

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国中免(601888.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

社零&美护首席分析师 刘嘉仁

执业编号: S1500522110002

联系电话: 15000310173

邮箱: liujiaren@cindasc.com

社服&零售分析师 涂佳妮

执业编号: S1500522110004

联系电话: 15001800559

邮箱: tujianian@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

中国中免(601888.SH): Q4 盈利能力短期承压, 持续看好中免业绩兑现能力

2023年2月5日

事件: 中国中免公告 2022 年业绩快报: 1) 2022 年实现营收 544.63 亿元, 同比-19.52%; 2022 年实现归母净利润 50.25 亿元, 同比-47.95%, 实现归母净利率 9.23%, 同比-5.04pct; 2022 年实现扣非净利润 48.97 亿元, 同比-48.64%; 2) 22Q4 实现营收 150.99 亿元, 同比-16.93%, 环比+28.90%; 22Q4 实现归母净利润 3.97 亿元, 同比-65.87%, 环比-42.50%, 实现归母净利率 2.63%, 同比-3.77pct, 环比-3.26pct; 22Q4 实现扣非净利润 3.13 亿元, 同比-72.63%, 环比-52.19%。

22Q4 营收环比+28.90%, 但盈利能力短期承压, 我们预计 22Q4 业绩下滑或主要由于: 1) 我们预计毛利率较低的线上有税渠道占比环比持续提升: 22Q4 全国疫情仍然反复, 三亚凤凰机场、海口美兰机场旅客吞吐量环比分别增长 9%、5%, 但营收环比增速快于客流增速, 我们预计补购渠道销售额环比提升较多, 致使整体毛利率下滑; 2) Q4 管理费用和资产减值费用通常较高, 21Q4、22Q4 资产减值损失分别达 6.38、3.46 亿元; 管理费用率分别达 4.34%、5.36%; 3) **新海港开办费用影响:** 海口国际免税城于 2022 年 10 月 28 日开业, 我们预计其开办费用亦对 Q4 利润率造成一定影响。

春节黄金周海南旅游及免税市场火热, 且我们预计亮眼表现有望持续。

1) **春节黄金周海南客流及销售数据亮眼, 高客单价验证购买力无需过分担忧:** 商务厅口径下, 春节假期海南免税店总销售额达 25.72 亿元, 同比增长 20.69%, 相比 19 年+329%, 新海港带动下海口实现翻倍以上增长; 海关口径下, 春节假期离岛免税销售 15.6 亿元, 同比增长 5.88%, 客单价为 9959 元, 23 年以来海口海关多次披露的客单价均远超 9000 元, 其中春节三亚凤凰机场提货口径客单价超 1.1 万元, 我们预计高客单价主要来源于春节普通消费者占比提升及新海港开业, 推动精品销售占比增加;

2) **春节假期结束后海南客流增势持续, 我们预计免税销售有望延续春节高水平:** 1月27日-2月2日, 海口美兰、三亚凤凰机场客流环比分别+16.61%、+13.13%, 1月26日-31日, 三亚凤凰机场旅客吞吐量连续 6 日突破 8 万人次, 机场预计元宵节前凤凰机场日均客流仍将维持在 8 万人次左右高位运行; 此外, 多个 OTA 平台预测黄金周后海南将迎来错峰出游高峰, 三亚市旅文局局长亦表示将力争让春节旅游“黄金周”变为“黄金月”。我们预计黄金周后海南旅游及免税市场持续火热, 免税销售有望延续高增长。

海南客流有望领先于出境客流得到修复, 无需过分担心出入境分流影响: 疫情下跨省游亦受到较大影响, 2022 年三亚凤凰机场、海口美兰机场旅客吞吐量分别仅恢复至 2019 年的 47%、46%, 海南客流相较疫情前仍有较大恢复空间, 根据奥纬咨询, 出境游恢复后, 海南仍为消费者仅次于香港的优选目的地, 海南客流有望领先于出境客流得到修复; 此外, 疫情下海南免税把握窗口期修炼内功, 国内免税商在品牌方端的话语权已获提升, 在价格优惠度、品牌及 SKU 丰富度等方面逐步具备国际化竞争水平。出入境客流恢复后, 海南免税市场仍有望凭借持续升级的供给、较高的消费额度、便捷的线上平台、较低的购物门槛等竞争优势长期占领消费者心智和保持全球竞争力。

投资建议: 中免作为免税行业龙头, 有望充分享受海外消费回流和免税政策红利, 逐步兑现业绩。我们预计公司 2023-2024 年归母净利润分别 134.63、181.17 亿元, 对应 2 月 3 日收盘价 PE 分别 32、24X, 维持“买入”评级。

风险因素: 政策风险, 市场竞争加剧, 客流及销售不及预期等。

重要财务指标	2020A	2021A	2022A	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	52,598	67,676	54,463	105,085	136,443
增长率 YoY %	8.2%	28.7%	-19.5%	92.9%	29.8%
归属母公司净利润 (百万元)	6,140	9,654	5,025	13,463	18,117
增长率 YoY%	32.6%	57.2%	-47.9%	167.9%	34.6%
毛利率%	40.6%	33.7%	29.0%	33.2%	34.2%
净资产收益率ROE%	27.5%	32.6%	10.2%	22.4%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	2.97	4.67	2.43	6.51	8.76
市盈率 P/E(倍)	71.08	45.21	86.86	32.42	24.09
市净率 P/B(倍)	19.56	14.74	8.87	7.27	5.86

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年2月3日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30,979	38,542	56,872	70,797	84,703
货币资金	14,713	16,856	26,620	47,593	55,914
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	129	106	85	90	122
预付账款	256	348	575	302	439
存货	14,733	19,725	27,947	21,284	26,641
其他	1,148	1,507	1,645	1,529	1,587
非流动资产	10,949	16,932	18,269	18,735	19,141
长期股权投资	791	992	1,192	1,392	1,592
固定资产(合计)	1,591	1,843	2,877	3,580	4,041
无形资产	2,449	2,401	3,371	3,541	3,711
其他	6,118	11,696	10,829	10,222	9,797
资产总计	41,928	55,474	75,142	89,533	103,844
流动负债	15,663	17,136	15,902	17,658	16,660
短期借款	417	411	473	534	584
应付票据	0	0	0	0	0
应付账款	4,327	5,880	4,826	5,103	4,964
其他	10,919	10,845	10,603	12,021	11,112
非流动负债	79	3,546	3,546	3,546	3,546
长期借款	0	0	0	0	0
其他	79	3,546	3,546	3,546	3,546
负债合计	15,742	20,682	19,448	21,204	20,206
少数股东权益	3,871	5,173	6,468	8,332	9,148
归属母公司股东权益	22,314	29,619	49,226	59,996	74,490
负债和股东权益	41,928	55,474	75,142	89,533	103,844

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52,598	67,676	54,463	105,085	136,443
同比(%)	8.2%	28.7%	-19.5%	92.9%	29.8%
归属母公司净利润	6,140	9,654	5,025	13,463	18,117
同比(%)	32.6%	57.2%	-47.9%	167.9%	34.6%
毛利率(%)	40.6%	33.7%	29.0%	33.2%	34.2%
ROE%	27.5%	32.6%	10.2%	22.4%	24.3%
EPS(摊薄)(元)	2.97	4.67	2.43	6.51	8.76
P/E	71.08	45.21	86.86	32.42	24.09
P/B	19.56	14.74	8.87	7.27	5.86
EV/EBITDA	55.68	25.87	45.78	20.20	16.00

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	52,598	67,676	54,463	105,085	136,443
营业成本	31,221	44,882	38,660	70,235	89,744
营业税金及附加	1,084	1,839	1,416	2,856	3,709
销售费用	8,847	3,861	3,825	9,329	14,704
管理费用	1,638	2,250	1,906	3,678	4,776
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-545	-43	541	-12	-31
减值损失合计	-909	-499	-654	-841	-1,092
投资净收益	16	162	90	100	100
其他	234	256	54	105	136
营业利润	9,694	14,804	7,605	18,362	22,686
营业外收支	-22	-3	-3	5	5
利润总额	9,672	14,801	7,602	18,367	22,691
所得税	2,335	2,437	1,282	3,039	3,759
净利润	7,336	12,365	6,320	15,327	18,933
少数股东损益	1,197	2,711	1,295	1,864	815
归属母公司净利润	6,140	9,654	5,025	13,463	18,117
EBITDA	9,648	16,120	9,073	19,525	24,141
EPS(当年)(元)	3.14	4.94	2.43	6.51	8.76

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,201	8,329	-3,254	24,415	12,707
净利润	7,336	12,365	6,320	15,327	18,933
折旧摊销	516	1,522	363	434	494
财务费用	333	206	13	15	17
投资损失	-16	-16	-162	-90	-100
营运资金变动	199	-6,494	-10,517	7,903	-7,724
其它	-167	893	657	836	1,087
投资活动现金流	-3,814	-2,318	-1,613	-795	-795
资本支出	-1,233	-2,153	-1,503	-695	-695
长期投资	-2,607	-188	-200	-200	-200
其他	26	24	90	100	100
筹资活动现金流	-1,383	-3,817	14,630	-2,647	-3,590
吸收投资	39	51	15,587	0	0
借款	255	0	61	61	50
支付利息或股息	-1,658	-3,431	-1,018	-2,708	-3,640
现金流净增加额	2,673	1,998	9,763	20,973	8,321

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016 年加入兴业证券社会服务团队，2019 年担任社会服务首席分析师，2020 年接管商贸零售团队，2021 年任现代服务业研究中心总经理。2022 年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021 年获新财富批零与社服第 2 名、水晶球社服第 1 名/零售第 1 名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 1 名/零售第 2 名/社服第 3 名、上证报最佳分析师批零社服第 3 名，2022 年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第 2 名/社服第 2 名/零售第 2 名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018 年 7 月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022 年 11 月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022 年 11 月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiu Yue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙瑾	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com



华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。