

## 业绩符合预期，24 年关注租金费用优化、政策催化

中国中免(601888)

推荐 (维持)

### 核心观点:

- 事件:** 公司发布 2023 年业绩快报, 2023 年公司实现营收 675.76 亿元/同比+24%, 归母净利 67.2 亿元/同比+33.5%。其中 4Q23, 公司实现营收 167.39 亿元/同比+11%, 归母净利 15.10 亿元/同比+276%, 归母净利率 9.0%, 环比 Q3 持平。

- Q4 需求恢复较为平稳, 盈利改善预计受益费用优化、管理提效**

参考海口海关数据, Q4 海南离岛免税销售额 89 亿元/同比+14%, 购物人次 151 万人次/同比+74%, 人次增长与海南机场客流增长趋势一致, 整体表现平稳。但 Q4 海南离岛免税客单价仅为 5878 元/同比-34%, 反映需求恢复仍受消费力、代购减少等因素影响。

盈利能力方面, 根据业绩快报我们测算 4Q23 公司毛利率 30.5%, 同比+9.5pct, 较 2021 年亦改善 4.2pct, 环比-3.8pct, 我们认为主要受汇率与 Q4 双十一促销活动影响。此外, 我们预计 Q4 公司在费用优化、管理提效方面有显著改善, Q4 利润率 12.4%, 同比+6.1pct, 环比+1.6pct, 预计主要与机场租金费用优化、运营管理效能提升有关。

- 24 年销售增长有望保持稳健, 租金优化、市内店政策有望提供增量**

整体看, 考虑元旦假期国内游、出境游人次均出现环比改善, 公司机场、海南离岛免税渠道增长预计仍将保持平稳增长。据海口海关数据, 元旦假期海南离岛免税销售额日均约 1.6 亿元/同比+13%, 人次仍是主要增长动力(日均约 2.2 万人次/同比+53%; 客单价 7228 元/同比-26%)。而伴随公司与上海机场、首都机场签订新的免税合同补充协议, 我们预计公司 2024-2025 年在机场租金费用端将有所优化, 盈利能力的改善趋势较为确定。此外, 公司也在补充合同内, 与核心枢纽机场就市内店提货点扣点模式进行了协商, 表明国人市内免税购物政策已在推进当中, 后续有望提供增量看点。

- 投资建议:** 我们认为中国免税行业底层逻辑未变, 中国中免卡位国内核心免税流量渠道, 伴随消费复苏推进, 公司离岛+机场+线上+市内多维布局将打开长期空间。预计 2023-25 年归母净利至 67、88、113 亿元, 对应 PE 各为 23X、18X、14X, 维持“推荐”评级。

- 风险提示:** 离岛免税销售低于预期的风险; 政策落地低于预期的风险。

### 分析师

顾熹闽

☎: 021-2025 2670

✉: guximin\_yj@chinastock.com.cn

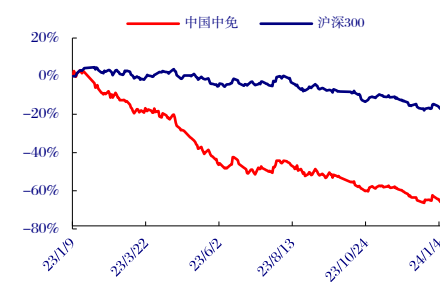
分析师登记编码: S0130522070001

### 市场数据

2024-01-08

股票代码	601888
A 股收盘价(元)	75.4
上证指数	2,887.54
总股本(万股)	206,886
实际流通 A 股(万股)	195,248
流通 A 股市值(亿元)	1,472

### 相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

### 相关研究

【银河社服】中国中免: 机场免税经营合同优化, 行业协作推动中国免税做大做强

表1: 主要财务指标预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54432.85	67576.31	77712.76	93255.31
收入增长率%	-19.57	24.15	15.00	20.00
归母净利润(百万元)	5030.38	6719.51	8843.38	11305.35
利润增速%	-47.89	33.58	31.61	27.84
毛利率%	28.39	31.44	33.00	34.00
摊薄 EPS(元)	2.43	3.25	4.27	5.46
PE	31.01	23.21	17.64	13.80
PB	3.21	2.91	2.50	2.11
PS	2.87	2.31	2.01	1.67

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

**附录：**
**(一) 公司财务预测表**

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>57205.48</b>	<b>65347.05</b>	<b>80102.96</b>	<b>95002.87</b>	营业收入	54432.85	67576.31	77712.76	93255.31
现金	26891.70	56859.45	70329.11	83403.38	营业成本	38981.84	46330.32	52067.55	61548.50
应收账款	151.30	153.28	175.76	242.89	营业税金及附加	1215.24	1486.68	1709.68	2051.62
其它应收款	862.36	809.43	1294.65	1287.91	营业费用	4032.03	8192.52	9325.53	11190.64
预付账款	398.17	403.91	463.15	570.92	管理费用	2209.18	2094.87	2331.38	2797.66
存货	27926.48	6145.50	6864.82	8522.30	财务费用	220.28	-556.75	-415.18	-505.64
其他	975.47	975.47	975.47	975.47	资产减值损失	-590.69	-675.76	-777.13	-932.55
<b>非流动资产</b>	<b>18702.12</b>	<b>18702.12</b>	<b>18702.12</b>	<b>18702.12</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1970.10	1970.10	1970.10	1970.10	投资净收益	162.49	67.58	77.71	93.26
固定资产	5434.01	5434.01	5434.01	5434.01	营业利润	7619.45	9447.52	12025.46	15370.53
无形资产	2458.04	2458.04	2458.04	2458.04	营业外收入	12.59	10.00	10.00	10.00
其他	8839.98	8839.98	8839.98	8839.98	营业外支出	15.12	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	<b>75907.60</b>	<b>84049.17</b>	<b>98805.09</b>	<b>113705.00</b>	利润总额	7616.92	9437.52	12015.46	15360.53
<b>流动负债</b>	<b>17480.32</b>	<b>19726.96</b>	<b>24870.51</b>	<b>27481.99</b>	所得税	1428.67	1887.50	2403.09	3072.11
短期借款	1932.23	2689.66	3447.10	4459.02	净利润	6188.25	7550.01	9612.37	12288.43
应付账款	7659.78	5157.65	9619.05	9005.23	少数股东损益	1157.87	830.50	768.99	983.07
其他	7888.31	11879.65	11804.37	14017.75	归属母公司净利润	5030.38	6719.51	8843.38	11305.35
<b>非流动负债</b>	<b>4299.87</b>	<b>4299.87</b>	<b>4299.87</b>	<b>4299.87</b>	EBITDA	9105.45	9498.96	12309.70	15704.19
长期借款	2508.98	2508.98	2508.98	2508.98	EPS (元)	2.43	3.25	4.27	5.46
其他	1790.89	1790.89	1790.89	1790.89					
<b>负债合计</b>	<b>21780.19</b>	<b>24026.83</b>	<b>29170.38</b>	<b>31781.86</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	5554.01	6384.51	7153.50	8136.58	营业收入	-19.57%	24.15%	15.00%	20.00%
归属母公司股东权益	48573.40	53637.83	62481.21	73786.56	营业利润	-48.53%	23.99%	27.29%	27.82%
<b>负债和股东权益</b>	<b>75907.60</b>	<b>84049.17</b>	<b>98805.09</b>	<b>113705.00</b>	归属母公司净利润	-47.89%	33.58%	31.61%	27.84%
					毛利率	28.39%	31.44%	33.00%	34.00%
					净利率	9.24%	9.94%	11.38%	12.12%
					ROE	10.36%	12.53%	14.15%	15.32%
					ROIC	10.22%	11.24%	12.62%	13.76%
					资产负债率	28.69%	28.59%	29.52%	27.95%
					净负债比率	40.24%	40.03%	41.89%	38.79%
					流动比率	3.27	3.31	3.22	3.46
					速动比率	1.60	2.93	2.89	3.09
					总资产周转率	0.72	0.80	0.79	0.82
					应收帐款周转率	359.77	440.86	442.15	383.93
					应付帐款周转率	7.11	13.10	8.08	10.36
					每股收益	2.43	3.25	4.27	5.46
					每股经营现金	-1.65	14.95	6.19	5.89
					每股净资产	23.48	25.93	30.20	35.67
					P/E	31.01	23.21	17.64	13.80
					P/B	3.21	2.91	2.50	2.11
					EV/EBITDA	46.88	11.24	7.64	5.22
					P/S	2.87	2.31	2.01	1.67

数据来源：公司数据 中国银河证券研究院

## 分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

## 评级标准

### 行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

### 公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi\_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun\_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru\_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang\_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn