

20256 年 01 月 06 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(A 股)

110

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2026/1/5)	90.29
上证指数(2026/1/5)	4023.42
股价 12 个月高/低	95.66/53.64
总发行股数(百万)	2068.86
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	1762.89
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	3.39
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	11.5 32.3 42.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2025-12-18	76.50	区间操作
2025-11-03	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

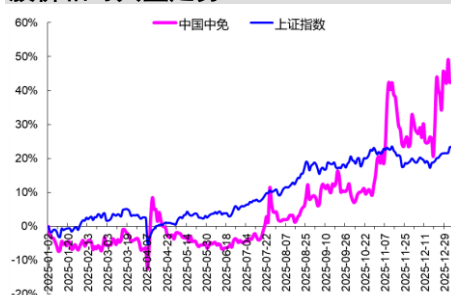
产品组合

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)

BUY 买入

获首都机场 T3 免税店经营权，元旦离岛免税开门红

事件概要：

2025 年 12 月 30 日,公司公告中标北京首都机场 T3 进出境免税店经营权,期限为 2026 年 2 月 11 日至 2034 年 2 月 10 日。

免税店经营费为年保底费及实际销售提成的总和,首年保底费用约 4.8 亿,首年提成比例为 5%,往后年份保底费用根据客流量调整,第二年起提成比例每年增加 1%,第五年起不再递增。

点评与建议：

■ 受招标要求限制,公司在首都机场整体经营面积较上一轮缩小,但业绩层面存在一定利好:

- 1) 经营成本降低:上一轮的补充协议中,年度经营费为保底和实际销售提成两者取高,首年保底费为 5.6 亿,各品类提成比例为 18%-36%之间;本轮来看,提成比例最高为 8% (第五到八年),首年保底费用也降低 1 亿左右,为此,公司在首都机场免税店的经营成本将下降。
- 2) 利润有望增厚:T3 承担首都机场逾 80%的国际旅客,上一轮中,中免经营 T2、日上(中国)经营 T3,考虑客流和持股情况(中免持股有日上中国 51%股权),本轮招标执行后,尽管收入规模收缩,但归母利润规模将有增加。

■ 业绩面影响更偏向长期:根据首都机场披露的数据,今年以来,首都机场国际及地区旅客吞吐量约为 1584 万人次,约为 2019 年同期的 47%。2019 年,日上(中国)营收约 75 亿,净利润约 1.4 亿,考虑机场客流恢复尚需时日,我们认为首都机场免税店对公司业绩面的影响更偏向于长期和战略意义。

■ 海口海关统计 9-11 月离岛免税销售额约 65.4 亿元,同比增 14.9%,海南封关首周离岛免税购物金额约 11 亿元,同比增 54.9%。海南旺季叠加封关消息刺激下,我们预计冬季离岛免税将持续较强劲表现。元旦假期期间,海口海关统计离岛免税购物人数 8.35 万人次,购物金额 7.12 亿元,据此计算,客单价约 8527,同比增约 38%。

■ 预计 2026 年在离岛免税复苏和出入境持续修复下,公司经营面将延续改善,从长期看,不管是海南还是口岸、市内免税店,政策支持力度均在加码,进一步打开公司长期发展空间。

■ 考虑离岛免税回暖和出入境修复,上调 2026-2027 年盈利预测,预计 2025-2027 年将分别实现净利润 37.2 亿、45.5 亿和 51.7 亿(原预测 2026-2027 年为 38.9 亿和 42.7 亿),分别同比下降 13%、增 22.5%和增 13.6%,EPS 分别为 1.80 元、2.20 元和 2.50 元,当前股价对应 A 股 PE 分别为 50 倍、41 倍和 36 倍,上调至“买进”。

■ 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	4551	5170
同比增减	%	-47.89	33.46	-36.44	-12.95	22.50	13.60
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.43	3.25	2.06	1.80	2.20	2.50
同比增减	%	-50.82	33.46	-36.44	-12.95	22.50	13.60
A 股市盈率(P/E)	X	37	28	44	50	41	36
股利 (DPS)	RMB 元	0.08	1.65	1.05	1.17	1.43	1.62
股息率 (Yield)	%	0.09	1.83	1.16	1.29	1.58	1.80

【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	65488
经营成本	38982	46049	38385	37344	40247	44204
营业税金及附加	1215	1644	1268	1265	1367	1506
销售费用	4032	9421	9063	9333	10106	11146
管理费用	2209	2208	1989	1961	2120	2335
财务费用	220	-869	-923	-898	-970	-1069
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	6109	6821
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	6110	6792
所得税	1429	1379	1286	1162	1316	1439
少数股东损益	1158	553	595	529	243	183
归属于母公司所有者的净利润	5030	6714	4267	3715	4551	5170

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	36095	39370
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	62697	68277
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	86813	94081
流动负债合计	17480	15329	10969	13014	14576	18957
非流动负债合计	4300	4359	4343	6080	7296	8026
负债合计	21780	19688	15312	19094	21872	26983
少数股东权益	5554	5348	5852	6437	6952	7299
股东权益合计	48573	53834	55097	56397	57990	59799
负债及股东权益合计	75908	78869	76260	81928	86813	94081

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	8917	10478
投资活动产生的现金流量净额	-3807	-4716	-454	-1650	-1783	-1310
筹资活动产生的现金流量净额	15455	-4628	-4367	-3850	-4756	-5894
现金及现金等价物净增加额	9106	5990	3021	-1100	2378	3274

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①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①。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。