

中国中免 (601888)

公司研究/点评报告

基本面稳固，拟赴港上市凸显全球龙头地位

—中国中免 20 年年报&21 年一季报点评

点评报告/消费者服务

2021 年 04 月 22 日

一、事件概述

公司 4 月 21 日发布 20 年年报及 21 年一季报，2020 年公司实现营业收入 525.97 亿元/同比+8%；实现归母净利 61.40 亿元/同比+33%。2021 年一季度实现收入 181 亿元/同比+137%，实现归母净利 28.5 亿元。

二、分析与判断

➤ 新政策+新零售创新推动营收、利润逆势增长

受益于 2020 年离岛免税政策开放，以及公司积极应对疫情创新推出线上新零售模式，公司营收、利润实现逆势增长。从各渠道情况看，受益于离岛免税新政，公司海南渠道实现营收约 300 亿，其中三亚海棠湾营收 213 亿/同比+103%，归母净利 29.7 亿/同比+108%；海免全年营收约 99 亿，因二季度才实现并表，故归母净利 6.6 亿。日上上海受益于线上销量井喷，以及机场租金费用冲回，实现营收 137 亿，归母净利 12.5 亿，归母净利率较疫情前的 2.9% 大幅提升至 9.1%。此外，公司传统批发+CDF 会员购业务贡献营收 84 亿。

➤ 促销折扣无本质影响，1Q21 毛利率环比仅微降

受此前一季报业绩快报影响，外界对离岛免税市场折扣促销活动较为担心，我们在先前报告中认为此观点较为不妥，因 4Q20 整体净利润率较高主要受计提的机场租金冲回所致。而从公司正式披露的 21 年一季报看，公司营收在一季度疫情反复背景下环比 Q4 依然录得增长，同时 1Q21 毛利率 39.1% 仅环比 4Q20 略下降 0.8pct，仍较 3Q20 的 38.9% 为高，故可表明一季度的促销折扣活动对毛利率几乎没有太大影响，我们认为主要原因仍在于规模效应以及公司在促销折扣品种上的精细化运营所致。我们认为，1Q21 离岛免税市场的促销折扣活动较多主要由两个因素引发：(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。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。

➤ 机场租赁合同变更利好利润释放，赴港上市用好资本平台

受益于上海机场租赁合同变更，公司 1Q21 销售费用仅 17.7 亿元/同比-46%，销售费用率降至 10%。我们预计受制于当前国际旅行依然受限，以及后续其他机场渠道租金谈判逐步落地，公司全年销售费用率仍有降低空间。此外，公司公告筹划赴港交所上市，我们认为此举一方面在于增强公司在全球资本市场的认知，吸引长期战略投资机构，另一方面也有借助香港上市平台，践行公司经营战略中的外延式发展战略的考虑。

三、投资建议

重申公司依托领先的规模及供应链优势、优质的物业供给，仍将是行业成长最大受益者。考虑 2022-2023 年公司在离岛免税市场将有新物业开出，以及 2023 年机场等传统口岸渠道的逐步恢复，我们预计公司 2021-23 年 EPS 各为 6.63、8.80、10.95 元，对应 PE 各为 45/34/27 倍，当前估值与历史均值相近，较为合理，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。

推荐

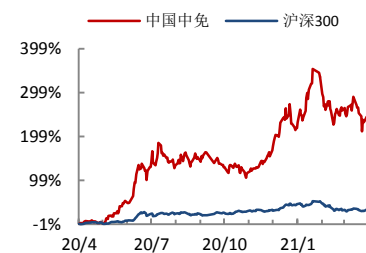
维持评级

当前价格： 298.66 元

交易数据 2021-4-21

近 12 个月最高/最低(元)	387.86/82.22
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)	5,831
流通市值(亿元)	5,831

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(601888):离岛销售趋势持续提升，促销折扣无本质影响
2. 【民生社服】拟投资扩建三亚免税城，领先优势巩固

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52,597	79,334	100,090	125,685
增长率（%）	8.2%	50.8%	26.2%	25.6%
归属母公司股东净利润（百万元）	6,140	12,936	17,190	21,387
增长率（%）	32.6%	110.7%	32.9%	24.4%
每股收益（元）	3.14	6.63	8.80	10.95
PE（现价）	95.0	45.1	33.9	27.3
PB	26.1	16.5	11.1	7.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,597	79,334	100,090	125,685
营业成本	31,221	48,943	60,773	78,651
营业税金及附加	1,083	1,499	2,046	2,762
销售费用	8,847	13,301	19,475	29,928
管理费用	1,637	3,015	2,291	2,694
研发费用	0	0	0	0
EBIT	9,809	21,915	29,975	35,607
财务费用	(545)	0	0	0
资产减值损失	(909)	276	373	321
投资收益	16	0	0	0
营业利润	9,694	21,638	29,602	35,286
营业外收支	(22)	0	0	0
利润总额	9,672	21,638	29,602	35,286
所得税	2,335	5,193	7,105	8,469
净利润	7,337	16,445	22,498	26,818
归属于母公司净利润	6,140	12,936	17,190	21,387
EBITDA	10,325	21,915	29,975	35,607
资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,706	31,472	50,140	80,058
应收账款及票据	129	1181	1,239	1,326
预付款项	256	801	815	995
存货	14,733	14,093	22,283	25,216
其他流动资产	281	281	281	281
流动资产合计	30,971	49,448	75,913	109,961
长期股权投资	791	791	791	791
固定资产	1,591	1,591	1,591	1,591
无形资产	2,449	2,449	2,449	2,449
非流动资产合计	10,948	11,408	13,408	15,408
资产合计	41,919	60,857	89,321	125,370
短期借款	417	417	417	417
应付账款及票据	4,327	6,334	8,381	10,642
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	15,661	18,153	24,120	33,351
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	79	79	79	79
负债合计	15,741	18,233	24,199	33,430
股本	1,952	1,952	1,952	1,952
少数股东权益	3,871	6,468	10,020	14,254
股东权益合计	26,179	42,624	65,122	91,939
负债和股东权益合计	41,919	60,857	89,321	125,370

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	8.2%	50.8%	26.2%	25.6%
EBIT 增长率	51.6%	123.4%	36.8%	18.8%
净利润增长率	32.6%	110.7%	32.9%	24.4%
盈利能力				
毛利率	40.6%	44.8%	47.0%	47.4%
净利率	11.7%	15.6%	16.5%	15.1%
总资产收益率 ROA	14.6%	22.8%	21.2%	18.0%
净资产收益率 ROE	27.5%	38.3%	34.4%	29.1%
偿债能力				
流动比率	2.0	2.7	3.1	3.3
速动比率	1.0	2.0	2.3	2.6
现金比率	0.9	1.7	2.1	2.4
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	3.2	5.7	5.2	4.7
存货周转天数	131.4	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	1.4	1.7	1.5	1.4
每股指标 (元)				
每股收益	3.1	7.1	9.7	11.6
每股净资产	11.4	18.5	28.2	39.8
每股经营现金流	4.2	8.8	10.6	16.3
每股股利	1.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	95.0	42.1	30.8	25.8
PB	26.1	16.1	10.6	7.5
EV/EBITDA	55.1	25.2	17.8	14.1
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,337	16,445	22,498	26,818
折旧和摊销	1,442	276	373	321
营运资金变动	200	504	(2,202)	4,780
经营活动现金流	8,239	17,226	20,668	31,918
资本开支	1,233	460	2,000	2,000
投资	(2,607)	0	0	0
投资活动现金流	(3,814)	(460)	(2,000)	(2,000)
股权募资	39	0	0	0
债务募资	255	0	0	0
筹资活动现金流	(1,383)	0	0	0
现金净流量	3,042	16,766	18,668	29,918

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。