

中国中免 (601888)

2024 半年报点评: 离岛免税承压, 市内店政策落地

买入 (维持)

2024 年 08 月 31 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

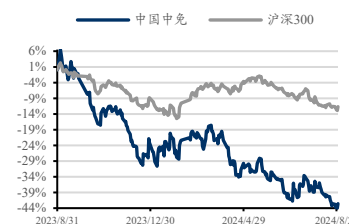
wanglj@dwzq.com.cn

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	6154	6887	8013
同比 (%)	(47.89)	33.46	(8.34)	11.91	16.36
EPS-最新摊薄 (元/股)	2.43	3.25	2.97	3.33	3.87
P/E (现价&最新摊薄)	25.09	18.80	20.51	18.33	15.75

投资要点

- **事件:** 2024 年 8 月 30 日, 中国中免发布 2024 年半年报, 2024H1 公司实现营业收入 312.65 亿元, 同比-13%; 归母净利润为 32.83 亿元, 同比-15%; 扣非归母净利润为 32.38 亿元, 同比-16%。
- **Q2 业绩符合此前预告, 毛利率继续提升:** 公司单 Q2 营收为 124.58 亿元, 同比-17%, 归母净利润为 9.76 亿元, 同比-38%, 扣非归母净利润为 9.39 亿元, 同比-40%, 业绩符合预期。Q2 主营业务毛利率为 2.29%, 同比+0.82pct, 环比+0.59pct, 免税及精品占比提升带动; 归母净利率为 8%, 同比-2.5pct。
- **H1 海南营收承压, 日上稳健增长:** 核心运营主体三亚市内店/海口免税城/日上上海/海免公司分别实现营收 120/30/85/20 亿元, 同比-29%/ (去年同期未披露) /+4%/-29%。据海口海关披露, 2024H1 海南离岛免税实现销售 185 亿元, 同比-30%。由于日上增长相对稳健, 公司整体营收收缩幅度好于海南离岛免税数据。
- **市内免税店政策落地, 中免有望率先受益。** 8 月 27 日, 市内免税政策落地, 国人出境前 60 天内可在市内店购物、口岸提货, 不设购物额度。共 19 家免税店转为新型出境游客市内免税店, 同时批准在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等 8 个城市各建立 1 家市内免税店。第一批转型市内店均为中免系, 公司有望率先受益于市内店驱动的市场扩容。
- **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 61.5/68.9/80.1 亿元 (前值为 82.0/95.6/112.3 亿元), 对应 PE 为 21/18/16 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)	61.01
一年最低/最高价	58.25/116.00
市净率(倍)	2.34
流通 A 股市值(百万元)	119,120.53
总市值(百万元)	126,221.09

基础数据

每股净资产(元,LF)	26.02
资产负债率(% ,LF)	21.51
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): 2024H1 业绩快报点评: 离岛免税承压, 关注市内店政策》

2024-07-17

《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	58,935	73,604	78,969	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	42,493	53,213	52,519	营业成本(含金融类)	46,049	40,826	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	12,464	14,497	21,633	销售费用	9,421	7,373	8,107	8,886
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)	86	199	172
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	8,731	9,888	11,504
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	79,326	93,955	99,262	利润总额	8,646	8,723	9,881	11,497
流动负债	15,329	9,611	16,338	12,418	减:所得税	1,379	1,483	1,779	2,069
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	7,240	8,102	9,428
经营性应付款项	6,410	898	6,755	1,851	减:少数股东损益	553	1,086	1,215	1,414
合同负债	1,216	1,225	1,375	1,546	归属母公司净利润	6,714	6,154	6,887	8,013
其他流动负债	6,594	5,381	6,050	6,811	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.25	2.97	3.33	3.87
非流动负债	4,359	4,379	4,379	4,379	EBIT	7,673	9,355	10,681	12,372
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522	EBITDA	8,983	10,754	11,998	13,506
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	31.82	33.00	33.00	33.00
租赁负债	1,751	1,771	1,771	1,771	归母净利率(%)	9.94	10.10	10.07	10.42
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	13,991	20,718	16,797	归母净利润增长率(%)	33.46	(8.34)	11.91	16.36
归属母公司股东权益	53,834	58,901	65,588	73,402					
少数股东权益	5,348	6,434	7,649	9,063					
所有者权益合计	59,182	65,335	73,237	82,465					
负债和股东权益	78,869	79,326	93,955	99,262					

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	12,132	12,207	596	每股净资产(元)	26.02	28.47	31.70	35.48
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(%)	10.27	11.39	11.57	12.03
现金净增加额	5,990	11,741	10,720	(694)	ROE-摊薄(%)	12.47	10.45	10.50	10.92
折旧和摊销	1,310	1,400	1,317	1,135	资产负债率(%)	24.96	17.64	22.05	16.92
资本开支	(1,801)	(1,384)	(1,283)	(1,083)	P/E (现价&最新股本摊薄)	18.80	20.51	18.33	15.75
营运资本变动	5,957	2,909	2,127	(10,679)	P/B (现价)	2.34	2.14	1.92	1.72

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>