东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国中免（601888）：离岛免税Q3表现亮眼，政策红利下全年增长可期

2020 年 10 月 29 日

强烈推荐/维持

中国中免 | 公司报告

事件：公司发布 2020 三季度业绩公告，实现营业收入 351.38 亿元，同比下降 2.81%，归母净利 31.64 亿元，同比下降 24.93%，扣非后同比下降 12.45%。

新规拉动离岛免税高增，成为业绩复苏最主要支撑。“七一新规”对离岛免税的拉动效果持续显现，公司深耕离岛免税市场，主营业务持续向好。新规实施至 9 月 30 日，离岛免税购物金额达 86.1 亿元，同比+227.5%，在此背景下，公司 Q3 实现营收 158.29 亿元，同比+38.97%，环比+35.6%，前三季度营收同比降幅大幅收窄。公司存货环比+45.5%，主要为十一备货，为销售增长提供了支撑。10 月 1-8 日离岛免税购物金额 10.4 亿元，日均免税销售额远超 7-9 月水平，政策的刺激作用在节假日加倍释放。10 月 9-19 日离岛免税购物金额约 12 亿元，同比+231%，在节假日因素影响结束且近期折扣力度有所缩紧的大背景下，销售额仍保持高速增长，为全年业绩提供了支撑。随着冬季来临，海南进入旅游旺季，我们认为公司四季度离岛免税业务有望维持高增长态势，有望带来全年业绩的良好表现。

政策利好带来商品结构优化和客流的吸引，盈利能力显著增强。“七一新规”增加了酒类、手机等七大类免税品种，取消单件 8000 元额度限制，带来了商品结构的优化。毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝的销售同比大幅增长，但受折扣力度较大影响，Q3 毛利率环比小幅下滑。随着折扣力度的缩紧以及精品和高端品牌的扩充入驻，毛利率有望改善。政策利好对客流的吸引使得公司广告投放力度下降，叠加机场渠道在疫情影响下受阻营销投放大幅减少，前三季度销售费用率同比-6pct.至 25.25%，其中 Q3 同比-16.18pct，公司盈利能力显著增强，由此带来归母净利的大幅改善，Q3 同比+141.28%。

行业竞争加剧，但赛道优势依旧明显且强者恒强。随着我国免税规模化效应逐渐释放，国内免税市场潜力依然巨大。新参与者的引入导致行业竞争加剧，国内免税商及电商平台与国际免税运营商的合作或对整个行业格局产生冲击，但强者恒强的逻辑依然适用。公司先发优势显著，在供应链和运营能力方面具有竞争优势，将优先受益于海外消费回流带来的行业红利。

盈利预测与投资评级：看好政策带动下海南离岛免税的持续快速增长，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 46/95/109 亿元，对应 EPS 分别为 2.36/4.84/5.59 元。当前股价对应 PE 分别为 90/44/38 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动，超预期政策，国内疫情反复，机场租金压力。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007.32	47,966.50	54,490.18	81,580.72	97,721.26
增长率（%）	66.21%	2.04%	13.60%	49.72%	19.78%
归母净利润（百万元）	3,094.75	4,628.99	4,604.57	9,453.86	10,911.04
增长率（%）	34.10%	37.60%	-2.03%	108.38%	16.80%
净资产收益率（%）	19.06%	23.27%	18.92%	28.32%	24.90%
每股收益(元)	1.59	2.37	2.36	4.84	5.59
PE	133.75	89.42	89.89	43.78	37.94
PB	25.50	20.81	17.01	12.40	9.45

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

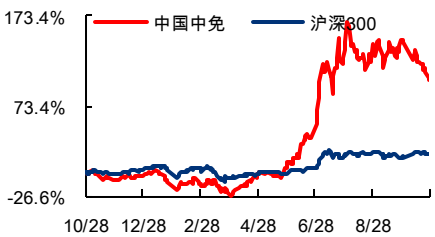
公司简介：

中国中免为目前国内免税零售龙头，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

交易数据

52 周股价区间（元）	243.0-66.95
总市值（亿元）	3,608.37
流通市值（亿元）	3,608.37
总股本/流通 A 股（万股）	195,248/195,248
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.73

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518070001

分析师：王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

附表：公司盈利预测表

资产负债表				单位:百万元		利润表				单位:百万元	
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	19578	22246	27500	39848	52054	**营业收入**	47007	47966	54490	81581	97721
货币资金	11289	11906	15505	20395	28133	**营业成本**	27518	24273	27299	39812	48079
应收账款	979	800	1045	1565	1874	营业税金及附加	659	772	817	1224	1466
其他应收款	567	876	995	1489	1784	营业费用	11601	14904	18254	24882	29805
预付款项	693	381	108	-290	-771	管理费用	1601	1549	1635	2447	2932
存货	5943	8060	8975	13089	15807	财务费用	-7	11	70	108	95
其他流动资产	67	180	833	3542	5156	研发费用	0	0	0	0	0
非流动资产合计	7269	8442	7667	7459	7253	资产减值损失	298.31	-378.23	50.00	50.00	50.00
长期股权投资	284	255	255	255	255	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1932	1632	1717	1724	1688	投资净收益	50.63	965.28	200.00	200.00	200.00
无形资产	1202	2504	2404	2310	2221	加：其他收益	37.03	68.54	50.00	50.00	50.00
其他非流动资产	1261	515	0	0	0	**营业利润**	5426	7109	6616	13308	15545
资产总计	26847	30687	35167	47307	59307	营业外收入	25.35	66.37	30.00	30.00	30.00
流动负债合计	7793	7961	7394	8883	8448	营业外支出	115.60	14.50	15.00	20.00	20.00
短期借款	289	224	0	591	0	**利润总额**	5336	7160	6631	13318	15555
应付账款	2859	3537	3740	5454	6586	所得税	1401	1746	1326	2264	2644
预收款项	687	105	-440	-1256	-2233	**净利润**	3935	5415	5305	11054	12911
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0	少数股东损益	840	786	700	1600	2000
非流动负债合计	470	415	319	319	319	归属母公司净利润	3095	4629	4605	9454	10911
长期借款	0	0	0	0	0	**主要财务比率**					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	8263	8377	7713	9202	8766	**成长能力**					
少数股东权益	2349	2421	3121	4721	6721	营业收入增长	66.21%	2.04%	13.60%	49.72%	19.78%
实收资本（或股本）	1952	1952	1952	1952	1952	营业利润增长	40.81%	31.00%	-6.93%	101.16%	16.81%
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852	归属于母公司净利润增长	22.29%	49.58%	-0.53%	105.31%	15.41%
未分配利润	9643	12912	17010	25424	35135	**获利能力**					
归属母公司股东权益合计	16235	19890	24334	33385	43820	毛利率(%)	41.46%	49.40%	49.90%	51.20%	50.80%
负债和所有者权益	26847	30687	35167	47307	59307	净利率(%)	8.37%	11.29%	9.73%	13.55%	13.21%
现金流量表				单位:百万元	总	11.53%	15.08%	13.09%	19.98%	18.40%	5.34%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	19.06%	23.27%	18.92%	28.32%	24.90%
经营活动现金流	2722	2926	3453	4817	8907	**偿债能力**					
净利润	3935	5415	5305	11054	12911	资产负债率(%)	31%	27%	22%	19%	15%
折旧摊销	370.99	407.90	366.44	365.45	362.65	流动比率	2.51	2.79	3.72	4.49	6.16
财务费用	-7	11	70	108	95	速动比率	1.75	1.78	2.51	3.01	4.29
应收账款减少	-32	178	-245	-520	-310	**营运能力**					
预收帐款增加	-114	-583	-545	-816	-977	总资产周转率	1.97	1.67	1.65	1.98	1.83
投资活动现金流	-1906	-1099	671	63	63	应收账款周转率	49	54	59	63	57
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	18.35	15.00	14.98	17.75	16.23
长期投资减少	0	0	0	0	0	**每股指标（元）**					
投资收益	51	965	200	200	200	每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.36	4.84	5.59
筹资活动现金流	-1149	-1646	-525	10	-1232	每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	0.09	1.84	2.50	3.96
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	12.46	17.10	22.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	**估值比率**					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	133.75	89.42	89.89	43.78	37.94
资本公积增加	2	8	0	0	0	P/B	25.50	20.81	17.01	12.40	9.45
现金净增加额	-332	181	3599	4890	7738	EV/EBITDA	71.04	54.28	57.12	28.74	24.19

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

1. 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国中免（601888）：Q2 复苏显著，政策加持未来有望持续发力	2020-07-17
公司普通报告	中国国旅（601888）：海免注入事项落地，离岛优势再强化	2020-05-10
公司普通报告	中国国旅（601888）：疫情下积极推进线上业务，长期成长性仍可期	2020-04-24
公司普通报告	中国国旅（601888）：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-10-31
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业延续高增，行业龙头强者恒强	2019-09-03
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业增速符合预期，静待市内店政策落地	2019-08-04
公司普通报告	中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场	2019-07-17
行业普通报告	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
行业普通报告	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业普通报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街5号新盛大厦B座16层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路248号瑞丰国际大厦5层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路6009号新世界中心46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526