

## 业绩符合预期，Q4 净利率环比改善

2024年01月10日

► **事件：中国中免发布业绩快报，业绩符合预期。**2023年公司收入675.76亿元/yoy+24.15%，归母净利润67.17亿元/yoy+33.52%，扣非归母净利润66.55亿元/yoy+35.78%。23Q4公司收入预计为167.39亿元/yoy+11.09%，归母净利润为15.10亿元/yoy+275.44%，扣非归母净利润为14.64亿元/yoy+359.99%，23年公司业绩符合预期。

► **全年毛利率有所改善。**23年公司主营业务毛利率为31.44%，同比提升3.42pcts，盈利能力持续优化，主要受益于公司折扣管控良好；经测算，23Q1/Q2/Q3/Q4毛利率分别为28.75%/32.47%/34.27%/30.51%，Q4毛利率环比下滑主要受双十一节日促销等因素影响。2023年归母净利率9.94%/yoy+0.7pcts；23Q4归母净利率9.02%/yoy+0.07pcts，主要为自23年12月开始公司与上海机场执行新租金协议，费用端有所优化。

► **新租金协议落地，有望降低公司租金费用释放利润空间。**公司与上海机场及首都机场签订新租金协议。此次调整方案中对扣点率做了明显的下调，若销售额达到一定标准，将有效缓解中免的租金压力，降低其销售费用率改善公司净利率。此前上海机场、首都机场T2/T3航站楼扣点率分别为42.5%/47.5%/43.5%。我们认为随着机场出入境客流逐步修复叠加租金的下降，公司机场免税业绩增长有望迎来双击。

► **三亚国际免税城C区正式开业，全球首个专营高端美妆香水的独栋商业综合体有望吸引客流。**12月28日，公司三亚国际免税城C区正式开业，为全球首个专营高端美妆香水的独栋商业综合体，建筑面积7.8万平方米，分为上下两层，以高端香化美妆业态为主，总计引进132个香化品牌，加上餐饮等一站式服务配套品牌，C区运营品牌总数达到176个，其中包含多个海南免税市场首次引进的品牌。我们认为，此次C区香化馆的放开有望增强客户购物体验，进一步吸引客流。

► **投资建议：**公司进入Q1客流旺季，随着香化馆的开业，客流有望进一步增强，春节表现值得期待。中长期来看，随着出入境修复叠加新租金协议，我们认为公司口岸免税业务后续将贡献增量，此外市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。我们预计公司23-25年归母净利润分别为67.12、84.78、100.56亿元，对应1月9日收盘价PE分别为25x/20x/17x，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**客流恢复不及预期、消费信心不足等。

### 推荐

维持评级

当前价格：

80.22元



**分析师 刘文正**

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

**分析师 饶临风**

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

**研究助理 周诗琪**

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

### 相关研究

- 中国中免 (601888.SH) 2023年三季度报点评：Q3毛利率环比持续改善，存货逐步优化-2023/10/27
- 中国中免 (601888.SH) 2023年半年报点评：毛利率环比改善，期待下半年业绩提升-2023/08/25
- 中国中免 (601888.SH) 2023年中报业绩快报点评：Q2归母净利润同比增13.75%，毛利率环比改善-2023/07/09
- 中国中免 (601888.SH) 2023年一季报点评：一季度业绩同比下滑，期待全年盈利能力逐步提升-2023/04/28
- 中国中免 (601888.SH) 2022年年报点评：2022年业绩筑底，期待多点开花蓄力反弹-2023/03/31

### 盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	54,433	67,500	84,375	102,938
增长率 (%)	-19.6	24.0	25.0	22.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,030	6,712	8,478	10,056
增长率 (%)	-47.9	33.4	26.3	18.6
每股收益 (元)	2.43	3.24	4.10	4.86
PE	33	25	20	17
PB	3.4	3.1	2.7	2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年01月09日收盘价）

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,433	67,500	84,375	102,938
营业成本	38,982	45,900	55,941	67,939
营业税金及附加	1,215	1,688	2,109	2,573
销售费用	4,032	8,235	10,547	13,382
管理费用	2,209	1,890	2,953	3,706
研发费用	39	0	0	0
EBIT	7,668	9,833	12,882	15,407
财务费用	220	-621	-657	-582
资产减值损失	-591	-282	-368	-372
投资收益	162	68	84	103
营业利润	7,619	10,240	13,256	15,720
营业外收支	-3	-8	-8	-8
利润总额	7,617	10,232	13,248	15,712
所得税	1,429	2,046	2,650	3,142
净利润	6,188	8,185	10,598	12,569
归属于母公司净利润	5,030	6,712	8,478	10,056
EBITDA	9,105	11,653	15,218	17,340

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	26,892	42,082	45,285	53,587
应收账款及票据	151	89	111	135
预付款项	398	367	448	544
存货	27,926	19,839	18,024	18,241
其他流动资产	1,838	1,402	1,587	1,783
流动资产合计	57,205	63,779	65,455	74,290
长期股权投资	1,970	2,038	2,122	2,225
固定资产	5,434	8,001	10,523	13,043
无形资产	2,458	2,457	2,455	2,453
非流动资产合计	18,702	20,495	22,063	24,569
资产合计	75,908	84,274	87,518	98,859
短期借款	1,932	2,132	2,382	2,582
应付账款及票据	7,679	6,539	3,832	3,723
其他流动负债	7,869	10,355	8,009	8,888
流动负债合计	17,480	19,027	14,223	15,193
长期借款	2,509	2,596	2,596	2,596
其他长期负债	1,791	1,506	1,164	1,755
非流动负债合计	4,300	4,103	3,761	4,351
负债合计	21,780	23,130	17,983	19,544
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,554	7,027	9,147	11,661
股东权益合计	54,127	61,145	69,534	79,314
负债和股东权益合计	75,908	84,274	87,518	98,859

资料来源:公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	-19.57	24.01	25.00	22.00
EBIT 增长率	-47.47	28.23	31.01	19.60
净利润增长率	-47.89	33.43	26.32	18.60
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	28.39	32.00	33.70	34.00
净利润率	9.24	9.94	10.05	9.77
总资产收益率 ROA	6.63	7.96	9.69	10.17
净资产收益率 ROE	10.36	12.40	14.04	14.86
<b>偿债能力</b>				
流动比率	3.27	3.35	4.60	4.89
速动比率	1.60	2.26	3.26	3.62
现金比率	1.54	2.21	3.18	3.53
资产负债率 (%)	28.69	27.45	20.55	19.77
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	1.01	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	261.48	160.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.83	0.84	0.98	1.10
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.43	3.24	4.10	4.86
每股净资产	23.48	26.16	29.19	32.70
每股经营现金流	-1.65	10.00	4.63	7.21
每股股利	0.80	1.07	1.35	1.60
<b>估值分析</b>				
PE	33	25	20	17
PB	3.4	3.1	2.7	2.5
EV/EBITDA	15.13	11.82	9.05	7.94
股息收益率 (%)	1.00	1.33	1.68	1.99

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,188	8,185	10,598	12,569
折旧和摊销	1,437	1,820	2,336	1,934
营运资金变动	-11,636	10,334	-3,922	-169
经营活动现金流	-3,415	20,691	9,579	14,906
资本开支	-2,991	-2,580	-2,640	-2,815
投资	-875	0	0	0
投资活动现金流	-3,807	-2,546	-2,640	-2,815
股权募资	16,121	0	0	0
债务募资	4,010	-388	250	200
筹资活动现金流	15,455	-2,955	-3,735	-3,790
现金净流量	9,106	15,190	3,203	8,302

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026