

## 盈利能力继续提升, 规模优势渐成

### 投资要点

- **事件:** 公司发布2020年业绩快报。2020年公司实现收入526.2亿元, 同比增长(追溯调整后)8.2%, 归母净利润61.2亿元, 同比增长32.1%。其中Q4单季度收入为174.8亿元(+40.3%)。归母净利润29.5亿元(+608.3%), Q4业绩增速超预期。
- **上海机场店租金下降助净利率提升。** 由于疫情导致出国客流大幅下滑, 根据上海机场公告, 确认2020年日上上海向上海机场支付免税店租金11.6亿元, 同比2019年下降77.7%。根据公司与上海机场签订的《补充协议》, 不排除未来由于疫情管控影响原定租金收入存在大幅调整的情况, 一定程度上缓解了公司的机场店租金压力。根据公告, 公司2020年净利率达到11.6%, 同比提升1.9pp, 其中Q4净利率达到16.9%, 环比Q3提升2.8pp, 展现出较强的运营能力。
- **随着收入结构调整, 盈利能力有上行空间。** 相比于离岛免税, 机场门店业务佣金费用率较高, 导致净利率远低于离岛免税。随着日上直邮在机场业务中的快速提升及离岛免税占比的快速上升, 公司的盈利能力处于上行通道, 可在一定程度上抵挡离岛竞争加大对盈利能力的影响。且从中长期看, 公司无论是在采购规模、与品牌商的议价力还是大型购物中心的运作能力方面均有非常强的先发优势, 竞争对手难以复制, 税率方面还有下降空间。
- **一体三翼深化免税布局, 规模优势渐成。** 1) 离岛免税: 限额放宽后离岛免税客单价天花板打开, 进店率/转化率/客单价均有大幅提升空间, 公司未来有望凭借线上推出离岛补购政策+线下多业态综合店布局, 卡位三亚和海口最有潜力的免税城, 再度提升竞争力; 2) 机场免税: 中免系已包揽北上广核心机场的免税经营权, 在全国有免税店运营的65家机场中占有58家。疫情影响下机场店线下客流量大幅下滑, 公司推出日上直邮有税业务, 充分发挥协同采购的规模优势, 有效弥补了线下客流不足的损失; 3) 市内免税: 20年公司重启5家市内免税店抢先布局市内免税, 形成了对口岸出境免税店的有效补充, 并在全国重点布局城市开展选址调研, 尽管公司目前在市内已有的免税门店布局未占有明显优势, 但已开始加速扩张步伐, 市内免税业务仍具备较大想象空间。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年EPS分别为3.13元、5.27元、7.47元, 对应PE分别为94倍、56倍和39倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情影响扩大使海南过夜旅客数量下滑的风险; 行业竞争加剧的风险; 海外疫情加剧的风险; 出境游减少使机场免税店收入恢复不及预期的风险。

| 指标/年度         | 2019A    | 2020E    | 2021E    | 2022E     |
|---------------|----------|----------|----------|-----------|
| 营业收入(百万元)     | 47966.50 | 52624.38 | 82875.87 | 115161.01 |
| 增长率           | 2.04%    | 9.71%    | 57.49%   | 38.96%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4628.99  | 6120.36  | 10284.35 | 14588.99  |
| 增长率           | 49.58%   | 32.22%   | 68.04%   | 41.86%    |
| 每股收益EPS(元)    | 2.37     | 3.13     | 5.27     | 7.47      |
| 净资产收益率ROE     | 24.27%   | 26.03%   | 32.34%   | 33.89%    |
| PE            | 124      | 94       | 56       | 39        |
| PB            | 28.86    | 23.87    | 17.94    | 13.45     |

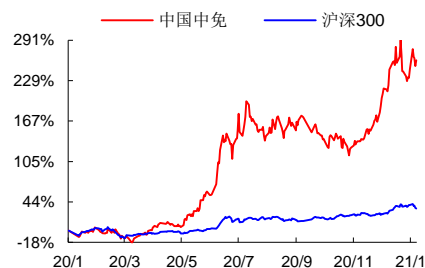
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 蔡欣  
执业证号: S1250517080002  
电话: 023-67511807  
邮箱: cxin@swsc.com.cn

联系人: 赵兰亭  
电话: 023-67511807  
邮箱: zhlt@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|             |            |
|-------------|------------|
| 总股本(亿股)     | 19.52      |
| 流通A股(亿股)    | 19.52      |
| 52周内股价区间(元) | 67.2-319.1 |
| 总市值(亿元)     | 5,740.28   |
| 总资产(亿元)     | 391.41     |
| 每股净资产(元)    | 10.07      |

### 相关研究

1. 中国中免(601888): 全渠道深化布局, 免税龙头规模优势渐成 (2021-01-26)

**关键假设：**

假设 1: 随着离岛补购业务推出, 线上离岛业务占比逐渐提升, 到 2022 年有望达到 10%;

假设 2: 随着机场店业务回升及离岛业务采购规模扩大, 集采效应逐渐显现, 公司毛利率逐步提升, 预计 2021、2022 年公司毛利率分别为 47.1% 和 49.1%。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

**表 1: 分项业务收入成本预测**

| 百万元               | 2019A    | 2020E   | 2021E   | 2022E    |
|-------------------|----------|---------|---------|----------|
| <b>合计</b>         |          |         |         |          |
| 营业收入              | 47,966.5 | 52624.4 | 82875.9 | 115161.0 |
| yoy               | 2.0%     | 9.7%    | 57.5%   | 39.0%    |
| 营业成本              | 24,272.8 | 29667.7 | 43827.1 | 58610.4  |
| 毛利率               | 49.4%    | 43.6%   | 47.1%   | 49.1%    |
| <b>离岛免税 (含补购)</b> |          |         |         |          |
| 营业收入              | 10465.0  | 30083.5 | 50122.0 | 72532.8  |
| yoy               | 30.6%    | 187.5%  | 66.6%   | 44.7%    |
| 毛利率               | 52.0%    | 48.4%   | 49.5%   | 50.6%    |
| 营业成本              | 5023.2   | 15529.4 | 25312.6 | 35863.2  |
| <b>机场免税 (含直邮)</b> |          |         |         |          |
| 收入                | 28060.0  | 20552.6 | 30271.2 | 38947.2  |
| yoy               | 57.3%    | -26.8%  | 47.3%   | 28.7%    |
| 毛利率               | 48.4%    | 37.0%   | 43.6%   | 46.8%    |
| 营业成本              | 14483    | 12955   | 17085   | 20734    |
| <b>市内免税</b>       |          |         |         |          |
| 收入                |          | 100     | 500     | 1500     |
| yoy               |          |         | 400%    | 200%     |
| 毛利率               |          | 50%     | 52%     | 53%      |
| 营业成本              |          | 50      | 240     | 705      |
| <b>其他</b>         |          |         |         |          |
| 收入                | 9,441.5  | 1888    | 1983    | 2181     |
| yoy               | -55.4%   | -80%    | 5%      | 10%      |
| 毛利率               | 49.5%    | 40%     | 40%     | 40%      |
| 营业成本              | 4,766.1  | 1,133.0 | 1,189.6 | 1,308.6  |

数据来源: wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     |                 |                 |                 |                 | 现金流量表 (百万元)       |                 |                 |                 |                 |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
|               | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                   | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
| 营业收入          | 47966.50        | 52624.38        | 82875.87        | 115161.01       | 净利润               | 5414.71         | 7159.23         | 12030.02        | 17065.32        |
| 营业成本          | 24272.79        | 29667.70        | 43827.13        | 58610.42        | 折旧与摊销             | 407.90          | 560.48          | 581.06          | 596.19          |
| 营业税金及附加       | 771.82          | 775.14          | 1248.63         | 794.61          | 财务费用              | 10.69           | 245.44          | 420.06          | 572.87          |
| 销售费用          | 14904.08        | 11051.12        | 19061.45        | 28790.25        | 资产减值损失            | -378.23         | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 管理费用          | 1549.38         | 1331.40         | 2320.52         | 3685.15         | 经营营运资本变动          | -1981.03        | 807.05          | -1423.34        | -1344.81        |
| 财务费用          | 10.69           | 245.44          | 420.06          | 572.87          | 其他                | -548.00         | -24.92          | -184.61         | 96.46           |
| 资产减值损失        | -378.23         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>2926.03</b>  | <b>8747.28</b>  | <b>11423.19</b> | <b>16986.03</b> |
| 投资收益          | 965.28          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 资本支出              | 539.29          | -110.00         | -110.00         | -110.00         |
| 公允价值变动损益      | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -1638.08        | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1098.79</b> | <b>-110.00</b>  | <b>-110.00</b>  | <b>-110.00</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>7108.61</b>  | <b>9553.59</b>  | <b>15998.09</b> | <b>22707.71</b> | 短期借款              | -65.11          | -223.95         | 0.00            | 0.00            |
| 其他非经营损益       | 51.87           | -7.36           | -1.43           | 5.47            | 长期借款              | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>   | <b>7160.48</b>  | <b>9546.23</b>  | <b>15996.65</b> | <b>22713.18</b> | 股权融资              | 8.09            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 所得税           | 1745.77         | 2387.00         | 3966.63         | 5647.86         | 支付股利              | -1073.86        | -1838.66        | -2332.66        | -3916.28        |
| 净利润           | 5414.71         | 7159.23         | 12030.02        | 17065.32        | 其他                | -515.14         | -370.03         | -420.06         | -572.87         |
| 少数股东损益        | 785.72          | 1038.87         | 1745.66         | 2476.33         | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-1646.02</b> | <b>-2432.64</b> | <b>-2752.72</b> | <b>-4489.15</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 4628.99         | 6120.36         | 10284.35        | 14588.99        | <b>现金流量净额</b>     | <b>266.62</b>   | <b>6204.64</b>  | <b>8560.47</b>  | <b>12386.88</b> |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 资产负债表 (百万元)   |                 |                 |                 |                 | 财务分析指标            |                 |                 |                 |                 |
|               | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                   | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |
| 货币资金          | 11905.95        | 18110.59        | 26671.05        | 39057.94        | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 应收和预付款项       | 2056.70         | 2642.89         | 3881.52         | 5378.34         | 销售收入增长率           | 2.04%           | 9.71%           | 57.49%          | 38.96%          |
| 存货            | 8059.77         | 7895.59         | 12582.64        | 16967.35        | 营业利润增长率           | 31.00%          | 34.39%          | 67.46%          | 41.94%          |
| 其他流动资产        | 223.31          | 245.00          | 385.84          | 536.14          | 净利润增长率            | 37.60%          | 32.22%          | 68.04%          | 41.86%          |
| 长期股权投资        | 254.69          | 254.69          | 254.69          | 254.69          | EBITDA 增长率        | 30.00%          | 37.63%          | 64.09%          | 40.46%          |
| 投资性房地产        | 1385.28         | 1385.28         | 1385.28         | 1385.28         | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| 固定资产和在建工程     | 2030.85         | 1890.55         | 1729.67         | 1553.66         | 毛利率               | 49.40%          | 43.62%          | 47.12%          | 49.11%          |
| 无形资产和开发支出     | 3326.82         | 3067.74         | 2808.67         | 2549.59         | 三费率               | 34.32%          | 24.00%          | 26.31%          | 28.70%          |
| 其他非流动资产       | 1443.89         | 1392.79         | 1341.68         | 1290.58         | 净利率               | 11.29%          | 13.60%          | 14.52%          | 14.82%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>30687.26</b> | <b>36885.12</b> | <b>51041.05</b> | <b>68973.56</b> | ROE               | 24.27%          | 26.03%          | 32.34%          | 33.89%          |
| 短期借款          | 223.95          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROA               | 17.64%          | 19.41%          | 23.57%          | 24.74%          |
| 应付和预收款项       | 5674.19         | 6441.43         | 9696.37         | 13223.18        | ROIC              | 79.78%          | 98.45%          | 165.33%         | 206.55%         |
| 长期借款          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA/销售收入       | 15.69%          | 19.69%          | 20.51%          | 20.73%          |
| 其他负债          | 2478.76         | 2937.36         | 4140.99         | 5397.66         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>8376.90</b>  | <b>9378.79</b>  | <b>13837.36</b> | <b>18620.84</b> | 总资产周转率            | 1.67            | 1.56            | 1.89            | 1.92            |
| 股本            | 1952.48         | 1952.48         | 1952.48         | 1952.48         | 固定资产周转率           | 26.92           | 32.16           | 51.86           | 77.52           |
| 资本公积          | 3851.89         | 3851.89         | 3851.89         | 3851.89         | 应收账款周转率           | 53.94           | 55.46           | 61.16           | 59.77           |
| 留存收益          | 13960.70        | 18242.40        | 26194.09        | 36866.80        | 存货周转率             | 3.36            | 3.63            | 4.24            | 3.95            |
| 归属母公司股东权益     | 19889.65        | 24046.76        | 31998.45        | 42671.16        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 101.84%         | —               | —               | —               |
| 少数股东权益        | 2420.70         | 3459.57         | 5205.23         | 7681.57         | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                 |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>22310.36</b> | <b>27506.33</b> | <b>37203.69</b> | <b>50352.73</b> | 资产负债率             | 27.30%          | 25.43%          | 27.11%          | 27.00%          |
| 负债和股东权益合计     | 30687.26        | 36885.12        | 51041.05        | 68973.56        | 带息债务/总负债          | 2.67%           | 0.00%           | 0.00%           | 0.00%           |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 2.79            | 3.22            | 3.24            | 3.40            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.78            | 2.34            | 2.31            | 2.47            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 23.20%          | 30.04%          | 22.68%          | 26.84%          |
|               |                 |                 |                 |                 | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                 |                 |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股收益              | 2.37            | 3.13            | 5.27            | 7.47            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股净资产             | 10.19           | 12.32           | 16.39           | 21.85           |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 1.50            | 4.48            | 5.85            | 8.70            |
|               |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.55            | 0.94            | 1.19            | 2.01            |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
| 业绩和估值指标       |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                 |                 |
|               | 2019A           | 2020E           | 2021E           | 2022E           |                   |                 |                 |                 |                 |
| EBITDA        | 7527.20         | 10359.51        | 16999.20        | 23876.77        |                   |                 |                 |                 |                 |
| PE            | 124.01          | 93.79           | 55.82           | 39.35           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PB            | 28.86           | 23.87           | 17.94           | 13.45           |                   |                 |                 |                 |                 |
| PS            | 11.97           | 10.91           | 6.93            | 4.98            |                   |                 |                 |                 |                 |
| EV/EBITDA     | 74.03           | 53.17           | 31.90           | 22.19           |                   |                 |                 |                 |                 |
| 股息率           | 0.19%           | 0.32%           | 0.41%           | 0.68%           |                   |                 |                 |                 |                 |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

|      |  |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上       |
|      | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
|      | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
|      | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下       |
|      | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上     |
|      | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
|      | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下     |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名  | 职务      | 座机            | 手机          | 邮箱                   |
|----|-----|---------|---------------|-------------|----------------------|
|    | 蒋诗烽 | 地区销售总监  | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 张方毅 | 高级销售经理  | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn     |
|    | 吴菲阳 | 销售经理    | 021-68415020  | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn      |
|    | 付禹  | 销售经理    | 021-68415523  | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn     |
| 上海 | 黄滢  | 销售经理    | 18818215593   | 18818215593 | hying@swsc.com.cn    |
|    | 蒋俊洲 | 销售经理    | 18516516105   | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn  |
|    | 刘琦  | 销售经理    | 18612751192   | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn    |
|    | 崔露文 | 销售经理    | 15642960315   | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 陈慧琳 | 销售经理    | 18523487775   | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn     |
| 北京 | 张岚  | 高级销售经理  | 18601241803   | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339   | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn      |
|    | 林芷璇 | 高级销售经理  | 15012585122   | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn    |
| 广深 | 陈慧玲 | 高级销售经理  | 18500709330   | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |
|    | 谭凌岚 | 销售经理    | 13642362601   | 13642362601 | tll@swsc.com.cn      |
|    | 郑龔  | 销售经理    | 18825189744   | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |