

中国中免(601888)

报告日期: 2021年8月27日

促销力度加大, Q2 归母净利润率 14.4%

——中国中免 2021 中报业绩点评

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108129
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

报告导读

中国中免公布 2021 年中报, 预计上半年实现营业收入约 355.3 亿元/+84%; 归母净利润约 53.6 亿元/+476%, 较中报业绩预告下调 0.8 亿元; 扣非归母净利润约 52.7 亿元/+576%。其中 Q2 营业收入约 173.9 亿元/+53%; 归母净利润 25.1 亿元/+164%; 扣非归母净利润 24.3 亿元/+171%, 归母净利润率 14.4%, 环比下滑 1.3pct。

投资要点

□ 上半年折扣力度加强, Q2 毛利率 37.5%、归母净利率 14.4%

21Q2, 公司毛利率 37.5%, 环比 21Q1 下滑 1.6pct, 同比 20Q2 下滑 5.4pct, 我们认为主要因为系列促销活动折扣力度加强; Q2 归母净利润率 14.4%, 环比 21Q1 下降 1.0pct, 同比 20Q2 实际归母净利润率(调整上海机场免税租金后)增加 5.7pct, 我们认为主要因为首都机场免税租金影响。

□ 受淡季+广深疫情影响, 6 月海南离岛免税销售额环比小幅下滑

受多重短期因素影响, 6 月海南离岛免税销售额环比下降 30%。根据海口海关, 6 月离岛免税销售额 35 亿元, 环比 5 月下降 30%。21Q1-2 离岛免税商品销售额分别约 135.7 亿元、132.4 亿元, 其中 Q1 传统旺季客流量受就地过年倡议影响, 6 月销售额受到淡季+周边广深疫情+打击代购力度加大等因素影响, 环比下滑, 我们认为主要受海南传统旅游淡季、局部疫情压制客流等短期因素影响。7 月下旬南京疫情扩散、8 月初海口本土出现确诊病例, 8 月中旬美兰机场日均客流量下降 70%, 料离岛免税销售额受此影响明显。

三亚国际免税城销售额占离岛免税市场的 7 成左右。21H1, 三亚国际免税城零售收入 185.3 亿元, 归母净利润 25.6 亿元, 归母净利润率 13.8%; 海免取得收入 77.1 亿元, 归母净利润 5.1 亿元, 归母净利润率 13.0%, 其中美兰机场免税店线下销售额 21.9 亿元(占全岛的 8.2%), 考虑到博鳌免税店规模较小, 我们预计日月广场店+线上渠道表现更佳。

□ 上海机场+首都机场免税租金均下降, 上半年销售费用同比减少 27.2 亿元

2020 年上半年中免均根据免税保底计提租金, 而 2021 年上半年上海机场、首都机场免税租金计算方式均有所变化, 因此, 公司上半年销售费用同比减少 27.2 亿元。

上海机场免税租金按照新协议计算, 我们预计 Q2 影响利润约-0.65 亿元。2021 上半年, 上海机场免税租金按照补充协议约定方式计算, 即与国际客流挂钩; 合同约定免税租金的计算公式为“国际及地区客流量*135.28*客流调节数*面积调节系数”, 我们估算 21Q2 上海机场收取免税租金约 1.7 亿元, 中免持股日上海 51%, 对中免净利润影响-0.65 亿元左右。

首都机场免税租金随去年国际客流浮动, 下半年免税协议谈判有望落地, 届时去年计提的免税保底租金有望冲回。我们注意到公司与首都机场的免税合同自 2018 年 2 月开始生效, 2021 年 1-2 月免税租金是按照 2019 年国际客流量确定, 3-6 月免税租金参考 2020 年国际客流量计算, 因此, 我们预计 21Q2 首都机场

评级

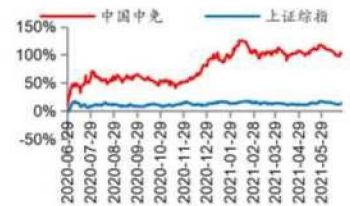
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥240.23

单季度业绩

元/股

单季度业绩	元/股
2Q/2021	1.29
1Q/2021	1.46
4Q/2020	1.51
3Q/2020	1.14



公司简介

公司是目前唯一以免税业务为主业的上市公司, 全资子公司中免公司是中国免税行业代表企业。

相关报告

- 《竞争加剧, Q2 归母净利润率环比下降 0.8pct》2021.7.5
- 《免税龙头冲刺 H 股, 拓展海内外布局》2021.06.27
- 《2020 年跃升全球第一, 21Q1 客流承压下利润率表现不俗》2021.04.22
- 《2020 离岛免税完美收官, 中免渠道、规模壁垒高筑》2021.01.06
- 《中国中免深度覆盖: 接棒 DUFY, 规模领跑全球, 引领免税新时代》2020.09.07

报告撰写人: 李丹

联系人: 李丹

免税保底租金环比有所下滑，约为 5 亿元左右，对公司归母净利润影响约-2.1 亿元。

白云机场：我们预计 21Q2 保底租金约 1 亿元，对中免利润影响约-0.7 亿元。

□ 预计线上直邮月均销售额约 9.3 亿元，线上整合有望释放协同效应

日上直邮业务稳健发展。21H1 日上上海取得收入 57.6 亿元，归母净利润 5.4 亿元，净利润率 18.3%，而 2020 半年度财报披露的数据显示日上上海 20H1 净利润率约 3.6%，主要因为去年仍然计提了高额免税保底。根据上海机场国际旅客吞吐量，我们预计上半年日上直邮销售额约 56 亿元，月均为 9.3 亿元，较去年月均约 12-13 亿元的水平略有回落，我们认为主要由于中免旗下其他线上渠道产生一定分流影响。

中免已启动线上渠道整合，有望释放协同效应。7 月底，中免与日上的合资公司互联科技收购旅购小程序（现更名为“中免日上 | 旅购”），随后 CDF 海南会员购入驻，同时日上直邮取消优惠券的购物限制，后续我们预计北京机场、广州机场等线上渠道亦有望入驻旅购，线上线下形成差异化互补，释放协同效应，助力业绩上升。

□ 盈利预测及估值

在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，凭借明显的领先优势，中免业绩有望实现高增。H 股 IPO 融资有望为布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。我们预计中免 2021-2023 年归母净利润分别为 109、145、188 亿元，不考虑发行 H 股摊薄影响下，EPS 分别为 5.59、7.43、9.62 元/股，给予 22 年 45 倍，对应目标股价为 334.35 元/股，维持“买入”评级。

□ 风险提示

政策不及预期，离岛免税销售额不及预期，行业竞争加剧风险等。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	52597	75704	108987	150383
(+/-)	10%	44%	44%	38%
净利润	6140	10923	14507	18783
(+/-)	14%	78%	33%	29%
每股收益(元)	3.14	5.59	7.43	9.62
P/E	89.00	50.03	37.67	29.09

表 1：公司实际归母净利润率测算

单位：亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
财报营收	76.4	116.7	158.3	174.8	181.3	173.9
财报归母净利润	-1.2	10.5	22.3	29.5	28.5	25.1
应计提上海机场租金	8.5	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7
实际在报表计提上海机场租金	10.4	10.4	10.4	-	1.3	1.7
应冲回租金	1.9	9.4	9.4	-	-	-
实际冲回租金（仅在 Q4 体现了）	0.0	0.0	0.0	19.6	-	-
对归母净利润的影响	0.7	3.6	3.6	7.9	-	-
考虑上海机场租金后实际归母净利润	-0.5	14.1	25.9	21.6	28.5	25.1
中免归母净利润率	-	12.1%	16.4%	12.4%	15.7%	14.4%

资料来源：公司公告，浙商证券研究所；注：21Q1、21Q2 上海机场租金为我们预计的数据。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	30971	43592	66675	96786	营业收入	52597	75704	108987	150383
现金	14706	26560	39662	58136	营业成本	31221	42166	62493	87304
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1083	1280	1947	2617
应收账款	129	622	282	135	营业费用	8847	12529	18037	25565
其它应收款	865	1180	1827	2446	管理费用	1637	2430	3553	5414
预付账款	256	690	838	1105	研发费用	0	0	0	0
存货	14733	14335	23829	34723	财务费用	(545)	(191)	(281)	(397)
其他	283	204	237	241	资产减值损失	891	386	510	301
非流动资产	10948	10469	11446	12497	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	16	16	16	16
长期投资	791	443	496	577	其他经营收益	214	107	130	150
固定资产	1591	1843	1913	2070	营业利润	9694	17227	22873	29745
无形资产	2449	2808	3273	3493	营业外收支	(22)	(22)	(22)	(22)
在建工程	1233	1232	1174	1306	利润总额	9672	17205	22851	29723
其他	4884	4143	4590	5051	所得税	2335	4153	5518	7282
资产总计	41919	54061	78122	109283	净利润	7337	13051	17332	22441
流动负债	15661	14509	21287	30055	少数股东损益	1197	2129	2825	3658
短期借款	417	310	317	348	归属母公司净利润	6140	10923	14507	18783
应付款项	4327	5457	8619	11813	EBITDA	9988	17263	22753	29417
预收账款	6	427	288	420	EPS (最新摊薄)	3.14	5.59	7.43	9.62
其他	10911	8315	12063	17474	主要财务比率				
非流动负债	79	322	272	224		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	79	322	272	224	营业收入	10%	44%	44%	38%
负债合计	15741	14830	21559	30280	营业利润	23%	78%	33%	30%
少数股东权益	3871	6000	8825	12483	归属母公司净利润	14%	78%	33%	29%
归属母公司股东权益	22308	33230	47737	66521	获利能力				
负债和股东权益	41919	54061	78122	109283	毛利率	41%	44%	43%	42%
					净利率	14%	17%	16%	15%
					ROE	25%	33%	30%	28%
					ROIC	32%	38%	35%	33%
					偿债能力				
					资产负债率	38%	27%	28%	28%
					净负债比率	3%	2%	1%	1%
					流动比率	1.98	3.00	3.13	3.22
					速动比率	1.04	2.02	2.01	2.06
					营运能力				
					总资产周转率	1.45	1.58	1.65	1.60
					应收帐款周转率	113.26	133.21	99.69	119.79
					应付帐款周转率	7.94	8.62	8.88	8.55
					每股指标(元)				
					每股收益	3.14	5.59	7.43	9.62
					每股经营现金	4.20	6.18	7.15	9.71
					每股净资产	11.43	17.02	24.45	34.07
					估值比率				
					P/E	89.00	50.03	37.67	29.09
					P/B	24.50	16.45	11.45	8.22
					EV/EBITDA	54.17	30.48	22.68	17.04

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8202	12062	13966	18962
净利润	7337	13051	17332	22441
折旧摊销	516	350	384	410
财务费用	(545)	(191)	(281)	(397)
投资损失	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	7888	(2361)	5739	7638
其它	(6977)	1230	(9191)	(11115)
投资活动现金流	(3814)	(304)	(1142)	(920)
资本支出	(793)	(361)	(140)	(431)
长期投资	(432)	667	(300)	(22)
其他	(2589)	(609)	(701)	(466)
筹资活动现金流	(1383)	95	277	432
短期借款	193	(107)	7	31
长期借款	0	0	0	0
其他	(1576)	202	270	401
现金净增加额	3005	11854	13102	18474

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>