



买入（维持）

所属行业：商贸零售/旅游零售 II
当前价格(元)：85.42

证券分析师

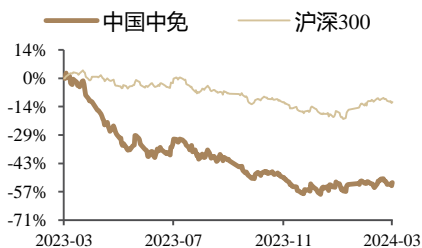
赵雅楠

资格编号：S0120523070002

邮箱：zhaoyan@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-0.01	0.65	11.08
相对涨幅(%)	-0.76	-4.96	5.54

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国中免(601888.SH)：三季度毛利率提升，关注海南旺季及新项目表现》，2023.10.27
- 《中国中免(601888.SH)：盈利能力修复，静待消费复苏》，2023.8.25
- 《中国中免：折扣+成本影响毛利率同比承压，增量项目建设逐步推进》，2023.4.30
- 《中国中免：线下免税毛利率同比改善，有税占比大幅提升业绩短期承压》，2023.3.31

中国中免(601888.SH)：23年加大分红比例，24年有望稳定高质增长

投资要点

- 收入利润符合预期。**2023年实现收入675.40亿元/同比+24.08%，归母净利润67.14亿元/同比+33.46%，扣非归母净利润66.52亿元/同比+35.71%；其中2023Q4收入167.03亿元，归母净利润15.07亿元，扣非归母净利润14.61亿元。整体符合此前业绩快报。拟向全体股东每股派发现金红利1.65元(含税)，合计派发现金红利34.14亿元，年内公司现金分红比例为50.85%。
- 国内消费环境复苏，低基数下免税业务高增。**分业务看，免税收入442.31亿元/同比+69.91%，毛利率39.49%/同比+0.08pct；有税收入223.44亿元/同比-20.12%，毛利率15.25%/同比-2.17pct。分地区看，海南地区营业收入396.50亿元/同比+14.25%，毛利率25.76%/同比+0.33pct；上海地区营业收入178.2亿元/同比+25.99%，毛利率23.8%/同比+0.86pct。
- 业务结构优化带动毛利率改善，租金上涨导致期间费用率增长。**全年毛利率31.82%/同比+3.43pct，主要受益于高毛利率免税业务占比提升，品类结构调整和定价举措开始生效后价格竞争压力持续缓解。销售/管理/研发费用率分别为13.95%/3.27%/0.09%，同比分别+6.54pct/-0.79pct/+0.01pct，期间费用率合计16.02%/同比+4.08pct。其中销售费用率增加主要为机场租金费用增长，23年12月上海机场开始执行新租金协议。
- 1-2月离岛免税消费受高基数影响有所下滑，23年多个新项目稳健推进。**根据海口海关数据，24年1-2月离岛免税销售额97亿/同比-21%，购物人次/人均消费金额同比分别-3%/-19%，主要系去年疫情放开后基数较高。三亚凤凰机场免税店二期实现开业，作为机场隔离区内独栋免税购物综合体，涵盖腕表珠宝、香化、电子产品等众多品类；三亚国际免税城C区全球美妆广场开业运营，独栋经营香化品类，聚合了Chanel(香奈儿)、Dior(迪奥)、Estee Lauder(雅诗兰黛)、Lancome(兰蔻)等核心品牌的双层旗舰店；三亚国际免税城二期云戒岛(原河心岛)改造升级，实现LV(路易威登)、Dior(迪奥)等顶级轻奢品牌及Buccellati(布契拉提)、Celine(思琳)、Loro Piana(诺悠翩雅)等超30家国际高端品牌开业。
- 持续优化业务布局，稳步拓展渠道资源。**23年，口岸渠道方面，公司与首都机场、上海机场签署补充协议，有利于进一步提高机场免税业务市场竞争力；公司成功中标国内多个机场及口岸免税、有税店项目经营权，进一步巩固公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势。市内渠道方面，公司正积极推进市内店调研、选址、定位、规划等工作。海外渠道方面，公司有成功获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权并实现开业，中标新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权等。
- 投资建议：**看好公司受益于出入境客流恢复及新协议带来的盈利能力提升，基于2023年报表现及上海机场新租金协议，我们预计24/25/26年营业收入分别为825.59/964.33/1078.54亿元，增速分别为22.2%/16.8%/11.8%；归母净利润分别为82.17/95.20/107.74亿元，增速分别为22.4%/15.9%/13.2%，当前股价对应PE分别为22/19/17X。
- 风险提示：**宏观经济波动、离岛免税政策变动、行业竞争加剧、新项目推进不及预期。

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):	75.40-186.14
总市值(百万元):	178,294.27
总资产(百万元):	78,869.41
每股净资产(元):	26.02

资料来源:公司公告

主要财务数据及预测

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	82,559	96,433	107,854
(+/-)YOY(%)	-19.6%	24.1%	22.2%	16.8%	11.8%
净利润(百万元)	5,030	6,714	8,217	9,520	10,774
(+/-)YOY(%)	-47.9%	33.5%	22.4%	15.9%	13.2%
全面摊薄 EPS(元)	2.43	3.25	3.97	4.60	5.21
毛利率(%)	28.4%	31.8%	33.5%	33.8%	34.1%
净资产收益率(%)	10.4%	12.5%	13.2%	13.3%	13.1%

资料来源:公司年报(2022-2023),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	2023A	2024E	2025E	2026E
每股指标(元)				
每股收益	3.25	3.97	4.60	5.21
每股净资产	26.02	30.09	34.69	39.90
每股经营现金流	7.31	4.41	4.82	5.89
每股股利	1.65	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	25.79	21.70	18.73	16.55
P/B	3.22	2.86	2.48	2.16
P/S	2.62	2.14	1.83	1.64
EV/EBITDA	16.33	12.19	10.03	8.29
股息率%	2.0%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	31.8%	33.5%	33.8%	34.1%
净利润率	10.8%	11.2%	10.9%	10.9%
净资产收益率	12.5%	13.2%	13.3%	13.1%
资产回报率	8.5%	9.2%	9.4%	9.5%
投资回报率	10.0%	12.5%	12.4%	12.2%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	24.1%	22.2%	16.8%	11.8%
EBIT 增长率	0.1%	44.8%	14.4%	11.2%
净利润增长率	33.5%	22.4%	15.9%	13.2%
偿债能力指标				
资产负债率	25.0%	23.5%	21.7%	20.0%
流动比率	3.8	4.1	4.5	5.0
速动比率	2.2	2.5	2.9	3.4
现金比率	2.1	2.4	2.8	3.3
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.8	0.7	0.6	0.6
存货周转天数	191.5	144.0	134.5	127.9
总资产周转率	0.9	1.0	1.0	1.0
固定资产周转率	11.5	12.4	13.1	13.5

现金流量表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	6,714	8,217	9,520	10,774
少数股东损益	553	1,000	1,000	1,000
非现金支出	1,945	678	740	801
非经营收益	-42	-60	-60	-60
营运资金变动	5,957	-715	-1,226	-320
经营活动现金流	15,126	9,119	9,974	12,195
资产	-1,801	-1,070	-1,070	-1,070
投资	-2,923	-200	-200	-200
其他	9	80	80	80
投资活动现金流	-4,716	-1,190	-1,190	-1,190
债权募资	-1,404	0	0	0
股权募资	12	0	0	0
其他	-3,236	0	0	0
融资活动现金流	-4,628	0	0	0
现金净流量	5,990	8,137	8,784	11,005

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 3 月 28 日
 资料来源：公司年报 (2023)，德邦研究所

利润表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67,540	82,559	96,433	107,854
营业成本	46,049	54,900	63,821	71,055
毛利率%	31.8%	33.5%	33.8%	34.1%
营业税金及附加	1,644	2,010	2,348	2,626
营业税金率%	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%
营业费用	9,421	11,353	13,011	14,589
营业费用率%	13.9%	13.8%	13.5%	13.5%
管理费用	2,208	3,344	4,699	5,600
管理费用率%	3.3%	4.1%	4.9%	5.2%
研发费用	58	50	50	50
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
EBIT	7,673	11,112	12,714	14,144
财务费用	-869	0	0	0
财务费用率%	-1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-638	0	0	0
投资收益	87	80	80	80
营业利润	8,677	11,132	12,734	14,164
营业外收支	-32	-20	-20	-20
利润总额	8,646	11,112	12,714	14,144
EBITDA	8,983	11,790	13,454	14,945
所得税	1,379	1,895	2,194	2,370
有效所得税率%	16.0%	17.1%	17.3%	16.8%
少数股东损益	553	1,000	1,000	1,000
归属母公司所有者净利润	6,714	8,217	9,520	10,774

资产负债表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	31,838	39,975	48,759	59,763
应收账款及应收票据	139	161	174	180
存货	21,057	22,875	24,819	25,659
其它流动资产	5,422	5,626	5,866	6,059
流动资产合计	58,456	68,637	79,618	91,661
长期股权投资	2,200	2,400	2,600	2,800
固定资产	6,292	7,037	7,710	8,314
在建工程	1,067	1,013	971	937
无形资产	2,128	1,958	1,788	1,618
非流动资产合计	20,414	20,986	21,496	21,945
资产总计	78,869	89,622	101,114	113,606
短期借款	369	369	369	369
应付票据及应付账款	6,403	6,901	7,127	7,336
预收账款	7	8	10	11
其它流动负债	8,549	9,379	10,123	10,630
流动负债合计	15,329	16,657	17,629	18,347
长期借款	2,522	2,522	2,522	2,522
其它长期负债	1,837	1,837	1,837	1,837
非流动负债合计	4,359	4,359	4,359	4,359
负债总计	19,688	21,017	21,988	22,706
实收资本	2,069	2,069	2,069	2,069
普通股股东权益	53,834	62,258	71,778	82,552
少数股东权益	5,348	6,348	7,348	8,348
负债和所有者权益合计	78,869	89,622	101,114	113,606

信息披露

分析师与研究助理简介

赵雅楠，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，复旦大学金融工程硕士、普林斯顿双学位，复旦大学财务管理学士，6年证券研究经验。2020年、2021年新财富第四团队成员，曾荣获水晶球、金麒麟等多个最佳分析师奖项。擅长公司及行业深度基本面研究和消费产业趋势分析，核心覆盖医美化妆品、珠宝电商、旅游餐饮、免税、人力资源、教育等多个板块。

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。