

## 中国中免 (601888)

### 2023 一季报点评: Q1 海南旺季助销售抬升, 汇率波动致利润低于预期

买入 (维持)

2023 年 04 月 28 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

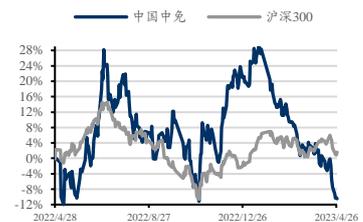
盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	54,433	92,172	119,771	147,627
同比	-20%	69%	30%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	9,466	13,334	15,701
同比	-48%	88%	41%	18%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.43	4.58	6.45	7.59
P/E (现价&最新股本摊薄)	71.88	38.20	27.12	23.03

关键词: #困境反转 #稀缺资产

#### 投资要点

- **事件:** 2023 年 4 月 27 日下午, 中国中免发布 2023 年第一季度报告。公司 2023 年一季度实现营业收入 207.69 亿元, 同比+24%; 归母净利润 23.01 亿元, 同比-10%; 扣非归母净利润 22.96 亿元, 同比-10%。
- **受益离岛免税高景气, 单季营收创新高, 收入符合预期。** 根据海口海关数据, 2023 年 Q1 海南离岛免税销售额合计 168.70 亿元, 同比+15%。根据公司经营数据披露, 2023 年 Q1 三亚凤凰机场和海口美兰机场旅客吞吐量合计 1267.9 亿人次, 同比+48%, 恢复至 2019 年同期的 95%。由于海南赴岛游景气, 2023 年 Q1 公司收入在高基数的情况下实现 24% 增长, 单季营收创新高, 符合预期。
- **美元汇率影响存货成本, 毛利率 29.0% 低于预期。** 2023 年 Q1 公司毛利率为 29.0%, 较 2022Q1 同期下滑 5.0 个百分点, 较 2021Q1 下滑 10.1 个百分点。毛利率低于预期主要原因是 2022 年 Q4 美元汇率处于高位, 当期采购的存货成本较高, 拖累 Q1 所销售货品的毛利率水平。根据免税折扣跟踪数据, 2023 年一季度线上折扣整体稳中有降, 随着三八节促销活动的结束, 3 月中旬后线上出货价持续上行。
- **毛利率下滑导致利润水平低于预期。** 2023 年 Q1 公司销售、管理及财务费用三费总计占营收比 10.5%, 其中销售费用率为 9.9%, 较 2022Q1 提高 1.2 个百分点, 主要原因系海口国际免税城投运; 财务费用率为 -1.5%, 较 2022Q1 下降 1.0 个百分点, 主要系汇兑收益所致。2023 年 Q1 公司归母净利率为 11.1%, 较 2022Q1 下滑 4.2 个百分点, 较 2021Q1 下滑 4.6 个百分点, 毛利率下滑导致归母净利率下滑, 利润水平低于预期。
- **盈利预测与投资评级:** 海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固, 随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营, 公司将重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑 2023 年成本端上涨超预期及供应链问题导致毛利率低于预期, 下调公司 2023-2025 年盈利预期, 归母净利润分别为 94.66/133.34/157.01 亿元 (前值 123.27/151.33/184.83 亿元), 对应 PE 38/27/23 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、海南自贸港建设进度不及预期、行业竞争加剧的风险等。

#### 股价走势



#### 市场数据

收盘价(元)	161.60
一年最低/最高价	155.18/239.99
市净率(倍)	6.61
流通 A 股市值(百万元)	315,520.05
总市值(百万元)	334,327.62

#### 基础数据

每股净资产(元,LF)	24.44
资产负债率(% ,LF)	29.53
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

#### 相关研究

《中国中免(601888): LV、DIOR 即将入驻三亚海棠湾, 重奢品牌矩阵再扩张》

2023-04-16

《中国中免(601888): 2022 年报点评: Q4 经营承压, 需求复苏将迎高增长【勘误版】》

2023-03-31

## 中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	<b>57,205</b>	<b>65,403</b>	<b>88,204</b>	<b>106,667</b>	<b>营业总收入</b>	<b>54,433</b>	<b>92,172</b>	<b>119,771</b>	<b>147,627</b>
货币资金及交易性金融资产	26,892	37,997	49,520	68,362	营业成本(含金融类)	38,982	64,520	79,408	98,910
经营性应收款项	549	361	305	516	税金及附加	1,215	2,120	2,755	3,395
存货	27,926	25,040	35,122	34,713	销售费用	4,032	10,517	16,049	19,561
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,209	2,437	2,898	3,454
其他流动资产	1,838	2,005	3,258	3,076	研发费用	39	0	0	0
<b>非流动资产</b>	<b>18,702</b>	<b>18,718</b>	<b>18,716</b>	<b>18,697</b>	财务费用	220	219	907	688
长期股权投资	1,970	1,970	1,970	1,970	加:其他收益	296	401	338	266
固定资产及使用权资产	7,521	6,839	6,240	5,824	投资净收益	162	286	371	413
在建工程	1,852	2,652	3,352	3,852	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,458	2,455	2,452	2,449	减值损失	-584	-794	-790	-788
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	9	7	10	12
长期待摊费用	1,102	1,052	1,002	952	<b>营业利润</b>	<b>7,619</b>	<b>12,259</b>	<b>17,682</b>	<b>21,521</b>
其他非流动资产	2,977	2,927	2,877	2,827	营业外净收支	-3	-10	-7	-7
<b>资产总计</b>	<b>75,908</b>	<b>84,121</b>	<b>106,920</b>	<b>125,364</b>	<b>利润总额</b>	<b>7,617</b>	<b>12,249</b>	<b>17,675</b>	<b>21,514</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,480</b>	<b>17,535</b>	<b>26,040</b>	<b>27,042</b>	减:所得税	1,429	1,960	3,181	3,873
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,608	2,608	2,608	2,608	<b>净利润</b>	<b>6,188</b>	<b>10,289</b>	<b>14,493</b>	<b>17,642</b>
经营性应付款项	7,692	3,820	9,436	7,076	减:少数股东损益	1,158	823	1,159	1,941
合同负债	1,506	1,936	2,382	2,967	<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,030</b>	<b>9,466</b>	<b>13,334</b>	<b>15,701</b>
其他流动负债	5,675	9,172	11,614	14,392	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.43	4.58	6.45	7.59
非流动负债	4,300	4,300	4,300	4,300	EBIT	7,668	12,972	18,988	22,560
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509	EBITDA	9,105	14,334	20,267	23,656
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.39	30.00	33.70	33.00
租赁负债	1,738	1,738	1,738	1,738	归母净利率(%)	9.24	10.27	11.13	10.64
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	-19.57	69.33	29.94	23.26
<b>负债合计</b>	<b>21,780</b>	<b>21,834</b>	<b>30,340</b>	<b>31,342</b>	归母净利润增长率(%)	-47.89	88.17	40.87	17.75
归属母公司股东权益	48,573	55,910	69,043	84,544					
少数股东权益	5,554	6,377	7,537	9,477					
<b>所有者权益合计</b>	<b>54,127</b>	<b>62,287</b>	<b>76,580</b>	<b>94,022</b>					
<b>负债和股东权益</b>	<b>75,908</b>	<b>84,121</b>	<b>106,920</b>	<b>125,364</b>					

现金流量表(百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-3,415	14,458	12,755	19,831	每股净资产(元)	23.48	27.02	33.37	40.87
投资活动现金流	-3,807	-1,094	-903	-659	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	15,455	-129	-129	-129	ROIC(%)	12.31	16.75	20.41	20.07
现金净增加额	9,106	13,235	11,523	18,843	ROE-摊薄(%)	10.36	16.93	19.31	18.57
折旧和摊销	1,437	1,361	1,279	1,096	资产负债率(%)	28.69	25.96	28.38	25.00
资本开支	-2,991	-1,380	-1,274	-1,072	P/E(现价&最新股本摊薄)	71.88	38.20	27.12	23.03
营运资本变动	-11,636	2,168	-3,562	594	P/B(现价)	7.44	6.47	5.24	4.28

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所  
苏州工业园区星阳街 5 号  
邮政编码：215021  
传真：（0512）62938527  
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

