

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国中免(601888.SH)

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

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话: 18916616659

邮箱: zhanghongbin@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)年报点评: 分红率上调至50%, 口岸免税恢复良好, 24年租金改善或将贡献可观增量

2024年3月28日

中国中免披露 2023 年年报: 1) 2023 年全年实现营收 675.40 亿元, 同比+24.08%, 实现归母净利润 67.14 亿元, 同比+33.46%, 归母净利率 9.94%, 同比+0.7pct; 实现扣非后归母净利润 66.52 亿元, 同比+35.71%; 2) 23Q4 实现营收 167.03 亿元, 同比+10.85%, 环比+11.51%; 实现归母净利润 15.07 亿元, 同比+274.72%, 环比+12.44%, 归母净利率 9.03%; 实现扣非后归母净利润 14.61 亿元, 环比+9.29%。3) 公司每 10 股拟派发现金红利 16.5 元, 现金分红总额 34.13 亿元, 股利支付率从过往约 30%大幅提高至 50.85%。

分业务来看: 1) 免税业务: 海南+出入境客流恢复带动免税收入快速增长, 23 年免税销售 442.31 亿元, 同比+70%, 毛利率 39.49%, 同比+0.08pct; 2) 有税业务: 线下门店恢复叠加香化渠道竞争激烈, 23 年有税销售 223.44 亿元, 同比+20%, 占比 33.1%, 毛利率 15.25%, 同比-2.17pct, 业务结构优化也有利于毛利率持续修复。

分地区来看: 1) 海南地区: 23 年海南板块营收 396.5 亿元, 同比+14%, 受打击代购及消费力疲软影响恢复速度不及客流, 毛利率 25.76%, 同比+0.33pct; 2) 上海地区: 23 年上海板块实现营收 178.21 亿元, 同比+26%, 毛利率 23.8%, 同比+0.86pct; 3) 剔除海南和上海外, 其他地区贡献收入体量约达 100 亿元, 我们预计或源于各地线下免税店整体恢复情况较好。

分板块来看:

1) 三亚市内店: 主要运营三亚海棠湾店、三亚机场店、线上预订、补购业务, 23 年营收 283.64 亿元, 同比-6%; 归母净利润 26.47 亿元, 同比+4%, 归母净利率 9.33%, 同比+0.88pct。

2) 海口国际免税城: 23 年为海口国际免税城首个完整年度, 收入贡献达 68.38 亿元, 子公司层面盈利 0.33 亿元。

3) 海免公司: 主要运营美兰机场店、日月店、博鳌店, 受打击代购及新海港店分流影响, 23 年营收 49.18 亿元, 同比-13%, 归母净利润 1.98 亿元, 同比-43%, 归母净利率 4.03%, 同比-2.11pct, 我们预计主要受到供货利润调整影响。

3) 日上上海: 23 年营收 178.21 亿元, 同比+26%; 客流恢复带来租金大幅增长, 归母净利润 2.57 亿元, 同比-59%, 归母净利率 1.44%, 同比-3pct, 其中 23H2 归母净利润 2.49 亿元, 年底租金新合同落地从 23 年 12 月 1 日起执行, 我们预计 24 年有望贡献可观业绩增量。

4) 中免国际: 向各免税店供货获得供货利润, 同时运营 cdf 会员购平台, 23 年实现营收 460.53 亿元, 同比+10%, 归母净利润 19.97 亿元, 其中 23H2 仅 2.33 亿元。

5) 剔除上述主要板块利润后, 仍有约 15 亿归母净利润, 我们预计主要由各地免税门店贡献; 此外日上互联科技贡献投资收益 1.03 亿元。

财务分析: 1) **毛利端:** 23 年毛利率 31.82%, 同比+3.43pct, 虽然受汇率贬值影响较大, 但公司收窄折扣及积分政策, 叠加免税业务占比提升, 毛利率持续回升; 23Q4 毛利率 32.04%, 同比+11.05pct。2) **费用端:** 23 年税金及其他费率 2.43%, 同比+0.2pct; 销售费用 94.21 亿元, 同比+134%, 其中租赁费用达 43 亿元, 销售费率 13.95%, 同比+6.54pct; 管理费用 22.08 亿元, 基本与往期一

致，管理费率 3.36%，同比-0.8pct；财务费率-1.29%，同比-1.69pct，主要由汇兑收益和利息收入贡献；研发费用 0.6 亿元，研发费率约 0.09%。3) 库存及现金流：23 年末公司存货 210.6 亿元/-25%，资产减值损失 6.38 亿元；公司经营性现金流 151.26 亿元，账面货币资金达 318.38 亿元。

展望后续，我们看好利润率改善及消费力恢复带来的业绩弹性：

销售额：1) 23 年消费力疲软及打击代购等原因，海南离岛免税客单价及购物率或已触底，而中免海棠湾 C 馆开业提升物业承载力、新海港店仍处于爬坡期，销售额有望伴随消费力修复而获得较强弹性。2) 出入境客流持续复苏背景下，线下免税店整体经营向好，且中免口岸免税渠道多次中标，有望共同驱动销售额提升。

利润端：1) 上机与首机租金减免落地，有望带来利润贡献；2) 折扣力度持续收窄、业务结构不断优化，有望推动毛利率进一步提升。3) 库存结构优化资产减值损失有望减少，同时汇率的负面影响或有望收窄。

24 年来看，收入端物业增量+口岸店恢复、利润端租金减免+毛利率进一步优化有望共同驱动中免业绩兑现；中长期看海南及中免竞争优势较为明确，免税行业有望在经济周期上行阶段展现可观弹性；此外，考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化，仍然重点推荐中国中免。我们预计公司 24-26 年归母净利润 78.7、90.7、103.1 亿元，对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 23、20、17X，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险，市场竞争加剧，消费力疲软等。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	54,433	67,540	74,061	82,610	89,647
增长率 YoY %	-19.6%	24.1%	9.7%	11.5%	8.5%
归属母公司净利润(百万元)	5,030	6,714	7,873	9,068	10,314
增长率 YoY%	-47.9%	33.5%	17.3%	15.2%	13.7%
毛利率%	28.4%	31.8%	32.3%	32.7%	32.7%
净资产收益率ROE%	10.4%	12.5%	12.7%	12.8%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	2.43	3.25	3.81	4.38	4.99
市盈率 P/E(倍)	35.44	26.56	22.64	19.66	17.29
市净率 P/B(倍)	3.67	3.31	2.88	2.51	2.19

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2024 年 3 月 28 日收盘价

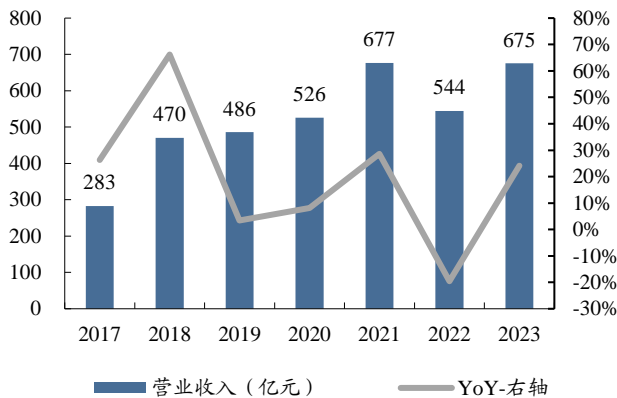
一、公司披露 2023 年年报，盈利能力回升，分红率上调至 50%

事件：中国中免于 3 月 27 日晚间披露 2023 年年报：

1) 2023 年全年实现营收 675.40 亿元，同比增长 24.08%，实现归母净利润 67.14 亿元，同比增长 33.46%，归母净利率 9.94%，同比增长 0.7pct；实现扣非后归母净利润 66.52 亿元，同比增长 35.71%；

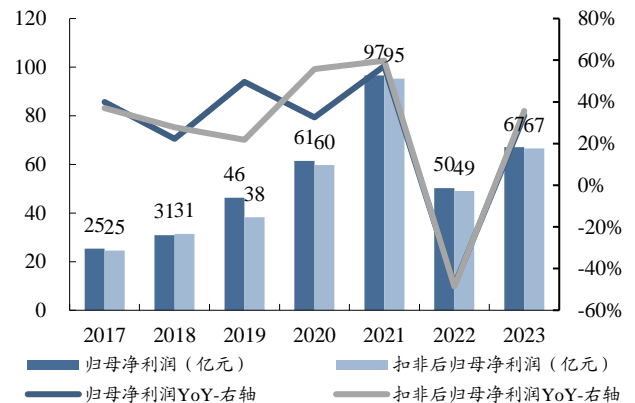
2) 23Q4 实现营收 167.03 亿元，同比增长 10.85%，环比增加 11.51%；实现归母净利润 15.07 亿元，同比增长 274.72%，环比增长 12.44%，归母净利率 9.03%；实现扣非后归母净利润 14.61 亿元，环比增长 9.29%。

图1：公司 2017-2023 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图2：公司 2017-2023 年归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）



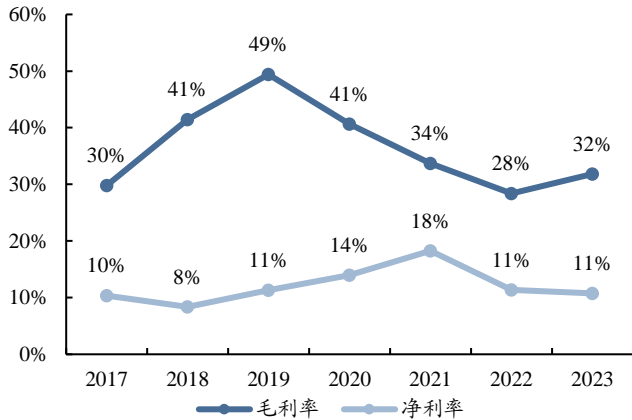
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

3) 毛利端来看，23 年毛利率 31.82%，同比增长 3.43pct，虽然受汇率贬值影响较大，但公司收窄折扣及积分政策，叠加免税业务占比提升，毛利率持续回升；23Q4 毛利率 32.04%，同比增长 11.05pct。

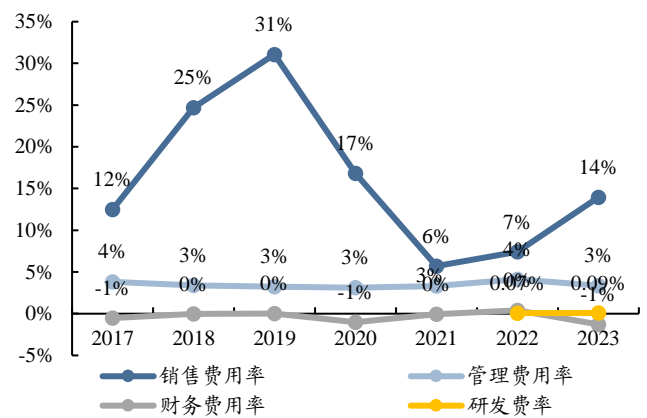
4) 费用端来看，23 年税金及其他费率 2.43%，同比增长 0.2pct；销售费用 94.21 亿元，同比增长 134%，其中租赁费用达 43 亿元，销售费率 13.95%，同比增长 6.54pct；管理费用 22.08 亿元，基本与往期一致，管理费率 3.36%，同比下降 0.8pct；财务费率 -1.29%，同比下降 1.69pct，主要由汇兑收益和利息收入贡献；研发费用 0.6 亿元，研发费率约 0.09%。

5) 利润端来看，23 年公司实现归母净利率 9.94%，同比增长 0.7pct；其中 23Q4 归母净利率 9.03%，同比增长 6.36pct，环比增长 0.07pct。

6) 公司拟大幅上调分红比例：每 10 股拟派发现金红利 16.5 元，现金分红总额 34.13 亿元，股利支付率从过往约 30% 大幅提高至 50.85%，体现公司对股东回报的重视和公司盈利能力的增强。

图3：公司 2017-2023 年毛利率、净利率情况 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图4：公司 2017-2023 年各项期间费用率情况 (%)


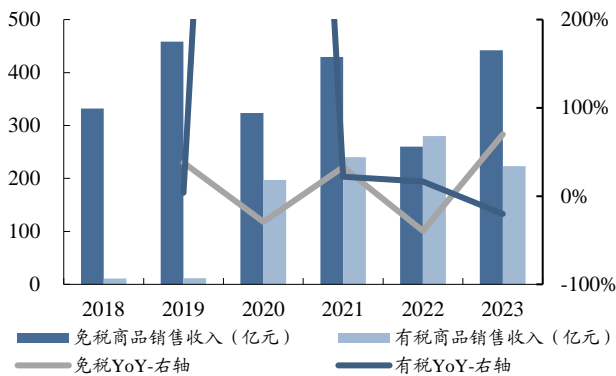
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

二、数据拆分

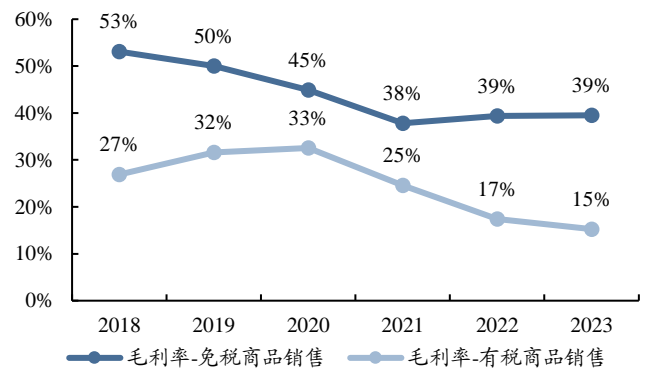
2.1、分业务拆分：客流恢复带动免税收入增长，业务结构优化利于毛利率修复

1) **免税业务**：海南+出入境客流恢复带动免税收入快速增长，23 年免税销售 442.31 亿元，同比增长 70%，毛利率 39.49%，同比增长 0.08pct；

2) **有税业务**：线下门店恢复叠加香化渠道竞争激烈，23 年有税销售 223.44 亿元，同比下降 20%，占比 33.1%，毛利率 15.25%，同比下降 2.17pct，业务结构优化也有利于毛利率持续修复。

图5：公司免税、有税商品销售收入 (亿元)


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图6：公司免税、有税商品毛利率 (%)


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

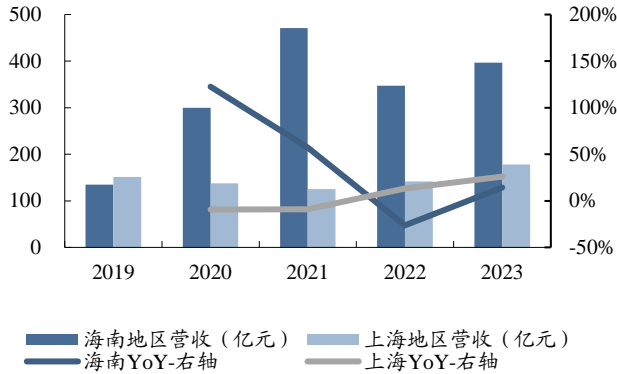
2.2、分地区拆分：深耕海南销售回暖，上海地区营收持续提升

1) **海南地区**：23 年海南板块营收 396.5 亿元，同比增长 14%，受打击代购及消费力疲软影响恢复速度不及客流，毛利率 25.76%，同比增长 0.33pct；

2) **上海地区**：23 年上海板块实现营收 178.21 亿元，同比增长 26%，毛利率 23.8%，同比提升 0.86pct；

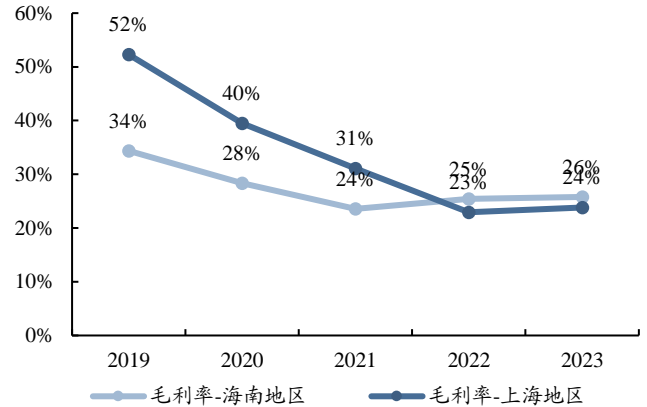
3) 剔除海南和上海外, 其他地区贡献收入体量约达 100 亿元, 我们预计或源于各地线下免税店整体恢复情况较好, 如中国香港、首都机场、白云机场、柬埔寨、中国澳门等。

图7: 公司海南及上海地区营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图8: 公司海南及上海地区毛利率 (%)



资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

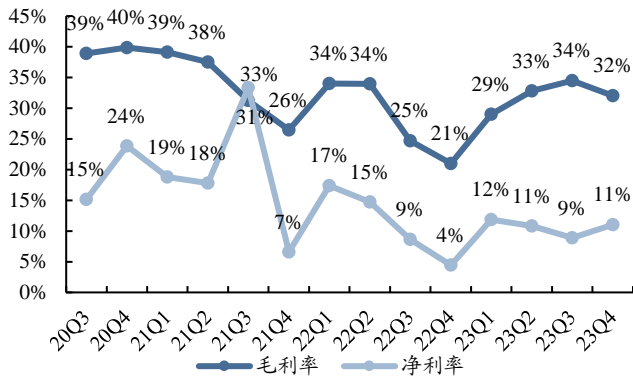
2.3、分季度拆分: 23Q4 营收季节性增长, 租金减免或贡献利润增量

23Q4 公司实现营收 167.03 亿元, 同比增长 10.85%, 环比增长 11.51%, 我们预计主要由海南离岛免税呈季节性增长以及日上上海双十一大促和线下客流恢复带动; 23Q4 公司实现归母净利润 15.07 亿元, 同比增长 274.72%, 归母净利率 9.03%, 同比增长 6.36pct, 环比增长 0.07pct, 除受益于毛利率持续修复外, 日上上海租金减免自 23 年 12 月实施以及资产减值损失收窄亦有贡献。

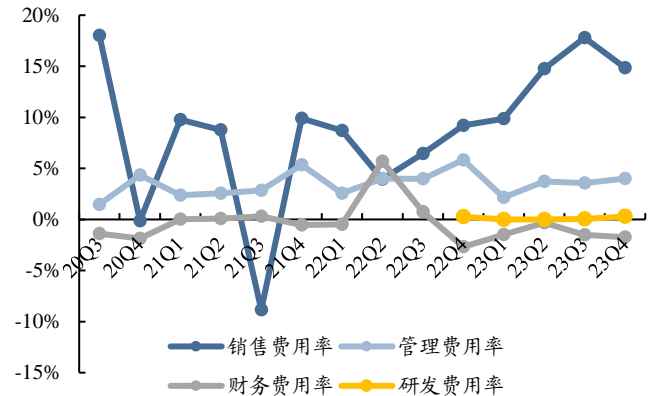
图9: 中免分季度数据拆分情况 (亿元)

项目	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4
营业收入(亿元)	181.34	173.92	139.73	181.77	167.82	108.68	117.14	150.68	207.69	150.89	149.79	167.03
QOQ	3.87%	-4.09%	-19.66%	30.09%	-7.67%	-35.24%	7.78%	28.64%	37.83%	-27.35%	-0.73%	11.51%
YOY	127.48%	53.40%	-11.73%	4.11%	-7.45%	-37.51%	-16.17%	-17.10%	23.76%	38.83%	27.87%	10.85%
毛利率	39.11%	37.52%	31.27%	26.44%	34.00%	33.95%	24.69%	20.99%	29.00%	32.83%	34.46%	32.04%
销售费用率	9.77%	8.77%	-8.85%	9.90%	8.71%	3.95%	6.45%	9.20%	9.86%	14.75%	17.80%	14.85%
管理费用率	2.38%	2.57%	2.85%	5.36%	2.57%	3.99%	3.98%	5.83%	2.15%	3.71%	3.56%	4.00%
财务费用率	0.01%	0.07%	0.31%	-0.55%	-0.47%	5.70%	0.73%	-2.69%	-1.49%	-0.31%	-1.50%	-1.72%
研发费用率								0.26%	0.00%	0.00%	0.06%	0.29%
净利率	18.78%	17.82%	33.34%	6.61%	17.38%	14.70%	8.60%	4.43%	11.87%	10.79%	8.87%	11.03%
归母净利润(亿元)	28.49	25.1	31.32	11.63	25.63	13.74	6.9	4.02	23.01	15.65	13.41	15.07
QOQ	-4.27%	-11.89%	24.77%	-62.88%	120.47%	-46.39%	-49.78%	-41.72%	471.92%	-31.99%	-14.33%	12.44%
YOY	13129%	163.57%	40.22%	-60.93%	-10.02%	-45.25%	-77.96%	-65.40%	-10.25%	13.86%	94.22%	274.72%
归母净利率	15.71%	14.43%	22.41%	6.40%	15.27%	12.65%	5.89%	2.67%	11.08%	10.37%	8.95%	9.03%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图10：公司分季度毛利率及净利率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图11：公司分季度费用率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.4、分板块拆分：疫情压力下日上上海销售仍同比实现增长，海免公司净利率逆势提升

1) **三亚市内店**：主要运营三亚海棠湾店、三亚机场店、线上预订、补购业务，23 年营收 283.64 亿元，同比下降 6%；归母净利润 26.47 亿元，同比增长 4%，归母净利率 9.33%，同比增长 0.88pct。

2) **海口国际免税城**：23 年为海口国际免税城首个完整年度，收入贡献达 68.38 亿元，子公司层面盈利 0.33 亿元。

3) **海免公司**：主要运营美兰机场店、日月店、博鳌店，受打击代购及新海港店分流影响，23 年营收 49.18 亿元，同比下降 13%，归母净利润 1.98 亿元，同比下降 43%，归母净利率 4.03%，同比下降 2.11pct，我们预计主要受到供货利润调整影响。

3) **日上上海**：23 年营收 178.21 亿元，同比增长 26%；客流恢复带来租金大幅增长，归母净利润 2.57 亿元，同比下降 59%，归母净利率 1.44%，同比下降 3pct，其中 23H2 归母净利润 2.49 亿元，年底租金新合同落地从 23 年 12 月 1 日起执行，我们预计 24 年有望贡献可观业绩增量。

4) **中免国际**：向各免税店供货获得供货利润，同时运营 cdf 会员购平台，23 年实现营收 460.53 亿元，同比增长 10%，归母净利润 19.97 亿元，其中 23H2 仅 2.33 亿元。

5) 剔除上述主要板块利润后，仍有约 16 亿归母净利润，我们预计主要由各地免税门店贡献；此外日上互联科技贡献投资收益 1.03 亿元。

图12: 中免分板块数据拆分情况 (亿元)

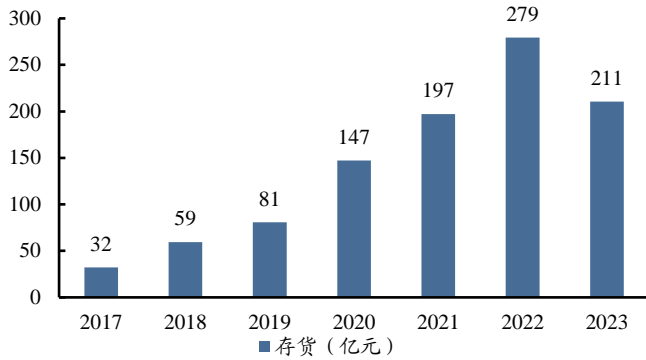
单位: 亿元		2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2020	2021	2022	2023
三亚市内免税店	营业收入	59.77	153.39	185.30	169.79	153.54	148.90	168.76	114.89	213.16	355.09	302.44	283.64
	YoY	-	-	210%	11%	-17%	-12%	10%	-23%	104%	67%	-15%	-6%
	净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	16.88	9.59	29.68	41.68	25.55	26.47
	净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	10.00%	8.35%	13.92%	11.74%	8.45%	9.33%
	归母净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	16.88	9.59	29.68	41.68	25.55	26.47
	YoY	-	-	330%	-32%	-4%	-94%	-31%	884%	40%	40%	-39%	4%
	归母净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	10.00%	8.35%	13.92%	11.74%	8.45%	9.33%
海免公司	营业收入	30.31	68.80	77.05	82.57	34.59	21.79	28.09	21.09	99.11	159.62	56.38	49.18
	YoY	-	-	154%	20%	-55%	-74%	-19%	-3%	-	61%	-65%	-13%
	净利润	3.43	12.01	11.92	6.53	3.57	3.67	2.90	1.65	15.44	18.46	7.24	4.55
	YoY	-	-	248%	-46%	-70%	-44%	-	0%	20%	-61%	-	-
	净利率	11.32%	17.46%	15.47%	7.91%	10.33%	16.82%	10.34%	7.82%	15.58%	11.56%	12.84%	9.26%
	归母净利润	1.45	5.12	5.11	2.82	1.82	1.64	1.48	0.50	6.57	7.93	3.46	1.98
	YoY	-	-	252%	-45%	-64%	-42%	-19%	-69%	-	21%	-56%	-43%
	归母净利率	4.78%	7.44%	6.63%	3.42%	5.27%	7.53%	5.27%	2.38%	6.63%	4.97%	6.14%	4.03%
日上上海	营业收入	68.67	68.62	57.60	67.31	54.54	86.91	81.97	96.24	137.30	124.91	141.45	178.21
	YoY	-	-	-16%	-2%	-5%	29%	50%	11%	-9%	-9%	13%	26%
	净利润	1.10	23.34	10.53	3.00	4.82	7.51	0.16	4.88	24.44	13.52	12.34	5.04
	YoY	-0.82	8.26	857%	-87%	-54%	150%	-	178%	-45%	-9%	-	-
	净利率	1.60%	34.01%	18.28%	4.46%	8.84%	8.65%	0.20%	5.07%	17.80%	10.83%	8.72%	2.83%
	归母净利润	1.10	11.36	5.37	1.53	2.46	3.83	0.08	2.49	12.46	6.90	6.29	2.57
	YoY	-	-	388%	-87%	-54%	150%	-97%	-35%	178%	-45%	-9%	-59%
	归母净利率	1.60%	16.55%	9.32%	2.27%	4.51%	4.41%	0.10%	2.59%	9.08%	5.52%	4.45%	1.44%
中免国际	营业收入						253.30	207.23				420.30	460.53
	YoY												10%
	归母净利润						17.65	2.33				12.09	19.97
	YoY												65%
	归母净利率						6.97%	1.12%				2.88%	4.34%
海口免税城公司	营业收入												68.38
	归母净利润												0.33
	归母净利率												0.48%

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

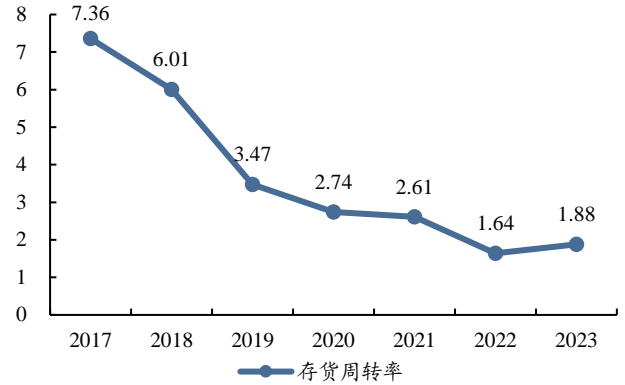
2.5、其他财务数据

1) **存货情况:** 2023 年末公司存货 210.6 亿元, 同比下降 25%, 库存情况持续优化; 存货周转率 1.88, 较上年有所提升, 我们预计主因销售恢复带动运行效率提升所致; 2023 年资产减值损失 6.38 亿元, 同比上升 8%。

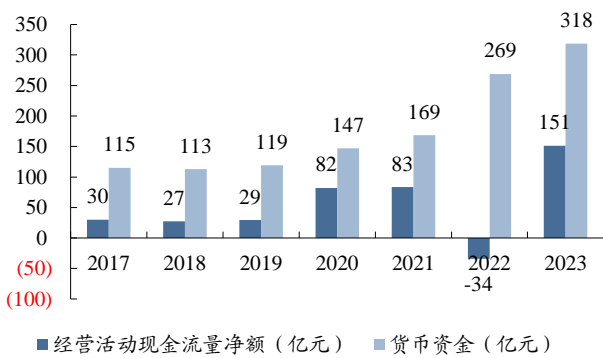
2) **现金流情况:** 2023 年公司经营性现金流 151.26 亿元, 主因商品销售收入增加致现金流入增加所致; 公司账面货币资金达 318.38 亿元, 同比增长 18%, 现金流稳定充沛。

图13: 公司存货情况 (亿元)


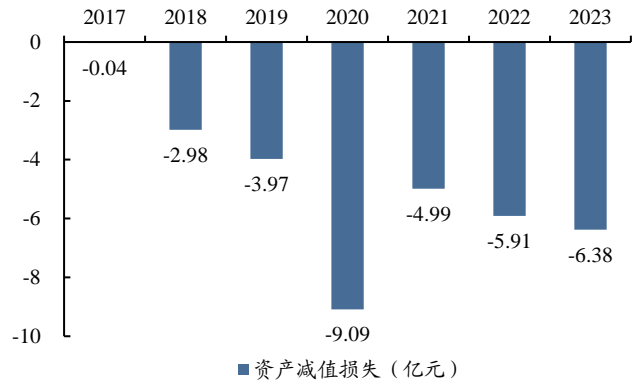
资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图14: 公司存货周转率情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图15: 公司经营性现金流、货币资金 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

图16: 公司资产减值损失 (亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研究开发中心

三、经营亮点及展望

2023 年公司多项核心优势并驱, 实现质量和效益的稳步提升, 品牌价值连续四年蝉联旅游服务行业全球第一、行业地位稳固:

- **深耕海南, 持续提升服务供给, 强化市场吸引力。**2023 年海南区域新增 177 个国内外知名品牌; “S 店” 对标一线品牌运营及服务标准, 14 家试点店全年销售额同比上升 65%; cdf 中免海南 APP 和小程序实现线上预订和离岛补购平台整合, 离岛免税市场吸引力进一步强化。此外, 公司加强整体运营规划布局, **1) 三亚凤凰机场免税店二期**于 23 年 9 月开业, 为机场隔离区内独栋免税购物综合体; **2) 三亚国际免税城 C 区**于 23 年 12 月开业, 独栋经营香化品类, 聚合 Chanel (香奈儿)、Dior (迪奥)、Estee Lauder (雅诗兰黛)、Lancome (兰蔻) 等核心品牌双层旗舰店, 并打造海南首家集合式 SPA 中心; **3) 三亚国际免税城二期**改造升级, 实现 LV (路易威登)、Dior (迪奥) 等顶级奢侈品牌及 Buccellati (布契拉提)、Celine (思琳)、Loro Piana (诺悠翩雅) 等超 30 家国际高端品牌开业。商品选择不断丰富, 满足消费者多元化购物需求, 并持续优化消费者购物体验。
- **重要渠道稳步拓展。****1) 口岸免税渠道:** 公司与首都机场、上海机场签署补充协议, 机场渠道保底租金及扣点比例较此前合同有所调减, 此外公司成功中标天津滨海国际机

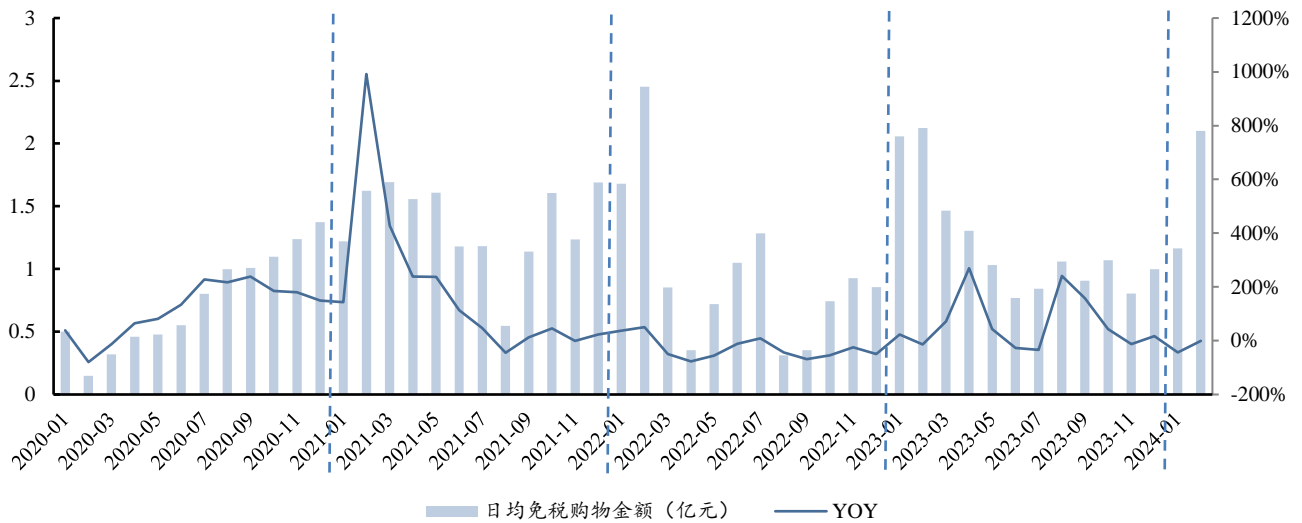
场进出境免税店项目以及大连周水子国际机场、云南天保口岸、云南瑞丽口岸、云南畹町口岸等出境免税店项目经营权，并获得成都双流国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、哈尔滨太平国际机场、广州南站等有税项目经营权，进一步巩固公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势。**2) 市内免税渠道：**公司密切关注市内店政策动态，积极推进市内店调研、选址、定位、规划等工作，继续做好新型市内店的开店准备工作。**3) 海外渠道：**公司有序推进海外项目拓展及免税经营权投标工作，成功获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权并实现开业，中标新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权，实现“爱达·魔都号”“地中海号”邮轮免税店开业。

- **聚焦新零售业务创新，推进线上业务整合。**公司启动大数据中台项目，完成会员交易及线上行为数据整合，构建统一的会员数据资产管理平台；加强精细化运营和营销能力，积极做好价格统筹，加强非价格营销手段，优化线上商品结构，打造特色品牌活动或IP主题活动；线上业务对客端（含APP、小程序、网站）进一步整合，并进一步优化线上平台功能，有效提升线上业务运营效率和消费者使用体验。
- **加快精品标杆项目建设与打造。**2023年公司稳步有序推进重点项目，**1) 三亚国际免税城一期2号地商业部分开业运营，酒店部分推进地上结构施工；2) 三亚国际免税城三期完成建筑方案设计及土方施工；3) 海口国际免税城项目，地块一实现主体结构封顶，地块二实现集中交付，地块三实现竣工验收，其他地块按计划有序推进中。**
- **核心竞争力持续修炼：1) 采购招商：**公司优化商品结构和采购策略，加快引进精品、国潮品牌，加强重点商品采购；**2) 供应链管理：**公司优化海南全岛仓储布局，提升仓储物流运营效率，优化制单作业流程，提升制单效率；**3) 数字化转型：**公司持续优化完善大会员、采购分销、大数据等数字化平台建设，增强数字化运营水平；**4) 零售运营：**持续加强员工服务提升培训，健全完善以客户为中心、以市场为导向、运行高效的管理服务体系；**5) 营销推广：**公司深度参与消博会、中国品牌博览会、TFWA亚太展览会等行业活动，紧抓关键营销节点，实施中免会员积分新政，持续优化大会员系统，会员总数已超过3200万人。

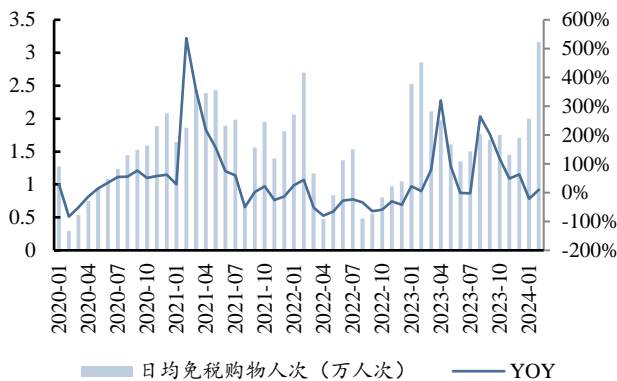
展望后续，基本面维度我们看好利润率改善及消费力恢复带来的业绩弹性：

- **销售额来看：**1) 23年消费力疲软及打击代购等原因，海南离岛免税客单价及购物率或已触底，而中免海棠湾C馆开业提升物业承载力、新海港店仍处于爬坡期，销售额有望伴随消费力修复而获得较强弹性。2) 出入境客流持续复苏背景下，线下免税店整体经营向好，且中免口岸免税渠道多次中标，有望共同驱动销售额提升。
- **利润端来看：**1) 上机与首机租金减免落地，有望带来利润贡献；2) 折扣力度持续收窄、业务结构不断优化，有望推动毛利率进一步提升。3) 库存结构优化资产减值损失有望减少，同时汇率的负面影响或有望收窄。

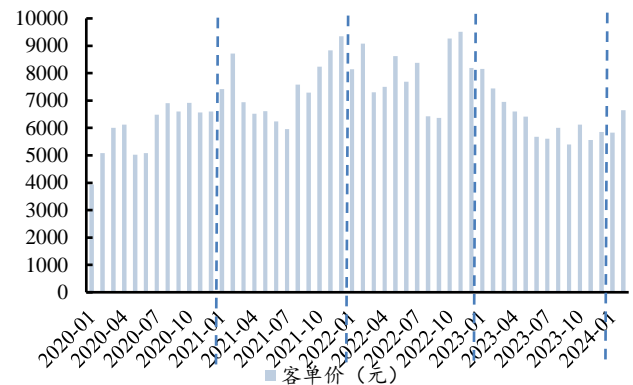
估值维度，海南全岛封关后低税率或带来竞争加剧和盈利能力下行风险是压制中免估值的核心因素，建议关注封关政策边际变化对中免估值的有效催化。

图17：海南离岛免税日均销售额及增速情况（亿元）


资料来源：iFind，信达证券研发中心

图18：海南离岛免税日均购物人次及增速情况(万人次)


资料来源：iFind，信达证券研究开发中心

图19：海南离岛免税客单价情况（元）


资料来源：iFind，信达证券研究开发中心

四、投资建议

24 年来看，收入端物业增量+口岸店恢复、利润端租金减免+毛利率进一步优化有望共同驱动中免业绩兑现；中长期看海南及中免竞争优势较为明确，免税行业有望在经济周期上行阶段展现可观弹性；此外，考虑到封关政策边际变化对估值的有效催化，仍然重点推荐中国中免。我们预计公司 24-26 年归母净利润 78.7、90.7、103.1 亿元，对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 23、20、17X，维持“买入”评级。

五、风险提示

1) 政策风险：免税行业对相关政策变化较为敏感，若政策变动较大，或对免税行业造成一定影响。

- 2) 市场竞争加剧: 若国家未来放宽免税行业的市场准入条件, 免税行业的市场竞争或将加剧。
- 3) 消费力疲软: 若消费力持续疲软, 或将影响居民免税消费需求。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57,205	58,456	65,609	74,978	85,653
货币资金	26,892	31,838	38,399	47,582	58,774
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	151	139	160	156	149
预付账款	398	482	521	579	628
存货	27,926	21,057	21,470	21,446	20,757
其他	1,838	4,940	5,059	5,215	5,344
非流动资产	18,702	20,414	22,644	23,745	24,673
长期股权投资	1,970	2,200	2,400	2,600	2,800
固定资产(合计)	5,434	6,292	8,849	10,106	11,113
无形资产	2,458	2,128	2,228	2,328	2,403
其他	8,840	9,794	9,167	8,711	8,358
资产总计	75,908	78,869	88,253	98,723	110,326
流动负债	17,480	15,329	16,476	17,586	18,505
短期借款	1,932	369	469	569	669
应付票据	19	37	35	39	42
应付账款	7,660	6,366	6,825	6,951	7,040
其他	7,869	8,556	9,147	10,028	10,754
非流动负债	4,300	4,359	4,359	4,359	4,359
长期借款	2,509	2,522	2,522	2,522	2,522
其他	1,791	1,837	1,837	1,837	1,837
负债合计	21,780	19,688	20,835	21,946	22,865
少数股东权益	5,554	5,348	5,503	5,795	6,165
归属母公司股东权益	48,573	53,834	61,915	70,982	81,296
负债和股东权益	75,908	78,869	88,253	98,723	110,326

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,433	67,540	74,061	82,610	89,647
同比(%)	-19.6%	24.1%	9.7%	11.5%	8.5%
归属母公司净利润	5,030	6,714	7,873	9,068	10,314
同比(%)	-47.9%	33.5%	17.3%	15.2%	13.7%
毛利率(%)	28.4%	31.8%	32.3%	32.7%	32.7%
ROE%	10.4%	12.5%	12.7%	12.8%	12.7%
EPS(摊薄)(元)	2.43	3.25	3.81	4.38	4.99
P/E	35.44	26.56	22.64	19.66	17.29
P/B	3.67	3.31	2.88	2.51	2.19
EV/EBITDA	46.88	16.33	13.47	10.81	8.75

利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,433	67,540	74,061	82,610	89,647
营业成本	38,982	46,049	50,140	55,606	60,342
营业税金及附加	1,215	1,644	1,803	2,012	2,183
销售费用	4,032	9,421	9,418	10,250	10,688
管理费用	2,209	2,208	2,592	2,891	2,958
研发费用	39	58	67	74	81
财务费用	220	-869	-148	-83	-90
减值损失合计	-591	-638	-815	-909	-986
投资净收益	162	87	107	127	147
其他	312	201	185	207	224
营业利润	7,619	8,677	9,666	11,285	12,869
营业外收支	-3	-32	5	5	5
利润总额	7,617	8,646	9,671	11,290	12,874
所得税	1,429	1,379	1,643	1,930	2,190
净利润	6,188	7,266	8,029	9,360	10,684
少数股东损益	1,158	553	155	292	370
归属母公司净利润	5,030	6,714	7,873	9,068	10,314
EBITDA	9,105	8,983	10,793	12,606	14,306
EPS(当年)(元)	2.53	3.25	3.81	4.38	4.99

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3,415	15,126	9,823	11,629	13,565
净利润	6,188	7,266	8,029	9,360	10,684
折旧摊销	1,437	1,310	1,270	1,399	1,522
财务费用	86	298	218	219	220
投资损失	-16	-162	-87	-107	-127
营运资金变动	-11,636	5,957	-359	-84	350
其它	671	383	773	862	936
投资活动现金流	-3,807	-4,716	-3,351	-2,327	-2,253
资本支出	-2,991	-1,801	-3,258	-2,254	-2,200
长期投资	-875	-2,923	-200	-200	-200
其他	59	9	107	127	147
筹资活动现金流	15,455	-4,628	-118	-119	-120
吸收投资	16,121	12	0	0	0
借款	4,010	160	100	100	100
支付利息或股息	-3,676	-2,525	-218	-219	-220
现金流净增加额	9,106	5,990	6,561	9,183	11,192

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。

宿一赫，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级曾任西南证券交运与社服行业分析师2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅餐饮、博彩等行业。

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1月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

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 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	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。