

中国中免（601888.SH）

一季度净利润承压，全面布局迎新机遇新挑战

买入

核心观点

一季度收入增长 24%，但归母净利润下滑 10%。2023Q1，公司收入 207.69 亿元/+23.76%；归母净利润 23.00 亿元/-10.25%；扣非业绩 22.96 亿元/-10.27%；EPS1.11 亿元，相对承压。如剔除 2022Q1 重点机场租金减免冲回及品牌扶持确认节奏差异等因素，估算 2023Q1 净利润同比持平。

海南免税和日上线上销售额预计保持良好增长。2023Q1 海南免税店销售额 203 亿元/+29%（含有税），其中离岛免税 169 亿/+15%。考虑新海港增量贡献，我们预计中免海南销售额同比增长 25-30%，其中新海港项目日均销售估算近海棠湾的 1/3，Q1 盈利预计已转正，表现较突出。同时，中免日上线上预计持续发力，但因线下机场租金等提升，净利率预计承压，2023Q1 少数股东损益（日上系贡献为主）1.65 亿元/-46.78%。

毛利率下降、销售费用率升等导致净利润承压。2023Q1 公司毛利率 29%，环增 8pct，但同降 5pct，一是汇率变化递延影响（存货先进先出法下，今年 Q1 销售对应去年 Q4 汇率贬值时采购的商品，进货成本偏高）；二是今年 Q1 折扣环比收紧明显，但 2022Q1 毛利率基数不低（去年 1-2 月基数较高，且品牌扶持确认节奏带来基数差异）。2023Q1 公司销售费率增 1.15pct，销售费用额增 40%，一是出境放开后，公司计提的机场租金提升（跟客流变化相关），但机场免税门店备货开业，收入回升有爬坡期；2）2022Q1 重点机场租金谈判减免部分冲减相关销售费用，导致销售费用基数相对偏低。2023Q1，管理费率同降 0.42pct 控制良好，财务费率同降 1.02pct（汇兑损益贡献为主）。此外，2023Q1 确认资产减值损失 1.39 亿（去年同期冲回 0.45 亿），对一季度业绩表现也有影响。

期待后续毛利率恢复提速、五一供货有望边际改善。今年春节较早，春节前疫情影响仍受制，以及放开后备货不足等因素影响，部分影响公司 Q1 旺季表现。同时，随着 Q1 以来人民币对美元汇率升值和公司品牌谈判深化，公司后续毛利率恢复有望逐步改善，且五一后供货情况有望开始边际好转。此外，公司也不排除与机场进一步协商爬坡期租金问题。

新机遇新挑战并存，公司全面布局磨炼内功，打造超级零售商。立足当下，公司面临品牌价格体系回升中的阵痛，出境游机场免税爬坡恢复，而未来出境游分流和海南封关政策也需跟踪。但同时，未来出境游和海南游客全面恢复也带来全新市场空间，且未来国人离境市内免税店政策有望带来新机遇。鉴于此，公司通过海南卡位强化（新海港项目去年 Q4 开业；今年 9 月底海棠湾一期 2 号地有望开业，助力海棠湾免税经营面积扩容 50%；顶奢年内有望进驻河心岛，与太古里合作海棠湾三期项目仍在积极建设中，三亚机场免税扩容等），全渠道优质会员体系挖潜（最新会员 2800 万），高效精细化管理磨炼内功，积极打造旅游零售赛道的超级零售商，全面发力成长。全年来看，提质增效仍系公司经营核心。同时，公司依托已有市内免税布局、参股中出服，与部分地方政府战略合作等方式，多元布局潜在政策机遇。此外，立足去年港股融资支持，公司未来海外扩张未来也有望提速。

风险提示：疫情等系统性风险，政策风险，国内免税准入大幅降低等。

投资建议：综合考虑一季度经营情况、品牌价格体系重塑和出境机场业务恢复爬坡等影响，并客观考虑公司近两年综合能力全面提中可能先投

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn S0980511040003	证券分析师：钟潇 0755-82132098 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn S0980513100003
证券分析师：张鲁 010-88005377 zhanglu5@guosen.com.cn S0980521120002	联系人：杨玉莹 0755-81982942 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	161.60 元
总市值/流通市值	334328/334328 百万元
52 周最高价/最低价	239.99/155.18 元
近 3 个月日均成交额	2305.76 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中免（601888.SH）-2022 年业绩承压，期待新政策新成长》——2023-03-31
 《中国中免（601888.SH）-参股中服加码市内免税布局，期待新政策新机遇》——2023-03-15
 《中国中免（601888.SH）-2022 年业绩筑底，期待市内免税新政策新成长》——2023-02-06
 《中国中免（601888.SH）-上海机场参股日上助力合作共赢，期待市内免税新机遇》——2023-01-16
 《中国中免（601888.SH）-第三季度海南疫情承压，新旗舰项目开启未来新格局》——2022-10-29

入后产出的特点，我们下调 2023-2025 年 EPS 至 4.43/6.46/8.02 元（此前为 5.61/7.70/9.74 元），对应 PE36/25/20X。公司目前处在出行放开后的转型调整期，后续出境游分流影响也需观察。但未来基数压力逐步缓解，汇率对成本影响有望弱化，且伴随供货改善和价格体系回升消化等，公司盈利中枢恢复有望迎向上拐点。同时，公司已跃升为全球免税 No. 1，未来离境市内店政策预期强化有望对冲悲观情绪。公司已构筑“机场/口岸+离岛+线上+市内”全渠道优势，正积极打造基于旅游零售全业态，线上线下交互的超级零售商，仍维持“买入”评级。

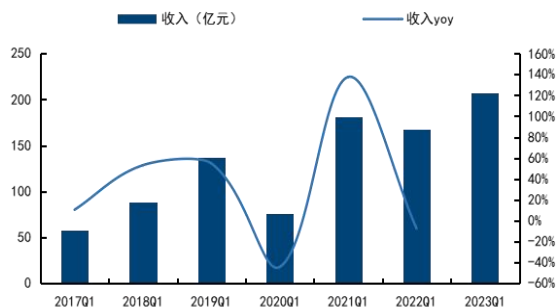
盈利预测和财务指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	84,356	116,846	142,649
(+/-%)	28.7%	-19.6%	55.0%	38.5%	22.1%
净利润(百万元)	9654	5030	9175	13367	16591
(+/-%)	57.2%	-47.9%	82.4%	45.7%	24.1%
每股收益(元)	4.94	2.58	4.43	6.46	8.02
EBIT Margin	21.9%	14.7%	15.2%	15.4%	15.6%
净资产收益率 (ROE)	32.6%	10.4%	16.4%	20.8%	22.3%
市盈率 (PE)	32.7	62.72	36.44	25.01	20.15
EV/EBITDA	22.3	40.8	26.6	19.4	15.9
市净率 (PB)	10.7	6.5	6.0	5.2	4.5

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

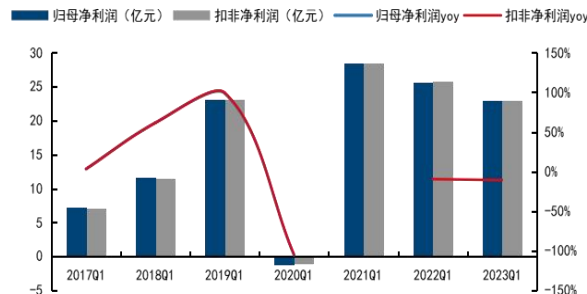
一季度收入增长 24%，多因素影响下业绩下滑 10%。2023Q1，公司收入 207.69 亿元/+23.76%，实现归母净利润 23.00 亿元/-10.25%，实现扣非业绩 22.96 亿元/-10.27%，EPS1.11 亿元，相对承压。如剔除 2022Q1 重点机场租金减免冲回及品牌支持确认节奏差异影响，我们初步估算 2023Q1 净利润同比持平。

图1：中国中免 Q1 收入及收入增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免 Q1 归母净利润、扣非净利及增速情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

海南免税和中免日上销售额预计保持良好增长。整体来看，根据新海南等媒体报道，2023Q1 海南免税店销售额 203 亿元/+29%（含含税），其中海关监管线下离岛免税 169 亿/+14.6%。聚焦公司，伴随海南复苏和新海港的新增贡献，我们预计中免海南销售额同比增长 25-30%，其中新海港日均销售已经接近海棠湾的 1/3，一季度盈利预计已转正，表现较突出。与此同时，虽然线下机场出境免税恢复仍待时日，但中免日上线上也持续发力，一季度线上销售增长良好。但由于线下机场租金等提升，日上上海、日上中国等预计净利率预计承压，2023Q1 公司少数股东损益（主要系日上系收益等贡献）1.65 亿元/-46.78%，换言之日上系对上市公司利润贡献估算同比明显下滑。

但是，毛利率下降、销售费用率大幅提升等综合影响了公司一季度业绩表现。

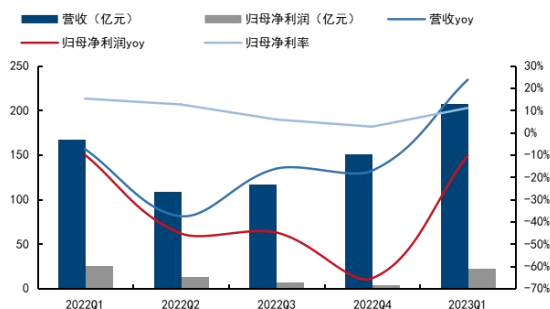
1、一季公司毛利率 29%，环比回升 8pct，但同比仍下降 5 个 pct：主要原因：1）虽然今年 Q1 折扣环比收紧明显，但同比来看，2022Q1 毛利率基数不低（去年 1-2 月海南销售较旺，折扣本有限，同时有品牌返利确认等影响）；2）汇率变化递延影响（存货先进先出法下，一季度销售的主要是去年 Q4 汇率贬值时美元采购的商品，进货成本偏高）。但伴随今年一季度人民币对美元升值，结合公司出行放开后跟品牌商进一步谈判合作，线下销售回暖，后续毛利率恢复情况或有望改善。

2、销售费用大幅提升 40%，净增 5.87 亿元，主要原因：1）出境放开后，随着客流逐步提升，公司计提的机场租金（跟客流变化等因素相关）明显提升，但机场免税门店备货开业需要一个过程，且机场免税收入回升有爬坡期，导致阶段收入和租金影响不匹配，未来公司也将进一步与机场协商爬坡期租金情况；2）2022Q1 重点机场租金谈判减免优惠部分冲减相关销售费用，导致销售费用基数相对偏低。

3、财务费用冲回 3.10 亿元，较去年同期 0.80 亿元增加 288%，对一季度业绩有正贡献，核心来自汇兑损益影响。同时公司今年将积极优化资金管理，包括购汇的点差、存款的收益水平、保函的手续费水平，预计每单负担的财务成本将进一步下降，做到央企和行业较优水平。

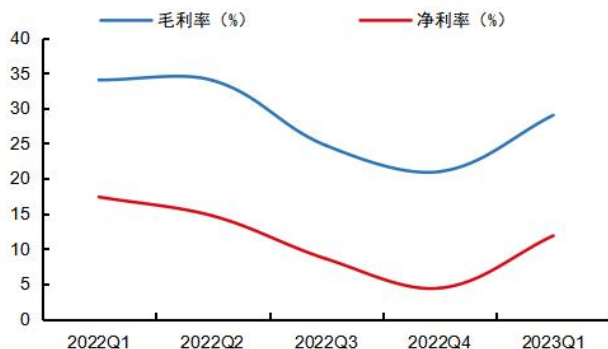
此外，2023Q1 公司确认资产减值损失 1.39 亿（去年同期冲回 0.45 亿）；一季度所得税费率增加 5.11pct（所得税费用从 5.87 亿增加至 6.90 亿）等对公司业绩表现也有一定影响。

图3：中国中免 2022 年以来逐季变化情况



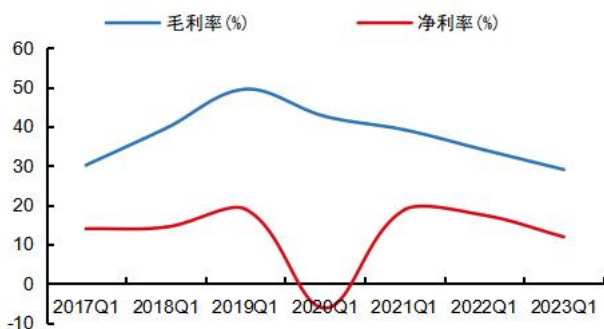
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：中国中免 2022 年以来逐季毛利率及净利率变化趋势



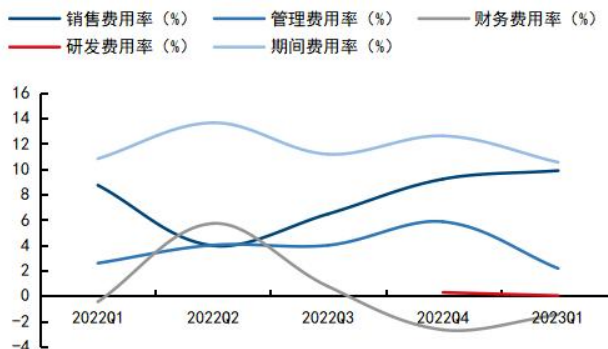
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：中国中免一季度毛利率及净利率变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国中免 2022 年以来逐季期间费用变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

期待后续毛利率恢复提速、五一供货有望边际改善。今年春节较早，春节前疫情影响仍受制，以及放开后备货不足等因素影响，部分影响公司 Q1 旺季表现。同时，随着 Q1 以来人民币对美元汇率升值和公司品牌谈判深化，公司后续毛利率恢复情况有望改善，且五一后供货情况有望开始边际好转。此外，公司也不排除与机场进一步协商爬坡期租金问题。

新机遇新挑战并存，公司全面卡位磨炼内功打造超级零售商。立足当下，公司面临品牌价格体系回升中的阵痛，出境游机场免税爬坡恢复，而未来出境游分流和海南封关政策也需跟踪。但同时，未来出境游和海南游客全面恢复也带来新的市场空间，且未来国人离境市内免税店政策有望带来新机遇。鉴于此，公司通过海南卡位强化（新海港项目去年 Q4 开业；今年 9 月底海棠湾一期 2 号地有望开业，助力海棠湾免税经营面积扩容 50%；顶奢年内有望进驻河心岛，与太古里合作海棠湾三期项目仍在积极建设中，三亚机场免税扩容等），全渠道优质会员体系挖潜（最新会员 2800 万），高效精细化管理磨炼内功，积极打造旅游零售赛道的超级零售商，全面发力成长。同时，公司依托已有市内免税布局、参股中出服，与部分地方政府战略合作等方式，多元布局潜在政策机遇。此外，立足去年港股融资支持，公司未来海外扩张未来也有望提速。

风险提示：疫情等系统性风险，政策风险，国内免税准入大幅降低等。

投资建议：综合考虑一季度经营情况、品牌价格体系重塑和出境机场业务恢复爬

坡等影响，并客观考虑公司近两年综合能力全面提升中可能先投入后产出的特点，我们下调 2023-2025 年 EPS 至 4.43/6.46/8.02 元（此前为 5.61/7.70/9.74 元），对应 PE36/25/20X。公司目前处在出行放开后的转型调整期，后续出境游分流影响也需观察，但未来伴随供货改善和价格体系回升消化等公司经营有望迎向上拐点。同时，公司已成为全球免税 No. 1，未来离境市内店政策预期强化有望对冲悲观情绪。公司已构筑“机场/口岸+离岛+线上+市内”全渠道优势，正积极打造基于旅游零售全业态，线上线下交互的超级零售商，仍维持“买入”评级。

风险提示

疫情反复客流恢复低于预期，出境游放开节奏较快，政策低于预期，国内免税准入大幅降低，宏观系统性风险、汇率风险等。

表1：可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E	
601888.SH	中国中免	161.60	3,343.28	2.58	4.43	6.46	8.02	63	36	25	20	买入
600859.SH	王府井	21.99	249.60	0.17	0.93	1.17	1.37	128	24	19	16	买入
600754.SH	锦江酒店	53.90	576.75	0.11	1.55	2.18	2.61	490	35	25	21	买入
600258.SH	首旅酒店	21.54	241.00	-0.52	0.76	1.12	1.31	-	28	19	16	买入
1179.HK	华住集团-S	36.75	1043.06	-0.43	0.80	1.14	1.38	-	40	28	23	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16856	26892	39047	45899	51464	营业收入	67676	54433	84356	116846	142649
应收款项	944	1012	1618	2017	2306	营业成本	44882	38982	56358	76644	93221
存货净额	19725	27926	27764	33400	39759	营业税金及附加	1839	1215	2278	2921	3281
其他流动资产	1017	1375	1265	1168	1426	销售费用	3861	4032	9739	15202	18984
流动资产合计	38542	57205	69695	82485	94956	管理费用	2250	2209	3145	4106	4948
固定资产	4733	7286	8763	9561	9977	财务费用	(43)	220	311	(159)	(276)
无形资产及其他	2401	2458	2361	2263	2166	投资收益	162	162	130	150	180
投资性房地产	8806	6988	6988	6988	6988	资产减值及公允价值变动	499	591	0	0	0
长期股权投资	992	1970	3970	4970	5220	其他收入	(742)	(908)	0	0	0
资产总计	55474	75908	91776	106267	119307	营业利润	14804	7619	12655	18282	22671
短期借款及交易性金融负债	1957	2608	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(3)	50	50	30
应付款项	5880	7679	7615	9912	10463	利润总额	14801	7617	12705	18332	22701
其他流动负债	9299	7194	14139	17615	19089	所得税费用	2437	1429	2350	3465	4291
流动负债合计	17136	17480	24254	29027	30552	少数股东损益	2711	1158	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	0	2509	2509	2509	2509	归属于母公司净利润	9654	5030	9175	13367	16591
其他长期负债	3546	1791	2791	3291	3391						
长期负债合计	3546	4300	5300	5800	5900	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	20682	21780	29554	34827	36452	净利润	9654	5030	9175	13367	16591
少数股东权益	5173	5554	6309	7239	8368	资产减值准备	(410)	92	296	89	57
股东权益	29619	48573	55913	64201	74487	折旧摊销	236	267	826	1011	1125
负债和股东权益总计	55474	75908	91776	106267	119307	公允价值变动损失	(499)	(591)	0	0	0
						财务费用	(43)	220	311	(159)	(276)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(6349)	(8780)	7844	424	(4724)
每股收益	4.94	2.58	4.43	6.46	8.02	其它	2157	220	459	841	1071
每股红利	1.76	1.88	0.89	2.46	3.05	经营活动现金流	4789	(3762)	18599	15733	14120
每股净资产	15.17	24.88	27.03	31.03	36.00	资本开支	0	(3449)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	40%	14%	23%	39%	42%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	33%	10%	16%	21%	22%	投资活动现金流	(200)	(4428)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	34%	28%	33%	34%	35%	权益性融资	(196)	16121	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	15%	15%	16%	负债净变化	0	2509	0	0	0
EBITDA Margin	22%	15%	16%	16%	16%	支付股利、利息	(3431)	(3676)	(1835)	(5080)	(6304)
收入增长	29%	-20%	55%	39%	22%	其它融资现金流	4620	4439	(108)	(1000)	(500)
净利润增长率	57%	-48%	82%	46%	24%	融资活动现金流	(2438)	18225	(1943)	(6080)	(6804)
资产负债率	47%	36%	39%	40%	38%	现金净变动	2150	10036	12156	6852	5565
息率	1.1%	1.2%	0.6%	1.6%	2.0%	货币资金的期初余额	14706	16856	26892	39047	45899
P/E	32.7	62.7	36.4	25.0	20.2	货币资金的期末余额	16856	26892	39047	45899	51464
P/B	10.7	6.5	6.0	5.2	4.5	企业自由现金流	6286	(5468)	16630	14210	12917
EV/EBITDA	22.3	40.8	26.6	19.4	15.9	权益自由现金流	10906	1480	16269	13340	12641

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032