

# 中国中免（601888）2022年半年度业绩快报点评：疫情影响下经营韧性强，盈利能力边际改善

2022年7月28日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

**事件：**中国中免发布 2022 年半年度业绩快报，公司上半年实现营收 276.5 亿元，同比-22.17%；实现归母净利润 39.38 亿元，同比-26.49%。

上半年受全国多地疫情影响离岛免税业务承压，机场渠道仍未恢复。全国多地疫情爆发对居民出行带来严重阻碍，海南机场离岛人数 3-5 月分别同比-56%、-79%和-66%，上半年累计下降 37%。客流大幅下降的背景下，上半年离岛免税购物金额同比-21%，其中 Q2 同比-51.2%，受疫情拖累严重。上海地区疫情防控临时关闭物流网点 39 天，对公司线上线下业务均带来较大冲击。全球疫情形势仍较为严峻，机场渠道持续承压。由此公司上半年营收同比-22.17%，其中 Q2 实现营收 108.7 亿元，同比-37.5%。

**折扣力度缩减毛利率边际改善，机场租金减免带来利润边际增厚。**公司通过优化采购条款，采取积极营销策略等方式来稳定利润水平。随着 22 年 H1 离岛免税折扣力度大幅缩减，毛利率环比去年下半年上升 5.5pct.，边际改善明显，但仍低于 21 年同期 3.4pct.，仍有较大改善空间。公司与广州白云机场签订补充协议，退还租金约 7.5 亿元，带来利润增厚约 7 亿元。由此 22 年 H1 实现归母净利润同比-26.5%，其中 Q2 实现归母净利润 13.75 亿元，同比-45.2%，净利率 12.6%，若剔除租金影响，净利率约为 6.2%，基本与 21 年 Q4 持平。未来随着疫情扰动减弱折扣力度将恢复至正常水平，且考虑到维持有限竞争格局是行业最良性的发展状态，预计未来牌照不会大范围放开，而公司处于龙头地位，本着运营商与品牌方互利共赢的原则，长期看折扣力度和毛利率将维持在适度水平。

**短期关注疫情扰动减弱复苏通道开启后公司业绩的边际改善，中长期关注出入境开放和市内店政策落地。**随着疫情逐渐缓解，公司 6 月份营收同比正增长 13%，环比 4/5 月份显著改善。第二届消博会于 7 月 26-30 日在海口举办，叠加暑期来临以及防疫管控的放宽，我们认为前期受疫情影响压制的旅游消费需求有望集中释放，海南游客有望快速恢复，预计公司下半年业绩会有较大边际改善。以中免为运营主体的海口免税城下半年开业，预计零售面积达到 15 万平方米，将超越三亚国际免税城成为全球最大的旅游零售综合体，能够弥补公司在海口大面积免税店缺失的空白，扩大公司经营版图，并将成为公司又一增长点。机场渠道关注全球疫情回暖下出入境的恢复带来的巨大复苏空间。长期关注疫情过后市内店向国人开放政策落地带来的增量市场。

**盈利预测：**公司业绩短期受疫情影响较大，但随着疫情扰动减弱复苏通道已开启，公司作为行业龙头将充分享受行业增长红利，短期疫情好转下离岛免税边际改善空间大，中长期机场渠道复苏和市内店落地带来巨大增量空间。预计公司 22-24 年归母净利润为 93.9、142.7 和 186.1 亿元，EPS 为 4.8、7.3 和 9.5 元。对应 22-24 年 PE 为 45、29 和 23 倍，维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**超预期政策，国内疫情反复，离岛免税竞争加剧。

## 财务指标预测

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,596.84	67,675.52	74,846.16	101,613.14	128,366.32

## 公司简介：

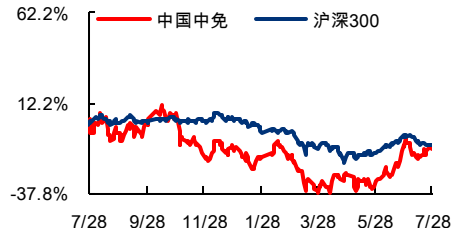
中国中免为目前国内免税零售龙头，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 交易数据

52 周股价区间（元）	278.2-156.1
总市值（亿元）	4,295.06
流通市值（亿元）	4,295.06
总股本/流通 A 股（万股）	195,248/195,248
流通 B 股/H 股（万股）	-/-
52 周日均换手率	1.35

## 52 周股价走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 分析师：刘田田

010-66554038

liutt@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480521010001

## 研究助理：魏宇萌

010-66555446

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480120070031

---

增长率 (%)	9.65%	28.67%	10.60%	35.76%	26.33%
归母净利润 (百万元)	6,139.94	9,653.74	9,389.58	14,272.18	18,611.12
增长率 (%)	35.49%	68.54%	4.25%	46.03%	27.89%
净资产收益率 (%)	27.52%	32.59%	24.54%	27.69%	26.99%
每股收益(元)	3.14	4.94	4.81	7.31	9.53
PE	68.31	43.45	44.67	29.39	22.54
PB	18.80	14.16	10.96	8.14	6.08

资料来源：公司财报、东兴证券研究所



附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产合计</b>	30971	38542	51519	70866	95106	<b>营业收入</b>	52597	67676	74846	101613	128366
货币资金	14706	16856	31073	42387	58523	<b>营业成本</b>	31221	44882	51125	66824	83237
应收账款	129	106	1435	1949	2462	营业税金及附加	1083	1839	1123	1524	1925
其他应收款	865	838	927	1258	1590	营业费用	8847	3861	5988	8637	11553
预付款项	256	348	-163	-832	-1664	管理费用	1637	2250	2620	3556	4493
存货	14733	19725	16808	21970	27366	财务费用	-545	-43	-403	-474	-645
其他流动资产	281	667	1384	4061	6736	研发费用	0	0	0	0	0
<b>非流动资产合计</b>	10948	16932	15997	15614	15202	资产减值损失	-908.7	-498.93	-703.82	-601.38	-652.60
长期股权投资	791	992	992	992	992	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1591	1843	3107	3596	3692	投资净收益	15.86	162.33	89.10	125.71	107.41
无形资产	2449	2401	2307	2219	2136	加: 其他收益	214.39	277.71	246.05	261.88	253.96
其他非流动资产	552	570	0	0	0	<b>营业利润</b>	9694	14804	15433	22535	28818
<b>资产总计</b>	41919	55474	67515	86480	110308	营业外收入	4.22	17.10	17.10	17.10	17.10
<b>流动负债合计</b>	15661	17136	17090	18225	19189	营业外支出	26.49	20.16	20.16	20.16	20.16
短期借款	417	411	0	0	0	<b>利润总额</b>	9672	14801	15430	22532	28815
应付账款	4327	5880	7003	9154	11402	所得税	2335	2437	2540	3709	4744
预收款项	6	9	-740	-1756	-3039	<b>净利润</b>	7337	12365	12890	18822	24071
一年内到期的非流动负债	0	1545	1545	1545	1545	少数股东损益	1197	2711	3500	4550	5460
<b>非流动负债合计</b>	79	3546	3491	3491	3491	归属母公司净利润	6140	9654	9390	14272	18611
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>负债合计</b>	15741	20682	20581	21716	22680	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	3871	5173	8673	13223	18683	营业收入增长	9.65%	28.67%	10.60%	35.76%	26.33%
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	36.37%	52.72%	4.24%	46.02%	27.88%
资本公积	1982	1870	1870	1870	1870	归属于母公司净利润增长	32.64%	57.23%	-2.74%	52.00%	30.40%
未分配利润	17648	25347	33704	46406	62970	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东权益合计	22308	29619	38261	51542	68945	毛利率(%)	40.64%	33.68%	31.69%	34.24%	35.16%
<b>负债和所有者权益</b>	41919	55474	67515	86480	110308	净利率(%)	13.95%	18.27%	17.22%	18.52%	18.75%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
						ROE(%)					
						27.52%					
						32.59%					
						24.54%					
						27.69%					
						26.99%					
<b>经营活动现金流</b>	8202	8329	13714	11261	16096	<b>偿债能力</b>					
净利润	7337	12365	12890	18822	24071	资产负债率(%)	38%	37%	30%	25%	21%
折旧摊销	515.63	479.75	472.21	539.54	568.68	流动比率	1.98	2.25	3.01	3.89	4.96
财务费用	-545	-43	-403	-474	-645	速动比率	1.04	1.10	2.03	2.68	3.53
应收账款减少	671	23	-1329	-513	-513	<b>营运能力</b>					
预收账款增加	-99	3	-748	-1016	-1284	总资产周转率	1.45	1.39	1.22	1.32	1.30
<b>投资活动现金流</b>	-3814	-2318	980	293	325	应收账款周转率	113	577	97	60	58
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.38	13.26	11.62	12.58	12.49
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	16	162	89	126	107	每股收益(最新摊薄)	3.14	4.94	4.81	7.31	9.53
<b>筹资活动现金流</b>	-1383	-3817	-478	-240	-285	每股净现金流(最新摊薄)	1.54	1.12	7.28	5.79	8.26
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	11.43	15.17	19.60	26.40	35.31
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	68.31	43.45	44.67	29.39	22.54
资本公积增加	-1870	-112	0	0	0	P/B	18.80	14.16	10.96	8.14	6.08
<b>现金净增加额</b>	3005	2194	14216	11314	16137	EV/EBITDA	42.82	26.97	25.35	16.83	12.65

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：赴港 IPO 重启拓展海外市场，巩固免税龙头地位	2022-07-02
公司深度报告	中国中免（601888）：复苏之风渐起，免税龙头鹏程万里	2022-03-04
公司普通报告	中国中免（601888）：短期受疫情扰动较大，长期看好赛道持续增长	2022-01-18
公司普通报告	中国中免（601888）：收购港中旅资产，巩固全渠道免税龙头地位	2021-12-16
公司普通报告	中国中免（601888）：短期业绩受疫情扰动，免税龙头长期空间广阔	2021-11-01
公司普通报告	中国中免（601888）：进入淡季但活力不减，多方布局巩固龙头地位	2021-08-28
行业普通报告	社会服务行业：疫情管控边际宽松，出行市场复苏可期	2022-06-30
行业深度报告	社会服务行业：把握后疫情时代的复苏机会	2022-03-10
行业普通报告	社会服务行业报告：政府工作报告继续关注服务业帮扶与稳就业政策	2022-03-07
行业普通报告	春节旅游数据：旅游市场整体平稳，关注酒店和免税板块	2022-02-07
行业普通报告	商社行业：直播电商监管加强，关注品牌方自播建设	2021-12-27
行业深度报告	商贸零售&社会服务行业 2022 年度投资策略：聚焦高品质龙头	2021-12-07
行业普通报告	商社行业：政策与市场基础兼备，关注人力资源服务赛道	2021-08-01

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘田田

对外经济贸易大学金融硕士，2019年1月加入东兴证券研究所，现任大消费组组长、纺服&轻工行业首席分析师。2年买方经验，覆盖大消费行业研究，具备买方研究思维。

## 研究助理简介

### 魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所，商贸零售与社会服务行业研究助理，主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内，与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街5号新盛大厦B座16层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路6009号新世界中心46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526