

2025 年 01 月 17 日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(A 股/港股)

72/60

公司基本资讯

产业别	休闲服务
A 股价(2025/1/16)	61.60
上证指数(2025/1/16)	3236.03
股价 12 个月高/低	89.35/53.52
总发行股数(百万)	2068.86
A 股数(百万)	1952.48
A 市值(亿元)	1202.72
主要股东	中国旅游集团 有限公司 (50.30%)
每股净值(元)	26.63
股价/账面净值	2.31
股价涨跌(%)	一个月 三个月 一年 -12.8 -12.4 -23.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2024-10-16	69.03	区间操作
2024-07-15	67.75	买进
2024-04-09	81.87	买进
2024-02-28	86.19	买进
2023-01-09	75.40	买进

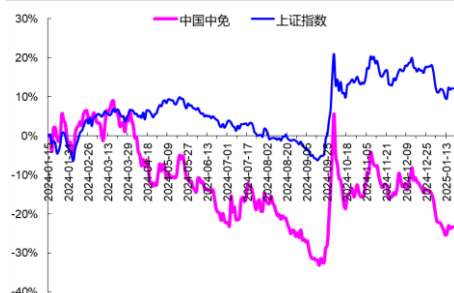
产品组合

商品贸易	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

股价相对大盘走势



中国中免(601888.SH/1880.HK)

BUY 买进

全年预告符合预期，新一年看机场和市内店共振

结论与建议：

业绩概要：

公司预告 2024 年全年实现营收 564.9 亿，同比下降 16.4%，录得归母净利润 42.6 亿，同比下降 36.5%。据此计算，4Q 实现营收 134.7 亿，同比下降 19.3%，录得归母净利润 3.4 亿，同比下降 77%，4Q 业绩符合预期。

点评：

■ 离岛业务承压影响业绩，机场免税保持复苏节奏。2024 年公司业绩承压，主要由于离岛免税受出境游复苏和消费景气影响表现低迷，据海口海关公布的数据，2024 年海关共监管离岛免税购物金额 309.4 亿，同比下降约 29%。然而，另一方面，受益过境免签政策和国人出境复苏，2024 年全国移民管理机构累计查验出入境人员 6.1 亿人次，同比上升 43.9%，过境免签政策适用人数同比上升 113.5%，驱动机场免税店经营向好，公司层面看，北京机场免税门店收入同比增超 115%，上海机场免税店收入同比增 32%。单季度看，4Q 净利润降幅扩大除海南因素外，年终大促和 23Q4 高基数等均有影响。

■ 2025 年经营面要素闪现。我们认为公司至暗时刻已逐步度过，新一年改善可期。一方面，以海南全年数据倒推，12 月离岛免税销售在年关大促加持下，海关口径数据显着回暖（10-12 月销售额分别同比-35%、-22%和-7%，客单价分别同比-9%、-8%和+6%），2025 年考虑旺季催化和东南亚部分出境回流，海南旅游热度有望持续提升，离岛业绩压力将有缓解。另一方面，2025 年政策上已支持适当延长过境免签政策，且公司在市内免税店方面布局不断优化，目前合计在 13 个城市拥有市内免税店，机场免税店积极态势有望延续，与市内店共振也将有加强。

■ 预计 2024-2026 年将分别实现净利润 42.6 亿、50.2 亿和 55.4 亿，分别同比下降 36.5%、增 17.7%和 10.5%，EPS 分别为 2.06 元、2.43 元和 2.68 元，对应 A 股 PE 分别为 30 倍、25 倍和 23 倍，H 股 PE 为 26 倍、22 倍和 20 倍，上调至“买进”。

■ 风险提示：国际客流恢复不及预期，采购成本超预期，离岛免税恢复不及预期

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	9654	5030	6714	4262	5017	5543
同比增减	%	57.23	-47.89	33.46	-36.52	17.72	10.48
每股盈余 (EPS)	RMB 元	4.94	2.43	3.25	2.06	2.43	2.68
同比增减	%	57.23	-50.82	33.46	-36.52	17.72	10.48
A 股市盈率(P/E)	X	12	25	19	30	25	23
股利 (DPS)	RMB 元	1.50	0.08	1.65	1.03	1.21	1.34
股息率 (Yield)	%	2.44	0.13	2.68	1.67	1.97	2.17

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等
	预期近期股价将处于盘整
	建议降低持股

图 1：离岛免税销售情况



资料来源：海口海关，群益金鼎证券

附一：合并损益表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	67676	54433	67540	56475	62851	68093
经营成本	44882	38982	46049	38121	42236	45622
营业税金及附加	1839	1215	1644	1281	1426	1545
销售费用	3861	4032	9421	9285	10643	11498
管理费用	2250	2209	2208	1974	2196	2380
财务费用	-43	220	-869	-615	-684	-741
资产减值损失	-499	-591	-638	-741	-617	-647
投资收益	162	162	87	57	117	106
营业利润	14804	7619	8677	5902	6759	7466
营业外收入	17	13	11	11	14	10
营业外支出	20	15	43	18	8	9
利润总额	14801	7617	8646	5895	6765	7467
所得税	2437	1429	1379	1203	1394	1534
少数股东损益	2711	1158	553	430	353	390
归属于母公司所有者的净利润	9654	5030	6714	4262	5017	5543

附二：合并资产负债表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	16856	26892	31838	34380	37522	41608
应收账款	106	151	139	153	168	185
存货	19725	27926	21057	25268	29059	33417
流动资产合计	38542	57205	58456	65471	73000	81760
长期股权投资	992	1970	2200	2244	2289	2335
固定资产	1843	5434	6292	6921	7475	8073
在建工程	2890	1852	1067	1173	1232	1170
非流动资产合计	16932	18702	20414	22149	23478	24182
资产总计	55474	75908	78869	87619	96477	105942
流动负债合计	17136	17480	15329	20479	26265	32595
非流动负债合计	3546	4300	4359	5667	6120	6426
负债合计	20682	21780	19688	26146	32385	39022
少数股东权益	5173	5554	5348	5508	5618	5674
股东权益合计	29619	48573	53834	55965	58474	61245
负债及股东权益合计	55474	75908	78869	87619	96477	105942

附三：合并现金流量表

百万元	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	8329	-3415	15126	10166	11313	12257
投资活动产生的现金流量净额	-2318	-3807	-4716	-3671	-3771	-3405
筹资活动产生的现金流量净额	-3817	15455	-4628	-3953	-4400	-4766
现金及现金等价物净增加额	1998	9106	5990	2541	3143	4086

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司，不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料及意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i@。此份报告，不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。