

# 中国中免 (601888.SH)

## 营收基本符合预期，新项目持续推进

事件：4月27日，公司发布2023Q1业绩，报告期内实现营业收入207.69亿元/同比+23.76%，归母净利润23.01亿元/同比-10.25%。

**客流恢复，营收基本符合预期。**2023Q1公司实现营收207.69亿元/同比+23.76%，尽管春节销售旺季时间窗口较去年缩短，且1月中上旬仍受疫情影响，公司营收依然实现同比增长，基本符合预期。这主要得益于：1) 2023年以来消费复苏，客流提升，线下免税业务复苏。海南1、2月份分别接待过夜人次615万、554万人次，同比+13%/-7%；北京机场/上海机场/广州白云机场Q1累计国际旅客量40万/96万/80万人次，同比+598%/+419%/+545%。2) 公司新海港项目运营情况超过预期，春节期间客流超过海棠湾，带来增量。

**毛利率、净利率同比下降，排除Q1机场租金费减免及供应商返利影响，归母净利润基本持平。**2023Q1：1) 公司毛利率环比提升8pct，主要由于高毛利精品销售占比增加，商品销售结构优化；同比下滑5pct，主要系汇兑、折扣影响，随公司产品结构持续优化，公司毛利率预计逐步回升。2) 公司销售费用率/管理费用率为9.86%/2.15%，同比+1.15pct/-0.42pct，销售费用率提升可能由于机场租金回升所致；财务费用正向贡献3个亿，同比增加2.3亿元，主要得益于汇兑收益、利息收入增加以及公司推进金融服务一体化，每单手续成本下降。整体而言，2023Q1公司净利率11.87%，同比下降5.51pct，实现归母净利润23.01亿元，同比-10.25%；剔除去年Q1机场租赁费减免和供应商返利影响，与去年同期基本持平。

**新项目持续推进，供应链核心竞争优势巩固。**公司持续推进海内外新项目：1) 国内方面，新海港运营情况超先前预期，太古合作的海棠湾三期按照计划推进建设，相关机场免税店开业积极筹备中。2) 海外方面，公司加快拓展步伐，依托A+H双资本平台加紧布局港澳、一带一路、海外热门旅游目的地，内生外延开拓成长空间。此外，公司持续强化供应链能力，上游公司加强与品牌方交流、谈判，高端消费复苏势头下国际奢侈品品牌加强与中免合作，中游物流供应公司优化调货效率，下游消费端公司通过会员体系、CRM活动增强忠诚度和粘性。

**投资建议：**公司作为全球免税龙头，消费复苏叠加消费回流背景下，离岛、机场免税修复及成长空间可期，同时市内免税东风渐起，公司提前布局，有望享受新一轮政策红利；当前新项目推进顺利，门店经营、线上运营、供应链建设、成本管控多元能力强化，竞争优势巩固。我们预计公司2023/2024年实现营业收入932.7亿/1266.9亿元，归母净利润103.4/137.2亿元，对应EPS为5.0/6.6元/股，当前股价对应PE为33X/24X，公司目标价198元，维持“买入”评级，继续推荐。

**风险提示：**行业竞争加剧；政策风险；消费者习惯变化不及预期。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	93,269	126,686	146,284
增长率 yoy (%)	28.7	-19.6	71.3	35.8	15.5
归母净利润(百万元)	9,654	5,030	10,344	13,720	17,048
增长率 yoy (%)	57.2	-47.9	105.6	32.6	24.3
EPS 最新摊薄(元/股)	4.67	2.43	5.00	6.63	8.24
净资产收益率(%)	35.5	11.4	19.4	21.1	21.4
P/E(倍)	34.5	66.2	32.5	24.3	19.6
P/B(倍)	11.2	6.9	5.8	4.8	4.0

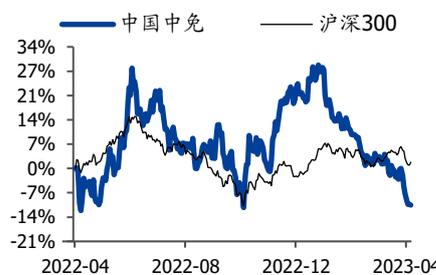
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2023年4月28日收盘价

### 买入(维持)

#### 股票信息

行业	旅游零售
前次评级	买入
4月28日收盘价(元)	160.98
总市值(百万元)	333,044.93
总股本(百万股)	2,068.86
其中自由流通股(%)	94.37
30日日均成交量(百万股)	13.00

#### 股价走势



#### 作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

#### 相关研究

- 《中国中免(601888.SH)：外部冲击下有所承压，回暖可期》2023-04-06
- 《中国中免(601888.SH)：疫情下客流承压，毛利率有所下滑，业绩基本符合预期》2022-11-01
- 《中国中免(601888.SH)：业绩符合快报，毛利率环比改善》2022-08-31



### 免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层  
 邮编：100032  
 传真：010-57671718  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦  
 邮编：330038  
 传真：0791-86281485  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层  
 邮编：200120  
 电话：021-38124100  
 邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼  
 邮编：518033  
 邮箱：gsresearch@gszq.com