东兴证券 DONGXING SECURITIES

中国中免（601888）：Q2复苏显著，政策加持未来有望持续发力

2020 年 07 月 17 日

强烈推荐/维持

中国中免 | 公司报告

事件：中国中免发布 2020 上半年业绩快报，实现营业收入 193.1 亿元，同比下降 22.0%，归母净利 9.3 亿元，同比下降 77.5%，扣非后同比下降 68.9%。

海外疫情拖累机场店业绩，线上补购进行有效补充；离岛免税促销，海免助力业绩增厚。从机场口岸店来看，海外疫情导致出入境人数骤降，且保底租金刚性，拖累业绩；但公司积极推广线上平台，通过直邮方式有效补充机场店营收。**从海南离岛免税来看，**在 1-2 月旺季闭店 26 天对收入带来一定影响，在促销等方式引流后，5 月海南免税品销售额同比增长 148%至 19.8 亿。依靠离岛促销与机场线上补购，Q2 显著复苏，营业收入同比增 9.6%，环比增 52.9%（包含海免公司并表影响），归母净利 10.5 亿元，同比增 8.2%，未来有望持续向好。此外，公司收购海免 51%股权，2019 年海免营业收入 32.3 亿元，归母净利 2.6 亿元，并表后预计将为公司增厚 1-2 亿元业绩。

免税政策频出利好，看好下半年业绩增长。海南免税政策放开力度较大，助力离岛免税发展。《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》于 7 月 1 日落地，对免税商品购买限制做出了大幅度放开。海南免税购物新政实施的首周，离岛旅客累计购物 6.5 万人次，购物总额 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%，政策对免税消费刺激效果显著。此外，跨省团队游恢复，结合海南政府提出中免集团全年免税 300 亿的销售目标来看，预计下半年离岛免税有望持续发力，短期内将成为公司业绩重要支撑。

长期看，政策促进海外消费回流趋势不改，赛道优势依旧明显。随着我国免税规模化效应逐渐释放，叠加市内店政策持续推进，国内免税市场潜力依然巨大。公司先发优势显著，拥有国内免税 80%以上的市场份额，将优先受益于海外消费回流带来的行业红利。

公司盈利预测及投资评级：看好政策带动下海南离岛免税的持续快速增长，预计公司 2020-2022 年净利润分别为 39.9、70.5、84.5 亿元，对应 EPS 分别为 2.04、3.61、4.33 元。当前股价对应 2020-2022 年 PE 值分别为 84、47、40 倍。维持“强烈推荐”评级。

风险提示：宏观经济波动，超预期政策，国内疫情反复，机场租金压力。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007.32	47,966.50	48,002.49	70,771.32	85,594.58
增长率（%）	66.21%	2.04%	0.08%	47.43%	20.95%
归母净利润（百万元）	3,094.75	4,628.99	3,985.74	7,046.03	8,448.34
增长率（%）	34.10%	37.60%	-13.46%	84.52%	20.85%
净资产收益率（%）	19.06%	23.27%	16.79%	23.09%	21.88%
每股收益(元)	1.59	2.37	2.04	3.61	4.33
PE	107.89	72.13	83.77	47.38	39.52
PB	20.56	16.79	14.06	10.94	8.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

公司简介：

中国中免为目前国内免税零售龙头，经营活动以免税商品销售为主，主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

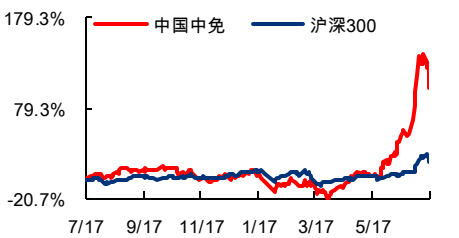
未来 3-6 个月重大事项提示：

2020-08-29 2020 年中报预计披露

交易数据

52 周股价区间（元）	202.72-66.95
总市值（亿元）	3,338.73
流通市值（亿元）	3,338.73
总股本/流通 A 股（万股）	195,248/195,248
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.61

52 周股价走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

分析师：张凯琳

010-66554087 zhangkl@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480518070001

分析师：王紫

010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn

执业证书编号: S1480520050002

附表：公司盈利预测表

资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	19578	22246	26533	35993	46460
货币资金	11289	11906	16468	19310	25708
应收账款	979	800	921	1357	1642
其他应收款	567	876	876	1292	1562
预付款项	693	381	140	-217	-648
存货	5943	8060	7909	11738	14191
其他流动资产	67	180	184	2461	3943
非流动资产合计	7269	8442	7667	7459	7253
长期股权投资	284	255	255	255	255
固定资产	1932	1632	1717	1724	1688
无形资产	1202	2504	2404	2310	2221
其他非流动资产	1261	515	0	0	0
资产总计	26847	30687	34200	43451	53713
流动负债合计	7793	7961	7015	7903	8069
短期借款	289	224	0	0	0
应付账款	2859	3537	3295	4891	5913
预收款项	687	105	-375	-1083	-1939
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	470	415	319	319	319
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
负债合计	8263	8377	7333	8221	8387
少数股东权益	2349	2421	3121	4721	6721
实收资本（或股本）	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
未分配利润	9643	12912	16459	22730	30249
归属母公司股东权益合计	16235	19890	23746	30509	38605
负债和所有者权益	26847	30687	34200	43451	53713

现金流量表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2722	2926	4380	3222	6853
净利润	3935	5415	4686	8646	10448
折旧摊销	370.99	407.90	366.44	365.45	362.65
财务费用	-7	11	65	91	95
应收帐款减少	-32	178	-121	-437	-284
预收帐款增加	-114	-583	-480	-708	-856
投资活动现金流	-1906	-1099	671	63	63
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资减少	0	0	0	0	0
投资收益	51	965	200	200	200
筹资活动现金流	-1149	-1646	-489	-443	-517
应付债券增加	0	0	0	0	0
长期借款增加	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
现金净增加额	-332	181	4562	2842	6398

利润表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	47007	47966	48002	70771	85595
营业成本	27518	24273	24055	35704	43164
营业税金及附加	659	772	720	1062	1284
营业费用	11601	14904	16081	21585	26106
管理费用	1601	1549	1440	2123	2568
财务费用	-7	11	65	91	95
研发费用	0	0	0	0	0
资产减值损失	298.31	-378.23	50.00	50.00	50.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	965.28	200.00	200.00	200.00
加：其他收益	37.03	68.54	50.00	50.00	50.00
营业利润	5426	7109	5842	10407	12578
营业外收入	25.35	66.37	30.00	30.00	30.00
营业外支出	115.60	14.50	15.00	20.00	20.00
利润总额	5336	7160	5857	10417	12588
所得税	1401	1746	1171	1771	2140
净利润	3935	5415	4686	8646	10448
少数股东损益	840	786	700	1600	2000
归属母公司净利润	3095	4629	3986	7046	8448

主要财务比率					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入增长	66.21%	2.04%	0.08%	47.43%	20.95%
营业利润增长	40.81%	31.00%	-17.82%	78.13%	20.87%
归属于母公司净利润增长	22.29%	49.58%	-13.90%	76.78%	19.90%
获利能力					
毛利率(%)	41.46%	49.40%	49.89%	49.55%	49.57%
净利率(%)	8.37%	11.29%	9.76%	12.22%	12.21%
总资产净利润（%）	11.53%	15.08%	11.65%	16.22%	15.73%
ROE(%)	19.06%	23.27%	16.79%	23.09%	21.88%
偿债能力					
资产负债率(%)	31%	27%	21%	19%	16%
流动比率	2.51	2.79	3.78	4.55	5.76
速动比率	1.75	1.78	2.66	3.07	4.00
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.67	1.48	1.82	1.76
应收账款周转率	49	54	56	62	57
应付账款周转率	18.35	15.00	14.05	17.29	15.85
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.04	3.61	4.33
每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	0.09	2.34	1.46	3.28
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	12.16	15.63	19.77
估值比率					
P/E	107.89	72.13	83.77	47.38	39.52
P/B	20.56	16.79	14.06	10.94	8.65
EV/EBITDA	56.93	43.48	51.22	29.13	23.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司普通报告	中国国旅（601888）：海免注入事项落地，离岛优势再强化	2020-05-10
公司普通报告	中国国旅（601888）：疫情下积极推进线上业务，长期成长性仍可期	2020-04-24
公司普通报告	中国国旅（601888）：离岛免税延续高增，长看规模优势强者更强	2019-10-31
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业延续高增，行业龙头强者恒强	2019-09-03
公司普通报告	中国国旅（601888）：免税主业增速符合预期，静待市内店政策落地	2019-08-04
公司普通报告	中国国旅（601888）：海口免税城方案落地，挖掘港口离岛新市场	2019-07-17
行业普通报告	免税行业：海南政策细则落地，助力免税市场蛋糕持续做大	2020-06-30
行业普通报告	免税行业：海南自贸港政策落地，离岛免税提额扩容	2020-06-02
行业普通报告	免税行业：促消费意见推进完善免税政策，但疫情之下仍需关注逐级落地节奏	2020-03-16

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

张凯琳

香港中文大学经济学理学硕士，2016 年 1 月加盟东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，重点专注于旅餐饮旅游、免税及教育领域研究。

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526