

中国中免（601888.SH）

京沪机场租金协议优化，助力机场免税恢复成长

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiaoyao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：公司旗下子公司日上免税与上海机场、首都机场就出境隔离区域及国际入境区免税店经营权签订补充协议。

国信社服观点：1、中免与京沪机场重签租金补充协议：核心立足今年出境机场免税渐进复苏情况，为共同推进机场免税业务复苏成长进行了相应租金调整，也再次验证中免在产业链上下游的议价能力。2、本次协议重新主要系下修下限保底基准和优化扣点率，降低刚性租金压力，并通过与实际销售额提成取孰高，使租金上限和下限更加灵活。1）月保底销售额挂钩国际客流基数明显下调（下降43-65%），推算可比人均消费贡献基准（月保底租金/月客流基准）也明显下调；2）按香化、烟酒、百货等品类区分扣点率，分别为18-36%（预计烟酒提点率较高，香化已经明显下修），显著低于疫情前（42.5%-47.5%）；3）提高机场营销推广支持，鼓励引入有竞争力的新品和设置超额奖励等；4）京沪机场补充协议分别从24.1.1和23.12.1开始实施，有望有效降低中免未来机场免税刚性租金压力。3、10月底顶奢入主三亚免税店二期河心岛，今年底一期C栋香化中心有望开业，有助于提升其海南竞争力。4、综合考虑消费渐进复苏压力和国际航班恢复节奏，我们下调公司海南和机场免税额等相关假设，进而下调公司2023-2025年归母净利润为64.03/78.14/98.55亿元（此前为68.90/90.10/120.38亿元），对应EPS为3.09/3.78/4.76元（此前为3.33/4.36/5.82元），对应PE估值25/21/16x。立足当下，消费渐进复苏节奏和未来海南封关政策进展制约公司走势，同时香化品类周期节奏也需跟踪。但考虑公司持续夯实海南卡位，海棠湾一/二期升级扩容，三期项目推进中；积极与机场谈判优化租金压力，与机场共谋发展；且未来国人离境市内免税政策仍有期待，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力。建议跟踪后续可选消费复苏节奏，维持公司中线“买入”评级。

评论：

◆ 中国中免与上海机场、首都机场签订补充协议，新形势下新合作谋求新共赢，体现中免议价能力

免税商与机场重新签订经营租赁费的补充协议的背景：在2021年初、2021年10月底，中免与上海机场、首都机场已经签订补充协议后，本次中免与两大枢纽机场再次签订补充协议调整，核心在于国内出境机场免税渠道面临全新挑战。从今年以来的复苏表现来看：1）消费渐进复苏影响转换渗透率，且出境客流恢复相对稳健；2）香化线上线下渠道价格竞争加剧及部分品类毛利率承压；3）机场租金相对刚性，给免税商带来了较大的经营压力，从而也可能影响其经营动能。鉴于此，机场与免税商积极寻找更好合作方式，通过重签协议灵活设置保底和提成，辅以一定激励措施，以更好地实现多方共赢，也有助于缓解中免在未来不确定承压时机场刚性租金压力（预计今年中国中免业绩预计受机场租金影响较大）。上述租金协议落地也在一定程度上体现公司机场免税业务中的议价能力。

协议内容：核心在于下修下限保底租金基准和优化扣点率，降低刚性租金压力，并通过与实际销售额提成取孰高，使租金上限和下限更加灵活。1）月保底销售额挂钩客流基数明显下调（下降43-65%），从相比

2019年的恢复度调整为按最新客流恢复情况估算，更符合出境游渐进复苏趋势；2)按香化、烟酒、百货等品类区分扣点率，分别为18-36%（预计烟酒提点率较高，香化已经明显下修），显著低于疫情前（42.5%-47.5%）；3)鼓励有竞争力的新品可按毛利额一定比例计入提成，并设置激励机制，超过机场经营费目标部分可调节经营费，进而可更灵活适应情况变化，共促机场免税发展。

图1：中国中免与首都机场、上海机场签订补充协议



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，本次调整有利于中免降低与未来的刚性租金压力，且通过机场营销支持等，更好地应对机场免税新形势变化，可以有更多灵活的方式与机场一起共谋发展，整体利好其未来机场免税成长。

◆ 上海机场租金前后对比：基础客流和人均贡献要求显著降低，但增加了扣点提成浮动条款

相比中免与上海机场在2021年初签订的补充协议，如下图所示，本次协议具有以下特点：

图2：上海机场与中免补充协议 2021VS2023 版本对比

前后对比	月实际客流	租金
2021年初补充协议	≤ 2019年月均实际国际客流量 × 80% (即321万*80%) > 2019年月均国际客流量的80%	人均贡献 (135.28元) * 月实际国际客流 * 客流调节系数 * 面积调节系数 按客流所处的国际客流区间取对应档次租金，年租金在35.25-81.48亿元不等，2022年后还需考虑卫星厅因素，在上述年租金 * (1+24.11%)
2023新补充协议	> 2023Q3月均国际客流量的80% (即月均客流184万*80%) ≤ 2023Q3月均客流量的80%	浦东/虹桥机场：月保底销售提成各为5245.46/647.35万元，合计年保底销售提成为7.07亿 (对应人均贡献32元) 月实际销售额 * 各品类扣点率 (18-36%) 以上二者孰高 浦东/虹桥机场：月保底销售提成 = 5245.46/647.35万元 × (月实际客流量 ÷ 2023Q3月均客流量的80%) × 调节系数 月实际销售额 * 各品类扣点率 (18-36%) 以上二者孰高

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

1、**客流基数**：本次客流基数以2023Q3月均国际客流的80%为基础，较此前以2019年月均客流80%显著下调（估算23Q3月均国际客流约为2019年全年的57%）；

2、**人均贡献**：基础保底价对应的人均贡献（月保底租金/月客流基准）估算较此前135元也明显降低，仅为此前的2-3成左右。

3、若月客流量>2023Q3 月均客流 80%，浦东/虹桥机场月保底销售提成各为 5245.46/647.35 万元，合计年保底提成 7.07 亿；若月实际客流量≤2023Q3 月均客流量的 80%，则浦东/虹桥机场月保底销售提成在上述基础上*月实际客流量÷2023Q3 月均客流量的 80%)×调节系数，调节系数<1 可协商；

4、相比此前协议客流按不同国际客流区间对应档次的租金值（35-81 亿不等），本次加回了按实际销售额*各品类扣点率条款，更灵活。

◆ 首都机场租金前后对比：基础客流要求调整，扣点率等优化

中免与首都机场虽然在 2021 年 10 月签订补充协议，但仅针对 2020.2.11-2021.2.10 经营年度，在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费。此后并未明确，我们预计与国际客流量相关。

从调整后的协议来看，原合同项下经营费及计费相关的客流量、经营面积均合并计算，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。若首都机场年实际国际客流量>960 万人次（约为 2019 年国际区客流量的 35%），年保底经营费为 5.58 亿元（2019 年估算约为 25-30 亿元）；如年实际国际客流量≤960 万人次，则年保底经营费=5.58 亿元×（年实际客流量÷960 万人次）×调节系数，调节系数<1 可协商，整体刚性保底明显下降。同时，扣点率为 18-36%，较早前 T2 提成 47.5%，T3 提成 43.5%明显下降。

表 1：补充协议后租金情况

年实际国际客流 X(单位: 万人次)	首都机场年保底销售提成(单位: 万元)	首都机场年实际销售提成(单位: 万元)	实收费用
960<X	55828.42	年品类销售额*各品类扣点率(18-36%)	MAX(保底销售, 实际销售)
X≤960	55828.42×(年实际客流量÷960 万人次)×小于 1 的调节系数	年品类销售额*各品类扣点率(18-36%)	MAX(保底销售, 实际销售)

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 预计中免未来机场刚性租金压力有望明显缓解

综合来看，考虑上海/首都机场租金新补充协议分别于今年 12 月 1 日、明年 1 月 1 日生效，故对中免 2023 年业绩基本影响有限，主要影响公司未来机场免税业务租金核算。

按原补充协议，结合首都机场和上海机场今年国际和地区客流较 2019 年恢复 26%、41%情况（上海兼顾月度恢复和客流/面积调节系数），我们初步估算今年全年首都+上海机场租金在 23-27 亿（首都估算 7-8 亿，上海估算 16-18 亿+）左右。如按新租金协议，则首都机场租金估算不超 4.4 亿，上海估算在 3.8-12 亿不等（综合销售额），静态测算下公司刚性租金压力较此前明显缓解。

图3：首都机场国际和地区客流情况



资料来源：公司公告和官网，国信证券经济研究所整理

图4：上海机场国际和地区客流情况



资料来源：公司官网和公告，国信证券经济研究所整理

若明年若上海/首都机场客流大于对应基准，对应年保底租金各为 7.07/5.58 亿元；而提成租金需考虑销售额恢复、品类构成和扣点率情况。若明年出境机场客流恢复 70-80%，假设首都和上海机场免税销售额各恢复到 40/90 亿元（不含直邮），估算对应保底提成租金在 27-33 亿左右（估算平均在 21-25%之间），但较 2021 版补充协议对应租金也明显优化（上海在 35 亿+，首都 20 亿+），整体或有望打平盈利。

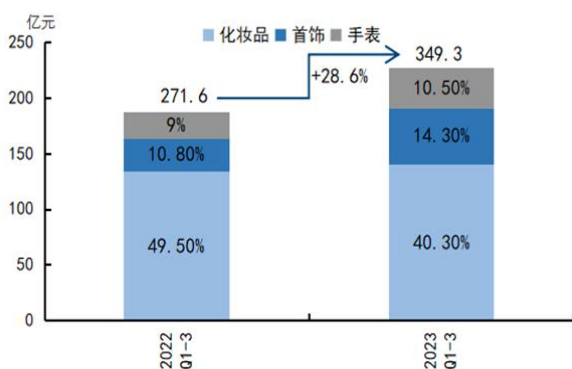
◆ 三亚国际免税城二期顶奢和一期 C 栋香化中心今年底陆续开业，有望进一步优化产品供给

今年 10 月底，三亚国际免税城二期河心岛 LV、Dior 等顶奢品牌开业，有望进一步提升精品供给。同时，预计今年底，三亚国际免税城一期二号地（C 栋）有望开业，主要高端香化为主，配合各类以香化为中心的业态及餐饮服务，有望丰富产品供给，提升客户体验，强化其核心竞争力。未来，海棠湾三期太古里项目还在推进中。未来一期 ABC 栋、二期河心岛顶奢和三期太古里等有望协同发展，强化其海棠湾项目综合竞争力，持续巩固其在海南免税购物中的绝对领先地位。

◆ 投资建议：重签京沪机场协议降低刚性租金压力，未来核心看可选消费复苏节奏，维持“买入”评级

客观而言，公司 2023 年也积极主动优化管理，如品类优化（今年前三季度海南免税中香化占比已从 50% 降至 40%）；顶奢入主等，并通过精细化管理和结构优化，毛利率逆势稳步提升，费用率优化。但在消费贝塔制约下，公司上述管理优化的成效很难短期体现，影响短期投资情绪。总体来看，消费渐进复苏和机场租金压力，加之政策节奏影响，目前中国中免股价已经不及 2019 年底水平。

图5: 海南今年前三季度免税各品类构成变化



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图6: 免税龙头股价已经不及 2019 年底水平



资料来源：公司官网和公告，国信证券经济研究所整理

结合最新租金协议，未来公司机场刚性租金压力有望缓解，且未来仍不排除其他机场进一步结合新情况调整原租金条款，进一步降低其机场免税业务压力。若明年出境游的进一步复苏，消费环境维持平稳，公司未来机场免税业务经营有望较今年承压情况明显改善，预计或有望实现盈利。

综合来看，考虑消费渐进复苏压力和国际航班恢复节奏，我们下调公司海南和机场免税额等相关假设，进而下调公司 2023-2025 年归母净利润至 64.03/78.14/98.55 亿元（此前为 68.90/90.10/120.38 亿元），对应 EPS 为 3.09/3.78/4.76 元（此前为 3.33/4.36/5.82 元），对应 PE 估值 25/21/16x。立足当下，消费渐进复苏节奏和未来海南封关政策进展制约公司走势，同时香化品类周期节奏也需跟踪。但考虑公司持续夯实海南卡位，海棠湾一/二期升级扩容，三期项目推进中；积极与机场谈判优化租金压力，与机场共谋发展；且未来国人离境市内免税政策仍有期待，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力，维持中线买入评级。

◆ 风险提示

政策风险，新进入者竞争加剧等市场风险，宏观经济系统性风险，自然灾害疫情等系统性风险，机场保底租金压力，汇率大幅贬值风险，新项目开业进度或开业经营可能低于预期。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2023/12/27	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
601888.SH	中国中免	78.85	1,631.30	2.43	3.09	3.78	4.76	32	25	21	17	买入
600515.SH	海南机场	3.64	415.88	0.16	0.10	0.14	0.17	22	36	26	22	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《中国中免（601888.SH）-三季度毛利率持续改善，关注海南旺季经营与新项目表现》——2023-10-09
- 《中国中免（601888.SH）-二季度毛利率环比改善，全渠道布局助力中线成长》——2023-08-25
- 《中国中免（601888.SH）-中报业绩展现积极信号，期待下半年低基数表现及免税新政机遇》——2023-07-10
- 《中国中免（601888.SH）-一季度净利润承压，全面布局迎新机遇新挑战》——2023-04-28
- 《中国中免（601888.SH）-2022年业绩承压，期待新政策新成长》——2023-03-31

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16856	26892	38780	43154	46499	营业收入	67676	54433	64721	76725	90681
应收款项	944	1012	1241	1324	1466	营业成本	44882	38982	43881	51484	60140
存货净额	19725	27926	21528	22290	25504	营业税金及附加	1839	1215	1747	1918	2131
其他流动资产	1017	1375	971	767	907	销售费用	3861	4032	7184	9376	11290
流动资产合计	38542	57205	62520	67535	74376	管理费用	2250	2209	2474	2807	3172
固定资产	4733	7286	8763	9561	9977	财务费用	(43)	220	311	(144)	(238)
无形资产及其他	2401	2458	2361	2263	2166	投资收益	162	162	130	150	180
投资性房地产	8806	6988	6988	6988	6988	资产减值及公允价值变动	499	591	0	0	0
长期股权投资	992	1970	3970	4970	5220	其他收入	(742)	(908)	0	0	0
资产总计	55474	75908	84601	91318	98727	营业利润	14804	7619	9254	11435	14366
短期借款及交易性金融负债	1957	2608	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(3)	50	50	30
应付款项	5880	7679	5905	6615	6712	利润总额	14801	7617	9304	11485	14396
其他流动负债	9299	7194	10892	11623	12097	所得税费用	2437	1429	1721	2171	2721
流动负债合计	17136	17480	19297	19738	19809	少数股东损益	2711	1158	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	0	2509	2509	2509	2509	归属于母公司净利润	9654	5030	6403	7814	9855
其他长期负债	3546	1791	2791	3291	3391						
长期负债合计	3546	4300	5300	5800	5900	现金流量表 (百万元)					
负债合计	20682	21780	24597	25538	25709	净利润	9654	5030	6403	7814	9855
少数股东权益	5173	5554	6309	7239	8368	资产减值准备	(410)	92	296	89	57
股东权益	29619	48573	53696	58541	64651	折旧摊销	236	267	826	1011	1125
负债和股东权益总计	55474	75908	84601	91318	98727	公允价值变动损失	(499)	(591)	0	0	0
						财务费用	(43)	220	311	(144)	(238)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(6349)	(8780)	9794	1389	(2768)
每股收益	4.94	2.58	3.09	3.78	4.76	其它	2157	220	459	841	1071
每股红利	1.76	1.88	0.62	1.44	1.81	经营活动现金流	4789	(3762)	17777	11144	9341
每股净资产	15.17	24.88	25.95	28.30	31.25	资本开支	0	(3449)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	40%	14%	17%	26%	29%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	33%	10%	12%	13%	15%	投资活动现金流	(200)	(4428)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	34%	28%	32%	33%	34%	权益性融资	(196)	16121	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	15%	15%	15%	负债净变化	0	2509	0	0	0
EBITDA Margin	22%	15%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(3431)	(3676)	(1281)	(2969)	(3745)
收入增长	29%	-20%	19%	19%	18%	其它融资现金流	4620	4439	(108)	(1000)	(500)
净利润增长率	57%	-48%	27%	22%	26%	融资活动现金流	(2438)	18225	(1388)	(3969)	(4245)
资产负债率	47%	36%	37%	36%	35%	现金净变动	2150	10036	11888	4374	3345
息率	2.2%	2.4%	0.8%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	14706	16856	26892	38780	43154
P/E	15.9	30.4	25.3	20.7	16.5	货币资金的期末余额	16856	26892	38780	43154	46499
P/B	5.2	3.2	3.0	2.8	2.5	企业自由现金流	6286	(5468)	15808	9634	8169
EV/EBITDA	11.5	21.2	18.2	15.4	12.5	权益自由现金流	10906	1480	15447	8751	7862

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032