

中国中免(601888)

报告日期: 2023年08月24日

23H1 毛利率环比+8pct, Q2 业绩略超预期

——中国中免 2023 半年度业绩点评

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 半年度报告, 23H1, 公司营业收入 358.6 亿元, 同比+30%; 毛利率 30.6%, 同比-3.4pct, 环比 22H2 提升约 8pct; 归母净利润 38.7 亿元, 同比-1.8%, 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 32.8%, 环比一季度+3.8pct, 同比-1.1pct; 归母净利润 15.7 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。

收益分析: 更加重视利润与规模的平衡, 23H1 毛利率环比 22H2 提升约 8pct

收入端, 23H1 公司营业收入 358.6 亿元, 同比+30%, 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。其中, 免税收入约 240 亿元, 同比+48%; 有税收入约 117 亿元, 同比+5%, 占比约 33%, 同比-8pct。

成本端, 23H1 毛利率环比 22H2 提升约 8pct, 我们判断, 主要因为: ①公司更加重视利润与规模的平衡, 通过全岛统一定价、优化促销折扣力度、改善品类销售结构等措施提升盈利能力; ②22 年底至 23 年初人民币升值导致进货成本降低; ③采购招商方面, 公司以提升毛利率为核心, 持续优化商品结构和采购招商策略, 增加高毛利商品采购比重, 加快引进精品品牌, 加强重点商品采购。

费用端, 23Q1-Q2 销售费用率分别约 10%、15%, 同比分别+1pct、+11pct, 主要因为机场国际客流逐步恢复导致线下免税店租金增加。23H1 财务费用-3.6 亿元(22H1 为 5.4 亿元), 主要因为汇兑收益增加所致(23H1 汇兑收益 2.5 亿元, 22H1 为汇兑损失 4.7 亿元)。

利润端: Q2 毛利率环比提升, 但归母净利率环比下降 0.7pct, 我们认为主要因为国际旅客量持续恢复导致重要机场线下免税租金增加。

渠道拆分: 日上上海净利率受线下租金增加所拖累

海南地区: 23H1, 三亚国际免税城销售额 168.8 亿元, 同比+10%, 归母净利润 16.9 亿元, 同比-31%, 净利率 10.0%, 同比-6pct。海免销售额 28.1 亿元, 同比-19%, 归母净利润 1.5 亿元, 同比-19%, 净利率 10.3%, 同比基本持平。

日上上海: 23H1, 日上上海销售额 82.0 亿元, 同比+50%, 主要因为 22H1 低基数; 归母净利润 0.1 亿元, 同比-97%, 净利率 0.2%, 同比-8.6pct, 主要因为 23H1 国际客流恢复导致上海机场免税店租金增加。

展望: 海南旅游旺季将至, 销售有望进一步回暖, 中免多点开花可期

根据海南省商务厅数据, 23H1 海南离岛免税店总销售额 324 亿元, 同比+31%。海南旅游旺季即将来临, 海南离岛免税市场有望进一步回暖。中免海南布局进一步扩容在即。三亚国际免税城二期(重点推进重奢品牌引进)、三亚机场免税店二期静待开业, 将完善重奢布局, 进一步实现免税扩容。

市内店渠道方面, 政策有望落地, 公司积极推进市内店考察、选址、定位、规划等工作, 增量贡献可期。

海外渠道方面, 上半年公司成功获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权, 期待其他海外项目拓展推进。

盈利预测

我们预计, 中国中免 23-25 年归母净利润分别为 73.0、100.5、126.7 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

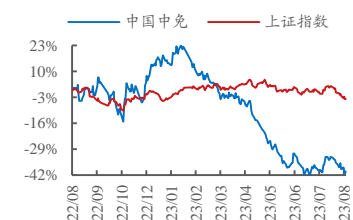
分析师: 李逸

执业证书号: S1230523070008
 liyi01@stocke.com.cn

基本数据

收盘价	¥111.95
总市值(百万元)	231,608.77
总股本(百万股)	2,068.86

股票走势图



相关报告

- 《Q2 毛利率环比+3.7pct, 盈利 15.6 亿元略超预期》
2023.07.09
- 《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

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	80701	123469	146744
(+/-) (%)	-19.57%	48.26%	53.00%	18.85%
归母净利润	5030	7301	10049	12669
(+/-) (%)	-47.89%	45.15%	37.63%	26.07%
每股收益(元)	2.43	3.53	4.86	6.12
P/E	46.04	31.72	23.05	18.28

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	68736	85051	103562
现金	26892	37456	36642	42121
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	281	123	247
其它应收款	861	1201	1773	2204
预付账款	398	461	708	874
存货	27926	28694	45042	57321
其他	977	643	763	794
非流动资产	18702	19538	22224	23462
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	7269	8296	7967
资产总计	75908	88274	107274	127024
流动负债	17480	20818	27136	32009
短期借款	1932	920	1088	1313
应付款项	7679	8225	12822	16133
预收账款	13	13	22	28
其他	7856	11660	13203	14535
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	25132	32025	36511
少数股东权益	5554	7267	9325	11920
归属母公司股东权益	48573	55875	65924	78593
负债和股东权益	75908	88274	107274	127024

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3415)	12139	603	7220
净利润	6188	9014	12107	15264
折旧摊销	572	712	831	982
财务费用	220	(120)	(182)	(151)
投资损失	(162)	(414)	(482)	(650)
营运资金变动	(733)	4281	4926	4182
其它	(9500)	(1334)	(16597)	(12407)
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	191
短期借款	1521	(1012)	168	226
长期借款	2509	0	0	0
其他	11425	191	425	(34)
现金净增加额	8233	10564	(814)	5480

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	80701	123469	146744
营业成本	38982	52883	79558	94219
营业税金及附加	1215	2260	3087	2935
营业费用	4032	11702	22224	27148
管理费用	2209	2825	3828	4549
研发费用	39	16	0	0
财务费用	220	(120)	(182)	(151)
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	12021	15525	19083
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	7617	12019	15522	19080
所得税	1429	3005	3415	3816
净利润	6188	9014	12107	15264
少数股东损益	1158	1713	2058	2595
归属母公司净利润	5030	7301	10049	12669
EBITDA	8033	12511	16039	19723
EPS (最新摊薄)	2.43	3.53	4.86	6.12

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-19.57%	48.26%	53.00%	18.85%
营业利润	-51.92%	57.77%	29.14%	22.92%
归属母公司净利润	-47.89%	45.15%	37.63%	26.07%
获利能力				
毛利率	28.39%	34.47%	35.56%	35.79%
净利率	11.37%	11.17%	9.81%	10.40%
ROE	11.31%	12.45%	14.52%	15.29%
ROIC	10.94%	14.32%	16.29%	17.61%
偿债能力				
资产负债率	28.69%	28.47%	29.85%	28.74%
净负债比率	23.49%	16.59%	14.31%	12.66%
流动比率	3.27	3.30	3.13	3.24
速动比率	1.67	1.92	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	695.69	1209.47	1086.14
应付账款周转率	5.76	6.66	7.57	6.52
每股指标(元)				
每股收益	2.43	3.53	4.86	6.12
每股经营现金	-1.65	5.87	0.29	3.49
每股净资产	23.48	27.01	31.86	37.99
估值比率				
P/E	46.04	31.72	23.05	18.28
P/B	4.77	4.15	3.51	2.95
EV/EBITDA	53.68	16.57	13.17	10.54

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>