

# 疫情下毛利率依然稳健，新海港开业预期持续强化

中国中免 (601888)

## 事件

7月27日晚公司公布中报业绩快报，2022上半年公司实现营业收入276.51亿元，同比下降22.17%；实现归属于上市公司股东净利润39.38亿元，同比下降26.49%，扣非净利润39.28亿元，同比下降25.4%。

## 简评

### 利润略超预期，疫情下展现经营韧性

Q2单季度公司营收108.69亿元（-37.51%），略高于我们预期的105亿元，海南机场离岛人数3-5月单月同比分别下降56%、79%、66%，上半年累计下降37%，导致公司免税门店客流下滑；同时上海地区因疫情防控临时关闭物流网点39天，对公司线上线下业务销售带来了较大冲击。但进入6月份公司销售恢复明显，当月营收同比增长13%。暑期旺季三亚的需求逻辑会不断验证，边际持续向好加速。Q2单季度公司实现扣非净利13.11亿元（去年同期为24.31亿元），其中白云机场退租预计贡献7亿元左右，因此经营净利润约6.11亿元，略高于我们5亿元的预期。

### 折扣力度有效控制，毛利率维持稳定

上半年公司主营业务毛利率较去年下半年环比提高5.5pct至34.04%，公司2022Q1毛利率为34%，即Q2毛利率并未较一季度下降。公司在追求规模、盈利与成长性的同时，更加关注利润水平的提升，不断优化采购条款并积极采取精准营销策略。公司自6月底以来已陆续控制折扣力度，在部分参与方价格战过程中依然稳定了市占率，表明公司对自身盈利的关注度进一步提升。

### 投资建议与盈利预测

公司新海港免税综合体预计国庆前开业，四季度海南传统旺季下有望快速放量爬坡，市场预期较强。我们预计公司22-24年归母净利润为93.22/138.99/188.27亿元，对应公司PE分别为45/30/22倍，维持增持评级。

**风险提示：**疫情反复对来琼旅客以及公司销售造成影响；折扣力度加大影响毛利率；港股流动性导致AH价差影响估值体系风险。

维持

增持

刘乐文

liulewen@csc.com.cn

18861811095

SAC 执证编号：S1440521080003

SFC 中央编号：BPC301

于佳琪

yujiaqibj@csc.com.cn

18817360662

SAC 执证编号：S1440521110003

陈如练

chenrulian@csc.com.cn

15001873769

SAC 执证编号：S1440520070008

SFC 中央编号：BRV097

发布日期：2022年07月27日

当前股价：214.83元

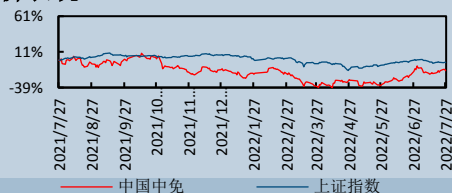
目标价格6个月：250元

### 主要数据

#### 股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1个月	3个月	12个月
7.59/9.8	20.2/6.71	-17.72/-12.19
12月最高/最低价(元)		279.37/153.59
总股本(万股)		195,247.55
流通A股(万股)		195,247.55
总市值(亿元)		4,194.5
流通市值(亿元)		4,194.5
近3月日均成交量(万股)		1,380.43
主要股东		
中国旅游集团有限公司		53.3%

### 股价表现



**重要财务指标**

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	72,268	100,049	125,814
增长率(%)	9.65	28.67	6.79	38.44	25.75
净利润(百万元)	6,140	9,654	9,322	13,899	18,827
增长率(%)	32.64	57.23	-3.44	49.10	35.45
ROE(%)	27.52	32.59	26.13	31.09	33.06
EPS(元/股, 摊薄)	3.14	4.94	4.77	7.12	9.64
P/E(倍)	68.32	43.45	45.00	30.18	22.28
P/B(倍)	18.80	14.16	11.76	9.38	7.37

## 分析师介绍

**刘乐文：**美国约翰霍普金斯大学金融硕士学位，现任中信建投商贸社服行业首席分析师。拥有六年证券研究从业经验，主要研究领域社会服务、商贸零售、医美化妆品等多个服务类板块。

**于佳琪：**上海财经大学统计学学士、硕士，现任中信建投社服商贸行业分析师。拥有四年证券研究从业经验，主要覆盖方向有免税、酒店、旅游、化妆品等多个服务类板块。

**陈如练：**社会服务行业分析师，上海财经大学国际商务硕士，2018 年加入中信建投证券研究发展部，曾有 2 年国有资本风险投资经验。目前专注于免税、餐饮、酒店、旅游等细分板块研究。2018、2019、2020 年 Wind 金牌分析师团队成员，2019 年新浪金麒麟最佳分析师团队成员。

## 评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)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而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

## 一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

### 中信建投证券研究发展部

北京  
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层  
 电话:(8610) 8513-0588  
 联系人:李祉瑶  
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海  
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室  
 电话:(8621) 6882-1600  
 联系人:翁起帆  
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳  
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层  
 电话:(86755) 8252-1369  
 联系人:曹莹  
 邮箱:caoying@csc.com.cn

### 中信建投(国际)

香港  
 中环交易广场2期18楼  
 电话:(852) 3465-5600  
 联系人:刘泓麟  
 邮箱:charleneliu@csci.hk