

中国中免 (601888 CH)

全年业绩略逊预期; 下调 24 年收入/净利 9%/16%

中国中免公布了 2023 年的全年盈利数据。公司全年营收/净利分别为 675.8/67.2 亿元, 同比增长 24.1%/33.5%, 分别低于我们预期 6.0%/2.8%。全年毛利率水平同比提升 3.4 个百分点改善至 31.4%。4 季度中, 营收/净利分别为 167/15 亿元。季度毛利率/经营利润率分别录得 30.5%/13.5%, 同比+9.5/+9.4 个百分点; 环比-3.7/+2.7 个百分点。毛利率环比下滑属于正常情况, 主要由年终进行常态化清理滞销品库存导致。展望明年, 我们预计中免的盈利能力维持增长, 主要基于 1) 重奢门店开业叠加香化产品转移至独立场馆将保障产品组合改善延续; 2) 机场店租金成本优化规模持续扩大。离岛免税销售数据显示, 去年 1-11 月消费人数同比增长 60%, 而销售额同比增长 26%。我们认为, 在宏观因素影响下, 居民消费疲软态势短期内难以逆转, 预计公司营收增速或在 2024-25 年同步于宏观经济恢复节奏。

■ **高端消费热度依然延续。**公司在近期与我们的交流中表示, 三亚和海口的免税店运营模式调整已接近尾声, 投入运营的重奢门店首月营业额表现亮眼; 香化销售已转移至单独新场馆, 公司意欲将精品珠宝及腕表类门店扩大以缓解去年春节期间出现的门店排队情况, 扩大精品门店将助力实现购物体验提升并大幅满足购物需求。近几年消费升级趋势下, 珠宝腕表类销售在年末及年初的送礼场景下得到有力的支撑, 而香化类产品需求持续减弱, 助力公司销售产品组合升级。公司表示, 尽管库存中香化类占比依然较高, 相较于前两年已有明显改善, 年初至今整体库存改善大部分由香化类产品减少贡献。

■ **机场门店补充协议落地。**尽管新的“保底+提成”租金模式下, 上海、北京机场的保底租金均较之前大幅降低, 但机场免税店客流持续低于国际航线客流恢复几个百分点, 客流恢复进程依然慢于预期(我们同时预计每人平均消费恢复至 2019 年疫情前 70% 水平)。值得注意的是, 更新的协议加深了中免与机场的合作绑定, 除标准品免税门店外, 珠宝腕表类门店的租金也争取到了更高的盈利空间。

■ **盈利预测。**对应公告, 我们分别下调 2024 年收入 9.1%, 毛利 13.6%, 净利 15.8%。我们估计公司 2024 年机场店/海南离岛销售为 250/500 亿左右。

■ **估值。**我们预计中免在 2024-25 年期间将与宏观经济同步以常态化的速度增长。维持自 2018 年以来的平均估值水平。修订后的目标价基于 25 倍(之前为 27.5 倍)的 2024E P/E, 较历史平均水平低 1 个标准差。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	67,676	54,433	67,576	75,896	85,585
同比增长(%)	28.7	(19.6)	24.1	12.3	12.8
净利润(百万人民币)	9,653.7	5,030.4	6,716.6	7,776.3	9,309.0
同比增长(%)	57.2	(47.9)	33.5	15.8	19.7
每股收益(人民币)	4.94	2.53	3.25	3.76	4.50
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	3.34	4.56	5.80
市盈率(倍)	55.8	76.3	23.2	20.1	16.8
市净率(倍)	18.2	7.9	2.9	2.7	2.4
股息(%)	0.6	0.4	1.4	1.6	2.0
股本回报率(%)	37.2	12.9	13.2	14.0	15.2
净负债比率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源: 公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入 (维持)

目标价	人民币 95.2
(此前目标价)	人民币 124.4)
潜在升幅	26.3%
当前股价	人民币 75.4

中国消费

黄铭谦

(852) 3900 0838

josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202

bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	147,218.5
3 月平均流通量(百万人民币)	1,303.7
52 周股价高/低(百万人民币)	232.80/75.40
总股本(百万)	1952.5

资料来源: FactSet

股东结构

中国旅游集团	53.3%
HKSC	11.6%

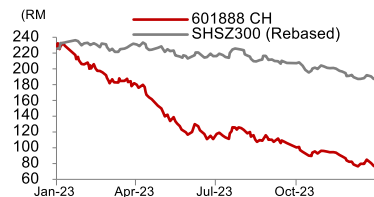
资料来源: 港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-8.4%	-6.4%
3 - 月	-28.8%	-21.1%
6 - 月	-31.2%	-21.0%

资料来源: FactSet

股价表现



资料来源: FactSet

相关报告:

1. [Samsonite \(1910 HK\) - 4Q preview: sales/adj. EBITDA +18%/+36% - Jan 2, 2024](#)
2. [海外顶奢消费跟踪 - 压制需求释放后, 明年增长常态化 - Dec 18, 2023](#)
3. [中国消费 - 2024 展望: 不均恢复延续; 个股推荐顺序调整 - Dec 5, 2023](#)

图 1: 盈利调整

人民币 百万	更新后			更新前			调整 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	67,576	74,810	85,673	71,920	82,281	93,576	-6.0%	-9.1%	-8.4%
毛利	21,246	24,455	29,208	22,839	28,302	33,803	-7.0%	-13.6%	-13.6%
经营利润	8,669	10,031	12,684	10,103	13,716	17,181	-14.2%	-26.9%	-26.2%
净利润	6,717	7,878	9,378	6,908	9,355	11,802	-2.8%	-15.8%	-20.5%
毛利率	31.4%	32.7%	34.1%	31.8%	34.4%	36.1%	-0.3ppt	-1.7ppt	-2ppt
经营利率	12.8%	13.4%	14.8%	14.0%	16.7%	18.4%	-1.2ppt	-3.3ppt	-3.6ppt
净利率	9.9%	10.5%	10.9%	9.6%	11.4%	12.6%	0.3ppt	-0.8ppt	-1.7ppt

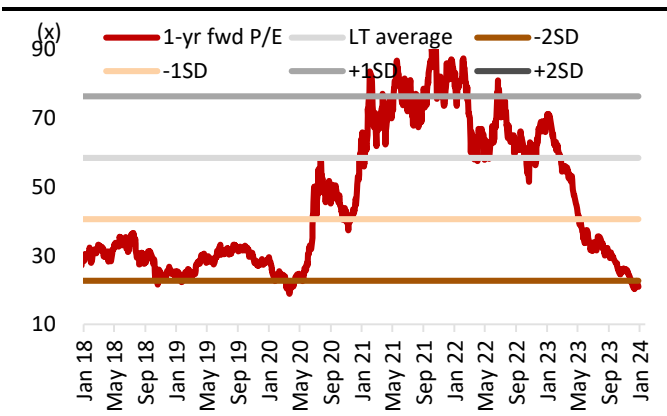
资料来源: 招银国际环球市场预测

图 2: 招银国际预期 vs 彭博一致预期

人民币 百万	招银国际 预期			彭博一致预期			相差 (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	67,576	74,810	85,673	69,678	87,156	104,071	-3.0%	-14.2%	-17.7%
毛利	21,246	24,455	29,208	22,443	29,835	36,589	-5.3%	-18.0%	-20.2%
经营利润	8,669	10,031	12,684	9,378	13,176	16,765	-7.6%	-23.9%	-24.3%
净利润	6,717	7,878	9,378	6,900	9,511	11,729	-2.7%	-17.2%	-20.0%
毛利率	31.4%	32.7%	34.1%	32.2%	34.2%	35.2%	-0.8ppt	-1.5ppt	-1.1ppt
经营利率	12.8%	13.4%	14.8%	13.5%	15.1%	16.1%	-0.6ppt	-1.7ppt	-1.3ppt
净利率	9.9%	10.5%	10.9%	9.9%	10.9%	11.3%	0ppt	-0.4ppt	-0.3ppt

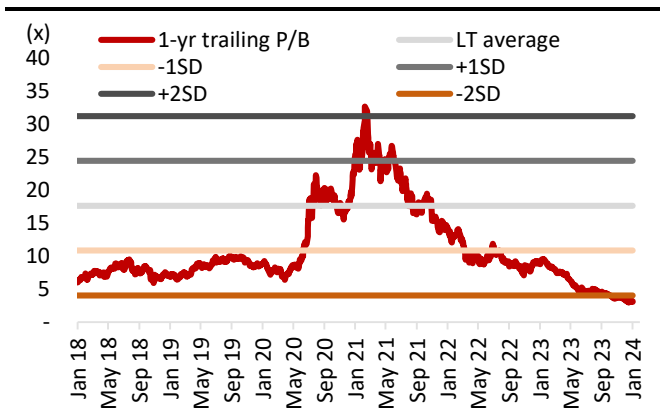
资料来源: 彭博、招银国际环球市场预测

图 3: 市盈率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

图 4: 市帐率



资料来源: 公司资料、彭博及招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	52,597	67,676	54,433	67,576	75,896	85,585
销售成本	(31,221)	(44,882)	(38,982)	(46,330)	(50,663)	(56,438)
毛利润	21,376	22,793	15,451	21,246	25,233	29,147
运营费用	(11,567)	(7,950)	(7,456)	(13,032)	(15,379)	(17,365)
销售费用	(8,847)	(3,861)	(4,032)	(8,785)	(10,625)	(11,982)
行政费用	(1,637)	(2,250)	(2,209)	(2,365)	(2,656)	(2,995)
其他	(1,083)	(1,839)	(1,215)	(1,881)	(2,097)	(2,388)
运营利润	9,809	14,843	7,995	8,669	9,854	11,782
EBITDA	10,325	15,323	8,567	8,941	10,724	12,796
折旧	(207)	(192)	(214)	(342)	(432)	(525)
商誉摊销	(309)	(288)	(358)	(385)	(437)	(490)
EBIT	9,809	14,843	7,995	8,669	9,854	11,782
净利息收入(支出)	545	43	(220)	267	245	295
外汇收益/损失	537	283	(190)	0	0	0
其他	(683)	(84)	(157)	(62)	(62)	(62)
税前利润	9,672	14,801	7,617	8,669	10,036	12,015
所得税	(2,335)	(2,437)	(1,429)	(1,661)	(1,924)	(2,303)
非控股权益	(1,197)	(2,711)	(1,158)	(291)	(337)	(403)
净利润	6,140	9,654	5,030	6,717	7,776	9,309
总股息	1,952	3,070	1,655	2,206	2,554	3,057
资产负债表						
	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	30,971	38,542	57,205	60,546	64,556	70,186
现金与现金等价物	14,706	16,856	26,892	25,944	27,101	29,487
应收账款	129	106	151	188	211	238
存货	14,733	19,725	27,926	32,178	35,008	38,225
预付款项	256	348	398	398	398	398
其他流动资产	1,148	1,507	1,838	1,838	1,838	1,838
非流动资产	10,948	16,932	18,702	21,173	23,361	25,265
物业及厂房及设备(净额)	1,591	1,843	5,434	7,075	8,685	10,264
递延税项	1,512	1,122	1,018	1,018	1,018	1,018
无形资产	2,449	2,401	2,458	2,488	2,466	2,391
商誉	822	822	822	822	822	822
以公允价值计入损益的资产	791	992	1,970	1,970	1,970	1,970
其他非流动资产	3,783	9,752	7,000	7,800	8,400	8,800
总资产	41,919	55,474	75,908	81,719	87,917	95,451
流动负债	15,661	17,136	17,480	18,924	19,776	20,910
短期债务	417	411	109	109	109	109
应付账款	4,327	5,880	7,660	9,104	9,955	11,090
应付税款	3,671	4,722	2,785	2,785	2,785	2,785
其他流动负债	7,246	6,122	6,926	6,926	6,926	6,926
非流动负债	79	3,546	4,300	4,300	4,300	4,300
长期债务	0	0	2,509	2,509	2,509	2,509
其他非流动负债	79	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
总负债	15,741	20,682	21,780	23,224	24,076	25,210
股本	1,952	1,952	2,069	2,069	2,069	2,069
资本盈余	3,032	2,921	18,537	19,209	19,987	20,918
留存收益	17,648	25,347	27,448	31,288	35,733	41,054
其他储备	(324)	(602)	519	519	519	519
股东权益总额	22,308	29,619	48,573	53,084	58,307	64,559
少数股东权益	3,871	5,173	5,554	5,661	5,784	5,932
总负债和股东权益	41,919	55,474	75,908	81,969	88,167	95,701

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	9,672	14,801	7,617	8,669	10,036	12,015
折旧摊销	(516)	(480)	(572)	(727)	(869)	(1,015)
税款	(2,335)	(2,437)	(1,429)	(1,661)	(1,924)	(2,303)
营运资金变化	(2,888)	(2,955)	(9,045)	(2,844)	(2,002)	(2,109)
其他	4,269	(601)	14	397	961	1,216
净经营现金流	8,202	8,329	(3,415)	3,834	6,202	7,804
投资现金流						
资本开支	(1,234)	(2,155)	(2,995)	(3,198)	(3,057)	(2,919)
收购与投资	(2,065)	(126)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	(542)	(62)	(875)	0	0	0
其他	26	25	64	0	0	0
净投资现金流	(3,814)	(2,318)	(3,807)	(3,198)	(3,057)	(2,919)
融资现金流						
已支付股息	(1,658)	(3,431)	(3,676)	(2,206)	(2,554)	(3,057)
净借贷	255	0	4,010	0	0	0
其他	20	(386)	15,121	623	565	558
净融资现金流	(1,383)	(3,817)	15,455	(1,583)	(1,988)	(2,499)
净现金流变动						
年初现金	12,032	14,858	17,786	26,892	25,944	27,101
汇率变动	(331)	(196)	873	0	0	0
年末现金	14,706	16,856	26,892	25,944	27,101	29,487
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	8.2%	28.7%	(19.6%)	24.1%	12.3%	12.8%
毛利润	(13.9%)	6.6%	(32.2%)	37.5%	18.8%	15.5%
经营利润	44.9%	51.3%	(46.1%)	8.4%	13.7%	19.6%
EBITDA	43.8%	48.4%	(44.1%)	4.4%	19.9%	19.3%
EBIT	44.9%	51.3%	(46.1%)	8.4%	13.7%	19.6%
净利润	32.6%	57.2%	(47.9%)	33.5%	15.8%	19.7%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	40.6%	33.7%	28.4%	31.4%	33.2%	34.1%
营业利润率	18.6%	21.9%	14.7%	12.8%	13.0%	13.8%
税息折旧及摊销前利润	19.6%	22.6%	15.7%	13.2%	14.1%	15.0%
股本回报率	29.1%	37.2%	12.9%	13.2%	14.0%	15.2%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	2.0	2.2	3.3	3.2	3.3	3.4
应收账款周转天数	0.9	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	172.8	160.7	262.2	257.2	252.2	247.2
应付帐款周转天数	50.6	47.8	71.7	71.7	71.7	71.7
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	47.8	55.8	76.3	23.2	20.1	16.8
市盈率 (摊薄)	47.8	55.8	76.3	23.2	20.1	16.8
市帐率	13.2	18.2	7.9	2.9	2.7	2.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.7	0.6	0.4	1.4	1.6	2.0
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关于他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场或其关联机构曾在过去 12 个月内与本报内所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际环球市场投资评级

买入	: 股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	: 股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	: 招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美商投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应以通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。