

## 方正证券研究所证券研究报告

中国中免(601888)

公司研究

休闲服务行业

公司事件点评报告

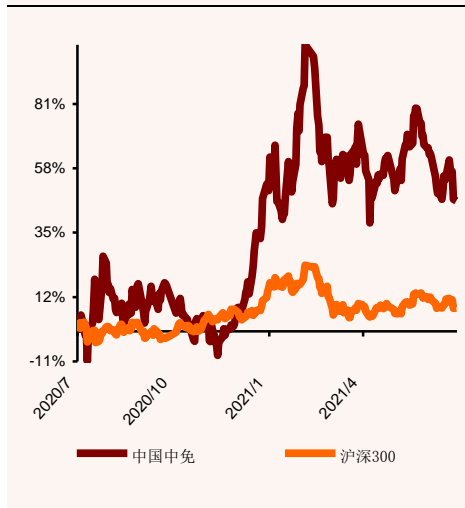
2021.07.06/强烈推荐(维持)

分析师： 芦冠宇  
 登记编号： S1220520100001

事件：

公司发布 2020 年上半年业绩预告，报告期内，公司实现营业总收入 355.01 亿元，较上年同期增长 83.85%，实现营业利润 86.07 亿元，较上年同期增长 626.77%，实现归属于上市公司股东的净利润 54.35 亿元，较上年同期增长 484.12%

历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

点评：

**1.2021 年 Q2 营收 173.68 亿，净利 25.87 亿，符合预期。**中国中免 2021 年 Q2 实现营业收入 173.68 亿，环比 Q1 下降 7.66 亿，降幅 4.22%，实现归母净利润 25.87 亿，环比 Q1 下降 2.62 亿，降幅 9.21%，2021 年 Q2 净利率 14.89%，净利率环比 Q1 下降 0.82pct，下降主要原因为：1) 净利较高的海南地区 Q2 收入占下降，2) 二季度海南地区免税门店促销活动。

**2.下半年进入业绩可预期，维持离岛免税高景气判断。**2020 年 7 月 1 日，离岛免税新政正式实施。2020 年 Q3 以来，中免四个季度的营业收入分别为：158.29/174.58/181.34/173.68 亿元，归母净利润分别为：22.34/29.76/28.49/25.87 亿元。从营业收入角度看，纵观历年数据，Q3、Q4 销售逐步变旺，相比当年 Q2 都保持一定程度增长。2021 年 Q2 营收基本与 2020 年 Q4 营收持平。下半年进入旺季后，有理由相信销售继续高速增长，海南离岛免税销售仍将同比高增，继续维持高景气度。

**3.海南地区客流和销售渠道空间广阔，离岛免税蛋糕持续做大。**根据 2021 年 5 月海南省政府颁布的《海南省“十四五”综合交通运输规划》，2025 年将预期实现全岛民航旅客吞吐量 6000 万人次，较 2020 年 4501 万人次提高 33.3%；从销售渠道看，预计未来几年内，岛内居民免税品门店、三亚凤凰机场免税店扩建、海口美兰机场免税店扩建、海口新海港项目、三亚海棠湾一期 2 号地项目等渠道将逐步落地，进一步带动中免海南地区营业收入再上新台阶。

**投资建议：对离岛免税维持高景气度判断，中国中免由此受益，预计 2021-2023 年公司实现营业收入 761.6/1102.3/1413.0 亿元，同比增速 44.8%/44.7%/28.2%，归母净利润 120.5 亿/160.2/196.7 亿元，同比增速 96.2%/33.0%/22.8%，维持“强烈推荐”评级。**

**风险提示：海内外疫情反复，离岛免税市场渠道扩张不及预期，海南旅游客流不及预期，免税政策波动**

### 相关研究

《中国中免：业绩符合预期，大幅计提存货跌价准备——2020&2021Q1 业绩点评》  
2021.04.21

《中国中免 2020 年业绩预告点评：符合预期，龙头优势渐明，离岛再上层楼》  
2021.01.30

《中国中免：三季度业绩腾飞，高景气将持续》  
2020.10.27

《中国中免：扶摇而上，免税龙头再续峥嵘》  
2020.10.14

**盈利预测:**

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52597	76165	110230	141300
(+/-)(%)	9.65	44.81	44.73	28.19
归母净利润	6140	12045	16017	19674
(+/-)(%)	32.64	96.17	32.98	22.83
EPS(元)	3.14	6.17	8.20	10.08
ROE(%)	27.52	35.06	31.80	28.09
P/E	91.10	46.44	34.92	28.43
P/B	25.07	16.28	11.11	7.99

数据来源: wind 方正证券研究所

注: EPS 预测值按最新股本摊薄

## 附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>30971</b>	<b>47191</b>	<b>75784</b>	<b>105773</b>	<b>营业总收入</b>	<b>52597</b>	<b>76165</b>	<b>110230</b>	<b>141300</b>
货币资金	14706	28994	48503	70553	营业成本	31221	44920	66910	87182
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	1083	1295	1984	2543
应收账款	129	919	1211	1603	销售费用	8847	10092	14330	18228
其它应收款	867	1266	1845	2359	管理费用	1637	1676	2094	2543
预付账款	256	480	659	884	研发费用	0	0	0	0
存货	14733	15250	23285	30093	财务费用	-545	25	120	68
其他	281	281	281	281	资产减值损失	-909	-300	-350	-450
<b>非流动资产</b>	<b>10948</b>	<b>11203</b>	<b>11247</b>	<b>11305</b>	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2072	2072	2072	2072	投资收益	16	350	220	90
固定资产	2824	2690	2538	2320	<b>营业利润</b>	<b>9694</b>	<b>18910</b>	<b>25387</b>	<b>31325</b>
无形资产	3989	4377	4573	4848	营业外收入	4	12	27	89
其他	2064	2064	2064	2064	营业外支出	26	55	22	37
<b>资产总计</b>	<b>41919</b>	<b>58394</b>	<b>87032</b>	<b>117078</b>	<b>利润总额</b>	<b>9672</b>	<b>18867</b>	<b>25392</b>	<b>31377</b>
<b>流动负债</b>	<b>15661</b>	<b>18447</b>	<b>28357</b>	<b>35096</b>	所得税	2335	4528	6094	7531
短期借款	417	417	417	417	<b>净利润</b>	<b>7337</b>	<b>14339</b>	<b>19298</b>	<b>23847</b>
应付账款	4327	5745	8514	11112	少数股东损益	1197	2294	3281	4173
其他	10917	12284	19426	23567	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6140</b>	<b>12045</b>	<b>16017</b>	<b>19674</b>
<b>非流动负债</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	EBITDA	10325	18507	25227	31115
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.14	6.17	8.20	10.08
其他	79	79	79	79					
<b>负债合计</b>	<b>15741</b>	<b>18526</b>	<b>28436</b>	<b>35176</b>	<b>主要财务比率</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
少数股东权益	3871	6165	9446	13619	<b>成长能力</b>				
股本	1952	1952	1952	1952	营业总收入	9.65%	44.81%	44.73%	28.19%
资本公积	1982	1982	1982	1982	营业利润	36.37%	95.06%	34.25%	23.39%
留存收益	18697	30742	46759	66433	归属母公司净利润	32.64%	96.17%	32.98%	22.83%
归属母公司股东权益	22308	34352	50369	70043	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>41919</b>	<b>59044</b>	<b>88252</b>	<b>118838</b>	毛利率	40.64%	41.02%	39.30%	38.30%
					净利率	11.67%	15.81%	14.53%	13.92%
					ROE	27.52%	35.06%	31.80%	28.09%
					ROIC	75.22%	138.98%	194.54%	203.07%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	37.55%	31.38%	32.22%	29.60%
					净负债比率	1.87%	1.21%	0.83%	0.60%
					流动比率	1.98	2.56	2.67	3.01
					速动比率	1.04	1.73	1.85	2.16
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.45	1.52	1.52	1.38
					应收账款周转率	113.26	145.39	103.50	100.41
					应付账款周转率	13.38	15.12	15.46	14.40
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	3.14	6.17	8.20	10.08
					每股经营现金	4.21	7.64	10.17	11.46
					每股净资产	11.43	17.59	25.80	35.87
					<b>估值比率</b>				
					P/E	91.10	46.44	34.92	28.43
					P/B	25.07	16.28	11.11	7.99
					EV/EBITDA	52.79	28.68	20.27	15.72
<b>现金流量表</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>					
<b>经营活动现金流</b>	<b>8220</b>	<b>14911</b>	<b>19863</b>	<b>22368</b>					
净利润	7337	14339	19298	23847					
折旧摊销	516	325	315	312					
财务费用	333	0	0	0					
投资损失	-16	-350	-220	-90					
营运资金变动	200	854	825	-1199					
其他	-149	-257	-355	-502					
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3814</b>	<b>-622</b>	<b>-354</b>	<b>-317</b>					
资本支出	-1233	-622	-354	-317					
长期投资	-2607	0	0	0					
其他	26	0	0	0					
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1383</b>	<b>-1250</b>	<b>-1380</b>	<b>-1760</b>					
短期借款	0	0	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	39	0	0	0					
资本公积增加	-1870	0	0	0					
其他	448	-1250	-1380	-1760					
<b>现金净增加额</b>	<b>3023</b>	<b>14288</b>	<b>19509</b>	<b>22051</b>					

数据来源：wind 方正证券研究所

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

## 免责声明

本研究报告由方正证券制作及在中国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告内容仅供我公司适当性评级为C3及以上等级的投资者使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。若您并非前述等级的投资者，为保证服务质量、控制风险，请勿订阅本报告中的信息，本资料难以设置访问权限，若给您造成不便，敬请谅解。

在任何情况下，本报告的内容不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求，方正证券不对任何人因使用本报告所载任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告版权仅为方正证券所有，本公司对本报告保留一切法律权利。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处且不得进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

## 公司投资评级的说明：

- 强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
- 推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
- 中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
- 减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

## 行业投资评级的说明：

- 推荐：分析师预测未来半年行业表现强于沪深300指数；
- 中性：分析师预测未来半年行业表现与沪深300指数持平；
- 减持：分析师预测未来半年行业表现弱于沪深300指数。

地址	网址： <a href="https://www.foundersc.com">https://www.foundersc.com</a>	E-mail： <a href="mailto:yjzx@foundersc.com">yjzx@foundersc.com</a>
北京	西城区展览馆路48号新联写字楼6层	
上海	静安区延平路71号延平大厦2楼	
上海	浦东新区世纪大道1168号东方金融广场A栋1001室	
深圳	福田区竹子林紫竹七道光达银行大厦31层	
广州	黄埔大道西638号农信大厦3A层方正证券	
长沙	天心区湘江中路二段36号华远国际中心37层	