

机场减租费用优化，分红率显著提升回馈股东

2024 年 03 月 28 日

► **公司发布 2023 年年报，业绩符合预期。** 2023 年公司实现收入 675.40 亿元/yoy+24.08%，归母净利润 67.14 亿元/yoy+33.46%，扣非归母净利润 66.52 亿元/yoy+35.71%；23Q4 公司实现收入 167.03 亿元/yoy+10.85%，归母净利润 15.07 亿元/yoy+274.72%，扣非归母净利润 14.61 亿元/yoy+358.90%；整体业绩符合预期。

► **全年盈利能力同比改善，租金减免下 Q4 销售费率降低带动归母净利率环比改善。** 2023 年公司毛利率为 31.82%/yoy+3.43pcts，归母净利率为 9.94%/yoy+0.7pcts。24Q4 公司毛利率为 32.04%/环比-2.42pcts，我们认为或与 Q4 促销折扣降低有关，归母净利率为 15.07%/环比+1.66pcts，主要为销售费用率和财务费用率优化带来。24Q4 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率 / 财务费用率 各 14.85%/4%/0.29%/-1.72%，各环比 -2.95pcts/+0.44pcts/+0.23pcts/-0.22pcts，其中销售费用率下降显著，我们认为或与 2023 年 12 月公司新签署的租金协议有关，协议自 2023 年 12 月生效，故在 23Q4 租金减免已经开始显现。

► **海口免税城带动海南地区收入增长，线上收入提升显著受租金影响利润有所下滑。** 1) **分地区来看**，2023 年海南地区收入 396.5 亿元/yoy+14.25%，毛利率 25.76%/yoy+0.33pcts；上海地区营业收入 178.21 亿元/yoy+25.99%，毛利率 23.80%/yoy+0.86pcts。2) **分公司来看**，23 年中免国际收入 460.53 亿元，归母净利润 19.97 亿元；三亚市内免税店收入 283.64 亿元/yoy-6.22%，归母净利润 26.47 亿元/yoy+3.59%；海口免税城开业首年实现收入 68.38 亿元，归母净利润 3299.43 万元；海免公司收入 49.18 亿元/yoy-12.77%，归母净利润 1.98 亿元/yoy-42.78%；日上上海收入 178.21 亿元/yoy+25.99%，归母净利润 2.57 亿元/yoy-59.11%，主要受租金提升影响。

► **分红率显著提升回馈股东，库存优化。** 2023 年公司计划每股派发现金红利 1.65 元，合计派发现金红利 34.14 亿元，现金分红率达 50.85%，较 2022 年的 32.9%显著提升。库存方面，2023 年年末公司存货 210.57 亿元，环比下降 18 亿元，同比下降 68.69 亿元，库存有所优化。

► **投资建议：**新租金协议有望降低公司机场租金费用，出入境客流修复有望带动口岸免税收入，增收降费下我们认为公司口岸免税业务后续将贡献业务弹性；市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。此外，公司实控人为国务院国资委，隶属央企，长期看公司未来市值表现将和企业负责人考核挂钩，经营效益有望提升。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 78.72、95.40、111.21 亿元，对应 3 月 28 日收盘价 PE 分别为 23x/19x/16x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**客流恢复不及预期、消费信心不足等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	67,540	73,300	83,000	92,000
增长率 (%)	24.1	8.5	13.2	10.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,714	7,872	9,540	11,121
增长率 (%)	33.5	17.3	21.2	16.6
每股收益 (元)	3.25	3.81	4.61	5.38
PE	27	23	19	16
PB	3.3	3.0	2.7	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 03 月 28 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

86.18 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 中国中免 (601888.SH) 业绩快报点评：业绩符合预期，Q4 净利率环比改善-2024/01/10
- 中国中免 (601888.SH) 2023 年三季度报点评：Q3 毛利率环比持续改善，存货逐步优化-2023/10/27
- 中国中免 (601888.SH) 2023 年半年报点评：毛利率环比改善，期待下半年业绩提升-2023/08/25
- 中国中免 (601888.SH) 2023 年中报业绩快报点评：Q2 归母净利润同比增 13.75%，毛利率环比改善-2023/07/09
- 中国中免 (601888.SH) 2023 年一季度报点评：一季度业绩同比下滑，期待全年盈利能力逐步提升-2023/04/28

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67,540	73,300	83,000	92,000
营业成本	46,049	49,844	56,025	61,640
营业税金及附加	1,644	1,600	1,600	1,600
销售费用	9,421	8,500	9,500	10,500
管理费用	2,208	2,200	2,250	2,300
研发费用	58	50	40	30
EBIT	7,673	11,304	13,781	16,129
财务费用	-869	-803	-812	-816
资产减值损失	-638	-503	-507	-507
投资收益	87	100	100	100
营业利润	8,677	11,715	14,197	16,549
营业外收支	-32	0	0	0
利润总额	8,646	11,715	14,197	16,549
所得税	1,379	1,874	2,271	2,648
净利润	7,266	9,840	11,925	13,901
归属于母公司净利润	6,714	7,872	9,540	11,121
EBITDA	8,983	12,744	15,645	18,489

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,838	41,177	45,603	55,706
应收账款及票据	139	117	133	148
预付款项	482	399	448	493
存货	21,057	21,347	17,913	16,381
其他流动资产	4,940	4,605	4,701	4,785
流动资产合计	58,456	67,645	68,798	77,513
长期股权投资	2,200	2,300	2,400	2,500
固定资产	6,292	8,604	10,871	13,135
无形资产	2,128	2,127	2,125	2,124
非流动资产合计	20,414	22,383	24,060	25,664
资产合计	78,869	90,029	92,858	103,177
短期借款	369	569	819	1,019
应付账款及票据	6,403	7,101	3,837	3,378
其他流动负债	8,556	11,258	7,959	8,012
流动负债合计	15,329	18,929	12,616	12,409
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522
其他长期负债	1,837	1,764	1,572	1,335
非流动负债合计	4,359	4,287	4,094	3,857
负债合计	19,688	23,215	16,710	16,266
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,348	7,316	9,701	12,481
股东权益合计	59,182	66,813	76,148	86,911
负债和股东权益合计	78,869	90,029	92,858	103,177

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.08	8.53	13.23	10.84
EBIT 增长率	0.07	47.32	21.91	17.04
净利润增长率	33.46	17.26	21.19	16.57
盈利能力 (%)				
毛利率	31.82	32.00	32.50	33.00
净利润率	9.94	10.74	11.49	12.09
总资产收益率 ROA	8.51	8.74	10.27	10.78
净资产收益率 ROE	12.47	13.23	14.36	14.94
偿债能力				
流动比率	3.81	3.57	5.45	6.25
速动比率	2.17	2.23	3.70	4.59
现金比率	2.08	2.18	3.61	4.49
资产负债率 (%)	24.96	25.79	18.00	15.77
经营效率				
应收账款周转天数	0.75	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	166.90	160.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.87	0.87	0.91	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	3.81	4.61	5.38
每股净资产	26.02	28.76	32.12	35.98
每股经营现金流	7.31	7.57	5.12	8.38
每股股利	0.80	1.25	1.52	1.77
估值分析				
PE	27	23	19	16
PB	3.3	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	16.90	11.91	9.71	8.21
股息收益率 (%)	0.93	1.45	1.76	2.05

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,266	9,840	11,925	13,901
折旧和摊销	1,310	1,440	1,864	2,359
营运资金变动	5,957	3,783	-3,801	472
经营活动现金流	15,126	15,658	10,590	17,333
资本开支	-1,801	-2,759	-2,816	-3,047
投资	-2,923	0	0	0
投资活动现金流	-4,716	-2,759	-2,816	-3,047
股权募资	12	0	0	0
债务募资	-1,404	-539	250	200
筹资活动现金流	-4,628	-3,561	-3,348	-4,182
现金净流量	5,990	9,339	4,425	10,103

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026