中国中免（601888）

公司研究/点评报告

政策红利释放，Q3 业绩表现亮眼

点评报告/消费者服务　　2020 年 10 月 28 日

一、事件概述

公司前三季度收入 351.38 亿元/-2.81%，归母净利 31.64 亿元/-24.93%；其中 Q3 收入 158.29 亿元/+38.97%，归母净利 22.34 亿元/+141.90%。

二、分析与判断

➢ 海南新政+直邮驱动营收高增，毛利率环比回落

根据海关总署数据，自新政实施以来，截至 10 月 19 日，海关共监管离岛免税购物金额达 108.5 亿元、件数 1162.8 万件，购物旅客 143.9 万人次，同比分别增长 218.2%、142.0%、58.5%。拆分来看，我们预计公司 Q3 海南+日上直邮贡献收入超 130 亿元，离岛免税补购+会员购及批发业务则各贡献剩余收入的一半，环比、同比均实现近 40%增长。但受直邮、促销及汇率影响，公司 Q3 毛利率环比回落 3.5pct 至 38.89%，预计在 Q4 折扣减少及汇率因素改善背景下，毛利率将逐步企稳回升。

➢ Q4 海南迎旅游旺季，公司离岛免税业务有望维持高增

从历史数据看，海南主要机场 Q4 旅客吞吐量通常较 Q3 环比增 10%+（如 19 年为环比+12%），故而在其他参数给定的情况下，理论上可以预期 Q4 离岛免税销售额理论上应较 Q3 增 10-12%（对应约 1.1 亿元/日）。而进一步考虑今年离岛免税购物转化率的逐月提升，以及 Q3 美兰、凤凰机场旅客吞吐量降幅的逐月改善，我们预计短期经营扰动因素消除、免税品供给跟上后，海南日均销售额仍有望上看 1.3 亿元。

三、投资建议

暂不考虑潜在的机场租金返还影响，我们上调公司 2020 年归母净利至 53 亿元，但暂不调整原来对公司 2021-22 年的盈利预测，对应 2020-22 年 EPS 各为 2.74、4.80、6.76 元，对应 PE 各为 68/39/27 倍。虽然公司短期估值高于历史及行业平均，但考虑到离岛免税政策放开，以及后续国人市内免税政策有望落地，行业仍处高速增长阶段，我们认为公司当前估值有望为高速增长的业绩所消化，建议重点关注离岛免税供应链改善，以及国人市内免税政策落地进展，维持“推荐”评级。

四、风险提示：

海外消费回流进度不及预期；宏观经济周期波动风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,966	57,517	88,803	107,639
增长率（%）	2.0%	19.9%	54.4%	21.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,629	5,349	9,373	13,206
增长率（%）	49.6%	15.5%	75.2%	40.9%
每股收益（元）	2.37	2.74	4.80	6.76
PE（现价）	78.0	67.5	38.5	27.3
PB	18.1	14.3	10.4	7.5

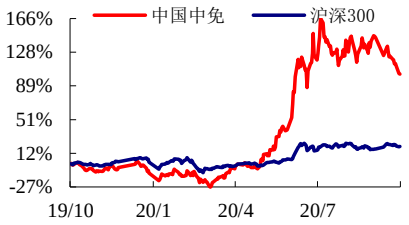
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格：　184.81 元

交易数据	2020-10-27
近 12 个月最高/最低(元)	243.0/67.2
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）	3,608
流通市值（亿元）	3,608

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：顾熹闽

执业证号：　S0100519080001

电话：　021-60876718

邮箱：　guximin@mszq.com

相关研究

1.中国中免(601888):Q2 盈利回升，关注离岛免税供应链改善进展

2.中国中免(601888):线上线下持续发力，公司离岛免税业务有望加速

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	47,966	57,517	88,803	107,639
营业成本	24,273	33,959	47,292	55,034
营业税金及附加	772	808	1,308	1,610
销售费用	14,904	12,079	22,201	26,372
管理费用	1,549	1,668	2,398	2,799
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	9,003	15,605	21,825
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	235	240	175
投资收益	965	0	0	0
营业利润	7,109	8,768	15,365	21,649
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	8,768	15,365	21,649
所得税	1,746	2,104	3,688	5,196
净利润	5,415	6,664	11,677	16,453
归属于母公司净利润	4,629	5,349	9,373	13,206
EBITDA	6,876	9,003	15,605	21,825

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11906	15327	23564	40164
应收账款及票据	800	1362	1811	2180
预付款项	381	866	1047	1162
存货	8060	11985	16313	16916
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	30372	44245	61502
长期股权投资	255	255	255	255
固定资产	1632	1632	1632	1632
无形资产	2504	2504	2504	2504
非流动资产合计	8442	9108	11108	13108
资产合计	30687	39481	55353	74610
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	4117	5847	7166
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	10091	14286	17090
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	413	413	413	413
非流动负债合计	415	415	415	415
负债合计	8377	10506	14702	17505
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3736	6041	9288
股东权益合计	22310	28974	40651	57105
负债和股东权益合计	30687	39481	55353	74610

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.0%	19.9%	54.4%	21.2%
EBIT 增长率	14.9%	39.2%	73.3%	39.9%
净利润增长率	49.6%	15.5%	75.2%	40.9%
盈利能力				
毛利率	49.4%	41.0%	46.7%	48.9%
净利润率	9.7%	9.3%	10.6%	12.3%
总资产收益率 ROA	15.1%	13.5%	16.9%	17.7%
净资产收益率 ROE	23.3%	21.2%	27.1%	27.6%
偿债能力				
流动比率	2.8	3.0	3.1	3.6
速动比率	1.8	1.8	2.0	2.6
现金比率	1.5	1.5	1.6	2.4
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	6.7	8.6	7.6	7.6
存货周转天数	103.8	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	1.7	1.6	1.9	1.7
每股指标（元）				
每股收益	2.4	2.7	4.8	6.8
每股净资产	10.2	12.9	17.7	24.5
每股经营现金流	1.5	2.1	5.2	9.5
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	78.0	67.5	38.5	27.3
PB	18.1	14.3	10.4	7.5
EV/EBITDA	50.8	38.4	21.6	14.7
股息收益率	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,415	6,664	11,677	16,453
折旧和摊销	786	235	240	175
营运资金变动	(2,150)	(2,811)	(1,680)	1,971
经营活动现金流	2,921	4,088	10,237	18,600
资本开支	1,498	667	2,000	2,000
投资	367	0	0	0
投资活动现金流	(1,099)	(667)	(2,000)	(2,000)
股权募资	18	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	(1,646)	0	0	0
现金净流量	177	3,421	8,237	16,600

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

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：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

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。