

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&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&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) 24年一季报点评: 压力下营收利润表现优秀, 重视口岸店及盈利改善弹性

2024年4月24日

事件: 公司披露 24 年一季报, 压力下营收利润表现优秀: 24Q1 实现营收 188.07 亿元/同比-9.45%, 环比+12.6%; 归母净利润 23.06 亿元/同比+0.25%, 环比+53.0%, 归母净利率 12.3%/同比+1.2pct, 环比+3.2pct, 扣非归母 22.99 亿元/同比+0.15%, 环比+57.4%。

收入端来看: 海南板块短期销售承压, 口岸店恢复或超预期。据海口海关披露, 24Q1 海南离岛免税购物金额 127.6 亿元/-24.3%, 客单价 5983 元/-20.7%, 受打击代购、消费力疲软以及出境游分流等因素影响, 离岛免税销售承压, 我们预计中免海南板块贡献收入 100+亿元, 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, 主要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推动毛利率同比改善。24Q1 公司毛利率 33.3%/同比+4.3pct, 环比+1.3pct。1) 23H2 以来, 人民币汇率波动减小叠加公司积极优化采购策略, 汇率影响或收窄; 2) 1-2 月传统销售旺季叠加国际客运航班恢复, 免税业务占比或增加(23 年免税/有税业务毛利率差距达 24%); 3) 折扣力度同比收窄, 对毛利率亦有贡献。

费用率有所上升, 库存管理优化, 所得税率改善。1) 销售费率 12.84%/同比+3.0pct, 绝对额同比+17.9%, 环比接近持平, 我们预计较多口岸店开业带来租金等费用是主要原因; 管理费 2.53%/同比+0.4pct, 绝对额基本与往期一致; 财务费率-0.66%/同比+0.8pct, 23Q1 由于汇兑净收益公司财务费用为-3.10 亿元, 24Q1 收窄至-1.25 亿元。2) 资产减值损失 1.46 亿元/同比+5.32%, 环比-8.8%, 积压库存影响逐步减小, 存货由 23Q4 的 211 亿进一步下降至 176 亿元。3) 所得税率 16.3%, 同比-5.6pct, 过往税率季节性波动较大, Q1 基本与 23 全年水平(16.0%)接近。

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) 若市场对消费力预期有所变化以及对封关政策变化利好形成共识, 估值有望逐步上行。预计公司 24-26 归母净利润 79.0、90.3、102.6 亿元, 4 月 23 日收盘价对应 PE 分别为 19/16/14 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。

重要财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入(百万元)	54,433	67,540	71,569	79,988	86,828
增长率 YoY %	-19.6%	24.1%	6.0%	11.8%	8.6%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	6,714	7,900	9,028	10,259
增长率 YoY%	-47.9%	33.5%	17.7%	14.3%	13.6%
毛利率%	28.4%	31.8%	32.5%	33.0%	32.9%
净资产收益率ROE%	10.4%	12.5%	13.7%	14.5%	15.2%
EPS(摊薄)(元)	2.43	3.25	3.82	4.36	4.96
市盈率 P/E(倍)	29.50	22.10	18.78	16.43	14.46
市净率 P/B(倍)	3.05	2.76	2.57	2.38	2.20

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2024 年 4 月 23 日收盘价

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	57,205	58,456	62,406	67,226	72,730
货币资金	26,892	31,838	36,045	40,675	46,666
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	151	139	155	151	145
预付账款	398	482	502	558	606
存货	27,926	21,057	20,691	20,674	20,021
其他	1,838	4,940	5,013	5,167	5,293
非流动资产	18,702	20,414	21,622	22,724	23,652
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	8,146	7,690	7,336
资产总计	75,908	78,869	84,028	89,949	96,382
流动负债	17,480	15,329	15,882	16,970	17,870
短期借款	1,932	369	469	569	669
应付票据	19	37	34	37	40
应付账款	7,660	6,366	6,578	6,702	6,793
其他	7,869	8,556	8,801	9,661	10,367
非流动负债	4,300	4,359	4,365	4,365	4,365
长期借款	2,509	2,522	2,522	2,522	2,522
其他	1,791	1,837	1,843	1,843	1,843
负债合计	21,780	19,688	20,247	21,335	22,235
少数股东权益	5,554	5,348	6,066	6,384	6,787
归属母公司	48,573	53,834	57,716	62,230	67,359
负债和股东权益	75,908	78,869	84,028	89,949	96,382

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	71,569	79,988	86,828
同比(%)	-19.6%	24.1%	6.0%	11.8%	8.6%
归属母公司净利润	5,030	6,714	7,900	9,028	10,259
同比(%)	-47.9%	33.5%	17.7%	14.3%	13.6%
毛利率(%)	28.4%	31.8%	32.5%	33.0%	32.9%
ROE%	10.4%	12.5%	13.7%	14.5%	15.2%
EPS (摊薄)(元)	2.43	3.25	3.82	4.36	4.96
P/E	29.50	22.10	18.78	16.43	14.46
P/B	3.05	2.76	2.57	2.38	2.20
EV/EBITDA	46.88	16.33	10.22	8.98	7.51

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	54,433	67,540	71,569	79,988	86,828
营业成本	38,982	46,049	48,327	53,618	58,226
营业税金及附加	1,215	1,644	1,743	1,948	2,114
销售费用	4,032	9,421	8,177	9,799	10,185
管理费用	2,209	2,208	2,505	2,800	2,865
研发费用	39	58	64	72	78
财务费用	220	-869	-143	-80	-87
减值损失合计	-591	-638	-787	-880	-955
投资净收益	162	87	107	127	147
其他	312	201	179	200	217
营业利润	7,619	8,677	10,395	11,278	12,855
营业外收支	-3	-32	5	5	5
利润总额	7,617	8,646	10,400	11,283	12,860
所得税	1,429	1,379	1,783	1,937	2,198
净利润	6,188	7,266	8,618	9,346	10,662
少数股东损益	1,158	553	718	318	403
归属母公司净利润	5,030	6,714	7,900	9,028	10,259
EBITDA	9,105	8,983	11,527	12,602	14,295
EPS (当年)(元)	2.53	3.25	3.82	4.36	4.96

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-3,415	15,126	10,755	11,591	13,495
净利润	6,188	7,266	8,618	9,346	10,662
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	-23	-81	331
其它	671	383	779	835	907
投资活动现金流	-3,807	-4,716	-2,358	-2,328	-2,255
资本支出	-2,991	-1,801	-3,260	-2,255	-2,202
长期投资	-875	-2,923	-200	-200	-200
其他	59	9	1,102	127	147
筹资活动现金流	15,455	-4,628	-4,111	-4,633	-5,249
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	-4,168	-4,733	-5,349
现金流净增加额	9,106	5,990	4,207	4,630	5,991

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。	买入 ：股价相对强于基准 15% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~15%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在 ±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：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。