

中国中免 (601888)

证券研究报告

2022年07月30日

发布 2022 年半年度业绩快报, Q2 实现业绩 13.7 亿超预期, 6 月以来客流恢复销售回升明显

事件: 公司发布 2022 年半年度业绩快报。经初步核算, 2022 年上半年公司实现营业收入 276.5 亿元, 同比减少 22%, 实现归母净利润 39.4 亿元, 同比减少 26%。分季度来看, 2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 167.8/108.7 亿元, 分别同比减少 7%/38%, 分别实现归母净利润 25.6/13.7 亿元, 分别同比减少 10%/45%。

22 年向管理要效益, Q2 毛利率与 Q1 持平。 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, 保证商品价格和利润平衡稳定。2022 年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%, 并预期持续保持稳定。结合公司一季报披露, 2022Q1 主营业务毛利率为 34%, 因此 2022 年 Q2 在疫情影响线上占比提升的背景下, 公司毛利率实现环比 Q1 持平表现出强大的经营韧性。我们认为公司与供应商关系进一步深化, 同时规模增大后与上游供应商的谈判影响力逐步增强, 未来有望紧密围绕免税主业, 着力抓好关键市场, 预期利润端有望持续改善。

上半年多地散发疫情冲击公司经营, 疫情缓解促消费政策出台 6 月销售回升明显。 国内疫情多点散发、多地频发对公司的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尤其是海南地区同比大幅下滑; 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。但是自 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%。

投资建议: 目前来看, 国内多点散发疫情影响已逐步缓解, 6 月以来海南客流恢复明显, 我们认为随着海南省一系列促消费政策出台, 海南免税市场有望继续扩容, 同时叠加新海港计划年内开业, 品类丰富服务提升, 预计有效提振进店人数、转化率与客单价, 为公司带来全新增量。考虑到二季度疫情影响, 我们调整公司 22-24 年盈利预测为 104/144/181 亿元 (前值 115/135/160 亿元), 当前股价对应 PE 分别为 40x/28x/23x, 持续推荐。

风险提示: 疫情反复风险、政策变动风险、新项目开业不及预期、业绩快报仅为初步测算结果, 具体数据以公司发布的半年报为准等

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,596.84	67,675.52	80,012.76	98,015.63	117,618.76
增长率(%)	9.65	28.67	18.23	22.50	20.00
EBITDA(百万元)	11,047.69	15,739.84	16,708.22	22,591.84	28,274.86
净利润(百万元)	6,139.94	9,653.74	10,368.19	14,400.61	18,077.37
增长率(%)	32.64	57.23	7.40	38.89	25.53
EPS(元/股)	3.14	4.94	5.31	7.38	9.26
市盈率(P/E)	66.75	42.45	39.53	28.46	22.67
市净率(P/B)	18.37	13.84	11.04	8.73	6.90
市销率(P/S)	7.79	6.06	5.12	4.18	3.48
EV/EBITDA	48.61	26.09	22.80	16.90	12.75

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/旅游零售 II
6 个月评级	买入 (维持评级)
当前价格	209.9 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股股本(百万股)	1,952.48
A 股总市值(百万元)	409,824.62
流通 A 股市值(百万元)	409,824.62
每股净资产(元)	16.43
资产负债率(%)	33.48
一年内最高/最低(元)	279.37/153.59

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号: S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 《中国中免-年报点评报告:21 年归母净利润同增 57%, 短期疫情影响客流, 未来新店开业+品牌扩容海南免税空间可期》2022-04-25
- 《中国中免-公司点评:发布 2022 年 1-2 月经营情况公告, 紧抓免税主业收入业绩创纪录双增》2022-03-13
- 《中国中免-公司点评:21 全年实现归母净利润 95.9 亿元同增 56%, 22 年重视利润指标考核有望带来盈利改善》2022-01-23

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,706.21	16,856.20	31,406.15	32,464.15	56,657.79
应收票据及应收账款	128.68	105.99	1,446.49	662.07	764.24
预付账款	255.60	347.99	1,018.51	233.45	1,244.05
存货	14,733.02	19,724.70	16,574.29	29,205.08	25,208.39
其他	1,147.68	1,506.82	1,962.70	1,778.34	2,504.70
流动资产合计	30,971.19	38,541.69	52,408.14	64,343.08	86,379.17
长期股权投资	791.26	991.69	991.69	991.69	991.69
固定资产	1,590.53	1,843.30	1,637.33	1,431.36	1,225.39
在建工程	1,233.18	2,889.94	2,889.94	2,889.94	2,889.94
无形资产	2,448.76	2,401.32	2,357.92	2,314.53	2,271.13
其他	4,884.45	8,805.78	5,562.69	5,989.20	6,267.36
非流动资产合计	10,948.18	16,932.03	13,439.58	13,616.73	13,645.52
资产总计	41,919.37	55,473.73	65,847.72	77,959.81	100,024.69
短期借款	417.36	411.34	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	4,326.74	5,879.91	7,116.99	8,082.81	9,747.67
其他	10,011.23	9,473.25	13,556.77	12,313.77	16,679.74
流动负债合计	14,755.33	15,764.50	20,673.77	20,396.58	26,427.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.50	3,546.20	1,347.04	1,657.58	2,183.61
非流动负债合计	79.50	3,546.20	1,347.04	1,657.58	2,183.61
负债合计	15,740.53	20,682.34	22,020.81	22,054.16	28,611.02
少数股东权益	3,871.13	5,172.60	6,702.37	8,973.96	11,982.70
股本	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48
资本公积	1,982.07	1,870.30	1,870.30	1,870.30	1,870.30
留存收益	18,697.46	26,397.81	33,568.93	43,506.66	56,030.43
其他	(324.29)	(601.79)	(267.17)	(397.75)	(422.24)
股东权益合计	26,178.84	34,791.39	43,826.91	55,905.65	71,413.67
负债和股东权益总计	41,919.37	55,473.73	65,847.72	77,959.81	100,024.69

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,336.52	12,364.63	10,368.19	14,400.61	18,077.37
折旧摊销	515.63	479.75	249.36	249.36	249.36
财务费用	332.75	206.03	(305.95)	(459.33)	(640.93)
投资损失	(15.86)	(162.33)	(89.10)	(125.71)	(107.41)
营运资金变动	684.27	(6,264.15)	6,706.74	(11,441.84)	8,207.30
其它	(651.03)	1,704.89	2,211.79	3,291.73	4,342.95
经营活动现金流	8,202.27	8,328.82	19,141.03	5,914.82	30,128.65
资本支出	1,923.71	(1,168.51)	2,199.16	(310.54)	(526.03)
长期投资	536.57	200.43	0.00	0.00	0.00
其他	(6,274.38)	(1,349.45)	(2,110.06)	436.25	633.43
投资活动现金流	(3,814.10)	(2,317.53)	89.10	125.71	107.41
债权融资	738.70	1,581.98	(1,135.71)	631.05	869.89
股权融资	(4,271.17)	(3,317.98)	(3,544.46)	(5,613.60)	(6,912.30)
其他	2,149.67	(2,081.05)	0.00	0.00	(0.00)
筹资活动现金流	(1,382.81)	(3,817.04)	(4,680.17)	(4,982.55)	(6,042.41)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	3,005.35	2,194.25	14,549.95	1,057.99	24,193.64

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	52,596.84	67,675.52	80,012.76	98,015.63	117,618.76
营业成本	31,220.61	44,882.36	52,488.37	62,730.01	74,570.29
营业税金及附加	1,083.29	1,839.44	1,451.04	2,028.92	2,283.86
销售费用	8,846.63	3,860.94	7,913.26	8,625.38	9,879.98
管理费用	1,637.14	2,249.86	2,494.16	3,015.94	3,619.13
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(545.28)	(42.52)	(305.95)	(459.33)	(640.93)
资产/信用减值损失	(890.59)	(522.25)	(706.42)	(614.33)	(660.38)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.86	162.33	89.10	125.71	107.41
其他	1,535.12	440.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	9,694.06	14,804.47	15,354.56	21,586.10	27,353.45
营业外收入	4.22	17.10	23.46	29.88	26.67
营业外支出	26.49	20.16	36.59	39.95	38.27
利润总额	9,671.78	14,801.40	15,341.44	21,576.02	27,341.86
所得税	2,335.27	2,436.77	2,761.46	3,883.68	4,921.53
净利润	7,336.52	12,364.63	12,579.98	17,692.34	22,420.32
少数股东损益	1,196.58	2,710.89	2,211.79	3,291.73	4,342.95
归属于母公司净利润	6,139.94	9,653.74	10,368.19	14,400.61	18,077.37
每股收益(元)	3.14	4.94	5.31	7.38	9.26

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.65%	28.67%	18.23%	22.50%	20.00%
营业利润	36.37%	52.72%	3.72%	40.58%	26.72%
归属于母公司净利润	32.64%	57.23%	7.40%	38.89%	25.53%
获利能力					
毛利率	40.64%	33.68%	34.40%	36.00%	36.60%
净利率	11.67%	14.26%	12.96%	14.69%	15.37%
ROE	27.52%	32.59%	27.93%	30.68%	30.42%
ROIC	88.98%	157.53%	103.62%	211.38%	115.52%
偿债能力					
资产负债率	37.55%	37.28%	33.44%	28.29%	28.60%
净负债率	-54.58%	-42.82%	-70.48%	-56.84%	-78.06%
流动比率	1.98	2.25	2.54	3.15	3.27
速动比率	1.04	1.10	1.73	1.72	2.31
营运能力					
应收账款周转率	113.26	576.79	103.08	92.97	164.93
存货周转率	4.62	3.93	4.41	4.28	4.32
总资产周转率	1.45	1.39	1.32	1.36	1.32
每股指标(元)					
每股收益	3.14	4.94	5.31	7.38	9.26
每股经营现金流	4.20	4.27	9.80	3.03	15.43
每股净资产	11.43	15.17	19.01	24.04	30.44
估值比率					
市盈率	66.75	42.45	39.53	28.46	22.67
市净率	18.37	13.84	11.04	8.73	6.90
EV/EBITDA	48.61	26.09	22.80	16.90	12.75
EV/EBIT	50.03	26.49	23.14	17.09	12.87

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com