

中国中免(601888): 把握行业机遇, 多方布局应对竞争

2021年04月22日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

事件: 公司发布 2020 年财报和 2021 年一季报, 2020 年实现营业收入 525.97 亿元, 同比增长 8.2%, 归母净利 61.4 亿元, 同比增长 32.57%。2021 年 Q1 实现营业收入 181.34 亿元, 同比增长 127.48%, 归母净利 28.49 亿元, 去年同期为亏损 0.22 亿元(追溯后)。

离岛免税高景气拉动营收高增, 就地过年产生一定影响, 未来在节假日助力下有望加速增长。 20 年 7 月新政实施以来, 离岛免税持续高增, 全年海南免税店销售额达 327 亿元(含含税), 同比增长 127%。21 年 Q1 受就地过年政策倡议影响, 节日效应未能得到充分释放, 日均离岛免税购物人数为 1.64 万人次, 低于 20 年国庆期间的 1.84 万人次, 但客单价从国庆的 7084.5 元显著增长 22.4% 至春节的 8670 元, 免税消费需求旺盛。公司深耕离岛免税市场, 20 年 6 月份完成对海免的收购, 机场店扩容新增, 持续推动一体化经营布局, 充分享受行业增长红利, 实现了营收和利润的增厚。我们认为, 随着疫情得到有效防控, 以及清明、五一、端午、暑期等假期连续到来, 补偿式出游需求激增, 利好离岛免税的持续增长, 看好公司 Q2 以及全年的业绩表现。

盈利能力明显增强, 预计仍有较大提升空间。 公司在疫情期间积极进行线上业务模式创新, 拓展线上有税商品销售, 从而使得毛利率较低的有税销售占比提高, 收入结构的调整带来毛利率小幅下降。随着疫情缓解, 境内游和出境游逐步恢复, 免税业务仍将是公司最核心的收入来源, 毛利率有望恢复至正常水平。公司与上海机场的新租金协议使得 20 全年租金减免约 30 亿元至 11.56 亿元, 带来 Q4 和全年业绩的良好表现。21 年 Q1 正常延续新租金协议且首都机场按保底租金计提的情况下, 营业利润率 24.6%, 高于 20 年全年的 18.4%, 归母净利率 15.7%, 高于 20 年全年的 11.7%, 反映出不考虑租金减免的影响公司盈利能力也在稳步提升。若公司与首都机场的新租金协议达成, 且 15% 的税收优惠政策能够实现, 则公司利润表现仍有较大提升空间。

内外双循环和消费回流背景下离岛免税持续放量, 疫情好转机场免税渠道有望逐渐恢复, 公司积极进行全渠道多方位布局拓展应对行业竞争, 强者恒强。 自免税新政实施之日起至 2021 年 4 月 6 日, 离岛免税购物金额达 347 亿元, 同比+244%, 购物件数 4326 万件, 同比+215%。海南省委书记预计 21 年离岛免税购物额超过 600 亿元, 2022 年达 1000 亿元。离岛免税政策刺激拉动效果明显, 且疫情好转机场免税渠道也有望逐步恢复, 共同成为拉动公司营收增长的驱动力。公司 20 年在国内口岸出境免税项目中标数量和中标总面积均排名第一; 投资 3.11 亿元用于中免海南国际物流中心项目(二期)建设; 计划在国内重点城市推进以免税为核心的旅游零售综合体项目建设; 拟启动赴港上市, 为后续扩张做好资金准备, 或将持续扩大其免税版图布局。公司长期深耕免税市场, 在品牌合作、供应商资源、运营管理和市场营销等多方面具有领先优势, 且积极进行全渠道拓展布局, 应对新参与者以及出入境开放后海外运营商带来的更为激烈的竞争, 有望持续保持领先优势, 在竞争加强的情况下仍将稳坐龙头地位。

盈利预测: 公司在免税市场具有领先优势, 将充分享受行业增长红利, 预计 2021-2023 年净利润为 114.9/161.9/195.4 亿元, 对应 EPS 为 5.89/ 8.3/10 元, 对应 PE 为 51/36/30 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 宏观经济波动, 超预期政策, 国内疫情反复, 离岛免税竞争加剧。

公司简介:

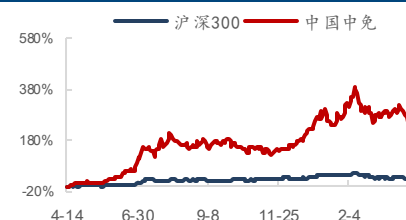
中国中免为目前国内免税零售龙头, 经营活动以免税商品销售为主, 主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

资料来源: wind, 东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间(元)	387.86-85.65
总市值(亿元)	5,831.26
流通市值(亿元)	5,831.26
总股本/流通 A 股(万股)	195,248/195,248
流通 B 股/H 股(万股)	/
52 周日均换手率	0.76

52 周股价走势图



资料来源: wind, 东兴证券研究所

分析师: 王紫

010-66554104

wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480520050002

研究助理: 魏宇萌

weiyu@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480120070031

财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966.50	52,596.84	77,598.77	108,463.61	148,564.04
增长率(%)	2.04%	9.65%	47.54%	39.77%	36.97%
归母净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	11,491.34	16,193.79	19,541.81
增长率(%)	37.60%	35.49%	78.72%	38.76%	21.15%
净资产收益率(%)	23.27%	27.52%	35.06%	33.95%	29.69%
每股收益(元)	2.37	3.14	5.89	8.29	10.01
PE	112.14	94.97	50.74	36.01	29.84
PB	26.10	26.14	17.79	12.22	8.86

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表: 公司盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元			利润表			单位: 百万元		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产合计	22246	30971	44153	62422	84788	营业收入	47966	52597	77599	108464	148564
货币资金	11906	14706	24710	34191	44779	营业成本	24273	31221	42616	58321	79949
应收账款	800	129	1488	2080	2849	营业税金及附加	772	1083	1164	1627	2228
其他应收款	876	865	1276	1784	2444	营业费用	14904	8847	15520	23862	35655
预付款项	381	256	-171	-754	-1553	管理费用	1549	1637	2483	3579	4903
存货	8060	14733	14011	19174	26284	财务费用	11	-545	-182	-450	-472
其他流动资产	180	281	2781	5868	9878	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	8442	10948	10096	9826	9550	资产减值损失	-378.23	-908.72	-643.47	-776.09	-709.78
长期股权投资	255	791	791	791	791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1632	1591	2079	2257	2274	投资净收益	965.28	15.86	490.57	253.22	371.90
无形资产	2504	2449	2352	2261	2175	加: 其他收益	68.54	214.39	141.47	177.93	159.70
其他非流动资产	515	552	0	0	0	营业利润	7109	9694	17275	22732	27542
资产总计	30687	41919	54248	72248	94338	营业外收入	66.37	4.22	15.00	30.00	30.00
流动负债合计	7961	15661	15979	17045	18523	营业外支出	14.50	26.49	37.37	20.00	20.00
短期借款	224	417	0	0	0	利润总额	7160	9672	17252	22742	27552
应付账款	3537	4327	5838	7989	10952	所得税	1746	2335	4141	4548	5510
预收款项	105	6	-770	-1855	-3341	净利润	5415	7337	13112	18194	22042
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	786	1197	1620	2000	2500
非流动负债合计	415	79	5	5	5	归属母公司净利润	4629	6140	11491	16194	19542
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	8377	15741	15984	17051	18528	成长能力					
少数股东权益	2421	3871	5491	7491	9991	营业收入增长	2.04%	9.65%	47.54%	39.77%	36.97%
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	31.00%	36.37%	78.20%	31.59%	21.16%
资本公积	3852	1982	1982	1982	1982	归属于母公司净利润增长	49.58%	32.64%	87.16%	40.92%	20.67%
未分配利润	12912	17648	27875	42287	59680	获利能力					
归属母公司股东权益合计	19890	22308	32773	47706	65819	毛利率(%)	49.40%	40.64%	45.08%	46.23%	46.19%
负债和所有者权益	30687	41919	54248	72248	94338	净利率(%)	11.29%	13.95%	16.90%	16.77%	14.84%
现金流量表			单位: 百万元			总					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	11.53%	15.08%	14.65%	21.18%	22.41%	20.71%
经营活动现金流	2926	8202	9685	9420	10620	ROE(%)	23.27%	27.52%	35.06%	33.95%	29.69%
净利润	5415	7337	13112	18194	22042	偿债能力					
折旧摊销	407.90	515.63	407.43	427.02	432.97	资产负债率(%)	27%	38%	29%	24%	20%
财务费用	11	-545	-182	-450	-472	流动比率					
应收账款减少	178	671	-1360	-592	-769	4.58					
预收帐款增加	-583	-99	-776	-1085	-1486	速动比率					
投资活动现金流	-1099	-3814	1129	421	473	3.16					
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	营运能力					
长期投资减少	0	0	0	0	0	总资产周转率	1.67	1.45	1.61	1.71	1.78
投资收益	965	16	491	253	372	应收账款周转率	54	113	96	61	60
筹资活动现金流	-1646	-1383	-809	-360	-505	应付账款周转率	15.00	13.38	15.27	15.69	15.69
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期借款增加	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	2.37	3.14	5.89	8.29	10.01
普通股增加	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.54	5.12	4.86	5.42
资本公积增加	8	-1870	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.19	11.43	16.79	24.43	33.71
现金净增加额	181	3005	10004	9481	10588	估值比率					
						P/E	125.97	94.97	50.74	36.01	29.84
						P/B	29.32	26.14	17.79	12.22	8.86
						EV/EBITDA	77.12	60.11	32.11	24.27	19.63

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：Q2 复苏显著，政策加持未来有望持续发力	2020-07-17
公司普通报告	中国国旅（601888）：海免注入事项落地，离岛优势再强化	2020-05-10
公司普通报告	中国国旅（601888）：疫情下积极推进线上业务，长期成长性仍可期	2020-04-24
公司普通报告	中国国旅（601888）：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-10-31
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业延续高增，行业龙头强者恒强	2019-09-03
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业增速符合预期，静待市内店政策落地	2019-08-04
公司普通报告	中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场	2019-07-17
行业普通报告	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
行业普通报告	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业普通报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前从事社会服务行业研究, 重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：010-66554070

传真：010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编：200082

电话：021-25102800

传真：021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编：518038

电话：0755-83239601

传真：0755-23824526