

中国中免(601888)

点评报告

行业公司研究——旅游休闲行业

证券研究报告

离岛价值凸显，上海机场租金重议，Q4 盈利略低于预期

——中国中免 2020 业绩预告点评

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003
☎️：021-80108129
✉️：lidan02@stocke.com.cn

报告导读

中国中免公布 2020 年业绩预告，全年实现营业收入 526.2 亿元/+8.24%，归母净利润约 61.2 亿元/+32.1%，扣非净利润约 59.4 亿元/+55.1%；其中 Q4，公司营业收入 174.8 亿元/+40%，归母净利润 29.52 亿元/+608%，扣非归母净利润 29.46 亿元/+615%。

投资要点

□ H2 归母净利润大增 2.8 倍，但 Q4 实际盈利表现略低于预期

2020 业绩大幅增长。2020 年，公司实现营业收入 526.2 亿元/+8.24%，归母净利润约 61.2 亿元/+32.1%，扣非净利润约 59.4 亿元/+55.1%；其中 20Q4，公司营业收入 174.8 亿元/+40%，归母净利润 29.52 亿元/+608%，扣非归母净利润 29.46 亿元/+615%。公司业绩大幅增长的主要原因是离岛免税业务同比实现较大幅度增长，特别是毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝的销售同比大幅增长。

根据日上与上海机场的合同，2020 年的保底提成为 41.58 亿元；根据最新补充协议，上海机场免税店 2020 年免税店租金收入 11.56 亿元，较原合同应付租金减少约 70%。20Q1-3，公司基于审慎原则全额计提了保底租金约 31.18 亿元。基于此，我们将该租金全年平摊、并剔除租金冲回影响后，还原计算得到 Q1、Q2、Q3、Q4 实际归母净利润应约为 1.67、13.38、25.21、20.91 亿元，表现略低于预期，我们认为主要原因是北京首都机场的保底结算尚在商议中，中免基于谨慎原则，仍按保底计入费用。

□ 离岛免税商业价值凸显，为中免贡献过半收入，助力净利率提升

2020 年 7 月，离岛免税购物新政实施，催化效果显著，12 月日均销售达 1.4 亿元/+150%，客单价 6610 元/+54%；H2 离岛免税销售额 200 亿元/+192%，购物人数 299 万人次/+59%，销售免税品 2382 万件/+158%。其中三亚国际免税城下半年占比约 75%，对应免税销售额约 150 亿元，全年超过 200 亿元。

受益消费回流与政策催化，海南 2020 全年离岛免税销售额 275 亿元/+104%，含税达 327 亿元/+127%，提前 17 天完成年初定下的 300 亿元销售目标；全年购物人数 448 万人次/+17%，销售免税品 3410 万件/+87%。海南原有 4 家离岛免税店全部属于中免，因此，**海南离岛免税市场全年为中国中免贡献过半收入，较上年提升约 30pct。**基于离岛免税收入占比大幅提升，公司 2020 年收入、利润总额分别为 526.2 亿元/+8.2%、96.71 亿元/+30.6%，在国内业务企业所得税率暂时仍为 25%背景下，**我们可推算得下半年净利率在 19%左右，较 19 年提升 8pct 左右。**

20 年 12 月 30 日，中出服三亚市内店、海旅投三亚市内店、中免三亚凤凰机场店开业，海发控、深免海口市内店将于 21 年 1 月 31 日开业，中免美兰机场二期免税店亦将在今年与机场同步开业，届时海南将有 5 个免税经营主体（原有中免/海免，新进中出服、海旅投、海发控、深免）运营 10 家离岛免税店。离岛免税格局由垄断走向适度竞争，激发市场潜力，做大免税蛋糕，亦倒逼中免提升运营效能。为确保海南旅游旺季的免税商品供应，公司加大了免税商品的

评级

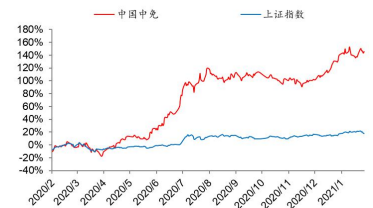
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥294.00

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
4Q/2020	1.51
3Q/2020	1.14
2Q/2020	0.54
1Q/2020	-0.06



公司简介

公司是目前唯一以免税业务为主业的上市公司，全资子公司中免公司是中国免税行业代表企业。

相关报告

- 《2020 离岛免税完美收官，中免渠道、规模壁垒高筑》2021.01.06
- 《离岛免税政策红利释放，Q3 利润表现符合预期》2020.10.28
- 《中国中免深度覆盖：接棒 DUFY，规模领跑全球，引领免税新时代》2020.09.07
- 《旅游休闲行业：困境中的机场免税，危中能否藏机》2020.07.29

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

采购力度, 存货同比大幅增长, 导致公司总资产较期初增长 31.89%。凭借规模、渠道等先发和领先优势, 中免将成为离岛免税高速发展最大受益者。

□ 20 年上海机场免税店实际租金减少约 70%, 未来 5 年租金与客流量挂钩

2021 年 1 月 29 日, 日上与上海机场签署补充协议, 对租金计算方式进行了修改, 原合同约定机场月实收租金为销售提成与保底租金孰高, 补充协议更换成: i) 当月实际国际客流 \leq 2019 年月均实际国际客流 \times 80%时, “月实收费用”按照“月实际销售提成”收取, “月实际销售提成”根据“人均贡献”、“月实际国际客流”进行测算, 并纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等调节指标。ii) 当月实际国际客流 $>$ 2019 年月均实际国际客流 \times 80%时, “月实收费用”按照“月保底销售提成”收取, “月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值, 年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。新方案实施时间为 2020 年 3 月至 2025 年 12 月(本合同期满), 未来 5 年上海机场免税收入的变量变为客流量, 而非实际销售额。

20 H1, 上海机场免税店销售额 68.7 亿元/-11.2%, 基于线上直邮销售表现较佳, 我们预计全年线下免税+线上直邮销售额为 140-160 亿元, 同比基本持平。业绩预报中表示, 上海浦东国际机场免税店 2020 年实际租金为 11.56 亿元, 较应付租金减少约 70%; 同时, 我们关注到, 此次未提及首都机场等同渠道免税店的租金情况, 我们判断目前双方暂未就该事项达成一致, 未来其免税租金也存在调整可能。

□ 市内免税政策有望 21 年出台, 下一片“蓝海”曙光或现

根据新华社报道, 2021 年上海市商务工作会议中表示, 上海将力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地。截至 2020 年末, 中免已在上海、北京、青岛、大连、厦门开设 5 家市内免税店, 营业面积合计 3462 平方米, 并正在推动武汉、西安、广州、天津市内免税店项目建设。待市内免税政策落地, 购物限额和适用消费者群体范围有望放宽, 中免有望在市内免税蓝海中抢占先机, 打造新盈利增长点。

□ 盈利预测及估值

我们预计中免 2020-2022 年归母净利润分别为 61.16、99.21、129.69 亿元, EPS 分别为 3.13、5.08、6.64 元/股。短期内海内外疫情形势差异加快消费回流, 叠加政策红利释放, 离岛免税市场规模将高速扩张, 海南官方目标是 21 年免税销售额达 600 亿元, 同比增加 83%。2020 年 12 月 30 日, 中出服、海旅投三亚免税店正式开业, 21 年将有 5 家免税运营商运营 10 家离岛免税店, 离岛免税格局由垄断走向适度竞争, 激发市场潜力, 亦倒逼中免提升运营效能。凭借规模、渠道等先发和领先优势, 中免将成为最大受益者。此外, 日上与上海机场签署补充协议, 上海机场免税店 2020 年应付租金同比减少约 70%, 亦将对中免经营成果产生积极影响。长期来看, 境外免税消费、奢侈品消费加速回流, 国人市内免税政策有望于 21 年出台, 线上线下加速融合, 在此大背景下, 全方位布局、具备价格体系核心竞争力的中免仍有较大上升空间, 维持“买入”评级。

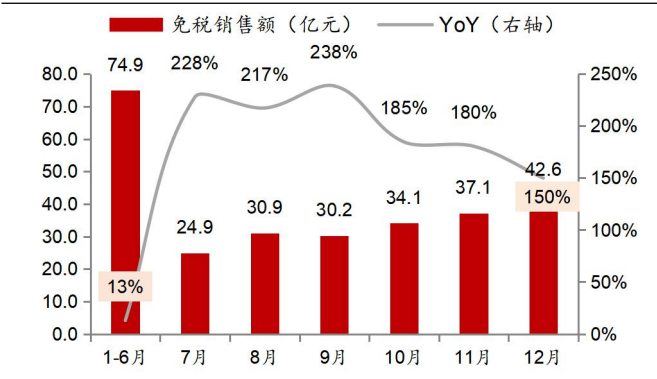
□ 风险提示

需求不及预期, 政策不及预期, 离岛免税销售额不及预期, 汇率风险, 行业竞争加剧, 海口国际免税城投资回报不及预期等。

财务摘要

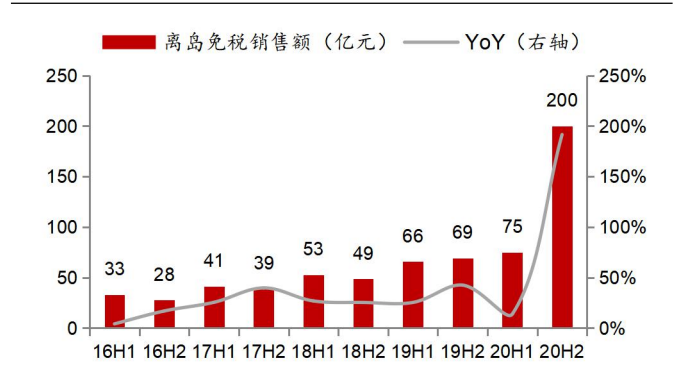
(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	47966	52618	87630	121543
(+/-)	2.0%	9.7%	66.5%	38.7%
净利润	4629	6116	9921	12969
(+/-)	49.6%	32.1%	62.2%	30.7%
每股收益(元)	2.37	3.13	5.08	6.64
P/E	124.01	93.86	57.86	44.26

图 1：2020 年 7 月离岛免税购物新政实施后销售额激增



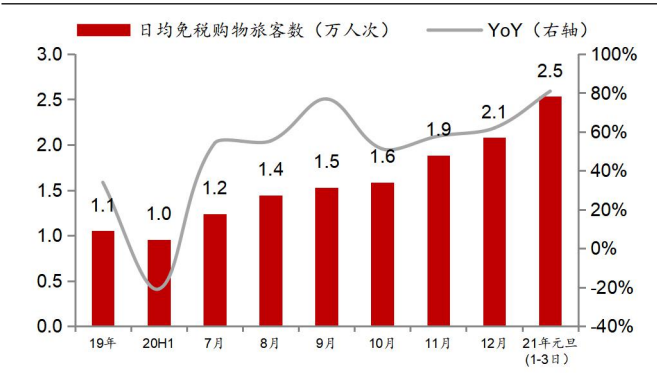
资料来源：海口海关，浙商证券研究所

图 2：20H2 离岛免税销售额同比增加 192%



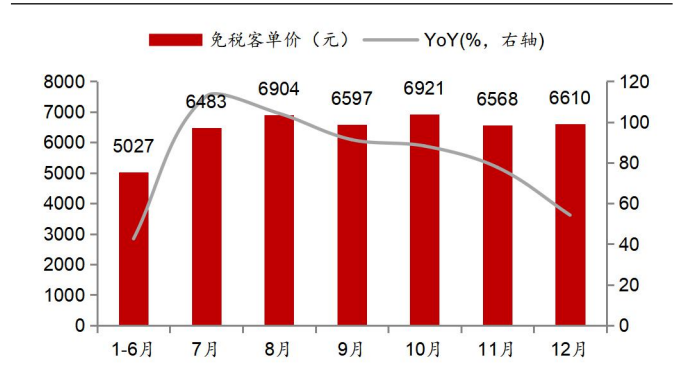
资料来源：公司公告，海口海关，浙商证券研究所

图 3：20 下半年日均免税购物旅客持续增长



资料来源：公司公告，海口海关，浙商证券研究所

图 4：2020 年 7 月新政实施后离岛免税客单价大幅提升



资料来源：公司公告，海口海关，浙商证券研究所

表 1：海南离岛免税格局（截至 2021 年 1 月）

城市	运营商	离岛免税店	开业时间	免税面积 (平米)	物业地址	合作伙伴
三亚	中免	三亚国际免税城	2019 前	7.08 万	海棠湾	自有采购团队
	中免	三亚凤凰机场免税店	2020.12.30	一期 800, 共约 5000	凤凰机场	自有采购团队
	中出服	三亚国际免税购物公园	2020.12.30	一期 1.5 万, 共 3.3 万	鸿洲广场	DUFREY
	海旅投	海旅免税城	2020.12.30	一期 5 万, 共 9.5 万	居然之家广场	拉格代尔
海口	海免	美兰机场免税店	2019 前	1.4 万	美兰机场	中免
	海免	日月广场免税店	2019	2.2 万	日月广场	中免
	中免	美兰机场二期免税店	预计 2021	0.9 万	美兰机场二期	自有采购团队
	海发控	全球精品海口免税城	2021.1.31	一期 3000, 合计约 3.9 万	日月广场	DUFREY
	深免	观澜湖免税店	2021.1.31	一期 2 万, 合计约 10 万	观澜湖新城	DFS
	中免	海口国际免税城	预计 2022	8.86 万	新海港旁	自有采购团队
博鳌	海免	博鳌免税店	2019	4200	博鳌亚洲论坛景区	中免

资料来源：DFE、21 世纪经济报道、日月广场 MOVA、i 免税，浙商证券研究所

表 2：上海机场客流量与免税收入的对应关系

客流量区间	2021	2022	2023	2024	2025
<3080.8	135.28*实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数				
3080.8~4172	35.25	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411
4172~4404	41.58	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411
4404~4636	45.59	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411
4636~4868	45.59	62.88	62.88	62.88	62.88
4868~5100	45.59	62.88	68.59	68.59	68.59
5100~5360	45.59	62.88	68.59	74.64	74.64
>5360	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表 3：根据与上海机场的补充协议做相应调整后的各季度实际归母净利润还原计算（亿元）

	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4
财报归母净利润	-1.20	10.51	22.34	29.52
应计提租金	2.89	2.89	2.89	2.89
实际计提租金	10.395	10.395	10.395	0
应冲回租金	7.505	7.505	7.505	0
实际冲回租金	0	0	0	19.6
该租金事项对归母净利润的影响	-2.87	-2.87	-2.87	+8.61
实际归母净利润	1.67	13.38	25.21	20.91

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	22246	32154	43556	58335	营业收入	47966	52618	87630	121543
现金	11906	18684	24312	32971	营业成本	24273	30261	49600	68329
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	772	1579	3242	4376
应收账款	800	686	684	816	营业费用	14904	8285	15029	23093
其它应收款	876	1579	1928	2431	管理费用	1549	1447	2392	3379
预付账款	381	772	1098	1443	研发费用	0	0	0	0
存货	8060	10289	15376	20499	财务费用	11	0	6	11
其他	223	145	158	175	资产减值损失	383	631	438	304
非流动资产	8442	9918	11620	13745	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	1	0	0	投资净收益	965	50	60	80
长期投资	255	281	273	270	其他经营收益	68	10	40	60
固定资产	1632	1820	2127	2554	营业利润	7109	10475	17023	22191
无形资产	2504	2902	3448	4162	营业外收支	52	(90)	(45)	(55)
在建工程	399	959	1407	1766	利润总额	7160	10385	16978	22136
其他	3652	3956	4363	4993	所得税	1746	2544	4177	5446
资产总计	30687	42072	55176	72080	净利润	5415	7841	12801	16691
流动负债	7961	13790	17599	22612	少数股东损益	786	1725	2880	3722
短期借款	224	440	318	280	归属母公司净利润	4629	6116	9921	12969
应付款项	3537	4690	6944	10038	EBITDA	7401	10499	17057	22169
预收账款	105	526	1052	1094	EPS (最新摊薄)	2.37	3.13	5.08	6.64
其他	4095	8134	9286	11200	主要财务比率				
非流动负债	415	376	404	388		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	415	376	404	388	营业收入	2%	10%	67%	39%
负债合计	8377	14167	18003	23000	营业利润	31%	47%	63%	30%
少数股东权益	2421	4146	7026	10748	归属母公司净利润	50%	32%	62%	31%
归属母公司股东权益	19890	23760	30147	38332	获利能力				
负债和股东权益	30687	42072	55176	72080	毛利率	49%	42%	43%	44%
					净利率	11%	15%	15%	14%
					ROE	23%	24%	30%	30%
					ROIC	26%	32%	41%	42%
					偿债能力				
					资产负债率	27%	34%	33%	32%
					净负债比率	3%	3%	2%	1%
					流动比率	279%	233%	247%	258%
					速动比率	178%	159%	160%	167%
					营运能力				
					总资产周转率	167%	145%	180%	191%
					应收帐款周转率	5394%	4974%	5712%	6169%
					应付帐款周转率	759%	736%	853%	805%
					每股指标(元)				
					每股收益	2.37	3.13	5.08	6.64
					每股经营现金	1.50	5.14	5.78	8.26
					每股净资产	10.19	12.17	15.44	19.63
					估值比率				
					P/E	124.01	93.86	57.86	44.26
					P/B	28.86	24.16	19.04	14.98
					EV/EBITDA	22.22	53.33	32.66	24.90

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2926	10031	11281	16118
净利润	5415	7841	12801	16691
折旧摊销	408	327	383	448
财务费用	11	0	6	11
投资损失	(965)	(50)	(60)	(80)
营运资金变动	329	3870	2936	3733
其它	(2271)	(1957)	(4784)	(4684)
投资活动现金流	(1099)	(1399)	(1893)	(2634)
资本支出	734	(860)	(889)	(950)
长期投资	(1135)	(241)	(92)	(796)
其他	(698)	(297)	(912)	(888)
筹资活动现金流	(1646)	(1854)	(3760)	(4825)
短期借款	(65)	216	(122)	(38)
长期借款	0	0	0	0
其他	(1581)	(2071)	(3638)	(4787)
现金净增加额	181	6778	5628	8659

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>