中国中免（601888）

公司研究/动态报告

线上线下持续发力，公司离岛免税业务有望加速

动态研究报告/消费者服务 | 2020 年 07 月 31 日

报告摘要：

- **维持离岛免税1300亿市场规模的预判，实现的时间点或有望提前**

根据海关最新数据，7 月离岛免税客单价 7897 元，已超过我们前期测算 7.8K-17K 客单价下限。同时，7 月下旬以来的客单价已经突破 10K，而考虑到当前供应链尚未改善到位（手机、高端手表等仍有缺货现象），我们认为在即将到来的 Q3/Q4，客单价仍将持续上行。同时，我们预计以进出岛旅客人次（机场+港口）口径计算的购物转化率接近 20%，去年同期则为 13%。若目前的销售状态持续至明年，则离岛免税 21 年的销售规模或将显著高于我们此前预期的 400 亿。重点建议关注供应链的改善进展。

- **设立武汉市内免税店，公司市内免税布点有望持续增加**

近期中免与武汉港发集团签订战略合作意向，明年将于武汉设立第 6 家市内免税店。此前，中免还与广州市政府亦签订了战略合作协议。此外，在此前布点的 5 个城市中，中免也已就扩容完成选址。我们预计，虽然市内免税店未来设立将采取招投标方式，但目前中免布局的市内店已涵盖国内近 70%的出入境客流，先发优势明显，未来政策放开后，中免仍将是市场扩容的最大受益者。

- **携手淘宝，新零售模式不断拓展**

截止目前，离岛免税补购商城已经将两大流量平台微信、淘宝纳入怀中，对后续提高旅客补购转化率意义重大。此外，CDF 会员购业务也通过市内的线下门店、分子公司人员微信朋友圈宣传等方式进行推广，预计亦有可观贡献。目前公司新零售业务净利润率较高，但预计年底会有销售提成费用支出，目前比例暂未确定。长远而言，补购+会员购业务可对标进口跨境电商（预计化妆品的市场空间在千亿之上），市场空间可观。

- **投资建议**

结合最新参数调整，上调公司 2020-22 年 EPS 至 2.31、4.62、6.41 元，对应 PE 各为 97/48/35 倍。公司 2016 年以来历史估值平均为 40 倍，伴随下半年离岛免税供应链改善以及国人市内免税政策落地，公司估值仍有提升空间。此外，考虑海外疫情进展，建议关注下半年中免集团与机场之间关于租金及扣点率的谈判进展。维持“推荐”评级。

- **风险提示：**

离岛免税经营进展不及预期；公司存货减值力度超预期。

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	105,707	129,628
增长率（%）	2.0	44.1	53.0	22.6
归属母公司股东净利润（百万元）	4,629	4,514	9,022	12,524
增长率（%）	49.6	-2.5	99.9	38.8
每股收益（元）	2.37	2.31	4.62	6.41
PE（现价）	94.2	96.6	48.3	34.8
PB	21.9	17.9	13.0	9.5

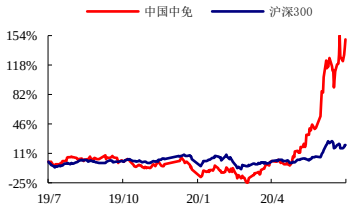
资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐 维持评级

当前价格： 223.3 元

交易数据	2020-7-30
近 12 个月最高/最低（元）	227.27/67.2
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）	4,360
流通市值（亿元）	4,360

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 S0100519080001

电话： 021-60876718

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

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

2.中国国旅(601888):免税龙头增长稳健，静待政策红利持续释放

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	105,707	129,628
营业成本	24,273	40,048	56,082	66,028
营业税金及附加	772	971	1,557	1,939
销售费用	14,904	19,349	29,598	36,296
管理费用	1,549	2,004	3,488	4,537
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	6,731	14,982	20,828
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	306	216	322
投资收益	965	975	25	25
营业利润	7,109	7,400	14,791	20,531
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	7,400	14,791	20,531
所得税	1,746	1,776	3,550	4,927
净利润	5,415	5,624	11,241	15,604
归属于母公司净利润	4,629	4,514	9,022	12,524
EBITDA	6,876	6,731	14,982	20,828

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11906	11067	21658	34454
应收账款及票据	800	1637	2156	2625
预付款项	381	1022	1241	1394
存货	8060	15607	17936	21947
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	30458	44603	61844
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	56711	75977
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	4856	6934	8597
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	12192	17121	20784
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	17536	21199
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3531	5749	8829
股东权益合计	22310	27934	39175	54778
负债和股东权益合计	30687	40541	56711	75977

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	53.0	22.6
EBIT 增长率	14.9	4.1	122.6	39.0
净利润增长率	49.6	-2.5	99.9	38.8
盈利能力				
毛利率	49.4	42.0	46.9	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	15.9	16.5
净资产收益率 ROE	23.3	18.5	27.0	27.3
偿债能力				
流动比率	2.8	2.5	2.6	3.0
速动比率	1.8	1.2	1.6	2.0
现金比率	1.5	0.9	1.3	1.7
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	4.6	6.4
每股净资产	10.2	12.5	17.1	23.5
每股经营现金流	1.5	(0.1)	6.4	7.6
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	94.2	96.6	48.3	34.8
PB	21.9	17.9	13.0	9.5
EV/EBITDA	61.7	63.2	27.7	19.3
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	11,241	15,604
折旧和摊销	786	306	216	322
营运资金变动	(2,150)	(5,127)	1,159	(1,104)
经营活动现金流	2,921	(172)	12,591	14,796
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	1,947	4,001	13,505

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。