

中国中免 (601888.SH)

2022 年业绩承压，期待新政策新成长

买入

核心观点

2022 年业绩承压，与业绩快报一致。2022 年，公司实现营收 544.33 亿元/-19.57%，归母净利润 50.30 亿元/-47.89%，扣非净利润 49.02 亿元/-48.59%，EPS2.53 元，与业绩快报基本一致。2022Q4，收入 150.68 亿元/-17.10%，归母净利润 4.02 亿元/-65.40%，扣非净利润 3.18 亿元/-72.20%。

疫情线下免税受制，线上有税竞争下盈利承压，拖累公司经营表现。2022 年，公司免税收入 260.32 亿元/-39.37%，占比 48%，毛利率 39.41%/+1.59pct；有税收入 279.73 亿元/+16.53%，占比 51%，毛利率 17.42%/-7.17pct。免税毛利率略有改善，但疫情反复下有税的占比首次超过免税，而有税业务在全市场激烈竞争下，盈利承压，拖累整体零售毛利率下降 5.06pct 至 28.02%。

分业务来看，海南承压，日上直邮增收不增利。2022 年三亚店收入 302.44 亿元/-14.83%，净利润 25.55 亿元/-38.70%；海免收入 56.38 亿元/-64.68% 归母业绩 3.46 亿元/-56.31%；日上直邮收入 141.45 亿元/+13.24%，归母业绩 6.29 亿元/-8.79%。新海港项目 2022 年 10 月开业，因疫情和开业爬坡期预计亏损拖累。同时，2022 年，白云机场等租金减免免税前影响约 16 亿元。

期间费率承压。2022 年，公司销售/管理费+1.70/+0.81pct，主要系收入承压下部分费用相对刚性，兼有新海港开业影响；财务费率+0.46pct 主因汇兑损失 1.90 亿元所致（2021 年收益 2.83 亿元）。此外，期末存货增长下，2022 年确认资产减值损失 5.91 亿元/+18.39%，也有一定影响。

短期出境游分流影响需跟踪验证，但公司全球免税地位已今非昔比，期待市内免税新政。一是国人离境市内免税店政策仍有期待，公司通过参股中服等多元布局，未来有望全国范围内受益市内免税新政。二看海南，公司持续全方位布局（新海港、海棠湾一期 2 号地及三期等），未来顶奢合作亦有期待，海南在亚太旅游零售中的竞争地位全面强化。短期市场主要观望出境游未来分流可能影响，但过去三年，公司成长为全球旅游零售第一，在供应链、渠道能力已取得质的飞跃，国际影响力已今非昔比，赴港融资有望加速未来国内外扩张，在出行客流放开和变现能力提升下，公司中线成长仍有期待。

风险提示：宏观疫情系统性风险，政策不及预期，出境游分流及竞争加剧等。

投资建议：预计 2023-2025 年 EPS 为 5.61/7.70/9.74 元（23-24 年较此前 5.82/8.00 元有下调），对应 PE33/24/19X。短期出境游分流影响需观察，但公司已跃升为全球免税 No. 1，离境市内店政策预期强化有望对冲悲观情绪，公司已构筑“机场/口岸+离岛+线上+市内”全渠道优势，维持“买入”。

公司研究·财报点评

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光 0755-82150809
 zengguang@guosen.com.cn
 S0980511040003

证券分析师：钟潇 0755-82132098
 zhongxiaoxiao@guosen.com.cn
 S0980513100003

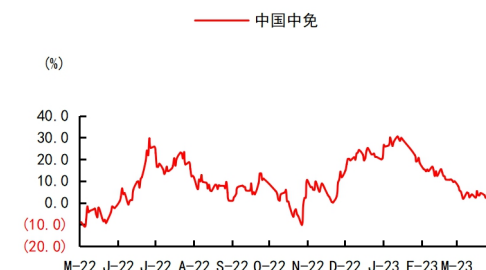
证券分析师：张鲁 010-88005377
 zhanglu5@guosen.com.cn
 S0980521120002

联系人：杨玉莹 0755-81982942
 yangyuying@guosen.com.cn

基础数据

投资评级 买入(维持)
 合理估值
 收盘价 187.47 元
 总市值/流通市值 387849/387849 百万元
 52 周最高价/最低价 239.99/153.59 元
 近 3 个月日均成交额 2216.68 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中免 (601888.SH) - 参股中服加码市内免税布局，期待新政策新机遇》——2023-03-15

《中国中免 (601888.SH) - 2022 年业绩筑底，期待市内免税新政策新成长》——2023-02-06

《中国中免 (601888.SH) - 上海机场参股日上助力合作共赢，期待市内免税新机遇》——2023-01-16

《中国中免 (601888.SH) - 第三季度海南疫情承压，新旗舰项目开启未来新格局》——2022-10-29

《中国中免 (601888.SH) - 线上化战略对冲疫情影响 港股上市开启新篇章》——2022-08-31

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	92,588	127,021	155,975
(+/-%)	28.7%	-19.6%	70.1%	37.2%	22.8%
净利润(百万元)	9654	5030	11611	15924	20150
(+/-%)	57.2%	-47.9%	130.8%	37.1%	26.5%
每股收益(元)	4.94	2.58	5.61	7.70	9.74
EBIT Margin	21.9%	14.7%	16.9%	16.3%	16.7%
净资产收益率 (ROE)	32.6%	10.4%	20.1%	23.5%	25.1%
市盈率 (PE)	37.9	72.76	33.40	24.36	19.25
EV/EBITDA	25.6	46.9	25.5	19.6	15.7
市净率 (PB)	12.4	7.5	6.7	5.7	4.8

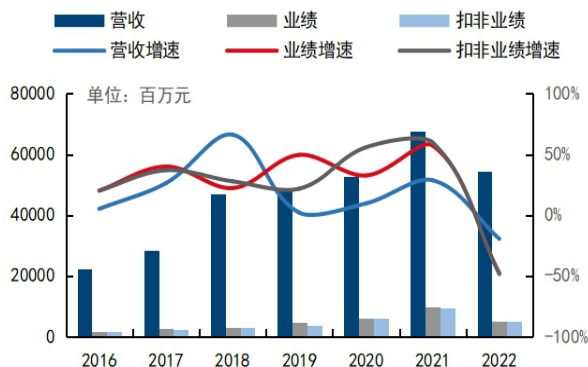
资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2022 年业绩承压，与此前业绩快报一致。2022 年，公司实现营收 544.33 亿元/-19.57%，实现归母净利润 50.30 亿元/-47.89%，实现扣非后归母净利润 49.02 亿元/-48.59%，EPS2.53 元，与业绩快报基本一致。若剔除去年租金减让及海南所得税优惠返还影响，公司全年归母净利润下滑估算仍超 40%，仍然承压。

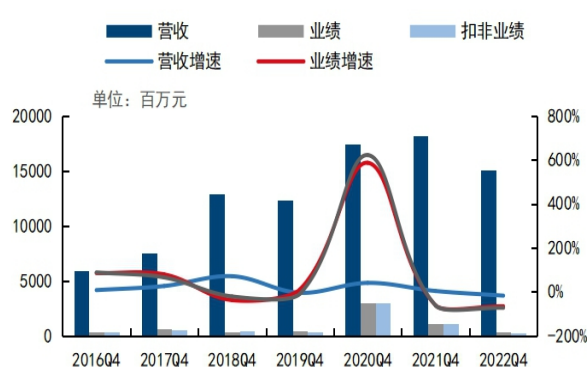
2022Q4，公司实现收入 150.68 亿元/-17.10%，归母净利润 4.02 亿元/-65.40%，扣非净利润 3.18 亿元/-72.20%，拖累显著。

图1：中国中免营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：中国中免单季营业收入及增速（单位：百万元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

疫情线下免税受制，线上有税竞争下盈利承压，拖累公司经营表现。2022 年，公司免税收入 260.32 亿元/-39.37%，占比 48%，毛利率 39.41%/+1.59pct；有税收入 279.73 亿元/+16.53%，占比 51%，毛利率 17.42%/-7.17pct。免税毛利率略有改善，但疫情反复下有税的占比首次超过免税，而有税业务在全市场激烈竞争下（包括韩国免税批发等影响），盈利承压，拖累整体零售毛利率下降 5.06pct 至 28.02%。其中下半年公司有税业务占比约 63%，拖累尤其显著。

图3：公司有税和免税业务变化趋势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：2022 年三亚免税店销售承压明显



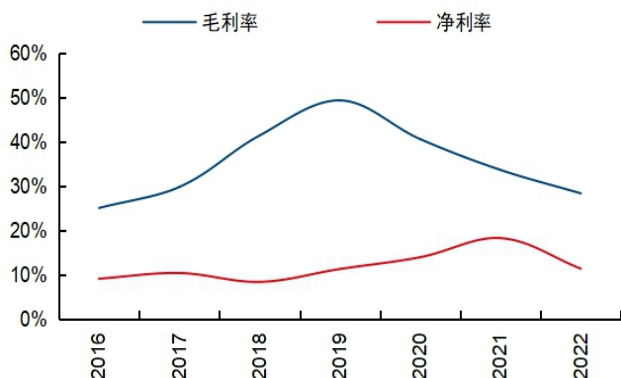
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

分业务来看，海南承压，日上直邮增收不增利。公司三亚免税店 2022 年实现收入 302.44 亿元/-14.83%，净利润 25.55 亿元/-38.70%；海口免税实现收入 56.38 亿元/-64.68%，实现归母业绩 3.46 亿元/-56.31%；日上上海实现收入 141.45 亿元/+13.24%，归母业绩 6.29 亿元/-8.79%。此外，新海港 2022 年 10 月开业估算贡献收入 10 亿上下，但因疫情和开业爬坡期影响预计亏损拖累。同时，2022 年，

广州机场等租金减免税前约 16 亿元带来正贡献。

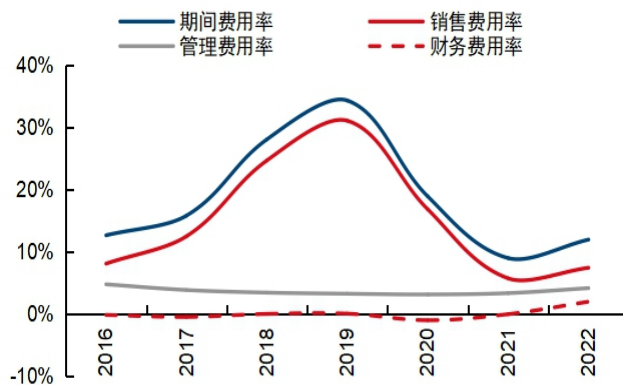
2022 年，公司期间费用率提升 2.98pct，其中销售/管理/财务费率 +1.70/+0.81/+0.46pct，销售和管理费率增加，核心是收入承压下部分费用相对刚性，同时新海港开业影响，财务费率上升核心在于汇兑损失 1.90 亿元（2021 年汇兑收益 2.83 亿元），其中下半年汇兑收益 2.82 亿元。同时，2022 年确认资产减值损失 5.91 亿元，同增 18.39%（期末存货增长 41%），也有一定业务拖累。

图5：公司毛利率和净利率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：中国中免期间费率变化



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

展望 2023 年，短期出境游分流影响需跟踪验证，但公司已今非昔比，期待市内免税新政催化。一是国人离境内免税店政策仍有期待，Q2 出境游恢复加速有望催化。公司通过参股中服、原有 6 家市内免税门店布局及与部分重点城市的战略合作，未来有望全国范围内受益市内免税新政。二是在海南，公司持续全方位布局（新海港国际免税城 2022 年 10 月正式开业，吸引品牌 800+、同时海棠湾一期 2 号地及三期等未来仍有期待，其中海棠湾一期 2 号地预计今年 Q4 有望推出），未来顶奢布局也不排除进一步落地，海南旅游零售在亚太旅游零售中的竞争地位仍强化，我们仍然认为海南免税中线成长值得期待。短期市场主要观望出境游未来分流可能影响，但过去三年，公司成长为全球旅游零售第一，在供应链（品牌合作 1300+）、渠道能力已取得质的飞跃（线下机场、市内等 200 多个门店全渠道覆盖，会员 2600 万人），国际影响力已今非昔比。并且，2022 年，公司成功赴港融资为公司后续国内外扩张奠定了有利的资金支持。在出行全面放开，公司线下免税优势业务全面重启之时，叠加央企考核全面强化，公司中线成长仍有期待。

投资建议：维持买入评级。预计公司 2023-2025 年 EPS5.61/7.70/9.74 元（23-24 年较此前下调，此前为 23-24 年为 5.82/8.00 元），相应归母业绩 116.11/159.24/201.50 亿元，对应 PE33/24/19X。短期出境游分流影响尚需进一步观察，但公司全球免税地位已跃升为 No.1，且离境内店政策预期强化也有望对冲悲观情绪，公司已构筑“机场/口岸+离岛+线上+出入境市内”全维度的渠道优势，维持“买入”。

风险提示：政策风险，大规模传染疫情风险，新进入者竞争加剧等市场风险，机场租金协议不确定，汇率大幅贬值风险，新项目开业进度或开业经营可能低于预期；出境游分流及竞争加剧等

表1: 可比公司盈利预测及估值表

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
601888.SH	中国中免	187.47	3878.49	4.67	2.58	5.61	7.70	40.2	72.7	33.4	24.3	买入
600859.SH	王府井	25.26	286.71	1.18	0.71	0.98	1.24	21.4	35.5	25.7	20.3	买入

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理预测

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	16856	26892	40120	48847	56150	营业收入	67676	54433	92588	127021	155975
应收款项	944	1012	1776	2192	2521	营业成本	44882	38982	60969	81921	100136
存货净额	19725	27926	30082	35749	42767	营业税金及附加	1839	1215	2500	3176	3587
其他流动资产	1017	1375	1389	1270	1560	销售费用	3861	4032	10134	16780	20745
流动资产合计	38542	57205	73366	88059	102998	管理费用	2250	2209	3350	4455	5401
固定资产	4733	7286	8763	9561	9977	财务费用	(43)	220	311	(179)	(315)
无形资产及其他	2401	2458	2361	2263	2166	投资收益	162	162	130	150	180
投资性房地产	8806	6988	6988	6988	6988	资产减值及公允价值变动	499	591	0	0	0
长期股权投资	992	1970	3970	4970	5220	其他收入	(742)	(908)	0	0	0
资产总计	55474	75908	95448	111841	127349	营业利润	14804	7619	15454	21019	26600
短期借款及交易性金融负债	1957	2608	2500	1500	1000	营业外净收支	(3)	(3)	50	50	30
应付款项	5880	7679	8251	10609	11254	利润总额	14801	7617	15504	21069	26630
其他流动负债	9299	7194	15225	18958	20599	所得税费用	2437	1429	2713	3645	4660
流动负债合计	17136	17480	25976	31067	32853	少数股东损益	2711	1158	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	0	2509	2509	2509	2509	归属于母公司净利润	9654	5030	11611	15924	20150
其他长期负债	3546	1791	2791	3291	3391						
长期负债合计	3546	4300	5300	5800	5900	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	20682	21780	31276	36867	38753	净利润	9654	5030	11611	15924	20150
少数股东权益	5173	5554	6309	7239	8368	资产减值准备	(410)	92	296	89	57
股东权益	29619	48573	57862	67735	80228	折旧摊销	236	267	826	1011	1125
负债和股东权益总计	55474	75908	95448	111841	127349	公允价值变动损失	(499)	(591)	0	0	0
						财务费用	(43)	220	311	(179)	(315)
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(6349)	(8780)	6967	714	(5192)
每股收益	4.94	2.58	5.61	7.70	9.74	其它	2157	220	459	841	1071
每股红利	1.76	1.88	1.12	2.92	3.70	经营活动现金流	4789	(3762)	20159	18579	17211
每股净资产	15.17	24.88	27.97	32.74	38.78	资本开支	0	(3449)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	40%	14%	28%	45%	49%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	33%	10%	20%	24%	25%	投资活动现金流	(200)	(4428)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	34%	28%	34%	36%	36%	权益性融资	(196)	16121	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	17%	16%	17%	负债净变化	0	2509	0	0	0
EBITDA Margin	22%	15%	18%	17%	17%	支付股利、利息	(3431)	(3676)	(2322)	(6051)	(7657)
收入增长	29%	-20%	70%	37%	23%	其它融资现金流	4620	4439	(108)	(1000)	(500)
净利润增长率	57%	-48%	131%	37%	27%	融资活动现金流	(2438)	18225	(2430)	(7051)	(8157)
资产负债率	47%	36%	39%	39%	37%	现金净变动	2150	10036	13228	8727	7304
息率	0.9%	1.0%	0.6%	1.7%	2.1%	货币资金的期初余额	14706	16856	26892	40120	48847
P/E	37.9	72.8	33.4	24.4	19.2	货币资金的期末余额	16856	26892	40120	48847	56150
P/B	12.4	7.5	6.7	5.7	4.8	企业自由现金流	6286	(5468)	18191	17034	15969
EV/EBITDA	25.6	46.9	25.5	19.6	15.7	权益自由现金流	10906	1480	17827	16183	15729

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032