

## 方正证券研究所证券研究报告

分析师： 芦冠宇  
登记编号： S1220520100001

### 历史表现：



数据来源：wind 方正证券研究所

### 相关研究

《中国中免：业绩高增长，离岛免税景气度持续》2021.08.28  
《中国中免：离岛免税高景气度持续，中报业绩符合预期》2021.07.06  
《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(601888)

公司研究

休闲服务行业

公司事件点评报告

2021.09.29/强烈推荐(维持)

### 事件：

公司发布公告，中免集团三亚市内免税店有限公司、海南省免税品有限公司、海免海口美兰机场免税店有限公司、琼海海中免免税品有限公司、海免（海口）免税店有限公司、中免凤凰机场免税品有限公司 6 家子公司可享受 15% 的企业所得税优惠税率，自 2020 年 1 月 1 日起执行至 2024 年 12 月 31 日。

### 点评：

- 1. 所得税减免政策落地，大幅增厚 21 年归母净利润。**公司公告，此次所得税减免预计对公司三季度业绩产生积极影响，影响金额将达到 2020 年经审计归属于上市公司股东净利润的 10% 以上。我们判断，2020/2021H1 受所得税减免追溯导致的归母净利润增加大致 4.7/4.0 亿左右。预期 21H2，海南地区三亚店+海免销售收入 240 亿左右，所得税减免导致的归母净利润增加大致 3.5 亿左右。综上，预计公司 21 年增厚报表业绩 12.2 亿左右。
- 2. 海南地区地位进一步提升，岛内竞争格局进一步优化。**所得税减免落地后，公司或将运营层面更多资源向海南倾斜，21H1，海南地区三亚店+海免所占营收/归母净利润已达中免总体 73.9%/57.3%，海南地区销售在中免体系中的支柱位置将进一步巩固。另一方面，岛内主要竞争对手由于盈利能力较弱，企业所得税减免政策所带来的政策利好极其有限，因此该政策或将进一步拉开中免与竞争对手差距，岛内竞争格局朝有利于龙头中免的方向发展。
- 3. 海南正向世界免税购物天堂的地位迈进，免税巨轮乘风远航。**随着海南地区离岛免税品销售企业所得税优惠减免政策落地，海南向世界免税购物天堂的地位迈出坚实一步。中免正享受天时（疫情对国外免税商的冲击）、地利（各级政府对免税的政策扶持）、人和（岛内各免税商有序竞争，终端价格全球具备竞争力）之利，在历史的机遇面前，中免将长期受益于海南自贸港建设和离岛免税政策红利，维持世界免税龙头地位。

**投资建议：**受此政策优惠影响，我们上修公司的业绩预期，预期 21/22/23 年实现归母净利润 117.30 亿/161.47 亿/200.42 亿，YoY 91.04%/37.66%/24.12%，不考虑 H 股摊薄情况下，对应动态 PE：41.8/30.4/24.5，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

#### 盈利预测：

单位/百万	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52597	71726	99044	134137
(+/-) (%)	9.65	36.37	38.09	35.43
归母净利润	6140	11730	16147	20042
(+/-) (%)	32.64	91.04	37.66	24.12
EPS(元)	3.14	6.01	8.27	10.26
ROE (%)	27.52	34.46	32.18	28.54
P/E	89.82	41.83	30.38	24.48
P/B	24.72	14.41	9.78	6.99

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	2020	2021E	2022E	2023E	利润表	2020	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>30971</b>	<b>47757</b>	<b>74643</b>	<b>107580</b>	<b>营业总收入</b>	<b>52597</b>	<b>71726</b>	<b>99044</b>	<b>134137</b>
货币资金	14706	29997	48862	73114	营业成本	31221	45116	63784	87055
应收票据	0	0	0	0	税金及附加	1083	2180	1248	1690
应收账款	129	982	1115	1673	销售费用	8847	7030	8550	10870
其它应收款	867	1217	1681	2277	管理费用	1637	1837	2250	3444
预付账款	256	539	642	958	研发费用	0	0	0	0
存货	14733	14741	22062	29277	财务费用	-545	13	9	11
其他	281	281	281	281	资产减值损失	-909	-310	130	236
<b>非流动资产</b>	<b>10948</b>	<b>11276</b>	<b>11771</b>	<b>12201</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	19	21	23
固定资产	2824	3415	4012	4614	<b>营业利润</b>	<b>9694</b>	<b>16151</b>	<b>23267</b>	<b>31020</b>
无形资产	3989	3725	3623	3451	营业外收入	4	870	31	6
其他	2064	2064	2064	2064	营业外支出	26	1	1	1
<b>资产总计</b>	<b>41919</b>	<b>59033</b>	<b>86414</b>	<b>119780</b>	<b>利润总额</b>	<b>9672</b>	<b>17020</b>	<b>23296</b>	<b>31025</b>
<b>流动负债</b>	<b>15661</b>	<b>18535</b>	<b>26379</b>	<b>34928</b>	所得税	2335	2780	3760	6207
短期借款	417	0	0	0	<b>净利润</b>	<b>7337</b>	<b>14240</b>	<b>19536</b>	<b>24818</b>
应付账款	4327	5682	8033	10964	少数股东损益	1197	2510	3389	4776
其他	10917	12853	18346	23964	<b>归属母公司净利润</b>	<b>6140</b>	<b>11730</b>	<b>16147</b>	<b>20042</b>
<b>非流动负债</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	<b>79</b>	EBITDA	10325	15837	23485	31351
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	3.14	6.01	8.27	10.26
其他	79	79	79	79					
<b>负债合计</b>	<b>15741</b>	<b>18615</b>	<b>26459</b>	<b>35008</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	6381	9770	14546	<b>成长能力</b>				
股本	1952	1952	1952	1952	营业总收入	9.65%	36.37%	38.09%	35.43%
资本公积	1982	1982	1982	1982	营业利润	36.37%	66.60%	44.06%	33.32%
留存收益	18697	30427	46575	66616	归属母公司净利润	32.64%	91.04%	37.66%	24.12%
归属母公司股东权益	22308	34037	50185	70227	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	<b>41919</b>	<b>59033</b>	<b>86414</b>	<b>119780</b>	毛利率	40.64%	37.10%	35.60%	35.10%
					净利率	11.67%	16.35%	16.30%	14.94%
<b>现金流量表</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	ROE	27.52%	34.46%	32.18%	28.54%
<b>经营活动现金流</b>	<b>8220</b>	<b>15144</b>	<b>19733</b>	<b>25172</b>	ROIC	75.22%	154.58%	214.02%	257.32%
净利润	7337	14240	19536	24818	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	516	306	294	282	资产负债率	37.55%	31.53%	30.62%	29.23%
财务费用	333	0	0	0	净负债比率	1.87%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-16	-19	-21	-23	流动比率	1.98	2.58	2.83	3.08
营运资金变动	200	1797	-177	-136	速动比率	1.04	1.78	1.99	2.24
其他	-149	-1179	100	231	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-3814</b>	<b>235</b>	<b>-759</b>	<b>-707</b>	总资产周转率	1.45	1.42	1.36	1.30
资本支出	-1233	235	-759	-707	应收账款周转率	113.26	129.21	94.49	96.23
长期投资	-2607	0	0	0	应付账款周转率	13.38	14.33	14.44	14.12
其他	26	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-1383</b>	<b>-417</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	每股收益	3.14	6.01	8.27	10.26
短期借款	0	-417	0	0	每股经营现金	4.21	7.76	10.11	12.89
长期借款	0	0	0	0	每股净资产	11.43	17.43	25.70	35.97
普通股增加	39	0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	-1870	0	0	0	P/E	89.82	41.83	30.38	24.48
其他	448	0	0	0	P/B	24.72	14.41	9.78	6.99
<b>现金净增加额</b>	<b>3023</b>	<b>14962</b>	<b>18973</b>	<b>24465</b>	EV/EBITDA	52.03	29.09	18.81	13.32

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大银行大厦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	