

中国中免 (601888 CH)

盈利能力维稳，保障净利额为全年首要目标

根据近日公布的数据，海南省 1-8 月旅客数量同比增 37.5%，增长势头符合我们此前的预期。我们预计中国中免下半年的收入支撑将会维持，同时盈利水平持续提升。公司 2 季度毛利率环比 1 季度提升 3.72 百分点至 32.8%，基本符合年初目标，但是较正常水平仍有大幅提升空间。我们预计 7、8 月的毛利率相比 2 季度有进一步提升，产品组合持续优化--珠宝和腕表类销售恢复势头，烟酒类销售依靠机场门店客流的恢复持续增加。营收层面，尽管近期受到宏观环境以及暑期特定客群影响，公司通过举办 9 月中旬为期一周的日上周年庆香化促销活动拉动整体季度营收。

公司以实现收入稳步增长，保障归母净利润作为全年首要运营目标。实现情况来看，纵使营收增长略慢于市场预期，下半年利润率恢复速度有望环比提升。鉴于目前库存及市占率已基本回归至健康水平，公司暂不面临牺牲毛利率换取盈利额压力。展望 4 季度，公司将把握旅游旺季的营收增长潜力，依情况调整折扣力度以保障净利额目标。

■ **库存优化及行业规范利好态势下，外部影响逐个消除，毛利率持续恢复。** 1) 公司库存已经逐渐回归至健康水平，且品牌方给予的退货、换货政策保障公司回避大幅促销风险。2) 随着 5 月份海南省出台一系列打击“套代购”走私的政策，行业内价格战情况已大幅改善。公司受到行业发展逐步规范利好，市占率在 6 月末已回升至 85%，预计毛利率伴随市占率提升仍有回升空间。3) 机场业务板块，现有重点店面的租金及海外拓展有望在明年年初传出利好。4) 市内免税政策有望在明年进一步优化。5) 海南离岛免税规划仍未有进一步确切消息，中期内的公司运营不会受到影响。

■ **中长期内持续吸引核心客群，实现营收及利润企稳。** 伴随着消费力逐渐恢复，公司计划建设新项目并持续把握核心客群。美妆板块方面，海棠湾 1 期香化馆已基本完成建设，预计 10 月将开业；重奢板块方面，LV 和迪奥有税店预计将在 11 及 12 月开业；综合商业体方面，与太古合作的海棠湾 3 期项目及洲际酒店项目将分别于 2025 和 2026 年开业运营。

■ **盈利预测：**基于旅客的恢复进度及公司盈利能力的弹性，我们维持此前的盈利预测。我们预计公司 2023-2025 年营收增速分别实现 32.1%/14.4%/13.7%；归母净利润分别实现 69.1 亿元、93.6 亿元、118.0 亿元。

■ **估值：**我们中长期看好中国中免作为龙头企业受益于旅游及免税行业发展利好。维持公司“买入”评级，目标价 132.3 元人民币，基于 29.0 倍 2024 年预测市盈率，对应低于 2018 年以来均值 1 个标准差。

财务资料

(截至 12 月 31 日)	FY21A	FY22A	FY23E	FY24E	FY25E
销售收入(百万人民币)	67,676	54,433	71,920	82,281	93,576
同比增长 (%)	28.7	(19.6)	32.1	14.4	13.7
净利润(百万人民币)	9,653.7	5,039.9	6,907.7	9,355.3	11,801.8
同比增长 (%)	57.2	(47.8)	37.1	35.4	26.2
每股收益(人民币)	4.94	2.53	3.34	4.52	5.70
市场平均预估每股收益(人民币)	na	na	4.12	5.65	7.07
市盈率(倍)	55.8	76.3	32.8	24.2	19.2
市净率(倍)	18.2	7.9	4.3	3.8	3.4
股息 (%)	0.6	0.4	1.0	1.4	1.7
股本回报率 (%)	37.2	12.9	13.6	16.6	18.6
净负债比率 (%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金

资料来源：公司、彭博及招银国际环球市场预测

买入（维持）

目标价	人民币 132.3
(此前目标价)	人民币 132.3)
潜在升幅	24.7%
当前股价	人民币 106.0

中国必须消费

黄铭谦

(852) 3900 0838
josephwong@cmbi.com.hk

李昀嘉

(852) 3757 6202
bellali@cmbi.com.hk

公司数据

市值(百万人民币)	213,994.0
3 月平均流通量(百万人民币)	2,032.0
52 周内股价高/低(百万人民币)	232.80/105.45
总股本(百万)	1952.5

资料来源：FactSet

股东结构

中国旅游集团	53.3%
HKSC	11.6%

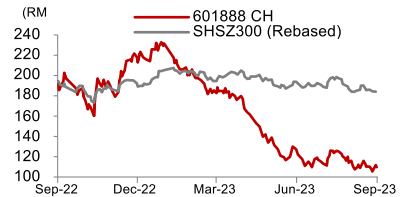
资料来源：港交所

股价表现

	绝对回报	相对回报
1 - 月	-5.5%	-4.9%
3 - 月	-10.3%	-4.8%
6 - 月	-41.7%	-37.3%

资料来源：FactSet

股份表现



资料来源：FactSet

图 1: 盈利预测调整

人民币 百万	New			Old			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	71,920	82,281	93,576	71,901	82,133	92,902	0.0%	0.2%	0.7%
毛利润	22,839	28,302	33,803	22,831	28,236	33,503	0.0%	0.2%	0.9%
EBIT	10,103	13,716	17,181	10,203	13,831	17,189	-1.0%	-0.8%	0.0%
净利润	6,908	9,355	11,802	6,976	9,436	11,810	-1.0%	-0.9%	-0.1%
毛利率	31.8%	34.4%	36.1%	31.8%	34.4%	36.1%	0ppt	0ppt	0.1ppt
EBIT 利润率	14.0%	16.7%	18.4%	14.2%	16.8%	18.5%	-0.1ppt	-0.2ppt	-0.1ppt
净利率	9.6%	11.4%	12.6%	9.7%	11.5%	12.7%	-0.1ppt	-0.1ppt	-0.1ppt

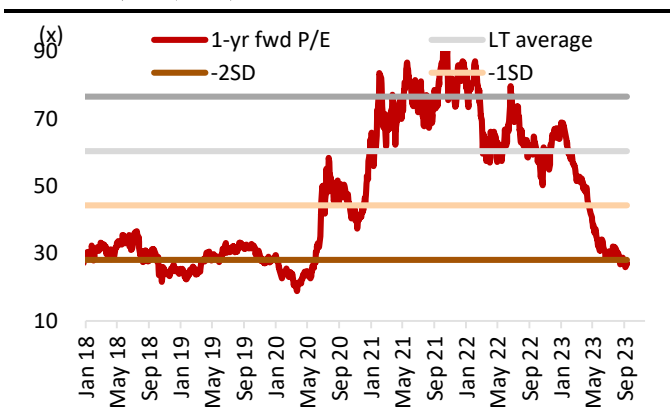
资料来源: 招银国际环球市场

图 2: 招银国际预测对比市场平均预测

人民币 百万	CMBIGM			Consensus			Diff (%)		
	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E	FY23E	FY24E	FY25E
收入	71,920	82,281	93,576	74,692	96,760	116,316	-3.7%	-15.0%	-19.6%
毛利润	22,839	28,302	33,803	23,917	33,136	40,928	-4.5%	-14.6%	-17.4%
EBIT	10,103	13,716	17,181	11,342	15,558	19,727	-10.9%	-11.8%	-12.9%
净利润	6,908	9,355	11,802	7,608	10,486	13,319	-9.2%	-10.8%	-11.4%
毛利率	31.8%	34.4%	36.1%	32.0%	34.2%	35.2%	-0.3ppt	0.2ppt	0.9ppt
EBIT 利润率	14.0%	16.7%	18.4%	15.2%	16.1%	17.0%	-1.1ppt	0.6ppt	1.4ppt
净利率	9.6%	11.4%	12.6%	10.2%	10.8%	11.5%	-0.6ppt	0.5ppt	1.2ppt

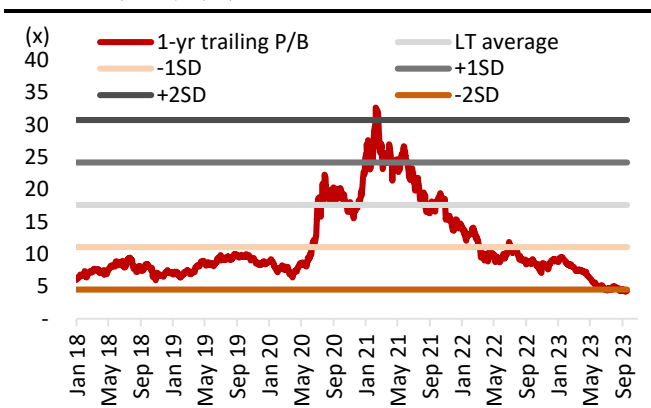
资料来源: 彭博, 招银国际环球市场

图 3: 12 个月市盈率走势图



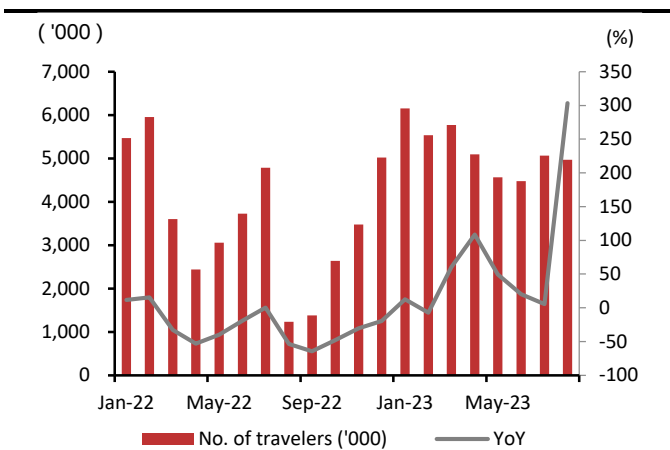
资料来源:彭博, 招银国际环球市场

图 4: 12 个月市净率走势图



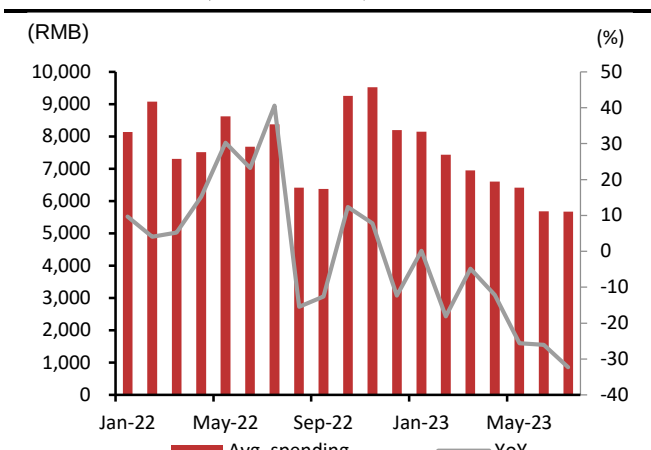
资料来源:彭博, 招银国际环球市场

图 5: 海南省接待过夜游客人数趋势



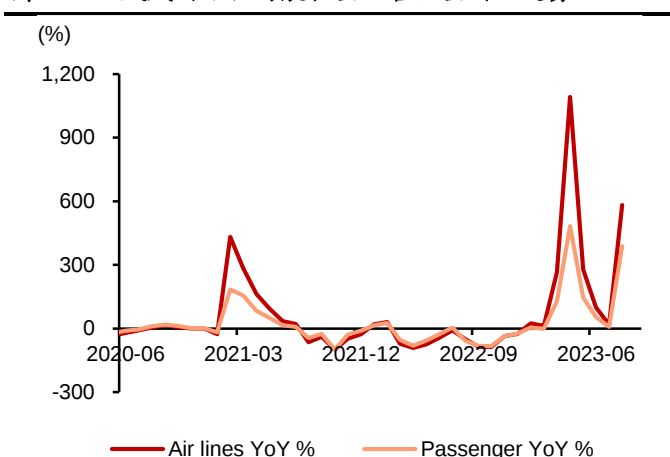
资料来源:海南省旅游和文化广电体育厅, 招银国际环球市场

图 6: 海南省离岛免税消费客单价趋势



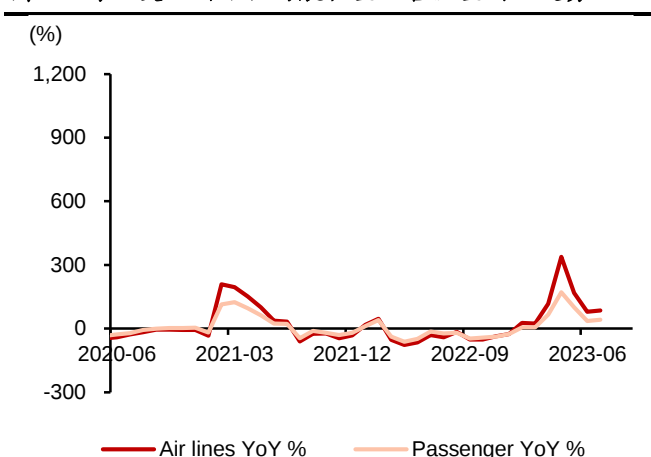
资料来源:海口海关, 招银国际环球市场

图 7: 三亚凤凰国际机场航班量及客流量同比趋势



资料来源:WIND, 招银国际环球市场预测

图 8: 海口美兰国际机场航班量及客流量同比趋势



资料来源:WIND, 招银国际环球市场预测

财务分析

损益表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
销售收入	52,597	67,676	54,433	71,920	82,281	93,576
销售成本	(31,221)	(44,882)	(38,982)	(49,081)	(53,980)	(59,773)
毛利润	21,376	22,793	15,451	22,839	28,302	33,803
运营费用	(11,567)	(7,950)	(7,456)	(12,736)	(14,586)	(16,622)
销售费用	(8,847)	(3,861)	(4,032)	(8,271)	(9,462)	(10,761)
行政费用	(1,637)	(2,250)	(2,209)	(2,517)	(2,880)	(3,275)
其他	(1,083)	(1,839)	(1,215)	(1,948)	(2,243)	(2,585)
运营利润	9,809	14,843	7,659	10,103	13,716	17,181
EBITDA	10,325	15,323	8,231	10,830	14,585	18,196
折旧	(207)	(192)	(214)	(342)	(432)	(525)
商誉摊销	(309)	(288)	(358)	(385)	(437)	(490)
EBIT	9,809	14,843	7,659	10,103	13,716	17,181
净利息收入(支出)	545	43	(220)	132	75	164
外汇收益/损失	537	283	(190)	0	0	0
其他	(683)	(84)	178	(200)	(200)	(200)
税前利润	9,672	14,801	7,617	10,035	13,591	17,145
所得税	(2,335)	(2,437)	(1,429)	(1,923)	(2,605)	(3,286)
非控股权益	(1,197)	(2,711)	(1,148)	(1,204)	(1,631)	(2,057)
净利润	6,140	9,654	5,040	6,908	9,355	11,802
总股息	1,952	3,070	1,655	2,268	3,072	3,876

资产负债表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
流动资产	30,971	38,542	57,205	61,794	67,441	75,346
现金与现金等价物	14,706	16,856	26,892	24,343	27,258	31,955
应收账款	129	106	151	200	229	260
存货	14,733	19,725	27,926	35,014	37,719	40,895
预付款项	256	348	398	398	398	398
其他流动资产	1,148	1,507	1,838	1,838	1,838	1,838
非流动资产	10,948	16,932	18,702	21,173	23,361	25,265
物业及厂房及设备 (净额)	1,591	1,843	5,434	7,075	8,685	10,264
递延税项	1,512	1,122	1,018	1,018	1,018	1,018
无形资产	2,449	2,401	2,458	2,488	2,466	2,391
商誉	822	822	822	822	822	822
以公允价值计入损益的资产	791	992	1,970	1,970	1,970	1,970
其他非流动资产	3,783	9,752	7,000	7,800	8,400	8,800
总资产	41,919	55,474	75,908	82,967	90,802	100,611
流动负债	15,661	17,136	17,480	19,465	20,427	21,566
短期债务	417	411	109	109	109	109
应付账款	4,327	5,880	7,660	9,644	10,607	11,745
应付税款	3,671	4,722	2,785	2,785	2,785	2,785
其他流动负债	7,246	6,122	6,926	6,926	6,926	6,926
非流动负债	79	3,546	4,300	4,300	4,300	4,300
长期债务	0	0	2,509	2,509	2,509	2,509
其他非流动负债	79	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
总负债	15,741	20,682	21,780	23,765	24,727	25,866
股本	1,952	1,952	2,069	2,069	2,069	2,069
资本盈余	3,032	2,921	18,537	19,228	20,164	21,344
留存收益	17,648	25,347	27,448	31,397	36,744	43,490
其他储备	(324)	(602)	519	519	519	519
股东权益总额	22,308	29,619	48,573	53,213	59,496	67,422
少数股东权益	3,871	5,173	5,554	5,990	6,580	7,324
总负债和股东权益	41,919	55,474	75,908	82,967	90,802	100,611

现金流量表	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日 (百万人民币)						
经营现金流						
税前利润	9,672	14,801	7,617	10,035	13,591	17,145
折旧摊销	(516)	(480)	(572)	(727)	(869)	(1,015)
税款	(2,335)	(2,437)	(1,429)	(1,923)	(2,605)	(3,286)
营运资金变化	(2,888)	(2,955)	(9,045)	(5,152)	(1,771)	(2,069)
其他	4,269	(601)	14	782	1,130	1,348
净经营现金流	8,202	8,329	(3,415)	3,015	9,476	12,123
投资现金流						
资本开支	(1,234)	(2,155)	(2,995)	(3,198)	(3,057)	(2,919)
收购与投资	(2,065)	(126)	0	0	0	0
处理短期投资所得现金	(542)	(62)	(875)	0	0	0
其他	26	25	64	0	0	0
净投资现金流	(3,814)	(2,318)	(3,807)	(3,198)	(3,057)	(2,919)
融资现金流						
已支付股息	(1,658)	(3,431)	(3,676)	(2,268)	(3,072)	(3,876)
净借贷	255	0	4,010	0	0	0
其他	20	(386)	15,121	(96)	(432)	(632)
净融资现金流	(1,383)	(3,817)	15,455	(2,365)	(3,505)	(4,507)
净现金流变动						
年初现金	12,032	14,858	17,786	26,892	24,343	27,258
汇率变动	(331)	(196)	873	0	0	0
年末现金	14,706	16,856	26,892	24,343	27,258	31,955
增长率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
销售收入	8.2%	28.7%	(19.6%)	32.1%	14.4%	13.7%
毛利润	(13.9%)	6.6%	(32.2%)	47.8%	23.9%	19.4%
经营利润	44.9%	51.3%	(48.4%)	31.9%	35.8%	25.3%
EBITDA	43.8%	48.4%	(46.3%)	31.6%	34.7%	24.8%
EBIT	44.9%	51.3%	(48.4%)	31.9%	35.8%	25.3%
净利润	32.6%	57.2%	(47.8%)	37.1%	35.4%	26.2%
盈利能力比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
毛利率	40.6%	33.7%	28.4%	31.8%	34.4%	36.1%
营业利润率	18.6%	21.9%	14.1%	14.0%	16.7%	18.4%
税息折旧及摊销前利润	19.6%	22.6%	15.1%	15.1%	17.7%	19.4%
股本回报率	29.1%	37.2%	12.9%	13.6%	16.6%	18.6%
资产负债比率	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
净负债/股东权益比率 (倍)	(0.6)	(0.6)	(0.5)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
流动比率 (倍)	2.0	2.2	3.3	3.2	3.3	3.5
应收账款周转天数	0.9	0.6	1.0	1.0	1.0	1.0
存货周转天数	172.8	160.7	262.2	257.2	252.2	247.2
应付帐款周转天数	50.6	47.8	71.7	71.7	71.7	71.7
估值指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
年结 12 月 31 日						
市盈率	47.8	55.8	76.3	32.8	24.2	19.2
市盈率 (摊薄)	47.8	55.8	76.3	32.8	24.2	19.2
市帐率	13.2	18.2	7.9	4.3	3.8	3.4
市现率	na	na	na	na	na	na
股息 (%)	0.7	0.6	0.4	1.0	1.4	1.7
企业价值	na	na	na	na	na	na
企业价值 / 销售额	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBIT	na	na	na	na	na	na
企业价值 / EBITDA	na	na	na	na	na	na

资料来源：公司及招银国际环球市场。预测注释：现金净额计算包括金融资产。

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12 个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12 个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址：香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼

电话：(852) 3900 0888

传真：(852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决策。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容之分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订)规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。