

2025 年 12 月 18 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(A 股)

82

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2025/12/18)	76.50
上证指数(2025/12/18)	3876.37
股价 12 个月高/低	93.5/53.64
总发行股数(百万)	2068.86
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	1556.51
主要股东	中国旅游集团 有限公司 (50.30%)
每股净值(元)	26.66
股价/账面净值	2.99
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-2.9 8.1 14.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-12-18	76.07	区间操作
2025-01-17	61.60	买进
2024-10-16	69.03	区间操作
2024-07-15	67.75	买进
2024-04-09	81.87	买进

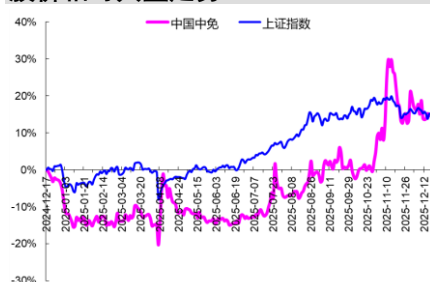
产品组合

商品贸易	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

股价相对大盘走势



中国中免 (601888.SH)

TRADING BUY 区间操作

上海机场免税店招标落地，关注市内免税店推进

事件概要：

公司公告中标上海浦东机场 T2 航站楼及 S2 卫星厅国际区域进出境免税店（下简称“标段二”）及上海虹桥机场 T1 国际区域进出境免税店（下简称“标段三”）。免税项目运营期限为 5+3 年，即 2026 年 1 月 1 日至 2033 年 12 月 31 日，2030 年底第一段合约通过考核后执行第二段合约。

此外，项目运营主体为中免集团及上海机场的合资公司，其中，中免持股 51%，上海机场持股 49%。

点评与建议：

- 投标要求限制，公司在浦东机场经营范围缩小。本次招投标以中免集团为主体，招标要求限制下，持股子公司日上（上海）未参与投标。另一方面，受投标要求限制（标段一和标段二不可兼得），公司失去浦东 T1+S1 免税店经营权，预估公司在浦东机场收入将受一定影响。
- 新一轮合同下免税店运营成本或将下降。根据新一轮合同规定，免税店费用标准为月实收费用=月固定费用+Σ（各品类月销售额×各品类提成比例）。其中，两标段合计月固定费用为 3674.4 万，标段二各品类提成比例为 8%-24%；标段三各品类提成比例为 8%-22%。此外，2027 年起固定费用在基准年（2026 年）基础上，依据一定客流量比例调整。上一轮协议中，各品类提成比例为 18%-36%，新合同提成比例显著下降，此外新合同约定建立销售激励机制，年人均消费超过目标值一定比例予以阶梯奖励返还，并鼓励引进新品及优质国产商品，预计免税店运营成本有望下降，且产品品类将有扩容。
- 我们认为上海机场新一轮合约对公司影响偏中性：一方面，尽管浦东经营范围收缩将影响收入，但业绩影响有限（2024 年、2025 年日上（上海）占公司营收和净利润比重分别为 25%左右和 12%左右），叠加提成比例下降和销售激励机制的存在，利润端影响小于收入端；另一方面，10 月 30 日的免税新政策支持口岸出境、进境免税店及市内免税店提供网上预订服务等，依托公司过去几年对中后台和会员系统的整合，线上预订将一定程度弥补浦东经营范围收缩的影响；此外，政策支持国产商品进入免税店，公司近来也加大了与国产品牌的合作，具有一定优势。
- 9-10 月离岛免税销售额分别同比增 3%、13%，中国网资料显示 11 月离岛免税购物金额同比增 27%，海南旺季和离岛免税品类扩充将为公司今年 Q4 和明年 Q1 的业绩形成有力支撑。此外，12 月 18 日海南正式封关，预计未来海南地区政策扶持下离岛免税仍有较大增长空间。
- 考虑北京机场招标尚未结束，离岛免税回暖和上海新一轮招标影响较小，暂维持盈利预测，预计 2025-2027 年将分别实现净利润 37.2 亿、38.9 亿和 42.7 亿，分别同比下降 13%、增 4.6%和增 9.8%，EPS 分别为 1.80 元、1.88 元和 2.06 元，当前股价对应 A 股 PE 分别为 43 倍、41 倍和 38 倍，维持“区间操作”的投资建议。
- 风险提示：国际客流恢复不及预期，采购成本超预期，离岛免税恢复不及预期

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	5030	6714	4267	3715	3887	4270
同比增减	%	-47.89	33.46	-36.44	-12.95	4.64	9.84
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.43	3.25	2.06	1.80	1.88	2.06
同比增减	%	-50.82	33.46	-36.44	-12.95	4.64	9.84
A 股市盈率(P/E)	X	32	24	38	43	41	38
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	1.65	1.05	1.17	1.22	1.34
股息率 (Yield)	%	0.10	2.12	1.35	1.50	1.57	1.73

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入	54433	67540	56474	54998	59449	63436
经营成本	38982	46049	38385	37344	40247	42819
营业税金及附加	1215	1644	1268	1265	1367	1459
销售费用	4032	9421	9063	9333	10752	11473
管理费用	2209	2208	1989	1961	2120	2262
财务费用	220	-869	-923	-898	-970	-1035
资产减值损失	-591	-638	-742	-659	-657	-674
投资收益	162	87	64	-10	76	54
营业利润	7619	8677	6178	5466	5463	5917
营业外收入	13	11	9	13	10	-22
营业外支出	15	43	39	74	9	7
利润总额	7617	8646	6148	5405	5464	5887
所得税	1429	1379	1286	1162	1185	1256
少数股东损益	1158	553	595	529	392	362
归属于母公司所有者的净利润	5030	6714	4267	3715	3887	4270

附二：合并资产负债表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	26892	31838	34817	33717	34312	35581
应收账款	151	139	67	87	104	119
存货	27926	21057	17348	19951	22943	26385
流动资产合计	57205	58456	55960	59598	62578	65394
长期股权投资	1970	2200	3670	4404	5064	5571
固定资产	5434	6292	6088	7002	7702	8318
在建工程	1852	1067	972	1021	970	921
非流动资产合计	18702	20414	20300	22330	24116	25804
资产总计	75908	78869	76260	81928	86694	91198
流动负债合计	17480	15329	10969	13014	14689	16621
非流动负债合计	4300	4359	4343	6080	7296	8026
负债合计	21780	19688	15312	19094	21985	24647
少数股东权益	5554	5348	5852	6437	6952	7299
股东权益合计	48573	53834	55097	56397	57757	59252
负债及股东权益合计	75908	78869	76260	81928	86694	91198

附三：合并现金流量表

百万元	2022	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动产生的现金流量净额	-3415	15126	7939	4400	7134	8247
投资活动产生的现金流量净额	-3807	-4716	-454	-1650	-1783	-1269
筹资活动产生的现金流量净额	15455	-4628	-4367	-3850	-4756	-5709
现金及现金等价物净增加额	9106	5990	3021	-1100	594	1269

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务，不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不在此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。