

## 买入

政策将刺激国际客流复苏，业绩处于底部回升阶段

美兰空港 (357.HK)

2025-04-11 星期五

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

## 投资要点

## ►航空业务支撑增长，非航业务结构性分化：

美兰空港 2024 年实现营业收入 21.71 亿元，同比增长 0.4%，归属于母公司股东的净亏损达 3.81 亿元，同比扩大 180.5%。分业务来看，2024 年航空性业务收入 10.81 亿元（占收入比重达 49.8%），同比增长 10.9%。其次非航空性业务实现收入 10.90 亿元（占比 50.2%），同比下降 1.9%。

## ►成本端刚性支出较大，费用端持续优化：

公司 2024 年销售毛利率为 6.87%，同比提升 2.73 个百分点，毛利率提升主要是由于 2024 年美兰机场维修改造需求减少，使得维修费用同比下降。费用端方面，公司下半年销售、管理、财务费用率分别为 0.23%/5.97%/7.18%，管理费用有明显优化。

## ►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，有利于旅客在购物现场领取退税款用于再消费。该政策的推出将拉动境外游客在境内的消费意愿，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。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。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。

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

## 报告正文

### 航空业务支撑增长，非航业务结构性分化：

美兰空港 2024 年实现营业收入 21.71 亿元，同比增长 0.4%，归属于母公司股东的净亏损达 3.81 亿元，同比扩大 180.5%，业绩表现低于此前预期，核心原因在于营业成本及非经营性支出增加所致。分业务来看，首先航空性业务量价双升但成本依然在攀升，2024 年航空性业务收入 10.81 亿元（占收入比重达 49.8%），同比增长 10.9%。其中旅客服务费受益于国际航线复苏（吞吐量同比+148.1%），实现收入达 5.03 亿元，同比增长 12.1%。单客收入约 18.7 元/人次，下半年的单客收入同比有所下降。地面服务及起降费因机队扩容（全年起降架次 18.5 万次/+7.6%），收入合计 5.78 亿元（服务费 3.75 亿元/起降费 2.02 亿元），同比增长超 10%，起降费单看下半年收入同比有 5% 左右下降。其次非航空性业务由于宏观环境影响、旅客消费意愿阶段性趋缓，导致海南离岛免税销售额下滑，公司特许经营拖累整体业绩，但新兴板块表现依然可圈可点。总体来看，非航收入 10.90 亿元（占比 50.2%），同比下降 1.9%。其中特许服务收入实现收入 5.07 亿元（同比下降 18.5%），占比降至 23.4%。另外公司此前加大航空货运市场开发，拓展跨境电商业务，使得机场货邮吞吐量增长，带动货运包装收入增加货邮吞吐量 20.9 万吨（+6.8%），带动货运收入 1.07 亿元（+22.6%）。酒店收入 1.12 亿元（+1.7%），反映商旅需求回暖。其他业务：贵宾室收入 0.63 亿元（+59.5%），显示高端服务需求弹性。

### 成本端刚性支出较大，费用端持续优化

公司 2024 年销售毛利率为 6.87%，较 2023 年的 1.84% 同比提升 2.73 个百分点，毛利率提升主要是由于 2023 年机场设备设施集中进入维护保养期，完成设备设施升级后，2024 年美兰机场维修改造需求减少，使得维修费用同比下降。但二期项目投产后的年化折旧摊销达 4.7 亿元（占营业成本 23%），叠加人工成本（员工总数较增加至 4,106 人，约占成本比重近 30%）的长期上升趋势，制约了未来毛利率弹性，使得公司毛利率提升幅度低于预期。费用端方面，公司下半年销售、管理、财务费用率分别为 0.23%/5.97%/7.18%，管理费用有明显优化，主要得益于公司持续精细化管理，严格管控费用支出。预计未来公司将围绕核心运行业务，以机场运行效率提升为切入点，充分发挥 AOCC 联席运作机制、运行管理协调委员会会商机制以及空地协同运行机制，持续提升运行效率，助力机场运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

单位：百万元人民币

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	<b>705</b>	<b>936</b>	<b>2,833</b>	<b>2,675</b>	<b>2,755</b>
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
<b>非流动资产</b>	<b>10,656</b>	<b>10,046</b>	<b>10,258</b>	<b>10,410</b>	<b>10,561</b>
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
<b>资产总计</b>	<b>11,361</b>	<b>10,983</b>	<b>13,091</b>	<b>13,085</b>	<b>13,316</b>
<b>流动负债</b>	<b>6,399</b>	<b>4,360</b>	<b>6,207</b>	<b>5,812</b>	<b>5,493</b>
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
<b>非流动负债</b>	<b>724</b>	<b>2,571</b>	<b>2,503</b>	<b>2,509</b>	<b>2,515</b>
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
<b>负债合计</b>	<b>7,123</b>	<b>6,931</b>	<b>8,710</b>	<b>8,320</b>	<b>8,008</b>
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
<b>股东权益合计</b>	<b>4,238</b>	<b>4,051</b>	<b>4,382</b>	<b>4,765</b>	<b>5,308</b>
<b>负债及权益合计</b>	<b>11,361</b>	<b>10,983</b>	<b>13,091</b>	<b>13,085</b>	<b>13,316</b>

#### 现金流量表

会计年度	2023A	2024A	e2025E	2026E	2027E
<b>净利润</b>	<b>-169</b>	<b>-366</b>	<b>143</b>	<b>383</b>	<b>543</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>527</b>	<b>730</b>	<b>788</b>	<b>1,311</b>	<b>1,471</b>
<b>投资活动现金流</b>	<b>-327</b>	<b>-426</b>	<b>-200</b>	<b>-500</b>	<b>-500</b>
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-116</b>	<b>33</b>	<b>1,495</b>	<b>-1,017</b>	<b>-944</b>
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

单位：百万元人民币

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>营业收入</b>	<b>2,086</b>	<b>2,171</b>	<b>2,486</b>	<b>2,853</b>	<b>3,107</b>
营业成本	-2,047	-2,022	-1,983	-2,018	-2,062
<b>毛利</b>	<b>38</b>	<b>149</b>	<b>503</b>	<b>835</b>	<b>1,045</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>-207</b>	<b>-116</b>	<b>178</b>	<b>476</b>	<b>675</b>
营业外收入	1	12	0	0	0
营业外支出	-3	-297	0	0	0
<b>除税前溢利</b>	<b>-209</b>	<b>-401</b>	<b>178</b>	<b>476</b>	<b>675</b>
所得税	40	35	-35	-93	-132
<b>净利润</b>	<b>-169</b>	<b>-366</b>	<b>143</b>	<b>383</b>	<b>543</b>
少数股东损益	-33	15	14	38	54
<b>归属于母公司净利</b>	<b>-136</b>	<b>-381</b>	<b>129</b>	<b>345</b>	<b>489</b>
<b>EPS (元)</b>	<b>-0.29</b>	<b>-0.81</b>	<b>0.27</b>	<b>0.73</b>	<b>1.03</b>

### 主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
<b>成长性</b>					
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
<b>盈利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	62.7%	63.1%	66.5%	63.6%	60.1%
速动比率	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
应收帐款周转天数	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
<b>估值比率</b>					
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/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/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。

### 分析师声明

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>