

中国中免 (601888)

毛利率环比改善，静待旺季拐点和新政落地

- ◆ **事件：**公司发布 2023 年半年度业绩快报，报告期内，公司实现营业收入 358.58 亿元，同比+29.68%；归母净利润 38.64 亿元，同比-1.87%；扣非后归母净利润 38.53 亿元，同比-1.90%。公司上半年营收增长主要受益于国内旅游市场逐步恢复向好，带动销售收入尤其是线下销售持续增长，归母净利润端符合预期。
- ◆ **海南旅游景气度高，国际客流持续爬坡，下半年消费力修复可期。**今年前5个月，海南机场/三亚凤凰机场共累计完成飞机起降 7.54/5.85 万架次，同比+70.17%/+65.27%；旅客吞吐量约 1123.32/966.7 万人次，同比+109.8%/+106.29%，海南迎来旅游热；出入境客流量恢复加速，以北京口岸为例，23H1 出入境人员和航班分别达到 290 万人次、2.1 万余架次，同比增长 11.7 倍和 40%，日均出入境旅客量已保持在 2.9 万人以上，6 月出入境人员量突破 88 万，环比上月+25.7%，再创今年单月出入境客流量新高。我们认为，报告期内海南赴岛游维持高景气，但是受精品供给相对短缺+前端消费力渐进恢复+打击代购等因素的影响，购物转化率有所抑制，伴随暑期来临及 Q4 系海南旺季，商品供给陆续补充，离岛免税市场有望进一步提振；国际客流恢复进度转好，国际旅游复苏按下加速键，利好出入境免税渐进复苏。
- ◆ **扩大精品供给+离岛免税购物节，激活免税消费潜力。推进重点项目落地：**三亚凤凰机场免税店已完成免税二期项目的相关权证办理、招商和装修，开业后中免海南离岛免税龙头地位进一步巩固；据 TradeWind01 报道，DIOR、LV 三亚精品店将以有税业态落地 cdf 三亚国际免税城二期，进一步完善顶奢布局。**购物节刺激消费：**海南省于 6 月底至 8 月举办 2023 第二届海南国际离岛免税购物节，为期两个月，节日期间海南省将发放 2000 万元免税购物政府消费券，有望促进离岛免税消费额的稳定恢复。
- ◆ **积极布局市内免税，有望打开新增量。**3 月 14 日，公司公告拟通过增资 12.28 亿收购中出服 49% 股权，中出服拥有 12 家市内免税店，覆盖北京、上海、杭州、南京、重庆、哈尔滨等核心城市。此次收购有望

投资评级

买入

维持评级

2023年07月10日

收盘价(元):

117.56

公司基本数据

总股本(百万股)	2,068.86
总市值(百万)	243,215.07
流通股本(百万股)	1,952.48
流通市值(百万)	229,533.02
12 月最高/最低价(元)	239.99/108.91
资产负债率(%)	29.53
每股净资产(元)	24.44
市盈率(TTM)	51.01
市净率(PB)	4.81
净资产收益率(%)	4.55

股价走势图



作者

裴伊凡 分析师
SAC 执业证书: S0640516120002
联系电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

相关研究报告

2022H1 业绩快报点评: 疫下盈利能力持续改善, 新店开业塑造第二成长曲线—2022-08-05

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦
中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

补齐公司在市内免税方面的短板，抢占核心城市市内免税资源，同时与外国人离境免税业务互相补充，待市内免税相关政策落地、出入境客流逐渐恢复，公司或抢占市内免税先发优势。

- ◆ **投资建议：**作为免税行业国内龙头，公司在离岛及国际客流量稳增和居民消费意愿渐进恢复的背景下，打通“海南+机场+市内+线上”免税消费渠道矩阵，充分发挥其在运营、供应链、用户等方面的资源优势，实现品牌价格体系重塑，加速业绩兑现，中长线成长潜力可观。短期经营数据不佳和后续 2025 海南封关预期不一致等因素引起的负面情绪有望缓解，当前股价对应的公司估值具备一定的配置性价比。预计 2023-2025 年公司归母净利润分别为 70.91/102.58/129.95 亿元，EPS 分别为 3.43/4.96/6.28 元，对应当前股价 PE 分别为 34/24/19 倍，维持“买入”评级。
- ◆ **风险提示：**项目建设不顺风险、国内外宏观环境的影响、政策变动风险、客流量恢复不及预期、居民消费信心不足风险。



财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表							
会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14706.21	16856.20	26891.70	39322.08	48532.18	60820.10	营业收入	52596.84	67675.52	54432.85	74667.51	97081.26	114191.33
应收票据及账款	128.68	108.99	151.30	169.05	219.80	258.54	营业成本	31220.61	44882.36	38981.84	50571.62	64794.90	75488.48
预付账款	255.60	347.99	398.17	430.99	560.37	659.13	税金及附加	1083.29	1839.44	1215.24	1744.78	2268.53	2668.34
其他应收款	866.64	839.53	862.36	1113.16	1447.31	1702.40	销售费用	8846.63	3860.94	4032.03	8213.43	10193.53	11419.13
存货	14733.02	19724.70	27926.48	27439.71	35157.14	40959.38	管理费用	1637.14	2249.86	2209.18	2613.36	3300.76	3768.31
其他流动资产	281.04	667.29	975.47	824.43	1071.91	1260.83	研发费用	0.00	0.00	39.03	0.00	0.00	0.00
流动资产总计	30971.19	38541.69	57205.48	69299.43	86988.70	105660.37	财务费用	-545.28	-42.52	220.28	102.44	-35.18	-124.97
长期股权投资	791.26	991.69	1970.10	2083.52	2196.95	2310.38	资产减值损失	-908.72	-498.93	-590.69	-883.59	-1148.83	-1351.31
固定资产	1590.53	6125.51	7520.55	6602.68	5636.45	4621.84	信用减值损失	18.12	-23.32	7.16	3.27	4.26	5.01
在建工程	1233.18	2889.94	1852.28	1543.57	1234.85	926.14	其他经营损益	-0.00	-0.00	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	2448.76	2401.32	2458.04	2048.63	1639.16	1229.65	投资收益	15.86	162.33	162.49	113.56	113.56	113.56
长期待摊费用	717.31	812.48	1101.65	550.82	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	4167.15	3711.09	3799.50	3614.90	3430.29	3245.69	资产处置损益	-0.05	1.25	9.09	3.43	3.43	3.43
非流动资产合计	10948.18	16932.03	18702.12	16444.12	14137.71	12333.70	其他收益	214.39	277.71	296.14	262.74	262.74	262.74
资产总计	41919.37	55473.73	75907.60	85743.55	101126.41	117994.07	营业利润	9694.06	14804.47	7619.45	10921.30	15793.88	20005.48
短期借款	417.36	411.34	1932.23	0.00	0.00	0.00	营业外收入	4.22	17.10	12.59	11.30	11.30	11.30
应付票据及账款	4326.74	5879.91	7678.62	7865.11	10077.18	11740.29	营业外支出	26.49	20.16	15.12	20.59	20.59	20.59
其他流动负债	10916.93	10844.89	7869.47	13390.72	17182.00	20033.29	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	15661.04	17136.13	17480.32	21255.83	27259.18	31773.58	利润总额	9671.78	14801.40	7616.92	10912.01	15784.59	19996.19
长期借款	0.00	3486.52	4246.65	3023.16	1866.21	871.71	所得税	2335.27	2436.77	1428.67	2159.30	3123.50	3956.90
其他非流动负债	79.50	59.68	53.21	53.21	53.21	53.21	净利润	7336.52	12364.63	6188.25	8752.71	12661.09	16039.29
非流动负债合计	79.50	3646.20	4299.87	3076.37	1919.43	924.92	少数股东损益	1196.58	2710.89	1157.87	1661.42	2403.30	3044.54
负债合计	15740.53	20682.34	21780.19	24332.21	29178.61	32698.50	归属母公司股东净利润	6139.94	9653.74	5030.38	7091.29	10257.80	12994.75
股本	1952.48	1952.48	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	EBITDA	9642.13	15238.63	8409.17	13385.88	18169.26	21788.65
资本公积	1862.07	1870.30	17486.40	17486.40	17486.40	17486.40	NOPLAT	6945.23	12330.93	6361.88	8840.75	12638.74	15944.91
留存收益	18373.16	25796.02	29018.14	34640.65	42773.82	53077.04	EPS(元)	2.97	4.67	2.43	3.43	4.96	6.28
归属母公司权益	22307.71	29618.80	48573.40	54195.92	62329.08	72632.31	主要财务比率						
少数股东权益	3871.13	5172.60	5554.01	7215.43	9618.72	12663.26	会计年度						
股东权益合计	26178.84	34791.39	54127.41	61411.35	71947.80	85295.57	2020						
负债和股东权益合计	41919.37	55473.73	75907.60	85743.55	101126.41	117994.07	2021						
现金流量表							2022						
会计年度							2023E						
2020							2024E						
2025E							2025E						
税后经营利润	7336.52	12364.63	6188.25	8456.57	12363.95	15742.14	成长能力						
折旧与摊销	515.63	479.75	571.97	2371.43	2419.84	1917.44	营收增长率	9.65%	28.67%	-19.57%	37.17%	30.02%	17.62%
财务费用	-545.28	-42.52	220.28	102.44	-35.18	-124.97	营业利润增长率	36.37%	52.72%	-48.53%	43.33%	44.62%	26.67%
投资损失	-15.86	-162.33	-162.49	-113.56	-113.56	-113.56	EBIT增长率	27.27%	61.71%	-46.90%	40.54%	42.99%	26.17%
营运资金变动	200.23	-6494.04	-11635.78	6044.17	-2475.83	-1869.34	EBITDA增长率	27.22%	58.04%	-44.82%	59.18%	35.73%	19.92%
其他经营现金流	711.03	1141.15	537.19	367.02	367.02	367.02	归母净利润增长率	32.64%	57.23%	-47.89%	40.97%	44.65%	26.68%
经营性现金流净额	8202.27	7286.64	-4280.58	17227.07	12526.24	15918.72	经营现金流增长率	180.32%	-11.16%	-158.75%	502.45%	-27.29%	27.08%
资本支出	1569.66	2174.67	3001.84	-0.00	0.00	0.00	盈利能力						
长期投资	-2606.81	-187.98	-875.00	0.00	0.00	0.00	毛利率	40.64%	33.68%	28.39%	32.27%	33.26%	33.89%
其他投资现金流	362.37	45.11	70.19	-69.74	-69.74	-69.74	净利率	13.95%	18.27%	11.37%	11.72%	13.04%	14.05%
投资性现金流净额	-3814.10	-2317.53	-3806.65	-69.74	-69.74	-69.74	营业利润率	13.43%	21.89%	14.00%	14.63%	16.27%	17.52%
短期借款	193.42	-6.03	1520.89	-1932.23	0.00	0.00	ROE	27.52%	32.59%	10.36%	13.08%	16.46%	17.89%
长期借款	0.00	3486.52	760.13	-1223.50	-1156.95	-994.51	ROA	14.65%	17.40%	6.63%	8.27%	10.14%	11.01%
普通股增加	0.00	0.00	116.38	0.00	0.00	0.00	ROIC	45.03%	71.90%	22.24%	22.75%	38.79%	45.57%
资本公积增加	-1869.81	-111.77	15616.10	0.00	0.00	0.00	估值倍数						
其他筹资现金流	293.59	-7185.77	-2558.95	-1571.22	-2089.46	-2566.55	P/E	39.61	25.19	48.35	34.30	23.71	18.72
筹资性现金流净额	-1382.81	-3817.04	15454.56	-4726.95	-3246.40	-3561.06	P/S	4.62	3.59	4.47	3.26	2.51	2.13
现金流量净额	2674.66	955.67	8240.26	12430.38	9210.10	12287.92	F/B	10.90	8.21	5.01	4.49	3.90	3.35
							股息率	0.80%	1.20%	0.00%	0.60%	0.87%	1.11%
							EV/EBIT	59.86	28.96	55.79	20.12	13.71	10.43
							EV/EBITDA	56.66	28.05	51.99	16.55	11.88	9.52
							EV/NOPLAT	78.66	34.66	68.72	25.07	17.08	13.00

数据来源: 同花顺 iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券社服团队: 以基本面研究为核心, 立足产业前沿, 全球视野对比, 深度跟踪元宇宙、餐饮旅游、免税、医美、珠宝、教育等行业, 把脉最新消费趋势, 以敏锐嗅觉挖掘价值牛股。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引起。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航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。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传真: 010-59562637