

中国中免 (601888)

2023年业绩符合预期，分红比例大幅提升

◆ 事件：公司发布2023年年报，报告期内，公司实现营业收入675.40亿元，同比+24.08%；归母净利润67.14亿元，同比+33.46%；扣非后归母净利润66.52亿元，同比+35.71%。毛利率31.82%，同比+3.43pct，净利率10.76%，同比-0.61pct。拟向全体股东每10股派发现金红利16.5元（含税），合计拟派发现金红利34.14亿元（含税），现金分红比例为50.85%，较往年30%水平显著提升。

单季度来看，23Q4，公司实现营收167.03亿元，同比+10.85%；归母净利润15.07亿元，同比+274.72%；毛利率32.04%，同比+11.05pct，环比-2.42pct；净利率11.03%，同比+6.60pct，环比+2.16pct。

◆ 2023年毛利率稳步改善，费用端承压致使净利率微降。

- 收入端：公司全年实现营收675.40亿元/同比+24.08%，Q1-Q4同比增速分别为+23.76%/+38.83%/+27.87%/+10.85%，基本符合市场预期，Q4同比增速低于前三季度主要系23Q4基数较高所致，2024年春节海南旅游热及消费信心复苏，24Q1业绩可期。
- 毛利率端：全年毛利率大幅改善主要系折扣力度变化所致，后续品类结构优化有望进一步改善毛利，距离2019年毛利率高点49.40%仍有较大提升空间。
- 费用端：整体费用率为16.02%/同比+4.08pct，其中销售费用率为13.95%/同比+6.54pct，系重点机场客流恢复导致租赁费用增加及2022年基数较低所致；管理费用率为3.27%/同比-0.79pct，公司持续优化库存管理；研发费用率为0.09%/同比+0.02pct；财务费用率为-1.29%/同比-1.69pct，系公司汇兑收益和利息收入大幅增加所致。

◆ 2023年海南经营稳健，免税供给进一步扩容。2023年，公司海南整体收入396.50亿元/同比+14.25%（2021年：470.96亿元），海南的子公司三亚市内免税店/海免公司分别实现营收283.64/49.18亿元，同比-6.22%/-12.79%，归母净利润分别为26.47/1.98亿元，同比

投资评级

买入

维持评级

2024年03月29日

收盘价(元):

85.42

公司基本数据

| | |
|--------------|--------------|
| 总股本(百万股) | 2,068.86 |
| 总市值(百万) | 176,721.94 |
| 流通股本(百万股) | 1,952.48 |
| 流通市值(百万) | 166,780.46 |
| 12月最高/最低价(元) | 187.00/75.12 |
| 资产负债率(%) | 24.96 |
| 每股净资产(元) | 26.02 |
| 市盈率(TTM) | 26.32 |
| 市净率(PB) | 3.28 |
| 净资产收益率(%) | 12.47 |

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

郭念伟 研究助理
SAC执业证书: S0640123040023
联系电话:
邮箱: guonw@avicsec.com

相关研究报告

减租预期落地，机场免税有望加速复苏 —
2023-12-29

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

+3.60%/-42.78%，营收下滑主要归因于海口免税城公司（营收：68.38 亿元；归母净利润：0.33 亿元）以开业优惠折扣引流效果明显，导致拉低整体净利润。伴随海口免税城逐渐回归常规运营模式，且产品结构不断丰富，有望提升盈利能力，增厚公司利润。公司仍在积极布局建设，打造离岛免税成熟业态，2023 年底，公司旗下的cdf 三亚国际免税城 C 区全球美妆广场正式开业；免税城二期改造升级，实现 LV、DIOR 等 30 多家国际高端品牌开业；三期已完成建筑方案设计及土方施工，海口国际免税城项目方面，地块一实现主体结构封顶，地块二（悦领湾项目）实现集中交付，地块三（悦澜庭项目）实现竣工验收，海南地区免税供给进一步扩容。

Q3 毛利率明显改善，增量项目落地可期—
2023-11-05
毛利率环比改善，静待旺季拐点和新政落地—
2023-07-13

- ◆ **机场免税业务承压，新协议&客流复苏下有望提振利润。**公司 2023 年销售费用同比增加 133.65%至 94.21 亿元，主要系机场租赁费用增加所致。基于此，公司着手通过最新的补充协议与机场业绩做深度绑定，分别与首都机场、上海机场（浦东机场、虹桥机场）签订了免税店经营补充协议，机场免税店的租金改为“保底+提成”的模式，保底租金较原先协议租金大幅下调超 80%。同时，公司中标天津滨海国际机场进出境免税店项目，获得多个机场的出境免税店项目经营权和有税项目经营权，机场免税布局进一步扩张。2023 年底首都机场国际航空恢复至 50%，2024 年 2 月上海机场国际航线客流分别已恢复至 2019 年同期的 85%左右，随着跨境客流持续修复，口岸机场免税销售增量可期。伴随国际航班的恢复和出入境游客增多，协议生效后有望减轻公司的成本压力，2024 年公司的机场免税业务有望加速复苏，为公司贡献利润增量。
- ◆ **投资建议：**作为免税行业国内龙头，公司在离岛及国际客流量稳增和居民消费意愿渐进恢复的背景下，海南地区免税供给持续扩容，新签协议有望减轻公司成本压力，并充分发挥其在运营、供应链、用户等方面的资源优势，实现品牌价格体系重塑，加速业绩兑现，中长线成长潜力可观。预计 2024-2026 年公司归母净利润分别为 80.03/98.06/114.73 亿元，EPS 分别为 3.87/4.74/5.55 元，对应当前股价 PE 分别为 22/18/15 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**项目建设不顺风险、国内外宏观环境的影响、政策变动风险、客流量恢复不及预期、居民消费信心不足风险。

◆ 盈利预测

| 单位/百万元 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入 | 54432.85 | 67540.10 | 81144.57 | 93378.94 | 105554.61 |
| 增长率(%) | -19.57% | 24.08% | 20.14% | 15.08% | 13.04% |
| 归属母公司股东净利润 | 5030.38 | 6713.69 | 8003.20 | 9806.40 | 11473.04 |
| 增长率(%) | -47.89% | 33.46% | 19.21% | 22.53% | 17.00% |
| 每股收益 EPS(元) | 2.43 | 3.25 | 3.87 | 4.74 | 5.55 |
| 市盈率(P/E) | 35.13 | 26.32 | 22.08 | 18.02 | 15.40 |

资料来源：同花顺 iFind, 中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

| 资产负债表 | | | | | | 利润表 | | | | | | | |
|-----------|----------|----------|----------|----------|-----------|-----------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024s | 2025s | 2026s | 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024s | 2025s | 2026s |
| 货币资金 | 16856.20 | 26891.70 | 31838.43 | 38381.12 | 47111.43 | 57248.63 | 营业收入 | 67675.52 | 54432.85 | 67540.10 | 81144.57 | 93378.94 | 105554.61 |
| 应收票据及账款 | 105.99 | 151.30 | 139.84 | 173.15 | 199.25 | 225.23 | 营业成本 | 44882.36 | 38981.84 | 46049.40 | 54808.51 | 62547.22 | 70286.04 |
| 预付账款 | 347.99 | 398.17 | 481.92 | 529.93 | 609.83 | 689.35 | 税金及附加 | 1839.44 | 1215.24 | 1644.28 | 1997.54 | 2298.71 | 2598.44 |
| 其他应收款 | 839.53 | 862.36 | 1238.93 | 1260.18 | 1450.18 | 1639.26 | 销售费用 | 3860.94 | 4032.03 | 9420.83 | 9737.35 | 11018.71 | 12455.44 |
| 存货 | 19724.70 | 27926.48 | 21056.91 | 29471.28 | 33632.49 | 37793.76 | 管理费用 | 2249.86 | 2209.18 | 2208.34 | 2677.77 | 2988.13 | 3272.19 |
| 其他流动资产 | 667.29 | 975.47 | 3700.91 | 2233.54 | 2570.30 | 2905.44 | 研发费用 | 0.00 | 39.03 | 58.42 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动资产合计 | 38541.69 | 57205.48 | 59455.94 | 72029.20 | 85573.49 | 100501.67 | 财务费用 | -42.52 | 220.28 | -868.80 | 57.81 | -43.60 | -134.71 |
| 长期股权投资 | 991.69 | 1970.10 | 2199.94 | 2340.68 | 2481.42 | 2822.16 | 资产减值损失 | -498.93 | -590.69 | -638.16 | -748.50 | -861.35 | -973.66 |
| 固定资产 | 6125.51 | 7520.55 | 8386.51 | 7222.55 | 6020.74 | 4811.08 | 信用减值损失 | -23.32 | 7.16 | 2.58 | -4.73 | -5.44 | -6.15 |
| 在建工程 | 2889.94 | 1852.28 | 1066.68 | 888.90 | 711.12 | 533.34 | 其他经营损益 | -0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 无形资产 | 2401.32 | 2458.04 | 2127.54 | 1773.45 | 1419.26 | 1064.96 | 投资收益 | 162.33 | 162.49 | 86.98 | 137.27 | 137.27 | 137.27 |
| 长期待摊费用 | 812.48 | 1101.65 | 1074.18 | 537.09 | 0.00 | 0.00 | 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非流动资产 | 3711.09 | 3799.50 | 5558.71 | 5348.90 | 5139.09 | 4929.28 | 资产处置收益 | 1.25 | 9.09 | 48.29 | 19.54 | 19.54 | 19.54 |
| 非流动资产合计 | 16932.03 | 18702.12 | 20413.57 | 18111.57 | 15781.63 | 13960.82 | 其他收益 | 277.71 | 296.14 | 149.89 | 241.24 | 241.24 | 241.24 |
| 资产总计 | 55473.73 | 75907.60 | 79869.51 | 90140.77 | 101355.11 | 114462.49 | 营业利润 | 14804.47 | 7619.45 | 8677.20 | 11510.42 | 14101.03 | 16495.45 |
| 应付账款 | 411.34 | 1932.23 | 369.43 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 营业外收入 | 17.10 | 12.59 | 11.42 | 13.70 | 13.70 | 13.70 |
| 应付票据及账款 | 5879.91 | 7678.67 | 6402.94 | 8332.44 | 9737.18 | 10941.93 | 营业外支出 | 20.16 | 15.12 | 43.09 | 26.12 | 26.12 | 26.12 |
| 其他流动负债 | 10844.89 | 7969.47 | 8556.14 | 11596.38 | 13247.72 | 14900.35 | 其他非经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 流动负债合计 | 17136.13 | 17480.32 | 15328.50 | 20128.82 | 22984.89 | 25842.29 | 利润总额 | 14801.40 | 7616.92 | 8645.53 | 11498.00 | 14088.61 | 16483.03 |
| 长期借款 | 3486.52 | 4246.65 | 4273.19 | 2845.25 | 1524.79 | 451.12 | 所得税 | 2436.77 | 1428.67 | 1379.32 | 1961.32 | 2403.22 | 2811.66 |
| 其他非流动负债 | 59.68 | 53.21 | 86.08 | 86.08 | 86.08 | 86.08 | 净利润 | 12364.63 | 6188.25 | 7266.21 | 9536.68 | 11685.38 | 13671.37 |
| 非流动负债合计 | 3546.20 | 4299.87 | 4359.27 | 2931.33 | 1610.87 | 537.20 | 少数股东损益 | 2710.89 | 1157.67 | 552.53 | 1533.48 | 1878.99 | 2198.33 |
| 负债合计 | 20682.34 | 21780.19 | 19687.77 | 23060.14 | 24595.77 | 26379.49 | 归属母公司股东净利润 | 9653.74 | 5030.38 | 6713.69 | 8003.20 | 9806.40 | 11473.04 |
| 股本 | 1952.48 | 2068.96 | 2068.96 | 2068.96 | 2068.96 | 2068.96 | EBITDA | 15238.63 | 8409.17 | 8545.37 | 13998.54 | 16515.69 | 18309.87 |
| 资本公积 | 1870.30 | 17486.40 | 17447.20 | 17447.20 | 17447.20 | 17447.20 | NOPLAT | 12330.93 | 6361.88 | 6522.06 | 9578.72 | 11643.31 | 13553.73 |
| 留存收益 | 25796.02 | 29018.14 | 34317.89 | 40883.40 | 48483.13 | 57608.46 | EPS (元) | 4.67 | 2.43 | 3.25 | 3.87 | 4.74 | 5.55 |
| 归属母公司权益 | 29618.80 | 48573.40 | 53833.95 | 60198.47 | 67999.20 | 77124.53 | | | | | | | |
| 少数股东权益 | 5172.60 | 5354.01 | 5347.69 | 6881.16 | 8760.15 | 10958.48 | | | | | | | |
| 股东权益合计 | 34791.39 | 54127.41 | 59181.64 | 67080.63 | 76759.35 | 88083.00 | | | | | | | |
| 负债和股东权益合计 | 55473.73 | 75907.60 | 79869.51 | 90140.77 | 101355.11 | 114462.49 | | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | | |
|----------|----------|-----------|----------|----------|----------|----------|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024s | 2025s | 2026s |
| 税后经营利润 | 12364.63 | 6188.25 | 7266.21 | 9216.82 | 11365.53 | 13351.52 |
| 折旧与摊销 | 479.75 | 571.97 | 768.64 | 2442.73 | 2470.69 | 1961.55 |
| 财务费用 | -42.52 | 220.28 | -868.80 | 57.81 | -43.60 | -134.71 |
| 投资损失 | -162.33 | -162.49 | -86.98 | -137.27 | -137.27 | -137.27 |
| 公允价值变动 | -6494.04 | -11635.78 | 5957.05 | -1880.82 | -1937.89 | -1933.60 |
| 其他经营现金流 | 1141.15 | 537.19 | 1549.43 | 366.09 | 366.09 | 366.09 |
| 经营性现金流净额 | 7286.64 | -4280.59 | 14585.55 | 10065.27 | 12083.55 | 13473.58 |
| 资本支出 | 2174.67 | 3001.84 | 1768.74 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 长期投资 | -187.98 | -875.00 | -2923.14 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他投资现金流 | 45.11 | 70.19 | -23.91 | -49.71 | -49.71 | -49.71 |
| 投资性现金流净额 | -2317.53 | -3806.65 | -4715.79 | -49.71 | -49.71 | -49.71 |
| 短期借款 | -8.03 | 1520.89 | -1562.80 | -369.43 | 0.00 | 0.00 |
| 长期借款 | 3486.52 | 760.13 | 26.54 | -1427.94 | -1320.46 | -1073.67 |
| 普通股增加 | 0.00 | 116.38 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 资本公积增加 | -111.77 | 15616.10 | -39.20 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他筹资现金流 | -7185.77 | -2558.95 | -3052.32 | -1695.49 | -1963.06 | -2213.00 |
| 筹资性现金流净额 | -3817.04 | 15454.56 | -4627.78 | -3492.86 | -3283.52 | -3286.67 |
| 现金流量净额 | 955.67 | 8240.26 | 5449.18 | 6522.69 | 8750.31 | 10137.19 |

| 主要财务比率 | | | | | | |
|-----------|--------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024s | 2025s | 2026s |
| 成长能力 | | | | | | |
| 营收增长率 | 28.67% | -19.57% | 24.08% | 20.14% | 15.08% | 13.04% |
| 营业利润增长率 | 52.72% | -48.53% | 13.88% | 32.65% | 22.51% | 16.98% |
| EBITDA增长率 | 61.71% | -46.90% | -0.77% | 48.59% | 21.54% | 16.40% |
| 归母净利润增长率 | 58.04% | -44.82% | 1.62% | 63.81% | 17.96% | 10.86% |
| 经营现金流增长率 | 57.23% | -47.89% | 33.46% | 19.21% | 22.53% | 17.00% |
| 盈利能力 | | | | | | |
| 毛利率 | 33.68% | 28.39% | 31.82% | 32.46% | 33.02% | 33.41% |
| 净利率 | 18.27% | 11.37% | 10.76% | 11.75% | 12.51% | 12.95% |
| 营业利润率 | 21.88% | 14.00% | 12.85% | 14.19% | 15.10% | 15.63% |
| ROE | 32.59% | 10.36% | 12.47% | 13.29% | 14.42% | 14.88% |
| ROA | 17.40% | 6.63% | 8.51% | 8.88% | 9.68% | 10.02% |
| ROIC | 71.90% | 22.24% | 16.78% | 24.73% | 29.34% | 33.46% |
| 估值倍数 | | | | | | |
| P/E | 18.75 | 35.99 | 26.96 | 22.62 | 18.46 | 15.78 |
| P/S | 2.67 | 3.33 | 2.68 | 2.23 | 1.94 | 1.71 |
| P/B | 6.11 | 3.73 | 3.36 | 3.01 | 2.66 | 2.35 |
| 股息率 | 1.62% | 0.86% | 0.00% | 0.90% | 1.11% | 1.30% |
| EV/EBIT | 28.96 | 55.79 | 20.32 | 13.89 | 10.93 | 8.91 |
| EV/EBITDA | 28.05 | 51.99 | 18.50 | 11.47 | 9.30 | 7.96 |
| EV/NOPLAT | 34.66 | 68.72 | 24.23 | 16.76 | 13.19 | 10.75 |

资料来源: 同花顺, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637