

中国中免 (601888.SH)

白云机场租金冲回增厚，中免 Q2 业绩好于预期

事件：7月27日，中国中免发布2022上半年业绩快报，预计公司2022上半年实现收入276.5亿元/同比下降22.2%，归母净利润39.4亿元/同比下降26.5%，扣非后归母净利39.3亿元/同比下降25.4%。其中，Q2实现收入109亿元/同比下降37.5%，归母净利润13.7亿元/同比下降45.2%，扣非后归母净利13.7亿元/同比下降43.7%。

点评：

- 1、22Q2 疫情冲击，收入利润同比下滑。公司预计 22Q2 收入 109 亿元/同比下降 37.5%，其中海南免税预计 70-75 亿，日上上海和北京合计约 30 亿，其他渠道约 4 亿。3-5 月海南机场离岛人数分别同比下降 56%/79%/66%，导致公司海南业务收入明显下滑，6 月疫情改善后公司当月收入上涨 13%；此外，22Q2 上海地区因疫情防控临时关闭物流网点 39 天，导致日上销售略有下降。

22Q2 公司实现归母净利润 13.7 亿/同比增长 56.2%，其中 22Q2 中免与白云机场签订补充协议，2020 年至 2022 上半年实际发生经营权转让费 4.8 亿元，预计中免二季度获得租金冲回约 7-7.5 亿元，实际经营利润约 6.5 亿元，好于市场预期（0-5 亿）。

- 2、22Q2 毛利率环比持平，期间费用略有增加。公司预计 22H1 毛利率 34%/环比 21H2 提升 5.5pct，测算 22Q1 与 22Q2 毛利率均为 34%，22Q2 毛利率保持平稳。扣除冲回后，22Q2 中免经营性净利润为 6.5 亿，净利润率 6%，环比 22Q1 下降 9pct，较 21Q4 下降 0.4pct，主要是收入回落但部分期间费用刚性。
- 投资建议：22Q2 受多地疫情影响，海南线下客流持续低迷，但公司优化商品供给、提升供应链效率，保持毛利率稳定，并且与白云机场谈判增厚租金增厚业绩，整体表现好于预期。展望下半年，公司的看点在于：1) 上半年积压的旅游需求有望在暑期集中释放，叠加海南省政府牵头的免税购物活动与优惠券，Q3 离岛免税销售数据有望快速回暖；2) 9 月 30 日新海港免税城开业，总建筑面积 29 万平方米，有望继海棠湾成为中免的第二大盈利中心；3) 2022 年底至 2023 年初海棠湾二期开业，引进更多的精品和奢侈品牌，打造核心优势；4) 长期的政策与外延预期，包括未来自贸港政策上的扶持，国务院和四大部委都提及认可的市内店政策，海外融资扩张等。受疫情影响，预计中免 2022-2024 年实现归母净利润 97/141/181 亿元，同比增长 1%/46%/28%，对应 PE 为 42/30/23x，给予“强烈推荐”评级。

风险提示：疫情反复，国内外客流持续低迷；宏观经济增速下滑；海南免税市场竞争加剧风险；汇率风险；开业不及预期；政策风险。

强烈推荐 (维持)

消费品/商业

目标估值：250.00 元

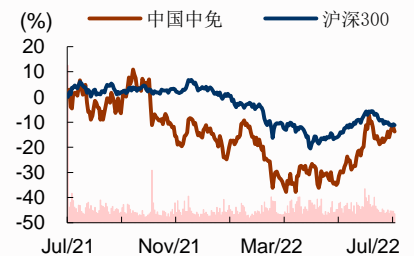
当前股价：214.83 元

基础数据

总股本 (万股)	195248
已上市流通股 (万)	195248
总市值 (亿元)	4195
流通市值 (亿元)	4195
每股净资产 (MRQ)	16.4
ROE (TTM)	29.2
资产负债率	33.5%
主要股东	中国旅游集团有限公司
主要股东持股比例	53.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	7	-21
相对表现	14	17	-7



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《中国中免 (601888) — 签订白云机场补充协议，关注 Q3 客流回暖与新店开业》2022-06-28
- 《中国中免 (601888) — Q1 利润率环比大幅改善，短期疫情不改长期趋势》2022-04-24
- 《中国中免 (601888) — 1-2 月收入利润增长 20%，利润率改善超预期》2022-03-10

丁浙川 S1090519070002

dingzhechuan@cmschina.com.cn

李秀敏 S1090520070003

lixiumin1@cmschina.com.cn

表 1: 中国中免可冲回租金测算

协议收入期间	T2 出境店保底销售	T1+T2 入境店保底销售	合计保底销售额	白云机场实际租金	中免可冲回租金
2019.1.1-2019.12.31	1.4	3.0	4.4	-	-
2020.1.1-2020.12.31	1.5	3.2	4.7	3.0	1.8
2021.1.1-2021.12.31	1.6	3.4	5.0	1.2	3.8
2022.1.1-2022.12.31	1.7	3.6	5.3	0.6	2.1
2023.1.1-2023.12.31	1.8	3.9	5.7		
合计				4.8	7.6

注：白云机场实际租金和中免可冲回租金那一系列的 2022.1.1-2022.12.31 指 2022 年上半年。资料来源：公司公告、招商证券

表 2: 中国中免 2021-2022 年单季度收入利润

单位：亿元	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入	181.3	173.9	139.7	181.8	167.8	108.7
yoy	127%	53%	-12%	4%	-7%	-38%
营业利润	44.6	40.6	49.2	13.7	35.0	17.9
yoy	1502%	170%	62%	-75%	-21%	-56%
归母净利润	28.5	25.1	31.3	11.6	25.6	13.7
yoy	13129%	164%	40%	-61%	-10%	-45%
扣非净利润	28.3	24.3	31.2	11.5	25.6	13.7
yoy	2460%	171%	41%	-62%	-10%	-44%

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	30971	38542	47124	64254	84732
现金	14706	16856	29490	41132	56122
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	129	106	135	183	231
其它应收款	865	838	906	1235	1556
存货	14733	19725	15526	20485	25450
其他	538	1017	1067	1220	1374
非流动资产	10948	16932	16630	18096	19464
长期股权投资	791	992	1008	1025	1043
固定资产	1591	1843	2996	4239	5349
无形资产	3271	3224	3197	3122	3044
其他	5295	10873	9428	9710	10029
资产总计	41919	55474	63754	82350	104196
流动负债	15661	17136	16448	21448	26176
短期借款	417	411	428	428	180
应付账款	4327	5880	6197	8176	10158
预收账款	6	9	9	13	16
其他	10911	10836	9814	12831	15823
长期负债	79	3546	3549	3570	3590
长期借款	0	0	0	0	0
其他	79	3546	3549	3570	3590
负债合计	15741	20682	19997	25018	29767
股本	1952	1952	1953	1953	1953
资本公积金	1658	1269	1389	1485	1870
留存收益	18697	26398	33198	44473	58912
少数股东权益	3871	5173	7216	9421	11694
归属于母公司所有者	22308	29619	36540	47911	62736
负债及权益合计	41919	55474	63754	82350	104196

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	4811	7124	15092	13222	17021
归母净利润	6140	9654	9983	14052	17921
折旧摊销	514	515	573	659	748
财务费用	(545)	(43)	(7)	(233)	(432)
投资收益	(0)	(0)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	(71)	(5946)	4624	(954)	(932)
其它	(1227)	2944	(74)	(296)	(278)
投资活动现金流	104	(2728)	(136)	(1247)	(1289)
资本支出	(1458)	(2473)	(225)	(1688)	(1693)
其他投资	1562	(255)	89	441	403
筹资活动现金流	(2115)	(2247)	(2187)	(396)	(819)
借款变动	193	1549	(1539)	0	(248)
普通股增加	0	1	0	0	0
资本公积增加	(2319)	(390)	121	96	385
股利分配	(2180)	(2513)	(2455)	(3394)	(4194)
其他	2190	(894)	1685	2902	3239
现金净增加额	2800	2150	12770	11579	14913

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52597	67676	73099	98787	122302
营业成本	31221	44882	48663	63739	77894
营业税金及附加	1083	1839	1462	1976	2446
营业费用	8847	3861	4536	6915	9784
管理费用	1637	2250	3753	5861	7336
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(545)	(43)	(7)	(233)	(432)
资产减值损失	(891)	(522)	(79)	(317)	(298)
公允价值变动收	0	0	0	0	0
其他收益	214	278	30	30	30
投资收益	16	162	22	22	23
营业利润	9694	14804	14635	20235	24999
营业外收入	4	17	20	20	20
营业外支出	26	20	5	5	5
利润总额	9672	14801	14650	20250	25014
所得税	2335	2437	2491	3442	4252
少数股东损益	1197	2711	2177	2756	2841
归属于母公司净利	6140	9654	9983	14052	17921

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	10%	29%	8%	35%	24%
营业利润	36%	53%	-1%	38%	24%
归母净利润	33%	57%	3%	41%	28%
获利能力					
毛利率	40.6%	33.7%	33.4%	35.5%	36.3%
净利率	13.9%	18.3%	16.6%	17.0%	17.0%
ROE	30.3%	40.6%	30.9%	33.1%	31.5%
ROIC	28.2%	40.2%	30.5%	32.4%	30.8%
偿债能力					
资产负债率	37.5%	37.3%	31.7%	30.7%	28.6%
净负债比率	1.0%	3.5%	0.7%	0.5%	0.2%
流动比率	2.0	2.2	2.8	3.0	3.2
速动比率	1.0	1.1	1.9	2.0	2.3
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3
存货周转率	0.7	0.7	0.7	0.9	0.8
应收账款周转率	27.7	118.3	122.5	135.8	130.8
应付账款周转率	2.0	2.2	2.0	2.2	2.1
每股资料(元)					
EPS	3.14	4.94	5.11	7.19	9.17
每股经营净现	2.46	3.65	7.73	6.77	8.71
每股净资产	21.47	28.41	32.98	42.46	53.41
每股股利	1.00	1.00	1.03	1.46	1.86
估值比率					
PE	68.3	43.4	42.0	29.9	23.4
PB	10.0	7.6	6.5	5.1	4.0
EV/EBITDA	43	26.8	27.1	20.0	16.3

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

丁浙川，商业团队首席分析师，布里斯托大学金融硕士、电子科技大学工学学士，曾任职于华泰证券研究所，2019年加入招商证券，团队覆盖领域包括互联网电商、本地生活、免税酒店餐饮旅游、商贸零售等，善于前瞻性地从行业发展确实发掘投资机会，2019-2020年Wind金牌分析师零售行业第一名，2021年choice最佳分析师零售行业第一名。

李秀敏，商业团队资深分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018年6月加入招商证券，重点覆盖本地生活、免税、餐饮、酒店板块。团队获得2019年Wind金牌分析师餐饮旅游行业第一名，2020年金牛奖休闲服务行业最佳分析团队客观量化榜单第二名。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A股市场以沪深300指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。