

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国中免(601888)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中国中免(601888.SH)事件点评: 机场&免税商绑定更深, 合理化租金下中免盈利能力有望提升

2023年12月30日

事件: 2023年12月26日公司发布公告, 中国中免与上海机场、首都机场签订免税经营补充协议, 机场渠道保底租金及扣点比例较此前合同有所调减。

未来免税商与机场将携手提升口岸免税竞争力, 从原有的收租逐步发展为战略合作, 机场方有望参与到更多免税业态: 1) 强调进一步引进品牌, 做强百货精品、巩固香化、做大烟酒食品; 2) 免税商进一步优化线上预定业务; 3) 实现机场免税与市内免税业务联动, 机场有望参与更多免税业态; 4) 合规形势下增强销售灵活性; 5) 在机场各区域增强免税推广; 6) 提供更多畅销品支持。

考虑到实际线下销售额恢复速度较慢, 香化毛利率降低等现实情况, 上海机场与首都机场均对未来的租金进行了较大程度的让步:

上海机场: ①若月实际客流大于23Q3月均的80% (即两大机场合计月度达167万人次), 浦东+虹桥年化保底销售7.07亿元, 该保底销售金额较低, 我们预计在未来经营中有望大概率超过; ②若高于保底销售金额, 月实际销售提成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的各月品类销售提成的总和, 月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例, 品类提成比例按18%-36%不同情形取值; ③我们认为上述提成比例或将主要参考当前各品类的毛利率水平, 考虑到香化占比较高而折扣力度较大, 预计综合扣点率将落在20%-25%; ④此外此次协议对超过保底租金部分设定了激励机制, 经审核同意的新品, 可按各单品毛利额的一定比例另行计算销售提成; 当完成机场方月实收费用目标后, 就超过目标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;

首都机场: 首都机场租金采取年保底经营费和年实际销售额提成两者取高: 年保底租金设定5.58亿元, 相较于19年有大幅降低, 此外, 若年实际客流量≤960万人次 (首都机场国际区年客流量), 则保底租金还将有所调减; 年实际销售额提成方面, 品类提成和激励机制与上机一致。

投资建议: 中免作为免税行业龙头, 今年以来股价已回调较多、估值安全边际较高; 展望后续, 供给端精品引入+物业面积扩容 (三亚海棠湾一期二号地(C区)已于23/12/28正式开业), 需求端下沉市场潜力仍待释放+海外消费持续回流, 利润端香化价格体系回升+汇率弹性, 有望共同驱动业绩兑现、实现触底回升。若将机场租金重谈考虑在内, 我们预计23-25年归母净利润分别为64.5/80.2/95.0亿元, 12月29日收盘价对应PE分别为27/22/18X, 维持“买入”评级。

风险因素: 消费力疲软, 地缘政治风险, 宏观经济风险, 汇率风险。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,676	54,433	67,713	72,530	84,875
增长率 YoY %	28.7%	-19.6%	24.4%	7.1%	17.0%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	5,030	6,446	8,016	9,499
增长率 YoY%	57.2%	-47.9%	28.1%	24.4%	18.5%
毛利率%	33.7%	28.4%	30.1%	32.1%	33.1%
净资产收益率ROE%	32.6%	10.4%	12.0%	13.3%	14.0%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	3.12	3.87	4.59
市盈率 P/E(倍)	17.94	34.42	26.86	21.60	18.23
市净率 P/B(倍)	5.85	3.56	3.22	2.88	2.56

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 12 月 29 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,542	57,205	58,922	64,651	73,866
货币资金	16,856	26,892	36,766	39,648	47,556
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	106	151	125	114	130
预付账款	348	398	445	394	481
存货	19,725	27,926	19,974	22,557	23,816
其他	1,507	1,838	1,612	1,938	1,883
非流动资产	16,932	18,702	21,062	21,271	21,439
长期股权投资	992	1,970	2,170	2,370	2,570
固定资产(合)	1,843	5,434	8,285	9,768	10,983
无形资产	2,401	2,458	3,308	3,278	3,298
其他	11,696	8,840	7,299	5,855	4,588
资产总计	55,474	75,908	79,985	85,922	95,305
流动负债	17,136	17,480	16,466	15,659	17,191
短期借款	411	1,932	2,032	2,132	2,232
应付票据	0	19	18	18	20
应付账款	5,880	7,660	6,803	5,786	6,515
其他	10,845	7,869	7,612	7,723	8,424
非流动负债	3,546	4,300	4,500	4,200	3,900
长期借款	0	2,509	2,509	2,209	1,909
其他	3,546	1,791	1,991	1,991	1,991
负债合计	20,682	21,780	20,966	19,859	21,091
少数股东权益	5,173	5,554	5,289	5,920	6,471
归属母公司	29,619	48,573	53,730	60,143	67,743
负债和股东权益	55,474	75,908	79,985	85,922	95,305

重要财务指标					
单位: 百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	67,713	72,530	84,875
同比(%)	28.7%	-19.6%	24.4%	7.1%	17.0%
归属母公司净利润	9,654	5,030	6,446	8,016	9,499
同比(%)	57.2%	-47.9%	28.1%	24.4%	18.5%
毛利率(%)	33.7%	28.4%	30.1%	32.1%	33.1%
ROE%	32.6%	10.4%	12.0%	13.3%	14.0%
EPS (摊薄)(元)	4.67	2.43	3.12	3.87	4.59
P/E	17.94	34.42	26.86	21.60	18.23
P/B	5.85	3.56	3.22	2.88	2.56
EV/EBITDA	25.87	46.88	15.06	10.93	9.19

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	67,713	72,530	84,875
营业成本	44,882	38,982	47,334	49,264	56,775
营业税金及附加	1,839	1,215	1,840	1,971	2,307
销售费用	3,861	4,032	8,543	8,090	10,660
管理费用	2,250	2,209	2,370	2,539	2,971
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	-43	220	-339	-73	-85
减值损失合计	-499	-591	-748	-511	-429
投资净收益	162	162	100	100	100
其他	256	312	3	4	4
营业利润	14,804	7,619	7,320	10,331	11,923
营业外收支	-3	-3	5	5	5
利润总额	14,80	7,617	7,325	10,336	11,928
所得税	2,437	1,429	1,144	1,689	1,877
净利润	12,365	6,188	6,181	8,647	10,051
少数股东损益	2,711	1,158	-265	631	552
归属母公司净利润	9,654	5,030	6,446	8,016	9,499
EBITDA	16,12	9,105	9,530	12,847	14,394
EPS (当年)(元)	4.94	2.53	3.12	3.87	4.59

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,329	-3,415	15,196	7,136	12,445
净利润	12,36	6,188	6,181	8,647	10,051
折旧摊销	1,522	1,437	1,840	2,112	2,152
财务费用	206	86	237	236	222
投资损失	-162	-162	-100	-100	-100
营运资金变动	-6,494	-11,636	6,264	-4,298	-341
其它	893	671	774	539	462
投资活动现金流	-2,318	-3,807	-4,095	-2,215	-2,215
资本支出	-2,153	-2,991	-3,995	-2,115	-2,115
长期投资	-188	-875	-200	-200	-200
其他	24	59	100	100	100
筹资活动现金流	-3,817	15,455	-1,226	-2,039	-2,321
吸收投资	51	16,121	0	0	0
借款	0	4,010	100	-200	-200
支付利息或股息	-3,431	-3,676	-1,526	-1,839	-2,121
现金流净增加额	1,998	9,106	9,875	2,882	7,908

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

蔡昕妤，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

林凌，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

张洪滨，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。