

21H1 持续高增长 多重看点龙头地位不改

——中国中免 (601888.SH) 2021 半年报点评 休闲服务/旅游综合



事件:

公司发布 2021 年半年报。2021H1 公司实现营收 355.3 亿元, 同比增长 84%, 环比增长 6.7% (20H1: 332.9 亿元, 20H2: 193.1 亿元); 归母净利润 53.6 亿元, 同比增长 475.9%, 环比增长 2.9% (20H1: 9.3 亿元, 20H2: 52.1 亿元); 扣非归母净利润 52.6 亿元, 同比增长 576.4%, 环比增长 1.5% (20H1: 7.8 亿元, 20H2: 51.9 亿元)。21H1 毛利率 38.3% (20H1: 42.8%, 20H2: 39.4%), 营业利润率 24% (20H1: 6.1%, 20H2: 25.6%), 归母净利率 15.1% (20H1: 4.8%, 20H2: 15.6%)

投资摘要:

公司 2021H1 业绩基本符合我们预期, 实现免税商品销售收入 245.5 亿元 (占 69%), 有税商品销售收入 105.7 亿元 (占 30%, 主要是线上业务, 包括日上直邮、CDF 会员购以及海南会员购等)。分季度来看:

- ◆ 20Q3/20Q4/21Q1/21Q2 营收为 158.3/174.6/181.3/173.9 亿元, 同比 41%/41%/138%/49%, 环比 36%/10%/4%/-4%。
- ◆ 20Q3/20Q4/21Q1/21Q2 归母净利润为 22.3/29.8/28.5/25.1 亿元, 同比 144%/587%/-139%, 环比 113%/33%/-4%/-12%; 归母净利率为 14.1%/17.0%/15.7%/14.4%。
- ◆ 20Q3/20Q4/21Q1/21Q2 毛利率为 38.9%/39.9%/39.1%/37.5%, 同比 -12.5pcts/-4.5pcts/-3.4pcts/-5.4pcts, 环比 -4pcts/+1pcts/-0.8pcts/-1.6pcts。

公司季度营收和归母净利润同比增速放缓, 环比呈下降态势, 主要由于淡季因素, 淡季打折促销, 叠加 6 月广深疫情的影响、海关打击代购等。公司毛利率同比和环比均呈下降态势, 主要因打折促销。Q1/Q4 为海南传统旺季, Q2/Q3 为海南传统淡季。根据海口海关的数据, 18-19 年 Q2 和 Q3 海南离岛免税销售额在 Q1 的 55%-61% 水平 (不考虑受疫情影响导致数据失真的 20 年), 21Q2 海南离岛免税销售额达 21Q1 的 97% 的水平 (21Q2: 132 亿元, 21Q1: 135.7 亿元), 淡季中表现优异。

分渠道来看, 2021H1:

- ◆ 离岛方面, 公司三亚海棠湾店营收 185.3 亿元 (同比+210%, 环比+21%), 归母净利 25.6 亿元 (同比+330%, 环比+8%), 归母净利率 13.8% (同比+3.9pcts, 环比-1.7pcts), 预计加回批发后归母净利率约 26%。海免收入 77.1 亿 (同比+154%, 环比+12%), 归母净利 5.1 亿元 (同比+253%, 环比-0.2%), 归母净利率 6.6% (同比+1.9pcts, 环比-0.8pcts), 预计加回批发后归母净利率约 17%。
 - ◆ 日上上海收入 57.6 亿 (同比-16%, 环比-16%), 归母净利 5.4 亿元 (同比+856%, 环比-55%), 归母净利率 9.3% (同比+8.5pcts, 环比-8.0pcts)。
 - ◆ 日上中国收入 11.9 亿 (同比-26%, 环比-26%), 归母净利-0.9 亿元 (同比-72%, 环比-81%), 归母净利率-7.5% (同比+12.1pcts, 环比+22.4pcts)。
- 其他 (其他城市机场店等) 收入 23.5 亿 (同比+29%, 环比-10%)。

21H1 公司离岛渠道营收和归母净利虽受 Q2 海南旅游淡季以及各地疫情零星反复的影响, 但整体仍旧处于较高增速阶段。日上上海收入和归母净利环比有

评级 买入 (维持)

2021 年 08 月 28 日

曹旭特

分析师

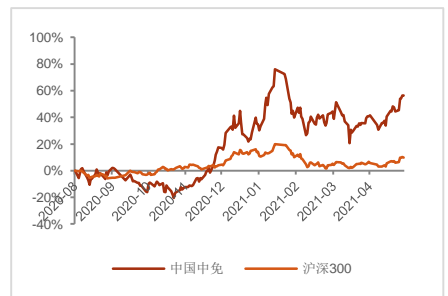
SAC 执业证书编号: S1660519040001

交易数据

时间 2021.08.27

总市值/流通市值 (亿元)	4690.43/4690.43
总股本 (万股)	195,247.55
资产负债率 (%)	38.47
每股净资产 (元)	13.13
收盘价 (元)	240.23
一年内最低价/最高价 (元)	172.77/403.78

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、《中国中免公司点评: 21H1 业绩符合预期 离岛免税全年目标有望达成》2021-07-06
- 2、《中国中免半年报点评报告: 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
- 3、《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

所下降，主要因 21H1 线上业务增速放缓。但是 21H1 公司整合了日上直邮与海南线上补购的系统整合，未来还将通过 4 月成立的中免日上互联科技公司，继续对线上渠道进行整合。

未来多重看点：

- ◆ 21H1 离岛免税销售额 267.7 亿元，Q2 和 Q3 同为海南传统淡季，同时均受到疫情反复的影响，预计 Q4 海南离岛免税销售环比将有大幅提升，海南省今年全年 600 亿（免税+有税）的销售目标有望达成。
- ◆ 21H1 公司与上海机场和首都机场的租金补充协议执行，21H1 公司期间费用率为 11.8%（同比下降 22.7pcts），其中主要是销售费用率下降（同比下降 21.9pcts）。2020 年首都机场的租金不排除后续可冲回，预计可以增厚业绩 8-10 亿元。
- ◆ 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（海口国际免税城预计于 2022 年 6 月开始运营，三亚国际免税城一期 2 号地预计于 2023 年开始运营）。随着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。
- ◆ 公司赴港上市后将扩大规模优势，提升与上游的议价能力与谈判能力，强化供应链能力，优化信息管理体系，提高全球影响力。
- ◆ 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。
- ◆ 此外，公司 21H1 计提资产减值损失 1.6 亿元（存货跌价损失）；公司 21H1 存货达 190 亿元，较 20H1 的 87.8 亿元增长 116%，备货充足，销售规模有望维持高增速。

投资策略：预计 21Q4 海南离岛免税销售环比有较大幅度提升，景气度将持续至明年一季度。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。公司线上渠道继续进行整合，后续线上业务将发力。公司赴港上市后将扩大规模优势，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；3) 暂不考虑赴港上市的摊薄。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 43/30/22 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；新项目进展不达预期。

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	101.33	76.39	43.40	30.13	21.88
PB	23.58	21.03	15.59	11.40	8.35

资料来源：公司财报、申港证券研究所

公司单季度财务指标

指标	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2
主营收入(百万元)	12382.15	7636.35	11673.13	15829	17458.36	18133.53	17,392.46

敬请参阅最后一页免责声明

2 / 6

证券研究报告

增长率 (%)	-4.06%	-44.23%	9.58%	40.83%	41.00%	137.46%	49.00%
毛利率 (%)	44.33%	42.55%	42.92%	38.89%	39.87%	39.11%	37.52%
期间费用率 (%)	35.28%	46.86%	26.45%	18.11%	2.33%	12.16%	11.41%
净利润 (百万元)	485.23	-475.88	1255.86	2395.00	4161.53	3404.95	3,099.85
增长率 (%)	-10.44%	-118.36%	-0.90%	123.90%	757.64%	-815.51%	146.83%
每股盈利 (季度, 元)	0.22	-0.06	0.54	1.14	1.52	1.46	1.29
资产负债率 (%)	27.30%	26.89%	40.42%	42.58%	37.55%	40.63%	38.47%
净资产收益率 (%)	2.13%	-0.60%	5.56%	11.05%	13.10%	12.00%	10.36%

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	52597	77015	106906	138484	流动资产合计	22246	30971	41943	59290	77700				
营业成本	24273	31221	44139	61833	81065	货币资金	11906	14706	20325	28213	36547				
营业税金及附加	772	1083	1586	2202	2852	应收账款	800	129	737	1022	1324				
营业费用	14904	8847	12954	16378	22254	其他应收款	876	865	1267	1758	2278				
管理费用	1549	1637	2079	2138	2770	预付款项	381	256	-117	-639	-1323				
研发费用	0	0	0	0	0	存货	8060	14733	17743	24855	32586				
财务费用	11	-545	-27	42	7	其他流动资产	180	281	1989	4080	6288				
资产减值损失	-378.23	-908.72	-643.47	-338.27	-338.27	非流动资产合计	8442	10948	10704	10844	10895				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	255	791	791	791	791				
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	7109	9694	15984	24319	29542	无形资产	2504	2449	2404	2263	2087				
营业外收入	66.37	4.22	12.89	8.55	8.55	商誉	822	822	822	822	822				
营业外支出	14.50	26.49	70.88	48.69	48.69	其他非流动资产	515	552	0	0	0				
利润总额	7160	9672	15926	24279	29502	资产总计	30687	41919	52647	70135	88596				
所得税	1746	2335	3982	6070	4425	流动负债合计	7961	15661	17868	21660	21475				
净利润	5415	7337	11945	18209	25077	短期借款	224	417	1302	3364	1453				
少数股东损益	786	1197	1136	2642	3639	应付账款	3537	4327	6189	8670	11367				
归属母公司净利润	4629	6140	10808	15567	21438	预收款项	105	6	-535	-1285	-2256				
EBITDA	9810	11804	16277	24706	29894	一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0				
EPS (元)	2.37	3.14	5.54	7.97	10.98	非流动负债合计	415	79	5	5	5				
主要财务比率						长期借款	0	0	0	0	0				
						应付债券	0	0	0	0	0				
成长能力						负债合计	8377	15741	17873	21665	21480				
营业收入增长	2.04%	9.65%	46.42%	38.81%	29.54%	少数股东权益	2421	3871	5007	7650	11288				
营业利润增长	31.00%	36.37%	64.89%	52.14%	21.48%	实收资本 (或股本)	1952	1952	1952	1952	1952				
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	3852	1982	1982	1982	1982				
获利能力						未分配利润	12912	17648	22959	31134	42030				
毛利率(%)	49.40%	40.64%	42.69%	42.16%	41.46%	归属母公司股东权益合计	19890	22308	30091	41144	56152				
净利率(%)	11.29%	13.95%	15.51%	17.03%	18.11%	负债和所有者权益	30687	41919	52647	70135	88596				
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	8202	7215	10301	16548				
偿债能力						净利润	5415	7337	11945	18209	25077				
资产负债率(%)	27%	38%	34%	31%	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	11	-545	-27	42	7				
速动比率	1.78	1.04	1.35	1.59	2.10	应付帐款减少	0	0	-608	-286	-302				
营运能力						预收帐款增加	0	0	-540	-750	-972				
总资产周转率	1.67	1.45	1.63	1.74	1.74	投资活动现金流	-1099	-3814	841	82	132				
应收账款周转率	54	113	178	122	118	公允价值变动收益	0	0	0	0	0				
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	0	0	0	0				
每股指标 (元)						投资收益	965	16	344	344	344				
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	-1383	-2437	-2494	-8347				
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	0	0	0	0				
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	0	0	0	0				
估值比率						普通股增加	0	0	0	0	0				
P/E	101.33	76.39	43.40	30.13	21.88	资本公积增加	8	-1870	0	0	0				
P/B	23.58	21.03	15.59	11.40	8.35	现金净增加额	181	3005	5619	7889	8334				
EV/EBITDA	46.62	38.52	27.65	17.98	14.52										

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