

口岸免税恢复良好，离岛免税承压静待修复

2024 年 11 月 01 日

► **公司发布 24Q3 财报。**24Q1-Q3, 公司实现营收 430.21 亿元, 同比-15.38%, 实现归母净利润 39.19 亿元, 同比-24.72%, 实现扣非归母净利润 38.73 亿元, 同比-25.4%。其中, 24Q3, 实现营收 117.56 亿元, 同比-21.52%, 实现归母净利润 6.36 亿元, 同比-52.53%, 实现扣非归母净利润 6.35 亿元, 同比-52.49%, 主要是受消费者消费意愿不足及 9 月份台风等因素的影响, 公司销售收入下降所致。

► **24Q3 公司毛利率略降。**24Q1-Q3, 公司毛利率为 33.12%/yoy+1.37 pct, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 15.8%/3.3%/0.02%/-1.52%, 同比各+2.15/+0.27/0/-0.38 pct, 综合影响下, 24Q1-Q3, 公司归母净利率为 9.11%/yoy-1.92 pct。24Q3, 公司毛利率为 32.03%/yoy-2.43 pct, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为 18.36%/4.04%/0.07%/-1.57%, 同比各+0.56/+0.48/+0.01/-0.07 pct, 综合影响下, 24Q3, 公司归母净利率为 5.41%/yoy-3.54 pct。

► **海南离岛免税承压，口岸免税恢复良好。**根据海口海关数据, 24Q3 海南离岛免税销售额为 55.49 亿元/yoy-37%, 整体表现相对承压。口岸免税方面, 受益于免签国家范围持续扩容、过境免签政策不断优化和国际客运航班量的持续增加, 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%。

► **投资建议:**新租金协议有望降低公司机场租金费用, 出入境客流修复有望带动口岸免税收入, 增收降费下我们认为公司口岸免税业务后续将贡献业绩弹性; 市内免税政策有望加速推出, 贡献潜在增量。此外, 公司实控人为国务院国资委, 隶属央企, 长期看公司未来市值表现将和企业负责人考核挂钩, 经营效益有望提升。我们预计公司 24-26 年归母净利润分别为 55.46/66.08/77.76 亿元, 对应 10 月 31 日收盘价 PE 分别为 25x/21x/18x, 维持“推荐”评级。

► **风险提示:**客流恢复不及预期、消费信心不足等。

推荐

维持评级

当前价格:

67.83 元

**分析师 刘文正**

执业证书: S0100521100009

邮箱: liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书: S0100522120002

邮箱: raolinfeng@mszq.com

分析师 周诗琪

执业证书: S0100524070005

邮箱: zhoushiqi@mszq.com

相关研究

1.中国中免 (601888.SH) 2024 年半年报点评: 积极复苏出入境免税业务, 日上上海盈利能力显著改善-2024/09/01

2.中国中免 (601888.SH) 2024 年一季报点评: 业绩符合预期, 盈利能力改善库存优化-2024/04/24

3.中国中免 (601888.SH) 24Q1 业绩快报点评: 收入利润超预期, 关注全年口岸免税弹性-2024/04/09

4.中国中免 (601888.SH) 2023 年年报点评: 机场减租费用优化, 分红率显著提升回馈股东-2024/03/28

5.中国中免 (601888.SH) 业绩快报点评: 业绩符合预期, Q4 净利率环比改善-2024/01/10

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	67,540	60,786	69,904	80,390
增长率 (%)	24.1	-10.0	15.0	15.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	6,714	5,546	6,608	7,776
增长率 (%)	33.5	-17.4	19.1	17.7
每股收益 (元)	3.25	2.68	3.19	3.76
PE	21	25	21	18
PB	2.6	2.5	2.3	2.1

资料来源: Wind, 民生证券研究院预测; (注: 股价为 2024 年 10 月 31 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67,540	60,786	69,904	80,390
营业成本	46,049	40,727	46,766	53,700
营业税金及附加	1,644	1,327	1,398	1,608
销售费用	9,421	9,422	10,695	12,139
管理费用	2,208	2,006	2,237	2,492
研发费用	58	41	70	80
EBIT	7,673	7,382	8,903	10,544
财务费用	-869	-807	-772	-806
资产减值损失	-638	-212	-154	-132
投资收益	87	83	84	87
营业利润	8,677	8,069	9,614	11,314
营业外收支	-32	0	0	0
利润总额	8,646	8,069	9,614	11,314
所得税	1,379	1,694	2,019	2,376
净利润	7,266	6,375	7,595	8,938
归属于母公司净利润	6,714	5,546	6,608	7,776
EBITDA	8,983	8,700	10,420	12,323

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,838	36,748	43,084	51,033
应收账款及票据	139	89	112	130
预付款项	482	1,222	935	1,611
存货	21,057	20,988	15,221	13,109
其他流动资产	4,940	2,958	3,051	3,156
流动资产合计	58,456	62,005	62,404	69,038
长期股权投资	2,200	2,283	2,367	2,454
固定资产	6,292	7,424	8,236	9,051
无形资产	2,128	2,127	2,125	2,124
非流动资产合计	20,414	19,723	19,750	19,718
资产合计	78,869	81,728	82,154	88,756
短期借款	369	369	369	369
应付账款及票据	6,403	5,802	3,203	2,942
其他流动负债	8,556	9,276	6,684	7,002
流动负债合计	15,329	15,447	10,256	10,314
长期借款	2,522	2,645	2,645	2,645
其他长期负债	1,837	1,593	1,440	1,220
非流动负债合计	4,359	4,238	4,085	3,866
负债合计	19,688	19,686	14,341	14,179
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,348	6,176	7,164	8,326
股东权益合计	59,182	62,042	67,813	74,577
负债和股东权益合计	78,869	81,728	82,154	88,756

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	24.08	-10.00	15.00	15.00
EBIT 增长率	0.07	-3.79	20.60	18.43
净利润增长率	33.46	-17.40	19.15	17.68
盈利能力 (%)				
毛利率	31.82	33.00	33.10	33.20
净利润率	9.94	9.12	9.45	9.67
总资产收益率 ROA	8.51	6.79	8.04	8.76
净资产收益率 ROE	12.47	9.93	10.90	11.74
偿债能力				
流动比率	3.81	4.01	6.08	6.69
速动比率	2.17	2.43	4.29	5.05
现金比率	2.08	2.38	4.20	4.95
资产负债率 (%)	24.96	24.09	17.46	15.98
经营效率				
应收账款周转天数	0.75	0.55	0.60	0.60
存货周转天数	166.90	190.00	120.00	90.00
总资产周转率	0.87	0.76	0.85	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	3.25	2.68	3.19	3.76
每股净资产	26.02	27.00	29.32	32.02
每股经营现金流	7.31	4.83	4.81	5.88
每股股利	0.80	0.88	1.05	1.24
估值分析				
PE	21	25	21	18
PB	2.6	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	12.67	13.08	10.92	9.23
股息收益率 (%)	1.18	1.30	1.55	1.82

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	7,266	6,375	7,595	8,938
折旧和摊销	1,310	1,318	1,517	1,778
营运资金变动	5,957	2,004	590	1,238
经营活动现金流	15,126	9,996	9,955	12,174
资本开支	-1,801	-1,148	-871	-916
投资	-2,923	0	0	0
投资活动现金流	-4,716	-181	-871	-916
股权募资	12	0	0	0
债务募资	-1,404	-616	0	0
筹资活动现金流	-4,628	-4,905	-2,748	-3,308
现金净流量	5,990	4,909	6,336	7,950

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

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准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026