

# 中国中免 (601888.SH)

## 第三季度净利润同比下滑，期待未来市内免税新增量

### 核心观点

**第三季度归母净利润同比下滑 52%，与此前业绩快报一致。**2024Q3，公司实现收入 117.56 亿元/-21.52%，实现归母/扣非净利润 6.36/6.35 亿元，同比各降 52.53%/52.49%，环比 Q2（收入-17.4%，归母业绩-37.6%）进一步承压。前三季度，公司实现营收 430.21 亿元/-15.38%；归母/扣非净利润各 39.19/38.73 亿元，同比下降 24.72%/25.40%，与公司此前业绩快报一致，但逊于我们最早业绩前瞻的预测，整体经营承压。

**海南免税继续承压，出入境机场免税收入增长但利润贡献仍有限。**海南层面：

**1、由于消费需求疲软，今年来海南免税仍持续承压。**2024 年前三季度海南离岛免税销售额同降 31%（购物人次/客单价各-15%/-19%），其中 Q3 销售额同降 36%（购物人次/客单价各-27%/-12%）；据此我们估算中免海南免税收入 Q3 同比下滑超 30%。同时，由于促销增加、海棠湾 C 栋等新项目带来成本费用增加，且公司海南经营部成本费用相对刚性，我们预计公司海南免税 Q3 净利润降幅相对大于其收入降幅，直接拖累公司 Q3 表现。**2、出入境机场免税逐步复苏。**前三季度，公司出入境免税门店销售实现大幅增长，其中北京机场免税门店收入同增 140%+，上海机场免税门店收入同增近 60%。我们预计 Q3 京沪机场盈利同比转正（参考少数股东损益 2023Q3VS2024Q3 各为 -0.12/0.28 亿元），但因净利率估算仅低个位数，对整体利润贡献尚有限。

**积极丰富品牌拓展，促销等扰动 Q3 毛利率有所下滑。**公司不断调整和丰富产品品牌，前三季度引进各类商品品牌 165 个，其中国产品牌数量占比超过 40%。2024Q3，受促销等因素影响，公司毛利率为 32.03%，同比和环比略降 2pct 左右；但前三季度，公司毛利率为 33.12%，仍提升 1.37 个百分点。

**踪消费趋势变化，期待未来市内免税店新政带来新增量。**国庆 7 天海南离岛免税销售额同降 30%+，仍承压，后续需跟踪消费大盘趋势。但公司也在持续丰富免税 SKU 供给和助力购物环境扩容升级，储备后续成长。同时，今年 8 月底，离境市内免税店新政出台。中免旗下 6 家市内免税店和其拟参股 49% 的中出服旗下 12 家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等 15 个核心城市；且未来广州、深圳、成都等 8 个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。若后续消费复苏，出入境机场和市内店联动也可能带来进一步想象空间。

**风险提示：**宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

**投资建议：维持“优于大市”评级。**考虑整体消费环境以及出境游分流对公司海南免税业务的不利影响，且新项目盈利爬坡可能进一步延长，以及促销及销售结构变化等影响，我们下调海南收入假设（2024-2026 年收入增速从 -24%/+7%/+14% 降至 -30%/+5%/+12%）和整体净利率假设（从 10%/11%/12% 降至 9%/9%/10%），进而下修公司 2024-2026 年归母净利润至 49.7/59.0/70.1 亿元（此前为 59.6/71.3/86.9 亿元），对应 PE 估值 28/24/20x。后续消费趋势仍待跟踪。但如若可选消费企稳复苏，公司依托近几年持续提升旅游零售全渠道运营能力和不断丰富的产品供给，未来成长仍有向上看点。且伴随市内免税店新政落地，未来出入境机场和市内免税店联动做大也有一定想象空间，维持“优于大市”评级。

### 公司研究 · 财报点评

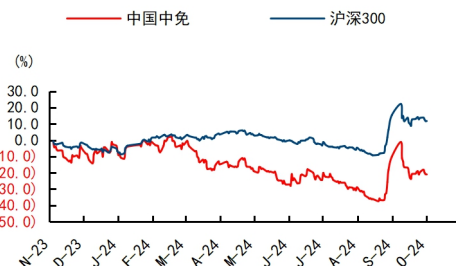
#### 社会服务 · 旅游及景区

<b>证券分析师：曾光</b> 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	<b>证券分析师：钟潇</b> 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
<b>证券分析师：张鲁</b> 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	<b>证券分析师：杨玉莹</b> 010-88005377 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

#### 基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	67.83 元
总市值/流通市值	140331/140331 百万元
52 周最高价/最低价	97.50/53.52 元
近 3 个月日均成交额	1550.21 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《中国中免 (601888.SH) - 上半年海南免税承压，期待未来市内免税店表现》——2024-09-02
- 《中国中免 (601888.SH) - 一季度高基数下归母净利润同比持平，毛利率有效提升》——2024-04-24
- 《中国中免 (601888.SH) - 2023 年业绩与快报一致，分红率显著提升传递积极信号》——2024-03-29
- 《中国中免 (601888.SH) - 海南免税迎开门红，央企考核强化下加速打造高效率全渠道零售巨头》——2024-02-17
- 《中国中免 (601888.SH) 2023 年业绩快报点评-费用优化助力业绩增长，跟踪消费复苏及政策节奏》——2024-01-09

盈利预测和财务指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	56,085	62,434	70,370
(+/-%)	-19.6%	24.1%	-17.0%	11.3%	12.7%
归母净利润(百万元)	5030	6714	4967	5898	7006
(+/-%)	-47.9%	33.5%	-26.0%	18.7%	18.8%
每股收益(元)	2.43	3.44	2.40	2.85	3.39
EBIT Margin	14.7%	12.2%	11.3%	12.3%	13.3%
净资产收益率(ROE)	10.4%	12.5%	8.8%	10.0%	11.2%
市盈率(PE)	27.9	19.75	28.28	23.82	20.05
EV/EBITDA	19.6	17.8	22.5	18.7	15.4
市净率(PB)	2.9	2.5	2.5	2.4	2.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

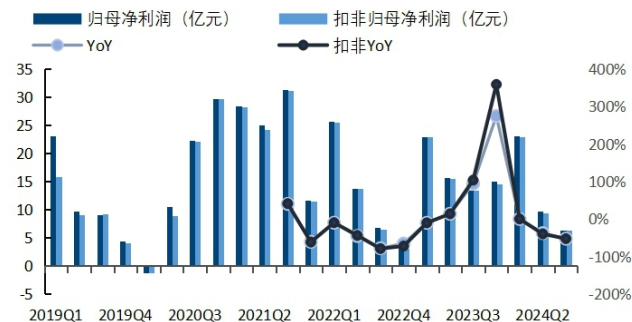
**第三季度归母净利润同比下滑 52%，与此前业绩快报一致。**2024Q3，公司实现收入 117.56 亿元/-21.52%，实现归母/扣非净利润 6.36/6.35 亿元，同比各降 52.53%/52.49%，环比 Q2（收入-17.4%，归母业绩-37.6%）进一步承压。前三季度，公司实现营收 430.21 亿元/-15.38%；归母/扣非净利润各 39.19/38.73 亿元，同比下降 24.72%/25.40%，与公司此前业绩快报一致，但逊于我们最早业绩前瞻的预测，整体经营承压。

图1：中国中免季度收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免季度归母净利润和扣非净利润表现



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

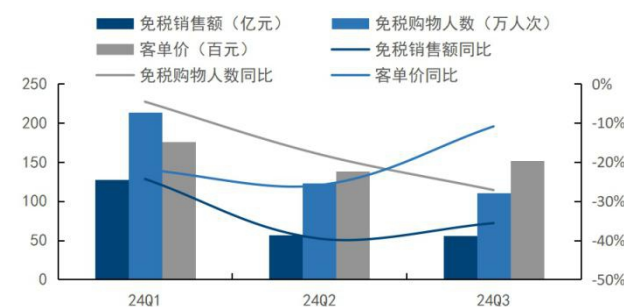
**海南免税继续承压，出入境机场免税收入增长但利润贡献仍有限。**海南层面：1、由于消费需求疲软，今年来海南免税仍持续承压。2024 年前三季度海南离岛免税销售额同降 31%（购物人次/客单价各-15%/-19%），其中 Q3 销售额同降 36%（购物人次/客单价各-27%/-12%）；据此我们估算中免海南免税收入 Q3 同比下滑超 30%。同时，由于促销增加、海棠湾 C 栋等新项目带来成本费用增加，且公司海南经营部成本费用相对刚性，我们预计公司海南免税 Q3 净利润降幅相对大于其收入降幅，直接拖累公司 Q3 表现。2、出入境机场免税逐步复苏复苏。前三季度，公司出入境免税门店销售实现大幅增长，其中北京机场免税门店收入同增 140%+，上海机场免税门店收入同增近 60%。我们预计 Q3 京沪机场盈利同比转正（参考少数股东损益 2023Q3VS2024Q3 各为-0.12/0.28 亿元），但因净利率估算仅低个位数，对整体利润贡献尚有限。

图3：海南离岛免税月度趋势变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：海南免税季度销售、客流、客单价变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

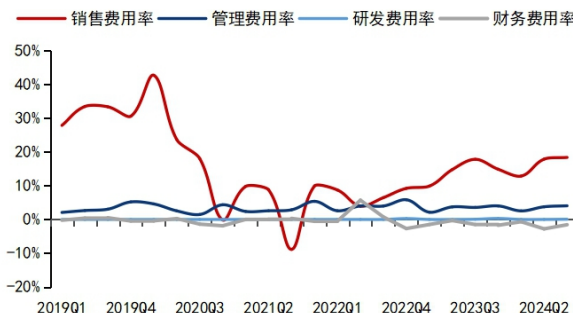
**积极丰富品牌拓展，促销等扰动 Q3 毛利率有所下滑。**公司不断调整和丰富产品品牌，前三季度引进各类商品品牌 165 个，其中中国产品牌数量占比超过 40%。2024Q3，受促销等因素影响，公司毛利率为 32.03%，同比和环比略降 2pct 左右；但前三季度，公司毛利率为 33.12%，仍提升 1.37 个百分点。

图5：中国中免毛利率和归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国中免期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

**踪消费趋势变化，期待未来市内免税店新政带来新增量。**国庆7天海南离岛免税销售额同降30%+，仍承压，后续需跟踪消费大盘趋势。但公司也在持续丰富免税SKU供给和助力购物环境扩容升级，储备后续成长。同时，今年8月底，离境市内免税店新政出台。中免旗下6家市内免税店和其拟参股49%的中出服旗下12家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等15个核心城市；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。若后续消费复苏，出入境机场和市内店联动也可能带来进一步想象空间。

**风险提示：**宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

**投资建议：**维持“优于大市”评级。考虑整体消费环境以及出境游分流对公司海南免税业务的不利影响，且新项目盈利爬坡可能进一步延长，以及促销及销售结构变化等影响，我们下调海南收入假设（2024-2026年收入增速从-24%/+7%/+14%降至-30%/+5%/+12%）和整体净利率假设（从10%/11%/12%降至9%/9%/10%），进而下修公司2024-2026年归母净利润至49.7/59.0/70.1亿元（此前为59.6/71.3/86.9亿元），对应PE估值28/24/20x。后续消费趋势仍待跟踪。但如若可选消费企稳复苏，公司依托近几年持续提升旅游零售全渠道运营能力和不断丰富的产品供给，未来成长仍有向上看点。且伴随市内免税店新政落地，未来出入境机场和市内免税店联动做大也有一定想象空间，维持“优于大市”评级。

表1：可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
601888.SH	中国中免	68	1383	3.44	2.40	2.85	3.39	20	28	24	20	优于大市
600859.SH	王府井	15	174	0.62	0.74	0.85	1.00	25	21	18	15	优于大市

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理



## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	26892	31838	43011	44073	45261	营业收入	54433	67540	56085	62434	70370
应收款项	1012	1376	1045	1078	1137	营业成本	38982	46049	38037	42143	47309
存货净额	27926	21057	16410	17425	19552	营业税金及附加	1215	1644	1402	1498	1654
其他流动资产	1375	4184	841	624	704	销售费用	4032	9421	8020	8741	9500
<b>流动资产合计</b>	<b>57205</b>	<b>58456</b>	<b>61308</b>	<b>63200</b>	<b>66654</b>	管理费用	2209	2208	2267	2395	2548
固定资产	7286	7359	8852	9624	10009	财务费用	220	(869)	(1262)	(1495)	(1575)
无形资产及其他	2458	2128	2043	1959	1875	投资收益	162	87	130	150	180
投资性房地产	6988	8727	8727	8727	8727	资产减值及公允价值变动	591	638	0	0	0
长期股权投资	1970	2200	4200	5200	5450	其他收入	(908)	(1134)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>75908</b>	<b>78869</b>	<b>85130</b>	<b>88710</b>	<b>92716</b>	营业利润	7619	8677	7751	9302	11114
短期借款及交易性金融负债	2608	1108	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(32)	50	50	30
应付款项	7679	6403	5082	5379	5249	利润总额	7617	8646	7801	9352	11144
其他流动负债	7194	7817	9769	9672	9577	<b>所得税费用</b>	<b>1429</b>	<b>1379</b>	<b>1654</b>	<b>1955</b>	<b>2318</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17480</b>	<b>15329</b>	<b>17351</b>	<b>16552</b>	<b>15826</b>	少数股东损益	1158	553	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	2509	2522	2522	2522	2522	归属于母公司净利润	5030	6714	4967	5898	7006
其他长期负债	1791	1837	2837	3337	3437						
<b>长期负债合计</b>	<b>4300</b>	<b>4359</b>	<b>5359</b>	<b>5859</b>	<b>5959</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>21780</b>	<b>19688</b>	<b>22710</b>	<b>22411</b>	<b>21786</b>	净利润	5030	6714	4967	5898	7006
少数股东权益	5554	5348	6103	7033	8161	资产减值准备	92	47	211	72	47
股东权益	48573	53834	56317	59266	62769	折旧摊销	267	356	881	1042	1152
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>75908</b>	<b>78869</b>	<b>85130</b>	<b>88710</b>	<b>92716</b>	公允价值变动损失	(591)	(638)	0	0	0
						财务费用	220	(869)	(1262)	(1495)	(1575)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(8780)	1398	10162	(58)	(2345)
每股收益	2.43	3.44	2.40	2.85	3.39	其它	220	297	545	858	1081
每股红利	1.78	1.29	1.20	1.43	1.69	<b>经营活动现金流</b>	<b>(3762)</b>	<b>8174</b>	<b>16765</b>	<b>7812</b>	<b>6942</b>
每股净资产	23.48	27.57	27.22	28.65	30.34	资本开支	0	(1059)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	14%	12%	11%	18%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	12%	9%	10%	11%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(978)</b>	<b>(1288)</b>	<b>(4501)</b>	<b>(2801)</b>	<b>(1751)</b>
毛利率	28%	32%	32%	32%	33%	权益性融资	873	12	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	11%	12%	13%	负债净变化	2509	13	0	0	0
EBITDA Margin	15%	13%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(3676)	(2525)	(2483)	(2949)	(3503)
收入增长	-20%	24%	-17%	11%	13%	其它融资现金流	16237	3072	1392	(1000)	(500)
净利润增长率	-48%	33%	-26%	19%	19%	<b>融资活动现金流</b>	<b>14776</b>	<b>(1939)</b>	<b>(1092)</b>	<b>(3949)</b>	<b>(4003)</b>
资产负债率	36%	32%	34%	33%	32%	<b>现金净变动</b>	<b>10036</b>	<b>4947</b>	<b>11173</b>	<b>1062</b>	<b>1188</b>
息率	2.8%	1.9%	1.9%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	16856	26892	31838	43011	44073
P/E	27.9	19.7	28.3	23.8	20.1	货币资金的期末余额	26892	31838	43011	44073	45261
P/B	2.9	2.5	2.5	2.4	2.2	企业自由现金流	(2018)	7601	13553	5239	4719
EV/EBITDA	19.6	17.8	22.5	18.7	15.4	权益自由现金流	16728	10687	15939	5422	5466

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032