

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

Q1 归母净利率 15.7%，业绩符合预期

——中国中免 2021 一季度业绩预告点评

✍️：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 2021 年一季度业绩预告，Q1 实现营业收入 181.3 亿元，同比增加 127%，环比增加 3.7%；实现归母净利润约 28.5 亿元，扣非归母净利润约 28.3 亿元。**21Q1 归母净利率约 15.7%，业绩符合预期。**

投资要点

□ 21Q1 客流承压背景下归母净利率为 15.7%，业绩符合预期

受“就地过年”影响，海南离岛免税市场在一季度传统旺季的客流量承压，对免税销售额产生直接影响。2021 年 1-2 月海口美兰机场国内航线旅客吞吐量约 267 万人次，较 19 年下降 42.5%，而 20Q4 三个月均实现同比正增长。21 年 1-2 月海南离岛免税日均销售额分别约 1.2、1.6 亿元，购物人次分别为 51、52 万人次，较上年 12 月分别下降 21%、19%。

中免整体盈利情况符合预期。21Q1，中免预计实现营业收入约 181.3 亿元，营业利润约 44.6 亿元，利润总额 44.6 亿元，归母净利润约 28.5 亿元，扣非归母净利润 28.3 亿元，同比实现大幅增长。将 2020 年按照原协议计提的上海机场免税保底租金全年分摊并剔除租金冲回影响后，还原得到 20Q1-4 实际归母净利润分别约-0.5、14.1、25.9、21.6 亿元，在中免海南子公司仍然按照 25% 的企业所得税率计税背景下，我们认为业绩符合预期。

我们将 2020 年上海机场免税租金进行口径调整后，得到 20Q2-4 归母净利率分别约为 12.1%、16.4%、12.4%；21Q1 公司归母净利率约为 15.7%，与上年峰值（20Q3 为 16.4%）相比波动幅度不大，在客流下滑的情况下，表现较为优异。

□ 21 年海南离岛免税销售额有望突破 600 亿元，中免持续加码离岛免税

2021 年 1-2 月，海南离岛免税销售额共计约 83.2 亿元。基于 20H1 离岛免税收入占中免收入的比例，以及旗下三亚国际免税城、海免的表现，稍作调整后，我们可以大致拆分得到，21Q1 中免在离岛免税市场获得营业收入 129 亿元左右，其中三亚国际免税城销售额为 88 亿元左右，对应归母净利润为 20 亿元左右，海免的免税销售额为 41 亿元左右，对应归母净利润为 4.8 亿元左右。

4 月 12 日央广网报道，海南省委书记沈晓明表示海南离岛免税销售额 21 年有望突破 600 亿元，但目前消费回流比例还不高，仍有较大提升空间。今年 2 月起海南增加了邮寄送达和返岛提取两种新提货方式，在增强消费便捷性的同时亦有助于挖掘消费潜力。据北京商报报道，邮寄送达服务实施 63 天完成免税品销售额约 4 亿元、免税品约 53 万件、购物人次约 10 万人次。

中免持续加码海南离岛免税市场。2021 年 3 月，中免宣布拟投资 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目，将建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，将扩建免税营业面积、引进高端奢侈品牌、丰富品类，实现三亚国际免税城整体升级，其中免税商业部分计划建设周期为 21 个月，项目建成后将进一步提高公司免税业务的核心竞争力。另外，中免旗下的全球最大单体免税城海口国际免税城有望于 2022 年 6 月开业，有望实现高开。凭借规模、渠道等领先优势，我们认为中免在海南离岛免税市场的霸主地位仍然稳固，将充分受益于离岛免税市场的高速扩张。

评级

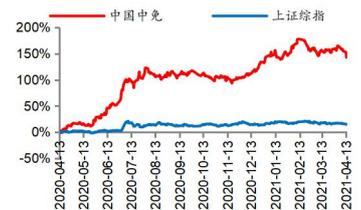
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥288.20

单季度业绩

元/股

| | |
|---------|------|
| 1Q/2021 | 1.46 |
| 4Q/2020 | 1.51 |
| 3Q/2020 | 1.14 |
| 2Q/2020 | 0.54 |



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 业绩预告点评：离岛价值凸显，上海机场租金重议，Q4 盈利略低于预期》2021.01.30
- 《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

□ 2025年前机场免税租金下滑有助业绩弹性释放，线上渠道方兴未艾

国际客流有望于明年开始恢复，机场免税曙光或现。截至21年3月，国际客流仍在低位徘徊，因此，21Q1机场线下免税店对公司收入贡献较小，但高额租金对收益有一定影响：**i) 上海机场** 21Q1国际及地区客流量32万人次，按照新合同，计算公式为“客流*135*系数”，我们估算21Q1上海机场收取租金1.3亿元，中免持股51%，对中免净利润影响-0.5亿元左右；**ii) 首都机场** 2019年免税保底约30亿元，由于公司暂未就首都机场免税租金事项发布公告，我们认为公司2021Q1基于谨慎原则仍将按照保底计入，即分摊保底租金7.5亿元左右，中免持股51%，对中免利润影响-2.8亿元左右；考虑到公司与上海机场已就免税租金计算方式率先达成一致，我们认为首都机场免税租金新协议亦有望落地。**iii) 白云机场**：21Q1保底租金约1亿元，对中免利润影响-0.7亿元。随着国内外新冠疫苗接种持续推进，我们认为国际客流有望于明年开始松动，机场免税店或迎来复苏曙光。

线上渠道方兴未艾，日上直邮贡献可观增量。2020年，日上上海线上直邮表现出色，单月销售额已超过上海机场免税店线下历史峰值，我们预计全年销售额约为140-160亿元，扩张速度较快。考虑到21Q1线上直邮缺货现象对销售额增速产生一定压制，我们保守估计销售额约35亿元，考虑到中免持股51%，估计贡献归母净利润5.4亿元左右。此外，2020年底起，中免将旗下多个cdf会员购小程序纳入同一个cdf会员体系，会员每消费30元可享有1个积分，消费时1积分可抵1元人民币，我们认为该优惠措施将有助于增强客户消费黏性、加快线上渠道推广。

□ 盈利预测及估值

随着政策红利释放，多元主体运营做大离岛免税市场蛋糕，通过邮寄离岛、返岛提取等方式进行模式升级，离岛免税市场规模有望实现高速扩张，海南官方称2021年免税销售额有望突破600亿元，同比增加83%。2021年，公司宣布拟扩建三亚国际免税城的免税营业面积，并引入高端奢侈品牌以丰富品类。同时，在适度竞争中，我们认为中免将重视运营效能提升。凭借规模、渠道等先发和领先优势，中免将充分受益离岛免税市场高速扩张。此外，未来4年上海机场免税租金原保底变上线、日上直邮持续发力，亦将对中免经营成果产生积极影响。基于此，我们预计中免2020-2022年归母净利润分别为61.2、120.5、154.8亿元，EPS分别为3.13、6.17、7.93元/股，我们给予公司22年40-45倍估值，对应目标价317.18-356.83元/股，维持“买入”评级。

□ 风险提示

政策不及预期，离岛免税销售额不及预期，行业竞争加剧风险等。

财务摘要

| (百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------|--------|-------|-------|--------|
| 主营收入 | 47966 | 52618 | 78675 | 117351 |
| (+/-) | 2.0% | 9.7% | 49.5% | 49.2% |
| 净利润 | 4629 | 6116 | 12045 | 15482 |
| (+/-) | 49.6% | 32.1% | 96.9% | 28.5% |
| 每股收益(元) | 2.37 | 3.13 | 6.17 | 7.93 |
| P/E | 112.13 | 84.87 | 43.10 | 33.53 |

图 1：2021 年 1 月免税销售额因出行受限受到一定影响



资料来源：海口海关，浙商证券研究所

图 2：2021 年 1-2 月免税购物人次因出行受限受到一定影响



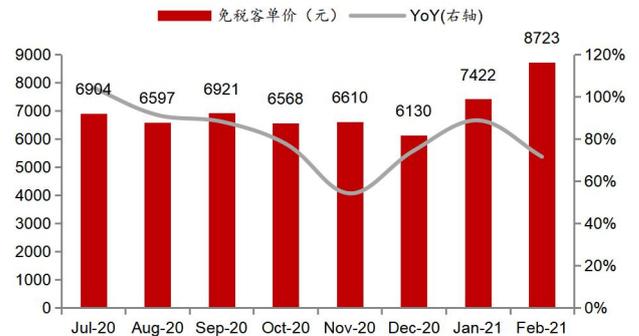
资料来源：海口海关，浙商证券研究所

图 3：日均免税品销售件数



资料来源：海口海关，浙商证券研究所

图 4：21 年 1-2 月因购物人次下滑导致客单价提升明显



资料来源：海口海关，浙商证券研究所

表 1：公司实际归母净利润率测算

| 单位：亿元 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 | 21Q1 |
|-------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 财报营收 | 76.4 | 116.7 | 158.3 | 174.8 | 181.3 |
| 财报归母净利润 | -1.2 | 10.5 | 22.3 | 29.5 | 28.5 |
| 应计提上海机场租金 | 8.5 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.3 |
| 实际在报表计提上海机场租金 | 10.4 | 10.4 | 10.4 | - | 1.3 |
| 应冲回租金 | 1.9 | 9.4 | 9.4 | - | - |
| 实际冲回租金（仅在 Q4 体现了） | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 19.6 | - |
| 对归母净利润的影响 | 0.7 | 3.6 | 3.6 | 7.9 | - |
| 考虑上海机场租金后实际归母净利润 | -0.5 | 14.1 | 25.9 | 21.6 | 28.5 |
| 中免归母净利润率 | - | 12.1% | 16.4% | 12.4% | 15.7% |

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 | 31341 | 42898 | 60135 | 营业收入 | 47966 | 52618 | 78675 | 117351 |
| 现金 | 11906 | 18556 | 26806 | 37447 | 营业成本 | 24273 | 28460 | 41281 | 61561 |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业税金及附加 | 772 | 1579 | 2596 | 4342 |
| 应收账款 | 800 | 659 | 492 | 398 | 营业费用 | 14904 | 10602 | 12981 | 22355 |
| 其它应收款 | 876 | 1579 | 1731 | 2347 | 管理费用 | 1549 | 1684 | 2502 | 4119 |
| 预付账款 | 381 | 726 | 914 | 1300 | 研发费用 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 存货 | 8060 | 9676 | 12797 | 18468 | 财务费用 | 11 | 0 | 6 | 11 |
| 其他 | 223 | 145 | 158 | 175 | 资产减值损失 | 383 | 658 | 425 | 634 |
| 非流动资产 | 8442 | 9918 | 11541 | 13711 | 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 | 60 | 80 |
| 固定资产 | 1632 | 1820 | 2127 | 2554 | 营业利润 | 7109 | 9695 | 19003 | 24489 |
| 无形资产 | 2504 | 2902 | 3448 | 4162 | 营业外收支 | 52 | (23) | 45 | 55 |
| 在建工程 | 399 | 959 | 1407 | 1766 | 利润总额 | 7160 | 9672 | 19048 | 24544 |
| 其他 | 3652 | 3956 | 4285 | 4959 | 所得税 | 1746 | 2321 | 4572 | 5891 |
| 资产总计 | 30687 | 41260 | 54439 | 73846 | 净利润 | 5415 | 7351 | 14477 | 18653 |
| 流动负债 | 7961 | 13468 | 15677 | 21230 | 少数股东损益 | 786 | 1235 | 2432 | 3171 |
| 短期借款 | 224 | 440 | 318 | 280 | 归属母公司净利润 | 4629 | 6116 | 12045 | 15482 |
| 应付款项 | 3537 | 4411 | 5779 | 9044 | EBITDA | 7401 | 9787 | 19110 | 24525 |
| 预收账款 | 105 | 526 | 944 | 1056 | EPS (最新摊薄) | 2.37 | 3.13 | 6.17 | 7.93 |
| 其他 | 4095 | 8090 | 8636 | 10850 | 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% | 50% | 49% |
| 负债合计 | 8377 | 13844 | 16081 | 21618 | 营业利润 | 31% | 36% | 96% | 29% |
| 少数股东权益 | 2421 | 3656 | 6088 | 9259 | 归属母公司净利润 | 50% | 32% | 97% | 29% |
| 归属母公司股东权益 | 19890 | 23760 | 32271 | 42969 | 获利能力 | | | | |
| 负债和股东权益 | 30687 | 41260 | 54439 | 73846 | 毛利率 | 49% | 46% | 48% | 48% |
| | | | | | 净利率 | 11% | 14% | 18% | 16% |
| | | | | | ROE | 23% | 25% | 37% | 34% |
| | | | | | ROIC | 26% | 30% | 44% | 42% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 | 27% | 34% | 30% | 29% |
| | | | | | 净负债比率 | 3% | 3% | 2% | 1% |
| | | | | | 流动比率 | 279% | 233% | 274% | 283% |
| | | | | | 速动比率 | 178% | 161% | 192% | 196% |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 167% | 146% | 164% | 183% |
| | | | | | 应收帐款周转率 | 5394% | 4974% | 5447% | 6368% |
| | | | | | 应付帐款周转率 | 759% | 716% | 810% | 831% |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 2.37 | 3.13 | 6.17 | 7.93 |
| | | | | | 每股经营现金 | 1.50 | 5.07 | 7.12 | 9.27 |
| | | | | | 每股净资产 | 10.19 | 12.17 | 16.53 | 22.01 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 112.13 | 84.87 | 43.10 | 33.53 |
| | | | | | P/B | 26.10 | 21.85 | 16.08 | 12.08 |
| | | | | | EV/EBITDA | 22.22 | 51.56 | 26.10 | 20.03 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位: 百万元 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 经营活动现金流 | 2926 | 9903 | 13903 | 18100 |
| 净利润 | 5415 | 7351 | 14477 | 18653 |
| 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 | 3594 | 1851 | 4015 |
| 其它 | (2271) | (1319) | (2753) | (4947) |
| 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 | 6650 | 8250 | 10640 |

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>