中国中免（601888）

公司研究/点评报告

Q3 疫情致毛利承压，旺季将至值得期待

—中国中免三季报点评

点评报告/消费者服务　　2021 年 11 月 01 日

一、事件概述

2021 年前三季度，公司实现营业收入为 494.99 亿元，同比增长 40.87%，归母净利润为 84.91 亿元，同比增长 168.35%；单三季度，公司营业收入为 139.73 亿元，同比降低 11.73%，归母净利润为 31.32 亿元，同比增长 40.22%。根据行业水平及公司历史收入分布情况，我们预测公司单三季度收入中海南整体营收 85 亿，包括线下（海口、三亚机场及市内店）及线上离岛补购，日上直邮约为 30 亿元，CDF 会员购及其他约为 24 亿元。

二、分析与判断

➢ 所得税优惠及首都机场租金返还落地，共增厚三季度利润约 18.8 亿元

2021 年前三季度，有关部门界定中国中免的离岛免税销售业务为鼓励类产业，故中免在海南地区的 6 家下属子公司自 2020 年 1 月 1 日起可享受 15%的企业所得税优惠税率，该优惠对归属于上市公司股东净利润的影响金额约为 7.4 亿元。同时 2020 年前三季度，中国中免与首都机场依据国家相关政策规定，就 2020 年 2 月至 2021 年 2 月的经营费达成一致，首都机场对部分经营费进行返还，该部分费用对归属于上市公司股东净利润的影响金额约为 11.4 亿元。以上两项费用共计增厚三季度利润约 18.8 亿元。

➢ Q3 疫情或致行业承压，公司积极应对维持收入处于合理区间

2021 年三季度中免实现 31.32 亿归母净利润，如果除去所得税优惠及租金返还，则经营所产生的净利润约为 12.52 亿元，略低于市场预期。我们认为，三季度国内防疫形式较为严峻，海南本地都已爆发疫情，客观上中免的需求端受到一定压制。因此在这种宏观条件下，公司或通过打折促销等营销手段，尽可能地保证客流及营业收入位于合理区间。打折促销虽然在短期内会致毛利下滑，但是在品牌宣传、提升员工信心、分摊固定费用等层面具有一定正向意义。

➢ 单季度毛利率微幅下降，期间费用率保持稳定

2021 年前三季度中免毛利率分别为 39.11%、37.53%、34.52%，单三季度微幅下滑；销售费用率端，由于机场租金返还落地冲减销售费用，因此前三季度中免销售费用仅为 20.61 亿元，同比下降 76%；管理费用端，公司前三季度管理费用分别为 2.38%，2.57%及 2.85%，整体较为稳定。

三、投资建议

疫情加速消费回流的趋势仍十分明显，中国离岛免税市场规模将高速增长。公司作为全球免税行业龙头，凭借强大供应链能力和运营能力率先受益，叠加海南新店贡献增量、线上渠道深化布局、机场新租金补充协议降低成本、市内店政策有望落地等多重潜在发展点，预期公司业绩将继续保持高增长。预计 2021 年至 2023 年净利润分别为 121 亿、152 亿、190 亿，对应增速分别为 97.8%、25.4%、24.7%，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

疫情反复，宏观经济发展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	52,597	72,309	89,759	112,143
增长率（%）	9.7	37.5	24.1	24.9
归属母公司股东净利润（百万元）	6,140	12,144	15,231	18,988
增长率（%）	32.6	97.8	25.4	24.7
每股收益（元）	3.14	6.22	7.80	9.73
PE（现价）	84.1	42.5	33.9	27.2
PB	23.1	16.0	11.4	8.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　268.46 元

交易数据	2021-10-29
近 12 个月最高/最低(元)	387.86/175.25
总股本（百万股）	1,952
流通股本（百万股）	1,952
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	5,242
流通市值（亿元）	5,242

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：刘文正

执业证　S0100521100009

电话：　13122831967

邮箱：　liuwenzheng@mszq.com

分析师：辛泽熙

执业证　S0100521100001

电话：　021-80508866

邮箱：　xinzexi@mszq

相关研究

1.【民生商社交运】中国中免一季报点评：基本面稳固，赴港上市凸显全球龙头地位

2.中国中免(601888):离岛销售趋势持续提升，促销折扣无本质影响

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	**52,597**	**72,309**	**89,759**	**112,143**
营业成本	31,221	42,887	53,036	64,712
营业税金及附加	1,083	1,222	1,603	2,070
销售费用	8,847	8,677	10,771	15,700
管理费用	1,637	2,350	2,870	3,574
研发费用	0	0	0	0
EBIT	9,809	17,173	21,479	26,088
财务费用	(545)	(135)	(272)	(350)
资产减值损失	(909)	206	414	64
投资收益	16	23	22	12
营业利润	**9,694**	**17,125**	**21,358**	**26,385**
营业外收支	(22)	2	4	(2)
利润总额	**9,672**	**17,105**	**21,362**	**26,372**
所得税	2,335	2,908	3,567	4,220
净利润	7,337	14,197	17,794	22,153
归属于母公司净利润	**6,140**	**12,144**	**15,231**	**18,988**
EBITDA	**10,325**	**17,505**	**21,839**	**26,466**

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14706	27996	36216	65179
应收账款及票据	129	963	971	993
预付款项	256	702	711	819
存货	14733	10490	21273	17779
其他流动资产	281	281	281	281
流动资产合计	**30971**	**41613**	**60345**	**86497**
长期股权投资	791	814	836	848
固定资产	1591	1891	2104	2207
无形资产	2449	2363	2271	2215
非流动资产合计	**10948**	**12245**	**13632**	**13537**
资产合计	**41919**	**53859**	**73977**	**100034**
短期借款	417	417	417	417
应付账款及票据	4327	5550	7314	8756
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	**15661**	**15551**	**20219**	**26270**
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	78	78	78	78
非流动负债合计	**79**	**79**	**79**	**79**
负债合计	**15741**	**15631**	**20298**	**26350**
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	3871	5924	8487	11652
股东权益合计	**26179**	**38228**	**53679**	**73684**
负债和股东权益合计	**41919**	**53859**	**73977**	**100034**

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	9.7	37.5	24.1	24.9
EBIT 增长率	51.6	75.1	25.1	21.5
净利润增长率	32.6	97.8	25.4	24.7
盈利能力				
毛利率	40.6	40.7	40.9	42.3
净利润率	11.7	16.8	17.0	16.9
总资产收益率 ROA	14.6	22.5	20.6	19.0
净资产收益率 ROE	27.5	37.6	33.7	30.6
偿债能力				
流动比率	2.0	2.7	3.0	3.3
速动比率	1.0	2.0	2.0	2.6
现金比率	0.9	1.8	1.8	2.5
资产负债率	0.4	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	3.2	5.7	5.2	4.7
存货周转天数	131.4	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	1.4	1.5	1.4	1.3
每股指标（元）				
每股收益	3.1	6.2	7.8	9.7
每股净资产	11.4	16.5	23.1	31.8
每股经营现金流	4.2	8.7	6.3	16.1
每股股利	1.0	1.1	1.2	1.1
估值分析				
PE	84.1	42.5	33.9	27.2
PB	23.1	16.0	11.4	8.3
EV/EBITDA	48.6	27.9	22.0	17.1
股息收益率	0.4	0.4	0.5	0.4

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	7,337	14,197	17,794	22,153
折旧和摊销	1,442	537	774	442
营运资金变动	200	2,332	(6,259)	8,799
经营活动现金流	**8,239**	**17,076**	**12,293**	**31,407**
资本开支	1,233	1,626	1,722	284
投资	(2,607)	0	0	0
投资活动现金流	**(3,814)**	**(1,626)**	**(1,722)**	**(284)**
股权募资	39	0	0	0
债务募资	255	0	0	0
筹资活动现金流	**(1,383)**	**(2,160)**	**(2,351)**	**(2,160)**
现金净流量	**3,042**	**13,290**	**8,220**	**28,963**

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

刘文正，2016年加入国泰君安证券研究所，2016-2017年连续两年新财富第二名团队成员；2017加入安信证券担任社会服务及零售行业首席分析师，2020年新财富最具潜力分析师奖，2020年新财富批零社服行业第六名，2019-2020年新浪金麒麟社会服务及零售行业新锐分析师第一名及金牛奖等；有较为丰富产业资源及较高业内口碑，担任中国整形业协会创投分会常务理事委员，善于产业链前瞻性研究及优质标的深度挖掘。2021年加入民生证券担任研究院院长助理，新消费组组长，社服零售及纺织服装行业首席分析师。

辛泽熙，审计学硕士，三年卖方及实业工作经验，2021年加入民生证券，覆盖社服零售板块。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。