

更新运营标段，发力综合运营能力

核心观点

公司把握京沪核心流量并持续拓展国内外标段，海南地区消费有触底回暖迹象，公司持续投入核心商圈的价值营造，为后续自贸港全岛封关后的零售行业大发展做充分准备。伴随最新政策出台也为提振消费和国货品牌出海提供战略基础，公司积极布局的市内免税店发展潜力有望持续兑现。目前国内各个消费品类均在抓紧规范税收制度，公司所处的免税渠道相对优势再次回归，把握核心流量入口，未来发展机遇可期。

事件

上海机场集团公布浦东、虹桥机场进出境免税店中标候选名单：预计 Dufry 获得浦东 T1+S1 标段，中国中免获得浦东 T2+S2 及虹桥机场标段的运营权，新合同期将从 2026 年 1 月 1 日生效。

简评

上海机场招标公示，中免独立获取浦东 T2+S2 及虹桥 T1 标段

此次招标合同下，中国中免预计会获取浦东 T2+S2 及虹桥机场标段，对应 5+3 年的经营期限。虽然没有获取 T1+S1 的运营权，但取代日上上海经营后，公司在剩余两个标段的股东权益从 51% 提升至 100%，经营主动权在手。

新合同鼓励做大销售额

新合同采用固定租金+提升租金的模式，对于上海机场整体而言，固定租金 7 亿已经与之前旧合同的保底租金 7 亿对应；同时提升租金从 18%-36% 降低到 15%-24%，这一设计鼓励免税运营方提升销售规模。如果按照现有估计 60 亿元线下销售额计算，新合同的有效租金率会高于旧合同，在线下销售额增长至 90 亿元及以上之后，新合同的规模效应将会得到体现。

发力国产品和市内免税店

自 2025 年 8 月浦东机场国际旅客吞吐量已经超过 2019 年同期，且继续保持增长态势，目前免税销售额距离 2019 年仍有显著空间，根据财政部最新免税支持政策，参考韩国发展路径，后续发力国产商品和市内免税店会成为公司出入境免税的增长机遇。

投资建议：维持公司 2025-2027 年预测为归母净利润 41.49 亿元、51.90 亿元、63.48 亿元，当前股价对应 PE 分别为 40X、32X、26X，维持“增持”评级。

中国中免 (601888. SH)

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

SAC 编号:S1440521080003

SFC 编号:BPC301

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

SAC 编号:S1440520070008

SFC 编号:BRV097

发布日期： 2025 年 12 月 12 日

当前股价： 79.20 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-12.52/-12.52	11.00/7.71	10.23/-6.38
12 月最高/最低价 (元)	90.53/56.57	
总股本 (万股)	206,885.90	
流通 A 股 (万股)	195,247.55	
总市值 (亿元)	1,621.34	
流通市值 (亿元)	1,546.36	
近 3 月日均成交量 (万)	4233.97	
主要股东		
中国旅游集团有限公司	50.30%	

股价表现



相关研究报告

- 25.10.31 【中信建投社服商贸】中国中免 (601888):精益商业化，迎接政策窗口
25.08.28 【中信建投社服商贸】中国中免 (601888):离岛免税回暖可期

(一) 浦东机场免税招标结果

2025年12月11日，上海机场集团公布浦东、虹桥机场进出境免税店中标候选名单：

表 1：上海机场进出境免税店中标候选情况

标段	标的	中标候选人	月固定费用（元/m ² /月）	提成比例	经营权转让期限
标段一	上海浦东国际机场 (T1+S1)进出境免税店	杜福睿(上海)商业有限公司	3141	8%-24%	满足招标文件规定要求
标段一	上海浦东国际机场 (T1+S1)进出境免税店	中国免税品(集团)有限责任公司	3090	8%-24%	满足招标文件规定要求
标段二	上海浦东国际机场 (T2+S2)进出境免税店	中国免税品(集团)有限责任公司	3090	8%-24%	满足招标文件规定要求
标段二	上海浦东国际机场 (T2+S2)进出境免税店	杜福睿(上海)商业有限公司	3141	8%-24%	满足招标文件规定要求
标段三	上海虹桥国际机场(T1) 进出境免税店	中国免税品(集团)有限责任公司	2827	8%-22%	满足招标文件规定要求
标段三	上海虹桥国际机场(T1) 进出境免税店	杜福睿(上海)商业有限公司	2827	8%-22%	满足招标文件规定要求

资料来源：中国招投标公共服务平台，中信建投

*月实收费用计算公式：月实收费用=月固定费用+（各品类月销售额×各品类提成比例）

(1) 浦东 T1+S1 标段，杜福睿以 3141 元/m²/月、8%-24% 提成比例领先；

(2) 浦东 T2+S2 标段，中国中免以 3090 元/m²/月、8%-24% 提成比例领先；

(3) 虹桥 T1 标段，中国中免以 2827 元/m²/月、8%-22% 提成比例领先。

三标段经营权期限均“满足招标文件要求”，公示期至 12 月 14 日，如无意外，预计 Dufry 获得浦东 T1+S1 标段，中国中免获得浦东 T2+S2 及虹桥机场标段。

此次免税招标的经营期限分别为：

【浦东 T1+S1】

第一阶段：经营权转让期限为 3 年，自 2026 年 1 月 1 日起至 2028 年 12 月 31 日止。在合同履行第 2 年结束后，若通过甲方考核，则续约第二阶段合同，反之则合同终止。

第二阶段：经营权转让期限为 5 年，自 2029 年 1 月 1 日起至 2033 年 12 月 31 日止。

【浦东 T2+S2&虹桥】

第一阶段：经营权转让期限为 5 年，自 2026 年 1 月 1 日起至 2030 年 12 月 31 日止。在合同履行第 4 年结束后，若通

过甲方考核，则续约第二阶段合同，反之则合同终止。

第二阶段：经营权转让期限为3年，自2031年1月1日起至2033年12月31日止。

（二）新旧合同对比

旧合同采用保底租金和提成租金孰高的模式。根据上海机场免税租金补充合同（以下简称旧合同），保底租金与机场客流相关，以2023年三季度的平均月度客流为基础，后续月度客流超过该基础的80%的情况下则按照保底租金执行。由于2023年四季度开始至今的机场客流均超过基础客流的100%，因此不需要考虑低客流水平下的调整系数。

表2：上海机场免税店新旧合同对比

单位：万元	新旧合同对比	旧合同			新合同		
		面积（平米）	租金模式	保底金额	提成比例	租金模式	固定租金
浦东 T1+S1	7964	两者孰高	5245万元/月(月实际客流>23Q3月均80%)	18%~36%	固定+提成	2501万元/月	8%~24%
浦东 T2+S2	8951			18%~36%		2766万元/月	8%~24%
虹桥 T1	2088		647万元/月(同上)	18%~36%		590万元/月	8%~24%

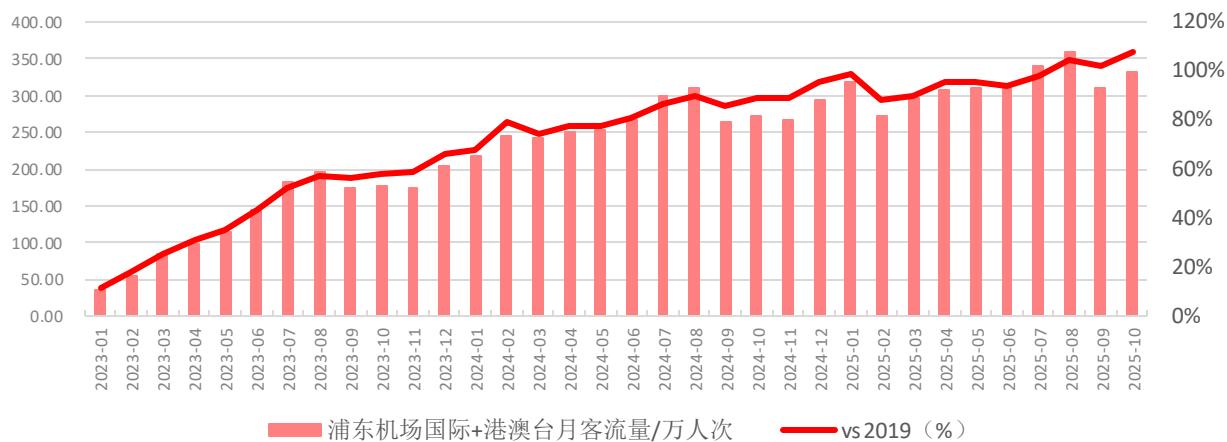
资料来源：公司公告，中信建投

*旧合同（补充合同）有效期为2023年12月1日至2025年12月31日；新合同有效期自2026年1月1日起

根据上海机场财报披露，旧合同下以2024年实际收到免税租金为12.12亿元，如果按照保底月租金收取仅能获得7.07亿元租金，因此说明旧合同下基本是提成租金为高。新合同采取固定租金+提成租金的模式，对应浦东T1+S1、浦东T2+S2、虹桥T1固定租金每年分别为3.00亿元、3.32亿元、0.71亿元。上海机场总计可以获得的固定租金部分为7.03亿元，与旧合同有相对应之处。

2020年之前，浦东机场免税结构大约为香化50%、烟酒30%、精品及食杂20%结构。2020年之后由于存在日上线上板块业务（主要为香化+精品），线下销售额受客流恢复和竞争加剧的因素影响，预计销售结构上香化占比有所削弱。方便起见，我们对旧合同18%-36%的租金比例按照取平均24%计算，对于新合同8%-24%的租金比例按照取平均15%-16%计算：因此，2024年12.12亿元租金为例，预计上海机场线下免税店销售额约为50亿元。对于2025年的情况，考虑到2025H1的租金收入6.28亿元与2024H1的6.48亿元没有太大差异，同时考虑到出入境客流持续恢复并且在2025年8月首次超过2019年同期水平，日上上海在最后2个月经营期内可能清库存的影响，预计最后的销售额在60亿元。

图 1:浦东机场国际+港澳台月客流量及同比 2019 情况



数据来源: 上海机场公告, 中信建投证券

表 3: 新旧合同按照 2025 年预计销售额对应的租金对比 (亿元)

		旧合同	新合同	合计
		日上上海	中国中免	
收入	浦东 T1+S1	25.1		25.1
	浦东 T2+S2	28.3	28.3	28.3
	虹桥 T1	6.6	6.6	6.6
	合计	60.0	34.9	25.1
租金	浦东 T1+S1	6.0		7.0
	浦东 T2+S2	6.8	7.8	7.8
	虹桥 T1	1.6	1.7	1.7
	合计	14.4	9.5	7.0

资料来源: 各公司公告, 中信建投

由于新合同引入的固定租金以及和旧合同的保底租金相同，且基本和客流量的变化不再挂钩，因此对应销售额的目标要求更高。但是由于提成租金的比例从平均 24% 降低到 16%，中间 8pct 的差额要跑赢固定租金的话，就是在合同设计上以固定租金作为成本压力激励运营商实现更高的销售规模。

由于不同运营商和不同标段的基础运营成本都不同，毛利率也不一定一致，此处仅考虑租金变化的影响，进行敏感性分析，在同样以 60 亿销售额计算新合同下有效租金率要高于旧合同，也代表新合同对应销售额规模要求更高（否则也没有新设计合同的意义）。在上海机场整体线下免税销售额达到 90 亿以上的规模时，新合同的有效租金率才会开始追平并低于旧合同。

表 4：新旧合同对应不同的机场免税店销售收入的有效租金率对比

	收入(亿元)	租金(亿元)	有效租金率
新合同	60	16.6	28%
	70	18.2	26%
	80	19.7	25%
	90	21.3	24%
	100	22.9	23%
旧合同	60	14.4	24%

资料来源：各公司公告，中信建投

考虑到 2018-2019 年估计线下有 120-140 亿的免税销售额，当时的日上免税行基本做到了大部分香化品类全球全渠道最低价且当时没有国内激烈的电商平台竞争。现阶段新合同下的免税运营商需要体现出充分的产品价格优势才能实现较好的销售效果。另外，10 月底财政部《完善免税店政策支持提振消费的通知》中重点提及的支持国产商品进入免税店，如果运营商能够打视同出口退税环节，并且积极引进具有硬通货属性的国货（比如华为手机、大疆无人机、泡泡玛特等全渠道价盘坚挺的商品）进驻，则可能在提成租金上结构性占优。

对于中国中免，之前通过日上上海经营浦东 T1+S1，浦东 T2+S2、虹桥 T1 三个标段均为 51% 的权益，现在如果新合同敲定后，将变为经营浦东 T2+S2、虹桥 T1 两个标段均为 100% 的权益，也就是收入端减少 T1+S1 收入，但获得了 T2+S2 及虹桥 T1 剩余 49% 的股东权益。考虑到新合同的租金率在目前销售体量下会略高一些，需要积极提升收入规模和引进新品类，并且在后续抓紧筹备市内免税店的运作。

投资建议：新合同同意在充分激烈运营商展现供应链能力，由于租赁合同尚具未完全敲定，我们维持公司 2025~2027 年预测为归母净利润 41.49 亿元、51.90 亿元、63.48 亿元，当前股价对应 PE 分别为 40X、32X、26X，维持“增持”评级。

表 5：重要财务指标

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540.10	56,473.85	53,508.26	58,429.01	64,448.98
YoY(%)	24.08	-16.38	-5.25	9.20	10.30
净利润(百万元)	6,713.69	4,267.11	4,149.16	5,189.79	6,348.02
YoY(%)	33.46	-36.44	-2.76	25.08	22.32
毛利率(%)	31.82	32.03	32.84	33.35	33.53
净利率(%)	9.94	7.56	7.75	8.88	9.85
ROE(%)	12.47	7.74	7.26	8.68	10.09
EPS(摊薄/元)	3.25	2.06	2.01	2.51	3.07
P/E(倍)	24.41	38.40	39.49	31.57	25.81
P/B(倍)	3.04	2.97	2.87	2.74	2.60

资料来源：iFinD，中信建投证券

风险分析

- 1、日上上海由于未参与此次招投标，后续没有运营实体，可能导致其经营停止，连带目前线上直邮业务的暂停，可能对于公司所持有的日上上海部分存在存续的不确定性；
- 2、此次招投标，上海机场 26 年来首次引进除日上以外的外资机构参与并且获取经营标段，虽然航站楼之间不存在直接竞争关系，但也对于外资是否能够进入中国免税市场构成预期影响。
- 3、海南市场竞争变化：公司众多项目与海南自贸港的发展相关，海南商业环境得到快速提升，若海南市场竞争格局产生重大变化，则或会对公司经营产生风险。
- 4、整体消费环境：若整体消费力不足，离岛免税渗透率及客单价较难提升，长期消费回流空间有限，则可能影响长期收入和业绩。

分析师介绍

刘乐文

社服商贸行业首席分析师。本科毕业于西安交通大学，研究生毕业于美国约翰霍普金斯大学，从事商社行业研究数年，对于美容护理、珠宝时尚、餐饮酒店、零售贸易等行业拥有深度研究见解和丰富行业积累，曾获得水晶球社会服务行业最佳分析师第一名，新财富最佳海外研究第五名，新浪最佳分析师等评选。

陈如练

社服商贸行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018年加入中信建投证券研究发展部，曾有2年国有资本风险投资经验。目前专注于餐饮、酒店、博彩、跨境电商、免税、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020、2024年Wind金牌分析师团队成员，2019、2022、2024年新浪金麒麟最佳分析师团队成员，2024年新财富海外研究第五名团队成员。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6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指数作为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数作为基准；美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15% 以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15% 以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10% 以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10% 以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：（i）以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，结论不受任何第三方的授意或影响。（ii）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到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构（以下合称“中信建投”）制作，由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国（仅为本报告目的，不包括香港、澳门、台湾）提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由中信建投（国际）证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础，不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料，但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断，该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更，亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件，而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策，中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保，亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内，中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益，也可能在过去 12 个月、目前或者将来为本报告中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点，分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系，分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容，亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有，违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京

朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼 18 层

层

电话：（8610） 56135088

联系人：李祉瑶

邮箱：lizhiyao@csc.com.cn

上海

上海浦东新区浦东南路 528 号南

塔 2103 室

电话：（8621） 6882-1600

联系人：翁起帆

邮箱：wengqifan@csc.com.cn

深圳

福田区福中三路与鹏程一路交

汇处广电金融中心 35 楼

电话：（86755） 8252-1369

联系人：曹莹

邮箱：caoying@csc.com.cn

中信建投（国际）

香港

中环交易广场 2 期 18 楼

电话：（852） 3465-5600

联系人：刘泓麟

邮箱：charleneliu@csci.hk