

商贸零售

2024年10月16日

中国中免 (601888)

——三季度业绩承压，关注市内免税新增量

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

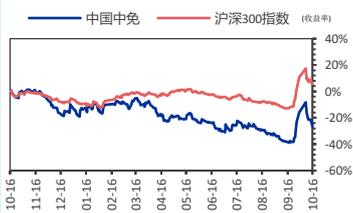
- **公司公布三季度业绩预告，业绩低于预期。**根据公司公告，2024 年前三季度实现营业收入 430 亿元，同比下降 15%，实现归母净利润 39 亿元，同比下降 24.7%。经测算，公司 2024Q3 单季度实现利润 6.38 亿元，同比下滑 52%。2024 年前三季度，公司主营业务毛利率为 32.57%，同比提升 1.09pct。
- **离岛免税承压，从客流上两机场国内客流吞吐量有所下降，总客流口径来看同比有所提振。**根据海南机场官方数据，美兰国际机场 24 年 1-7 月旅客吞吐量同比增长 18.19%，6/7 月分别同比增长 1.02%/5.69%。根据航班管家跟踪数据，三季度三亚凤凰机场/美兰国际机场国内客流同比下滑 6%/2%。根据海口海关数据，2024 年 8 月，海南离岛免税购物金额为 21.97 亿元，同比下滑 33.1%，2024 年 1 至 8 月，海南离岛免税购物金额为 223.30 亿元，同比下滑 30.7%。从大盘数据来看，离岛免税销售承压，国内客流下滑主要由于出境游分流部分客源及终端消费有所承压。
- **免签国家数和国际客运航班量持续增加，推动出入境免税门店业绩大幅增长。**前三季度公司出入境免税门店销售实现大幅增长，其中北京机场（含首都国际机场、大兴国际机场）免税门店收入同比增长超过 140%，上海机场（含浦东国际机场、虹桥国际机场）免税门店收入同比增长近 60%。公司前三季度共引进香化、奢侈品、食品百货、烟酒等各类商品品牌 165 个，其中国产品牌数量占比超过 40%。
- **《关于完善市内免税店政策的通知》明确自 2024 年 10 月 1 日起，按照《市内免税店管理暂行办法》规范市内免税店管理工作，关注市内免税店新增量布局。**市内免税政策的统一管理使得我国市内免税店政策与国际接轨，是激活消费外循环的重要抓手。随着出入境人数逐步恢复，公司后续或将提升市内免税店销售。
- **投资分析意见：**考虑到终端消费承压及出境游等对海南旅游消费的分流尚未看拐点，我们下调公司盈利预测，预计 24-26 年归母净利润为 56.2/61.7/68.9 亿元（前值 69.92/85.98/97.16 亿元），对应 24-26 年 PE 为 24/22/20 倍。中短期来看，我们认为需要重点关注出入境客流增长带来的口岸免税销售额增长，以及配合市内免税政策带来的新增市内店开设口岸收入端孵化。长期来看，海南旅游资源的综合运营及演艺、会展等的综合运用带动离岛免税进一步增长。
- **风险提示：**终端转化率不及预期，市内免税政策不及预期，海南离岛免税竞争加剧风险。

市场数据：	2024 年 10 月 16 日
收盘价 (元)	66.10
一年内最高/最低 (元)	97.50/53.52
市净率	2.5
息率 (分红/股价)	2.50
流通 A 股市值 (百万元)	129,059
上证指数/深证成指	3,202.95/9,965.02

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：	2024 年 06 月 30 日
每股净资产 (元)	26.02
资产负债率%	21.51
总股本/流通 A 股 (百万)	2,069/1,952
流通 B 股/H 股 (百万)	-/116

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《中国中免 (601888) 点评：业绩符合预期，关注市内免税增量》2024/08/31

证券分析师

赵令伊 A0230518100003
zhaoly2@swsresearch.com

研究支持

杨光 A0230122100004
yangguang@swsresearch.com

联系人

杨光
(8621)23297818x
yangguang@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

	2023	2024H1	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	67,540	31,265	61,668	67,898	76,040
同比增长率 (%)	24.1	-12.8	-8.7	10.1	12.0
归母净利润 (百万元)	6,714	3,283	5,624	6,166	6,885
同比增长率 (%)	33.5	-15.1	-16.2	9.6	11.7
每股收益 (元/股)	3.25	1.59	2.72	2.98	3.33
毛利率 (%)	31.8	33.5	32.0	31.3	31.2
ROE (%)	12.5	6.1	9.8	10.0	10.3
市盈率	20		24	22	20

注：“市盈率”是指目前股价除以每年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

财务摘要

百万元, 百万股	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,433	67,540	61,668	67,898	76,040
其中: 营业收入	54,433	67,540	61,668	67,898	76,040
减: 营业成本	38,982	46,049	41,934	46,646	52,316
减: 税金及附加	1,215	1,644	1,501	1,653	1,851
主营业务利润	14,236	19,847	18,233	19,599	21,873
减: 销售费用	4,032	9,421	8,325	9,506	10,646
减: 管理费用	2,209	2,208	1,850	2,037	2,281
减: 研发费用	39	58	53	59	66
减: 财务费用	220	-869	-438	-399	-361
经营性利润	7,736	9,029	8,443	8,396	9,241
加: 信用减值损失 (损失以 "-" 填列)	7	3	0	0	0
加: 资产减值损失 (损失以 "-" 填列)	-591	-638	-512	108	99
加: 投资收益及其他	458	237	24	24	24
营业利润	7,619	8,677	8,002	8,576	9,412
加: 营业外净收入	-3	-32	-12	-16	-20
利润总额	7,617	8,646	7,989	8,561	9,392
减: 所得税	1,429	1,379	1,288	1,380	1,514
净利润	6,188	7,266	6,702	7,181	7,878
少数股东损益	1,158	553	1,078	1,015	993
归属于母公司所有者的净利润	5,030	6,714	5,624	6,166	6,885
全面摊薄总股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
每股收益 (元)	2.43	3.25	2.72	2.98	3.33

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

信息披露

证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东组	茅炯	021-33388488	maojiong@swhysc.com
银行团队	李庆	021-33388245	liqing3@swhysc.com
华北组	肖霞	010-66500628	xiaoxia@swhysc.com
华南组	李昇	0755-82990609	lisheng5@swhysc.com
华东创新团队	朱晓艺	021-33388860	zhuxiaoyi@swhysc.com
华北创新团队	潘烨明	15201910123	panyeming@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

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真实性、准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司强烈建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。