



买入（维持）

所属行业：休闲服务
当前价格(元)：160.98

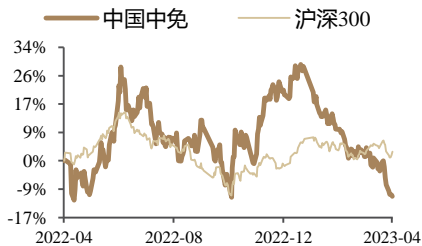
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-12.87	-18.41	-30.16
相对涨幅(%)	-13.28	-18.05	-26.51

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国中免：线下免税毛利率同比改善，有税占比大幅提升业绩短期承压》，2023.3.31
- 《中国中免：疫情影响Q3销售额及净利率阶段承压，静待疫情企稳后逐步回暖》，2022.10.30
- 《中国中免：有税业务对冲疫情影响，毛利率环比21H1提升5.5pct》，2022.8.31
- 《中国中免：22H1业绩超预期，看好后续收入&利润持续修复》，2022.7.28

股票数据

总股本(百万股)：	2,068.86
流通A股(百万股)：	1,952.48
52周内股价区间(元)：	158.85-232.80
总市值(百万元)：	333,044.93
总资产(百万元)：	79,864.01
每股净资产(元)：	24.44

资料来源：公司公告

中国中免：折扣+成本影响毛利率同比承压，增量项目建设逐步推进

投资要点

- **中国中免发布23Q1业绩报告**：23Q1公司实现营业收入207.7亿元/+23.8%，归母净利润为23.01亿元/-10.25%，扣非归母净利润为22.96亿元/-10.27%，一季度经营活动产生的现金流净额为74亿元，22Q1为净流出12亿元。根据海口海关，2023Q1，海口海关共监管离岛免税购物金额169亿元，同比增长14.6%。
- **采购成本+折扣力度同比略提升，毛利率短期承压**。一季度毛利率29%，环比22Q4提升近8pct，同比22Q1下滑5pct，同比出现一定下滑，一方面今年Q1折扣力度相比22年1-2月略有提升（22年1-2月净利率达到18.3%），另一方面去年汇率变动、商品采购成本提升，导致23Q1商品销售成本增加；此外22Q1有部分供应商返利影响。未来随商品结构的进一步优化以及利润与收入的平衡考量、精细化的折扣管理，毛利率有望逐步改善。
- **Q1取得部分汇兑收益，机场租金计提提升导致销售费用同比上浮**。2023年Q1，公司期间费用率为10.52%/-0.28pct，其中销售费用率9.86%/+1.15pct，疫情放开后客流恢复、导致机场租金计提同比提升，销售费用同比增加40%；一季度管理费用率2.15%/-0.42pct；财务费率-1.49%/-1.02pct，财务费用为-3.1亿元，主要系汇兑收益影响。公司整体一季度销售净利率为11.87%，同比下滑5.51pct。
- **出境游逐步复苏，看好中免相应市内免税布局**。3月15日起我国第二批40个国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务恢复，五一出境游预定火热，中免积极在国人境外热门旅游目的地布局免税店承接国人消费需求。此外，市内免税政策尚未出台，中免相应进行积极布局，拟收购中服49%股权，同时在各地进行战略性布局，后续政策出台后有望及时响应，不断做大公司规模。
- **投资建议：渠道资源不断拓展，看好中长期公司成长潜力**。全球最大香化馆海棠湾一期2号地有望于23/9/30开业，同时凤凰机场法式花园公司也在积极筹备中，河心岛及三期按计划推进，渠道资源持续拓展。短期公司毛利率承压，看好增量物业持续落地公司中长期发展。
- **风险提示**：宏观经济恢复、消费力、项目建设不及预期

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	90,028	118,233	152,230
(+/-)YOY(%)	28.7%	8.2%	65.4%	31.3%	28.8%
净利润(百万元)	9,654	5,030	10,292	13,739	17,469
(+/-)YOY(%)	57.2%	-47.9%	104.6%	33.5%	27.1%
全面摊薄EPS(元)	4.67	2.43	4.97	6.64	8.44
毛利率(%)	33.7%	28.4%	31.0%	32.0%	32.0%
净资产收益率(%)	32.6%	10.4%	17.4%	18.7%	19.1%

资料来源：公司年报（2021-2022），德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润



财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	2.43	4.97	6.64	8.44
每股净资产	23.48	28.65	35.53	44.25
每股经营现金流	-1.65	10.23	8.53	11.44
每股股利	1.50	0.80	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	88.85	32.36	24.24	19.06
P/B	9.20	5.62	4.53	3.64
P/S	7.13	4.31	3.28	2.55
EV/EBITDA	45.45	19.03	13.28	9.80
股息率%	0.7%	0.5%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	28.4%	31.0%	32.0%	32.0%
净利润率	9.2%	11.4%	11.6%	11.5%
净资产收益率	10.4%	17.4%	18.7%	19.1%
资产回报率	6.6%	10.6%	11.2%	11.2%
投资回报率	10.6%	17.1%	18.8%	19.0%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.2%	65.4%	31.3%	28.8%
EBIT 增长率	-46.4%	89.5%	35.8%	24.7%
净利润增长率	-47.9%	104.6%	33.5%	27.1%
偿债能力指标				
资产负债率	28.7%	30.6%	31.3%	31.6%
流动比率	3.3	3.0	3.0	3.0
速动比率	1.7	1.9	2.0	2.1
现金比率	1.5	1.8	1.8	1.9
经营效率指标				
应收帐款周转天数	1.0	3.8	5.2	6.8
存货周转天数	261.5	160.0	154.0	140.0
总资产周转率	0.7	0.9	1.0	1.0
固定资产周转率	10.0	16.1	20.4	25.1

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	5,030	10,292	13,739	17,469
少数股东损益	1,158	2,259	3,016	3,835
非现金支出	2,021	654	738	789
非经营收益	11	47	84	97
营运资金变动	-11,636	7,904	80	1,484
经营活动现金流	-3,415	21,155	17,657	23,674
资产	-2,991	-1,131	-633	-726
投资	-875	81	1	-3
其他	59	-90	-133	-119
投资活动现金流	-3,807	-1,140	-765	-848
债权募资	4,010	-1,521	-196	35
股权募资	16,121	0	0	0
其他	-4,676	-134	-82	-137
融资活动现金流	15,455	-1,655	-278	-102
现金净流量	9,106	18,360	16,614	22,724

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为4月28日
 资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,433	90,028	118,233	152,230
营业成本	38,982	62,119	80,399	103,516
毛利率%	28.4%	31.0%	32.0%	32.0%
营业税金及附加	1,215	2,521	3,311	4,262
营业税金率%	2.2%	2.8%	2.8%	2.8%
营业费用	4,032	7,202	10,050	14,005
营业费用率%	7.4%	8.0%	8.5%	9.2%
管理费用	2,209	3,061	3,961	4,871
管理费用率%	4.1%	3.4%	3.4%	3.2%
研发费用	39	45	35	30
研发费用率%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
EBIT	7,956	15,080	20,478	25,544
财务费用	220	-111	161	261
财务费用率%	0.4%	-0.1%	0.1%	0.2%
资产减值损失	-591	-329	-406	-442
投资收益	162	90	47	61
营业利润	7,619	15,309	20,436	25,664
营业外收支	-3	-3	-3	4
利润总额	7,617	15,306	20,433	25,668
EBITDA	9,393	15,405	20,810	25,891
所得税	1,429	2,755	3,678	4,363
有效所得税率%	18.8%	18.0%	18.0%	17.0%
少数股东损益	1,158	2,259	3,016	3,835
归属母公司所有者净利润	5,030	10,292	13,739	17,469

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	26,892	45,252	61,866	84,590
应收账款及应收票据	151	937	1,684	2,836
存货	27,926	27,230	33,922	39,705
其它流动资产	2,236	3,424	4,729	6,786
流动资产合计	57,205	76,844	102,201	133,916
长期股权投资	1,970	1,968	1,967	1,967
固定资产	5,434	5,599	5,804	6,060
在建工程	1,852	2,052	2,452	2,952
无形资产	2,458	3,128	3,088	3,038
非流动资产合计	18,702	19,807	20,527	21,385
资产总计	75,908	96,651	122,728	155,301
短期借款	1,932	411	215	250
应付票据及应付账款	7,679	8,509	11,014	14,180
预收账款	13	9	7	9
其它流动负债	7,856	16,337	22,812	30,277
流动负债合计	17,480	25,267	34,047	44,717
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509
其它长期负债	1,791	1,791	1,837	1,862
非流动负债合计	4,300	4,300	4,346	4,371
负债总计	21,780	29,567	38,394	49,088
实收资本	2,069	2,069	2,069	2,069
普通股股东权益	48,573	59,270	73,505	91,549
少数股东权益	5,554	7,813	10,829	14,664
负债和所有者权益合计	75,908	96,651	122,728	155,301

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“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。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。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。