

2022 年业绩筑底，期待多点开花蓄力反弹

2023 年 03 月 31 日

► **事件：公司发布 2022 年年报，受 2021 年业绩高基数以及 2022 年国内疫情反复影响全年业绩增速承压。**2022 年公司营业收入为 544.33 亿元，yoy-19.57%；归母净利润为 50.30 亿元，yoy-47.89%；扣非归母净利润为 49.02 亿元，yoy-48.59%；其中 22Q4 公司营业收入为 150.68 亿元，yoy-17.10%；归母净利润为 4.02 亿元，yoy-65.46%；扣非归母净利润为 3.18 亿元，yoy-72.20%。2022 年公司业绩下滑主因国内疫情持续反复、多点爆发使得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。此外，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增厚利润，去年同期整体基数较高。

► **海南离岛免税业务受疫情影响显著承压，线上收入快速增长。**2022 年公司免税品销售收入为 260.32 亿元，yoy-39.37%，毛利率为 39.41%，折扣收窄下同比增加 1.59pcts，其中海南三亚市内免税店销售收入为 302.44 亿元，yoy-14.83%，归母净利润为 25.55 亿元，yoy-38.70%，主因全年受到疫情扰动下客流承压；海免收入为 56.38 亿元，yoy-64.68%，归母净利润为 3.46 亿元，yoy-56.36%。日上上海收入为 141.45 亿元，yoy+13.24%，归母净利润为 6.29 亿元，yoy-8.79%，主因折扣力度较大削弱盈利能力；日上中国收入为 19.69 亿元，yoy+3.25%，归母净利润为 0.05 亿元。中免国际营业收入为 420.30 亿元，归母净利润 12.09 亿元。

► **公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利 8.00 元。**公司以总股本 20.69 亿股为基数，每 10 股派发现金红利 8 元（含税），合计拟派发现金红利 16.55 亿元（含税），现金分红比例为 32.90%。

► **疫情冲击下，公司严控成本，多举措积极应对挑战，保驾护航重点项目推进。**
 ①**新引入众多高端特色品牌。**引进如纪梵希、帕玛强尼、戴比尔斯等品牌，充分利用“首发”、“独售”等资源优势持续为消费者提供丰富、优质商品选择；②**积极推进重大项目。**2022 年 10 月世界最大单体免税店海口国际免税城开业，开业当天销售额超 6000 万元；积极推进一期 2 号地项目及携手太古地产打高端旅游零售综合体，海南国际物流中心二期项目提前交付，将进一步提高物流配送效率。③**优化布局，稳步拓展重要渠道。**2022 年，公司成功中标萧山机场 T4 航站楼、成都双流机场等免税店经营权；积极开展市内免税项目调查和研究，持续推进重点城市市内店的调研、选址及签约工作；有序推进海外项目拓展及免税经营权投标工作。④**H 股上市，成功搭建“A+H”双资本平台。**2022 年 8 月公司成功登陆香港联交所，融资逾 180 亿港元，积极对接国际资本市场。

► **投资建议：**我们认为伴随国内出行放开，公司在海南地区客流有望逐步恢复。我们预计 2023 年海南地区项目将充分受益于客流修复，新海港项目于 2022 年 10 月正式开业，爬坡过程中有望逐步释放业绩，我们预计海棠湾一期二号地于 2023 年落地有望贡献增量。1 月以来出入境逐步放开，我们认为公司口岸免税业务后续将迎来良好修复，此外市内免税政策有望加速推出，贡献潜在增量。我们预计 23-25 年公司归母净利润分别为 120.87/163.90/202.07 亿元，对应 23-25 年 PE 为 31X/23X/19X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**客流恢复不及预期、消费信心不足等。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	54,433	92,536	122,147	146,577
增长率 (%)	-19.6	70.0	32.0	20.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	5,030	12,087	16,390	20,207
增长率 (%)	-47.9	140.3	35.6	23.3
每股收益 (元)	2.43	5.84	7.92	9.77
PE	75	31	23	19
PB	7.8	6.4	5.3	4.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 03 月 31 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

183.24 元



分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 饶临风

执业证书：S0100522120002

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

研究助理 周诗琪

执业证书：S0100122070030

电话：15821501215

邮箱：zhoushiqi@mszq.com

相关研究

- 1.中国中免 (600888.SH) 2022 年业绩预告点评：2022 业绩筑底，期待多点开花驱动业绩向上-2023/02/06
- 2.中国中免 (601888.SH) 2022 年三季报点评：业绩符合预期，新海港盛装启航-2022/10/30
- 3.中国中免 (601888.SH) 2022 中报点评：降本控费态度明确，期待海口新海港免税城开业-2022/08/31
- 4.中国中免 (601888.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评——业绩稳健增长，持续全面布局，2022 共待复苏-2022/04/23
- 5.【民生商社】中国中免 (601888) 点评报告：业绩背后仍有闪光点，2022 再迎发展良机-2022/01/22

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	54,433	92,536	122,147	146,577
营业成本	38,982	61,074	80,006	95,275
营业税金及附加	1,215	2,036	3,054	3,664
销售费用	4,032	6,894	9,222	11,067
管理费用	2,209	3,424	4,642	5,863
研发费用	39	0	0	0
EBIT	7,668	19,171	25,305	30,806
财务费用	220	-70	-86	-376
资产减值损失	-591	-904	-526	-522
投资收益	162	93	122	147
营业利润	7,619	18,430	24,988	30,807
营业外收支	-3	-5	-3	-3
利润总额	7,617	18,425	24,985	30,804
所得税	1,429	3,685	4,997	6,161
净利润	6,188	14,740	19,988	24,643
归属于母公司净利润	5,030	12,087	16,390	20,207
EBITDA	9,105	20,861	27,202	31,883

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	26,892	28,535	55,118	73,161
应收账款及票据	151	122	161	193
预付款项	398	489	640	762
存货	27,926	44,274	25,777	25,581
其他流动资产	1,838	2,116	2,448	2,702
流动资产合计	57,205	75,535	84,144	102,398
长期股权投资	1,970	2,063	2,185	2,331
固定资产	5,434	8,001	10,523	13,043
无形资产	2,458	2,457	2,455	2,453
非流动资产合计	18,702	20,542	22,458	25,424
资产合计	75,908	96,077	106,601	127,823
短期借款	1,932	2,132	2,382	2,582
应付账款及票据	7,679	8,701	5,480	5,221
其他流动负债	7,869	13,924	11,440	12,462
流动负债合计	17,480	24,757	19,302	20,265
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509
其他长期负债	1,791	1,599	1,566	2,574
非流动负债合计	4,300	4,108	4,075	5,083
负债合计	21,780	28,865	23,378	25,348
股本	2,069	2,069	2,069	2,069
少数股东权益	5,554	8,207	11,805	16,241
股东权益合计	54,127	67,212	83,224	102,474
负债和股东权益合计	75,908	96,077	106,601	127,823

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	-19.57	70.00	32.00	20.00
EBIT 增长率	-47.47	150.01	32.00	21.74
净利润增长率	-47.89	140.27	35.60	23.29
盈利能力 (%)				
毛利率	28.39	34.00	34.50	35.00
净利润率	9.24	13.06	13.42	13.79
总资产收益率 ROA	6.63	12.58	15.38	15.81
净资产收益率 ROE	10.36	20.48	22.95	23.43
偿债能力				
流动比率	3.27	3.05	4.36	5.05
速动比率	1.60	1.20	2.94	3.70
现金比率	1.54	1.15	2.86	3.61
资产负债率 (%)	28.69	30.04	21.93	19.83
经营效率				
应收账款周转天数	1.01	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	261.48	270.00	120.00	100.00
总资产周转率	0.83	1.08	1.21	1.25
每股指标 (元)				
每股收益	2.43	5.84	7.92	9.77
每股净资产	23.48	28.52	34.52	41.68
每股经营现金流	-1.65	3.70	16.57	12.77
每股股利	0.80	1.92	2.61	3.21
估值分析				
PE	75	31	23	19
PB	7.8	6.4	5.3	4.4
EV/EBITDA	39.43	17.10	12.15	9.83
股息收益率 (%)	0.44	1.05	1.42	1.75

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	6,188	14,740	19,988	24,643
折旧和摊销	1,437	1,690	1,897	1,077
营运资金变动	-11,636	-9,869	11,703	-19
经营活动现金流	-3,415	7,660	34,291	26,413
资本开支	-2,991	-2,577	-2,635	-2,810
投资	-875	0	0	0
投资活动现金流	-3,807	-2,577	-2,635	-2,810
股权募资	16,121	0	0	0
债务募资	4,010	-475	250	200
筹资活动现金流	15,455	-3,441	-5,072	-5,560
现金净流量	9,106	1,643	26,583	18,043

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026