

证券研究报告

零售



增持 (维持)

中国中免 (601888)

促销致使毛利率承压, 10月销售降幅有望收窄

2024年11月11日

市场数据

日期	2024-11-8
收盘价(元)	75.80
总股本(百万股)	2068.86
流通股本(百万股)	1952.48
净资产(百万元)	59,957.60
总资产(百万元)	75583.92
每股净资产(元)	26.21

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证社服&零售】口岸店贡献增长动能, 市内店落地有望核心受益》2024-09-10

《【兴证社服&零售】中国中免2023年报点评: 全年分红超预期, 存货逐季减少》2024-04-01

《【兴证社服&零售】中国中免2023Q3点评: 毛利率环比持续改善, 静待多个项目开业增厚业绩》2023-10-28

分析师:

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理:

彭心瑶

pengxinyao@xyzq.com.cn

投资要点

- 消费意愿不足+9月台风冲击, Q3业绩降幅扩大。中国中免发布2024年三季报: 公司2024Q1-Q3分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润430.21亿元/39.19亿元/38.73亿元, 同比分别-15.38%/-24.72%/-25.40%。公司Q3分别实现营收/归母净利润/扣非归母净利润117.56亿元/6.36亿元/6.35亿元, 同比分别-21.52%/-52.53%/-52.49%。
- Q3促销活动增多, 毛利率及净利率有所下滑。公司Q3毛利率/净利率分别为32.03%/5.65%, 同比分别变动-2.43pct/-3.22pct, 环比分别变化-1.84pct/-4.08pct。毛利率有所下行, 判断系相关单品价格调低、促销活动增多所致。本期净利率较毛利率下行更多主要系销售费用率及管理费用率有所增长。
- Q3销售费用率、管理费用率小幅上行。公司Q3期间费用率为20.90%, 同比变化+0.99pct, 环比变化+2.09pct, 其中销售/管理/财务费用率分别为18.36%/4.04%/-1.56%, 同比分别变动+0.56pct/+0.49pct/-0.06pct, 环比分别变化+0.51pct/+0.29pct/+1.22pct, 判断主要系营收下滑, 而费用支出相对刚性。
- 离岛免税压力仍在, 但10月销售降幅已显现收窄。2024年1-9月, 海南离岛免税销售总额为240.06亿元, 同比下滑31.23%, 其中7-9月实现销售额55.49亿元, 受消费者消费意愿不足及9月份台风等因素的影响, 同比下滑35.61%。10月来看, 近期中免新海港两周年活动加力, 海口航空客流亦有所恢复, 给予销售支撑。
- 机场店持续受益于国际客流恢复。报告期内, 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%。
- 盈利预测与评级: 10月新海港两周年活动加力+海口客流恢复给予Q4销售支撑, 市内免税店筹备开业在即, 在出入境客流持续恢复下给予公司新兴增量, 宏观调动内需下, 公司作为免税运营龙头有望核心受益。预计2024-2026年公司归母净利润预测为52.23/59.26/70.28亿元, 2024年11月8日股价对应PE为30.0/26.5/22.3倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示: 政策风险、系统性风险、市场竞争加剧、新项目开业不及预期、已开业项目爬坡不及预期等。

主要财务指标

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	67540	58436	65496	75294
同比增长	24.1%	-13.5%	12.1%	15.0%
归母净利润(百万元)	6714	5223	5926	7028
同比增长	33.5%	-22.2%	13.4%	18.6%
毛利率	31.8%	32.2%	32.4%	32.7%
ROE	12.5%	9.4%	10.1%	11.2%
每股收益(元)	3.25	2.52	2.86	3.40
市盈率	23.4	30.0	26.5	22.3

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

附表

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	58456	59132	60834	63875
货币资金	31838	37386	35635	34878
交易性金融资产	0	0	0	0
应收票据及应收账款	139	129	147	166
预付款项	482	393	450	513
存货	21057	19642	23066	26705
其他	4940	1582	1536	1612
非流动资产	20414	22319	25227	27554
长期股权投资	2200	1922	2023	2019
固定资产	6292	8787	11298	13697
在建工程	1067	1533	1767	1883
无形资产	2128	2273	2418	2564
商誉	822	822	822	822
长期待摊费用	1074	824	549	255
其他	6831	6157	6349	6314
资产总计	78869	81451	86061	91429
流动负债	15329	15838	16530	17368
短期借款	369	897	894	808
应付票据及应付账款	6403	6363	7175	8047
其他	8556	8577	8461	8513
非流动负债	4359	4339	4343	4344
长期借款	2522	2522	2522	2522
其他	1837	1817	1821	1822
负债合计	19688	20177	20874	21712
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17447	17447	17447
未分配利润	32507	34317	37578	41525
少数股东权益	5348	5937	6476	7065
股东权益合计	59182	61273	65187	69717
负债及权益合计	78869	81451	86061	91429

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
归母净利润	6714	5223	5926	7028
折旧和摊销	769	942	1173	1406
资产减值准备	638	-11	60	102
资产处置损失	-48	-15	-15	-18
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	298	-147	-55	-62
投资损失	-87	-50	-70	-90
少数股东损益	553	589	539	589
营运资金的变动	5957	5022	-2539	-2666
经营活动产生现金流量	15126	12203	4849	6316
投资活动产生现金流量	-4716	-3579	-4110	-3960
融资活动产生现金流量	-4628	-3077	-2491	-3112
现金净变动	5990	5548	-1751	-757
现金的期初余额	25762	31838	37386	35635
现金的期末余额	31752	37386	35635	34878

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	67540	58436	65496	75294
营业成本	46049	39619	44308	50673
税金及附加	1644	1411	1566	1812
销售费用	9421	8269	9333	10767
管理费用	2208	1952	2181	2500
研发费用	58	51	57	65
财务费用	-869	-147	-55	-62
其他收益	150	150	120	80
投资收益	87	50	70	90
公允价值变动收益	0	0	0	0
信用减值损失	3	3	3	3
资产减值损失	-638	-550	-600	-650
资产处置收益	48	15	15	18
营业利润	8677	6949	7713	9081
营业外收入	11	13	12	12
营业外支出	43	30	30	30
利润总额	8646	6932	7695	9063
所得税	1379	1120	1231	1446
净利润	7266	5813	6464	7617
少数股东损益	553	589	539	589
归属母公司净利润	6714	5223	5926	7028
EPS(元)	3.25	2.52	2.86	3.40

主要财务比率

会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	24.1%	-13.5%	12.1%	15.0%
营业利润增长率	13.9%	-19.9%	11.0%	17.7%
归母净利润增长率	33.5%	-22.2%	13.4%	18.6%
盈利能力				
毛利率	31.8%	32.2%	32.4%	32.7%
归母净利润率	9.9%	8.9%	9.0%	9.3%
ROE	12.5%	9.4%	10.1%	11.2%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	24.8%	24.3%	23.7%
流动比率	3.81	3.73	3.68	3.68
速动比率	2.44	2.49	2.28	2.14
营运能力				
资产周转率	87.3%	72.9%	78.2%	84.8%
应收账款周转率	461.60	427.57	464.49	471.79
存货周转率	1.83	1.90	2.02	1.98
每股资料(元)				
每股收益	3.25	2.52	2.86	3.40
每股经营现金	7.31	5.90	2.34	3.05
每股净资产	26.02	26.75	28.38	30.28
估值比率(倍)				
PE	23.4	30.0	26.5	22.3
PB	2.9	2.8	2.7	2.5

数据来源: 天软, 兴业证券经济与金融研究院整理; 注: 每股收益均按照最新股本摊薄计算

分析师声明

本人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证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的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。其中：沪深两市以沪深300指数为基准；北交所市场以北证50指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上 海	北 京	深 圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号世界财富大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn