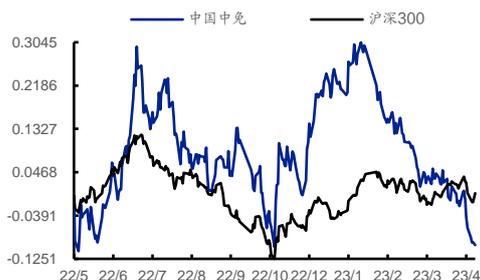


研究所  
 证券分析师： 芦冠宇 S0350521110002  
 luyg@ghzq.com.cn  
 联系人： 周钰筠 S0350121110018  
 zhouyy02@ghzq.com.cn

## 折扣与汇率影响短期业绩，新增项目稳步推进

### ——中国中免（601888）2023年一季度点评报告

#### 最近一年走势



#### 相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
中国中免	-11.8%	-30.2%	-10.7%
沪深300	0.7%	-3.6%	2.8%

#### 市场数据

当前价格(元)	160.98
52周价格区间(元)	155.18-239.99
总市值(百万)	333,044.93
流通市值(百万)	314,309.51
总股本(万股)	206,885.90
流通股本(万股)	195,247.55
日均成交额(百万)	3,660.44
近一月换手(%)	0.75

#### 相关报告

《——中国中免（601888）2022 年报点评：疫情冲击业绩承压，期待出行回暖及政策释放带来修复弹性（增持）\*旅游零售 II\*芦冠宇》——2023-04-02

《——中国中免（601888）2022 年三季度点评：疫情冲击线下业绩承压，线上销售表现良好（买入）\*旅游零售 II\*芦冠宇》——2022-10-30

《——中国中免（601888）半年度业绩快报点评：毛利率水平稳定，疫情影响逐步消退（买入）\*旅游零售 II\*芦冠宇》——2022-07-28

《中国中免(601888) 深度报告：基本面与估值双底，内生价值长期提升（买入）\*旅游综合\*芦冠宇》

#### 事件：

**中国中免发布 2023 年一季度报：**2023Q1，公司实现营业收入 207.69 亿元/同比+23.76%，归母净利润 23.01 亿元/同比-10.25%，扣非归母净利润 22.96 亿元/同比-10.27%。

#### 投资要点：

- **促销力度加大叠加人民币贬值，业绩短期承压。**2023Q1 实现营业收入 207.69 亿元/同比+23.76%，归母净利润 23.01 亿元/同比-10.25%，扣非归母净利润 22.96 亿元/同比-10.27%。业绩发生一定下滑的原因在于：本季度产品促销力度较去年更大，销售费用有所提升，2023Q1 销售费用 20.48 亿元，同比+40.14%。2) 季内实现销售的产品基本均于 2022 年人民币汇率较低时采买，产品成本较高，因此毛利率同比有所下滑。人民币兑美元即期汇率自 4 月 18 日始持续贬值，于 9 月中旬突破 7 关口，随后达到 7.32 最低值。2023Q1 毛利率 29.0%，同比-5.0pct。
- **客流恢复下机场租金驱动销售费用有所上升，财务费用控制得当。**根据疫情期间公司与部分机场签订的租赁合同，随着疫后客流逐步恢复，租金支出或将有所提升，本季度销售费用率有所提升。1-3 月，白云/上海/首都机场旅客吞吐量分别同比增长 62%/78%/135%。2023Q1 公司销售费用率 9.86%，同比+1.15pct，环比+0.66 pct，管理费用率 2.15%，同比-0.42pct，环比-3.68 pct，财务费用率-1.49%，同比-1.02 pct，环比+1.19pct，期间费用率 10.52%，同比-0.28pct，环比-1.82 pct。
- **收购中出服 49%股权，市内免税布局形成强大壁垒。**中国中免拟以非公开协议方式出资人民币 12.28 亿收购中出服公司 49%的股权。中出服拥有国内两张入境市内免税牌照之一（另一张为中侨所有，已被中免收购），截至 3 月 14 日，其拥有共计 12 家市内免税店。收购完成后，公司有望利用中出服市内免税资源优势，在供应链拓展、人才团队等方面实现合作与互补，优化市内免税布局，进一步提升盈利能力和抗风险能力。
- **盈利预测和投资评级：**谨慎预期下，我们下调此前盈利预测，预计 2023-2025 年营业收入 806.13/1157.92/1392.82 亿元，同比增长 48%/44%/20%；归母净利润 86.51/131.41/174.71 亿元，同比增长

——2022-05-04

《——中国中免（601888）2021 年报及 2022 年一季报点评：疫情致短期业绩承压，内生价值持续提升（买入）\*旅游综合\*芦冠宇》——2022-04-23

72%/52%/33%，分别对应 38.50/25.34/19.06x PE。随着疫后消费复苏，国内旅游与出入境客流逐步恢复，离岛、机场与市内免税业态均有望逐步转好，故仍维持“增持”评级。

- **风险提示：**国内政策变化不确定性；行业竞争加剧；国外免税商有进行价格战风险；项目推进节奏不及预期；宏观经济影响消费意愿。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	54433	80613	115792	139282
增长率（%）	-20	48	44	20
归母净利润（百万元）	5030	8651	13141	17471
增长率（%）	-48	72	52	33
摊薄每股收益（元）	2.43	4.18	6.35	8.44
ROE（%）	10	15	19	20
P/E	85.47	38.50	25.34	19.06
P/B	9.20	5.82	4.73	3.79
P/S	8.21	4.13	2.88	2.39
EV/EBITDA	46.88	22.21	14.01	10.24

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：中国中免盈利预测表

证券代码:	601888				股价:	160.98				投资评级:	增持				日期:	2023/04/28			
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值	2022A	2023E	2024E	2025E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	10%	15%	19%	20%	EPS	2.53	4.18	6.35	8.44										
毛利率	28%	30%	34%	36%	BVPS	23.48	27.66	34.01	42.46										
期间费率	12%	12%	15%	15%	<b>估值</b>														
销售净利率	9%	11%	11%	13%	P/E	85.47	38.50	25.34	19.06										
<b>成长能力</b>					P/B	9.20	5.82	4.73	3.79										
收入增长率	-20%	48%	44%	20%	P/S	8.21	4.13	2.88	2.39										
利润增长率	-48%	72%	52%	33%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
总资产周转率	0.72	0.86	0.99	0.97	营业收入	54433	80613	115792	139282										
应收账款周转率	359.77	350.90	364.61	408.74	营业成本	38982	56335	76427	89641										
存货周转率	1.95	1.97	2.21	2.44	营业税金及附加	1215	1800	2585	3110										
<b>偿债能力</b>					销售费用	4032	6530	12158	15321										
资产负债率	29%	31%	31%	28%	管理费用	2209	3272	4699	5653										
流动比	3.27	3.05	3.15	3.50	财务费用	220	193	193	193										
速动比	1.60	1.35	1.44	1.88	其他费用/(-收入)	39	0	0	0										
					<b>营业利润</b>	<b>7619</b>	<b>12500</b>	<b>19752</b>	<b>25392</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	营业外净收支	-3	-3	-3	-3										
现金及现金等价物	26892	31870	43646	65513	<b>利润总额</b>	<b>7617</b>	<b>12497</b>	<b>19749</b>	<b>25389</b>										
应收款项	151	230	318	341	所得税费用	1429	1875	3555	3808										
存货净额	27926	40937	52487	57090	<b>净利润</b>	<b>6188</b>	<b>10623</b>	<b>16195</b>	<b>21581</b>										
其他流动资产	2236	3209	3718	4284	少数股东损益	1158	1988	3030	4038										
<b>流动资产合计</b>	<b>57205</b>	<b>76246</b>	<b>100169</b>	<b>127227</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>5030</b>	<b>8651</b>	<b>13141</b>	<b>17471</b>										
固定资产	5434	5365	5237	5056															
在建工程	1852	1611	1402	1220	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>										
无形资产及其他	9446	8866	8286	7706	<b>经营活动现金流</b>	<b>-3415</b>	<b>5458</b>	<b>12249</b>	<b>22335</b>										
长期股权投资	1970	1970	1970	1970	净利润	5030	8651	13141	17471										
<b>资产总计</b>	<b>75908</b>	<b>94058</b>	<b>117065</b>	<b>143179</b>	少数股东权益	1158	1988	3030	4038										
短期借款	1932	1932	1932	1932	折旧摊销	1437	1189	1217	1243										
应付款项	7679	11916	14667	16512	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	13	19	28	34	营运资金变动	-11636	-6534	-5335	-658										
其他流动负债	7856	11141	15193	17876	<b>投资活动现金流</b>	<b>-3807</b>	<b>-286</b>	<b>-279</b>	<b>-275</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>17480</b>	<b>25008</b>	<b>31820</b>	<b>36353</b>	资本支出	-2991	-203	-203	-203										
长期借款及应付债券	2509	2509	2509	2509	长期投资	-875	-100	-100	-100										
其他长期负债	1791	1791	1791	1791	其他	59	16	23	28										
<b>长期负债合计</b>	<b>4300</b>	<b>4300</b>	<b>4300</b>	<b>4300</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>15455</b>	<b>-193</b>	<b>-193</b>	<b>-193</b>										
<b>负债合计</b>	<b>21780</b>	<b>29308</b>	<b>36120</b>	<b>40653</b>	债务融资	4010	0	0	0										
股本	2069	2069	2069	2069	权益融资	16121	0	0	0										
股东权益	54127	64750	80945	102526	其它	-4676	-193	-193	-193										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>75908</b>	<b>94058</b>	<b>117065</b>	<b>143179</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>9106</b>	<b>4978</b>	<b>11776</b>	<b>21867</b>										

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

## 【商社小组介绍】

芦冠宇：商社首席分析师。杜伦大学/四川大学。曾就职于国泰君安证券、中信建投证券、方正证券。2017年新财富中国最佳分析师评选社会服务行业第二名核心成员；2017和2018年金牛奖餐饮旅游行业最佳分析师第一名核心成员；2017和2018年水晶球社会服务行业第二名核心成员；2018年中国保险资产管理业最受欢迎卖方分析师餐饮旅游行业第二名核心成员。

邱武斌：北京大学硕士，四年多买方、卖方研究经验，主要覆盖电子烟、培育钻石、景区、餐饮等行业。

李宇宸：香港中文大学，主要覆盖餐饮、茶饮及化妆品行业。

周钰筠：对外经济贸易大学金融本硕，主攻免税、酒店、黄金珠宝、电商代运营板块。

李昭璇：本科对外经贸大学投资学，硕士约翰霍普金斯大学金融学，主攻医美板块。

熊思雨：中山大学硕士，主要覆盖化妆品、人力资源板块。

## 【分析师承诺】

芦冠宇，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。