

## 分红比例大幅提升，免税龙头行稳致远

中国中免(601888)

推荐 (维持)

### 核心观点:

**事件:** 2023年公司实现营收675.4亿元/同比+24%;归母净利润67.1亿元/同比+33%,扣非净利66.5亿元/同比+36%。4Q23公司实现营收167.0亿元/同比+11%,归母净利润15.1亿元/同比+275%,扣非净利14.6亿元/同比+359%。

#### ● 核心销售渠道均实现恢复性增长，竞争优势持续巩固

分渠道看，2023年公司海南地区实现营收396.5亿元/同比+14%，我们预计主要受益于：1)海南离岛免税市场实现恢复性增长；2)公司海口国际免税城进入完整运营年度，2023年实现营收68.3亿元，收入体量已达公司三亚业务的24%，并取得3300万盈利。机场免税方面，日上上海2023年实现营收178亿元/同比+26%，归母净利率约1.4%，考虑2024年受益于机场出入境客流进一步恢复+新租金协议开始执行，我们预计公司核心机场渠道盈利能力将有显著回升。此外，虽然2023年中国整体消费环境表现不佳，但公司仍在通过扩大投资巩固自身竞争优势，2023年公司三亚凤凰机场免税店二期、三亚国际免税城C区及二期项目改造升级均已成功实施，并实现对顶奢品牌LV的引入，进一步巩固自身在海南离岛免税市场的竞争优势。

#### ● Q4毛利率表现好于21年以来同期水平，管理效能持续释放

2023年公司免税/有税业务毛利率各为39.5%、15.3%，同比+0.1pct、-2.2pct。其中，公司Q4毛利率32.0%/同比+11pct，为2021年以来Q4同期最佳水平。净利润率方面，公司全年归母净利率9.9%/同比+0.7pct，其中Q4净利率9.0%，同比+6.3pct，环比+0.1pct。公司盈利能力改善，预计主要来自于管理效能提升及营销策略优化。机场租金协议重签由于12月才生效，预计对净利率改善影响较小，但考虑到2024年国际航班恢复率进一步提升至80%，公司与机场协议重签，带来的租金成本改善预计将在2024年得到显著体现。

#### ● 高比例分红展现头部央企担当，股息率有望逐步提升

公司审议通过2023年利润分配方案，拟向全体股东每股派发现金红利1.65元(含税)，合计拟派发现金红利34.1亿元，分红率大幅提升至51%，展现公司作为头部央企，积极响应号召提高股东回报。考虑公司整体经营稳健、资产负债结构优异，我们认为若未来分红率持续维持高位，伴随公司业绩持续增长，未来股息率将由当前的1.9%逐步提升，增强中长期投资价值。

#### ● 投资建议

我们认为2024年核心催化在于：1)国人市内免税政策落地；2)机场口岸免税复苏+租金协议优化带来的增量贡献。中长期看，公司目前充分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，将推动业绩实现持续增长。预计2024-26年公司归母净利润各为82亿、98亿、114亿，对应PE各为22X、18X、16X，考虑公司对股东回报重视度提升，股息率有望随业绩增长提高，我们认为当前估值性价比较高，维持“推荐”评级。

#### ● 风险提示：口岸免税销售恢复低于预期的风险；政策进展低于预期的风险。

### 分析师

顾熹闽

☎: 18916370173

✉: guximin\_yj@chinastock.com.cn

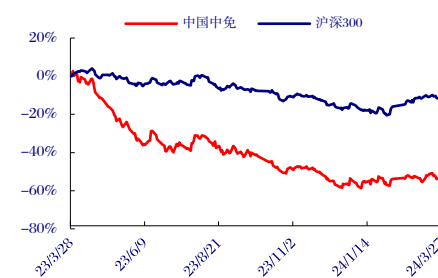
分析师登记编码: S0130522070001

### 市场数据

2024-03-28

股票代码	601888
A股收盘价(元)	86.18
上证指数	3010.66
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)	1,683

### 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: 业绩符合预期, 24年关注租金费用优化、政策催化

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	67540.10	77712.76	89369.67	98306.64
收入增长率%	24.08	15.06	15.00	10.00
归母净利润(百万元)	6713.69	8204.70	9843.28	11398.89
利润增速%	33.46	22.21	19.97	15.80
毛利率%	31.82	32.00	32.50	33.00
摊薄 EPS(元)	3.25	3.97	4.76	5.51
PE	26.56	21.73	18.11	15.64
PB	3.31	2.87	2.48	2.14
PS	2.64	2.29	2.00	1.81

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)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>58455.84</b>	<b>72488.91</b>	<b>85059.77</b>	<b>98037.35</b>	营业收入	67540.10	77712.76	89369.67	98306.64
现金	31838.43	49594.04	81361.96	73432.09	营业成本	46049.40	52844.68	60324.53	65865.45
应收账款	138.84	184.73	208.09	213.15	营业税金及附加	1644.28	1709.68	1966.13	2162.75
其它应收款	1238.83	708.94	1895.88	899.98	营业费用	9420.83	9325.53	10724.36	11796.80
预付账款	481.92	500.84	606.41	658.55	管理费用	2208.34	2409.10	2681.09	2949.20
存货	21056.91	17799.46	-2713.47	19132.67	财务费用	-868.80	-778.01	-479.04	-810.62
其他	3700.91	3700.91	3700.91	3700.91	资产减值损失	-638.16	-777.13	-893.70	-983.07
<b>非流动资产</b>	<b>20413.57</b>	<b>20413.57</b>	<b>20413.57</b>	<b>20413.57</b>	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2199.94	2199.94	2199.94	2199.94	投资净收益	86.98	77.71	89.37	98.31
固定资产	6292.10	6292.10	6292.10	6292.10	营业利润	8677.20	11533.46	13384.02	15497.63
无形资产	2127.54	2127.54	2127.54	2127.54	营业外收入	11.42	10.00	10.00	10.00
其他	9793.98	9793.98	9793.98	9793.98	营业外支出	43.09	20.00	20.00	20.00
<b>资产总计</b>	<b>78869.41</b>	<b>92902.48</b>	<b>105473.33</b>	<b>118450.91</b>	利润总额	8645.53	11523.46	13374.02	15487.63
<b>流动负债</b>	<b>15328.50</b>	<b>20142.81</b>	<b>22014.44</b>	<b>22601.92</b>	所得税	1379.32	2304.69	2674.80	3097.53
短期借款	369.43	348.47	327.52	-207.38	净利润	7266.21	9218.77	10699.22	12390.10
应付账款	6366.24	9123.04	9879.78	10158.82	少数股东损益	552.53	1014.06	855.94	991.21
其他	8592.83	10671.29	11807.14	12650.49	归属母公司净利润	6713.69	8204.70	9843.28	11398.89
<b>非流动负债</b>	<b>4359.27</b>	<b>4359.27</b>	<b>4359.27</b>	<b>4359.27</b>	EBITDA	8982.91	11454.86	13709.31	15571.77
长期借款	2522.28	2522.28	2522.28	2522.28	EPS (元)	3.25	3.97	4.76	5.51
其他	1836.99	1836.99	1836.99	1836.99					
<b>负债合计</b>	<b>19687.77</b>	<b>24502.07</b>	<b>26373.71</b>	<b>26961.19</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
少数股东权益	5347.69	6361.75	7217.69	8208.90	营业收入	24.08%	15.06%	15.00%	10.00%
归属母公司股东权益	53833.95	62038.65	71881.93	83280.83	营业利润	13.88%	32.92%	16.05%	15.79%
<b>负债和股东权益</b>	<b>78869.41</b>	<b>92902.48</b>	<b>105473.33</b>	<b>118450.91</b>	归属母公司净利润	33.46%	22.21%	19.97%	15.80%
					毛利率	31.82%	32.00%	32.50%	33.00%
					净利率	9.94%	10.56%	11.01%	11.60%
					ROE	12.47%	13.23%	13.69%	13.69%
					ROIC	9.99%	12.42%	12.99%	12.94%
					资产负债率	24.96%	26.37%	25.01%	22.76%
					净负债比率	-44.70%	-64.67%	-96.11%	-75.01%
					流动比率	3.81	3.60	3.86	4.34
					速动比率	2.17	2.51	3.79	3.30
					总资产周转率	0.86	0.84	0.85	0.83
					应收帐款周转率	486.46	420.69	429.48	461.21
					应付帐款周转率	10.61	8.52	9.05	9.68
					每股收益	3.25	3.97	4.76	5.51
					每股经营现金	7.31	8.57	15.34	-3.62
					每股净资产	26.02	29.99	34.74	40.25
					P/E	26.56	21.73	18.11	15.64
					P/B	3.31	2.87	2.48	2.14
					EV/EBITDA	16.33	11.70	7.46	7.04
					P/S	2.64	2.29	2.00	1.81

资料来源：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。

## 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。

## 评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

## 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