

## 上海机场 (600009.SH)

## 中免和杜福睿入驻上海机场, 收费模式优化有望提升盈利能力

上海机场正式引入中免与杜福睿双运营商, 2026 年起实施“固定租金+销售提成+49%合资公司分红”新免税协议, 有望激发运营商积极性, 长期提升免税业务竞争力, 增强非航收益稳定性与增长弹性。

□ **事件:** 2025 年 12 月 17 日, 上海机场发布关于签订免税店项目经营权转让合同的公告, 瑞士免税运营商杜福睿 (Dufry) 获得浦东机场 T1 航站楼及 S1 卫星厅国际区域的免税店经营权, 合同期为“3+5”年; 中免则获得浦东 T2 航站楼及 S2 卫星厅国际区域以及虹桥机场免税店的对应权益, 合同期采用“5+3”年结构。

□ **新免税协议下, 机场免税收益稳中有升。** 本次免税项目的收费模式均为: 机场实收费用=固定费用+ $\Sigma$ (各品类销售额 $\times$ 各品类提成比例)。月固定费用按各区域租金单价及面积测算, 经测算 2026 年全年固定费用约 7.6 亿元, 并可根据国际及地区客流较 2024 年变化在 $\pm 20\%$ 内浮动; 相较此前的扣点模式, 新协议中扣点比例下降, 浦东及虹桥机场销售提成比例分别为 8%至 24%、8%至 22%不等 (此前为 18%至 36%不等)。静态测算下, 新模式实现机场收入稳定性和实现免税收入双升, 即使按照最低的 8%扣点计算, 机场收入较原模式下基本持平略有提升; 若根据全年销售额 75 亿元和综合提成率 10%测算, 预计贡献提成收入约 7.5 亿元, 机场免税收入合计约 15 亿元, 较 2024 年的 12.1 亿和 2025 年预计的 12.5 亿分别增加 2.9、2.5 亿元。与原模式下按约 20%综合扣点率计算的 14.5-15 亿元收入相比, 新协议下机场免税收益有所提升。

□ **49%参股双平台, 合资模式提升投资收益。** 公司计划以自有资金分别出资不超过 9,800 万元, 与杜福睿和中免设立两家免税合资公司, 持股比例均为 49%。若参考日上上海 2025 年上半年约 5%的净利润率, 在 75 亿元年化营收及 49%持股比例假设下, 公司可实现投资收益约 1.8 亿元, 较 2025 年上半年来自日上上海的 0.5 亿元投资收益 (年化约 1.0 亿元) 明显增厚。

□ **新机制驱动运营提质, 免税竞争力与收益双升。** 本次招标系浦东机场首次引入两家差异化免税运营商, 并配套设置销售激励与经营考核机制。根据公告, 年度人均消费若超目标值一定比例, 超出部分可享阶梯提成奖励; 低毛利高引流商品经审核后可按单品毛利单独计提。经营期考核则涵盖运营与经营两大维度, 任一未达标即可能终止合同, 而人均消费达标即视为通过。该新机制有望激发运营商积极性, 推动中免与杜福睿良性竞争, 长期提升免税业务竞争力, 并为机场带来更可持续及弹性的非航收益增长。

□ **投资建议:** 当前阶段, 机场国际航线需求持续旺盛、出入境客流快速恢复, 叠加免税新协议“固定租金+销售提成+合资公司分红”多元收益机制的落地, 公司非航收入弹性显著增强。我们预计 2025-2027 年归母净利润分别为 21/26/29 亿元, 对应 PE 估值 39/32/28 倍。长期看, 上海机场区位优势显著, 作为我国最重要的国际枢纽之一, 依托强劲的国际客流基础与更具激励性的免税合作模式, 有望充分释放商业潜力, 推动非航业务迈入高质量增长新周期、机场盈利持续增长。维持公司“增持”评级。

□ **风险提示:** 宏观经济下行风险; 免税消费不及预期; 国际客流不及预期。

## 增持 (维持)

周期/交通运输

目标估值: NA

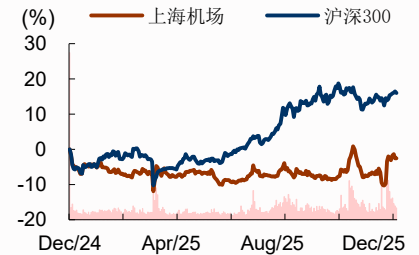
当前股价: 33.39 元

## 基础数据

总股本 (百万股)	2488
已上市流通股 (百万股)	2046
总市值 (十亿元)	83.1
流通市值 (十亿元)	68.3
每股净资产 (MRQ)	16.9
ROE (TTM)	5.6
资产负债率	36.9%
主要股东	上海机场(集团)有限公司
主要股东持股比例	58.38%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	7	-4
相对表现	3	-11	-21



资料来源: 公司数据、招商证券

## 相关报告

- 《上海机场 (600009) —Q3 业绩同比平稳增长, 免税业务修复仍需时间》2024-11-03
- 《上海机场 (600009) —24H1 业绩大幅同比增长, 免税修复仍需时间》2024-08-20
- 《上海机场 (600009) —23 年业绩稳步修复, 关注 24 年免税业务弹性恢复》2024-03-04

王春环 S1090524060003  
wangchunhuan@cmschina.com.cn

孙修远 S1090524070005  
sunxiuyuan@cmschina.com.cn

肖欣晨 S1090522010001  
xiaoxinchen@cmschina.com.cn

刘若琮 S1090524110003  
liuruocong@cmschina.com.cn

张瑜玲 S1090525060006  
zhangyuling2@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	11047	12369	13740	14279	14961
同比增长	102%	12%	11%	4%	5%
营业利润(百万元)	1378	2718	2988	3593	4114
同比增长	-135%	97%	10%	20%	15%
归母净利润(百万元)	934	1934	2129	2563	2927
同比增长	-131%	107%	10%	20%	14%
每股收益(元)	0.38	0.78	0.86	1.03	1.18
PE	89.0	43.0	39.0	32.4	28.4
PB	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8

资料来源：公司数据、招商证券

表 1: 新协议下浦东及虹桥机场免税项目中标情况及收费结构

区域	面积(m <sup>2</sup> )	中标方	月固定费用 (单价,元/m <sup>2</sup> /月)	年化费用 (亿元)	各品类提成比例	经营权转让期限
T1 航站楼及 S1 卫星厅国际区域场地	8465.7	杜福睿	3141	3.19	8%-24%	3+5 年
T2 航站楼及 S2 卫星厅国际区域场地	9630.98	中免	3090	3.57	8%-24%	5+3 年
上海虹桥国际机场的进出境免税店	2470.55	中免	2827	0.84	8%-22%	5+3 年
<b>合计</b>	<b>20567.23</b>			<b>7.60</b>		

资料来源: 公司公告、招商证券

注: 单个计费年度实际年固定费用=基准年(2026 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。

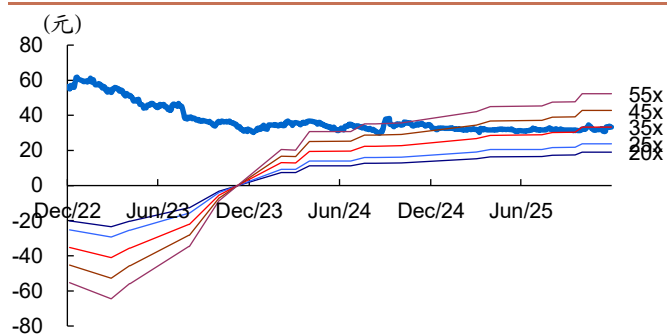
表 2: 2026 年新协议下公式免税收入的敏感性分析

平均扣点 (%)	销售额 (亿元)			
	65	70	75	80
<b>2026E 提成收入 (亿元)</b>				
8%	5.2	5.6	6	6.4
10%	6.5	7	7.5	8
12%	7.8	8.4	9	9.6
16%	10.4	11.2	12	12.8
24%	15.6	16.8	18	19.2
<b>2026E 免税收入 (亿元)</b>				
8%	13	13	14	14
10%	14	15	15	16
12%	15	16	17	17
16%	18	19	20	20
24%	23	24	26	27
<b>2026E 免税收入同比增厚 (亿元)</b>				
8%	0.24	0.64	1.04	1.44
10%	1.54	2.04	2.54	3.04
12%	2.84	3.44	4.04	4.64
16%	5.44	6.24	7.04	7.84
24%	10.64	11.84	13.04	14.24

资料来源: 公司公告、招商证券

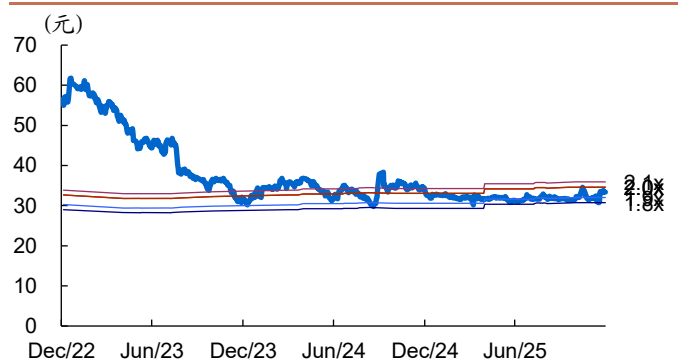
注: 2026E 免税收入 = 年化固定费用 + 提成收入; 同比基数为 2025E 预计免税收入。

图 1: 上海机场历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 2: 上海机场历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>流动资产</b>	17726	19850	19332	21337	23555
现金	14615	14853	14044	15935	18007
交易性投资	407	2334	2334	2334	2334
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	2590	2338	2597	2699	2828
其它应收款	32	243	270	281	294
存货	48	43	45	46	47
其他	33	39	42	43	44
<b>非流动资产</b>	51754	50197	50128	50073	50027
长期股权投资	4328	4414	4414	4414	4414
固定资产	24121	24150	24177	24202	24226
无形资产商誉	471	474	427	384	346
其他	22834	21158	21110	21072	21041
<b>资产总计</b>	<b>69481</b>	<b>70046</b>	<b>69461</b>	<b>71409</b>	<b>73582</b>
<b>流动负债</b>	9652	9434	7669	7734	7820
短期借款	1200	700	0	0	0
应付账款	1408	1821	1897	1926	1965
预收账款	292	256	266	270	276
其他	6752	6658	5506	5537	5579
<b>长期负债</b>	17802	17082	17082	17082	17082
长期借款	0	0	0	0	0
其他	17802	17082	17082	17082	17082
<b>负债合计</b>	<b>27454</b>	<b>26516</b>	<b>24751</b>	<b>24815</b>	<b>24901</b>
股本	2488	2488	2488	2488	2488
资本公积金	16504	16229	16229	16229	16229
留存收益	21549	22936	23795	25294	26939
少数股东权益	1485	1877	2197	2583	3023
归属于母公司所有者权益	40542	41654	42513	44012	45657
<b>负债及权益合计</b>	<b>69481</b>	<b>70046</b>	<b>69461</b>	<b>71409</b>	<b>73582</b>

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>经营活动现金流</b>	4020	5531	3606	3900	4198
净利润	1189	2225	2449	2948	3368
折旧摊销	1698	1825	1727	1714	1704
财务费用	758	723	481	447	425
投资收益	(661)	(800)	(926)	(1160)	(1240)
营运资金变动	998	1235	(124)	(50)	(59)
其它	38	321	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	(2641)	(2919)	(732)	(499)	(419)
资本支出	(1244)	(1958)	(1658)	(1658)	(1658)
其他投资	(1397)	(961)	926	1160	1240
<b>筹资活动现金流</b>	(638)	(2397)	(3682)	(1511)	(1706)
借款变动	226	(387)	(1933)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	(275)	0	0	0
股利分配	0	(548)	(1269)	(1064)	(1281)
其他	(864)	(1187)	(481)	(447)	(425)
<b>现金净增加额</b>	<b>741</b>	<b>215</b>	<b>(808)</b>	<b>1890</b>	<b>2073</b>

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>营业总收入</b>	11047	12369	13740	14279	14961
营业成本	9223	9656	10059	10214	10421
营业税金及附加	248	278	309	321	337
营业费用	0	0	0	0	0
管理费用	564	736	818	850	891
研发费用	6	11	12	12	13
财务费用	423	467	481	447	425
资产减值损失	(2)	638	0	0	0
公允价值变动收益	9	13	0	0	0
其他收益	128	47	47	47	47
投资收益	661	800	880	1113	1193
<b>营业利润</b>	1378	2718	2988	3593	4114
营业外收入	13	3	0	0	0
营业外支出	3	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	1388	2715	2988	3593	4114
所得税	199	490	539	645	747
少数股东损益	255	291	320	386	441
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>934</b>	<b>1934</b>	<b>2129</b>	<b>2563</b>	<b>2927</b>

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	102%	12%	11%	4%	5%
营业利润	-135%	97%	10%	20%	15%
归母净利润	-131%	107%	10%	20%	14%
<b>获利能力</b>					
毛利率	16.5%	21.9%	26.8%	28.5%	30.3%
净利率	8.5%	15.6%	15.5%	17.9%	19.6%
ROE	2.3%	4.7%	5.1%	5.9%	6.5%
ROIC	3.0%	5.3%	5.7%	6.5%	7.1%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	39.5%	37.9%	35.6%	34.8%	33.8%
净负债比率	3.5%	2.8%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.8	2.1	2.5	2.8	3.0
速动比率	1.8	2.1	2.5	2.8	3.0
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
存货周转率	192.6	212.8	227.8	224.9	225.5
应收账款周转率	4.7	5.0	5.6	5.4	5.4
应付账款周转率	7.3	6.0	5.4	5.3	5.4
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.38	0.78	0.86	1.03	1.18
每股经营净现金	1.62	2.22	1.45	1.57	1.69
每股净资产	16.29	16.74	17.09	17.69	18.35
每股股利	0.12	0.40	0.43	0.51	0.59
<b>估值比率</b>					
PE	89.0	43.0	39.0	32.4	28.4
PB	2.0	2.0	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	28.4	19.8	18.3	16.6	15.3

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。

本公司关联机构可能会持有报告所提到的公司所发行的证券头寸，且本公司或关联机构可能会就这些证券进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务，客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。