

中国中免 (601888)

机场租金补充协议二次落地，兑现议价权 买入 (维持)

2023 年 12 月 27 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻璋

执业证书: S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	54,433	65,837	81,577	102,317
同比	-20%	21%	24%	25%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	6,762	8,284	9,667
同比	-48%	34%	23%	17%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.43	3.27	4.00	4.67
P/E (现价&最新股本摊薄)	32.43	24.13	19.69	16.87

关键词: #稀缺资产

投资要点

- **事件:** 2023 年 12 月 26 日, 中国中免分别公告与上海机场、首都机场签署的机场租金补充协议, 为继 2021 年 1 月及 2021 年 10 月分别与上海机场及首都机场对租金进行补充调整 (下称补充协议一) 后的第二次调整 (下称补充协议二)。
- **本次《补充协议二》的核心思路是:** 将补充协议一中的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”, 同时将保底及提成 (较原协议) 大幅调降。保底从原合同数十亿级别调降至数亿元级别; 提成据免税商毛利率下降趋势从原合同 40% 左右降至 18-36% 区间, 如图所示。
- **本次《补充协议二》在上次协议结果基础上进一步调降了实际租金。** 近期上海机场国际客流吞吐量恢复至单月 200 万左右, 原协议框架下收取月租金约 6.22 亿元; 按“补充协议一”估算月租金 3 亿元以上; “补充协议二”下假设单客贡献仍为 361 元, 综合提成率 22%, 估算收取月租金 1.7 亿元, 较“补充协议一”显著下降。随国际客流进一步恢复, 实际租金将缓慢提升, 上不封顶。首都机场调整方向与上海机场基本一致。
- **机场仍然是免税销售的重要渠道, 本次租金调降有利于激励免税商进一步提升在口岸销售免税商品的动力, 是免税商议价权的又一次兑现。** 机场在免税商渠道体系中依然是重要组成部分。日上上海/日上中国 2019 年分别实现营收 151.5/74.8 亿元, 上海机场/北京首都机场人均贡献额为 361/271 元。此次签订补充协议意在争取免税商资源支持、提高机场免税销售规模, 是 2019 年来免税品销售渠道多元化、免税商议价权提升的又一次逻辑兑现。粗估 2023 全年租金整体较“补充协议一”调降 20 亿元级别, 将为日上贡献业绩增量, 预期口岸免税销售将进一步恢复。
- **口岸免税与离岛免税并驾齐驱, 市内免税联动设计有望助力口岸突破瓶颈。** 2019 年, 日上上海、日上中国共实现营收 226 亿元, 占比近一半。2023H1 日上上海营收 82 亿元, 占比 23%, 考虑含线上销售, 实际口岸免税销售占比预计不超 10%。随着国际客流进一步提升, 配合“利用市内免税业务与机场联动实现‘线下预定、机场提货’”的框架设计, 口岸免税规模有望突破长期天花板, 形成与离岛免税并驾齐驱的渠道格局。
- **盈利预测与投资评级:** 考虑近期居民消费倾向及全球奢侈品销售边际走弱, 海南离岛免税市场销售承压, 下调中国中免 2023-2025 年盈利预期至 67.6/82.8/96.7 亿元 (前值为 68.39/101.63/125.21 亿元), 对应 PE 为 24/20/17 倍, 对应 2024 年估值已为合理偏低。中免市场地位稳固, 中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复, 在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济、居民奢侈品消费意愿不足、行业竞争加剧等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	78.85
一年最低/最高价	75.42/239.99
市净率(倍)	3.10
流通 A 股市值(百万元)	153,952.70
总市值(百万元)	163,129.54

基础数据

每股净资产(元,LF)	25.43
资产负债率(% ,LF)	26.31
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 2023 年三季报点评: 业绩符合预期, 海棠湾项目即将投运》

2023-10-26

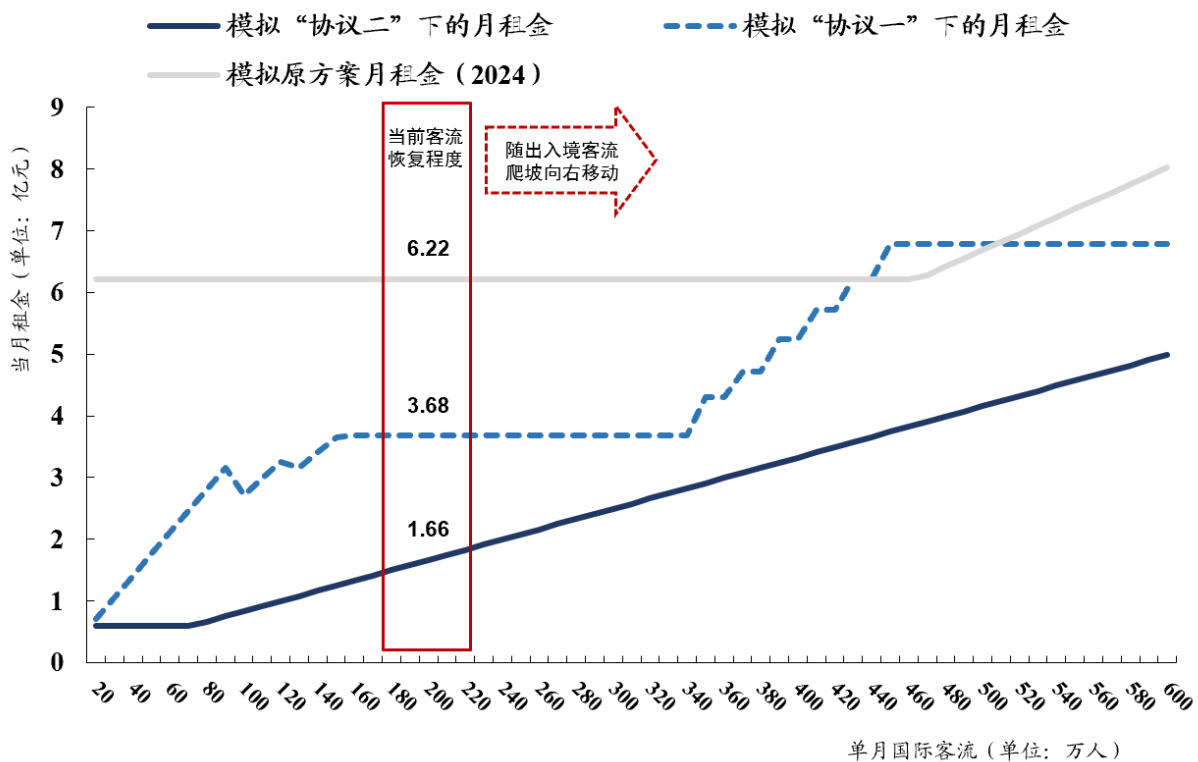
《中国中免(601888): 2023 年前三季度业绩快报点评: 归母净利润符合预期, 年内业绩低值已现》

2023-10-09

事件：2023年12月26日，中国中免分别公告与上海机场、首都机场签署的机场租金补充协议，为继2021年1月及2021年10月分别与上海机场及首都机场对租金进行补充调整（下称补充协议一）后的第二次调整（下称补充协议二）。

本次《补充协议二》的核心思路是：将此前补充协议一中的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，同时将保底及提成（相比原协议）进行了大幅调降。保底方面进行大幅调降，从原合同的数十亿级别调降至数亿元级别；提成方面也根据免税商近年毛利率下降的趋势有所调降，从原合同的40%左右降至18-36%区间。具体条款在此不赘述，我们将两次调整框架围绕客流变化形成的月租金推算结果绘图如下，以更直观地表示两次框架变化。以上海机场合同变化为例：

图1：上海机场免税租金合同两次变化框架图示



数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

注：1) “协议一”中关键参数未完全披露，此处为我们自行测算以进行示意，实际曲线斜率可能跟测算有差异。

2) “协议二”下的月租金核心假设为单客贡献为361元，与2019年一致，综合提成率假设为22%，若实际单客贡献或综合提成率与假设有区别，则曲线斜率有差异，大体方向不变。

本次《补充协议二》在上次协议结果基础上进一步调降了实际租金。如图所示，当前上海机场国际客流（2023年8-11月）吞吐量恢复至单月200万左右，在原协议框架下，应收取月租金约6.22亿元；按“补充协议一”框架下，估算收取月租金3亿元以上；按“补充协议二”框架下，假设单客贡献仍为361元，综合提成率22%后，估算应收取

的单月租金为 1.7 亿元，较“补充协议一”有显著下降。后续随国际客流进一步恢复带动免税销售额修复，实际租金仍将缓慢提升，上不封顶。首都机场补充协议二与原协议的调整方向，与上海机场基本一致。

机场仍然是免税销售的重要渠道，本次租金调降有利于激励免税商进一步提升在口岸销售免税商品的动力，是免税商议价权的又一次兑现。机场作为高价值客户流量必经之地，在免税商渠道体系中依然是重要组成部分。日上上海 2019 年实现营收 151.5 亿元，当年浦东+虹桥境外航线旅客吞吐量为 4193 万人次（其中浦东 3851 万人次，虹桥 342 万人次），人均贡献额为 361 元。日上中国 2019 年实现营收 74.8 亿元，当年首都机场境外航线旅客吞吐量为 2758 万人次，人均贡献额为 271 元。此次补充协议的签订意在争取免税商的资源支持、提高机场免税销售规模，是 2019 年以来免税品销售渠道多元化、免税商议价权提升的又一次逻辑兑现。粗估 2023 全年租金整体较“补充协议一”调降 20 亿元级别，将为日上（日上上海、日上中国）贡献业绩增量，预期后续口岸免税销售也将进一步恢复。

口岸免税与离岛免税并驾齐驱，市内免税联动设计有望助力口岸突破瓶颈。2019 年，日上上海、日上中国共计实现营收 226 亿元，占当年营收的近一半。截至 2023H1，日上上海实现 82 亿元营收（日上中国未披露），占同期营收的 23%，考虑其中还包含线上销售，实际口岸免税店销售占比预计不超过 10%。截至 2023 年 11 月，三大航空口岸（上海、北京首都、广州白云）国际客流较 2019 年同期的恢复程度分别为 67%/58%/41%，修复空间仍大。我们认为随着国际客流进一步提升，配合“补充协议二”中提及的“利用市内免税业务与机场联动实现‘线下预定、机场提货’”的框架设计，口岸免税规模有望突破长期天花板，形成与离岛免税并驾齐驱的渠道格局。

盈利预测与投资评级：考虑近期居民消费倾向及全球奢侈品销售边际走弱，海南离岛免税市场销售承压，将中国中免 2023-2025 年盈利预期下调至 67.6/82.8/96.7 亿元（前值为 68.39/101.63/125.21 亿元），对应 PE 为 24/20/17 倍，对应 2024 年估值已为合理偏低。未来市内免税店政策落地、海南客流维持高景气、国际航线的恢复、居民消费意愿修复有利于旅游零售行业市场规模扩张再提速。中免市场地位稳固，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复，在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、行业竞争加剧的风险等。

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57,205	53,543	73,539	81,023	营业总收入	54,433	65,837	81,577	102,317
货币资金及交易性金融资产	26,892	43,651	46,387	53,224	营业成本(含金融类)	38,982	44,448	55,880	71,110
经营性应收款项	549	214	239	330	税金及附加	1,215	1,587	1,958	2,456
存货	27,926	8,110	23,852	24,951	销售费用	4,032	9,490	8,239	9,976
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,209	2,290	2,774	3,325
其他流动资产	1,838	1,566	3,060	2,518	研发费用	39	0	0	0
非流动资产	18,702	18,718	18,716	18,697	财务费用	220	(956)	556	693
长期股权投资	1,970	1,970	1,970	1,970	加:其他收益	296	286	230	184
固定资产及使用权资产	7,521	6,839	6,240	5,824	投资净收益	162	204	253	286
在建工程	1,852	2,652	3,352	3,852	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,458	2,455	2,452	2,449	减值损失	(584)	(997)	(1,173)	(1,359)
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	9	5	7	8
长期待摊费用	1,102	1,052	1,002	952	营业利润	7,619	8,477	11,487	13,877
其他非流动资产	2,977	2,927	2,877	2,827	营业外净收支	(3)	(10)	(7)	(7)
资产总计	75,908	72,261	92,255	99,719	利润总额	7,617	8,467	11,480	13,870
流动负债	17,480	10,640	21,421	17,712	减:所得税	1,429	1,489	2,066	2,497
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,608	2,608	2,608	2,608	净利润	6,188	6,978	9,413	11,373
经营性应付款项	7,692	249	9,079	2,791	减:少数股东损益	1,158	217	1,130	1,706
合同负债	1,506	1,333	1,676	2,133	归属母公司净利润	5,030	6,762	8,284	9,667
其他流动负债	5,675	6,450	8,057	10,180	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.43	3.27	4.00	4.67
非流动负债	4,300	4,300	4,300	4,300	EBIT	7,668	8,303	12,946	15,622
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509	EBITDA	9,105	9,664	14,225	16,718
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.39	32.49	31.50	30.50
租赁负债	1,738	1,738	1,738	1,738	归母净利率(%)	9.24	10.27	10.15	9.45
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	(19.57)	20.95	23.91	25.42
负债合计	21,780	14,939	25,720	22,012	归母净利润增长率(%)	(47.89)	34.41	22.51	16.70
归属母公司股东权益	48,573	51,550	59,634	69,101					
少数股东权益	5,554	5,771	6,900	8,606					
所有者权益合计	54,127	57,321	66,534	77,708					
负债和股东权益	75,908	72,261	92,255	99,719					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3,415)	21,851	4,090	7,955	每股净资产(元)	23.48	24.92	28.82	33.40
投资活动现金流	(3,807)	(1,178)	(1,025)	(789)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	15,455	(1,785)	(129)	(129)	ROIC(%)	12.31	10.93	15.43	16.22
现金净增加额	9,106	18,889	2,736	6,836	ROE-摊薄(%)	10.36	13.12	13.89	13.99
折旧和摊销	1,437	1,361	1,279	1,096	资产负债率(%)	28.69	20.67	27.88	22.07
资本开支	(2,991)	(1,382)	(1,277)	(1,076)	P/E (现价&最新股本摊薄)	32.43	24.13	19.69	16.87
营运资本变动	(11,636)	12,585	(7,652)	(5,715)	P/B (现价)	3.36	3.16	2.74	2.36

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>