

一季度业绩同比下滑，期待全年盈利能力逐步提升

2023 年 04 月 28 日

► **事件：公司于 4 月 27 日发布 2023 年一季度业绩，收入符合预期，业绩同比下滑。**2023 年 Q1 公司营业收入 207.69 亿元，yoy+23.76%，主要因为伴随海南客流修复，公司线下门店销售呈现明显回升态势带动收入提升，收入端符合预期；公司归母净利润为 23.01 亿元，yoy-10.25%，扣非归母净利润 22.96 亿元，yoy-10.27%，公司利润下滑主要受到汇率变动、货品结构及机场租金抬升几大因素共同影响。

► **折扣收窄带动公司毛利率环比改善，受汇率影响同比有所下滑。**23Q1 公司毛利率为 29%，同比下滑 5pcts，环比提升 8.01pcts，主因公司开年以来逐步收窄折扣提升盈利能力，环比有所改善，但在采购端因公司采取美元结算，销售端采取人民币结算，在美元兑人民币升值下整体成本上升导致毛利率下滑。23Q1 公司销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.86%/2.15%/-1.49%，同比 +1.15/-0.42/-1.02pcts，其中销售费用率提升主要为机场客流恢复抬升租金费用。综合影响下，23Q1 公司净利率为 11.87%，同比下滑 5.51pcts。

► **积极推进重点项目落地、优化货品结构，全年盈利能力有望提升。**从公司重点项目来看，新海港国际免税城盈利能力正逐步爬坡，有望贡献增长点；公司积极推进三亚海棠湾一期 2 号地项目及携手太古地产打高端旅游零售综合体；从商品端来看，公司积极推进货品结构调整，保障畅销款供应，优化主力商品折扣。我们认为随着折扣持续收窄叠加货品结构改善以及新海港免税城运营持续爬坡，公司盈利能力有望持续提升。

► **“五一”海南客流超越 2019 年同期，关注“五一”节假日窗口对公司免税消费助力。**据海南机场数据，4 月 29 日至 5 月 3 日小长假期间，海南岛内三场预计完成航班起降约 4425 架次，旅客吞吐量约 68.67 万人次，同比 2019 年（4 月 30 日-5 月 4 日）分别增长 20.7%、21.7%，已经超过了疫前同期水平；其中三亚凤凰国际机场预计运送旅客约 33.3 万人次，日均同比 2019 年分别增长 23.4%、30.8%，我们预计此次“五一”海南客流的良好恢复将进一步助力公司“五一”免税销售。

► **投资建议：**疫情管控放开以来，海南客流恢复良好。我们预计 2023 年海南地区项目将充分受益于客流修复，新海港项目于 2022 年 10 月正式开业，爬坡过程中有望逐步释放业绩，我们预计海棠湾一期二号地于 2023 年落地有望贡献增量。1 月以来出入境逐步放开，我们认为公司口岸免税业务后续将迎来良好修复，此外市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 102.78/131.32/162.68 亿元，对应 23-25 年 PE 为 33X/25X/21X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**客流恢复不及预期、消费信心不足等

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	54,433	85,187	111,766	143,507
增长率 (%)	-19.6	56.5	31.2	28.4
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,030	10,278	13,132	16,268
增长率 (%)	-47.9	104.3	27.8	23.9
每股收益 (元)	2.43	4.97	6.35	7.86
PE	66	33	25	21
PB	6.9	5.9	5.0	4.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 04 月 27 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

161.60 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 1.中国中免 (601888.SH) 2022 年年报点评：2022 年业绩筑底，期待多点开花蓄力反弹-2023/03/31
- 2.中国中免 (600888.SH) 2022 年业绩预告点评：2022 业绩筑底，期待多点开花驱动业绩向上-2023/02/06
- 3.中国中免 (601888.SH) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，新海港盛装启航-2022/10/30
- 4.中国中免 (601888.SH) 2022 中报点评：降本控费态度明确，期待海口新海港免税城开业-2022/08/31
- 5.中国中免 (601888.SH) 2021 年年报及 2022 年一季度报点评——业绩稳健增长，持续全面布局，2022 共待复苏-2022/04/23

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,433	85,187	111,766	143,507
营业成本	38,982	57,502	76,001	98,303
营业税金及附加	1,215	1,874	2,794	3,588
销售费用	4,032	6,346	8,438	10,835
管理费用	2,209	3,152	4,247	5,740
研发费用	39	0	0	0
EBIT	7,668	16,371	20,361	25,138
财务费用	220	-68	-49	-58
资产减值损失	-591	-851	-500	-539
投资收益	162	85	112	144
营业利润	7,619	15,673	20,022	24,802
营业外收支	-3	-5	-3	-3
利润总额	7,617	15,668	20,019	24,799
所得税	1,429	3,134	4,004	4,960
净利润	6,188	12,535	16,015	19,839
归属于母公司净利润	5,030	10,278	13,132	16,268
EBITDA	9,105	18,061	22,257	26,215

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	26,892	27,388	49,774	63,115
应收账款及票据	151	112	147	189
预付款项	398	460	608	786
存货	27,926	41,685	24,487	26,394
其他流动资产	1,838	1,941	2,238	2,582
流动资产合计	57,205	71,586	77,254	93,066
长期股权投资	1,970	2,055	2,167	2,311
固定资产	5,434	8,001	10,523	13,043
无形资产	2,458	2,457	2,455	2,453
非流动资产合计	18,702	20,585	22,490	25,454
资产合计	75,908	92,171	99,744	118,519
短期借款	1,932	2,132	2,382	2,582
应付账款及票据	7,679	8,192	5,206	5,386
其他流动负债	7,869	12,953	10,661	12,530
流动负债合计	17,480	23,277	18,249	20,498
长期借款	2,509	2,594	2,594	2,594
其他长期负债	1,791	1,597	1,565	2,573
非流动负债合计	4,300	4,191	4,159	5,166
负债合计	21,780	27,468	22,408	25,665
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,554	7,810	10,693	14,264
股东权益合计	54,127	64,703	77,336	92,855
负债和股东权益合计	75,908	92,171	99,744	118,519

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-19.57	56.50	31.20	28.40
EBIT 增长率	-47.47	113.49	24.37	23.47
净利润增长率	-47.89	104.33	27.76	23.88
盈利能力 (%)				
毛利率	28.39	32.50	32.00	31.50
净利润率	9.24	12.07	11.75	11.34
总资产收益率 ROA	6.63	11.15	13.17	13.73
净资产收益率 ROE	10.36	18.07	19.71	20.70
偿债能力				
流动比率	3.27	3.08	4.23	4.54
速动比率	1.60	1.23	2.81	3.17
现金比率	1.54	1.18	2.73	3.08
资产负债率 (%)	28.69	29.80	22.47	21.65
经营效率				
应收账款周转天数	1.01	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	261.48	270.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.83	1.01	1.16	1.31
每股指标 (元)				
每股收益	2.43	4.97	6.35	7.86
每股净资产	23.48	27.50	32.21	37.99
每股经营现金流	-1.65	3.25	14.26	9.98
每股股利	0.80	1.63	2.09	2.59
估值分析				
PE	66	33	25	21
PB	6.9	5.9	5.0	4.3
EV/EBITDA	34.52	17.34	13.08	10.64
股息收益率 (%)	0.50	1.01	1.29	1.60

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,188	12,535	16,015	19,839
折旧和摊销	1,437	1,690	1,897	1,077
营运资金变动	-11,636	-8,491	10,903	-1,007
经营活动现金流	-3,415	6,733	29,502	20,643
资本开支	-2,991	-2,577	-2,635	-2,810
投资	-875	0	0	0
投资活动现金流	-3,807	-2,575	-2,635	-2,810
股权募资	16,121	0	0	0
债务募资	4,010	-391	250	200
筹资活动现金流	15,455	-3,662	-4,481	-4,492
现金净流量	9,106	497	22,385	13,342

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（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。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026