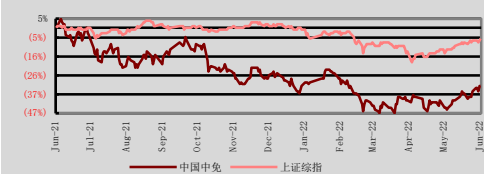


**601888.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 201.12

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.0)	22.3	20.7	(31.6)
相对上证指数	1.7	13.3	17.6	(25.6)

发行股数(百万)	1,952
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	392,682
3个月日均交易额(人民币 百万)	2,432
净负债比率(%) (2022E)	净现金
主要股东(%)	
潘斐莲	1

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2022年6月24日收市价为标准

**相关研究报告**

《中国中免: 疫情扰动 Q1 业绩承压, 线上线下渠道互助共生》20220424

《中国中免: 22年 1-2月符合预期, 全年业绩有望量质共升》20220311

《中国中免: 21Q4 受疫情影响较大, 2022年盈利有望提升》20220123

 中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

商贸零售: 旅游零售 II

证券分析师: 张译文

yiwen.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300520090004

联系人: 李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300120090024

# 中国中免

## 机场协议落地缓解压力, 海南旅游市场升温

2022年6月24日, 公司发布补充协议公告, 旗下子公司广州新免就经营权转让费等事宜, 与广州白云机场达成一致并签订补充协议, 对原协议中的月保底销售额进行调整; 此外, 入琼隔离政策逐步放宽, 离岛免税前景可期。

### 支撑评级的要点

- **保底销售额灵活调整, 减轻公司成本压力。** (1) 根据公告, 2021年度以后, 当上年度国际客流量/2019年国际客流量小于0.8时, 本年度月保底销售额基数将沿用上年度值; 超过0.8时将执行原协议的月保底销售额递增调款。据白云机场公告, 2021年度白云机场国际客流吞吐量共为67.5万人次, 约为2020年度国际客流量的27%, 恢复至2019年的比例远小于0.8, 因此2022年保底销售额将继续执行上年度的基数。(2) 根据公告, 受疫情影响尚未完成装修的店面, 将在开业后调整当年的保底销售额基数。该协议的签署有助于缓解国际客流锐减以及店面开业受阻对机场免税业务造成的冲击, 减轻公司的成本压力。
- **出入境维持从严政策, 国际客流恢复进程较缓。** 根据国家移民管理局的要求, 目前国内仍实施从严从紧的出入境政策, 倡导非紧急非必要不出入境。预计短期内机场国际客流仍将维持低位。
- **海南放宽入岛限制, 旅游市场有望回暖。** 据6月22日防疫政策, 非涉疫区人员来琼仅需落地核酸以及7天自我健康监测, 京沪非中高风险街道人员入琼无需再进行集中隔离, 上海仅静安、宝山、普陀仍被列为“一般涉疫区”, 实行3天居家健康监测。随着入岛限制放宽, 且暑期旅游旺季来临, 海南旅游市场望加速回暖, 离岛免税线下购物望快速恢复。

### 估值

- 公司与白云机场免税补充协议如期落地, 预计将减轻公司成本压力, 助力公司提前布局机场免税渠道恢复。2022年以来多地出现新冠疫情, 出行受到较大限制, 随着上海6月1日全面开启复工复产, 叠加文旅部熔断机制更加精准, 暑期旺季来临, 国内出行步入恢复轨道, 预计利好下半年离岛免税线下购物。考虑疫情影响, 我们下调公司22-24年EPS预测至5.11/7.53/9.71, 对应市盈率分别为39.3/26.7/20.7倍, 维持**买入**评级。

### 评级面临的主要风险

- 疫情反复影响客流、免税市场竞争加剧、政策落地实施不及预期。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	52,597	67,676	81,713	113,091	141,830
变动(%)	10	29	21	38	25
净利润(人民币 百万)	6,140	9,654	9,980	14,712	18,949
全面摊薄每股收益(人民币)	3.145	4.944	5.112	7.535	9.705
变动(%)	32.6	57.2	3.4	47.4	28.8
先前预测每股收益(人民币)			5.794	7.887	10.734
调整幅度(%)			(11.8)	(4.0)	(9.6)
全面摊薄市盈率(倍)	64.0	40.7	39.3	26.7	20.7
价格/每股现金流量(倍)	47.9	47.1	53.5	26.9	21.9
每股现金流量(人民币)	4.20	4.27	3.76	7.48	9.17
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.7	25.4	24.6	16.0	12.3
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.533	2.336	3.009
股息率(%)	0.5	0.7	0.8	1.2	1.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	52,597	67,676	81,713	113,091	141,830
销售成本	(32,304)	(46,722)	(53,722)	(68,725)	(82,618)
经营费用	(9,078)	(6,153)	(12,856)	(21,756)	(30,773)
息税折旧前利润	11,215	14,800	15,135	22,610	28,439
折旧及摊销	(516)	(480)	(603)	(735)	(835)
经营利润(息税前利润)	10,700	14,321	14,532	21,876	27,604
净利息收入/(费用)	794	270	525	791	1,343
其他收益/(损失)	208	438	496	459	501
税前利润	9,672	14,801	15,214	22,668	28,727
所得税	(2,335)	(2,437)	(3,043)	(4,726)	(6,033)
少数股东权益	1,197	2,711	2,191	3,229	3,745
净利润	6,140	9,654	9,980	14,712	18,949
核心净利润	6,135	9,653	9,983	14,720	18,958
每股收益(人民币)	3.145	4.944	5.112	7.535	9.705
核心每股收益(人民币)	3.142	4.944	5.113	7.539	9.710
每股股息(人民币)	1.000	1.500	1.533	2.336	3.009
收入增长(%)	10	29	21	38	25
息税前利润增长(%)	56	34	1	51	26
息税折旧前利润增长(%)	54	32	2	49	26
每股收益增长(%)	33	57	3	47	29
核心每股收益增长(%)	32	57	3	47	29

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14,706	16,856	20,792	30,118	42,016
应收帐款	129	106	212	228	339
库存	14,733	19,725	23,376	24,217	32,891
其他流动资产	256	348	370	545	334
流动资产总计	30,971	38,542	47,218	57,732	78,849
固定资产	2,824	4,733	5,866	6,685	7,293
无形资产	2,449	2,401	2,456	2,509	2,560
其他长期资产	4,136	8,163	7,839	7,959	8,079
长期资产总计	9,408	15,297	16,161	17,153	17,932
总资产	41,919	55,474	64,723	75,913	97,464
应付帐款	4,327	5,880	6,476	7,436	7,939
短期债务	417	411	400	300	300
其他流动负债	10,917	10,845	10,177	7,125	11,354
流动负债总计	15,661	17,136	17,053	14,862	19,593
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	79	3,546	3,100	3,100	3,100
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
储备	20,680	28,268	35,254	45,406	58,481
股东权益	22,632	30,221	37,207	47,358	60,433
少数股东权益	3,871	5,173	7,363	10,593	14,337
总负债及权益	41,919	55,474	64,723	75,913	97,464
每股帐面价值(人民币)	11.59	15.48	19.06	24.26	30.95
每股有形资产(人民币)	10.34	14.25	17.80	22.97	29.64
每股净负债/(现金)(人民币)	(7.32)	(8.42)	(10.44)	(15.27)	(21.37)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	9,672	14,801	15,214	22,668	28,727
折旧与摊销	516	480	603	735	835
净利息费用	(545)	(43)	(186)	(333)	(621)
运营资本变动	6,877	(1,003)	3,423	(2,641)	4,047
税金	(1,139)	274	(3,043)	(4,726)	(6,033)
其他经营现金流	(7,178)	(6,180)	(8,670)	(1,101)	(9,054)
经营活动产生的现金流	8,202	8,329	7,341	14,601	17,901
购买固定资产净值	737	1,862	1,500	1,280	1,130
投资减少/增加	(521)	(38)	200	350	400
其他投资现金流	(4,031)	(4,142)	(2,950)	(2,580)	(2,280)
投资活动产生的现金流	(3,814)	(2,318)	(1,250)	(950)	(750)
净增权益	(1,952)	(2,929)	(2,994)	(4,561)	(5,874)
净增债务	193	1,539	43	(100)	0
支付股息	1,952	2,929	2,994	4,561	5,874
其他融资现金流	(1,576)	(5,357)	(2,198)	(4,226)	(5,253)
融资活动产生的现金流	(1,383)	(3,817)	(2,155)	(4,326)	(5,253)
现金变动	3,005	2,194	3,936	9,325	11,898
期初现金	11,906	14,706	16,856	20,792	30,118
公司自由现金流	4,388	6,011	6,091	13,651	17,151
权益自由现金流	4,036	7,508	5,948	13,218	16,530

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	21.3	21.9	18.5	20.0	20.1
息税前利润率(%)	20.3	21.2	17.8	19.3	19.5
税前利润率(%)	18.4	21.9	18.6	20.0	20.3
净利率(%)	11.7	14.3	12.2	13.0	13.4
流动性					
流动比率(倍)	2.0	2.2	2.8	3.9	4.0
利息覆盖率(倍)	633.5	64.5	71.6	125.0	184.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.1	1.4	2.3	2.3
估值					
市盈率(倍)	64.0	40.7	39.3	26.7	20.7
核心业务市盈率(倍)	64.0	40.7	39.3	26.7	20.7
市净率(倍)	17.4	13.0	10.6	8.3	6.5
价格/现金流(倍)	47.9	47.1	53.5	26.9	21.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	33.7	25.4	24.6	16.0	12.3
周转率					
存货周转天数	128.8	134.6	146.4	126.4	126.1
应收帐款周转天数	3.2	0.6	0.7	0.7	0.7
应付帐款周转天数	27.3	27.5	27.6	22.4	19.8
回报率					
股息支付率(%)	31.8	30.3	30.0	31.0	31.0
净资产收益率(%)	29.0	36.5	29.6	34.8	35.2
资产收益率(%)	22.4	24.6	19.3	24.6	25.2
已运用资本收益率(%)	6.2	7.8	6.2	7.1	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371