

买入

中国中免 (601888.SH)

2022 年业绩筑底，期待市内免税新政策新成长

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 社会服务 · 旅游及景区

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：	曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	执证编码：S0980511040003
证券分析师：	钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	执证编码：S0980513100003
证券分析师：	张鲁	010-88005377	zhanglu5@guosen.com.cn	执证编码：S0980521120002
联系人：	杨玉莹	0755-81982942	yangyuying@guosen.com.cn	

事项：

公司公告：1) 公司披露 2022 年业绩快报，全年预计收入 545 亿元/-20%，归母业绩 50 亿元/-48%；2) 董事长等人事变动。同时，结合 DFE 等媒体报道，公司拟积极参加海外机场招标等。

国信社服观点：1) 公司 2022 年业绩筑底：预计主要系出行限制下公司海南线下免税承压，而线上有税业务促销下盈利能力受制等影响，此外 Q4 存货跌价准备、费用计提和新海港新开业亏损也影响其 Q4 表现；2) 人事变动：李刚总新任公司董事长，陈国强总升任公司副董事长，有望带来公司成长新期待；3) 今年春节海南免税整体增 20%，海口三亚略有分化，旺季高基数下三亚免税增长略承压；4) 公司积极参与仁川等海外机场免税招标，未来有望加速海外布局；5) 综合公司 2022 年业绩快报等，暂下调公司 22-24 年归母业绩至 50.25/126.78/171.79 亿元（此前为 57.09/127.34/173.19 亿元），EPS 至 2.43/6.13/8.30 元（此前为 2.76/6.15/8.37 元），对应 PE87/34/25x。虽公司 2022 年业绩承压筑底，但展望 2023 年，一是在出行放开+海南免税项目扩容，海南免税有望恢复增长（海南省 2023 年免税目标看 800 亿元，同增 60%+）；二是出境游逐步放开下国人离境市内免税政策可期，公司依托其现有市内免税布局及国内免税绝对龙头地位，未来有望全面受益；三是结合国际品牌如 LVMH 等最新限制代购等表态，并综合近三年国内外购物环境变化，国内旅游零售尤其海南国际竞争力强化，出境游分流影响可控。综合来看，公司未来有望“机场+市内+海南+线上”免税全面成长，主观积极进取下供应链渠道布局持续深化，中线消费客群有望由近几年海南游客为主（数千万量级）到“海南+出入境客流”上亿级客流的全方位变现，维持“买入”评级。

评论：

◆ 2022 年业绩筑底，全年预计归母业绩同比下滑 48%

中国中免披露业绩快报：2022 年，公司实现营业总收入 544.63 亿元，同比下降 19.52%；实现归母净利润 50.25 亿元，同比下降 47.95%，实现扣非归母业绩 48.97 亿元/-48.64%，EPS2.52 亿元，逊于我们此前盈利预测。若剔除去年同期首都机场租金及海南所得税优惠返还影响，公司全年业绩下滑超 30%，仍然承压。2022Q4，公司收入 151 亿元/-17%，归母业绩 3.97 亿元/-66%，扣非业绩 3.13 亿元/-73%，拖累显著。

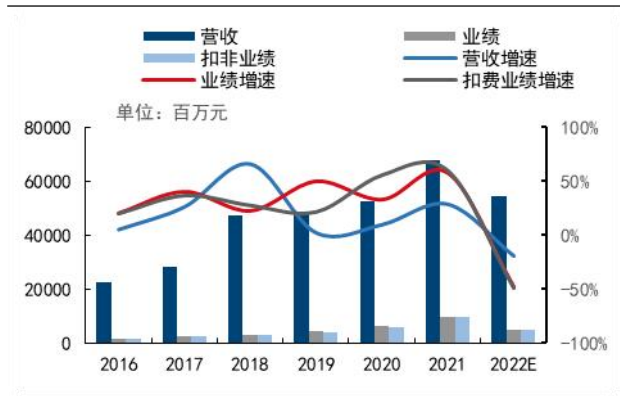
公司 2022 年业绩承压明显，我们认为核心系出行限制下海南有效客流下滑，导致线下免税收入承压，而线上有税业务因促销净利率较低，进而影响收入和业绩表现。一是 2022 年海南线下免税销售承压明显，2022 年海南省线下免税销售额 348.99 亿元/-29%，购物人数 422.42 万人次/-37%，直接影响公司收入和盈利表现；二是线下承压下，公司不得不依赖线上有税收入，而线上有税在促销影响下净利率非常低（具体可参考我们《中国中免-深度报告-新旗舰项目开业在即，再议中免长期投资价值》等分析），进而拖累公司全年收入和业绩表现。具体来看，公司上半年归母净利率约 14%（Q1 和 Q2 各 15%、13%），而下半年归母净利率仅约 4%（Q3、Q4 分别仅约 6%、3%左右），Q4 阶段线上有税业务占比估算阶段达到 6-7 成，而 2021H1 经营正常时线上占比仅 3 成左右，海南线上占比更低，进而导致 2022Q4 净利率严重承压。

与此同时，Q4 减值与费用计提及新海港新项目新开业等，也进一步拖累公司 2022Q4 经营业绩表现。

1、结合公司过往 Q4 表现，一般需计提年度相关固定刚性费用及根据存货规模计提减值准备等，且参考公司公告，2022 年末存货余额同比实现较大幅度增长，进而也带来一定存货减值压力，进而导致其盈利承压。

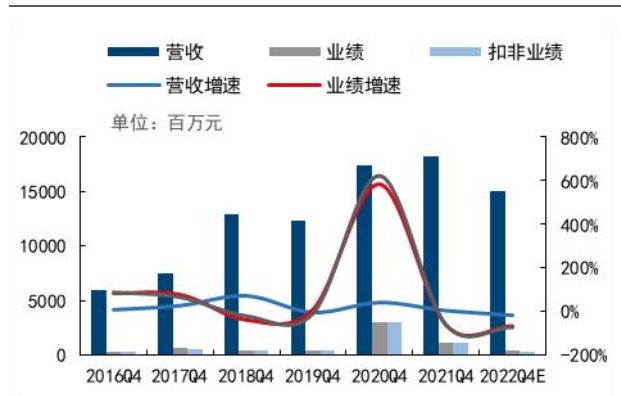
2、公司新海港国际免税城项目 2022 年 10 月 28 日开业，开业后 11-12 月经营环境仍然欠佳，预计 Q4 新项目折腾、开办费用等整体影响下，新海港项目整体亏损拖累。

图1：中国中免年度营业收入及业绩



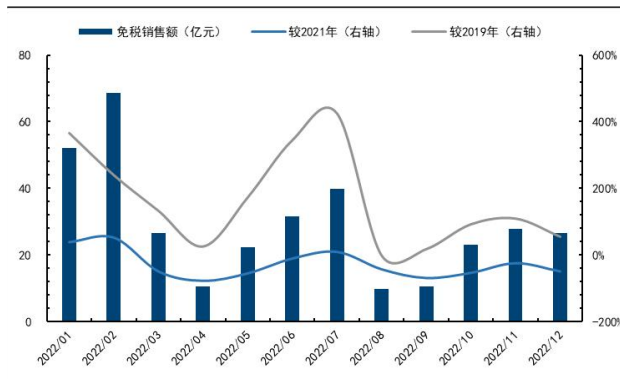
资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图2：中国中免 Q4 营业收入及业绩



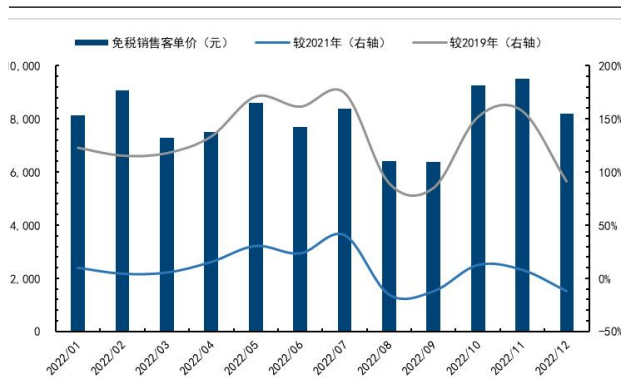
资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图3：海南免税销售额变化趋势（纯线下免税）



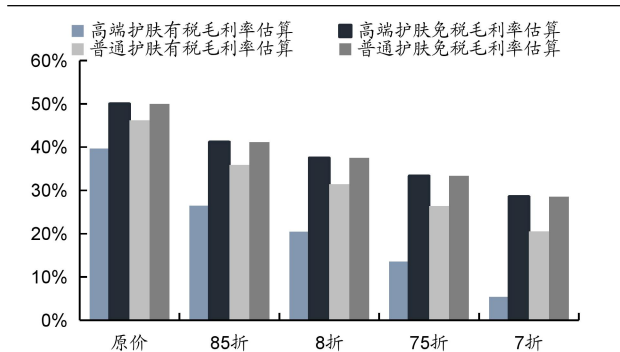
资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

图4：海南免税客单价变化趋势（纯线下免税）



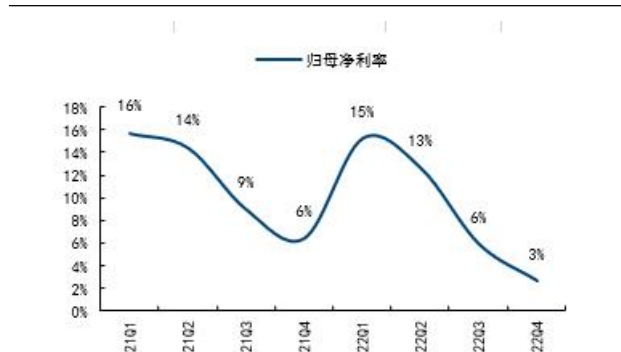
资料来源海口海关，国信证券经济研究所整理

图5：不同税率产品在不同促销下的毛利率估算



资料来源：税务总局，海关总署，国信证券经济研究所整理

图6：中国中免季度净利率变化趋势



资料来源：税务总局，公司公告，国信证券经济研究所整理

综合来看，2022 年国内出行明显受制下，线下免税严重承压，线上业务在高度竞争下盈利能力较低，系 2022 年业绩表现核心因素。而 Q4 费用计提及新海港项目开业费用等影响，也进一步影响了 Q4 盈利表现。

◆ 人事变动：李刚总新任公司董事长，陈国强总升任公司副董事长

公司公告人事变动：原董事长彭辉总退休离任，由李刚总新任公司董事长（李刚总曾任上市公司 2017 年 3 月-2019 年 8 月期间董事长，其领导下，从 2017 年开始公司经营较此前更为积极，主观动能开始加速释放）；同时，陈国强总升任公司副董事长（此前任中免总经理多年）。总体来看，我们认为公司本次人事变动整体符合预期，有望带来公司成长新期待。

◆ 春节表现：海南免税整体增 20%，海口三亚略有分化

根据海南省商务厅数据，春节假期 7 天，海南 12 家离岛免税店总销售额 25.72 亿元（含有税），同比增长 20.69%，同比 2019 年春节增长 329%。其中，海口 6 家离岛免税店总销售 7.68 亿元，同比 2022 年春节增长 20.69%，比 2019 年春节增长 587%，增长尤其靓丽，预计系新增新海港国际免税城项目等驱动；三亚 4 家离岛免税店总销售 17.23 亿元，较 2019 年春节增长 259%，但同比 2022 年春节高基数预计略有下滑。部分投资者对三亚表现存有疑义，我们认为主要系海棠湾春节最旺季阶段阶段瓶颈影响，但全年来看仍有明显提升空间，且今年下半年海棠湾一期 2 号地有望落地，未来与太古里合作海棠湾三期有望进一步扩容，助力中长线成长。

◆ 积极参与海外机场免税招标，未来有望加速海外布局

中免积极参与海外机场免税招标：据 DFE、Duff Report 等报道，中国中免将参与仁川机场免税店竞标。仁川机场公社于 1 月 12 日面向 13 家企业举行免税店招标说明会，除乐天、新罗、新世界等韩国免税店“三大巨头”外，中免集团和瑞士 Dufry 等外国企业也参与其中。同时，据 Dfni 等媒体报道，来自全球的十家旅游零售商对 Aena 西班牙机场的免税招标表示极大的兴趣。

◆ 未来展望：海南复苏，市内店政策在望，期待国内外新成长

展望 2023 年，我们认为一看出行放开+新项目贡献下，公司海南免税业务增长可期，2023 年海南省免税目标 800 亿，较 2022 年显著增长超 60%（2022 年全海南线上线下仅合计 487 亿左右），在海南客流恢复性增长和公司新海港重磅项目、三亚机场免税扩容、海棠湾一期 2 号地等期待下，海南业务收入和盈利有望持续恢复增长；二是出境游放开下，国人离境市内免税政策可期，今年或有期待，有望带来中免未来成长更多元看点（具体可参考我们近期公司报告《上海机场参股日上助力合作共赢，期待市内免税新机遇》相关分析）；三是完成赴港融资后，公司未来资本运作包括海外布局等预计也有望提速。此外，疫情三年后，综合当下海南、韩国、中国香港等购物环境的变化及品牌商侧重变化，兼顾海南客流本身恢复性增长等因素，我们认为国内旅游零售尤其海南购物竞争力已凸显，看好其未来持续成长。**其中，结合 LVMH 最新在 2022 年业绩电话会议上公开表态，拒绝通过代购以保持品牌吸引力，并决定即使面临盈利能力下降的代价，也要取消全球旅游零售中的平行渠道，在一定程度上反应初品牌商对限制代购尤其韩国代购的态度，进而侧面有利于中免成长。中线来看，公司有望依托出境游客流和海南客流的全方位打通和旅游零售多维度变现，反而有望助力公司旅游零售全产业链变现，进一步做大做强。**

◆ 投资建议：2022 年业绩筑底，2023 年仍有期待，维持“买入”评级

综合公司 2022 年业绩快报等，暂下调公司 22-24 年归母业绩至 50.25/126.78/171.79 亿元（此前为 57.09/127.34/173.19 亿元），EPS 至 2.43/6.13/8.30 元（此前为 2.76/6.15/8.37 元），对应 PE87/34/25x。

公司 2022 年业绩承压筑底。但展望 2023 年，在出行放开+海南免税项目扩容下，中免海南收入盈利有望恢复成长，同时出境游逐步放开下国人离境市内免税政策可期，公司依托其现有市内免税布局及国内免税绝对龙头地位，未来有望全面受益。综合公司国际免税龙头地位，2023 年有望低基数下持续复苏，新项目有望打开中线成长空间，主观积极进取下未来供应链渠道流量持续纵深成长可期，市内免税政策有望带来全新机遇，公司未来可“机场+市内+海南+线上”免税全面成长，中线消费客群有望由近几年海南游客为主（数千万量级）到“海南+出入境客流”上亿级客流的全方位变现，维持“买入”评级。

附表：相关公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价 2022/2/5	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
				21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
601888.SH	中国中免	210.96	4,364.47	4.94	2.43	6.13	8.30	42.67	86.86	34.43	25.41	买入
600859.SH	王府井	28.33	321.56	1.18	0.18	1.04	1.25	24.01	157.39	27.24	22.66	买入
603069.SH	海汽集团	26.88	84.94	-0.23	-0.04	0.14	0.28	-116.87	-606.72	193.05	96.52	无评级

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测 注：海汽集团盈利预测来自 wind 一致预期

◆ 风险提示

政策风险：海南离岛免税政策及国人离境市内免税政策可能低于预期；宏观疫情等系统性风险；**经营风险：**阶段存有恶性价战的影响；新海港、海棠湾一期 2 号地等新项目经营低于预期。公司未来海外扩张可能低于预期；出境游恢复后，公司面临国际免税龙头的竞争，如果应对不当，可能面临销售额及毛利率等下降的压力；**其他风险：**汇率风险、国企改革进度可能低于预期。

相关研究报告：

- 《中国中免（601888.SH）-上海机场参股日上助力合作共赢，期待市内免税新机遇》——2023-01-16
- 《中国中免（601888.SH）-第三季度海南疫情承压，新旗舰项目开启未来新格局》——2022-10-29
- 《中国中免（601888.SH）-线上化战略对冲疫情影响 港股上市开启新篇章》——2022-08-31
- 《中国中免（601888.SH）-赴港上市发行价确定，融资助力国际化发展》——2022-08-20
- 《中国中免（601888.SH）-新旗舰项目开业在即，再议中免长期投资价值》——2022-07-17

财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14706	16856	20370	25169	31312	营业收入	52597	67676	54460	103019	135252
应收款项	994	944	1044	1778	2186	营业成本	31221	44882	38076	66462	85209
存货净额	14733	19725	18775	29061	36254	营业税金及附加	1083	1839	1470	2575	2570
其他流动资产	538	1017	817	1030	1353	销售费用	8847	3861	5089	13506	20301
流动资产合计	30971	38542	41006	57038	71104	管理费用	1637	2250	2329	3630	4559
固定资产	2824	4733	5949	6866	7446	财务费用	(545)	(43)	154	(98)	(207)
无形资产及其他	2449	2401	2306	2211	2116	投资收益	16	162	130	150	180
投资性房地产	4884	8806	8806	8806	8806	资产减值及公允价值变动	909	499	0	0	0
长期股权投资	791	992	2992	3992	4242	其他收入	(1585)	(742)	0	0	0
资产总计	41919	55474	61059	78912	93714	营业利润	9694	14804	7471	17094	22999
短期借款及交易性金融负债	417	1957	2500	1500	1000	营业外净收支	(22)	(3)	50	50	30
应付款项	4327	5880	5150	8624	9540	利润总额	9672	14801	7521	17144	23029
其他流动负债	10917	9299	9296	15385	17891	所得税费用	2335	2437	1316	2966	4030
流动负债合计	15661	17136	16946	25509	28432	少数股东损益	1197	2711	1180	1500	1820
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	6140	9654	5025	12678	17179
其他长期负债	79	3546	4546	5046	5146						
长期负债合计	79	3546	4546	5046	5146	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	15741	20682	21492	30556	33578	净利润	6140	9654	5025	12678	17179
少数股东权益	3871	5173	5928	6858	7986	资产减值准备	526	(410)	897	278	196
股东权益	22308	29619	33639	41499	52150	折旧摊销	314	236	484	701	819
负债和股东权益总计	41919	55474	61059	78912	93714	公允价值变动损失	(909)	(499)	0	0	0
						财务费用	(545)	(43)	154	(98)	(207)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	538	(6349)	2213	(891)	(4205)
每股收益	3.14	4.94	2.43	6.13	8.30	其它	348	2157	(142)	652	932
每股红利	0.85	1.76	0.49	2.33	3.16	经营活动现金流	6957	4789	8477	13418	14922
每股净资产	11.43	15.17	16.26	20.06	25.21	资本开支	0	(2191)	(2501)	(1801)	(1501)
ROIC	31%	40%	19%	42%	48%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	28%	33%	15%	31%	33%	投资活动现金流	(537)	(2391)	(4501)	(2801)	(1751)
毛利率	41%	34%	30%	35%	37%	权益性融资	(331)	51	0	0	0
EBIT Margin	19%	22%	14%	16%	17%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	19%	22%	15%	17%	17%	支付股利、利息	(1658)	(3431)	(1005)	(4818)	(6528)
收入增长	10%	29%	-20%	89%	31%	其它融资现金流	28	6563	543	(1000)	(500)
净利润增长率	33%	57%	-48%	152%	36%	融资活动现金流	(3620)	(248)	(462)	(5818)	(7028)
资产负债率	47%	47%	45%	47%	44%	现金净变动	2800	2150	3514	4799	6142
息率	0.4%	0.8%	0.2%	1.2%	1.6%	货币资金的期初余额	11906	14706	16856	20370	25169
P/E	67.1	42.7	86.9	34.4	25.4	货币资金的期末余额	14706	16856	20370	25169	31312
P/B	18.5	13.9	13.0	10.5	8.4	企业自由现金流	8293	4095	6379	11941	13768
EV/EBITDA	42.2	28.7	57.4	26.6	20.1	权益自由现金流	8320	10658	6795	11022	13439

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032