

中国中免 (601888)

2023 年半年度报告点评：毛利率环比回升，有望迎来政策拐点

买入 (维持)

2023 年 08 月 24 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	54,433	75,038	102,490	129,660
同比	-20%	38%	37%	27%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	7,095	10,249	12,635
同比	-48%	41%	44%	23%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.43	3.43	4.95	6.11
P/E (现价&最新股本摊薄)	46.04	32.64	22.60	18.33

关键词：#困境反转 #稀缺资产

投资要点

- **事件：**2023 年 8 月 24 日下午，公司发布 2023 年半年度报告，2023H1 公司实现营收 358.58 亿元，同比+29.7%，归母净利润 38.66 亿元，同比-1.8%，扣非归母净利润 38.54 亿元，同比-1.9%。
- **营收、利润基本符合预期。**单第二季度来看，2023Q2 公司实现营收 150.9 亿元，同比+38.8%；实现归母净利润 15.7 亿元，同比+13.9%；扣非归母净利润 15.6 亿元，同比+13.9%。营收、利润基本符合预期，国内旅游市场恢复带动线下销售持续增长。
- **毛利率边际回升，净利率略下滑。**2023Q2 毛利率为 32.8%，环比提升 3.8 个百分点，恢复至 2022 年以来较高水平，或可归因于免税销售折扣收窄及汇率变动。Q2 销售费用率为 14.8%，同比+10.8 个百分点，环比+4.9 个百分点，系国际客流恢复带动机场租金上涨，2023Q2 北京首都机场/上海浦东+虹桥机场/广州白云机场的国际客流平均恢复至 31.0%，其中北上广分别为 23.9%/40.8%/42.0%。2023Q2 公司的归母净利率为 10.4%，较 2023Q1 环比-0.7pct。
- **海南赴岛游维持高景气，国际客流持续爬坡。**2023 年 7 月海口美兰机场/三亚凤凰机场的旅客吞吐量恢复至 2019 年同期的 105%/118%，赴岛游持续高景气，驱动海南离岛免税销售额增长。国际客流持续爬坡，2023 年 7 月，北京首都机场/上海浦东+虹桥机场/广州白云机场国际+地区航线旅客吞吐量恢复至 2019 年 34.2%/59.7%/55.6%，第三批出境团队游名单公布，未来随着国际航线的持续恢复，国际客流有望带动口岸免税销售额增长。
- **盈利预测与投资评级：**未来市内免税店政策落地、海南客流维持高景气、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益市内免税店政策和出境游的逐步恢复。维持公司 2023-2025 年盈利预期，归母净利润分别为 70.95/102.49/126.35 亿元，对应 PE 33/23/18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济风险、居民奢侈品消费意愿不足的风险、海南自贸港建设进度不及预期、行业竞争加剧的风险等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	111.95
一年最低/最高价	108.91/239.99
市净率(倍)	4.51
流通 A 股市值(百万元)	218,579.64
总市值(百万元)	231,608.77

基础数据

每股净资产(元,LF)	24.82
资产负债率(%，LF)	27.62
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888)：2023 年半年度业绩快报点评：收入利润基本符合预期，等待政策拐点》

2023-07-09

《中国中免(601888)：2023 一季报点评：Q1 海南旺季助销售抬升，汇率波动致利润低于预期》

2023-04-28

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57,205	57,148	78,915	91,637	营业总收入	54,433	75,038	102,490	129,660
货币资金及交易性金融资产	26,892	39,617	39,093	62,628	营业成本(含金融类)	38,982	53,127	68,668	88,169
经营性应收款项	549	266	304	417	税金及附加	1,215	1,726	2,357	2,982
存货	27,926	15,546	36,263	25,814	销售费用	4,032	8,562	14,349	17,180
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,209	1,984	2,480	3,034
其他流动资产	1,838	1,720	3,255	2,779	研发费用	39	0	0	0
非流动资产	18,702	18,718	18,716	18,697	财务费用	220	219	868	793
长期股权投资	1,970	1,970	1,970	1,970	加:其他收益	296	326	289	233
固定资产及使用权资产	7,521	6,839	6,240	5,824	投资净收益	162	233	318	363
在建工程	1,852	2,652	3,352	3,852	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,458	2,455	2,452	2,449	减值损失	(584)	(794)	(790)	(788)
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	9	6	8	10
长期待摊费用	1,102	1,052	1,002	952	营业利润	7,619	9,191	13,593	17,320
其他非流动资产	2,977	2,927	2,877	2,827	营业外净收支	(3)	(10)	(7)	(7)
资产总计	75,908	75,866	97,631	110,334	利润总额	7,617	9,181	13,586	17,313
流动负债	17,480	13,511	24,336	23,042	减:所得税	1,429	1,469	2,445	3,116
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,608	2,608	2,608	2,608	净利润	6,188	7,712	11,140	14,197
经营性应付款项	7,692	1,792	9,670	5,048	减:少数股东损益	1,158	617	891	1,562
合同负债	1,506	1,594	2,060	2,645	归属母公司净利润	5,030	7,095	10,249	12,635
其他流动负债	5,675	7,517	9,998	12,741	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.43	3.43	4.95	6.11
非流动负债	4,300	4,300	4,300	4,300	EBIT	7,668	9,959	14,915	18,516
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509	EBITDA	9,105	11,321	16,193	19,613
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.39	29.20	33.00	32.00
租赁负债	1,738	1,738	1,738	1,738	归母净利率(%)	9.24	9.46	10.00	9.74
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	(19.57)	37.85	36.59	26.51
负债合计	21,780	17,811	28,636	27,342	归母净利润增长率(%)	(47.89)	41.05	44.45	23.28
归属母公司股东权益	48,573	51,884	61,933	74,368					
少数股东权益	5,554	6,171	7,062	8,624					
所有者权益合计	54,127	58,055	68,995	82,992					
负债和股东权益	75,908	75,866	97,631	110,334					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3,415)	17,788	763	24,576	每股净资产(元)	23.48	25.08	29.94	35.95
投资活动现金流	(3,807)	(1,148)	(958)	(711)	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	15,455	(1,785)	(129)	(129)	ROIC(%)	12.31	13.29	17.38	18.33
现金净增加额	9,106	14,855	(525)	23,536	ROE-摊薄(%)	10.36	13.68	16.55	16.99
折旧和摊销	1,437	1,361	1,279	1,096	资产负债率(%)	28.69	23.48	29.33	24.78
资本开支	(2,991)	(1,381)	(1,276)	(1,074)	P/E(现价&最新股本摊薄)	46.04	32.64	22.60	18.33
营运资本变动	(11,636)	8,020	(12,257)	8,731	P/B(现价)	4.77	4.46	3.74	3.11

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>