

公司研究 | 点评报告 | 中国中免 (601888.SH)

2024 年业绩快报点评：海南量价承压，期待经营拐点

报告要点

2024 年：营业收入 564.92 亿元，同比-16.36%；归母净利润 42.63 亿元，同比-36.50%；扣非后归母 41.45 亿元，同比-37.68%。单四季度：营收 135 亿元，同比-19%；归母净利润 3.4 亿元，同比-77%；扣非后归母 2.7 亿元，同比-81%。展望后市，2024 年业绩筑底，海南封关在即，市场情绪或有压制，长期看好公司在规模、品牌、运营管理方面的核心竞争优势，待经济环境好转，消费者需求改善，迎来业绩拐点。预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 50/58 亿，对应 PE 分别为 25/22X，维持“增持”评级。

分析师及联系人



赵刚

SAC: S0490517020001

SFC: BUX176



杨会强

SAC: S0490520080013

中国中免 (601888.SH)

2024 年业绩快报点评：海南量价承压，期待经营拐点

公司研究 | 点评报告

投资评级 增持 | 维持

事件描述

2024 年：营业收入 564.92 亿元，同比-16.36%；归母净利润 42.63 亿元，同比-36.50%；扣非后归母 41.45 亿元，同比-37.68%。

单四季度：营收 135 亿元，同比-19%；归母净利润 3.4 亿元，同比-77%；扣非后归母 2.7 亿元，同比-81%。

事件评论

- 离岛免税，量价承压，购物人次压力更为明显。2024 年全年，海南离岛免税（海关口径）销售额 309.40 亿元，同比-29%，其中，客单价 5444 元，同比-16%，购物人次 568.30 万，同比-16%，购物人次下滑，在海南岛接待过夜人次同比提升 6% 的背景下，购物转化率回落是主因，2024 年海南离岛免税购物转化率仅为 8%（2021-2023 年分别为 12%/10%/11%）。尽管需求承压，但公司持续深耕海南市场，市场份额逆势同比提升近 2 个百分点。
- 口岸免税，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。2024 年，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 115%，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 32%。
- 市内店方面，新中标 6 家市内店，充分打造“免税+有税”“进口+国产”“线下+线上”新零售模式。2024 年 8 月，财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局印发《关于完善市内免税店政策的通知》，新增 8 个城市各设立 1 家市内免税店。政策发布后，公司积极参与市内免税店经营权的竞标工作。近日，公司全资子公司中国免税品（集团）公司先后成功中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家市内免税店经营权。加上公司原来拥有的 7 家市内免税店，公司目前已在 13 个城市拥有市内免税店。
- 丰富产品矩阵，优化产品结构，尤其是提升国货占比，为消费者提供一站式购物体验。公司持续增强畅销商品供应，拓宽商品边界，截至 2024 年前三季度，公司共引进香化、奢侈品、食品百货、烟酒等各类商品品牌 165 个，其中国产品牌数量占比超过 40%，实现良好的销售增量，增强了消费者对国产品牌的认同感和归属感。
- 展望后市，今年业绩筑底，海南封关在即，市场情绪或有压制，长期看好公司在规模、品牌、运营管理方面的核心竞争优势，待经济环境好转，消费者需求改善，迎来业绩拐点。预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 50/58 亿，对应 PE 分别为 25/22X，维持“增持”评级。

风险提示

- 1、机场口岸店客流和销售额恢复不及预期；
- 2、海南旅游客流及消费意愿恢复不及预期；
- 3、与上游品牌商采购议价能力提升不及预期；
- 4、机场口岸租金协议重新调整导致租金上浮。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	60.52
总股本(万股)	206,886
流通A股/B股(万股)	195,248/0
每股净资产(元)	26.21
近12月最高/最低价(元)	91.48/53.52

注：股价为 2025 年 1 月 23 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《2024Q3 业绩点评：需求拖累业绩，期待消费信心修复》2024-11-06
- 《2024Q3 业绩快报点评：口岸免税高增，海南持续承压》2024-10-25
- 《2024Q2 业绩点评：口岸爬坡增长，海南量价承压》2024-09-12


 更多研报请访问
 长江研究小程序

风险提示

- 1、机场口岸店客流和销售额恢复不及预期：上海机场及首都机场客流因航线、签证等环节限制而恢复不及预期，如若未来限制因素无法高水平消解，口岸店潜在的购买客群数量萎缩，销售额或不及预期。
- 2、海南旅游客流及消费意愿恢复不及预期：海南离岛免税销售表现不及预期与进岛旅客购物意愿低，客单价回落有关；未来若海南吸引客流能力无法提升，海南客流增长不振，或入岛消费者购买意愿持续走低，离岛免税店增长仍将面临压力，影响业绩。
- 3、与上游品牌商采购议价能力提升不及预期：中免作为中高端商品特许经营渠道，通过直接与品牌采购，节约中间流通环节，获取较高的毛利率水平，如果后续与品牌商协商采购的过程中，无法保持较高的议价能力，或将有损公司盈利能力。
- 4、机场口岸租金协议重新调整导致租金上浮：中免旗下机场口岸门店，多通过竞标、中标等形式获取门店经营权，运营过程中，需要给机场等物业方缴纳保底或提成形式的租金，通常以协议形式约定，若协议条款调整，导致租金水平上浮，将减弱公司利润水平。

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67540	56492	61084	67284	货币资金	31838	37063	41703	46793
营业成本	46049	37858	40621	44744	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	21491	18635	20463	22540	应收账款	139	116	126	138
%营业收入	32%	33%	34%	34%	存货	21057	17311	18575	20460
营业税金及附加	1644	1412	1527	1548	预付账款	482	396	425	468
%营业收入	2%	3%	3%	2%	其他流动资产	4940	4737	4821	4935
销售费用	9421	9039	9773	10631	流动资产合计	58456	59623	65650	72795
%营业收入	14%	16%	16%	16%	长期股权投资	2200	2200	2200	2200
管理费用	2208	1864	1833	2019	投资性房地产	1575	1544	1511	1479
%营业收入	3%	3%	3%	3%	固定资产合计	6292	8061	9526	11093
研发费用	58	38	45	50	无形资产	2128	1926	1682	1452
%营业收入	0%	0%	0%	0%	商誉	822	822	822	822
财务费用	-869	85	77	76	递延所得税资产	1236	1236	1236	1236
%营业收入	-1%	0%	0%	0%	其他非流动资产	6161	5291	4449	3598
加: 资产减值损失	-638	-500	-500	-500	资产总计	78869	80704	87077	94675
信用减值损失	3	0	0	0	短期贷款	369	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	应付款项	6366	5234	5616	6186
投资收益	87	56	61	67	预收账款	7	6	6	7
营业利润	8677	5866	6891	7919	应付职工薪酬	544	447	480	529
%营业收入	13%	10%	11%	12%	应交税费	2621	2192	2371	2611
营业外收支	-32	-11	-13	-13	其他流动负债	5421	4599	4876	5290
利润总额	8646	5855	6878	7906	流动负债合计	15329	12479	13349	14622
%营业收入	13%	10%	11%	12%	长期借款	2522	2522	2522	2522
所得税费用	1379	1171	1376	1581	应付债券	0	0	0	0
净利润	7266	4684	5503	6325	递延所得税负债	42	42	42	42
归属于母公司所有者的净利润	6714	4263	5007	5756	其他非流动负债	1795	1795	1795	1795
少数股东损益	553	422	495	569	负债合计	19688	16838	17708	18982
EPS (元)	3.25	2.06	2.42	2.78	归属于母公司所有者权益	53834	58096	63104	68859
现金流量表 (百万元)					少数股东权益	5348	5769	6264	6834
	2023A	2024E	2025E	2026E	股东权益	59182	63866	69368	75693
经营活动现金流净额	15126	6633	5356	5904	负债及股东权益	78869	80704	87077	94675
取得投资收益收回现金	9	56	61	67	基本指标				
长期股权投资	-230	0	0	0		2023A	2024E	2025E	2026E
资本性支出	-528	-1867	-1524	-1638	每股收益	3.25	2.06	2.42	2.78
其他	-3967	859	828	838	每股经营现金流	7.31	3.21	2.59	2.85
投资活动现金流净额	-4716	-951	-634	-733	市盈率	25.79	29.37	25.00	21.75
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.22	2.16	1.98	1.82
股权融资	12	0	0	0	EV/EBITDA	15.49	14.09	11.62	9.67
银行贷款增加 (减少)	-1549	-369	0	0	总资产收益率	8.5%	5.3%	5.8%	6.1%
筹资成本	-2525	-88	-81	-81	净资产收益率	12.5%	7.3%	7.9%	8.4%
其他	-566	0	0	0	净利率	9.9%	7.5%	8.2%	8.6%
筹资活动现金流净额	-4628	-458	-81	-81	资产负债率	25.0%	20.9%	20.3%	20.0%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	5783	5224	4640	5090	总资产周转率	0.86	0.70	0.70	0.71

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	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
看淡	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%
无投资评级	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。

相关证券市场代表性指数说明：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；香港市场以恒生指数为基准。

办公地址

上海

Add /虹口区新建路 200 号国华金融中心 B 栋 22、23 层
P.C / (200080)

武汉

Add /武汉市江汉区淮海路 88 号长江证券大厦 37 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

本报告署名分析师以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

法律主体声明

本报告由长江证券股份有限公司及/或其附属机构（以下简称「长江证券」或「本公司」）制作，由长江证券股份有限公司在中华人民共和国大陆地区发行。长江证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号为：10060000。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

在遵守适用的法律法规情况下，本报告亦可能由长江证券经纪（香港）有限公司在香港地区发行。长江证券经纪（香港）有限公司具有香港证券及期货事务监察委员会核准的“就证券提供意见”业务资格（第四类牌照的受监管活动），中央编号为：AXY608。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

其他声明

本报告并非针对或意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许该报告发送、发布的人员。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况，报告接收者应当独立评估本报告所含信息，基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本研究报告并不构成本公司对购入、购买或认购证券的邀请或要约。本公司有可能会与本报告涉及的公司进行投资银行业务或投资服务等其他业务(例如:配售代理、牵头经办人、保荐人、承销商或自营投资)。

本报告所包含的观点及建议不适用于所有投资者，且并未考虑个别客户的特殊情况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。投资者不应以本报告取代其独立判断或仅依据本报告做出决策，并在需要时咨询专业意见。

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，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；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。本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，本报告仅供意向收件人使用。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布给其他机构及/或人士（无论整份和部分）。如引用须注明出处为本公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。本公司不为转发人及/或其客户因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

本公司保留一切权利。