

证券研究报告
公司研究
公司点评
中国中免 (601888)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**

范欣悦 社服零售行业首席分析师

执业编号: S1500521080001

联系电话: 15201927096

邮箱: fanxinyue@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

疫情短期扰动，恢复正在进行

2022年07月28日

事件: 公司发布业绩快报, 22H1 实现收入 276.5 亿元、同减 22.2%, 实现归母净利润 39.4 亿元、同减 26.5%, 实现扣非后归母净利润 39.3 亿元、同减 25.4%, 实现每股收益 2.0168 元/股、同减 26.5%。

点评:

- **疫情反复影响客流及物流网点，带来收入下滑。**受疫情反复影响，海南机场离岛人数 3~5 月分别同比下降 56%/79%/66%，根据海口海关数据，22Q2 海南离岛免税购物金额 64.4 亿元，同减 52.5%。另外，上海疫情造成物流网点临时关闭 39 天，对日上直邮造成影响。22Q2 公司实现收入 108.7 亿元、同减 37.5%。5 月下旬开始，随着疫情得以控制，特别是上海地区复工复产、海南首届国际离岛免税购物节启动及配套发放消费券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，门店销售显著回暖；6 月，公司销售环比明显改善、同比增长 13%。
- **疫情逐步改善，业绩有望向好。**7 月 13~27 日两周三亚凤凰机场累计进出港航班架次 4764 架次，环比增加 39.4%，预计海南客流环比改善显著。随着疫情向好，公司 H2 有望持续恢复。
- **毛利环比小幅提升。**22Q2，公司毛利率 34.1%，21Q2-22Q1 公司毛利率分别为 37.5%/31.3%/26.4%/34.0%，21Q4-22Q2 毛利率持续改善。
- **剔除补充协议利润增厚，估计 Q2 经营性净利润约 7 亿元。**22Q2，公司实现归母净利润 13.74 亿元、同减 45.3%，若剔除我们估计的白云机场补充协议带来利润增厚约 7 亿元，22Q2 实际经营性利润约 7 亿元。
- **投资建议：在 Q2 国内疫情反复的背景下，22H1 业绩略好于预期，随着疫情向好，海南客流和销售有望持续改善。H2 海口国际免税城的开业有望形成催化。考虑疫情的影响，下调 22~24 年每股收益至 4.47/6.95/8.72 元/股，当前股价对应 PE48x/31x/25x，维持“买入”评级。**
- **风险提示：**疫情反复对旅游出行和免税消费的负面影响；宏观经济下行造成消费低预期的风险。

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	52,598	67,676	71,607	102,680	140,491
增长率 YoY %	8.2%	28.7%	5.8%	43.4%	36.8%
归属母公司净利润(百万元)	6,140	9,654	8,720	13,561	17,028
增长率 YoY%	32.6%	57.2%	-9.7%	55.5%	25.6%
毛利率%	40.6%	33.7%	36.1%	38.0%	40.1%
净资产收益率ROE%	27.5%	32.6%	24.3%	29.0%	28.2%
EPS(摊薄)(元)	3.14	4.94	4.47	6.95	8.72
市盈率 P/E(倍)	68.32	43.45	48.10	30.93	24.63
市净率 P/B(倍)	18.80	14.16	11.68	8.97	6.95

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 07 月 27 日收盘价

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
流动资产	30,979	38,542	44,682	61,879	83,173	
货币资金	14,713	16,856	22,855	31,610	43,187	
应收票据	0	0	0	0	0	
应收账款	129	106	112	161	220	
预付账款	256	348	355	494	653	
存货	14,733	19,725	19,804	27,674	36,703	
其他	1,148	1,507	1,556	1,941	2,410	
非流动资产	10,949	16,932	18,726	20,455	22,191	
长期股权投资	791	992	1,192	1,392	1,592	
固定资产	1,591	1,843	1,987	2,061	2,137	
无形资产	2,449	2,401	2,451	2,506	2,567	
其他	6,118	11,696	13,096	14,496	15,896	
资产总计	41,928	55,474	63,408	82,334	105,364	
流动负债	15,663	17,136	17,130	23,282	30,492	
短期借款	417	411	400	400	400	
应付票据	0	0	0	0	0	
应付账款	4,327	5,880	5,993	8,339	11,031	
其他	10,919	10,845	10,737	14,543	19,062	
非流动负债	79	3,546	3,546	3,546	3,546	
长期借款	0	0	0	0	0	
其他	79	3,546	3,546	3,546	3,546	
负债合计	15,742	20,682	20,676	26,829	34,039	
少数股东权益	3,871	5,173	6,826	8,751	10,948	
归属母公司	22,314	29,619	35,906	46,755	60,377	
负债和股东权益	41,928	55,474	63,408	82,334	105,364	

重要财务指标		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	52,598	67,676	71,607	102,680	140,491	
同比 (%)	8.2%	28.7%	5.8%	43.4%	36.8%	
归属母公司净利润	6,140	9,654	8,720	13,561	17,028	
同比	32.6%	57.2%	-9.7%	55.5%	25.6%	
毛利率 (%)	40.6%	33.7%	36.1%	38.0%	40.1%	
ROE%	27.5%	32.6%	24.3%	29.0%	28.2%	
EPS (摊薄)(元)	3.14	4.94	4.47	6.95	8.72	
P/E	68.32	43.45	48.10	30.93	24.63	
P/B	18.80	14.16	11.68	8.97	6.95	
EV/EBITDA	41.99	25.31	35.37	21.67	16.96	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
营业总收入	52,598	67,676	71,607	102,680	140,491	
营业成本	31,221	44,882	45,746	63,653	84,198	
营业税金及附加	1,084	1,839	1,201	1,697	1,888	
销售费用	8,847	3,861	10,835	15,800	27,738	
管理费用	1,638	2,250	2,221	3,057	3,784	
研发费用	0	0	0	0	0	
财务费用	-545	-43	-247	-300	-336	
减值损失合	-909	-499	-300	-300	-300	
投资净收益	16	162	0	0	0	
其他	234	256	210	220	230	
营业利润	9,694	14,804	11,761	18,692	23,150	
营业外收支	-22	-3	0	0	0	
利润总额	9,672	14,801	11,761	18,692	23,150	
所得税	2,335	2,437	1,389	3,206	3,925	
净利润	7,336	12,365	10,373	15,486	19,225	
少数股东损益	1,197	2,711	1,653	1,925	2,197	
归属母公司净利润	6,140	9,654	8,720	13,561	17,028	
EBITDA	9,648	16,120	11,367	18,147	22,501	
EPS (当年)	3.14	4.94	4.47	6.95	8.72	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	
经营活动现金流	8,201	8,329	11,925	15,059	18,786	
净利润	7,336	12,365	10,373	15,486	19,225	
折旧摊销	516	1,522	1,506	1,681	1,885	
财务费用	333	206	182	182	182	
投资损失	-16	-162	0	0	0	
营运资金变动	199	-6,494	-436	-2,590	-2,806	
其它	-167	893	300	300	300	
投资活动现金流	-3,814	-2,318	-3,300	-3,410	-3,621	
资本支出	-1,233	-2,153	-3,100	-3,210	-3,421	
长期投资	-2,607	-188	-200	-200	-200	
其他	26	24	0	0	0	
筹资活动现金流	-1,383	-3,817	-2,626	-2,894	-3,588	
吸收投资	39	51	0	0	0	
借款	255	0	-11	0	0	
支付利息或股息	-1,658	-3,431	-1,926	-2,894	-3,588	
现金流净增加额	2,673	1,998	5,999	8,754	11,577	

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙懂	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。