

中国中免（601888.SH）2023年业绩快报点评

买入

费用优化助力业绩增长，跟踪消费复苏及政策节奏

◆ 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	zhongxiao@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：中国中免披露 2023 年业绩快报。2023 年，公司实现营业收入 675.76 亿元，同比增长 24.15%，实现归属于上市公司股东的净利润人民币 67.17 亿元，同比增长 33.52%。

国信社服观点：1、2023 年公司实现归母净利润 67 亿元/+34%，略好于我们此前业绩预测的 64 亿元。2、公司第四季度毛利率环比有所下降，但单季度归母净利率仍稳中略升，预计费用率有所优化。2023 年公司主营业务毛利率 31.44%/+3.42pct，其中 Q4 毛利率估算为 31%，环比 Q3 的 34%略下滑，预计主要系促销增加等影响；但同比 2022Q4 仍上升 9.52pct，2023Q4 公司归母净利率 9.02%，同比 2022Q4 上升 6.35pct，较 Q3 的 8.90%略有回升，预计与上海机场新租金协议从 12 月 1 日开始实行，租金费用环比下降相关，此外其他经营费用预计也有所优化。3、2023 年海南免税整体表现平平，2024 年元旦海南免税增长 13%，但客单价仍承压。4、结合最新业绩快报，我们上修 2023 年归母业绩，预计 2023-2025 年归母净利润为 67.17/78.16/98.58 亿元（此前为 64.03/78.14/98.55 亿元，2024-2025 年基本维持不变），对应 EPS 为 3.25/3.78/4.76 元（此前为 3.09/3.78/4.76 元），对应 PE 估值 24/20/16x。虽然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；且未来国人离境内市免税政策仍有期待，“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。5、风险提示：宏观系统性风险、政策风险、竞争加剧、新项目投入不及预期等风险。

评论：

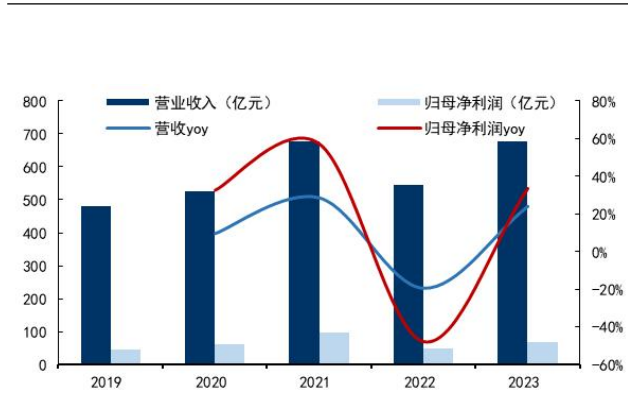
◆ 2023 年公司实现归母净利润 67 亿元，同比增长 34%，略好于我们此前业绩预测

公司 2023 年归母净利润略好于我们此前业绩预测。2023 年，公司实现营业收入 675.76 亿元/+24.15%，实现归母净利润人民币 67.17 亿元/+33.52%，扣非业绩 66.55 亿元/+35.78%，EPS 为 3.25 元。客观而言，由于 2023 年消费渐进复苏和机场租金等压力，中国中免经营表现在低基数下相对稳定增长。但考虑下半年经营的各种压力和市场预期变化，最终中国中免 2023 年全年实际经营业绩相对略好于我们最新业绩预测。

2023Q4，公司实现营业收入 167.39 亿元/+11.09%，环比增加 11.75%，较 2021Q4 下滑 7.90%；实现归母净利润 15.10 亿元/+275.62%，环比增 13.28%，较 2021Q4 增长 29.80%，在消费渐进复苏下整体仍相对良好。

第四季度毛利率环比略有下降，但单季度归母净利率仍稳中略升，预计费用率有所优化。2023 年公司主营业务毛利率 31.44%/+3.42pct，其中 Q4 毛利率估算 31%左右，环比 Q3 的 34%略下滑，预计主要系促销增加等影响，但同比 2022Q4 仍上升近 10 个 pct。并且，2023Q4 公司归母净利率 9.02%，较 Q3 的 8.90%略有回升，预计与上海机场新租金协议从 12 月 1 日开始实行，租金费用环比下降相关。与此同时，相比往年四季度经营费用往往较高的情况（计提年终奖等），我们预计 2023 季度费用更加均衡，Q4 除租金外的费用或也有所优化。此外存货跌价准备和理财、汇兑收益情况有待公司年报正式披露明确。

图1：2019–2023 年中国中免收入和归母净利润增长情况



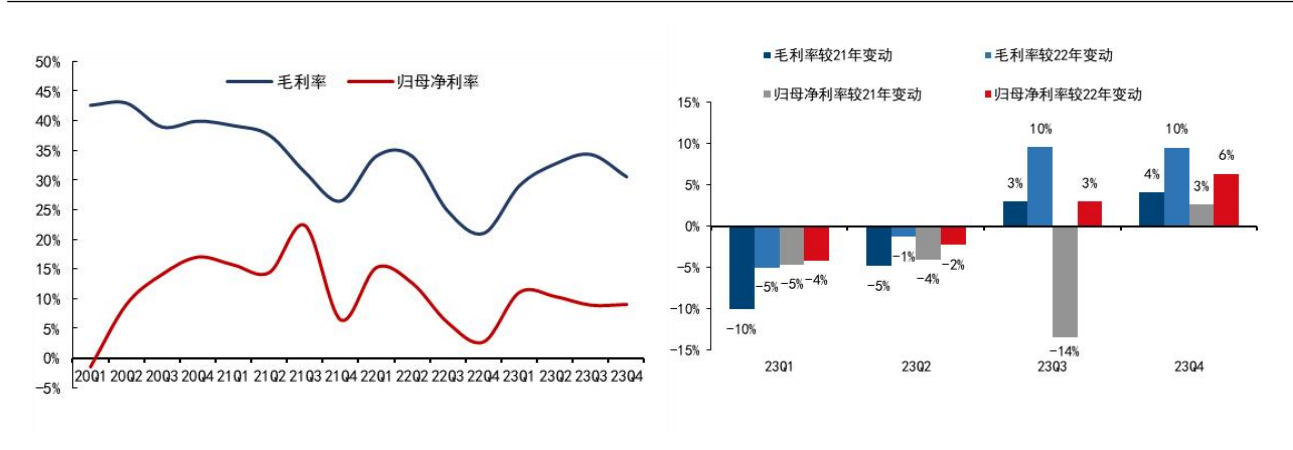
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2：2019Q4–2023Q4 公司季度收入和归母净利润增长情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图3：2023 年中国中免单季度毛利率和净利率变化及与 2022、2021 年季度同期对比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 2023 年海南免税整体表现平平，2024 年元旦海南免税增长 13%，但客单价仍承压

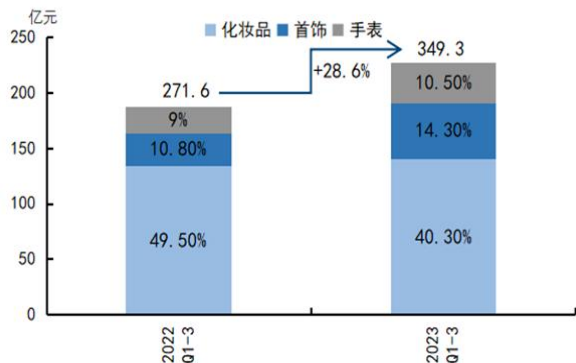
2023 年海南免税整体表现平平，主要系消费渐进复苏、严控代购、香化品类自身周期影响。2023 年海口海关共监管离岛免税销售金额 436.4 亿元（2021/2022 年各为 495/349 亿元），同比 2022 年增长 25%，较 2021 下降约 12%。相应客单价同比 2022 年下降 22%，相较于 2019 上升 81%。各品类来看，2023 年前三季度海南免税的香化品类在低基数下仅同增约 5%，明显低于其他精品类增速，主要系前两年价格战影响下囤货等透支需求，且受制整体消费渐进复苏情况，进而拖累整体表现。

2024 年元旦假期海南免税销售额增长 13%，但主要依靠客流提升贡献，客单价仍承压。元旦 3 天，海口海关共监管离岛免税购物金额 4.75 亿元/+13%，免税购物人数 6.57 万人次/+53%，人均消费 7228 元/-26%，低基数下表现相对平稳。元旦假期日均销售约 1.6 亿元，较今年国庆双节下降 5%；日均购物人数约 2.2 万人次，较国庆双节提升 3%；人均消费较国庆双节降 8%，客单价承压系主因。

此外，中免三亚国际免税城一期 C 栋香化中心 2023 年 12 月底正式开业。未来若可选消费逐步复苏，海南免税供给优化仍有望提升其综合吸引力，助力中长线成长。2023 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，2023 年 12 月 28 日，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

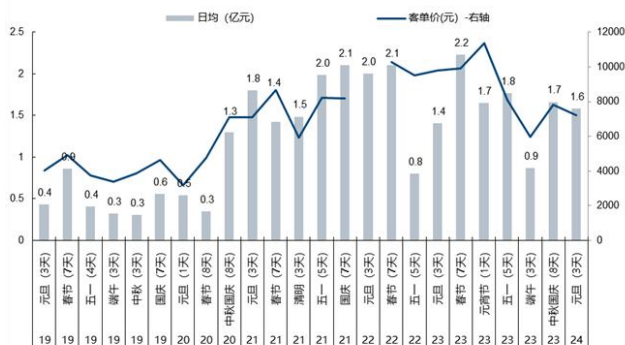
栋、二期河心岛顶奢和三期太古里等有望协同发展，强化其海棠湾项目综合竞争力，持续巩固其在海南免税购物中的绝对领先地位。

图4: 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5: 海南免税节假日日均销售额及客单价情况



资料来源: 海口海关, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议: 2023 年业绩快报略好于预期, 未来核心跟踪消费复苏节奏及政策进展, 维持“买入”评级

2023 年, 由于消费渐进复苏、香化承压、机场租金压力及政策节奏影响, 公司经营承压, 股价也明显回调, 目前中国中免股价已经不及 2019 年底水平。立足当下, 伴随 2023 年底公司与首都、上海机场租金协议重签, 中免机场免税刚性租金压力有望缓解, 也给予未来机场免税业务更多灵活发展空间。同时, 公司最新 2023 年业绩快报略好于我们此前业绩预测, 我们初步预计其费用有望进一步优化, 更加注重经营效率的提升。此外, 海南仍积极扩容优化。整体来看, 面对新形势下的各种挑战, 公司也在积极提升管理能力, 争取更有利的上下游合作方式, 以谋求持续成长。

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

结合最新业绩快报, 我们上调 2023 年归母净利润至 67.17 亿元 (2024-2025 年盈利预测暂基本维持不变), 对应 2023-2025 年归母净利润为 67.17/78.16/98.58 亿元 (此前为 64.03/78.14/98.55 亿元), 对应 EPS 为 3.25/3.78/4.76 元 (此前为 3.09/3.78/4.76 元), 对应 PE 估值 24/20/16x。虽然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。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2024/1/8	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	77.0	1593	2.43	3.09	3.78	4.76	32	24	20	16	买入
600515.SH	海南机场	3.6	412	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

◆ 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。

相关研究报告：

- 《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》——2023-12-28
- 《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

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	38774	43406	46753	营业收入	67676	54433	67576	76731	90688
应收款项	944	1012	1296	1324	1466	营业成本	44882	38982	45681	51488	60144
存货净额	19725	27926	22428	22292	25506	营业税金及附加	1839	1215	1825	1918	2131
其他流动资产	1017	1375	1014	767	907	销售费用	3861	4032	7671	9377	11291
流动资产合计	38542	57205	63512	67789	74632	管理费用	2250	2209	2578	2807	3173
固定资产	4733	7286	8763	9561	9977	财务费用	(43)	220	311	(145)	(240)
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	85594	91572	98983	营业利润	14804	7619	9639	11437	14370
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	6152	6616	6712	利润总额	14801	7617	9689	11487	14400
其他流动负债	9299	7194	11386	11624	12098	所得税费用	2437	1429	1793	2171	2722
流动负债合计	17136	17480	20038	19740	19810	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	6717	7816	9858
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	25337	25540	25710	净利润	9654	5030	6717	7816	9858
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	53947	58793	64905	折旧摊销	236	267	826	1011	1125
负债和股东权益总计	55474	75908	85594	91572	98983	公允价值变动损失	(499)	(591)	0	0	0
						财务费用	(43)	220	311	(145)	(240)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(6349)	(8780)	9537	1645	(2768)
每股收益	4.94	2.58	3.25	3.78	4.76	其它	2157	220	459	841	1071
每股红利	1.76	1.88	0.65	1.44	1.81	经营活动现金流	4789	(3762)	17835	11403	9344
每股净资产	15.17	24.88	26.08	28.42	31.37	资本开支	0	(3449)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	40%	14%	18%	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)	(1343)	(2970)	(3746)
收入增长	29%	-20%	24%	14%	18%	其它融资现金流	4620	4439	(108)	(1000)	(500)
净利润增长率	57%	-48%	34%	16%	26%	融资活动现金流	(2438)	18225	(1451)	(3970)	(4246)
资产负债率	47%	36%	37%	36%	34%	现金净变动	2150	10036	11883	4631	3347
息率	2.3%	2.5%	0.9%	2.0%	2.5%	货币资金的期初余额	14706	16856	26892	38774	43406
P/E	15.2	29.3	23.2	20.0	15.8	货币资金的期末余额	16856	26892	38774	43406	46753
P/B	5.0	3.0	2.9	2.7	2.4	企业自由现金流	6286	(5468)	15865	9891	8169
EV/EBITDA	11.1	20.5	17.0	14.9	12.1	权益自由现金流	10906	1480	15504	9009	7864

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