

中国中免（601888.SH）

2024 年业绩探底，跟踪需求恢复节奏与海南封关进展

优于大市

核心观点

2024 年公司实际业绩与快报一致，分红率维持 50%以上。2024 年收入 564.74 亿元/-16.38%，归母净利润 42.67 亿元/-36.44%，与此前业绩快报基本一致；2024Q4 收入 134.53 亿元 /-19.46%，略好于 Q3 降幅（-21.52%）；归母净利润 3.48 亿元/-76.93%，环比 Q3 降幅（-52.53%）进一步承压，我们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、存货减值计提增加等影响。公司拟每股派发现金红利 1.05 元（含税），分红率 50.91%，当前股价对应股息率约 1.7%。

海南经营承压但份额提升，机场线下收入恢复性增长。2024 年公司免税/有税销售收入同比分别-16%/-23%，其中：1）2024 年公司海南收入 289 亿元 /-27%，其中三亚店/海免/海口免税城收入同比分别-28%/-28%/-18%。整体上，受居民消费力渐进修复、高端客人出境分流扰动、国际香化周期等扰动，海南免税销售承压，但中免通过积极调整品类、丰富品牌全年市场份额同比增加近 2pct。另外，中免参股中出服投资权益-0.56 亿元预计其海南盈利平平。2）受益于免签政策优化和国际客运恢复，2024 年北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。3）公司有税业务收入占比从高峰期 2022 年的 52% 回落至 2024 年的 31%，参考日上互联投资收益同比-48%预计日上直邮销售同比下滑，预计受线上香化市场竞争与机场线下店逐步恢复影响。

全年毛利率保持相对稳定，机场租金拖累销售费率，其余费率控制较好。全年公司归母净利率 7.6%/-2.4%，主要系销售费率扰动。其中主业毛利率 31.5%/+0.15pct，免税占比提升推动；分拆看免税毛利率 39.5%/+0.01pct，保持相对稳定；有税业务毛利率 13.5%/-1.8pct，预计系线上渠道竞争激烈下盈利相对波动。费用端，机场租金致销售费率+2.1pct；管理费率同比略提升 0.3pct，管控相对良好；财务费率降低 0.3pct。

2025Q1 海南免税降幅环比收窄后续需进一步跟踪，中线兼顾海南封关进展与市内免税店增量。展望后续，1）一方面在政策积极提振下，建议跟踪整体消费尤其海南恢复节奏。今年 1-2 月海口海关口径离岛免税销售额同比下滑 13%，环比 Q4 的 22%降幅收窄，后续边际改善趋势的持续性仍需观察。另一方面，2025 年底前海南封关运作危与机共存，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巩固龙头地位。2）自去年离境市内免税店新政公布以来，公司已新中标 6 城市内免税店经营权，我们预计其 7 家原有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，中线有望直接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：考虑短期消费复苏节奏仍待跟踪，同时结合年初至今海南免税销售延续下探，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 48.3/55.4/63.8 亿元（此前 25-26 年为 49.6/64.6 亿元），对应 PE 估值 26/23/20x。公司当下基本面受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关不确定性仍待跟踪；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，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局具备中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持中线“优于大市”评级。

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：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	60.42 元
总市值/流通市值	125000/125000 百万元
52 周最高价/最低价	87.28/53.52 元
近 3 个月日均成交额	943.91 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）-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》——2025-01-27
《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

盈利预测和财务指标

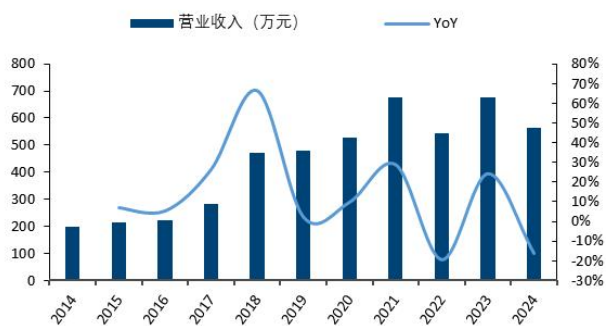
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	59,487	65,549	71,018
(+/-%)	24.1%	-16.4%	5.3%	10.2%	8.3%
归母净利润(百万元)	6714	4267	4832	5544	6378
(+/-%)	33.5%	-36.4%	13.2%	14.7%	15.0%
每股收益(元)	3.25	2.06	2.34	2.68	3.08
EBIT Margin	12.2%	10.2%	10.9%	11.2%	12.0%
净资产收益率(ROE)	12.5%	7.7%	8.4%	9.2%	10.0%
市盈率(PE)	18.6	29.29	25.87	22.55	19.60
EV/EBITDA	16.9	22.6	20.2	17.7	15.2
市净率(PB)	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0

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

2024 年公司实际业绩与快报一致，分红率维持 50%以上。2024 年收入 564.74 亿元/-16.38%，归母净利润 42.67 亿元/-36.44%，与此前业绩快报基本一致；2024Q4 收入 134.53 亿元/-19.46%，略好于 Q3 降幅（-21.52%）；归母净利润 3.48 亿元/-76.93%，环比 Q3 降幅（-52.53%）进一步承压，我们预计主要系海南年末大促扰动毛利率、存货减值计提增加等影响。公司拟每股派发现金红利 1.05 元（含税），分红率 50.91%，当前股价对应股息率约 1.7%。

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

海南经营承压但份额提升，机场线下收入恢复性增长。2024 年公司免税/有税销售收入同比分别-16%/-23%，其中：1）2024 年公司海南收入 289 亿元/-27%，其中三亚店/海免/海口免税城收入同比分别-28%/-28%/-18%。整体上，受居民消费力渐进修复、高端客人出境分流扰动、国际香化周期等扰动，海南免税销售承压，但中免通过积极调整品类、丰富品牌全年市场份额同比增加近 2pct。另外，中免参股中出服投资权益-0.56 亿元预计其海南盈利平平。2）受益于免签政策优化和国际客运恢复，2024 年北京/上海机场店收入同比增长超 115%/近 32%。3）公司有税业务收入占比从高峰期 2022 年的 52%回落至 2024 年的 31%，参考日上互联投资收益同比-48%预计日上直邮销售同比下滑，预计受线上香化市场竞争与机场线下店逐步恢复影响。

全年毛利率保持相对稳定，机场租金拖累销售费率，其余费率控制较好。全年公司归母净利润率 7.6%/-2.4%，主要系销售费率扰动。其中主业毛利率 31.5%/+0.15pct，免税占比提升推动；分拆看免税毛利率 39.5%/+0.01 pct，保持相对稳定；有税业务毛利率 13.5%/-1.8pct，预计系竞争激烈下盈利相对波动。费用端，机场租

金致销售费率+2.1pct；管理费率同比略提升 0.3pct，管控相对良好；财务费率降低 0.3pct。

2025Q1 海南免税降幅环比收窄后续需进一步跟踪，中线兼顾海南封关进展与市内免税店增量。展望后续，1) 一方面在政策积极提振下，建议跟踪整体消费尤其海南恢复节奏。今年 1-2 月海口海关口径离岛免税销售额同比下滑 13%，环比 Q4 的 22%降幅收窄，后续边际改善趋势的持续性仍需观察。另一方面，2025 年底前海南封关运作危与机共存，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巩固龙头地位。2) 自去年离境市内免税店新政公布以来，公司已新中标 6 城市内免税店经营权，我们预计其 7 家原有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，中线有望直接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：考虑短期消费复苏节奏仍待跟踪，同时结合年初至今海南免税销售延续下探，我们下调公司 2025-2027 年归母净利润至 48.3/55.4/63.8 亿元（此前 25-26 年为 49.6/64.6 亿元），对应 PE 估值 26/23/20x。公司当下基本面受制于消费趋势与国际香化周期变化，海南封关不确定性仍待跟踪；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，“海南+机场+线上+市内”全渠道布局具备中线潜力，作为可选消费核心配置资产价值仍在，维持中线“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 2025/4/2	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	60	1233	3.25	2.06	2.34	2.68	19	29	26	23	优于大市
600515.SH	海南机场	4	412	0.08	0.04	0.06	0.08	43	88	57	46	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）	2023	2024	2025E	2026E	2027E	利润表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
现金及现金等价物	31838	34817	42907	43637	43584	营业收入	67540	56474	59487	65549	71018
应收款项	1376	975	1108	1131	1148	营业成本	46049	38385	40154	44147	47582
存货净额	21057	17348	17275	18224	19628	营业税金及附加	1644	1268	1309	1442	1562
其他流动资产	4184	2820	892	655	710	销售费用	9421	9063	9583	10488	11150
流动资产合计	58456	55960	62182	63648	65070	管理费用	2208	1989	1981	2110	2208
固定资产	7359	7061	9071	10560	11470	财务费用	(869)	(923)	(951)	(1062)	(1095)
无形资产及其他	2128	1940	1863	1787	1710	投资收益	87	64	30	30	30
投资性房地产	8727	7630	7630	7630	7630	资产减值及公允价值变动	638	742	600	600	600
长期股权投资	2200	3670	5670	6670	6920	其他收入	(1134)	(1319)	(1200)	(1200)	(1200)
资产总计	78869	76260	86416	90294	92799	营业利润	8677	6178	6841	7854	9040
短期借款及交易性金融负债	1108	1026	1500	1500	1000	营业外净收支	(32)	(30)	30	30	30
应付款项	6403	4717	5350	5626	5269	利润总额	8646	6148	6871	7884	9070
其他流动负债	7817	5226	10433	10289	9818	所得税费用	1379	1286	1374	1577	1814
流动负债合计	15329	10969	17283	17416	16087	少数股东损益	553	595	665	764	878
长期借款及应付债券	2522	2567	2567	2567	2567	归属于母公司净利润	6714	4267	4832	5544	6378
其他长期负债	1837	1776	2776	3276	3376						
长期负债合计	4359	4343	5343	5843	5943	现金流量表（百万元）	2023	2024	2025E	2026E	2027E
负债合计	19688	15312	22626	23259	22030	净利润	6714	4267	4832	5544	6378
少数股东权益	5348	5852	6278	6751	7295	资产减值准备	47	104	306	166	127
股东权益	53834	55097	57513	60285	63473	折旧摊销	356	428	861	1023	1140
负债和股东权益总计	78869	76260	86416	90294	92799	公允价值变动损失	(638)	(742)	(600)	(600)	(600)
						财务费用	(869)	(923)	(951)	(1062)	(1095)
关键财务与估值指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E	营运资本变动	1398	2337	9014	63	(2076)
每股收益	3.25	2.06	2.34	2.68	3.08	其它	297	(5)	120	307	417
每股红利	1.22	1.72	1.17	1.34	1.54	经营活动现金流	8174	6390	14533	6503	5387
每股净资产	26.02	26.63	27.80	29.14	30.68	资本开支	0	(898)	(2501)	(2001)	(1501)
ROIC	12%	8%	10%	13%	15%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	12%	8%	8%	9%	10%	投资活动现金流	(230)	(2368)	(4501)	(3001)	(1751)
毛利率	32%	32%	32%	33%	33%	权益性融资	207	16	0	0	0
EBIT Margin	12%	10%	11%	11%	12%	负债净变化	13	45	0	0	0
EBITDA Margin	13%	11%	12%	13%	14%	支付股利、利息	(2525)	(3556)	(2416)	(2772)	(3189)
收入增长	24%	-16%	5%	10%	8%	其它融资现金流	1819	5964	474	0	(500)
净利润增长率	33%	-36%	13%	15%	15%	融资活动现金流	(2997)	(1043)	(1942)	(2772)	(3689)
资产负债率	32%	28%	33%	33%	32%	现金净变动	4947	2979	8089	730	(53)
息率	2.0%	2.8%	1.9%	2.2%	2.6%	货币资金的期初余额	26892	31838	34817	42907	43637
P/E	18.6	29.3	25.9	22.5	19.6	货币资金的期末余额	31838	34817	42907	43637	43584
P/B	2.3	2.3	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	8660	6430	12542	4975	4376
EV/EBITDA	16.9	22.6	20.2	17.7	15.2	权益自由现金流	10492	12439	13777	5825	4751

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