中国中免（601888）

离岛免税新政显威力，Q3 单季盈利惊艳，期待 Q4 海南传统旺季下继续高歌

买入（维持）

2020 年 10 月 27 日

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,966	54,553	87,304	124,235
同比（%）	2.0%	13.7%	60.0%	42.3%
归母净利润（百万元）	4,629	5,028	9,580	13,097
同比（%）	49.6%	8.6%	90.5%	36.7%
每股收益（元/股）	2.37	2.58	4.91	6.71
P/E（倍）	77.95	71.76	37.67	27.55

事件：公司发布 2020 年三季度报告，20 年前三季度实现营收 351.38 亿元（-2.81%），归母净利 31.64 亿元（-24.93%），扣除政府补助 1.80 亿、合并海免产生的期初至合并日当期净损益 2.1 亿、少数股东权益影响额-1.6 亿等项目后，扣非归母净利 29.92 亿元（-12.45%）。其中，Q3 单季度实现营收 158.29 亿元（+38.97%），实现归母净利润 22.34 亿元（+141.90%），扣非净利润 22.14 亿元（+141.28%）。

投资要点

- **海南新政显威力，消费回流效果显著，Q3 单季表现出色。**1)受新冠疫情影响，线下免税业态受到较大冲击，但公司迅速转变了经营策略，线上持续发力，培育离岛补购新业态激活离岛免税，20 年前三季度共实现营收 351.38 亿元（-2.81%），归母净利 31.64 亿元（-24.93%），扣非归母净利 29.92 亿元（-12.45%）；2）同时，海南离岛免税新政 20 年 7 月 1 日正式实施，在新政刺激下，公司 20Q3 单季度实现营收 158.29 亿元（+38.97%），环比 20Q2 增长 35.64%，实现疫情下的快速复苏，消费回流效果显著。其中，根据海关总署相关通报，2020 年 7-9 月共监管海南离岛免税销售额 86.1 亿元（+227.5%），日均销售额达 0.94 亿元；购物旅客 129 万人次（+62%），客单价达到 6,674 元。

- **新政利好产品结构升级，Q3 盈利更惊艳，同比增长超 140%。**海南离岛免税新政放开购物件数及行邮税，利好奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝等高档精品百货和免税行业产品结构升级。20Q3 公司毛利率较高的高档精品百货类产品销售同比大幅增长，驱动亮眼盈利表现，Q3 单季实现归母净利润 22.34 亿元(+141.90%),扣非净利润 22.14 亿元(+141.28%)。

- **海口国际免税城持续推进，有望打开离岛免税增量空间。**公司持续推进海口国际免税城项目施工，在建工程余额达 9.21 亿元，较上年度末增加 5.18 亿元，较 20H1 末增加 4.25 亿元。据 2019 年 8 月 1 日的公告对海口免税城的可行性分析，预计免税业态将于 2022 年开始经营。在目前海南离岛免税业业态火热的情况下，海口免税城的建设将有望打开未来中免在离岛免税的增量空间。

- **国庆黄金周海南旅游热度高，带动免税需求持续旺盛。**1）国庆假期前 6 日海口主要景区、乡村旅游点共接待游客 95.9 万人次（预计+6.9%，环比端午+280.4%），海南旅游热情高涨；2）海关总署 9 日公布，1-8 日海口海关共监管海南离岛免税额 10.4 亿元（+148.7%）、旅客 14.68 万人次（+43.9%）、件数 99.89 万件（+97.2%），日均销售额 1.3 亿元，环比 7-9 月增长 38.3%，客单价持续增长，达到 7,084 元；3）国庆黄金周后，10/9-10/19 实现离岛免税销售额约 12 亿元（+230.1%）日均销售额保持亿元以上，达 1.09 亿元。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	184.81
一年最低/最高价	66.25/249.00
市净率(倍)	18.36
流通 A 股市值(百万元)	360837.01

基础数据

每股净资产(元)	10.07
资产负债率(%)	42.58
总股本(百万股)	1952.48
流通 A 股(百万股)	1952.48

相关研究

1、《中国中免（601888）：线上破局疫情之困，离岛逆流而上，免税风帆再起》2020-09-01
2、《中国中免（601888）：免税鎏金时代，龙头摩厉以须同风起》2020-08-18
3、《中国国旅（601888）：19 经营稳健，后疫情下看好消费提质与回流》2020-04-25

请务必阅读正文之后的免责声明部分

■ **中免开展离岛免税年终盛典备战海南传统旺季，期待 Q4 离岛免税继续增长。**中国中免第二届海南离岛免税年终盛典于 9 月 26 日在海口日月广场免税店开幕，三地四店同时推出优惠福利，并延长营业时间。20Q3 末存货余额达 127.75 亿元，较 20H1 末增加约 39.95 亿元，全力保障海南传统旺季下货源充分，期待 Q4 离岛免税继续出色表现。

■ **盈利预测与投资评级：**7 月海南离岛免税新政施行后，离岛免税表现亮眼，维持 20 年全年营收 546 亿元（13.7%）和归母净利 50.3 亿元（8.6%）的预测，预计 21-22 年分别实现营收 873/ 1,242 亿元，对应增速 60.0%/ 42.3%；实现归母净利 95.8/ 131 亿元，对应增速 90.5%/ 36.7%。预计 20-22 年 EPS 分别为 2.58/ 4.91/ 6.71 元，当前股价（2020 年 10 月 27 日收盘）对应 PE 为 72/ 38/ 28 倍。

长期坚定看好消费回流主旋律下的免税空间增量，中免借助规模优势与先发优势积极布局多层次+多渠道立体免税体系，构筑长期竞争优势，龙头地位稳固，享受政策红利，看好公司发展前景，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**疫情持续反复带来宏观经济波动，机场出入境航线恢复效果不如预期风险；政策落地不及预期风险；行业竞争加剧风险。

表 1：中免（除海免）盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
商品销售业	**46,967.19**	**48,433.87**	**73,533.70**	**105,971.36**
/总收入	*97.92%*	*99.16%*	*99.43%*	*99.59%*
成本	23,696.36	24,062.14	35,874.52	51,239.14
毛利率	49.55%	50.32%	51.21%	51.65%
三亚海棠湾免税购物中心				
收入	**10,465.00**	**24,852.81**	**40,489.38**	**67,268.59**
/商品销售	*22.28%*	*51.31%*	*55.06%*	*63.48%*
购物人数(百万）	2.17	2.74	3.57	4.97
客单价(元/人次）	4,822.58	9,081.59	11,351.98	13,544.98
上海机场免税店				
收入	15,149.00	9,861.73	13,997.68	15,859.37
/商品销售	*32.25%*	*20.36%*	*19.04%*	*14.97%*
出入境旅客吞吐量（万人次）	3,851	1,768	2,696	2,777
渗透率（%）	55.00%	65.00%	55.00%	55.00%
客单价(元/人次）	393.36	557.85	519.23	571.16
首都机场免税店				
收入	8,589.00	3,409.28	6,304.47	7,432.99
/商品销售	*18.29%*	*7.04%*	*8.57%*	*7.01%*
出入境旅客吞吐量（万人次）	2,895.31	1,061.55	1,989.49	2,164.24
白云机场免税店				
收入	1,922.00	1,210.95	1,412.67	1,709.33
/商品销售	*4.09%*	*2.50%*	*1.92%*	*1.61%*
出入境旅客吞吐量（万人次）	1,794	807	1,256	1,381
渗透率（%）	45.00%	50.00%	45.00%	45.00%

客单价(元/人次）	238	300	250	275
香港机场烟酒段				
收入	2,402.00	236.89	1,758.33	3,077.07
/商品销售	*5.11%*	*0.49%*	*2.39%*	*2.90%*
旅客吞吐量（万人次）	7,156	1,755	5,009	6,262
渗透率（%）	3.00%	1.50%	3.00%	4.00%
客单价(元/人次）	1,119	900	1,170	1,229
其他商品销售				
收入	8,440.19	8,862.20	9,571.18	10,624.01
/商品销售	17.97%	18.30%	13.02%	10.03%
旅游服务业	**599.15**	-	-	-
/总收入	*1.25%*	-	-	-
毛利率	11.44%	-	-	-
其他业务	**400.15**	**412.16**	**424.52**	**437.26**
/总收入	*0.83%*	*0.84%*	*0.57%*	*0.41%*
毛利率	88.56%	87.00%	87.00%	87.00%

数据来源：wind，东吴证券研究所

注*：其他商品销售包括柬埔寨、澳门等免税店收入及市内免税店收入

19 年机场客单价、渗透率为估计数

表 2：海免部分盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
海口美兰机场免税店				
收入	**2,311.47**	**3,788.16**	**7,386.06**	**8,409.03**
购物人数(百万）	1.27	0.94	1.60	1.65
客单价(元/人次）	1,824	4,018	4,621	5,083
海口日月广场免税店				
收入	**1,025.00**	**1,680.25**	**5,006.90**	**7,439.61**
购物人数（百万人次）	0.39	0.30	0.75	0.99
客单价(元/人次）	2,662	5,626	6,655	7,523
琼海博鳌免税店				
收入	**99.53**	**238.93**	**953.04**	**1,977.74**
购物人数（百万人次）	0.02	0.03	0.10	0.20
客单价(元/人次）	5,546	8,000	9,500	10,000

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 3：核心业绩数据拆分

单位：百万元	18H2	19H1	19H2	20H1*	20Q3	2017	2018	2019
利润表拆分								
营业收入	**25,922.60**	**24,344.28**	**23,622.21**	**19,309.48**	**15,829.00**	**28,282.29**	**47,007.32**	**47,966.50**
yoy		*15.5%*	*-8.9%*	*-22.0%*	*39.0%*	*26.3%*	*66.2%*	*2.0%*
营业成本	15,124.83	11,916.68	12,356.10	11,050.45	9,673.24	19,848.03	27,518.33	24,272.79
毛利	**10,797.77**	**12,427.60**	**11266.11**	**8,259.03**	**6,155.76**	**8,434.26**	**19,488.99**	**23,693.71**
yoy		*43.0%*	*4.3%*	*-36.2%*	*2.5%*	*50.2%*	*131.1%*	*21.6%*
毛利率	*41.7%*	*51.0%*	*47.7%*	*42.8%*	*38.9%*	*29.8%*	*41.5%*	*49.4%*
销售费用	**6,740.46**	**7,373.10**	**7,530.97**	**6,018.09**	**2,853.39**	**3,528.70**	**11,600.65**	**14,904.08**
/总收入	*26.0%*	*30.3%*	*31.9%*	*31.2%*	*18.0%*	*12.5%*	*24.7%*	*31.1%*
管理费用	**1,030.07**	**565.67**	**983.70**	**647.12**	**231.86**	**1,082.44**	**1,601.12**	**1,549.38**
/总收入	*4.0%*	*2.3%*	*4.2%*	*3.4%*	*1.5%*	*3.8%*	*3.4%*	*3.2%*
财务费用	**5.15**	**11.71**	**-1.02**	**0.14**	**-219.05**	**-142.87**	**-6.98**	**10.69**
/总收入	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*-1.4%*	*-0.5%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	**2,371.79**	**4,951.63**	**2156.98**	**1,184.33**	**3,036.45**	**3,853.48**	**5,426.25**	**7,108.61**
yoy		*62.1%*	*-9.1%*	*-76.8%*	*104.1%*	*45.5%*	*40.8%*	*31.0%*
利润总额	**2,274.44**	**5,012.64**	**2,147.84**	**1,161.20**	**3,036.50**	**3,834.20**	**5,336.00**	**7,160.48**
yoy		*63.7%*	*-5.6%*	*-77.5%*	*105.1%*	*43.5%*	*39.2%*	*34.2%*
所得税	642.41	1,190.12	555.65	381.22	641.50	899.65	1,400.84	1,745.77
所得税率	*28.2%*	*23.7%*	*25.9%*	*32.8%*	*21.1%*	*23.5%*	*26.3%*	*24.4%*
净利润	**1,632.04**	**3,859.82**	**1,554.89**	**779.99**	**2,395.00**	**2,934.55**	**3,935.16**	**5,414.71**
yoy		*67.6%*	*-4.7%*	*-80.4%*	*120.4%*	*44.2%*	*34.1%*	*37.6%*
净利率	*6.3%*	*15.9%*	*6.6%*	*4.0%*	*15.1%*	*10.4%*	*8.4%*	*11.3%*
归母净利润	**1,175.63**	**3,279.23**	**1349.76**	**930.52**	**2,233.63**	**2,530.76**	**3,094.75**	**4,628.99**
yoy		*70.9%*	*14.8%*	*-71.7%*	*141.9%*	*40.0%*	*22.3%*	*49.6%*
归母净利率	*4.5%*	*13.5%*	*5.7%*	*4.8%*	*14.1%*	*8.9%*	*6.6%*	*9.7%*
资产负债表拆分								
现金及现金等价物	**11,289.14**	**11,882.89**	**12,486.03**	**14,714.56**	**14,623.63**	**11,484.25**	**11,289.14**	**12,486.03**
/总收入	*43.5%*	*48.0%*	*53.8%*	*76.2%*	*92.4%*	*40.6%*	*24.0%*	*26.0%*
应收账款	978.57	649.91	151.44	189.38	139.73	946.48	978.57	151.44
yoy		*-49.7%*	*-84.5%*	*-70.9%*	*-78.4%*	*3.7%*	*3.4%*	*-84.5%*
应收账款周转率	*45.67*	*60.83*	*115.82*	*226.62*	*96.19*	*30.4*	*48.8*	*84.9*
流动资产合计	**19,578.06**	**19,954.57**	**23,115.41**	**25,135.10**	**29,313.93**	**17,092.15**	**19,578.06**	**23,115.41**
yoy		*6.6%*	*18.1%*	*26.0%*	*37.7%*	*26.7%*	*14.5%*	*18.1%*
固定资产	1,932.17	1,693.91	1,684.22	1,615.42	1,613.09	1,425.75	1,932.17	1,684.22

yoy		*-16.5%*	*-12.8%*	*-4.6%*	*-2.9%*	*-5.1%*	*35.5%*	*-12.8%*
固定资产周转率	*26.2*	*27.3*	*27.5*	*23.4*	*9.8*	*19.3*	*28.0*	*26.5*
无形资产	1,202.02	2,725.04	2,506.52	2,451.17	2,443.84	1,091.82	1,202.02	2,506.52
yoy		*121.0%*	*108.5%*	*-10.0%*	*-9.6%*	*-2.0%*	*10.1%*	*108.5%*
无形资产周转率	*42.6*	*25.2*	*17.7*	*15.6*	*6.5*	*25.6*	*41.0*	*25.9*
非流动资产合计	**7,269.37**	**7,736.88**	**8,708.75**	**8,994.66**	**9,827.31**	**3,840.06**	**7,269.37**	**8,708.75**
资产总计	**26,847.43**	**27,691.45**	**31,824.16**	**34,129.75**	**39,141.25**	**20,932.21**	**26,847.43**	**31,824.16**
yoy		*13.4%*	*18.5%*	*23.3%*	*34.1%*	*21.1%*	*28.3%*	*18.5%*
总资产周转率	*2.0*	*1.8*	*1.6*	*1.2*	*0.4*	*1.5*	*2.0*	*1.6*
短期借款	289.05	219.92	223.95	428.36	420.01	102.07	289.05	223.95
应付账款	2,859.49	2,633.08	3,641.30	3,908.84	5,578.85	2,264.28	2,859.49	3,641.30
yoy		*-17.8%*	*27.3%*	*48.5%*	*101.4%*	*72.2%*	*26.3%*	*27.3%*
应付账款周转率	*5.0*	*4.3*	*4.0*	*2.9*	*2.0*	*11.1*	*10.7*	*7.5*
流动负债合计	**7,793.35**	**6,199.73**	**8,403.09**	**13,701.89**	**16,575.97**	**5,753.56**	**7,793.35**	**8,403.09**
非流动负债合计	**469.77**	**316.01**	**466.80**	**92.37**	**88.85**	**167.37**	**469.77**	**466.80**
负债总计	**8,263.11**	**6,515.73**	**8,869.89**	**13,794.26**	**16,664.81**	**5,920.93**	**8,263.11**	**8,869.89**
所有者权益合计	**18,584.31**	**21,175.72**	**22,954.26**	**20,335.49**	**22,476.44**	**15,011.28**	**18,584.31**	**22,954.26**
现金流量表拆分								
经营性现金流量净额	512.30	2,476.33	449.70	4311.01	2,399.48	3,017.13	2,722.23	2,926.03
yoy		*12.1%*	*-12.2%*	*60.4%*	*110.3%*	*55.8%*	*-9.8%*	*7.5%*
投资性现金流量净额	-1,377.59	-588.29	-510.50	-2,502.38	-334.06	1,453.80	-1,905.96	-1,098.79
筹资性现金流量净额	200.77	-1,163.25	-482.77	233.30	-1,458.91	-1,896.05	-1,148.59	-1,646.02
现金及现金等价物净增加额	**-521.86**	**743.86**	**-477.24**	**2,122.82**	**403.83**	**2,522.64**	**-246.64**	**266.62**

数据来源：wind，东吴证券研究所

注*：20H1 及 20Q3 均为合并海免后数据，其余期间未合并海免

表 4：公司收入拆分

单位：百万元	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	2017	2018	2019
商品销售业								
营业收入	**14,947.00**	**19,388.07**	**23,527.00**	**23,203.08**	**19,139.00**	**15,620.00**	**34,335.07**	**46,967.19**
yoy			*57.4%*	*19.7%*	*-18.7%*	*66.5%*	*119.8%*	*36.8%*
占收入比	*70.9%*	*74.8%*	*95.0%*	*100.0%*	*99.1%*	*55.2%*	*73.0%*	*97.9%*

其中：免税商品销售			22,908.00	22,909.93		14,860.75	33,227.33	45,817.93
yoy						*69.3%*	*123.6%*	*37.9%*
占商品销售业比			*97.4%*	*97.0%*		*95.1%*	*96.8%*	*97.6%*
毛利率						*45.7%*	*53.1%*	*50.0%*
其中：有税商品销售			619.00	293.15		759.25	1,107.74	1,149.26
yoy						*26.9%*	*45.9%*	*3.7%*
占商品销售业比			*2.6%*	*3.0%*		*4.9%*	*3.2%*	*2.4%*
毛利率						*22.1%*	*26.9%*	*31.6%*
成本						**8,657.65**	**16,398.22**	**23,696.36**
毛利						**6,962.35**	**17,936.85**	**23,270.83**
yoy						*64.9%*	*157.6%*	*29.7%*
毛利率						*44.6%*	*52.2%*	*49.5%*
三亚国际免税城								
营业收入	**4,140.11**	**3,869.89**	**5,329.02**	**5,135.98**	**5,977.00**	**6,084.00**	**8,010.00**	**10,465.00**
yoy			*28.7%*	*32.7%*	*12.2%*	*29.3%*	*31.7%*	*30.6%*
占收入比	*19.6%*	*14.9%*	*21.5%*	*22.1%*	*31.0%*	*21.5%*	*17.0%*	*21.8%*
免税商品销售	4,032.00	3,739.00	5,181.00	4,993.00		5,867.00	7,771.00	10,174.00
yoy			*28.5%*	*33.5%*		*28.0%*	*32.5%*	*30.9%*
进店人数（百万人次）						5.51	5.97	7.31
yoy						*22.2%*	*8.3%*	*22.4%*
购物人数（百万）						1.31	1.70	2.17
yoy						*35.1%*	*29.8%*	*27.6%*
客单价（元/人）						4,644.27	4,711.76	4,822.58
yoy					*1.1%*	*-4.3%*	*1.5%*	*2.4%*
特许经营费率	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*
归母净利润	**788.16**	**317.82**	**832.50**	**588.30**	**594.63**	**911.34**	**1,105.98**	**1,420.80**
yoy		*-59.7%*	*161.9%*	*-29.3%*	*-28.6%*	*70.6%*	*21.4%*	*28.5%*
归母净利率	*19.0%*	*8.2%*	*15.6%*	*11.5%*	*9.9%*	*15.0%*	*13.8%*	*13.6%*
海免（20 年 5 月并表）								
营业收入					**3,031.00**			
yoy					*136.4%*			
占收入比								
归母净利润					**144.61**			
yoy								
归母净利率					*4.8%*			

上海机场免税店（18 年 3 月并表）								
营业收入	**3,919.91**	**6,531.09**	**7,733.73**	**7,415.27**	**6,867.00**		**10,451.00**	**15,149.00**
yoy			*97.3%*	*13.5%*	*-11.2%*			*45.0%*
占收入比	*18.6%*	*25.2%*	*31.2%*	*32.0%*	*35.6%*		*22.2%*	*31.6%*
免税商品销售	3,834.00		7,377.00					
yoy			*92.4%*					
特许经营费率	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*		*1.0%*	*1.0%*
归母净利润	**214.54**	**252.30**	**320.61**	**128.48**	**56.16**		**466.84**	**449.09**
yoy		*17.6%*	*27.1%*	*-59.9%*	*-82.5%*			*-3.8%*
归母净利率	*5.5%*	*3.9%*	*4.1%*	*1.7%*	*0.8%*		*4.5%*	*3.0%*
北京机场免税店（17 年 4 月并表）								
营业收入	**3,973.00**	**3,416.00**	**4,365.00**	**4,224.00**	**1,850.00**	**4,311.00**	**7,389.00**	**8,589.00**
yoy			*9.9%*	*23.7%*	*-57.6%*		*71.4%*	*16.2%*
占收入比	*18.8%*	*13.2%*	*17.6%*	*18.2%*	*9.6%*	*15.2%*	*15.7%*	*17.9%*
特许经营费率	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
白云机场免税店								
营业收入			**844.00**	**1,078.00**		**161.54**	**883.84**	**1,922.00**
yoy							*447.1%*	*117.5%*
占收入比			*3.4%*	*4.6%*		*0.6%*	*1.9%*	*4.0%*
香港机场免税店								
营业收入	**952.00**	**1,145.08**	**1,296.00**	**1,106.00**			**2,097.08**	**2,402.00**
yoy			*36.1%*	*-3.4%*				*14.5%*
占收入比	*4.5%*	*4.4%*	*5.2%*	*4.8%*			*4.5%*	*5.0%*
其他商品销售								
营业收入	**1,961.98**	**4,426.01**	**3,959.25**	**4,243.83**	**1,414.00**	**4,673.69**	**5,063.46**	**5,504.15**
yoy			*101.8%*	*-4.1%*	*-64.3%*	*6.9%*	*8.3%*	*8.7%*
占收入比	*9.3%*	*17.1%*	*16.0%*	*18.3%*	*7.3%*	*16.5%*	*10.8%*	*11.5%*
旅游服务业								
营业收入			**599.00**			**12,277.67**	**12,289.50**	**599.15**
yoy						*-3.0%*	*0.1%*	*-95.1%*
占收入比			*2.4%*			*43.4%*	*26.1%*	*1.2%*
成本						**11,099.25**	**11,059.02**	**530.63**
毛利						**1,178.42**	**1,230.48**	**68.52**
yoy						*4.3%*	*4.4%*	*-94.4%*
毛利率						*9.6%*	*10.0%*	*11.4%*
其他业务								
营业收入			**637.41**			**384.62**	**382.75**	**400.15**

yoy		*8.1%*	*-0.5%*	*4.5%*
占收入比	*2.6%*	*1.4%*	*0.8%*	*0.8%*
成本		**91.13**	**61.09**	**45.80**
毛利		**293.49**	**321.66**	**354.36**
yoy		*12.0%*	*9.6%*	*10.2%*
毛利率		*76.3%*	*84.0%*	*88.6%*

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

表 5：海南免税历史数据

单位：百万元	2017	2018	2019
海口美兰机场（11 年 11 月开业）			
免税商品销售收入	**2,051.51**	**2,118.13**	**2,311.47**
yoy	*37.8%*	*3.2%*	*9.1%*
购物人数（百万）	1.02	1.18	1.27
yoy	*34.6%*	*15.2%*	*7.4%*
客单价（元/人）	2,003.42	1,795.03	1,824.29
yoy	*2.4%*	*-10.4%*	*1.6%*
海口日月广场（19 年 1 月开业）			
免税商品销售收入			**1,025.00**
yoy			
购物人数（百万）			0.39
yoy			
客单价（元/人）			2,662.34
yoy			
琼海博鳌免税店（19 年 1 月开业）			
免税商品销售收入			**99.53**
yoy			
购物人数（百万）			0.02
yoy			
客单价（元/人）			5,545.98
yoy			

数据来源：公司年报，美兰空港年报，商务部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

中国中免三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**22,246**	**27,186**	**41,130**	**56,128**
现金	11,906	14,267	16,955	28,296
应收账款	800	1,625	2,256	3,266
存货	8,060	10,110	18,648	21,848
其他流动资产	1,480	1,185	3,272	2,718
非流动资产	**8,442**	**9,963**	**10,601**	**10,936**
长期股权投资	255	295	335	375
固定资产	1,632	1,765	1,841	1,856
在建工程	399	307	245	197
无形资产	2,504	2,862	3,359	3,999
其他非流动资产	3,652	4,734	4,821	4,508
资产总计	**30,687**	**37,149**	**51,731**	**67,064**
流动负债	**7,961**	**9,581**	**13,706**	**15,517**
短期借款	224	0	0	0
应付账款	3,537	4,250	6,535	6,964
其他流动负债	4,200	5,332	7,171	8,553
非流动负债	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	415	415	415	415
负债合计	**8,377**	**9,997**	**14,121**	**15,932**
少数股东权益	2,421	3,640	6,046	9,379
归属母公司股东权益	19,890	23,512	31,565	41,753
负债和股东权益	**30,687**	**37,149**	**51,731**	**67,064**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,926	5,682	5,189	14,952
投资活动现金流	-1,099	-1,914	-1,130	-928
筹资活动现金流	-1,646	-1,407	-1,371	-2,683
现金净增加额	267	2,361	2,688	11,341
折旧和摊销	408	470	570	672
资本开支	1,498	1,390	410	450
营运资本变动	-2,150	-735	-7,132	-1,846

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47,966**	**54,553**	**87,304**	**124,235**
减:营业成本	24,273	27,255	43,137	60,744
营业税金及附加	772	1,020	1,728	2,439
营业费用	14,904	16,427	24,473	36,278
管理费用	1,549	2,068	2,940	4,189
财务费用	11	-222	-156	-226
资产减值损失	-378	150	50	50
加:投资净收益	965	78	78	78
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**7,109**	**7,934**	**15,210**	**20,839**
加:营业外净收支	52	13	15	21
利润总额	**7,160**	**7,947**	**15,225**	**20,860**
减:所得税费用	1,746	1,700	3,239	4,430
少数股东损益	786	1,219	2,406	3,333
归属母公司净利润	**4,629**	**5,028**	**9,580**	**13,097**
EBIT	6,966	7,725	15,069	20,634
EBITDA	7,374	8,195	15,638	21,306

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.37	2.58	4.91	6.71
每股净资产(元)	10.19	12.04	16.17	21.38
发行在外股份(百万股)	1952	1952	1952	1952
ROIC(%)	25.8%	25.5%	37.2%	38.6%
ROE(%)	24.3%	23.0%	31.9%	32.1%
毛利率(%)	49.4%	50.0%	50.6%	51.1%
销售净利率(%)	9.7%	9.2%	11.0%	10.5%
资产负债率(%)	27.3%	26.9%	27.3%	23.8%
收入增长率(%)	2.0%	13.7%	60.0%	42.3%
净利润增长率(%)	49.6%	8.6%	90.5%	36.7%
P/E	77.95	71.76	37.67	27.55
P/B	18.14	15.35	11.43	8.64
EV/EBITDA	47.72	42.77	22.40	16.06

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn