

中国中免(601888)

签署租金补充协议，做大规模优化利润

事件：

12 月 26 日，公司与上海机场、首都机场签署租金补充协议，后续实收费用均采用保底销售提成和实际销售提成两者孰高的模式。上海机场方面，1) 保底费用：如月实际客流量>23Q3 月均客流量的 80%，则浦东/虹桥机场月保底销售提成为 5245 万元/647 万元；反之，浦东/虹桥机场月保底销售提成=5245 万元/647 万元×(月实际客流量÷23Q3 月均客流量的 80%)×小于 1 的调节系数；2) 实际提成：月品类销售提成=月品类净销售额×品类提成比例，香化/烟/酒/百货/食品各品类对应提成比例在 18%-36%。首都机场方面，1) 保底费用：5.6 亿元/年，如年实际客流量≤960 万人次，则年保底经营费=5.6 亿元×(年实际客流量÷960 万人次)×不高于 1 的调节系数；2) 销售额提成为香化/烟/酒/百货/食品 5 个品类所对应的品类销售额提成的总和，各品类销售额提成比例在 18%-36%取值。

► 下调保底租金与提成比例，缓解租金费用压力

本次协议重签后，公司与上海机场/首都机场年保底租金将不高于 7.1 亿元/5.6 亿元，远低于疫情前浦东机场约 35 亿元，首都机场约 30 亿元的保底租金水平，也缓解了疫情后国际客源渐进式复苏态势下的租金压力（23H1 公司租赁费用共 18.4 亿元）。结合机场方国际客流逐步回归和公司机场免税销售恢复情况，预计后续租金以实际销售提成模式计算为主。从销售提成比例的视角看，新签协议下，香化/烟/酒/百货/食品 5 个品类的销售额提成比例在 18%-36%间取值，低于疫情前上海机场 42.5%的综合销售提成比例，也低于此前首都 T2/T3 航站楼免税店 47.5%/43.5%的销售比例。参考疫情前浦东机场分类销售提成比例和机场免税商品销售结构，我们预计新签协议下综合扣点比例在 28%-34%左右。

► 互惠共赢，做优渠道做大规模

根据协议，上海机场鼓励中免引入具有竞争力的新品，可参考单品毛利额计入品类销售提成；鼓励超额完成销售目标，超过部分可灵活调节。中免也应利用市内免税的优势，辅之以机场免税店的提货功能，实现免税品“线下预定、机场提货”的购物模式，有望突破机场免税销售空间上的瓶颈。

► 盈利预测、估值与评级

考虑到免税需求修复情况，我们预计公司 23-25 年营业收入分别为 683.5/858.9/985.5 亿元（前值为 683.5/907.3/1056.5 亿元），同比增速分别为 25.6%/25.7%/14.8%，归母净利润分别为 65.4/85.2/99.8 亿元（前值为 65.4/95.7/113.3 亿元），同比增速分别为 29.9%/30.3%/17.1%，EPS 分别为 3.2/4.1/4.8 元/股，3 年 CAGR 为 25.6%。鉴于公司持龙头地位稳固，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 102.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：居民消费力减弱；旅游复苏不及预期；新项目运营低于预期等。

行 业： 商贸零售/旅游零售 II
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 78.85 元
 目标价格： 102.9 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	2,068.86/2,068.86
流通 A 股市值(百万元)	153,952.70
每股净资产(元)	25.43
资产负债率(%)	26.31
一年内最高/最低(元)	239.99/75.42

股价相对走势



作者

分析师：邓文慧
 执业证书编号：S0590522060001
 邮箱：dengwh@glsc.com.cn
 分析师：曹晶
 执业证书编号：S0590523080001
 邮箱：caojing@glsc.com.cn

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67676	54433	68347	85888	98553
增长率(%)	28.67%	-19.57%	25.56%	25.66%	14.75%
EBITDA(百万元)	15239	8409	9991	15129	17138
归母净利润(百万元)	9654	5030	6537	8520	9978
增长率(%)	57.23%	-47.89%	29.95%	30.33%	17.12%
EPS(元/股)	4.67	2.43	3.16	4.12	4.82
市盈率(P/E)	16.9	32.4	25.0	19.1	16.3
市净率(P/B)	5.5	3.4	3.1	2.8	2.5
EV/EBITDA	28.7	54.5	17.8	12.2	10.9

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2023 年 12 月 26 日收盘价

相关报告

1、《中国中免(601888)：毛利率逐步修复，沉淀会员强化优势》2023.10.27
 2、《中国中免(601888)：毛利率边际好转，期待政策新机遇》2023.08.25

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16856	26892	38958	48956	56175	营业收入	67676	54433	68347	85888	98553
应收账款+票据	106	151	155	194	223	营业成本	44882	38982	46066	57545	65538
预付账款	348	398	395	496	569	营业税金及附加	1839	1215	1504	2233	2562
存货	19725	27926	24995	31223	35560	营业费用	3861	4032	10252	7730	8870
其他	1507	1838	1774	2229	2557	管理费用	2250	2248	2203	3198	3670
流动资产合计	38542	57205	66276	83098	95085	财务费用	-43	220	237	348	374
长期股权投资	992	1970	1990	2010	2030	资产减值损失	-499	-591	0	-1718	-1971
固定资产	6126	7521	8224	9256	10408	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2890	1852	4744	5235	4526	投资净收益	162	162	79	20	20
无形资产	2401	2458	2049	1639	1230	其他	256	312	38	27	28
其他非流动资产	4524	4901	4166	3430	3246	营业利润	14804	7619	8203	13163	15615
非流动资产合计	16932	18702	21172	21570	21439	营业外净收益	-3	-3	1	-3	-3
资产总计	55474	75908	87447	104668	116524	利润总额	14801	7617	8204	13160	15612
短期借款	411	1932	5321	10352	9926	所得税	2437	1429	1395	2237	2654
应付账款+票据	5880	7679	7164	8950	10193	净利润	12365	6188	6809	10922	12958
其他	10845	7869	12245	15236	17370	少数股东损益	2711	1158	272	2403	2980
流动负债合计	17136	17480	24730	34538	37489	归属于母公司净利润	9654	5030	6537	8520	9978
长期带息负债	3487	4247	3758	2895	1941	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2021	2022	2023E	2024E	2025E
其他	60	53	53	53	53	成长能力					
非流动负债合计	3546	4300	3811	2949	1994	营业收入	28.67%	-19.57%	25.56%	25.66%	14.75%
负债合计	20682	21780	28541	37486	39483	EBIT	61.71%	-46.90%	7.70%	60.04%	18.35%
少数股东权益	5173	5554	5826	8229	11210	EBITDA	58.04%	-44.82%	18.81%	51.43%	13.27%
股本	1952	2069	2069	2069	2069	归属于母公司净利润	57.23%	-47.89%	29.95%	30.33%	17.12%
资本公积	1870	17486	17486	17486	17486	获利能力					
留存收益	25796	29018	33524	39398	46276	毛利率	33.68%	28.39%	32.60%	33.00%	33.50%
股东权益合计	34791	54127	58906	67182	77041	净利率	18.27%	11.37%	9.96%	12.72%	13.15%
负债和股东权益总计	55474	75908	87447	104668	116524	ROE	32.59%	10.36%	12.32%	14.45%	15.16%
						ROIC	46.36%	16.44%	11.61%	16.49%	16.50%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E	资产负债率	37.28%	28.69%	32.64%	35.81%	33.88%
净利润	12365	6188	6809	10922	12958	流动比率	2.2	3.3	2.7	2.4	2.5
折旧摊销	480	572	1550	1621	1151	速动比率	1.0	1.6	1.6	1.5	1.5
财务费用	-43	220	237	348	374	营运能力					
存货减少(增加为“-”)	-4992	-8202	2932	-6228	-4337	应收账款周转率	638.5	359.8	441.7	441.7	441.7
营运资金变动	-6494	-11636	6857	-2048	-1390	存货周转率	2.3	1.4	1.8	1.8	1.8
其它	5970	8576	-2994	6212	4320	总资产周转率	1.2	0.7	0.8	0.8	0.8
经营活动现金流	7287	-4281	15390	10828	13077	每股指标(元)					
资本支出	-2175	-3002	-4000	-2000	-1000	每股收益	4.7	2.4	3.2	4.1	4.8
长期投资	-188	-875	0	0	0	每股经营现金流	3.5	-2.1	7.4	5.2	6.3
其他	45	70	43	-3	-3	每股净资产	14.3	23.5	25.7	28.5	31.8
投资活动现金流	-2318	-3807	-3957	-2003	-1003	估值比率					
债权融资	3480	2281	2900	4169	-1380	市盈率	16.9	32.4	25.0	19.1	16.3
股权融资	0	116	0	0	0	市净率	5.5	3.4	3.1	2.8	2.5
其他	-7298	13057	-2267	-2995	-3474	EV/EBITDA	28.7	54.5	17.8	12.2	10.9
筹资活动现金流	-3817	15455	633	1174	-4854	EV/EBIT	29.6	58.5	21.1	13.7	11.6
现金净增加额	956	8240	12066	9998	7219						

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 12 月 26 日收盘价

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。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；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅 10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街 208 号中粮置地广场 A 塔 4 楼

无锡：江苏省无锡市金融一街 8 号国联金融大厦 12 楼

电话：0510-85187583

上海：上海市浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇二座 25 楼

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心大厦 45 楼