

中国中免（601888）：22年受疫情扰动业绩筑底，23年增长可期

2023年3月31日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

事件：中国中免发布 2022 年财报，公司实现营业收入 544.3 亿元，同比-19.57%；归母净利润 50.3 亿元，同比-47.9%。其中 Q4 实现营收 150.68 亿元，同比-17.10%；归母净利润 4.02 亿元，同比-65.40%。

离岛免税受疫情扰动较大，公司全年营收表现较弱。2022 年多次疫情反复影响了居民出行需求的释放，离岛免税销售表现较弱。22 年海南省接待游客 6004 万人次，同比-25.9%，旅客吞吐量仅为 19 年的 53.34%。22 年离岛免税店总销售额 487.1 亿元，同比-19%，其中免税销售额 348.99 亿元，同比-29.45%。公司海南业务全年实现营收 365 亿元，其中海棠湾店营收 302.4 亿元，归母净利润 25.5 亿元；海免公司营收 56.4 亿元，归母净利润 3.4 亿元，公司在离岛免税市场的市占率约 75%。随着疫情影响消退，海南省客流有望快速恢复，公司目前在海南已布局 7 家门店，22 年 10 月开业的新海港店逐渐爬坡，海棠湾一期 2 号地有望于 23 年开业，且公司在 23 年经营计划中明确提出夯实“深耕海南”战略，离岛免税渠道有望实现稳健增长。

出境游的恢复将拉动口岸渠道复苏，23 年市内店政策落地可期。22 年口岸免税销售额仍维持在较低水平，日上上海营收 141.4 亿元，归母净利润 6.3 亿元。2022 年我国出入境 1.157 亿人次，仅为 2019 年的 17.3%，出境游尚有巨大修复空间。3 月 10 日试点恢复出境团队游国家增加至 60 个，3 月 26 日中国民航开始执行 2023 年夏秋航季航班计划，增班 35 条国际及地区航线，出境游的逐步恢复将带动口岸免税渠道的复苏。公司占据核心优质口岸资源，且 22 年中标了杭州萧山机场、成都双流机场等多个免税经营权，将充分受益于口岸免税渠道的复苏。我们认为，随着出境游的逐步恢复，市内免税政策有望于 23 年落地，带来整个免税市场的扩容。公司收购中出服务 49% 股权，中出服拥有入境市内免税牌照，且拥有 12 家市内免税店，本次投资有望完善中免在市内免税渠道的布局，市内免税的竞争格局或持续优化。

疫情影响下毛利率下降带来盈利能力减弱，23 年有望恢复常态化水平。公司全年毛利率 28.02%，同比-5.06pct。分品类看，免税商品毛利率同比+1.59pct，有税商品毛利率同比-7.17pct，疫情影响线下销售，线上有税销售折扣力度较大带来毛利率降低，叠加低毛利率的有税销售占比提高，共同带来全年毛利率的下降。销售费用率和管理费用率分别同比+1.7pct 和 0.95pct，较为稳定。随着疫情影响的消退，公司对线上平台和有税销售的依赖度将降低，毛利率有望恢复至常态化水平，公司净利率有较大提升空间。

短期业绩复苏可期，中长期看好消费回流和海外市场拓展。公司披露 23 年经营计划，全面推进离岛、机场和市内免税各个渠道的铺建，并提升包括采购招商、运营管理、供应链管理在内的核心能力，公司有望充分受益于行业复苏实现较高业绩增长。中长期看，吸引免税回流的长期逻辑不变，看好免税赛道的高景气，中国中免作为行业龙头的市场地位持续巩固，同时拓展海外市场目标清晰，未来成长可期。

盈利预测：公司作为全渠道布局的行业空头，将充分受益于短期的行业复苏和中长期的高景气增长。预计公司 23-25 年归母净利润为 119.7、167.9 和 209.2 亿元，EPS 为 5.8、8.1 和 10.1 元。对应 23-25 年 PE 为 32、23 和 19 倍，维持“强烈推荐”评级。

公司简介：

中国中免为目前国内免税零售龙头，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	232.8-156.11
总市值 (亿元)	3,878.49
流通市值 (亿元)	3,660.31
总股本/流通 A 股 (万股)	206,886/195,248
流通 B 股/H 股 (万股)	-/11,638
52 周日均换手率	1.39

52 周股价走势图



资料来源：恒生聚源、同花顺，东兴证券研究所

分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

分析师：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480522090004

风险提示：超预期政策，离岛免税竞争加剧，市内店政策落地不及预期。

财务指标预测

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,675.52	54,432.85	91,412.89	124,043.20	153,260.46
增长率(%)	28.67%	-19.57%	67.94%	35.70%	23.55%
归母净利润(百万元)	9,653.74	5,030.38	11,967.85	16,789.75	20,916.64
增长率(%)	68.54%	-49.95%	149.96%	37.96%	23.60%
净资产收益率(%)	32.59%	10.36%	19.41%	21.33%	20.98%
每股收益(元)	4.94	2.53	5.78	8.12	10.11
PE	37.92	74.17	32.41	23.10	18.54
PB	12.36	7.98	6.29	4.93	3.89

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
流动资产合计	38542	57205	71902	95817	123976	营业收入	67676	54433	91413	124043	153260		
货币资金	16856	26892	44797	58156	77136	营业成本	44882	38982	58876	79947	98812		
应收账款	106	151	1753	2379	2939	营业税金及附加	1839	1215	2263	2920	3701		
其他应收款	838	861	1446	1962	2424	营业费用	3861	4032	7313	9923	12261		
预付款项	348	398	-191	-990	-1978	管理费用	2250	2209	3657	4962	6130		
存货	19725	27926	19357	26284	32486	财务费用	-43	220	70	-170	-319		
其他流动资产	667	975	4673	7937	10858	研发费用	0	39	47	56	67		
非流动资产合计	16932	18702	17452	16794	16128	资产减值损失	498.93	590.69	598.72	594.70	596.71		
长期股权投资	992	1970	1970	1970	1970	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1843	5434	5912	5906	5654	投资净收益	162.33	162.49	162.41	162.45	162.43		
无形资产	2401	2458	2361	2269	2183	加:其他收益	277.71	296.14	286.92	291.53	289.23		
其他非流动资产	570	570	0	0	0	营业利润	14804	7619	19041	26269	32469		
资产总计	55474	75908	89353	112610	140104	营业外收入	17.10	12.59	12.59	12.59	12.59		
流动负债合计	17136	17480	14994	16640	17692	营业外支出	20.16	15.12	15.12	15.12	15.12		
短期借款	411	1932	0	0	0	利润总额	14801	7617	19039	26266	32466		
应付账款	5880	7660	8065	10952	13536	所得税	2437	1429	3571	4927	6090		
预收款项	9	13	-901	-2141	-3674	净利润	12365	6188	15468	21340	26377		
一年内到期的非流动负债	1545	675	675	675	675	少数股东损益	2711	1158	3500	4550	5460		
非流动负债合计	3546	4300	4251	4251	4251	归属母公司净利润	9654	5030	11968	16790	20917		
长期借款	0	2509	2509	2509	2509	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		
负债合计	20682	21780	19245	20891	21943	成长能力							
少数股东权益	5173	5554	9054	13604	19064	营业收入增长	28.67%	-19.57%	67.94%	35.70%	23.55%		
实收资本(或股本)	1952	2069	2069	2069	2069	营业利润增长	52.72%	-48.53%	149.91%	37.96%	23.60%		
资本公积	1870	17486	17486	17486	17486	归属于母公司净利润增长	57.23%	-47.89%	137.91%	40.29%	24.58%		
未分配利润	25347	27448	38100	53043	71659	获利能力							
归属母公司股东权益合计	29619	48573	61646	78707	99689	毛利率(%)	33.68%	28.39%	35.59%	35.55%	35.53%		
负债和所有者权益	55474	75908	89353	112610	140104	净利率(%)	18.27%	11.37%	16.92%	17.20%	17.21%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)	17.40%	6.63%	13.39%	14.91%	14.93%	
	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	ROE(%)	32.59%	10.36%	19.41%	21.33%	20.98%		
经营活动现金流	8329	-3415	19365	13507	19187	偿债能力							
净利润	12365	6188	15468	21340	26377	资产负债率(%)	37%	29%	22%	19%	16%		
折旧摊销	479.75	571.97	785.50	814.98	822.84	流动比率	2.25	3.27	4.80	5.76	7.01		
财务费用	-43	220	70	-170	-319	速动比率	1.10	1.67	3.50	4.18	5.17		
应收帐款减少	23	-45	-1602	-626	-560	营运能力							
预收帐款增加	3	4	-914	-1240	-1533	总资产周转率	1.39	0.83	1.11	1.23	1.21		
投资活动现金流	-2318	-3807	1141	522	520	应收账款周转率	577	423	96	60	58		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.26	8.04	11.63	13.05	12.52		
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	162	162	162	162	162	每股收益(最新摊薄)	4.94	2.53	5.78	8.12	10.11		
筹资活动现金流	-3817	15455	-2601	-669	-727	每股净现金流(最新摊薄)	1.12	3.98	8.65	6.46	9.17		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.17	23.48	29.80	38.04	48.19		
长期借款增加	0	2509	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	116	0	0	0	P/E	37.92	74.17	32.41	23.10	18.54		
资本公积增加	-112	15616	0	0	0	P/B	12.36	7.98	6.29	4.93	3.89		
现金净增加额	2194	8233	17905	13359	18980	EV/EBITDA	23.41	45.16	16.44	12.43	9.56		

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：疫情影响下经营韧性强，盈利能力边际改善	2022-08-31
公司普通报告	中国中免（601888）2022年半年度业绩快报点评：疫情影响下经营韧性强，盈利能力边际改善	2022-07-28
公司普通报告	中国中免（601888）：赴港IPO重启拓展海外市场，巩固免税龙头地位	2022-07-02
行业普通报告	东兴证券时尚&轻工周观点：化妆品大促催化来临，家居消费趋势良好	2023-02-27
行业普通报告	社会服务行业：疫情管控边际宽松，出行市场复苏可期	2022-06-30

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

刘田田

对外经济贸易大学金融硕士, 2019 年 1 月加入东兴证券研究所, 现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2 年买方经验, 覆盖大消费行业研究, 具备买方研究思维。

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、黄金珠宝、电商、传统零售等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526