

中国中免(601888)

报告日期: 2023年07月08日

Q2 毛利率环比+3.7pct, 盈利 15.6 亿元略超预期

——中国中免 2023 半年度业绩快报点评

投资要点

中国中免 2023 年半年度业绩快报: Q2 表现略超预期

根据中国中免 2023 半年度业绩快报, 23H1 公司预计营业收入 358.6 亿元, 同比+30%, 毛利率 30.5%, 同比-3.4pct, 归母净利润 38.64 亿元, 同比-1.9%, 归母净利率 10.8%, 同比-3.5pct。其中 23Q2, 营业收入 150.9 亿元, 同比+39%, 毛利率 32.7%, 环比一季度+3.7pct, 同比-1.3pct; 归母净利润 15.6 亿元, 同比+14%, 归母净利率 10.4%, 同比-2.3pct, 环比-0.7pct, 表现略超预期。

公司更加重视利润与规模的平衡, Q2 毛利率环比提升

收入端: 海南省商务厅数据显示, Q2 海南 12 家离岛免税店总销售额 121 亿元, 环比 Q1 减少 40%。我们预计中免 23H1 在海南的份额维持在 75%左右, 其中 Q2 海南区域销售额约 90 亿元, 环比-40%左右。此外, 随着国际旅客量恢复(6月白云机场恢复至 19 年的 47%), 机场线下免税店销售额环比提升, 对中免收入端形成补充。

成本端: Q2 公司毛利率 32.7%, 环比 Q1 提升 3.7pct, 我们认为主要因为: ①22 年底至 23 年初人民币升值导致进货成本降低; ②公司更加重视利润与规模的平衡, Q2 折扣收窄。

利润端: Q2 毛利率环比提升, 但归母净利率环比下降 0.7pct, 我们认为主要因为: ①随着国际旅客量恢复, 机场保底租金增加; ②日上上海、日上中国收入占比提升导致少数股东权益占比提升。

展望: 国际旅客恢复+旅游旺季来临+缺货问题缓解, 销售额有望回暖

暑期、国庆等旅游旺季来临, 下半年香化、高毛利精品缺货问题有望进一步缓解, 免税消费有望回暖。7月4日, 第二届海南国际离岛免税购物节拉开帷幕, 海南省政府发放了 2000 万元免税购物消费券, 有望促进旺季消费。此外, 2023 年内, 三亚机场免税店二期有望开业, 中免海南免税面积进一步扩张; 三亚海棠湾二期有望开业, 根据 DFE, LV、DIOR 或以有税店形式入驻海棠湾, 中免有望在顶奢布局上实现突破。此外, 随着国际旅客量恢复, 一线机场免税客单价表现有望超预期, 机场免税销售额有望持续恢复。

盈利预测

我们预计, 中国中免 23-25 年归母净利润分别为 72.5、100.5、126.9 亿元, 维持“增持”评级。

风险提示

销售不及预期, 政策不及预期等。

投资评级: 增持(维持)

分析师: 李丹

执业证书号: S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

研究助理: 李逸

liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥ 109.66
总市值(百万元)	226,871.08
总股本(百万股)	2,068.86

股票走势图



相关报告

- 《23Q1 归母净利润 23 亿, 利润率有望逐步回归》2023.04.28
- 《22Q4 归母净利润 4 亿元, 2023 新开局值得期待》2023.03.31
- 《收购中服 49% 股权, 免税版图再下一城》2023.03.15

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	80205	123509	146970
(+/-) (%)	-19.57%	47.35%	53.99%	19.00%
归母净利润	5030	7250	10053	12690
(+/-) (%)	-47.89%	44.12%	38.66%	26.24%
每股收益(元)	2.43	3.50	4.86	6.13
P/E	45.10	31.29	22.57	17.88

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	68595	84997	103561
现金	26892	37493	36573	42031
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	280	124	247
其它应收款	861	1194	1774	2207
预付账款	398	458	708	875
存货	27926	28527	45056	57406
其他	977	643	763	794
非流动资产	18702	19531	22225	23466
金融资产类	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	7261	8297	7971
资产总计	75908	88126	107222	127027
流动负债	17480	20734	27142	32047
短期借款	1932	920	1088	1313
应付款项	7679	8177	12826	16157
预收账款	13	13	22	28
其他	7856	11624	13206	14548
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	25048	32032	36548
少数股东权益	5554	7255	9314	11913
归属母公司股东权益	48573	55823	65876	78566
负债和股东权益	75908	88126	107222	127027

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3415)	12176	497	7199
净利润	6188	8950	12112	15289
折旧摊销	572	712	831	982
财务费用	220	(121)	(182)	(150)
投资损失	(162)	(414)	(482)	(650)
营运资金变动	(733)	4207	5005	4209
其它	(9500)	(1160)	(16787)	(12481)
投资活动现金流	(3807)	(754)	(2010)	(1932)
资本支出	(2553)	(1752)	(2071)	(2125)
长期投资	(1169)	818	(156)	(169)
其他	(85)	180	217	363
筹资活动现金流	15455	(821)	593	190
短期借款	1521	(1012)	168	226
长期借款	2509	0	0	0
其他	11425	191	425	(36)
现金净增加额	8233	10601	(920)	5458

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	80205	123509	146970
营业成本	38982	52576	79583	94359
营业税金及附加	1215	2246	3088	2939
营业费用	4032	11630	22232	27190
管理费用	2209	2807	3829	4556
研发费用	39	16	0	0
财务费用	220	(121)	(182)	(150)
资产减值损失	584	(200)	200	(100)
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	162	414	482	650
其他经营收益	305	272	288	288
营业利润	7619	11937	15530	19114
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	7617	11934	15528	19112
所得税	1429	2983	3416	3822
净利润	6188	8950	12112	15289
少数股东损益	1158	1701	2059	2599
归属母公司净利润	5030	7250	10053	12690
EBITDA	8033	12426	16045	19755
EPS (最新摊薄)	2.43	3.50	4.86	6.13

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-19.57%	47.35%	53.99%	19.00%
营业利润	-51.92%	56.66%	30.11%	23.08%
归属母公司净利润	-47.89%	44.12%	38.66%	26.24%
获利能力				
毛利率	28.39%	34.45%	35.57%	35.80%
净利率	11.37%	11.16%	9.81%	10.40%
ROE	11.31%	12.37%	14.54%	15.32%
ROIC	10.94%	14.23%	16.30%	17.64%
偿债能力				
资产负债率	28.69%	28.42%	29.87%	28.77%
净负债比率	23.49%	16.65%	14.31%	12.65%
流动比率	3.27	3.31	3.13	3.23
速动比率	1.67	1.93	1.47	1.44
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.98	1.26	1.25
应收账款周转率	423.13	692.90	1212.57	1086.74
应付账款周转率	5.76	6.64	7.59	6.52
每股指标(元)				
每股收益	2.43	3.50	4.86	6.13
每股经营现金	-1.65	5.89	0.24	3.48
每股净资产	23.48	26.98	31.84	37.98
估值比率				
P/E	45.10	31.29	22.57	17.88
P/B	4.67	4.06	3.44	2.89
EV/EBITDA	53.68	16.30	12.87	10.29

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>