

降本控费态度明确，期待海口新海港免税城开业

2022 年 08 月 31 日

► **中国中免发布 2022 年中报，2022H1 实现归母净利润 39.38 亿元。**2022H1 公司实现营业收入 276.51 亿元/yoy-22.17%，归母净利润 39.38 亿元/yoy-26.49%；2022Q2 公司实现营业收入 108.68 亿元/yoy-37.51%，归母净利润 13.74 亿元/yoy-45.22%；2022H1 公司收到白云机场租金返还，增厚部分利润。上半年公司持续降本控费，在 Q2 疫情散发背景下毛利率较为稳定，2022Q2 公司毛利率/净利率分别 33.95%/14.70%，毛利率环比 Q1 数据仅微幅变化。2022 年 H1 财务费用率为 1.95%/yoy+1.91pct，主要源于汇兑净损失同比增长。

► **疫情影响旅游整体环境，离岛免税韧性明显。**疫情对海南旅游产生了一定影响，据海南省文旅厅统计，2022 年 1-5 月海南接待游客 2979 万人次/yoy-20.1%；实现旅游总收入 558 亿元/yoy-21.9%。但随着 6 月国内多地疫情有所好转，叠加海南省商务厅印发《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》等因素催化，海南离岛免税迅速反弹，中国中免 6 月营收同比+13%。我们认为公司 6 月份的数据直接体现海南离岛免税消费的韧性，海南岛作为旅游景区资源优势明显，旅游暂时性的停滞对旅游零售的影响只是延迟而不是消除，海南游客数量或将稳步恢复，那么中国中免的业绩也将随之回升。

► **海南离岛免税业务发展稳定，期待 Q3 客流回暖行业复苏。**2022 年 H1 公司海南离岛免税业务发展稳定，其中三亚市内免税店实现营收 153.54 亿元，实现归母净利润 24.58 亿元；海免公司实现营收 34.59 亿元，实现归母净利润 1.82 亿元。上海日上实现营收 54.54 亿元，实现归母净利润 2.46 亿元。CDF 会员购及其他业务实现营收 33.83 亿元。考虑到 2022 年 Q2 国内多地疫情反复，因此海南离岛免税潜力尚未被完全激发，随着 Q3 疫情消散、客流回暖，中秋节及国庆节等旅游传统旺季来临，离岛免税业务有望进一步复苏。

► **2022H1 重点工作稳步推进，H2 新海港开业值得期待。**2022 年 H1 中免海南渠道新引入戴比尔斯、御银座等 20 余个高端特色品牌，公司层面新增 20 余个高端特色品牌，并联合多个重点品牌推出中免专供及限量款产品；公司 H1 打造自有媒体传播矩阵，形成了多元直播体系；面对疫情冲击，公司着力提升线上业务，丰富线上品类品牌并增强畅销商品供应。截至 2022 年 6 月底，线上主力平台 CDF 会员购海南日均销售额较年初增长近 2 倍，中免大会员系统会员总数已超过 2200 万。目前公司海口新海港免税城建设正在稳步推进，H2 新海港的开业或将解决公司旺季供需错配问题，成为公司新的发展推动力。

► **投资建议：**当前中国中免无论是竞争优势，供应链优势还是经营模式都没有改变，所在赛道竞争格局未被破坏。疫情并未对盈利逻辑产生较大影响，客流回升将会对公司业绩形成有效推动。2022 年 H2 随着疫情影响逐渐消退，中免长期价值不减。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 88.47/137.54/179.29 亿元，分别同比-8.4%/+55.5%/+30.4%，对应 PE 分别为 44/28/22X，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**宏观经济波动风险；疫情反复影响线下客流。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	67676	72223	102524	128155
增长率 (%)	28.7	6.7	42.0	25.0
归属母公司股东净利润 (百万元)	9654	8847	13754	17929
增长率 (%)	57.2	-8.4	55.5	30.4
每股收益 (元)	4.70	4.30	6.69	8.72
PE	41	44	28	22
PB	13.2	11.1	8.5	6.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 8 月 30 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

190.40 元


分析师 刘文正

执业证书：S0100521100009

电话：13122831967

邮箱：liuwenzheng@mszq.com

分析师 辛泽熙

执业证书：S0100521100001

电话：15000036033

邮箱：xinzexi@mszq.com

研究助理 饶临风

执业证书：S0100121100024

电话：15951933859

邮箱：raolinfeng@mszq.com

相关研究

- 1.中国中免 (601888.SH) 2021 年年报及 2022 年一季报点评——业绩稳健增长，持续全面布局，2022 共待复苏-2022/04/23
- 2.【民生商社】中国中免 (601888) 点评报告：业绩背后仍有闪光点，2022 再迎发展良机-2022/01/22
- 3.【民生商社】中国中免 (601888) 点评报告：2021 业绩预增 54%-66%，期待新年高速增长-2022/01/15
- 4.【民生商社】中国中免 (601888) 点评报告：海南客流或持续回升，配置价值逐步凸显-2021/12/31
- 5.【民生商社】中国中免 (601888) 动态点评报告：拆解中免实际净利率，短因无碍旺季修复-2021/11/02

目录

1 中国中免业务数据拆分	3
1.1 疫情下业绩承压，降本控费确保毛利率稳定	3
1.2 各业务稳定发展，期待未来客流回暖	4
2 投资建议	6
3 风险提示	7
插图目录	9
表格目录	9

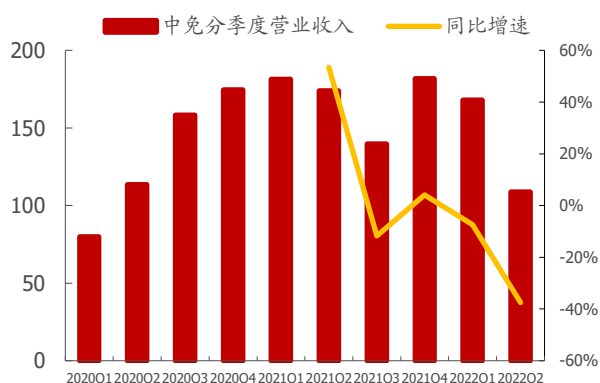
1 中国中免业务数据拆分

1.1 疫情下业绩承压，降本控费确保毛利率稳定

中国中免发布 2022 年中报。2022H1 公司实现营业收入 276.51 亿元/yoy-22.17%，归母净利润 39.38 亿元/yoy-26.49%；2022Q2 公司实现营业收入 108.68 亿元/yoy-37.51%，实现归母净利润 13.74 亿元/yoy-45.22%；2022H1 公司收到白云机场租金返还，增厚部分利润。

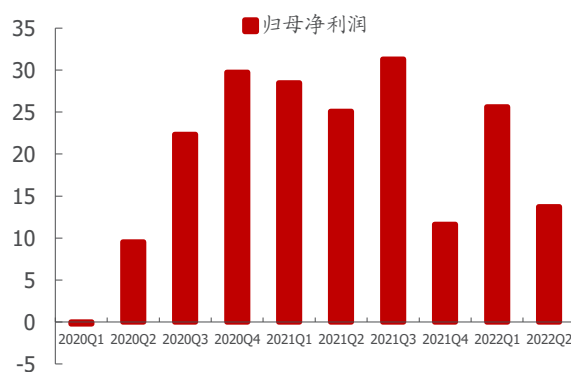
降本控费确保毛利率稳定。上半年公司持续降本控费，在 Q2 疫情散发背景下毛利率较为稳定，2022Q2 公司毛利率/净利率分别为 33.95%/14.70%，毛利率环比 Q1 数据仅微幅变化。2022 年 H1 财务费用率为 1.95%/yoy+1.91pct，主要源于汇兑净损失同比增长。

图1：中国中免分季度营业收入及增速（单位：亿元）



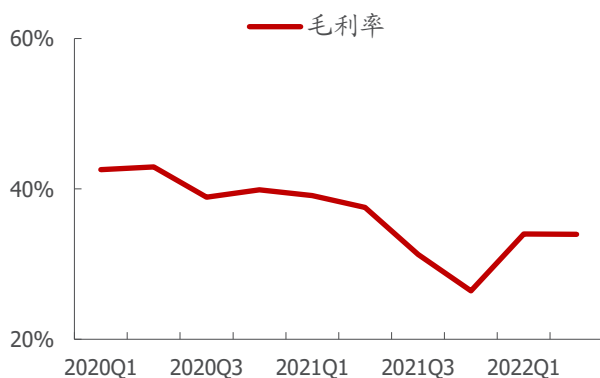
资料来源：wind，民生证券研究院

图2：中国中免分季度归母净利润情况（单位：亿元）



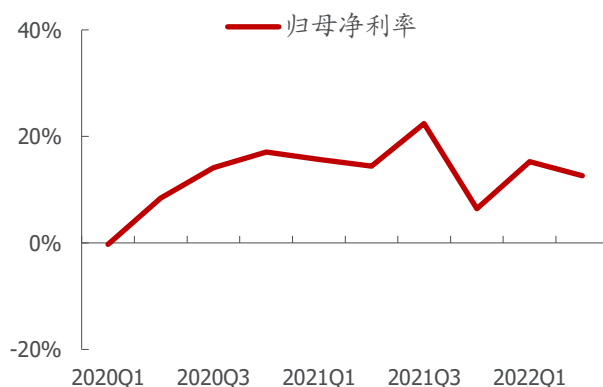
资料来源：wind，民生证券研究院

图3：中国中免分季度毛利率基本情况



资料来源：wind，民生证券研究院

图4：中国中免分季度归母净利率基本情况



资料来源：wind，民生证券研究院

表1：中国中免分季度营收利润情况（单位：亿元）

	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2
营业收入	79.72	113.38	158.29	174.58	181.34	173.92	139.73	181.77	167.82	108.68
yoy	-	-	-	-	-	53.40%	-11.73%	4.11%	-7.45%	-37.51%
归母净利润	-0.22	9.52	22.34	29.76	28.49	25.10	31.32	11.63	25.63	13.74
yoy	-	-	-	-	-	-	40.22%	-60.93%	-10.03%	-45.26%

资料来源：Wind，民生证券研究院

1.2 各业务稳定发展，期待未来客流回暖

海南离岛免税业务发展稳定。2022 年 H1 公司海南离岛免税业务发展稳定，其中三亚市内免税店实现营收 153.54 亿元，实现归母净利润 24.58 亿元；海免公司实现营收 34.59 亿元，实现归母净利润 1.82 亿元。上海日上实现营收 54.54 亿元，实现归母净利润 2.46 亿元。CDF 会员购及其他业务实现营收 33.83 亿元。

期待 Q3 客流回暖行业复苏。考虑到 2022 年 Q2 国内多地疫情反复，因此海南离岛免税潜力尚未被完全激发，随着 Q3 疫情消散、客流回暖，中秋节及国庆节等旅游传统旺季来临，离岛免税业务有望进一步复苏。

表2：中国中免各子公司营收利润基本情况（单位：亿元）

	2020	2021H1	2021H2	2021	2022H1
中免公司					
营业收入（亿元）	524.34	353.71	320.14	673.84	275.55
营业利润（亿元）	97.43	84.25	62.38	146.63	51.85
归母净利润（亿元）	62.27	52.91	42.63	95.54	38.61
营业利润率	18.58%	23.82%	19.49%	21.76%	18.82%
归母净利润率	11.88%	14.96%	13.32%	14.18%	14.01%
三亚市内免税店					
营业收入（亿元）	213.16	185.30	169.79	355.09	153.54
营业利润（亿元）	39.61	34.17	10.53	44.70	28.54
归母净利润（亿元）	29.68	25.58	16.10	41.68	24.58
营业利润率	18.58%	18.44%	6.20%	12.59%	18.59%
归母净利润率	13.92%	13.81%	9.48%	11.74%	16.01%
海免公司					
营业收入（亿元）	99.11	77.05	82.57	159.62	34.59
营业利润（亿元）	20.69	16.01	3.42	19.42	4.89
归母净利润（亿元）	6.57	5.11	2.82	7.93	1.82
营业利润率	20.87%	20.77%	4.14%	12.17%	14.12%
归母净利润率	6.62%	6.63%	3.41%	4.97%	5.27%
日上上海					
营业收入（亿元）	137.30	57.60	67.30	124.91	54.54
营业利润（亿元）	32.61	14.05	4.01	18.06	6.45

归母净利润 (亿元)	12.46	5.37	1.53	6.90	2.46
营业利润率	23.75%	24.39%	5.96%	14.46%	11.83%
归母净利润率	9.08%	9.32%	2.27%	5.52%	4.51%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2 投资建议

当前中国中免无论是竞争优势, 供应链优势还是经营模式都没有改变, 所在赛道竞争格局未被破坏。疫情并未对盈利逻辑产生较大影响, 客流回升将会对公司业绩形成有效推动。2022 年 H2 随着疫情影响逐渐消退, 中免长期价值不减。我们预计 2022-2024 年归母净利润分别为 88.47/137.54/179.29 亿元, 分别同比-8.4%/+55.5%/+30.4%, 对应 PE 分别为 44/28/22X, 维持“推荐”评级。

3 风险提示

1) 宏观经济波动风险。宏观经济的波动，可能会影响公司在细分市场的领先地位，从而使得公司销售收入增长放缓甚至出现下滑，公司的盈利能力可能会受到不利影响。

2) 疫情反复影响线下客流。当前海南离岛免税业务是公司的核心业绩增长点，疫情反复会导致海南客流下滑，进而影响公司利润。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	67676	72223	102524	128155
营业成本	44882	49112	67666	83301
营业税金及附加	1839	1517	2153	2819
销售费用	3861	5417	8509	10893
管理费用	2250	2311	3281	4101
研发费用	0	0	0	0
EBIT	14598	14183	21355	27586
财务费用	-43	257	-325	-505
资产减值损失	-499	-550	-350	-350
投资收益	162	108	256	384
营业利润	14804	13444	21547	28087
营业外收支	-3	-3	-3	-3
利润总额	14801	13441	21544	28084
所得税	2437	2909	5171	6740
净利润	12365	10533	16374	21344
归属于母公司净利润	9654	8847	13754	17929
EBITDA	16120	15306	22607	28961

资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16856	24046	34135	56494
应收账款及票据	106	115	187	200
预付款项	348	393	541	666
存货	19725	19287	31690	30086
其他流动资产	1507	1783	2507	2639
流动资产合计	38542	45624	69061	90085
长期股权投资	992	992	992	992
固定资产	1843	2169	2351	2418
无形资产	2401	2411	2421	2431
非流动资产合计	16932	18939	18817	18573
资产合计	55474	64563	87878	108657
短期借款	411	211	261	281
应付账款及票据	5880	5034	10003	8508
其他流动负债	10845	13576	18398	22509
流动负债合计	17136	18821	28662	31298
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	3546	3546	3546	3546
非流动负债合计	3546	3546	3546	3546
负债合计	20682	22367	32208	34844
股本	1952	2055	2055	2055
少数股东权益	5173	6858	9478	12893
股东权益合计	34791	42196	55669	73813
负债和股东权益合计	55474	64563	87878	108657

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	28.67	6.72	41.95	25.00
EBIT 增长率	59.85	-2.85	50.57	29.18
净利润增长率	57.23	-8.35	55.46	30.36
盈利能力 (%)				
毛利率	33.68	32.00	34.00	35.00
净利润率	14.26	12.25	13.42	13.99
总资产收益率 ROA	17.40	13.70	15.65	16.50
净资产收益率 ROE	32.59	25.04	29.78	29.43
偿债能力				
流动比率	2.25	2.42	2.41	2.88
速动比率	1.04	1.34	1.25	1.86
现金比率	0.98	1.28	1.19	1.81
资产负债率 (%)	37.28	34.64	36.65	32.07
经营效率				
应收账款周转天数	0.62	0.60	0.60	0.60
存货周转天数	138.19	145.00	138.00	135.00
总资产周转率	1.39	1.20	1.35	1.30
每股指标 (元)				
每股收益	4.70	4.30	6.69	8.72
每股净资产	14.41	17.19	22.48	29.64
每股经营现金流	4.05	6.59	6.73	12.79
每股股利	1.50	1.42	1.41	1.56
估值分析				
PE	41	44	28	22
PB	13.2	11.1	8.5	6.4
EV/EBITDA	23.57	24.34	16.03	11.74
股息收益率 (%)	0.79	0.75	0.74	0.82

现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
净利润	12365	10533	16374	21344
折旧和摊销	1522	1123	1252	1374
营运资金变动	-6494	1422	-3926	3580
经营活动现金流	8329	13553	13823	26295
资本开支	-2153	-3052	-1052	-1052
投资	-188	0	0	0
投资活动现金流	-2318	-3024	-876	-747
股权募资	51	0	0	0
债务募资	0	-200	50	20
筹资活动现金流	-3817	-3140	-2858	-3189
现金净流量	1998	7389	10089	22358

插图目录

图 1: 中国中免分季度营业收入及增速 (单位: 亿元)	3
图 2: 中国中免分季度归母净利润情况 (单位: 亿元)	3
图 3: 中国中免分季度毛利率基本情况.....	3
图 4: 中国中免分季度归母净利率基本情况	3

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 中国中免分季度营收利润情况 (单位: 亿元)	4
表 2: 中国中免各子公司营收利润基本情况 (单位: 亿元)	4
公司财务报表数据预测汇总.....	8

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026