

2021 半年报点评：海南地区环增 18%，折扣压制毛利率表现，业绩符合预期

买入（维持）

2021 年 09 月 01 日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangji@dwzq.com.cn

研究助理 宋小雯

执业证号：S0600121070062
songxw@dwzq.com.cn

研究助理 李昱哲

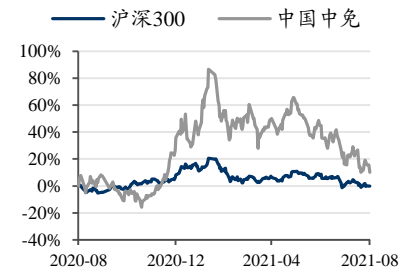
执业证号：S0600120110012
liyzh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52,597	74,102	100,548	131,218
同比（%）	9.7%	40.9%	35.7%	30.5%
归母净利润（百万元）	6,140	10,306	14,095	18,664
同比（%）	32.6%	67.9%	36.8%	32.4%
每股收益（元/股）	3.14	5.28	7.22	9.56
P/E（倍）	72.6	43.2	31.6	23.9

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年中报。2021H1 实现营收 355.26 亿元 (yoy+83.98%)，归母净利润 53.59 亿元 (yoy+475.9%)，相比业绩快报数据略低 0.76 亿元，业绩符合我们预期。2021Q2 实现营收 173.92 亿元 (同比+53.4%，环比-4.1%)，归母净利润 25.1 亿元 (同比+138.9%，环比-11.9%)。
- **分地区看：**1) **海南地区**，离岛免税业态持续增长，消费回流加速免税蛋糕做大。三亚市内免税店实现营收 185.3 亿元 (同比+210.01%，环比+20.8%)，归母净利润 25.58 亿元 (同比+330.22%，环比+7.8%)。海免公司实现营收 77.05 亿元 (同比+154.17%，环比+12%)，归母净利润 5.11 亿元 (同比+253.4%，环比-0.2%)。据海口海关，2021H1 海南地区实现离岛销售额 267.67 亿元，**三亚市内店+海免占比达 98%**。2) **上海地区**，2021H1 日上上海实现营收 57.6 亿元，同比、环比均减少 16.1%；归母净利润 5.37 亿元 (同比+856%，环比-54.9%)。3) **北京地区**，2021H1 日上中国实现营收 11.85 亿元 (同比-35.9%，环比-26.4%)。主要受到出入境限制影响，以及上年同期直邮平台开放带来的可观销售增长。
- **线上大势所趋，业务平台持续整合。2021H1 有税商品销售收入实现 105.66 亿元，占比达 29.87%**。2021 年 4 月公司参股 41% 成立中免日上互联科技有限公司整合线上业务，日上上海、三亚市内店将与互联科技就离岛补购、完税零售展开合作。中免庞大的会员积累、完善的供应链体系将为其线上业务构筑强竞争壁垒。
- **促销力度加大及业务结构变化压制毛利率表现。**2021H1 公司整体毛利率 38.3% (同比-4.4pct，环比-1.1pct)，**主营业务毛利率 37.75% (同比-4.85pct，环比-1.2pct)，Q2 整体毛利率 37.5% (同比-3.7pct，环比-1.6pct)，主要系公司开展系列促销活动，叠加线上销售占比近三成。**2021H1 销售费用率 9.3% (yoy-21.9pct)，为上海机场签订新租金协议，租赁费大幅降低 72.6% 所致。管理费用率 2.5% (yoy-0.9pct)。
- **自建物业将有效缓解供给压力，供应链体系持续完善。**短期凤凰机场、美兰机场免税店扩面；长期海口、三亚国际免税城建设稳步推进中，持续缓解供给压力。海口物流中心项目一期已开工，将成为在全国布局的第 8 个物流中心，提升运营效率。
- **龙头强者恒强，H 股上市推动外延发展。**公司已于 6 月底递交赴港上市申请材料，H 股上市将为公司建立国际品牌认知，延伸合作品牌矩阵，增强国际竞争力。据穆迪报告，**中免在 2020 年成为全球最大的旅游零售商，并在国际疫情态势仍不稳定的 2021H1 进一步巩固领先地位。**
- **展望高端市场，空间仍大。**2021H1 公司积极拓展离岛免税高端市场，对高端会员开展 1 对 1 精准营销。2021H1 离岛免税销售客单价为 7000 元，对比 10 万元的离岛免税额度空间仍大，看好后续提升精品销售占比、引进顶奢品牌入驻的发展潜力。
- **盈利预测与投资评级：**尽管下半年疫情反复，冲击暑期客流，但中免通过线上有税形成有利补充，龙头竞争壁垒强，因此我们维持中免 21-23 年归母净利润预测为 103/141/186.6 亿元，对应增速 67.9%/36.8%/32.4%，当前股价对应 PE 为 43/32/24 倍。
- **风险提示：**疫情反复风险；出入境航线恢复不及预期风险；行业竞争加剧风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	228.29
一年最低/最高价	172.77/403.78
市净率(倍)	17.39
流通 A 股市值(百万元)	445730.64

基础数据

每股净资产(元)	13.13
资产负债率(%)	38.47
总股本(百万股)	1952.48
流通 A 股(百万股)	1952.48

相关研究

- 1、《中国中免 (601888)：2020 年年报&2021 年一季报点评：持续受益离岛免税，拟赴港上市展望成长空间》2021-04-22
- 2、《中国中免 (601888)：深耕离岛驱动高增，上机租金优化提升盈利》2021-02-02
- 3、《中国中免 (601888)：离岛免税新政显威力，Q3 单季盈利惊艳，期待 Q4 海南传统旺季下继续高歌》2020-10-28

中国中免三大财务预测表

资产负债表 (百万 元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	30,971	41,780	61,198	83,469	营业收入	52,597	74,102	100,548	131,218
现金	14,706	20,365	32,089	46,950	减:营业成本	31,221	43,739	59,294	76,898
应收账款	129	1,644	399	2,485	营业税金及附加	1,083	1,408	1,890	2,441
存货	14,733	17,199	26,089	30,051	营业费用	8,847	10,641	14,459	19,040
其他流动资产	1,403	2,571	2,621	3,983	管理费用	1,637	2,264	3,012	3,918
非流动资产	10,948	12,556	14,286	16,122	研发费用	0	0	0	0
长期股权投资	791	1,343	1,895	2,447	财务费用	-545	-150	-237	-370
固定资产	1,591	2,657	3,725	4,802	资产减值损失	909	371	503	656
在建工程	1,233	1,218	1,287	1,411	加:投资净收益	16	16	16	16
无形资产	2,449	2,623	2,842	3,116	其他收益	214	74	101	131
其他非流动资产	4,884	4,715	4,536	4,345	资产处置收益	0	0	0	0
资产总计	41,919	54,336	75,484	99,591	营业利润	9,694	15,919	21,744	28,782
流动负债	15,661	17,761	23,530	26,920	加:营业外净收支	-22	15	-4	6
短期借款	417	417	417	417	利润总额	9,672	15,934	21,740	28,788
应付账款	4,327	6,940	8,163	11,534	减:所得税费用	2,335	3,665	5,000	6,621
其他流动负债	10,917	10,403	14,950	14,968	少数股东损益	1,197	1,963	2,645	3,502
非流动负债	79	79	79	79	归属母公司净利润	6,140	10,306	14,095	18,664
长期借款	0	0	0	0	EBIT	9,550	15,784	21,503	28,418
其他非流动负债	79	79	79	79	EBITDA	10,066	16,323	22,203	29,301
负债合计	15,741	17,840	23,610	26,999	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	3,871	5,834	8,479	11,981	每股收益(元)	3.14	5.28	7.22	9.56
归属母公司股东权益	22,308	30,662	43,395	60,610	每股净资产(元)	11.43	15.70	22.23	31.04
负债和股东权益	41,919	54,336	75,484	99,591	发行在外股份(百万股)	1952	1952	1952	1952
					ROIC(%)	134.2%	161.1%	207.0%	223.2%
					ROE(%)	28.0%	33.6%	32.3%	30.5%
					毛利率(%)	40.6%	41.0%	41.0%	41.4%
					销售净利率(%)	11.7%	13.9%	14.0%	14.2%
					资产负债率(%)	37.5%	32.8%	31.3%	27.1%
					收入增长率(%)	9.7%	40.9%	35.7%	30.5%
					净利润增长率(%)	35.5%	67.2%	36.4%	32.4%
					P/E	72.6	43.2	31.6	23.9
					P/B	20.0	14.5	10.3	7.4
					EV/EBITDA	56.38	34.54	24.99	18.54

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>