

海南机场 (600515.SH)

整合海南三大核心机场资源，静待自贸港红利释放

优于大市

核心观点

2025 年收入稳健业绩阶段承压，拟分红 26%。2025 年公司收入 44.20 亿元，同比增长 1.19%；归母净利润 2.19 亿元，同比下降 52.33%；扣除非经常性损益后净亏损 3.03 亿元。利润下滑主要因：1) 三亚凤凰国际机场增加 T3 航站楼筹备费用、收回琼海博鳌机场运营管理权将相关营运固定资产、无形资产折旧摊销调整进入营业成本，从而导致营业成本增加；2) 本期确认房地产项目较上年同期确认的房地产项目毛利率低，房地产结转成本增幅高于收入增幅；3) 本期计提资产减值损失 2.29 亿元，主要系计提部分房地产项目存货跌价准备、在建工程减值损失，同比增加 1.85 亿元。4) 此外，当期通过处置天羽飞训、三亚临空等子公司股权获得投资收益带来非经贡献。公司拟每 10 股派发现金红利 0.05 元（含税），分红比例为 26.14%。

主业机场客流稳步增长，地产业务持续推进去化。2025 年公司机场管理/免税与商业/房地产/物业管理/其他分别营收 18.07/1.93/11.53/6.90/5.77 亿元，同比-0.72%/-14.63%/+25.81%/-8.36%/-11.58%。机场业务方面，2025 年公司旗下控股及管理输出机场完成运输旅客 5,255.89 万人次，货邮吞吐量 35.52 万吨；岛内三场（海口、三亚、琼海）的国际及地区航线旅客量达 246.7 万人次，同比增长 33.6%。免税业务方面，2025 年公司旗下海岛商业通过向中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城提供免税店场地租赁实现收入 0.85 亿元，参股的海免海口美兰机场免税店有限公司实现营业收入 23.39 亿元、中免凤凰机场免税品有限公司实现营业收入 11.62 亿元。截至报告期末，公司在建及土地储备项目 22 个，土地面积逾 3,064 亩，同比下降约 16%。

收购美兰空港控股权，自贸港封关强化长期竞争优势。公司于 2025 年 12 月完成对港股上市公司美兰空港（HK.00357）的控股权收购，截至 2026 年 1 月 30 日要约收购期结束，海南机场及子公司合计持有美兰空港 62.38% 股份。公司实现了对海南三大机场一体化管理，强化了“南北双枢纽”布局，机场主业核心竞争力进一步增强。此外，三亚凤凰机场 T3 航站楼已于 2026 年 2 月投入试运营，投用后旅客吞吐量保障能力预计将提升至 3000 万人次，为未来客流增长打开上限。2026Q1 公司营业收入 17.42 亿元，同比增长 59.87%，主要系本期合并美兰空港的收入；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 12.02%；扣除非经常性损益后净利润 1.06 亿元，同比增长 48.82%。海南全岛已于 2025 年 12 月 18 日启动封关运作，随着第七航权、扩大免签范围等一系列优惠政策落地，有望吸引更多国际航司，提升国际客货流量，带来长期增长动力。

风险提示：政策、自贸港建设不及预期，偿债风险，消费复苏不及预期等。

投资建议：考虑美兰机场并表以及地产项目去化和结转节奏影响，我们预计公司 2026-2028 年收入增速分别为 46.3%/6.9%/6.2%，同时考虑折摊等增加预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.4/2.6/2.9 亿元。公司在海南机场、市区内核心物业等卡位价值稀缺，静待成本费用扰动周期后的利润释放，维持中线“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
营业收入(百万元)	4,368	4,420	6,468	6,914	7,344
(+/-%)	-35.4%	1.2%	46.3%	6.9%	6.2%
净利润(百万元)	459	219	235	262	286

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

证券分析师：杨玉莹

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn yangyuying@guosen.com.cn

S0980511040003

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	3.55 元
总市值/流通市值	40560/32575 百万元
52 周最高价/最低价	5.90/3.28 元
近 3 个月日均成交额	356.81 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《海南机场 (600515.SH) - 2024 年业绩预计承压，大股东增持显示中线信心》——2025-03-31

《海南机场 (600515.SH) - 上半年归母净利润承压下滑，拟调整公司章程助力未来分红》——2024-08-28

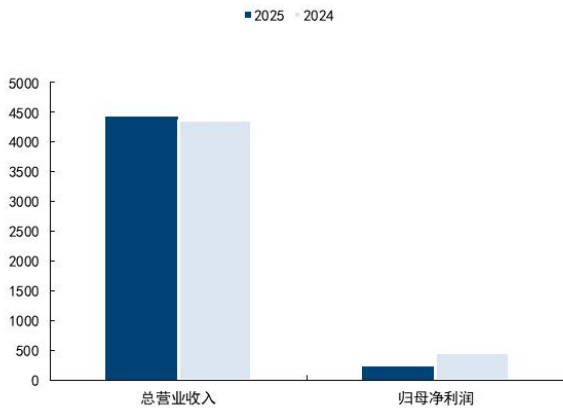
(+/-%)	-51.9%	-52.3%	7.3%	11.6%	9.1%
每股收益 (元)	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02
EBIT Margin	12.7%	4.9%	6.9%	7.4%	7.8%
净资产收益率 (ROE)	1.9%	0.9%	1.0%	1.1%	1.2%
市盈率 (PE)	88.5	185.6	173.0	154.9	142.0
EV/EBITDA	62.1	94.6	57.2	53.6	50.9
市净率 (PB)	1.72	1.72	1.71	1.69	1.68

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

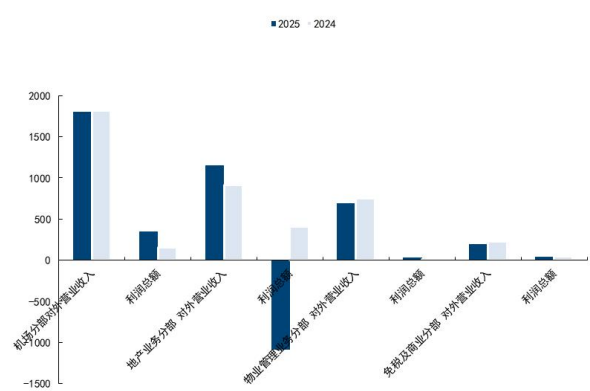
2025 年收入稳健业绩阶段承压，拟分红 26%。2025 年公司收入 44.20 亿元，同比增长 1.19%；归母净利润 2.19 亿元，同比下降 52.33%；扣除非经常性损益后净亏损 3.03 亿元。利润下滑主要因：1) 三亚凤凰国际机场增加 T3 航站楼筹备费用、收回琼海博鳌机场运营管理权将相关营运固定资产、无形资产折旧摊销调整进入营业成本，从而导致营业成本增加；2) 本期确认房地产项目较上年同期确认的房地产项目毛利率低，房地产结转成本增幅高于收入增幅；3) 本期计提资产减值损失 2.29 亿元，主要系计提部分房地产项目存货跌价准备、在建工程减值损失，同比增加 1.85 亿元。4) 此外，当期通过处置天羽飞训、三亚临空等子公司股权获得投资收益带来非经贡献。公司拟每 10 股派发现金红利 0.05 元（含税），分红比例为 26.14%。

图1: 公司收入与净利润（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 公司业务分拆（百万元）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

主业机场客流稳步增长，地产业务持续推进去化。2025 年公司机场管理/免税与商业/房地产/物业管理/其他分别营收 18.07/1.93/11.53/6.90/5.77 亿元，同比 -0.72%/-14.63%/+25.81%/-8.36%/-11.58%。机场业务方面，2025 年公司旗下控股及管理输出机场完成运输旅客 5,255.89 万人次，货邮吞吐量 35.52 万吨；岛内三场（海口、三亚、琼海）的国际及地区航线旅客量达 246.7 万人次，同比增长 33.6%。免税业务方面，2025 年公司旗下海岛商业通过向中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城提供免税店场地租赁实现收入 0.85 亿元，参股的海免海口美兰机场免税店有限公司实现营业收入 23.39 亿元、中免凤凰机场免税品有限公司实现营业收入 11.62 亿元。截至报告期末，公司在建及土地储备项目 22 个，土地面积逾 3,064 亩，同比下降约 16%。

收购美兰空港控股权，自贸港封关强化长期竞争优势。公司于 2025 年 12 月完成对港股上市公司美兰空港（HK.00357）的控股权收购，截至 2026 年 1 月 30 日要约收购期结束，海南机场及子公司合计持有美兰空港 62.38% 股份。公司实现了对海南三大机场一体化管理，强化了“南北双枢纽”布局，机场主业核心竞争力进一步增强。此外，三亚凤凰机场 T3 航站楼已于 2026 年 2 月投入试运营，投用后旅客吞吐量保障能力预计将提升至 3000 万人次，为未来客流增长打开上限。2026Q1 公司营业收入 17.42 亿元，同比增长 59.87%，主要系本期合并美兰空港的收入；归母净利润 1.12 亿元，同比增长 12.02%；扣除非经常性损益后净利润 1.06 亿元，同比增长 48.82%。海南全岛已于 2025 年 12 月 18 日启动封关运作，随着第七航权、扩大免签范围等一系列优惠政策落地，有望吸引更多国际航司，提升国际客货流量，带来长期增长动力。

风险提示：政策、自贸港建设不及预期，偿债风险，消费复苏不及预期等。

投资建议：收入角度，我们预计公司 2026-2028 年收入分别 65/69/73 亿元，同比增速

分别为 46.3%/6.9%/6.2%。其中考虑美兰机场并表我们预计公司 2026-2028 年机场分部对外营收分别为 37/40/43 亿元，同比分别增长 105%/8%/7%；考虑地产项目去化和结转节奏影响，我们预计 2026-2028 年地产分部收入为 12/13/14 亿元，同比均分别增长 8%；考虑物业管理业务相对稳定增长，2026-2028 预计分别同比增长 5%/4%/3%；考虑免税业务自 2025Q4 起有所复苏，我们预计公司免税分部 2026-2028 年收入增长分别为 12%/10%/8%。

盈利能力角度，我们预计公司 2026-2028 年公司毛利率分别为 28.0%/28.3%/28.5%，销售费用率分别为 3.4%/3.4%/3.4%，管理费用率分别为 11.7%/11.5%/11.2%，财务费用率分别为 8.1%/7.7%/7.4%。其中 2026 年较 2025 年毛利率小幅下行、费用率结构分化，源于美兰机场并表与三亚机场产能爬坡的成本刚性阶段性上升，而后随协同落地与融资成本下行逐步修复。

我们预计 2026-2028 年归母净利润分别为 2.4/2.6/2.9 亿元。公司在海南机场、市区内核心物业等卡位价值稀缺，静待成本费用扰动周期后的利润释放，维持中线“优于大市”评级。

表1：公司盈利预测拆分（单位：百万元）

	2024	2025	2026E	2027E	2028E
机场分部对外营业收入	1820	1807	3705	4002	4282
YOY		-0.7%	105.0%	8.0%	7.0%
利润总额	155	352	385	432	480
地产业务分部对外营业收入	916	1,153	1,245	1,345	1,452
YOY		25.8%	8.0%	8.0%	8.0%
利润总额	406	(1,085)	(809)	(820)	(842)
物业管理业务分部对外营业收入	753	690	724	753	776
YOY		-8.4%	5.0%	4.0%	3.0%
利润总额	9	31	36	38	39
免税及商业分部对外营业收入	226	193	217	238	257
YOY		-14.6%	12.0%	10.0%	8.0%
利润总额	41	45	50	55	59
其他业务分部对外营业收入	669	575	575	575	575
YOY		-14.0%	0.0%	0.0%	0.0%
利润总额	(112)	(76)	(75)	(75)	(75)
未分配金额对外营业收入	(16)	2	2	2	2
利润总额	28	394	394	394	394
分部间抵销	103	(542)	(310)	(310)	(310)
毛利率	41.3%	29.0%	28.0%	28.3%	28.5%
销售费用率	4.1%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%
管理费用率	17.0%	14.9%	11.7%	11.5%	11.2%
财务费用率	9.6%	10.9%	8.1%	7.7%	7.4%
总营业收入	4,368	4,420	6,468	6,914	7,344
归母净利润	459	219	235	262	286

资料来源：wind，国信证券经济研究所整理估算

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2024	2025	2026E	2027E	2028E		2024	2025	2026E	2027E	2028E
现金及现金等价物	4989	3866	4000	4000	4000	营业收入	4368	4420	6468	6914	7344
应收款项	1675	1673	2038	2179	2314	营业成本	2565	3139	4657	4958	5251
存货净额	13797	13480	14251	15104	16016	营业税金及附加	324	253	388	415	441
其他流动资产	539	467	841	899	955	销售费用	178	152	220	235	250
流动资产合计	21001	19600	21244	22272	23365	管理费用	744	659	758	793	826
固定资产	11050	17405	17095	16741	16345	研发费用	0	1	2	2	2
无形资产及其他	2232	3578	3436	3294	3152	财务费用	418	480	522	530	539
投资性房地产	17714	16712	16712	16712	16712	投资收益	258	443	270	270	270
长期股权投资	1694	2423	2418	2412	2407	资产减值及公允价值变动	(134)	(322)	(100)	(120)	(140)
资产总计	53691	59719	60905	61431	61981	其他收入	152	293	198	198	198
短期借款及交易性金融负债	2699	4079	3180	2902	2586	营业利润	415	151	292	327	358
应付款项	3855	2883	4750	5035	5339	营业外净收支	10	52	10	10	10
其他流动负债	4150	5473	6048	6403	6780	利润总额	425	203	302	337	368
流动负债合计	10704	12434	13978	14340	14704	所得税费用	(13)	(30)	45	51	55
长期借款及应付债券	14327	17887	17387	17387	17387	少数股东损益	(21)	15	22	25	27
其他长期负债	2983	2287	2236	2186	2135	归属于母公司净利润	459	219	235	262	286
长期负债合计	17310	20174	19623	19572	19521	现金流量表 (百万元)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
负债合计	28013	32608	33602	33912	34226	净利润	459	219	235	262	286
少数股东权益	2159	3545	3565	3587	3611	资产减值准备	52	206	(0)	(3)	(5)
股东权益	23519	23565	23738	23932	24144	折旧摊销	547	559	853	881	904
负债和股东权益总计	53691	59719	60905	61431	61981	公允价值变动损失	134	322	100	120	140
						财务费用	418	480	522	530	539
关键财务与估值指标	2024	2025	2026E	2027E	2028E	营运资本变动	(1361)	1254	882	(443)	(467)
每股收益	0.04	0.02	0.02	0.02	0.02	其它	(47)	(224)	20	26	29
每股红利	0.05	0.04	0.01	0.01	0.01	经营活动现金流	(216)	2336	2089	842	886
每股净资产	2.06	2.06	2.08	2.09	2.11	资本开支	0	(6758)	(501)	(501)	(501)
ROIC	0.52%	-0.59%	0%	0%	0%	其它投资现金流	1004	(114)	0	0	0
ROE	1.95%	0.93%	1%	1%	1%	投资活动现金流	1098	(7601)	(495)	(495)	(495)
毛利率	41%	29%	28%	28%	29%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	13%	5%	7%	7%	8%	负债净变化	(4088)	2561	(500)	0	0
EBITDA Margin	25%	18%	20%	20%	20%	支付股利、利息	(584)	(483)	(61)	(68)	(74)
收入增长	-35%	1%	46%	7%	6%	其它融资现金流	7077	(14)	(899)	(278)	(316)
净利润增长率	-52%	-52%	7%	12%	9%	融资活动现金流	(2265)	4142	(1460)	(346)	(390)
资产负债率	56%	61%	61%	61%	61%	现金净变动	(1383)	(1123)	134	0	0
股息率	1.4%	1.2%	0.2%	0.2%	0.2%	货币资金的期初余额	6371	4989	3866	4000	4000
P/E	88.5	185.6	173.0	154.9	142.0	货币资金的期末余额	4989	3866	4000	4000	4000
P/B	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	企业自由现金流	0	(4697)	1611	368	417
EV/EBITDA	62.1	94.6	57.2	53.6	50.9	权益自由现金流	0	(2151)	(231)	(361)	(358)

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司

关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032