

## 中国中免(601888.SH)

## 海南销售承压，上海机场销售恢复较好

## 推荐（维持）

股价：61.01元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.30%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通A股(百万股)	1,952
流通B/H股(百万股)	116
总市值(亿元)	1,240
流通A股市值(亿元)	1,191
每股净资产(元)	26.02
资产负债率(%)	21.5

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】行业点评\*社会服务\*免税专题：市内免税政策终出炉\*强于大市20240828

【平安证券】中国中免(601888.SH)\*季报点评\*Q1海南离岛免税影响收入，经营开始改善向上\*推荐20240424

【平安证券】中国中免(601888.SH)\*首次覆盖报告\*行业回暖可期，全球旅游零售巨头，经营持续改善\*推荐20240409

## 证券分析师

胡琼方  
投资咨询资格编号  
S1060524010002  
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn



## 事项：

公司 2024H1 营收 312.65 亿元(-12.81%)，归母净利润同比-15.07%至 32.83 亿元，扣除非经常性损益后为 32.38 亿元(-16%)。eps(基本)=1.59 元。毛利率为 33.53%(+2.92pct)，净利率为 11.67%(+0.25pct)，销售费用同比(下同)+8.51%至 46.38 亿元，销售费用率 14.83%，+2.91 pct。财务费用-4.71 亿元(利息收入 5.67 亿元，汇兑收益为 0.81 亿元)。单二季度营收同比-17.44%至 124.58 亿元，归母净利润同比-37.6%至 9.76 亿元。毛利率+1.04pct 至 33.87%，净利率-1.07pct 至 9.73%，单季度销售费用率增长 3.09 pct 至 17.84%。

## 平安观点：

■ 公司此前已发布业绩快报，业绩最终基本与快报一致。目前公司业务结构与盈利水平与 2019 年前不同(2020 年离岛免税政策额度提升，品类放宽，2022 年 10 月海口国际免税城开业)，同时目前出入境旅游逐步恢复，公司业务构成也很难对照 2020-2023 年期间情况。上半年 312.65 亿元收入中，免税商品销售贡献 216.70 亿元，有税商品贡献 91.58 亿元，其余为其他收入；海南地区收入 167.85 亿元，上海地区收入 85.00 亿元(即日上上海)，其余地区收入为 58.59 亿元。2024 上半年公司几大业绩贡献主体情况：三亚市内免税店、日上上海、海口免税城、海免公司上半年收入分别为 119.86、85.00、30.43、20.02 亿元，归母净利润分别为 5.37、3.10、-4.31 和 0.51 亿元。2021H1 三亚市内店、海免公司达到近年来销售最高峰，收入分别为 185.30、77.05 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 25.58 和 5.11 亿元；2019H1 日上上海收入为 77.34 亿元，归属于上市公司股东的净利润为 3.21 亿元，目前日上上海已与 2019 年同期水平相当。

■ 公司销售情况与出入境和到访海南旅客量、旅客购买转化率密切相关，上半年国内游及出入境旅游市场较为火热，上海机场国际及地区旅客吞吐量恢复较好，海南两机场客流表现有分化。1) 上海、北京两大出入境区域：

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	66400	81800	94100
YOY(%)	-19.6	24.1	-1.7	23.2	15.0
净利润(百万元)	5030	6714	6408	8270	10054
YOY(%)	-47.9	33.5	-4.5	29.1	21.6
毛利率(%)	28.4	31.8	32.5	32.9	33.2
净利率(%)	9.2	9.9	9.7	10.1	10.7
ROE(%)	10.4	12.5	11.1	13.1	14.5
EPS(摊薄/元)	2.43	3.25	3.10	4.00	4.86
P/E(倍)	25.1	18.8	19.7	15.3	12.6
P/B(倍)	2.6	2.3	2.2	2.0	1.8

根据上海机场上市公司7月运输生产情况,7月上海机场国际旅客吞吐量恢复至2019年同期的89%,航班量恢复至93.6%;地区旅客吞吐量及航班分别恢复至72.50%和81.01%。参考北京首都机场股份官网营运数据,北京首都机场国际及地区旅客吞吐量及航班在7月分别恢复至2019年同期的55.11%和56.06%。2)据海南省统计局统计数据,2024H1海南省港口和机场旅客吞吐量为3568.45万人次,同比+9.1%,其中离港旅客为1861.17万人次,同比+10.7%;三亚凤凰国际机场的旅客吞吐量为1088.9万人次,同比-3.2%;海口美兰国际机场为1449.4万人次,同比+20.3%。根据海口海关统计数据,2024年1-6月离岛免税购物金额184.6亿元(同比-29.9%),免税购物人数336.1万人次(同比-10%),7月购物金额同比-35.9%至16.8亿元,购物人次同比-20.7%至37.0万人次,相比6月的销售金额与购物人次分别同比下滑32.9%和12.1%的降幅有所扩大。海南离岛免税一方面面临部分游客出境消费的分流,该部分分流在预期之内;但同时,海南离岛免税市场则受当前消费者转化率有所下降影响。

- **目前中免会员人数已经突破3500万人**,公司合作的全球知名品牌超过1400个,在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港、北京和海口设立了覆盖全国的8大海关监管物流中心,采用先进的监控体系提升物流效率和水平,在全国范围内实现商品高效快捷配送。2024H1海口国际免税城引入Prada、Gucci等品牌,Glashutte和Coachtopia等精品品牌入驻三亚国际免税城,公司在海口美兰机场开设巴黎奥运会特许产品店,推进国潮香化、运动、文旅等品牌的全面合作。同时,公司加强供应链体系建设,加强商品分级管理,推进统筹订货和灵活分货,精细化管理库存,增强运营效率。库存情况略有优化,存货周转天数为173.54天,上年同期为189.47天,2023全年看为191.47天;资产减值损失为2.42亿元,相较上年的2.23亿元略有上升。
- **盈利预测及投资建议:**当前随着出入境旅游复苏、国人恢复在海外的购物消费,市内免税政策终于在8月27日晚出炉。公司将直接受益于旗下目前在运营、在2024-10-1即可按照《市内免税店管理暂行办法》进行运营的6家市内免税店,以及中国中免投资49%股权的中出服旗下12家和港中旅旗下1家可于2024-10-1起三个月内转型为市内免税店的外汇商品店,未来随着运营和摸索我们期待政策的进一步便利和优化。考虑7月以来海南离岛免税仍有一定承压,海口国际免税城仍在亏损(2023年微利0.33亿元,2024H1亏损4.31亿元),预计公司2024-2026年归母净利润分别为64.1、82.7、100.5亿元(此前分别为74.2、90.4、111.6亿元),当前市值(以8月30日收盘价计)对应估值分别约19.7、15.3、12.6倍PE。公司为全球旅游零售龙头,长期以来积累了丰厚的竞争优势,不断优化供应链、运营精细化逐步提升,国内同类可比公司较少,目前处在2019年来估值低位,考虑2024年来出入境政策友好、机场国际客流恢复、市内免税店政策出台,维持“推荐”评级。
- **风险提示:**1)宏观经济不及预期影响消费意愿。如宏观经济环境不及预期,则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响,公司旗下海南及出入境免税店、市内免税店销售可能不及预期。2)出入境政策及国际环境不利影响。出入境政策及国际环境如发生不利变动,则进店客流、购物人数等将会受到影响,同时也影响公司相关免税店布局和规划。3)市场竞争激烈。近年来包含化妆品在内的多个细分行业的品牌商积极拓展多个渠道,且目前出入境旅游恢复,国内免税参与全球免税运营商的竞争,若市场竞争加剧,则影响公司销售和利润率水平。4)战略项目投资及管理未达预期的风险。公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资,如环境发生变化,或审批、建设、招投标等环节不及预期,战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。5)其他风险:《市内免税店管理暂行办法》中规定旅客需在出境隔离区的提货点一次性提取在市内店购买的免税品,影响出境游玩的便利性;免税运营商的品牌拓展不利、或合作的条款不佳(如销售价格显著高于海外市场等),将不能充分发挥市内免税店政策效力等。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	58456	65523	76748	88309
现金	31838	43677	50275	58482
应收票据及应收账款	139	142	175	201
其他应收款	1239	1031	1270	1461
预付账款	482	434	534	615
存货	21057	18411	22242	24960
其他流动资产	3701	1828	2252	2590
<b>非流动资产</b>	20414	18342	15949	13970
长期投资	2200	2250	2300	2350
固定资产	8387	7664	6620	5455
无形资产	2128	1677	1227	777
其他非流动资产	7700	6750	5801	5389
<b>资产总计</b>	78869	83865	92697	102280
<b>流动负债</b>	15329	16807	20452	23315
短期借款	369	319	259	179
应付票据及应付账款	6403	6974	8540	9781
其他流动负债	8556	9513	11653	13354
<b>非流动负债</b>	4359	3020	1695	590
长期借款	4273	2934	1609	504
其他非流动负债	86	86	86	86
<b>负债合计</b>	19688	19827	22147	23905
少数股东权益	5348	6132	7389	8826
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17447	17447	17447
留存收益	34318	38390	43645	50033
<b>归属母公司股东权益</b>	53834	57906	63161	69549
<b>负债和股东权益</b>	78869	83865	92697	102280

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	15126	16127	11204	13111
净利润	7266	7192	9528	11490
折旧摊销	1310	2921	3043	2628
财务费用	-869	-254	-429	-578
投资损失	-87	-50	-40	-50
营运资金变动	5957	6301	-923	-411
其他经营现金流	1549	17	25	32
<b>投资活动现金流</b>	-4716	-817	-635	-632
资本支出	1769	800	600	600
长期投资	-2923	0	0	0
其他投资现金流	-24	-17	-35	-32
<b>筹资活动现金流</b>	-4628	-3472	-3971	-4272
短期借款	-1563	-50	-60	-80
长期借款	27	-1339	-1325	-1105
其他筹资现金流	-3092	-2082	-2586	-3087
<b>现金净增加额</b>	5990	11839	6598	8207

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	67540	66400	81800	94100
营业成本	46049	44801	54855	62832
税金及附加	1644	1129	1440	1543
营业费用	9421	9761	11861	13645
管理费用	2208	1992	2209	2353
研发费用	58	35	43	50
财务费用	-869	-254	-429	-578
资产减值损失	-638	-612	-755	-868
信用减值损失	3	-4	-5	-5
其他收益	150	150	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	87	50	40	50
资产处置收益	48	22	20	15
<b>营业利润</b>	8677	8542	11322	13648
营业外收入	11	20	20	30
营业外支出	43	0	0	0
<b>利润总额</b>	8646	8562	11342	13678
所得税	1379	1370	1815	2189
<b>净利润</b>	7266	7192	9528	11490
少数股东损益	553	784	1258	1436
<b>归属母公司净利润</b>	6714	6408	8270	10054
EBITDA	9086	11230	13957	15728
EPS (元)	3.25	3.10	4.00	4.86

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	24.1	-1.7	23.2	15.0
营业利润(%)	13.9	-1.6	32.5	20.5
归属于母公司净利润(%)	33.5	(4.5)	29.1	21.6
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.8	32.5	32.9	33.2
净利率(%)	9.9	9.7	10.1	10.7
ROE(%)	12.5	11.1	13.1	14.5
ROIC(%)	16.7	17.9	30.2	36.2
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.0	23.6	23.9	23.4
净负债比率(%)	-46.0	-63.1	-68.6	-73.7
流动比率	3.8	3.9	3.8	3.8
速动比率	2.2	2.7	2.5	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	486.5	468.7	468.7	468.7
应付账款周转率	7.23	6.44	6.44	6.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.25	3.10	4.00	4.86
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	7.80	5.42	6.34
每股净资产(最新摊薄)	26.02	27.99	30.53	33.62
<b>估值比率</b>				
P/E	18.8	19.7	15.3	12.6
P/B	2.3	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	17.39	8.78	6.69	5.51

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

### 北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层