

非金融公司|公司点评|中国中免（601888）

海南市场销售承压，Q3 毛利率下滑



| 报告要点

公司发布 2024 年前三季度业绩快报公告，2024 年前三季度公司实现营收 430.2 亿元/同比-15.4%，归母净利润 39.2 亿元/同比-24.7%，扣非归母净利润 38.7 亿元/同比-25.4%。其中，2024Q3 实现营收 117.6 亿元/同比-21.5%，归母净利润 6.4 亿元/同比-52.4%。

| 分析师及联系人



邓文慧

SAC: S0590522060001



曹晶

SAC: S0590523080001

中国中免(601888)

海南市场销售承压，Q3 毛利率下滑

行业： 商贸零售/旅游零售 II
 投资评级： 买入（维持）
 当前价格： 69.03 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股) 2,069/2,069
 流通 A 股市值(百万元) 134,779.39
 每股净资产(元) 26.02
 资产负债率(%) 21.51
 一年内最高/最低(元) 97.50/53.52

股价相对走势



相关报告

- 《中国中免(601888): 坚守高质量发展思路, 盈利能力保持平稳》2024.09.01
- 《中国中免(601888): 经营效率提升, 盈利能力改善》2024.04.24



扫码查看更多

事件

公司发布 2024 年前三季度业绩快报公告, 2024 年前三季度公司实现营收 430.2 亿元/同比-15.4%, 归母净利润 39.2 亿元/同比-24.7%, 扣非归母净利润 38.7 亿元/同比-25.4%。其中, 2024Q3 实现营收 117.6 亿元/同比-21.5%, 归母净利润 6.4 亿元/同比-52.4%。

➤ 海南市场销售承压, 旅客吞吐量/购物转化率/客单价均有下滑

2024 年以来海南离岛免税市场销售持续承压。根据海口海关统计数据, 2024 年 7-8 月, 离岛免税购物金额为 38.7 亿元, 同比下降 34.3%, 其中免税购物人数为 80.3 万人次, 同比下降 20.7%, 免税销售客单价为 4823 元, 同比下降 17.2%。以国庆假期数据来看, 免税经营压力延续, 2024 年国庆假期海南离岛免税日均购物金额为 1.1 亿元, 同比下滑 32.5%, 其中日均购物人次同比下滑 25.9%, 人均消费同比下滑 8.9%。进一步结合海南机场旅客吞吐量数据来看, 海南离岛免税购物转化率下降, 预计与出境游分流高端客群有关。

➤ 出入境客流回归, 出入境免税门店销售实现增长

受益于免签国家持续扩容、免签政策不断优化和国际客运航班量持续增加, 出入境客流明显回升, 2024Q3 首都机场/浦东机场国外及地区旅客吞吐量同比增长均超 58%。客流的回升带动出入境免税门店销售实现大幅增长, 其中 2024 年前三季度, 北京机场(含首都国际机场、大兴国际机场)免税门店收入同比增长超过 140%, 上海机场(含浦东国际机场、虹桥国际机场)免税门店收入同比增长近 60%。

➤ 毛利率同比下滑, 净利润层面更为承压

结合公司披露的 2024 年前三季度及 2024 年上半年主营业务毛利率情况, 推算 2024Q3 公司毛利率为 31.6%, 同比明显回落, 预计与折扣力度上行有关。且在经营杠杆作用下, 2024Q3 公司归母净利润同比-52.4%。

➤ 高护城河, 给予“买入”评级

考虑到消费疲软及优质客群存在出境分流压力, 我们预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 581.9/649.3/718.7 亿元, 同比分别-13.8%/+11.6%/+10.7%; 归母净利润分别为 50.5/59.9/68.3 亿元, 同比增速分别为-24.7%/+18.5%/+14.0%。EPS 分别为 2.4/2.9/3.3 元。鉴于公司的竞争优势稳固, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济增长放缓; 竞争格局恶化; 政策推进不及预期风险等。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	58188	64927	71870
增长率(%)	-19.57%	24.08%	-13.85%	11.58%	10.69%
EBITDA(百万元)	8409	8545	8825	10221	10967
归母净利润(百万元)	5030	6714	5053	5986	6826
增长率(%)	-47.89%	33.46%	-24.73%	18.47%	14.03%
EPS(元/股)	2.43	3.25	2.44	2.89	3.30
市盈率(P/E)	28.4	21.3	28.3	23.9	20.9
市净率(P/B)	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	54.5	21.4	17.2	15.1	14.2

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2024 年 10 月 15 日收盘价

风险提示

宏观经济增长放缓风险。免税行业受宏观经济影响较大，经济繁荣程度与居民收入水平影响行业经营，若宏观经济增长放缓，或将影响行业需求端的恢复。

竞争格局恶化风险。若免税市场竞争加剧，或会影响现有参与者的盈利能力。

政策推进不及预期风险。免税行业受政策影响较大，若后续市内免税政策进程缓慢或细则不及预期，或会影响行业发展速度与空间。

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	34136	37008	40966					
应收账款+票据	151	139	124	139	153					
预付账款	398	482	380	424	469					
存货	27926	21057	21276	23461	25892					
其他	1838	4940	2505	2795	3094					
流动资产合计	57205	58456	58422	63827	70575					
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	81306	87115	93727					
短期借款	1932	369	0	964	2107					
应付账款+票据	7679	6403	6160	6792	7496					
其他	7869	8556	8365	9243	10207					
流动负债合计	17480	15329	14525	16999	19810					
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	18578	20184	21986					
少数股东权益	5554	5348	6368	7577	8975					
股本	2069	2069	2069	2069	2069					
资本公积	17486	17447	17447	17447	17447					
留存收益	29018	34318	36844	39838	43251					
股东权益合计	54127	59182	62729	66930	71742					
负债和股东权益总计	75908	78869	81306	87115	93727					

现金流量表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
净利润	6188	7266	6073	7195	8224					
折旧摊销	572	769	1541	1606	1143					
财务费用	220	-869	-33	-54	-85					
存货减少(增加为“-”)	-8202	6870	-219	-2185	-2432					
营运资金变动	-11636	5957	1898	-1022	-1123					
其它	8576	-5407	199	2163	2412					
经营活动现金流	-4281	14586	9459	7703	8140					
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	-676	96	134					
股权融资	116	0	0	0	0					
其他	13057	-3092	-2493	-2939	-3329					
筹资活动现金流	15455	-4628	-3170	-2843	-3194					
现金净增加额	8240	5449	2297	2872	3957					

利润表						单位:百万元				
	2022	2023	2024E	2025E	2026E					
营业收入	54433	67540	58188	64927	71870					
营业成本	38982	46049	39568	43631	48153					
营业税金及附加	1215	1644	1746	1948	2012					
营业费用	4032	9421	6692	7467	8265					
管理费用	2248	2267	2378	2653	2937					
财务费用	220	-869	-33	-54	-85					
资产减值损失	-591	-638	-582	-649	-719					
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	48	36	35					
营业利润	7619	8677	7316	8678	9912					
营业外净收益	-3	-32	1	-9	-3					
利润总额	7617	8646	7317	8669	9909					
所得税	1429	1379	1244	1474	1685					
净利润	6188	7266	6073	7195	8224					
少数股东损益	1158	553	1020	1209	1398					
归属于母公司净利润	5030	6714	5053	5986	6826					

财务比率					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	-19.57%	24.08%	-13.85%	11.58%	10.69%
EBIT	-46.90%	-0.77%	-6.33%	18.26%	14.04%
EBITDA	-44.82%	1.62%	3.28%	15.81%	7.31%
归属于母公司净利润	-47.89%	33.46%	-24.73%	18.47%	14.03%
获利能力					
毛利率	28.39%	31.82%	32.00%	32.80%	33.00%
净利率	11.37%	10.76%	10.44%	11.08%	11.44%
ROE	10.36%	12.47%	8.97%	10.09%	10.88%
ROIC	16.44%	10.81%	9.45%	10.87%	11.47%
偿债能力					
资产负债率	28.69%	24.96%	22.85%	23.17%	23.46%
流动比率	3.3	3.8	4.0	3.8	3.6
速动比率	1.6	2.2	2.4	2.2	2.1
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	0.7	0.7	0.8
每股指标(元)					
每股收益	2.4	3.2	2.4	2.9	3.3
每股经营现金流	-2.1	7.1	4.6	3.7	3.9
每股净资产	23.5	26.0	27.2	28.7	30.3
估值比率					
市盈率	28.4	21.3	28.3	23.9	20.9
市净率	2.9	2.7	2.5	2.4	2.3
EV/EBITDA	54.5	21.4	17.2	15.1	14.2
EV/EBIT	58.5	23.5	20.9	17.9	15.9

数据来源:公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为2024年10月15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，北交所市场以北证50指数为基准；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性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

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由私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号玖安广场A座4层
 无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层
 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