物，但只能在协议国空机返回。 |
| 第四航权：目的地上客权 (国内机场普遍有第四航权) | 本国航机可以在协议国境内载运乘客，邮件或货物返回。第三、四种航权是孪生兄弟。航司要飞国际航线，相当于将本国的客货运到他国，将他国客货运到本国。 |
| 第五航权：中间点权/延远权 (北京/上海/广州/天津/南京/烟台/武汉/杭州/厦门/郑州、哈尔滨等拥有第五航权) | 又名第三国运输权，可以先在第三国的地点作为中转站上下客货。例如（1）承运人本国（第一国始发地）-中途经停第三国--目的地国（第二国）；（2）承运人本国（第一国始发地）--目的地国（第二国）--以远点第三国。第五航权涉及到多个双边协定。第五航权的开放意味着外航不仅要分享对飞国之间的市场，同时还要分享中国到第三国的市场资源。 |
| 第六航权：桥梁权 | 某国或地区的航空公司在境外两国或地区间载运客货且中经其登记国或地区（此为第三及第四自由的结合）的权利。例如：伦敦-北京-汉城，国航将源自英国的旅客运经北京后再运到韩国。 |
| 第七航权： 完全第三国运输权 (国内最高水平的开放) | 某国或地区的航空公司完全在其本国或地区领域以外经营独立的航线，在境外两国或地区间载运客货的权利。海南试点放开客运和货运的第七航权，中国香港、新加坡、迪拜目前亦主要开放第七航权中的货运权。 |
| 第八航权：国内运输权 | 就定期国际航班而言，指某国的航空公司在从本国始发至对方国家的国际航班上，同时可在对方国领土内两地间载运客货的权利（境内经营权）。 |
| 第九航权：国内运输权 | 本国航机可以到协议国作国内航线运营。 |

资料来源：民航局、中国民航报、国元证券经纪（香港）整理

图24：海南航权开放历程


资料来源：海南省政府网、民航局，国元证券经纪（香港）整理

图25：海南省第七航权及客运中途分程权试点


资料来源：海南省政府网、民航局，国元证券经纪（香港）整理

4. 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

旅客吞吐量：客流量是公司核心变量，假设 2023-2025 年美兰空港的旅客吞吐量同比+118%/ +15.0%/ 17% 至 2,433/ 2,798/ 3,260 万人次。

收入端：预计公司 2023E-2025E 的收入分别为 20.6 / 24.7/ 31.1 亿元，分别同比 +80.3%/ +20.0%/ +25.9%。

(1) 航空业务收入：预计 2023 年航空业务收入增幅高于客流量增幅，原因是 2023 年期公司以固定租金租入母公司一二期跑道资产，取代过往跑道分成模式（过往上市公司分占服务费 75%，母公司分成 25%）。预计公司 2023E-2025E 的航空业务收入分别为 9.4 / 10.9 / 12.7 亿元，分别同比+160.6%/ +15.7%/ +17.4%。

(2) 非航空业务：其主要收入来源为特许经营权业务，其次为货运包装收入/酒店收入/租金收入/VIP 房收入/其他。美兰机场特许经营权收入测算见表 9。货运及包装收入与货邮吞吐量及国内/国际货运业务结构有关，租金收入与面积及商户入驻数有关，酒店收入与满房率及房费相关。

表8：美兰机场特许经营权收入测算

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 旅客吞吐量（百万人次） | 24.1 | 24.2 | 16.5 | 17.5 | 11.2 | 24.33 | 27.98 | 32.60 |
| yoy | 7% | 0% | -32% | 6% | -36% | 118% | 15.0% | 17% |
| 航空收入 | 915 | 709 | 463 | 519 | 361 | 941 | 1,089 | 1,278 |
| yoy | 10.7% | -22.5% | -34.7% | 12.0% | -30.4% | 160.6% | 15.7% | 17.4% |
| 非航空收入 | 789 | 867 | 907 | 1,087 | 780 | 1,117 | 1,381 | 1,832 |
| yoy | 22.7% | 9.9% | 4.6% | 19.9% | -28.2% | 43.1% | 23.6% | 32.6% |
| 其中：特许经营权收入 | 417 | 413 | 559 | 668 | 454 | 610 | 786 | 1116 |
| yoy | 9.5% | -1.1% | 35.3% | 19.6% | -32.0% | 34.4% | 28.9% | 42.0% |
| 总营业收入 | 1,704 | 1,576 | 1,370 | 1,606 | 1,141 | 2,058 | 2,470 | 3,109 |
| yoy | 15.9% | -7.5% | -13.1% | 17.2% | -28.9% | 80.3% | 20.0% | 25.9% |

资料来源：公司公告，国元证券经纪（香港）测算

美兰机场特许经营权收入测算：

美兰机场特许经营权收入主要由免税租金构成，免税租金取决于机场吞吐量*转化率*客单价*机场扣点率。预计随着海南旅游吸引力和旅游人次上升，以及美兰机场内免税店内重奢品牌及品类的完善，转化率和客单价温和上升。25 年后，随着免税协议重签，免税提点率在过往 15% 的基础上，具备较大的提升空间。

表9：美兰机场特许经营权收入测算

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 美兰机场旅客吞吐量 (百万人次) | 24.1 | 24.2 | 16.5 | 17.5 | 11.2 | 24.33 | 27.98 | 32.60 |
| yoy | 7% | 0% | -32% | 6% | -36% | 118% | 15.0% | 17% |
| 美兰机场免税店销售额 | 2,118 | 2,311 | 2,816 | 3,823 | 2,180 | 2,883 | 3,762 | 5,473 |
| yoy | 3.2% | 9.1% | 21.8% | 35.8% | -43.0% | 32.2% | 30.5% | 45.5% |
| 美兰机场免税购物人次 | 1.16 | 1.27 | 0.95 | 1.55 | 0.85 | 1.34 | 1.68 | 2.20 |
| 免税购物转化率 | 9.6% | 10.5% | 11.5% | 17.7% | 15.2% | 11.0% | 12.0% | 13.5% |
| 客单价(元/人) | 1,827 | 1,824 | 2,964 | 2,466 | 2,565 | 2,155 | 2,241 | 2,487 |
| yoy | -2.2% | -0.2% | 62.5% | -16.8% | 4.0% | -16.0% | 4.0% | 11.0% |
| 扣点率 | 12% | 12% | 13% | 15% | 15% | 15.0% | 15.0% | 15.0% |
| 免税特许经营权收入 | 250 | 273 | 352 | 573 | 327 | 432 | 564 | 821 |
| yoy | 3.3% | 9.1% | 29.0% | 62.9% | -43.0% | 32.2% | 30.5% | 45.5% |
| 其他特许经营权收入 | 167 | 140 | 207 | 95 | 127 | 178 | 222 | 295 |
| yoy | 20.3% | -16.3% | 47.6% | -54.3% | 34.2% | 40.0% | 25.0% | 33.0% |
| 特许经营权收入 | 417 | 413 | 559 | 668 | 454 | 610 | 786 | 1,116 |
| yoy | 9.5% | -1.1% | 35.3% | 19.6% | -32.0% | 34.4% | 28.9% | 42.0% |

资料来源：公司年报，国元证券经纪（香港）测算

成本费用端：

(1) 固定资产折旧：21年12月T2航站楼投产后，固定资产折旧较21年显著提升，考虑到三期建设及投产时点较远，预计23-25年折旧摊销维持稳定。

(2) 使用权资产折旧：根据公司公告，2023年1月1日起，公司以固定租金的方式租入母公司持有的美兰机场一期和二期跑道资产（过去与母公司为跑道分成模式），包括跑道/变电站/货运区/设备/机房/后勤设施等。根据协议，每年总租金为5.57亿元，因此是2023E使用权折旧较往年大幅增加，此后稳定。

(3) 员工工资及福利费用：2023年起，美兰空港上市公司接手一二期机场资产运营，负责美兰机场整体运营。因此，23H1雇员数从较22年底的2,211人增加至3,443人，期内员工工资和福利费用从同期的1.26亿元增加至2.8亿元，预计2023E员工工资及福利费用上升至5.8亿元，此后稳定略上升。

利润端：预计2023E-2025E归母净利润分别为-1.1 / 1.8 / 6.0亿元。

表10: 美兰空港成本和利润测算

| 单位: 百万元 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 主要成本 (营业成本+ 销售费用+管理费用) | 787 | 799 | 769 | 991 | 1,208 | 2,068 | 2,123 | 2,178 |
| yoy | 9% | 2% | -4% | 29% | 22% | 71% | 3% | 3% |
| 固定资产折旧 | 141 | 116 | 111 | 124 | 279 | 281 | 288 | 283 |
| 使用权资产折旧 | 0 | 22 | 26 | 50 | 52 | 533 | 533 | 533 |
| 员工工资及福利费用 | 147 | 165 | 160 | 274 | 305 | 586 | 615 | 652 |
| 劳务外包 | 154 | 156 | 112 | 102 | 116 | 118 | 119 | 120 |
| 维修费用 | 43 | 33 | 48 | 74 | 45 | 81 | 82 | 83 |
| 机场及外勤综合服务费 | 64 | 69 | 65 | 66 | 104 | 106 | 107 | 108 |
| 水电费 | 41 | 44 | 38 | 44 | 41 | 91 | 105 | 122 |
| 其他 | 198 | 195 | 208 | 257 | 266 | 272 | 274 | 277 |
| 总营业收入 | 1,704 | 1,576 | 1,370 | 1,606 | 1,141 | 2,058 | 2,470 | 3,109 |
| 归母净利润 | 622 | 575 | -1,340 | 765 | -155 | -110 | 176 | 603 |

资料来源: 公司公告, 国元证券经纪 (香港) 测算

4.2 投资建议

首次覆盖并给予买入评级, 目标价 13.80 港元:

三亚凤凰机场已满产且无明确扩建规划, 公司作为海南自贸唯一释放产能的主要机场, 是海南增量客流的主要承接者。2025 年全岛封关临近, 公司享海南自贸区政策红利, 免税业务受经营面积和客流推动, 提点率具备空间。公司的主要压力因素已在 22-23 年充分释放预计 24 年为业绩转折点, 估值具备重估空间。催化剂为客流和免税消费升温、海南封关细则进一步推出、诉讼落地、免税扣点率重定价。预计公司 2023E-2025E 的收入分别为 20.6/ 24.7/ 31.1 亿元, 同比+80%/+20%/+26%; 归母净利润为-1.1/ 1.8/ 6.0 亿元。参考国内机场估值中枢, 目标价对应 FY25E PE 约 10 倍。

表11: 行业估值表 (截至 2024 年 2 月 28 日)

| 代码 | 公司名称 | 收盘价 (亿, 当地货币) | 市值 | 归母净利润 (百万元) | | | EPS (元, 人民币) | | | PE | | PB |
|----------------|-------------|------------------|-------------|-------------|------------|------------|--------------|-------------|-------------|-------------|------------|------------|
| | | | | 2023E | 2024E | 2025E | 2023E | 2024E | 2025E | 2024E | 2025E | MRQ |
| 000089.SZ | 深圳机场 | 6.46 | 132.5 | 370 | 444 | 691 | 0.18 | 0.22 | 0.34 | 29.8 | 19.2 | 1.2 |
| 600004.SH | 白云机场 | 10.01 | 236.9 | 450 | 1373 | 1790 | 0.19 | 0.58 | 0.76 | 17.2 | 13.2 | 1.4 |
| 600009.SH | 上海机场 | 34.86 | 867.5 | 895 | 3577 | 4917 | 0.36 | 1.44 | 1.98 | 24.3 | 17.6 | 2.2 |
| 0694.HK | 北京首都机场 | 2.47 | 113.1 | -1274 | 839 | 1531 | -0.28 | 0.18 | 0.33 | 12.3 | 6.7 | 0.7 |
| 600515.SH | 海南机场 | 3.68 | 420.5 | 1087 | 1482 | 1755 | 0.10 | 0.13 | 0.15 | 28.4 | 24.0 | 1.8 |
| 601888.SH | 中国中免 | 85.23 | 1745.2 | 6717 | 8575 | 10559 | 3.25 | 4.14 | 5.10 | 20.6 | 16.7 | 3.4 |
| 0357.HK | 美兰空港 | 7.29 | 34.5 | -110 | 176 | 603 | -0.23 | 0.37 | 1.27 | 17.8 | 5.2 | 0.7 |

资料来源: Wind, Wind 一致预期, 国元证券经纪 (香港) 整理

风险提示

客流增长不及预期；

免税业态竞争加剧，机场销售不及预期；

海南自贸港政策重大变动；

仲裁事件风险。

财务报表摘要

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 流动资产 | 623 | 480 | 867 | 980 | 1,225 |
| 货币资金 | 212 | 119 | 343 | 411 | 606 |
| 应收账款 | 309 | 267 | 428 | 470 | 517 |
| 其他应收款 | 55 | 45 | 47 | 50 | 52 |
| 其他流动资产 | 46 | 48 | 49 | 49 | 50 |
| 非流动资产 | 10,513 | 10,160 | 10,951 | 10,263 | 9,882 |
| 固定资产 | 7,524 | 7,288 | 7,106 | 7,019 | 7,236 |
| 投资性房地产 | 1,640 | 1,588 | 1,535 | 1,483 | 1,434 |
| 无形资产 | 1,067 | 1,050 | 1,032 | 1,014 | 996 |
| 使用权资产 | 136 | 84 | 1,126 | 594 | 61 |
| 递延所得税资产 | 82 | 42 | 44 | 46 | 48 |
| 其他非流动资产 | 64 | 107 | 107 | 107 | 107 |
| 资产总计 | 11,135 | 10,640 | 11,818 | 11,244 | 11,107 |
| 流动负债 | 6,286 | 6,000 | 6,237 | 6,018 | 5,704 |
| 短期借款 | 0 | 100 | 200 | 150 | 100 |
| 应付账款 | 344 | 362 | 383 | 406 | 431 |
| 应交税费 | 409 | 243 | 255 | 267 | 281 |
| 其他应付款 | 2,618 | 2,381 | 2,453 | 2,527 | 2,602 |
| 一年内到期的非流动负债 | 2,798 | 2,797 | 2,825 | 2,542 | 2,161 |
| 其他流动负债 | 116 | 118 | 121 | 125 | 129 |
| 非流动负债 | 284 | 233 | 1,297 | 747 | 254 |
| 租赁负债 | 65 | 0 | 1,057 | 500 | 0 |
| 长期应付款 | 60 | 25 | 27 | 30 | 33 |
| 其他非流动负债 | 158 | 208 | 212 | 217 | 221 |
| 负债合计 | 6,569 | 6,233 | 7,534 | 6,764 | 5,958 |
| 股本 | 473 | 473 | 473 | 473 | 473 |
| 资本公积 | 820 | 865 | 865 | 865 | 865 |
| 盈余公积 | 246 | 246 | 246 | 246 | 246 |
| 其他综合收益/(亏损) | -20 | 14 | 14 | 14 | 14 |
| 未分配利润 | 3,014 | 2,811 | 2,701 | 2,877 | 3,480 |
| 少数股东权益 | 32 | -3 | -15 | 4 | 71 |
| 股东权益合计 | 4,566 | 4,407 | 4,284 | 4,480 | 5,150 |
| 负债及权益合计 | 11,135 | 10,640 | 11,818 | 11,244 | 11,107 |

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|
| 净利润 | 756 | -191 | -122 | 196 | 670 |
| 折旧摊销 | 221 | 399 | 885 | 890 | 883 |
| 营运资金变动 | 7 | 52 | -429 | -465 | -405 |
| 其他 | -155 | -87 | -139 | -20 | -23 |
| 经营活动现金流 | 828 | 174 | 195 | 601 | 1,126 |
| 投资活动现金流 | -316 | -106 | -100 | -200 | -500 |
| 筹资活动现金流 | -592 | -126 | 128 | -332 | -431 |
| 现金净增加额 | -80 | -58 | 223 | 68 | 195 |
| 现金期初金额 | 258 | 177 | 119 | 343 | 411 |
| 现金期末金额 | 177 | 119 | 343 | 411 | 606 |

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 1,606 | 1,141 | 2,058 | 2,470 | 3,109 |
| 营业成本 | -871 | -1,123 | -1,979 | -2,022 | -2,062 |
| 毛利 | 734 | 19 | 79 | 448 | 1,048 |
| 税金及附加 | -29 | -71 | -67 | -50 | -54 |
| 销售费用 | -5 | -2 | -4 | -5 | -6 |
| 管理费用 | -114 | -82 | -85 | -96 | -110 |
| 财务费用净额 | -21 | -88 | -106 | -95 | -86 |
| 其他收入 | 153 | 6 | 30 | 40 | 40 |
| 营业利润 | 717 | -220 | -153 | 242 | 831 |
| 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 0 | -17 | 0 | 0 | 0 |
| 除税前溢利 | 718 | -236 | -152 | 243 | 832 |
| 所得税 | 38 | 46 | 30 | -47 | -162 |
| 净利润 | 756 | -191 | -122 | 196 | 670 |
| 少数股东损益 | -10 | -35 | -12 | 20 | 67 |
| 归属于母公司净利润 | 765 | -155 | -110 | 176 | 603 |
| EPS (元) | 1.62 | -0.33 | -0.23 | 0.37 | 1.27 |

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|--------|-------|---------|--------|
| 成长性 | | | | | |
| 营业收入yoy | 17.2% | -28.9% | 80.3% | 20.0% | 25.9% |
| 营业利润yoy | / | / | / | -258.0% | 243.8% |
| 归母净利润yoy | / | / | / | -259.7% | 242.8% |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 毛利率 | 45.7% | 1.6% | 3.8% | 18.1% | 33.7% |
| EBITDA率 | 50.9% | 24.1% | 40.8% | 49.7% | 57.9% |
| 归母净利润率 | 47.7% | -13.6% | -5.4% | 7.1% | 19.4% |
| ROA | 6.8% | -1.8% | -1.1% | 1.7% | 6.0% |
| ROE | 18.0% | -4.3% | -2.9% | 4.4% | 13.0% |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 59.0% | 58.6% | 63.7% | 60.2% | 53.6% |
| 速动比率 | 9.7% | 7.8% | 13.7% | 16.1% | 21.3% |
| 流动比率 | 9.9% | 8.0% | 13.9% | 16.3% | 21.5% |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 总资产周转率(次) | 0.14 | 0.11 | 0.17 | 0.22 | 0.28 |
| 应收帐款周转天数 | 75 | 92 | 62 | 66 | 58 |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 每股收益 | 1.62 | -0.33 | -0.23 | 0.37 | 1.27 |
| 每股净资产 | 9.6 | 9.3 | 9.1 | 9.5 | 10.9 |

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| PE@7.29HKD | 4.1 | -20.2 | -28.5 | 17.8 | 5.2 |
| PB | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.7 | 0.6 |

投资评级定义和免责条款

投资评级

| | |
|-----|-----------------------------|
| 买入 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20% |
| 持有 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间 |
| 卖出 | 未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20% |
| 未评级 | 对未来 12 个月内目标价不做判断 |

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电话：(852) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>