

中国中免(601888)

报告日期: 2023年03月14日

收购中服 49% 股权，免税版图再下一城

——中国中免点评报告

投资要点

- **2023年3月14日，中国中免发布公告拟出资12.28亿元参与中国出国人员服务有限公司的增资，交易完成后，公司将持有中服49%的股权。**
- **中服免税于1983年取得免税牌照，是我国最大的市内免税店运营商。**
 中服免税成立于1983年，原由国务院国有资产监督管理委员会直接管理，2010年并入国药集团，成为国药集团的全资子公司。中服免税全球范围内拥有30家免税店（含2家中标未开业）。其中市内免税店12家、机场免税店7家、边境免税店6家、港口免税店2家、离岛免税店1家、境外免税店2家。
- **收购完成后市内免税牌照得到补充。**
 中服免税是我国最大的入境人员市内免税企业，目前中服旗下12家市内免税店均面向归国人员，中免旗下市内店除哈尔滨免税店之外，其余均面向来自境外游客。收购中服有望助力中免更快的在全国范围内布局国人免税店。市内免税店建设持续得到政策支持，尤其是在当前提振消费回暖、引导海外消费回流等诸多诉求下，市内店政策的范围和力度值得期待。
- **加强境外布局，打造国际影响力。**
 2006年，中免首次在境外市场建立销售终端，中免（香港）供应有限公司在港成立，开启境外业务。2014年，中免柬埔寨吴哥免税店获批，实现了境外市内免税店的重大突破，随后又在柬埔寨陆续落地西港免税店、金边免税店。2019年澳门、香港市内免税店开业。截至目前，中国中免拥有境外市内店、机场店、邮轮免税店共9家。2023年中免竞标仁川机场等境外免税项目，国际化战略清晰，中服在日本和迪拜均设有免税店，参股中服免税境外资源有望得到整合，强化境外布局。
- **双方赋能，强化规模优势。**
 中服门店数量30家，门店数量仅次于中免，离岛免税采购端与拉格代尔合作，其余店以自采为主，中免有望参与到中服的供应链当中，进一步强化采购端的规模优势，同时也将贡献一定的批发收入。
- **本次交易为双方合作的开端，未来不排除进行下一轮的资本运作。**
 本次交易完成后，公司将持有中出服免税49%的股权，不会并入报表。但随着双方合作的逐步深入，未来也不排除会增加持股比例。
- **盈利预测与投资建议**
 国人市内免税店政策为免税行业重大催化之一，额度和适用范围都有望放宽。此次投资将强化公司在市内免税店业务的布局，与口岸、离岛免税彼此协同，巩固龙头地位。我们预计公司2023-2024年归母净利润分别为122.6、166.1亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**政策落地不及预期、交易推进缓慢。

财务摘要

| (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|---------|---------|--------|
| 营业收入 | 67676 | 54463 | 89006 | 124275 |
| (+/-) (%) | 28.67% | -19.52% | 63.42% | 39.63% |
| 归母净利润 | 9654 | 5020 | 12260 | 16609 |
| (+/-) (%) | 21.87% | -48.00% | 144.22% | 35.46% |
| 每股收益(元) | 4.67 | 2.43 | 5.93 | 8.03 |
| P/E | 39.94 | 76.80 | 31.45 | 23.21 |

资料来源: 浙商证券研究所

投资评级: 买入(维持)

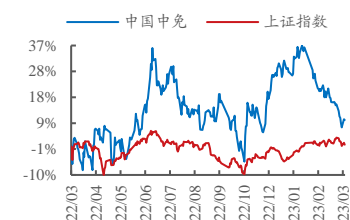
分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

分析师: 徐晴
 执业证书号: S1230521010001
 xuqing@stocke.com.cn

基本数据

| | |
|----------|------------|
| 收盘价 | ¥186.35 |
| 总市值(百万元) | 385,531.88 |
| 总股本(百万股) | 2,068.86 |

股票走势图



相关报告

- 1 《疫情、存货减值、新店开办费用等影响下，Q4归母净利润同比下滑66%》 2023.02.04
- 2 《线上占比提升、港币升值贡献汇兑收益，Q3盈利6.9亿元符合预期——中国中免2022年三季报点评》 2022.10.30
- 3 《海南利润率改善，22H1业绩超预期——中国中免2022年中报点评》 2022.09.01

表附录：三大报表预测值

资产负债表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|
| 流动资产 | 38542 | 42525 | 62257 | 84992 |
| 现金 | 16856 | 25167 | 34676 | 49027 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 106 | 186 | 335 | 384 |
| 其它应收款 | 838 | 855 | 1321 | 1778 |
| 预付账款 | 348 | 395 | 499 | 683 |
| 存货 | 19725 | 15531 | 24978 | 32616 |
| 其他 | 669 | 392 | 448 | 503 |
| 非流动资产 | 16932 | 14213 | 16188 | 18018 |
| 金额资产类 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 992 | 679 | 821 | 831 |
| 固定资产 | 1843 | 2392 | 3054 | 3767 |
| 无形资产 | 2401 | 2716 | 2736 | 2817 |
| 在建工程 | 2890 | 2860 | 3135 | 3415 |
| 其他 | 8806 | 5565 | 6442 | 7188 |
| 资产总计 | 55474 | 56738 | 78445 | 103009 |
| 流动负债 | 17136 | 14285 | 20911 | 24938 |
| 短期借款 | 411 | 351 | 393 | 385 |
| 应付款项 | 5880 | 5188 | 7687 | 10205 |
| 预收账款 | 9 | 44 | 31 | 53 |
| 其他 | 10836 | 8703 | 12799 | 14295 |
| 非流动负债 | 3546 | 1347 | 1658 | 2184 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 3546 | 1347 | 1658 | 2184 |
| 负债合计 | 20682 | 15632 | 22568 | 27122 |
| 少数股东权益 | 5173 | 6350 | 8861 | 12263 |
| 归属母公司股东权益 | 29619 | 34755 | 47016 | 63624 |
| 负债和股东权益 | 55474 | 56738 | 78445 | 103009 |

利润表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|
| 营业收入 | 67676 | 54463 | 89006 | 124275 |
| 营业成本 | 44882 | 37471 | 56519 | 75507 |
| 营业税金及附加 | 1839 | 1525 | 2280 | 3480 |
| 营业费用 | 3861 | 4451 | 8856 | 16342 |
| 管理费用 | 2250 | 2473 | 3418 | 4387 |
| 研发费用 | 0 | 218 | 312 | 373 |
| 财务费用 | (43) | (214) | (458) | (572) |
| 资产减值损失 | 522 | 1176 | 269 | 656 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 162 | 162 | 162 | 162 |
| 其他经营收益 | 279 | 188 | 228 | 232 |
| 营业利润 | 14804 | 7714 | 18201 | 24497 |
| 营业外收支 | (3) | (3) | (3) | (3) |
| 利润总额 | 14801 | 7711 | 18198 | 24494 |
| 所得税 | 2437 | 1513 | 3426 | 4484 |
| 净利润 | 12365 | 6198 | 14772 | 20010 |
| 少数股东损益 | 2711 | 1178 | 2511 | 3402 |
| 归属母公司净利润 | 9654 | 5020 | 12260 | 16609 |
| EBITDA | 15049 | 7917 | 18332 | 24498 |
| EPS (最新摊薄) | 4.67 | 2.43 | 5.93 | 8.03 |

主要财务比率

| | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|---------|---------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 28.67% | -19.52% | 63.42% | 39.63% |
| 营业利润 | 29.01% | -47.89% | 135.94% | 34.59% |
| 归属母公司净利润 | 21.87% | -48.00% | 144.22% | 35.46% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 33.68% | 31.20% | 36.50% | 39.24% |
| 净利率 | 18.27% | 11.38% | 16.60% | 16.10% |
| ROE | 31.67% | 13.23% | 25.28% | 25.21% |
| ROIC | 34.71% | 16.40% | 29.20% | 29.24% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 37.28% | 27.55% | 28.77% | 26.33% |
| 净负债比率 | 9.46% | 5.54% | 4.79% | 4.80% |
| 流动比率 | 2.25 | 2.98 | 2.98 | 3.41 |
| 速动比率 | 1.10 | 1.89 | 1.78 | 2.10 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 1.39 | 0.97 | 1.32 | 1.37 |
| 应收账款周转率 | 576.79 | 74.22 | 56.66 | 58.27 |
| 应付账款周转率 | 8.79 | 6.77 | 8.78 | 8.44 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 4.67 | 2.43 | 5.93 | 8.03 |
| 每股经营现金 | 4.03 | 4.80 | 4.93 | 7.25 |
| 每股净资产 | 15.17 | 16.80 | 22.72 | 30.75 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 39.94 | 76.80 | 31.45 | 23.21 |
| P/B | 12.28 | 11.09 | 8.20 | 6.06 |
| EV/EBITDA | 28.05 | 46.58 | 19.77 | 14.37 |

现金流量表

| (百万元) | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 经营活动现金流 | 8329 | 9936 | 10203 | 14995 |
| 净利润 | 12365 | 6198 | 14772 | 20010 |
| 折旧摊销 | 480 | 410 | 472 | 519 |
| 财务费用 | (43) | (214) | (458) | (572) |
| 投资损失 | (162) | (162) | (162) | (162) |
| 营运资金变动 | (477) | (2691) | 5287 | 2421 |
| 其它 | (3834) | 6397 | (9708) | (7222) |
| 投资活动现金流 | (2318) | (873) | (1367) | (1433) |
| 资本支出 | (1910) | (656) | (1119) | (1228) |
| 长期投资 | (116) | 222 | (109) | (1) |
| 其他 | (292) | (439) | (138) | (204) |
| 筹资活动现金流 | (3817) | (752) | 673 | 790 |
| 短期借款 | (6) | (60) | 42 | (8) |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | (3811) | (692) | 630 | 798 |
| 现金净增加额 | 2194 | 8311 | 9509 | 14351 |

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>