

中国中免 (601888.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

22 业绩筑底，23 增势可期

业绩简评

公司 3.30 发布 2022 年报，全年实现营收 544.3 亿元 (-19.6%)，实现归母净利 50.3 亿元 (-47.9%)，实现扣非净利 49.0 亿元 (-48.6%)。其中 Q4 实现营收 150.7 亿元 (-17.1%)，实现归母净利 4.0 亿元 (-65.4%)，与此前业绩快报披露基本一致。

经营分析

离岛免税承压，线上发力冲淡疫情影响：22 年三亚市内免税店/海免公司/日上上海实现营收 302.4/56.4/141.5 亿元，同比 -14.8%/-64.7%/+13.2%；实现归母净利 25.6/3.5/6.3 亿元，同比 -38.7%/-56.4%/-8.8%；疫情冲击下 22 年离岛免税销售额/购物人次分别下滑 30%/37%至 349 亿元/422 万人，但人均消费仍提升 12%至 8262 元；公司重点发力线上，年末会员购人数超 2600 万人。

毛利率、净利率有所承压：22 年公司毛利率为 28.39% (-2.8Pct)，其中 Q4 毛利率同比/环比分别下滑 5.5/3.7Pct 至 20.98%，主要受线上有税商品折扣加深拖累。22 年公司归母净利率为 9.24% (-5Pct)，主要系销售大幅放缓背景下存货减值计提 (+18.4%)、海口国际免税城开业等费用刚性，其中 Q4 归母净利率为 2.67%，同比/环比分别降 3.7/3.2Pct。

库存上升，经营性净现金流阶段性承压：至 22 年末公司存货余额为 279.26 亿元 (+41.6%)，主要系海南地区加强备货以应对旺季需求增长。期间经营性净现金流同比下滑 141%至 -34.2 亿元，主要系销售承压；投资性活动净额减少 14.9 亿元至 -38.1 亿元，主要系公司支付海口免税城项目款项及新设合营公司投资支出。

展望：标杆项目落地贡献增量，前瞻布局市内巩固龙头优势。23 年以来离岛免税如期恢复，春节期间全岛离岛销售额同比 22/19 年分别+21%/329%，其中海口/三亚同比 19 年分别增 587%/259%，客流回暖叠加海口免税城经营稳健爬坡带动增长。全年来看，海棠湾一期 2 号地、凤凰机场免税三期开业有望为离岛业务贡献增量；且公司拟收购中服 49%股权以完善市内店布局，政策放开促进公司规模进一步增长，龙头优势稳固。

盈利预测、估值与评级

坚定看好公司在渠道/运营/供应链方面优势，随海南标杆项目落地、布局市内有望带动份额提升。预计 2023~25 年公司归母净利为 128.39/177.45/246.27 亿元，当前股价对应 30/22/16 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示

新项目经营不及预期，竞争加剧。

纺织服装组

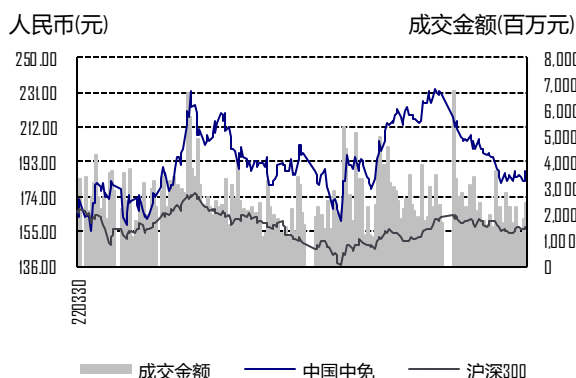
分析师：杨欣 (执业 S1130522080010)

yangxin1@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：187.47 元

相关报告：

- 1.《中国中免公司点评：收购中服 49%股权，协同赋能共享市内扩容红利...》，2023.3.16
- 2.《底部已现，成长可期-中国中免 22 三季报点评》，2022.10.29
- 3.《三亚免税城再扩容，龙头优势持续巩固-中国中免事件点评》，2022.10.25



公司基本情况 (人民币)

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	99,872	135,057	185,177
营业收入增长率	28.67%	-19.57%	83.48%	35.23%	37.11%
归母净利润(百万元)	9,654	5,030	12,839	17,745	24,627
归母净利润增长率	57.23%	-47.89%	155.23%	38.21%	38.78%
摊薄每股收益(元)	4.944	2.431	6.246	8.633	11.981
每股经营性现金流净额	4.27	-1.65	8.83	7.35	10.50
ROE(归属母公司)(摊薄)	32.59%	10.36%	22.42%	26.59%	30.39%
P/E	44.38	88.85	30.01	21.72	15.65
P/B	14.46	9.20	6.73	5.77	4.76

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	52,597	67,676	54,433	99,872	135,057	185,177
增长率		28.7%	-19.6%	83.5%	35.2%	37.1%
主营业务成本	-31,221	-44,882	-38,982	-66,115	-88,057	-119,624
%销售收入	59.4%	66.3%	71.6%	66.2%	65.2%	64.6%
毛利	21,376	22,793	15,451	33,757	47,000	65,552
%销售收入	40.6%	33.7%	28.4%	33.8%	34.8%	35.4%
营业税金及附加	-1,083	-1,839	-1,215	-2,197	-2,971	-4,074
%销售收入	2.1%	2.7%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%
销售费用	-8,847	-3,861	-4,032	-10,986	-15,396	-21,851
%销售收入	16.8%	5.7%	7.4%	11.0%	11.4%	11.8%
管理费用	-1,637	-2,250	-2,209	-3,995	-6,078	-8,703
%销售收入	3.1%	3.3%	4.1%	4.0%	4.5%	4.7%
研发费用	0	0	-39	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	9,809	14,843	7,956	16,579	22,555	30,924
%销售收入	18.6%	21.9%	14.6%	16.6%	16.7%	16.7%
财务费用	545	43	-220	227	274	282
%销售收入	-1.0%	-0.1%	0.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失	-891	-522	-584	-300	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	16	162	162	90	45	66
%税前利润	0.2%	1.1%	2.1%	0.5%	0.2%	0.2%
营业利润	9,694	14,804	7,619	16,596	22,873	31,273
营业利润率	18.4%	21.9%	14.0%	16.6%	16.9%	16.9%
营业外收支	-22	-3	-3	15	10	16
税前利润	9,672	14,801	7,617	16,611	22,883	31,289
利润率	18.4%	21.9%	14.0%	16.6%	16.9%	16.9%
所得税	-2,335	-2,437	-1,429	-2,492	-3,432	-4,693
所得税率	24.1%	16.5%	18.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	7,337	12,365	6,188	14,119	19,451	26,596
少数股东损益	1,197	2,711	1,158	1,280	1,705	1,969
归属于母公司的净利润	6,140	9,654	5,030	12,839	17,745	24,627
净利率	11.7%	14.3%	9.2%	12.9%	13.1%	13.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	7,337	12,365	6,188	14,119	19,451	26,596
少数股东损益	1,197	2,711	1,158	1,280	1,705	1,969
非现金支出	1,406	2,044	2,021	1,352	1,202	1,385
非经营收益	-741	414	11	-373	731	122
营运资金变动	200	-6,494	-11,636	3,174	-6,181	-6,388
经营活动现金净流	8,202	8,329	-3,415	18,273	15,202	21,715
资本开支	-1,233	-2,153	-2,991	-1,763	-3,050	-3,064
投资	-2,607	-188	-875	-85	-136	-160
其他	26	24	59	90	45	66
投资活动现金净流	-3,814	-2,318	-3,807	-1,758	-3,141	-3,158
股权募资	39	51	16,121	0	0	0
债权募资	255	0	4,010	-1,939	-104	31
其他	-1,677	-3,868	-4,676	-4,498	-8,585	-10,674
筹资活动现金净流	-1,383	-3,817	15,455	-6,438	-8,689	-10,643
现金净流量	2,675	1,998	9,106	10,077	3,373	7,914

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	14,706	16,856	26,892	36,691	39,747	47,298
应收款项	995	946	1,014	2,052	2,775	3,805
存货	14,733	19,725	27,926	28,982	38,600	52,438
其他流动资产	537	1,015	1,374	1,822	2,613	3,491
流动资产	30,971	38,542	57,205	69,547	83,736	107,031
%总资产	73.9%	69.5%	75.4%	77.4%	78.9%	81.0%
长期投资	2,072	2,189	3,357	3,442	3,578	3,738
固定资产	2,824	4,733	7,286	8,380	10,348	12,160
%总资产	6.7%	8.5%	9.6%	9.3%	9.7%	9.2%
无形资产	3,989	4,036	4,384	4,403	4,432	4,479
非流动资产	10,948	16,932	18,702	20,293	22,410	25,091
%总资产	26.1%	30.5%	24.6%	22.6%	21.1%	19.0%
资产总计	41,919	55,474	75,908	89,840	106,146	132,122
短期借款	417	1,957	2,608	672	568	599
应付款项	10,248	8,655	10,133	14,544	18,302	24,987
其他流动负债	4,995	6,524	4,740	6,047	7,240	9,911
流动负债	15,661	17,136	17,480	21,263	26,110	35,497
长期贷款	0	0	2,509	2,509	2,509	2,509
其他长期负债	79	3,546	1,791	1,959	2,243	2,580
负债	15,741	20,682	21,780	25,731	30,862	40,586
普通股股东权益	22,308	29,619	48,573	57,275	66,745	81,027
其中：股本	1,952	1,952	2,069	2,069	2,069	2,069
未分配利润	17,648	25,347	27,448	36,150	45,620	59,902
少数股东权益	3,871	5,173	5,554	6,834	8,540	10,509
负债股东权益合计	41,919	55,474	75,908	89,840	106,146	132,122

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.145	4.944	2.431	6.246	8.633	11.981
每股净资产	11.425	15.170	23.478	27.864	32.472	39.420
每股经营现金净流	4.201	4.266	-1.651	8.832	7.348	10.496
每股股利	0.550	0.720	1.000	2.000	4.000	5.000
回报率						
净资产收益率	27.52%	32.59%	10.36%	22.42%	26.59%	30.39%
总资产收益率	14.65%	17.40%	6.63%	14.29%	16.72%	18.64%
投入资本收益率	27.90%	33.69%	10.90%	20.94%	24.47%	27.77%
增长率						
主营业务收入增长率	9.65%	28.67%	-19.57%	83.48%	35.23%	37.11%
EBIT 增长率	51.65%	51.32%	-46.40%	108.39%	36.04%	37.11%
净利润增长率	32.64%	57.23%	-47.89%	155.23%	38.21%	38.78%
总资产增长率	36.60%	32.33%	36.84%	18.35%	18.15%	24.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	3.2	0.6	0.9	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	133.2	140.1	223.1	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	46.0	41.5	63.4	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	11.0	9.9	36.4	20.6	16.2	12.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-54.58%	-42.82%	-40.23%	-52.27%	-48.71%	-48.28%
EBIT 利息保障倍数	-18.0	-349.1	36.1	-72.9	-82.4	-109.5
资产负债率	37.55%	37.28%	28.69%	28.64%	29.07%	30.72%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-06	买入	198.90	277.00~277.00
2	2022-08-19	买入	188.62	N/A
3	2022-08-31	买入	190.40	N/A
4	2022-09-21	买入	194.23	N/A
5	2022-10-25	买入	167.00	N/A
6	2022-10-29	买入	167.45	N/A
7	2023-03-16	买入	182.95	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建国门内大街 26 号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号	新闻大厦 8 层南侧	地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号
紫竹国际大厦 7 楼		嘉里建设广场 T3-2402