

# 信义山证 汇通天下

证券研究报告

## 社服\免税

## 中国中免 (601888.SH)

## 维持评级

### 报告原因：业绩公告

### 海南两地国际免税城有序建设中，机场减免租金成效初显 增持

### 2021年8月28日

### 公司研究/点评报告

#### 公司近一年市场表现



#### 市场数据：2021年8月27日

收盘价(元):	240.23
年内最高/最低(元):	386.48/174.62
流通 A 股/总股本(亿):	19.52/19.52
流通 A 股市值(亿):	4690.43
总市值(亿):	4690.43

#### 基础数据：2021年6月30日

基本每股收益	2.74
每股净资产(元):	11.43
净资产收益率:	21.39%

#### 分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

#### 相关报告：

【山证社服】中国中免(601888.SH) 2020年报 21 一季报点评：机场租金协议带动销售费用大幅减少，A+H 彰显国际化决心(2021-4-22)

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

#### 事件点评

- 公司发布中期财报，期内实现营收 355.26 亿元 (+83.98%)，相较 2019 年同期增长 45.93%；归母净利润 53.59 亿元 (+475.92%)，相较 2019 年同期增长 63.42%；扣非归母净利润 52.64 亿元 (+576.44%)，EPS2.74 元。其中 Q2 实现营收 173.92 亿元 (+53.4%)，环比 Q1 下滑 4.01%；归母净利润 25.11 亿元 (+163.57%)，环比 Q1 下滑 11.88%；扣非归母净利润 24.31 亿元 (+170.58%)。Q2 经营情况环比 Q1 略有下滑，主要系二季度海南天气炎热为旅游淡季，以及广深地区疫情影响。
- 海南今年目标实现免税销售额 600 亿，21H1 已经完成 43%。期内公司营收、利润总额、归母净利润同比均实现大幅增长，主要系期内国内疫情基本控制，离岛免税新政效应持续凸显。三亚市内免税店实现营收 185.3 亿元 (+210.01%)，占公司总营收 52.16%；实现归母净利润 25.58 亿元 (+330.22%)，占比 47.73%。海免公司实现营收 77.05 (+154.17%)，占比 21.69%；实现归母净利润 5.11 亿元 (+253.43%)，占比 9.54%。
- 受期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致，毛利率下滑 4.44pct 至 38.33%，整体费用率下滑 22.73pct 至 11.79%。其中销售费用率 9.28% (-21.88pct) 系应付机场租金大幅降低所致；管理费用率 2.47% (-0.88pct) 相较疫情期间变动不大系职工薪酬费用增加所致；财务费用率 0.04% (+0.04pct) 系执行新租赁准则，租赁负债摊销利息所致。
- 投资建议：Q2 海南离岛免税销售淡季不淡，公司继续推进三亚海口国际免税城建设。暑期疫情多点扩散影响入岛客流，预计对全年销售额不会造成太大影响。公司正在筹备港股上市工作，A+H 布局为下一步免税版图的重资产扩张输血，进一步放大在国内免税市场的优势地位，提前对冲未来更多新对手入局、出境游放开后可能带来的份额流失。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.07\8.08\10.2，对应公司 8 月 27 日收盘价 240.23 元，2021-2023 年 PE 分别为 39.6\29.7\23.5，维持“增持”评级。

#### 存在风险

- 居民消费需求不及预期风险；汇率波动风险；政策推动不及预期风险。

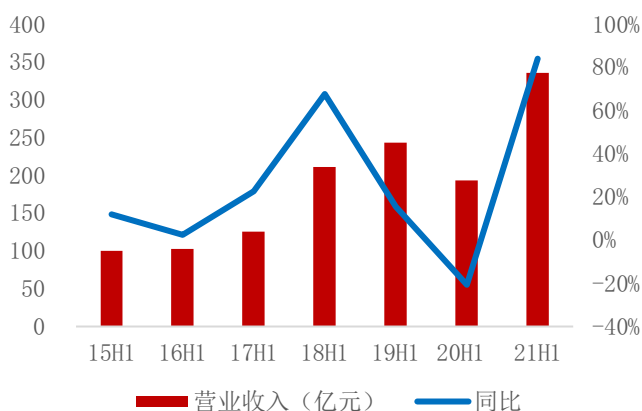
盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	52597	83629	113735	139895
收入同比	10%	59%	36%	23%
归母净利润(百万元)	6140	11860	15770	19925
净利润同比	33%	93%	33%	26%
毛利率	40.6%	47.5%	48.0%	48.5%
ROE	28.0%	41.2%	50.7%	57.5%
EPS(元)	3.14	6.07	8.08	10.20
P/E	76.39	39.55	29.74	23.54
P/B	21.03	16.46	15.06	13.52
EV/EBITDA	49	31	22	17

资料来源：wind，山西证券研究所

## 1. 公司 2021 年中报业绩表现

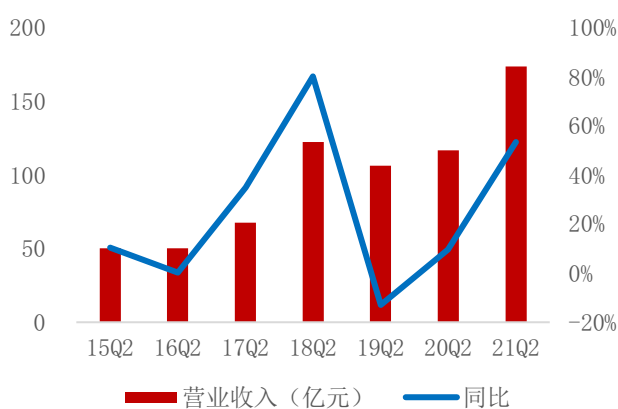
公司发布中期财报，期内实现营收 355.26 亿元 (+83.98%)，相较 2019 年同期增长 45.93%；归母净利润 53.59 亿元 (+475.92%)，相较 2019 年同期增长 63.42%；扣非归母净利润 52.64 亿元 (+576.44%)，EPS2.74 元。其中 Q2 实现营收 173.92 亿元 (+53.4%)，环比 Q1 下滑 4.01%；归母净利润 25.11 亿元 (+163.57%)，环比 Q1 下滑 11.88%；扣非归母净利润 24.31 亿元 (+170.58%)。Q2 经营情况环比 Q1 略有下滑，主要系二季度海南天气炎热为旅游淡季，以及广深地区疫情影响。

图 1：中国中免营收情况及增速



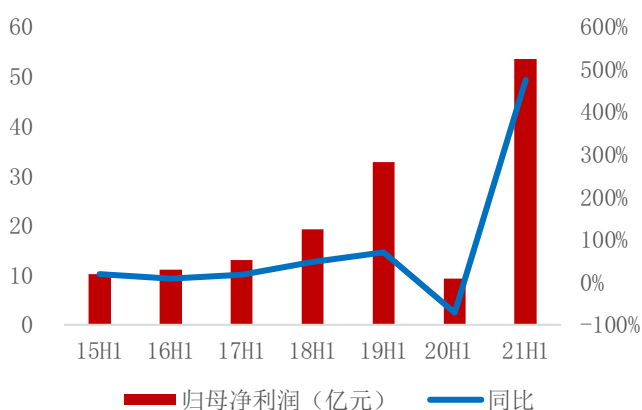
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国中免单季度营收情况及增速



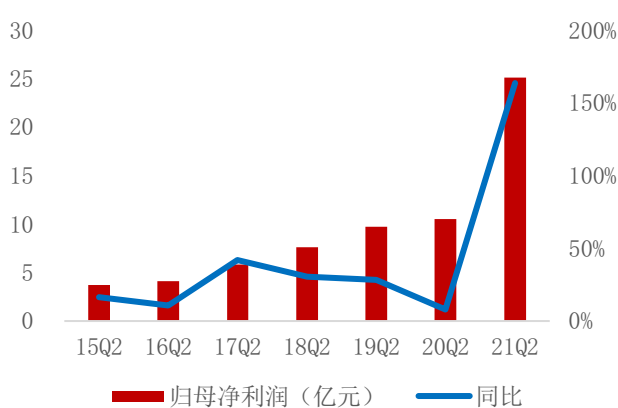
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中国中免归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：中国中免单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.1 离岛免税业务

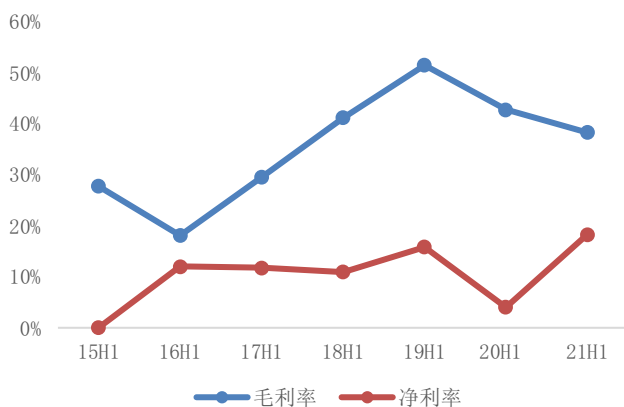
海南省 2021 年目标实现免税销售额 600 亿，21H1 已经完成 43%。期内公司营收、利润总额、归母净利润同比均实现大幅增长，主要系期内国内疫情基本得到有效控制，离岛免税新政效应持续凸显。三亚市内免税店实现营收 185.3 亿元（+210.01%），占公司总营收 52.16%；实现归母净利润 25.58 亿元（+330.22%），占比 47.73%。海免公司实现营收 77.05（+154.17%），占比 21.69%；实现归母净利润 5.11 亿元（+253.43%），占比 9.54%。

公司持续布局减税业务渠道。期内公司中标绥芬河铁路口岸和太原机场免税经营权，宁波栎社机场免税店成为疫情期间首家新开业出境免税店。港澳机场店、香港市场店以及柬中免继续保持盈利。海口市国际免税城项目有序推进；三亚国际免税城一期 2 号地项目完成商业及酒店部分建筑方案设计；海口国际物流中心项目一期正式开工。公司拟发行 H 股并申请在香港联交所主板挂牌上市，目前发行工作有序进行中。

## 1.2 费用端

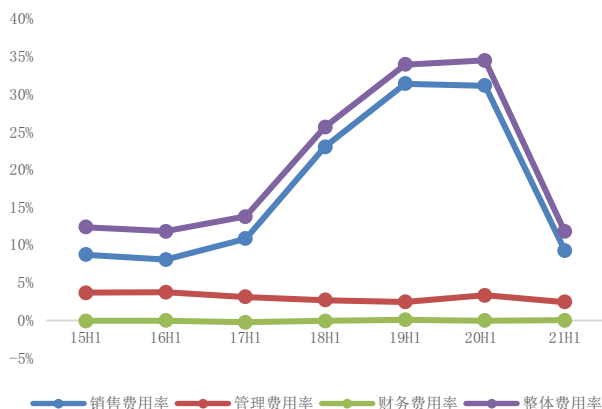
受期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致，毛利率下滑 4.44pct 至 38.33%，整体费用率下滑 22.73pct 至 11.79%。其中销售费用率 9.28%（-21.88pct）系应付机场租金大幅降低所致；管理费用率 2.47%（-0.88pct）相较疫情期间变动不大系职工薪酬费用增加所致；财务费用率 0.04%（+0.04pct）系执行新租赁准则，租赁负债摊销利息所致。投资活动产生现金流净额变动系上期支付收购海免公司款项所致。在建工程 15.8 亿元（+2.94%）系海口市国际免税城项目施工所致。

图 5：中国中免毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：中国中免各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

## 2. 投资建议及盈利预测

Q2 海南离岛免税销售淡季不淡，公司继续推进三亚海口国际免税城建设。暑期疫情多点扩散影响入岛客流，预计对全年销售额不会造成太大影响。公司正在进行香港联交所上市相关筹备工作，A+H 布局为下一步免税版图的重资产扩张输血，进一步放大在国内免税市场的优势地位，提前对冲未来更多新对手入局、出境游放开后可能带来的份额流失。港股上市公司将有机会接触到更多的境外投资方，这对其提前布局海外市场、弥补境外门店数量短板、对接全球资源都会有所帮助。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.07\8.08\10.2，对应公司 8 月 27 日收盘价 240.23 元，2021-2023 年 PE 分别为 39.6\29.7\23.5，维持“增持”评级。

## 3. 风险提示

宏观经济波动风险；居民消费需求不及预期风险；免税政策推动变化风险；汇率风险；海外疫情超出预期风险。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	30,971	33,296	35,314	37,802	<b>营业收入</b>	52,597	83,629	113,735	139,895
现金	14,706	16,177	17,795	19,930	营业成本	31,221	43,905	59,142	72,046
应收账款	994	1,419	1,450	1,487	营业税金及附加	1,083	251	341	420
其他应收款	865	265	265	265	销售费用	8,847	21,744	29,571	36,373
预付账款	256	258	263	271	管理费用	1,637	2,760	3,753	4,617
存货	15,631	16,022	16,422	16,833	财务费用	(545)	(861)	(117)	(144)
其他流动资产	(1,480)	(845)	(881)	(984)	资产减值损失	(909)	(1)	(1)	(1)
<b>非流动资产</b>	10,948	9,886	10,184	11,905	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	791	950	997	1,097	投资净收益	16	1	1	1
固定资产	1,795	1,974	2,014	2,074	<b>营业利润</b>	9,694	15,833	21,047	26,587
无形资产	2,449	2,473	2,498	2,523	营业外收入	4	0	0	0
其他非流动	5,913	4,489	4,675	6,211	营业外支出	26	1	1	1
<b>资产总计</b>	41,919	43,181	45,498	49,707	<b>利润总额</b>	9,672	15,833	21,046	26,586
<b>流动负债</b>	15,661	14,242	14,257	14,919	所得税	2,335	3,958	5,262	6,647
短期借款	417	426	434	443	<b>净利润</b>	7,337	11,875	15,785	19,940
应付账款	4,327	4,370	4,414	4,458	少数股东损益	1,197	15	15	15
其他流动负	10,917	9,447	9,409	10,019	<b>归属母公司净利</b>	6,140	11,860	15,770	19,925
<b>非流动负债</b>	79	98	90	87	<b>EBITDA</b>	11,048	15,249	21,196	26,698
长期借款	0	0	0	0	<b>EPS (元)</b>	3.14	6.07	8.08	10.20
其他非流动	79	98	90	87					
<b>负债合计</b>	15,741	14,341	14,347	15,007					
少数股东权	3,871	350	350	350					
股本	1,952	1,953	1,953	1,953					
资本公积	1,982	437	437	437					
留存收益	18,697	18,874	19,052	19,232					
归属母公司股东	22,308	28,490	31,151	34,700					
<b>负债和股东权</b>	41,919	43,181	45,498	49,707					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
<b>经营活动现金</b>	8,202	12,053	15,351	19,976	<b>成长能力</b>				
净利润	6,140	11,860	15,770	19,925	营业收入	9.65%	59.00%	36.00%	23.00%
折旧摊销	516	105	105	105	营业利润	36.37%	63.33%	32.93%	26.32%
财务费用	333	(6)	(10)	(10)	归属于母公司净	32.64%	93.15%	32.97%	26.35%
投资损失	(16)	(1)	(1)	(1)	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	7,406	81	(527)	(57)	毛利率(%)	40.64%	47.50%	48.00%	48.50%
其他经营现	(6,176)	15	15	15	净利率(%)	11.67%	14.18%	13.87%	14.24%
<b>投资活动现金</b>	(3,814)	(1,433)	(1,149)	(1,149)	ROE(%)	28.02%	41.17%	50.67%	57.46%
资本支出	0	(900)	(900)	(900)	ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
长期投资	(537)	(250)	(250)	(250)	<b>偿债能力</b>				
其他投资现	(3,278)	(283)	1	1	资产负债率(%)	37.55%	33.21%	31.53%	30.19%
<b>筹资活动现金</b>	(1,383)	353	(481)	(495)	净负债比率(%)	-25.03	-2.96%	-12.45	-17.34
短期借款	193	(430)	(430)	(430)	流动比率	1.98	2.34	2.48	2.53
长期借款	0	40	40	40	速动比率	0.98	1.21	1.33	1.41
普通股增加	0	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增	0	0	(50)	(50)	总资产周转率	1.45	1.97	2.57	2.94
其他筹资现	(1,576)	743	(41)	(55)	应收账款周转率	113.26	590.83	669.61	686.35
<b>现金净增加额</b>	3,005	10,974	13,722	18,332	应付账款周转率	13.38	19.23	25.90	31.54
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	3.14	6.07	8.08	10.20
					每股经营现金流(最新摊)	4.20	6.17	7.86	10.23
					每股净资产(最新摊薄)	11.43	14.59	15.95	17.77
					<b>估值比率</b>				
					P/E	76.4	39.6	29.7	23.5
					P/B	21.0	16.5	15.1	13.5
					EV/EBITDA	48.74	30.61	22.02	17.42

### 分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

