

中国中免（601888）

减租预期落地，机场免税有望加速复苏

- ◆ 事件：12 月 26 日，公司与上海机场、首都机场分别签订补充协议，约定了最新的机场免税店租金计算方式，其中上海机场自 2023 年 12 月 1 日起实施，首都机场自 2024 年 1 月 1 日起实施。根据测算，上海机场/首都机场年保底租金为 7.07 亿/5.58 亿，低于 2019 年前(上海机场约 60 亿、首都机场约 30 亿元)和 2020-2022 年签署的协议。
- ◆ 上海机场方面，机场免税店的租金改为“保底+提成”的模式。①保底租金：按照客流量而定，若月实际客流量大于 23Q3 月均客流量的 80%（约 167 万人次），则浦东机场、虹桥机场的“月保底销售提成”分别为 5246 万元和 647 万元；若小于 80%，则两机场的“月保底销售提成”将分别需乘以“小于 1 的调节系数”，由双发协商决定；②品类提成：根据不同品类及各品类人均购买力在 18%-36%之间进行取值。首都机场方面，年度经营费采取“年保底经营费”和“年实际销售额提成”两者取高的模式计算。①保底费用：若客流量大于等于 960 万人次则年保底经营费为 5.58 亿元，若小于则以 5.58 亿元乘以小于 1 的调节系数；②品类提成：各品类销售额提成比例在 18%至 36%之间取值结算。我们认为，此次下调保底租金与提成比例，将有效缓解公司的租金压力（尤其是在国际客流渐进复苏背景下），若后续逐渐转换为“以实际销售提成为主”的租金模式，将减少公司固定成本支出，降低经营风险，有效提振免税品销售，增厚公司利润。
- ◆ 强调建立激励机制，积极引入具有竞争力的产品。两份协议中，双方均同意建立激励机制，在实现月销售提成目标或月经营费目标后，就超过部分所对应的销售额采取更加灵活的调节机制计取销售提成；且上海机场和首都机场鼓励引入高竞争力产品，可按各单品毛利额的一定比例另行计算并加入相应的月品类销售提成。
- ◆ 新签协议综合扣点比例较 2019 年前明显下降，公司毛利率有望提升。从销售提成比例来看，新签协议下，香化/烟/酒/百货/食品 5 个品类的销售额提成比例在 18%-36%间取值，低于 2019 年前上海机场和首都 T2/T3 航站楼免税店的综合销售提成比例（分别为 42.5%，

投资评级

买入

维持评级

2023 年 12 月 27 日

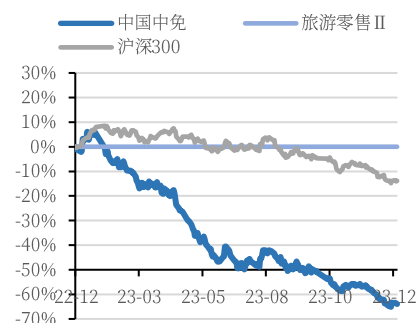
收盘价(元):

78.37

公司基本数据

总股本(百万股)	2,068.86
总市值(百万)	162,136.48
流通股本(百万股)	1,952.48
流通市值(百万)	153,015.51
12 月最高/最低价(元)	239.99/75.42
资产负债率(%)	26.31
每股净资产(元)	25.43
市盈率(TTM)	28.91
市净率(PB)	3.08
净资产收益率(%)	9.90

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

相关研究报告

Q3 毛利率明显改善，增量项目落地可期 — 2023-11-05
毛利率环比改善，静待旺季拐点和新政落地 — 2023-07-13
2022H1 业绩快报点评：疫下盈利能力持续改善，新店开业塑造第二成长曲线 — 2022-08-05

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59219558 传真：010-59562637

47.5%/43.5%)。目前国际航空运力持续恢复，23 年 11 月上海浦东/虹桥国际机场飞机起降量 39170/22421 架次（同比 +126.26%/+68.43%），旅客吞吐量 497.80/369.59 万人次，同比增长 307.43%/124.45%，客流量增多叠加租金补充协议的签订将带来成本的压降，公司毛利率有望加速恢复至 2019 年水平。

- ◆ **投资建议：**作为免税行业国内龙头，公司通过“低保底、抽成不封顶”实现与上海机场和首都机场的深度绑定，符合当下消费结构化复苏的时代背景，且有效推动机场方着力加强免税商品宣传，推动免税商品销售额提升，伴随出入境航班逐渐复苏、居民消费意愿增强，新合作模式利好公司机场免税业务再“焕发新春”。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 66.17/91.93/116.61 亿元，EPS 分别为 3.20/4.44/5.64 元，对应当前股价 PE 分别为 25/18/14 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**国内外宏观环境的影响、政策变动风险、客流量恢复不及预期、居民消费信心不足风险。

◆ 盈利预测

单位/百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67675.52	54432.85	69266.95	88391.82	104022.77
增长率(%)	28.67%	-19.57%	27.25%	27.61%	17.68%
归属母公司股东净利润	9653.74	5030.38	6617.18	9193.33	11660.76
增长率(%)	57.23%	-47.89%	31.54%	38.93%	26.84%
每股收益 EPS(元)	4.67	2.43	3.20	4.44	5.64
市盈率(P/E)	16.80	32.23	24.50	17.64	13.90

资料来源：同花顺 iFind，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表							利润表						
会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s	会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s
货币资金	14706.21	16856.20	26891.70	38787.51	46277.10	56141.70	营业收入	52596.84	67675.52	54432.85	69266.95	88391.82	104022.77
应收票据及账款	128.68	105.99	151.30	156.82	200.12	235.51	营业成本	31220.61	44882.36	38981.84	46872.63	59251.90	69070.42
预付账款	255.60	347.99	398.17	399.82	510.21	600.44	税金及附加	1083.29	1839.44	1215.24	1618.58	2065.48	2430.73
其他应收款	866.64	839.53	862.36	1032.65	1317.77	1550.80	销售费用	8846.63	3860.94	4032.03	7619.36	9281.14	10402.28
存货	14733.02	19724.70	27926.48	25432.67	32149.55	37477.00	管理费用	1637.14	2249.86	2209.18	2424.34	3005.32	3432.75
其他流动资产	281.04	667.29	975.47	764.80	975.97	1148.55	研发费用	0.00	0.00	39.03	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	30971.19	38541.69	57205.48	66574.28	81430.72	97154.00	财务费用	-545.28	-42.52	220.28	103.38	-30.30	-112.84
长期股权投资	791.26	991.69	1970.10	2093.52	2196.95	2310.38	资产减值损失	-908.72	-498.93	-590.69	-619.68	-1046.00	-1230.97
固定资产	1590.53	6125.51	7520.55	6602.68	5636.45	4621.84	信用减值损失	18.12	-23.32	7.16	3.04	3.87	4.56
在建工程	1233.18	2889.94	1852.28	1543.57	1234.65	926.14	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	2448.76	2401.32	2458.04	2048.63	1639.16	1229.65	投资收益	15.86	162.33	162.49	113.56	113.56	113.56
长期待摊费用	717.31	812.48	1101.65	550.82	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4167.15	3711.09	3799.50	3614.90	3430.29	3245.69	资产处置收益	-0.05	1.25	9.09	3.43	3.43	3.43
非流动资产合计	10948.18	16932.03	18702.12	16444.12	14137.71	12333.70	其他收益	214.39	277.71	296.14	262.74	262.74	262.74
资产总计	41919.37	55473.73	75907.60	83018.40	95568.43	109487.70	营业利润	9694.06	14804.47	7619.45	10191.74	14155.89	17952.74
短期借款	417.36	411.34	1932.23	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.22	17.10	12.59	11.30	11.30	11.30
应付票据及账款	4326.74	5879.91	7678.62	7289.83	9215.11	10742.12	营业外支出	26.49	20.16	15.12	20.59	20.59	20.59
其他流动负债	10916.93	10844.89	7869.47	12412.74	15702.91	18319.05	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	15661.04	17136.13	17480.32	19702.57	24918.01	29061.18	利润总额	9671.78	14801.40	7616.92	10182.45	14146.60	17943.45
长期借款	0.00	3486.52	4246.65	3023.16	1866.21	871.71	所得税	2335.27	2436.77	1428.67	2014.93	2799.37	3550.70
其他非流动负债	79.50	59.68	53.21	53.21	53.21	53.21	净利润	7336.52	12364.63	6188.25	8167.52	11347.23	14392.75
非流动负债合计	79.50	3546.20	4299.87	3076.37	1919.43	924.92	少数股东损益	1196.58	2710.89	1157.87	1550.34	2153.90	2732.00
负债合计	15740.53	20682.34	21780.19	22778.95	26837.44	29986.10	归属母公司股东净利润	6139.94	9653.74	5030.38	6617.18	9193.33	11660.76
股本	1952.48	1952.48	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	EBITDA	9642.13	15238.63	8409.17	12657.26	16536.15	19748.05
资本公积	1982.07	1870.30	17486.40	17486.40	17486.40	17486.40	NOPLAT	6945.23	12330.93	6361.88	8256.31	11328.79	14308.11
留存收益	18373.16	25796.02	29018.14	33579.84	39917.48	47956.09	EPS(元)	2.97	4.67	2.43	3.20	4.44	5.64
归属母公司权益	22307.71	29618.80	48573.40	53135.11	59472.74	67511.35	主要财务比率						
少数股东权益	3871.13	5172.60	5554.01	7104.35	9259.25	11990.25	会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s
股东权益合计	26178.84	34791.39	54127.41	60239.46	68730.99	79501.60	成长能力						
负债和股东权益合计	41919.37	55473.73	75907.60	83018.40	95568.43	109487.70	营收增长率	9.65%	28.67%	-19.57%	27.25%	27.61%	17.68%
现金流量表							营业利润增长率	36.37%	52.72%	-48.53%	33.76%	38.90%	26.82%
会计年度	2020	2021	2022	2023s	2024s	2025s	EBIT增长率	27.27%	61.71%	-46.90%	31.24%	37.24%	26.31%
税后经营利润	7336.52	12364.63	6188.25	7870.38	11050.09	14095.61	EBITDA增长率	27.22%	58.04%	-44.82%	50.52%	30.65%	19.42%
折旧与摊销	515.63	479.75	571.97	2371.43	2419.84	1917.44	归母净利润增长率	32.64%	57.23%	-47.89%	31.54%	38.93%	26.84%
财务费用	-545.28	-42.52	220.28	103.38	-30.30	-112.84	经营现金流增长率	180.32%	-11.16%	-158.75%	503.69%	-33.21%	25.10%
投资损失	-15.86	-162.33	-162.49	-113.56	-113.56	-113.56	盈利能力						
资产减值	18.12	-23.32	7.16	3.04	3.87	4.56	毛利率	40.64%	33.68%	28.39%	32.33%	32.97%	33.60%
公允价值变动	-0.05	1.25	9.09	3.43	3.43	3.43	净利率	13.95%	18.27%	11.37%	11.79%	12.84%	13.84%
其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00	营业利润率	18.43%	21.88%	14.00%	14.71%	16.01%	17.26%
经营现金流	7336.52	12364.63	6188.25	7870.38	11050.09	14095.61	ROE	27.52%	32.59%	10.36%	12.45%	15.46%	17.27%
投资现金流	-3814.10	-2317.53	-3306.65	-69.74	-69.74	-69.74	ROA	14.65%	17.40%	6.63%	7.97%	9.62%	10.65%
筹资现金流	193.42	-6.03	1520.89	-1932.23	0.00	0.00	ROIC	45.03%	71.90%	22.24%	21.25%	36.08%	43.15%
现金净增加	0.00	3486.52	760.13	-1223.50	-1156.95	-994.51	估值倍数						
资本公积增加	-1869.81	-111.77	15616.10	0.00	0.00	0.00	P/E	28.65	18.22	34.97	26.58	19.13	15.08
其他筹资现金流	293.59	-7185.77	-2559.95	-2158.86	-2825.40	-3509.31	P/S	3.34	2.60	3.23	2.54	1.99	1.69
筹资性现金流	-1382.81	-3817.04	15454.58	-5314.58	-3992.35	-4503.82	P/B	7.88	5.94	3.62	3.31	2.96	2.61
现金流量净额	2674.66	955.67	8240.26	11895.81	7489.59	9864.60	股息率	1.11%	1.67%	0.89%	1.17%	1.62%	2.06%
							EV/EBIT	59.86	28.96	55.79	14.99	10.60	8.02
							EV/EBITDA	56.66	28.05	51.99	12.18	9.05	7.24
							EV/NOPLAT	78.66	34.66	68.72	18.67	13.20	10.00

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 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。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637