太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-10-31

公司点评报告

买入/维持

中国中免(601888)

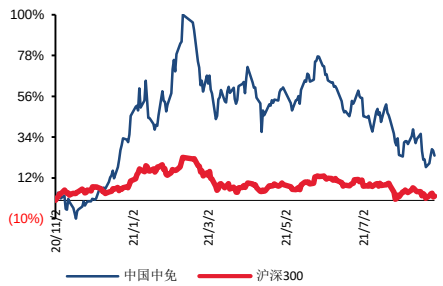
目标价：380

昨收盘：268.46

休闲服务 旅游综合

2021Q3 点评：疫情影响毛利率下滑 首都机场补充合同落地

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,952/1,952
总市值/流通(百万元)	524,162/524,162
12 个月最高/最低(元)	387.86/175.25

相关研究报告：

中国中免(601888)《2021Q1 业绩快报点评：Q1 业绩稳健 免税市场空间广阔》--2021/04/14

中国中免(601888)《中免业绩快报及上海机场免税店补充协议点评》--2021/01/31

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL：wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

事件：中免发布三季报，Q3 毛利率下滑，首都机场第三合同年租金落地。前三季度，公司实现营业收入 494.99 亿元/+40.87%，实现归母净利润 84.91 亿元/+168.35%，实现归母扣非净利润 83.88 亿元/+180.37%。第三季度，公司实现营业收入 139.73 亿元/-11.73%，实现归母净利润 31.32 亿元/+40.22%，实现归母扣非净利润 31.24 亿元/+41.11%。

公司与首都机场签订第三合同年（2020 年 2 月 11 日至 2021 年 2 月 10 日）补充协议，根据协议公司应付首都机场第三合同年经营费为人民币 282,586,786.80 元。

海南业务受疫情影响收入下滑，线上业务收入增长。海南省 Q3 接待过夜旅游客流 1129.45 万人/-23.9%，三亚市 Q3 接待过夜旅游客流 128.58 万人次/-25.9%。在客流大幅下滑的情况下，公司加大促销力度，同时加大线上业务的拓展力度，弥补线下销售的下滑。估算 Q3 海南业务整体收入约 85 亿，日上直邮收入约 35-40 亿，CDF 会员购及其他业务收入 15-20 亿。

不考虑所得税和机场租金返还影响，净利润大幅下滑。公司 2020 年起享受 15%所得税优惠政策影响归母净利 7.4 亿元，首都机场第三合同年租金补充协议影响归母净利润 11.4 亿元。去掉二者的影响，Q3 实现归母净利 12.52 亿元，环比 2021Q1/Q2 的归母净利 28.49 亿元/25.1 亿元，同比 2020Q3 的 22.34 亿元，下降幅度较大。

受促销及业务结构变化影响，毛利率下滑幅度较大。Q3 公司毛利率 31.27%，环比 2021Q1/Q2 分别为 39.11%/37.52%，同比 2020Q3 为 38.89%。毛利率大幅下滑的主要原因是：（1）消化存货，避免减值损失。为了应对海南销售的高速增长，公司 2021Q1 存货较 2020Q4 大幅提高 25.3%，Q2\Q3 存货高达 190 亿元\198 亿元，国内疫情影响公司销售的情况下，为了避免大额的存货减值，公司 Q3 在线上线下开展了大规模促销活动。（2）虽然 Q3 离岛免税线下销售下滑，但线上业务明显增长，线上业务利润率相对较低，拉低了整体毛利率水平。

受首都租金冲回影响，期间费用率大幅下滑。Q3 公司销售费用率为-8.85%，首都机场第三合同年租金议定为 2.83 亿元，之前计提的租金大量冲回。管理费用率 2.85%，与 Q1/Q2 的管理费用率 2.38%/2.57%基本持平略有增长。Q3 财务费用率 0.31%，仍然维持在较低位。

从中长期看，虽然短期受疫情影响业绩出现波动，随着疫情受控后

毛利率有望回升。公司作为免税行业的绝对龙头，具有强大的供应链优势及运营能力，未来随着新店开业带来增量，线上渠道整合优化，机场租金补充协议降低成本以及所得税优惠的持续，公司的成长性不改，业绩有望保持高增速

投资建议：继续看好国内免税行业的发展空间，短期波动不影响中长期发展。给予“买入”评级。预计公司 2021-2023 年归母净利润 108 亿/148 亿/187 亿元，对应 PE 为 48/35/28 倍。

风险提示：系统性风险，疫情风险、政策推进、企业经营情况低于预期等风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	52597	66754	93247	119825
(+/-%)	8.2	26.9%	39.7%	28.5%
归母净利(百万元)	6149	10829	14823	18932
(+/-%)	32.57	76.1%	36.9%	27.7%
摊薄每股收益(元)	3.14	5.55	7.59	9.7
市盈率(PE)	90	48.4	35.4	27.7

资料来源：Wind，太平洋证券整理

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	刘莹	15152283256	liuyinga@tpyzq.com
华北销售	董英杰	15232179795	dongyj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售副总	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售总助	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

华南销售　　李艳文　　13728975701　　liyw@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。