

中国中免(601888)

报告日期: 2023年04月27日

23Q1 归母净利润 23 亿，利润率有望逐步回归

——中国中免点评报告

投资要点

- 事件:** 中国中免发布 2023 年一季度报告, 公司 2023Q1 实现营业收入 207.7 亿元, 同比+23.76%; 实现归母净利润 23 亿元, 同比-10.3%。
- 出行复苏, 离岛免税显回暖。** 2023Q1, 凤凰、美兰两场旅客吞吐量分别同比+51%、46%, 免税销售额随之回暖。2023Q1, 公司实现营业收入 207.69 亿元, 同比增长 23.76%、环比增长 37.83%。从 4 月 1 日起, “担保即提”、“即购即提”提货方式政策落地, 这将给购物旅客带来更加便捷、多元的选择, 有利于销售额持续向好发展。
- 毛利率环比改善, 未来仍有较大提升空间。** 23Q1 毛利率 29%, 环比+0.61pct, 环比改善主要由于年初至今折扣促销略有收窄。毛利率同比-5pct, 主要由于: 1) 折扣力度与去年同期相比仍然较大; 2) 汇率等素导致进货成本高于去年同期; 3) 疫情管控实施乙类乙管初期供应链储备不足, 部分高毛利率商品存在供货紧张的情况, 影响了毛利率表现。随着供应链优化, 腕表等高毛利率商品占比有望提升, 同时品牌方折扣控制导向较为明确, 预计未来毛利率会持续回升。
- 销售费用率略有上升, 其他费用管控得当。** 23Q1 管理费用和财务费用控制良好, 管理费用率 2.15%, 同比-0.42pct, 财务费用-3.1 亿元, 主要由于 23Q1 人民币升值而带来汇兑收益。23Q1 销售费用率 9.86%, 同比+1.2pct。主要由于: 1) 新海港前期开办费用计提; 2) 机场店处于爬坡阶段, 计提租金费用有所增加。
- 利润率较低由较多短期因素导致, 无碍长期成长性。** 23Q1 净利率 11.87%, 同比-5.5pct。利润率较低主要由折扣促销、高客单价产品供应不足以及新渠道(新海港、主要机场渠道)仍在利润率爬坡期等短期因素导致。中长期维度来看: 1) 公司规模优势突出, 引进品牌近 900 个, 今年以来与多个高奢品牌接洽, 有助于改善年初供应链紧张情况, 实现品类结构的优化。同时, 通过 SKU 级的定价策略有望更加精细化的平衡收入和利润; 2) 随着国际航班增加、国际客流回暖, 核心机场渠道销售额有望快速恢复; 3) 美兰 T2 高奢品牌持续推进、凤凰机场法式花园项目有望近期开业, 给公司带来新业务增量; 4) 河心岛、海棠湾三期项目顺利推进, 有望与现有项目产生积极联动; 5) 参股中服免税, 若市内店政策有所推进, 双方有望各取所长, 扩大业务版图。同时, 借助资本运作, 海外扩张有望顺利落地。公司作为全球免税龙头, 立足海外消费回流, 中长期成长动能充足。
- 投资建议:** 鉴于新海港、机场等渠道仍在爬坡期, 我们略下调公司的盈利预测, 我们预计公司 2023-2025 年分别实现归母净利润 85 亿元、122 亿元、145 亿元, 当前股价对应 2023、2024 年 PE 分别为 39 倍、27 倍, 下调至“增持”评级。
- 风险提示:** 行业竞争加剧、租金谈判不及预期、消费力恢复不及预期。

投资评级: 增持(下调)

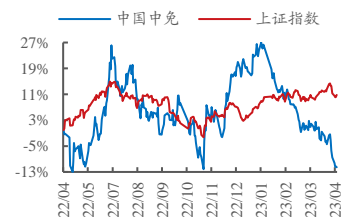
分析师: 李丹
 执业证书号: S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

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

基本数据

收盘价	¥ 161.60
总市值(百万元)	334,327.62
总股本(百万股)	2,068.86

股票走势图



相关报告

- 1 《22Q4 归母净利润 4 亿元, 2023 新开局值得期待》 2023.03.31
- 2 《收购中服 49% 股权, 免税版图再下一城》 2023.03.15
- 3 《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

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	96770	133927	161656
(+/-) (%)	-19.57%	77.78%	38.40%	20.70%
归母净利润	5030	8534	12202	14519
(+/-) (%)	-47.89%	69.64%	42.99%	18.99%
每股收益(元)	2.43	4.12	5.90	7.02
P/E	66.46	39.18	27.40	23.03

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57205	73349	91115	112259
现金	26892	33339	36307	43872
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	1243	1090	921
其它应收款	861	1440	1923	2428
预付账款	398	580	789	965
存货	27926	36103	50242	63280
其他	977	643	763	794
非流动资产	18702	19784	22380	23695
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1970	1251	1404	1542
固定资产	5434	6775	8416	10299
无形资产	2458	2375	2318	2272
在建工程	1852	1869	1790	1382
其他	6988	7514	8453	8200
资产总计	75908	93133	113495	135954
流动负债	17480	24156	29242	34597
短期借款	1932	920	1088	1313
应付款项	7679	10348	14303	17810
预收账款	13	15	24	31
其他	7856	12872	13827	15442
非流动负债	4300	4315	4890	4501
长期借款	2509	2509	2509	2509
其他	1791	1806	2381	1992
负债合计	21780	28470	34132	39098
少数股东权益	5554	7556	10055	13029
归属母公司股东权益	48573	57107	69309	83828
负债和股东权益	75908	93133	113495	135954

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3415)	8199	4702	9735
净利润	6188	10535	14701	17493
折旧摊销	572	712	831	982
财务费用	220	(195)	(184)	(209)
投资损失	(162)	(162)	(162)	(162)
营运资金变动	(733)	4922	3604	4049
其它	(9500)	(7612)	(14087)	(12418)
投资活动现金流	(3807)	(1005)	(2329)	(2419)
资本支出	(2553)	(1752)	(2071)	(2125)
长期投资	(1169)	818	(156)	(169)
其他	(85)	(71)	(102)	(125)
筹资活动现金流	15455	(746)	595	249
短期借款	1521	(1012)	168	226
长期借款	2509	0	0	0
其他	11425	266	427	23
现金净增加额	8233	6448	2968	7564

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	96770	133927	161656
营业成本	38982	66538	88742	104013
营业税金及附加	1215	2710	2795	3071
营业费用	4032	9677	18750	25865
管理费用	2209	4034	5585	6790
研发费用	39	387	469	485
财务费用	220	(195)	(184)	(209)
资产减值损失	584	1176	412	724
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	305	272	288	288
营业利润	7619	12878	17808	21367
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	7617	12875	17806	21364
所得税	1429	2340	3105	3872
净利润	6188	10535	14701	17493
少数股东损益	1158	2002	2499	2974
归属母公司净利润	5030	8534	12202	14519
EBITDA	8033	13398	18356	21996
EPS (最新摊薄)	2.43	4.12	5.90	7.02

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-19.57%	77.78%	38.40%	20.70%
营业利润	-51.92%	69.01%	38.28%	19.98%
归属母公司净利润	-47.89%	69.64%	42.99%	18.99%
获利能力				
毛利率	28.39%	31.24%	33.74%	35.66%
净利率	11.37%	10.89%	10.98%	10.82%
ROE	11.31%	14.37%	16.94%	16.48%
ROIC	10.94%	16.47%	18.98%	19.04%
偿债能力				
资产负债率	28.69%	30.57%	30.07%	28.76%
净负债比率	23.49%	14.65%	13.43%	11.83%
流动比率	3.27	3.04	3.12	3.24
速动比率	1.67	1.54	1.40	1.42
营运能力				
总资产周转率	0.83	1.14	1.30	1.30
应收账款周转率	423.13	75.29	52.54	54.69
应付账款周转率	5.76	7.39	7.21	6.49
每股指标(元)				
每股收益	2.43	4.12	5.90	7.02
每股经营现金	-1.65	3.96	2.27	4.71
每股净资产	23.48	27.60	33.50	40.52
估值比率				
P/E	66.46	39.18	27.40	23.03
P/B	6.88	5.85	4.82	3.99
EV/EBITDA	53.68	23.47	17.16	14.10

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>