

积极复苏出入境免税业务，日上上海盈利能力显著改善

2024 年 09 月 01 日

➤ **事件:公司发布 1H24 财报。**1H24 公司实现收入 312.65 亿元/yoy-12.81%，归母净利润 38.66 亿元/yoy-1.83%，扣非归母净利润 32.83 亿元/yoy-15.07%；其中 2Q24 公司实现收入 124.58 亿元/yoy-17.44%，归母净利润 9.76 亿元/yoy-37.60%，扣非归母净利润 9.39 亿元/yoy-39.79%。

➤ **商品结构优化及折扣收窄带动毛利率提升，净利率受销售费用率提升有所下滑。**1H24 公司实现毛利率 33.53%/+2.92pcts，主要是因为公司优化商品销售结构，提升高毛利产品占比，并完善营销管理机制，优化商品定价和折扣策略，带动盈利能力持续修复；销售/管理/财务费用率分别为 14.83%/3.02%/-1.51%，同比变化+2.91%/+0.21%/-0.51pcts，我们认为销售费用增加或与公司口岸免税陆续开业带动租赁费用上升所致；综合影响下，1H24 公司归母净利率为 10.50%/-0.28pcts。2Q24 公司实现毛利率 33.87%，同比上升 1.04pcts，环比一季度提升 0.56pcts，公司销售/管理/财务费用率 17.84%/3.75%/-2.78%，分别同比变化+3.09%/+0.04%/-2.47pcts，在此影响下公司归母净利率为 7.83%/yoy-2.54pcts。

➤ **受离岛免税整体销售疲软影响，公司海南地区经营承压，受出入境客流修复及机场减租带动，公司日上上海盈利显著提升。**①中免国际（全资）：1H24 实现营业收入 225.49 亿元/yoy-10.98%，归母净利润 15.20 亿元/yoy-13.83%；②三亚市内免税店（全资）：1H24 实现营业收入 119.86 亿元/yoy-28.97%，归母净利润 5.37 亿元/yoy-68.20%，我们认为主要受到海南离岛免税整体销售疲软影响；③日上上海：1H24 实现营业收入 85.00 亿元/yoy+3.70%，归母净利润 3.10 亿元/yoy+3599.41%，我们认为主要受到出入境客流修复以及机场减租带动；④海免公司：1H24 实现营业收入 20.02 亿元/yoy-28.72%，归母净利润 0.51 亿元/yoy-65.66%。⑤海口免税城公司：1H24 实现营业收入 30.43 亿元，归母净利润为-4.31 亿元。整体来看，1H24 公司海南地区销售额为 167.85 亿元，上海地区销售额为 85 亿元。

➤ **积极复苏出入境免税业务。**公司积极复苏出入境免税业务，公司境内出入境免税门店收入同比增长超过 100%，盈利能力持续改善。

➤ **投资建议：**新租金协议有望降低公司机场租金费用，出入境客流修复有望带动口岸免税收入，增收降费下我们认为公司口岸免税业务后续将贡献业绩弹性；市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。此外，公司实控人为国务院国资委，隶属央企，长期看公司未来市值表现将和企业负责人考核挂钩，经营效益有望提升。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 63.42/82.35/103.09 亿元，对应 8 月 30 日收盘价 PE 分别为 20x/15x/12x，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**客流恢复不及预期、消费信心不足等。

推荐

维持评级

当前价格：

61.01 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

邮箱：raolinfeng@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书：S0100524070005

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1.中国中免 (601888.SH) 2024 年一季报点评：业绩符合预期，盈利能力改善库存优化-2024/04/24

2.中国中免 (601888.SH) 24Q1 业绩快报点评：收入利润超预期，关注全年口岸免税弹性-2024/04/09

3.中国中免 (601888.SH) 2023 年年报点评：机场减租费用优化，分红率显著提升回馈股东-2024/03/28

4.中国中免 (601888.SH) 业绩快报点评：业绩符合预期，Q4 净利率环比改善-2024/01/10

5.中国中免 (601888.SH) 2023 年三季报点评：Q3 毛利率环比持续改善，存货逐步优化-2023/10/27

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	67,540	66,000	77,000	89,000
增长率 (%)	24.1	-2.3	16.7	15.6
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,714	6,342	8,235	10,309
增长率 (%)	33.5	-5.5	29.8	25.2
每股收益 (元)	3.25	3.07	3.98	4.98
PE	19	20	15	12
PB	2.3	2.2	2.0	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 8 月 30 日收盘价）

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67,540	66,000	77,000	89,000
营业成本	46,049	44,880	51,128	58,918
营业税金及附加	1,644	1,441	1,485	1,548
销售费用	9,421	8,844	10,280	11,570
管理费用	2,208	1,981	2,156	2,225
研发费用	58	45	37	29
EBIT	7,673	8,988	12,097	14,903
财务费用	-869	-804	-816	-816
资产减值损失	-638	-452	-462	-484
投资收益	87	90	93	97
营业利润	8,677	9,438	12,553	15,341
营业外收支	-32	0	0	0
利润总额	8,646	9,438	12,553	15,341
所得税	1,379	1,510	2,260	2,455
净利润	7,266	7,928	10,293	12,886
归属于母公司净利润	6,714	6,342	8,235	10,309
EBITDA	8,983	10,428	13,960	17,262

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,838	40,993	44,323	53,253
应收账款及票据	139	106	124	143
预付款项	482	359	409	471
存货	21,057	19,221	16,347	15,658
其他流动资产	4,940	3,001	3,115	3,236
流动资产合计	58,456	63,679	64,318	72,761
长期股权投资	2,200	2,290	2,383	2,479
固定资产	6,292	8,604	10,871	13,135
无形资产	2,128	2,127	2,125	2,124
非流动资产合计	20,414	21,457	23,126	24,727
资产合计	78,869	85,136	87,445	97,488
短期借款	369	369	369	369
应付账款及票据	6,403	6,394	3,502	3,228
其他流动负债	8,556	10,130	7,316	7,692
流动负债合计	15,329	16,893	11,187	11,290
长期借款	2,522	2,652	2,652	2,652
其他长期负债	1,837	1,762	1,569	1,332
非流动负债合计	4,359	4,413	4,221	3,984
负债合计	19,688	21,306	15,408	15,274
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,348	6,933	8,992	11,569
股东权益合计	59,182	63,830	72,037	82,214
负债和股东权益合计	78,869	85,136	87,445	97,488

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.08	-2.28	16.67	15.58
EBIT 增长率	0.07	17.13	34.59	23.20
净利润增长率	33.46	-5.53	29.84	25.19
盈利能力 (%)				
毛利率	31.82	32.00	33.60	33.80
净利润率	9.94	9.61	10.69	11.58
总资产收益率 ROA	8.51	7.45	9.42	10.57
净资产收益率 ROE	12.47	11.15	13.06	14.59
偿债能力				
流动比率	3.81	3.77	5.75	6.44
速动比率	2.17	2.48	4.06	4.82
现金比率	2.08	2.43	3.96	4.72
资产负债率 (%)	24.96	25.03	17.62	15.67
经营效率				
应收账款周转天数	0.75	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	166.90	160.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.87	0.80	0.89	0.96
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	3.07	3.98	4.98
每股净资产	26.02	27.50	30.47	34.15
每股经营现金流	7.31	7.61	4.46	7.69
每股股利	0.80	1.01	1.31	1.64
估值分析				
PE	19	20	15	12
PB	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.06	9.53	7.12	5.76
股息收益率 (%)	1.31	1.65	2.15	2.69

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,266	7,928	10,293	12,886
折旧和摊销	1,310	1,440	1,864	2,359
营运资金变动	5,957	5,779	-3,480	103
经营活动现金流	15,126	15,741	9,236	15,916
资本开支	-1,801	-2,760	-2,817	-3,048
投资	-2,923	0	0	0
投资活动现金流	-4,716	-1,885	-2,817	-3,048
股权募资	12	0	0	0
债务募资	-1,404	-610	0	0
筹资活动现金流	-4,628	-4,702	-3,088	-3,938
现金净流量	5,990	9,154	3,331	8,929

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026