

中国中免 (601888.SH)

海南业务盈利承压，市内店政策提供新增量空间

中国中免公司发布 2024 年报,全年实现营业总收入 564.74 亿元, YoY-16.38%; 归母净利润 42.67 亿元, YoY-36.44%; 扣非归母净利润 41.44 亿元, YoY-37.70%。

□海南免税市场竞争加剧，业绩承压明显。单季度看，中免 24Q4 营收 134.53 亿元, YoY-19.46%; 归母净利润 3.48 亿元, YoY-76.91%; 扣非归母净利润 2.71 亿元, YoY-81.42%。单季收入下滑主要受海南地区免税消费需求减弱及行业竞争加剧影响，24Q4 海南地区营收同比下降 27.13%，贝恩报告显示 2024 年中国内地奢侈品市场销售额预计下降 18%-20%。分产品线看，全年免税商品收入 386.66 亿元, YoY-12.58%; 有税商品收入 170.95 亿元, YoY-23.49%，其中海南区域毛利率同比下降 2.03 个百分点至 23.73%，反映价格竞争压力加剧。

□全年成本同比略有改善，销售管理费用提升。2024 年公司毛利率 32.03%，同比提升 0.21pct，其中免税毛利率 39.5%，同比增加 0.01pct，有税毛利率 13.5，同比下降 1.8pct。公司全年销售费用率为 16.05%，同比提升 2.1pct，主要是机场渠道收入增加，对应租金开支增加；管理费用率为 3.52%，同比提升 0.25pct，主要是收入下降。

□新增 8 家市内免税店中免中标 6 家。近日，中免集团公告公司先后成功中标深圳、广州、西安、成都、天津、福州 6 家市内免税店项目。加上新政策出台前中免已在经营、正在申请转型的六家市内免税店，分别位于北京、上海、青岛、大连、厦门、哈尔滨，中免集团目前已在 12 个城市拥有市内免税店。

□投资建议：公司 2024 年收入利润承压，主要是海南销售整体下降，受累于出境分流，游客购买力下降等因素，海南免税市场整体乏力，利润大幅下滑。2024 年下半年，市内免税店政策出台，除原有 19 家免税店外，新增 8 个城市，各设立 1 家市内免税店（中免获得其中 6 家），购物主体放宽至国人，购物额度不设限，增加了新的购物场景，利好免税精品、电子品类，中免有望受益。根据海口海关数据，今年 1-2 月海南免税销售下滑 13.3%，预计公司 2025/2026 年归母净利润 47/51 亿元，对应 PE 估值为 27x/24x。

□风险提示：宏观经济消费下行风险；汇率风险；行业竞争加剧风险；免税商品毛利率下滑风险

财务数据与估值

会计年度	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入(百万元)	67540	56474	61010	66551	71209
同比增长	24%	-16%	8%	9%	7%
营业利润(百万元)	8677	6178	7154	7835	8379
同比增长	14%	-29%	16%	10%	7%
归母净利润(百万元)	6714	4267	4681	5099	5486
同比增长	33%	-36%	10%	9%	8%
每股收益(元)	3.44	2.19	2.26	2.46	2.65
PE	17.5	27.5	26.6	24.4	22.7
PB	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5

资料来源：公司数据、招商证券

增持（维持）

消费品/商业

目标估值：NA

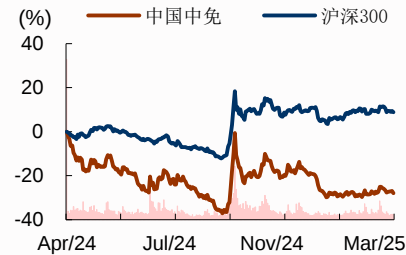
当前股价：60.2 元

基础数据

总股本（百万股）	2069
已上市流通股（百万股）	1952
总市值（十亿元）	127.5
流通市值（十亿元）	120.3
每股净资产（MRQ）	26.6
ROE（TTM）	7.7
资产负债率	20.1%
主要股东	中国旅游集团有限公司
主要股东持股比例	50.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	-3	-24
相对表现	-2	-9	-35



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 1、《中国中免（601888）—海南销售承压毛利回落，机场线下销售大幅增长》2024-10-16
- 2、《中国中免（601888）—海南业务承压机场恢复，市内店提供新业务场景》2024-09-02
- 3、《中国中免（601888）—Q1 收入下滑毛利改善，机场放量减租贡献增长》2024-04-24

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

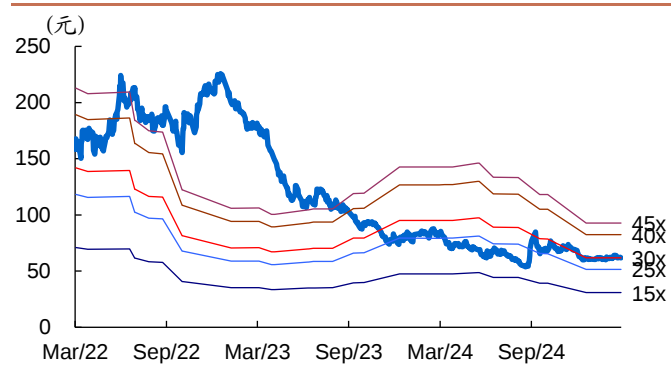
李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

潘威全 S1090524070002

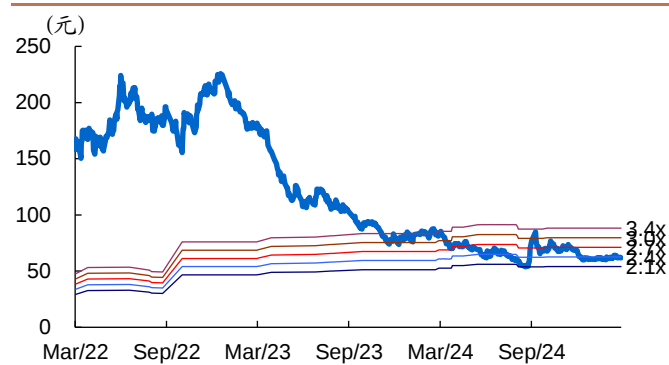
panweiquan@cmschina.com.cn

图 1: 中国中免历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2: 中国中免历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
流动资产	58456	55960	56839	60018	63328
现金	31838	34817	35107	36515	38304
交易性投资	0	0	1	2	3
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	139	67	125	136	146
其它应收款	1237	909	1118	1219	1305
存货	21057	17348	17512	18991	20244
其他	4184	2820	2976	3155	3327
非流动资产	20414	20300	20591	21089	21569
长期股权投资	2200	3670	3688	3706	3726
固定资产	6292	6088	6991	7825	8603
无形资产商誉	2950	2762	2303	1991	1686
其他	8972	7779	7610	7567	7554
资产总计	78869	76260	77430	81107	84897
流动负债	15329	10969	10836	11764	12580
短期借款	369	233	180	180	180
应付账款	6403	4717	5070	5499	5862
预收账款	7	12	12	14	15
其他	8549	6008	5573	6072	6524
长期负债	4359	4343	4344	4347	4350
长期借款	2522	2567	2567	2567	2567
其他	1837	1776	1777	1780	1783
负债合计	19688	15312	15180	16111	16930
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积金	18207	18616	18621	18621	18621
留存收益	33558	34412	36241	38747	41444
少数股东权益	5348	5852	5319	5558	5832
归属于母公司所有者权益	53834	55097	56931	59437	62134
负债及权益合计	78869	76260	77430	81107	84897

现金流量表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15126	7939	4758	4201	4708
净利润	7266	4862	5670	6208	6639
折旧摊销	792	788	729	718	723
财务费用	(869)	(923)	(998)	(1043)	(1099)
投资收益	(87)	(64)	(53)	(54)	(55)
营运资金变动	3820	1330	64	(975)	(848)
其它	4204	1946	(654)	(652)	(652)
投资活动现金流	(4716)	(454)	(911)	(929)	(950)
资本支出	(507)	(314)	(995)	(1099)	(1104)
其他投资	(4209)	(140)	84	170	154
筹资活动现金流	(4628)	(4367)	(3556)	(1864)	(1969)
借款变动	(2115)	(826)	(908)	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	12	16	5	0	0
股利分配	(3381)	(4479)	(2575)	(2812)	(3017)
其他	857	923	(78)	947	1048
现金净增加额	5990	2979	290	1408	1789

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	67540	56474	61010	66551	71209
营业成本	46049	38385	41265	44750	47702
营业税金及附加	1644	1268	1464	1597	1709
营业费用	9421	9063	8236	8984	9613
管理费用	2208	1989	3265	3803	4279
研发费用	0	0	1	2	3
财务费用	(869)	(923)	(998)	(1043)	(1099)
资产减值损失	(636)	(739)	(655)	(656)	(655)
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	150	158	30	30	30
投资收益	87	64	23	24	25
营业利润	8677	6178	7154	7835	8379
营业外收入	11	9	20	20	20
营业外支出	43	39	5	5	5
利润总额	8646	6148	7169	7850	8394
所得税	1379	1286	1499	1642	1755
少数股东损益	553	595	990	1109	1153
归属于母公司净利润	6714	4267	4681	5099	5486

主要财务比率

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
年成长率					
营业总收入	24%	-16%	8%	9%	7%
营业利润	14%	-29%	16%	10%	7%
归母净利润	33%	-36%	10%	9%	8%
获利能力					
毛利率	31.8%	32.0%	32.4%	32.8%	33.0%
净利率	9.9%	7.6%	7.7%	7.7%	7.7%
ROE	12.8%	8.1%	9.2%	9.8%	10.0%
ROIC	12.2%	7.3%	8.3%	8.9%	9.0%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	20.1%	19.6%	19.9%	19.9%
净负债比率	4.7%	4.8%	3.5%	3.4%	3.2%
流动比率	3.8	5.1	5.2	5.1	5.0
速动比率	2.4	3.5	3.6	3.5	3.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	0.5	0.5	0.6	0.6	0.6
应收账款周转率	111.4	108.9	124.3	125.0	124.0
应付账款周转率	1.6	1.7	2.1	2.1	2.1
每股资料(元)					
EPS	3.44	2.19	2.26	2.46	2.65
每股经营净现金	7.31	3.84	2.30	2.03	2.28
每股净资产	38.12	36.86	37.43	39.20	41.04
每股股利	1.65	1.05	1.15	1.25	1.35
估值比率					
PE	18	28	27	24	23
PB	1.6	1.6	1.6	1.5	1.5
EV/EBITDA	44.9	64.9	57.2	52.8	49.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。