

证券研究报告

公司研究

公司点评报告

中国中免(601888)

投资评级 买入

上次评级 买入

刘嘉仁 社零&amp;美护首席分析师

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

涂佳妮 社服&amp;零售分析师

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujiani@cindasc.com

张洪滨 社服行业研究助理

联系电话: 18916616659

邮箱: zhanghongbin@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

## 中国中免(601888.SH) 24Q1 快报点评: 压力下营收 收利润表现优秀, 重视口岸及盈利能力改善弹性

2024年4月9日

**事件: 公司发布 24Q1 业绩快报, 压力下营收利润表现优秀:** 24Q1 实现营业收入 188.07 亿元/同比-9.45%, 环比+12.6%; 归母净利润 23.08 亿元/同比+0.33%, 环比+53.1%, 归母净利率 12.3%/同比+1.2pct, 环比+3.2pct, 扣非归母净利润 23.01 亿元/同比+0.23%, 环比+57.5%。

**收入端来看: 海南板块短期需求承压, 口岸店恢复或超预期。** 24Q1 公司营收 188.07 亿元, 拆分来看, 我们预计海南板块贡献收入 100+亿元, 打击代购、消费力疲软以及出境游分流等因素影响下, 海南板块短期需求承压, 预计 24Q1 收入同比下滑 20+%; 考虑到线下恢复性增长及线上维稳, 预计日上上海收入约 50 亿元/同比+20%; 预计其他板块贡献收入约 30+亿元, 收入占比稳步提升, 或源于口岸店陆续恢复所贡献。

**毛利端来看: 汇率影响收窄及收入结构优化或推动毛利率同比改善。** 24Q1 主营业务毛利率 32.70%/同比+3.95pct。1) 23 年下半年以来, 人民币汇率波动减缓, 同时公司积极优化采购策略, 我们预计汇率反映到成本端是推动 24Q1 毛利率同比改善的主要因素; 2) 1-2 月传统销售旺季叠加国际客运航班恢复, 收入结构中免税业务占比或有所增加(23 年免税/有税业务毛利率分别为 39.5%/15.3%, 差距较大); 3) 折扣力度同比略有收窄, 会员体系更新后促销力度有所下降, 对毛利率亦有贡献。

**利润端来看:** 1) 24Q1 实现营业利润率 15.5%/同比+0.3pct, 环比+2.9pct, 毛利率提升而营业利润率持平, 我们认为: ① 销售和管理费用层面公司去年起严格降本控费且有所成效, 一季度日上上海租金新合同实施后预计租金有所减少, 但随着较多门店开业预计费用绝对值下降有限; ② 23Q1 由于汇兑收益公司财务费用为-3.10 亿元, 预计财务费用同比提升或是主要原因; 2) 利润总额同比下滑 7.8%而归母净利润同比+0.3%, 其中主要受到所得税及少数股东损益影响, 23Q1-Q4 所得税占利润总额比例分别为 21.9%/9.4%/17.9%/11.1%, 我们推测今年 Q1 所得税率或同比下降。

**盈利预测与投资建议:** 1) 随着出境游恢复和机场租金新合同实施, 口岸免税店收入及利润弹性可观, 有望成为 24 年业绩超预期的重要来源; 2) 盈利能力改善空间仍在: 23 年公司受到汇率影响较大, 折扣力度稳定较小且 6 月起修改积分政策, 免税销售占比提升、收入结构改善, 综合影响下毛利率有望进一步修复, 叠加公司持续降本控费, 利润率改善可期; 3) 近期宏观指标持续向好, 若消费力预期有所变化或对股价形成推动; 此外若市场对封关政策变化的利好形成共识, 估值有望逐步上行。预计公司 24-26 归母净利润 82.0、93.7、106.4 亿元, 4 月 8 日收盘价对应 PE 分别为 21/18/16 倍, 维持“买入”评级。

**风险因素: 消费力疲软; 地缘政治风险; 宏观经济风险; 汇率风险; 业绩快报为初步核算数据, 具体数据以一季报中披露的数据为准。**

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	54,433	67,540	74,023	82,600	89,659
增长率 YoY %	-19.6%	24.1%	9.6%	11.6%	8.5%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	6,714	8,198	9,365	10,643
增长率 YoY%	-47.9%	33.5%	22.1%	14.2%	13.6%
毛利率%	28.4%	31.8%	32.7%	33.2%	33.2%
净资产收益率ROE%	10.4%	12.5%	14.1%	14.9%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	2.43	3.25	3.96	4.53	5.14
市盈率 P/E(倍)	33.67	25.23	20.66	18.09	15.91
市净率 P/B(倍)	3.49	3.15	2.91	2.70	2.49

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 8 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>57,205</b>	<b>58,456</b>	<b>62,377</b>	<b>67,406</b>	<b>73,156</b>
货币资金	26,892	31,838	35,315	40,189	46,457
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	151	139	160	156	149
预付账款	398	482	517	574	623
存货	27,926	21,057	21,327	21,271	20,581
其他	1,838	4,940	5,058	5,215	5,345
<b>非流动资产</b>	<b>18,702</b>	<b>20,414</b>	<b>22,644</b>	<b>23,745</b>	<b>24,673</b>
长期股权投资	1,970	2,200	2,400	2,600	2,800
固定资产(合)	5,434	6,292	8,849	10,106	11,113
无形资产	2,458	2,128	2,228	2,328	2,403
其他	8,840	9,794	9,167	8,711	8,358
<b>资产总计</b>	<b>75,908</b>	<b>78,869</b>	<b>85,021</b>	<b>91,151</b>	<b>97,829</b>
<b>流动负债</b>	<b>17,480</b>	<b>15,329</b>	<b>16,402</b>	<b>17,497</b>	<b>18,414</b>
短期借款	1,932	369	469	569	669
应付票据	19	37	35	38	42
应付账款	7,660	6,366	6,781	6,898	6,987
其他	7,869	8,556	9,117	9,991	10,716
<b>非流动负债</b>	<b>4,300</b>	<b>4,359</b>	<b>4,359</b>	<b>4,359</b>	<b>4,359</b>
长期借款	2,509	2,522	2,522	2,522	2,522
其他	1,791	1,837	1,837	1,837	1,837
<b>负债合计</b>	<b>21,780</b>	<b>19,688</b>	<b>20,761</b>	<b>21,857</b>	<b>22,773</b>
少数股东权益	5,554	5,348	6,119	6,472	6,911
归属母公司	48,573	53,834	58,140	62,823	68,144
<b>负债和股东权益</b>	<b>75,908</b>	<b>78,869</b>	<b>85,021</b>	<b>91,151</b>	<b>97,829</b>

重要财务指标					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,433	67,540	74,023	82,600	89,659
同比(%)	-19.6%	24.1%	9.6%	11.6%	8.5%
归属母公司净利润	5,030	6,714	8,198	9,365	10,643
同比(%)	-47.9%	33.5%	22.1%	14.2%	13.6%
毛利率(%)	28.4%	31.8%	32.7%	33.2%	33.2%
ROE%	10.4%	12.5%	14.1%	14.9%	15.6%
EPS(摊薄)(元)	2.43	3.25	3.96	4.53	5.14
P/E	33.67	25.23	20.66	18.09	15.91
P/B	3.49	3.15	2.91	2.70	2.49
EV/EBITDA	46.88	16.33	11.67	10.32	8.68

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业总收入</b>	<b>54,433</b>	<b>67,540</b>	<b>74,023</b>	<b>82,600</b>	<b>89,659</b>
营业成本	38,982	46,049	49,817	55,186	59,890
营业税金及附加	1,215	1,644	1,803	2,011	2,183
销售费用	4,032	9,421	8,541	10,207	10,646
管理费用	2,209	2,208	2,591	2,891	2,959
研发费用	39	58	67	74	81
财务费用	220	-869	-148	-83	-90
减值损失合计	-591	-638	-814	-909	-986
投资净收益	162	87	107	127	147
其他	312	201	185	206	224
<b>营业利润</b>	<b>7,619</b>	<b>8,677</b>	<b>10,830</b>	<b>11,737</b>	<b>13,375</b>
营业外收支	-3	-32	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>7,617</b>	<b>8,646</b>	<b>10,835</b>	<b>11,742</b>	<b>13,380</b>
所得税	1,429	1,379	1,866	2,025	2,297
<b>净利润</b>	<b>6,188</b>	<b>7,266</b>	<b>8,970</b>	<b>9,718</b>	<b>11,083</b>
少数股东损益	1,158	553	772	352	440
<b>归属母公司净利润</b>	<b>5,030</b>	<b>6,714</b>	<b>8,198</b>	<b>9,365</b>	<b>10,643</b>
EBITDA	9,105	8,983	11,957	13,058	14,812
EPS(当年)(元)	2.53	3.25	3.96	4.53	5.14

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-3,415</b>	<b>15,126</b>	<b>10,837</b>	<b>12,002</b>	<b>13,963</b>
净利润	6,188	7,266	8,970	9,718	11,083
折旧摊销	1,437	1,310	1,270	1,399	1,522
财务费用	86	298	218	219	220
投资损失	-162	-162	-87	-107	-127
营运资金变动	-11,636	5,957	-286	-68	349
其它	671	383	772	862	936
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3,807</b>	<b>-4,716</b>	<b>-3,351</b>	<b>-2,327</b>	<b>-2,253</b>
资本支出	-2,991	-1,801	-3,258	-2,254	-2,200
长期投资	-875	-2,923	-200	-200	-200
其他	59	9	107	127	147
<b>筹资活动现金流</b>	<b>15,455</b>	<b>-4,628</b>	<b>-4,217</b>	<b>-4,802</b>	<b>-5,441</b>
吸收投资	16,121	12	0	0	0
借款	4,010	160	100	100	100
支付利息或股息	-3,676	-2,525	-4,317	-4,902	-5,541
<b>现金流净增加额</b>	<b>9,106</b>	<b>5,990</b>	<b>3,477</b>	<b>4,874</b>	<b>6,268</b>

## 研究团队简介

**刘嘉仁**，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

**王越**，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

**周子莘**，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**涂佳妮**，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

**宿一赫**，南安普顿大学金融硕士，同济大学工学学士，CFA三级，曾任西南证券交运与社服行业分析师，2022年12月加入信达新消费团队，覆盖出行链、酒旅、餐饮、博彩等行业。

**蔡昕妤**，圣路易斯华盛顿大学金融硕士，曾任国金证券商贸零售研究员，2023年3月加入信达新消费团队，主要覆盖黄金珠宝、培育钻石板块。

**李文静**，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

**林凌**，厦门大学经济学院金融硕士，2023年2月加入信达证券研究所。主要覆盖化妆品、医美板块。

**张洪滨**，复旦大学金融学硕士，复旦大学经济学学士，2023年7月加入信达新消费团队，主要覆盖酒店、景区。

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入</b> ：股价相对强于基准 15% 以上；	<b>看好</b> ：行业指数超越基准；
	<b>增持</b> ：股价相对强于基准 5%~15%；	<b>中性</b> ：行业指数与基准基本持平；
	<b>持有</b> ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	<b>看淡</b> ：行业指数弱于基准。
	<b>卖出</b> ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。