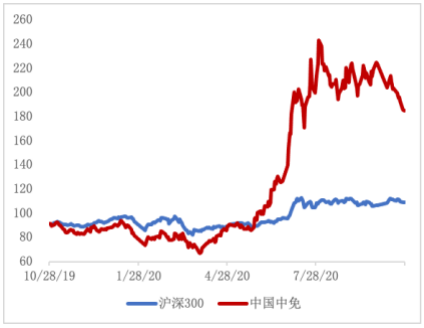
社服\免税 中国中免（601888.SH） 维持评级

报告原因：业绩公告 Q3 离岛免税业务带动业绩高速增长 增持

2020 年 10 月 28 日 公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 10 月 27 日

收盘价(元)：	184.81
年内最高/最低（元）：	243.00/66.95
流通 A 股/总股本（亿）：	19.52/19.52
流通 A 股市值（亿）：	3608.37
总市值（亿）：	3608.37

基础数据：2020 年 9 月 30 日

基本每股收益	1.6206
每股净资产(元)：	14.6
净资产收益率：	15.77%

分析师：刘小勇

执业登记编码： S0760511010019

电话：010-83496387

邮箱：liuxiaoyong@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】中国国旅（601888.SH）2020 中报点评：Q2 业绩扭亏为盈，离岛免税实现逆势增长（2020-8-28）

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 2020 年三季报，2020Q1-3 实现营收 351.38 亿元（-2.81%），**归母净利润 31.64 亿元（-24.93%），EPS1.62 元。其中 Q3 实现营收 158.29 亿元（+38.97%），贡献期内营收 45.05%，归母净利润 22.33 亿元（+141.93%），贡献期内净利润 70.80%。营收、归母净利润相较于 Q1、Q2 分别提升 81.93 亿元、41.56 亿元、23.53 亿元、11.82 亿元。
- **离岛免税政策加速免税红利释放，下半年高利润增长有望年内整体营收同比实现正增长。**7 月 1 日至 9 月 30 日，海南离岛免税新政实施的第一个完整季度，海口海关共监管离岛免税购物金额 86.1 亿元（+227.5%）。同时年内三亚将新增设两家市内免税店，游海旅投和中出服运营，一家凤凰机场免税店，由中免运营。三亚海棠湾免税城二期项目正在建设中，未来面积有望持续扩大，为离岛免税销售带来更大空间。
- **2020Q1-3 公司整体费用率 27.69%（-7.14pct），各项费用均有所下滑。**其中销售费用率 25.25%（-6.67pct），管理费用率 2.50%（-0.15pct）、财务费用率-0.06pct（-0.32pct），毛利率 41.02%（-11.42pct），净利率 9.04%（-4.95pct）。20Q3 单季度净利率 15.13%（+5.6pct）提速明显。
- **投资建议：**公司二季度实现业绩扭亏为盈，三季度开启业绩高速增长，年内在离岛免税业务带动下营收、业绩有望实现同比正增长。四季度为传统海南旅游旺季，目前出境游开放时间仍不确定，海南仍为冬季休闲服务首选旅游目的地。考虑到未来离岛免税业务新品牌引进、高毛利奢侈品销售对整体利润贡献的上升，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.64\4.67\5.64，对应公司 10 月 27 日收盘价 184.81 元，2020-2022 年 PE 分别为 71.0\39.6\32.8，维持评级给予“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	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47966	49405	62745	74039
收入同比	2%	3%	27%	18%
归母净利润（百万元）	4629	5146	9116	11013
净利润同比	50%	11%	77%	21%
毛利率	49.4%	45.0%	50.5%	51.0%
ROE	24.3%	17.9%	30.5%	30.7%
EPS（元）	2.37	2.64	4.67	5.64
P/E	77.95	70.12	39.58	32.77
P/B	18.14	12.66	12.04	10.05
EV/EBITDA	20	46	26	22

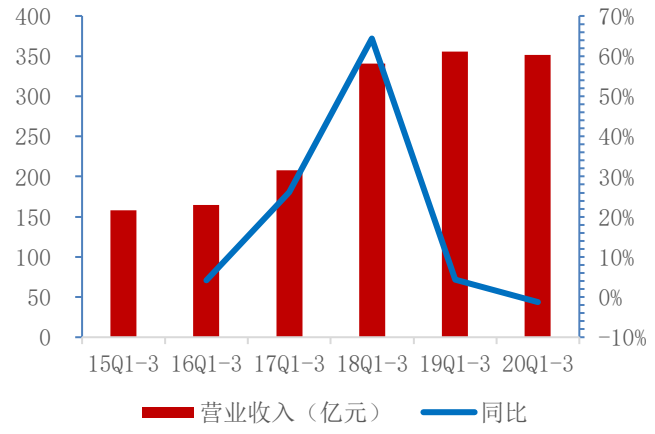
资料来源：wind，山西证券研究所

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. 公司三季报业绩表现

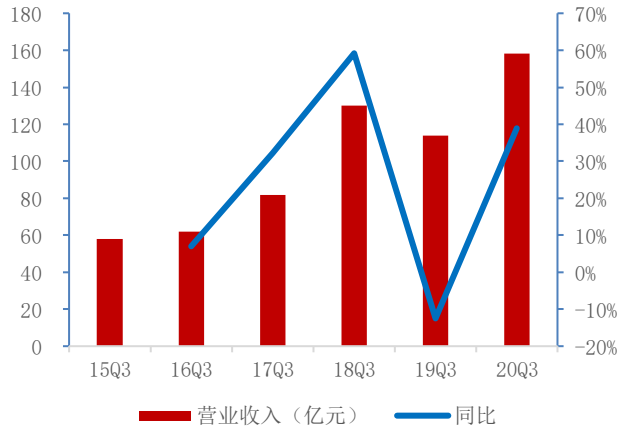
公司发布 2020 年三季报，2020Q1-3 实现营收 351.38 亿元（-2.81%），归母净利润 31.64 亿元（-24.93%），EPS1.62 元。其中 Q3 实现营收 158.29 亿元（+38.97%），贡献期内营收 45.05%，归母净利润 22.33 亿元（+141.93%），贡献期内净利润 70.80%。营收、归母净利润相较于 Q1、Q2 分别提升 81.93 亿元、41.56 亿元、23.53 亿元、11.82 亿元。业绩大幅增长主要由于 7 月离岛免税新规实施，海南离岛免税销售业务同比实现大幅增长，毛利率较高的奢侈品、珠宝、腕表、精品服饰贡献主要营收，Q3 业绩在二季度扭亏为盈基础上实现业绩增长大爆发。

图 1：中国中免 Q1-3 营收情况及增速



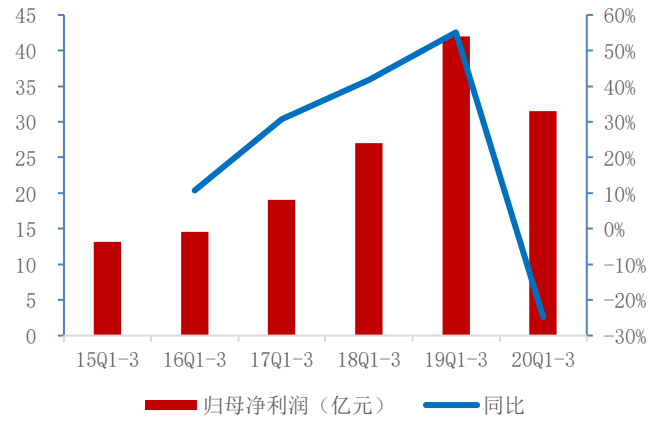
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国中免 Q3 营收情况及增速



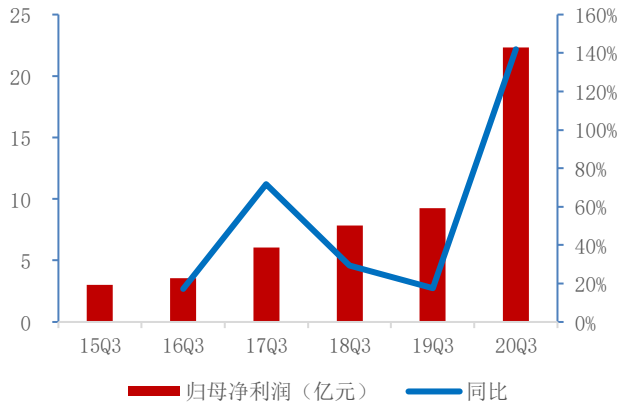
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中国中免 Q1-3 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 Q3 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

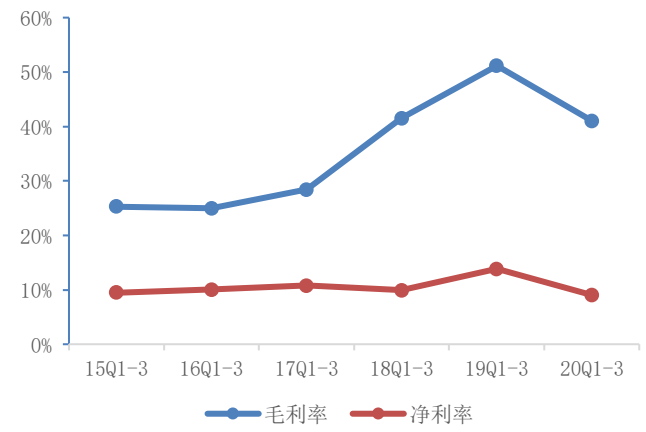
1.1 离岛免税业务

离岛免税政策加速免税红利释放，下半年高利润增长有望年内整体营收同比实现正增长。7 月离岛免税新规实施以来，免税额度放宽至每人年内累计消费 10 万元，在原有品类上新增 7 类电子消费品，扩大销售品类的同时增加消费购物人群。离岛免税政策放宽效果显著。7 月 1 日至 9 月 30 日，海南离岛免税新政实施的第一个完整季度，海口海关共监管离岛免税购物金额 86.1 亿元（+227.5%）。同时年内三亚将新增设两家市内免税店，游海旅投和中出服运营，一家凤凰机场免税店，由中免运营。三亚海棠湾免税城二期项目正在建设中，未来面积有望持续扩大，为离岛免税销售带来更大空间。

1.2 费用端

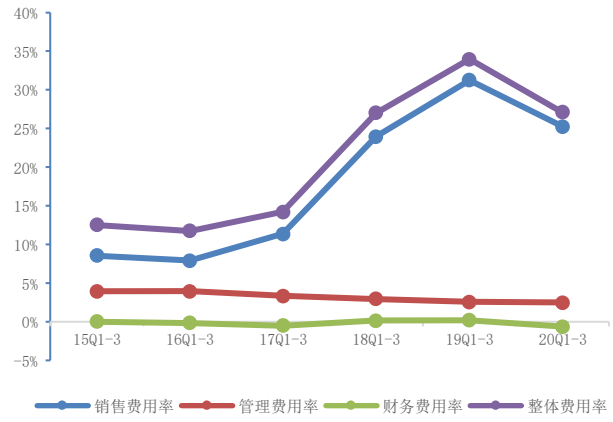
2020Q1-3 公司整体费用率 27.69%（-7.14pct），各项费用均有所下滑。其中销售费用率 25.25%（-6.67pct），管理费用率 2.50%（-0.15pct）、财务费用率-0.06pct（-0.32pct），整体实现毛利率 41.02%（-11.42pct），净利率 9.04%（-4.95pct）。20Q3 单季度净利率 15.13%（+5.6pct）提速明显，各项费用均下滑显著，整体费用率 18.11%、销售费用率 18.03%、管理费用率 1.46%、财务费用率 1.38%。

图 5：中国中免 Q1-3 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 Q1-3 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 新进入者影响可控

阿里巴巴宣布入股全球免税销售巨头 Dufry。10 月 5 日，阿里巴巴宣布将与全球最大的免税零售商 Dufry 组建中国合资公司，同时战略入股 Dufry。合资公司未来将在国内多个机场和购物中心开设奢侈品牌特许精品

销售点。零售巨头和免税巨头的牵手，针对客户群体预计多位跨境电商消费者，与免税业务目标客户群体有所区别。同时中免掌握先发优势，在已有全国免税零售布局基础上仍然在不断扩充机场、市内免税业务，卡位优势依旧明显。

3. 投资建议及盈利预测

公司二季度实现业绩扭亏为盈，三季度开启业绩高速增长，年内在离岛免税业务带动下营收、业绩有望实现同比正增长。四季度为传统海南旅游旺季，目前出境游开放时间仍不确定、疫情在海外多地出现第二波反复，海南仍为冬季休闲服务首选旅游目的地。考虑到未来离岛免税业务新品牌引进、高毛利奢侈品销售对整体利润贡献的上升，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.64\4.67\5.64，对应公司 10 月 27 日收盘价 184.81 元，2020-2022 年 PE 分别为 71.0\39.6\32.8，维持评级给予“增持”评级。

4. 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	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	22,246	25,413	28,880	31,212
现金	11,906	15,478	18,573	20,431
应收账款	1,676	1,225	1,417	1,648
其他应收款	876	265	265	265
预付账款	381	385	393	404
存货	8,271	8,478	8,690	8,907
其他流动资	(864)	(418)	(458)	(442)
非流动资产	8,442	7,888	5,545	9,334
长期投资	255	306	321	353
固定资产	2,125	2,338	2,385	2,456
无形资产	2,504	2,529	89	2,580
其他非流动	3,557	2,715	2,751	3,944
资产总计	30,687	33,301	34,424	40,546
流动负债	7,961	4,226	4,233	4,430
短期借款	224	228	233	238
应付账款	3,537	155	155	155
其他流动负	4,200	3,842	3,845	4,037
非流动负债	415	223	223	223
长期借款	0	83	83	83
其他非流动	415	140	140	140
负债合计	8,377	4,449	4,456	4,653
少数股东权	2,421	350	350	350
股本	1,952	1,953	1,953	1,953
资本公积	3,852	437	437	437
留存收益	13,961	1,474	1,583	1,570
归属母公司股东	19,890	28,502	29,968	35,893
负债和股东权	30,687	33,301	34,424	40,546

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,926	5,340	8,838	10,855
净利润	4,629	5,146	9,116	11,013
折旧摊销	408	105	105	105
财务费用	(78)	(6)	(10)	(10)
投资损失	(965)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	773	81	(387)	(266)
其他经营现	(1,840	15	15	15
投资活动现金	(1,099	(1,433)	(1,149	(1,149
资本支出	0	(900)	(900)	(900)
长期投资	30	(250)	(250)	(250)
其他投资现	(1,128	(283)	1	1
筹资活动现金	(1,646	(412)	(494)	(506)
短期借款	(65)	(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	(1,581	(22)	(54)	(66)
现金净增加额	181	3,495	7,196	9,201

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,966	49,405	62,745	74,039
营业成本	24,273	27,173	31,059	36,279
营业税金及附	772	148	188	222
销售费用	14,904	13,339	16,627	19,620
管理费用	1,549	1,235	1,569	1,851
财务费用	11	(30)	(38)	(44)
资产减值损失	(378)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	965	1	1	1
营业利润	7,109	7,542	13,342	16,113
营业外收入	66	0	0	0
营业外支出	14	1	1	1
利润总额	7,160	7,541	13,341	16,113
所得税	1,746	2,380	4,211	5,085
净利润	5,415	5,161	9,131	11,028
少数股东损益	786	15	15	15
归属母公司净利	4,629	5,146	9,116	11,013
EBITDA	8,103	7,813	13,595	16,349
EPS（元）	2.37	2.64	4.67	5.64

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.04%	3.00%	27.00%	18.00%
营业利润	31.00%	6.09%	76.91%	20.77%
归属于母公司净	49.58%	11.17%	77.14%	20.81%
获利能力				
毛利率(%)	49.40%	45.00%	50.50%	51.00%
净利率(%)	9.65%	10.42%	14.53%	14.87%
ROE(%)	24.27%	17.89%	30.47%	30.72%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.30%	13.36%	12.95%	11.48%
净负债比率(%)	-17.62	-25.39%	-48.17	-45.39
流动比率	2.79	6.01	6.82	7.05
速动比率	1.76	4.01	4.77	5.04
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.54	1.85	1.98
应收账款周转	53.94	56.14	59.41	58.42
应付账款周转	15.00	26.76	404.81	477.67
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.64	4.67	5.64
每股经营现金流(最新摊	1.50	2.73	4.53	5.56
每股净资产(最新摊薄)	10.19	14.60	15.35	18.38
估值比率				
P/E	78.0	70.1	39.6	32.8
P/B	18.1	12.7	12.0	10.1
EV/EBITDA	19.99	45.88	26.36	21.84

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而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、地位和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 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——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“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本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，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我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》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我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》规定特此告知我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