

公司研究

疫情影响 Q4 净利润大幅下滑，关注公司长期价值

——中国中免（601888.SH）2022 年度业绩快报点评

要点

事件：公司公告 2022 年预计实现营收 544.63 亿，同比下滑 19.52%，归母净利润 50.25 亿，同比下滑 47.95%，扣非归母净利润为 48.97 亿，同比下滑 48.64%，其中 Q4 营收 150.99 亿，同比下滑 16.93%，归母净利润 3.97 亿，同比下滑 65.85%，略低于市场预期。业绩下滑主要因 2022 年是新冠疫情爆发以来对公司影响最为严重的一年，疫情的持续反复和多点爆发导致公司重点渠道客源锐减，主力门店几度闭店，物流运营出现中断，公司业务尤其是线下业务遭受严重冲击。同时，受 2021 年海南地区部分子公司享受企业所得税优惠及首都机场租金减让影响，上年同期基数较高。

离岛免税受影响较大，今年以来改善明显：疫情对于中免主要门店海南离岛免税门店影响较大，根据海南省商务厅公布数据，2022 年海南 12 家离岛免税店总销售额为 487.1 亿元，同比下滑 19%，其中免税销售额 348.1 亿元，同比下滑 31%。2022 年末以来，随着防疫政策的持续优化和系列“强信心、稳经济、促发展”政策的实施，公司有序推动各地免税门店全面复工复产。截至目前，公司下属传统口岸免税店已有 70 余家恢复经营，助推免税市场回暖。今年以来，公司门店销售呈现明显回升迹象，截至公告日前，营业收入同比、环比均实现大幅增长。春节假期，海口海关共监管离岛免税购物金额 15.6 亿元，购物人数 15.7 万人次，同比分别增长 5.88% 和 9.51%，与 2021 年同期相比分别增长 51.5% 和 64.9%。根据海南商务厅口径，今年春节假期（1 月 21 日—1 月 27 日）全省 12 家离岛免税店总销售 25.72 亿元，同比 2022 年春节假期增长 20.69%，同比 2019 年增长 329%。2022 年 10 月海口免税城开业，销售面积为 15 万平方米，是未来公司销售增长的又一驱动力。

关注防疫政策带来的边际变化，更需关注长期价值：2022 年底防疫政策优化，2023 年 1 月 8 日起，对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”，出入境全面放开，未来除离岛免税经营将逐渐恢复正常外，机场口岸免税也将迎来重新开业，整体公司业务 2023 年有望迎来大幅提升，长期国家引导消费回流政策方向不变，市内免税店政策也值得期待。我们看好公司在政策利好环境下的长期价值。

盈利预测、估值与评级：考虑到未来消费修复重回高速增长仍需时日，我们下调 22-24 年 EPS 为 2.43、4.78、6.49 元（分下调为 22%/3%/4%），对应 2022-2024 年 PE 为 87/44/33 倍，但作为免税绝对龙头公司仍不断创新，疫情期间布局线上，未来政策环境仍利好公司发展，我们看好公司长期价值，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响下居民购买力下降、政策落地不及预期。

公司盈利预测与估值简表

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,597	67,676	54,463	81,189	101,723
营业收入增长率	9.65%	28.67%	-19.52%	49.07%	25.29%
净利润（百万元）	6,140	9,654	5,025	9,887	13,419
净利润增长率	32.64%	57.23%	-47.95%	96.75%	35.73%
EPS（元）	3.14	4.94	2.43	4.78	6.49
ROE（归属母公司）（摊薄）	27.52%	32.59%	15.84%	24.76%	26.67%
P/E	67	43	87	44	33
P/B	18.5	13.9	13.8	10.9	8.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2023-02-03

买入（维持）

当前价：210.96 元

作者

分析师：唐佳睿 CFA, FCPA(Aust.), CAIA, ACCA, FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

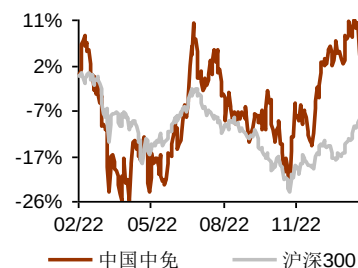
021-52523875

lizn@ebsecn.com

市场数据

总股本(亿股)	20.69
总市值(亿元):	4364.47
一年最低/最高(元):	152.49/239.99
近 3 月换手率:	35.41%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-8.32	-2.90	10.70
绝对	-1.93	7.04	0.79

资料来源：Wind

相关研报

疫情影响短期业绩，海口免税城开业助力长期发展——中国中免（601888.SH）2022 年三季度报点评（2022-10-31）

短期疫情扰动无碍，海口项目即将开业支撑未来增长——中国中免（601888.SH）2022 年半年度业绩点评（2022-08-31）

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,597	67,676	54,463	81,189	101,723
营业成本	31,221	44,882	40,302	56,021	69,171
折旧和摊销	314	236	983	952	922
税金及附加	1,083	1,839	1,634	1,624	2,034
销售费用	8,847	3,861	3,812	7,307	8,138
管理费用	1,637	2,250	2,179	2,436	3,052
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-545	-43	-160	-178	-234
投资收益	16	162	118	70	10
营业利润	9,694	14,804	8,040	14,617	20,283
利润总额	9,672	14,801	8,031	14,608	20,274
所得税	2,335	2,437	1,606	2,922	4,055
净利润	7,337	12,365	6,425	11,687	16,219
少数股东损益	1,197	2,711	1,400	1,800	2,800
归属母公司净利润	6,140	9,654	5,025	9,887	13,419
EPS(元)	3.14	4.94	2.43	4.78	6.49

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,202	8,329	9,150	8,004	19,975
净利润	6,140	9,654	5,025	9,887	13,419
折旧摊销	314	236	983	952	922
净营运资金增加	-423	9,255	-4,256	11,070	2,056
其他	2,172	-10,815	7,398	-13,906	3,577
投资活动产生现金流	-3,814	-2,318	-5,460	-1,055	-290
净资本支出	-1,233	-2,153	-2,050	-1,050	-250
长期投资变化	791	992	0	0	0
其他资产变化	-3,372	-1,156	-3,410	-5	-40
融资活动现金流	-1,383	-3,817	-4,726	-1,493	-2,805
股本变化	0	0	116	0	0
债务净变化	193	1,539	-1,957	0	0
无息负债变化	7,170	3,402	-5,993	-44	1,412
净现金流	2,675	1,998	-1,035	5,456	16,880

主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	40.6%	33.7%	26.0%	31.0%	32.0%
EBITDA 率	21.8%	23.8%	13.0%	18.9%	20.6%
EBIT 率	20.8%	23.1%	11.2%	17.7%	19.7%
税前净利润率	18.4%	21.9%	14.7%	18.0%	19.9%
归母净利润率	11.7%	14.3%	9.2%	12.2%	13.2%
ROA	17.5%	22.3%	12.6%	19.2%	21.5%
ROE (摊薄)	27.5%	32.6%	15.8%	24.8%	26.7%
经营性 ROIC	36.1%	37.7%	14.4%	25.5%	34.4%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	38%	37%	25%	21%	19%
流动比率	1.98	2.25	2.69	3.48	4.21
速动比率	1.04	1.10	1.58	2.14	3.23
归母权益/有息债务	53.45	15.14	-	-	-
有形资产/有息债务	87.26	25.71	-	-	-

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	41,919	55,474	51,020	60,992	75,585
货币资金	14,706	16,856	15,821	21,277	38,157
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	129	106	1,089	1,624	2,034
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	867	840	982	1,463	1,833
存货	14,733	19,725	14,106	16,806	13,834
其他流动资产	281	667	403	403	403
流动资产合计	30,971	38,542	34,013	43,814	59,028
其他权益工具	0	0	0	0	0
长期股权投资	791	992	992	992	992
固定资产	1,591	1,843	3,242	4,215	4,719
在建工程	1,233	2,890	3,217	2,938	2,309
无形资产	2,449	2,401	2,403	2,404	2,406
商誉	822	822	822	822	822
其他非流动资产	552	570	570	570	570
非流动资产合计	10,948	16,932	17,007	17,179	16,557
总负债	15,741	20,682	12,733	12,689	14,100
短期借款	417	411	0	0	0
应付账款	4,327	5,880	4,030	5,602	6,917
应付票据	0	0	0	0	0
预收账款	6	9	0	0	0
其他流动负债	0	10	10	10	10
流动负债合计	15,661	17,136	12,638	12,594	14,006
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	5	4	4	4	4
非流动负债合计	79	3,546	94	94	94
股东权益	26,179	34,791	38,288	48,304	61,485
股本	1,952	1,952	2,069	2,069	2,069
公积金	3,032	2,921	2,805	2,805	2,805
未分配利润	17,648	25,347	27,443	35,659	46,040
归属母公司权益	22,308	29,619	31,715	39,931	50,312
少数股东权益	3,871	5,173	6,573	8,373	11,173

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	16.82%	5.71%	7.00%	9.00%	8.00%
管理费用率	3.11%	3.32%	4.00%	3.00%	3.00%
财务费用率	-1.04%	-0.06%	-0.29%	-0.22%	-0.23%
研发费用率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
所得税率	24%	16%	20%	20%	20%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.00	1.50	0.81	1.47	2.04
每股经营现金流	4.20	4.27	4.42	3.87	9.65
每股净资产	11.43	15.17	15.33	19.30	24.32
每股销售收入	26.94	34.66	26.32	39.24	49.17

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	67	43	87	44	33
PB	18.5	13.9	13.8	10.9	8.7
EV/EBITDA	37.0	26.6	63.0	29.4	21.2
股息率	0.5%	0.7%	0.4%	0.7%	1.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中所载观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

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、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE