

中国中免(601888)

业绩符合预期，现金分红比例超 50%

事件：

公司发布 2023 年业绩公告。2023 年公司实现营业收入 675.4 亿元/YOY+24.1%，归母净利润 67.1 亿元/YOY+33.5%，扣非归母净利润为 66.5 亿元/YOY+35.7%，与此前业绩快报基本一致。单 Q4，公司实现营收 167.0 亿元/YOY+10.8%，归母净利润为 15.1 亿元/YOY+274.7%，扣非归母净利润为 14.6 亿元/YOY+358.9%。

商品结构优化，租金压力明显

2023 年公司免税/有税收入分别为 442.3/223.4 亿元，同比+69.9%/-20.1%。得益于商品结构优化，全年毛利率为 31.8%/同比+3.4pct，季度间毛利率略有波动，Q1/Q2/Q3/Q4 毛利率分别为 29.0%/32.8%/34.5%/32.0%。费用端，公司管理费用保持稳定，管理费用率 3.3%/同比-0.8pct。销售费用受租赁拖累，压力增大，销售费用率达 13.9%/同比+6.5pct。全年归母净利率为 9.9%/同比+0.7pct，各季度归母净利率分别为 11.1%/10.4%/9.0%/9.0%。

日上收入继续恢复，新海港实现盈利

2023 年三亚市内免税店/海免公司/日上上海/海口免税城分别实现收入 283.6/49.2/178.2/68.4 亿元，同比增速为 -6.2%/-12.8%/+26.0%/-。净利润上，三亚市内免税店/海免公司/日上上海/海口免税城贡献归母净利润 26.5/2.0/2.6/0.3 亿元，同比+3.6%/-42.8%/-59.1%/-，对应净利率为 9.3%/4.0%/1.4%/0.5%，同比分别+0.9pct/-2.1pct/-3.0pct/-。

分红比例提升，存货继续优化

公司拟分红 34.1 亿元，分红比例达 50.85%，较 2022 年末的 32.90% 大幅提升，对应股息率也抬升至 2.0%，股东回报得以强化。从运营能力视角看，23 年末，公司存货同比-24.6%，周转天数为 191.47，存货周转加快。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 821.0/949.4/1054.1 亿元，同比增速分别为 21.6%/15.6%/11.0%，归母净利润分别为 81.2/98.4/113.8 亿元，同比增速分别为 20.9%/21.2%/15.6%，EPS 分别为 3.9/4.8/5.5 元/股，3 年 CAGR 为 19.2%。鉴于公司竞争优势高筑，参照可比公司估值，我们给予公司 2024 年 25 倍 PE，目标价 98.10 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。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	82098	94942	105407
增长率(%)	-19.57%	24.08%	21.55%	15.64%	11.02%
EBITDA(百万元)	8409	8545	13680	16559	18377
归母净利润(百万元)	5030	6714	8118	9842	11376
增长率(%)	-47.89%	33.46%	20.92%	21.24%	15.59%
EPS(元/股)	2.43	3.25	3.92	4.76	5.50
市盈率(P/E)	34.2	25.6	21.2	17.5	15.1
市净率(P/B)	3.5	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	54.5	21.4	14.4	12.2	11.1

数据来源：公司公告、iFinD，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 03 月 27 日收盘价

行业：商贸零售/旅游零售 II
 投资评级：买入(维持)
 当前价格：83.18 元
 目标价格：98.10 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)	162,406.92
每股净资产(元)	26.02
资产负债率(%)	24.96
一年内最高/最低(元)	187.99/75.12

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

相关报告

1、《中国中免(601888)：经营稳中提质，供给持续丰富》2024.01.09
 2、《中国中免(601888)：签署租金补充协议，做大规模优化利润》2023.12.27

财务预测摘要
资产负债表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	26892	31838	46796	54117	60082
应收账款+票据	151	139	175	203	225
预付账款	398	482	536	620	688
存货	27926	21057	29666	33796	37294
其他	1838	4940	3535	4088	4538
流动资产合计	57205	58456	80708	92824	102828
长期股权投资	1970	2200	2212	2221	2229
固定资产	7521	8387	8924	9797	10796
在建工程	1852	1067	4089	4711	4133
无形资产	2458	2128	1773	1419	1065
其他非流动资产	4901	6633	5886	5139	4929
非流动资产合计	18702	20414	22884	23287	23152
资产总计	75908	78869	103592	116111	125980
短期借款	1932	369	14408	18031	18483
应付账款+票据	7679	6403	8589	9785	10797
其他	7869	8556	11663	13323	14718
流动负债合计	17480	15329	34660	41138	43998
长期带息负债	4247	4273	3966	3099	2090
长期应付款	0	0	0	0	0
其他	53	86	86	86	86
非流动负债合计	4300	4359	4053	3185	2176
负债合计	21780	19688	38712	44323	46174
少数股东权益	5554	5348	6987	8974	11304
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17486	17447	17447	17447	17447
留存收益	29018	34318	38377	43298	48986
股东权益合计	54127	59182	64880	71788	79807
负债和股东权益总计	75908	78869	103592	116111	125980

现金流量表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	6188	7266	9757	11830	13706
折旧摊销	572	769	1541	1606	1143
财务费用	220	-869	384	700	720
存货减少(增加为“-”)	-8202	6870	-8609	-4131	-3498
营运资金变动	-11636	5957	-2001	-1940	-1632
其它	8576	-5407	8588	4109	3478
经营活动现金流	-4281	14586	9660	12174	13918
资本支出	-3002	-1769	-4000	-2000	-1000
长期投资	-875	-2923	0	0	0
其他	70	-24	9	13	12
投资活动现金流	-3807	-4716	-3991	-1987	-988
债权融资	2281	-1536	13731	2755	-557
股权融资	116	0	0	0	0
其他	13057	-3092	-4443	-5621	-6408
筹资活动现金流	15455	-4628	9289	-2866	-6965
现金净增加额	8240	5449	14957	7321	5965

利润表

单位:百万元	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54433	67540	82098	94942	105407
营业成本	38982	46049	55170	62852	69358
营业税金及附加	1215	1644	2463	2848	2951
营业费用	4032	9421	8210	9494	10541
管理费用	2248	2267	3355	3880	4307
财务费用	220	-869	384	700	720
资产减值损失	-591	-638	-821	-949	-1054
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	87	12	9	8
其他	312	201	47	34	33
营业利润	7619	8677	11755	14261	16517
营业外净收益	-3	-32	1	-9	-3
利润总额	7617	8646	11756	14252	16514
所得税	1429	1379	1998	2423	2807
净利润	6188	7266	9757	11830	13706
少数股东损益	1158	553	1639	1987	2330
归属于母公司净利润	5030	6714	8118	9842	11376

财务比率

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-19.57%	24.08%	21.55%	15.64%	11.02%
EBIT	-46.90%	-0.77%	56.10%	23.18%	15.26%
EBITDA	-44.82%	1.62%	60.09%	21.04%	10.98%
归属于母公司净利润	-47.89%	33.46%	20.92%	21.24%	15.59%
获利能力					
毛利率	28.39%	31.82%	32.80%	33.80%	34.20%
净利率	11.37%	10.76%	11.88%	12.46%	13.00%
ROE	10.36%	12.47%	14.02%	15.67%	16.61%
ROIC	16.44%	10.81%	15.76%	14.90%	15.38%
偿债能力					
资产负债率	28.69%	24.96%	37.37%	38.17%	36.65%
流动比率	3.3	3.8	2.3	2.3	2.3
速动比率	1.6	2.2	1.4	1.4	1.4
营运能力					
应收账款周转率	359.8	486.5	468.7	468.7	468.7
存货周转率	1.4	2.2	1.9	1.9	1.9
总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.8	0.8
每股指标(元)					
每股收益	2.4	3.2	3.9	4.8	5.5
每股经营现金流	-2.1	7.1	4.7	5.9	6.7
每股净资产	23.5	26.0	28.0	30.4	33.1
估值比率					
市盈率	34.2	25.6	21.2	17.5	15.1
市净率	3.5	3.2	3.0	2.7	2.5
EV/EBITDA	54.5	21.4	14.4	12.2	11.1
EV/EBIT	58.5	23.5	16.3	13.5	11.8

数据来源:公司公告、iFinD,国联证券研究所预测;股价为2024年03月27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：上海浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇一座 37 楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 1 期 13 楼