

中国中免 (601888)

海南疫情致使 8 月离岛免税销售承压，情绪触底孕育边际改善

买入 (维持)

2022 年 08 月 14 日

证券分析师 吴劲草

执业证书: S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书: S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书: S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	67,676	67,758	108,910	127,442
同比	29%	0.12%	61%	17%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	8,773	14,486	16,043
同比	57%	-9%	65%	11%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	4.94	4.49	7.42	8.22
P/E (现价&最新股本摊薄)	39.57	43.55	26.37	23.81

投资要点

- **事件:** 2022 年 8 月 1 日 0 时至 8 月 12 日 24 时, 本轮海南疫情累计报告本土确诊病例 3315 例, 本土无症状感染者 3084 例。
- **本轮首先发现于 8 月 1 日、始于三亚的海南疫情仍处于快速发展期。** 8 月 1 日至 8 月 12 日 24 时, 海南省本轮疫情累计报告本土确诊病例 3315 例, 本土无症状感染者 3084 例; 其中三亚累计确诊 2633 例、无症状感染者 2826 例, 占海南省累计报告病例 85% 以上。毒株为奥密克戎变异株 BA.5.1.3, 为国内首次报道。经海南省疫情防控指挥部研判仍处于快速发展期, 呈现一定程度上从三亚向其他地市外溢的情况。
- **疫情影响下海南赴岛游基本冻结, 预计离岛免税销售 8 月承压。** 自 2020 年 7 月离岛免税新政实施后, 经过一年的红利释放期, 免税购物金额与海南旅客数量走势逐渐同步, 呈现同涨同跌、涨跌幅基本一致的情况。根据对三亚凤凰、海口美兰两机场的进港客流数据跟踪来看, 8 月以来两场客流下滑较大, 预计 8 月离岛免税销售同步承压。
- **免税商积极引流线上直邮平台, 对应疫情冲击。** 三亚海旅免税店/中免三亚国际免税城/海控全球精品免税城分别自 8 月 4 日/5 日/8 日临时闭店, 纷纷发力线上平台, 以应对疫情冲击。中免 CDF 会员购海南开启 8 月 8 日-16 日的“热 8 购物节”, 引导无法现场购物的消费者到线上下单直邮。根据海南省商务厅提供数据, 7 月海南离岛免税店线上销售额约 10 亿元级别。在进一步的流量投放和促销引导下, 海南的离岛免税店销售将在疫情影响下阶段性向线上转移, 一定程度下分担销售压力。
- **盈利预测与投资评级:** 基于 8 月疫情对海南赴岛客流的压制影响, 下调公司 2022-2024 收入预期至 677.6/1089.1/1274.4 亿元 (前值 709.0/1104.3/1295.9 亿元), 下调公司归母净利润预期至 87.7/144.9/160.4 亿元 (前值 94.6/146.9/163.2 亿元), 对应 PE 为 44/26/24 倍。假设港股发行总股本的 5%, 则发行后对应估值为 46/28/25 倍。疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速; 中免市场地位稳固, 新增离岛免税标杆店将在 2022/2023 年集中投入运营, 重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。重奢、顶奢进入海南零售市场有望促进海南旅游零售景气度持续提升。疫情短期影响不改中长期趋势, 边际改善有望逐步释放, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情扩散超出市场预期, 居民消费意愿恢复不及预期

股价走势



市场数据

收盘价(元)	195.66
一年最低/最高价	156.10/278.20
市净率(倍)	11.91
流通 A 股市值(百万元)	382,021.36
总市值(百万元)	382,021.36

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.43
资产负债率(% ,LF)	33.48
总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888): 第二届国际消费品博览会召开, 免税商、奢侈品集团积极亮相》

2022-07-31

《中国中免(601888): 2022H1 业绩快报点评: 业绩表现体现经营韧性, 关注标杆项目下半年开业》

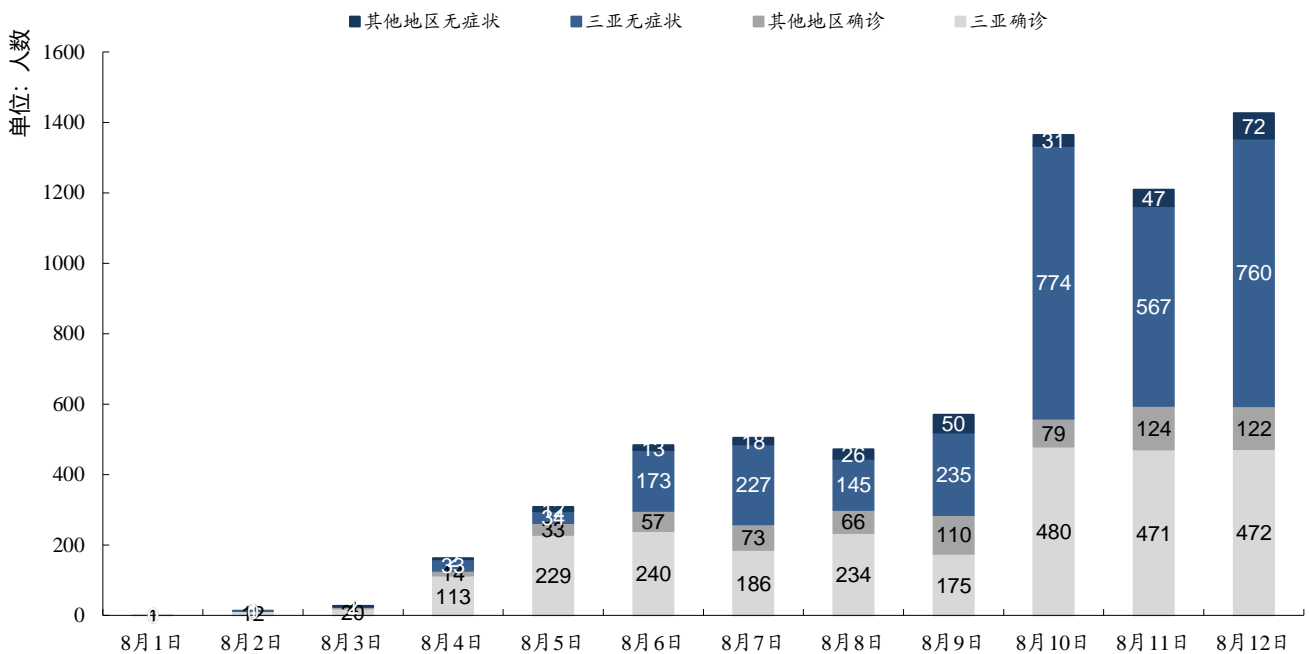
2022-07-28

投资要点

事件：2022年8月1日0时至8月12日24时，本轮海南疫情累计报告本土确诊病例3315例，本土无症状感染者3084例。

本轮首先发现于8月1日、始于三亚的海南疫情仍处于快速发展期。8月1日至8月12日24时，海南省本轮疫情累计报告本土确诊病例3315例，本土无症状感染者3084例；其中三亚累计确诊2633例、无症状感染者2826例，占海南省累计报告病例85%以上。毒株为奥密克戎变异株BA.5.1.3，为国内首次报道。经海南省疫情防控指挥部研判仍处于快速发展期，呈现一定程度上从三亚向其他地市外溢的情况。

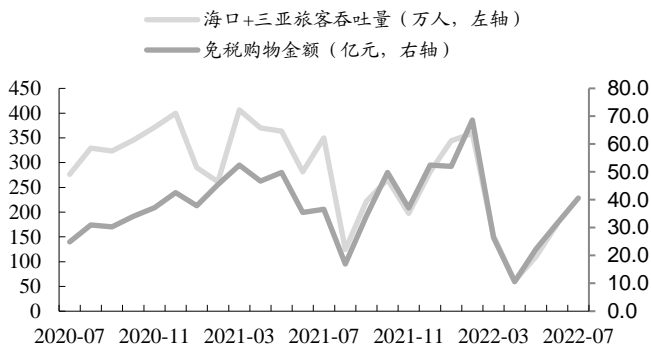
图1：2022年8月1日-12日海南本轮疫情确诊情况



数据来源：百度疫情实时大数据报告，东吴证券研究所

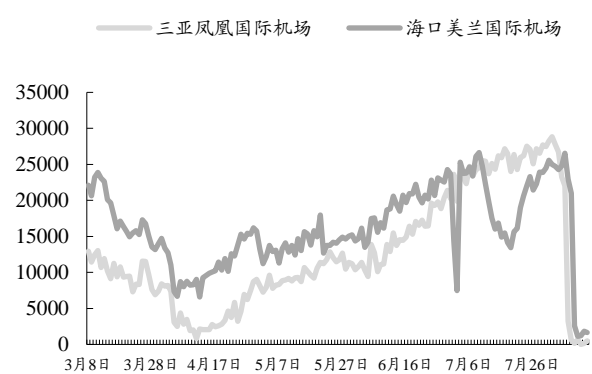
疫情影响下海南赴岛游基本冻结，预计离岛免税销售8月承压。自2020年7月离岛免税新政实施后，经过一年的红利释放期，免税购物金额与海南旅客数量走势逐渐同步，呈现同涨同跌、涨跌幅基本一致的情况。根据对三亚凤凰、海口美兰两机场的进港客流数据跟踪来看，8月以来两场客流下滑较大，预计8月离岛免税销售同步承压。

图2: 近一年免税购物金额与机场旅客吞吐量高度相关



数据来源: 美兰空港官网、三亚旅游和文化广电体育局、海口海关、海南商务厅、东吴证券研究所

图3: 三亚、海口两机场进港客流(单位: 人次)承压



数据来源: 航班管家、东吴证券研究所

免税商积极引流线上直邮平台, 对应疫情冲击。三亚海旅免税店/中免三亚国际免税城/海控全球精品免税城分别自 8 月 4 日/5 日/8 日临时闭店, 纷纷发力线上平台, 以应对疫情冲击。中免 CDF 会员购海南开启 8 月 8 日-16 日的“热 8 购物节”, 引导无法现场购物的消费者到线上下单直邮。根据海南省商务厅提供数据, 7 月海南离岛免税店线上销售额约 10 亿元级别。在进一步的流量投放和促销引导下, 海南的离岛免税店销售将在疫情影响下阶段性向线上转移, 一定程度下分担销售压力。

盈利预测与投资评级: 基于 8 月疫情对海南赴岛客流的压制影响, 下调公司 2022-2024 收入预期至 677.6/1089.1/1274.4 亿元 (前值 709.0/1104.3/1295.9 亿元), 下调公司归母净利润预期至 87.7/144.9/160.4 亿元 (前值 94.6/146.9/163.2 亿元), 对应 PE 为 44/26/24 倍。假设港股发行总股本的 5%, 则发行后对应估值为 46/28/25 倍。疫情管控放开、国际航线的恢复有利于旅游零售行业市场规模扩张再次提速; 中免市场地位稳固, 新增离岛免税标杆店将在 2022/2023 年集中投入运营, 重新进入市场份额提升通道, 中长期看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。重奢、顶奢进入海南零售市场有望促进海南旅游零售景气度持续提升。疫情短期影响不改中长期趋势, 边际改善有望逐步释放, 维持“买入”评级。

风险提示: 疫情扩散超出市场预期, 居民消费意愿恢复不及预期。

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38,542	54,332	84,587	111,627	营业总收入	67,676	67,758	108,910	127,442
货币资金及交易性金融资产	16,856	30,752	48,117	68,641	营业成本(含金融类)	44,882	47,430	75,148	89,209
经营性应收款项	454	660	1,050	1,241	税金及附加	1,839	1,897	3,049	3,568
存货	19,725	19,642	31,412	37,383	销售费用	3,861	4,540	5,337	6,117
合同资产	0	0	0	0	管理费用	2,250	2,168	3,049	3,313
其他流动资产	1,507	3,278	4,008	4,362	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	16,932	17,232	17,464	17,235	财务费用	-43	-106	-191	-292
长期股权投资	992	992	992	992	加:其他收益	278	298	425	472
固定资产及使用权资产	6,126	5,808	5,473	4,927	投资净收益	162	136	218	255
在建工程	2,890	3,690	4,440	4,940	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,401	2,398	2,395	2,392	减值损失	-522	-503	-500	-500
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	1	0	0	0
长期待摊费用	812	812	812	812	营业利润	14,804	11,759	22,660	25,752
其他非流动资产	2,889	2,709	2,529	2,349	营业外净收支	-3	-15	-11	-8
资产总计	55,474	71,564	102,051	128,862	利润总额	14,801	11,744	22,649	25,744
流动负债	17,136	24,279	36,993	43,495	减:所得税	2,437	1,997	4,077	4,634
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,957	1,970	1,545	1,545	净利润	12,365	9,748	18,572	21,110
经营性应付款项	5,889	6,504	10,305	12,233	减:少数股东损益	2,711	975	4,086	5,066
合同负债	1,372	1,423	2,254	2,676	归属母公司净利润	9,654	8,773	14,486	16,043
其他流动负债	7,919	14,381	22,888	27,040	每股收益-最新股本摊薄(元)	4.94	4.49	7.42	8.22
非流动负债	3,546	2,746	1,946	1,146	EBIT	14,886	10,663	18,372	20,385
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	16,120	11,660	19,387	21,411
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	33.68	30.00	31.00	30.00
租赁负债	3,487	2,687	1,887	1,087	归母净利率(%)	14.26	12.95	13.30	12.59
其他非流动负债	60	60	60	60	收入增长率(%)	28.67	0.12	60.73	17.02
负债合计	20,682	27,025	38,940	44,641	归母净利润增长率(%)	57.23	-9.12	65.12	10.75
归属母公司股东权益	29,619	38,392	52,878	68,921					
少数股东权益	5,173	6,147	10,233	15,300					
所有者权益合计	34,791	44,539	63,111	84,221					
负债和股东权益	55,474	71,564	102,051	128,862					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,329	15,872	19,637	21,873	每股净资产(元)	15.17	19.66	27.08	35.30
投资活动现金流	-2,318	-1,176	-1,040	-550	最新发行在外股份(百万股)	1,952	1,952	1,952	1,952
筹资活动现金流	-3,817	-799	-1,231	-800	ROIC(%)	37.21	19.79	26.03	21.79
现金净增加额	1,998	13,896	17,365	20,523	ROE-摊薄(%)	32.59	22.85	27.40	23.28
折旧和摊销	1,522	997	1,015	1,026	资产负债率(%)	37.28	37.76	38.16	34.64
资本开支	-2,153	-1,392	-1,338	-885	P/E(现价&最新股本摊薄)	39.57	43.55	26.37	23.81
营运资本变动	-6,494	44	-8,028	-4,313	P/B(现价)	12.90	9.95	7.22	5.54

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

