

2025年12月22日
赵旭东
H70556@capital.com.tw
目标价(元)
40
公司基本信息

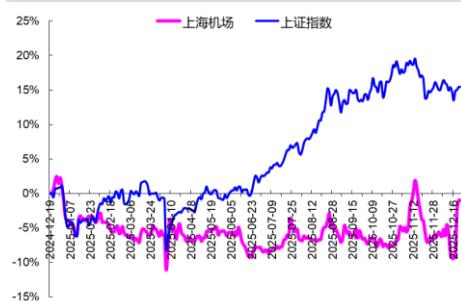
产业别	交通运输
A 股价(2025/12/19)	33.57
上证指数(2025/12/19)	3890.45
股价 12 个月高/低	34.97/29.21
总发行股数(百万)	2488.31
A 股数(百万)	2046.28
A 市值(亿元)	686.94
主要股东	上海机场(集团)有限公司 (58.38%)
每股净值(元)	16.90
股价/账面净值	1.99
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	4.9 6.0 -1.0

近期评等
出刊日期 前日收盘 评等
产品组合

非航空性收入	54.1%
航空及相关服务	45.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	10.2%
一般法人	49.7%

股价相对大盘走势

上海机场(600009.SH)
买进 (Buy)
新免税招标落地，公司免税业务将迎来新局面
事件：

近期，公司公示免税标段投标结果，①杜福睿中标浦东机场T1 + S1卫星厅国际区域场地（“标段一”），免税项目运营期限为3+5年，即2026年1月1日至2028年12月31日，2028年底第一段合约通过考核后执行第二段合约。②中免集团中标浦东机场T2 + S2（“标段二”）以及虹桥机场T1（“标段三”），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，公司分别投资9800万元与杜福睿、中免成立合资公司，由合资公司运营免税店项目。公司在2家合资免税经营公司中各占股49%。

点评：

- **公司引入外资免税商，良性竞争助力机场免税价值修复：**根据中标结果，上海机场免税商由此前的日上独家变更为杜福睿（全球最大免税商）、中免（国内最大免税商）两家运营。我们认为，本次招标一方面打破了独家经营的模式，免税商的竞争意识或将增强，有利于提高机场免税业务的竞争力；另一方面，杜福睿作为全球最大免税商，在全球70多个国家运营超5100个销售点，在全球供应链资源、运营经验、议价能力等方面均有优势，有望提升多元化购物体验，从而提高公司口岸免税业务的价值。
- **免税业务以“保底租金+低提成模式”运行，实现“旱涝保收”：**根据新一轮合同，免税店费用标准实收费用=固定费用+ Σ （各品类销售额×各品类提成比例），具体来看，三标段合计年固定费用约7.6亿元/年，浦东、虹桥各品类提成比例分别为8%-24%、8%-22%，并设立销售激励机制，若超过年度人均消费水平一定比例，超出部分的提成按阶梯奖励返还。从提成比例来看，对比上一轮合同，公司提成从18%-36%下降至8%-24%左右，但通过品类扩充与运营效率提升，机场仍能分享增长红利，并且固定费用也将弥补扣点降幅带来的影响。我们认为，新合同的要点在于改变了原先单一的提成模式，重构为“月保底租金+品类提成”双轨制。该模式在激励免税商以摊薄固定费用的同时，帮助公司实现“旱涝保收”，控制经营风险。

- **公司与免税商设立合资公司，分享免税利润成果：**根据公司公告，公司分别投资9800万元与杜福睿、中免成立合资公司，由合资公司运营免税店项目。公司在2家合资免税经营公司中各占股49%，既获得免税合同收入，又享受对应的投资收益，实现对机场国际口岸的流量价值与免税运营效益的深度绑定。对比此前和日上的合作，公司间接持有日上上海

15.68%股权，本次公司将在合资公司中持股49%，话语权、利润分配权也得到进一步扩大。

- **公司利润快速增长，免税业务增长空间值得期待：**2025年前三季度公司实现收入97.1亿元，YOY+5.7%；扣非后归母净利润录得16.1亿元，YOY+36.3%，主要是因为客流量持续稳步回升、成本控制效果较好。免税业务方面，前三季度实现收入9.4亿元，YOY+3.0%，恢复情况弱于国际客流（前三季YOY+22.2%），我们认为是受电商等渠道影响，机场免税的品类、价格优势有所削弱。随着杜福睿、中免两位供应链资源更强的免税商引入，公司机场免税的品类、价格优势将得到增强，海内外游客的消费兴趣有望上升。此外，免签政策推动大量外国游客入境，前三季度上海累计接待入境游客达632.6万人次，同比增幅高达37.1%，消费潜力亟需挖掘。公司表示将积极引入老字号、文创、非遗等中华传统文化的特色产品，提升免税店吸引力，实现境外旅客流量变现。
- **盈利预测及投资建议：**预计2025-2027年公司实现净利润22、30、30亿元，同比分别+14%、+37%、+0.2%，其中2026年增速较快，主因我们预估约4亿元政府补偿款将于2026年上半年到账。EPS分别为0.9、1.2、1.2元，当前A股价对应PE分别为38、28、28倍。我们认为新免税合同将提高机场渠道免税价值，对此给予公司“买进”的建议。
- **风险提示：**需求恢复不及预期、地缘政治冲突、免税业务恢复不及预期

年度截止12月31日		2023	2024	2025F	2026F	2027F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	934	1934	2208	3028	3036
同比增减	%	—	107.05	14.17	37.15	0.24
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.38	0.78	0.89	1.22	1.22
同比增减	%	—	105.26	13.75	37.15	0.24
A股市盈率(P/E)	X	88.34	43.04	37.83	27.59	27.52
股利 (DPS)	RMB 元	0.12	0.40	0.44	0.61	0.61
股息率 (Yield)	%	0.36	1.19	1.32	1.81	1.82

【投资评级说明】

评级	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq \text{潜在上涨空间} < 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq \text{潜在上涨空间} < 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评级 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	2023	2024	2025F	2026F	2027F
营业收入	11047	12369	13040	14017	14642
经营成本	9223	9656	9685	9851	10020
营业税金及附加	248	278	295	308	322
销售费用			0	0	0
管理费用	564	736	661	699	725
财务费用	423	467	423	421	439
资产减值损失	-4	-5	0	-2	-1
投资收益	661	800	949	983	1036
营业利润	1378	2718	3116	4193	4109
营业外收入	13	3	37	17	19
营业外支出	3	6	5	5	5
利润总额	1388	2715	3147	4206	4123
所得税	199	490	611	886	783
少数股东损益	255	291	329	292	304
归属于母公司所有者的净利润	934	1934	2208	3028	3036

附二：合并资产负债表

百万元	2023	2024	2025F	2026F	2027F
货币资金	14615	14853	16630	17016	16675
应收帐款	2590	2338	2455	2553	2655
存货	48	43	51	60	71
流动资产合计	17726	19850	20842	21467	22111
长期投资净额	4328	4414	4591	4774	4965
固定资产合计	24121	24150	23426	21786	22875
在建工程	1929	1057	1216	1155	1097
无形资产	51754	50197	49695	50192	50693
资产总计	69481	70046	70537	71659	72805
流动负债合计	9652	9434	8963	8694	8433
长期负债合计	17802	17082	16569	16072	15590
负债合计	27454	26516	25532	24766	24023
少数股东权益	1485	1877	1970	2069	2172
股东权益合计	40542	41654	43034	44824	46610
负债和股东权益总计	69481	70046	70537	71659	72805

附三：合并现金流量表

会计年度 (百万元)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
经营活动产生的现金流量净额	4020	5531	4764	5608	5732
投资活动产生的现金流量净额	-2641	-2919	129	-1483	-2223
筹资活动产生的现金流量净额	-638	-2397	-3116	-3739	-3851
现金及现金等价物净增加额	739	220	1777	386	-341

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)有限公司相信用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审审计。群益证券(香港)有限公司.不对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)有限公司及其任何之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。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证;@持意见或立场，或会买进，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;@。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。