

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

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): 转折之际经历阵痛期, 看好盈利能力逐季改善

2023年4月30日

**事件: 中免公布一季报:** 23Q1 公司实现营收 207.69 亿元/同比+23.76%, 归母净利润 23.01 亿元/同比-10.25%, 扣非后归母净利润 22.96 亿元/同比-10.27%; 2) 23Q1 毛利率 29%/同比-5pct, 环比+8pct, 实现销售净利率 11.87%/同比-5.51pct, 环比+7.44pct。

**收入端同比实现增长, 宏观经济+供给问题之下实属难得:** 22 年 1-2 月海南地区表现优异, 22 年 3 月受到疫情影响基数较低, 因此收入同比+23.76%, 环比+37.83%。拆分来看, 我们预计海南贡献收入约 150 亿元, 在 23Q1 供给结构性不足、折扣力度收窄进而 B 端客户观望递延销售的情况下, 我们认为海南免税的潜力尚未完全释放, 我们预计日上上海收入贡献约 40 亿元, 其中线下免税门店基本恢复开业, 3 月起有望逐步贡献收入。

**我们预计毛利率下滑是盈利能力下降的主要原因:** 23Q1 毛利率 29%, 同比下滑 5pct, 环比增长 8pct。从海南免税&日上上海折扣跟踪来看, 实际折扣力度预计均环比收窄 5pct 以上, 我们预计同比的下滑主要由于: 1) 去年美元汇率提升带来的采购成本上升, 由于销售周期原因递延 1-2 个季度反映在毛利率端, 对毛利率有一定影响; 2) 我们预计结构性缺货使得毛利率较高的精品占比不及 22Q1; 3) 22H2 包括中免日上在内的各渠道折扣较深, 我们认为环比改善是逐步的, 且亦受临期商品处理的影响, 23Q1 作为转折的重要时间点, 我们预计仍受历史因素拖累。

**财务指标来看:** 税金及其他费率 2.71%/同比-0.20pct; 销售费用 20.48 亿元, 同比增加 40.14%, 销售费率 9.86%/同比+1.15pct, 相比去年减少了白云机场租金减免、但国际客流恢复及免税店复工或使得租金有所提升; 管理费用 4.46 亿元, 基本与往期一致, 管理费率 2.15%/同比-0.42pct; 财务费用-3.1 亿元, 主要来源于汇兑净收益, 汇率变化通常当期就在财务费用端有所反映, 而对毛利率的影响通常有所递延, 财务费率-1.49%/同比-1.02pct; 资产减值损失 1.39 亿元, 同比增加 1.84 亿元, 我们预计主要受到过往积压库存影响, 后续有望随着销售提升而持续改善。

## 展望全年, 我们认为中免压力与机遇并存:

1) 后疫情时代, 对线上线下的折扣平衡是重中之重: 我们预计线上完税渠道的折扣力度有望显著收窄(但在 Q1 尚未充分体现), 为线下免税收入的快速修复开道, 但在过渡期如何保证总体收入规模持续增长的同时进行折扣力度的收窄仍需不断探索;

2) 机场客流及免税店经营面积恢复, 我们预计机场租金将逐步回升: 疫情期间各大机场对免税店的租金均有不同程度的让步, 随着国际客流有望逐季恢复、渠道竞争相较于疫情前更加激烈的背景下, 如何让收入恢复速度与租金相匹配亦是影响今年盈利能力的关键。

## 但我们仍然看好公司收入增速和盈利能力的逐季改善:

1) 畅销品缺货的问题有望在 Q2 开始得到改善, 即买即提对海南免税销售的催化逐步显现, 下半年新海港 Gucci&Prada 有望开业、三亚海棠湾一期二号地+两大顶奢入驻均有望进一步催化海南销售;

2) 外资香化价格体系的回升趋势在包括中免在内的全渠道已经明确, 当前毛利率对比疫情前仍有较高提升空间, 虽然短期受到汇率、库存等影响尚未充分反映, 我们认为有望成为未来盈利能力弹性的关键所在;

3) 新海港作为 100%控股的大体量门店, 我们预计 23Q1 并未对整体利润形成拖累, 且作为公司核心项目, 其销售额和盈利能力的逐步提升是公司的重要关注点。

**投资建议:** 中免作为免税行业龙头, 有望充分享受海外消费回流和免税政策红利, 逐步兑现业绩。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别 97.89、129.29、162.41 亿元, 对应 4 月 28 日收盘价 PE 分别 34、26、21X, 维持“买入”评级。

**风险因素:** 政策风险, 市场竞争加剧, 客流及销售不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,676	54,433	86,656	111,323	141,564
增长率 YoY %	28.7%	-19.6%	59.2%	28.5%	27.2%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	5,030	9,789	12,929	16,241
增长率 YoY%	57.2%	-47.9%	94.6%	32.1%	25.6%
毛利率%	33.7%	28.4%	30.8%	31.0%	31.4%
净资产收益率ROE%	32.6%	10.4%	17.4%	19.4%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	4.73	6.25	7.85
市盈率 P/E(倍)	34.50	66.21	34.02	25.76	20.51
市净率 P/B(倍)	11.24	6.86	5.90	4.99	4.18

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2023 年 4 月 28 日收盘价

**资产负债表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	38,542	57,205	67,516	83,526	103,611
货币资金	16,856	26,892	39,832	50,754	65,065
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	106	151	186	247	303
预付账款	348	398	186	615	822
存货	19,725	27,926	24,657	29,268	33,892
其他	1,507	1,838	2,656	2,642	3,529
<b>非流动资产</b>	16,932	18,702	20,996	22,475	22,602
长期股权投资	992	1,970	2,170	3,570	3,770
固定资产(合计)	1,843	5,434	8,218	9,493	10,386
无形资产	2,401	2,458	3,308	3,358	3,458
其他	11,696	8,840	7,299	6,055	4,988
<b>资产总计</b>	55,474	75,908	88,512	106,002	126,213
<b>流动负债</b>	17,136	17,480	21,086	27,897	33,858
短期借款	411	1,932	2,132	2,738	3,361
应付票据	0	19	11	27	21
应付账款	5,880	7,660	5,659	9,285	10,502
其他	10,845	7,869	13,283	15,847	19,973
<b>非流动负债</b>	3,546	4,300	4,300	4,300	4,300
长期借款	0	2,509	2,509	2,509	2,509
其他	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
<b>负债合计</b>	20,682	21,780	25,386	32,197	38,157
少数股东权益	5,173	5,554	6,721	7,057	8,316
归属母公司股东权益	29,619	48,573	56,404	66,747	79,740
<b>负债和股东权益</b>	55,474	75,908	88,512	106,002	126,213

**重要财务指标**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	86,656	111,323	141,564
同比(%)	28.7%	-19.6%	59.2%	28.5%	27.2%
归属母公司净利润	9,654	5,030	9,789	12,929	16,241
同比(%)	57.2%	-47.9%	94.6%	32.1%	25.6%
毛利率(%)	33.7%	28.4%	30.8%	31.0%	31.4%
ROE%	32.6%	10.4%	17.4%	19.4%	20.4%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	4.73	6.25	7.85
P/E	34.50	66.21	34.02	25.76	20.51
P/B	11.24	6.86	5.90	4.99	4.18
EV/EBITDA	25.87	46.88	22.13	18.06	13.61

**利润表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	67,676	54,433	86,656	111,323	141,564
营业成本	44,882	38,982	59,936	76,858	97,138
营业税金及附加	1,839	1,215	2,355	3,026	3,848
销售费用	3,861	4,032	7,678	11,170	14,359
管理费用	2,250	2,209	3,033	3,896	4,955
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	-43	220	137	-66	-141
减值损失合计	-499	-591	-693	-891	-708
投资净收益	162	162	100	100	100
其他	256	312	87	111	142
<b>营业利润</b>	14,804	7,619	13,011	15,759	20,940
营业外收支	-3	-3	5	5	5
<b>利润总额</b>	14,801	7,617	13,016	15,764	20,945
所得税	2,437	1,429	2,060	2,500	3,446
<b>净利润</b>	12,365	6,188	10,956	13,265	17,499
少数股东损益	2,711	1,158	1,167	336	1,258
<b>归属母公司净利润</b>	9,654	5,030	9,789	12,929	16,241
EBITDA	16,120	9,105	15,647	18,604	23,680
EPS(当年)(元)	4.94	2.53	4.73	6.25	7.85

**现金流量表**

单位: 百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	8,329	-3,415	19,087	16,706	19,565
净利润	12,365	6,188	10,956	13,265	17,499
折旧摊销	1,522	1,437	1,907	2,120	2,273
财务费用	206	86	294	310	334
投资损失	-16	-162	-162	-100	-100
营运资金变动	-6,494	-11,636	5,342	226	-1,145
其它	893	671	688	886	703
<b>投资活动现金流</b>	-2,318	-3,807	-4,095	-3,495	-2,295
资本支出	-2,153	-2,991	-3,995	-2,195	-2,195
长期投资	-188	-875	-200	-1,400	-200
其他	24	59	100	100	100
<b>筹资活动现金流</b>	-3,817	15,455	-2,051	-2,290	-2,959
吸收投资	51	16,121	0	0	0
借款	0	4,010	200	606	623
支付利息或股息	-3,431	-3,676	-2,251	-2,895	-3,583
<b>现金流净增加额</b>	1,998	9,106	12,940	10,922	14,311

## 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。

**李汶静**，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。

## 机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	<a href="mailto:hanqiuyue@cindasc.com">hanqiuyue@cindasc.com</a>
华北区销售总监	陈明真	15601850398	<a href="mailto:chenmingzhen@cindasc.com">chenmingzhen@cindasc.com</a>
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	<a href="mailto:quejiacheng@cindasc.com">quejiacheng@cindasc.com</a>
华北区销售	祁丽媛	13051504933	<a href="mailto:qiliyuan@cindasc.com">qiliyuan@cindasc.com</a>
华北区销售	陆禹舟	17687659919	<a href="mailto:luyuzhou@cindasc.com">luyuzhou@cindasc.com</a>
华北区销售	魏冲	18340820155	<a href="mailto:weichong@cindasc.com">weichong@cindasc.com</a>
华北区销售	樊荣	15501091225	<a href="mailto:fanrong@cindasc.com">fanrong@cindasc.com</a>
华北区销售	秘侨	18513322185	<a href="mailto:miqiao@cindasc.com">miqiao@cindasc.com</a>
华北区销售	李佳	13552992413	<a href="mailto:lijia1@cindasc.com">lijia1@cindasc.com</a>
华北区销售	赵岚琦	15690170171	<a href="mailto:zhaolanqi@cindasc.com">zhaolanqi@cindasc.com</a>
华北区销售	张瀚夕	18810718214	<a href="mailto:zhanglanxi@cindasc.com">zhanglanxi@cindasc.com</a>
华北区销售	王哲毓	18735667112	<a href="mailto:wangzheyu@cindasc.com">wangzheyu@cindasc.com</a>
华东区销售总监	杨兴	13718803208	<a href="mailto:yangxing@cindasc.com">yangxing@cindasc.com</a>
华东区销售副总监	吴国	15800476582	<a href="mailto:wuguo@cindasc.com">wuguo@cindasc.com</a>
华东区销售	国鹏程	15618358383	<a href="mailto:guopengcheng@cindasc.com">guopengcheng@cindasc.com</a>
华东区销售	朱尧	18702173656	<a href="mailto:zhuyao@cindasc.com">zhuyao@cindasc.com</a>
华东区销售	戴剑箫	13524484975	<a href="mailto:daijianxiao@cindasc.com">daijianxiao@cindasc.com</a>
华东区销售	方威	18721118359	<a href="mailto:fangwei@cindasc.com">fangwei@cindasc.com</a>
华东区销售	俞晓	18717938223	<a href="mailto:yuxiao@cindasc.com">yuxiao@cindasc.com</a>

华东区销售	李贤哲	15026867872	<a href="mailto:lixianzhe@cindasc.com">lixianzhe@cindasc.com</a>
华东区销售	孙瞳	18610826885	<a href="mailto:suntong@cindasc.com">suntong@cindasc.com</a>
华东区销售	贾力	15957705777	<a href="mailto:jiali@cindasc.com">jiali@cindasc.com</a>
华东区销售	王爽	18217448943	<a href="mailto:wangshuang3@cindasc.com">wangshuang3@cindasc.com</a>
华东区销售	石明杰	15261855608	<a href="mailto:shimingjie@cindasc.com">shimingjie@cindasc.com</a>
华东区销售	曹亦兴	13337798928	<a href="mailto:caoyixing@cindasc.com">caoyixing@cindasc.com</a>
华东区销售	王赫然	15942898375	<a href="mailto:wangheran@cindasc.com">wangheran@cindasc.com</a>
华南区销售总监	王留阳	13530830620	<a href="mailto:wangliuyang@cindasc.com">wangliuyang@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	<a href="mailto:chenchen3@cindasc.com">chenchen3@cindasc.com</a>
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	<a href="mailto:wangyufei@cindasc.com">wangyufei@cindasc.com</a>
华南区销售	刘韵	13620005606	<a href="mailto:liuyun@cindasc.com">liuyun@cindasc.com</a>
华南区销售	胡洁颖	13794480158	<a href="mailto:hujieying@cindasc.com">hujieying@cindasc.com</a>
华南区销售	郑庆庆	13570594204	<a href="mailto:zhengqingqing@cindasc.com">zhengqingqing@cindasc.com</a>
华南区销售	刘莹	15152283256	<a href="mailto:liuying1@cindasc.com">liuying1@cindasc.com</a>
华南区销售	蔡静	18300030194	<a href="mailto:caijing1@cindasc.com">caijing1@cindasc.com</a>
华南区销售	聂振坤	15521067883	<a href="mailto:niezhenkun@cindasc.com">niezhenkun@cindasc.com</a>
华南区销售	张佳琳	13923488778	<a href="mailto:zhangjialin@cindasc.com">zhangjialin@cindasc.com</a>
华南区销售	宋王飞逸	15308134748	<a href="mailto:songwangfeiyi@cindasc.com">songwangfeiyi@cindasc.com</a>

## 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 20% 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%~20%；	<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。