

# 中国中免 (601888): 短期受疫情扰动较大, 长期看好赛道持续增长

2022年1月18日

强烈推荐/维持

中国中免 公司报告

**事件:** 中国中免发布2021年业绩预增公告, 预计2021年度实现归母净利润约94-101亿元, 比上年同期(追溯调整后)增加约33-40亿元, 同比增长约54%-66%。

**公司整体业绩增速较快但略低于预期, 主要受短期疫情影响叠加行业竞争加剧。**公司预计2021年实现归母净利润94-101亿元, 同比增长54%-66%(追溯调整后), 全年业绩略低于此前预期。估算Q4归母净利润为9.09-16.09亿元, 去年同期为29.76亿元, 同比下降约69.5%-45.9%, 公司Q4盈利能力仍未显著改善。一方面短期受疫情影响较大, 2021年海南实现离岛免税总销售额601.73亿元, 其中免税销售额504.9亿元, 同比+83%, 但Q3、Q4销售额仅分别同比+2.01%和+31.28%, 在去年同期高基数的背景下叠加全国多地散点疫情影响, 增速放缓。另一方面, 新参与者的引入部分分流了公司销售额。DFE数据显示, 海控全球精品免税城一期开业约一年来, 共实现离岛免税销售额超16亿元; 三亚海旅免税城21全年接待顾客240万余人次。离岛免税竞争加剧分流公司销售额, 而去年同期离岛免税仅有中免一家参与者, 这在一定程度影响公司的同比销售表现。疫情叠加行业竞争加剧背景下, 公司长期保持较大促销力度, 同时线上补购占比提高的影响, 影响了利润水平的提升。

**疫情的短期扰动仍在, 长期持续看好免税赛道的高景气和公司的持续增长。**短期来看, 近期全国多地疫情有所反弹, 相关政策收紧影响离岛免税消费需求释放。22年元旦三天共检测离岛免税购物金额6亿元, 同比+9.7%, 增速有所放缓, 但人均消费9740元, 呈现走高态势。春运期间, 预计海南各机场将运送旅客超500万人, 较21年和20年分别提升17%和34%, 考虑到近期多地新增确诊病例, 或影响实际数据表现。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拉动下, 有望获得长效发展。离岛免税竞争加剧分流公司销售额, 但有望提升离岛免税在国际市场的竞争力, 助力整个蛋糕做大, 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:** 长期看在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, 公司多方面发力巩固龙头地位, 将充分享受行业增长红利。但短期受疫情扰动影响较大, 盈利能力有所下降, 调减2021-2023年净利润至97/130/162亿元, 对应EPS为4.97/6.64/8.31元, 对应PE为40/30/24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	67,366.13	88,948.60	111,536.51
增长率(%)	2.04%	9.65%	28.08%	32.04%	25.39%

## 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、WIND

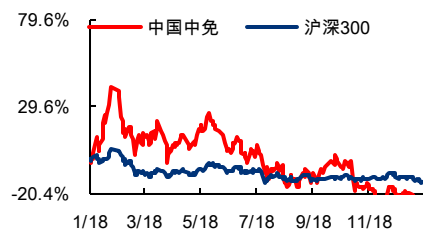
## 未来3-6个月重大事项提示:

2021-04-23 预计披露2021年年报

## 交易数据

52周股价区间(元)	387.86-190.43
总市值(亿元)	3,718.1
流通市值(亿元)	3,718.1
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	1.36

## 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

weiyu@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

---

归母净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	9,695.82	12,957.82	16,221.30
增长率(%)	37.60%	35.49%	79.86%	32.68%	26.44%
净资产收益率(%)	23.27%	27.52%	31.21%	30.19%	28.02%
每股收益(元)	2.37	3.14	4.97	6.64	8.31
PE	84.57	63.75	40.37	30.21	24.13
PB	19.68	17.55	12.60	9.12	6.76

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		
<b>流动资产合计</b>	22246	30971	44338	61399	82985	<b>营业收入</b>	47966	52597	67366	88949	111537		
货币资金	11906	14706	26502	38080	53488	<b>营业成本</b>	24273	31221	41954	51237	62564		
应收账款	800	129	1292	1706	2139	营业税金及附加	772	1083	1010	1334	1673		
其他应收款	876	865	1108	1463	1835	营业费用	14904	8847	7196	13342	17846		
预付款项	381	256	-164	-676	-1302	管理费用	1549	1637	2156	2846	3569		
存货	8060	14733	13793	16845	20569	财务费用	11	-545	-191	-479	-535		
其他流动资产	180	281	1758	3916	6175	研发费用	0	0	0	0	0		
<b>非流动资产合计</b>	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	<b>营业利润</b>	7109	9694	16517	21875	27660		
<b>资产总计</b>	30687	41919	54434	71225	92535	营业外收入	66.37	4.22	15.00	30.00	30.00		
<b>流动负债合计</b>	7961	15661	15990	16373	16809	营业外支出	14.50	26.49	37.37	20.00	20.00		
短期借款	224	417	0	0	0	<b>利润总额</b>	7160	9672	16495	21885	27670		
应付账款	3537	4327	5747	7019	8570	所得税	1746	2335	3299	4377	5534		
预收款项	105	6	-668	-1557	-2673	<b>净利润</b>	5415	7337	13196	17508	22136		
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		
<b>非流动负债合计</b>	415	79	5	5	5	归属母公司净利润	4629	6140	9696	12958	16221		
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>							
应付债券	0	0	0	0	0		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		
<b>负债合计</b>	8377	15741	15996	16378	16814	<b>成长能力</b>							
少数股东权益	2421	3871	7371	11921	17836	营业收入增长	2.04%	9.65%	28.08%	32.04%	25.39%		
实收资本(或股本)	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	31.00%	36.37%	70.38%	32.44%	26.45%		
资本公积	3852	1982	1982	1982	1982	归属于母公司净利润增长	49.58%	32.64%	57.91%	33.64%	25.19%		
未分配利润	12912	17648	26277	37809	52246	<b>获利能力</b>							
归属母公司股东权益合计	19890	22308	31067	42926	57885	毛利率(%)	49.40%	40.64%	37.72%	42.40%	43.91%		
<b>负债和所有者权益</b>	30687	41919	54434	71225	92535	净利率(%)	11.29%	13.95%	19.59%	19.68%	19.85%		
<b>现金流量表</b>	单位: 百万元					总资产周转率	15.08%	14.65%	17.81%	18.19%	17.53%	20.25%	
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE(%)	23.27%	27.52%	31.21%	30.19%	28.02%		
<b>经营活动现金流</b>	2926	8202	11378	11327	15211	<b>偿债能力</b>							
净利润	5415	7337	13196	17508	22136	资产负债率(%)	27%	38%	29%	23%	18%		
折旧摊销	407.90	515.63	407.43	427.02	432.97	流动比率	2.79	1.98	2.77	3.75	4.94		
财务费用	11	-545	-191	-479	-535	速动比率	1.78	1.04	1.91	2.72	3.71		
应收账款减少	178	671	-1163	-414	-433	<b>营运能力</b>							
预收账款增加	-583	-99	-674	-889	-1115	总资产周转率	1.67	1.45	1.40	1.42	1.36		
<b>投资活动现金流</b>	-1099	-3814	1129	421	473	应收账款周转率	54	113	95	59	58		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	15.00	13.38	13.37	13.94	14.31		
长期投资减少	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>							
投资收益	965	16	491	253	372	每股收益(最新摊薄)	2.37	3.14	4.97	6.64	8.31		
<b>筹资活动现金流</b>	-1646	-1383	-711	-169	-276	每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.54	6.04	5.93	7.89		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	10.19	11.43	15.91	21.99	29.65		
长期借款增加	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>							
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	84.57	63.75	40.37	30.21	24.13		
资本公积增加	8	-1870	0	0	0	P/B	19.68	17.55	12.60	9.12	6.76		
<b>现金净增加额</b>	181	3005	11796	11578	15408	EV/EBITDA	51.25	39.86	21.95	16.26	12.30		

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 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）：收购港中旅资产，巩固全渠道免税龙头地位	2021-12-16
公司普通报告	中国中免（601888）：短期业绩受疫情扰动，免税龙头长期空间广阔	2021-11-01
公司普通报告	中国中免（601888）：进入淡季但活力不减，多方布局巩固龙头地位	2021-08-28
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

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》研究金榜“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。

我公司及报告作者在自身所知情的范围内, 与本报告所评价或推荐的证券或投资标的的存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下, 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法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

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 (A 股市场基准为沪深 300 指数, 香港市场基准为恒生指数):

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