

旅游零售

中国中免 (601888.SH)

买入-B(维持)

库存改善、盈利能力提升，出入境市场恢复或成主要助力

2024年4月25日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年4月24日

收盘价(元):	72.29
年内最高/最低(元):	167.11/70.82
流通A股/总股本(亿):	19.52/20.69
流通A股市值(亿):	1,400.32
总市值(亿):	1,483.79

基础数据：2024年3月31日

基本每股收益(元):	1.11
摊薄每股收益(元):	1.11
每股净资产(元):	29.79
净资产收益率(%):	3.95

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

公司发布2024年一季度财报，期内实现营收188.08亿元/-9.45%，归母净利润23.06亿元/+0.25%，扣非归母净利润22.99亿元/+0.15%、非经常性损益主要系政府补助859.46万元，EPS1.11元。

事件点评

期内公司营收下滑主要系上年同期出行管控放松伊始，旅游消费热情较高带动离岛免税销售高基数。2024Q1公司营收小幅下滑、归母净利润与上年同期基本持平，主要系公司自2023年4月开始打击代购行为、更新会员积分规则、调整折扣力度、改善商品结构，逐渐提升客单价和利润率。期内公司存货17.59亿元，环比下滑16.45%，库存改善明显。

2024Q1公司盈利能力持续提升。期内公司毛利率33.31%/+4.31pct，环比2023Q4提升1.27pct，主要系1) 出入境客流回升带动机场免税业务恢复，公司线下消费占比提升；2) 商品结构优化，高毛利率产品香化精品占比提升；3) 去年同期受人民币汇率波动影响采购成本增加，致使毛利率有所承压，本期汇率波动管控良好、盈利能力同比改善。净利率12.95%/+1.08pct，环比2023Q4提升1.91pct。整体费用率14.71%/+4.19pct，其中销售费用率12.84%/+2.98pct系机场业务逐渐恢复、租金费用较上年同期增加；管理费用率2.53%/+0.38pct；财务费用率-0.66%/+0.83pct系上年同期汇兑损益较高。经营活动现金流净额53.02亿元/-28.59%。

投资建议

清明假期国际及地区航班实际执行客运航班量同比增长125%，已恢复至2019年同期近七成。出入境客户有序恢复，同时机场租金降低、口岸渠道盈利能力和价格竞争力具有提升空间。继续看好公司作为旅游零售龙头受益于出入境客流恢复和市内免税店政策，维持消费赛道中较高行业增速能力。我们预计公司2024-2026年EPS分别为3.94\4.71\5.8元，对应公司4月24日收盘价72.29元，2024-2026年PE分别为18.4\15.4\12.5倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	73,916	83,451	94,784



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

	YoY(%)	-19.6	24.1	9.4	12.9	13.6
净利润(百万元)		5,030	6,714	8,143	9,736	12,001
	YoY(%)	-47.9	33.5	21.3	19.6	23.3
毛利率(%)		28.4	31.8	32.6	33.3	34.1
EPS(摊薄/元)		2.43	3.25	3.94	4.71	5.80
ROE(%)		11.4	12.3	13.9	14.9	16.0
P/E(倍)		29.7	22.3	18.4	15.4	12.5
P/B(倍)		3.1	2.8	2.4	2.2	1.9
净利率(%)		9.2	9.9	11.0	11.7	12.7

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57205	58456	69232	77880	91848
现金	26892	31838	45006	50909	63722
应收票据及应收账款	151	139	179	180	227
预付账款	398	482	481	606	629
存货	27926	21057	18804	20948	22156
其他流动资产	1838	4940	4762	5236	5114
非流动资产	18702	20414	21730	21920	22244
长期投资	1970	2200	3400	3455	3508
固定资产	5434	6292	6507	6917	7476
无形资产	2460	2131	2255	2155	2059
其他非流动资产	8838	9790	9568	9392	9201
资产总计	75908	78869	90962	99800	114092
流动负债	17480	15329	17761	18245	21489
短期借款	1932	369	371	371	371
应付票据及应付账款	7679	6403	8834	8185	10927
其他流动负债	7869	8556	8556	9689	10190
非流动负债	4300	4359	4440	4442	4476
长期借款	2509	2522	2531	2533	2567
其他非流动负债	1791	1837	1909	1909	1909
负债合计	21780	19688	22201	22687	25965
少数股东权益	5554	5348	6785	8503	10621
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17486	17447	17447	17447	17447
留存收益	28499	33558	40862	49825	61176
归属母公司股东权益	48573	53834	61977	68610	77507
负债和股东权益	75908	78869	90962	99800	114092

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3415	15126	14011	8475	15250
净利润	6188	7266	9580	11454	14119
折旧摊销	572	769	821	908	1005
财务费用	220	-869	-1121	-1416	-1708
投资损失	-162	-87	-197	-52	-49
营运资金变动	-11636	5957	4928	-2419	1882
其他经营现金流	1403	2090	0	0	0
投资活动现金流	-3807	-4716	-1940	-1046	-1281
筹资活动现金流	15455	-4628	1097	-1526	-1156
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.43	3.25	3.94	4.71	5.80
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.65	7.31	6.77	4.10	7.37
每股净资产(最新摊薄)	23.48	26.02	29.96	33.16	37.46

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	54433	67540	73916	83451	94784
营业成本	38982	46049	49827	55653	62500
营业税金及附加	1215	1644	1745	2033	2243
营业费用	4032	9421	10200	11349	12796
管理费用	2209	2208	2217	2420	2370
研发费用	39	58	67	75	85
财务费用	220	-869	-1121	-1416	-1708
资产减值损失	-584	-636	-414	-467	-531
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	87	197	52	49
营业利润	7619	8677	11592	13855	17077
营业外收入	13	11	11	13	12
营业外支出	15	43	26	26	28
利润总额	7617	8646	11577	13842	17062
所得税	1429	1379	1997	2388	2943
税后利润	6188	7266	9580	11454	14119
少数股东损益	1158	553	1437	1718	2118
归属母公司净利润	5030	6714	8143	9736	12001
EBITDA	7665	8648	11351	13417	16454

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-19.6	24.1	9.4	12.9	13.6
营业利润(%)	-48.5	13.9	33.6	19.5	23.3
归属于母公司净利润(%)	-47.9	33.5	21.3	19.6	23.3
获利能力					
毛利率(%)	28.4	31.8	32.6	33.3	34.1
净利率(%)	9.2	9.9	11.0	11.7	12.7
ROE(%)	11.4	12.3	13.9	14.9	16.0
ROIC(%)	10.4	11.2	12.9	14.0	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	25.0	24.4	22.7	22.8
流动比率	3.3	3.8	3.9	4.3	4.3
速动比率	1.6	2.2	2.6	2.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	423.1	465.6	465.6	465.6	465.6
应付账款周转率	5.8	6.5	6.5	6.5	6.5
估值比率					
P/E	29.7	22.3	18.4	15.4	12.5
P/B	3.1	2.8	2.4	2.2	1.9
EV/EBITDA	17.6	14.9	10.3	8.4	6.2

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

