

中国中免 (601888): 短期业绩受疫情扰动, 免税龙头长期空间广阔

2021年11月1日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

事件: 中国中免发布 2021 年三季报, 前三季度实现营业收入 494.99 亿元, 同比 +40.87%; 归母净利润 84.9 亿元, 同比+168.35%。其中 Q3 实现营业收入 139.73 亿元, 同比-11.73%, 实现归母净利润 31.32 亿元, 同比+40.22%。

离岛免税渠道短期受淡季和疫情双重影响较大, 机场渠道仍未恢复, 带来公司整体营收增速放缓。离岛免税渠道方面, 淡季叠加散点疫情和自然灾害影响, 旅游出行需求受到压制, 21 年 Q3 海口海关共检测离岛免税购物金额和购物人数分别为 87.78 亿元和 130.8 万人, 仅分别同比+2.01%和 +1.35%, 增速明显放缓, 其中 8 月销售额同比大幅下降 45.1%。在同期高基数和参与者增加分散部分市场份额的影响下, 公司 Q3 离岛免税收入同比小幅下降。**机场免税渠道**在海外疫情仍较为严峻的背景下仍旧疲软。两者共同带来公司 Q3 营收同比-11.73%, 营收增速明显放缓。

税收优惠和机场租金协议双双落地带来利润边际改善, 但促销力度较大影响盈利能力的提升。 公司与首都机场签订补充协议, 第三合同年 (20 年 2 月-21 年 2 月) 的经营费用下调至 2.83 亿元, 前期按照保底租金计提, 一次性冲抵销售费用, 带来归母净利润增加 11.4 亿元。公司下属 6 家子公司可享受 15% 的企业所得税税率, 自 2020 年 1 月起执行, 一次性冲抵所得税费用, 带来归母净利润增加 7.4 亿元。两大不确定性因素双双落地, 带来了利润的边际改善, 但若剔除以上因素影响, Q3 净利率约为 12.04%, 环比 Q2 的 17.82% 下降 5.78pct。Q3 盈利水平的下降主要受促销力度加大和线上补购占比提高影响, 毛利率环比下降 6.25pct., 影响了利润水平的提升。

短期存在边际改善空间, 长期在共同富裕背景下仍看好免税赛道的高景气。短期来看, 离岛免税虽然增速下降但客单价仍稳步提升, 8、9 月份客单价分别达到 7585 元和 7286 元, 达到免税新政实施以来除 2 月份 (春节) 的最高值, 且在疫情缓和和 Q4 旅游旺季来临的背景下有望快速恢复。作为吸引消费回流的重要窗口, 海南省给出离岛免税今年 600 亿销售额目标, 截止到 9 月份共完成 355.4 亿元, Q4 仍有很大发挥空间。**长期来看,** 共同富裕目标下中等收入群体比重扩大, 将带来可选消费需求的增加, 免税作为中高端消费具有长期增长支撑, 且在消费回流大背景和政策刺激拉动下, 有望获得长效发展。公司长期深耕离岛免税, 且不断进行多渠道铺设, 预计仍将受益于行业增长, 销售规模的恢复带来折扣力度的控制, 毛利率有望企稳回升, 叠加税收优惠影响, 盈利能力有望改善。

盈利预测: 内外双循环和消费回流背景下, 离岛免税持续放量, 疫情好转机场免税渠道也有望逐步恢复, 公司通过在品牌合作、渠道铺设、运营管理和资金支持等多方面发力, 巩固龙头地位, 将充分享受行业增长红利, 预计 2021-2023 年净利润为 116/160/209 亿元, 对应 EPS 为 5.96/8.19/10.71 元, 对应 PE 为 45/33/25 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示: 超预期政策, 国内疫情反复, 离岛免税竞争加剧。

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	72,553.36	101,314.71	136,906.98

公司简介:

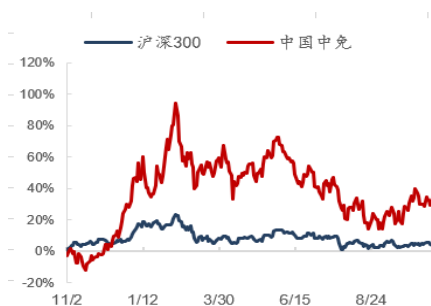
中国中免为目前国内免税零售龙头, 经营活动以免税商品销售为主, 主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

交易数据

52 周股价区间 (元)	386.48-174.63
总市值 (亿元)	5241.62
流通市值 (亿元)	5241.62
总股本/流通 A 股 (万股)	195,248/195,248
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	0.67

52 周股价走势图



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师: 王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

研究助理: 魏宇萌

010-66555446 weiyum@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120070031

研究助理: 刘雪晴

010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480120080007

增长率 (%)	2.04%	9.65%	37.94%	39.64%	35.13%
净利润 (百万元)	4,628.99	6,139.94	11,632.99	15,996.65	20,907.04
增长率 (%)	37.60%	35.49%	106.27%	35.77%	30.54%
净资产收益率 (%)	23.27%	27.52%	35.35%	33.57%	31.18%
每股收益(元)	2.37	3.14	5.96	8.19	10.71
PE	113.24	85.37	45.06	32.77	25.07
PB	26.35	23.50	15.93	11.00	7.82

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

附表：公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
流动资产合计	22246	30971	46572	66931	93691	营业收入	47966	52597	72553	101315	136907		
货币资金	11906	14706	26993	39678	56286	营业成本	24273	31221	45203	58392	76848		
应收账款	800	129	1391	1943	2626	营业税金及附加	772	1083	1088	1520	2054		
其他应收款	876	865	1193	1666	2252	营业费用	14904	8847	6471	14184	21905		
预付款项	381	256	-196	-780	-1549	管理费用	1549	1637	2322	3242	4381		
存货	8060	14733	14861	19197	25265	财务费用	11	-545	-194	-489	-557		
其他流动资产	180	281	2277	5153	8712	研发费用	0	0	0	0	0		
非流动资产合计	8442	10948	10096	9826	9550	资产减值损失	-378.23	-908.72	-643.47	-776.09	-709.78		
长期股权投资	255	791	791	791	791	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1632	1591	2079	2257	2274	投资净收益	965.28	15.86	490.57	253.22	371.90		
无形资产	2504	2449	2352	2261	2175	加:其他收益	68.54	214.39	141.47	177.93	159.70		
其他非流动资产	515	552	0	0	0	营业利润	7109	9694	18939	25673	33518		
资产总计	30687	41919	56668	76756	103241	营业外收入	66.37	4.22	15.00	30.00	30.00		
流动负债合计	7961	15661	16384	17177	18336	营业外支出	14.50	26.49	37.37	20.00	20.00		
短期借款	224	417	0	0	0	利润总额	7160	9672	18916	25683	33528		
应付账款	3537	4327	6192	7999	10527	所得税	1746	2335	3783	5137	6706		
预收款项	105	6	-720	-1733	-3102	净利润	5415	7337	15133	20547	26822		
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	786	1197	3500	4550	5915		
非流动负债合计	415	79	5	5	5	归属母公司净利润	4629	6140	11633	15997	20907		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
负债合计	8377	15741	16389	17182	18341	成长能力							
少数股东权益	2421	3871	7371	11921	17836	营业收入增长	2.04%	9.65%	37.94%	39.64%	35.13%		
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	31.00%	36.37%	95.36%	35.56%	30.55%		
资本公积	3852	1982	1982	1982	1982	归属于母公司净利润增长	49.58%	32.64%	89.46%	37.51%	30.70%		
未分配利润	12912	17648	28001	42238	60845	获利能力							
归属母公司股东权益合计	19890	22308	32908	47653	67063	毛利率(%)	49.40%	40.64%	37.70%	42.37%	43.87%		
负债和所有者权益	30687	41919	56668	76756	103241	净利率(%)	11.29%	13.95%	20.86%	20.28%	19.59%		
现金流量表	单位:百万元					13.18%	15.08%	14.65%	20.53%	20.84%	20.25%		
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	23.27%	27.52%	35.35%	33.57%	31.18%		
经营活动现金流	2926	8202	11962	12575	16624	偿债能力							
净利润	5415	7337	15133	20547	26822	资产负债率(%)	27%	38%	29%	22%	18%		
折旧摊销	407.90	515.63	407.43	427.02	432.97	流动比率	2.79	1.98	2.84	3.90	5.11		
财务费用	11	-545	-194	-489	-557	速动比率	1.78	1.04	1.94	2.78	3.73		
应收账款减少	178	671	-1263	-552	-683	营运能力							
预收账款增加	-583	-99	-726	-1013	-1369	总资产周转率	1.67	1.45	1.47	1.52	1.52		
投资活动现金流	-1099	-3814	1129	421	473	应收账款周转率	54	113	95	61	60		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.00	13.38	13.79	14.28	14.78		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	965	16	491	253	372	每股收益(最新摊薄)	2.37	3.14	5.96	8.19	10.71		
筹资活动现金流	-1646	-1383	-805	-311	-489	每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.54	6.29	6.50	8.51		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.19	11.43	16.85	24.41	34.35		
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	45.06	32.77	25.07		
资本公积增加	8	-1870	0	0	0	P/B	23.58	21.03	15.93	11.00	7.82		
现金净增加额	181	3005	12286	12685	16608	EV/EBITDA	61.72	48.06	26.11	18.99	14.04		

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：进入淡季但活力不减，赴港上市强者恒强	2021-07-06
公司普通报告	中国中免（601888）：把握行业机遇，多方布局应对竞争	2021-04-22
公司普通报告	中国中免（601888）：Q1 或受制于就地过年影响，全年及长期增长可期	2021-04-14
公司普通报告	中国中免（601888）：离岛免税有望持续放量，租金减免业绩显著改善	2021-01-31
公司普通报告	中国中免（601888）：离岛免税 Q3 表现亮眼，政策红利下全年增长可期	2020-10-29
公司普通报告	中国中免（601888）：Q2 复苏显著，政策加持未来有望持续发力	2020-07-17
行业普通报告	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
行业普通报告	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业普通报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士, 法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018年5月加入东兴证券研究所, 一年港股消费及策略研究经验, 目前全面负责商贸零售与社会服务行业研究。2020年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士, 金融硕士。2020年7月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责化妆品、免税、电商、传统零售、珠宝等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020年8月加入东兴证券研究所, 商贸零售与社会服务行业研究助理, 主要负责旅游酒店、餐饮、教育人服、本地生活、医美等研究方向。

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

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴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责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526