

21H1 业绩符合预期 离岛免税全年目标有望达成

——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 年中报业绩快报。2021H1 公司实现营收 355.0 亿元, 同比增长 83.9% (20H1: 193.1 亿元, 19H1: 243.4 亿元); 归母净利润 54.4 亿元, 同比增长 484.1% (20H1: 9.3 亿元, 19H1: 32.8 亿元); 扣非归母净利润 53.4 亿元, 同比增长 586.2% (20H1: 7.8 亿元, 19H1: 25.0 亿元)。21H1 营业利润率 24.2%, 归母净利率 15.3%, 盈利能力仍维持较高水平。

公司 2021H1 业绩基本符合我们预期。受 Q2 为海南传统淡季、6 月广深疫情、海关打击代购、打折促销和收入结构变化等因素影响, 公司 21Q2 营收与归母净利润同比增速均放缓, 环比均下滑:

- ◆ 20Q3-Q4、21Q1-Q2 营收分别为 158.3/174.6/181.3/173.7 亿元, 同比 41%/41%/138%/49%, 环比 36%/10%/4%/-4%。
- ◆ 20Q3-Q4、21Q1-Q2 归母净利润分别为 22.3/29.8/28.5/25.9 亿元, 同比 144%/587%/-146%, 环比 113%/33%/-4%/-9%; 归母净利率为 14.1%/17.0%/15.7%/14.9%, 21Q2 虽有小幅下滑, 但仍在较高水平。
- ◆ 我们预计公司 2021Q2 离岛免税销售额 (免税+有税) 在 130-132 亿, 归母净利率约 20% (加回批发扣点); 日上直邮销售额在 30-32 亿, 归母净利率约 12%; 其他销售额在 10-14 亿, 预计机场线下部分仍亏损。我们预计公司 2021H1 离岛免税销售额 (免税+有税) 在 265-270 亿元, 日上直邮销售额在 62-65 亿元, 其他销售额在 20-28 亿元。

得益于离岛免税红利持续释放, 21Q2 海南全岛离岛免税销售环比虽然有所下滑 (环比-2%), 但与往年相比 (过去几年 Q2 环比下降均在 40%以上, 不包括受疫情影响使得数据有所失真的 20Q2), 21Q2 在淡季表现中属于优秀:

- ◆ 根据海口海关 7 月 5 日披露的数据, 2020 年 7 月 1 日至 2021 年 6 月 30 日, 海关监管离岛免税购物金额 468 亿元/同比 226%, 件数 6072 万件/同比 211%, 购物旅客 682 万人次/同比 102%。
- ◆ 20Q3-Q4、21Q1-Q2 离岛免税销售额分别为 86.1/113.8/135.7/132.4 亿元, 同比 228%/169%/356%/193%, 环比 91%/32%/19%/-2%。
- ◆ 21H1 离岛免税销售额 268.1 亿元。Q2 和 Q3 同为海南传统淡季, 考虑到 Q2 受到疫情反复的影响, 而目前国内疫情防控态势向好, 疫苗逐步接种, 同时暑假旅游旺季来临, 我们预计 Q3 海南离岛免税销售情况将优于 Q2, 下半年整体情况优于上半年, 海南省今年全年 600 亿 (免税+有税) 的销售目标有望达成。

后续仍需关注:

- ◆ 海南税收优惠政策 (15%企业所得税) 还未实施, 公司业绩仍按 25% 的企业所得税计算。
- ◆ 公司与首都机场 (含大兴) 的租金谈判结果。从 2 月 18 日开始, 首都机场的租金已按新的计提方法执行, 也就是按照前期 (2020 年) 国际客流对应的保底租金计提, 租金具体数额仍需后续追踪。2020 年的租金问题仍在商谈, 不排除后续可冲回, 增厚 2021 年业绩的可能性。
- ◆ 公司在海南的两个建设项目, 建成后将为公司的离岛免税有效扩容。随着

评级

买入 (维持)

2021 年 07 月 06 日

曹旭特

分析师

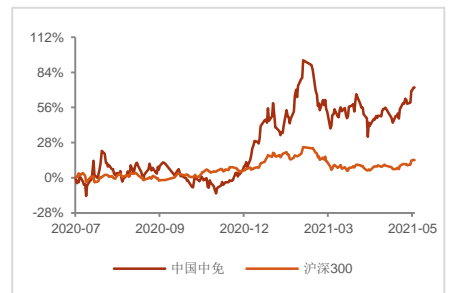
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.07.06

总市值/流通市值 (亿元)	5496.22/5496.22
总股本 (万股)	195,247.55
资产负债率 (%)	40.63
每股净资产 (元)	12.9
收盘价 (元)	281.5
一年内最低价/最高价 (元)	171.0/403.78

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、《中国中免年报点评报告: 公司 2020 年跃居全球免税第一 离岛免税为盈利核心 未来拟赴港上市》2021-04-25
- 2、《中国中免公司点评: 2021 年 Q1 业绩基本符合预期 离岛免税维持高景气度》2021-04-15
- 3、《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

销售面积的增加以及配套购物设施的完善,有望引入更多顶奢品牌,同时精品 SKU 将持续丰富。1)公司海口国际免税城预计将于 2022 年竣工,2022 年下半年开始运营(销售面积约 15 万平方米),其扩建项目(购物设施及酒店,总建面约 69.5 万平方米)预计将尽快开工,竣工日期预计为 2026 年;2)公司扩建的三亚国际免税城自 2021 年 3 月起开工建设(总建面约 7.7 万平方米),预计将于 2023 年开始运营。酒店的建设工程(总建面约 9.6 万平方米)预计于 2021 年 12 月开工,竣工日期预计为 2026 年。

- ◆ 公司已向港交所提交港股上市申请,融资所得款项将主要用于:1)拓展海外渠道:开设海外市内免税店、亚洲机场免税店,寻求收购海外当地免税运营商等。2)巩固国内渠道:主要机场免税店续签,拓展离岛免税店及市内免税店,投资有税旅游零售项目等。3)扩展及开发旅游零售综合体:以免税为核心,有税零售、餐饮、娱乐、休闲及酒店等其他业务协同发展。4)改善供应链效率:开发深圳前海物流中心、海口物流中心,升级现有供应链,具体包括物流中心智能化改造及人员招聘与培训等。5)巩固上游采购体系:跟供货商拿更多畅销商品,与更多供应商建立战略合作,直接与上游品牌合作或投资并购以加强在免税产业供应链的话语权等。6)升级信息技术系统:整合线上和线下业务平台、开发智能商品采购与管理系统以及完善综合会员管理系统等。7)市场推广和完善会员体系。

投资建议: 预计今年离岛免税销售额 600 亿目标有望达成,公司在离岛免税的市占率稳定在 90%以上。公司在海南的新建项目于 2022 年开始陆续营业,将提供后续业绩看点。公司赴港上市后将继续扩大规模优势,提升与上游的议价能力与谈判能力,强化供应链能力,提高全球影响力。若 1) 21 年海南仍执行 25%的企业所得税,22 年开始采取 15%的企业所得税;2) 21 年首都机场租金按客流进行一定调整,不考虑 2020 年首都机场的租金冲回,预计公司 21-23 年每股收益分别为 5.54/7.97/10.98 元,对应最新 PE 分别为 51/35/26 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966.50	52,596.84	77,014.84	106,906.4	138,484.1
增长率(%)	2.04%	9.65%	46.42%	38.81%	29.54%
归母净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	10,808.48	15,566.86	21,437.69
增长率(%)	49.58%	32.64%	76.04%	44.02%	37.71%
净资产收益率(%)	23.27%	27.52%	35.92%	37.83%	38.18%
每股收益(元)	2.37	3.14	5.54	7.97	10.98
PE	118.74	89.52	50.85	35.31	25.64
PB	27.63	24.64	18.27	13.36	9.79

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					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	47966.50	52596.84	77014.84	106906.4	138484.12	流动资产合计	22245.7	30971.19	41942.91	59290.43	77700.46						
营业成本	24272.79	31220.61	44139.21	61833.39	81065.27	货币资金	11905.95	14706.21	20324.85	28213.49	36547.09						
营业税金及附加	771.82	1083.29	1586.20	2201.85	2852.23	应收账款	800.08	128.68	736.51	1022.37	1324.36						
营业费用	14904.08	8846.63	12953.66	16377.74	22253.98	其他应收款	875.58	865.14	1266.78	1758.45	2277.85						
管理费用	1549.38	1637.14	2079.40	2138.13	2769.68	预付款项	381.03	255.60	(117.05)	(639.09)	(1323.49)						
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货	8059.77	14733.02	17742.87	24855.49	32586.23						
财务费用	10.69	(545.28)	(27.40)	41.96	6.69	其他流动资产	180.13	281.04	1988.96	4079.72	6288.42						
资产减值损失	(378.23)	(908.72)	(643.47)	(338.27)	(338.27)	非流动资产合计	8441.52	10948.18	10704.17	10844.39	10895.45						
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	254.69	791.26	791.26	791.26	791.26						
投资净收益	965.28	15.86	343.93	343.93	343.93	固定资产	1631.76	1590.53	1514.98	2026.73	2523.83						
营业利润	7108.61	9694.06	15984.22	24319.03	29541.91	无形资产	2504.36	2448.76	2403.88	2263.50	2087.15						
营业外收入	66.37	4.22	12.89	8.55	8.55	商誉	822.46	822.46	822.46	822.46	822.46						
营业外支出	14.50	26.49	70.88	48.69	48.69	其他非流动资产	514.97	551.85	0.00	0.00	0.00						
利润总额	7160.48	9671.78	15926.23	24278.89	29501.78	资产总计	30687.26	41919.37	52647.08	70134.82	88595.92						
所得税	1745.77	2335.27	3981.56	6069.72	4425.27	流动负债合计	7961.47	15661.04	17867.63	21660.28	21474.51						
净利润	5414.71	7336.52	11944.67	18209.17	25076.52	短期借款	223.95	417.36	1302.10	3363.86	1453.14						
少数股东损益	785.72	1196.58	1136.19	2642.31	3638.83	应付账款	3537.47	4326.74	6188.96	8669.94	11366.54						
归属母公司净利润	4628.99	6139.94	10808.48	15566.86	21437.69	预收款项	104.63	5.67	(534.70)	(1284.79)	(2256.44)						
EBITDA	9809.58	11804.21	16277.25	24706.22	29894.44	一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
EPS (元)	2.37	3.14	5.54	7.97	10.98	非流动负债合计	415.43	79.50	5.11	5.11	5.11						
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	8376.90	15740.53	17872.74	21665.39	21479.61						
营业收入增长	2.04%	9.65%	46.42%	38.81%	29.54%	少数股东权益	2420.70	3871.13	5007.32	7649.63	11288.46						
营业利润增长	31.00%	36.37%	64.89%	52.14%	21.48%	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	76.04%	44.02%	76.04%	44.02%	37.71%	资本公积	3851.89	1982.07	1982.07	1982.07	1982.07						
获利能力						未分配利润	12912.10	17647.65	22958.73	31133.69	42029.75						
毛利率(%)	49.40%	40.64%	42.69%	42.16%	41.46%	归属母公司股东权益合计	19889.65	22307.71	30091.32	41144.10	56152.14						
净利率(%)	11.29%	13.95%	15.51%	17.03%	18.11%	负债和所有者权益	30687.26	41919.37	52647.08	70134.82	88595.92						
总资产净利润(%)	15.08%	14.65%	20.53%	22.20%	24.20%	现金流量表						单位:百万元					
ROE(%)	23.27%	27.52%	35.92%	37.83%	38.18%	经营活动现金流	2926.03	8202.27	7214.92	10300.73	16548.46						
偿债能力						净利润	5414.71	7336.52	11944.67	18209.17	25076.52						
资产负债率(%)	27.30%	37.55%	33.95%	30.89%	24.24%	折旧摊销	2690.27	2655.43	0.00	104.84	119.48						
流动比率	2.79	1.98	2.35	2.74	3.62	财务费用	10.69	(545.28)	(27.40)	41.96	6.69						
速动比率	1.78	1.04	1.35	1.59	2.10	应付帐款减少	0.00	0.00	(607.83)	(285.86)	(301.99)						
营运能力						预收帐款增加	0.00	0.00	(540.36)	(750.09)	(971.65)						
总资产周转率	1.67	1.45	1.63	1.74	1.74	投资活动现金流	(1098.79)	(3814.10)	840.75	82.20	132.20						
应收账款周转率	53.94	113.26	178.03	121.56	118.02	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	15.00	13.38	14.65	14.39	13.82	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	965.28	15.86	343.93	343.93	343.93						
每股收益(最新摊薄)	2.37	3.14	5.54	7.97	10.98	筹资活动现金流	(1646.02)	(1382.81)	(2437.03)	(2494.28)	(8347.05)						
每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.54	2.88	4.04	4.27	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)	10.19	11.43	15.41	21.07	28.76	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	118.74	89.52	50.85	35.31	25.64	资本公积增加	8.09	(1869.81)	0.00	0.00	0.00						
P/B	27.63	24.64	18.27	13.36	9.79	现金净增加额	181.22	3005.35	5618.64	7888.64	8333.61						
EV/EBITDA	54.84	45.35	32.60	21.24	17.21												

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