

公司研究

营销投入同比加大，旅游零售业态持续完善

——中国中免（601888.SH）2024 年第三季度报告点评

要点

中国中免 3Q2024 营业收入 117.6 亿元，归母净利润 6.4 亿元

2024 年 10 月 30 日,中国中免（601888.SH）公布 2024 年第三季度报告：1-3Q2024 公司营业收入 430.21 亿元，同比下降 15.38%；归母净利润 39.2 亿元，同比下降 24.72%；扣非归母净利润 38.7 亿元，同比下降 25.40%。单季度来看，3Q2024 公司营业收入 117.56 亿元，同比下降 21.5%；归母净利润 6.4 亿元，同比下降 52.5%；扣非归母净利润 6.4 亿元，同比下降 52.5%。

促销力度提升，多渠道进一步扩张

3Q2024 公司毛利率 32.0%，同/环比分别下降 2.4/1.8pct；3Q2024 公司销售/管理/研发费用率分别为 18.4%/4.0%/0.1%，分别同比提升 0.56/0.48/0.01pct。在消费力相对承压的背景下，公司在 3Q2024 对营销、折扣等方面的投入力度有所加大，导致毛利率的同比下降与销售费用率的同比提升。

9 月离岛免税持续承压。海口海关数据显示，2024 年 9 月海南离岛免税销售额 16.8 亿元，同比下降 38.4%，其中购物人次为 30.2 万，同比下降 40.0%，人均购物金额 5550.3 元；累计来看 2024 年 1-9 月海南离岛免税销售额 240.1 亿元，同比下降 31.3%，购物人次 446.6 万，同比下降 14.9%，人均消费 5375.3 元。

公司持续深耕旅游零售业态，探索新模式。公司在离岛免税业态的基础上进一步完善旅游零售业态，强化完税消费在旅游零售中的作用。例如在海南离岛免税未开放国产酒水品类经营的背景下，中国中免和五粮液集团合作，以完税创新模式在海南旅游零售市场销售白酒，2024 年 9 月 19 日，旅游零售渠道首家五粮液专卖店在三亚国际免税城开业。另一方面，公司致力于国货出海，在海外免税渠道与中国品牌合作销售。例如中国中免在东京银座开设机场式市内免税店“Japan Duty Free GINZA”，合作运营中国知名奢侈珠宝品牌周大福珠宝专柜，以拓展旅游零售新渠道。

维持盈利预测，维持“买入”评级

公司 2024 年第三季度报告业绩和快报基本吻合，我们维持对公司 2024/2025/2026 年归母净利润的预测 66.9/76.6/87.6 亿元，对应 EPS 3.23/3.70/4.23 元。公司完税+免税的海南旅游零售业态持续完善，海外渠道持续扩张，作为龙头随着消费持续复苏有望受益，维持“买入”评级。

风险提示：消费复苏进度不及预期，新项目推进不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	54,433	67,540	68,053	77,943	86,884
营业收入增长率	-19.57%	24.08%	0.76%	14.53%	11.47%
归母净利润（百万元）	5,030	6,714	6,685	7,660	8,760
归母净利润增长率	-47.89%	33.46%	-0.42%	14.58%	14.36%
EPS（元）	2.43	3.25	3.23	3.70	4.23
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.36%	12.47%	11.71%	12.26%	12.77%
P/E	28	21	21	18	16
P/B	2.9	2.6	2.5	2.2	2.0

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2024-10-30

买入（维持）

当前价：67.90 元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

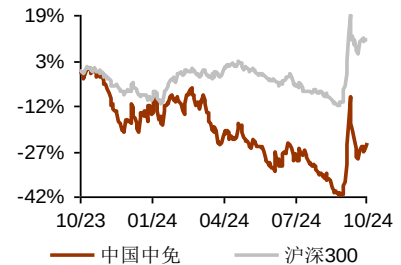
021-52523688

liangdanhui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.69
总市值(亿元):	1404.76
一年最低/最高(元):	53.52/95.23
近 3 月换手率:	66.65%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.85	-10.88	-35.67
绝对	-12.05	4.56	-27.14

资料来源：Wind

相关研报

口岸免税表现良好，期待离岛消费力恢复——中国中免（601888.SH）2024 年前三季度业绩快报点评（2024-10-16）
毛利率持续优化，期待市内免税店后续发展——中国中免（601888.SH）2024 年中报点评（2024-09-01）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54,433	67,540	68,053	77,943	86,884
营业成本	38,982	46,049	45,119	51,598	57,343
折旧和摊销	267	356	321	409	477
税金及附加	1,215	1,644	1,361	1,481	1,564
销售费用	4,032	9,421	9,596	10,834	11,816
管理费用	2,209	2,208	2,042	2,260	2,433
研发费用	39	58	42	39	35
财务费用	220	-869	-151	-266	-370
投资收益	162	87	118	70	10
营业利润	7,619	8,677	10,299	12,222	14,247
利润总额	7,617	8,646	10,290	12,213	14,238
所得税	1,429	1,379	1,543	2,076	2,420
净利润	6,188	7,266	8,746	10,137	11,818
少数股东损益	1,158	553	2,061	2,477	3,058
归属母公司净利润	5,030	6,714	6,685	7,660	8,760
EPS(元)	2.43	3.25	3.23	3.70	4.23

现金流量表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3,415	15,126	16,012	15,163	15,285
净利润	5,030	6,714	6,685	7,660	8,760
折旧摊销	267	356	321	409	477
净营运资金增加	4,962	888	-5,602	-1,986	-689
其他	-13,675	7,169	14,608	9,081	6,737
投资活动产生现金流	-3,807	-4,716	-2,119	-825	-750
净资本支出	-2,991	-1,801	-1,866	-640	-540
长期投资变化	1,970	2,200	0	0	0
其他资产变化	-2,786	-5,114	-252	-185	-210
融资活动现金流	15,455	-4,628	-2,930	-1,528	-1,865
股本变化	116	0	0	0	0
债务净变化	3,160	-1,486	332	480	400
无息负债变化	-2,062	-606	114	4,171	4,488
净现金流	9,106	5,990	10,963	12,810	12,670

主要指标

盈利能力 (%)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
毛利率	28.4%	31.8%	33.7%	33.8%	34.0%
EBITDA 率	17.3%	14.4%	15.2%	15.8%	16.5%
EBIT 率	16.2%	13.2%	14.7%	15.3%	16.0%
税前净利润率	14.0%	12.8%	15.1%	15.7%	16.4%
归母净利润率	9.2%	9.9%	9.8%	9.8%	10.1%
ROA	8.2%	9.2%	10.3%	10.4%	10.6%
ROE (摊薄)	10.4%	12.5%	11.7%	12.3%	12.8%
经营性 ROIC	15.8%	15.8%	20.1%	24.2%	28.5%

偿债能力	2022	2023	2024E	2025E	2026E
资产负债率	29%	25%	24%	26%	27%
流动比率	3.27	3.81	4.40	4.03	3.82
速动比率	1.67	2.44	3.41	3.32	3.21
归母权益/有息债务	9.49	14.83	14.41	14.07	14.17
有形资产/有息债务	13.78	20.27	20.39	21.00	22.18

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总资产	75,908	78,869	84,648	97,162	111,232
货币资金	26,892	31,838	42,801	55,611	68,281
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	151	139	1,361	1,559	1,738
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	862	1,239	1,227	1,405	1,566
存货	27,926	21,057	14,438	13,416	14,336
其他流动资产	975	3,701	3,701	3,701	3,701
流动资产合计	57,205	58,456	63,979	76,207	90,195
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	1,970	2,200	2,200	2,200	2,200
固定资产	5,434	6,292	7,318	8,239	8,747
在建工程	1,852	1,067	1,610	1,045	723
无形资产	2,458	2,128	2,143	2,129	2,116
商誉	822	822	822	822	822
其他非流动资产	570	1,922	1,922	1,922	1,922
非流动资产合计	18,702	20,414	20,669	20,955	21,037
总负债	21,780	19,688	20,133	24,785	29,673
短期借款	1,932	369	0	0	0
应付账款	7,660	6,366	4,963	7,740	9,748
应付票据	19	37	0	0	0
预收账款	13	7	0	0	0
其他流动负债	27	65	65	65	65
流动负债合计	17,480	15,329	14,537	18,908	23,597
长期借款	2,509	2,522	3,962	4,442	4,842
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	44	44	44	44
非流动负债合计	4,300	4,359	5,596	5,876	6,076
股东权益	54,127	59,182	64,514	72,377	81,559
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
公积金	18,537	18,498	18,498	18,498	18,498
未分配利润	27,448	32,507	35,779	41,165	47,289
归属母公司权益	48,573	53,834	57,106	62,492	68,616
少数股东权益	5,554	5,348	7,408	9,885	12,943

费用率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
销售费用率	7.41%	13.95%	14.10%	13.90%	13.60%
管理费用率	4.06%	3.27%	3.00%	2.90%	2.80%
财务费用率	0.40%	-1.29%	-0.22%	-0.34%	-0.43%
研发费用率	0.07%	0.09%	0.06%	0.05%	0.04%
所得税率	19%	16%	15%	17%	17%

每股指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股红利	0.80	1.65	1.10	1.27	1.49
每股经营现金流	-1.65	7.31	7.74	7.33	7.39
每股净资产	23.48	26.02	27.60	30.21	33.17
每股销售收入	26.31	32.65	32.89	37.67	42.00

估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	28	21	21	18	16
PB	2.9	2.6	2.5	2.2	2.0
EV/EBITDA	15.7	15.0	12.9	10.5	8.7
股息率	1.2%	2.4%	1.6%	1.9%	2.2%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。	

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP