太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2021-01-29

公司点评报告

买入/维持

中国中免(601888)

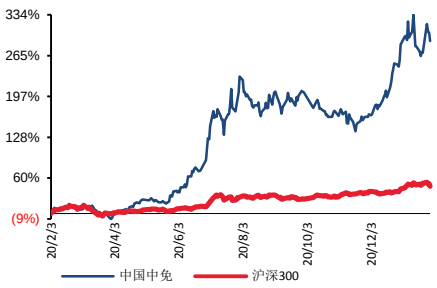
目标价：380

昨收盘：294.0

可选消费 消费者服务 II

中免业绩快报及上海机场免税店补充协议点评

■ 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)	560,360/560,360
12 个月最高/最低(元)	319.10/67.20

相关研究报告：

中国中免(601888)《中国国旅三季报点评：业绩稳健增长 免税龙头强者恒强》--2019/10/30

中国中免(601888)《中国国旅中报点评：业绩符合预期 免税业务增长强劲》--2019/09/01

中国中免(601888)《中国国旅点评报告：剥离国旅总社 聚焦免税业务》--2018/12/25

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： 1、公司发布 2020 年业绩快报，报告期内公司实现营业总收入 526.18 亿元/+8.24%（追溯后，下同）；实现归属于上市公司股东的净利润 61.17 亿元/+32.07%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 59.38 亿元/+55.05%。2、中免与上海机场就机场免税店合同签订了补充协议，协议规定，当机场客流小于 2019 年客流的 80%时，按实际客流乘以一定系数收取销售提成；当机场客流大于 2019 年客流的 80%时，按客流所属区间收取保底销售提成。

离岛免税新政带动下，Q4 净利润保持大幅增长。Q4 中免实现营业收入 174.8 亿/+41.16%，实现归属上市公司股东的净利润 29.53 亿/+581.3%，实现扣非后归属母公司股东的净利润 29.45 亿/+614.6%，实现大幅增长。疫情影响下，离岛免税成为中免利润的最主要来源，特别是 7 月新政后免税销售额增速超 200%，日销售额从 7 月初的 0.8 亿元到 12 月的 1.4 亿元，客单价从 2019 年的 3544 元提升 2020H2 的 6250 元。毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝的销售额占比提升，改变了过去香化为主的销售格局，同时拉动了客单价的增长。

上海机场免税店签订补充协议，进一步提升公司盈利能力。受疫情不可抗力影响，中免与上海机场就 2018 年的免税合同签署了补充协议，协议规定在机场出入境客流小于 2019 年客流的 80%时，月实际销售提成＝人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数，上海机场 2019 年出入境人数为 3851.2 万，上海机场 2019 年收取中免销售提成 52.1 亿，据此计算 2019 年人均贡献水平 135.28 元。当机场客流大于 2019 年客流的 80%时，按客流所属区间收取保底销售提成。疫情影响下以及未来市内店的预期，导致中免产业链地位提升，机场租金由过去的下有保底，上不封顶转变为以客流量为基础动态调整，不直接与销售额挂钩。未来疫情结束，市内免税店开业，中免在发展机场店上仍有十足动力。

未来仍有多重利好齐发，消费回流成长空间巨大。（1）浦东机场租金的重新议定给其他免税租赁合同提供了范本，预计首都机场、大兴机场、虹桥机场、浦东 T1、白云机场以及各口二线口岸免税店销售提成均有可能下调，未来会反映在后续的财报中。（2）日前，上海市表示将力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地，广东省也宣布支持有条件的地市争取设立市内免税店，预计市内免税店政策今年出台，进一步打开免税业的成长空间。（3）离岛免税商品邮寄送达及本岛居民离

岛寄存、返岛提取等新增提货方式正待国家相关部委批准，提升购物便利度。(4)海南省表示海南的离岛免税规模目标是到 2022 年达到 1000 亿元、到 2030 年达到 7000-8000 亿元，十四五期间吸引免税购物回流 3000 亿元，打开中长期成长空间。

投资建议：继续看好国内免税行业的发展，给予“买入”评级。中免是国内免税行业的绝对龙头，在供应链、管理、会员、渠道等方面的先发优势短期内难以逾越，随着免税市场的扩大，有望分享更大的蛋糕。预计公司 2020-2022 年归母净利润 61 亿/108 亿/148 亿元，对应 PE 为 94/53/39 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：**

	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47967	52618	85238	116084
(+/-%)	2.04	9.70%	61.99%	36.19%
归母净利(百万元)	4629	6117	10829	14823
(+/-%)	49.58	32.15%	77.03%	36.88%
摊薄每股收益(元)	2.37	3.13	5.55	7.59
市盈率(PE)	37.5	93.8	53.0	38.7

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
华北销售副总	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	韦洪涛	13269328776	weiht@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	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@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





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。