

中国中免(601888)

## 竞争加剧，Q2 归母净利润率环比下降 0.8pct

——中国中免 2021 中报业绩预告点评

✍️：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 年半年度业绩快报，预计上半年实现营业收入约 355.0 亿元/+84%；归母净利润约 54.4 亿元/+484%；扣非归母净利润约 53.4 亿元/+586%。其中 Q2，营业收入约 173.7 亿元/+53%；归母净利润 25.9 亿元/+172%；扣非归母净利润 25.1 亿元/+179%，归母净利润率 14.9%，环比下滑 0.8pct。

### 投资要点

□ 海南销售额环比略降+首都机场租金影响下降，Q2 归母净利 25.9 亿元

2021 上半年，公司实现营业收入约 355.0 亿元，同比增加 83.8%；归母净利润约 54.4 亿元，同比增加 4.8 倍；扣非归母净利润约 53.4 亿元，同比增加 5.9 倍，在去年上半年低基数上同比均实现大幅增长；上半年归母净利润率 15.3%。其中 Q2，公司实现营业收入约 173.7 亿元，同比增加 53%；归母净利润 25.9 亿元，同比增加 1.7 倍；扣非归母净利润 25.1 亿元，同比增加 1.8 倍，归母净利润率 14.9%，环比下降 0.8pct，我们认为主要受海南离岛免税市场激烈的价格竞争影响。

□ 6 月传统淡季+局部疫情影响下，Q2 海南离岛免税销售额环比小幅下滑

海南离岛免税市场 6 月销售额受短期因素影响，Q2 销售额环比略降。根据央视新闻，自 2020 年 7 月至 2021 年 6 月，新版离岛免税购物政策实施一整年，离岛免税商品销售额约为 468 亿元，同比增加约 2.3 倍；日均购物金额 1.28 亿元，同比增加 2.3 倍；日均购物旅客 1.9 万人次，同比增加 1 倍；其中，化妆品、手表、首饰销售金额排名前三，合计占同期离岛免税销售额的 71.5%。按照此口径，21Q1-2 离岛免税商品销售额分别约 135.7 亿元、132.4 亿元，其中 6 月销售额环比下滑，我们认为主要受海南传统旅游淡季、局部疫情压制客流等短期因素影响，我们预计 7 月起负面因素影响力度将逐渐减退。

海南离岛免税市场价格竞争加剧，预计中免在海南的利润率小幅下滑。根据我们对海南离岛免税市场价格的跟踪，海旅投、海发控等运营商紧跟中免折扣力度，我们认为这或将对中免的盈利空间产生一定挤压。我们预计中免 Q2 在海南离岛免税市场的营业收入（免税+有税）为 131.5 亿元左右，环比小幅下滑，其中，我们预计三亚国际免税城销售额为 94 亿元左右，对应归母净利润为 22.6 亿元左右，海免免税销售额为 27.5 亿元左右，对应归母净利润为 4.5 亿元左右。

□ 预计 Q2 首都机场免税租金环比下降，日上直邮业务稳健发展

国际航班仍未放开，基于参考标准差异，预计首都机场 Q2 免税租金环比下降。1) 上海机场：基于 4-5 月数据，我们预计上海机场 21Q2 国际及地区客流量约为 42 万人次，环比增加约 11 万人次，按照免税补充协议约定，免税租金的计算公式为“国际及地区客流量\*135.28\*客流调节数\*面积调节系数”，我们估算 21Q2 上海机场收取免税租金约 1.7 亿元，中免持股日上上海 51%，对中免净利润影响-0.65 亿元左右。2) 首都机场：我们注意到公司与首都机场的免税合同自 2018 年 2 月开始生效，2021 年 1-2 月免税租金是按照 2019 年国际客流量确定，3-6 月免税租金参考 2020 年国际客流量计算，因此，我们预计 21Q2 首都

### 评级

买入

上次评级

买入

当前价格

¥ 279.89

### 单季度业绩

元/股

1Q/2021

1.46

4Q/2020

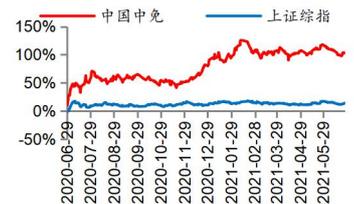
1.51

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

- 1 《免税龙头冲刺 H 股，拓展海内外布局》 2021.06.27
- 2 《2020 年跃升全球第一，21Q1 客流承压下利润率表现不俗》 2021.04.22
- 3 《2020 离岛免税完美收官，中免渠道、规模壁垒高筑》 2021.01.06
- 4 《离岛免税政策红利释放，Q3 利润表现符合预期》 2020.10.28
- 5 《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

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

机场免税保底租金环比有所下滑，约为 5 亿元左右，对公司归母净利润影响约 -2.1 亿元。3) **白云机场**：我们预计 21Q2 保底租金约 1 亿元，对中免利润影响 -0.7 亿元左右。

**日上直邮业务稳健发展**。根据我们对免税线上渠道价格的跟踪，我们发现日上直邮渠道在价格上具备一定竞争力。我们预计 21Q2 销售额约为 34 亿元，考虑到中免持股日上上海 51%，估计贡献归母净利润 5 亿元左右。

#### □ 盈利预测及估值

在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，凭借明显的领先优势，中免业绩有望实现高增。H 股 IPO 融资有望为布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。我们预计中免 2021-2023 年归母净利润分别为 120.7、155.8、190.6 亿元，不考虑发行 H 股摊薄影响下，EPS 分别为 6.18、7.98、9.76 元/股，给予 22 年 45 倍，对应目标市值为 7011 亿元，折现到 21 年，对应目标股价为 332.54 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)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	52597	78002	113634	155244
(+/-)	10%	48%	46%	37%
净利润	6140	12066	15579	19062
(+/-)	14%	97%	29%	22%
每股收益(元)	3.14	6.18	7.98	9.76
P/E	89.00	45.29	35.08	28.67

**表 1：公司实际归母净利润率测算**

单位：亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
财报营收	76.4	116.7	158.3	174.8	181.3	173.7
财报归母净利润	-1.2	10.5	22.3	29.5	28.5	25.9
应计提上海机场租金	8.5	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7
实际在报表计提上海机场租金	10.4	10.4	10.4	-	1.3	1.7
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	25.9
中免归母净利润率	-	12.1%	16.4%	12.4%	15.7%	14.9%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：21Q1、21Q2 上海机场租金为我们预计的数据。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	30971	45114	69965	100556	<b>营业收入</b>	52597	78002	113634	155244
现金	14706	27991	42004	61767	营业成本	31221	42270	64654	90063
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1083	1319	2030	2701
应收账款	129	641	299	(937)	营业费用	8847	12909	18806	26392
其它应收款	865	1216	1905	2525	管理费用	1637	2504	3704	5589
预付账款	256	692	867	1140	研发费用	0	0	0	0
存货	14733	14371	24653	35820	财务费用	(545)	(302)	(509)	(762)
其他	283	204	237	241	资产减值损失	891	398	532	1382
<b>非流动资产</b>	10948	10493	11498	12551	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	16	16	16	16
长期投资	791	443	496	577	其他经营收益	214	107	130	150
固定资产	1591	1843	1913	2070	<b>营业利润</b>	9694	19027	24562	30045
无形资产	2449	2808	3273	3493	营业外收支	(22)	(22)	(22)	(22)
在建工程	1233	1232	1174	1306	<b>利润总额</b>	9672	19005	24539	30023
其他	4884	4167	4642	5105	所得税	2335	4588	5926	7249
<b>资产总计</b>	41919	55607	81462	113107	<b>净利润</b>	7337	14417	18613	22774
<b>流动负债</b>	15661	14690	21981	30900	少数股东损益	1197	2351	3034	3712
短期借款	417	310	317	348	<b>归属母公司净利润</b>	6140	12066	15579	19062
应付款项	4327	5470	8917	12186	EBITDA	9988	19052	24414	29672
预收账款	6	440	300	434	EPS (最新摊薄)	3.14	6.18	7.98	9.76
其他	10911	8470	12447	17932	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	79	322	272	224		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
其他	79	322	272	224	营业收入	10%	48%	46%	37%
<b>负债合计</b>	15741	15012	22254	31124	营业利润	23%	96%	29%	22%
少数股东权益	3871	6223	9256	12969	归属母公司净利润	14%	97%	29%	22%
归属母公司股东权益	22308	34373	49952	69014	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	41919	55607	81462	113107	毛利率	41%	46%	43%	42%
					净利率	14%	18%	16%	15%
					ROE	25%	36%	31%	27%
					ROIC	32%	41%	36%	32%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	38%	27%	27%	28%
					净负债比率	3%	2%	1%	1%
					流动比率	1.98	3.07	3.18	3.25
					速动比率	1.04	2.09	2.06	2.10
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.45	1.60	1.66	1.60
					应收帐款周转率	113.26	133.65	100.23	119.24
					应付帐款周转率	7.94	8.63	8.99	8.54
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.14	6.18	7.98	9.76
					每股经营现金	4.20	6.85	7.50	10.19
					每股净资产	11.43	17.60	25.58	35.35
					<b>估值比率</b>				
					P/E	89.00	45.29	35.08	28.67
					P/B	24.50	15.90	10.94	7.92
					EV/EBITDA	54.17	27.56	21.06	16.78

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>