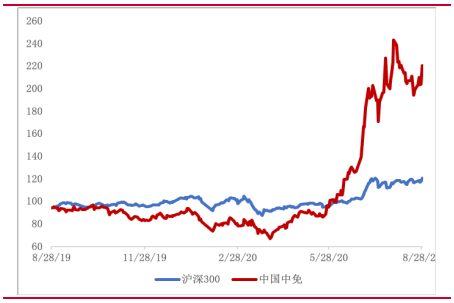
社服\免税 中国中免（601888.SH） 维持评级

报告原因：业绩公告 Q2 业绩扭亏为盈，离岛免税实现逆势增长 增持

2020 年 8 月 29 日 **公司研究/点评报告**

公司近一年市场表现



市场数据：2020 年 8 月 28 日

收盘价(元)：	220.30
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)：	4301.30
总市值（亿）：	4301.30

基础数据：2020 年 6 月 30 日

基本每股收益	0.4766
每股净资产(元)：	10.42
净资产收益率：	4.65%

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）2019 年报点评：免税业务增速稳定，进一步巩固行业龙头地位（2020-4-23）

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 年中期财务报告，期内实现营收 193.09 亿元（-22.02%），归母净利润 9.31 亿元（-71.73%），**扣非归母净利润 7.78 亿元（-68.86%）。其中 Q2 实现营收 116.73 亿元（+9.58%），相较于 Q1 营收 76.36 亿元环比提升 52.87%；Q2 归母净利润 10.51 亿元（+7.93%），相较于 Q1 归母业绩亏损 1.20 亿元扭亏为盈；Q2 扣非归母净利润 8.98 亿元（-0.01%）。
- **疫情影响机场免税店营收大幅下滑，海南离岛免税业务实现逆势增长。**离岛免税业务实现逆势增长，其中三亚市内免税店实现营收 59.77 亿元（+12.16%），海免公司实现营收 30.31 亿元（+136.35%）。但受机场出入境客流下降影响，日上上海（浦东机场+虹桥机场）免税店实现营收 68.67 亿元（-11.20%），北京机场免税店（首都机场 T2、T3、大兴机场）实现营收 18.50 亿元（-57.61%）。
- **期内公司整体费用率把控较好，较去年同期微增 0.57 个百分点。**期内公司主营业务毛利率为 42.42%，相较于去年同期下降 9.61pct，整体费用率 34.52%（+0.57pct），其中销售费用率 31.17%（-0.23pct）、管理费用率 3.35%（+0.89pct）、财务费用率 0.001%（-0.09pct）。
- **投资建议：**公司二季度业绩实现扭亏为盈，短期来看三季度暑假以及四季度中秋国庆小长假有望促进海南离岛免税销售额继续攀升；中长期离岛免税新政提升个人年度消费额度至 10 万元、取消行邮税、扩大销售商品种类有利于提升客单价、吸纳更多消费群体。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.47\4.00\5.24，对应公司 8 月 28 日收盘价 220.30 元，2020-2022 年 PE 分别为 89.11\55.13\42.07，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	49645	63546	76255
收入同比	2%	3%	28%	20%
归母净利润(百万元)	4629	4827	7803	10224
净利润同比	50%	4%	62%	31%
毛利率	49.4%	48.0%	51.0%	52.0%
ROE	24.3%	20.2%	27.2%	30.9%
EPS（元）	2.37	2.47	4.00	5.24
P/E	92.92	89.11	55.13	42.07
P/B	21.63	21.14	14.96	12.98
EV/EBITDA	20	65	41	32

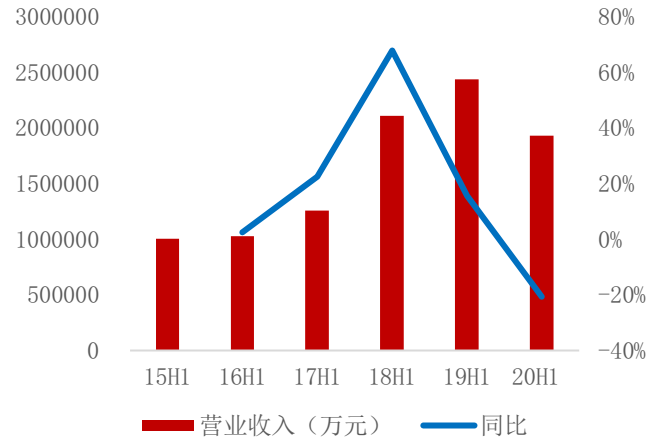
资料来源：wind，山西证券研究所

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. 公司半年报业绩表现

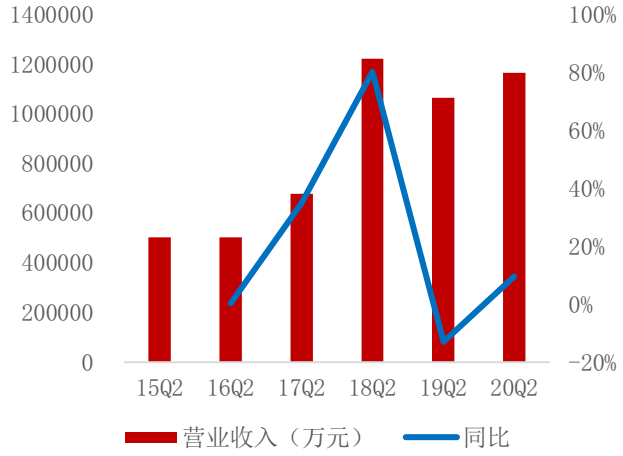
公司发布 2020 年中期财务报告，期内实现营收 193.09 亿元（-22.02%），归母净利润 9.31 亿元（-71.73%），扣非归母净利润 7.78 亿元（-68.86%）。其中 Q2 实现营收 116.73 亿元（+9.58%），相较于 Q1 营收 76.36 亿元环比提升 52.87%；Q2 归母净利润 10.51 亿元（+7.93%）,相较于 Q1 归母业绩亏损 1.20 亿元实现扭亏为盈；Q2 扣非归母净利润 8.98 亿元（-0.01%）。

图 1：中国中免 H1 营收情况及增速



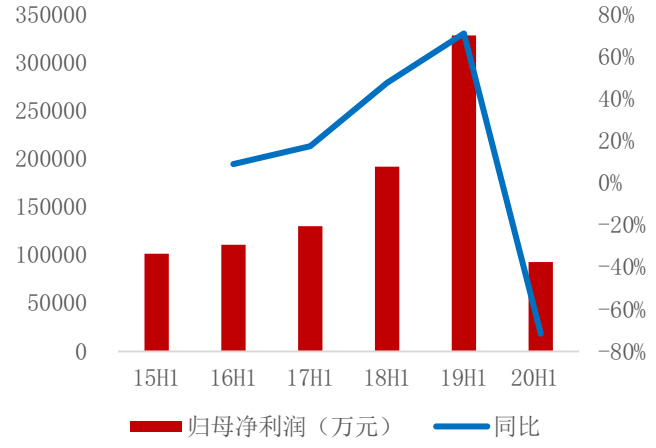
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：中国中免 Q2 营收情况及增速



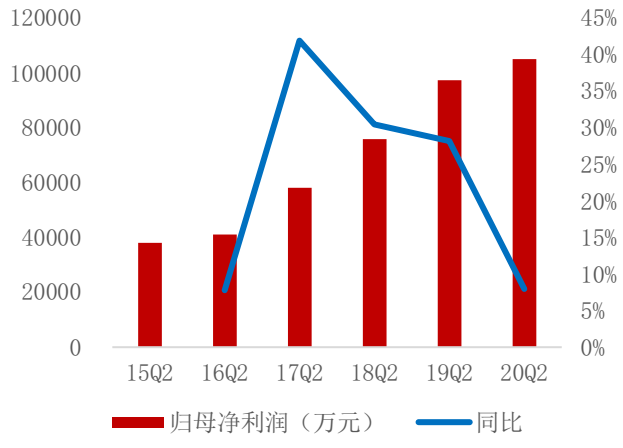
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：中国中免 H1 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 Q2 归母净利润情况及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

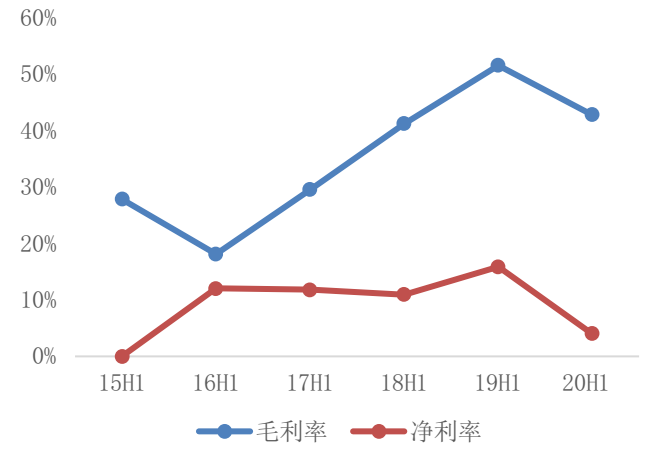
1.1 收入端

疫情影响机场免税店营收大幅下滑，海南离岛免税业务实现逆势增长。公司营业利润、归母净利润同比下降幅度较大，主要系报告期内受疫情影响，免税门店客源大幅下降导致商品销售收入较低、重点机场渠道租金机体所致。随着国内疫情防控持续向好，境外消费回流以及促销活动力度较大，二季度业绩扭亏为盈，营收较 Q1 提升显著。其中离岛免税业务实现逆势增长，其中三亚市内免税店实现营收 59.77 亿元(+12.16%)，海免公司实现营收 30.31 亿元（+136.35%）。但受机场出入境客流下降影响，日上上海（浦东机场+虹桥机场）免税店实现营收 68.67 亿元（-11.20%），北京机场免税店（首都机场 T2、T3、大兴机场）实现营收 18.50 亿元（-57.61%）。

1.2 费用端

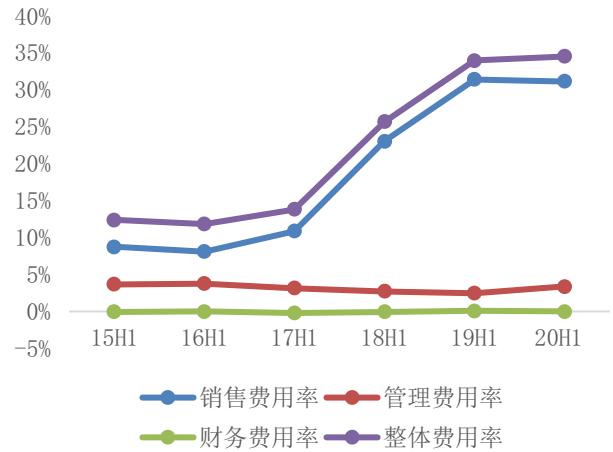
期内公司整体费用率把控较好，较去年同期微增 0.57 个百分点。期内公司主营业务毛利率为 42.42%，相较于去年同期下降 9.61pct，主要系报告期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致。整体费用率 34.52%（+0.57pct），其中销售费用率 31.17%(-0.23pct)系销售提成租金费用降低所致；管理费用率 3.35%(+0.89pct)系资产折旧摊销增加所致；财务费用率 0.001%（-0.09pct）系受疫情影响免税消费者减少、刷卡手续费减少所致。

图 5：中国中免 H1 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 H1 各项费用率变化



数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 离岛免税业务

国际疫情持续蔓延利好离岛免税业务快速发展。国内疫情已逐步得到控制，但疫情在国际形势仍然险峻，相较于国内游市场呈现逐渐回暖态势，预计出境旅游将需要更长恢复周期。出境游归期待定，拖累机场免税业务营收下滑。海南旅游市场逐步回暖，受益于海南自贸港政策落地、离岛免税政策再次放宽等利好因素，海南离岛免税市场复苏态势显著。

专注海南免税业务。在海南市场，公司积极培育离岛免税补购等新业务，通过丰富商品种类、折扣、满减、赠券、线上补购等措施重点发展离岛免税销售业务。1 月，三亚国际免税城二期（河心岛项目）正式开业；4 月，公司在三亚新增设两家市内免税体验店；5 月，完成对海免公司 51%股权收购。随着海南政策不断向好，未来公司在海南离岛免税布局将进一步完善。

2. 投资建议及盈利预测

公司二季度业绩实现扭亏为盈，短期来看三季度暑假以及四季度中秋国庆小长假有望促进海南离岛免税销售额继续攀升；中长期离岛免税新政提升个人年度消费额度至 10 万元、取消行邮税、扩大销售商品种类，特别是电子产品有利于提升客单价、吸纳更多消费群体。免税政策红利加码、海外疫情尚未得到有效控制促进消费回流加速等因素助力公司销售额年内创新高。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.47\4.00\5.24，对应公司 8 月 28 日收盘价 220.30 元，2020-2022 年 PE 分别为 89.11\55.13\42.07，维持评级给予“增持”评级。

3. 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	25,027	28,369	32,615
现金	11,906	15,478	18,573	22,474
应收账款	1,676	960	1,152	1,383
其他应收款	876	0	0	0
预付账款	381	385	393	404
存货	8,271	8,354	8,438	8,522
其他流动资	(864)	(150)	(186)	(167)
非流动资产	8,442	6,988	8,415	8,434
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	3,859	2,580
其他非流动	3,557	1,815	1,851	3,044
资产总计	30,687	32,015	36,784	41,049
流动负债	7,961	7,609	7,616	7,813
短期借款	224	228	233	238
应付账款	3,537	3,538	3,538	3,538
其他流动负	4,200	3,842	3,845	4,037
非流动负债	415	386	409	101
长期借款	0	0	0	0
其他非流动	415	386	409	101
负债合计	8,377	7,994	8,026	7,914
少数股东权益	2,421	3,673	6,089	9,614
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	20,348	28,758	33,135
负债和股东权	30,687	32,015	36,784	41,049

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	5,021	7,653	9,888
净利润	4,629	4,827	7,803	10,224
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	(258)	(444)
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	(289)	(327)	(313)
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	101	113	127
现金净增加额	181	3,299	6,177	8,426

利润表 单位:百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,966	49,645	63,546	76,255
营业成本	24,273	25,816	31,138	36,603
营业税金及附加	772	149	191	229
销售费用	14,904	15,887	20,335	24,097
管理费用	1,549	1,489	1,652	1,906
财务费用	11	(149)	(191)	(229)
资产减值损失	(378)	(1)	(1)	(1)
公允价值变动收	0	0	0	0
投资净收益	965	1	1	1
营业利润	7,109	6,456	10,424	13,652
营业外收入	66	0	0	0
营业外支出	14	1	1	1
利润总额	7,160	6,456	10,423	13,652
所得税	1,746	1,614	2,606	3,413
净利润	5,415	4,842	7,818	10,239
少数股东损益	786	15	15	15
归属母公司净利	4,629	4,827	7,803	10,224
EBITDA	8,103	6,609	10,524	13,703
EPS（元）	2.37	2.47	4.00	5.24

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	2.04%	3.50%	28.00%	20.00%
营业利润	31.00	-9.18%	61.46%	30.97%
归属于母公司净	49.58	4.27%	61.65%	31.03%
获利能力				
毛利率(%)	49.40	48.00%	51.00%	52.00%
净利率(%)	9.65%	9.72%	12.28%	13.41%
ROE(%)	24.27	20.16%	27.18%	30.90%
ROIC(%)	7.80%	8.40%	8.70%	9.10%
偿债能力				
资产负债率(%)	27.30	41.00%	40.00%	38.00%
净负债比率(%)	50.00	55.00%	56.00%	71.00%
流动比率	2.79	1.12	1.29	1.31
速动比率	1.76	0.85	0.87	0.89
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.10	1.10	1.10
应收账款周转率	10.80	10.30	10.30	10.30
应付账款周转率	15.00	14.03	17.96	21.55
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	2.37	2.47	4.00	5.24
每股经营现金流(最新摊	1.50	2.57	3.92	5.06
每股净资产(最新摊薄)	10.19	10.42	14.73	16.97
估值比率				
P/E	92.9	89.1	55.1	42.1
P/B	21.6	21.1	15.0	13.0
EV/EBITDA	19.99	65.35	41.26	31.85

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