

中国中免(601888)

经营效率提升，盈利能力改善

事件：

公司发布 2024 年第一季度报告。24Q1 公司实现营收 188.1 亿元/同比-9.4%，实现归母净利润 23.1 亿元/同比+0.2%，扣非归母净利润为 23.0 亿元/同比+0.2%。与此前快报基本一致。

➤ 预计机场免税销售增长对冲海南收入下滑

24Q1 公司收入为 188.1 亿元/同比-9.4%，1) 同期海南离岛免税销售额为 127.6 亿元/同比-24.5%，消费力疲软+打击代购背景下，客单价仍是主要拖累因素。2) 从机场出入境客流恢复程度看，Q1 浦东机场/首都机场国际旅客吞吐量恢复至 19 年同期 75.3%/77.5%，客流修复明显，预计提振公司营收表现。

➤ 公司整体盈利能力稳中有升

24Q1 公司毛利率为 33.3%/同比+4.3pct，预计与线下业务占比提升，商品销售结构优化有关。同期公司销售费用/管理费用分别为 24.1/4.8 亿元，对应销售费用率/管理费用率为 12.8%/2.5%，同比+3.0pct/+0.4pct。一季度公司归母净利率为 12.3%/同比+1.2pct，公司整体盈利能力稳中有升。

➤ 存货优化明显，运营能力强化

24 年 3 月末，公司存货为 175.9 亿元，环比、同比优化明显。24Q1 存货周转天数为 139 天，公司经营效率进一步提升，营运能力有所强化。

➤ 盈利预测、估值与评级

考虑到消费力恢复节奏，我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 785.3/895.8/984.4 亿元，同比增速分别为 16.3%/14.1%/9.9%，归母净利润分别为 77.9/93.4/107.0 亿元，同比增速分别为 16.0%/19.9%/14.5%，EPS 分别为 3.8/4.5/5.2 元/股，3 年 CAGR 为 16.8%。鉴于公司竞争优势高筑，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 94.12 元，维持“买入”评级。

风险提示：居民消费力减弱；旅游复苏不及预期；新项目运营低于预期等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	78527	89585	98442
增长率(%)	-19.57%	24.08%	16.27%	14.08%	9.89%
EBITDA(百万元)	8409	8545	13155	15717	17241
归母净利润(百万元)	5030	6714	7789	9341	10696
增长率(%)	-47.89%	33.46%	16.01%	19.93%	14.51%
EPS(元/股)	2.43	3.25	3.76	4.52	5.17
市盈率(P/E)	29.5	22.1	19.1	15.9	13.9
市净率(P/B)	3.1	2.8	2.6	2.4	2.2
EV/EBITDA	54.5	21.4	13.0	11.1	10.2

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 23 日收盘价

行业： 商贸零售/旅游零售 II
投资评级： 买入(维持)
当前价格： 71.72 元
目标价格： 94.12 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,068.86/2,068.86
流通 A 股市值(百万元)	140,031.55
每股净资产(元)	27.14
资产负债率(%)	23.21
一年内最高/最低(元)	166.38/70.82

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
执业证书编号：S0590522060001
邮箱：dengwh@glsc.com.cn
分析师：曹晶
执业证书编号：S0590523080001
邮箱：caojing@glsc.com.cn

相关报告

1、《中国中免(601888)：业绩符合预期，现金分红比例超 50%》2024.03.28
2、《中国中免(601888)：经营稳中提质，供给持续丰富》2024.01.09

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼

电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼