

中国中免 (601888)

租金协议补充利润率有望优化, C区美妆广场 12/28 开业

公司 26 日晚发布了与上海机场、首都机场就经营费等事宜签订补充协议:

1) **上海机场:** 对于浦东和虹桥机场免税店项目, 其月实收费用自 2023 年 12 月 1 日起, 采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式计算。其中,

①**月保底销售提成:** 当月实际客流量 > 2023 年第三季度月均客流量的 80%, 浦东机场+虹桥机场月保底销售提成分别为 0.52/0.065 亿元(年度为 6.3/0.78 亿)。如月实际客流量 ≤ 2023 年第三季度月均客流量的 80%, 则月保底销售提成按照客流、调节系数等进行调节。

②**月实际销售提成:** 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 5 个品类提成比例根据不同品类及各品类人均购买力在 18%-36%之间进行取值。

2) **首都机场:** 首都机场免税店年度经营费采取年保底经营费和年实际销售额提成两者取高的模式计算。

①年保底经营费: 5.6 亿元, 若首都机场国际区年客流量年实际客流 ≤ 960 万人次, 则保底经营费根据客流及调节系数再进行调整。

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%之间取值。

新合同有望进一步优化中免盈利能力。 21 年 1 月补签的协议中规定, 浦东国际机场免税店项目的租金与国际客流挂钩, 即月实际国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时, 月实际销售提成 = 人均贡献(135 元) × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数。若简单按照系数为 1 时计算(假设值、仅供参考), 则 2023 年前 11 个月对应的租金为 19 亿。我们认为未来按照新合同计提租金, 考虑了客流逐步恢复、但我们认为消费金额恢复速度或慢于客流恢复(出境恢复的第一年, 各方面因素还需爬坡), 条款将有望进一步提高公司的盈利能力。与此同时, 与 2019 年上海浦东&虹桥机场 42.5%、首都机场超过 43%的扣点率相比, 目前扣点率在 18%-36%, 未来在国际客流进一步恢复后, 公司机场免税店盈利能力将有望进一步提升。

设立激励机制, 双方合作共赢, 实现机场免税与市内免税业务联动。 公司和机场建立激励机制, 就超过目标部分所对应的销售额采取更加灵活的调节机制计取销售提成。此外未来中免和机场将以“线下预定、机场提货”的购物模式, 突破机场免税销售空间上的瓶颈, 进一步提升销售规模。

投资建议: CDF 三亚国际免税城 C 区将于 12/28 日开业, 看好购物体验持续优化。维持 23-25 年归母业绩分别为 67/86.6/110 亿, 对应 PE 分别为 24/19/15X, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观经济不及预期; 市场竞争加剧; 外汇波动风险; 公司新项目建设不及预期。

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,675.52	54,432.85	69,655.00	88,541.91	106,079.40
增长率(%)	28.67	(19.57)	27.97	27.11	19.81
EBITDA(百万元)	15,739.84	9,014.59	11,321.16	14,436.30	18,274.39
归属母公司净利润(百万元)	9,653.74	5,030.38	6,733.27	8,659.00	10,991.48
增长率(%)	57.23	(47.89)	33.85	28.60	26.94
EPS(元/股)	4.67	2.43	3.25	4.19	5.31
市盈率(P/E)	16.80	32.23	24.08	18.72	14.75
市净率(P/B)	5.47	3.34	3.08	2.76	2.43
市销率(P/S)	2.40	2.98	2.33	1.83	1.53
EV/EBITDA	26.09	47.10	10.56	9.38	6.25

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/旅游零售 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	78.37 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股股本(百万股)	1,952.48
A 股总市值(百万元)	153,015.51
流通 A 股市值(百万元)	153,015.51
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

作者

郑澄怀 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523070003
zhengchenghui@tfzq.com

张前 分析师
SAC 执业证书编号: S1110523120002
zhangqianb@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中国中免-季报点评:毛利率持续修复, 品牌矩阵进一步完善》2023-10-27
- 《中国中免-半年报点评:毛利率环比持续修复, 关注品牌引入、增量落地、政策催化》2023-08-27
- 《中国中免-年报点评报告:22 年实现归母净利润 50.3 亿元, 同减 48%, 疫后经营持续改善, 市内免税有望打开新空间》2023-04-02

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,856.20	26,891.70	45,373.12	30,635.43	54,453.96
应收票据及应收账款	105.99	151.30	448.95	47.23	622.76
预付账款	347.99	398.17	426.02	545.39	685.42
存货	19,724.70	27,926.48	14,389.49	41,611.54	29,517.60
其他	1,506.82	1,837.83	1,326.80	2,043.41	1,867.94
流动资产合计	38,541.69	57,205.48	61,964.37	74,883.00	87,147.69
长期股权投资	991.69	1,970.10	1,970.10	1,970.10	1,970.10
固定资产	1,843.30	5,434.01	5,114.65	4,795.29	4,475.93
在建工程	2,889.94	1,852.28	1,852.28	1,852.28	1,852.28
无形资产	2,401.32	2,459.92	2,406.29	2,352.66	2,299.02
其他	8,805.78	6,985.81	6,864.12	7,126.36	6,289.64
非流动资产合计	16,932.03	18,702.12	18,207.44	18,096.69	16,886.98
资产总计	55,473.73	75,907.60	80,171.81	92,979.69	104,034.67
短期借款	411.34	1,932.23	300.00	400.00	380.00
应付票据及应付账款	5,879.91	7,678.62	5,188.25	11,261.66	9,588.53
其他	9,473.25	6,363.32	12,418.18	11,304.38	14,579.35
流动负债合计	15,764.50	15,974.18	17,906.43	22,966.04	24,547.88
长期借款	0.00	2,508.98	1,239.00	866.00	1,052.50
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3,546.20	1,790.89	1,805.53	2,380.87	1,992.43
非流动负债合计	3,546.20	4,299.87	3,044.53	3,246.87	3,044.93
负债合计	20,682.34	21,780.19	20,950.96	26,212.92	27,592.82
少数股东权益	5,172.60	5,554.01	6,588.63	8,010.42	9,815.20
股本	1,952.48	2,068.86	2,068.86	2,068.86	2,068.86
资本公积	1,870.30	17,486.40	17,486.40	17,486.40	17,486.40
留存收益	26,397.81	28,499.48	33,212.77	39,274.07	46,968.11
其他	(601.79)	518.66	(135.81)	(72.98)	103.29
股东权益合计	34,791.39	54,127.41	59,220.86	66,766.77	76,441.86
负债和股东权益总计	55,473.73	75,907.60	80,171.81	92,979.69	104,034.67

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	12,364.63	6,188.25	6,733.27	8,659.00	10,991.48
折旧摊销	479.75	571.97	372.99	372.99	372.99
财务费用	206.03	86.01	(568.64)	(422.01)	(290.10)
投资损失	(162.33)	(162.49)	(68.14)	(91.69)	(32.23)
营运资金变动	(6,264.15)	(13,322.47)	15,852.26	(22,630.37)	13,790.11
其它	1,704.89	3,223.48	1,478.03	2,031.12	2,578.25
经营活动现金流	8,328.82	(3,415.25)	23,799.78	(12,080.95)	27,410.50
资本支出	(1,168.51)	5,612.21	(14.64)	(575.34)	388.44
长期投资	200.43	978.41	0.00	0.00	0.00
其他	(1,349.45)	(10,397.27)	82.77	667.04	(356.21)
投资活动现金流	(2,317.53)	(3,806.65)	68.14	91.69	32.23
债权融资	1,581.98	2,939.46	(2,268.63)	395.77	270.45
股权融资	(3,317.98)	15,197.85	(3,117.86)	(3,144.21)	(3,894.65)
其他	(2,081.05)	(2,682.74)	0.00	(0.00)	(0.00)
筹资活动现金流	(3,817.04)	15,454.56	(5,386.49)	(2,748.44)	(3,624.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	2,194.25	8,232.66	18,481.42	(14,737.70)	23,818.54

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	67,675.52	54,432.85	69,655.00	88,541.91	106,079.40
营业成本	44,882.36	38,981.84	46,668.85	57,994.95	68,951.61
营业税金及附加	1,839.44	1,215.24	1,532.41	2,110.42	2,410.15
销售费用	3,860.94	4,032.03	9,055.15	12,395.87	14,320.72
管理费用	2,249.86	2,209.18	2,159.31	2,656.26	3,182.38
研发费用	0.00	39.03	49.94	63.49	76.06
财务费用	(42.52)	220.28	(568.64)	(422.01)	(290.10)
资产/信用减值损失	(522.25)	(583.53)	(690.69)	(650.69)	(730.69)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	162.33	162.49	68.14	91.69	32.23
其他	440.88	536.85	0.00	0.00	(0.00)
营业利润	14,804.47	7,619.45	10,135.43	13,183.95	16,730.12
营业外收入	17.10	12.59	17.10	12.59	17.10
营业外支出	20.16	15.12	15.12	15.12	15.12
利润总额	14,801.40	7,616.92	10,137.41	13,181.42	16,732.10
所得税	2,436.77	1,428.67	1,926.11	2,491.29	3,162.37
净利润	12,364.63	6,188.25	8,211.30	10,690.13	13,569.73
少数股东损益	2,710.89	1,157.87	1,478.03	2,031.12	2,578.25
归属于母公司净利润	9,653.74	5,030.38	6,733.27	8,659.00	10,991.48
每股收益(元)	4.67	2.43	3.25	4.19	5.31

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	28.67%	-19.57%	27.97%	27.11%	19.81%
营业利润	52.72%	-48.53%	33.02%	30.08%	26.90%
归属于母公司净利润	57.23%	-47.89%	33.85%	28.60%	26.94%
获利能力					
毛利率	33.68%	28.39%	33.00%	34.50%	35.00%
净利率	14.26%	9.24%	9.67%	9.78%	10.36%
ROE	32.59%	10.36%	12.79%	14.74%	16.50%
ROIC	157.53%	53.48%	29.59%	102.62%	41.56%
偿债能力					
资产负债率	37.28%	28.69%	26.13%	28.19%	26.52%
净负债率	-42.82%	-40.23%	-72.77%	-42.51%	-68.31%
流动比率	2.25	3.27	3.46	3.26	3.55
速动比率	1.10	1.67	2.66	1.45	2.35
营运能力					
应收账款周转率	576.79	423.13	232.09	356.90	316.66
存货周转率	3.93	2.28	3.29	3.16	2.98
总资产周转率	1.39	0.83	0.89	1.02	1.08
每股指标(元)					
每股收益	4.67	2.43	3.25	4.19	5.31
每股经营现金流	4.03	-1.65	11.50	-5.84	13.25
每股净资产	14.32	23.48	25.44	28.40	32.20
估值比率					
市盈率	16.80	32.23	24.08	18.72	14.75
市净率	5.47	3.34	3.08	2.76	2.43
EV/EBITDA	26.09	47.10	10.56	9.38	6.25
EV/EBIT	26.49	48.53	10.92	9.63	6.38

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风证券及/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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风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，天风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，投资者应当考虑到天风证券及/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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com