

信义山证 汇通天下

证券研究报告

旅游服务

中国中免 (601888.SH)

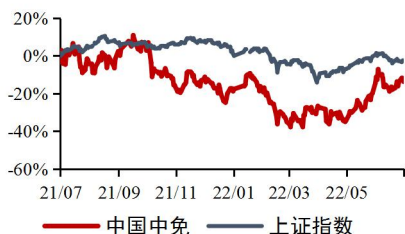
增持-B(维持)

疫情冲击下毛利率环比提升，公司盈利能力持续增强

2022年7月28日

公司研究/动态分析

公司近一年市场表现



市场数据：2022年7月27日

收盘价(元):	214.83
总股本(亿股):	19.52
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	4,194.50

基础数据：2022年3月31日

每股净资产(元):	18.91
每股资本公积(元):	0.96
每股未分配利润(元):	14.29

分析师:

张晓霖

执业登记编码: S0760521010001

电话: 010-83496309

邮箱: zhangxiaolin@sxzq.com

投资要点:

➢ 受疫情影响二季度经营情况同比、环比下滑。22H1 公司实现营收 276.51 亿元 (-22.17%); Q2 营收 108.69 亿元 (-37.51%), 环比下降 35.24%; 归母净利润 39.38 亿元 (-26.49%); Q2 归母净利润 13.75 亿元 (-45.22%), 环比下降 46.36。预计白云机场退租 7 亿元左右, Q2 净利润 6.11 亿元 (-73.11%)。22H1 经营情况下滑系期内国内疫情多点散发、多地频发对公司日常经营造成短期影响, 海南机场离岛人数 3-5 月单月同比下降 56%、79%、66%, 上半年累计下降 37%, 公司免税门店客流尤其海南地区同比大幅下滑; 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较大冲击。

➢ 6 月复工复产提振免税消费拐点初显。自 5 月下旬开始, 随着国内疫情缓解, 特别是上海地区复工复产、海南等多地消费券发放等一系列刺激消费和稳增长政策的密集出台, 国内跨省旅游的恢复, 公司门店销售得到明显回升。进入 6 月, 公司销售环比大幅提升, 当月营收同比增长 13%。据海口海关统计, 今年上半年, 海口海关监管离岛免税商品销售额(不含会员购) 211.6 亿元, 同比降 21%, 购物人数 257 万, 同比降 33%。

➢ 提质增效, 期内毛利率水平环比改善。22H1 公司主营业务毛利率较去年下半年环比提高 5.5 个百分点, 22Q1 毛利率为 34%, 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, 通过优化采购条款并积极采取精准营销策略, 保证商品价格和利润平衡稳定。

盈利预测、估值分析和投资建议: 预计公司 2022-2024 年归母净利润 98.69/140.16/183.48 亿元, 同比增长 2.2%/42%/30.9%, 对应 EPS 为 5.05/7.18/9.40 元, PE 为 39.8/28/21.4 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 居民消费需求不及预期风险; 免税政策变化风险。

财务数据与估值:

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	77,150	101,067	126,839
YoY(%)	9.7	28.7	14.0	31.0	25.5
净利润(百万元)	6,140	9,654	9,869	14,016	18,348
YoY(%)	32.6	57.2	2.2	42.0	30.9
毛利率(%)	40.6	33.7	33.0	37.0	38.0
EPS(摊薄/元)	3.14	4.94	5.05	7.18	9.40
ROE(%)	28.0	35.5	26.9	28.5	27.9
P/E(倍)	64.0	40.7	39.8	28.0	21.4
P/B(倍)	17.6	13.3	10.7	8.1	6.0
净利率(%)	11.7	14.3	12.8	13.9	14.5

数据来源: 晨闻, 山西证券研究所

请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30971	38542	49655	63766	87978
现金	14706	16856	27422	31984	53284
应收票据及应收账款	129	106	162	189	251
预付账款	256	348	340	561	570
存货	14733	19725	19960	28923	31451
其他流动资产	1148	1507	1772	2109	2421
非流动资产	10948	16932	17532	18872	20168
长期投资	791	992	1262	1539	1820
固定资产	1591	1843	2594	3684	4669
无形资产	2449	2401	2577	2798	3049
其他非流动资产	6118	11696	11099	10851	10629
资产总计	41919	55474	67187	82638	108145
流动负债	15661	17136	20030	20635	26332
短期借款	417	411	411	411	411
应付票据及应付账款	4327	5880	5875	8605	9279
其他流动负债	10917	10845	13743	11619	16641
非流动负债	79	3546	3546	3546	3546
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	79	3546	3546	3546	3546
负债合计	15741	20682	23576	24181	29878
少数股东权益	3871	5173	7052	9722	13217
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	1982	1870	1870	1870	1870
留存收益	18697	26398	34410	45911	60926
归属母公司股东权益	22308	29619	36559	48735	65051
负债和股东权益	41919	55474	67187	82638	108145

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8202	8329	15589	7703	24593
净利润	7337	12365	11749	16686	21842
折旧摊销	516	480	578	740	926
财务费用	-545	-43	-331	-420	-751
投资损失	-16	-162	-299	-361	-209
营运资金变动	200	-6494	3891	-8943	2786
其他经营现金流	711	2183	0	0	0
投资活动现金流	-3814	-2318	-880	-1720	-2012
筹资活动现金流	-1383	-3817	-4144	-1420	-1280
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.14	4.94	5.05	7.18	9.40
每股经营现金流(最新摊薄)	4.20	4.27	7.98	3.95	12.60
每股净资产(最新摊薄)	11.43	15.17	18.72	24.96	33.32

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	52597	67676	77150	101067	126839
营业成本	31221	44882	51691	63672	78640
营业税金及附加	1083	1839	1502	2106	2793
营业费用	8847	3861	7715	12431	15601
管理费用	1637	2250	2700	3537	4439
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-545	-43	-331	-420	-751
资产减值损失	-909	-499	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	16	162	299	361	209
营业利润	9694	14804	14171	20101	26326
营业外收入	4	17	28	29	20
营业外支出	26	20	44	26	29
利润总额	9672	14801	14155	20103	26316
所得税	2335	2437	2406	3418	4474
税后利润	7337	12365	11749	16686	21842
少数股东损益	1197	2711	1880	2670	3495
归属母公司净利润	6140	9654	9869	14016	18348
EBITDA	9772	14800	14094	19977	25988

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	9.7	28.7	14.0	31.0	25.5
营业利润(%)	36.4	52.7	-4.3	41.8	31.0
归属于母公司净利润(%)	32.6	57.2	2.2	42.0	30.9
获利能力					
毛利率(%)	40.6	33.7	33.0	37.0	38.0
净利率(%)	11.7	14.3	12.8	13.9	14.5
ROE(%)	28.0	35.5	26.9	28.5	27.9
ROIC(%)	30.9	34.1	27.7	30.3	30.2
偿债能力					
资产负债率(%)	37.5	37.3	35.1	29.3	27.6
流动比率	2.0	2.2	2.5	3.1	3.3
速动比率	1.0	1.0	1.4	1.6	2.1
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.4	1.3	1.3	1.3
应收账款周转率	113.3	576.8	576.8	576.8	576.8
应付账款周转率	7.9	8.8	8.8	8.8	8.8
估值比率					
P/E	64.0	40.7	39.8	28.0	21.4
P/B	17.6	13.3	10.7	8.1	6.0
EV/EBITDA	39.1	26.1	26.7	18.7	13.7

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴
世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业
园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海
国际中心七层
电话：010-83496336

