

## 中国中免(601888.SH)

## Q1海南离岛免税影响收入，经营开始改善向上

## 推荐（维持）

股价：71.72元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.30%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通A股(百万股)	1,952
流通B/H股(百万股)	116
总市值(亿元)	1,468
流通A股市值(亿元)	1,400
每股净资产(元)	27.14
资产负债率(%)	23.2

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】中国中免(601888.SH)\*首次覆盖报告\*行业回暖可期，全球旅游零售巨头，经营持续改善\*推荐20240409

## 证券分析师

胡琼方  
投资咨询资格编号  
S1060524010002  
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn



## 事项：

中国中免 2024Q1 营收 188.07 亿元，同比下滑 9.45%，归母净利润同比增长 0.25%至 23.06 亿元。扣除非经常性损益后为 22.99 亿元。非经常性损益主要是计入当期损益的政府补助（与公司正常经营业务密切相关）859 万元。EPS（基本）=1.11 元。Q1 季度公司销售费用同比增长 17.9%至 24.15 亿元，销售费用率 12.84%，+2.98pct；管理费用+6.54%至 4.76 亿元，管理费用率 2.53%，+0.38pct；财务费用-1.25 亿元，财务费用率-0.66%。

## 平安观点：

- 公司此前已发布业绩快报。Q1 公司营业收入减少 19.62 亿元，预计主要是海南业务有所影响（2023Q1 旅游及免税购物小有爆发，叠加公司海口国际免税城新开，公司收入创下历史新高；而彼时代购环境相对较为宽松，公司也有 2022 年积累的库存待消化，公司以一定折扣促进销售）。据海口海关 2024Q1 海南离岛免税金额同比-24.5%至 127.64 亿元（上年同期 168.98 亿元），免税实际购物人数同比-4.6%至 213.3 万人。随着出入境免税恢复，公司线下业务持续回暖，离岛免税减少的收入部分也被出入境免税业务补充。
- 各因素作用下公司利润率水平继续回暖向上。公司 Q1 毛利率相比上年同期提升 4.31pct 至 33.41%，净利率也提升 1.08pct 至 12.95%。同时公司存货持续优化，从 2022 年末的 279.26 亿元减少至 2023 年末的 210.57 亿元，并进一步降低至 Q1 季末的 175.93 亿元；存货周转天数从上年同期的 164.99 天下降至 Q1 的 138.67 天，基本回归至 2021 年水平。
- 公司出入境免税业务恢复，海南业务回归正常发展轨道，同时公司持续改善经营、提升购物体验、提高竞争壁垒。浦东机场国际及地区航线、旅客在 Q1 分别恢复至 2019 年同期的 81.92%和 73.49%，首都机场国际及地区航线、旅客分别恢复至 80.88%和 50.39%。同时，北上广核心机场与公司签订免税运营补充协议后，扣点率相较 2019 年有较大幅度优化，Q1 公司销售费用同比增长 17.9%至 24.15 亿元，销售费用率 12.84%。海

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	74000	87900	100700
YOY(%)	-19.6	24.1	9.6	18.8	14.6
净利润(百万元)	5030	6714	7417	9040	11156
YOY(%)	-47.9	33.5	10.5	21.9	23.4
毛利率(%)	28.4	31.8	32.4	32.7	32.9
净利率(%)	9.2	9.9	10.0	10.3	11.1
ROE(%)	10.4	12.5	12.4	13.5	14.7
EPS(摊薄/元)	2.43	3.25	3.59	4.37	5.39
P/E(倍)	29.5	22.1	20.0	16.4	13.3
P/B(倍)	3.1	2.8	2.5	2.2	2.0

南市场代购自 2023 年 Q2 开始收紧，基数逐步回归正常水平，收入影响相较 Q1 预计逐步减弱。2023 年四季度三亚国际免税城二期 LV、Dior 开业，C 区全球美妆广场亮相后，公司持续改善经营、丰富产品品类、提升购物体验。

- **盈利预测及投资建议。**基于公司长期以来积累的竞争优势，考虑 2023 年以来出入境航班及客流的快速稳定回暖，随着人们消费意愿的恢复、社会库存的消化，公司有望迎来销售的逐步回升。我们维持原预测，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.2、90.4、111.6 亿元，当前市值（以 4 月 23 日收盘价计）对应估值分别约 20.0、16.4、13.3 倍 PE。公司为全球旅游零售龙头，国内同类可比公司较少，目前处在 2019 年来估值低位，考虑 2024 年来出入境政策友好、机场国际客流恢复、海南旅游零售改善，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**1) **宏观经济不及预期影响消费意愿。**如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响，公司旗下海南及出入境免税店销售可能不及预期。2) **出入境政策及国际环境不利影响。**出入境政策及国际环境如发生不利变动，则进店客流、购物人数等将会受到影响，同时也影响公司相关免税店布局和规划。3) **市场竞争激烈。**疫情发生以来，免税销售中占比较大的化妆品等品类在其他渠道价格竞争激烈，若部分品牌维持有税渠道较低价格，则影响公司价格优势进而影响销售和利润率水平。4) **战略项目投资及管理未达预期的风险。**公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资，如环境发生变化，或审批、建设、招投标等环节不及预期，战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	58456	69241	82010	96214
现金	31838	44852	53491	64173
应收票据及应收账款	139	158	188	215
其他应收款	1239	1149	1365	1564
预付账款	482	483	574	658
存货	21057	20561	23973	26833
其他流动资产	3701	2037	2419	2772
<b>非流动资产</b>	20414	18492	16249	14420
长期投资	2200	2400	2600	2800
固定资产	8387	7664	6620	5455
无形资产	2128	1677	1227	777
其他非流动资产	7700	6750	5801	5389
<b>资产总计</b>	78869	87733	98259	110634
<b>流动负债</b>	15329	18724	22011	25024
短期借款	369	319	259	179
应付票据及应付账款	6403	7789	9204	10515
其他流动负债	8556	10616	12547	14330
<b>非流动负债</b>	4359	3020	1695	590
长期借款	4273	2934	1609	504
其他非流动负债	86	86	86	86
<b>负债合计</b>	19688	21744	23706	25615
少数股东权益	5348	6255	7630	9223
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17447	17447	17447
留存收益	34318	40217	47407	56280
<b>归属母公司股东权益</b>	53834	59733	66923	75796
<b>负债和股东权益</b>	78869	87733	98259	110634

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	15126	16524	12078	14175
净利润	7266	8325	10415	12749
折旧摊销	1310	2921	3043	2628
财务费用	-869	-261	-455	-630
投资损失	-87	-200	-190	-200
营运资金变动	5957	5675	-784	-428
其他经营现金流	1549	65	49	56
<b>投资活动现金流</b>	-4716	-865	-659	-656
资本支出	1769	800	600	600
长期投资	-2923	0	0	0
其他投资现金流	-24	-65	-59	-56
<b>筹资活动现金流</b>	-4628	-2646	-2780	-2837
短期借款	-1563	-50	-60	-80
长期借款	27	-1339	-1325	-1105
其他筹资现金流	-3092	-1257	-1395	-1652
<b>现金净增加额</b>	5990	13014	8640	10681

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	67540	74000	87900	100700
营业成本	46049	50033	59122	67545
税金及附加	1644	1258	1547	1651
营业费用	9421	10656	12482	13897
管理费用	2208	2220	2373	2518
研发费用	58	39	46	53
财务费用	-869	-261	-455	-630
资产减值损失	-638	-683	-811	-929
信用减值损失	3	-4	-5	-6
其他收益	150	300	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	87	200	190	200
资产处置收益	48	22	20	15
<b>营业利润</b>	8677	9890	12378	15148
营业外收入	11	20	20	30
营业外支出	43	0	0	0
<b>利润总额</b>	8646	9910	12398	15178
所得税	1379	1586	1984	2428
<b>净利润</b>	7266	8325	10415	12749
少数股东损益	553	907	1375	1594
<b>归属母公司净利润</b>	6714	7417	9040	11156
EBITDA	9086	12571	14987	17175
EPS(元)	3.25	3.59	4.37	5.39

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	24.1	9.6	18.8	14.6
营业利润(%)	13.9	14.0	25.2	22.4
归属于母公司净利润(%)	33.5	10.5	21.9	23.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.8	32.4	32.7	32.9
净利率(%)	9.9	10.0	10.3	11.1
ROE(%)	12.5	12.4	13.5	14.7
ROIC(%)	16.7	20.8	31.5	38.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.0	24.8	24.1	23.2
净负债比率(%)	-46.0	-63.0	-69.2	-74.7
流动比率	3.8	3.7	3.7	3.8
速动比率	2.2	2.5	2.5	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	486.5	468.7	468.7	468.7
应付账款周转率	7.23	6.44	6.44	6.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.25	3.59	4.37	5.39
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	7.99	5.84	6.85
每股净资产(最新摊薄)	26.02	28.87	32.35	36.64
<b>估值比率</b>				
P/E	22.1	20.0	16.4	13.3
P/B	2.8	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	17.39	9.58	7.55	6.07

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）  
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）  
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）  
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）  
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）  
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责声明：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层