

中国中免(601888.SH)

宏观消费环境影响经营，持续夯实竞争力

推荐（维持）

股价：61.61 元

主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.30%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通 A 股(百万股)	1,952
流通 B/H 股(百万股)	116
总市值(亿元)	1,257
流通 A 股市值(亿元)	1,203
每股净资产(元)	26.63
资产负债率(%)	20.1

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】中国中免(601888.SH)*首次覆盖报告*行业回暖可期，全球旅游零售巨头，经营持续改善*推荐20240409

【平安证券】中国中免(601888.SH)*季报点评*Q1海南离岛免税影响收入，经营开始改善向上*推荐20240424

【平安证券】中国中免(601888.SH)*半年报点评*海南销售承压，上海机场销售恢复较好*推荐20240902

证券分析师

胡琼方

投资咨询资格编号
S1060524010002
HUQIONGFANG722@pingan.com.cn

文件中找不到关系 ID 为 rid17 的图像部件。

事项：

2024 年公司实现总营业收入 564.74 亿元（同比-16.38%），归母净利润 42.67 亿元（同比-36.44%），扣非后同比-37.70%至 41.44 亿元，非经常性损益主要是政府补助项目。2024 年公司经营活动产生的现金流量净额为 79.39 亿元（同比-47.51%）；每股派发现金红利 1.05 元（含税），年度分红总额为 21.72 亿元（股利支付率达 50.91%，与上年的 50.85%基本持平），最近三年累计分红总额达到 72.41 亿元。

2024 年公司毛利率为 32.03%(+0.21pct)，净利率为 8.61%(-2.15pct)，销售费用同比（下同）-3.8%至 90.63 亿元，销售费用率 16.05%，+2.1 pct；管理费用-9.91%至 19.89 亿元，管理费用率 3.52%，+0.25 pct。

2024 单 Q4 公司收入 134 亿元（同比-19.46%），归母净利润 3.48 亿元（同比-76.93%），除收入下降，Q4 公司计提了 3.54 亿元的资产减值损失（2024Q3 计提了 1.46 亿元，2023Q4 计提 1.60 亿元）对利润也造成一定影响。

平安观点：

■ 公司此前已披露业绩快报，最终业绩基本与快报符合。受消费环境影响，2024 年公司收入同比-16.38%至 564.74 亿元，其中：免税商品销售收入为 386.66 亿元（较去年同期下降 12.58%，占营收比例为 68.45%），毛利率基本与去年持平为 39.50%；有税商品销售收入为 170.95 亿元（同比-23.49%），毛利率为 13.45%（同比-1.8pct）。按地区看 2024 年公司在海南地区的收入为 288.92 亿元，同比-27.13%，毛利率减少 2.03pct 至 23.73%；上海地区收入 160.35 亿元（同比-10.02%），毛利率为 25.80%（同比增加 2.00pct）；其他地区收入为 113.28 亿元。2024 年公司销售费用同比-3.80%至 90.63 亿元，相对较为刚性；全年计提资产减值损失（存货跌价损失）7.42 亿元，对净利润产生一定影响，年内同时对此前存货跌价损失的减值计提转回了 7.85 亿元。

■ 《2025 年海南省政府工作报告》显示，2024 年海南离岛免税经营主体销售额达 470.3 亿元（2021、2023 年时分别为 601.73 和 580.9 亿元），全

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67540	56474	58900	66200	73500
YOY(%)	24.1	-16.4	4.3	12.4	11.0
净利润(百万元)	6714	4267	5015	5925	6582
YOY(%)	33.5	-36.4	17.5	18.1	11.1
毛利率(%)	31.8	32.0	34.0	34.4	33.3
净利率(%)	9.9	7.6	8.5	9.0	9.0
ROE(%)	12.5	7.7	8.5	9.4	9.7
EPS(摊薄/元)	3.25	2.06	2.42	2.86	3.18
P/E(倍)	19.0	29.9	25.4	21.5	19.4
P/B(倍)	2.4	2.3	2.2	2.0	1.9

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

年离岛免税购物金额为 309.4 亿元，同比下降 29.3%，海南离岛免税销售承压与“摩羯”台风、出境消费分流、国货品牌挤压免税市场份额及客群更加追求性价比等因素相关。2024 年公司在海南离岛免税市场的优势地位进一步稳固，市场份额提升近 2pct，其中三亚市内免税店收入 204.18 亿元，海口免税城销售 55.74 亿元，海免公司销售 35.54 亿元（与上文公司在海南地区收入总和略有出入，是因有内部抵消影响，除此之外公司还在三亚和海口等地有机场免税店），三者归属于上市公司股东的净利润分别为 3.67、-1.76 和 0.58 亿元。此外，日上上海 2024 年归属于上市公司股东的净利润为 5.13 亿元，在采用新的租金提成比例后净利率有明显改善（2019 年日上上海收入及归属上市公司股东的净利润分别为 151.49 亿元和 4.49 亿元；2023 年对应分别为 178.21 亿元和 2.57 亿元）。

- **尽管宏观消费环境有不利影响，公司仍持续夯实竞争优势。**2024 年在品牌引进、渠道布局、经营特色方面继续加强：1）引进超 200 个国际国内知名品牌（包括中免独家品牌 20 余个），与多品牌合作推出中免独家销售及全球限量款商品共计 19 个系列 500 余款；2）三亚国际免税城打造了 COACH、Estee lauder 双层旗舰店、Lancome 玫瑰庄园概念旗舰店等首店，海口国际免税城 Prada、Gucci 精品店亮相；3）加强线上线下载协同，致力于为消费者提供性价比商品、便捷服务和优质体验，中免会员人数已突破 3,800 万人；4）中标广州白云机场 T1 出境免税店、昆明长水机场出境免税店等 10 个机场及口岸免税项目经营权，境内出入境免税门店销售实现大幅增长，此外 2024 年公司先后中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津 6 家新增城市市内免税店项目；5）扩大了海外业务版图，实现新加坡樟宜机场精品店、香港国际机场精品店、日本东京银座珠宝类品牌免税专柜以及斯里兰卡免税店等开业，同时公司积极推动“国潮”出海。
- **投资建议：**考虑目前宏观经济环境和消费意愿，我们预计公司 2025-2026 年归母净利润分别为 50.15、59.25 亿元（此前分别为 82.7、100.5 亿元），并增加 2027 年业绩预测为 65.82 亿元，当前市值（以 3 月 28 日收盘价计）对应估值分别约 25.4、21.5、19.4 倍 PE。公司为全球旅游零售头部企业之一，长期以来积累了丰厚的竞争优势，不断优化供应链、运营精细化逐步提升，国内同类可比公司较少，目前处在 2019 年来估值低位，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1）宏观经济不及预期影响消费意愿。如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响，公司旗下海南及出入境免税店、市内免税店销售可能不及预期。2）出入境政策及国际环境不利影响。出入境政策及国际环境如发生不利变动，则进店客流、购物人数等将会受到影响，同时也影响公司相关免税店布局和规划。3）市场竞争激烈。近年来包含化妆品在内的多个细分行业的品牌商积极拓展多个渠道，且目前出入境旅游恢复，国内免税参与全球免税运营商的竞争，若市场竞争加剧，则影响公司销售和利润率水平。4）战略项目投资及管理未达预期的风险。公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资，如环境发生变化，或审批、建设、招投标等环节不及预期，战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。5）其他风险：《市内免税店管理暂行办法》中规定旅客需在出境隔离区的提货点一次性提取在市内店购买的免税品，影响出境游玩的便利性；免税运营商的品牌拓展不利、或合作的条款不佳（如销售价格显著高于海外市场等），将不能充分发挥市内免税店政策效力等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	55960	63240	70968	79270
现金	34817	38373	43161	47969
应收票据及应收账款	67	118	133	147
其他应收款	913	989	1111	1234
预付账款	839	575	647	718
存货	17348	21070	23539	26563
其他流动资产	1976	2115	2377	2639
非流动资产	20300	18481	16438	14765
长期投资	3670	3670	3670	3670
固定资产	8113	6985	6031	5206
无形资产	1940	1510	1080	650
其他非流动资产	6577	6317	5657	5239
资产总计	76260	81722	87405	94035
流动负债	10969	13107	14652	16496
短期借款	233	0	0	0
应付票据及应付账款	4717	5948	6645	7498
其他流动负债	6020	7159	8007	8998
非流动负债	4343	3087	1857	824
长期借款	4133	2877	1647	614
其他非流动负债	210	210	210	210
负债合计	15312	16194	16509	17320
少数股东权益	5852	6737	7742	8712
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17442	17442	17442	17442
留存收益	35586	39279	43644	48491
归属母公司股东权益	55097	58791	63155	68003
负债和股东权益	76260	81722	87405	94035

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	7939	6536	7469	7279
净利润	4862	5900	6930	7553
折旧摊销	1543	2819	2944	2573
财务费用	-923	-831	-1011	-1198
投资损失	-64	-20	-20	-20
营运资金变动	808	-1353	-1395	-1650
其他经营现金流	1713	22	22	22
投资活动现金流	-454	-1002	-902	-902
资本支出	995	1000	900	900
长期投资	247	0	0	0
其他投资现金流	294	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-4367	-1979	-1780	-1569
短期借款	-137	-233	0	0
长期借款	-140	-1256	-1230	-1033
其他筹资现金流	-4090	-490	-550	-536
现金净增加额	3021	3556	4788	4808

资料来源:同花顺 iFinD, 平安证券研究所

利润表

单位:百万元

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	56474	58900	66200	73500
营业成本	38385	38884	43441	49020
税金及附加	1268	1357	1525	1654
营业费用	9063	9424	10592	11393
管理费用	1989	2050	2251	2352
研发费用	20	38	43	47
财务费用	-923	-831	-1011	-1198
资产减值损失	-742	-766	-861	-956
信用减值损失	3	4	5	5
其他收益	158	150	150	150
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	64	20	20	20
资产处置收益	24	10	10	10
营业利润	6178	7397	8684	9462
营业外收入	9	11	11	11
营业外支出	39	32	32	32
利润总额	6148	7375	8662	9441
所得税	1286	1475	1732	1888
净利润	4862	5900	6930	7553
少数股东损益	595	885	1005	971
归属母公司净利润	4267	5015	5925	6582
EBITDA	6768	9363	10595	10815
EPS (元)	2.06	2.42	2.86	3.18

主要财务比率

会计年度	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力				
营业收入(%)	-16.4	4.3	12.4	11.0
营业利润(%)	-28.8	19.7	17.4	9.0
归属于母公司净利润(%)	-36.4	17.5	18.1	11.1
获利能力				
毛利率(%)	32.0	34.0	34.4	33.3
净利率(%)	7.6	8.5	9.0	9.0
ROE(%)	7.7	8.5	9.4	9.7
ROIC(%)	10.4	14.5	17.1	18.3
偿债能力				
资产负债率(%)	20.1	19.8	18.9	18.4
净负债比率(%)	-50.0	-54.2	-58.6	-61.7
流动比率	5.1	4.8	4.8	4.8
速动比率	3.3	3.0	3.0	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	848.0	498.8	498.8	498.8
应付账款周转率	8.19	6.57	6.57	6.57
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	2.06	2.42	2.86	3.18
每股经营现金流(最新摊薄)	3.84	3.16	3.61	3.52
每股净资产(最新摊薄)	26.63	28.42	30.53	32.87
估值比率				
P/E	29.9	25.4	21.5	19.4
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	17.68	11.17	9.47	8.89

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在±10% 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在±5% 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2025 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼	北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层