

公司点评

中国中免 (601888)

休闲服务 | 旅游综合

淡季不淡，疫情短期扰动不改离岛免税高景气

2021年08月31日

评级 推荐

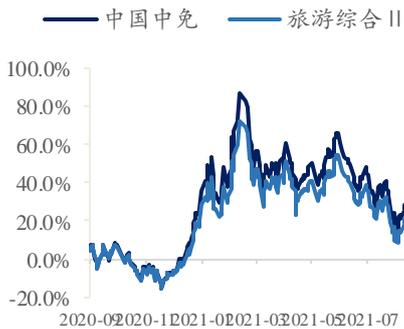
评级变动 维持

合理区间 331.60-373.05 元

交易数据

当前价格 (元)	239.50
52 周价格区间 (元)	175.25-387.86
总市值 (百万)	467617.88
流通市值 (百万)	467617.88
总股本 (万股)	195247.55
流通股 (万股)	195247.55

涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
中国中免	-0.62%	-28.40%	15.14%
旅游综合 II	0.63%	-26.54%	10.03%

杨甫

分析师

执业证书编号: S0530517110001  
yangfu@cfzq.com

0731-84403345

陈诗璐

研究助理

chensl2@cfzq.com

0731-89955711

- 1 《中国中免: 中国中免 (60188.SH) 公司点评: 提交港股上市申请, 推进全球化布局进程》  
2021-06-30
- 2 《中国中免: 中国中免 (601888.SH) 公司深度: 中持砥柱得自免, 会逢盛世业长盈》  
2021-05-25

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	479.67	525.97	839.89	1187.17	1479.06
归母净利润 (亿元)	46.29	61.40	116.03	161.80	211.19
每股收益 (元)	2.37	3.14	5.94	8.29	10.82
每股净资产 (元)	10.19	11.43	15.62	21.29	28.66
P/E	101.02	76.16	40.30	28.90	22.14
P/B	23.51	20.96	15.34	11.25	8.36

资料来源: Wind、财信证券

投资要点:

➤ **事件概览:** 近日, 公司发布 2021 年半年报。公司 2021H1 实现营收 355.26 亿元/+83.98% (较 2019H1+45.93%); 归母净利润 53.59 亿元/+475.92% (较 2019H1+63.43%), 扣非归母净利润 52.65 亿元/+576.74% (较 2019H1+110.60%), 与业绩预告基本一致。其中, Q2 单季度营收为 173.92 亿元/+53.40%, 归母净利润 25.10 亿元/+163.57%, 扣非归母净利润 24.31 亿元/+170.71%。

➤ **营收情况:** 受益于离岛免税新政红利释放, 免税主业收入持续增长。

1) **分业务类型来看,** 2021H1 公司免税商品销售收入为 245.53 亿元 (与 2019 年同期相比增长 3.43%), 占比约 69.11%, 公司有税商品销售收入为 105.66 亿元, 占比约 29.74%。免税主业方面, 受制于就地过年政策, 传统旺季 Q1 销售潜力未能完全释放, 此后 Q2 传统淡季表现不淡, 直至 6 月华南疫情扰动叠加气候因素导致销售额增速放缓, 初步估测 Q2 免税销售额环比略有下降。但根据文旅部数据显示, Q2 海口+三亚过夜旅客购物转化率创新高, 环比提升 3.17pct 至 18.86%, 我们预计 Q2 销售额降幅或将相对小于此前的季节性波动;

2) **分经营主体来看,** 2021H1 三亚国际免税城实现营收 183.50 亿元/+210.01%, 归母净利润为 25.58 亿元/+330.22%, 归母净利率为 13.81%, 海免实现营收 77.05 亿元/+154.17%, 归母净利润为 5.11 亿元/+253.43%, 归母净利率为 6.63%, 考虑到三亚国际免税城、海免业务中均包含线上有税业务, 我们估算 2021H1 公司在海南离岛的免税收入约为 240—250 亿元。2021H1 日上上海实现营收 57.60 亿元/-16.12% (去年 Q2 线上业务处于增长爆发期, 高基数影响下同比下滑), 归母净利润为 5.37 亿元/+855.99% (线上业务虽有税但无高租金压力, 净利率优化), 归母净利率为 9.32%, 日上中国归母净利亏损 0.88 亿元, 香港机场店及市内店、澳门机场店、东中免继续保持盈利。

➤ **盈利能力:** 促销及品类结构改变影响毛利率, 机场租金减免增厚业绩。

1) **毛利率方面,** 优惠促销影响加之精品类产品 (其毛利率低于香化类产品) 占比提升, 2021H1 公司整体毛利率同比下滑 4.44pct 至 38.33%, 其中 Q2 毛利率同比下滑 5.40pct 至 37.52%, 主要是由于 Q2 有清明、

五一和端午等多个小长假，促销力度较大；

**2) 费用率方面**，2021H1 公司整体期间费用率为同比下滑 22.73pct 至 11.79%，其中销售/管理/财务费用率分别同比变化 -21.88pct/-0.88pct/+0.04pct 至 9.28%/2.47%/0.04%，期间费用率同比下降带动公司净利率较 2019 年同期水平提升 2.45pct 至 18.31%。上海机场免税租金自今年年初起已按照补充协议约定方式计算，而公司与首都机场的免税合同自 2018 年 2 月起生效，因此今年 1-2 月免税租金仍按 2019 年国际客流量计算，3-6 月免税租金则参考 2020 年国际客流量，Q2 免税租金下降后公司销售费用较 2019 年同期大幅减少 45.21% 至 32.97 亿元，进而带动公司上半年期间费用率同比降低。公司与首都机场免税协议谈判有望在下半年落地，届时去年已计提的免税保底租金有望冲回，继续增厚公司全年业绩。

► **未来发展：推动项目建设持续深耕海南离岛免税，积极整合线上业务创造第二增长曲线。**

**1) 在离岛免税业务方面**，面对陆续进场的新玩家，公司在不断丰富自身免税品类（引入戴尔外星人、联想等新品牌更贴合消费者需求）、加速与国际品牌商的战略合作（成功引进 Cartier 香水等 5 个香化品牌、Thom Browne 等 3 个时尚品品牌）、优化服务质量（举办首届中免腕表节，吸引高端客户提升整体销售潜力）、提升运营能力（拟赴港上市筹备资金以巩固上游采购体系、开发海南物流中心、完善会员体系建设等），以拓宽自身护城河。此外，公司正在持续推动自有重大项目建设，其中海口市国际免税城项目（地块五）正在稳步推进中，预计将于 2022 年 6 月投入运营，三亚国际免税城一期 2 号地项目商业部分也如期开工。

我们认为，海南离岛免税业务是中免的最核心价值，今年上半年虽受零星疫情和季节性扰动，但在离岛免税政策红利释放下，整个海南离岛免税市场仍在稳健增长，2021Q2 传统淡季下，海南免税购物转化率在强劲上升，中免的核心逻辑并未发生改变。此外，自 8 月加大打击代购力度以来，中免的竞争对手市占率有所下跌，且中免拥有人无我有的回头购业务可以对冲疫情对线下业务的短期冲击，我们预计公司今年全年在海南业务收入仍有望超过 510 亿元。

**2) 在线上业务方面**，国际疫情因素催生出入境免税业态大体转型成线上直邮业务，虽然在转型至线上直邮业务后日上上海 2021H1 收入较 2019 年同期下降 16.17% 至 57.60 亿元，但直邮业务因无需承担较高租金压力因此净利率更优，2021H1 日上上海归母净利润率较 2019 年同期提高了 5.18pct 至 9.32%，日上上海的盈利质量得以提升。公司于今年 4 月新成立的合资公司中免日上互联科技公司在 7 月底成功整合“旅购”平台，并更名为“中免日上|旅购”，现已有 CDF 海南会员购、日上直邮两大会员渠道正式进驻该小程序，同时日上直邮还取消了此前优惠券的购物限制。

我们认为，公司未来将加快实现线上业务的统一规划、统一运营以应对疫情扰动等不确定情况，后续北京机场、广州机场等线上渠道亦有望进驻“中免日上|旅购”小程序，线上线下业务将形成差异化互补，

协同效应释放共同助推公司业务继续增长。

- **盈利预测与投资建议：**在消费回流和免税政策改革的大趋势下，免税行业将进入行业高速发展期。今年是离岛免税政策红利快速释放期，现阶段疫情尚未稳定，海内外疫情差异将加速消费回流，同时疫情期间机场免税恢复速度较慢，中短期内公司业务的动力仍将来源于离岛免税以及线上业务。考虑到今年疫情零星爆发影响，我们下调公司2021-2023年营业收入分别至840/1187/1479亿元，归母净利润分别为116/162/211亿元，不考虑港股摊薄影响下EPS分别为5.94/8.29/10.82元，营业收入增速分别为59.68%/41.35%/24.59%，归母净利润增速分别为88.98%/39.45%/30.52%，当前市值对应业绩分别为40x/29x/22xPE。消费回流大基调下的免税增量空间广阔，有序错位竞争下公司龙头地位难以撼动，且考虑到公司的离岛免税业务将持续迎来增长、机场免税业务尚有租金谈判空间、市内免税市场在政策放开后想象空间大，我们给予公司2022年40-45xPE，合理区间为331.60—373.05元，维持公司“推荐”评级。
- **风险提示：**免税政策不及预期；免税牌照发放数量超预期、行业竞争加剧；线上直邮发展受阻；机场招标租金风险；汇率及宏观系统性风险；市场资金风格显著变化等。

**财务预测摘要**

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>47966</b>	<b>52597</b>	<b>83989</b>	<b>118717</b>	<b>147906</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	24273	31221	46866	64463	77947	营业收入增长率	2.0%	9.7%	59.7%	41.3%	24.6%
营业税费	772	1083	2377	3514	4422	营业利润增长率	31.0%	36.4%	89.0%	39.4%	30.7%
销售费用	14904	8847	13354	20538	26475	净利润增长率	49.6%	32.6%	89.0%	39.4%	30.5%
管理费用(含研发)	1549	1637	2813	3977	4954	EBITDA 增长率	43.8%	36.6%	74.9%	41.4%	29.0%
财务费用	11	-545	0	0	0	EBIT 增长率	45.1%	37.7%	77.1%	42.0%	29.3%
加:资产减值损失	-378	-909	-389	-792	-817	NOPLAT 增长率	34.7%	28.9%	100.0%	39.4%	30.7%
公允价值变动收益	-5	18	-9	-3	9	投资资本增长率	44.7%	0.4%	21.2%	38.9%	6.6%
投资收益及其他	1034	230	146	125	112	净资产增长率	20.0%	17.3%	39.5%	38.9%	36.4%
<b>营业利润</b>	<b>7109</b>	<b>9694</b>	<b>18326</b>	<b>25555</b>	<b>33411</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	52	-22	-20	3	-13	毛利率	49.4%	40.6%	44.2%	45.7%	47.3%
<b>利润总额</b>	<b>7160</b>	<b>9672</b>	<b>18306</b>	<b>25558</b>	<b>33398</b>	营业利润率	14.8%	18.4%	21.8%	21.5%	22.6%
减:所得税	1746	2335	4442	6201	8103	净利润率	9.7%	11.7%	13.8%	13.6%	14.3%
<b>归母净利润</b>	<b>4629</b>	<b>6140</b>	<b>11603</b>	<b>16180</b>	<b>21119</b>	EBITDA/营业收入	16.9%	21.0%	23.0%	23.0%	23.9%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	EBIT/营业收入	16.3%	20.4%	22.7%	22.8%	23.6%
货币资金	11906	14706	23711	34491	52141	<b>运营效率</b>					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	13	11	6	4	3
应收账款	1676	994	3206	2532	4534	<b>流动营业资本周转天数</b>	13	12	9	16	19
应收票据	0	0	2	0	1	流动资产周转天数	157	182	160	165	184
预付账款	381	256	499	396	514	应收账款周转天数	10	9	9	9	9
存货	8060	14733	15893	27190	28650	存货周转天数	53	78	66	65	68
其他流动资产	223	283	393	300	325	总资产周转天数	216	248	205	194	206
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	49	53	37	34	33
持有至到期投资	0	0	0	0	0	<b>投资回报率</b>					
长期股权投资	255	791	791	791	791	ROE	23.3%	27.5%	38.1%	38.9%	37.7%
投资性房地产	1385	1281	1281	1281	1281	ROA	17.6%	17.5%	25.9%	26.1%	26.6%
固定资产	1632	1591	1381	1172	963	ROIC	99.9%	89.0%	177.3%	204.0%	191.9%
在建工程	399	1233	1233	1233	1233	<b>费用率</b>					
无形资产	2504	2449	2343	2237	2131	销售费用率	31.1%	16.8%	15.9%	17.3%	17.9%
其他非流动资产	2266	3603	2849	2582	2541	管理费用率	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%
<b>资产总额</b>	<b>30687</b>	<b>41919</b>	<b>53582</b>	<b>74206</b>	<b>95104</b>	财务费用率	0.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	224	417	0	0	0	三费/营业收入	34.3%	18.9%	19.2%	20.6%	21.2%
应付账款	5592	10229	12865	19223	20876	<b>偿债能力</b>					
应付票据	0	0	0	0	0	资产负债率	27.3%	37.5%	31.9%	31.7%	27.2%
其他流动负债	2145	5015	3887	3994	4813	负债权益比	37.5%	60.1%	46.8%	46.3%	37.5%
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.79	1.98	2.61	2.80	3.35
其他非流动负债	415	79	322	272	224	速动比率	1.78	1.04	1.66	1.62	2.24
<b>负债总额</b>	<b>8377</b>	<b>15741</b>	<b>17074</b>	<b>23489</b>	<b>25913</b>	利息保障倍数	730.46	-19.72			
少数股东权益	2421	3871	6019	9143	13226	<b>分红指标</b>					
股本	1952	1952	1952	1952	1952	DPS(元)	0.72	1.00	1.92	2.61	3.45
留存收益	17813	20680	28536	39622	54013	分红比率	30.4%	31.8%	32.3%	31.5%	31.9%
<b>股东权益</b>	<b>22310</b>	<b>26179</b>	<b>36508</b>	<b>50717</b>	<b>69191</b>	股息收益率	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%	1.1%
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
归母净利润	5415	7337	11603	16180	21119	EPS(元)	2.37	3.14	5.94	8.29	10.82
加:折旧和摊销	408	516	315	315	315	BVPS(元)	10.19	11.43	15.62	21.29	28.66
资产减值准备	383	909	0	0	0	PE(X)	101.02	76.16	40.30	28.90	22.14
公允价值变动损失	0	0	-9	-3	9	PB(X)	23.51	20.96	15.34	11.25	8.36
财务费用	-78	333	0	0	0	P/FCF	217.13	74.17	49.10	37.45	23.09
投资收益	-965	-16	-79	-26	-32	P/S	9.75	8.89	5.57	3.94	3.16
少数股东损益	786	1197	2261	3176	4176	EV/EBITDA	75.51	55.05	23.08	16.06	12.07
营运资金的变动	-2910	1631	-1233	-3733	-1143	CAGR(%)	52.9%	51.1%	52.2%	52.9%	51.1%
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>2926</b>	<b>8202</b>	<b>12859</b>	<b>15910</b>	<b>24444</b>	PEG	1.91	1.49	0.77	0.55	0.43
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-1099</b>	<b>-3814</b>	<b>88</b>	<b>29</b>	<b>23</b>	ROIC/WACC	9.51	8.47	16.89	19.42	18.28
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-1646</b>	<b>-1383</b>	<b>-3942</b>	<b>-5159</b>	<b>-6817</b>						

资料来源: Wind、财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438