



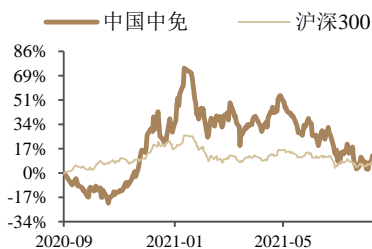
买入（维持）

所属行业：休闲服务  
当前价格(元)：251.28  
合理区间(元)：95.50-105.50

证券分析师

郑澄怀  
资格编号：S0120521050001  
邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.92	4.27	-16.73
相对涨幅(%)	4.49	3.79	-9.86

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

- 《中国中免：折扣影响Q2净利率环比有所回落，疫情不改中长期成长逻辑》，2021.8.29
- 《中国中免-深度系列二：重点把握淡季投资机会，深度剖析五维度催化》，2021.7.21
- 《中国中免21H1快报点评：业绩同增484%符合预期，盈利能力基本稳健》，2021.7.6
- 《中国中免：从港股招股书中，我们看到哪些免税趋势？》，2021.7.2
- 《中国中免(601888.SH)：免税黄金时代，中免强者恒强行至千里》，2021.6.25

# 中国中免：海南6家下属子公司15%优惠所得税率落地，或增厚22年业绩11亿元

投资要点

- 事件：**根据公司公告，中免下属子公司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：上调业绩预期+巩固护城河。**①**单三季度影响：**此次优惠所得税率落地预计将对公司第三季度业绩产生积极影响，公司预计对三季度业绩影响金额将达到2020年业绩的10%以上（即6亿元以上）。②**长期影响：**优惠所得税率将持续至2024年底，而预计25年封关后仍有望延续15%所得税率，对公司业绩将为长期利好。③**弹药充足加固护城河：**中免优惠所得税率落地后，将进一步增厚未来净利润，手中弹药更加充沛，将更有信心面对同行成本价的低折扣而巩固市占率（同行折扣力度大的背景下或已经难以盈利，即使有15%优惠所得税率对其利润影响也并不大，因此对中免来说为双重利好），从而拥有更大的收入、业绩体量，有望进一步加固拿货议价能力+运营实力护城河。
- 22年业绩测算：**优惠所得税率落地后，我们对22年海南业绩进行了测算，并得出15%优惠所得税率将增厚22年业绩11亿元至158亿元，对应权益净利率18.6%。
- 测算过程：**首先海南6家子公司实施15%优惠所得税率，并不会对中免总部批发环节扣点利润产生影响（批发环节主体或为中免国际，并未适用海南地区企业所得税率）；此外补购部分股权或已变更为100%（海南线上业务中与日上互联科技签订协议的为三亚市内免税店有限公司）。
- 假设22年中免整体销售额将达到850亿元，其中中免（海棠湾+新海港店）实现销售额670亿元，补购（运营主体为中免，股权为100%）实现销售额80亿元，海免实现销售额100亿元，所得税25%下预计实现业绩147亿元（加回批发扣点），对应权益净利率为17.3%；以优惠所得税率15%计算下，预计业绩为158亿元，对应权益净利率为18.6%，优惠所得税落地后22年增厚业绩11亿元。此外2020年中免海南子公司的企业所得税不排除以税务抵扣的形式实现优惠的落地。
- 公司优惠所得税率如期落地，我们相信此前催化亦有望相继实现。**短期9月销售额逐步恢复，看好10月国庆+旺季到来下销售额的放量。此外中期运营+采购+议价能力壁垒持续加固，坚定看好公司中长期成长潜力。
- 风险提示：**新冠肺炎疫情反复，出入境政策变化，免税政策红利低于预期，免税市场竞争加剧，项目建设进度不及预期，测算结果不及预期

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,952.48		2019	2020	2021E	2022E	2023E
流通 A 股(百万股):	1,952.48	营业收入(百万元)	48,612	52,597	78,824	108,982	139,054
52 周内股价区间(元):	172.16-402.35	(+/-)YOY(%)	2.0%	8.2%	49.9%	38.3%	27.6%
总市值(百万元):	490,618.05	净利润(百万元)	4,632	6,140	11,014	15,828	19,055
总资产(百万元):	49,242.29	(+/-)YOY(%)	49.6%	32.6%	79.4%	43.7%	20.4%
每股净资产(元):	13.13	全面摊薄 EPS(元)	2.37	3.14	5.64	8.11	9.76
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	49.4%	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
		净资产收益率(%)	23.3%	27.5%	32.7%	31.7%	27.5%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所  
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

图 1：中免业绩测算

优惠所得税率业绩影响测算 (22年)				
单位：亿元	海棠湾+新海港	补购	海免	合计
销售额	670	80	100	
营业利润率	13.2%	18.5%	6.5%	
不考虑优惠所得税的净利率	9.90%	13.88%	4.88%	
权益净利润 (不加扣点)	66.33	11.1	4.875	
批发扣点金额	53.6	6.4	5	
权益净利润 (加回扣点)	119.93	17.5	9.875	<b>147.31</b>
考虑优惠所得税的净利率	11.2%	15.7%	5.5%	
权益净利润 (不加扣点) *	75.174	12.58	5.525	
权益净利润 (加回扣点) *	128.774	18.98	10.525	<b>158.28</b>

资料来源：德邦研究所测算

## 财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.14	5.64	8.11	9.76
每股净资产	11.43	17.24	25.57	35.54
每股经营现金流	4.20	4.63	10.23	12.71
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	89.82	44.54	31.00	25.75
P/B	24.72	14.57	9.83	7.07
P/S	9.33	6.22	4.50	3.53
EV/EBITDA	52.03	29.12	19.22	15.26
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
净利润率	13.5%	14.0%	14.5%	13.7%
净资产收益率	27.5%	32.7%	31.7%	27.5%
资产回报率	14.6%	19.3%	18.9%	16.7%
投资回报率	28.0%	32.6%	32.0%	27.5%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.2%	49.9%	38.3%	27.6%
EBIT 增长率	51.6%	60.7%	46.2%	19.1%
净利润增长率	32.6%	79.4%	43.7%	20.4%
偿债能力指标				
资产负债率	37.5%	30.7%	30.0%	28.5%
流动比率	2.0	2.6	2.8	3.1
速动比率	1.0	1.4	1.8	2.2
现金比率	0.9	1.3	1.7	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.9	3.8	5.2	6.8
存货周转天数	172.2	160.0	154.0	140.0
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.2
固定资产周转率	33.1	46.5	59.3	72.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,140	11,014	15,828	19,055
少数股东损益	1,197	1,913	2,948	3,363
非现金支出	1,406	654	738	789
非经营收益	-741	-38	-11	-14
营运资金变动	200	-4,508	465	1,625
经营活动现金流	8,202	9,036	19,969	24,817
资产	-1,233	-1,124	-634	274
投资	-2,607	-25	1	-3
其他	26	-148	-136	-124
投资活动现金流	-3,814	-1,297	-770	147
债权募资	255	0	0	0
股权募资	39	0	0	0
其他	-1,677	0	-8	-21
融资活动现金流	-1,383	0	-8	-21
现金净流量	2,675	7,738	19,190	24,943

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 9 月 29 日  
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,597	78,824	108,982	139,054
营业成本	31,221	43,905	57,652	71,057
毛利率%	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
营业税金及附加	1,083	1,813	2,670	3,685
营业税金率%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%
营业费用	8,847	14,346	20,707	31,287
营业费用率%	16.8%	18.2%	19.0%	22.5%
管理费用	1,637	2,995	4,904	5,562
管理费用率%	3.1%	3.8%	4.5%	4.0%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	9,809	15,765	23,050	27,463
财务费用	-545	-1	8	21
财务费用率%	-1.0%	-0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-909	-329	-406	-442
投资收益	16	32	44	56
营业利润	9,694	15,663	22,902	27,334
营业外收支	-22	6	-4	4
利润总额	9,672	15,669	22,898	27,338
EBITDA	10,325	16,090	23,382	27,810
所得税	2,335	2,742	4,122	4,921
有效所得税率%	24.1%	17.5%	18.0%	18.0%
少数股东损益	1,197	1,913	2,948	3,363
归属母公司所有者净利润	6,140	11,014	15,828	19,055

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,706	22,444	41,635	66,578
应收账款及应收票据	129	821	1,553	2,591
存货	14,733	19,246	24,324	27,255
其它流动资产	1,403	2,312	3,494	5,121
流动资产合计	30,971	44,823	71,005	101,544
长期股权投资	791	789	788	788
固定资产	1,591	1,694	1,837	1,930
在建工程	1,233	1,433	1,833	1,333
无形资产	2,449	3,119	3,079	3,029
非流动资产合计	10,948	12,099	12,757	12,453
资产总计	41,919	56,922	83,762	113,997
短期借款	417	417	417	417
应付票据及应付账款	4,327	6,014	7,897	9,734
预收账款	6	0	218	139
其它流动负债	10,911	10,961	16,470	22,092
流动负债合计	15,661	17,393	25,003	32,382
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	79	79	100	125
非流动负债合计	79	79	100	125
负债总计	15,741	17,472	25,103	32,507
实收资本	1,952	1,952	1,952	1,952
普通股股东权益	22,308	33,665	49,926	69,394
少数股东权益	3,871	5,784	8,733	12,095
负债和所有者权益合计	41,919	56,922	83,762	113,997

# 信息披露

## 分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：免税、医美、化妆品、植发、月子中心、酒店、人力资源、餐饮、茶饮、旅游、零售等多个板块。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 投资评级说明

	类别	评级	说明
<b>1. 投资评级的比较和评级标准：</b> 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； <b>2. 市场基准指数的比较标准：</b> A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

## 法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。