

中国中免 (601888)

2024H1 业绩快报点评: 离岛免税承压, 关注市内店政策

买入 (维持)

2024年07月17日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书: S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	54433	67540	60934	68412	76939
同比 (%)	(19.57)	24.08	(9.78)	12.27	12.46
归母净利润 (百万元)	5030	6714	6810	7894	9104
同比 (%)	(47.89)	33.46	1.43	15.91	15.33
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.43	3.25	3.29	3.82	4.40
P/E (现价&最新摊薄)	27.75	20.79	20.50	17.68	15.33

投资要点

- **事件:** 2024年7月12日, 中国中免发布2024年半年度业绩快报, 2024H1公司预计实现营业收入312.65亿元, 同比-12.81%; 归母净利润为32.88亿元, 同比-14.94%; 扣非归母净利润为32.46亿元, 同比-15.79%。
- **Q2业绩符合预期, 毛利率继续提升。**公司预计单Q2营收为124.6亿元, 同比-17%, 归母净利润为9.8亿元, 同比-37%, 扣非归母净利润为9.5亿元, 同比-39%, 业绩符合预期。Q2主营业务毛利率为33.29%, 同比+0.82pct, 环比+0.59pct, 免税占比提升带动; 归母净利率为7.9%, 同比-2.5pct。
- **2024年离岛免税销售承压, 销售结构优化。**根据海口海关数据, 2024年1-5月海南离岛免税销售额为169亿元, 同比-29%, 购物人次300万人次, 同比-10%; M1-5平均客单价为5630元, 同比-22%, 2023Q4客单价为5865元。分结构来看, 2024M1-5精品/香化销售额占比分别为47%/41% (2023Q4为45%/41%)。
- **关注市内免税店政策进展, 口岸免税有较大发展潜力。**租金合同补充协议生效, 与机场的合作机制理顺。2024年6月, 北京首都机场/上海浦东机场/广州白云机场的国际客流恢复至2019年同期的51%/89%/75%, 国际客流进一步提升。消费税改革增加口岸免税想象空间, 若市内免税店政策落地, 将与口岸免税销售发挥协同效应。
- **盈利预测与投资评级:** 中免市场地位稳固, 中长期看好中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复, 在消费景气状态下受益于相对较高的行业增速。基于海南离岛免税销售承压, 下调中国中免盈利预期, 2024-2026年归母净利润分别为68.1/78.9/91.0亿元 (前值为82.0/95.6/112.3亿元), 对应PE为21/18/15倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 政策推进不及预期、居民消费意愿恢复不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	67.47
一年最低/最高价	61.75/130.26
市净率(倍)	2.49
流通A股市值(百万元)	131,733.52
总市值(百万元)	139,585.92

基础数据

每股净资产(元,LF)	27.14
资产负债率(% ,LF)	23.21
总股本(百万股)	2,068.86
流通A股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 2024一季报点评: 毛利率继续提升, 销售费用率改善》

2024-04-23

《中国中免(601888): 2024Q1业绩快报点评: 业绩符合预期, 毛利率继续修复》

2024-04-08

中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	58,456	59,774	75,517	82,251	营业总收入	67,540	60,934	68,412	76,939
货币资金及交易性金融资产	31,838	43,130	55,329	55,598	营业成本(含金融类)	46,049	41,069	45,836	51,549
经营性应收款项	621	200	180	247	税金及附加	1,644	1,401	1,642	1,847
存货	21,057	12,667	14,294	21,836	销售费用	9,421	6,154	6,670	7,348
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,208	2,072	2,223	2,400
其他流动资产	4,940	3,778	5,714	4,570	研发费用	58	49	55	62
非流动资产	20,414	20,391	20,351	20,293	财务费用	(869)	131	191	147
长期股权投资	2,200	2,200	2,200	2,200	加:其他收益	150	91	82	77
固定资产及使用权资产	8,387	7,667	7,030	6,575	投资净收益	87	61	55	54
在建工程	1,067	1,867	2,567	3,067	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,128	2,125	2,122	2,119	减值损失	(636)	(550)	(600)	(650)
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	48	1	1	1
长期待摊费用	1,074	1,024	974	924	营业利润	8,677	9,661	11,332	13,068
其他非流动资产	4,736	4,686	4,636	4,586	营业外净收支	(32)	(8)	(7)	(7)
资产总计	78,869	80,165	95,868	102,544	利润总额	8,646	9,653	11,325	13,061
流动负债	15,329	9,679	16,295	12,461	减:所得税	1,379	1,641	2,038	2,351
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,108	2,108	2,158	2,208	净利润	7,266	8,012	9,286	10,710
经营性应付款项	6,410	941	6,711	1,895	减:少数股东损益	553	1,202	1,393	1,607
合同负债	1,216	1,232	1,375	1,546	归属母公司净利润	6,714	6,810	7,894	9,104
其他流动负债	6,594	5,398	6,050	6,811	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.25	3.29	3.82	4.40
非流动负债	4,359	4,379	4,379	4,379	EBIT	8,306	10,330	12,118	13,910
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522	EBITDA	9,616	11,729	13,435	15,045
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.82	32.60	33.00	33.00
租赁负债	1,751	1,771	1,771	1,771	归母净利率(%)	9.94	11.18	11.54	11.83
其他非流动负债	86	86	86	86	收入增长率(%)	24.08	(9.78)	12.27	12.46
负债合计	19,688	14,058	20,674	16,840	归母净利润增长率(%)	33.46	1.43	15.91	15.33
归属母公司股东权益	53,834	59,558	67,251	76,155					
少数股东权益	5,348	6,549	7,942	9,549					
所有者权益合计	59,182	66,107	75,193	85,704					
负债和股东权益	78,869	80,165	95,868	102,544					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15,126	12,769	13,687	1,559	每股净资产(元)	26.02	28.79	32.51	36.81
投资活动现金流	(4,716)	(1,323)	(1,229)	(1,029)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	(4,628)	932	(59)	(61)	ROIC(%)	11.12	12.51	12.89	13.12
现金净增加额	5,990	12,377	12,199	269	ROE-摊薄(%)	12.47	11.43	11.74	11.95
折旧和摊销	1,310	1,400	1,317	1,135	资产负债率(%)	24.96	17.54	21.57	16.42
资本开支	(1,801)	(1,384)	(1,283)	(1,083)	P/E(现价&最新股本摊薄)	20.79	20.50	17.68	15.33
营运资本变动	5,957	2,773	2,423	(10,999)	P/B(现价)	2.59	2.34	2.08	1.83

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>