

业绩符合快报数据，机场免税优化有望平滑压力期

中国中免(601888)

推荐 (维持)

核心观点:

事件: 1Q24 公司实现营收 188 亿元/-9.5%，归母净利润 23 亿元/+0.2%，扣非归母净利润 23 亿元/+0.2%，与前期业绩快报数据一致。

- **收入端承压主要受离岛免税渠道营销，部分为机场渠道恢复所抵消**

1-3 月海南离岛免税销售金额 127.6 亿元/同比-21%，其中客单价 5938 元/同比-21%。受离岛免税销售下滑影响，我们预计公司海南免税销售降幅约 20%，而公司整体营收降幅低于离岛免税销售降幅，主要是受益于公司机场免税销售恢复。我们估算以日上上海为主的其他板块为公司贡献营收约 80 亿元，恢复至 2019 年同期的 85%。

- **商品销售结构及租金协议优化，Q1 盈利能力改善明显**

1Q24 公司毛利率为 33.3%/同比+4.3pct，反映公司持续优化供应链、商品销售结构、积分销售政策，以及口岸免税销售恢复带来的积极影响。期间费用方面，销售费用率受益于机场租金合同优化，环比 4Q23 下降 2.0pct 至 12.84%；管理费用率 2.5%，同比+0.4pct。此外，财务费用录得收益 1.25 亿元，较去年 3.1 亿元收益有所收窄，预计主要与汇率变动有关。扣非净利率 12.2%/同比+1.2pct，录得自 3Q22 以来最佳水平。

- **至暗时刻已过，2H24 有望迎接边际改善**

整体而言，我们认为公司基本面压力最大的时间已过，后续有望迎接边际改善：1) 离岛免税客流保持稳定的情况下，我们预计自 24 年 6 月起，由代购监管带来的离岛免税客单价不利因素将逐步消除，离岛免税客单价最快有望于 2Q24 止跌回升；2) 国人市内免税政策落地仍有可能，尤其在完成对中出服增资后，互补效应将更加明显；3) 机场口岸客流仍在持续恢复，未来机场免税复苏+租金协议优化将带来可观增量。

- **投资建议**

中长期看，公司目前充分卡位国内核心免税流量渠道，伴随消费复苏推进，公司离岛+机场+线上+市内多维布局，将推动业绩实现持续增长。预计 2024-26 年公司归母净利润各为 82 亿、98 亿、114 亿，对应 PE 各为 19X、16X、13X，考虑公司对股东回报重视度提升，股息率有望随业绩增长提高，我们认为当前估值性价比较高，维持“推荐”评级

- **风险提示:** 口岸免税销售恢复低于预期的风险；政策进展低于预期的风险。

分析师

顾熹闽

☎: 18916370173

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

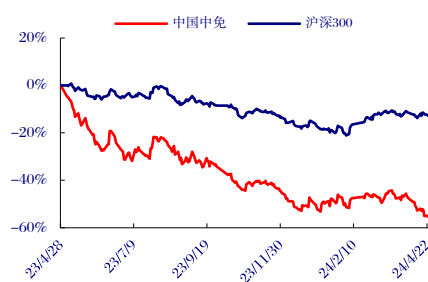
分析师登记编码: S0130522070001

市场数据

2024-04-26

股票代码	601888
A 股收盘价(元)	74.26
上证指数	3,088.64
总股本(万股)	206,886
实际流通 A 股(万股)	195,248
流通 A 股市值(亿元)	1,450

相对沪深 300 表现图



资料来源: 中国银河证券研究院

相关研究

【银华社服】公司点评_中国中免: 机场免税恢复抵消不利影响, 盈利改善趋势延续

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	67540.10	77723.52	89382.04	98320.25
收入增长率%	24.08	15.08	15.00	10.00
归母净利润(百万元)	6713.69	8205.76	9846.02	11398.63
利润增速%	33.46	22.22	19.99	15.77
毛利率%	31.82	32.70	32.50	33.00
摊薄 EPS(元)	3.25	3.97	4.76	5.51
PE	22.88	18.72	15.60	13.48
PB	2.85	2.48	2.14	1.84
PS	2.27	1.98	1.72	1.56

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

附录：
(一) 公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	58455.84	72274.92	85225.72	97885.39	营业收入	67540.10	77723.52	89382.04	98320.25
现金	31838.43	49787.48	81122.96	73682.18	营业成本	46049.40	52307.93	60332.88	65874.57
应收账款	138.84	184.77	208.10	213.20	营业税金及附加	1644.28	1709.92	1966.40	2163.05
其它应收款	1238.83	709.21	1895.98	900.27	营业费用	9420.83	9870.89	10725.85	11798.43
预付账款	481.92	495.76	606.49	658.64	管理费用	2208.34	2409.43	2681.46	2949.61
存货	21056.91	17396.80	-2308.72	18730.19	财务费用	-868.80	-778.01	-480.97	-808.23
其他	3700.91	3700.91	3700.91	3700.91	资产减值损失	-638.16	-777.24	-893.82	-983.20
非流动资产	20413.57	20413.57	20413.57	20413.57	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	2199.94	2199.94	2199.94	2199.94	投资净收益	86.98	77.72	89.38	98.32
固定资产	6292.10	6292.10	6292.10	6292.10	营业利润	8677.20	11534.95	13387.74	15497.27
无形资产	2127.54	2127.54	2127.54	2127.54	营业外收入	11.42	10.00	10.00	10.00
其他	9793.98	9793.98	9793.98	9793.98	营业外支出	43.09	20.00	20.00	20.00
资产总计	78869.41	92688.48	105639.28	118298.95	利润总额	8645.53	11524.95	13377.74	15487.27
流动负债	15328.50	19927.62	22176.22	22446.08	所得税	1379.32	2304.99	2675.55	3097.45
短期借款	369.43	348.47	327.52	-207.38	净利润	7266.21	9219.96	10702.19	12389.82
应付账款	6366.24	8965.72	10039.74	10001.63	少数股东损益	552.53	1014.20	856.18	991.19
其他	8592.83	10613.43	11808.97	12651.83	归属母公司净利润	6713.69	8205.76	9846.02	11398.63
非流动负债	4359.27	4359.27	4359.27	4359.27	EBITDA	8982.91	11456.45	13711.21	15573.93
长期借款	2522.28	2522.28	2522.28	2522.28	EPS (元)	3.25	3.97	4.76	5.51
其他	1836.99	1836.99	1836.99	1836.99					
负债合计	19687.77	24286.89	26535.49	26805.35	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
少数股东权益	5347.69	6361.88	7218.06	8209.24	营业收入	24.08%	15.08%	15.00%	10.00%
归属母公司股东权益	53833.95	62039.71	71885.73	83284.36	营业利润	13.88%	32.93%	16.06%	15.76%
负债和股东权益	78869.41	92688.48	105639.28	118298.95	归属母公司净利润	33.46%	22.22%	19.99%	15.77%
					毛利率	31.82%	32.70%	32.50%	33.00%
					净利率	9.94%	10.56%	11.02%	11.59%
					ROE	12.47%	13.23%	13.70%	13.69%
					ROIC	9.99%	12.43%	12.99%	12.94%
					资产负债率	24.96%	26.20%	25.12%	22.66%
					净负债比率	-44.70%	-64.95%	-95.80%	-75.28%
					流动比率	3.81	3.63	3.84	4.36
					速动比率	2.17	2.54	3.75	3.33
					总资产周转率	0.86	0.84	0.85	0.83
					应收帐款周转率	486.46	420.65	429.52	461.17
					应付帐款周转率	10.61	8.67	8.90	9.83
					每股收益	3.25	3.97	4.76	5.51
					每股经营现金	7.31	8.66	15.13	-3.38
					每股净资产	26.02	29.99	34.75	40.26
					P/E	22.88	18.72	15.60	13.48
					P/B	2.85	2.48	2.14	1.84
					EV/EBITDA	16.33	9.53	5.68	5.44
					P/S	2.27	1.98	1.72	1.56

资料来源：公司数据 中国银河证券研究院

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 到 12 个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，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，北交所市场以北证 50 指数为基准，香港市场以摩根士丹利中国指数为基准。	行业评级	推荐：相对基准指数涨幅 10% 以上
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 10% 之间
		回避：相对基准指数跌幅 5% 以上
公司评级	公司评级	推荐：相对基准指数涨幅 20% 以上
		谨慎推荐：相对基准指数涨幅在 5% ~ 20% 之间
		中性：相对基准指数涨幅在 -5% ~ 5% 之间
	回避：相对基准指数跌幅 5% 以上	

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn