

经营低点已过，当前为布局公司高质量增长的重要窗口期

核心观点：

事件：

2022 年，公司实现营收 544.3 亿元/同比-9.6%，毛利率 28.4%/同比-5.3pct，实现归母净利润 50.3 亿元/同比-47.9%。其中，4Q22 公司实现营收 150.7 亿元/同比-17.1%，毛利率 21.0%/同比-5.5pct，实现归母净利 4.0 亿元/同比-65.4%。

● 疫情、新项目开业致经营承压

受 2022 年全年疫情反复影响，公司线下门店经营、主要客源地在不同时段均受影响，导致公司全年收入、利润波动较大。2022 年归母净利率同比下降 5.02pcts 至 9.2%：(1) 线上会员购收入占比提升，推动公司 2022 年有税收入占比 51.4%/同比+16pct；(2) 虽然 2022 年公司折扣率有所回升，但受有税商品收入占比增加，公司整体毛利率下降 5.1pct 至 28%；(3) 新海港项目开业带来开办费大幅增长，叠加 Q4 客流受疫情影响，以及部分主力品牌门店尚未开业，预计仍处于亏损状态；(4) 公司持续加大商品采购，导致年末存货余额同比增长 41.6%，全年存货计提减值 5.9 亿/同比+18%。

● 重点关注供给侧因素改善，未来成长看点仍多

从海关披露数据看，Q1 海南免税销售数据表现低于市场预期，引发市场对海南未来增长空间担忧。我们认为，Q1 海南免税销售相对海南市场旅游客流增长失色，主要原因更多在于需求超预期恢复后的采购端备货不足，而非消费力的缺失，否则这不足以解释海南旅游旺季期间的高物价与市场旅游需求井喷共存的现象。我们参考行业及公司过往订货周期，预计香化、精品（手表、珠宝等）的供应全面恢复或需 2-6 月，但考虑公司目前与供应商的合作更加紧密，整体时间或好于我们预期。

整体而言，我们认为 2023 年是公司经营重拾上升的重要时间窗口：(1) 中国免税业的政策将进一步得到放宽，国人市内免税政策今年落地概率提升；

(2) 公司竞争优势进一步提升，与上海机场、中出服等行业上下游企业的利益进一步绑定、与太古里合作超高端旅游零售项目、品牌；(3) 海口国际免税城、三亚项目扩容等新产能提供新的增长动能；(4) 线下销售占比、精品销售占比回升驱动毛利率提升；(5) 海外柬埔寨项目等外延式增长。

● 盈利预测与投资建议

预计公司 2023-25 年归母净利润各为 124、157、196 亿元，对应 PE 各为 31X、25X、20X。公司已度过经营最困难时点，叠加未来增量政策、项目催化仍多，维持“推荐”评级

风险提示：新项目销售进展低于预期；市内店政策进展低于进展；货品供应恢复进度低于预期。

中国中免(601888)

推荐(维持)

分析师

顾熹阔

☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

市场数据

2023-03-29

A 股收盘价(元)	182.54
股票代码	601888
A 股一年内最高价(元)	232.93
A 股一年内最低价(元)	156.11
上证指数	3,261.25
市盈率	00000.00
总股本(万股)	206,886
实际流通 A 股(万股)	195,248
流通 A 股市值(亿元)	3,564

相对沪深 300 表现图



资料来源：中国银河证券研究院

相关研究

公司跟踪_中国中免(601888.SH): Q3 基本面拐点确立，盈利改善+产能扩张有望释放成长动力
公司跟踪_中国中免(601888.SH): 乘风上扬，精耕海南离岛免税、完善优化布局

主要财务指标

	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	54432.85	92166.03	116917.10	130153.53
收入增长率%	-19.57	69.32	26.85	11.32
归母净利润(百万元)	5030.38	12416.27	15664.77	19631.74
利润增速	-47.89	146.83	26.16	25.32
毛利率	28.39	37.00	38.00	40.00
摊薄 EPS(元)	2.43	6.00	7.57	9.49
PE	77.10	31.24	24.76	19.76
PB	7.98	6.36	5.06	4.03
PS	7.13	4.21	3.32	2.98

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

公司财务预测表

资产负债表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元) 2022				2023E	2024E	2025E			
流动资产	57205.48	81928.96	108032.40	135114.43	营业收入	54432.85	92166.03	116917.10	130153.53	营业成本	38981.84	58064.60	72488.60	78092.12		
现金	26891.70	64249.42	72314.25	107031.26	营业税金及附加	1215.24	2396.32	3039.84	3383.99	营业费用	4032.03	8294.94	11691.71	13015.35		
应收账款	151.30	264.11	230.92	353.38	管理费用	2209.18	2857.15	4325.93	4164.91	财务费用	220.28	0.00	0.00	0.00		
其它应收款	862.36	1417.77	1747.78	1856.62	资产减值损失	-590.69	-1105.99	-584.59	-390.46	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00		
预付账款	398.17	506.22	644.80	724.37	投资净收益	162.49	92.17	93.53	104.12	营业利润	7619.45	19907.86	25113.79	31471.12		
存货	27926.48	14515.98	32119.18	24173.33	营业外收入	12.59	10.00	10.00	10.00	营业外支出	15.12	20.00	20.00	20.00		
其他	975.47	975.47	975.47	975.47	利润总额	7616.92	19897.86	25103.79	31461.12	所得税	1428.67	3979.57	5020.76	6292.22		
非流动资产	18702.12	18702.12	18702.12	18702.12	净利润	6188.25	15918.29	20083.03	25168.90	少数股东损益	1157.87	3502.02	4418.27	5537.16		
长期投资	1970.10	1970.10	1970.10	1970.10	归属母公司净利润	5030.38	12416.27	15664.77	19631.74	EBITDA	9105.45	20921.69	25604.84	31757.46		
固定资产	5434.01	5434.01	5434.01	5434.01	EPS (元)	2.43	6.00	7.57	9.49	主要财务比率						
无形资产	2458.04	2458.04	2458.04	2458.04					营业收入	-19.57%	69.32%	26.85%	11.32%			
其他	8839.98	8839.98	8839.98	8839.98					营业利润	-48.53%	161.28%	26.15%	25.31%			
资产总计	75907.60	100631.08	126734.52	153816.55					归属母公司净利润	-47.89%	146.83%	26.16%	25.32%			
流动负债	17480.32	26285.51	32305.92	34219.05					毛利率	28.39%	37.00%	38.00%	40.00%			
短期借款	1932.23	2689.66	3447.10	4459.02					净利率	9.24%	13.47%	13.40%	15.08%			
应付账款	7659.78	8403.97	12168.19	11462.10					ROE	10.36%	20.36%	20.44%	20.39%			
其他	7888.31	15191.87	16690.64	18297.92					ROIC	10.22%	21.55%	20.80%	20.38%			
非流动负债	4299.87	4299.87	4299.87	4299.87					资产负债率	28.69%	30.39%	28.88%	25.04%			
长期借款	2508.98	2508.98	2508.98	2508.98					净负债比率	40.24%	43.66%	40.62%	33.41%			
其他	1790.89	1790.89	1790.89	1790.89					流动比率	3.27	3.12	3.34	3.95			
负债合计	21780.19	30585.38	36605.79	38518.91					速动比率	1.60	2.51	2.30	3.19			
少数股东权益	5554.01	9056.03	13474.30	19011.46					总资产周转率	0.72	0.92	0.92	0.85			
归属母公司股东权益	48573.40	60989.67	76654.43	96286.17					应收帐款周转率	359.77	348.96	506.30	368.31			
负债和股东权益	75907.60	100631.08	126734.52	153816.55					应付帐款周转率	7.11	10.97	9.61	11.36			
												每股收益	2.43	6.00	7.57	9.49
												每股经营现金	-1.65	17.65	3.49	16.25
												每股净资产	23.48	29.48	37.05	46.54
												P/E	77.10	31.24	24.76	19.76
												P/B	7.98	6.36	5.06	4.03
												EV/EBITDA	46.88	15.83	12.65	9.14
												P/S	7.13	4.21	3.32	2.98

数据来源: 公司数据 中国银河证券研究院

分析师简介及承诺

顾熹闻，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn