

中国中免 (601888)

2022 年报点评: Q4 经营承压, 需求复苏将迎高增长【勘误版】

买入 (维持)

2023 年 03 月 31 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入 (百万元)	54,433	92,172	119,771	147,627
同比	-20%	69%	30%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	5,030	12,327	15,133	18,483
同比	-48%	145%	23%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	2.43	5.96	7.31	8.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	77.10	31.46	25.63	20.98

关键词: #困境反转 #稀缺资产

投资要点

- **事件:** 2023 年 3 月 30 日晚, 中国中免发布 2022 年年度报告。公司 2022 年全年实现收入 544.33 亿元, 同比-19.6%; 归母净利润 50.30 亿元, 同比-47.9%; 扣非归母净利润 49.02 亿元, 同比-48.6%。其中 2022 年 Q4 收入为 150.68 亿元, 同比-17.1%; 归母净利润为 4.02 亿元, 同比-65.4%; 扣非归母净利润为 3.18 亿元, 同比-72.2%。符合此前业绩快报披露值。
- **受疫情影响, 2022 年 Q4 营收利润下滑。** 2022Q4 三亚+海口两机场旅客吞吐量合计 440.3 万人, 同比下滑 41%, 海南离岛免税购物受到明显压制, 公司 2022Q4 营收利润均现下滑。
- **线上占比较 2021 年大幅提升, 主要系疫情原因线下承压。** 2022 年公司线下业务遭受严重冲击, 公司着力提升线上业务布局, 2022 年实现线上营收 (含税商品销售) 279.7 亿元, 同比+16.5%, 占总营收的 51.4%, 较 2021 年线上收入占比提升 15.1 个百分点。
- **全年免税、有税毛利率分化显著, 三费率因销售承压有所提升。** 2022 年公司毛利率为 28.4%, 较上年年同期下降 5.3 个百分点, 其中免税商品销售和有税商品销售的毛利率分别为 39.4%/17.4%, 分别比上年同期+1.6/-7.2 个百分点, 呈现分化态势。2022 年的销售、管理及财务费用三费总计占营收比 11.9%, 毛利率下滑及三费率提升导致归母净利率有所下滑, 2022 年为 9.24%。
- **海南市场实现销售额占总收入近七成, 仍是最大利润贡献区域。** 2022 年海南区域形成营业收入 347.1 亿元, 占总营收的 64%。海南的两个主要经营主体归母净利润占到公司的 58%, 较 2021 年进一步提升了 7 个百分点。据海南省商务厅披露销售额口径测算, 中免仍为行业龙头。
- **盈利预测与投资评级:** 海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固, 随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于 2023 年投入运营, 公司将重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑海口国际免税城投运及出境游修复过程中机场租金上涨, 调整公司 2023/2024 年盈利预期分别为 123.27/151.33 亿元 (前值 132.31/154.44 亿元), 新增 2025 年盈利预期为 184.83 亿元, 对应 PE 为 31/26/21 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	187.47
一年最低/最高价	153.59/239.99
市净率(倍)	7.98
流通 A 股市值(百万元)	366,030.59
总市值(百万元)	387,849.00

基础数据

每股净资产(元,LF)	23.48
资产负债率(% ,LF)	28.69
总股本(百万股)	2,068.86
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 投资中服公司 49%股权, 布局市内免税方兴未艾》

2023-03-15

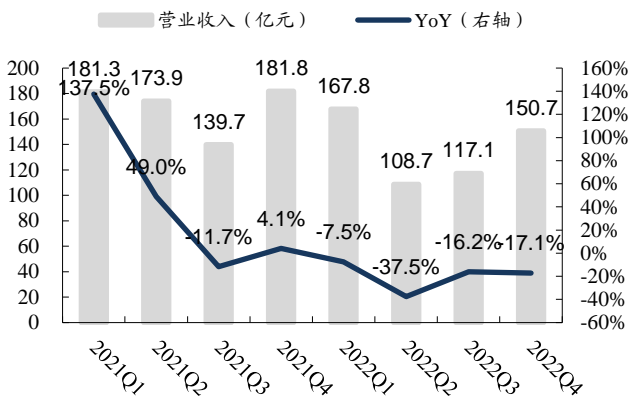
《中国中免(601888): 2022 年度业绩快报点评: Q4 客流承压业绩低于预期, 2023 年离岛免税景气业绩有望逐季兑现》

2023-02-05

投资要点

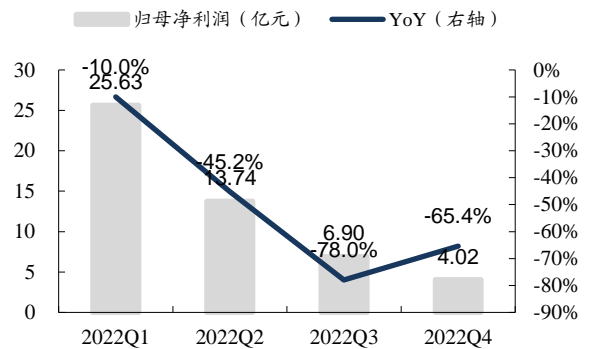
事件：2023年3月30日晚，中国中免发布2022年年度报告。公司2022年全年实现收入544.33亿元，同比-19.6%；归母净利润50.30亿元，同比-47.9%；扣非归母净利润49.02亿元，同比-48.6%。其中2022年Q4收入为150.68亿元，同比-17.1%；归母净利润为4.02亿元，同比-65.4%；扣非归母净利润为3.18亿元，同比-72.2%。符合此前业绩快报披露值。

图1：2021Q1-2022Q4 中国中免营业收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图2：2022Q1-2022Q4 中国中免归母净利润及增速



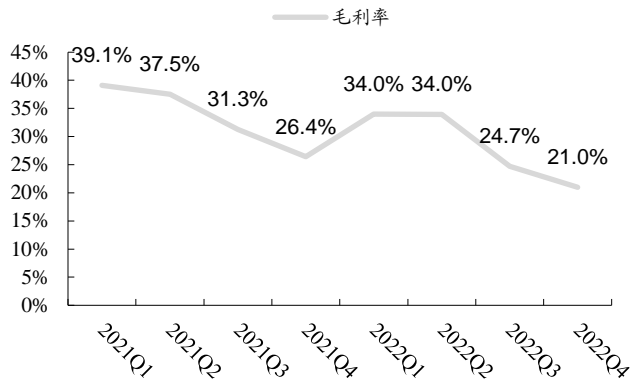
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

受疫情影响，2022年Q4营收利润下滑。根据国家文化和旅游部数据，2022年国内旅游收入（旅游总消费）2.04万亿元，同比-30.0%。受2022年11/12月海南封控和12月全国大面积疫情的影响，2022年Q4海南赴岛客流量明显回落，2022Q4三亚+海口两机场旅客吞吐量合计440.3万人，同比下滑41%，较2019年同期客流恢复程度不到40%，海南离岛免税购物受到明显压制，公司2022Q4营收利润均现下滑。

线上占比较2021年大幅提升，主要系疫情原因线下承压。2022年公司重点渠道客源锐减，主力门店几度闭店，物流运营出现中断，公司业务尤其是线下业务遭受严重冲击。由此公司着力提升线上业务布局，线上平台的品类品牌持续丰富，中免会员总数突破2,600万。2022年公司实现线上营收（有税商品销售）279.7亿元，同比+16.5%，占公司总营收的51.4%，较2021年线上收入占比提升15.1个百分点。

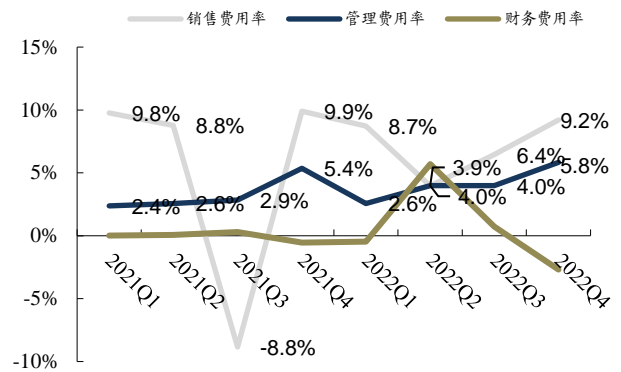
全年免税、有税毛利率分化显著，三费率因销售承压有所提升。2022年公司毛利率为28.4%，较上年年同期下降5.3个百分点，其中免税商品销售和有税商品销售的毛利率分别为39.4%/17.4%，分别比上年同期+1.6/-7.2个百分点，呈现分化态势。2022年全年和2022年第四季度的三费率（销售费用、管理费用及财务费用）分别为11.9%/12.3%，整体出现抬升，系由于销售承压，而销售及管理费用率相对固定。毛利率下滑及三费率提升综合形成归母净利率有所下滑，2022年为9.24%，较去年同期降低5.0个百分点，2022年Q4归母净利率为2.7%，较去年同期降3.7个百分点。

图3: 2021Q1-2022Q4 公司毛利率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图4: 2021Q1-2022Q4 公司三大费用率



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

海南市场实现销售额占总收入六成以上, 仍是最大利润贡献区域。2023 年三亚海棠湾/海免公司分别实现收入 302.4/56.4 亿元, 分别同比-14.8%/-64.7%; 实现归母净利润 25.6/3.5 亿元, 分别同比-38.7%/-56.4%。2022 年海南区域形成营业收入 347.1 亿元, 占总营收的 64%。海南的两个主要经营主体三亚市内免税公司 (即海棠湾国际免税城)、海免公司 (日月广场免税店+美兰机场免税店) 归母净利润占到公司的 58%, 较 2021 年进一步提升了 7 个百分点。根据海南省商务厅披露, 2022 年海南离岛免税店总销售额 487 亿元, 中免仍为行业龙头。

表1: 中国中免主要控股公司营业收入 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2022 年营收占比
三亚市内免税公司	104.6	213.2	355.1	302.4	56%
海免公司	-	99.1	159.6	56.4	10%
日上上海	151.5	137.3	124.9	141.4	26%
日上中国	74.8	32.0	19.1	19.7	4%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

表2: 中国中免主要控股公司归母净利润 (亿元)

	2019	2020	2021	2022	2022 年归母净利润占总归母净利润比例
三亚市内免税公司	14.2	29.7	41.7	25.6	51%
海免公司	-	6.6	7.9	3.5	7%
日上上海	4.5	12.5	6.9	6.3	13%
日上中国	1.4	-7.9	7.0	0.1	0%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2023 经营目标加快优化完善业务布局与结构, 提升精细化运营能力和资本运作水平。公司 2023 年重点工作包括: 一是夯实“深耕海南”战略, 推动海南区域一体化运营管理体系的优化升级, 全面提升业务核心能力和市场竞争力; 二是持续发力新零售业务,

做好线上线下业务统筹，分阶段实施线上业务整合；三是全力拓展重要渠道资源，推动复工复产，积极参与投标，密切关注市内店政策并做好运营准备；四是加快推进海外拓展步伐，依托“A+H”双平台推进资本运作，把握海外市场拓展机遇；五是稳健推进旅游零售综合体建设，做好海口国际免税城项目其他地块、三亚国际免税城一期2号地以及三亚国际免税城三期等项目建设。

盈利预测与投资评级：海南客流的逐步恢复、疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速。中免市场地位稳固，随着海口国际免税城业绩持续爬坡、三亚海棠湾一期二号地于2023年投入运营，公司将重新进入市场份额提升通道，中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。考虑毛利率的恢复需要伴随消费意愿的缓慢回升，调整公司2023/2024年盈利预期分别为123.27/151.33亿元（前值132.31/154.44亿元），新增2025年盈利预期为184.83亿元，对应2023-2025年PE分别为31/26/21倍，维持“买入”评级。

风险提示：宏观经济风险、海南自贸港建设进度不及预期等。

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	57,205	67,361	93,273	113,116	营业总收入	54,433	92,172	119,771	147,627
货币资金及交易性金融资产	26,892	43,411	53,275	78,258	营业成本(含金融类)	38,982	60,372	76,653	95,957
经营性应收款项	549	361	305	516	税金及附加	1,215	2,120	2,755	3,395
存货	27,926	21,584	36,435	31,267	销售费用	4,032	10,517	16,768	19,561
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,209	2,437	2,898	3,454
其他流动资产	1,838	2,005	3,258	3,076	研发费用	39	0	0	0
非流动资产	18,702	18,718	18,716	18,697	财务费用	220	664	558	654
长期股权投资	1,970	1,970	1,970	1,970	加:其他收益	296	401	338	266
固定资产及使用权资产	7,521	6,839	6,240	5,824	投资净收益	162	286	371	413
在建工程	1,852	2,652	3,352	3,852	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,458	2,455	2,452	2,449	减值损失	-584	-794	-790	-788
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	9	7	10	12
长期待摊费用	1,102	1,052	1,002	952	营业利润	7,619	15,961	20,067	24,508
其他非流动资产	2,977	2,927	2,877	2,827	营业外净收支	-3	-10	-7	-7
资产总计	75,908	86,079	111,989	131,813	利润总额	7,617	15,951	20,060	24,501
流动负债	17,480	16,382	26,043	25,977	减:所得税	1,429	2,552	3,611	4,410
短期借款及一年内到期的非流动负债	2,608	2,608	2,608	2,608	净利润	6,188	13,399	16,449	20,091
经营性应付款项	7,692	3,082	9,714	6,305	减:少数股东损益	1,158	1,072	1,316	1,607
合同负债	1,506	1,811	2,300	2,879	归属母公司净利润	5,030	12,327	15,133	18,483
其他流动负债	5,675	8,881	11,421	14,185	每股收益-最新股本摊薄(元)	2.43	5.96	7.31	8.93
非流动负债	4,300	4,300	4,300	4,300	EBIT	8,245	17,120	21,024	25,513
长期借款	2,509	2,509	2,509	2,509	EBITDA	9,682	18,481	22,303	26,609
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	28.39	34.50	36.00	35.00
租赁负债	1,738	1,738	1,738	1,738	归母净利率(%)	9.24	13.37	12.64	12.52
其他非流动负债	53	53	53	53	收入增长率(%)	-19.57	69.33	29.94	23.26
负债合计	21,780	20,682	30,342	30,276	归母净利润增长率(%)	-47.89	145.05	22.76	22.14
归属母公司股东权益	48,573	58,771	73,704	91,988					
少数股东权益	5,554	6,626	7,942	9,549					
所有者权益合计	54,127	65,397	81,646	101,537					
负债和股东权益	75,908	86,079	111,989	131,813					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	-3,415	19,873	11,096	25,972	每股净资产(元)	23.48	28.41	35.63	44.46
投资活动现金流	-3,807	-1,094	-903	-659	最新发行在外股份(百万股)	2,069	2,069	2,069	2,069
筹资活动现金流	15,455	-129	-129	-129	ROIC(%)	13.24	21.59	21.45	21.25
现金净增加额	9,106	18,649	9,863	24,984	ROE-摊薄(%)	10.36	20.97	20.53	20.09
折旧和摊销	1,437	1,361	1,279	1,096	资产负债率(%)	28.69	24.03	27.09	22.97
资本开支	-2,991	-1,380	-1,274	-1,072	P/E(现价&最新股本摊薄)	77.10	31.46	25.63	20.98
营运资本变动	-11,636	4,472	-7,178	4,286	P/B(现价)	7.98	6.60	5.26	4.22

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

