

# 中国中免 (601888)

公司研究/点评报告

## 离岛销售趋势持续提升，促销折扣无本质影响

—中国中免 2021 年一季报业绩快报点评

点评报告/消费者服务

2021 年 04 月 14 日

### 一、事件概述

公司 4 月 13 日发布一季度业绩快报，2021 年一季度实现收入 181 亿元/同比+137%，环比+4%，实现归母净利 28.5 亿元，扣非净利 28.3 亿元，同比扭亏。

### 二、分析与判断

#### ➤ Q1 业绩略低于预期，剔除 4Q20 租金返还影响后 1Q21 净利润率无较大变动

此前预期为公司 1Q21 业绩在 30 亿以上，该预期主要来源于 1Q21 离岛免税市场收入继续保持高增，而 4Q20 中免归母净利率环比提升至 16.9%，若简单线性外推，则 1Q21 中免乘以该净利率，中免 1Q21 归母净利理应在 30.5 亿左右。目前，外界对公司 Q1 利润率表现不及预期，归咎于新运营商开业后，离岛免税市场促销折扣竞争力度加大，导致费用率增加，净利率环比降低，我们认为这一观点可能欠妥。事实上，4Q20 中免利润大增主要受上海机场计提租金冲回影响，剔除该事项后测算 3Q20、4Q20、1Q21 中免归母净利率各为 14%、12.65%、15.6%，若进一步考虑 4Q20 的管理费用增加、资产减值计提及其他费用开支，则 1Q21 与 4Q20 的净利率也难以呈现出表现报表上的差距，即虽然 1Q20 折扣环比 4Q20 增加对毛利率产生影响，但规模效应部分抵消了这一负面因素。此外，由于与首都机场、白云机场的租金谈判进展尚未落地，故一季报表现上存在低于预期的事实，但从公司经营层面，以及市场竞争层面，我们认为公司的基本面仍处在一个健康、合理的运营轨道上。

#### ➤ 价格战对利润率没有本质影响，仅为短期扰动因素

我们认为，1Q21 离岛免税市场的折扣促销活动较多有两方面因素：(1) 新增运营商的短期引流措施；(2) 1-2 月疫情反复+就地过年政策，亦需促销活动激活市场。但中长期看，品牌商对长期持续性的大幅折扣活动仍持保留意见，故我们认为价格战的长期持续性不强。

### 三、投资建议

重申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，短期市场负面情绪及利空因素释放后，公司估值与基本面的匹配程度已经回归。我们预计公司 2021-22 年 EPS 各为 6.69、8.55 元，对应 PE 各为 43/34 倍，与历史均值相近。维持“推荐”评级。

### 四、风险提示：

新冠疫情恶化；机场租金协商进展低于预期；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	51,991	88,672	114,561
增长率(%)	2.0%	8.4%	70.6%	29.2%
归属母公司股东净利润(百万元)	4,629	5,939	13,067	16,699
增长率(%)	49.6%	28.3%	120.0%	27.8%
每股收益(元)	2.37	3.04	6.69	8.55
PE(现价)	112.1	87.4	43.1	33.7
PB	26.1	20.1	13.3	9.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

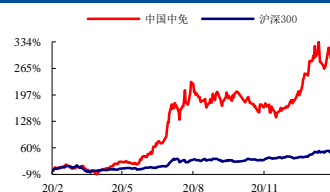
维持评级

当前价格： 288.20 元

交易数据 2021-4-14

近 12 个月最高/最低(元)	387.86/76.6
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)	5,627
流通市值(亿元)	5,627

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

- 【民生社服】拟投资扩建三亚免税城，领先优势巩固
- 中国中免(601888) 2020 年业绩快报点评：政策+租金减免推动利润高增，成长边界有望进一步打开

## 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	51,991	88,672	114,561
营业成本	24,273	31,430	49,744	61,654
营业税金及附加	772	731	1,306	1,714
销售费用	14,904	8,839	15,074	22,912
管理费用	1,549	1,508	1,773	2,062
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	9,484	20,775	26,219
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	205	357	127
投资收益	965	0	0	0
营业利润	7,109	9,279	20,418	26,092
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	9,279	20,418	26,092
所得税	1,746	2,227	4,900	6,262
净利润	5,415	7,052	15,518	19,830
归属于母公司净利润	4,629	5,939	13,067	16,699
EBITDA	6,876	9,484	20,775	26,219
<b>资产负债表 (百万元)</b>				
货币资金	11906	16645	24746	47889
应收账款及票据	800	1232	1808	2320
预付款项	381	802	1101	1302
存货	8060	10480	19305	17911
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	29846	48553	70509
长期股权投资	255	255	255	255
固定资产	1632	1632	1632	1632
无形资产	2504	2504	2504	2504
非流动资产合计	8442	9108	11108	13108
资产合计	30687	38954	59662	83617
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	3811	6150	8028
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	9176	14366	18492
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	9592	14782	18907
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3534	5984	9115
股东权益合计	22310	29362	44880	64710
负债和股东权益合计	30687	38954	59662	83617

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
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	2.0%	8.4%	70.6%	29.2%
EBIT 增长率	14.9%	46.6%	119.0%	26.2%
净利润增长率	49.6%	28.3%	120.0%	27.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	49.4%	39.5%	43.9%	46.2%
净利率	9.7%	11.4%	14.7%	14.6%
总资产收益率 ROA	15.1%	15.2%	21.9%	20.0%
净资产收益率 ROE	23.3%	23.0%	33.6%	30.0%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.8	3.3	3.4	3.8
速动比率	1.8	2.1	2.1	2.9
现金比率	1.5	1.8	1.7	2.6
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	6.7	8.6	7.6	7.6
存货周转天数	103.8	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	1.7	1.5	1.8	1.6
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	2.4	3.0	6.7	8.6
每股净资产	10.2	13.2	19.9	28.5
每股经营现金流	1.5	2.8	5.2	12.9
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
<b>估值分析</b>				
PE	112.1	87.4	43.1	33.7
PB	26.1	20.1	13.3	9.3
EV/EBITDA	73.8	53.0	23.8	18.0
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>现金流量表 (百万元)</b>				
净利润	5,415	7,052	15,518	19,830
折旧和摊销	786	205	357	127
营运资金变动	(2,150)	(1,852)	(5,773)	5,186
经营活动现金流	2,921	5,405	10,101	25,143
资本开支	1,498	667	2,000	2,000
投资	367	0	0	0
投资活动现金流	(1,099)	(667)	(2,000)	(2,000)
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	4,739	8,101	23,143

## 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。