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 年 08 月 31 日

买入（维持）

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）	87.73	80.77	42.39	31.01

事件：公司发布 2020 年半年度报告，1H20 实现营收 193.1 亿元（-22%），毛利率 42.8%（+9.5pct），净利率 4%（-12pct），归母净利 9.3 亿元（-71.7%），扣除政府补助 1.6 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 7.8 亿（-68.9%）。盈利降幅较大主要是疫情冲击下免税门店客源大幅下降，免税商品销售收入降低所致。

投资要点

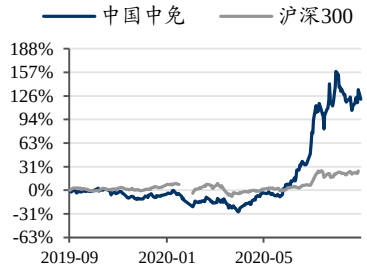
- **线上发力破局线下低谷，Q2 单季表现亮眼。**1）20Q1 实现营收 76.36 亿（-44.23%）。得益于疫情下经营策略迅速转变，线上持续发力，培育离岛补购新业态，Q2 表现亮眼，单季实现营收 116.7 亿元（+5.4%），环比大幅增长 52.9%；归母净利较 Q1 由负转正，实现 10.5 亿元（+6.6%）。2）积极开展电商业务创新，4 月新增两家三亚市内体验店，开拓线下免税品展示、线上购买的离岛免税新模式，多举措激活免税市场。

- **并购海免实现“1+1＞2”，20H1 离岛逆势增长。**1）公司 5 月完成海免 51%股权收购，拥有海南目前存量全部四家离岛店，完善离岛免税布局，巩固龙头地位。2）疫情下推出各类促销激活离岛免税市场，助力 20H1 三亚免税店逆势增长，实现营收 59.8 亿（+12.2%），归母净利 5.95 亿（-28.6%）。3）上半年海免三店营收利润双向大增，实现营收 30.3 亿（期初至合并日收入 20.6 亿，合并日至 6 月底收入 9.7 亿），相比 19 年 2-6 月（19 年 2 月海免并入中国旅游集团）增长 136.4%；净利润 3.4 亿（期初至合并日实现 2.3 亿，合并日至 6 月底实现 1.1 亿），同比大增 171.2%；贡献归母净利 1.45 亿。

- **机场免税受损明显，出入境航班恢复短期仍具不确定性。**1）20H1 上海机场/首都机场/香港国际机场出入境旅客吞吐量分别下滑 78.4%/78.9%/78.1%。出入境客流下降致机场免税受损明显，20H1 北京机场（首都机场 T2、T3 和大兴机场免税店）实现营收 18.5 亿（-57.6%）；上海机场（浦东机场和虹桥机场免税店）在日上直邮拉动下实现营收 68.7 亿，同比下降 11.2%，填补了相当一部分疫情带来的机场免税损失。2）结合租赁费与待支付费用判断，20H1 计提租金约 50 亿，考虑不可抗力因素，全年机场租金仍存在谈判空间。3）受保底租金影响，利润端承压更甚，20H1 日上上海归母净利 0.6 亿（-82.5%），日上中国归母净利出现并表以来首次亏损，亏损 0.3 亿元。

  疫情重创全球航空业，海外形势仍不明朗，国际客运需求恢复短期不确定性强，日上直邮、cdf 会员购等线上平台将成为机场免税渠道的有效补充。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	208.00
一年最低/最高价	66.25/249.00
市净率(倍)	23.01
流通 A 股市值(百万元)	406114.91

基础数据

每股净资产(元)	9.04
资产负债率(%)	40.42
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）：免税鎏金时代，龙头摩厉以须同风起》2020-08-18
2、《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
3、《中国国旅（601888）：Q3 业绩符合预期，看好免税龙头持续增长》2019-10-30

请务必阅读正文之后的免责声明部分

- **促销活动力度加大致毛利率显著下降，现金流依然坚挺。**1）为驱动消费复苏，公司积极开展系列折扣促销活动，导致主营业务毛利率下降 9.6pct 至 42.4%。2）销售费用率保持稳定，提升 0.3pct 至 31.2%；管理费用率 3.4%，同比上升 1pct，环比下降 0.7pct。3）支付经营场所租金大幅降低，拉动经营活动产生的现金流净额达 43.11 亿（+60.4%）。

- **政策催化+先发优势，中免龙头地位稳固。**1）7 月离岛新政正式实施，50 天内离岛免税销售额突破 50 亿（+250%），日均销售额超亿元，购物人数达 74 万人次（+70%），产品结构升级拉动客单价从 19 年的 3,544 元增长至 6,700 元以上；7 月渗透率达 29%（+17pct），免税品购买件数 458 万件（+150%）。长期消费回流空间巨大，离岛板块成长确定性高，有望成为中免最重要增长极。2）顶层设计提出坚持服务境外人士和我出境居民并重，国人市内店呼之欲出；中免提前布局，已拥有 5 家市内店，并进一步抢占华中、西北等地优质点位，先发优势明显，静待政策催化落地。

- **盈利预测与投资评级：**疫情催生公司发力线上，打通线上线下渠道，未来规模优势将更加显著。新政持续发力，推动离岛免税量价齐升，随着公司加强供应链管理、积极补库存、引入更多新品牌入驻，将充分享受免税赛道巨大增量空间。相应上调 20-22 年盈利预测。

  核心假设：

  采用客流量*渗透率*客单价计算方法。根据不同扣点率对机场航站楼进行详细拆分。

  1）三亚海棠湾：购物人数与客单价以海南离岛免税空间测算为依据，历史数据显示，三亚海棠湾购物人数/海南离岛购物人数稳定在 60%左右，三亚海棠湾客单价/海南离岛整体客单价稳定在 130%左右。测算得三亚海棠湾 22 年收入 672.7 亿元。

  2）上海机场：依据浦东机场 T1、浦东机场 T2+虹桥机场航班分布情况，预计免税收入分布。北京机场：依据日上中国数据得到首都机场 T3 航站楼收入，倒算出 T2 航站楼免税收入。白云机场：根据白云机场披露的免税经营合同，从合同期内预计为机场带来的收入倒算出预计免税收入。

  预计 20-22 年商品销售业务实现收入 484、735、1,060 亿元，19 年剥离国旅总社后预计旅游服务业务不再产生收入，随着市内店政策落地，市内店收入在其他业务中占比将持续提升。

  3）海免并表：参考上半年美兰机场国际旅客吞吐量和海南离岛购物人数，预计 2020-2022 年旅客量，依据以往客单价与海南整体客单价的关系预计未来客单价水平。

  基于上述假设，公司与海免并表后预计 2020-2022 年产生 546、873、1,242 亿元营收，对应增速为 13.7%、60%、42.3%。预计 20-22 年归母净利分别 50.3、95.8、131 亿元，同比增长 8.6%、90.5%、36.7%，EPS 为 2.58、4.91、6.71 元，当前股价对应 PE 为 81、42、31 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。机场免税和市内免税业务与出入境客流量息息相关，疫情持续蔓延可能影响客流与整体消费复苏进度。

  政策落地不及预期风险。免税行业政策为纲，若市内店政策落地不达预期，将影响公司业务与发展规划。

  行业竞争加剧风险。免税政策放宽可能吸引大量新参与者，加剧行业竞争，存

在恶化行业利润空间的可能。颁发牌照，鼓励新竞争者进入，公司市场占有率有受损风险。

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	18H1	18H2	19H1	19H2	20H1	2017	2018	2019
利润表拆分								
营业收入	**21,084.72**	**25,922.60**	**24,763.41**	**23,203.08**	**19,309.48**	**28,282.29**	**47,007.32**	**47,966.50**
yoy			*17.4%*	*-10.5%*	*-22.0%*	*26.3%*	*66.2%*	*2.0%*
营业成本	12,393.50	15,124.83	11,810.31	12,462.48	11,050.45	19,848.03	27,518.33	24,272.79
毛利	**8,691.22**	**10,797.77**	**12,953.10**	**10,740.60**	**8,259.03**	**8,434.26**	**19,488.99**	**23,693.71**
yoy			*49.0%*	*-0.5%*	*-36.2%*	*50.2%*	*131.1%*	*21.6%*
毛利率	*41.2%*	*41.7%*	*52.3%*	*46.3%*	*42.8%*	*29.8%*	*41.5%*	*49.4%*

销售费用	**4,860.19**	**6,740.46**	**7,643.93**	**7,260.15**	**6,018.09**	**3,528.70**	**11,600.65**	**14,904.08**
/总收入	*23.1%*	*26.0%*	*30.9%*	*31.3%*	*31.2%*	*12.5%*	*24.7%*	*31.1%*
管理费用	**571.05**	**1,030.07**	**598.87**	**950.50**	**647.12**	**1,082.44**	**1,601.12**	**1,549.38**
/总收入	*2.7%*	*4.0%*	*2.4%*	*4.1%*	*3.4%*	*3.8%*	*3.4%*	*3.2%*
财务费用	**-12.13**	**5.15**	**22.68**	**-11.99**	**0.14**	**-142.87**	**-6.98**	**10.69**
/总收入	*-0.1%*	*0.0%*	*0.1%*	*-0.1%*	*0.0%*	*-0.5%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	**3,054.47**	**2,371.79**	**5,099.68**	**2,008.93**	**1,184.33**	**3,853.48**	**5,426.25**	**7,108.61**
yoy			*67.0%*	*-15.3%*	*-76.8%*	*45.5%*	*40.8%*	*31.0%*
利润总额	**3,061.56**	**2,274.44**	**5,160.44**	**2,000.05**	**1,161.20**	**3,834.20**	**5,336.00**	**7,160.48**
yoy			*68.6%*	*-12.1%*	*-77.5%*	*43.5%*	*39.2%*	*34.2%*
所得税	758.44	642.41	1,190.12	555.65	381.22	899.65	1,400.84	1,745.77
所得税率	*24.8%*	*28.2%*	*23.1%*	*27.8%*	*32.8%*	*23.5%*	*26.3%*	*24.4%*
净利润	**2,303.12**	**1,632.04**	**3,970.32**	**1,444.39**	**779.99**	**2,934.55**	**3,935.16**	**5,414.71**
yoy			*72.4%*	*-11.5%*	*-80.4%*	*44.2%*	*34.1%*	*37.6%*
净利率	*10.9%*	*6.3%*	*16.0%*	*6.2%*	*4.0%*	*10.4%*	*8.4%*	*11.3%*
归母净利润	**1,919.12**	**1,175.63**	**3,291.35**	**1,337.64**	**930.52**	**2,530.76**	**3,094.75**	**4,628.99**
yoy			*71.5%*	*13.8%*	*-71.7%*	*40.0%*	*22.3%*	*49.6%*
归母净利率	*9.1%*	*4.5%*	*13.3%*	*5.8%*	*4.8%*	*8.9%*	*6.6%*	*9.7%*
资产负债表拆分								
现金及现金等价物	**11,797.14**	**11,289.14**	**11,882.89**	**12,486.03**	**14,714.56**	**11,484.25**	**11,289.14**	**12,486.03**
/总收入	*56.0%*	*43.5%*	*48.0%*	*53.8%*	*76.2%*	*40.6%*	*24.0%*	*26.0%*
应收账款	1,292.08	978.57	649.91	151.44	189.38	946.48	978.57	151.44
yoy			*-49.7%*	*-84.5%*	*-70.9%*	*3.7%*	*3.4%*	*-84.5%*
应收账款周转率		*45.67*	*60.83*	*115.82*	*226.62*	*30.4*	*48.8*	*84.9*
流动资产合计	**18,724.09**	**19,578.06**	**19,954.57**	**23,115.41**	**25,135.10**	**17,092.15**	**19,578.06**	**23,115.41**
yoy			*6.6%*	*18.1%*	*26.0%*	*26.7%*	*14.5%*	*18.1%*
固定资产	2,027.49	1,932.17	1,693.91	1,684.22	1,615.42	1,425.75	1,932.17	1,684.22
yoy			*-16.5%*	*-12.8%*	*-4.6%*	*-5.1%*	*35.5%*	*-12.8%*
固定资产周转率		*26.2*	*27.3*	*27.5*	*23.4*	*19.3*	*28.0*	*26.5*
无形资产	1,233.11	1,202.02	2,725.04	2,506.52	2,451.17	1,091.82	1,202.02	2,506.52
yoy			*121.0%*	*108.5%*	*-10.0%*	*-2.0%*	*10.1%*	*108.5%*
无形资产周转率		*42.6*	*25.2*	*17.7*	*15.6*	*25.6*	*41.0*	*25.9*
非流动资产合计	**5,693.27**	**7,269.37**	**7,736.88**	**8,708.75**	**8,994.66**	**3,840.06**	**7,269.37**	**8,708.75**
资产总计	**24,417.37**	**26,847.43**	**27,691.45**	**31,824.16**	**34,129.75**	**20,932.21**	**26,847.43**	**31,824.16**
yoy			*13.4%*	*18.5%*	*23.3%*	*21.1%*	*28.3%*	*18.5%*
总资产周转率		*2.0*	*1.8*	*1.6*	*1.2*	*1.5*	*2.0*	*1.6*

短期借款	50.00	289.05	219.92	223.95	428.36	102.07	289.05	223.95
应付账款	3,201.44	2,859.49	2,633.08	3,641.30	3,908.84	2,264.28	2,859.49	3,641.30
yoy			*-17.8%*	*27.3%*	*48.5%*	*72.2%*	*26.3%*	*27.3%*
应付账款周转率		*5.0*	*4.3*	*4.0*	*2.9*	*11.1*	*10.7*	*7.5*
流动负债合计	**7,215.37**	**7,793.35**	**6,199.73**	**8,403.09**	**13,701.89**	**5,753.56**	**7,793.35**	**8,403.09**
非流动负债合计	**313.79**	**469.77**	**316.01**	**466.80**	**92.37**	**167.37**	**469.77**	**466.80**
负债总计	**7,529.15**	**8,263.11**	**6,515.73**	**8,869.89**	**13,794.26**	**5,920.93**	**8,263.11**	**8,869.89**
所有者权益合计	**16,888.21**	**18,584.31**	**21,175.72**	**22,954.26**	**20,335.49**	**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	2,209.93	512.30	2,687.73	238.30	4,311.01	3,017.13	2,722.23	2,926.03
yoy			*21.6%*	*-53.5%*	*60.4%*	*55.8%*	*-9.8%*	*7.5%*
投资性现金流量净额	-528.37	-1,377.59	-100.51	-998.28	-2,502.38	1,453.80	-1,905.96	-1,098.79
筹资性现金流量净额	-1,349.36	200.77	-1,220.64	-425.38	233.30	-1,896.05	-1,148.59	-1,646.02
现金及现金等价物净增加额	**275.22**	**-521.86**	1,385.65	-1,119.02	2,122.82	**2,522.64**	**-246.64**	**266.62**

数据来源：wind，东吴证券研究所

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						*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		8,065.96	15,588.57	22,910.16
yoy						*72.0%*	*93.3%*	*47.0%*
占商品销售业比						*10.9%*	*6.2%*	*4.9%*
毛利率						*26.9%*	*45.9%*	*3.7%*
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

请务必阅读正文之后的免责声明部分

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

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	87.73	80.77	42.39	31.01
P/B	20.42	17.27	12.87	9.73
EV/EBITDA	53.86	48.30	25.29	18.19

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