

公司研究 | 点评报告 | 中国中免 (601888.SH)

中国中免中标上海机场免税项目, 深化利益绑定

报告要点

近期, 中免集团中标上海浦东国际机场 (T2+S2 标段) 和上海虹桥国际机场 (T1 标段) 的进出境免税店项目。我们认为, 其影响主要有三: 1) 合资经营, 利益绑定, 共享行业发展红利; 2) 保底+提成收费模式, 提成比例理性化, 经营主体盈利能力可期; 3) 建立销售激励机制, 提高竞争力。展望后市, 中国中免是我国免税行业领军企业, 经过 40 年的发展, 已经积累了渠道、规模、精细化运营管理、品牌等多维度的核心竞争优势。伴随海南离岛免税销售额同比企稳回升, 机场口岸等销售额有望继续随着出境游人次增加而增长, 维持“买入”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013

中国中免 (601888.SH)

2025-12-22

中国中免中标上海机场免税项目，深化利益绑定

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

中国中免全资子公司中免集团近期收到上海机场发出的《中标通知书》，确认中标上海浦东国际机场（T2 航站楼及 S2 卫星厅国际区域场地）和上海虹桥国际机场（T1 航站楼国际区域场地）的进出境免税店项目，并签署了相关经营权转让合同。

中免集团（出资 1.02 亿元，持股 51%）将与上海机场（持股 49%）共同投资设立免税合资公司作为运营载体。标的资产为上海浦东国际机场（T2 航站楼及 S2 卫星厅国际区域），面积共计 9,630.98 平方米。上海虹桥国际机场（T1 航站楼国际区域），面积共计 2,470.55 平方米。

经营转让期限采取“5+3”模式，自 2026 年 1 月 1 日起至 2033 年 12 月 31 日止。第一阶段 5 年，考核通过后续约 3 年。收费模式采用“月固定费用+月实际销售额提成”的模式。浦东机场（T2/S2 标段）：月固定费用 3,090 元/m²/月，品类提成比例 8%-24%。虹桥机场（T1 标段）：月固定费用 2,827 元/m²/月，品类提成比例 8%-22%。

在经营期内，年固定费用在基准年（2026 年）固定费用的基础上，按照如下公式进行调整：单个计费年度实际年固定费用=基准年固定费用×（1+a），其中，a 应当根据单个计费年度国际及港澳台进出港客流量与 2024 年的差异率（“X”，X=（单个计费年度实际年进出港客流量÷2024 年进出港客流量-1））进行取值；视 X 浮动范围，a 在-20%至 20%区间进行调整。

事件评论

- **合资经营，利益绑定，共享行业发展红利。**此前中免通过控股日上经营机场（中免持股 51%，上海机场持股 16%）来运营上海机场免税店，新模式下，上海机场持股比例从 16% 提升至 49%，实现利益高度绑定，有利于共同做大 GMV。
- **保底+提成收费模式，提成比例理性化，经营主体盈利能力可期。**新收费模式下，浦东机场 T2+S2 年度保底金额约为 3.57 亿元/年、虹桥机场约为 0.84 亿元/年，合计保底金额为 4.41 亿元/年。假设上海机场销售额恢复至 2019 年 150 亿元左右，叠加提成比例中枢 16%，则对应综合扣点率约 21%。
- **建立销售激励机制，提高竞争力。**此次合约鼓励引入有竞争力的新品、老字号及非遗产品。按年度考核，年度人均消费水平超过目标值的一定比例及以上，则超出部分的销售额计提提成按阶梯奖励返还。毛利率低于其对应的品类提成比例最高值的商品，经同意其销售提成按各单品毛利额的一定比例另行计算，极大释放了中免在商品结构调整上的灵活空间。
- **展望后市，中国中免是我国免税行业领军企业，经过 40 年的发展，已经积累了渠道、规模、精细化运营管理、品牌等多维度的核心竞争优势。**海南离岛免税销售额同比企稳回升，机场口岸等销售额有望继续随着出境游人次增加而增长，预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 36.9/42.7/49.7 亿元，对应当前股价的 PE 分别为 46/40/34X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、机场口岸店客流和销售额增长不及预期；
- 2、海南旅游客流及消费意愿恢复不及预期；
- 3、与上游品牌商采购议价能力提升不及预期；
- 4、机场口岸租金协议重新调整导致租金上浮。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	82.81
总股本(万股)	206,886
流通A股/B股(万股)	195,248/0
每股净资产(元)	26.91
近12月最高/最低价(元)	93.80/54.75

注：股价为 2025 年 12 月 19 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《2025 年三季报点评：收入降幅收窄，期待新政效果》2025-11-15
- 《2025 中报业绩点评：海南省占提升，盈利能力稳健》2025-08-31
- 《2025 年一季报点评：经营向好，行稳致远》2025-05-09


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、机场口岸店客流和销售额增长不及预期：上海机场及首都机场客流因航线、签证等环节限制而增长不及预期，如若未来限制因素无法高水平消解，口岸店潜在的购买客群数量萎缩，销售额或不及预期。
- 2、海南旅游客流及消费意愿恢复不及预期：海南离岛免税销售表现不及预期与进岛旅客购物意愿低，客单价回落有关；未来若海南吸引客流能力无法提升，海南客流增长不振，或入岛消费者购买意愿持续走低，离岛免税店增长仍将面临压力，影响业绩。
- 3、与上游品牌商采购议价能力提升不及预期：中免作为中高端商品特许经营渠道，通过直接与品牌采购，节约中间流通环节，获取较高的毛利率水平，如果后续与品牌商协商采购的过程中，无法保持较高的议价能力，或将有损公司盈利能力。
- 4、机场口岸租金协议重新调整导致租金上浮：中免旗下机场口岸门店，多通过竞标、中标等形式获取门店经营权，运营过程中，需要给机场等物业方缴纳保底或提成形式的租金，通常以协议形式约定，若协议条款调整，导致租金水平上浮，将减弱公司利润水平。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2024A	2025E	2026E	2027E		2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56474	54832	56007	62341	货币资金	34817	32518	37067	40894
营业成本	38385	37560	38365	42703	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	18089	17272	17642	19637	应收账款	67	125	128	142
%营业收入	32%	32%	32%	32%	存货	17348	23603	23668	25996
营业税金及附加	1268	1278	1305	1453	预付账款	839	1380	1410	1569
%营业收入	2%	2%	2%	2%	其他流动资产	2889	4632	5736	6989
销售费用	9063	8773	8681	9507	流动资产合计	55960	62259	68009	75590
%营业收入	16%	16%	16%	15%	长期股权投资	3670	3628	3587	3546
管理费用	1989	1822	1469	1573	投资性房地产	1429	1366	1345	1302
%营业收入	4%	3%	3%	3%	固定资产合计	6088	5954	5813	5661
研发费用	20	93	95	88	无形资产	1940	1885	1828	1771
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	823	823	823	823
财务费用	-923	-279	-255	-300	递延所得税资产	1204	1127	1127	1127
%营业收入	-2%	-1%	0%	0%	其他非流动资产	5146	4257	3348	2430
加：资产减值损失	-742	-450	-450	-450	资产总计	76260	81299	85880	92249
信用减值损失	3	0	0	0	短期贷款	233	233	233	234
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	4685	4909	5015	5582
投资收益	64	-71	56	62	预收账款	12	23	24	26
营业利润	6178	5283	6121	7116	应付职工薪酬	741	773	789	878
%营业收入	11%	10%	11%	11%	应交税费	1488	1903	1943	2163
营业外收支	-30	-33	-43	-43	其他流动负债	3811	5030	5143	5629
利润总额	6148	5250	6078	7073	流动负债合计	10969	12871	13147	14512
%营业收入	11%	10%	11%	11%	长期借款	2567	2572	2577	2582
所得税费用	1286	1050	1216	1415	应付债券	0	0	0	0
净利润	4862	4200	4863	5659	递延所得税负债	37	34	34	34
归属于母公司所有者的净利润	4267	3686	4267	4966	其他非流动负债	1739	1749	1785	1822
少数股东损益	595	514	595	693	负债合计	15312	17226	17543	18950
EPS (元)	2.06	1.78	2.06	2.40	归属于母公司所有者权益	55097	57708	61376	65645
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	5852	6366	6961	7653
	2024A	2025E	2026E	2027E	股东权益	60948	64073	68337	73299
经营活动现金流净额	7939	-987	5457	4821	负债及股东权益	76260	81299	85880	92249
取得投资收益收回现金	30	-71	56	62	基本指标				
长期股权投资	-1470	41	41	41		2024A	2025E	2026E	2027E
资本性支出	-1118	-212	-260	-254	每股收益	2.06	1.78	2.06	2.40
其他	2104	-112	-118	-118	每股经营现金流	3.84	-0.48	2.64	2.33
投资活动现金流净额	-454	-353	-281	-269	市盈率	32.49	46.48	40.15	34.50
债券融资	0	0	0	0	市净率	2.52	2.97	2.79	2.61
股权融资	16	0	0	0	EV/EBITDA	16.24	22.14	19.02	16.30
银行贷款增加 (减少)	64	5	5	5	总资产收益率	6.3%	5.3%	5.8%	6.4%
筹资成本	-3556	-587	-669	-767	净资产收益率	7.7%	6.4%	7.0%	7.6%
其他	-890	-107	36	36	净利率	7.6%	6.7%	7.6%	8.0%
筹资活动现金流净额	-4367	-689	-627	-726	资产负债率	20.1%	21.2%	20.4%	20.5%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	3118	-2029	4549	3827	总资产周转率	0.73	0.70	0.67	0.70

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430023)

北京

Add /朝阳区景辉街 16 号院 1 号楼泰康集团大厦 23 层
P.C / (100020)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江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，经营证券业务许可证编号为：10060000。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的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。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的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。