



中航证券研究所
分析师: 裴伊凡
证券执业证书号: S0640516120002
电话: 010-59562517
邮箱: peiyf@avicsec.com

中国中免 (601888.SH) 2021 年中报点评: 离岛免税景气度依旧, 内外兼筑高“护城河”

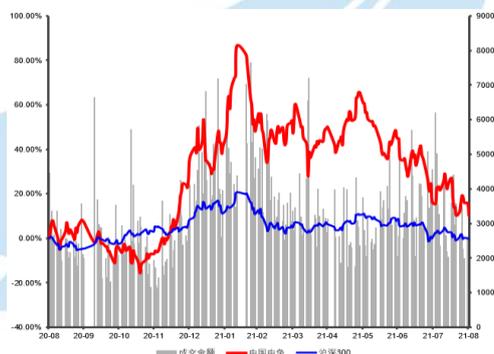
行业分类: 社会服务

2021 年 09 月 01 日

公司投资评级	买入
当前股价 (21.08.31)	228.29

基础数据	
总市值 (亿元)	4457.31
流通市值 (亿元)	4457.31
总股本 (亿股)	19.52
流通 A 股 (亿股)	19.52
近三个月换手率	41.95%
PE (TTM)	42.18

近一年公司指数与沪深 300 走势对比



资料来源: wind, 中航证券研究所

事件:

公司发布 2021 年半年报, 2021H1 营业收入 355.26 亿元 (+83.98%), 归母净利润 53.59 亿元 (+475.92%), 扣非后归母净利润 52.65 亿元 (+576.44%), 毛利率 38.33% (-4.44pcts), 净利率 18.31% (+14.27pcts)。

投资要点:

- **免税政策红利持续释放, 叠加全球疫情影响, 海南离岛免税业务业绩大幅增长。** 21H1, 公司深耕海南离岛免税市场, 三亚市内免税店实现营收 185.30 亿元 (同比+210.01%), 归母净利润 25.58 亿元 (同比+330.22%); 海免公司实现营收 77.05 亿元 (同比+154.17%), 实现归母净利润 5.11 亿元 (同比+253.43%)。
- **疫情反复扰动经营, 促销折扣影响毛利率小幅下滑。** 21H1, 公司销售毛利率为 38.33% (-4.44pcts), 其中主营业务毛利率为 37.75% (-4.85pcts), 主要是因为报告期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致。费用方面, 21H1, 销售费用率/管理费用率/财务费用率分别为 9.28% (-21.89pcts)/2.47% (-0.88pcts)/0.04% (+0.04pcts), 其中销售费用率降低主要是受疫情影响应付机场租金大幅降低所致; 管理费用 8.78 亿元, 同比增加 35.60%, 主要系职工薪酬费用增加所致; 财务费用率上升主要系执行新租赁准则, 租赁负债摊销利息所致。
- **巩固核心能力建设, 提升核心竞争优势。** 1) **采购招商:** 加强与供应商战略合作; 成功引进 Cartier 香水等 5 个香化品牌、Thom Browne 3 个时尚品品牌和 4 个童装品牌, 进一步丰富产品品类; 2) **供应链管理:** 积极推进海口物流基地建设; 推进仓库管理系统升级和配送可视化管理系统上线; 3) **数字化建设:** 积极搭建数字化平台, 通过创新服务内容推进智慧门店建设; 4) **营销推广:** 积极拓展海南离岛免税高端市场; 成功举办首届中免免税表节; 完善会员营销体系, 对高端会员开展“1 对 1”精准营销。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

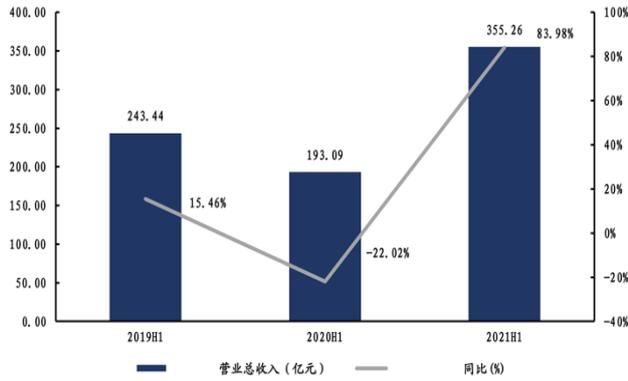
联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航
产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59562524
传真: 010-59562637

- 机场的免税经营权、新建宁波栎社机场免税店如期开业；2) **市内免税**：公司积极与重点城市建立战略合作关系，为未来布局做准备；3) **海外渠道**：公司积极探索东南亚国家项目拓展及免税经营权投标，港澳地区免税店大力发展线上及跨境业务，香港机场店、香港市内店、澳门机场店及東中免继续保持盈利。4) **重大项目建设进度**：海口市国际免税城项目（地块五）正在稳步推进；三亚国际免税城一期2号地项目商业部分按期开工；海南国际物流中心项目一期正式开工。
- ▶ **投资建议**：我们预计公司2021-2023年归母净利分别为109.62/145.51/188.55亿元，EPS分别为5.62/7.45/9.66元，对应三年PE分别为41/31/24X，维持“买入”评级。

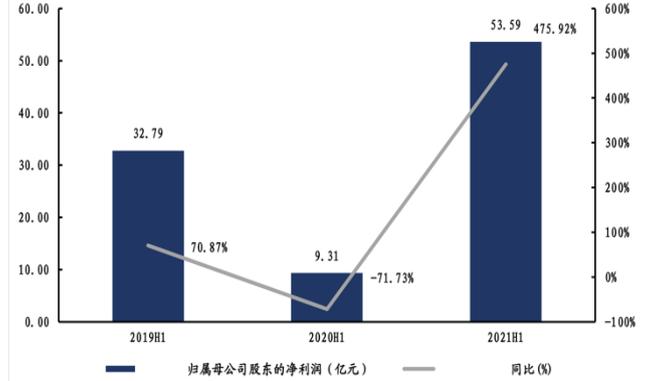
- **风险提示**：宏观经济下行、疫情反复影响、免税政策变化、新开项目不及预期、行业竞争加剧。

■ **盈利预测与财务指标：**

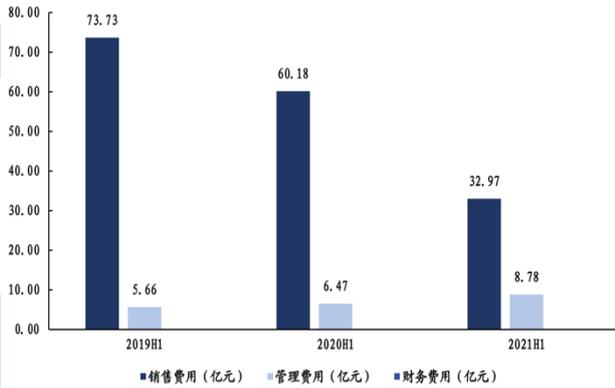
单位/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52596.84	79621.09	111604.89	145220.28
增长率（%）	9.65%	51.38%	40.17%	30.12%
归属母公司股东净利润（百万元）	6139.94	10962.37	14551.46	18855.26
增长率（%）	32.64%	78.54%	32.74%	29.58%
每股收益（元）	3.145	5.615	7.453	9.657
销售毛利率（%）	40.64%	39.23%	39.88%	39.68%
销售净利率（%）	13.74%	16.70%	15.81%	15.75%
PE（TTM）	72.60	40.66	30.63	23.64

公司主要财务数据
图 1: 公司营业收入及增速情况


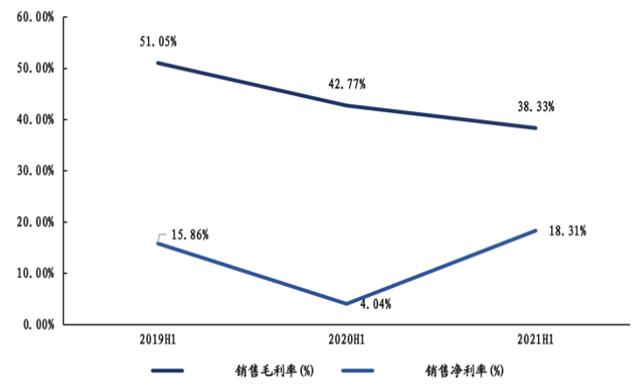
资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 2: 公司归母净利润及增速情况


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 3: 公司三费情况


资料来源: WIND, 中航证券研究所

图 4: 公司毛利率及净利润率情况


资料来源: WIND, 中航证券研究所

■ 财务报表预测

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	52596.84	79621.09	111604.89	145220.28
减: 营业成本	31220.61	48385.74	67096.86	87596.87
营业税金及附加	1083.29	1345.96	1886.63	2454.88
营业费用	8846.63	9132.54	15267.55	20083.96
管理费用	1637.14	2436.41	3403.95	4414.70
财务费用	-545.28	-210.03	-384.01	-623.16
资产减值损失	908.72	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	15.86	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	-1799.31	-853.47	-853.47	-853.47
营业利润	9694.06	17677.01	23480.44	30439.55
加: 其他非经营损益	-22.27	-20.22	-20.22	-20.22
利润总额	9671.78	17656.79	23460.23	30419.33
减: 所得税	2335.27	4362.45	5813.30	7553.08
净利润	7336.52	13294.34	17646.92	22866.25
减: 少数股东损益	1196.58	2331.97	3095.46	4010.99
归属母公司股东净利润	6139.94	10962.37	14551.46	18855.26
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	14706.21	16204.15	26519.28	37461.27
应收和预付款项	1249.41	5188.00	3811.48	7908.19
存货	14733.02	20591.28	28393.19	35557.44
其他流动资产	281.04	281.04	281.04	281.04
长期股权投资	791.26	791.26	791.26	791.26
投资性房地产	1280.96	1140.93	1000.91	860.89
固定资产和在建工程	2823.70	2591.41	2359.12	2126.83
无形资产和开发支出	3271.22	3213.03	3154.84	3096.65
其他非流动资产	551.85	910.51	551.85	551.85
资产总计	37738.48	50911.62	66862.98	88635.43
短期借款	417.36	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	10234.65	13040.73	14676.82	17900.07
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5088.51	0.00	0.00	0.00
负债合计	15740.53	13040.73	14676.82	17900.07
股本	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48
资本公积	1982.07	1982.07	1982.07	1982.07
留存收益	4623.32	26825.62	38045.42	52583.63
归属母公司股东权益	22307.71	30760.17	41979.97	56518.18
少数股东权益	3871.13	6203.10	9298.56	13309.56
股东权益合计	26178.84	36963.27	51278.53	69827.74
负债和股东权益合计	36830.85	50003.99	65955.35	87727.81
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	7906.94	6749.49	13129.56	14502.67
投资活动现金流净额	-3814.10	36.59	36.59	36.59
筹资活动现金流净额	-1382.81	-2620.62	-2851.02	-3597.26
现金流量净额	2379.34	4165.45	10315.13	10942.00

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出 : 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性 : 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持 : 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

裴伊凡 (证券执业证书号: S0640516120002), 英国格拉斯哥大学经济学硕士, 中航证券社会服务行业分析师, 覆盖餐饮、旅游、医美、免税、互联网传媒等新消费领域。

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, 本报告清晰、准确地反映了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: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。