

海南机场 (600515)

2025 年报及 2026 一季报点评: 美兰并表 Q1 收入增长, 封关带动客流增长

增持 (维持)

2026 年 05 月 05 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 王琳婧

执业证书: S0600525070003

wanglj@dwzq.com.cn

证券分析师 杜玥莹

执业证书: S0600526040001

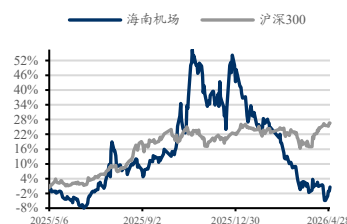
duyy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业总收入 (百万元)	4,368	4,420	6,822	7,043	7,225
同比 (%)	(35.40)	1.19	54.34	3.24	2.59
归母净利润 (百万元)	458.50	218.56	230.11	250.21	265.42
同比 (%)	(51.88)	(52.33)	5.28	8.73	6.08
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02
P/E (现价&最新摊薄)	89.96	188.71	179.24	164.84	155.40

投资要点

- **事件:** 2025 年公司实现营收 44.20 亿元, 同比+1.19%; 归母净利润 2.19 亿元, 同比-52.33%; 扣非归母净利润-3.03 亿元, 同比-16.23%。业绩下滑主要系三亚凤凰机场 T3 航站楼筹备费用、收回博鳌机场运营权资产折旧摊销计入成本, 房地产项目毛利率下滑, 计提资产减值损失同比增加 1.85 亿元。
- **美兰机场并表带动 26Q1 业绩大幅增长:** 25Q4 营收 11.40 亿元, 同比-10.69%; 归母净利润 1.54 亿元, 同比-37.22%; 扣非归母净利润-2.54 亿元, 同比+19.78%。26Q1 营收 17.43 亿元, 同比+59.87%; 归母净利润 1.12 亿元, 同比+12.02%; 扣非归母净利润 1.06 亿元, 同比+48.82%。26Q1 营收大幅增长主要系美兰空港并表, 带动扣非净利润显著增长。
- **25 年免税业务短期承压, 机场客流持续增长:** 分业务看, 2025 年公司机场管理/免税与商业/房地产/物业管理/其他业务分别实现营收 18.07/1.93/11.53/6.90/5.77 亿元, 同比-0.72%/-14.63%/+25.81%/-8.36%/-11.58%。公司通过参股投资、自持物业提供场地租赁的方式间接参与的 5 家离岛免税店线下销售额约 49 亿元, 占海南岛内 12 家免税店免税销售额比例约 16%。
- **收购美兰空港, 三亚凤凰 T3 投运:** 2025 年 12 月公司完成对美兰空港控股股权的收购, 2026 年 2 月 6 日, 三亚机场 T3 航站楼正式投运, 提升运力上限。2025 年公司旗下控股及管理输出 9 家机场起降架次/旅客吞吐量 35.01 万架次/5255.89 万人次。2026 年 Q1 公司旗下控股及管理输出 9 家机场旅客吞吐量/货邮吞吐分别同比+5.2%/+11.6%; 其中海南岛内三场旅客吞吐量/货邮吞吐量同比分别+5.3%/+11.3%。
- **海南岛封关将持续提升免税店客流与收入:** 根据海口海关, 2025 年海南离岛免税销售额/免税购物人次为 303.8 亿元/463 万人次/6562 元, 同比-1.8%/-18.5%。海南自由贸易港全岛封关运作于 2025 年 12 月 18 日正式启动, 26Q1 海南离岛免税购物金额/购物人次为 142.1 亿元/181.6 万人次, 同比+25.7%/+18%, 未来公司免税业务将持续受益。
- **盈利预测与投资评级:** 海南机场融入海南国资后开启高质量发展, 持续推进去地产化工作, 收购美兰空港后将实现海南自贸港民航机场资源深度整合。考虑房地产业务下滑、凤凰机场 T3 投运成本增加等原因, 下调 26/27 年归母净利润为 2.3/2.5 亿元 (前值为 10.2/13.7 亿元), 新增 28 年归母净利润为 2.7 亿元, 对应 26-28 年 PE 估值为 179/165/155 倍。考虑公司统一运营管理海南三大机场, 有望持续享受海南赴岛游的繁荣及未来自贸港政策红利, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险、海南赴岛游意愿波动的风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	3.61
一年最低/最高价	3.28/5.90
市净率(倍)	1.70
流通 A 股市值(百万元)	33,125.41
总市值(百万元)	41,245.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.12
资产负债率(% ,LF)	55.15
总股本(百万股)	11,425.31
流通 A 股(百万股)	9,176.01

相关研究

《海南机场(600515): 自筹资金控股美兰空港, 打造海南自贸港空中门户》
2025-05-06

《海南机场(600515): 2024 半年报点评: 业绩符合预告区间, 地产和免税销售承压》
2024-08-27

海南机场三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	19,600	27,491	23,282	27,766	营业总收入	4,420	6,822	7,043	7,225
货币资金及交易性金融资产	3,980	4,382	7,153	4,032	营业成本(含金融类)	3,139	5,442	5,584	5,713
经营性应收款项	1,010	1,706	720	1,608	税金及附加	253	314	324	325
存货	13,480	19,764	14,340	20,555	销售费用	152	171	176	181
合同资产	0	0	0	0	管理费用	659	805	831	838
其他流动资产	1,130	1,640	1,068	1,572	研发费用	1	0	0	0
非流动资产	40,119	42,455	42,418	42,175	财务费用	480	512	528	540
长期股权投资	2,423	2,423	2,423	2,423	加:其他收益	253	220	220	220
固定资产及使用权资产	17,147	17,091	16,986	16,858	投资净收益	443	443	458	448
在建工程	275	190	156	142	公允价值变动	(93)	0	0	0
无形资产	3,578	3,718	3,853	3,783	减值损失	(230)	(15)	(15)	(15)
商誉	63	63	63	63	资产处置收益	42	2	2	2
长期待摊费用	29	27	25	23	营业利润	151	230	264	283
其他非流动资产	16,604	18,943	18,913	18,883	营业外净收支	52	52	52	52
资产总计	59,719	69,946	65,700	69,941	利润总额	203	282	317	336
流动负债	12,434	17,472	13,507	18,013	减:所得税	(30)	42	47	50
短期借款及一年内到期的非流动负债	4,079	4,079	4,079	4,079	净利润	233	240	269	285
经营性应付款项	2,957	7,390	3,267	7,638	减:少数股东损益	15	10	19	20
合同负债	148	257	264	270	归属母公司净利润	219	230	250	265
其他流动负债	5,250	5,746	5,897	6,026	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.02	0.02	0.02	0.02
非流动负债	20,174	25,124	24,574	24,024	EBIT	290	316	353	393
长期借款	16,888	21,788	21,188	20,588	EBITDA	976	867	908	954
应付债券	999	999	999	999	毛利率(%)	28.98	20.23	20.72	20.93
租赁负债	11	61	111	161	归母净利率(%)	4.94	3.37	3.55	3.67
其他非流动负债	2,277	2,277	2,277	2,277	收入增长率(%)	1.19	54.34	3.24	2.59
负债合计	32,608	42,596	38,081	42,037	归母净利润增长率(%)	(52.33)	5.28	8.73	6.08
归属母公司股东权益	23,565	23,795	24,045	24,311					
少数股东权益	3,545	3,555	3,574	3,594					
所有者权益合计	27,110	27,350	27,619	27,904					
负债和股东权益	59,719	69,946	65,700	69,941					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2025A	2026E	2027E	2028E		2025A	2026E	2027E	2028E
经营活动现金流	111	(1,401)	4,162	(1,940)	每股净资产(元)	2.06	2.08	2.10	2.13
投资活动现金流	(3,028)	(2,389)	(6)	184	最新发行在外股份(百万股)	11,425	11,425	11,425	11,425
筹资活动现金流	1,355	4,192	(1,385)	(1,366)	ROIC(%)	0.72	0.52	0.55	0.62
现金净增加额	(1,562)	402	2,771	(3,121)	ROE-摊薄(%)	0.93	0.97	1.04	1.09
折旧和摊销	686	551	555	561	资产负债率(%)	54.60	60.90	57.96	60.10
资本开支	(458)	(496)	(496)	(296)	P/E (现价&最新股本摊薄)	188.71	179.24	164.84	155.40
营运资本变动	(1,212)	(2,467)	3,000	(3,115)	P/B (现价)	1.75	1.73	1.72	1.70

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>