

旅游零售

中国中免 (601888.SH)

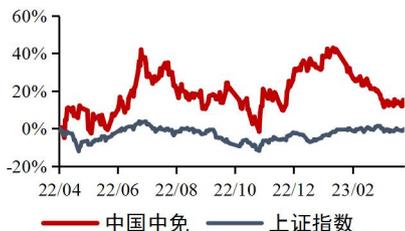
买入-B(上调)

线上有税业务占比提高挤压毛利率，静候机场口岸业务复苏

2023年4月3日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023年3月31日

收盘价(元):	183.24
年内最高/最低(元):	239.99/153.59
流通A股/总股本(亿):	19.52/20.69
流通A股市值(亿):	3,577.72
总市值(亿):	3,790.98

基础数据：2022年12月31日

基本每股收益:	2.53
摊薄每股收益:	2.53
每股净资产(元):	26.16
净资产收益率:	11.43

资料来源：最闻

分析师:

王冯

执业登记编码: S0760522030003

邮箱: wangfeng@sxzq.com

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2022年财报，期内实现营收544.32亿元(-19.57%)，归母净利润50.3亿元(-47.89%)、扣非归母净利润49.01亿元(-48.59%)，EPS2.52元。其中Q4实现营收150.68亿元(-17.1%)、环比Q3增加28.9%；归母净利润4.02亿元(-65.46%)、环比下滑41.73%；扣非归母净利润3.18亿元(-72.2%)，环比下滑51.45%。

事件点评

➢ 受疫情影响，离岛免税销售额同比下滑近40%。22年国内旅游总人次及旅游收入较上年同比下滑22.1%、30%；海南省旅游总人次及旅游收入同比下滑25.9%、23.9%；全年离岛免税收入487.1亿元(-19%)，免税销售额349亿元(-29.5%)、免税购物实际购物人次422.4万(-37.1%)、免税购物件数4944万(-29.8%)。销售渠道方面，公司免税商品销售收入260.3亿元(-39.4%)、有税商品销售收入279.7亿元(+16.5%)，疫情影响线下到店客流、线上有税业务及时填补销售空缺。销售区域方面，海南市场仍为主要营收贡献业务板块，机场业务小幅回升。三亚国际免税城收入302.4亿元(-14.8%)、海免收入56.4亿元(-64.7%)、日上上海收入141.4亿元(+13.2%)。

➢ 多渠道布局、强化免税业态竞争优势。离岛免税业态：10月28日公司新开全球最大单体免税店海口国际免税城，吸引超800个国内外品牌入驻；三亚海棠湾一期2号地项目有序推进；与太古地产合作获取三亚海棠湾地产项目，致力于打造高端旅游零售综合体。口岸免税渠道：公司中标杭州萧山机场T4航站楼、成都双流机场等机场、口岸免税店经营权，持续扩大渠道销售优势。市内免税店：公司密切关注市内免税店发展，目前处于重点城市项目调研、选址、签约阶段。海外渠道：新增2家香港零售网点；中标国际邮轮免税经营权等

➢ 港股成功上市拓宽融资平台、会员数稳步增长。期内公司成功登陆香港联交所，融资逾180亿港元，并在之后被纳入恒生、MSCI等股票指数。公司通过A+H双资本平台实现与国际资本市场对接、主力国际化发展。目前会员总数超过2600万人。

➢ 毛利率28.39%(-5.29pct)，净利率11.37%(-6.9pct)。利润率有所下滑主要系疫情期间线下经营受到影响、线上销售占比提升影响利润率。整体费用率11.87%(+2.9pct)，其中销售费用率7.41%(+1.7pct)系应付机场租赁费用增加；管理费用22.09亿元(-1.81%)系疫情影响、运营费用降低；财务费用率0.4%(+0.47pct)系人民币贬值、汇兑损失增加。

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

投资建议

➤ 年内预计离岛免税客流重新回到正常水平、线下门店正常经营带动免税商品销量提升、利润率端改善；随着出入境政策调整、机场口岸免税销售业务有望持续回暖。公司作为国内免税业龙头公司，目前通过门店建设、供应链管理体系、会员模式、海内外融资平台等铸就强大竞争壁垒。公司参股中出服 49%股权，旨在市内免税店业务形成协同效应。预计公司 2023-2025 年 EPS 分别为 5.81\7.65\9.55 元，对应公司 3 月 31 日收盘价 183.24 元，2023-2025 年 PE 分别为 31.5\24\19.2 倍，上调公司投资评级、给予“买入-B”评级。

风险提示

➤ 宏观经济波动风险；离岛免税政策变化风险；消费者购买力不及预期风险；汇率波动风险；行业竞争加剧风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	88,388	117,371	141,971
YoY(%)	28.7	-19.6	62.4	32.8	21.0
净利润(百万元)	9,654	5,030	12,017	15,820	19,760
YoY(%)	57.2	-47.9	138.9	31.6	24.9
毛利率(%)	33.7	28.4	38.2	40.3	41.7
EPS(摊薄/元)	4.67	2.43	5.81	7.65	9.55
ROE(%)	35.5	11.4	21.8	22.9	22.7
P/E(倍)	39.3	75.4	31.5	24.0	19.2
P/B(倍)	12.8	7.8	6.4	5.2	4.2
净利率(%)	14.3	9.2	13.6	13.5	13.9

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38542	57205	75904	94700	113931
现金	16856	26892	33124	43986	54479
应收票据及应收账款	106	151	266	288	383
预付账款	348	398	813	795	1151
存货	19725	27926	38824	46887	54272
其他流动资产	1507	1838	2877	2744	3646
非流动资产	16932	18702	21832	24509	26633
长期投资	992	1970	3048	4137	5249
固定资产	1843	5434	7103	8480	9612
无形资产	2401	2460	2651	2866	2878
其他非流动资产	11696	8838	9029	9026	8893
资产总计	55474	75908	97736	119209	140563
流动负债	17136	17480	26754	31477	31449
短期借款	411	1932	4290	7447	1932
应付票据及应付账款	5880	7679	11314	13074	15710
其他流动负债	10845	7869	11149	10957	13807
非流动负债	3546	4300	3856	3393	2904
长期借款	0	2509	2065	1602	1113
其他非流动负债	3546	1791	1791	1791	1791
负债合计	20682	21780	30610	34869	34353
少数股东权益	5173	5554	8192	11664	16002
股本	1952	2069	2069	2069	2069
资本公积	1870	17486	17486	17486	17486
留存收益	26398	28499	38559	51756	68251
归属母公司股东权益	29619	48573	58935	72675	90208
负债和股东权益	55474	75908	97736	119209	140563

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	8329	-3415	9186	12901	20568
净利润	12365	6188	14654	19292	24097
折旧摊销	480	572	910	1120	1317
财务费用	-43	220	-725	-858	-1290
投资损失	-162	-162	-262	-272	-296
营运资金变动	-6494	-11636	-5392	-6381	-3260
其他经营现金流	2183	1403	0	0	0
投资活动现金流	-2318	-3807	-3778	-3525	-3145
筹资活动现金流	-3817	15455	-1534	-1671	-1415
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	4.67	2.43	5.81	7.65	9.55
每股经营现金流(最新摊薄)	4.03	-1.65	4.44	6.24	9.94
每股净资产(最新摊薄)	14.32	23.48	28.49	35.13	43.60

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	67676	54433	88388	117371	141971
营业成本	44882	38982	54606	70117	82755
营业税金及附加	1839	1215	2033	2700	3265
营业费用	3861	4032	10607	15258	18456
管理费用	2250	2209	4419	7042	9654
研发费用	0	39	88	59	142
财务费用	-43	220	-725	-858	-1290
资产减值损失	-522	-584	-354	-352	-284
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	162	162	262	272	296
营业利润	14804	7619	17975	23677	29568
营业外收入	17	13	25	15	17
营业外支出	20	15	19	20	19
利润总额	14801	7617	17981	23671	29567
所得税	2437	1429	3326	4379	5470
税后利润	12365	6188	14654	19292	24097
少数股东损益	2711	1158	2638	3473	4337
归属母公司净利润	9654	5030	12017	15820	19760
EBITDA	14800	7665	18254	24051	29736

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	28.7	-19.6	62.4	32.8	21.0
营业利润(%)	52.7	-48.5	135.9	31.7	24.9
归属于母公司净利润(%)	57.2	-47.9	138.9	31.6	24.9
获利能力					
毛利率(%)	33.7	28.4	38.2	40.3	41.7
净利率(%)	14.3	9.2	13.6	13.5	13.9
ROE(%)	35.5	11.4	21.8	22.9	22.7
ROIC(%)	34.1	10.4	20.9	22.2	24.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.3	28.7	31.3	29.3	24.4
流动比率	2.2	3.3	2.8	3.0	3.6
速动比率	1.0	1.6	1.3	1.5	1.8
营运能力					
总资产周转率	1.4	0.8	1.0	1.1	1.1
应收账款周转率	576.8	423.1	423.1	423.1	423.1
应付账款周转率	8.8	5.8	5.8	5.8	5.8
估值比率					
P/E	39.3	75.4	31.5	24.0	19.2
P/B	12.8	7.8	6.4	5.2	4.2
EV/EBITDA	25.2	47.6	19.9	14.9	11.6

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

