

业绩符合预期，盈利能力改善库存优化

2024 年 04 月 24 日

► **业绩简述:** 24Q1 公司实现收入 188.07 亿元/yoy-9.45%，营业利润为 29.08 亿元/yoy-7.78%，利润总额为 29.10 亿元/yoy-7.81%，所得税率为 16%/yoy-5.6pcts，归母净利润 23.06 亿元/yoy+0.25%，扣非归母净利润为 22.99 亿元/yoy+0.15%，非经常性损益为 736 万元。24Q1 公司所得税率有所下降，带动公司归母净利润同比增长。

► **汇率波动管控良好叠加出入境业务恢复，盈利能力同比改善。** 24Q1 公司毛利率为 33.31%/yoy+4.3pcts，公司盈利能力稳中有升，我们认为或与人民币汇率优化，采购成本下降有关，去年同期受到人民币汇率波动公司采购成本有所提升致使毛利率有所承压，此外 24Q1 随着出入境免税业务的进一步恢复，公司线下业务占比不断回升，商品销售结构持续优化，进一步提升公司毛利率；费用端，24Q1 公司销售费率/管理费率/财务费率分别为 12.84%/2.53%/-0.66%，同比各+2.98/+0.38/+0.83pcts，销售费用率增长我们认为或与出入境客流同比去年同期进一步恢复带动租金上涨有关。24Q1 公司所得税率同比降低 5.6pcts，综合影响下，24Q1 公司归母净利率为 12.26%/yoy+1.18%。

► **库存环比改善，现金稳步增长。** 24Q1 公司货币资金为 364 亿元/环比提升 14.28%；存货资产为 176 亿元/环比下降 16.45%，库存持续改善。

► **持续优化业务布局，稳步拓展渠道资源。** 2023 年，口岸渠道方面，公司与首都机场、上海机场签署补充协议，有利于充分利用双方优势实现合作共赢，进一步提高机场免税业务市场竞争力；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。市内渠道方面，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。海外渠道方面，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。

► **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绩弹性；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、95.48、111.29 亿元，对应 4 月 23 日收盘价 PE 分别为 19x/16x/13x，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

推荐

维持评级

当前价格:

71.72 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) 24Q1 业绩快报点评: 收入利润超预期, 关注全年口岸免税弹性-2024/04/09
- 中国中免 (601888.SH) 2023 年年报点评: 机场减租费用优化, 分红率显著提升回馈股东-2024/03/28
- 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

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2023E	2024E
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	9,548	11,129
增长率 (%)	33.5	17.3	21.3	16.6
每股收益 (元)	3.25	3.81	4.62	5.38
PE	22	19	16	13
PB	2.8	2.5	2.2	2.0

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价)

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	-824	-829
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	14,209	16,561
营业外收支	-32	0	0	0
利润总额	8,646	11,715	14,209	16,561
所得税	1,379	1,874	2,273	2,650
净利润	7,266	9,840	11,935	13,912
归属于母公司净利润	6,714	7,872	9,548	11,129
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	42,174	46,609	56,720
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	4,629	4,726	4,809
流动资产合计	58,456	68,666	69,829	78,551
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	21,361	23,038	24,642
资产合计	78,869	90,027	92,867	103,193
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	11,240	7,941	7,993
流动负债合计	15,329	18,910	12,597	12,390
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522
其他长期负债	1,837	1,770	1,578	1,341
非流动负债合计	4,359	4,292	4,099	3,863
负债合计	19,688	23,202	16,697	16,253
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,348	7,316	9,703	12,485
股东权益合计	59,182	66,825	76,170	86,940
负债和股东权益合计	78,869	90,027	92,867	103,193

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	21.29	16.56
盈利能力 (%)				
毛利率	31.82	32.00	32.50	33.00
净利润率	9.94	10.74	11.50	12.10
总资产收益率 ROA	8.51	8.74	10.28	10.78
净资产收益率 ROE	12.47	13.23	14.37	14.95
偿债能力				
流动比率	3.81	3.63	5.54	6.34
速动比率	2.17	2.28	3.79	4.68
现金比率	2.08	2.23	3.70	4.58
资产负债率 (%)	24.96	25.77	17.98	15.75
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	4.62	5.38
每股净资产	26.02	28.76	32.13	35.99
每股经营现金流	7.31	7.56	5.12	8.38
每股股利	0.80	1.25	1.52	1.77
估值分析				
PE	22	19	16	13
PB	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.06	9.21	7.50	6.35
股息收益率 (%)	1.12	1.75	2.12	2.47

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,266	9,840	11,935	13,912
折旧和摊销	1,310	1,440	1,864	2,359
营运资金变动	5,957	3,741	-3,801	472
经营活动现金流	15,126	15,648	10,600	17,343
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	-1,763	-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	-3,549	-3,348	-4,185
现金净流量	5,990	10,336	4,435	10,111

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