



# 中国中免 (601888.SH): 离岛免税短期承压, 关注口岸渠道复苏和市内店扩容

2024年9月3日

推荐/维持

中国中免

公司报告

**事件:** 公司发布 2024 年中报, 公司 2024 年上半年实现营业收入 312.65 亿元, 同比下降 12.81%, 实现归母净利润 32.83 亿元, 同比下降 15.07%。公司 2024 年 Q2 实现营业收入 124.58 亿元, 同比下降 17.44%, 实现归母净利润 9.76 亿元, 同比下降 37.6%。

**国内游稳健复苏但离岛免税吸引力下降, 公司离岛免税业务增长乏力。** 24 年上半年国内游客出游人次同比+14.3%, 出游花费同比+19%, 海南省旅客吞吐量同比+9.1%, 旅游市场整体呈现稳健复苏态势。但消费者离岛免税购买意愿较弱, 上半年海关共监测离岛免税购物金额 184.6 亿元, 同比-29.9%, 计算得到客单价约为 5492 元, 同比-22.11%。在此背景下, 公司离岛免税销售承压, 三亚市内免税店和海免公司分别实现营收 119.87 和 20 亿元, 分别同比-28.97% 和-28.73%, 对公司整体业绩表现形成拖累。

**口岸免税渠道快速增长, 但仍未恢复至疫情前水平。** 24 年上半年全国移民管理机构共检查出入境人员同比+70.9%, 实现快速复苏, 但恢复程度仅为 2019 年同期的 83%, 相较 23 年底 63% 的恢复程度显著提高, 但尚有较大增长空间。公司口岸免税业务也实现快速复苏, 公司境内出入境免税门店收入同比增长超 100%, 子公司日上上海营收同比+3.7%。考虑到离岛免税增长乏力以及口岸渠道复苏空间较大, 短期看口岸免税渠道的复苏预计仍为营收增长主要贡献。

**产品结构优化及折扣管控带来毛利率持续改善, 各项费用率小幅上升。** 公司优化商品销售结构, 提升高毛利产品占比, 同时完善促销管理机制, 优化商品定价和折扣策略, 2024 年上半年毛利率上升 2.92pct. 至 33.53%。公司与机场补充协议的签订持续抬升销售费用率, 同比增加 2.91pct. 至 14.83%, 管理费用率和财务费用率同比小幅上升, 公司整体净利率水平小幅上升至 11.67%。预计机场客流的持续恢复或带来销售费用率的提升, 但同时也会正向促进毛利率的提升, 公司盈利能力有望整体保持稳健。

**市内免税政策落地, 公司有望率先受益。** 24 年 8 月市内免税政策落地, 自 10 月 1 日起执行。市内免税店的销售对象为持出入境有效证件即将于 60 日(含)出境的旅客, 在市内免税店购物后应在设立于口岸出境隔离区内的免税商品提货点提取所购免税商品, 并一次性携带出境。目前《通知》列明的 19 家免税店均为中免系, 自公司 23 年 3 月出资中出服并持有其 49% 股权后, 公司在市内免税渠道的领先地位进一步巩固, 公司有望率先受益于政策落地带来的消费市场扩容。

**公司通过品牌引进和渠道建设持续巩固竞争优势, 静待消费需求回暖。** 上半年公司海南区域新引进约 50 个品牌, 包括 Prada、GUCCI 等在内的精品品牌开业, 离岛免税对消费者的吸引力增强。渠道建设方面, 持续中标机场出境免税店, 同时拓展海外渠道, 落实“一带一路”国家战略, 中标新加坡樟宜机场 MCM 精品店、香港国际机场麒麟精品店经营权。公司在高端品牌引入和渠道拓展发力, 在巩固国内竞争优势的基础上向海外渠道拓展, 为中长期发展奠定基础。但短期看, 消费市场需求疲软, 一定程度上压抑了公司的业绩表现。若消费市场回暖, 有望为公司带来较大的业绩弹性。

## 公司简介:

中国旅游集团中免股份有限公司成立于 2008 年 3 月 28 日。经过近 40 年的发展, 公司已经发展成为全球最大的旅游零售运营商, 专注为境内外旅客、中高端消费者提供优质的免税和有税商品销售服务, 以及全方位购物体验。

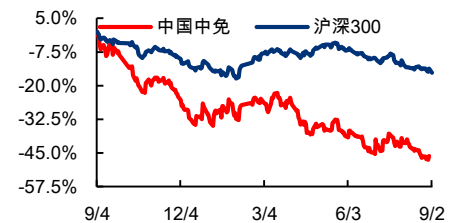
资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间 (元)	115.92-59.48
总市值 (亿元)	1,262.21
流通市值 (亿元)	1,191.21
总股本/流通 A 股 (万股)	206,886/195,248
流通 B 股/H 股 (万股)	-/11,638
52 周日均换手率	2.22

资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 52 周股价走势图



资料来源: 恒生聚源、东兴证券研究所

## 分析师: 刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480521010001

## 分析师: 魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480522090004

**盈利预测及投资评级:** 考虑到消费市场需求疲软, 短期影响公司业绩表现, 我们调低公司 2024-2026 年净利润分别至 62.8、69 和 79.4 亿元, 对应 EPS 分别为 3.03、3.34 和 3.84 元。当前股价对应 2024-2026 年 PE 值分别为 20、18 和 16 倍。看好公司作为免税龙头的长期发展, 维持公司评级为“推荐”评级。

风险提示: 免税销售疲软, 离岛免税竞争加剧, 市内免税店实际落地不及预期。

### 财务指标预测

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	54,432.85	67,540.10	65,152.37	71,686.53	79,853.84
增长率 (%)	-19.57%	24.08%	-3.54%	10.03%	11.39%
归母净利润 (百万元)	5,030.38	6,713.69	6,276.79	6,902.01	7,937.16
增长率 (%)	-47.89%	33.46%	-6.51%	9.96%	15.00%
净资产收益率 (%)	10.36%	12.47%	10.55%	10.41%	10.71%
每股收益 (元)	2.53	3.25	3.03	3.34	3.84
PE	24.14	18.80	20.11	18.29	15.90
PB	2.60	2.34	2.12	1.90	1.70

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

**附表: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产合计</b>	57205	58456	66423	74410	83428	<b>营业收入</b>	54433	67540	65152	71687	79854
货币资金	26892	31838	46480	52741	59717	<b>营业成本</b>	38982	46049	42377	46289	50606
应收账款	151	139	1249	1375	1531	营业税金及附加	1215	1644	1520	1709	1884
其他应收款	861	1237	1194	1313	1463	营业费用	4032	9421	10099	11828	13974
预付款项	398	482	58	-405	-911	管理费用	2209	2208	2280	2509	2795
存货	27926	21057	13932	15218	16638	财务费用	220	-869	-47	-156	-226
其他流动资产	975	3701	3462	4116	4932	研发费用	39	58	64	71	78
<b>非流动资产合计</b>	18702	20414	17780	17115	16452	资产减值损失	590.69	638.16	708.83	673.49	691.16
长期股权投资	1970	2200	2200	2200	2200	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	5434	6292	6325	6093	5724	投资净收益	162.49	86.98	124.74	105.86	115.30
无形资产	2458	2128	2050	1977	1908	加: 其他收益	296.14	149.89	223.01	186.45	204.73
其他非流动资产	570	1922	0	0	0	<b>营业利润</b>	7619	8677	8517	9081	10403
<b>资产总计</b>	75908	78869	84203	91525	99880	营业外收入	12.59	11.42	11.42	11.42	11.42
<b>流动负债合计</b>	17480	15329	13644	13463	13256	营业外支出	15.12	43.09	43.09	43.09	43.09
短期借款	1932	369	0	0	0	<b>利润总额</b>	7617	8646	8486	9050	10371
应付账款	7660	6366	5805	6341	6932	所得税	1429	1379	1354	1444	1655
预收款项	13	7	-644	-1361	-2160	<b>净利润</b>	6188	7266	7132	7606	8717
一年内到期的非流动负债	675	739	739	739	739	少数股东损益	1158	553	855	704	780
<b>非流动负债合计</b>	4300	4359	4317	4317	4317	归属母公司净利润	5030	6714	6277	6902	7937
长期借款	2509	2522	2522	2522	2522	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>负债合计</b>	21780	19688	17961	17780	17573	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	5554	5348	6203	6907	7686	营业收入增长	-19.57%	24.08%	-3.54%	10.03%	11.39%
实收资本(或股本)	2069	2069	2069	2069	2069	营业利润增长	-48.53%	13.88%	-1.84%	6.62%	14.55%
资本公积	17486	17447	17447	17447	17447	归属于母公司净利润增长	-47.89%	33.46%	-6.51%	9.96%	15.00%
未分配利润	27448	32507	38470	45027	52567	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	48573	53834	59521	66320	74103	毛利率(%)	28.39%	31.82%	34.96%	35.43%	36.63%
<b>负债和所有者权益</b>	75908	78869	84203	91525	99880	净利率(%)	11.37%	10.76%	10.95%	10.61%	10.92%
<b>现金流量表</b>						<b>单位: 百万元</b>					
	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	总资产净利润(%)	6.63%	8.51%	7.45%	7.54%	7.95%
						ROE(%)	10.36%	12.47%	10.55%	10.41%	10.71%
<b>经营活动现金流</b>	-3415	15126	13800	6932	7637	<b>偿债能力</b>					
净利润	6188	7266	7132	7606	8717	资产负债率(%)	29%	25%	21%	19%	18%
折旧摊销	571.97	768.64	814.48	822.20	819.92	流动比率	3.27	3.81	4.87	5.53	6.29
财务费用	220	-869	-47	-156	-226	速动比率	1.67	2.44	3.85	4.40	5.04
应收账款减少	-45	12	-1111	-125	-157	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	4	-6	-652	-717	-799	总资产周转率	0.83	0.87	0.80	0.82	0.83
<b>投资活动现金流</b>	-3807	-4716	1478	-483	-491	应收账款周转率	423	466	94	55	55
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	8.04	9.63	10.71	11.80	12.03
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	162	87	125	106	115	每股收益(最新摊薄)	2.53	3.25	3.03	3.34	3.84
<b>筹资活动现金流</b>	15455	-4628	-636	-189	-171	每股净现金流(最新摊薄)	3.98	2.80	7.08	3.03	3.37
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	23.48	26.02	28.77	32.06	35.82
长期借款增加	2509	13	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	116	0	0	0	0	P/E	24.14	18.80	20.11	18.29	15.90
资本公积增加	15616	-39	0	0	0	P/B	2.60	2.34	2.12	1.90	1.70
<b>现金净增加额</b>	8233	5783	14642	6261	6976	EV/EBITDA	12.88	12.01	8.32	7.99	6.41

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业普通报告	人力资源服务行业: 招聘需求边际回暖, 看好人服企业经营改善	2024-05-13
公司普通报告	中国中免 (601888.SH): 23 年业绩稳健增长, 口岸免税恢复可期	2024-04-25
行业普通报告	社会服务行业: 五一旅游预定保持高景气, 关注出行链投资机会	2024-04-19
行业普通报告	社会服务行业: 政策信号积极明朗, 教育行业合规化发展	2024-03-18
行业普通报告	消费者服务行业: 春节出游人次及总收入恢复率达疫后最高, 出行链高景气持续验证	2024-02-22
行业普通报告	消费者服务行业: 元旦旅游市场预订火爆, 关注出行链反弹	2023-12-28
行业普通报告	美护行业: 多品牌布局胶原蛋白成分, 看好胶原蛋白赛道加速扩容	2023-12-27
行业深度报告	社会服务行业: 疫后出行持续修复, 优选主线和标的	2023-04-14
行业普通报告	东兴商社: 一季度前瞻, 线下复苏较好, 可选呈现分化	2023-04-06
公司普通报告	中国中免 (601888): 22 年受疫情扰动业绩筑底, 23 年增长可期	2023-03-31

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019年1月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (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):  
以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 23 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526