

中国中免 (601888.SH)

优于大市

海南免税短期承压拖累业绩，新中标六家市内店推动中线成长

核心观点

公司发布 2024 年业绩快报，预计收入下降 16%，归母净利润下降 36%。公司披露 2024 年业绩快报，2024 年收入 564.92 亿元/-16.36%，归母净利润 42.63 亿元/-36.50%；2024Q4 收入 134.72 亿元 /-19.35%，略好于 Q3 降幅(-21.5%)；归母净利润 3.44 亿元/-77.20%，环比 Q3 降幅(-52.5%)进一步承压，我们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、经营压力下存货减值计提增加等。

公司海南免税业务承压但份额提升，机场免税恢复性增长但利润贡献有限。根据海口海关，2024 年海南离岛免税销售额 309.4 亿元/-29%，其中估算航班+轮渡进出岛人次合计同比增长 3%，但购物转化率-4pct，客单价-16%，海南市场客流平稳有增，但受居民消费力变化整体影响、高端客人出境分流的结构扰动，海南免税销售整体承压。中免通过积极调整品类、丰富品牌，全年海南市场份额同比增加 2pct，但部分运营成本相对刚性、项目扩容、价格促销致利润率下行。伴随国际客流恢复，2024 年公司北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。此外公司新开新加坡樟宜机场、香港国际机场精品店加速出海扩张，但预计短期业绩贡献较有限。

跟踪消费趋势变化，中线有望最大化分享市内免税店政策增量。展望后续，1) 海南免税目前仍系公司利润贡献核心，目前一方面整体消费恢复趋势仍待跟踪；另一方面 2025 年底前海南封关运作危与机共存，后续建议持续跟踪海南封关进展，但中免在核心区域商业体布局的先发优势和近两年的持续加码仍有助于巩固龙头地位，而短期海南也不排除作为部分出境替代目的地带来阶段正向作用。2) 自去年离境市内免税店新政公布以来，国内 8 城市市内免税店均已招标完毕，中免已中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 个项目，我们预计其原有 7 家存量市内店和其参股中出服 12 家有望逐步转换开业。考虑中免与中出服基本已经卡位国际客流居前的核心城市，本身对应的离境市内免税空间更为广阔，中线有望最大化分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：综合公司 2024 年业绩快报经营承压及海南免税市场情况，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 42.6/49.6/61.5 亿元（此前为 49.7/59.0/70.1 亿元），对应 PE 估值 30/26/21x。公司当下基本面核心受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关竞争格局的不确定性对估值的压制仍在；但公司作为全球免税龙头，旅游零售核心卡位和流量价值有支撑。伴随市内免税店陆续开业，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	56,109	62,227	70,731
(+/-%)	-19.6%	24.1%	-16.9%	10.9%	13.7%
归母净利润(百万元)	5030	6714	4263	4964	6148
(+/-%)	-47.9%	33.5%	-36.5%	16.4%	23.9%
每股收益(元)	2.43	3.44	2.06	2.40	2.97
EBIT Margin	14.7%	12.2%	11.4%	12.1%	13.1%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	12.5%	7.6%	8.5%	10.0%
市盈率 (PE)	25.2	17.81	29.73	25.53	20.61
EV/EBITDA	18.0	16.2	20.6	17.4	14.2
市净率 (PB)	2.6	2.2	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

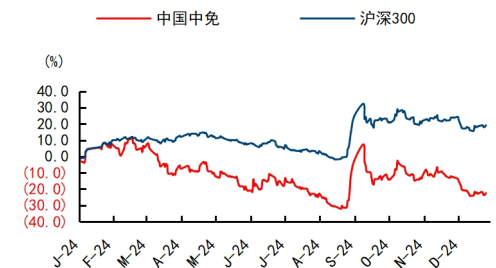
社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	证券分析师：杨玉莹 yangyuying@guosen.com.cn S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	61.25 元
总市值/流通市值	126718/126718 百万元
52 周最高价/最低价	91.48/53.52 元
近 3 个月日均成交额	1335.62 百万元

市场走势



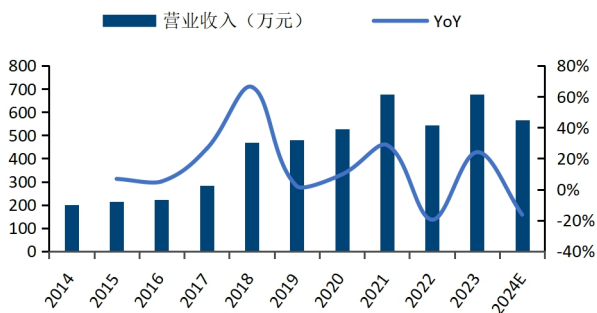
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国中免 (601888.SH) - 第三季度净利润同比下滑，期待未来市内免税新增量》——2024-11-01
- 《中国中免 (601888.SH) - 上半年海南免税承压，期待未来市内免税店表现》——2024-09-02
- 《中国中免 (601888.SH) - 一季度高基数下归母净利润同比持平，毛利率有效提升》——2024-04-24
- 《中国中免 (601888.SH) - 2023 年业绩与快报一致，分红率显著提升传递积极信号》——2024-03-29
- 《中国中免 (601888.SH) - 海南免税迎开门红，央企考核强化下加速打造高效率全渠道零售巨头》——2024-02-17

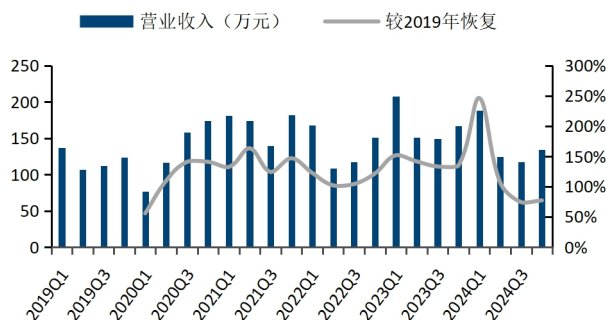
公司发布 2024 年业绩快报，预计收入下降 16%，归母净利润下降 36%。公司披露 2024 年业绩快报，2024 年收入 564.92 亿元/-16.36%，归母净利润 42.63 亿元/-36.50%；2024Q4 收入 134.72 亿元 /-19.35%，略好于 Q3 降幅（-21.5%）；归母净利润 3.44 亿元/-77.20%，环比 Q3 降幅（-52.5%）进一步承压，我们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、经营压力下存货减值计提增加等。

图1：中国中免营业收入及增速



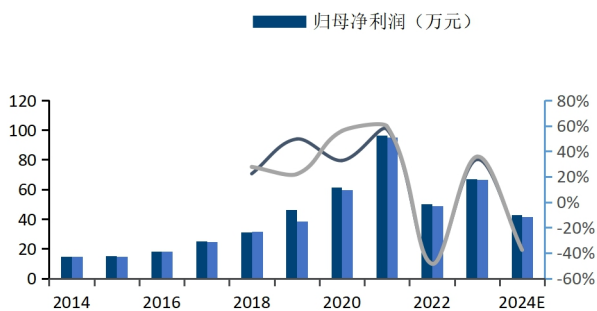
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免单季营业收入及增速



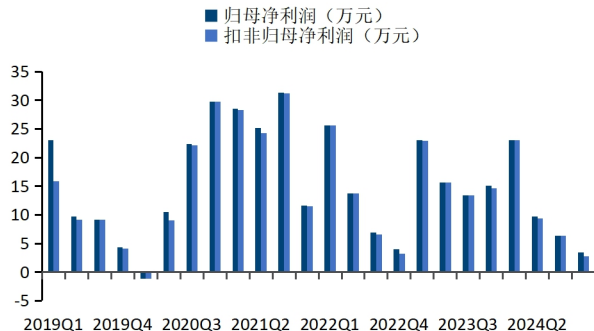
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：中国中免归母净利润与扣非净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国中免单季归母净利润与扣非净利润



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

公司海南免税业务承压但份额提升，机场免税恢复性增长但利润贡献有限。根据海口海关，2024 年海南离岛免税销售额 309.4 亿元/-29%，其中估算航班+轮渡进出岛人次合计同比增长 3%，但购物转化率-4pct，客单价-16%，海南市场客流平稳有增，但受居民消费力变化整体影响、高端客人出境分流的结构扰动，海南免税销售整体承压。中免通过积极调整品类、丰富品牌，全年海南市场份额同比增加 2pct，但部分运营成本相对刚性、项目扩容、价格促销致利润率下行。伴随国际客流恢复，2024 年公司北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。此外公司新开新加坡樟宜机场、香港国际机场精品店加速出海扩张，但预计短期业绩贡献有限。

跟踪消费趋势变化，中线有望最大化分享市内免税店政策增量。展望后续，1) 海南免税目前仍系公司利润贡献核心，目前一方面整体消费恢复趋势仍待跟踪；另一方面 2025 年底前海南封关运作危与机共存，后续建议持续跟踪海南封关进展，但中免在核心区域商业体布局的先发优势和近两年的持续加码仍有助于巩固龙头地位，而短期海南也不排除作为部分出境替代目的地带来阶段正向作用。2) 自去年离境内免税店新政公布以来，国内 8 城市内免税店均已招标完毕，中免已中标深圳、广州、西安、福州、

成都、天津 6 个项目，我们预计其原有 7 家存量市内店和其参股中出服 12 家有望逐步转换开业。考虑中免与中出服基本已经卡位国际客流居前的核心城市，本身对应的离境市内免税空间更为广阔，中线有望最大化分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：综合公司 2024 年业绩快报经营承压及海南免税市场情况，我们下调公司 2024-2026 年归母净利润至 42.6/49.6/61.5 亿元（此前为 49.7/59.0/70.1 亿元），对应 PE 估值 30/26/21x。公司当下基本面核心受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关竞争格局的不确定性对估值的压制仍在；但公司作为全球免税龙头，旅游零售核心卡位和流量价值有支撑。伴随市内免税店陆续开业，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局有中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持“优于大市”评级。

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2025/1/26	总市值 亿元	EPS				PE			投资评级	
				23E	24E	25E	26E	23E	24E	25E		26E
601888.SH	中国中免	61.3	1246	3.25	2.06	2.40	2.97	19	30	26	21	优于大市
600859.SH	王府井	13.3	151	0.62	0.50	0.63	0.73	21	27	21	18	优于大市

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	26892	31838	42268	42360	42613	营业收入	54433	67540	56109	62227	70731
应收款项	1012	1376	1045	1074	1143	营业成本	38982	46049	37677	41568	46824
存货净额	27926	21057	16186	17137	19314	营业税金及附加	1215	1644	1234	1369	1556
其他流动资产	1375	4184	842	622	707	销售费用	4032	9421	8871	9645	10702
流动资产合计	57205	58456	60341	61193	63778	管理费用	2209	2208	1942	2139	2349
固定资产	7286	7359	9397	10712	11641	财务费用	220	(869)	(867)	(1003)	(1063)
无形资产及其他	2458	2128	2043	1959	1875	投资收益	162	87	30	30	30
投资性房地产	6988	8727	8727	8727	8727	资产减值及公允价值变动	591	638	600	600	600
长期股权投资	1970	2200	4200	5200	5450	其他收入	(908)	(1134)	(1200)	(1200)	(1200)
资产总计	75908	78869	84709	87792	91471	营业利润	7619	8677	6681	7940	9794
短期借款及交易性金融负债	2608	1108	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(32)	30	30	30
应付款项	7679	6403	5013	5291	5185	利润总额	7617	8646	6711	7970	9824
其他流动负债	7194	7817	9769	9662	9644	所得税费用	1429	1379	1268	1506	1857
流动负债合计	17480	15329	17281	16453	15829	少数股东损益	1158	553	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	2509	2522	2522	2522	2522	归属于母公司净利润	5030	6714	4263	4964	6148
其他长期负债	1791	1837	2837	3337	3437						
长期负债合计	4300	4359	5359	5859	5959	现金流量表 (百万元)					
负债合计	21780	19688	22641	22312	21789	净利润	5030	6714	4263	4964	6148
少数股东权益	5554	5348	6103	7033	8161	资产减值准备	92	47	266	128	104
股东权益	48573	53834	55965	58447	61521	折旧摊销	267	356	881	1042	1153
负债和股东权益总计	75908	78869	84709	87792	91471	公允价值变动损失	(591)	(638)	(600)	(600)	(600)
						财务费用	220	(869)	(867)	(1003)	(1063)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(8780)	1398	10371	39	(2251)
每股收益	2.43	3.44	2.06	2.40	2.97	其它	220	297	489	802	1025
每股红利	1.78	1.29	1.03	1.20	1.49	经营活动现金流	(3762)	8174	15670	6375	5578
每股净资产	23.48	27.57	27.05	28.25	29.74	资本开支	0	(1059)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	14%	12%	11%	17%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	12%	8%	8%	10%	投资活动现金流	(978)	(1288)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	28%	32%	33%	33%	34%	权益性融资	873	12	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	11%	12%	13%	负债净变化	2509	13	0	0	0
EBITDA Margin	15%	13%	13%	14%	15%	支付股利、利息	(3676)	(2525)	(2131)	(2482)	(3074)
收入增长	-20%	24%	-17%	11%	14%	其它融资现金流	16237	3072	1392	(1000)	(500)
净利润增长率	-48%	33%	-37%	16%	24%	融资活动现金流	14776	(1939)	(740)	(3482)	(3574)
资产负债率	36%	32%	34%	33%	33%	现金净变动	10036	4947	10430	92	254
息率	3.1%	2.1%	1.8%	2.1%	2.6%	货币资金的期初余额	16856	26892	31838	42268	42360
P/E	25.2	17.8	29.7	25.5	20.6	货币资金的期末余额	26892	31838	42268	42360	42613
P/B	2.6	2.2	2.3	2.2	2.1	企业自由现金流	(2018)	7601	13929	5368	4944
EV/EBITDA	18.0	16.2	20.6	17.4	14.2	权益自由现金流	16728	10687	16024	5182	5307

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032