

中国中免 (601888.SZ) /  
社服行业

证券研究报告/公司点评

2023 年 05 月 02 日

**评级: 买入 (维持)**

市场价格: 160.98 元

分析师: 皇甫晓晗

执业证书编号: S0740521040001

Email: huangfuxh@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张友华

Email: zhangji@r.qlzq.com.cn

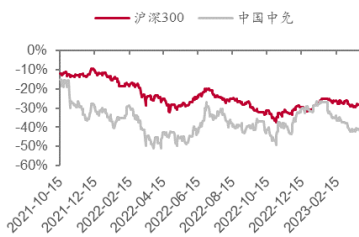
**公司盈利预测及估值**

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	67676	54433	80319	110453	141664
增长率 yoy%	28.67%	-19.57%	47.56%	37.52%	28.26%
归母净利润 (百万元)	9,592	5,030	9,023	12,526	14,320
增长率 yoy%		-47.56%	79.38%	38.82%	14.32%
每股收益 (元)	4.94	2.43	4.36	6.05	6.92
每股现金流量	4.00	-0.78	2.67	6.11	8.49
净资产收益率	27.75%	9.29%	16.07%	17.23%	15.45%
P/E	33	66	37	27	23
P/B	11	7	7	6	5

备注: 股价使用 2023 年 4 月 29 日收盘价

**基本状况**

总股本(百万股)	2069
流通股本(百万股)	2069
市价(元)	160.98
市值(百万元)	333045
流通市值(百万元)	333045

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 《疫后免税新篇章开启，业绩向上弹性可期》  
2023.03.30
- 《Q3 业绩符合预期，新海港扬帆起航》  
2022.10.19
- 《Q2 业绩超预期，关注疫后逻辑》  
2022.08.30
- 《自贸港建设春风送暖，疫情下逆向布局中免》  
2022.04.14
- 《疫情影响短期业绩，长期逻辑不变》2021 年业绩快报点评  
2022.01.25
- 《受疫情影响，短期业绩承压》2021Q3 业绩点评  
2021.11.04

**投资要点**

- 核心观点: 疫情复苏后第一个季度，中国中免受毛利率和销售费用影响业绩低于预期，利润率或与汇率因素较为相关，参考 22 年汇率走势，23 年中免利润率仍有提升可能。**
- 调整盈利预测，维持“买入”评级。**公司 23Q1 营收 207.69 亿元，同比增 23.8%，实现归母净利润 23.01 亿，同比降 10.3%，考虑到公司盈利能力的修复需要时间，我们调整盈利预测，预计 23—25 年对应归母净利润 90.2/125.3/143.2 亿元（前值分别为 120.0/159.9/191.9 亿元），对应 PE 37/27/23，考虑公司当前处于疫后修复初期，以及未来可能的政策红利，维持“买入”评级。
- 毛利下滑以及销售费用增长致当季业绩下滑。**公司 23Q1 综合毛利率下滑至 29.0%，同比 22Q1 下滑 5pct，超出市场预期。市场之前预计，22 年 3 月受疫情影响，线上有税销售占比提升势必影响毛利率，但 23Q1 毛利率仍较 22Q1 出现较大程度下滑。毛利下滑原因目前判断有：1. 22 年汇率变动导致产品进货成本增加，系一次性变动，且本季度财务费用是正向贡献 3.1 亿，预计主要为汇兑收益，已经有所对冲。2. 销售返点可能略有减少。另一个业绩下滑的原因为销售费用增长，23Q1 销售费用 20.48 亿，较 22Q4 环比增长 6.6 亿，预计有一部分系权责发生制，部分机场租金上调。
- 库存管理逐步良性。**自 2020 年 Q2 末海南离岛免税新政策以来，中免库存首次出现较大幅度环比减少。23Q1 末库存 261.39 亿元，环比 22Q4 末下降 17.87 亿元。当前热门 SKU 出现一定程度缺货，线下客流的恢复将有助于进一步消化现有库存。
- 长期看，有危有机，静待消费复苏与政策红利。**危的角度看，香化品类因疫情结束面临价格重塑和消费者心智的重新培育，另一方面渠道增加导致价格体系冗余，竞争趋向激烈，利润率的提升有待时间。机的角度看，精品、3C 百货、进口烟酒、国产烟酒这些品类，疫情期间渠道竞争并没有出现重大变化。国产烟酒品类在疫情期间品牌和 SKU 获得较大扩充，未来增长确定性很强。我们当前建议关注销售增长，23Q1 的 207.69 亿元是中免历史最好的单季度销售。拉长长时间看，中免的免税商品销售从 2014 年 70 亿元，增长至 2019 年 458 亿元，复合增速 45.6%。疫情期间，疫情叠加海南免税新政策叠加出入境限制，多重外部因素交错一定程度上扰乱了中免的增长节奏和市场预期。未来中免的渠道预计将以海南渠道+出入境渠道+市内店渠道三轮驱动，长期看，疫情 3 年或许只是中免长期成长中的扰动。
- 风险提示: (1) 客流复苏不及预期; (2) 免税政策变动; (3) 免税牌照增加的风险。**

**图表 1: 公司主要财务数据及预测**

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,856	26,892	43,108	55,231	71,728	营业收入	67,676	54,433	80,319	110,453	141,664
应收票据	0	0	0	0	0	营业成本	44,882	38,982	51,261	68,085	89,596
应收账款	106	151	196	270	347	税金及附加	1,839	1,215	1,606	2,209	2,833
预付账款	348	398	803	1,065	1,569	销售费用	3,861	4,032	11,566	17,201	21,914
存货	19,725	27,926	18,385	24,864	30,276	管理费用	2,250	2,209	2,008	2,320	2,550
合同资产	0	0	0	0	0	研发费用	0	39	0	0	0
其他流动资产	1,507	1,838	1,778	2,386	3,053	财务费用	-43	220	-322	-247	-269
流动资产合计	38,542	57,205	64,270	83,816	106,973	信用减值损失	-23	7	0	0	0
其他长期投资	1,197	1,387	1,281	1,281	1,281	资产减值损失	-499	-591	-402	-552	-708
长期股权投资	992	1,970	791	791	791	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
固定资产	1,843	5,434	4,324	5,828	7,359	投资收益	162	162	0	0	0
在建工程	2,890	1,852	4,117	4,558	4,279	其他收益	278	296	0	0	0
无形资产	2,401	2,458	2,305	2,259	2,213	营业利润	14,804	7,619	13,798	20,333	24,331
其他非流动资产	7,609	5,602	3,253	3,180	3,123	营业外收入	17	13	3	3	3
非流动资产合计	16,932	18,703	16,071	17,897	19,046	营业外支出	20	15	5	5	5
资产合计	55,474	75,908	80,341	101,713	126,019	利润总额	14,801	7,617	13,796	20,331	24,329
短期借款	411	1,932	1,932	1,932	1,932	所得税	2,436	1,429	2,003	3,369	4,034
应付票据	0	19	0	0	0	净利润	12,365	6,188	11,793	16,962	20,295
应付账款	5,880	7,660	6,899	8,974	11,657	少数股东损益	2,711	1,158	2,770	4,436	5,975
预收款项	9	13	9	12	15	归属母公司净利润	9,592	5,030	9,023	12,526	14,320
合同负债	1,372	1,506	1,383	1,902	2,439	NOPLAT	12,026	6,321	11,518	16,756	20,070
其他应付款	2,773	2,452	7,594	7,594	7,594	EPS (摊薄)	4.94	2.43	4.36	6.05	6.92
一年内到期的非流动负债	1,545	675	100	100	100						
其他流动负债	5,146	3,224	3,675	5,902	7,006						
流动负债合计	17,136	17,481	21,592	26,416	30,743						
长期借款	0	2,509	2,509	2,509	2,509						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	3,546	1,791	79	79	79						
非流动负债合计	3,546	4,300	2,588	2,588	2,588						
负债合计	20,682	21,781	24,180	29,004	33,331						
归属母公司所有者权益	29,619	48,573	45,651	57,763	71,767						
少数股东权益	5,173	5,554	10,510	14,946	20,921						
所有者权益合计	34,792	54,127	56,161	72,709	92,688						
负债和股东权益	55,474	75,908	80,341	101,713	126,019						

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8,285	-1,612	5,521	12,648	17,571
现金收益	12,802	6,980	12,009	17,389	20,877
存货影响	-4,992	-8,202	9,541	-6,479	-5,413
经营性应收影响	429	495	-48	216	128
经营性应付影响	-1,573	1,482	4,359	2,078	2,687
其他影响	1,618	-2,367	-20,339	-556	-709
投资活动现金流	-2,318	-3,807	892	-2,500	-2,000
资本支出	-2,259	-3,053	-1,538	-2,573	-2,059
股权投资	-200	-978	1,179	0	0
其他长期资产变化	141	224	1,251	73	59
融资活动现金流	-3,817	15,455	9,803	1,975	926
借款增加	1,539	3,160	-575	0	0
股利及利息支付	-3,431	-139	-372	-442	-578
股东融资	51	50	50	50	50
其他影响	-1,976	12,384	10,700	2,367	1,454

主要财务比率					
会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率	28.7%	-19.6%	47.6%	37.5%	28.3%
EBIT增长率	61.7%	-46.9%	71.9%	49.1%	19.8%
归母公司净利润增长	57.2%	-47.9%	79.4%	38.8%	14.3%
<b>获利能力</b>					
毛利率	33.7%	28.4%	36.2%	38.4%	36.8%
净利率	18.3%	11.4%	14.7%	15.4%	14.3%
ROE	27.7%	9.3%	16.1%	17.2%	15.4%
ROIC	43.8%	17.5%	20.0%	23.3%	22.5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	37.3%	28.7%	30.1%	28.5%	26.4%
债务权益比	15.8%	12.8%	8.2%	6.4%	5.0%
流动比率	2.2	3.3	3.0	3.2	3.5
速动比率	1.1	1.7	2.1	2.2	2.5
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.2	0.7	1.0	1.1	1.1
应收账款周转天数	0	0	0	1	2
应付账款周转天数	41	63	51	42	41
存货周转天数	138	220	163	114	111
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	4.94	2.43	4.36	6.05	6.92
每股经营现金流	4.00	-0.78	2.67	6.11	8.49
每股净资产	14.32	23.48	22.07	27.92	34.69
<b>估值比率</b>					
P/E	33	66	37	27	23
P/B	11	7	7	6	5
EV/EBITDA	21	39	23	16	13

来源: Wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。