

信义山证 汇通天下

证券研究报告

旅游零售

中国中免（601888.SH）

买入-B(维持)

2023Q2 毛利率环比有所改善，新会员体系有望增强盈利能力

2023年8月24日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年8月24日

收盘价(元):	111.95
年内最高/最低(元):	239.99/108.91
流通A股/总股本(亿):	19.52/20.69
流通A股市值(亿):	2,185.80
总市值(亿):	2,316.09

基础数据：2023年6月30日

基本每股收益:	1.87
摊薄每股收益:	1.87
每股净资产(元):	27.61
净资产收益率:	7.17

资料来源：最闻

分析师：

王冯

执业登记编码：S0760522030003

邮箱：wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2023年中期财报，期内实现营收358.59亿元(+29.68%)，归母净利润38.66亿元(-1.83%)，扣非归母净利润38.54亿元(-1.87%)，EPS1.87元。其中Q2实现营收150.89亿元(+38.83%)，归母净利润15.65亿元(+13.86%)，扣非归母净利润15.59亿元(+13.85%)。

事件点评

➢ 离岛免税客流年内有所回暖。2023H1海南离岛免税店销售额323.96亿元(+31%)，免税购物人数373.3万人次(+45.4%)。海口客流自今年4月起超越2019年同期水平，7月美兰机场航班起降架次1.39万架(+41.7%)，为2019年同期105.52%；凤凰机场7月航班起降架次1.13万架(+7.63%)，为2019年同期115.47%。

➢ 中国中免新会员体系于6月8日正式施行，旨在增强打击代购等走私行为。主要包括之前积分政策的30元积1分变为100元积1分、会员等级最高的钻石VIP由累计2倍积分变为1.5倍积分、生日月双倍积分改为生日权益。新积分政策对以往通过大额奢侈品高倍数积分获利行为影响较大，对代购实行有效打击，进一步增强盈利能力。

➢ 公司毛利率持续提升，2023H1毛利率30.61%(-3.37pct)，较2022H2提升7.83pct；2023Q2毛利率32.72%(-1.18pct)，较2023Q1环比提升3.72pct、较2022Q4提升12.72pct。净利率11.42%(-4.91pct)。整体费用率13.73%(+1.82pct)，其中销售费用42.74亿元(+126.06%)系期内重点机场客流恢复导致租赁费用增加，以及受去年同期租金减免影响基数较低；管理费用10.07亿元(+16.46%)系新店开业致职工薪酬费用增加；研发费用82.45万元系期内研发活动支出增加；财务费用-3.57亿元(-166.24%)系期内汇兑收益增加。经营活动现金流净额85.73亿元，较上年同期增加120.1亿元，系期内销售收款同比增加。

投资建议

➢ 下半年小长假、冬季反向度假有望推动入岛游客持续走高。离岛免税消费客单价目前有所承压，主要系年内离岛免税收窄折扣幅度，高客单价国际大牌精品、手表、珠宝、服饰等阶段性缺货，叠加今年香化整体消费增速回落影响客单价。随着海南省继续促进离岛免税消费，发放消费券、组织购物节等，以及主要免税集团重塑价格体系、优化核心产品上下游渠道，离岛免税消费经营质量有望提高。我们预计公司2023-2025年EPS分别为3.56/5.38/6.58元，对应公司8月24日收盘价111.95元，2023-2025年PE分

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

别为 31.5\20.8\17 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	78,759	101,843	120,368
YoY(%)	28.7	-19.6	44.7	29.3	18.2
净利润(百万元)	9,654	5,030	7,362	11,138	13,603
YoY(%)	57.2	-47.9	46.4	51.3	22.1
毛利率(%)	33.7	28.4	33.3	36.3	37.3
EPS(摊薄/元)	4.67	2.43	3.56	5.38	6.58
ROE(%)	35.5	11.4	14.6	18.6	19.0
P/E(倍)	24.0	46.0	31.5	20.8	17.0
P/B(倍)	7.8	4.8	4.3	3.7	3.1
净利率(%)	14.3	9.2	9.3	10.9	11.3

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38542	57205	69311	84723	98712
现金	16856	26892	29516	38167	45109
应收票据及应收账款	106	151	221	260	309
预付账款	348	398	681	715	935
存货	19725	27926	36317	43022	49204
其他流动资产	1507	1838	2576	2560	3155
非流动资产	16932	18702	21172	23493	25243
长期投资	992	1970	3048	4137	5249
固定资产	1843	5434	6627	7710	8533
无形资产	2401	2460	2651	2866	2878
其他非流动资产	11696	8838	8845	8780	8583
资产总计	55474	75908	90483	108216	123955
流动负债	17136	17480	24377	30563	32452
短期借款	411	1932	2854	7915	4777
应付票据及应付账款	5880	7679	10601	11974	14268
其他流动负债	10845	7869	10922	10674	13407
非流动负债	3546	4300	4655	4698	4185
长期借款	0	2509	2864	2908	2394
其他非流动负债	3546	1791	1791	1791	1791
负债合计	20682	21780	29032	35261	36638
少数股东权益	5173	5554	7170	9615	12601
股本	1952	2069	2069	2069	2069
资本公积	1870	17486	17486	17486	17486
留存收益	26398	28499	34663	43954	55310
归属母公司股东权益	29619	48573	54281	63340	74716
负债和股东权益	55474	75908	90483	108216	123955

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8329	-3415	5370	7862	14521
净利润	12365	6188	8979	13583	16589
折旧摊销	480	572	892	1073	1243
财务费用	-43	220	-691	-696	-897
投资损失	-162	-162	-262	-272	-296
营运资金变动	-6494	-11636	-3547	-5826	-2117
其他经营现金流	2183	1403	0	0	0
投资活动现金流	-2318	-3807	-3100	-3122	-2697
筹资活动现金流	-3817	15455	-568	-1151	-1744
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.67	2.43	3.56	5.38	6.58
每股经营现金流(最新摊薄)	4.03	-1.65	2.60	3.80	7.02
每股净资产(最新摊薄)	14.32	23.48	26.24	30.62	36.11

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67676	54433	78759	101843	120368
营业成本	44882	38982	52556	64905	75447
营业税金及附加	1839	1215	1811	2342	2768
营业费用	3861	4032	11420	15073	18055
管理费用	2250	2209	3150	4074	5055
研发费用	0	39	79	51	120
财务费用	-43	220	-691	-696	-897
资产减值损失	-522	-584	-315	-306	-241
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	162	262	272	296
营业利润	14804	7619	11011	16672	20356
营业外收入	17	13	25	15	17
营业外支出	20	15	19	20	19
利润总额	14801	7617	11017	16666	20355
所得税	2437	1429	2038	3083	3766
税后利润	12365	6188	8979	13583	16589
少数股东损益	2711	1158	1616	2445	2986
归属母公司净利润	9654	5030	7362	11138	13603
EBITDA	14800	7665	11296	17145	20820

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.7	-19.6	44.7	29.3	18.2
营业利润(%)	52.7	-48.5	44.5	51.4	22.1
归属于母公司净利润(%)	57.2	-47.9	46.4	51.3	22.1
获利能力					
毛利率(%)	33.7	28.4	33.3	36.3	37.3
净利率(%)	14.3	9.2	9.3	10.9	11.3
ROE(%)	35.5	11.4	14.6	18.6	19.0
ROIC(%)	34.1	10.4	13.6	17.1	18.9
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	28.7	32.1	32.6	29.6
流动比率	2.2	3.3	2.8	2.8	3.0
速动比率	1.0	1.6	1.3	1.3	1.5
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.8	0.9	1.0	1.0
应收账款周转率	576.8	423.1	423.1	423.1	423.1
应付账款周转率	8.8	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	24.0	46.0	31.5	20.8	17.0
P/B	7.8	4.8	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA	15.2	28.3	19.2	12.6	10.0

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

