

Q1 边际回暖，期待利润率回归正轨

中国中免(601888)

推荐(维持)

核心观点:

事件:

公司发布 2023 年一季度报告，公司 1Q23 实现营业收入 207.7 亿元/同比+24%；实现归母净利 23 亿元/同比-10.3%。

● 出行复苏驱动公司免税销售回暖

受益于疫情管控解除，国内出入境口岸、海南旅游客流回升，驱动公司销售回暖，其中 2023Q1 海南海口、三亚机场旅客吞吐量各同比+51%、46%，驱动 Q1 离岛免税销售增速回升。其中，海口海关监管口径实现销售金额 169 亿元/同比+14.6%，商务厅口径下同比增速超 20%。公司作为海南离岛免税最大运营商，Q1 离岛免税销售随市场整体回暖。

● 毛利率环比改善，盈利能力仍待后续季度修复

公司 Q1 毛利率 29%/环比+8.0pct，主要受益于线下客流恢复后有税/免税商品结构改善+公司持续收紧折扣。但 Q1 毛利率同比 22 年仍下滑 5pct，Q1 净利润率则为 11.1%/同比-4.2pct，主要因：(1) Q1 所销商品为 22 年美元汇率较高时采购，导致成本上升；(2) 精品采购储备不足，高毛利 SKU 占比有所下滑；(3) 枢纽机场租金增加，但客流尚未完全恢复，带动销售费用率上行。整体而言，我们认为 Q1 公司盈利能力有所恢复，但较正常水平仍有距离，后续供应链、机场客流等因素随时间推移或有望逐步改善，整体盈利能力有望于后续季度回归正轨。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2023-25 年归母净利各为 110、144、173 亿元，对应 PE 各为 30X、23X、19X。预计随后续精品供应改善、线下客流进一步修复，公司经营有望逐季好转。中长期公司成长看点仍多，国人市内免税政策，海南商业综合体、品牌结构改善均有望进一步打开成长空间，当前预测市盈率已回落至历史均值 30X 附近，维持“推荐”评级。

风险提示：疫情反复；自然灾害等不可控因素；新项目爬坡低于预期。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54432.85	89558.70	115118.11	128942.33
收入增长率%	-19.57	64.53	28.54	12.01
归母净利润(百万元)	5030.38	10976.12	14413.35	17340.10
利润增速%	-47.89	118.20	31.32	20.31
毛利率%	28.39	33.68	35.00	36.00
摊薄 EPS(元)	2.43	5.31	6.97	8.38
PE	66.21	30.34	23.11	19.21
PB	6.86	5.59	4.50	3.65
PS	6.12	3.72	2.89	2.58

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

分析师

顾熹闽

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2023-04-28

A 股收盘价(元)	160.98
股票代码	601888
A 股一年内最高价(元)	232.93
A 股一年内最低价(元)	160.00
上证指数	3,323.27
市盈率	69.9
总股本(万股)	206,886
实际流通 A 股(万股)	195,248
流通 A 股市值(亿元)	3,143

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

公司跟踪_中国中免(601888.SH): Q3 基本面拐点确立，盈利改善+产能扩张有望释放成长动力

公司财务预测表

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	57205.48	80482.42	105048.71	130263.88	营业收入	54432.85	89558.70	115118.11	128942.33
现金	26891.70	61659.12	69295.64	100408.88	营业成本	38981.84	59395.27	74826.77	82523.09
应收账款	151.30	252.36	235.06	343.81	营业税金及附加	1215.24	2328.53	2993.07	3352.50
其它应收款	862.36	1353.26	1763.57	1807.28	营业费用	4032.03	8060.28	11511.81	12894.23
预付账款	398.17	517.82	665.60	765.47	管理费用	2209.18	2776.32	4259.37	4126.15
存货	27926.48	15724.39	32113.36	25962.97	财务费用	220.28	-691.20	-1696.35	-1881.22
其他	975.47	975.47	975.47	975.47	资产减值损失	-590.69	-895.59	-1151.18	-1289.42
非流动资产	18702.12	18702.12	18702.12	18702.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1970.10	1970.10	1970.10	1970.10	投资净收益	162.49	447.79	575.59	644.71
固定资产	5434.01	5434.01	5434.01	5434.01	营业利润	7619.45	17599.94	23108.32	27798.62
无形资产	2458.04	2458.04	2458.04	2458.04	营业外收入	12.59	10.00	10.00	10.00
其他	8839.98	8839.98	8839.98	8839.98	营业外支出	15.12	20.00	20.00	20.00
资产总计	75907.60	99184.54	123750.83	148966.00	利润总额	7616.92	17589.94	23098.32	27788.62
流动负债	17480.32	26685.31	32772.94	35757.21	所得税	1428.67	3517.99	4619.66	5557.72
短期借款	1932.23	2689.66	3447.10	4459.02	净利润	6188.25	14071.95	18478.66	22230.90
应付账款	7659.78	8772.11	12463.62	12507.46	少数股东损益	1157.87	3095.83	4065.30	4890.80
其他	7888.31	15223.53	16862.22	18790.73	归属母公司净利润	5030.38	10976.12	14413.35	17340.10
非流动负债	4299.87	4299.87	4299.87	4299.87	EBITDA	9105.45	17356.53	21987.56	26562.12
长期借款	2508.98	2508.98	2508.98	2508.98	EPS (元)	2.43	5.31	6.97	8.38
其他	1790.89	1790.89	1790.89	1790.89					
负债合计	21780.19	30985.18	37072.81	40057.08	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	5554.01	8649.84	12715.15	17605.94	营业收入	-19.57%	64.53%	28.54%	12.01%
归属母公司股东权益	48573.40	59549.53	73962.88	91302.98	营业利润	-48.53%	130.99%	31.30%	20.30%
负债和股东权益	75907.60	99184.54	123750.83	148966.00	归属母公司净利润	-47.89%	118.20%	31.32%	20.31%
					毛利率	28.39%	33.68%	35.00%	36.00%
					净利率	9.24%	12.26%	12.52%	13.45%
					ROE	10.36%	18.43%	19.49%	18.99%
					ROIC	10.22%	18.32%	18.51%	17.96%
					资产负债率	28.69%	31.24%	29.96%	26.89%
					净负债比率	40.24%	45.43%	42.77%	36.78%
					流动比率	3.27	3.02	3.21	3.64
					速动比率	1.60	2.37	2.18	2.87
					总资产周转率	0.72	0.90	0.93	0.87
					应收帐款周转率	359.77	354.88	489.74	375.04
					应付帐款周转率	7.11	10.21	9.24	10.31
					每股收益	2.43	5.31	6.97	8.38
					每股经营现金	-1.65	16.28	3.13	14.34
					每股净资产	23.48	28.78	35.75	44.13
					P/E	66.21	30.34	23.11	19.21
					P/B	6.86	5.59	4.50	3.65
					EV/EBITDA	46.88	16.07	12.38	9.11
					P/S	6.12	3.72	2.89	2.58

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

顾嘉闽,

本人承诺,以勤勉的执业态度,独立、客观地出具本报告,本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月,行业指数(或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数)相对于基准指数(交易所指数或市场中主要的指数)

推荐:行业指数超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐:行业指数超越基准指数平均回报。

中性:行业指数与基准指数平均回报相当。

回避:行业指数低于基准指数平均回报 10%及以上。

公司评级体系

推荐:指未来 6-12 个月,公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报 20%及以上。

谨慎推荐:指未来 6-12 个月,公司股价超越分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报 10% - 20%。

中性:指未来 6-12 个月,公司股价与分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报相当。

回避:指未来 6-12 个月,公司股价低于分析师(或分析师团队)所覆盖股票平均回报 10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司(以下简称银河证券)向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者,为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理,完成投资者适当性匹配,并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户投资咨询建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的,所载内容及观点客观公正,但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断,银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告,但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接,对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接,银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分,客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明,所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可,任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

深广地区: 苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区: 何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区: 唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn