

# 中国中免 (601888.SH)

## 一季度高基数下归母净利润同比持平，毛利率有效提升

买入

### 核心观点

**2024年一季度公司归母净利润同比持平，与此前业绩快报一致。**一季度，公司实现营收188.07亿元/-9.45%；实现归母净利润23.06亿元/+0.25%；实现扣非业绩22.99亿元/+0.15%；与此前业绩快报一致。

**收入分析：海南免税预计高基数下有所承压，机场出境免税收入同比提升。**2024Q1海南市场免税总销售额127.64亿元/-24.50%，估算客单价和购物人次各-21%/-5%，客单价拖累明显（2023Q1基数最高，此后受消费环境和香化周期等因素影响逐步承压）。据此我们预计公司海南免税收入2024Q1也同比下滑20-30%；但机场免税销售等伴随国际客流渐进复苏预计同比回升。

**一季度毛利率提升4pct，销售费用和财务费用有所上升，有效税率改善。**公司一季度毛利率33.31%，同增4.31pct，预计主要系以下方面推动：1）产品结构变化，高毛利的线下产品销售（含机场免税）占比提升，精品占比提升；2）2023Q1海南有部分临期产品库存处理影响（2022年底存货较高），通过优化库存管理减少临期库存，助力毛利率改善。同时，由于机场销售渐进复苏，机场租金也较去年Q1有所上升，导致销售费率+2.98pct；财务费率+0.83pct（2023Q1汇兑损益等较高）。此外，今年一季度有效税率减少5.57pct（与不同所得税率业务占比变化相关），少数股东损益减少（主要对应日上和海免），故其归母业绩增速好于利润总额（利润总额同降约8%）。

**央企考核全面强化下，管理优化优势全面升级，积极应对外部环境挑战。**虽然消费渐进复苏和香化周期仍需跟踪，但伴随央企考核全面强化，公司聚焦经营利润表现，全面提升经营管理能力：优化品类结构；争取更有利的上下游合作方式；升级供应链和营销定价数字化管理；积极追求资金效率最优、费用率优化，以推动整体可比利润率水平提升改善。同时，此前年报分红率全面提升，今年一季度高基数下收入承压但业绩同比持平，也彰显公司重视资本市场和经营优化的积极态度。长期来看，贝塔周期起伏难免，品类亦有迭代，但公司也正从单纯免税赛道溢价逐步走向旅游零售为核心，全品类、广渠道、高效率零售巨头，成长仍有期待。

**风险提示：**政策风险；宏观等系统性风险；香化品类周期，新项目风险等。

**投资建议：维持“买入”评级。**维持2024-2026年归母净利润为77.34/93.62/105.28亿元，对应EPS为3.74/4.53/5.09元，PE估值19/16/14x。虽外部环境仍有挑战，但央企考核全面强化下，公司主观动能全面强化，积极打造全品类全渠道高效率的旅游零售运营商龙头，维持“买入”评级。

### 公司研究·财报点评

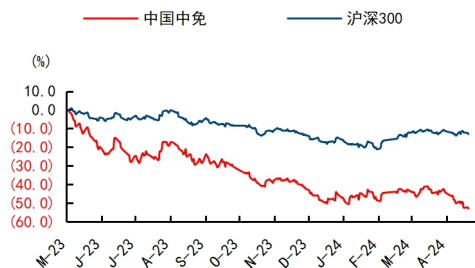
#### 社会服务·旅游及景区

**证券分析师：曾光** 0755-82150809  
zengguang@guosen.com.cn  
**证券分析师：钟潇** 0755-82132098  
zhongxiaoxiao@guosen.com.cn  
**证券分析师：张鲁** 010-88005377  
zhanglu5@guosen.com.cn  
**联系人：杨玉莹** 0755-81982942  
yangyuying@guosen.com.cn

#### 基础数据

投资评级 买入(维持)  
合理估值  
收盘价 71.72元  
总市值/流通市值 148379/148379 百万元  
52周最高价/最低价 167.11/70.82元  
近3个月日均成交额 1986.55 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

《中国中免(601888.SH)-2023年业绩与快报一致，分红率显著提升传递积极信号》——2024-03-29  
《中国中免(601888.SH)-海南免税开门红，央企考核强化下加速打造高效率全渠道零售巨头》——2024-02-17  
《中国中免(601888.SH)2023年业绩快报点评-费用优化助力业绩增长，跟踪消费复苏及政策节奏》——2024-01-09  
《中国中免(601888.SH)-京沪机场租金协议优化，助力机场免税恢复成长》——2023-12-28  
《中国中免(601888.SH)-三季度毛利率持续改善，关注海南旺季经营与新项目表现》——2023-10-09

#### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	76,455	87,541	95,420
(+/-%)	-19.6%	24.1%	13.2%	14.5%	9.0%
归母净利润(百万元)	5030	6714	7734	9362	10528
(+/-%)	-47.9%	33.5%	15.2%	21.1%	12.4%
每股收益(元)	2.43	3.44	3.74	4.53	5.09
EBIT Margin	14.7%	12.2%	14.5%	14.9%	15.5%
净资产收益率(ROE)	10.4%	12.5%	13.4%	15.0%	15.6%
市盈率(PE)	29.5	20.86	19.19	15.85	14.09
EV/EBITDA	20.6	18.6	14.7	12.6	11.0
市净率(PB)	3.1	2.6	2.6	2.4	2.2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

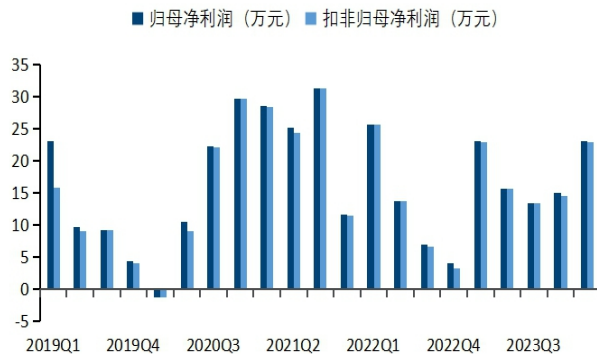
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图1：中国中免季度营业收入及增速



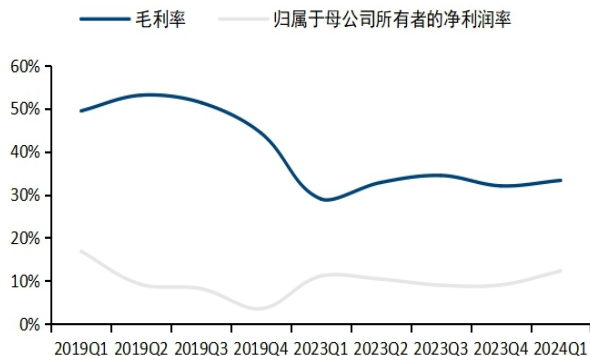
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免归母净利润及扣非净利润表现



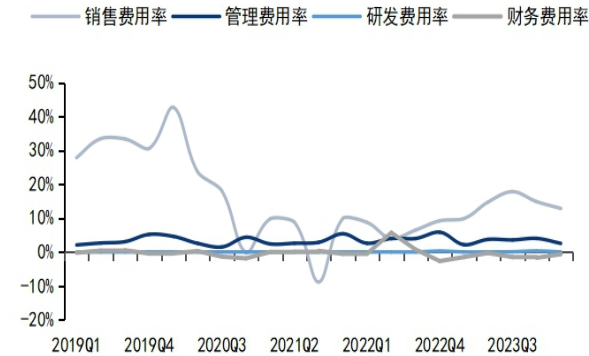
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国中免毛利率和归母净利率表现



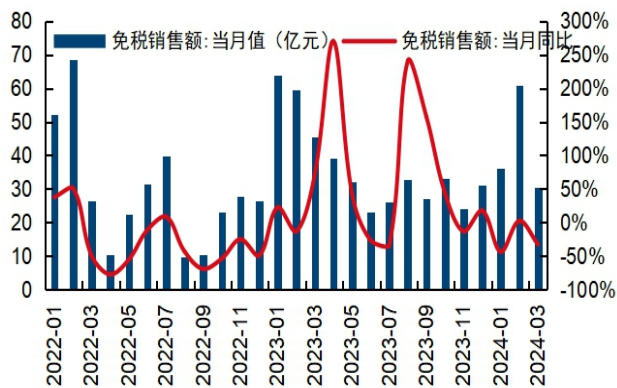
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国中免季度期间费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：海南免税销售变化趋势



资料来源：海口海关、商务部、国信证券经济研究所整理

图6：海南免税购物人次变化趋势



资料来源：商务部、海口海关、国信证券经济研究所整理

附表：可比公司估值表

代码	公司简称	股价 2024/3/27	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23E	24E	25E	26E	23E	24E	25E	26E	
601888.SH	中国中免	72.54	1,500.75	3.44	3.74	4.53	4.79	21	19	16	15	买入
600515.SH	海南机场	3.39	387.32	0.08	0.11	0.13	0.15	41	31	26	23	增持

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	26892	31838	42781	45242	47617	营业收入	54433	67540	76455	87541	95420
应收款项	1012	1376	1424	1511	1542	营业成本	38982	46049	51378	58609	63493
存货净额	27926	21057	22292	24393	26399	营业税金及附加	1215	1644	1911	2101	2242
其他流动资产	1375	4184	1147	875	954	销售费用	4032	9421	9312	10768	11689
<b>流动资产合计</b>	<b>57205</b>	<b>58456</b>	<b>67644</b>	<b>72021</b>	<b>76512</b>	管理费用	2209	2208	2784	3044	3234
固定资产	7286	7359	8852	9624	10009	财务费用	220	(869)	259	(174)	(253)
无形资产及其他	2458	2128	2043	1959	1875	投资收益	162	87	130	150	180
投资性房地产	6988	8727	8727	8727	8727	资产减值及公允价值变动	591	638	0	0	0
长期股权投资	1970	2200	4200	5200	5450	其他收入	(908)	(1134)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>75908</b>	<b>78869</b>	<b>91467</b>	<b>97531</b>	<b>102574</b>	营业利润	7619	8677	10941	13344	15195
短期借款及交易性金融负债	2608	1108	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(32)	50	50	30
应付款项	7679	6403	6903	7531	7087	利润总额	7617	8646	10991	13394	15225
其他流动负债	7194	7817	12901	13226	12721	<b>所得税费用</b>	<b>1429</b>	<b>1379</b>	<b>2077</b>	<b>2531</b>	<b>2878</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17480</b>	<b>15329</b>	<b>22304</b>	<b>22257</b>	<b>20808</b>	少数股东损益	1158	553	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	2509	2522	2522	2522	2522	归属于母公司净利润	5030	6714	7734	9362	10528
其他长期负债	1791	1837	2837	3337	3437						
<b>长期负债合计</b>	<b>4300</b>	<b>4359</b>	<b>5359</b>	<b>5859</b>	<b>5959</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>21780</b>	<b>19688</b>	<b>27663</b>	<b>28116</b>	<b>26767</b>	净利润	5030	6714	7734	9362	10528
少数股东权益	5554	5348	6103	7033	8161	资产减值准备	92	47	211	72	47
股东权益	48573	53834	57701	62382	67646	折旧摊销	267	356	881	1042	1152
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>75908</b>	<b>78869</b>	<b>91467</b>	<b>97531</b>	<b>102574</b>	公允价值变动损失	(591)	(638)	0	0	0
						财务费用	220	(869)	259	(174)	(253)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(8780)	1398	8549	(391)	(2918)
每股收益	2.43	3.44	3.74	4.53	5.09	其它	220	297	545	858	1081
每股红利	1.78	1.29	1.87	2.26	2.54	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3762)</b>	<b>8174</b>	<b>17919</b>	<b>10943</b>	<b>9890</b>
每股净资产	23.48	27.57	27.89	30.15	32.70	资本开支	0	(1059)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	14%	12%	19%	30%	30%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	12%	13%	15%	16%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(978)</b>	<b>(1288)</b>	<b>(4501)</b>	<b>(2801)</b>	<b>(1751)</b>
毛利率	28%	32%	33%	33%	33%	权益性融资	873	12	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	14%	15%	15%	负债净变化	2509	13	0	0	0
EBITDA Margin	15%	13%	16%	16%	17%	支付股利、利息	(3676)	(2525)	(3867)	(4681)	(5264)
收入增长	-20%	24%	13%	14%	9%	其它融资现金流	16237	3072	1392	(1000)	(500)
净利润增长率	-48%	33%	15%	21%	12%	<b>融资活动现金流</b>	<b>14776</b>	<b>(1939)</b>	<b>(2475)</b>	<b>(5681)</b>	<b>(5764)</b>
资产负债率	36%	32%	37%	36%	34%	<b>现金净变动</b>	<b>10036</b>	<b>4947</b>	<b>10943</b>	<b>2460</b>	<b>2375</b>
息率	2.6%	1.8%	2.8%	3.3%	3.8%	货币资金的期初余额	16856	26892	31838	42781	45242
P/E	29.5	20.9	19.2	15.8	14.1	货币资金的期末余额	26892	31838	42781	45242	47617
P/B	3.1	2.6	2.6	2.4	2.2	企业自由现金流	(2018)	7601	15906	9408	8705
EV/EBITDA	20.6	18.6	14.7	12.6	11.0	权益自由现金流	16728	10687	17088	8549	8411

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032