

中国中免（601888.SH）

上半年海南免税承压，期待未来市内免税店表现

优于大市

核心观点

上半年公司收入和归母业绩均承压，与业绩快报一致。2024年上半年，公司实现营收312.7亿元/-12.8%；归母净利润32.8亿元/-15.1%；扣非净利润32.4亿元/-16.0%，整体与业绩快报基本一致。2024年第二季度，公司实现营收124.6亿元/-17.4%；实现归母净利润9.76亿元/-37.6%，整体承压。

上半年海南免税仍然承压，出入境机场免税盈利改善。上半年，海南离岛免税客流336.1万人次/-10%；离岛免税销售额184.6亿元/-29.9%；估算中免海南收入上半年同降26-30%。具体来看，三亚店收入119.9亿元/-29.0%；归母净利润5.4亿元/-68.0%；海免收入20.0亿元/-28.8%，归母净利润0.51亿元/-65.7%；海口新海港项目收入30.4亿元，亏损4.3亿元（部分内部结算租金收益体现在中免投资下，中免投资盈利2.5亿元）。出入境机场免税伴随客流渐进复苏和租金协议重签，盈利改善。其中日上上海上半年收入85.0亿元/+3.7%（机场收入回升，日上直邮承压）；归母净利润3.1亿元，较去年同期盈利839万元显著改善（上海机场免税预计扭亏）。综合来看，虽然出入境机场免税盈利开始改善，但由于海南系公司最主要的利润构成（2024H1贡献仍超8成），故海南承压仍然直接拖累公司经营业绩表现。

上半年毛利率提升，销售费率增加，财务费率降低。上半年，公司毛利率和销售费率均+2.9pct，主要系机场免税收入占比提升和新项目增加等影响；管理费率+0.2pct，收入承压下经营杠杆扰动；利息收入大增和汇兑损益减少综合影响下，财务费用率降低0.5pct。综合来看，上半年公司归母净利率-0.28pct，其中Q2因海南进一步拖累影响，Q2公司净利率-2.80pct。

跟踪消费趋势变化，期待未来市内免税店新政带来新增量。受整体消费趋势和海南部分高端客人出境分流影响，海南免税销售持续承压。7月海南离岛免税销售额16.8亿元/-35.9%，后续需求趋势仍需跟踪。但中免近两年持续丰富免税SKU供给和助力购物环境扩容升级，并系统化提升自身运营效率和资金使用能力，有助于其中线成长。并且，8月底，离境市内免税店新政出台，今年10月1日起将正式施行。中免旗下6家市内免税店和其拟参股49%的中出服旗下12家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等15个核心城市；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑整体消费趋势及海南免税的持续承压，且目前环境下新海港等项目爬坡期可能延长，我们下调海南收入假设（2024-2026年收入增速从+6%/+9%/+9%至-24%/+7%/+14%）和含批发净利率假设（2024-2026年净利率从13%/14%/15%降至9%/11%/15%，详细见正文），并假设市内免税店未来逐步贡献盈利。综合下修2024-2026年归母净利润为59.6/71.3/86.9亿元，对应PE估值为21/18/15x。虽外部环境仍有挑战，但市场预期也较低，且公司不断调整和优化自身旅游零售全产业链运营能力。伴随离境市内免税店新政落地，且公司在目前市内免税店布局中的先发和卡位优势，未来如若消费企稳复苏，公司具良好向上弹性，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiaoxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：杨玉莹

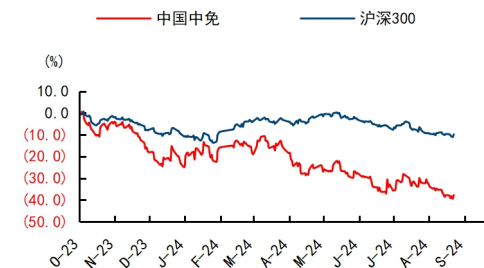
yangyuying@guosen.com.cn

S0980524070006

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	61.01元
总市值/流通市值	126221/126221百万元
52周最高价/最低价	116.00/58.25元
近3个月日均成交额	1280.03百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中国中免（601888.SH）——一季度高基数下归母净利润同比持平，毛利率有效提升》——2024-04-24
- 《中国中免（601888.SH）-2023年业绩与快报一致，分红率显著提升传递积极信号》——2024-03-29
- 《中国中免（601888.SH）-海南免税迎开门红，央企考核强化下加速打造高效率全渠道零售巨头》——2024-02-17
- 《中国中免（601888.SH）2023年业绩快报点评-费用优化助力业绩增长，跟踪消费复苏及政策节奏》——2024-01-09
- 《中国中免（601888.SH）-京沪机场租金协议优化，助力机场免税恢复成长》——2023-12-28

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54,433	67,540	59,080	66,163	75,360
(+/-%)	-19.6%	24.1%	-12.5%	12.0%	13.9%
归母净利润(百万元)	5030	6714	5959	7131	8688
(+/-%)	-47.9%	33.5%	-11.2%	19.7%	21.8%
每股收益(元)	2.43	3.44	2.88	3.45	4.20
EBIT Margin	14.7%	12.2%	12.7%	13.7%	15.0%
净资产收益率(ROE)	10.4%	12.5%	10.5%	11.8%	13.4%
市盈率(PE)	25.1	17.74	21.18	17.70	14.53
EV/EBITDA	17.9	16.2	17.9	14.8	11.9
市净率(PB)	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

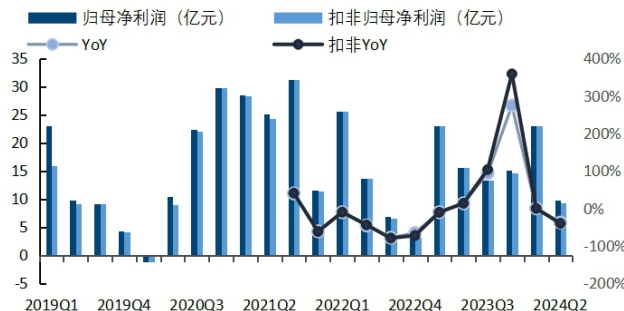
上半年公司收入和归母业绩均承压，与业绩快报一致。2024 年上半年，公司实现营收 312.7 亿元/-12.8%；归母净利润 32.8 亿元/-15.1%；扣非净利润 32.4 亿元/-16.0%，整体与业绩快报基本一致。2024 年第二季度，公司实现营收 124.6 亿元/-17.4%；实现归母净利润 9.76 亿元/-37.6%，整体承压。

图1：中国中免季度收入增速



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免季度归母净利润和扣非净利润表现

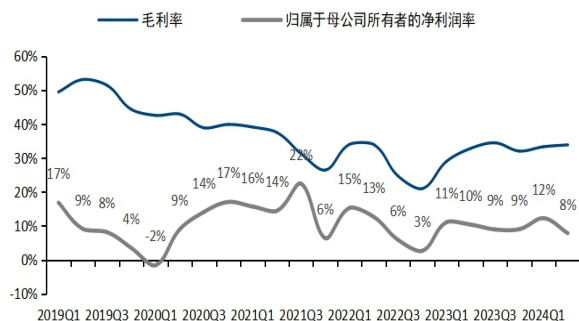


资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

上半年海南免税仍然承压，出入境机场免税盈利改善。上半年，海南离岛免税客流336.1万人次/-10%；离岛免税销售额184.6亿元/-29.9%；估算中免海南收入上半年同降26-30%。具体来看，三亚店收入119.9亿元/-29.0%；归母净利润5.4亿元/-68.0%；海免收入20.0亿元/-28.8%，归母净利润0.51亿元/-65.7%；海口新海港项目收入30.4亿元，亏损4.3亿元（部分内部结算租金收益体现在中免投资下，中免投资盈利2.5亿元）。出入境机场免税伴随客流渐进复苏和租金协议重签，盈利改善。其中日上上海上半年收入85.0亿元/+3.7%（机场收入回升，日上直邮承压）；归母净利润3.1亿元，较去年同期盈利839万元显著改善（上海机场免税预计扭亏）。综合来看，虽然出入境机场免税盈利开始改善，但由于海南系公司最主要的利润构成（2024H1贡献仍超8成），故海南承压仍然直接拖累公司经营业绩表现。

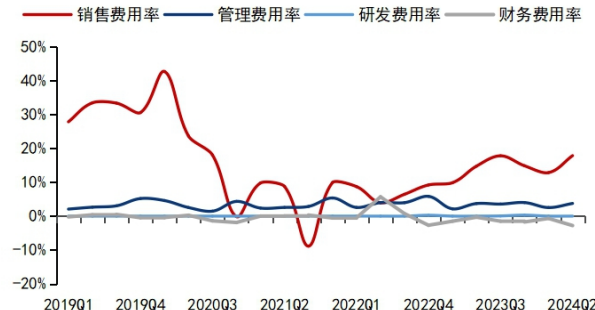
上半年毛利率提升，销售费率增加，财务费率降低。上半年，公司毛利率和销售费率均+2.9pct，主要系机场免税收入占比提升和新项目增加等影响；管理费率+0.2pct，收入承压下经营杠杆扰动；利息收入大增和汇兑损益减少综合影响下，财务费用率降低0.5pct。综合来看，上半年公司归母净利率-0.28pct，其中Q2因海南进一步拖累影响，Q2公司净利率-2.80pct。

图3：中国中免毛利率和归母净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国中免期间费率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

表1: 中国中免 2023H1 和 2024H1 重点子公司经营表现

	2023H1	2024H1	yoy
中免国际			
收入	253.3	225.5	-11.0%
归母净利润	17.6	15.2	-13.8%
净利率	7.0%	6.7%	
三亚店公司			
收入	168.8	119.9	-29.0%
归母净利润	16.9	5.4	-68.2%
净利率	10.0%	4.5%	
海免			
收入	28.1	20.0	-28.7%
归母净利润	1.5	0.5	-65.7%
净利率	5.3%	2.5%	
海口免税城			
收入		30.4	去年未披露
归母净利润		-4.3	去年未披露
净利率		-14.2%	
中免投资			
收入		8.1	去年未披露
归母净利润		2.5	去年未披露
净利率		31.3%	
日上上海			
收入	82.0	85.0	3.7%
归母净利润	0.1	3.1	3599.4%
净利率	0.1%	3.7%	

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

跟踪消费趋势变化，期待未来市内免税店新政带来新增量。受整体消费趋势和海南部分高端客人出境分流影响，海南免税销售持续承压。7月海南离岛免税销售额16.8亿元/-35.9%，后续需求趋势仍需跟踪。但中免近两年持续丰富免税SKU供给和助力购物环境扩容升级，并系统化提升自身运营效率和资金使用能力，有助于其中线成长。并且，8月底，离境市内免税店新政出台，今年10月1日起将正式施行。中免旗下6家市内免税店和其拟参股49%的中出服旗下12家市内免税店等有望作为首批门店转型为针对出境人群的市内免税店，覆盖包括北京、上海等15个核心城市；且未来广州、深圳、成都等8个城市有望新设开市内免税店，中免也依托其全国免税牌照优势和旅游零售全产业链布局优势积极争取，从而最大化分享市内免税新政红利。

风险提示：宏观经济疲软，政策不及预期，香化周期波动，新项目不及预期。

投资建议：维持“优于大市”评级。考虑整体消费趋势及海南免税的持续承压，且目前环境下新海港等项目爬坡期可能延长，我们下调海南收入假设（2024-2026年收入增速从+6%/+9%/+9%至-24%/+7%/+14%）和含批发净利率假设（2024-2026年净利率从13%/14%/15%降至9%/11%/15%），并假设市内免税店未来逐步贡献盈利。综合下修2024-2026年归母净利润为59.6/71.3/86.9亿元（此前4月时因Q1表现尚可预测为77.3/93.6/105.3亿元），对应PE估值21/18/15x。虽外部环境仍有挑战，但市场预期也较低，且公司不断调整和优化自身旅游零售全产业链运营能力。伴随离境市内免税店新政落地，且公司在目前市内免税店布局中的先发和卡位优势，未来如若消费企稳复苏，公司具良好向上弹性，维持“优于大市”评级。

表2: 中国中免盈利预测前后假设对比

	2024.4 结合一季度数据预测, 此时公司整体业绩持平微增				2024.9 结合中报数据预测, 此时海南下滑承压拖累较大		
	2023 估算拆分	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
中免海南收入汇总	396.5	422.0	460.0	503.4	300.4	322.5	367.0
yoy	14.2%	6.4%	9.0%	9.4%	-24.2%	7.3%	13.8%
中免海南业绩估算	52.9	54.7	64.6	75.4	27.5	36.6	54.0
含批发净利率估算	13%	13%	14%	15%	9%	11%	15%
其中							
三亚店收入	283.6	299.2	323.9	351.4	210.8	222.5	253.6
三亚店收入 yoy		6.8%	10.0%	10.2%	-25.7%	5.6%	14.0%
三亚店子公司净利润不含批发	26.5	28.3	31.1	34.3	13.0	14.5	18.9
三亚店子公司不含批发净利率	9.3%	9.5%	9.6%	9.8%	6.2%	6.5%	7.5%
公司总收入	675.4	764.6	875.4	954.2	590.8	661.6	753.6
收入 yoy		13.2%	14.5%	9.0%	-12.5%	12.0%	13.9%
公司归母净利润	67.1	77.3	93.6	105.3	59.6	71.3	86.9
净利润 yoy		15.2%	21.1%	12.4%	-11.2%	19.7%	21.8%

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

表3: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS				PE				投资评级
			亿元	23A	24E	25E	26E	23A	24E	25E	26E	
601888.SH	中国中免	61	1240	3.25	2.88	3.45	4.20	19	21	18	15	优于大市
600515.SH	海南机场	3	361	0.08	0.08	0.09	0.11	38	41	36	30	优于大市
600859.SH	王府井	13	144	0.62	0.74	0.85	1.00	20	17	15	13	优于大市

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E	利润表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	26892	31838	43272	44905	46803	营业收入	54433	67540	59080	66163	75360
应收款项	1012	1376	1101	1142	1218	营业成本	38982	46049	39701	44164	49768
存货净额	27926	21057	17149	18286	20603	营业税金及附加	1215	1644	1477	1588	1771
其他流动资产	1375	4184	886	662	754	销售费用	4032	9421	8271	9071	10023
流动资产合计	57205	58456	62408	64995	69378	管理费用	2209	2208	2153	2268	2497
固定资产	7286	7359	8852	9624	10009	财务费用	220	(869)	(1267)	(1517)	(1623)
无形资产及其他	2458	2128	2043	1959	1875	投资收益	162	87	130	150	180
投资性房地产	6988	8727	8727	8727	8727	资产减值及公允价值变动	591	638	0	0	0
长期股权投资	1970	2200	4200	5200	5450	其他收入	(908)	(1134)	0	0	0
资产总计	75908	78869	86231	90506	95440	营业利润	7619	8677	8874	10739	13105
短期借款及交易性金融负债	2608	1108	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(32)	50	50	30
应付款项	7679	6403	5311	5645	5531	利润总额	7617	8646	8924	10789	13135
其他流动负债	7194	7817	10144	10089	10065	所得税费用	1429	1379	1785	2158	2627
流动负债合计	17480	15329	17955	17234	16596	少数股东损益	1158	553	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	2509	2522	2522	2522	2522	归属于母公司净利润	5030	6714	5959	7131	8688
其他长期负债	1791	1837	2837	3337	3437						
长期负债合计	4300	4359	5359	5859	5959	现金流量表（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
负债合计	21780	19688	23314	23094	22555	净利润	5030	6714	5959	7131	8688
少数股东权益	5554	5348	6103	7033	8161	资产减值准备	92	47	211	72	47
股东权益	48573	53834	56813	60379	64723	折旧摊销	267	356	881	1042	1152
负债和股东权益总计	75908	78869	86231	90506	95440	公允价值变动损失	(591)	(638)	0	0	0
						财务费用	220	(869)	(1267)	(1517)	(1623)
关键财务与估值指标	2022	2023	2024E	2025E	2026E	营运资本变动	(8780)	1398	9927	(103)	(2476)
每股收益	2.43	3.44	2.88	3.45	4.20	其它	220	297	545	858	1081
每股红利	1.78	1.29	1.44	1.72	2.10	经营活动现金流	(3762)	8174	17522	9000	8492
每股净资产	23.48	27.57	27.46	29.18	31.28	资本开支	0	(1059)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	14%	12%	13%	21%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	10%	12%	10%	12%	13%	投资活动现金流	(978)	(1288)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	28%	32%	33%	33%	34%	权益性融资	873	12	0	0	0
EBIT Margin	15%	12%	13%	14%	15%	负债净变化	2509	13	0	0	0
EBITDA Margin	15%	13%	14%	15%	17%	支付股利、利息	(3676)	(2525)	(2980)	(3566)	(4344)
收入增长	-20%	24%	-13%	12%	14%	其它融资现金流	16237	3072	1392	(1000)	(500)
净利润增长率	-48%	33%	-11%	20%	22%	融资活动现金流	14776	(1939)	(1588)	(4566)	(4844)
资产负债率	36%	32%	34%	33%	32%	现金净变动	10036	4947	11434	1633	1897
息率	3.1%	2.1%	2.5%	3.0%	3.6%	货币资金的期初余额	16856	26892	31838	43272	44905
P/E	25.1	17.7	21.2	17.7	14.5	货币资金的期末余额	26892	31838	43272	44905	46803
P/B	2.6	2.2	2.2	2.1	2.0	企业自由现金流	(2018)	7601	14289	6395	6217
EV/EBITDA	17.9	16.2	17.9	14.8	11.9	权益自由现金流	16728	10687	16694	6609	7015

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032