

## 中国中免(601888.SH)

## 业务稳步恢复，期待盈利能力进一步改善

## 推荐 (维持)

股价:161.6元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.30%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通A股(百万股)	1,952
流通B/H股(百万股)	116
总市值(亿元)	3,333
流通A股市值(亿元)	3,155
每股净资产(元)	24.44
资产负债率(%)	29.5

## 行情走势图



## 相关研究报告

【平安证券】中国中免(601888.SH)\*年报点评\*持续强化内功，丰富货品、优化渠道，疫后复苏可期\*推荐20230331

【平安证券】中国中免(601888.SH)\*季报点评\*疫情扰动下业绩短期承压，看好长期发展\*推荐20221029

## 证券分析师

易永坚 投资咨询资格编号  
S1060520050001  
YIYONGJIAN176@pingan.com.cn

徐熠雯 投资咨询资格编号  
S1060522070002  
xuyiwen393@pingan.com.cn



## 事项:

公司发布2023年一季报，23Q1实现营收/归母净利润207.69/23.01亿元，同比+23.76%/-10.25%。

## 平安观点:

- **营收增速近24%，毛利率环比改善。**23Q1公司实现营收207.69亿元，同比增长23.76%，在客流恢复渐进、旺季窗口期较短（元旦与春节间隔较近）的情况下仍实现较好增长。Q1公司毛利率29.00%，折扣力度环比收窄但同比仍未恢复，叠加汇率波动致成本上升，毛利率同比-5pct，但环比+8.01pct，逐季改善。Q1公司销售/管理/财务费用率分别为9.86%/2.15%/-1.49%，同比+1.15/-0.42/-1.02pct，销售费率提升主要系上年存在机场租金减免。Q1公司实现归母净利润23.01亿元，同比-10.25%，归母净利率11.08%，同比-4.20pct，若剔除租金减免及供应商返利等因素影响，Q1归母净利润同比基本持平。
- **经营持续恢复，积极有序推进新项目。**1) 据海南省文旅厅，23Q1海南接待游客总人数2737万人次，同比增长22.5%，恢复渐进。公司主力门店海棠湾店销售良好，新海港新店快速爬坡，随着更多品牌店铺开业，客流、客单价有望继续攀升。同时公司积极准备迎接口岸免税恢复，品牌店铺升级优化，随国际客流回升有望带来新增量。2) 品牌合作不断加深，各渠道门店持续引进高端品牌，推动公司产品结构持续优化，Q1精品、腕表珠宝等品类增速超过40%、占比进一步提升。此外，海棠湾二期新进重奢品牌，预计年内开业运营，有望进一步吸引客流。3) 新项目方面，海棠湾一期二号地有序推进，定位全球最大香化馆，计划今年国庆前开业；三亚凤凰机场法式花园项目进入审批阶段；与太古合作的海棠湾三期项目按计划推进建设，将对海棠湾大项目构成差异性补充。此外，公司积极布局市内免税及海外市场，此前公告拟收购中服49%股权，并把握一带一路及国人热门旅游目的地市场机会，持续拓展内生及外延发展空间。

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	88,026	115,683	146,280
YOY(%)	28.7	-19.6	61.7	31.4	26.4
净利润(百万元)	9,654	5,030	12,203	16,436	20,778
YOY(%)	57.2	-47.9	142.6	34.7	26.4
毛利率(%)	33.7	28.4	35.5	38.4	40.4
净利率(%)	14.3	9.2	13.9	14.2	14.2
ROE(%)	32.6	10.4	21.0	23.1	23.7
EPS(摊薄/元)	4.67	2.43	5.90	7.94	10.04
P/E(倍)	34.6	66.5	27.4	20.3	16.1
P/B(倍)	11.3	6.9	5.7	4.7	3.8

- **盈利预测及投资建议：**公司是国内免税行业绝对龙头，先发优势、规模优势显著，供应链及渠道壁垒深厚。现阶段疫情影响逐渐消除，海南及出入境客流逐步回暖，叠加免税利好政策相继落地，公司业绩有望持续改善。基于Q1业绩，预计公司23-25年收入880亿元、1157亿元、1463亿元（维持原预测），归母净利润122亿元、164亿元、208亿元（维持原预测），EPS分别为5.90元、7.94元、10.04元，对应PE分别为27x、20x、16x，维持“推荐”评级。
- **风险提示：**1) 新冠疫情持续或反复、客流量不及预期；2) 免税政策变动风险；3) 关税及进口环节税持续下降、免税价格优势削弱风险；4) 招商不及预期风险。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	57205	77228	101502	130558
现金	26892	43408	58921	78297
应收票据及应收账款	151	199	262	331
其他应收款	862	1312	1725	2181
预付账款	398	508	668	844
存货	27926	30829	38650	47289
其他流动资产	975	972	1277	1615
<b>非流动资产</b>	18702	16444	14138	12334
长期投资	1970	2084	2197	2310
固定资产	7521	6603	5636	4622
无形资产	2458	2049	1639	1230
其他非流动资产	6753	5709	4665	4172
<b>资产总计</b>	75908	93672	115640	142891
<b>流动负债</b>	17480	23934	30176	37079
短期借款	1932	0	0	0
应付票据及应付账款	7679	8837	11078	13555
其他流动负债	7869	15097	19097	23524
<b>非流动负债</b>	4300	3076	1919	925
长期借款	4247	3023	1866	872
其他非流动负债	53	53	53	53
<b>负债合计</b>	21780	27010	32095	38004
少数股东权益	5554	8413	12264	17132
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17486	17486	17486	17486
留存收益	29018	38694	51726	68200
<b>归属母公司股东权益</b>	48573	58249	71281	87755
<b>负债和股东权益</b>	75908	93672	115640	142891

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	-4281	22364	20083	24571
净利润	6188	15062	20287	25646
折旧摊销	572	2371	2420	1917
财务费用	220	95	-61	-174
投资损失	-162	-114	-114	-114
营运资金变动	-11636	4879	-2519	-2776
其他经营现金流	537	70	70	70
<b>投资活动现金流</b>	-3807	-70	-70	-70
资本支出	3002	0	0	0
长期投资	-875	0	0	0
其他投资现金流	-5933	-70	-70	-70
<b>筹资活动现金流</b>	15455	-5779	-4501	-5124
短期借款	1521	-1932	0	0
长期借款	760	-1223	-1157	-995
其他筹资现金流	13174	-2623	-3344	-4130
<b>现金净增加额</b>	8240	16516	15513	19376

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业收入</b>	54433	88026	115683	146280
营业成本	38982	56818	71232	87154
税金及附加	1215	1965	2583	3266
营业费用	4032	6602	11568	17554
管理费用	2209	3080	4047	5118
研发费用	39	21	28	35
财务费用	220	95	-61	-174
资产减值损失	-591	-1042	-1369	-1731
信用减值损失	7	4	5	6
其他收益	296	263	263	263
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	162	114	114	114
资产处置收益	9	3	3	3
<b>营业利润</b>	7619	18787	25301	31983
营业外收入	13	11	11	11
营业外支出	15	21	21	21
<b>利润总额</b>	7617	18778	25292	31973
所得税	1429	3716	5005	6327
<b>净利润</b>	6188	15062	20287	25646
少数股东损益	1158	2859	3851	4868
<b>归属母公司净利润</b>	5030	12203	16436	20778
EBITDA	8409	21245	27651	33717
EPS (元)	2.43	5.90	7.94	10.04

## 主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	-19.6	61.7	31.4	26.4
营业利润(%)	-48.5	146.6	34.7	26.4
归属于母公司净利润(%)	-47.9	142.6	34.7	26.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	28.4	35.5	38.4	40.4
净利率(%)	9.2	13.9	14.2	14.2
ROE(%)	10.4	21.0	23.1	23.7
ROIC(%)	22.2	39.0	57.7	67.0
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	28.7	28.8	27.8	26.6
净负债比率(%)	-38.3	-60.6	-68.3	-73.8
流动比率	3.3	3.2	3.4	3.5
速动比率	1.6	1.9	2.0	2.2
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	359.8	441.7	441.7	441.7
应付账款周转率	5.1	6.4	6.4	6.4
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	2.43	5.90	7.94	10.04
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.07	10.81	9.71	11.88
每股净资产(最新摊薄)	23.48	28.16	34.45	42.42
<b>估值比率</b>				
P/E	66.5	27.4	20.3	16.1
P/B	6.9	5.7	4.7	3.8
EV/EBITDA	52.0	14.6	10.9	8.6

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）

推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）

中性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在±10%之间）

回避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

### 行业投资评级:

强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）

中性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在±5%之间）

弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司2023版权所有。保留一切权利。

# 平安证券

平安证券研究所

电话:4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023号平安金融中心B座25层

上海

上海市陆家嘴环路 1333号平安金融大厦26楼

北京

北京市丰台区金泽西路4号院1号楼丽泽平安金融中心B座25层