

中国中免（601888）

证券研究报告

2023 年 02 月 06 日

预计 22 年归母净利润同减 48%，疫后经营持续改善，出入境&市内免税有望打开新空间

■**事件：**公司发布 22 年度业绩快报。2022 年，公司实现营业总收入 544.63 亿元，同比下降 19.52%；实现归母净利润 50.25 亿元，同比下降 47.95%。公司业绩略低于此前预期。

■**四季度销售下滑或受疫情影响，23 年以来离岛免税复苏势头明显。**22Q4 公司实现营业总收入 150.99 亿元，同比下降 16.93%，环比增长 28.90%。今年以来离岛免税持续高景气，2023 年春节期间（1 月 21 日-27 日），海南省 12 家离岛免税店总销售额 25.72 亿元，日均销售额 3.67 亿元，较节前日均销售额增加 1.5 亿元，逐步复苏。

■**全面复工复产，盈利能力有望逐步转好。**公司 22Q4 实现归母净利润 3.97 亿元，同比下降 65.87%，环比下降 42.50%，22 年度公司业绩变动主要原因：1）22 年国内疫情持续反复、多点爆发使公司重点渠道客源锐减。2）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。净利率方面，22Q1-Q4 单季度归母净利率分别为 15.28%/12.65%/5.89%/2.63%，分别同比下降 0.44/1.79/16.52/3.77pct，公司疫情期间加大线上销售，同时新海港开业、12 月份加大折扣力度或对公司四季度毛利率及净利率造成影响。2022 年末以来，公司有序推动各地免税门店全面复工复产，后续公司盈利能力有望提升。

■**22 年末，公司总资产 758.67 亿元，同比增长 36.76%；归母股东权益 485.89 亿元，同比增长 64.05%，主要系 1）公司完成了港股发行上市导致净资产大幅增加。2）为满足销售旺季免税商品购物需求，公司加大了对免税商品的采购力度，存货余额同比实现较大幅度增长。**

■**绑定全国最大机场流量入口，实现双赢竞争力巩固，机场免税&市内免税逐步复苏。**23 年 1 月 13 日，上海机场发布公告，以合资公司为主体收购中免日上互联 12.48%股权。我们认为，本次上海机场收购中免日上核心资产，实现“机场+免税”的进一步融合，中免与全国最核心机场渠道进一步绑定，未来中免在上海机场招投标等方面有望占据主动权，核心渠道议价能力进一步加强。公司在出入境及机场免税持续布局，随着出入境客流开始修复，公司出入境免税竞争力持续加强。

■**随着海南免税市场持续扩容，品类丰富服务提升顶奢引入，看好公司业务持续拓展，供应链能力持续增强，预计有效提振进店人数、转化率与客单价。**根据业绩快报，我们下调公司 22-24 年业绩为 50/125/155 亿元（前值为 55/125/156 亿元），当前股价对应 PE 分别为 85X/34X/27X，维持“买入”评级。

风险提示：客流量不及预期的风险、免税政策变动的风险、招商不及预期的风险，行业竞争加剧风险、汇率波动风险，业绩快报仅为初步测算结果，具体数据以公司公布 22 年年报为准

投资评级

行业	商贸零售/旅游零售 II
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	206.16 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股股本(百万股)	1,952.48
A 股总市值(百万元)	402,522.36
流通 A 股市值(百万元)	402,522.36
每股净资产(元)	23.29
资产负债率(%)	23.13
一年内最高/最低(元)	239.99/153.59

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《中国中免-公司点评:上海机场拟以 16.92 亿收购中免日上核心资产，绑定最大机场流量，核心渠道议价能力进一步加强》 2023-01-18
- 2 《中国中免-公司深度研究:静待疫后花开，免税龙头再扬帆》 2022-12-07
- 3 《中国中免-公司点评:获纳入恒生综合指数，疫情防控优化下经营有望持续改善，海口免税城开业重塑新格局》 2022-11-23

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,596.84	67,675.52	54,462.93	89,720.00	120,105.84
增长率(%)	9.65	28.67	(19.52)	64.74	33.87
EBITDA(百万元)	11,047.69	15,739.84	7,812.37	19,647.40	24,138.68
归属母公司净利润(百万元)	6,139.94	9,653.74	5,025.07	12,487.04	15,547.52
增长率(%)	32.64	57.23	(47.95)	148.49	24.51
EPS(元/股)	2.97	4.67	2.43	6.04	7.52
市盈率(P/E)	69.47	44.18	84.88	34.16	27.43
市净率(P/B)	19.12	14.40	8.62	7.36	6.21
市销率(P/S)	8.11	6.30	7.83	4.75	3.55
EV/EBITDA	48.61	26.09	48.74	19.84	15.19

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,706.21	16,856.20	48,015.14	40,816.15	66,717.25
应收票据及应收账款	128.68	105.99	950.75	261.32	1,195.15
预付账款	255.60	347.99	668.65	495.26	1,046.80
存货	14,733.02	19,724.70	7,280.76	35,278.79	21,512.23
其他	1,147.68	1,506.82	1,188.00	2,305.61	2,048.19
流动资产合计	30,971.19	38,541.69	58,103.31	79,157.13	92,519.62
长期股权投资	791.26	991.69	991.69	991.69	991.69
固定资产	1,590.53	1,843.30	1,637.33	1,431.36	1,225.39
在建工程	1,233.18	2,889.94	2,889.94	2,889.94	2,889.94
无形资产	2,448.76	2,401.32	2,357.92	2,314.53	2,271.13
其他	4,884.45	8,805.78	5,562.69	5,989.20	6,267.36
非流动资产合计	10,948.18	16,932.03	13,439.58	13,616.73	13,645.52
资产总计	41,919.37	55,473.73	71,542.89	92,773.86	106,165.14
短期借款	417.36	411.34	611.34	761.34	936.34
应付票据及应付账款	4,326.74	5,879.91	3,789.43	10,341.32	8,268.25
其他	10,011.23	9,473.25	10,391.14	14,153.33	15,582.33
流动负债合计	14,755.33	15,764.50	14,791.91	25,255.99	24,786.92
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.50	3,546.20	1,347.04	1,657.58	2,183.61
非流动负债合计	79.50	3,546.20	1,347.04	1,657.58	2,183.61
负债合计	15,740.53	20,682.34	16,138.95	26,913.57	26,970.53
少数股东权益	3,871.13	5,172.60	5,914.02	7,883.76	10,471.44
股本	1,952.48	1,952.48	2,068.86	2,068.86	2,068.86
资本公积	1,982.07	1,870.30	17,814.84	17,814.84	17,814.84
留存收益	18,697.46	26,397.81	29,873.38	38,490.58	49,261.70
其他	(324.29)	(601.79)	(267.17)	(397.75)	(422.24)
股东权益合计	26,178.84	34,791.39	55,403.94	65,860.29	79,194.61
负债和股东权益总计	41,919.37	55,473.73	71,542.89	92,773.86	106,165.14

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,336.52	12,364.63	5,025.07	12,487.04	15,547.52
折旧摊销	515.63	479.75	249.36	249.36	249.36
财务费用	332.75	206.03	(440.96)	(604.52)	(730.89)
投资损失	(15.86)	(162.33)	(172.00)	(240.00)	(350.00)
营运资金变动	684.27	(6,264.15)	11,127.36	(18,226.44)	11,913.46
其它	(651.03)	1,704.89	1,071.97	2,854.32	3,735.17
经营活动现金流	8,202.27	8,328.82	16,860.81	(3,480.23)	30,364.63
资本支出	1,923.71	(1,168.51)	2,199.16	(310.54)	(526.03)
长期投资	536.57	200.43	0.00	0.00	0.00
其他	(6,274.38)	(1,349.45)	(2,027.16)	550.54	876.03
投资活动现金流	(3,814.10)	(2,317.53)	172.00	240.00	350.00
债权融资	738.70	1,581.98	(389.36)	926.24	1,134.86
股权融资	(4,271.17)	(3,317.98)	14,515.50	(4,885.01)	(5,948.38)
其他	2,149.67	(2,081.05)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	(1,382.81)	(3,817.04)	14,126.14	(3,958.77)	(4,813.53)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,005.35	2,194.25	31,158.95	(7,199.00)	25,901.10

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,596.84	67,675.52	54,462.93	89,720.00	120,105.84
营业成本	31,220.61	44,882.36	39,049.92	58,318.00	77,828.58
营业税金及附加	1,083.29	1,839.44	1,524.96	2,243.00	2,642.33
销售费用	8,846.63	3,860.94	4,942.84	7,177.60	12,010.58
管理费用	1,637.14	2,249.86	1,906.20	3,409.36	4,564.02
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(545.28)	(42.52)	(440.96)	(604.52)	(730.89)
资产/信用减值损失	(890.59)	(522.25)	(337.00)	(582.73)	(469.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.86	162.33	172.00	240.00	350.00
其他	1,535.12	440.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	9,694.06	14,804.47	7,314.97	18,833.83	23,671.35
营业外收入	4.22	17.10	23.46	29.88	26.67
营业外支出	26.49	20.16	36.59	39.95	38.27
利润总额	9,671.78	14,801.40	7,301.85	18,823.76	23,659.75
所得税	2,335.27	2,436.77	1,204.80	3,482.40	4,377.05
净利润	7,336.52	12,364.63	6,097.04	15,341.36	19,282.70
少数股东损益	1,196.58	2,710.89	1,071.97	2,854.32	3,735.17
归属于母公司净利润	6,139.94	9,653.74	5,025.07	12,487.04	15,547.52
每股收益（元）	2.97	4.67	2.43	6.04	7.52

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.65%	28.67%	-19.52%	64.74%	33.87%
营业利润	36.37%	52.72%	-50.59%	157.47%	25.69%
归属于母公司净利润	32.64%	57.23%	-47.95%	148.49%	24.51%
获利能力					
毛利率	40.64%	33.68%	28.30%	35.00%	35.20%
净利率	11.67%	14.26%	9.23%	13.92%	12.94%
ROE	27.52%	32.59%	10.15%	21.54%	22.62%
ROIC	88.98%	157.53%	48.20%	393.55%	87.67%
偿债能力					
资产负债率	37.55%	37.28%	22.56%	29.01%	25.40%
净负债率	-54.58%	-42.82%	-84.63%	-59.77%	-81.91%
流动比率	1.98	2.25	3.93	3.13	3.73
速动比率	1.04	1.10	3.44	1.74	2.86
营运能力					
应收账款周转率	113.26	576.79	103.08	148.04	164.93
存货周转率	4.62	3.93	4.03	4.22	4.23
总资产周转率	1.45	1.39	0.86	1.09	1.21
每股指标（元）					
每股收益	2.97	4.67	2.43	6.04	7.52
每股经营现金流	3.96	4.03	8.15	-1.68	14.68
每股净资产	10.78	14.32	23.92	28.02	33.22
估值比率					
市盈率	69.47	44.18	84.88	34.16	27.43
市净率	19.12	14.40	8.62	7.36	6.21
EV/EBITDA	48.61	26.09	48.74	19.84	15.19
EV/EBIT	50.03	26.49	50.35	20.10	15.35

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com