短期业绩利空消退，免税新政促下半年业绩增长大幅提速

——中国中免半年度业绩预告点评

公司点评

● 事件：公司上半年净利降 71.73%至 9.31 亿元

7 月 16 日，公司披露 2020 年半年度业绩快报，实现营业总收入 193.09 亿元，同比下降 22.02%；利润总额 11.61 亿元，同比下降 77.50%；归属于上市公司股东的净利润 9.31 亿元，同比下降 71.73%；扣非净利润位 7.8 亿元，同比下降 68.9%，主要原因是报告期内受新冠肺炎疫情的影响，免税门店客源同比大幅下降，导致销售收入降低所致。

● 加大线上销售，Q2 营收和净利润均实现恢复增长

分季度来看，Q2 随着疫情好转，免税业务开始恢复增长。Q2 公司实现营收 116.7 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.9%；扣非净利润 9 亿元，同比下降 1.3%。二季度公司的营收和净利润都实现恢复增长，在出境游暂停、国内游恢复不足五成的情况下，公司积极转变经营策略，加大线上销售，抓住离岛免税市场的恢复，实现了较好的业绩回补。

● 免税新政策推动免税销售规模迅速放大，下半年业绩增长料大幅提速

7 月 1 日至 7 日海南离岛免税新政实施第一周内，离岛旅客累计购物 4.5 亿元，免税 6571 万元，日均免税 939 万元，比上半年日均增长 58.2%。海关统计显示，新政实施以来，购物人次为 6.5 万人次；客单价达到 6900 元左右，比去年底增长 100%。新政的持续实施充分满足了旅游购物需求，更加利好免税行业。根据我们测算，到 2022 年离岛免税市场规模将超过 600 亿，2019 年海南全省离岛免税销售仅 136 亿元，未来 2 年行业规模将快速扩大 5 倍。中国中免旗下有三亚海棠湾、海口美兰机场、海口日月广场和琼海博鳌 4 家免税店，垄断了海南离岛免税市场，预计下半年业绩增长将大幅提速。虽然政策鼓励适度竞争，但其他牌照方要进入离岛免税市场，至少需要 1 年半的审批和开业时间，因此今年到 2022 年离岛免税的增量规模全部归中免享有。

● 中长期业绩高增长逻辑不变，维持“强烈推荐”评级

公司 H1 短期业绩受疫情影响，但公司作为免税龙头，充分享受新政红利，中长期高增长可期，我们维持预测中国中免 2020-2022 年实现营收 424.45 亿元、649.75 亿元、778.64 亿元，同比增长-11.5%、53.1%、19.8%；归母净利润分别为 33.71 亿元、65.39 亿元、83.39 亿元，同比增长-27.2%、94.0%、27.5%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 99、51、40。维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示： 政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险

财务摘要和估值指标

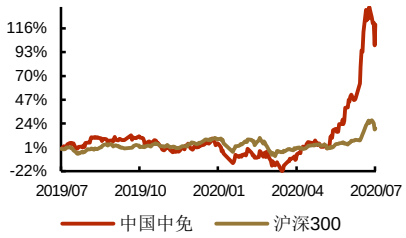
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	42,445	64,975	77,864
增长率(%)	66.2	2.0	-11.5	53.1	19.8
净利润(百万元)	3,095	4,629	3,371	6,539	8,339
增长率(%)	22.3	49.6	-27.2	94.0	27.5
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.9	10.1	10.7
ROE(%)	21.2	24.3	14.9	24.8	25.1
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	1.73	3.35	4.27
P/E(倍)	107.9	72.1	99.1	51.1	40.0
P/B(倍)	20.6	16.8	15.3	12.4	9.8

强烈推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2020.07.17
收盘价(元):	188.1
一年最低/最高(元):	66.5/218.88
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	3,672.61
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	3,672.61
近 3 月换手率:	51.79%

股价一年走势



相关报告

《政策超预期或促离岛免税规模达 600 亿，中免业绩有望加速增长》2020-07-01

《更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务》2020-06-18

《离岛机场市内免税三重布局，疫情不改公司长期增长逻辑》2020-06-15

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19578**	**22246**	**25175**	**28855**	**37855**
现金	11289	11906	14361	14055	20694
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	431	1635	841
预付账款	693	381	570	886	858
存货	5943	8060	8833	11269	14427
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**8129**	**9453**	**10172**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	1272	2299	2735
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3865	3893	3836
资产总计	**26847**	**30687**	**33304**	**38308**	**48027**
流动负债	**7793**	**7961**	**8317**	**7048**	**8042**
短期借款	289	224	234	251	268
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549
其他流动负债	4645	4200	4534	3249	4226
非流动负债	**470**	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	415	415	415	415
负债合计	**8263**	**8377**	**8732**	**7464**	**8458**
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	16168	21036	27469
归属母公司股东权益	16235	19890	21855	27032	34156
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**33304**	**38308**	**48027**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**3972**	**2792**	**9040**
净利润	3935	5415	3667	7635	9939
折旧摊销	371	408	401	478	591
财务费用	-7	11	182	98	116
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	-130	-5270	-1385
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**61**	**-1655**	**-1089**
资本支出	1582	1498	-391	1260	621
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-333	-421	-510
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1578**	**-1443**	**-1313**
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1588	-1460	-1330
现金净增加额	**-247**	**267**	**2455**	**-306**	**6639**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**42445**	**64975**	**77864**
营业成本	27518	24273	22708	32163	38543
营业税金及附加	659	772	566	902	1116
营业费用	11601	14904	13328	20012	23126
管理费用	1601	1549	1273	2274	2647
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	182	98	116
资产减值损失	298	-378	-72	-136	-273
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	23	54	59
投资净收益	51	965	75	112	164
营业利润	**5426**	**7109**	**4557**	**9829**	**12812**
营业外收入	25	66	12	75	78
营业外支出	116	14	273	233	113
利润总额	**5336**	**7160**	**4296**	**9671**	**12777**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**3667**	**7635**	**9939**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**3371**	**6539**	**8339**
EBITDA	5386	7225	4341	9759	12884
EPS（元）	1.59	2.37	1.73	3.35	4.27

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	-11.5	53.1	19.8
营业利润(%)	40.8	31.0	-35.9	115.7	30.4
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-27.2	94.0	27.5
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.9	10.1	10.7
ROE(%)	21.2	24.3	14.9	24.8	25.1
ROIC(%)	101.0	80.9	50.5	61.6	78.1
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	26.2	19.5	17.6
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-56.2	-43.7	-50.8
流动比率	2.5	2.8	3.0	4.1	4.7
速动比率	1.7	1.7	1.9	2.3	2.8
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.3	1.8	1.8
应收账款周转率	48.8	53.9	53.1	79.7	92.4
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	1.73	3.35	4.27
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.03	1.43	4.63
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.19	13.84	17.49
估值比率					
P/E	107.9	72.1	99.1	51.1	40.0
P/B	20.6	16.8	15.3	12.4	9.8
EV/EBITDA	60.4	45.0	74.4	33.2	24.8

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/