

业绩筑底，期待困境反转

投资要点

- **事件：**公司发布 2022 年年报，2022 年实现营业收入 544.3 亿元，同比减少 19.6%，实现归母净利润 50.3 亿元，同比减少 47.9%，实现扣非归母净利润 49 亿元，同比减少 48.6%，2022 年业绩承压主要受国内疫情反复影响，客流量、门店经营等均有较大不确定性。2022Q4 单季度实现营业收入 150.7 亿元，同比减少 17.1%，实现归母净利润 4 亿元，同比减少 65.4%。
- **有税商品占比提高，毛利率有所承压。**2022 年公司受疫情反复影响，免税商品营收同比减少 39.4%，营收占比自 2021 年 64.1%下降至 48.2%；公司为应对外部不利因素影响，积极开展线上有税业务，有税商品营收同比增长 16.5%，营收占比自 2021 年 35.9%增长至 51.8%。在毛利率方面，公司有税商品毛利率因折扣力度加大有所下滑，自 2021 年的 24.6%下降 7.2pp 至 17.4%，低于免税商品 39.4%的毛利率，毛利率相对较低的有税商品占比提升拉低公司整体毛利率水平，致使公司 2022 年毛利率同比下降 5.1pp 至 28%。毛利率承压主要系短期内受外部因素扰动所致，预计随后续客流持续恢复、经营好转，公司毛利率水平有望快速提高。
- **费用支出相对刚性，综合费用率提升。**2022 年公司销售费用率受应付机场租赁费用增加及营收下滑影响，自 2021 年的 5.7%增长 1.7pp 至 7.4%；管理费用虽因办公及运营费用降低同比减少 1.8%，但因营收下滑导致管理费用率同比增长 0.8pp 至 4.1%。公司费用率整体上涨主要系营收规模承压，而费用相对刚性所致，预计未来营收回暖，费用率将有所回落。净利率为 11.4% (-6.9pp)，盈利能力有一定程度下滑，疫情冲击对线下门店销售影响较大。
- **行业景气度回暖明显，免税布局不断增强。**从行业来看，免税行业整体景气度在“乙类乙管”政策下不断增强，其中国内游客流持续恢复，2023 年 1-2 月海口游客数同比增长 18.4%，叠加“担保即提”及“即购即提”政策刺激，提供离岛免税业务支撑；跨境游复苏明显，随出入境客流逐步回暖，口岸业务有望形成新增长，市内免税政策放开有望提上议程。行业景气度上行，公司为满足销售旺季免税商品购物需求，加大免税商品采购力度，存货余额同比增长 41.6%，彰显公司对未来经营信心。此外，公司不断增强免税布局，离岛免税方面，2022 年旗下海口国际免税城完成开业，成为公司新的业务增长点；此外公司与太古地产强强联合，成功竞得三亚国际免税城三期项目用地，三亚免税市场竞争力进一步增强；市内免税方面，公司收购唯一的全国性市内免税运营商中出服 49%股权，有望借此在市内免税竞争中形成先发优势。
- **盈利预测与投资建议。**公司作为免税行业绝对龙头，运营能力、供应链能力、资源禀赋均十分优秀，有望充分享受行业高景气度红利，逐步兑现业绩。预计 2023-2025 年 EPS 分别为 6.09、8.25、10.37 元，对应 PE 分别为 30、22、18 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**免税政策变动、行业竞争加剧、消费复苏不及预期。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54432.85	95270.00	119991.00	146710.48
增长率	-19.57%	75.02%	25.95%	22.27%
归属母公司净利润(百万元)	5030.38	12608.50	17058.98	21448.25
增长率	-47.89%	150.65%	35.30%	25.73%
每股收益 EPS(元)	2.43	6.09	8.25	10.37
净资产收益率 ROE	11.43%	22.77%	24.24%	24.08%
PE	75	30	22	18
PB	7.80	6.35	5.11	4.11

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn

分析师: 谭陈渝
执业证号: S1250523030003
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.69
流通 A 股(亿股)	19.52
52 周内股价区间(元)	156.11-232.93
总市值(亿元)	3,790.98
总资产(亿元)	554.74
每股净资产(元)	15.17

相关研究

1. 中国中免(601888): 经营短期承压, 新店开业有望带动快速修复 (2022-11-01)
2. 中国中免(601888): 疫后持续修复, 免税龙头蓄势待发 (2022-10-18)

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54432.85	95270.00	119991.00	146710.48	净利润	6188.25	15510.67	20985.54	26385.10
营业成本	38981.84	64783.60	79194.06	95361.81	折旧与摊销	571.97	692.34	692.34	692.34
营业税金及附加	1215.24	2253.66	2855.74	3448.56	财务费用	220.28	179.76	347.28	454.44
销售费用	4032.03	5716.20	7799.42	10269.73	资产减值损失	-590.69	0.00	0.00	0.00
管理费用	2209.18	3239.18	3959.70	4694.74	经营营运资本变动	-8378.91	-13632.36	-6211.75	-7010.10
财务费用	220.28	179.76	347.28	454.44	其他	-1426.14	438.39	-425.53	143.09
资产减值损失	-590.69	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-3415.25	3188.80	15387.87	20664.87
投资收益	162.49	0.00	0.00	0.00	资本支出	-2465.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1340.79	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-3806.65	0.00	0.00	0.00
营业利润	7619.45	19097.59	25834.80	32481.20	短期借款	1520.89	-1932.23	0.00	0.00
其他非经营损益	-2.53	-6.00	-4.35	-4.60	长期借款	2508.98	0.00	0.00	0.00
利润总额	7616.92	19091.60	25830.44	32476.60	股权融资	15732.48	0.00	0.00	0.00
所得税	1428.67	3580.93	4844.91	6091.50	支付股利	-2928.71	-1006.08	-2521.70	-3411.80
净利润	6188.25	15510.67	20985.54	26385.10	其他	-1379.08	-1373.77	-347.28	-454.44
少数股东损益	1157.87	2902.16	3926.55	4936.85	筹资活动现金流净额	15454.56	-4312.08	-2868.98	-3866.24
归属母公司股东净利润	5030.38	12608.50	17058.98	21448.25	现金流量净额	9105.60	-1123.28	12518.89	16798.64
资产负债表（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	26891.70	25768.42	38287.31	55085.94	成长能力				
应收和预付款项	1410.33	2235.84	2811.80	3453.80	销售收入增长率	-19.57%	75.02%	25.95%	22.27%
存货	27926.48	45982.86	56732.41	68173.30	营业利润增长率	-48.53%	150.64%	35.28%	25.73%
其他流动资产	976.97	1709.92	2153.62	2633.18	净利润增长率	-49.95%	150.65%	35.30%	25.73%
长期股权投资	1970.10	1970.10	1970.10	1970.10	EBITDA 增长率	-44.81%	137.40%	34.58%	25.13%
投资性房地产	1387.13	1387.13	1387.13	1387.13	获利能力				
固定资产和在建工程	7286.29	6985.69	6685.09	6384.50	毛利率	28.39%	32.00%	34.00%	35.00%
无形资产和开发支出	3282.38	3000.81	2719.24	2437.66	三费率	11.87%	9.59%	10.09%	10.51%
其他非流动资产	4776.22	4666.06	4555.89	4445.73	净利率	11.37%	16.28%	17.49%	17.98%
资产总计	75907.60	93706.82	117302.58	145971.33	ROE	11.43%	22.77%	24.24%	24.08%
短期借款	1932.23	0.00	0.00	0.00	ROA	8.15%	16.55%	17.89%	18.08%
应付和预收款项	10885.99	17171.10	21386.02	26052.63	ROIC	25.86%	40.04%	41.13%	44.25%
长期借款	2508.98	2508.98	2508.98	2508.98	EBITDA/销售收入	15.45%	20.96%	22.40%	22.92%
其他负债	6453.00	5913.40	6830.41	7859.24	营运能力				
负债合计	21780.19	25593.48	30725.40	36420.85	总资产周转率	0.83	1.12	1.14	1.11
股本	2068.86	2068.86	2068.86	2068.86	固定资产周转率	14.96	18.03	24.08	31.33
资本公积	17486.40	17486.40	17486.40	17486.40	应收账款周转率	406.96	499.77	461.26	448.78
留存收益	28499.48	40101.91	54639.19	72675.64	存货周转率	1.61	1.74	1.54	1.53
归属母公司股东权益	48573.40	59657.17	74194.45	92230.91	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.68%	—	—	—
少数股东权益	5554.01	8456.17	12382.73	17319.58	资本结构				
股东权益合计	54127.41	68113.35	86577.18	109550.49	资产负债率	28.69%	27.31%	26.19%	24.95%
负债和股东权益合计	75907.60	93706.82	117302.58	145971.33	带息债务/总负债	20.39%	9.80%	8.17%	6.89%
					流动比率	3.27	3.55	3.78	4.03
					速动比率	1.67	1.40	1.64	1.90
					股利支付率	58.22%	7.98%	14.78%	15.91%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	8411.70	19969.69	26874.42	33627.97	每股收益	2.43	6.09	8.25	10.37
PE	75.36	30.07	22.22	17.67	每股净资产	23.48	28.84	35.86	44.58
PB	7.80	6.35	5.11	4.11	每股经营现金	-1.65	1.54	7.44	9.99
PS	6.96	3.98	3.16	2.58	每股股利	1.42	0.49	1.22	1.65
EV/EBITDA	41.55	17.43	12.48	9.48					
股息率	0.77%	0.27%	0.67%	0.90%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
北京	卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn