

买入

封关红利持续释放，业绩企稳回升可期

美兰空港 (357.HK)

2026-09-11 星期五

【投资要点】

目标价：**6.30 港元**
现价：**5.17 港元**
预计升幅：**22.0%**

重要数据

日期	2026-09-10
收盘价 (港元)	5.17
总股本 (百万股)	473
总市值 (百万港元)	2,458
净资产 (百万港元)	4,001
总资产 (百万港元)	11,934
52 周高低 (港元)	11.26/3.94
每股净资产 (港元)	8.46

数据来源:Wind、国元证券经纪(香港)整理

主要股东

海南机场	62.38%
M&G Securities	7.80%
M&G Investment	3.42%

相关报告

美兰空港 (357.HK) - 首发报告-20240229

美兰空港 (357.HK) - 更新报告-20250411、
20251128

➤中期营收企稳转正，亏损持续收窄：

公司 2026 年上半年业绩延续改善趋势，实现总收入约 10.92 亿元，同比增长 1.14%，扭转了上年同期收入下滑的局面。成本端，公司签订新资产租赁协议，年租金由 5.57 亿元下调至 4.58 亿元，带动折旧摊销下降，营业成本同比下降 2.35%。分业务来看，航空业务收入 5.82 亿元，同比增长 1.1%；非航空业务收入 5.10 亿元，同比增长 1.2%。归属于母公司股东的净亏损约 6687.86 万元，同比收窄 4.73%，基本每股亏损 0.14 元。毛利率提升至 6.4%，同比增加 3.4 个百分点，主要得益于营业成本同比下降 2.35%。

➤国际业务强劲复苏，航网拓展与成本优化双轮驱动：

国际及地区业务成为上半年亮点，国际及地区旅客吞吐量 87.47 万人次，同比增长 29.47%，占旅客吞吐量比重提升至 6.21%；国际及地区货邮吞吐量同比大幅增长 58.6%。公司持续织密航线网络，通过开通全货机航线、引导境内外航司加大运力投放，构建国际货运航线网络，为航空货站业务和地面保障业务贡献增量。

➤海南封关红利释放，免税商业开启长期价值空间：

海南自贸港全岛封关运作后，离岛免税政策红利持续释放。2026 年上半年海南全省离岛免税零售额 199.2 亿元，购物人数 279.4 万人次，同比分别增长 18.8%、12.6%。免税黄金等高附加值品类凭借显著价格优势成为引流利器，推动客单价与毛利率结构性改善。作为面向太平洋、印度洋航空的区域门户枢纽，国际客流与免税消费的双重增长有望为公司长期商业化价值增长提供支撑。

➤公司经营现金流稳定，维持买入评级：

综上，公司未来业绩增长拥有双重驱动力：外部海南自贸港封关政策红利，内部通过拓展航线网络吸引客流增量、升级商业体验提升单客价值。我们调整了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 21.05/22.92/25.28 亿元，对应同比增长 4.9%/8.9%/10.3%，归母净利润预测分别为-0.99/0.16/1.60 亿元。综上，我们给予公司对应 2028 财年约 15.3 倍 PE 目标估值，对应目标价 6.3 港元，相较于现价预计有 22.0%的升幅，维持“买入”评级。

百万人民币	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,171	2,007	2,105	2,292	2,528
同比增长(%)	4.1%	-3.8%	4.9%	8.9%	10.3%
归母净利润	-381	-279	-99	24	184
归母净利润率	-17.6%	-13.9%	-4.7%	1.0%	7.3%
每股盈利(元)	-0.81	-0.59	-0.21	0.05	0.39
PE@5.20HKD	N/A	N/A	N/A	95.7	12.5
PB	0.57	0.60	0.62	0.62	0.59

数据来源:Wind、公司年报、国元证券经纪(香港)整理

研究部

姓名：李承儒

SFC: BLN914

电话：0755-21519182

Email: licr@gyzq.com.hk

【报告正文】

➤ 中期营收企稳转正，亏损持续收窄

公司 2026 年上半年业绩延续改善趋势。报告期内，美兰空港实现总收入约 10.92 亿元，同比增长 1.14%，扭转了上年同期收入下滑的局面。成本端改善显著。上半年营业成本同比下降 2.35%，员工费用及维修费用均有所下降。公司签订租期三年的新资产租赁协议，年租金由 5.57 亿元下调至 4.58 亿元，带动使用权资产折旧及摊销相应减少。不过，财务费用同比增长 25.16%至 0.72 亿元，受租赁负债利息费用增加影响，一定程度限制了亏损修复的幅度。总体来看，公司通过航网拓展与成本管控，经营韧性持续增强。分业务来看，航空业务收入 5.82 亿元，同比增长 1.1%；非航空业务收入 5.10 亿元，同比增长 1.2%，其中贵宾室收入同比增长 18.25%至 0.36 亿元，主要得益于冠名收入增加及旅客吞吐量增长带动接待人次增加。归属于母公司股东的净亏损约 6687.86 万元，同比收窄 4.73%，基本每股亏损 0.14 元。毛利率提升至 6.4%，同比增加约 3.4 个百分点，主要得益于营业成本同比下降 2.35%。亏损收窄来自收入小幅增长与成本费用管控的双重作用，公司通过优化航线网络布局、抢抓货运市场机遇带动收入增长，同时强化成本费用管控、推行人均效能提升项目压降成本。

➤ 国际业务强劲复苏，航网拓展贡献增量空间

国际及地区业务成为上半年亮点。国际及地区旅客吞吐量 87.47 万人次，同比增长 29.47%，占旅客吞吐量比重由上年的 4.86%提升至 6.21%；国际及地区飞机起降架次同比增长 25.5%，国际及地区货邮吞吐量同比大幅增长 58.6%。由于国际航班旅客的航空性收费水平显著高于国内航班，且国际航线往往附带更高的地面服务、贵宾服务及航空货站使用需求。因此国际旅客占比的持续上升也会带来航空性收入的弹性改善。此外，美兰机场在 2026 年上半年继续拓展国际航空货运市场，通过联合发布琼鄂·顺达航空货运快线产品、加密货运航线网络布局等举措，使得货邮吞吐量整体增长 7.5%，货运及包装收入同比增长 4.54%至 0.62 亿元。未来公司将持续通过开通全货机航线、引导境内外航司加大运力投放，构建国际货运航线网络，为航空货站业务和地面保障业务贡献增量空间。

➤ 海南封关红利释放，免税商业开启长期价值释放

海南自贸港全岛封关运作后，离岛免税政策红利持续释放。2026 年上半年海南全省离岛免税零售额 199.2 亿元，购物人数 279.4 万人次，同比分别增长 18.8%、12.6%，其中元旦假期海南离岛免税购物金额达到 7.12 亿元，同比增长 128.9%，客单价显著提升。免税高附加值品类凭借零关税价格优势成为引流利器，带动精品、高端香化等品类占比提升，推动整体客单价与毛利率结构性改善。公司

免税业务紧扣品类补强及品牌换新的思路，引入周大生、老庙黄金、Burberry 等知名品牌，进一步丰富高端消费供给。

➤ 公司经营现金流稳定，维持买入评级

综上，公司未来业绩增长拥有双重驱动力：外部海南自贸港封关政策红利，内部通过拓展航线网络吸引客流增量、升级商业体验提升单客价值，而短期亏损更多源于折旧摊销等爬坡成本，现金创造能力已明显改善，上半年经营现金流净流入 3.89 亿元。综上，我们调整了公司 2026-2028 年营收预测，分别为 21.05/22.92/25.28 亿元，对应同比增长 4.9%/8.9%/10.3%；调整归母净利润预测分别为-0.99/0.16/1.60 亿元。给予公司对应 2028 财年约 15.5 倍 PE 目标估值，对应目标价 6.3 港元，相较于现价预计有 22.0%的升幅，维持“买入”评级。

表 1：交通基础设施行业估值比较（20260910）

代码	证券名称	总市值 亿港元	EPS（港元）				市盈率PE				市净率PB 市销率PS	
			2025A	2026E	2027E	2028E	2025A	2026E	2027E	2028E	2026T1M	2026T1M
0177.HK	江苏宁沪高速公路	674.9	1.0	1.1	1.1	1.2	12.6	11.9	11.7	11.3	1.1	2.2
0144.HK	招商局港口	693.9	1.5	1.8	1.9	2.1	9.0	9.1	8.5	8.0	0.6	4.9
6198.HK	青岛港	675.4	0.9	1.0	1.0	1.0	10.7	10.9	10.5	10.2	0.9	2.2
0576.HK	浙江沪杭甬	371.3	1.0	1.1	1.1	1.2	4.3	5.6	5.4	5.2	0.6	1.5
2880.HK	辽港股份	350.4	0.1	N/A	N/A	N/A	19.7	N/A	N/A	N/A	0.3	1.3
0995.HK	安徽皖通高速公路	299.4	1.2	1.4	1.4	1.5	14.5	12.4	13.0	11.7	1.9	3.8
0548.HK	深圳高速公路股份	222.4	0.5	0.7	0.7	0.6	16.9	11.2	12.2	12.4	0.7	1.7
1199.HK	中远海运港口	235.4	0.6	0.7	0.7	0.7	7.8	8.3	8.5	8.6	0.4	1.7
0152.HK	深圳国际	133.8	0.9	0.9	1.0	1.3	4.5	6.1	5.7	4.3	0.4	0.7
0107.HK	四川成渝高速公路	192.6	0.5	N/A	N/A	N/A	11.2	N/A	N/A	N/A	0.6	1.4

资料来源：Wind 一致预期、国元证券经纪（香港）预测及整理

【风险提示】

1. 海南自贸港政策落地不及预期
2. 宏观经济下行导致旅客吞吐量不及预期
3. 免税消费恢复不及预期

【财务报表摘要】

资产负债表

单位：百万元人民币

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
流动资产	936	660	820	1,127	1,623
货币资金	541	282	411	682	1,140
应收账款	337	310	341	375	413
其他应收款	18	17	18	19	20
其他流动资产	40	50	50	50	50
非流动资产	10,046	9,259	8,997	8,742	8,486
固定资产	6,735	6,405	6,209	6,016	5,822
投资性房地产	1,431	1,381	1,334	1,289	1,246
无形资产	1,018	1,015	997	978	961
使用权资产	525	0	0	0	0
递延所得税资产	15	3	3	3	3
其他非流动资产	321	454	454	454	454
资产总计	10,983	9,918	9,817	9,868	10,109
流动负债	4,360	3,449	3,385	3,342	3,317
短期借款	400	931	931	931	931
应付账款	259	210	223	236	251
应交税费	155	66	70	73	77
其他应付款	1,539	1,245	1,282	1,320	1,360
一年内到期的非流动负债	1,831	826	702	597	507
其他流动负债	176	170	177	184	192
非流动负债	2,571	2,667	2,731	2,800	2,877
租赁负债	0	0	0	0	0
长期应付款	699	614	675	743	817
其他非流动负债	1,872	2,053	2,056	2,058	2,060
负债合计	6,931	6,116	6,115	6,142	6,194
股本	473	473	473	473	473
资本公积	1,043	1,064	1,064	1,064	1,064
盈余公积	246	246	246	246	246
其他综合收益/(亏损)	3	7	7	7	7
未分配利润	2,294	2,015	1,916	1,940	2,123
少数股东权益	-8	-4	-6	-5	0
股东权益合计	4,051	3,802	3,701	3,726	3,915
负债及权益合计	10,983	9,918	9,817	9,868	10,109

现金流量表

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
净利润	-366	-275	-101	25	189
折旧摊销	867	866	332	315	306
营运资金变动	80	87	49	50	52
其他	149	-241	-18	-21	-23
经营活动现金流	730	438	261	369	523
投资活动现金流	-426	-100	-70	-60	-50
筹资活动现金流	33	-613	-63	-38	-15
现金净增加额	337	-275	129	271	458
现金期初金额	204	541	266	395	666
现金期末金额	541	266	395	666	1,124

利润表

单位：百万元人民币

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	2,171	2,007	2,105	2,292	2,528
营业成本	-2,022	-2,086	-2,024	-2,071	-2,125
毛利	149	-80	81	221	403
税金及附加	-63	-66	-66	-67	-68
销售费用	-4	-4	-4	-4	-5
管理费用	-108	-111	-116	-122	-128
财务费用净额	-134	-102	-92	-93	-94
其他收入	44	56	47	47	47
营业利润	-116	-306	-151	-18	155
营业外收入	12	50	50	50	50
营业外支出	-297	-6	-6	-6	-6
除税前溢利	-401	-262	-107	26	199
所得税	35	-13	5	-1	-10
净利润	-366	-275	-101	25	189
少数股东损益	15	4	-2	0	6
归属于母公司净利	-381	-279	-99	24	184
EPS (元)	-0.81	-0.59	-0.21	0.05	0.39

主要财务比率

会计年度	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E
成长性					
营业收入yoy	4.1%	-3.8%	4.9%	8.9%	10.3%
营业利润yoy	-43.8%	48.0%	-50.8%	-87.8%	-946.7%
归母净利润yoy	NA	NA	NA	NA	NA

盈利能力

毛利率	6.9%	-4.0%	3.9%	9.7%	15.9%
EBITDA率	5.8%	11.6%	17.6%	21.2%	25.7%
归母净利润率	-17.6%	-13.9%	-4.7%	1.0%	7.3%
ROA	-3.4%	-2.6%	-1.0%	0.2%	1.9%
ROE	-9.6%	-7.2%	-2.7%	0.7%	4.8%

偿债能力

资产负债率	63.1%	61.7%	62.3%	62.2%	61.3%
速动比率	21.4%	19.1%	24.2%	33.6%	48.8%
流动比率	21.5%	19.1%	24.2%	33.7%	48.9%

营运能力

总资产周转率(次)	0.20	0.20	0.21	0.23	0.25
应收帐款周转天数	63	64	56	57	57

每股资料(元)

每股收益	-0.81	-0.59	-0.21	0.05	0.39
每股净资产	8.6	8.0	7.8	7.9	8.3

估值比率

PE@5.165HKD	-6.0	-8.2	-23.2	95.7	12.5
PB	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6

投资评级定义及免责条款

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) 3769 6888
传真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>