

中国中免 (601888.SH)

出行逐步放开，客流恢复

疫情管控见效，出行逐步放开，海南客流恢复好于预期。近期，海南防疫指挥部通知非涉疫地区人员往返海南仅需凭健康码绿码，且全国范围来看，疫情管控见效，出行逐步恢复。根据我们跟踪，海南客流逐步恢复，近似同比恢复到8成左右水平。公司营收、业绩与海南客流高度拟合，短期复苏之下边际明显改善。

免税龙头，核心优势稳固。公司为国内唯一全牌照免税运营商。过往来看，形成采购、物流、渠道等多维度核心竞争力。采购：集中采购、供应商长期合作、形成稳定合作关系，注重新品牌引进；物流：仓储及物流高效运转，保障客户产品需求；渠道：并购整合完善销售渠道，线上线下一体化全渠道运营触达消费者。

长期来看，空间仍广。展望未来，消费回流之下国内免税空间大，预计2025年达到近2200亿元，其中离岛免税市场规模占比为80%。公司作为免税龙头，地位稳固、持续领跑。①离岛免税：公司卡位口岸、市内，综合实力领先，预计2022-2024年将迎来美兰机场二期、海口国际免税城新店持续放量；②口岸免税：我国国际旅游增长动力仍在，预计疫情恢复后反弹。中免拥有按2020年出境旅客吞吐量计前10大机场中9个机场的免税运营权，短期疫情影响下扰动，其中上海通过发展日上直邮、租金协议重签维持稳健的营收和净利润水平；北京短期租金协议重签缓解经营压力，长期大兴机场完善布局；③市内免税：政策放开空间大，且市内免税相对于口岸免税具备多重优势。中免持续布局，若政策落地率先卡位、运营能力强，先发优势凸显。

投资建议：短期来看，疫情管控逐步见成效，来往海南疫情防控政策有所放松、市内游、跨省游恢复有所超预期，而公司复苏beta尚未完全反应，后续随基本面恢复，业绩及估值有望释放弹性。长期来看，消费回流大背景下，离岛免税空间广阔，口岸免税有望逐步恢复，市内免税政策落地存在空间。公司作为免税绝对龙头，在海南、口岸、市内免税店卡位布局，形成采购、物流、渠道综合优势，并逐步完善运营等多重实力；未来离岛、市内、线上多点开花。预计公司归母净利润分别为87.5/143.8/179.9亿元，分别同比-9.4%/64.5%/25.1%。给予公司目标价287元，对应2023年PE为39倍，维持“买入”评级。

风险提示：1) 疫情超预期；2) 行业竞争加剧；3) 政策不确定。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	62,544	104,666	132,734
增长率yoy(%)	9.7	28.7	-7.6	67.3	26.8
归母净利润(百万元)	6,140	9,654	8,746	14,385	17,999
增长率yoy(%)	32.6	57.2	-9.4	64.5	25.1
EPS最新摊薄(元/股)	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
净资产收益率(%)	28.0	35.5	25.2	30.0	28.2
P/E(倍)	69.7	44.3	48.9	29.7	23.8
P/B(倍)	19.2	14.4	12.1	8.9	6.7

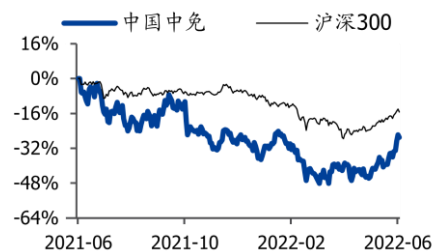
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为2022年6月29日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	旅游零售
前次评级	买入
6月29日收盘价(元)	219.05
总市值(百万元)	427,689.77
总股本(百万股)	1,952.48
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	14.55

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号：S0680520080008

邮箱：duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

执业证书编号：S0680121030013

邮箱：bixiaoqing@gszq.com

相关研究

- 1、《中国中免(601888.SH)：中国中免：与广州白云机场签署补充协议，预计增厚全年业绩》2022-06-27
- 2、《中国中免(601888.SH)：免税龙头，空间仍广，复苏可望》2022-06-05

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30971	38542	44708	69749	84298	营业收入	52597	67676	62544	104666	132734
现金	14706	16856	31698	25596	56317	营业成本	31221	44882	40391	67593	85719
应收票据及应收账款	129	106	111	252	208	营业税金及附加	1083	1839	0	0	0
其他应收款	867	840	737	1901	1445	营业费用	8847	3861	6505	12769	16194
预付账款	256	348	210	724	460	管理费用	1637	2250	2064	1989	2522
存货	14733	19725	11285	40608	25201	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	281	667	667	667	667	财务费用	-545	-43	-578	-391	-789
非流动资产	10948	16932	16723	19114	20529	资产减值损失	-909	-499	0	0	0
长期投资	791	992	1262	1539	1820	其他收益	214	278	0	0	0
固定资产	1591	1843	2027	3791	4878	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2449	2401	2577	2798	3049	投资净收益	16	162	299	361	209
其他非流动资产	6118	11696	10858	10987	10781	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	41919	55474	61430	88863	104827	营业利润	9694	14804	14461	23066	29298
流动负债	15661	17136	15288	27056	22928	营业外收入	4	17	-105	299	230
短期借款	417	411	411	411	411	营业外支出	26	20	44	26	29
应付票据及应付账款	4327	5880	3305	12066	7427	利润总额	9672	14801	14312	23339	29498
其他流动负债	10917	10845	11571	14579	15089	所得税	2335	2437	3578	5835	7375
非流动负债	79	3546	3546	3546	3546	净利润	7337	12365	10734	17504	22124
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1197	2711	1989	3119	4125
其他非流动负债	79	3546	3546	3546	3546	归属母公司净利润	6140	9654	8746	14385	17999
负债合计	15741	20682	18834	30603	26474	EBITDA	9772	14800	14160	23220	29231
少数股东权益	3871	5173	7161	10280	14405	EPS (元)	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
股本	1952	1952	1952	1952	1952	主要财务比率					
资本公积	1982	1870	1870	1870	1870	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	18697	26398	33718	45783	60992	成长能力					
归属母公司股东权益	22308	29619	35436	47981	63948	营业收入(%)	9.7	28.7	-7.6	67.3	26.8
负债和股东权益	41919	55474	61430	88863	104827	营业利润(%)	36.4	52.7	-2.3	59.5	27.0
						归属于母公司净利润(%)	32.6	57.2	-9.4	64.5	25.1
						获利能力					
						毛利率(%)	40.6	33.7	35.4	35.4	35.4
						净利率(%)	11.7	14.3	14.0	13.7	13.6
						ROE(%)	28.0	35.5	25.2	30.0	28.2
						ROIC(%)	30.9	34.1	25.9	32.5	31.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.5	37.3	30.7	34.4	25.3
						净负债比率(%)	-54.6	-32.8	-65.3	-37.2	-66.9
						流动比率	2.0	2.2	2.9	2.6	3.7
						速动比率	1.0	1.0	2.1	1.0	2.5
						营运能力					
						总资产周转率	1.4	1.4	1.1	1.4	1.4
						应收账款周转率	113.3	576.8	576.8	576.8	576.8
						应付账款周转率	7.9	8.8	8.8	8.8	8.8
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
						每股经营现金流(最新摊薄)	4.20	4.27	9.62	-0.98	17.47
						每股净资产(最新摊薄)	11.43	15.17	18.15	24.57	32.75
						估值比率					
						P/E	69.7	44.3	48.9	29.7	23.8
						P/B	19.2	14.4	12.1	8.9	6.7
						EV/EBITDA	42.7	28.5	28.7	17.9	13.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 6 月 29 日收盘价

免责声明

国盛证券有限责任公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京 地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 邮箱：gsresearch@gszq.com
南昌 地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦 邮编：330038 传真：0791-86281485 邮箱：gsresearch@gszq.com	深圳 地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼 邮编：518033 邮箱：gsresearch@gszq.com