

2021年04月13日

中国中免 (601888.SH)

中国中免：21Q1 收入高增符合预期，免税巨头地位稳固

■公司发布业绩快报：2021Q1 实现营收 181.3 亿元，同比增加 127.5%，符合预期；归母净利 28.5 亿元，扣非归母净利 28.3 亿元，同比扭亏为盈，基本符合预期；归母净利率 15.7%。考虑到北京机场谈判尚未落地，或全额计提保底租金。根据此前海关总署数据和中免历史报表，我们估测其中：海南整体营收 140-150 亿，净利率 20-22%，其中海棠湾店营收 88-92 亿，加回批发扣点后净利率 22-24%，回头购营收 15-17 亿，海免营收 34-36 亿；日上上海（线下+线上）营收 35-37 亿，净利率 5%-10%；其他业务亏损 5 亿左右。

■历史销售数据显示中免地位稳固。节后海南几家免税商对香化品类开展促销活动，但中免拥有先发优势和供应链优势，前期逐步形成品牌效应，且品类布局较为全面完善。根据海关总署数据，1 月及 3 月中免海南市占率维持在 92%+，龙头地位稳固。

■打击代购利于行业良性发展。4 月 12 日在国新办举行的新闻发布会上，海关总署副署长张际文表示，海关总署指导海口海关在近两年时间，开展了 11 轮打击海南离岛免税“套代购”走私专项行动，共打掉 66 个走私团伙，总案值约 2 亿元。规范免税政策实施，长期有利于免税行业良性发展。

■投资建议：买入-A 投资评级。海南新政加速推行，继续看好免税巨头发展空间：①据海南代省长十四五有望吸引免税回流 3000 亿，省委书记沈晓明表示 2022 年离岛免税销售额目标 1000 亿，2030 年为 7000-8000 亿（2020-30 年 CAGR 约为 38.9%），好于市场预期；②岛内居民消费进境商品正面清单即将发布（据沈晓明 2021 年 1 月 20 日讲话），岛民免税潜在市场空间大；③据 2021 年上海市商务工作会议，上海将力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地。国人市内免税新政或有望加速推行；④据海南省商务工作电视电话会议，2021 年起海南将加快推动离岛免税“邮寄送达”“本岛居民返岛提取”等措施落地。海南新政发布以来，离岛免税商品销售结构明显改善。中国中免具备先发及规模优势，供应链积累深厚，有望继续分享免税增量红利；长期看好消费回流免税具备上升空间，国人市内免税店开启新成长。我们预计公司 2020-2023 年净利润增速分别为 9.7%/90.0%/31.8%，对应 PE 为 85/43/32x。

■风险提示：新冠疫情持续恶化；宏观经济增速明显下行风险；免税政策红利低于预期；机场免税店业绩改善速度低于预期。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
-------	------	------	-------	-------	-------

公司快报

证券研究报告

旅行社

投资评级 买入-A

维持评级

股价 (2021-04-13) 265.85 元

交易数据

总市值(百万元)	519,065.62
流通市值(百万元)	519,065.62
总股本(百万股)	1,952.48
流通股本(百万股)	1,952.48
12 个月价格区间	76.60/387.86 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-11.55	-4.65	224.79
绝对收益	-14.08	-11.38	245.14

刘文正

分析师

SAC 执业证书编号: S1450519010001

liuwz@essence.com.cn

021-35082109

杜一帆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518080002

duyf1@essence.com.cn

021-35082088

陈京

报告联系人

chenjing7@essence.com.cn

相关报告

中国中免：业绩符合预期，新政加速推行，继续看好免税巨头发展空间/刘文正	2021-01-29
中国中免：Q3 业绩高增，持续受益于离岛免税政策红利/刘文正	2020-10-27
中国中免：中国中免 2020Q3 业绩快报：政策红利释放下第三季度业绩大增，继续推荐/刘文正	2020-10-12
中国中免：2020H1 点评：离岛免税逆势高增，看好海南红利持续释放/刘文正	2020-08-29
中国中免：Q2 业绩显著改	

主营业务收入	47,007.3	47,966.5	52,617.6	99,973.5	131,765.0
净利润	3,094.7	4,629.0	6,116.7	12,121.6	16,043.0
每股收益(元)	1.59	2.37	3.13	6.21	8.22
每股净资产(元)	8.32	10.19	12.16	16.29	21.80

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	167.7	112.1	84.9	42.8	32.4
市净率(倍)	32.0	26.1	21.9	16.3	12.2
净利润率	6.6%	9.7%	11.6%	12.1%	12.2%
净资产收益率	19.1%	23.3%	25.8%	38.1%	37.7%
股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%
ROIC	136.6%	99.9%	89.2%	332.5%	144.7%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007.3	47,966.5	52,617.6	99,973.5	131,765.0	成长性					
减:营业成本	27,518.3	24,272.8	28,413.5	52,286.1	68,386.1	营业收入增长率	66.2%	2.0%	9.7%	90.0%	31.8%
营业税费	659.4	771.8	526.2	999.7	1,317.7	营业利润增长率	40.8%	31.0%	33.3%	100.4%	30.5%
销售费用	11,600.7	14,904.1	13,624.9	26,293.0	35,181.3	净利润增长率	22.3%	49.6%	32.1%	98.2%	32.4%
管理费用	1,601.1	1,549.4	1,683.8	2,899.2	3,821.2	EBITDA 增长率	46.5%	43.9%	15.8%	99.8%	29.4%
财务费用	-7.0	10.7	-439.0	-589.2	-873.7	EBIT 增长率	45.9%	45.2%	15.7%	103.6%	29.9%
资产减值损失	298.3	-378.2	-450.0	-500.0	-442.7	NOPLAT 增长率	40.7%	34.7%	29.3%	103.6%	29.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	84.2%	44.7%	-45.4%	198.5%	-35.3%
投资和汇兑收益	50.6	965.3	220.0	410.0	410.0	净资产增长率	23.8%	20.0%	22.4%	38.8%	36.4%
营业利润	5,426.3	7,108.6	9,478.2	18,994.6	24,785.3	利润率					
加:营业外净收支	-90.2	51.9	40.0	80.0	70.0	毛利率	41.5%	49.4%	46.0%	47.7%	48.1%
利润总额	5,336.0	7,160.5	9,518.2	19,074.6	24,855.3	营业利润率	11.5%	14.8%	18.0%	19.0%	18.8%
减:所得税	1,400.8	1,745.8	2,189.2	4,387.2	5,716.7	净利润率	6.6%	9.7%	11.6%	12.1%	12.2%
净利润	3,094.7	4,629.0	6,116.7	12,121.6	16,043.0	EBITDA/营业收入	12.0%	16.9%	17.8%	18.8%	18.4%
						EBIT/营业收入	11.4%	16.3%	17.2%	18.4%	18.1%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	13	13	10	5	3
						流动营业资本周转天数	3	13	7	14	17
货币资金	11,289.1	11,906.0	20,344.1	22,399.1	40,978.5	流动资产周转天数	140	157	169	136	148
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	12	12	14	13	13
应收帐款	1,545.4	1,675.7	2,375.6	4,640.9	4,772.8	存货周转天数	35	53	38	41	44
应收票据	0.1	-	3.1	0.9	3.5	总资产周转天数	183	216	225	164	168
预付帐款	693.4	381.0	1,133.0	1,454.2	1,897.5	投资资本周转天数	32	49	41	31	29
存货	5,943.1	8,059.8	3,130.5	19,590.2	12,443.6	投资回报率					
其他流动资产	107.0	223.3	144.8	158.4	175.5	ROE	19.1%	23.3%	25.8%	38.1%	37.7%
可供出售金融资产	0.7	-	0.5	0.4	0.3	ROA	14.7%	17.6%	20.9%	26.2%	28.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROIC	136.6%	99.9%	89.2%	332.5%	144.7%
长期股权投资	284.3	254.7	254.7	254.7	254.7	费用率					
投资性房地产	219.8	1,385.3	1,385.3	1,385.3	1,385.3	销售费用率	24.7%	31.1%	25.9%	26.3%	26.7%
固定资产	1,932.2	1,631.8	1,430.2	1,228.6	1,027.0	管理费用率	3.4%	3.2%	3.2%	2.9%	2.9%
在建工程	833.1	399.1	399.1	399.1	399.1	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.8%	-0.6%	-0.7%
无形资产	1,202.0	2,504.4	2,362.7	2,221.1	2,079.5	三费/营业收入	28.1%	34.3%	28.3%	28.6%	28.9%
其他非流动资产	2,797.3	2,266.3	2,140.5	2,224.0	1,927.7	偿债能力					
资产总额	26,847.4	30,687.3	35,104.0	55,956.8	67,344.9	资产负债率	30.8%	27.3%	22.2%	32.3%	23.2%
短期债务	289.1	223.9	-	-	-	负债权益比	44.5%	37.5%	28.5%	47.6%	30.3%
应付帐款	4,931.8	5,592.4	3,888.7	14,671.8	10,910.0	流动比率	2.51	2.79	3.65	2.74	3.95
应付票据	-	-	-	-	-	速动比率	1.75	1.78	3.22	1.62	3.13
其他流动负债	2,572.5	2,145.1	3,554.4	2,964.1	4,347.5	利息保障倍数	-770.54	730.89	-20.59	-31.24	-27.37
长期借款	-	-	-	-	-	分红指标					
其他非流动负债	469.8	415.4	350.9	412.0	392.8	DPS(元)	0.55	0.72	1.10	2.07	2.71
负债总额	8,263.1	8,376.9	7,794.0	18,048.0	15,650.3	分红比率	34.7%	30.4%	35.1%	33.4%	32.9%
少数股东权益	2,349.0	2,420.7	3,572.5	6,095.6	9,122.4	股息收益率	0.2%	0.3%	0.4%	0.8%	1.0%
股本	1,952.5	1,952.5	1,952.5	1,952.5	1,952.5						
留存收益	14,258.3	17,812.6	21,785.1	29,860.8	40,619.8						
股东权益	18,584.3	22,310.4	27,310.1	37,908.8	51,694.6						

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	3,935.2	5,414.7	6,116.7	12,121.6	16,043.0	EPS(元)	1.59	2.37	3.13	6.21	8.22
加:折旧和摊销	371.0	407.9	343.2	343.2	343.2	BVPS(元)	8.32	10.19	12.16	16.29	21.80
资产减值准备	298.3	382.9	-	-	-	PE(X)	167.7	112.1	84.9	42.8	32.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.0	26.1	21.9	16.3	12.2
财务费用	91.8	-78.2	-439.0	-589.2	-873.7	P/FCF	634.1	241.0	55.0	141.8	25.3
投资损失	-50.6	-965.3	-200.0	-400.0	-400.0	P/S	11.0	10.8	9.9	5.2	3.9
少数股东损益	840.4	785.7	1,212.4	2,565.9	3,095.6	EV/EBITDA	18.9	19.9	53.2	26.7	20.0
营运资金的变动	-2,130.4	-1,404.6	3,144.6	-8,788.8	4,443.1	CAGR(%)	55.1%	52.3%	35.7%	55.1%	52.3%
经营活动产生现金流量	2,722.2	2,926.0	10,177.9	5,252.6	22,651.2	PEG	3.0	2.1	2.4	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-1,906.0	-1,098.8	199.5	400.1	400.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-1,148.6	-1,646.0	-1,939.2	-3,597.8	-4,471.9	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

刘文正、杜一帆声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 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, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034