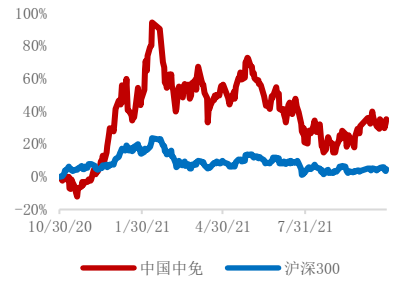
社服\免税　中国中免（601888.SH）　维持评级

报告原因：业绩公告　受益海南企业所得税优惠政策，公司 Q3 净利同比增长 4 成 增持

2021 年 10 月 30 日　公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2021 年 10 月 29 日

收盘价(元)：	268.46
年内最高/最低（元）：	386.48/174.62
流通 A 股/总股本（亿）：	19.52/19.52
流通 A 股市值（亿）：	5241.62
总市值（亿）：	5241.62

基础数据：2021 年 9 月 30 日

基本每股收益	4.34
每股净资产(元)：	11.43
净资产收益率：	33.10%

分析师：张晓霖
执业登记编码：S0760521010001
电话：010-83496312
邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中国中免（601888.SH）2021 年中报点评：海南两地国际免税城有序建设中，机场减免租金成效初显（2021-8-27）

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层 山西证券股份有限公司
http://www.i618.com.cn

事件点评

- **公司发布 2021 年三季报，期内实现营收 494.98 亿元（+40.87%），归母净利润 84.91 亿元(+168.35%)，**扣非归母净利润 83.88 亿元(+180.37%)，EPS4.35 元。公司前三季度营收已达到 2020 全年营收 94.1%，21Q1-3 归母净利润水平已超 2020 全年 38.29%。其中 Q3 实现营收 139.73 亿元（-11.73%），环比 Q2 下滑 19.66%，环比 Q1 下滑 22.95%；实现归母净利润 31.32 亿元(+40.22%)，环比 Q2 增长 24.78%，环比 Q2 上涨 9.93%，盈利能力显著提升；扣非归母净利润 31.23 亿元（+41.11%）。
- **离岛免税业务持续贡献主要营收，海南企业所得税减免成效反应在业绩端。**年内营收同比大幅增长系离岛免税销售业务同比增长所致。归母净利润同比增长系本期海南地区子公司享受企业所得税优惠及受疫情影响首都机场减让租金所致。公司在海南地区 6 家子公司自 2020 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日可享受 15%企业所得税优惠税率(原为 25%)，共计对上市公司归母净利润金额影响 7.4 亿元。
- **受期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致毛利率下滑 4.68pct 至 36.34%，**整体费用率减少 20.83pct 至 6.86%。其中销售费用率 4.15%（-21.08pct）系应付机场租金大幅减少所致；管理费用率 2.58%（+0.08pct）相较疫情期间变动不大系职工薪酬费用增加所致；财务费用率 0.12%（+0.18pct）系执行新租赁准则，租赁负债摊销利息所致。
- **投资建议：**Q3 受疫情反复影响，扣除所得税优惠及租金返还，公司期内产生净利润约为 12.52 亿元，业绩稍有承压。Q4 及春节所在一季度通常为离岛免税销售旺季，受拉尼娜影响今年内陆城市多有降温等极端天气出现，利好海南候鸟居住人群和热带海岛度假旅游。长期来看，疫情下消费回流效应显著，离岛免税所在赛道持续高速增长。后续展望机场补充协议持续落地给公司费用端带来利好。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.1\8.28\9.68，对应公司 10 月 29 日收盘价 268.46 元，2021-2023 年 PE 分别为 44\32.4\27.7，维持“增持”评级。

存在风险

- 居民消费需求不及预期风险；汇率波动风险；政策推动不及预期风险。

盈利预测和财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52597	73110	90656	110600
收入同比	10%	39%	24%	22%
归母净利润（百万元）	6140	11901	16171	18902
净利润同比	33%	94%	36%	17%
毛利率	40.6%	41.0%	42.0%	43.0%
ROE	28.0%	41.3%	52.0%	54.5%
EPS（元）	3.14	6.10	8.28	9.68
P/E	85.37	44.04	32.41	27.73
P/B	23.50	18.40	16.83	15.11
EV/EBITDA	49	34	24	21

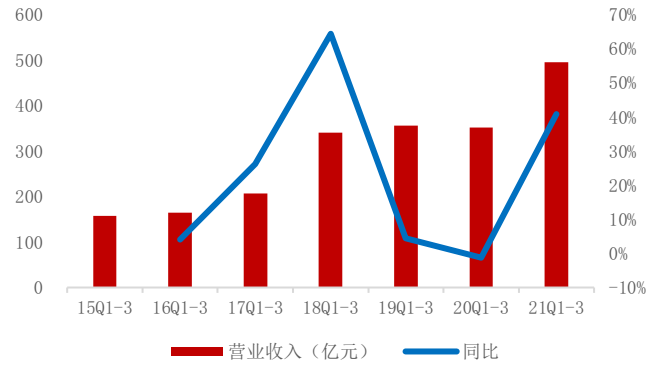
资料来源：wind，山西证券研究所

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

1. 公司 2021 年三季报业绩表现

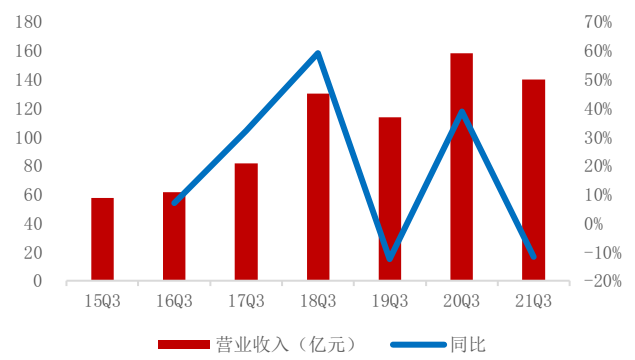
公司发布 2021 年三季报，期内实现营收 494.98 亿元（+40.87%），归母净利润 84.91 亿元（+168.35%），扣非归母净利润 83.88 亿元（+180.37%），EPS4.35 元。公司前三季度营收已达到 2020 全年营收 94.1%，21Q1-3 归母净利润水平已超 2020 全年 38.29%。其中 Q3 实现营收 139.73 亿元（-11.73%），环比 Q2 下滑 19.66%，环比 Q1 下滑 22.95%；实现归母净利润 31.32 亿元（+40.22%），环比 Q2 增长 24.78%，环比 Q2 上涨 9.93%，盈利能力显著提升；扣非归母净利润 31.23 亿元（+41.11%）。

图 1：中国中免营收情况及增速



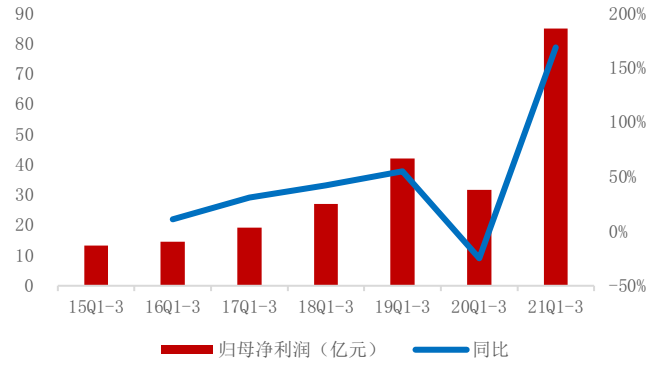
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国中免单季度营收情况及增速



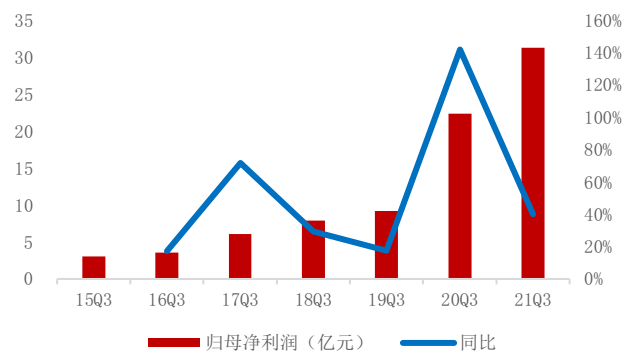
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中国中免归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：中国中免单季度归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

1.1 免税业务

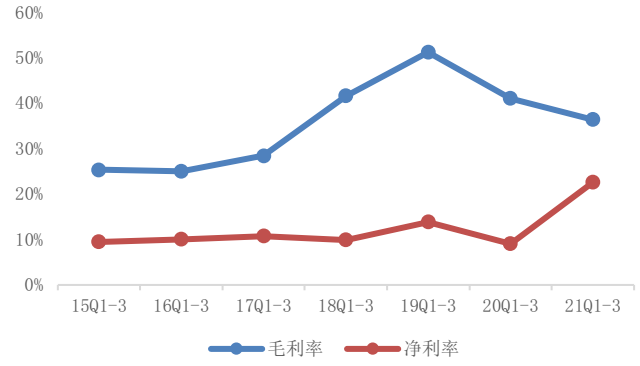
离岛免税业务持续贡献主要营收，海南企业所得税减免成效反应在业绩端。年内营收同比大幅增长系离岛免税销售业务同比增长所致。归母净利润同比增长系本期海南地区子公司享受企业所得税优惠及受疫情影响首都机场减让租金所致。公司在海南地区 6 家子公司（中免集团三亚市内免税店有限公司、海南省免税品有限公司、海免海口美兰机场免税店有限公司、琼海海中免免税品有限公司、海免（海口）免税店有限公司、中免凤凰机场免税品有限公司）自 2020 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日可享受 15%企业所得税优惠税率（原为 25%），共计对上市公司归母净利润金额影响 7.4 亿元。

首都机场经营费用补充协议落地。受疫情影响，首都机场调整原合同中第三合同年（2020 年 2 月 11 日-2021 年 2 月 10 日）经营费计算方式：在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费用。补充协议后，公司应付首都机场第三合同年经营费 2.83 亿元，本次签订补充协议，共计对期内归母净利润影响金额为 11.4 亿元。

1.2 费用端

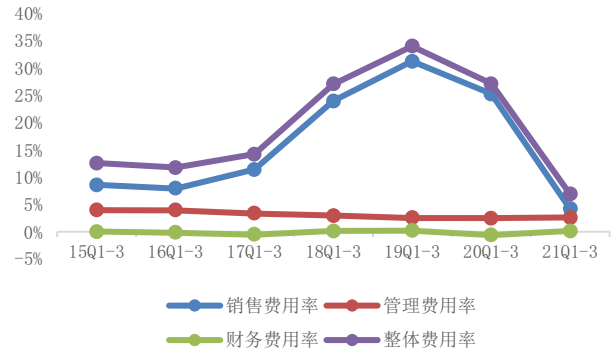
受期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致毛利率下滑 4.68pct 至 36.34%，整体费用率减少 20.83pct 至 6.86%。其中销售费用率 4.15%（-21.08pct）系应付机场租金大幅减少所致；管理费用率 2.58%（+0.08pct）相较疫情期间变动不大系职工薪酬费用增加所致；财务费用率 0.12%（+0.18pct）系执行新租赁准则，租赁负债摊销利息所致。

图 5：中国中免毛利率和净利率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：中国中免各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 投资建议及盈利预测

Q3 受疫情反复影响，扣除所得税优惠及租金返还，公司期内产生净利润约为 12.52 亿元，业绩稍有承压。Q4 及春节所在一季度通常为离岛免税销售旺季，受拉尼娜影响今年内陆城市多有降温等极端天气出现，利好海南候鸟居住人群和热带海岛度假旅游。长期来看，疫情下消费回流效应显著，离岛免税所在赛道持续高速增长。后续展望机场补充协议持续落地给公司费用端带来利好。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.1\8.28\9.68，对应公司 10 月 29 日收盘价 268.46 元，2021-2023 年 PE 分别为 44\32.4\27.7，维持“增持”评级。

3. 风险提示

宏观经济波动风险；居民消费需求不及预期风险；免税政策推动变化风险；汇率风险；海外疫情超出预期风险。

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	30,971	33,296	35,314	37,802
现金	14,706	16,177	17,795	19,930
应收账款	994	1,419	1,450	1,487
其他应收款	865	265	265	265
预付账款	256	258	263	271
存货	15,631	16,022	16,422	16,833
其他流动资	(1,480	(845)	(881)	(984)
非流动资产	10,948	9,886	10,184	11,905
长期投资	791	950	997	1,097
固定资产	1,795	1,974	2,014	2,074
无形资产	2,449	2,473	2,498	2,523
其他非流动	5,913	4,489	4,675	6,211
资产总计	41,919	43,181	45,498	49,707
流动负债	15,661	14,242	14,257	14,919
短期借款	417	426	434	443
应付账款	4,327	4,370	4,414	4,458
其他流动负	10,917	9,447	9,409	10,019
非流动负债	79	98	90	87
长期借款	0	0	0	0
其他非流动	79	98	90	87
负债合计	15,741	14,341	14,347	15,007
少数股东权	3,871	350	350	350
股本	1,952	1,953	1,953	1,953
资本公积	1,982	437	437	437
留存收益	18,697	18,874	19,052	19,232
归属母公司股东	22,308	28,490	31,151	34,700
负债和股东权	41,919	43,181	45,498	49,707

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金	8,202	12,095	15,752	18,953
净利润	6,140	11,901	16,171	18,902
折旧摊销	516	105	105	105
财务费用	333	(6)	(10)	(10)
投资损失	(16)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	7,406	81	(527)	(57)
其他经营现	(6,176	15	15	15
投资活动现金	(3,814	(1,433)	(1,149	(1,149
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	(537)	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(3,278	(283)	1	1
筹资活动现金	(1,383	244	(508)	(515)
短期借款	193	(430)	(430)	(430)
长期借款	0	40	40	40
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增	0	0	(50)	(50)
其他筹资现	(1,576	634	(68)	(75)
现金净增加额	3,005	10,907	14,095	17,289

利润表 单位:百万元

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	52,597	73,110	90,656	110,600
营业成本	31,221	43,135	52,580	63,042
营业税金及附	1,083	219	272	332
销售费用	8,847	10,966	11,785	16,590
管理费用	1,637	3,655	4,533	5,530
财务费用	(545)	(753)	(93)	(114)
资产减值损失	(909)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	16	1	1	1
营业利润	9,694	15,889	21,581	25,223
营业外收入	4	0	0	0
营业外支出	26	1	1	1
利润总额	9,672	15,889	21,581	25,222
所得税	2,335	3,972	5,395	6,306
净利润	7,337	11,916	16,186	18,917
少数股东损益	1,197	15	15	15
归属母公司净利	6,140	11,901	16,171	18,902
EBITDA	11,048	15,413	21,754	25,365
EPS（元）	3.14	6.10	8.28	9.68

主要财务比率

会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入	9.65%	39.00%	24.00%	22.00%
营业利润	36.37%	63.90%	35.82%	16.87%
归属于母公司净	32.64%	93.84%	35.87%	16.89%
获利能力				
毛利率(%)	40.64%	41.00%	42.00%	43.00%
净利率(%)	11.67%	16.28%	17.84%	17.09%
ROE(%)	28.02%	41.32%	51.96%	54.51%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.55%	33.21%	31.53%	30.19%
净负债比率(%)	-25.03	-2.96%	-12.45	-17.34
流动比率	1.98	2.34	2.48	2.53
速动比率	0.98	1.21	1.33	1.41
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.72	2.04	2.32
应收账款周转	113.26	516.51	533.73	542.62
应付账款周转	13.38	16.81	20.64	24.93
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	3.14	6.10	8.28	9.68
每股经营现金流(最新摊	4.20	6.19	8.07	9.71
每股净资产(最新摊薄)	11.43	14.59	15.95	17.77
估值比率				
P/E	85.4	44.0	32.4	27.7
P/B	23.5	18.4	16.8	15.1
EV/EBITDA	48.74	33.86	23.99	20.51

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336