

旅游零售

中国中免 (601888.SH)

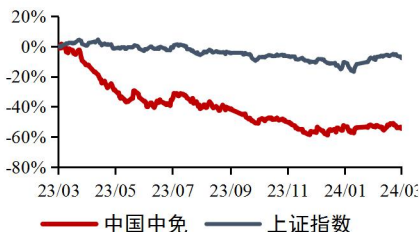
买入-B(维持)

盈利能力提升, 关注出入境客流修复带动业绩增长

2024年3月28日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据: 2024年3月27日

收盘价(元):	83.18
年内最高/最低(元):	187.99/75.12
流通A股/总股本(亿):	19.52/20.69
流通A股市值(亿):	1,624.07
总市值(亿):	1,720.88

基础数据: 2023年12月31日

基本每股收益:	3.25
摊薄每股收益:	3.25
每股净资产(元):	28.61
净资产收益率:	12.28

资料来源: 最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年财务报告, 期内实现营收675.4亿元(+24.08%), 归母净利润67.14亿元(+33.46%), 扣非归母净利润66.52亿元(+35.71%), EPS3.25元, 拟向全体股东每股派发现金红利1.65元(含税), 年内公司现金分红比例为50.85%。2023Q4实现营收167.03亿元(+10.85%), 归母净利润15.07亿元(+274.72%), 扣非归母净利润14.61亿元(+358.9%)。期内公司归母净利润、扣非归母净利润同比增速均超30%, 系外部消费复苏、出入境政策放开, 叠加内部公司优化商品结构、提升运营效率, 带动盈利能力持续修复。

事件点评

➢ 线下门店经营恢复带动免税业务大幅增长。期内公司免税收入442.31亿元(+69.91%), 毛利率39.49%(+0.08pct); 有税收入223.44亿元(-20.12%), 毛利率15.25%(-2.17pct), 主要系年内线下门店恢复正常营业, 线上平台销售有所收窄。分销售地区, 海南地区营收396.5亿元(+14.25%), 毛利率25.76%(+0.33pct), 离岛免税人均购物金额6477元(-21.61%); 上海地区营收178.21亿元(+25.99%), 毛利率23.8%(+0.86pct), 离岛免税和机场免税业务营收、利润率稳步恢复。

➢ 新项目建设稳步推进。三亚国际免税城一期2号地商业部分已于2023年12月28日开业运营, 是全球首个专门经营香化品类的独栋综合体, 为离岛免税提供新消费场景; 酒店部分推进地上结构施工。三亚国际免税城三期完成建筑方案设计和土方施工。海口国际免税城地块一完成主体结构封顶, 地块二实现集中交付, 地块三实现竣工验收, 其他地块建设有序推进中。

➢ 补充协议有效缓解机场租金压力。公司与上海机场、首都机场签署补充协议, 分别于2023年12月和2024年1月开始实行新租金协议。与2019年公司与浦东机场/虹桥机场协定扣点率为42.5%, 与首都机场T2/T3协定扣点率分别为47.5%/43.5%相比, 补充协议扣点率按照香化、烟、酒、百货、食品5个品类的不同下调到18%-36%。随着机场出入境客流逐步恢复, 公司机场免税业务盈利能力将进一步提升。

➢ 公司期内毛利率31.82%(+3.43pct), 净利率10.76%(-0.61pct)。整体费用率16.02%(+4.08pct), 其中销售费用率13.95%(+6.54pct)系重点机场客流恢复导致租赁费用增加, 以及去年同期租金减免影响基数较低; 管理费用率3.27%(-0.79pct); 研发费用率0.09%(+0.01pct)系研发活动支出增加; 财务费用率-1.29%(-1.69pct)系期内汇兑收益和利息收入大幅增加。经营活



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

动产生现金流净额 151.26 亿元（上年同期-34.15 亿元）系期内商品销售增加致现金流入增加。

投资建议

➤ 中长期继续看好公司作为旅游零售龙头受益于出入境客流恢复和市内免税店政策，维持消费赛道中较高行业增速能力。我们预计公司 2024-2026 年 EPS 分别为 4.2\5.35\6.94 元，对应公司 3 月 27 日收盘价 83.18 元，2024-2026 年 PE 分别为 19.8\15.5\12 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	81,217	100,002	118,743
YoY(%)	-19.6	24.1	20.3	23.1	18.7
净利润(百万元)	5,030	6,714	8,690	11,077	14,366
YoY(%)	-47.9	33.5	29.4	27.5	29.7
毛利率(%)	28.4	31.8	34.3	36.5	38.1
EPS(摊薄/元)	2.43	3.25	4.20	5.35	6.94
ROE(%)	11.4	12.3	15.2	16.6	18.0
P/E(倍)	34.2	25.6	19.8	15.5	12.0
P/B(倍)	3.5	3.2	2.8	2.4	2.0
净利率(%)	9.2	9.9	10.7	11.1	12.1

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57205	58456	75027	82764	104386
现金	26892	31838	45835	52686	72293
应收票据及应收账款	151	139	210	220	291
预付账款	398	482	576	727	821
存货	27926	21057	23416	23607	25410
其他流动资产	1838	4940	4989	5524	5572
非流动资产	18702	20414	21453	22730	23981
长期投资	1970	2200	2539	2902	3257
固定资产	5434	6292	6945	7957	9036
无形资产	2460	2131	2255	2155	2059
其他非流动资产	8838	9790	9714	9716	9628
资产总计	75908	78869	96479	105494	128367
流动负债	17480	15329	22314	19601	26797
短期借款	1932	369	369	369	369
应付票据及应付账款	7679	6403	9916	9496	12988
其他流动负债	7869	8556	12028	9736	13440
非流动负债	4300	4359	4387	4313	4086
长期借款	2509	2522	2550	2476	2249
其他非流动负债	1791	1837	1837	1837	1837
负债合计	21780	19688	26701	23914	30883
少数股东权益	5554	5348	7255	9687	12840
股本	2069	2069	2069	2069	2069
资本公积	17486	17447	17447	17447	17447
留存收益	28499	33558	41637	52208	66293
归属母公司股东权益	48573	53834	62524	71894	84644
负债和股东权益	75908	78869	96479	105494	128367

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3415	15126	14940	9457	22068
净利润	6188	7266	10597	13508	17520
折旧摊销	572	769	835	956	1093
财务费用	220	-869	-734	-973	-1299
投资损失	-162	-87	-271	-295	-288
营运资金变动	-11636	5957	4513	-3740	5043
其他经营现金流	1403	2090	0	0	0
投资活动现金流	-3807	-4716	-1603	-1939	-2056
筹资活动现金流	15455	-4628	660	-667	-406
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.43	3.25	4.20	5.35	6.94
每股经营现金流(最新摊薄)	-1.65	7.31	7.22	4.57	10.67
每股净资产(最新摊薄)	23.48	26.02	30.22	34.75	40.91

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	54433	67540	81217	100002	118743
营业成本	38982	46049	53368	63482	73526
营业税金及附加	1215	1644	1868	2300	2731
营业费用	4032	9421	10964	14500	17218
管理费用	2209	2208	3249	4600	5462
研发费用	39	58	81	100	119
财务费用	220	-869	-734	-973	-1299
资产减值损失	-584	-636	-325	-300	-237
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	87	271	295	288
营业利润	7619	8677	13018	16588	21512
营业外收入	13	11	11	13	12
营业外支出	15	43	26	26	28
利润总额	7617	8646	13003	16575	21496
所得税	1429	1379	2406	3066	3977
税后利润	6188	7266	10597	13508	17520
少数股东损益	1158	553	1907	2432	3154
归属母公司净利润	5030	6714	8690	11077	14366
EBITDA	7665	8648	12779	16159	20815

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	-19.6	24.1	20.3	23.1	18.7
营业利润(%)	-48.5	13.9	50.0	27.4	29.7
归属于母公司净利润(%)	-47.9	33.5	29.4	27.5	29.7
获利能力					
毛利率(%)	28.4	31.8	34.3	36.5	38.1
净利率(%)	9.2	9.9	10.7	11.1	12.1
ROE(%)	11.4	12.3	15.2	16.6	18.0
ROIC(%)	10.4	11.2	14.3	16.0	17.9
偿债能力					
资产负债率(%)	28.7	25.0	27.7	22.7	24.1
流动比率	3.3	3.8	3.4	4.2	3.9
速动比率	1.6	2.2	2.1	2.8	2.8
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	423.1	465.6	465.6	465.6	465.6
应付账款周转率	5.8	6.5	6.5	6.5	6.5
估值比率					
P/E	34.2	25.6	19.8	15.5	12.0
P/B	3.5	3.2	2.8	2.4	2.0
EV/EBITDA	20.6	17.5	10.9	8.3	5.7

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

