

中国中免 (601888.SH)

口岸免税受益政策优化，期待市内免税增量

事件：1) 3月28日，公司发布2024年年报，2024年实现营业收入564.74亿元/同比-16.38%，归母净利润42.67亿元/同比-36.44%，扣非归母净利润41.44亿元/同比-37.7%；其中2024Q4实现营业收入134.53亿元/同比-19.46%，归母净利润3.48亿元/同比-76.93%，扣非归母净利润2.71亿元/同比-81.42%。2) 发布2024年度利润分配方案，拟每10股派发现金红利10.5元，共计21.7亿元，占归母净利润50.91%。**消费意愿阶段趋缓，离岛免税显著承压，口岸免税利润有所优化。**2024年海南接待游客总人数9721万人次/同比+8.0%，全年离岛免税购物金额309.4亿元/同比-29.3%。其中实际购物人次568.3万人次/同比-15.9%，据计算人均消费为5444元/同比-15.9%。2024全年公司实现营业收入564.7亿元/同比-16.38%，其中：**1) 分类别看**，2024年免税商品/有税商品分别实现营业收入386.66/170.95亿元，分别同比-12.58%/-23.49%；**2) 分地区来看**，2024年公司海南/上海地区分别实现营收288.92/160.35亿元，同比-27.13%/-10.02%。**3) 分公司来看**，2024年，①三亚市内免税店营收204.2亿元/同比-28.0%，归母净利润3.7亿元/同比-86.1%，主要系离岛免税市场表现疲软所致；②海免公司实现营收35.5亿元/同比-27.7%，归母净利润0.58亿元/同比-70.91%。③海口免税城营收55.7亿元/同比-18.5%，归母净利润为-1.8亿元/上年同期为0.3亿元。④日上上海营收160.3亿元/同比-10.0%，归母净利润5.1亿元/同比+99.6%，利润有所优化。

毛利及费用承压，或系收入下滑与加大促销所致。1) **毛利端**，公司2024Q4毛利率同比-3.50pct至28.54%，或系销售收入下滑及公司加大促销力度所致；2) **费用端**，公司2024Q4销售/管理/研发/财务费用率同比+2.00pct/+0.25pct/-0.21pct/-0.28pct至16.85%/4.25%/0.08%/-1.99%，整体期间费用率同比+1.76pct至19.19%；3) **盈利端**，2024Q4资产减值损失3.54亿元/上年同期为1.60亿元，主要系存货减值损失增加所致，公司归母净利率同比-6.44pct至2.59%。

离岛免税份额稳步提升，境内口岸免税受益政策催化实现增长，市内免税门店亟待开业。1) **离岛免税**：公司深耕海南，份额稳步提升。2024年海南各店全年引进超150个新品牌，公司持续发展“首店经济”，积极打造三亚国际免税城、雅诗兰黛等旗舰店，打造海口国际免税城首家威士忌博物馆与古驰、普拉达等精品店，推出“免税+购物”新体验。2024年公司在海南离岛免税市场份额同比提升2pct。2) **口岸免税**：**境内免税销售大幅增长，境外渠道稳步布局。**境内方面，2024年成功中标广州白云国际机场T1航站楼出境免税店等10个机场及口岸免税经营权，受益于免签国家范围持续扩容、过境免签政策不断优化和国际客运航班量的持续增加，公司境内出入境免税门店销售实现大幅增长；境外方面，实现新加坡、中国香港、日本东京、斯里兰卡等区域门店开业，中标H1509号邮轮免税店经营权，同时公司积极推进“国潮”出海，重点市场实现突破。3) **市内免税**：**亟待项目开业，有望贡献增量。**2024年8月27日《市内免税店管理暂行办法》出台，公司全力推进原有市内免税店转型升级，已完成北京、上海等6家经营协议签署并实现大连市免税店焕新开业，中标广州、深圳等6家新增城市市内免税店经营权。

投资建议：公司作为免税龙头，消费回流大背景下，离岛、口岸、市内免税等多方面均存在修复及成长空间；公司线上、门店、供应链等多方建设持续加强，布局长远，有望受益于长期；伴随2022年底政策优化，国内出行及消费逐步回暖，出入境客流亦恢复可期，业绩弹性待释放。参考2024年全年业绩与消费环境，我们预计2025-2027年公司营业收入分别为580.3/635.5/687.3亿元，实现归母净利润45.0/49.3/52.8亿元，EPS分别为2.18/2.38/2.55元/股，对应目前PE分别为28.9/26.4/24.7X。

风险提示：行业竞争加剧；政策风险；消费者习惯变化不及预期。

财务指标	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	58,029	63,550	68,730
增长率yoy(%)	24.1	-16.4	2.8	9.5	8.2
归母净利润(百万元)	6,714	4,267	4,503	4,932	5,278
增长率yoy(%)	33.5	-36.4	5.5	9.5	7.0
EPS最新摊薄(元/股)	3.25	2.06	2.18	2.38	2.55
净资产收益率(%)	12.3	8.0	7.5	8.0	8.1
P/E(倍)	19.4	30.5	28.9	26.4	24.7
P/B(倍)	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0

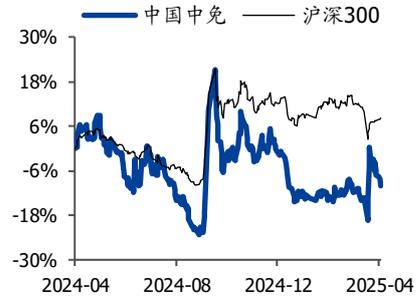
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2025年04月23日收盘价

买入(维持)

股票信息

行业	旅游零售 II
前次评级	买入
04月23日收盘价(元)	62.96
总市值(百万元)	130,255.37
总股本(百万股)	2,068.86
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	27.72

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 范佳博

执业证书编号：S0680124040012

邮箱：fanjiabo@gszq.com

相关研究

- 《中国中免(601888.SH)：业绩符合快报，毛利率环比提升》 2023-10-30
- 《中国中免(601888.SH)：毛利率环比提升，核心能力强化》 2023-08-29
- 《中国中免(601888.SH)：营收基本符合预期，新项目持续推进》 2023-05-03

财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58456	55960	60330	60855	66515
现金	31838	34817	34133	35583	36445
应收票据及应收账款	139	67	144	87	163
其他应收款	1239	913	1298	1124	1495
预付账款	482	839	518	968	639
存货	21057	17348	22260	21117	25795
其他流动资产	3701	1976	1976	1976	1976
非流动资产	20414	20300	21393	22743	23992
长期投资	2200	3670	5339	6909	8477
固定资产	6292	6088	6069	6349	6610
无形资产	2131	1952	1789	1616	1428
其他非流动资产	9790	8590	8195	7868	7477
资产总计	78869	76260	81723	83598	90507
流动负债	15329	10969	14437	12289	15939
短期借款	369	233	233	233	233
应付票据及应付账款	6403	4717	6751	5808	7775
其他流动负债	8556	6020	7453	6249	7931
非流动负债	4359	4343	3769	3228	2667
长期借款	2522	2567	1993	1452	891
其他非流动负债	1837	1776	1776	1776	1776
负债合计	19688	15312	18207	15518	18606
少数股东权益	5348	5852	6089	6632	7213
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17442	17442	17442	17442
留存收益	33558	34412	37196	40264	43384
归属母公司股东权益	53834	55097	57427	61448	64688
负债和股东权益	78869	76260	81723	83598	90507

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15126	7939	3922	4431	5206
净利润	7266	4862	4740	5475	5859
折旧摊销	769	897	782	839	905
财务费用	-869	-923	-74	-533	-273
投资损失	-87	-64	-220	-126	-137
营运资金变动	5957	808	-1305	-1223	-1149
其他经营现金流	2090	2358	0	0	0
投资活动现金流	-4716	-454	-1655	-2062	-2018
资本支出	1802	1119	-577	-220	-318
长期投资	-2923	247	-1670	-1570	-1568
其他投资现金流	-5837	912	-3901	-3852	-3904
筹资活动现金流	-4628	-4367	-2952	-919	-2326
短期借款	-1563	-137	0	0	0
长期借款	13	45	-574	-541	-561
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-39	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-3039	-4270	-2378	-378	-1765
现金净增加额	5990	3021	-685	1450	862

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67540	56474	58029	63550	68730
营业成本	46049	38385	39588	43354	46888
营业税金及附加	1644	1268	1337	1479	1575
营业费用	9421	9063	8704	9405	10035
管理费用	2208	1989	2031	2224	2406
研发费用	58	20	37	39	37
财务费用	-869	-923	-74	-533	-273
资产减值损失	-638	-742	-522	-636	-619
其他收益	150	158	150	153	153
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	87	64	220	126	137
资产处置收益	48	24	0	0	0
营业利润	8677	6178	6253	7224	7734
营业外收入	11	9	13	11	11
营业外支出	43	39	29	32	36
利润总额	8646	6148	6237	7204	7709
所得税	1379	1286	1497	1729	1850
净利润	7266	4862	4740	5475	5859
少数股东损益	553	595	237	543	581
归属母公司净利润	6714	4267	4503	4932	5278
EBITDA	8648	6185	6073	7068	7587
EPS (元)	3.25	2.06	2.18	2.38	2.55

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入(%)	24.1	-16.4	2.8	9.5	8.2
营业利润(%)	13.9	-28.8	1.2	15.5	7.1
归属于母公司净利润(%)	33.5	-36.4	5.5	9.5	7.0
获利能力					
毛利率(%)	31.8	32.0	31.8	31.8	31.8
净利率(%)	9.9	7.6	7.8	7.8	7.7
ROE(%)	12.3	8.0	7.5	8.0	8.1
ROIC(%)	11.2	6.9	6.5	7.2	7.5
偿债能力					
资产负债率(%)	25.0	20.1	22.3	18.6	20.6
净负债比率(%)	-44.6	-48.4	-46.7	-46.5	-46.0
流动比率	3.8	5.1	4.2	5.0	4.2
速动比率	2.2	3.3	2.5	3.0	2.4
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	465.6	549.8	549.8	549.8	549.8
应付账款周转率	6.5	6.9	6.9	6.9	6.9
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.25	2.06	2.18	2.38	2.55
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	3.84	1.90	2.14	2.52
每股净资产(最新摊薄)	26.02	26.63	27.76	29.70	31.27
估值比率					
P/E	19.4	30.5	28.9	26.4	24.7
P/B	2.4	2.4	2.3	2.1	2.0
EV/EBITDA	12.6	17.2	17.6	14.9	13.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2025 年 04 月 23 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层

邮编：100077

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com