



业绩持续承压，等待需求企稳

2025 年 01 月 16 日

核心观点

- 事件：**公司发布 2024 年业绩快报，2024 年实现营收 565 亿/同比-16.4%，归母净利 42.6 亿元/同比-36.5%，扣非归母净利 41.5 亿元/同比-37.7%。其中 Q4 公司实现营收 134.7 亿/同比-19.3%，归母净利 2.3 亿/同比-84.7%，扣非归母净利 2.7 亿/同比-81.4%。
- 受消费需求放缓及行业周期影响，公司基本面持续承压。**公司收入端受国内中高端人群奢侈品消费需求波动影响显著，在整体宏观消费复苏偏慢背景下，2024 年营收持续承压，Q1-Q4 公司营收同比各-9%、-17%、-22%、-19%。从渠道情况看，公司营收降幅主要受海南离岛免税市场消费需求不振影响，部分被国内机场渠道销售额恢复所抵消。其中，预计海南市场同比降幅好于行业整体，因公司市占率提升 2pct。此外，北京机场（含首都国际机场、大兴国际机场）、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+115%/+32%，部分抵消海南市场不利影响，但考虑到 2025 年国际航班恢复率已超过 80%，机场渠道流量修复带来的收入恢复效应正在边际减弱。
- 市内店+出海布局逐步完善，关注后续运营情况。**伴随国人市内免税政策落地，公司积极拓展新增城市市内店项目，先后中标深圳、广州、西安、福州 4 家市内免税店项目，已在 9 个城市拥有市内免税店。此外，公司加速推进海外业务扩张，新加坡樟宜机场、香港国际机场精品店开业，东京银座珠宝类品牌免税专柜及斯里兰卡免税店均已开业，未来有望进一步拓展全球国际旅客的旅游零售消费需求。
- 投资建议：**考虑海南旅游市场或进一步承压，以及国人对中高端消费品需求趋势尚不清晰，我们下调盈利预测。预计公司 2024-26 年归母净利各为 42.6、51.3、67.2 亿元，对应 PE 各为 30X/25X/19X。中长期看，公司仍是国内免税行业龙头，且渠道布局完善、竞争优势明确，待宏观环境回暖仍具配置价值，维持“推荐”评级。
- 风险提示：**市内店政策效果低于预期的风险；宏观经济持续下行的风险。

主要财务指标预测

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	67540.10	56492.16	62141.37	68355.51
收入增长率%	24.08	-16.36	10.00	10.00
归母净利润（百万元）	6713.69	4262.90	5131.51	6719.02
利润增速%	33.46	-36.50	20.38	30.94
毛利率%	31.82	31.00	31.00	32.00
摊薄 EPS(元)	3.25	2.06	2.48	3.25
PE	18.98	29.90	24.84	18.97
PB	2.37	2.33	2.13	1.92
PS	1.89	2.26	2.05	1.86

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国中免（601888.SH）

推荐 维持评级

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

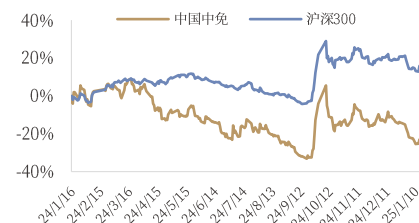
市场数据

2025-01-16

股票代码	601888.SH
A 股收盘价(元, 人民币)	61.60
上证指数	3236.03
总股本(亿股)	20.69
实际流通股(亿股)	19.52
流通 A 股市值(亿元, 人民币)	1203

相对指数表现图

2025-01-16



资料来源：iFinD，中国银河证券研究院

相关研究

【银河社服】公司点评_中国中免（601888.SH）：经营承压，关注市内店落地进展

附录：

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	58456	59142	69996	75955
现金	31838	47186	60942	62868
应收账款	139	96	177	116
其它应收款	1239	177	1634	310
预付账款	482	369	431	465
存货	21057	7613	3111	8495
其他	3701	3701	3701	3701
非流动资产	20414	19169	17924	16680
长期投资	2200	2200	2200	2200
固定资产	6292	5048	3803	2558
无形资产	2128	2128	2128	2128
其他	9794	9794	9794	9794
资产总计	78869	78311	87921	92635
流动负债	15329	13436	17344	14593
短期借款	369	348	328	-207
应付账款	6366	5059	8448	5694
其他	8593	8028	8569	9106
非流动负债	4359	4359	4359	4359
长期借款	2522	2522	2522	2522
其他	1837	1837	1837	1837
负债合计	19688	17795	21703	18952
少数股东权益	5348	5833	6403	7149
归属母公司股东权益	53834	54683	59815	66534
负债和股东权益	78869	78311	87921	92635

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	15126	18753	13742	2405
净利润	7266	4748	5702	7466
折旧摊销	1310	1245	1245	1245
财务费用	298	18	17	3
投资损失	-87	-56	-62	-68
营运资金变动	5957	12224	6210	-6933
其它	383	575	631	694
投资活动现金流	-4716	46	52	58
资本支出	-1801	-10	-10	-10
长期投资	-2923	0	0	0
其他	9	56	62	68
筹资活动现金流	-4628	-3453	-38	-538
短期借款	-1563	-21	-21	-535
长期借款	13	0	0	0
其他	-3078	-3432	-17	-3
现金净增加额	5990	15347	13757	1926

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	67540	56492	62141	68356
营业成本	46049	38980	42878	46482
营业税金及附加	1644	1243	1367	1504
营业费用	9421	9039	9321	9570
管理费用	2208	1808	2051	2051
财务费用	-869	-778	-880	-850
资产减值损失	-638	-565	-621	-684
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	87	56	62	68
营业利润	8677	5800	6963	9114
营业外收入	11	10	10	10
营业外支出	43	20	20	20
利润总额	8646	5790	6953	9104
所得税	1379	1042	1252	1639
净利润	7266	4748	5702	7466
少数股东损益	553	485	570	747
归属母公司净利润	6714	4263	5132	6719
EBITDA	8983	6775	7887	10124
EPS (元)	3.25	2.06	2.48	3.25

主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	24.08%	-16.36%	10.00%	10.00%
营业利润	13.88%	-33.16%	20.05%	30.89%
归属母公司净利润	33.46%	-36.50%	20.38%	30.94%
毛利率	31.82%	31.00%	31.00%	32.00%
净利率	9.94%	7.55%	8.26%	9.83%
ROE	12.47%	7.80%	8.58%	10.10%
ROIC	9.99%	6.88%	7.61%	9.28%
资产负债率	24.96%	22.72%	24.68%	20.46%
净负债比率	-44.70%	-69.11%	-83.97%	-78.80%
流动比率	3.81	4.40	4.04	5.21
速动比率	2.17	3.53	3.62	4.34
总资产周转率	0.86	0.72	0.71	0.74
应收账款周转率	486.46	586.19	351.55	588.58
应付账款周转率	10.61	11.17	7.36	12.01
每股收益	3.25	2.06	2.48	3.25
每股经营现金	7.31	9.06	6.64	1.16
每股净资产	26.02	26.43	28.91	32.16
P/E	18.98	29.90	24.84	18.97
P/B	2.37	2.33	2.13	1.92
EV/EBITDA	16.33	12.64	9.11	6.85
PS	1.89	2.26	2.05	1.86

分析师承诺及简介

本人承诺以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

顾熹闽 社会服务行业首席分析师。同济大学金融学硕士，8年证券研究经验。曾先后任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。曾获2022第十届Choice社会服务业最佳分析师，2020年《财经》杂志行业盈利预测最准确分析师。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

评级标准

评级标准	评级	说明
评级标准为报告发布日后的6到12个月行业指数（或公司股价）相对市场表现，其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准，北交所市场以北证50指数为基准，香港市场以恒生指数为基准。	推荐：	相对基准指数涨幅10%以上
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~10%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上
公司评级	推荐：	相对基准指数涨幅20%以上
	谨慎推荐：	相对基准指数涨幅在5%~20%之间
	中性：	相对基准指数涨幅在-5%~5%之间
	回避：	相对基准指数跌幅5%以上

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

上海地区：陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

褚颖 010-80927755 chuying_yj@chinastock.com.cn