

中国中免 (601888)

公司研究/点评报告

政策+租金减免推动利润高增，成长边界有望进一步打开

—中国中免 2020 年业绩快报点评

点评报告/消费者服务

2021 年 02 月 01 日

一、事件概述

公司 1 月 29 日发布业绩快报，2020 年实现收入 526 亿元/+8%，实现营业利润 97 亿元/+32%，归母净利 61 亿元/+32%，扣非净利 59 亿元/+55%。

二、分析与判断

➤ 离岛免税政策红利逐步释放，业绩环比下降预计与减值计提等费用相关

拆分看，公司 Q4 实现营业收入 175 亿元/+41%，营业利润 55 亿元/+690%。其中，伴随 Q4 海南进入旅游旺季，叠加公司离岛免税店的精品供应链改善持续推进，公司海南离岛免税店 Q4 预计贡献收入（含补购）超 130 亿元，环比 Q3 同比增长超 30%；其他渠道线上业务预计贡献剩余 30-40 亿元收入。考虑 Q4 上机减免租金为税前利润冲回 30 亿元，粗略估算 Q4 公司税前利润应在 60-65 亿元之间。但公司业绩快报最终体现的 Q4 税前利润仅 55 亿元，我们预计主要与公司传统上习惯于 Q4 计提存货资产减值，以及当前积分递延增加较多有关。我们认为，过往公司在 Q4 进行资产减值及费用计提已是常态，尤其今年受益于政策红利，公司收入增长较块，且 2021-25 年合同期内，公司向上机支付的租金费用大幅减少的可预见性较为明确，因而今年非经营性费用计提幅度超出过往亦可理解，这也有利于公司未来业绩轻装上阵。

➤ 机场免税租赁协议变更，未来机场租金费用支出有望显著下降

公司控股子公司日上上海公告与上海机场就免税租赁合同签订补充协议，以应对疫情带来的商业环境变化。根据补充协议，2020 年子公司日上上海向上海机场支付租金 11 亿元，较 2018 年租赁协议中约定的近 40 亿元下降明显。同时，日上上海与上海机场后续的租金支付将主要参考上海机场国际客流的恢复情况而定。我们认为，根据新协议，未来公司机场免税租赁费用在非常态化的背景下，将可得到大幅节省。

三、投资建议

我们预计公司 2021-22 年 EPS 各为 7.43、9.91 元，对应 PE 各为 40/30 倍，与历史均值相近。我们认为，受益于免税行业政策红利持续释放，公司依托领先的规模及供应链优势、优质的物业供给，仍将是行业成长红利的最大受益者，同时建议关注公司线上业务的增长潜力，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

新冠疫情恶化；机场国际客流恢复对销售费用影响较大；免税政策及销售进展低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,966	52,586	93,822	124,144
增长率（%）	2.0%	9.6%	78.4%	32.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,629	6,118	14,507	19,358
增长率（%）	49.6%	32.2%	137.1%	33.4%
每股收益（元）	2.37	3.13	7.43	9.91
PE（现价）	124.0	93.8	39.6	29.7
PB	28.9	22.1	14.2	9.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

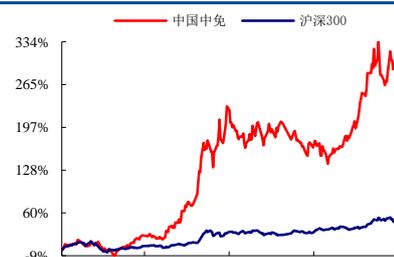
维持评级

当前价格： 294.0 元

交易数据 2021-1-29

近 12 个月最高/最低(元)	319.1/67.2
总股本（百万股）	1,952
流通股本（百万股）	1,952
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	5,740
流通市值（亿元）	5,740

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证 S0100519080001
 电话： 021-60876718
 邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1. 中国中免 Q3 业绩点评：政策红利释放，Q3 业绩表现亮眼
2. 中国中免(601888):Q2 盈利回升，关注离岛免税供应链改善进展

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	47,966	52,586	93,822	124,144
营业成本	24,273	32,046	53,504	68,767
营业税金及附加	772	846	1,510	1,998
销售费用	14,904	8,798	12,197	16,139
管理费用	1,549	1,315	1,876	2,235
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	9,582	24,735	35,006
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	0	0	0
投资收益	965	406	474	615
营业利润	7,109	10,030	23,758	31,674
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	10,011	23,739	31,679
所得税	1,746	2,441	5,788	7,723
净利润	5,415	7,570	17,951	23,955
归属于母公司净利润	4,629	6,118	14,507	19,358
EBITDA	6,876	9,762	24,913	35,180
资产负债表 (百万元)				
货币资金	11906	26943	40246	60564
应收账款及票据	800	1246	1914	2514
预付款项	381	817	1184	1452
存货	8060	842	8076	14847
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	30760	53711	81315
长期股权投资	255	661	1135	1750
固定资产	1632	1735	1636	1638
无形资产	2504	2968	3593	4390
非流动资产合计	8442	8847	9701	10855
资产合计	30687	39607	63412	92170
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	3885	6615	8954
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	9311	15165	19968
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	413	413	413	413
非流动负债合计	415	415	415	415
负债合计	8377	9726	15580	20383
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3873	7318	11915
股东权益合计	22310	29881	47832	71787
负债和股东权益合计	30687	39607	63412	92170

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.0%	9.6%	78.4%	32.3%
EBIT 增长率	14.9%	48.1%	158.2%	41.5%
净利润增长率	49.6%	32.2%	137.1%	33.4%
盈利能力				
毛利率	49.4%	39.1%	43.0%	44.6%
净利率	9.7%	11.6%	15.5%	15.6%
总资产收益率 ROA	15.1%	15.4%	22.9%	21.0%
净资产收益率 ROE	23.3%	23.5%	35.8%	32.3%
偿债能力				
流动比率	2.8	3.3	3.5	4.1
速动比率	1.8	3.2	3.0	3.3
现金比率	1.5	2.9	2.7	3.0
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	6.7	8.6	7.6	7.6
存货周转天数	103.8	50.0	30.0	60.0
总资产周转率	1.7	1.5	1.8	1.6
每股指标 (元)				
每股收益	2.4	3.1	7.4	9.9
每股净资产	10.2	13.3	20.8	30.7
每股经营现金流	1.5	7.8	7.1	10.8
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	124.0	93.8	39.6	29.7
PB	28.9	22.1	14.2	9.6
EV/EBITDA	81.8	56.1	21.4	14.6
股息收益率	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)				
净利润	5,415	7,570	17,951	23,955
折旧和摊销	786	181	178	174
营运资金变动	(2,150)	7,872	(3,794)	(2,483)
经营活动现金流	2,921	15,236	13,881	21,027
资本开支	1,498	199	578	709
投资	367	0	0	0
投资活动现金流	(1,099)	(199)	(578)	(709)
股权募资	18	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	(1,646)	0	0	0
现金净流量	177	15,037	13,303	20,318

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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。