



买入（维持）

所属行业：商贸零售/旅游零售 II
当前价格(元)：60.79

证券分析师

易丁依

资格编号：S0120523070004

邮箱：yidy@tebon.com.cn

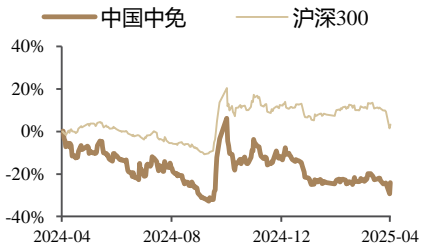
周诗琪

资格编号：S0120524120003

邮箱：zhousq@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.82	-1.38	-2.69
相对涨幅(%)	5.61	4.84	1.14

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《中国中免：盈利能力略有下降，静待客单价复苏》，2024.11.13

中国中免 (601888.SH) 2024

年财报点评：

离岛免税逐步筑底、口岸免税稳步修复、积极推进市内免税

投资要点

- 事件：中国中免发布 2024 年财报。**2024 年公司分别实现收入/归母净利/扣非归母 564.74 亿元/42.67 亿元/41.44 亿元，同比分别-16.38%/-36.44%/-37.70%。24Q4，公司分别实现营收/归母净利/扣非归母净利 134.53 亿元/3.48 亿元/2.71 亿元，同比分别-19.46%/-76.93%/-81.42%，环比分别+14.44%/-45.35%/-57.26%。2024 年分红率 50.91%。
- 有税业务毛利率下降叠加销售费率提升及存货跌价损失，全年公司归母净利率下滑。**2024 年，公司毛利率为 32.03%/yoy+0.21pcts，其中免税/有税毛利率分别为 39.5%/13.45%，同比各+0.01/-1.8pcts，免税业务毛利率相对稳定，我们认为有税业务毛利率下滑或主要受到线上渠道竞争较为激烈导致；费用端，2024 年公司销售/管理/研发/财务费用率分别为 16.05%/3.52%/0.04%/-1.63%，同比各+2.1/+0.25/-0.05/-0.34pcts；2024 年，公司资产减值损失同比增加 16%，主要为存货跌价损失同比去年有所增加。综合影响下，2024 年公司归母净利率为 7.56%/yoy-2.38pcts，主要受到销售费率提升以及存货跌价损失影响。24Q4，公司毛利率为 28.54%/yoy-3.5pcts，归母净利率为 2.59%/yoy-6.44pcts。
- 海南地区收入下滑，口岸免税稳步增长，积极推进市内免税。**分地区看，公司海南/上海地区 2024 年收入分别为 288.92/160.35 亿元，同比各-27.13%/-10.02%。相比 2024 年海南离岛免税购物金额同比-29.3%，公司免税业务在海南的优势地位进一步稳固，市场份额同比提升近 2 个百分点。北京、上海机场免税店 2024 年收入同比各增 115%/32%。市内免税方面，公司全力推进原有市内免税店转型升级，完成北京、上海、三亚、大连、青岛、哈尔滨 6 家经营协议签署并实现大连市内免税店焕新开业，中标广州、深圳、西安、福州、成都、天津 6 家新增城市市内免税店经营权。
- 投资建议：2025 年 1-2 月海南离岛免税销售收入同比降幅收窄，我们认为海南离岛免税基本面有望筑底，同时公司口岸免税稳步增长、市内免税继续发力。**我们预计 2025-2027 年公司归母净利润分别为 48.53/56.18/65.36 亿元，4 月 8 日对应 PE 分别为 26x/22x/19x，维持“买入”评级。
- 风险提示：宏观经济波动，政策不及预期，新项目开发进度不及预期等**

股票数据

总股本(百万股):	2,068.86
流通 A 股(百万股):	1,952.48
52 周内股价区间(元):	53.76-84.89
总市值(百万元):	125,765.94
总资产(百万元):	76,260.37
每股净资产(元):	26.63

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	59,397	65,337	70,471
(+/-)YOY(%)	24.1%	-16.4%	5.2%	10.0%	7.9%
净利润(百万元)	6,714	4,267	4,853	5,618	6,536
(+/-)YOY(%)	33.5%	-36.4%	13.7%	15.8%	16.3%
全面摊薄 EPS(元)	3.25	2.06	2.35	2.72	3.16
毛利率(%)	31.8%	32.0%	32.0%	32.5%	33.0%
净资产收益率(%)	12.5%	7.7%	8.1%	8.6%	9.1%

资料来源:公司年报(2023-2024), 德邦研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2024	2025E	2026E	2027E
每股指标(元)				
每股收益	2.06	2.35	2.72	3.16
每股净资产	26.63	28.98	31.69	34.85
每股经营现金流	3.84	2.77	3.25	3.98
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	32.49	25.91	22.39	19.24
P/B	2.52	2.10	1.92	1.74
P/S	2.23	2.12	1.92	1.78
EV/EBITDA	14.95	13.77	10.26	7.90
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	32.0%	32.0%	32.5%	33.0%
净利润率	7.6%	8.2%	8.6%	9.3%
净资产收益率	7.7%	8.1%	8.6%	9.1%
资产回报率	5.6%	5.9%	6.3%	6.7%
投资回报率	6.9%	7.2%	8.3%	8.8%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	-16.4%	5.2%	10.0%	7.9%
EBIT 增长率	-29.5%	7.6%	25.3%	17.7%
净利润增长率	-36.4%	13.7%	15.8%	16.3%
偿债能力指标				
资产负债率	20.1%	18.5%	17.5%	16.3%
流动比率	5.1	5.7	6.2	6.8
速动比率	3.4	4.0	4.5	5.1
现金比率	3.2	3.8	4.2	4.8
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.4	0.3	0.2	0.2
存货周转天数	165.0	160.0	155.0	150.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7
固定资产周转率	9.3	10.1	11.5	12.8

现金流量表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
净利润	4,267	4,853	5,618	6,536
少数股东损益	595	856	1,405	1,634
非现金支出	2,282	868	877	872
非经营收益	-13	25	26	26
营运资金变动	808	-861	-1,199	-824
经营活动现金流	7,939	5,741	6,726	8,244
资产	-1,118	156	150	153
投资	247	0	0	0
其他	416	95	95	95
投资活动现金流	-454	251	245	248
债权募资	64	30	0	0
股权募资	16	0	0	0
其他	-4,446	-135	-136	-136
融资活动现金流	-4,367	-105	-136	-136
现金净流量	3,021	5,888	6,835	8,357

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 8 日
 资料来源：公司年报 (2023-2024)，德邦研究所

利润表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
营业总收入	56,474	59,397	65,337	70,471
营业成本	38,385	40,390	44,102	47,215
毛利率%	32.0%	32.0%	32.5%	33.0%
营业税金及附加	1,268	1,600	1,600	1,600
营业税金率%	2.2%	2.7%	2.4%	2.3%
营业费用	9,063	9,100	9,600	10,200
营业费用率%	16.0%	15.3%	14.7%	14.5%
管理费用	1,989	2,100	2,250	2,300
管理费用率%	3.5%	3.5%	3.4%	3.3%
研发费用	20	20	30	30
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	5,749	6,187	7,755	9,125
财务费用	-923	-800	-796	-792
财务费用率%	-1.6%	-1.3%	-1.2%	-1.1%
资产减值损失	-742	-500	-500	-500
投资收益	64	100	100	100
营业利润	6,178	6,797	8,360	9,727
营业外收支	-30	0	0	0
利润总额	6,148	6,797	8,360	9,727
EBITDA	7,291	6,555	8,131	9,497
所得税	1,286	1,088	1,338	1,556
有效所得税率%	20.9%	16.0%	16.0%	16.0%
少数股东损益	595	856	1,405	1,634
归属母公司所有者净利润	4,267	4,853	5,618	6,536

资产负债表(百万元)	2024	2025E	2026E	2027E
货币资金	34,817	40,705	47,540	55,897
应收账款及应收票据	67	49	36	29
存货	17,348	17,705	18,728	19,404
其它流动资产	3,728	3,579	3,709	3,667
流动资产合计	55,960	62,038	70,013	78,997
长期股权投资	3,670	3,670	3,670	3,670
固定资产	6,088	5,901	5,705	5,513
在建工程	972	878	783	689
无形资产	1,940	1,753	1,566	1,378
非流动资产合计	20,300	19,791	19,279	18,769
资产总计	76,260	81,829	89,293	97,766
短期借款	233	233	233	233
应付票据及应付账款	4,717	4,460	4,628	4,696
预收账款	12	12	13	14
其它流动负债	6,008	6,094	6,366	6,599
流动负债合计	10,969	10,798	11,239	11,542
长期借款	2,567	2,597	2,597	2,597
其它长期负债	1,776	1,776	1,776	1,776
非流动负债合计	4,343	4,373	4,373	4,373
负债总计	15,312	15,171	15,612	15,915
实收资本	2,069	2,069	2,069	2,069
普通股股东权益	55,097	59,950	65,568	72,105
少数股东权益	5,852	6,708	8,113	9,747
负债和所有者权益合计	76,260	81,829	89,293	97,766

信息披露

分析师与研究助理简介

易丁依，美妆&零售行业负责人，上海财经大学金融硕士，21年6月加入德邦证券，负责美妆、零售、社服、潮玩等领域研究，曾获得第四届21世纪金牌分析师批发与零售团队第五名、第12届Choice最佳分析师评选“最佳美容护理行业分析师团队”，分析用户画像、研究终端产品、高频跟踪渠道动销，深挖公司基本面型选手。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。