

# 2021年Q1业绩基本符合预期 离岛免税 维持高景气度

——中国中免 (601888.SH)

休闲服务/旅游综合



申港证券  
SHENGANG SECURITIES

## 投资摘要:

**事件:** 公司发布 2021 年一季度业绩快报, 基本符合我们预期。2021Q1 公司实现营收 181.3 亿元, 同比增长 127.5% (20Q1: 79.7 亿元, 19Q1: 136.9 亿元); 归母净利润 28.5 亿元, 较去年同期增加 28.7 亿元, 扭亏为盈 (20Q1: -0.2 亿元, 19Q1: 23.1 亿元); 扣非归母净利润 28.3 亿元, 较去年同期增加 29.5 亿元 (20Q1: -1.2 亿元, 19Q1: 15.9 亿元)。营业利润率 24.6%, 归母净利率 15.7%, 盈利能力仍在较高水平。(数据均为追溯调整后)

## 从季度看, 公司 20Q3/Q4 及 21Q1:

- ◆ 营收分别为 158.3/174.8/181.3 亿元, 同比 41%/41%/128%, 环比 36%/10%/4%, 成长稳健, 基本符合预期; 归母净利润为 22.3/29.5/28.5 亿元, 同比 144%/581%/-, 环比 113%/32%/-4%; 归母净利率为 14.1%/16.9%/15.7%; 营业利润率 19.2%/31.3%/24.6%。
- ◆ 21Q1 公司盈利能力仍在较高水平, 但业绩略低于此前市场预期, 我们预计主要因离岛免税促销打折, 首都、广州机场仍按保底租金全额计提, 同时海南税收优惠政策还未实施 (企业所得税原为 25%, 优惠政策下为 15%)。

## 离岛免税业务仍为公司盈利核心:

- ◆ 离岛免税仍旧维持高景气度, 根据国新办披露, 2020 年 7 月 1 日至 2021 年 4 月 6 日, 离岛免税销售额 347 亿元, 同比增长 244%。2021 年 1 月、2 月、3 月 1 日至 4 月 6 日, 离岛免税销售额分别为 37.8/45.4/63.9 亿元。
- ◆ 我们预计公司 2021Q1 离岛免税销售额在 125-130 亿, 归母净利率约 22%; 线上销售额 (日上直邮+其他 cdf 线上平台) 在 35-40 亿, 归母净利率约 10%; 机场线下部分, 首都 (含大兴)、广州机场租金仍按原合同保底租金全额计提, 首都机场 (含大兴) 21Q1 租金约 7.5 亿元, 预计亏损约 2.3 亿元; 广州机场 21Q1 租金约 2.7 亿元, 预计亏损约 1 亿元; 上海机场租金按照补充协议, 预计租金在 2-3 亿元, 预计亏损约 0.5 亿元。

## 未来需持续关注:

- ◆ **公司与首都机场 (含大兴) 的租金谈判结果。** 目前仍按原合同协议, 全额计提保底租金。参考与上海机场签订的租金补充协议, 未来首都机场的租金有望减免, 届时已计提的全额保底租金有望冲回。
- ◆ **海南税收优惠政策还未实施, 公司业绩仍按 25% 企业所得税计算。** 若 2021 年可实施 15% 的所得税政策, 公司业绩有望提升 5-7 亿元。
- ◆ **海南持续打击离岛免税的“套代购”走私,** 2020 年 7 月至今, 已依法对 8000 余名参与海南离岛免税“套代购”违法行为的个人, 限制其三年内不得享受离岛免税购物政策。打击代购短期或对公司业绩产生小波动, 但影响不会太大; 长期将规范环境, 利于行业发展, 不改公司长期增长逻辑。
- ◆ **未来出境游逐步放开, 全面复苏仍需时日。** 据新华社, 自 5 月中旬起, “来港易”计划下, 内地居民抵港可免除 14 天隔离, 但从香港返回大陆仍需隔离, 具体实施细节仍待公布。在各国疫苗开始陆续接种, 全球新冠肺炎疫情趋势向好的情况下, 预计下半年跨境游有望陆续启动, 但全面恢复仍需时日。抓住此窗口期, 公司可继续在商品价格、品牌及 SKU 丰富度、货品供给量

评级

买入 (维持)

2021 年 04 月 14 日

曹旭特

分析师

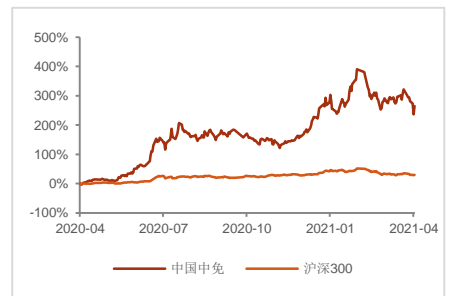
SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.04.14

|                |                   |
|----------------|-------------------|
| 总市值/流通市值 (亿元)  | 5,627.03/5,627.03 |
| 总股本 (万股)       | 195,247.55        |
| 资产负债率 (%)      | 42.58             |
| 每股净资产 (元)      | 10.07             |
| 收盘价 (元)        | 288.2             |
| 一年内最低价/最高价 (元) | 75.56/403.78      |

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《中国中免公司深度研究: 免税黄金赛道 龙头强势领跑》2021-02-03

以及服务体验上加强优势，未来将持续推动境外消费回流。

**投资建议：**短期由于市场风格扰动，公司股价出现回调并震荡，但公司中长期逻辑未改，同时免税市场保持超高景气度。近期，海南省委书记在会议上再次预期今年离岛销售额超 600 亿元。未来海南离岛免税将呈现有序竞争，共同做大蛋糕，而公司不断扩大自身免税经营面积带来更多供给，同时也持续扩大规模优势，提升与上游的议价能力与谈判能力，降低采购成本，引入更多品牌。未来公司龙头规模效应、供应链效应和管理运营能力更加凸显，在增量市场里将首先受益。若 21 年不考虑海南省 15% 的企业所得税优惠和北京机场的租金减免，预计公司 20-22 年每股收益分别为 3.13/5.45/8.58 元，对应最新 PE 分别为 91/52/33 倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；疫情发展不确定性；免税政策变化；行业竞争加剧。

### 财务指标预测

| 指标          | 2018A     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入 (百万元)  | 47,007.32 | 47,966.50 | 52,613.97 | 79,703.85 | 111,030.0 |
| 增长率 (%)     | 66.21%    | 2.04%     | 9.69%     | 51.49%    | 39.30%    |
| 归母净利润 (百万元) | 3,094.75  | 4,628.99  | 6,117.69  | 10,644.20 | 16,752.01 |
| 增长率 (%)     | 22.29%    | 49.58%    | 32.16%    | 73.99%    | 57.38%    |
| 净资产收益率 (%)  | 19.06%    | 23.27%    | 26.16%    | 35.48%    | 41.71%    |
| 每股收益(元)     | 1.59      | 2.37      | 3.13      | 5.45      | 8.58      |
| PE          | 181.83    | 121.56    | 91.98     | 52.86     | 33.59     |
| PB          | 34.66     | 28.29     | 24.06     | 18.76     | 14.01     |

资料来源：公司财报、申港证券研究所

表1: 公司盈利预测表

| 利润表          |          | 单位:百万元   |          |          |           |             | 资产负债表     |           |           |           |           | 单位:百万元 |       |       |       |       |       |
|--------------|----------|----------|----------|----------|-----------|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 2018A    | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E     |             | 2018A     | 2019A     | 2020E     | 2021E     | 2022E     |        | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 营业收入         | 47007.32 | 47966.50 | 52613.97 | 79703.85 | 111030.00 | 流动资产合计      | 19578.0   | 22245.73  | 26058.90  | 36717.61  | 52058.89  |        |       |       |       |       |       |
| 营业成本         | 27518.33 | 24272.79 | 29434.40 | 45043.70 | 63591.83  | 货币资金        | 11289.14  | 11905.95  | 15404.04  | 19462.52  | 27111.91  |        |       |       |       |       |       |
| 营业税金及附加      | 659.36   | 771.82   | 846.60   | 1282.50  | 1786.56   | 应收账款        | 978.57    | 800.08    | 986.44    | 1494.35   | 2081.67   |        |       |       |       |       |       |
| 营业费用         | 11600.65 | 14904.08 | 12101.21 | 15940.77 | 21095.70  | 其他应收款       | 566.82    | 875.58    | 960.42    | 1454.92   | 2026.75   |        |       |       |       |       |       |
| 管理费用         | 1601.12  | 1549.38  | 1420.58  | 1594.08  | 2220.60   | 预付款项        | 693.36    | 381.03    | 184.26    | (116.87)  | (541.99)  |        |       |       |       |       |       |
| 研发费用         | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 存货          | 5943.13   | 8059.77   | 8065.32   | 12342.42  | 17424.79  |        |       |       |       |       |       |
| 财务费用         | (6.98)   | 10.69    | (60.44)  | (50.20)  | (9.95)    | 其他流动资产      | 66.86     | 180.13    | 458.37    | 2080.21   | 3955.67   |        |       |       |       |       |       |
| 资产减值损失       | 298.31   | (378.23) | (260.30) | (113.40) | (113.40)  | 非流动资产合计     | 7269.37   | 8441.52   | 8769.73   | 8928.96   | 9001.38   |        |       |       |       |       |       |
| 公允价值变动收益     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00      | 长期股权投资      | 284.33    | 254.69    | 254.69    | 254.69    | 254.69    |        |       |       |       |       |       |
| 投资净收益        | 50.63    | 965.28   | 597.92   | 597.92   | 597.92    | 固定资产        | 1932.17   | 1631.76   | 1554.25   | 1915.52   | 2265.85   |        |       |       |       |       |       |
| 营业利润         | 5426.25  | 7108.61  | 9729.84  | 16604.32 | 23056.59  | 无形资产        | 1202.02   | 2504.36   | 2453.92   | 2308.53   | 2127.68   |        |       |       |       |       |       |
| 营业外收入        | 25.35    | 66.37    | 12.89    | 39.63    | 39.63     | 商誉          | 822.46    | 822.46    | 822.46    | 822.46    | 822.46    |        |       |       |       |       |       |
| 营业外支出        | 115.60   | 14.50    | 70.88    | 42.69    | 42.69     | 其他非流动资产     | 1261.03   | 514.97    | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 利润总额         | 5336.00  | 7160.48  | 9671.85  | 16601.26 | 23053.53  | 资产总计        | 26847.43  | 30687.26  | 34828.63  | 45646.57  | 61060.27  |        |       |       |       |       |       |
| 所得税          | 1400.84  | 1745.77  | 2417.96  | 4150.32  | 3458.03   | 流动负债合计      | 7793.35   | 7961.47   | 7440.00   | 9837.55   | 12242.26  |        |       |       |       |       |       |
| 净利润          | 3935.16  | 5414.71  | 7253.88  | 12450.95 | 19595.50  | 短期借款        | 289.05    | 223.95    | 0.00      | 1056.30   | 1986.10   |        |       |       |       |       |       |
| 少数股东损益       | 840.41   | 785.72   | 1136.19  | 1806.74  | 2843.48   | 应付账款        | 2859.49   | 3537.47   | 3623.82   | 5545.56   | 7829.12   |        |       |       |       |       |       |
| 归属母公司净利润     | 3094.75  | 4628.99  | 6117.69  | 10644.20 | 16752.01  | 预收款项        | 687.47    | 104.63    | (278.56)  | (859.06)  | (1667.70) |        |       |       |       |       |       |
| EBITDA       | 6806.48  | 9809.58  | 9997.34  | 16898.91 | 23387.82  | 一年内到期的非流动负债 | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| EPS (元)      | 1.59     | 2.37     | 3.13     | 5.45     | 8.58      | 非流动负债合计     | 469.77    | 415.43    | 318.52    | 318.52    | 318.52    |        |       |       |       |       |       |
| 主要财务比率       |          |          |          |          |           | 长期借款        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
|              |          |          |          |          |           | 应付债券        | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 成长能力         |          |          |          |          |           | 负债合计        | 8263.11   | 8376.90   | 7758.52   | 10156.07  | 12560.78  |        |       |       |       |       |       |
| 营业收入增长       | 66.21%   | 2.04%    | 9.69%    | 51.49%   | 39.30%    | 少数股东权益      | 2349.01   | 2420.70   | 3556.89   | 5363.64   | 8207.12   |        |       |       |       |       |       |
| 营业利润增长       | 40.81%   | 31.00%   | 36.87%   | 70.65%   | 38.86%    | 实收资本(或股本)   | 1952.48   | 1952.48   | 1952.48   | 1952.48   | 1952.48   |        |       |       |       |       |       |
| 归属于母公司净利润增长  | 32.16%   | 73.99%   | 32.16%   | 73.99%   | 57.38%    | 资本公积        | 3843.80   | 3851.89   | 3851.89   | 3851.89   | 3851.89   |        |       |       |       |       |       |
| 获利能力         |          |          |          |          |           | 未分配利润       | 9643.45   | 12912.10  | 15080.65  | 19222.89  | 25451.52  |        |       |       |       |       |       |
| 毛利率(%)       | 41.46%   | 49.40%   | 44.06%   | 43.49%   | 42.73%    | 归属母公司股东权益合计 | 16235.31  | 19889.65  | 23388.62  | 30002.27  | 40167.78  |        |       |       |       |       |       |
| 净利率(%)       | 8.37%    | 11.29%   | 13.79%   | 15.62%   | 17.65%    | 负债和所有者权益    | 26847.43  | 30687.26  | 34828.63  | 45646.57  | 61060.27  |        |       |       |       |       |       |
| 总资产净利润(%)    | 11.53%   | 15.08%   | 17.57%   | 23.32%   | 27.44%    | 现金流量表       |           |           |           |           | 单位:百万元    |        |       |       |       |       |       |
| ROE(%)       | 19.06%   | 23.27%   | 26.16%   | 35.48%   | 41.71%    | 经营活动现金流     | 2722.23   | 2926.03   | 5962.27   | 6871.21   | 13134.82  |        |       |       |       |       |       |
| 偿债能力         |          |          |          |          |           | 净利润         | 3935.16   | 5414.71   | 7253.88   | 12450.95  | 19595.50  |        |       |       |       |       |       |
| 资产负债率(%)     | 30.78%   | 27.30%   | 22.28%   | 22.25%   | 20.57%    | 折旧摊销        | 1387.21   | 2690.27   | 0.00      | 99.39     | 110.33    |        |       |       |       |       |       |
| 流动比率         | 2.51     | 2.79     | 3.50     | 3.73     | 4.25      | 财务费用        | (6.98)    | 10.69     | (60.44)   | (50.20)   | (9.95)    |        |       |       |       |       |       |
| 速动比率         | 1.75     | 1.78     | 2.42     | 2.48     | 2.83      | 应付帐款减少      | 0.00      | 0.00      | (186.36)  | (507.90)  | (587.33)  |        |       |       |       |       |       |
| 营运能力         |          |          |          |          |           | 预收帐款增加      | 0.00      | 0.00      | (383.19)  | (580.49)  | (808.65)  |        |       |       |       |       |       |
| 总资产周转率       | 1.97     | 1.67     | 1.61     | 1.98     | 2.08      | 投资活动现金流     | (1905.96) | (1098.79) | 194.14    | 111.32    | 161.32    |        |       |       |       |       |       |
| 应收账款周转率      | 48.84    | 53.94    | 58.90    | 64.26    | 62.10     | 公允价值变动收益    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 应付账款周转率      | 18.35    | 15.00    | 14.69    | 17.38    | 16.60     | 长期股权投资减少    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 每股指标(元)      |          |          |          |          |           | 投资收益        | 50.63     | 965.28    | 597.92    | 597.92    | 597.92    |        |       |       |       |       |       |
| 每股收益(最新摊薄)   | 1.59     | 2.37     | 3.13     | 5.45     | 8.58      | 筹资活动现金流     | (1148.59) | (1646.02) | (2658.32) | (2924.06) | (5646.76) |        |       |       |       |       |       |
| 每股净现金流(最新摊薄) | -0.17    | 0.09     | 1.79     | 2.08     | 3.92      | 应付债券增加      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 每股净资产(最新摊薄)  | 8.32     | 10.19    | 11.98    | 15.37    | 20.57     | 长期借款增加      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| 估值比率         |          |          |          |          |           | 普通股增加       | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| P/E          | 181.83   | 121.56   | 91.98    | 52.86    | 33.59     | 资本公积增加      | 1.60      | 8.09      | 0.00      | 0.00      | 0.00      |        |       |       |       |       |       |
| P/B          | 34.66    | 28.29    | 24.06    | 18.76    | 14.01     | 现金净增加额      | (332.33)  | 181.22    | 3498.09   | 4058.48   | 7649.39   |        |       |       |       |       |       |
| EV/EBITDA    | 81.06    | 56.17    | 54.74    | 32.21    | 22.99     |             |           |           |           |           |           |        |       |       |       |       |       |

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上       |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

|    |                                       |
|----|---------------------------------------|
| 买入 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上      |
| 增持 | 报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间   |
| 中性 | 报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间 |
| 减持 | 报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上       |