

## 24年业绩承压，今年有望逐步复苏

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2024 年年报, 公司实现营业收入 564.7 亿元, 同比下降 16.4%; 归母净利润 42.7 亿元, 同比下降 36.4%; 毛利率为 32.0%, 同比增加 0.2 个百分点; 净利率为 8.6%, 同比减少 2.2 个百分点。
- **受整体免税消费市场低迷影响, 公司免税商品销售与有税商品销售业务营收均出现下滑。** 2024 年, 公司免税商品销售营收为 386.7 亿元, 同比下降 12.6%, 毛利率为 39.5%, 同比基本保持不变; 有税商品销售营收为 170.9 亿元, 同比下降 23.5%, 毛利率为 13.5%, 同比减少 1.8 个百分点。公司期间费用率为 18.0%, 同比增加 2.0 个百分点, 细分来看, 由于公司经营状况相对承压, 公司销售费用率为 16.1%, 同比增加 2.1 个百分点; 财务费用率为 -1.6%, 同比减少 0.3 个百分点; 管理费用率为 3.6%, 同比增加 0.2 个百分点。
- **海南市场需求偏弱, 机场渠道增速明显。** 根据海口海关数据, 2024 年离岛免税购物金额为 309.4 亿元, 同比下降 29.3%; 免税购物实际人次为 568.3 万人次, 同比下降 15.9%; 免税购物件数 3308.2 万件, 同比下降 35.5%。公司 2024 年海南地区收入为 288.9 亿元, 同比下降 27.1%, 优于海南市场平均表现。北京机场免税渠道/上海机场免税渠道门店收入同比分别增长约 115%/32%。
- **公司注重优化商品销售结构, 中免会员数量实现快速增长。** 2024 年, 公司共引进超 200 个国际国内知名品牌, 包括中免独家品牌 20 余个; 海南各店全年引进超 150 个新品牌。产品结构的升级调整叠加公司进行的私域一体化建设、会员精细化运营等措施, 消费者满意度提升, 2024 年的中免会员人数已突破 3800 万人, 相较于 2023 年的 3200 余万人有明显增长, 会员复购率同比提升 1 个百分点。
- **海南省封关在即, 公司有望迎来重要机遇。** 海南预计在今年年底实现全岛封关运作, 目前正加紧落实封关运作方案, 推进自由贸易港核心政策落地。未来海南省的封关运作将有力促进区域和全球贸易投资自由化便利化, 使得海南市场的全球竞争力提升, 公司有望受益于海南市场客流提升带动的免税销售额增加。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2025-2027 年 EPS 分别为 2.44 元、2.94 元、3.51 元, 对应动态 PE 分别为 25 倍、21 倍、18 倍。公司为免税行业龙头企业, 受益于免税市场复苏, 给予公司 2025 年 31 倍 PE, 对应目标价 75.64 元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 免税政策变动风险, 市场竞争加剧风险, 消费复苏不及预期风险。

| 指标/年度         | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 56473.85 | 61815.00 | 70726.20 | 80210.62 |
| 增长率           | -16.38%  | 9.46%    | 14.42%   | 13.41%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4267.11  | 5052.36  | 6088.46  | 7259.05  |
| 增长率           | -36.44%  | 18.40%   | 20.51%   | 19.23%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 2.06     | 2.44     | 2.94     | 3.51     |
| 净资产收益率 ROE    | 7.98%    | 8.46%    | 9.49%    | 10.24%   |
| PE            | 30       | 25       | 21       | 18       |
| PB            | 2.31     | 2.19     | 2.00     | 1.82     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究院

分析师: 陈柯伊  
执业证号: S1250524100003  
邮箱: ckyyf@swsc.com.cn

分析师: 周杰  
执业证号: S1250524100001  
电话: 15659183546  
邮箱: zhoujyf@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 20.69      |
| 流通 A 股(亿股)   | 19.52      |
| 52 周内股价区间(元) | 53.76-87.5 |
| 总市值(亿元)      | 1,274.62   |
| 总资产(亿元)      | 762.60     |
| 每股净资产(元)     | 26.63      |

### 相关研究

1. 中国中免(601888): 业绩符合预期, 24 年有望受益于客流及消费复苏 (2024-04-03)

## 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：随着政府一系列促消费政策的逐步落地，预计居民消费信心逐步提升，海南旅游市场有望在未来持续复苏，预计 2025-2027 年免税业务收入增速分别为 10.0%、15.0%、14.0%。

假设 2：由于线上有税销售渠道受其他电商平台竞争影响，2024 年营收下滑明显，预计 2025 年开始在居民线上消费逐步转暖的背景下有税商品销售业务开始逐步恢复，预计 2025-2027 年有税业务收入增速分别为 8.0%、13.0%、12.0%。

基于以上假设，我们预测公司 2025-2027 年收入拆分预测如下表：

表 1：分业务收入拆分预测

| 单位：百万元 |     | 2024A    | 2025E    | 2026E    | 2027E    |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 免税商品销售 | 收入  | 38665.53 | 42532.08 | 48911.90 | 55759.56 |
|        | 增速  | -12.6%   | 10.0%    | 15.0%    | 14.0%    |
|        | 毛利率 | 39.5%    | 40.0%    | 40.2%    | 40.5%    |
| 有税商品销售 | 收入  | 17094.96 | 18462.56 | 20862.69 | 23366.21 |
|        | 增速  | -23.5%   | 8.0%     | 13.0%    | 12.0%    |
|        | 毛利率 | 13.4%    | 14.0%    | 14.3%    | 14.5%    |
| 其他     | 收入  | 713.36   | 820.36   | 951.62   | 1084.85  |
|        | 增速  | -26.0%   | 15.0%    | 16.0%    | 14.0%    |
|        | 毛利率 | 72.3%    | 65.0%    | 65.0%    | 65.0%    |
| 合计     | 收入  | 56474    | 61815    | 70726    | 80211    |
|        | 增速  | -16.4%   | 9.5%     | 14.4%    | 13.4%    |
|        | 毛利率 | 32.0%    | 32.6%    | 32.9%    | 33.3%    |

数据来源：Wind，西南证券

## 相对估值

我们选取了行业中与中国中免业务最为相近的王府井、天虹股份作为可比公司，2 家可比公司 2025-2027 年平均 PE 分别为 29、24、25 倍。预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 50.5、60.9、72.6 亿元，未来三年归母净利率复合增长率 19.4%。公司为免税行业龙头企业，受益于免税市场复苏，给予公司 2025 年 31 倍 PE，对应目标价 75.64 元，上调至“买入”评级。

表 2：可比公司估值（截止至 2025 年 3 月 28 日）

| 证券代码      | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） |      |      |      | PE（倍） |     |     |     |
|-----------|------|-------|--------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|
|           |      |       | 24A    | 25E  | 26E  | 27E  | 24A   | 25E | 26E | 27E |
| 600859.SH | 王府井  | 13.73 | 0.48   | 0.59 | 0.68 | -    | 29    | 23  | 20  | -   |
| 002419.SZ | 天虹股份 | 4.93  | 0.07   | 0.15 | 0.17 | 0.20 | 89    | 34  | 28  | 25  |
| 平均值       |      |       |        |      |      |      | 59    | 29  | 24  | 25  |

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           | 现金流量表（百万元）        | 2024A           | 2025E           | 2026E          | 2027E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 营业收入          | 56473.85        | 61815.00        | 70726.20        | 80210.62        | 净利润               | 4862.49         | 5467.92         | 6701.52        | 7944.85         |
| 营业成本          | 38385.15        | 41684.17        | 47461.70        | 53534.75        | 折旧与摊销             | 897.42          | 707.58          | 707.58         | 707.58          |
| 营业税金及附加       | 1267.83         | 1425.51         | 1631.75         | 1841.98         | 财务费用              | -923.10         | 81.53           | 60.67          | 77.63           |
| 销售费用          | 9062.90         | 10199.48        | 11386.92        | 12713.38        | 资产减值损失            | -741.90         | -600.00         | -600.00        | -600.00         |
| 管理费用          | 1989.49         | 2256.25         | 2475.42         | 2767.27         | 经营营运资本变动          | 1230.74         | 1622.26         | -3364.04       | -907.10         |
| 财务费用          | -923.10         | 81.53           | 60.67           | 77.63           | 其他                | 2613.68         | 654.13          | 580.53         | 600.90          |
| 资产减值损失        | -741.90         | -600.00         | -600.00         | -600.00         | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>7939.33</b>  | <b>7933.43</b>  | <b>4086.26</b> | <b>7823.86</b>  |
| 投资收益          | 63.81           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | 3253.10         | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -3707.41        | -56.68          | -22.48         | -17.31          |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-454.30</b>  | <b>-56.68</b>   | <b>-22.48</b>  | <b>-17.31</b>   |
| <b>营业利润</b>   | <b>6177.95</b>  | <b>6768.06</b>  | <b>8309.75</b>  | <b>9875.62</b>  | 短期借款              | -136.80         | -232.63         | 0.00           | 0.00            |
| 其他非经营损益       | -29.82          | -25.89          | -28.16          | -27.68          | 长期借款              | 44.77           | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>6148.14</b>  | <b>6742.17</b>  | <b>8281.59</b>  | <b>9847.94</b>  | 股权融资              | -4.89           | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| 所得税           | 1285.65         | 1274.25         | 1580.06         | 1903.09         | 支付股利              | -3413.62        | -642.47         | -717.17        | -940.64         |
| 净利润           | 4862.49         | 5467.92         | 6701.52         | 7944.85         | 其他                | -856.53         | -2054.21        | -63.17         | -81.63          |
| 少数股东损益        | 595.38          | 415.56          | 613.06          | 685.81          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-4367.07</b> | <b>-2929.31</b> | <b>-780.35</b> | <b>-1022.26</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 4267.11         | 5052.36         | 6088.46         | 7259.05         | <b>现金流量净额</b>     | <b>3020.97</b>  | <b>4947.44</b>  | <b>3283.44</b> | <b>6784.28</b>  |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           | 财务分析指标            | 2024A           | 2025E           | 2026E          | 2027E           |
| 货币资金          | 34817.32        | 39764.75        | 43048.19        | 49832.47        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| 应收和预付款项       | 1813.95         | 1817.78         | 2113.99         | 2405.42         | 销售收入增长率           | -16.38%         | 9.46%           | 14.42%         | 13.41%          |
| 存货            | 17348.38        | 18232.46        | 22579.69        | 24615.08        | 营业利润增长率           | -28.80%         | 9.55%           | 22.78%         | 18.84%          |
| 其他流动资产        | 1980.79         | 1236.30         | 1414.52         | 1604.21         | 净利润增长率            | -33.08%         | 12.45%          | 22.56%         | 18.55%          |
| 长期股权投资        | 3669.71         | 3669.71         | 3669.71         | 3669.71         | EBITDA 增长率        | -28.27%         | 22.84%          | 20.12%         | 17.44%          |
| 投资性房地产        | 1428.85         | 1470.53         | 1474.00         | 1465.32         | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| 固定资产和在建工程     | 7060.59         | 6707.50         | 6354.41         | 6001.32         | 毛利率               | 32.03%          | 32.57%          | 32.89%         | 33.26%          |
| 无形资产和开发支出     | 2774.87         | 2528.97         | 2283.07         | 2037.16         | 三费率               | 17.94%          | 20.28%          | 19.69%         | 19.40%          |
| 其他非流动资产       | 5365.92         | 5272.33         | 5182.74         | 5100.16         | 净利率               | 8.61%           | 8.85%           | 9.48%          | 9.90%           |
| <b>资产总计</b>   | <b>76260.37</b> | <b>80700.33</b> | <b>88120.33</b> | <b>96730.86</b> | ROE               | 7.98%           | 8.46%           | 9.49%          | 10.24%          |
| 短期借款          | 232.63          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 6.38%           | 6.78%           | 7.60%          | 8.21%           |
| 应付和预收款项       | 6957.51         | 9270.29         | 10422.03        | 11742.29        | ROIC              | 15.20%          | 22.11%          | 25.96%         | 28.11%          |
| 长期借款          | 2567.05         | 2567.05         | 2567.05         | 2567.05         | EBITDA/销售收入       | 10.89%          | 12.23%          | 12.84%         | 13.29%          |
| 其他负债          | 5554.84         | 4265.15         | 4547.58         | 4834.11         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>15312.04</b> | <b>16102.49</b> | <b>17536.65</b> | <b>19143.45</b> | 总资产周转率            | 0.73            | 0.79            | 0.84           | 0.87            |
| 股本            | 2068.86         | 2068.86         | 2068.86         | 2068.86         | 固定资产周转率           | 9.12            | 10.46           | 12.72          | 15.41           |
| 资本公积          | 17442.32        | 17442.32        | 17442.32        | 17442.32        | 应收账款周转率           | 543.21          | 699.41          | 626.83         | 656.39          |
| 留存收益          | 34411.57        | 38821.47        | 44192.75        | 50511.17        | 存货周转率             | 1.95            | 2.28            | 2.27           | 2.22            |
| 归属母公司股东权益     | 55096.71        | 58330.64        | 63703.43        | 70021.34        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 103.85%         | —               | —              | —               |
| 少数股东权益        | 5851.63         | 6267.19         | 6880.26         | 7566.06         | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>60948.34</b> | <b>64597.84</b> | <b>70583.68</b> | <b>77587.40</b> | 资产负债率             | 20.08%          | 19.95%          | 19.90%         | 19.79%          |
| 负债和股东权益合计     | 76260.37        | 80700.33        | 88120.33        | 96730.86        | 带息债务/总负债          | 18.28%          | 15.94%          | 14.64%         | 13.41%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 5.10            | 5.19            | 5.24           | 5.30            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 3.52            | 3.64            | 3.53           | 3.64            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 80.00%          | 12.72%          | 11.78%         | 12.96%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.06            | 2.44            | 2.94           | 3.51            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 26.63           | 28.19           | 30.79          | 33.85           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 3.84            | 3.83            | 1.98           | 3.78            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 1.65            | 0.31            | 0.35           | 0.45            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                 |
| 业绩和估值指标       | 2024A           | 2025E           | 2026E           | 2027E           |                   |                 |                 |                |                 |
| EBITDA        | 6152.27         | 7557.17         | 9078.00         | 10660.83        |                   |                 |                 |                |                 |
| PE            | 29.87           | 25.23           | 20.94           | 17.56           |                   |                 |                 |                |                 |
| PB            | 2.31            | 2.19            | 2.00            | 1.82            |                   |                 |                 |                |                 |
| PS            | 2.26            | 2.06            | 1.80            | 1.59            |                   |                 |                 |                |                 |
| EV/EBITDA     | 14.25           | 10.79           | 8.62            | 6.70            |                   |                 |                 |                |                 |
| 股息率           | 2.68%           | 0.50%           | 0.56%           | 0.74%           |                   |                 |                 |                |                 |

数据来源：Wind，西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 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。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

|      |                                              |
|------|----------------------------------------------|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
|      | 卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下       |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。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，本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。

本报告

须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究院

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴 21 世纪大厦 10 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 深圳

地址：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 楼

邮编：400025

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务         | 座机           | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|------------|--------------|-------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理、销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 销售副总监      | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 李煜  | 资深销售经理     | 18801732511  | 18801732511 | yfliyu@swsc.com.cn   |
|    | 田婧雯 | 高级销售经理     | 18817337408  | 18817337408 | tjw@swsc.com.cn      |
|    | 汪艺  | 高级销售经理     | 13127920536  | 13127920536 | wyyf@swsc.com.cn     |
|    | 张玉梅 | 销售经理       | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
|    | 欧若诗 | 销售经理       | 18223769969  | 18223769969 | ors@swsc.com.cn      |
|    | 李嘉隆 | 销售经理       | 15800507223  | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn   |
|    | 龚怡芸 | 销售经理       | 13524211935  | 13524211935 | gongyy@swsc.com.cn   |
|    | 蒋宇洁 | 销售经理       | 15905851569  | 15905851569 | jjj@swsc.com.c       |
| 北京 | 李杨  | 销售总监       | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监      | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杨薇  | 资深销售经理     | 15652285702  | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn  |
|    | 姚航  | 资深销售经理     | 15652026677  | 15652026677 | yhang@swsc.com.cn    |
|    | 张鑫  | 高级销售经理     | 15981953220  | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn    |
|    | 王一菲 | 高级销售经理     | 18040060359  | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 高级销售经理     | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
|    | 马冰竹 | 销售经理       | 13126590325  | 13126590325 | mbz@swsc.com.cn      |

|    |     |         |             |             |                      |
|----|-----|---------|-------------|-------------|----------------------|
| 广深 | 郑龔  | 广深销售负责人 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 龚之涵 | 高级销售经理  | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 杨举  | 销售经理    | 13668255142 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn   |
|    | 陈韵然 | 销售经理    | 18208801355 | 18208801355 | cryf@swsc.com.cn     |
|    | 林哲睿 | 销售经理    | 15602268757 | 15602268757 | lzt@swsc.com.cn      |