

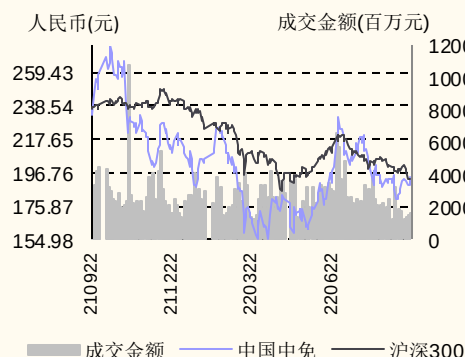
消费升级与娱乐研究中心

中国中免 (601888.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 194.23 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	20.55
已上市流通 A 股(亿股)	19.52
流通港股(亿股)	1.03
总市值(亿元)	3,991.89
年内股价最高最低(元)	276.21/154.98
沪深 300 指数	3933
上证指数	3122

**相关报告**

- 1.《疫情拐点已现, 2H 修复可期-中国中免 22 中报点评》, 2022.8.31
- 2.《三亚机场店恢复运营, 短期扰动不改长期动能-中免点评 8.19》, 2022.8.19
- 3.《逆势已尽、拐点向上, 免税龙头强者恒强-中国中免深度》, 2022.8.6

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

杨欣

分析师 SAC 执业编号: S1130522080010
yangxin1@gjzq.com.cn

三亚免税城恢复营业, 离岛经济复苏在即**公司基本情况 (人民币)**

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	70,023	97,119	119,786
营业收入增长率	9.65%	28.67%	3.47%	38.69%	23.34%
归母净利润(百万元)	6,140	9,654	9,268	13,421	17,367
归母净利润增长率	32.64%	57.23%	-4.00%	44.81%	29.40%
摊薄每股收益(元)	3.145	4.944	4.509	6.529	8.449
每股经营性现金流净额	4.20	4.27	3.81	8.41	9.31
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.52%	32.59%	25.88%	29.22%	28.94%
P/E	89.82	44.38	43.08	29.75	22.99
P/B	24.72	14.46	11.15	8.69	6.65

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 据中免投资者关系公众号 9.20 发布, 三亚国际免税城一期、二期将于 9 月 21 日起恢复线下营业, 而三亚机场/海口日月广场/美兰机场免税店已于 9.14 前恢复营业, 至此离岛免税全面恢复常态化运营; 另外公司将于 9.22 同时在线上和线下举办中免海南会员日活动, 多项折扣有望带动销售回暖。

评论

- **海南疫情进入收尾阶段, 两大机场航班量环比改善。**据海南疫情防控指挥部, 9.19 海南新增感染者 5 例, 其中万宁/三亚分别 3/2 例, 均在隔离管控中发现; 截至 19 日累计感染 26 例, 疫情传播风险可控。机场方面, 近一周 (9.13-9.19) 美兰机场实际航班量达 1265 架, 环比 8 月增长 9.3%恢复显著; 近一周凤凰机场实际航班量达 236 架, 环比 8 月下滑 28.7%, 且降幅逐日有所收窄, 航班复苏趋势向好。
- **政策出台助力复工复产, 离岛免税复苏在即。**9.18 海南政府发布《海南省统筹疫情防控和经济社会恢复提振行动方案》和《海南省稳经济助企纾困发展特别措施》: 针对岛外游客发放 5000 万元旅游消费券, 支持酒店入住及景区门票等场景, 刺激客流恢复与消费回暖; 针对岛内居民举办“海南乡村主题游”等活动, 并鼓励居民用足消费券额度。据去哪儿大数据, 9.15 三亚全域解封后, 当日 8-12 时三亚火车票搜索量+16 倍, 且当日机票搜索量环比前一天+70%。新政叠加国庆黄金周拉动有望带动海南客流及离岛免税复苏。
- **首个箱式电商机器人上线试运行, 供应链现代化持续迈进。**近日公司旗下首个箱式电商机器人项目在 cdf 会员购深圳前海电商仓试运行, 有别于常见的托盘式机器人, 箱式机器人能直接将目标 SKU 运输至工作人员面前, 具备更高的分拣精度。预计该箱式机器人正式投入运行后, 拣货能力提升一倍、差错率小于万分之一, 且仓库货架从受人工拣货限制仅 4 层扩展至 7 层, 可放料箱由 4500 个提升至 9000 个, 电商仓库整体运营有望得到显著提升。

投资建议及风险提示

- 公司卡位流量高地的同时运营实力加强, 海口免税城+海棠湾一期 2 号地两大项目及 H 股上市有望带来份额提升。逆势下坚定看好公司在渠道/运营方面优势, 维持此前预测, 预计 22-24 公司归母净利为 92.68/134.21/173.67 亿元, 当前股价对应 43/30/23 倍 PE, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内外疫情加剧或反复、新项目经营不及预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	47,966	52,597	67,676	70,023	97,119	119,786
增长率		9.7%	28.7%	3.5%	38.7%	23.3%
主营业务成本	-24,273	-31,221	-44,882	-49,016	-65,555	-80,257
%销售收入	50.6%	59.4%	66.3%	70.0%	67.5%	67.0%
毛利	23,694	21,376	22,793	21,007	31,564	39,529
%销售收入	49.4%	40.6%	33.7%	30.0%	32.5%	33.0%
营业税金及附加	-772	-1,083	-1,839	-1,541	-1,457	-1,797
%销售收入	1.6%	2.1%	2.7%	2.2%	1.5%	1.5%
销售费用	-14,904	-8,847	-3,861	-4,411	-9,421	-11,619
%销售收入	31.1%	16.8%	5.7%	6.3%	9.7%	9.7%
管理费用	-1,549	-1,637	-2,250	-2,381	-2,914	-3,594
%销售收入	3.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.0%	3.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	6,468	9,809	14,843	12,674	17,773	22,520
%销售收入	13.5%	18.6%	21.9%	18.1%	18.3%	18.8%
财务费用	-11	545	43	-17	-32	173
%销售收入	0.0%	-1.0%	-0.1%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	-383	-891	-522	-300	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	965	16	162	30	30	30
%税前利润	13.5%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	7,109	9,694	14,804	12,387	17,771	22,723
营业利润率	14.8%	18.4%	21.9%	17.7%	18.3%	19.0%
营业外收支	52	-22	-3	23	25	25
税前利润	7,160	9,672	14,801	12,410	17,796	22,748
利润率	14.9%	18.4%	21.9%	17.7%	18.3%	19.0%
所得税	-1,746	-2,335	-2,437	-1,861	-2,669	-3,412
所得税率	24.4%	24.1%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,415	7,337	12,365	10,548	15,126	19,336
少数股东损益	786	1,197	2,711	1,280	1,705	1,969
归属于母公司的净利润	4,629	6,140	9,654	9,268	13,421	17,367
净利率	9.7%	11.7%	14.3%	13.2%	13.8%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,415	7,337	12,365	10,548	15,126	19,336
少数股东损益	786	1,197	2,711	1,280	1,705	1,969
非现金支出	791	1,406	2,044	966	786	951
非经营收益	-1,130	-741	414	1,354	300	245
营运资金变动	-2,150	200	-6,494	-5,033	1,079	-1,394
经营活动现金净流	2,926	8,202	8,329	7,836	17,292	19,138
资本开支	-1,498	-1,233	-2,153	-712	-1,680	-1,980
投资	367	-2,607	-188	-85	-136	-160
其他	32	26	24	30	30	30
投资活动现金净流	-1,099	-3,814	-2,318	-767	-1,786	-2,110
股权募资	18	39	51	2	0	0
债权募资	3	255	0	1,178	-2,348	456
其他	-1,667	-1,677	-3,868	-3,424	-3,644	-3,589
筹资活动现金净流	-1,646	-1,383	-3,817	-2,244	-5,992	-3,133
现金净流量	267	2,675	1,998	4,825	9,514	13,895

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,906	14,706	16,856	21,158	30,145	43,496
应收款项	1,719	995	946	1,439	1,996	2,461
存货	8,060	14,733	19,725	23,904	26,042	31,223
其他流动资产	561	537	1,015	990	1,156	1,303
流动资产	22,246	30,971	38,542	47,490	59,338	78,483
%总资产	72.5%	73.9%	69.5%	74.6%	76.9%	79.9%
长期投资	1,640	2,072	2,189	2,274	2,410	2,570
固定资产	2,031	2,824	4,733	5,276	6,423	7,732
%总资产	6.6%	6.7%	8.5%	8.3%	8.3%	7.9%
无形资产	3,838	3,989	4,036	4,059	4,074	4,082
非流动资产	8,442	10,948	16,932	16,164	17,819	19,733
%总资产	27.5%	26.1%	30.5%	25.4%	23.1%	20.1%
资产总计	30,687	41,919	55,474	63,655	77,157	98,216
短期借款	224	417	1,957	3,138	790	1,246
应付款项	5,601	10,248	8,655	10,394	13,296	16,288
其他流动负债	2,137	4,995	6,524	4,401	5,439	6,846
流动负债	7,961	15,661	17,136	17,933	19,525	24,380
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	415	79	3,546	3,463	3,537	3,692
负债	8,377	15,741	20,682	21,397	23,062	28,073
普通股股东权益	19,890	22,308	29,619	35,805	45,937	60,015
其中：股本	1,952	1,952	1,952	2,055	2,055	2,055
未分配利润	12,912	17,648	25,347	31,532	41,664	55,742
少数股东权益	2,421	3,871	5,173	6,453	8,158	10,127
负债股东权益合计	30,687	41,919	55,474	63,655	77,157	98,216

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.371	3.145	4.944	4.509	6.529	8.449
每股净资产	10.187	11.425	15.170	17.419	22.349	29.198
每股经营现金净流	1.499	4.201	4.266	3.812	8.413	9.311
每股股利	0.550	0.720	1.000	1.500	1.600	1.600
回报率						
净资产收益率	23.27%	27.52%	32.59%	25.88%	29.22%	28.94%
总资产收益率	15.08%	14.65%	17.40%	14.56%	17.39%	17.68%
投入资本收益率	21.61%	27.90%	33.69%	23.73%	27.52%	26.81%
增长率						
主营业务收入增长率	2.04%	9.65%	28.67%	3.47%	38.69%	23.34%
EBIT增长率	14.94%	51.65%	51.32%	-14.61%	40.23%	26.71%
净利润增长率	49.58%	32.64%	57.23%	-4.00%	44.81%	29.40%
总资产增长率	14.30%	36.60%	32.33%	14.75%	21.21%	27.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.8	3.2	0.6	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	105.3	133.2	140.1	178.0	145.0	142.0
应付账款周转天数	48.1	46.0	41.5	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	12.4	11.0	9.9	11.4	10.6	11.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.36%	-54.58%	-42.82%	-42.64%	-54.26%	-60.23%
EBIT利息保障倍数	605.2	-18.0	-349.1	730.4	557.7	-130.1
资产负债率	27.30%	37.55%	37.28%	33.61%	29.89%	28.58%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
买入	4	43	88	135	230
增持	0	7	9	15	2
中性	0	0	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.14	1.09	1.10	1.03

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

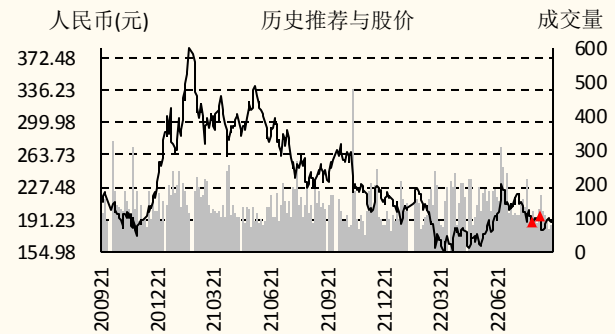
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-08-06	买入	198.90	277.00 ~ 277.00
2	2022-08-19	买入	188.62	N/A
3	2022-08-31	买入	190.40	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整,亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用,在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险,可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的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,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密,只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;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,不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具,本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告,则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议,国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有,保留一切权利。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路 1-1 号

嘉里建设广场 T3-2402