中国中免（601888）

公司研究/点评报告

Q2 盈利回升，关注离岛免税供应链改善进展

—中国中免半年报点评

点评报告/消费者服务　　2020 年 08 月 31 日

一、事件概述

8 月 28 日，公司发布 2020 年半年报：公司 1H20 实现营收 193 亿元/- 22% YoY，归母净利 9.31 亿元/- 72% YoY，扣非净利 7.8 亿元/-69% YoY。其中，公司 2Q20 实现营收 117 亿元/+10% YoY，归母净利 10.5 亿元/+8% YoY，扣非净利 9.0 亿元/-1% YoY。

二、分析与判断

➢ 新零售+离岛免税驱动收入回升、盈利能力企稳

上半年受益于国内疫情恢复，以及公司积极应对疫情，推出离岛免税补购+会员购模式结合促销活动，公司营收、利润逆势回升企稳。其中，三亚海棠湾/海免/日上上海/北京机场免税店上半年实现营业收入 60 亿/30 亿/69 亿/19 亿元，同比各增 12%/136%/-11%/-58%。毛利率层面，Q2 公司毛利率同比降 11pct，环比基本持平，主要受新零售业务需补缴税费，及折扣活动进一步扩大影响。同时，公司基于谨慎性原则，上半年继续足额计提机场渠道保底租金至销售费用，其他应付款同比增长近 50 亿元。但公司 Q2 净利润率同比仅略降 0.8pct，主要与公司新零售业务较高净利润率有关，我们估算该业务整体净利润率约 20%+，与原先海棠湾整体净利润率相若（含批发+租金）。

➢ 离岛免税+线上渠道后续有望进一步放量

伴随 7 月 1 日起海南离岛免税新政施行，截至 8 月 18 日海南离岛免税销售额已突破 50 亿元，整体客单价较新政前增长 90%至 6757 元，旅客购物转化率同比增加 17pct 至 29%，实现量价齐升。而考虑到当前离岛免税店供应链尚未改善到位，我们认为在公司后续进一步加强与品牌招商谈判的努力之下，客单价有望继续上行。此外，公司当前日上上海及会员购业务线上促销折扣活动范围和力度逐步加大，后续线上渠道进一步放量可期。

三、投资建议

我们预计公司 2020-22 年 EPS 各为 2.31、4.77、6.76 元，对应 PE 为 95/46/33 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：

离岛免税销售进展低于预期；国人市内免税政策进展低于预期；行业竞争格局恶化。

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	69,102	109,137	136,239
增长率（%）	2.0%	44.1%	57.9%	24.8%
归属母公司股东净利润（百万元）	4,629	4,514	9,322	13,207
增长率（%）	49.6%	-2.5%	106.5%	41.7%
每股收益（元）	2.37	2.31	4.77	6.76
PE（现价）	92.9	95.3	46.1	32.6
PB	21.6	17.6	12.8	9.2

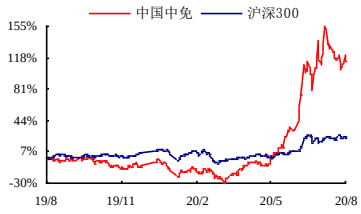
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐　维持评级

当前价格： 203.99 元

交易数据	2020-8-27
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）	3,983
流通市值（亿元）	3,983

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):线上线下持续发力，公司离岛免税业务有望加速

2.中国国旅(601888):618 免税折扣力度加大，公司盈利有望继续上行

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	69,102	109,137	136,239
营业成本	24,273	40,048	57,866	69,334
营业税金及附加	772	971	1,607	2,038
销售费用	14,904	19,349	30,558	38,147
管理费用	1,549	2,004	3,602	4,768
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	6,731	15,504	21,952
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	306	248	326
投资收益	965	975	25	25
营业利润	7,109	7,400	15,282	21,651
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	7,400	15,282	21,651
所得税	1,746	1,776	3,668	5,196
净利润	5,415	5,624	11,614	16,455
归属于母公司净利润	4,629	4,514	9,322	13,207
EBITDA	6,876	6,731	15,504	21,952

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11906	11067	21319	35521
应收账款及票据	800	1637	2226	2759
预付款项	381	1022	1281	1464
存货	8060	15607	19007	22871
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	30458	45517	64105
长期股权投资	255	1230	1255	1280
固定资产	1632	1632	1632	1632
无形资产	2504	2504	2504	2504
非流动资产合计	8442	10083	12108	14133
资产合计	30687	40541	57625	78238
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	4856	7154	9028
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	12192	17662	21819
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	12607	18077	22235
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3531	5823	9071
股东权益合计	22310	27934	39548	56003
负债和股东权益合计	30687	40541	57625	78238

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.0%	44.1%	57.9%	24.8%
EBIT 增长率	14.9%	4.1%	130.4%	41.6%
净利润增长率	49.6%	-2.5%	106.5%	41.7%
盈利能力				
毛利率	49.4%	42.0%	47.0%	49.1%
净利润率	9.7%	6.5%	8.5%	9.7%
总资产收益率 ROA	15.1%	11.1%	16.2%	16.9%
净资产收益率 ROE	23.3%	18.5%	27.6%	28.1%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.5	2.6	2.9
速动比率	1.8	1.2	1.5	1.9
现金比率	1.5	0.9	1.2	1.6
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
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	1.9	2.2	2.0
每股指标（元）				
每股收益	2.4	2.3	4.8	6.8
每股净资产	10.2	12.5	17.3	24.0
每股经营现金流	1.5	(0.1)	6.3	8.3
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	92.9	95.3	46.1	32.6
PB	21.6	17.6	12.8	9.2
EV/EBITDA	60.9	62.3	26.4	18.0
股息收益率	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,415	5,624	11,614	16,455
折旧和摊销	786	306	248	326
营运资金变动	(2,150)	(5,127)	415	(554)
经营活动现金流	2,921	(172)	12,251	16,202
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	(839)	10,251	14,202

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。