

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国中免(601888.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中国中免(601888.SH) 23H1 业绩快报点评: 符合预期, 销售与盈利能力有望持续改善

2023年7月9日

事件: 中国中免公告 23H1 业绩快报: 1) 23H1 实现营收 358.58 亿元/同比+30%, 实现归母净利润 38.64 亿元/同比-2%, 实现归母净利率 10.78%/同比-3.5pct, 实现扣非后归母净利润 38.53 亿元/同比-2%; 2) 23Q2 实现营收 150.89 亿元/同比+39%, 环比-27%, 实现归母净利润 15.63 亿元/同比+14%, 环比-32%, 实现归母净利率 10.36%/同比-2.3pct, 环比-0.7pct, 实现扣非后归母净利润 15.57 亿元/同比+14%, 环比-32%。

收入端受供需双向压力拖累环比下滑: 23Q2 营收 150.89 亿元, 拆分来看, 我们预计海南板块贡献收入约 100 亿元, Q2 作为海南旅游淡季, 叠加消费力偏弱、折扣力度收窄、出境游分流、打击代购等因素影响下, 需求端显著承压, 同时, 畅销品供给问题或亦对销售有所拖累, 23Q2 海南板块收入预计环比下滑超 30%; 我们预计日上上海贡献收入约 40 亿元, 环比基本持平, 机场免税线下收入有望随出入境恢复而逐季增加。

折扣力度收窄+汇率影响收窄推动毛利率环比改善: 23Q2 毛利率约 32.67%, 环比+3.67pct, 海南免税及日上上海折扣力度持续收窄, 更新会员体系亦使得促销力度有所下降, 我们预计折扣力度的环比收窄贡献 2-3pct, 此外, 23Q1 人民币环比升值, 我们预计汇率反映到成本端亦对 Q2 毛利率环比改善有所推动, 但当前人民币汇率进一步承压, 或对后续采购成本有一定影响。

海南板块收入占比下滑、机场租金提升或为导致盈利能力环比有所下滑的主要原因: 23Q2 归母净利率 10.36%, 环比-0.72pct, 毛利率环比提升而净利率略有下滑, 我们预计主要因为净利率更高的海南板块收入占比下滑, 以及线下机场免税门店加速复工叠加出入境客流持续恢复带来的机场租金环比提升所致, 23Q2 营业利润率 11.89%, 环比-3.30pct。

展望全年, 我们看好中免收入及盈利能力的持续改善:

1) 收入端来看, 随着暑期旅游旺季来临, 销售端的环比提振值得期待; 此外, 我们认为, 市内免税政策的有望加速推出、三亚海棠湾一期 2 号地新增面积+河心岛两大顶奢品牌的即将开业、新海港销售爬坡及消费力有望恢复, 亦有望共同助力中免销售额重回增长通道;

2) 利润端来看, 当前中免毛利率对比疫情前仍有较高提升空间, 随着外资香化品牌价格体系在全渠道的回升、中免对于会员权益的下调及折扣力度的收窄, 我们坚定看好公司盈利能力的逐季提升; 同时, 我们认为, 受国际客流恢复进程影响, 机场租金的下调或仍有探讨空间。

投资建议: 中免作为免税行业龙头, 有望享受海外消费回流和免税政策红利, 逐步兑现业绩。 考虑到当前宏观经济及人民币汇率等因素影响, 我们下调公司 2023-2025 年归母净利润分别至 75.22、105.76、131.84 亿元, 对应 7 月 7 日收盘价 PE 分别 30、21、17X, 维持“买入”评级。

风险因素：政策风险，市场竞争加剧，客流及销售不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,676	54,433	75,151	94,204	115,534
增长率 YoY %	28.7%	-19.6%	38.1%	25.4%	22.6%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	5,030	7,522	10,576	13,184
增长率 YoY%	57.2%	-47.9%	49.5%	40.6%	24.7%
毛利率%	33.7%	28.4%	32.8%	34.5%	35.2%
净资产收益率ROE%	32.6%	10.4%	13.8%	16.8%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	3.64	5.11	6.37
市盈率 P/E(倍)	23.50	45.10	30.16	21.45	17.21
市净率 P/B(倍)	7.66	4.67	4.16	3.60	3.08

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年7月7日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,542	57,205	61,934	72,677	85,506
货币资金	16,856	26,892	36,127	39,571	51,488
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	106	151	174	182	204
预付账款	348	398	474	494	634
存货	19,725	27,926	23,367	30,161	30,915
其他	1,507	1,838	1,791	2,269	2,265
非流动资产	16,932	18,702	21,062	21,271	21,439
长期股权投资	992	1,970	2,170	2,370	2,570
固定资产(合计)	1,843	5,434	8,285	9,768	10,983
无形资产	2,401	2,458	3,308	3,278	3,298
其他	11,696	8,840	7,299	5,855	4,588
资产总计	55,474	75,908	82,997	93,948	106,945
流动负债	17,136	17,480	18,012	19,794	21,487
短期借款	411	1,932	2,032	2,132	2,232
应付票据	0	19	20	24	26
应付账款	5,880	7,660	7,768	8,010	8,216
其他	10,845	7,869	8,191	9,627	11,014
非流动负债	3,546	4,300	3,800	3,500	3,200
长期借款	0	2,509	2,009	1,709	1,409
其他	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
负债合计	20,682	21,780	21,812	23,294	24,687
少数股东权益	5,173	5,554	6,594	7,603	8,659
归属母公司股东权益	29,619	48,573	54,591	63,052	73,599
益					
负债和股东权益	55,474	75,908	82,997	93,948	106,945

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	75,151	94,204	115,534
同比(%)	28.7%	-19.6%	38.1%	25.4%	22.6%
归属母公司净利润	9,654	5,030	7,522	10,576	13,184
同比(%)	57.2%	-47.9%	49.5%	40.6%	24.7%
毛利率(%)	33.7%	28.4%	32.8%	34.5%	35.2%
ROE%	32.6%	10.4%	13.8%	16.8%	17.9%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	3.64	5.11	6.37
P/E	23.50	45.10	30.16	21.45	17.21
P/B	7.66	4.67	4.16	3.60	3.08
EV/EBITDA	25.87	46.88	15.72	11.82	9.39

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	75,151	94,204	115,534
营业成本	44,882	38,982	50,492	61,744	74,889
营业税金及附加	1,839	1,215	2,043	2,560	3,140
销售费用	3,861	4,032	9,353	12,435	16,408
管理费用	2,250	2,209	2,630	3,297	4,044
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	-43	220	110	-98	-144
减值损失合计	-499	-591	-601	-754	-578
投资净收益	162	162	100	100	100
其他	256	312	75	94	116
营业利润	14,804	7,619	10,096	13,706	16,835
营业外收支	-3	-3	5	5	5
利润总额	14,801	7,617	10,101	13,711	16,840
所得税	2,437	1,429	1,540	2,127	2,599
净利润	12,365	6,188	8,562	11,584	14,241
少数股东损益	2,711	1,158	1,040	1,008	1,057
归属母公司净利润	9,654	5,030	7,522	10,576	13,184
润					
EBITDA	16,120	9,105	12,548	16,374	19,320
EPS(当年)(元)	4.94	2.53	3.64	5.11	6.37

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,329	-3,415	15,514	8,238	17,221
净利润	12,365	6,188	8,562	11,584	14,241
折旧摊销	1,522	1,437	1,840	2,112	2,152
财务费用	206	86	279	263	252
投资损失	-16	-162	-162	-100	-100
营运资金变动	-6,494	-11,636	4,337	-6,370	103
其它	893	671	596	749	573
投资活动现金流	-2,318	-3,807	-4,095	-2,215	-2,215
资本支出	-2,153	-2,991	-3,995	-2,115	-2,115
长期投资	-188	-875	-200	-200	-200
其他	24	59	100	100	100
筹资活动现金流	-3,817	15,455	-2,183	-2,578	-3,089
吸收投资	51	16,121	0	0	0
借款	0	4,010	-400	-200	-200
支付利息或股息	-3,431	-3,676	-1,783	-2,378	-2,889
现金流净增加额	1,998	9,106	9,235	3,444	11,917

研究团队简介

刘嘉仁，社服&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	赵岚琦	15690170171	zhaolanqi@cindasc.com
华北区销售	张斓夕	18810718214	zhanglanxi@cindasc.com
华北区销售	王哲毓	18735667112	wangzheyu@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com



华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	王爽	18217448943	wangshuang3@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	粟琳	18810582709	sulin@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华东区销售	王赫然	15942898375	wangheran@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com
华南区销售	张佳琳	13923488778	zhangjialin@cindasc.com
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	songwangfeiyi@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。