

中国中免(601888)

报告日期: 2023年03月30日

22Q4 归母净利润 4 亿元，2023 新开局值得期待

——中国中免点评报告

投资要点

- 中国中免发布 2022 年年度报告，2022 年公司实现营业收入 544 亿元，同比-19.57%，实现归母净利润 50 亿元，同比-47.89%。其中 22Q4 营业收入 150.9 亿元，同比下滑 17%，利润总额 9.6 亿元，同比下滑 31%，归母净利润 4.0 亿元，同比下滑 66%。
- 有税业务收入占比大幅提升导致总体毛利率水平下滑，免税毛利率同比提升
 - 2022 年 Q1-Q4 毛利率分别为 34%、34%、25%、21%，全年毛利率 28.4%，同比-5.29pct，创近年新低。
 - 分拆业务来看，免税业务收入同比-39%，有税业务收入同比+17%，有税业务占比提升至 51%，同比+16pct。毛利率方面，免税业务毛利率 39.4%，同比+1.59pct，有税业务毛利率 17.4%，同比-7.17pct（其中上海地区毛利率 22.9%，同比-8pct）。由此可见海南离岛免税线下（主要为免税业务）毛利率稳中有升，毛利率下降主要系有税业务（线上业务）折扣加大及销售占比提升所致。
 - 三亚市内店、日上上海、海免 2022 年销售收入分别为 302 亿、141 亿、56 亿。营业利润率分别为 15%（考虑批发业务加回）、12%、15%，均低于去年同期。
- 奖金发放+新海港开办费用导致 Q4 费用端环比上升，存货减值高于去年同期。
 - 22Q4 销售费用率 9%，同比-1pct，环比+3pct；管理费用率 6%，同比+1pct，环比+2pct。主要由于 Q4 海口国际免税城开办费用及年底计提奖金所致。
 - 2022 年资产减值损失 5.9 亿元，比去年同期+0.9 亿元。截至 2022 年末，存货账面价值 279 亿元，去年同期 197 亿元。
- 投资建议：线下消费复苏，公司销售额和利润率回暖可期。根据贝恩预测，2022 年中国个人奢侈品总支出所占比例有所下降，从 2021 年的约 22%降至 18%，但中国奢侈品个人消费者仍旧将在未来 8 年贡献全球奢侈品消费需求增长的 40%以上。公司作为免税龙头，供应链能力强，在 22 年的极端环境下保持了免税业务稳健的毛利率，预计随着消费复苏，公司有望分享国人奢侈品消费的高增长红利。去年 Q2-Q4 疫情影响下基数较低，今年业绩弹性预计较高。同时，公司近期增资中出服，市内店也是重要催化。看好免税龙头的长期成长性，预计 2023-2025 归母净利润 111.6、156.2、171.3 亿元，维持“买入”评级。
- 风险提示：消费复苏不及预期、行业竞争加剧、供应链短缺等。

投资评级：买入(维持)

分析师：李丹
 执业证书号：S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

分析师：徐晴
 执业证书号：S1230521010001
 xuqing@stocke.com.cn

基本数据

收盘价 ¥187.47
 总市值(百万元) 387,849.00
 总股本(百万股) 2,068.86

股票走势图



相关报告

- 1 《收购中服 49%股权，免税版图再下一城》 2023.03.15
- 2 《疫情、存货减值、新店开办费用等影响下，Q4 归母净利润同比下滑 66%》 2023.02.04
- 3 《线上占比提升、港币升值贡献汇兑收益，Q3 盈利 6.9 亿元符合预期 ——中国中免 2022 年三季报点评》 2022.10.30

财务摘要

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	96770	133927	160719
(+/-) (%)	-19.57%	77.78%	38.40%	20.01%
归母净利润	5030	11161	15615	17129
(+/-) (%)	-47.89%	121.86%	39.91%	9.70%
每股收益(元)	2.43	5.39	7.55	8.28
P/E	77.10	34.75	24.84	22.64

资料来源：浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57205	75938	97635	121924
现金	26892	38094	45631	56290
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	151	1243	1090	902
其它应收款	861	1440	1923	2414
预付账款	398	546	746	924
存货	27926	33972	47482	60600
其他	977	643	763	794
非流动资产	18702	19784	22380	23679
金额资产类	0	0	0	0
长期投资	1970	1251	1404	1542
固定资产	5434	6775	8416	10299
无形资产	2458	2375	2318	2272
在建工程	1852	1869	1790	1382
其他	6988	7514	8453	8184
资产总计	75908	95722	120015	145603
流动负债	17480	23502	28406	33745
短期借款	1932	920	1088	1313
应付款项	7679	9737	13517	17056
预收账款	13	15	24	31
其他	7856	12828	13778	15345
非流动负债	4300	4315	4890	4501
长期借款	2509	2509	2509	2509
其他	1791	1806	2381	1992
负债合计	21780	27816	33296	38247
少数股东权益	5554	8172	11370	14879
归属母公司股东权益	48573	59734	75349	92478
负债和股东权益	75908	95722	120015	145603

现金流量表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	(3415)	12918	9165	12667
净利润	6188	13778	18813	20638
折旧摊销	572	712	831	982
财务费用	220	(231)	(290)	(372)
投资损失	(162)	(162)	(162)	(162)
营运资金变动	(733)	4302	3431	4063
其它	(9500)	(5481)	(13458)	(12482)
投资活动现金流	(3807)	(1005)	(2329)	(2419)
资本支出	(2553)	(1752)	(2071)	(2125)
长期投资	(1169)	818	(156)	(169)
其他	(85)	(71)	(102)	(125)
筹资活动现金流	15455	(710)	700	412
短期借款	1521	(1012)	168	226
长期借款	2509	0	0	0
其他	11425	301	533	186
现金净增加额	8233	11203	7536	10659

利润表

(百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	54433	96770	133927	160719
营业成本	38982	62610	83867	99609
营业税金及附加	1215	2710	2795	3054
营业费用	4032	9677	18750	25715
管理费用	2209	4034	5585	6750
研发费用	39	387	469	482
财务费用	220	(231)	(290)	(372)
资产减值损失	584	1176	412	724
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资净收益	162	162	162	162
其他经营收益	305	272	288	288
营业利润	7619	16841	22789	25208
营业外收支	(3)	(3)	(3)	(3)
利润总额	7617	16839	22786	25205
所得税	1429	3060	3973	4568
净利润	6188	13778	18813	20638
少数股东损益	1158	2618	3198	3508
归属母公司净利润	5030	11161	15615	17129
EBITDA	8033	17326	23231	25674
EPS (最新摊薄)	2.43	5.39	7.55	8.28

主要财务比率

	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	-19.57%	77.78%	38.40%	20.01%
营业利润	-51.92%	121.03%	35.31%	10.62%
归属母公司净利润	-47.89%	121.86%	39.91%	9.70%
获利能力				
毛利率	28.39%	35.30%	37.38%	38.02%
净利率	11.37%	14.24%	14.05%	12.84%
ROE	11.31%	18.29%	20.20%	17.65%
ROIC	10.94%	20.71%	22.48%	20.41%
偿债能力				
资产负债率	28.69%	29.06%	27.74%	26.27%
净负债比率	23.49%	14.99%	13.77%	12.09%
流动比率	3.27	3.23	3.44	3.61
速动比率	1.67	1.79	1.77	1.82
营运能力				
总资产周转率	0.83	1.13	1.24	1.21
应收账款周转率	423.13	75.29	52.54	54.55
应付账款周转率	5.76	7.20	7.22	6.53
每股指标(元)				
每股收益	2.43	5.39	7.55	8.28
每股经营现金	-1.65	6.24	4.43	6.12
每股净资产	23.48	28.87	36.42	44.70
估值比率				
P/E	77.10	34.75	24.84	22.64
P/B	7.98	6.49	5.15	4.19
EV/EBITDA	53.68	21.00	15.52	13.75

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>