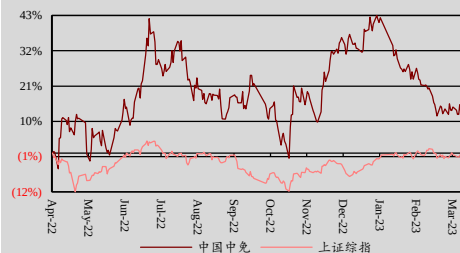


601888.SH
买入

原评级：买入

市场价格：人民币 183.24

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	(14.4)	(7.3)	(15.2)	11.5
相对上证综指	(19.4)	(7.1)	(21.1)	10.8

发行股数 (百万)	2,068.86
流通股 (百万)	2,068.86
总市值 (人民币 百万)	379,097.73
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	2,224.10
主要股东	
中国旅游集团有限公司	50.3

 资料来源：公司公告，Wind，中银证券
以 2023 年 3 月 31 日收市价为标准

相关研究报告

《中国中免》20230315
《中国中免》20230206
《中国中免》20221030

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

商贸零售：旅游零售 II

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

中国中免

22 年公司业绩筑底，多成长点催化下复苏可期

公司发布 2022 年报。22 年公司实现营收 544.33 亿元，yoy-19.57%；归母净利润 50.30 亿元，yoy-47.89%，业绩下滑主要受疫情反复及去年同期高基数影响。随着疫后各渠道客流逐步恢复，项目扩容释放增量，利好政策持续推进，公司业绩增长可期，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 受疫情及 21 年高基数影响，22 年业绩承压。22 年公司实现营收 544.33 亿元，yoy-19.57%；归母净利润 50.30 亿元，yoy-47.89%。其中 22Q4 实现营收 150.68 亿元，yoy-17.10%；归母净利润 4.02 亿元，yoy-65.46%。业绩下降主要是由于线下业务受到疫情冲击，重点渠道客源锐减，主力门店几度闭店，导致免税商品销售下降，同时还受上年同期高基数影响。
- 有税占比提升压低毛利，收紧折扣蓄力长期发展。分渠道来看，22 年公司实现免税收入 260.32 亿元，yoy-39.37%；实现有税收入 279.74 亿元，yoy+16.53%。商品销售总毛利率为 28.02%，yoy-5.06pct；其中免税业务毛利率为 39.41%，yoy+1.59pct。公司目前正在持续收紧折扣，以提升经营效益，随着线下渠道客流恢复，收入占比回升，盈利水平有望提升。
- 离岛销售增长潜力仍在，海南新政再添利好。1-2 月海南离岛免税客单价不及预期，主因亲子客群增多以及疫情管控放开节奏超预期导致备货不足，随着公司供应链建设不断完善，离岛免税增长潜力和空间无需担忧。此外，海南自 4 月 1 日起增加两种提货方式，有望催化离岛免税销售；叠加近期海南博鳌论坛，消博会相继展开，届时将进一步推动客流增长。
- 展望 2023：收购中出服加码市内免税，项目扩容爬坡增量可期。3 月 14 日，公司公告已通过收购中出服 49% 股权。有利于中免抢占核心城市市内免税资源，巩固龙头地位。公司新海港项目快速爬坡，部分顶奢品牌年内有望入驻，推动客单价增长。三亚国际免税城一期二号地计划于 9 月底开始营业，进一步提升三亚市内店服务能力。

估值

- 短期看，公司各渠道客流有望逐步恢复带动销售复苏；中长期来看，各项目扩容释放增量，利好政策持续推进，公司龙头地位优势持续巩固，业绩增长可期。我们预计公司 23-25 年 EPS 为 5.83/7.86/9.91 元，对应市盈率分别为 31.4/23.3/18.5 倍，维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 疫后需求恢复不及预期、免税市场竞争激烈、新项目经营不及预期风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	67,676	54,433	92,618	121,830	149,012
增长率(%)	28.7	(19.6)	70.2	31.5	22.3
EBITDA(人民币 百万)	15,843	8,809	19,078	25,474	31,343
归母净利润(人民币 百万)	9,654	5,030	12,060	16,254	20,508
增长率(%)	57.2	(47.9)	139.7	34.8	26.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	4.67	2.43	5.83	7.86	9.91
原先预测摊薄每股收益 (人民币)			5.88	7.99	
调整幅度 (%)			(0.78)	(1.60)	
市盈率(倍)	39.3	75.4	31.4	23.3	18.5
市净率(倍)	12.8	7.8	6.7	5.6	4.6
EV/EBITDA(倍)	26.4	48.5	17.7	13.3	9.7
每股股息 (人民币)	1.5	0.8	1.9	2.4	3.1
股息率(%)	0.7	0.4	1.0	1.3	1.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	92,618	121,830	149,012
营业收入	67,676	54,433	92,618	121,830	149,012
营业成本	44,882	38,982	60,001	75,910	91,289
营业税金及附加	1,839	1,215	2,593	3,350	4,023
销售费用	3,861	4,032	9,262	14,620	18,626
管理费用	2,250	2,209	3,149	4,142	5,066
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	(43)	220	(504)	(714)	(1,014)
其他收益	278	296	160	120	60
资产减值损失	(499)	(591)	(200)	(200)	(200)
信用减值损失	(23)	7	(5)	6	6
资产处置收益	1	9	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	162	162	100	50	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	14,804	7,619	18,174	24,499	30,909
营业外收入	17	13	20	15	15
营业外支出	20	15	20	20	20
利润总额	14,801	7,617	18,174	24,494	30,904
所得税	2,437	1,429	3,817	5,144	6,490
净利润	12,365	6,188	14,357	19,350	24,414
少数股东损益	2,711	1,158	2,297	3,096	3,906
归母净利润	9,654	5,030	12,060	16,254	20,508
EBITDA	15,843	8,809	19,078	25,474	31,343
EPS(最新股本摊薄, 元)	4.67	2.43	5.83	7.86	9.91

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,542	57,205	78,825	85,530	122,139
货币资金	16,856	26,892	43,226	42,469	75,976
应收账款	106	151	157	316	280
应收票据	0	0	0	0	0
存货	19,725	27,926	32,075	39,618	41,528
预付账款	348	398	602	537	833
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	1,507	1,838	2,765	2,590	3,523
非流动资产	16,932	18,702	18,434	17,837	17,670
长期投资	992	1,970	2,070	2,180	2,380
固定资产	1,843	5,434	6,468	6,862	7,092
无形资产	2,401	2,458	2,504	2,548	2,589
其他长期资产	11,696	8,840	7,392	6,247	5,608
资产合计	55,474	75,908	97,258	103,367	139,808
流动负债	17,136	17,480	30,073	22,146	40,312
短期借款	411	1,932	400	400	300
应付账款	5,880	7,660	8,341	7,685	10,066
其他流动负债	10,845	7,888	21,333	14,061	29,946
非流动负债	3,546	4,300	2,669	2,230	2,449
长期借款	0	2,509	0	0	0
其他长期负债	3,546	1,791	2,669	2,230	2,449
负债合计	20,682	21,780	32,742	24,376	42,761
股本	1,952	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,173	5,554	7,851	10,947	14,853
归属母公司股东权益	29,619	48,573	56,666	68,044	82,194
负债和股东权益合计	55,474	75,908	97,258	103,367	139,808

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	12,365	6,188	14,357	19,350	24,414
折旧摊销	1,522	1,437	1,670	1,861	1,531
营运资金变动	(5,485)	(8,935)	8,815	(15,389)	15,164
其他	(73)	(2,106)	(663)	(743)	(1,049)
经营活动现金流	8,329	(3,415)	24,180	5,079	40,059
资本支出	(2,155)	(2,995)	(1,150)	(1,080)	(1,100)
投资变动	(116)	(1,169)	(200)	(210)	(250)
其他	(46)	357	102	52	22
投资活动现金流	(2,318)	(3,807)	(1,248)	(1,238)	(1,328)
银行借款	(6)	4,030	(4,041)	0	(100)
股权融资	(8,868)	14,264	(3,968)	(4,876)	(6,357)
其他	5,057	(2,839)	1,411	278	1,233
筹资活动现金流	(3,817)	15,455	(6,598)	(4,598)	(5,224)
净现金流	2,194	8,233	16,334	(757)	33,507

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	28.7	(19.6)	70.2	31.5	22.3
营业利润增长率(%)	52.7	(48.5)	138.5	34.8	26.2
归属于母公司净利润增长率(%)	57.2	(47.9)	139.7	34.8	26.2
息税前利润增长率(%)	60.6	(48.5)	136.1	35.6	26.3
息税折旧前利润增长率(%)	67.9	(44.4)	116.6	33.5	23.0
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	57.2	(47.9)	139.7	34.8	26.2
获利能力					
息税前利润率(%)	21.2	13.5	18.8	19.4	20.0
营业利润率(%)	21.9	14.0	19.6	20.1	20.7
毛利率(%)	33.7	28.4	35.2	37.7	38.7
归母净利润率(%)	14.3	9.2	13.0	13.3	13.8
ROE(%)	32.6	10.4	21.3	23.9	25.0
ROIC(%)	48.2	17.5	58.8	49.7	106.3
偿债能力					
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.2	0.3
净负债权益比	(0.3)	(0.4)	(0.6)	(0.5)	(0.7)
流动比率	2.2	3.3	2.6	3.9	3.0
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.8	1.1	1.2	1.2
应收账款周转率	576.8	423.1	600.0	514.3	500.0
应付账款周转率	13.3	8.0	11.6	15.2	16.8
费用率					
销售费用率(%)	5.7	7.4	10.0	12.0	12.5
管理费用率(%)	3.3	4.1	3.4	3.4	3.4
研发费用率(%)	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0
财务费用率(%)	(0.1)	0.4	(0.5)	(0.6)	(0.7)
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	4.7	2.4	5.8	7.9	9.9
每股经营现金流(最新摊薄)	4.0	(1.7)	11.7	2.5	19.4
每股净资产(最新摊薄)	14.3	23.5	27.4	32.9	39.7
每股股息	1.5	0.8	1.9	2.4	3.1
估值比率					
P/E(最新摊薄)	39.3	75.4	31.4	23.3	18.5
P/B(最新摊薄)	12.8	7.8	6.7	5.6	4.6
EV/EBITDA	26.4	48.5	17.7	13.3	9.7
价格/现金流(倍)	45.5	(111.0)	15.7	74.6	9.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371