

买入
美兰空港 (357.HK)
政策将刺激国际客流复苏，业绩处于底部回升阶段

2025-04-11 星期五

投资要点

目标价：	12.0 港元
现价：	9.65 港元
预计升幅：	24.4%

重要数据

日期	2025-04-10
收盘价 (港元)	9.65
总股本 (百万股)	473
总市值 (百万港元)	4,564
净资产 (百万港元)	4,375
总资产 (百万港元)	11,860
52 周高低 (港元)	10.22/6.00
每股净资产 (港元)	9.23

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

美兰国际	50.19%
UBS Fund	3.67%
M&G Investment	3.59%
M&G Securities	3.16%

相关报告

美兰空港 (357.HK) - 首发报告-20240229

研究部

姓名：李承儒
SFC: BLN914
电话：0755-21519182
Email:licr@gyzq.com.hk

百万人民币	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,086	2,171	2,486	2,853	3,107
同比增长(%)	82.7%	4.1%	19.2%	14.8%	8.9%
归母净利润	-136	-381	129	345	489
同比增长(%)	/	/	/	168.0%	41.8%
归母净利润率	-6.5%	-17.6%	5.2%	12.1%	15.7%
每股盈利(元)	-0.29	-0.81	0.27	0.73	1.03
PE@9.65HKD	-31.6	-11.3	33.4	12.4	8.8
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

资料来源：公司年报、国元证券经纪（香港）预测

報告正文

航空業務支撐增長，非航業務結構性分化：

美蘭空港 2024 年實現營業收入 21.71 億元，同比增長 0.4%，歸屬於母公司股東的淨虧損達 3.81 億元，同比擴大 180.5%，業績表現低於此前預期，核心原因在於營業成本及非經營性支出增加所致。分業務來看，首先航空性業務量價雙升但成本依然在攀升，2024 年航空性業務收入 10.81 億元（占收入比重達 49.8%），同比增長 10.9%。其中旅客服務費受益於國際航線復蘇（吞吐量同比+148.1%），實現收入達 5.03 億元，同比增長 12.1%。單客收入約 18.7 元/人次，下半年的單客收入同比有所下降。地面服務及起降費因機隊扩容（全年起降架次 18.5 萬次/+7.6%），收入合計 5.78 億元（服務費 3.75 億元/起降費 2.02 億元），同比增長超 10%，起降費單看下半年收入同比有 5% 左右下降。其次非航空性業務由於宏觀環境影響、旅客消費意願階段性趨緩，導致海南離島免稅銷售額下滑，公司特許經營拖累整體業績，但新興板塊表現依然可圈可點。總體來看，非航收入 10.90 億元（占比 50.2%），同比下降 1.9%。其中特許服務收入實現收入 5.07 億元（同比下降 18.5%），占比降至 23.4%。另外公司此前加大航空貨運市場開發，拓展跨境電商業務，使得機場貨郵吞吐量增長，帶動貨運包裝收入增加貨郵吞吐量 20.9 萬噸 (+6.8%)，帶動貨運收入 1.07 億元 (+22.6%)。酒店收入 1.12 億元 (+1.7%)，反映商旅需求回暖。其他業務：貴賓室收入 0.63 億元 (+59.5%)，顯示高端服務需求彈性。

成本端剛性支出較大，費用端持續優化

公司 2024 年銷售毛利率為 6.87%，較 2023 年的 1.84% 同比提升 2.73 個百分點，毛利率提升主要是由於 2023 年機場設備設施集中進入維護保養期，完成設備設施升級後，2024 年美蘭機場維修改造需求減少，使得維修費用同比下降。但二期項目投產後的年化折舊摊銷達 4.7 億元（占營業成本 23%），疊加人工成本（員工總數較增加至 4,106 人，約占成本比重近 30%）的長期上升趨勢，制約了未來毛利率彈性，使得公司毛利率提升幅度低於預期。費用端方面，公司下半年銷售、管理、財務費用率分別為 0.23%/5.97%/7.18%，管理費用有明顯優化，主要得益於公司持續精細化管理，嚴格管控費用支出。預計未來公司將圍繞核心運行业務，以機場運行效率提升為切入點，充分發揮 AOCC 聯席運作機制、運行管理協調委員會會商機制以及空地協同運行機制，持續提升運行效率，助力機場運行安全和效率水平提升。

离境退税“即买即退”政策放开，公司将首先受益：

国家税务总局发布公告，离境退税“即买即退”服务在全国推广。“即买即退”就是让境外旅客在购物环节就能拿到退税款，有利于旅客在购物现场领取退税款用于再消费。该举措前期先后在上海、北京、广东等地开展试点，现已具备全国推广的条件。该政策的推出将拉动境外游客在境内的消费意愿，此前“即买即退”已在上海、北京、广东、四川、浙江、深圳等地开展试点，此次全国范围推广力度更大，流程进一步简化，随着近期中国旅游环境口碑在外网持续提升，配合政策将促进入境游客增加，利好航空机场的国际客流复苏，推动航空机场边际效应带动盈利端改善，长期利好机场非航空业务增长。

业绩处于底部回升区间，给予买入评级：

我们认为当前公司受到折旧摊销提升以及仲裁赔偿冲击，目前处于业绩底部区间，因此短期需重点关注2025年上半年成本控制成效及国际航线恢复进度。中长期看，海南自贸港建设带来的结构性机遇与非航业务模式创新（如货运枢纽化、贵宾服务定制化）以及“即买即退”政策落实将推动业绩提升，成为估值修复催化剂。同时未来我们仍然需密切跟踪免税政策调整及二期产能释放节奏。综上，我们给予公司对应2025财年42倍PE目标估值，对应目标价12.0港元，相较于现价预计有24.4%的升幅，给予“买入”评级。

风险提示：国内消费恢复不达预期、国际关税政策风险、海外旅客消费不及预期风险

财务报表摘要

财务报表摘要

资产负债表

会计年度	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	705	936	2,833	2,675	2,755
货币资金	204	541	2,287	2,081	2,108
应收账款	416	337	457	503	553
其他应收款	48	18	50	53	56
其他流动资产	38	40	38	38	38
非流动资产	10,656	10,046	10,258	10,410	10,561
固定资产	6,895	6,735	7,019	7,236	7,451
投资性房地产	1,484	1,431	1,483	1,434	1,385
无形资产	1,034	1,018	1,014	996	978
使用权资产	1,097	525	594	594	594
递延所得税资产	35	15	37	38	40
其他非流动资产	112	321	112	112	112
资产总计	11,361	10,983	13,091	13,085	13,316
流动负债	6,399	4,360	6,207	5,812	5,493
短期借款	320	400	400	400	400
应付账款	287	259	304	322	342
应交税费	203	155	213	224	235
其他应付款	1,820	1,539	1,875	1,931	1,989
一年内到期的非流动负债	3,604	1,831	3,244	2,757	2,344
其他流动负债	164	176	171	177	184
非流动负债	724	2,571	2,503	2,509	2,515
租赁负债	545	0	545	545	545
长期应付款	22	699	24	26	29
其他非流动负债	157	1,872	1,934	1,937	1,940
负债合计	7,123	6,931	8,710	8,320	8,008
股本	473	473	473	473	473
资本公积	865	1,043	865	865	865
盈余公积	246	246	246	246	246
其他综合收益/ (亏损)	14	3	14	14	14
未分配利润	2,675	2,294	2,804	3,149	3,638
少数股东权益	-36	-8	-21	18	72
股东权益合计	4,238	4,051	4,382	4,765	5,308
负债及权益合计	11,361	10,983	13,091	13,085	13,316

现金流量表

会计年度	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	e2025E	2026E	2027E
净利润	-169	-366	143	383	543
折旧摊销	873	942	890	883	884
营运资金变动	113	616	70	72	75
其他	-290	-462	-314	-27	-31
经营活动现金流	527	730	788	1,311	1,471
投资活动现金流	-327	-426	-200	-500	-500
筹资活动现金流	-116	33	1,495	-1,017	-944
现金净增加额	84	337	2,084	-206	27
现金期初金额	119	204	204	2,287	2,081
现金期末金额	204	541	2,287	2,081	2,108

利润表

会计年度	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	2,086	2,171	2,486	2,853	3,107
营业成本	-2,047	-2,022	-1,983	-2,018	-2,062
毛利	38	149	503	835	1,045
税金及附加	-61	-63	-64	-65	-65
销售费用	-4	-4	-5	-6	-6
管理费用	-119	-108	-135	-155	-178
财务费用净额	-136	-134	-122	-134	-121
其他收入	74	44	0	0	0
营业利润	-207	-116	178	476	675
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	-3	-297	0	0	0
除税前溢利	-209	-401	178	476	675
所得税	40	35	-35	-93	-132
净利润	-169	-366	143	383	543
少数股东损益	-33	15	14	38	54
归属于母公司净利润	-136	-381	129	345	489
EPS (元)	-0.29	-0.81	0.27	0.73	1.03

主要财务比率

会计年度	单位: 百万元人民币				
	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长性					
营业收入yoy	82.7%	4.1%	19.2%	14.8%	8.9%
营业利润yoy	/	-43.8%	-185.8%	168.0%	41.8%
归母净利润yoy	NA	NA	NA	NA	NA
盈利能力					
毛利率	1.8%	6.9%	20.2%	29.3%	33.6%
EBITDA率	38.9%	6.5%	47.8%	52.4%	54.1%
归母净利润率	-6.5%	-17.6%	5.2%	12.1%	15.7%
ROA	-1.5%	-3.1%	1.2%	2.9%	4.1%
ROE	-4.0%	-8.4%	3.3%	8.0%	10.2%
偿债能力					
资产负债率	62.7%	63.1%	66.5%	63.6%	60.1%
流动比率	10.9%	21.4%	45.6%	45.9%	50.1%
流动比率	11.0%	21.5%	45.6%	46.0%	50.2%
营运能力					
总资产周转率(次)	0.18	0.20	0.19	0.22	0.23
应收账款周转天数	60	63	59	61	62
每股资料 (元)					
每股收益	-0.29	-0.81	0.27	0.73	1.03
每股净资产	9.0	8.6	9.3	10.1	11.2
估值比率					
PE@9.65HKD	-31.6	-11.3	33.4	12.4	8.8
PB	1.0	1.1	1.0	0.9	0.8

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

免责条款

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/或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着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/或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。本报告清晰准确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) 37696888
传真：(852) 37696999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>