

毛利率改善趋势延续，关注海南销售改善+市内店政策落地进展

核心观点：

事件：公司发布2023年半年报，1H23公司实现营业收入358.6亿元/同比+29.7%；实现归母净利38.7亿元/同比下降-1.8%。其中，三亚市内店+海免合计实现营收196.7亿元/同比+24%，日上上海实现营收81.9亿元/同比+50%。

● 二季度销售迎低基数复苏，但整体仍显疲弱

受2022年同期低基数影响，2Q23公司实现营收151亿元/同比+39%，但对照2Q21（同比-13%）及2Q23海南旅游人次增速（同比+51%），公司二季度销售增速仍显疲弱，主要原因除受国内消费环境较弱影响，公司1H23畅销品备货不足亦对销售影响显著。截止1H23，公司存货金额为244.5亿元/环比1Q23减少17亿元，为近年首次出现Q2存货规模较Q1出现下降。

● 毛利率改善趋势延续，净利率受机场租金影响

受益于公司进一步收紧折扣及改进会员体系，2Q23公司毛利率恢复至32.7%/同比-1.4pct，环比+3.7pct，延续4Q22以来的恢复趋势；2Q23归母净利同比+14%，归母净利率同比-3.7pct，环比-0.7pct，主要因枢纽机场客流恢复导致租赁费用增加，且去年同期有租金减免因素影响，导致基数较高。考虑后续机场销售逐步恢复、高毛利率精品供应有望逐步恢复，我们判断公司毛利率、净利率有望逐步回归正轨。

● 盈利预测与投资建议

预计公司2023-25年归母净利各为80、109、131亿元，对应PE各为29X、21X、18X，考虑公司当前估值处历史较低水位，未来海南项目扩容+国人市内免税政策落地有望贡献增量，公司成长看点仍多，维持“推荐”评级。

风险提示：离岛免税销售低于预期；政策落地低于预期。

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54432.85	71695.33	89268.19	109214.02
收入增长率%	-19.57	31.71	24.51	22.34
归母净利润(百万元)	5030.38	8067.07	10916.04	13103.60
利润增速%	-47.89	60.37	35.32	20.04
毛利率%	28.39	33.00	34.00	34.00
摊薄EPS(元)	2.43	3.90	5.28	6.33
PE	46.04	28.71	21.22	17.68
PB	4.77	4.21	3.51	2.93
PS	4.25	3.23	2.59	2.12

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

中国中免(601888)

推荐(维持)

分析师

顾熹闯

☎: 021-2025 2670

✉: guximin_yj@chinastock.com.cn

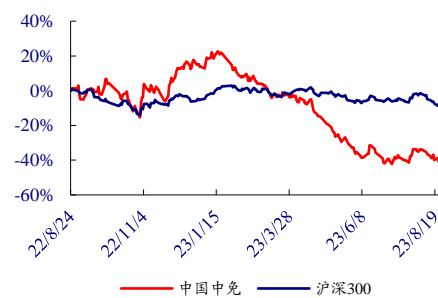
分析师登记编码: S0130522070001

市场数据

2023-08-24

A股收盘价(元)	111.95
股票代码	601888
A股一年内最高价/最低价(元)	232.80/109.66
上证指数	3,082.24
总股本/实际流通A股(万股)	206,886/195,248
流通A股市值(亿元)	2,186

相对沪深300表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

公司财务预测表

资产负债表 (百万元)				利润表 (百万元)					
2022	2023E	2024E	2025E	2022	2023E	2024E	2025E		
流动资产	57205.48	67367.03	86148.33	103986.42	营业收入	54432.85	71695.33	89268.19	109214.02
现金	26891.70	57506.12	75564.31	89874.24	营业成本	38981.84	48035.87	58917.01	72081.25
应收账款	151.30	171.85	189.61	301.35	营业税金及附加	1215.24	1864.08	2320.97	2839.56
其它应收款	862.36	911.34	1400.01	1628.57	营业费用	4032.03	9320.39	11158.52	13651.75
预付账款	398.17	418.78	508.02	669.52	管理费用	2209.18	2222.56	2678.05	3276.42
存货	27926.48	7383.47	6910.12	11192.12	财务费用	220.28	-556.75	-421.64	-557.99
其他	975.47	975.47	1576.26	320.62	资产减值损失	-590.69	-716.95	-892.68	-1092.14
非流动资产	18702.12	18702.12	18702.12	18702.12	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1970.10	1970.10	1970.10	1970.10	投资净收益	162.49	358.48	446.34	546.07
固定资产	5434.01	5434.01	5434.01	5434.01	营业利润	7619.45	10737.48	14526.02	17813.80
无形资产	2458.04	2458.04	2458.04	2458.04	营业外收入	12.59	10.00	10.00	10.00
其他	8839.98	8839.98	8839.98	8839.98	营业外支出	15.12	20.00	20.00	20.00
资产总计	75907.60	86069.15	104850.45	122688.54	利润总额	7616.92	10727.48	14516.02	17803.80
流动负债	17480.32	20714.97	26911.98	32041.78	所得税	1428.67	2145.50	2903.20	3560.76
短期借款	1932.23	2689.66	3447.10	4459.02	净利润	6188.25	8581.99	11612.81	14243.04
应付账款	7659.78	5629.49	10578.58	11262.22	少数股东损益	1157.87	514.92	696.77	1139.44
其他	7888.31	12395.81	12886.31	16320.54	归属母公司净利润	5030.38	8067.07	10916.04	13103.60
非流动负债	4299.87	4299.87	4299.87	4299.87	EBITDA	9105.45	10539.21	14550.71	17801.88
长期借款	2508.98	2508.98	2508.98	2508.98	EPS (元)	2.43	3.90	5.28	6.33
其他	1790.89	1790.89	1790.89	1790.89					
负债合计	21780.19	25014.84	32183.33	35778.37	主要财务比率	2022	2023E	2024E	2025E
少数股东权益	5554.01	6068.93	6765.70	7905.14	营业收入	-19.57%	31.71%	24.51%	22.34%
归属母公司股东权益	48573.40	54985.38	65901.42	79005.02	营业利润	-48.53%	40.92%	35.28%	22.63%
负债和股东权益	75907.60	86069.15	104850.45	122688.54	归属母公司净利润	-47.89%	60.37%	35.32%	20.04%
					毛利率	28.39%	33.00%	34.00%	34.00%
					净利率	9.24%	11.25%	12.23%	12.00%
					ROE	10.36%	14.67%	16.56%	16.59%
					ROIC	10.22%	12.28%	14.36%	14.79%
					资产负债率	28.69%	29.06%	30.69%	29.16%
					净负债比率	40.24%	40.97%	44.29%	41.17%
					流动比率	3.27	3.25	3.09	3.30
					速动比率	1.60	2.83	2.77	2.91
					总资产周转率	0.72	0.83	0.85	0.89
					应收帐款周转率	359.77	417.21	433.09	384.32
					应付帐款周转率	7.11	12.74	8.05	10.19
					每股收益	2.43	3.90	5.28	6.33
					每股经营现金	-1.65	15.12	8.23	6.26
					每股净资产	23.48	26.58	31.85	38.19
					P/E	46.04	28.71	21.22	17.68
					P/B	4.77	4.21	3.51	2.93
					EV/EBITDA	46.88	17.24	11.30	8.49
					P/S	4.25	3.23	2.59	2.12

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyongyang_yj@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn

唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn