

中国中免 (601888)

2022H1 业绩快报点评: 业绩表现体现经营韧性, 关注标杆项目下半年开业

2022年07月28日

买入 (维持)

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

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	67,676	70,898	110,428	129,590
同比	29%	5%	56%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	9,460	14,694	16,320
同比	57%	-2%	55%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.94	4.85	7.53	8.36
P/E (现价&最新股本摊薄)	41.17	42.01	27.05	24.35

投资要点

■ **事件:** 2022年7月27日晚, 中国中免发布2022年半年度业绩快报, 公布2022年半年度主要财务数据: 营业总收入276.5亿元, 同比-22.2%; 营业利润53.0亿元, 同比-37.8%; 归母净利润录得39.4亿元, 同比-26.5%。

■ **Q2 营收利润好于海南客流表现, 体现经营韧性。** 单二季度营收108.7亿, 同比-37.5%; 归母净利润13.8亿, 同比-45.2%。二季度受到疫情影响, 海南赴岛客流锐减, 海口美兰机场/三亚凤凰机场客流吞吐量Q2整体下滑60%/72%。由于离岛免税销售规模自2021年以来与赴岛客流高度正相关, 市场通过对客流的跟踪对业绩下滑已有充分预期。中免二季度收入、利润减少程度优于海南客流下滑幅度, 表现超出市场预期, 体现了一定经营韧性。

■ **海南赴岛游恢复进行时, 关注海口国际免税城下半年开业。** 自5月下旬开始, 随着国内疫情缓解, 及各地刺激消费和稳增长政策的出台, 公司客流和销售逐步恢复。截至7月25日, 三亚机场当月进港客流恢复至去年同期91%; 海口疫情略有反复, 当月进港客流累计恢复至去年同期约66%。随着三季度海口国际免税城项目的投运, 中免卡位90%以上上岛客流必经之路, 份额有望进入提升通道。

■ **盈利预测与投资评级:** 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, 新增离岛免税标杆店将在2022/2023年集中投入运营, 重新进入市场份额提升通道, 虽然短期受疫情影响较大, 但中长期来看, 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。对公司盈利预期为2022-2024年归母净利润分别为94.6/146.9/163.2亿元, 对应PE为42/27/24倍。假设港股发行总股本的10%, 则发行后估值为46/30/27倍, 维持“买入”评级。

■ **风险提示:** 疫情扩散超出市场预期, 居民消费意愿恢复不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	214.83
一年最低/最高价	156.10/278.20
市净率(倍)	13.07
流通 A 股市值(百万元)	419,450.32
总市值(百万元)	419,450.32

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.43
资产负债率(% ,LF)	33.48
总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 重新提交H股上市申请, 融资助力免税业务进一步扩张》

2022-07-05

《中国中免(601888): 白云机场免税补充协议落地增厚业绩, 关注下半年疫后复苏及标杆项目开业》

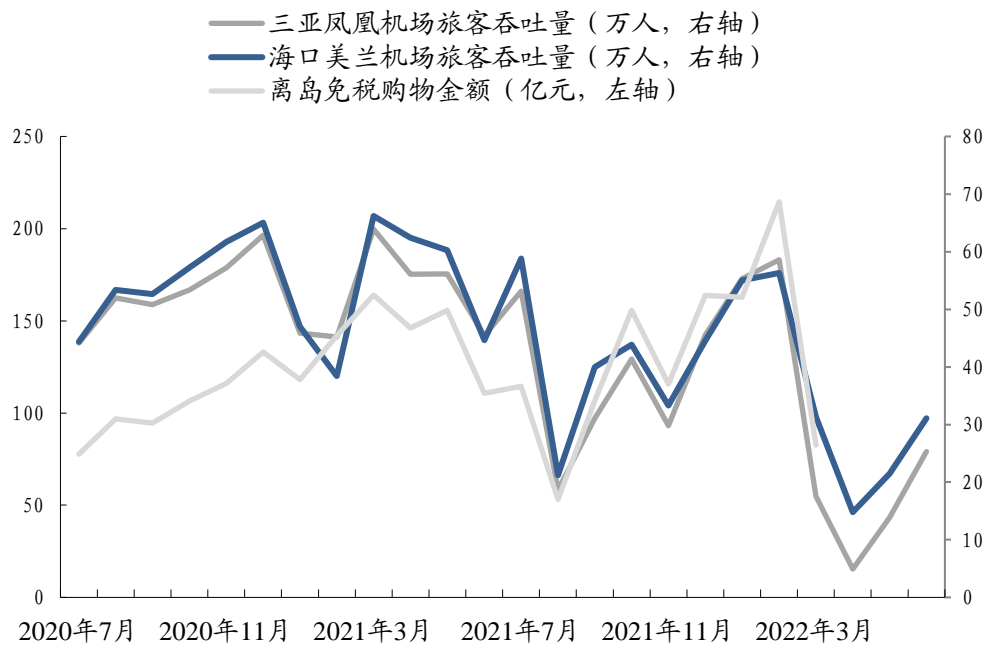
2022-06-27

投资要点

事件：2022年7月27日晚，中国中免发布2022年半年度业绩快报，公布2022年半年度主要财务数据：营业总收入276.5亿元，同比-22.2%；营业利润53.0亿元，同比-37.8%；归母净利润录得39.4亿元，同比-26.5%。

Q2 营收利润好于海南客流表现，体现经营韧性。单二季度营收108.7亿，同比-37.5%；归母净利润13.8亿，同比-45.2%。二季度受到疫情影响，海南赴岛客流锐减，海口美兰机场/三亚凤凰机场客流吞吐量Q2整体下滑60%/72%。由于离岛免税销售规模自2021年以来与赴岛客流高度正相关，市场通过对客流的跟踪对业绩下滑已有充分预期。中免二季度收入、利润减少程度优于海南客流下滑幅度，表现超出市场预期，体现了一定经营韧性。

图1：2021年下半年以来离岛免税销售规模与赴岛客流强相关



数据来源：海南旅游和文化广电体育厅、海口海关、东吴证券研究所

海南赴岛游恢复进行时，关注海口国际免税城下半年开业。自5月下旬开始，随着国内疫情缓解，及各地刺激消费和稳增长政策的出台，公司客流和销售逐步恢复。截至7月25日，三亚机场当月进港客流恢复至去年同期91%；海口疫情略有反复，当月进港客流累计恢复至去年同期约66%。随着三季度海口国际免税城项目的投运，中免卡位90%以上上岛客流必经之路，份额有望进入提升通道。

盈利预测与投资评级：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，新增离岛免税标杆店将在2022/2023年集中投入运营，重新进入市场份额提升通道，虽然短期受疫情影响较大，但中长期来看，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。对公司盈利预期为 2022-2024 年归母净利润分别为 94.6/146.9/163.2 亿元，对应 PE 为 42/27/24 倍。假设港股发行总股本的 10%，则发行后估值为 46/30/27 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情扩散超出市场预期，居民消费意愿恢复不及预期。

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)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38,542	55,998	86,111	113,728	营业总收入	67,676	70,898	110,428	129,590
货币资金及交易性金融资产	16,856	31,557	49,157	70,047	营业成本(含金融类)	44,882	49,274	76,196	90,713
经营性应收款项	454	687	1,065	1,262	税金及附加	1,839	1,985	3,092	3,629
存货	19,725	20,425	31,857	38,022	销售费用	3,861	4,750	5,411	6,220
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,250	2,269	3,092	3,369
其他流动资产	1,507	3,330	4,033	4,398	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	16,932	17,232	17,464	17,235	财务费用	-43	-108	-195	-298
长期股权投资	992	992	992	992	加:其他收益	278	312	431	479
固定资产及使用权资产	6,126	5,808	5,473	4,927	投资净收益	162	142	221	259
在建工程	2,890	3,690	4,440	4,940	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,401	2,398	2,395	2,392	减值损失	-522	-503	-500	-500
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	812	812	812	812	营业利润	14,804	12,679	22,985	26,196
其他非流动资产	2,889	2,709	2,529	2,349	营业外净收支	-3	-15	-11	-8
资产总计	55,474	73,230	103,575	130,963	利润总额	14,801	12,664	22,974	26,188
流动负债	17,136	25,181	37,488	44,202	减:所得税	2,437	2,153	4,135	4,714
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,957	1,970	1,545	1,545	净利润	12,365	10,511	18,838	21,474
经营性应付款项	5,889	6,757	10,449	12,439	减:少数股东损益	2,711	1,051	4,144	5,154
合同负债	1,372	1,478	2,286	2,721	归属母公司净利润	9,654	9,460	14,694	16,320
其他流动负债	7,919	14,975	23,207	27,496	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.94	4.85	7.53	8.36
非流动负债	3,546	2,746	1,946	1,146	EBIT	14,886	11,504	18,634	20,736
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	16,120	12,502	19,649	21,762
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.68	30.50	31.00	30.00
租赁负债	3,487	2,687	1,887	1,087	归母净利率(%)	14.26	13.34	13.31	12.59
其他非流动负债	60	60	60	60	收入增长率(%)	28.67	4.76	55.76	17.35
负债合计	20,682	27,927	39,434	45,348	归母净利润增长率(%)	57.23	-2.01	55.33	11.07
归属母公司股东权益	29,619	39,079	53,773	70,093					
少数股东权益	5,173	6,224	10,368	15,522					
所有者权益合计	34,791	45,303	64,141	85,615					
负债和股东权益	55,474	73,230	103,575	130,963					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,329	16,670	19,869	22,236	每股净资产(元)	15.17	20.02	27.54	35.90
投资活动现金流	-2,318	-1,170	-1,037	-546	最新发行在外股份(百万股)	1,952	1,952	1,952	1,952
筹资活动现金流	-3,817	-799	-1,231	-800	ROIC(%)	37.21	21.17	26.00	21.82
现金净增加额	1,998	14,700	17,600	20,890	ROE-摊薄(%)	32.59	24.21	27.33	23.28
折旧和摊销	1,522	997	1,015	1,026	资产负债率(%)	37.28	38.14	38.07	34.63
资本开支	-2,153	-1,392	-1,338	-885	P/E(现价&最新股本摊薄)	41.17	42.01	27.05	24.35
营运资本变动	-6,494	-458	-7,810	-4,436	P/B(现价)	13.42	10.17	7.39	5.67

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>

