

证券研究报告—动态报告/公司快评

社会服务

旅游综合 II

中国中免 (601888)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年09月30日

海南所得税利好落定，全面布局夯实全球第一

证券分析师：曾光	0755-82150809	zengguang@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003
证券分析师：钟潇	0755-82132098	zhongxiao@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003
证券分析师：姜甜	0755-81981367	jiangtian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080005

事项：

公司公告：公司下属子公司接到有关部门通知，经有关部门界定，离岛免税品销售业务符合《产业结构调整指导目录（2019年本）》相关规定，属鼓励类产业。根据《财政部 税务总局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（财税〔2020〕31号）、《国家税务总局海南省税务局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策有关问题的公告》（国家税务总局海南省税务局公告2020年第4号）等相关规定，并结合公司经营情况，经判断，公司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。

国信社服观点：1) 公司所得税优惠落定，海南业务2020-2024年有望享受15%所得税优惠，进而有望直接增厚公司业绩，预计21-23年每年有望增厚业绩在7%-11%之间；2) 考虑所得税优惠影响但未考虑首都机场租金冲回等影响，我们上调公司21-23年EPS至5.84/7.37/9.31元（此前预计5.28/6.96/8.73元），对应PE 43/34/27x。若考虑赴港融资摊薄8%影响，对应估值46/37/29x。面对疫情扰动、竞争适度增加，公司主观动能正全面释放，海南扩容、线上赋能，筹划布局未来或有离境市内免税店政策机遇，拟赴港融资争取获得全球化的渠道及产业链资源，全面夯实全球免税第一绝对龙头地位，中长线全渠道成长路径和空间可期，坚定维持“买入”评级。

评论：

■ 公司海南业务所得税优惠落定，预计21-23年每年有望增厚业绩在7%-11%之间

根据公司公告，公司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。上述事项不影响公司已披露的《2020年年度报告》。本次享受企业所得税优惠政策后，将对公司2021年第三季度业绩产生积极影响，预计影响金额将达到2020年经审计归属于上市公司股东净利润的10%以上，具体以披露为准。

1、对今年Q3业绩的影响估算

在25%所得税假设下，考虑今年暑期疫情对海南进出岛客流影响，兼顾公司线上平台发力部分对冲，我们初步预计公司2021Q3业绩或可能在20-23亿之间。如果按15%所得税优惠计算，或有望修正为22-25亿元之间，同比增长0-12%。结合上述公告，如果公司海南业务2020年及2021H1所得税冲回在Q3体现，根据下表，我们估算公司Q3一次性冲回业绩估算近9亿元，鉴于此，我们初步预计21Q3公司业绩有望31~34亿元左右，同比有望增长约

40-50%，业绩较此前增厚约 10 亿+，增厚明显。

表 1：中免海南业绩所得税调整后业绩影响估算（单位：亿元）

分类	营业利润		归母业绩		估算业所得税修正影响		
	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	合计
三亚市内店	39.61	34.17	29.68	25.58	3.96	3.41	7.37
海免	20.69	16.01	6.57	5.11	0.88	0.68	1.56

资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理估算

2、对公司 2021-2023 年业绩影响的影响

若乐观考虑此前 2020 年和 2021 年上半年海南所得税在今年 Q3 冲回及后续优惠调整影响，我们暂上调公司 21-23 年业绩至 114/144/182 亿元（暂未考虑北京、广州等机场冲回影响，但仍需跟踪后续国内疫情及海南客流恢复情况），较此前 21-23 年公司盈利预测 103/134/170 亿增厚 11（含冲回等影响，兼顾近期疫情反复等影响）、10、12 亿元，增厚幅度在 7-11%之间。

■ 全面布局迎疫情扰动与竞争挑战，夯实全球免税第一地位是核心

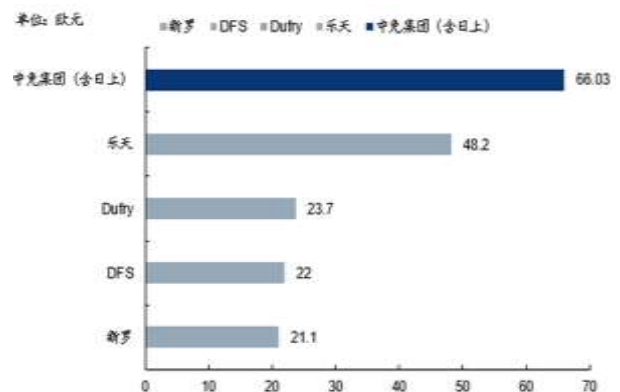
2020 年，由于疫情下的特殊格局、海南政策扩容，公司多元发力，公司已经超越 Dufry、乐天、新罗，成为全球免税第一，竞争优势地位进一步提升。但同时，公司也面临多元挑战。一是国内疫情阶段反复等的影响：Q3 以来，暑期疫情及 9 月以来福建疫情等局部扰动，预计对公司 Q3 主业经营产生一定不利影响；二是海南离岛免税已进入多元适度竞争新格局。今年下半年竞争对手经营面积也有望增加（海发控二期 8 月底开业，中出服、深免海南二期项目预计有望十一前后开业），供货或逐步丰富，海南离岛免税竞争也不排除阶段加剧。中长线来看，出境游若逐步恢复，海外免税龙头竞争压力仍存。

图 1：2019 年，中免位居全球免税龙头第四



资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

图 2：2020 年，中免跃居全球免税第一



资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

鉴于此，公司主观动能正全面激发，积极线上线全渠道多元布局，不断夯实其全球免税第一地位。

一是线上布局强化，平台逐步打通。公司此前线上业务由多平台经营，积分未打通，部分影响消费者体验。今年成立 4 月中免日上互联科技公司（中免持股 41%，系控股方），8 月底公告表示三亚免税店、日上上海与其签约就在线销售业务开展正式合作。结合我们的跟踪，中免日上旅购小程序上，日上优选和 CDF 海南购逐步整合，积分互认。尤其是国内疫情阶段反复扰动中，公司有望通过线上促销发力，部分对冲国内疫情反复的影响。综合来看，通过开展线上线下一体化平台建设，公司未来有望实现线上业务的统一规划、统一运营，应对疫情扰动等不确定情况的综合能力正与日俱增，线上未来有望成为公司中线成长新看点。

二是海南市场持续巩固。面对海南离岛免税市场适度竞争的新格局，公司持续加强海南一体化运营，电商、市场、物流、信息等进一步整合，深化南北卡位布局，在投入 129 亿打造海口国际免税城的基础上（预计明年下半年有望开业），今年 3 月还公告拟投资 37 亿元打造三亚海棠湾一期 2 号地项目。考虑海棠湾在三亚乃至海南的高端客流优

势，在建设海南自贸港背景下，我们预计公司海棠湾一期2号地未来也不排除引入顶奢，进一步丰富品牌和产品布局，提升对多元客群吸引力。此外，公司在美兰机场免税和三亚凤凰机场免税经营面积后续也有望扩容，机场布局强化。公司通过海南南北卡位的强化，进一步巩固其在海南离岛免税的绝对龙头地位。

图 3: 海南离岛免税门店分布



资料来源: 百度地图、三亚发布、21 世纪经济报道、海口日报、腾讯新闻等, 国信证券经济研究所整理

图 4: 中免新海港项目规划图



资料来源: 阳光海南网, 搜狐新闻、中新网海南等, 国信证券经济研究所整理

表 2: 公司目前海南自建项目布局情况

项目名称	总投资	占地面积 (万平米)	建筑面积 (万平米)	商业面积 (万平米)	地上面积 (万平米)	地下面积 (万平米)	说明
三亚国际免税城	39 亿 (含部分初始运营资金)	8.4	12	7	7.2	4.8	国际免税购物中心, 2014 年 9 月开业
河心岛	12 亿	4.8	6.5		3.5	3	集购物、休闲、娱乐为一体的综合项目, 系免税城重要补充, 目前主要系有税定位, 2019 年底开业
一期 2 号地	37 亿元	10.88	17.25		10.7	6.55	免税+酒店, 引入高端奢侈品牌 商务办公面积 7.8 万平方米、住宅面积 8 万平方米、酒店面积 6 万平方米。项目将分为两期进行开发, 一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅, 预计投资额 58.8 亿元, 开发期限为 36 个月; 二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店, 预计投资额 69.8 亿元, 开发期限为 42 个月
海口国际免税城	128.6 亿元	32.4	69.3	47.5			

资料来源: 公司公告, 中国土地市场网, 国信证券经济研究所整理

三是积极推进赴港融资，以争取获得全球化的渠道布局及产业链资源。公司 4 月 22 日公告赴港筹备港上市计划，此后公告进一步明确整体发股不超 8.0%~9.2%，有一定摊薄影响但预计相对可控。按照其当前市值 5000 亿和最新汇率估算，对应港股募资金额大致在 400-450 亿港元之间。结合公司公告，赴港融资资金主要用于：拓展海外渠道、巩固国内渠道，改善供应链等。市场比较关注公司港股募资基石层面是否会引入品牌方以及未来赴港融资完成后是否可能加强与品牌方的深度捆绑。核心来看，公司赴港融资后，主要意在获得全球化的免税渠道和供应链资源，从而全面提升综合竞争力。

四是密切关注市内店政策动态，积极与重点城市建立战略合作关系，为未来市内店布局做好准备。结合公司年报及媒体报道，公司将结合市内免税店布局，在国内重点城市积极推进以免税为核心的旅游零售综合体项目建设。虽然因海内外疫情等因素，截至目前国人离境市内免税店政策尚未落地。但结合我们的持续跟踪，去年以来，国内部分重点口岸城市正在积极推进其离境市内免税布局。中长线出境游若逐步放开，虽竞争或更多元，但离境市内店政策有望落地，市场空间也将更加广阔，公司也积极通过多元提前布局，为后续扩容做好准备。

综合来看，公司正立足全球免税第一优势地位，供应链、线上线下渠道各方面全面优化中，长期成长空间可期。

表 3: 中国中免赴港上市募集资金用途

资金投向	项目名称	具体内容
一、拓展海外渠道	1、开设海外市内免税店	1) 抓住粤港澳大湾区机遇, 扩大香港及澳门市内免税店的网络; 2) 利用一带一路倡议, 在大型交通枢纽及市中心等地区 (尤其是亚洲热门旅游目的地) 开设海外市内免税店。
	2、扩展海外口岸免税店	寻求亚洲机场免税特许经营权并开设免税门店, 重点挑选每天接待许多过境旅客的国际枢纽以及中国游客常去国家的门户枢纽。
	3、扩展邮轮免税店	寻求在邮轮上开设新店, 特别是针对中国旅客推出的新型邮轮。
	4、选择性收购海外旅游零售运营商	聚焦中国游客常去热门旅游目的地, 并寻求收购当地等免税运营商。
二、巩固国内渠道	1、投资主要机场、口岸免税店	1) 发展新的机场免税店、口岸免税店; 2) 为特许期临近结束的机场、口岸门店重续特许经营权。
	2、投资有税旅游零售项目	机场及其他主要交通枢纽的有税店。
	3、投资离岛免税店及市内免税店	1) 离岛免税店的翻新、采购及运营; 2) 竞标获得经营市内免税店的特许权、市内免税店的门店翻新、采购及门店运营。
	4、选择性收购国内旅游零售运营商	补充现有能力及收入来源, 扩大现有销售网络。
三、促进产业链延伸	扩展及开发旅游零售综合体	1) 海口国际免税城: 预计将在 2022 年开始商业运营; 扩展项目建设工程预计总建筑面积为 695,000 平方米, 预期将尽快开始建设; 2) 三亚一期 2 号地: 免税部分预计 2023 年开始运营, 估计建筑面积为 76,500 平方米; 酒店部分预计于 2021 年 12 月开工, 预计竣工日期将为 2026 年, 估计建筑面积为 96,000 平方米。
四、改善供应链效率	1、投资开发物流中心	1) 深圳物流中心: 处于规划阶段, 有待收购土地; 2) 海南物流中心: 分两期开发, I 期物流中心自 2020 年起开工建设, 预计于 2022 年开始运营, 估计建筑面积为 60,000 平方米; II 期物流中心预计于 2021 年开工建设, 并预计于 2023 年竣工, 估计建筑面积为 43,000 平方米。
	2、升级现有供应链	1) 智能化改造物流中心, 进一步提高供应链的效率与可靠性; 2) 招聘及培训供应链人员。
	3、巩固上游采购体系	1) 优化海外商品采购组合: 自供应商获取畅销商品; 提升获取紧俏限量版商品的渠道; 与供应商共同开发适合当地特色的商品及联名商品; 与更多供应商建立战略关; 2) 收购或投资上游品牌: 面向化妆品、时尚品及配饰、保健品、电子产品、手信、土特产及国潮等与旅游零售渠道有关的高价值消耗品的品牌, 寻找潜在合作及投资机会; 3) 招聘及培训专业采购人员。
五、升级信息技术系统	1、整合线上和线下业务平台	开发智能商品采购与管理系统以及完善综合会员管理系统, 升级信息技术系统。
六、市场推广和完善会员体系	2、招聘及培训信息技术人才	
	1、市场推广	1) 广告及品牌推广活动; 2) 招聘及加强市场推广团队。
七、补充流动资金及其他一般用途	2、会员体系建设	吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益。

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

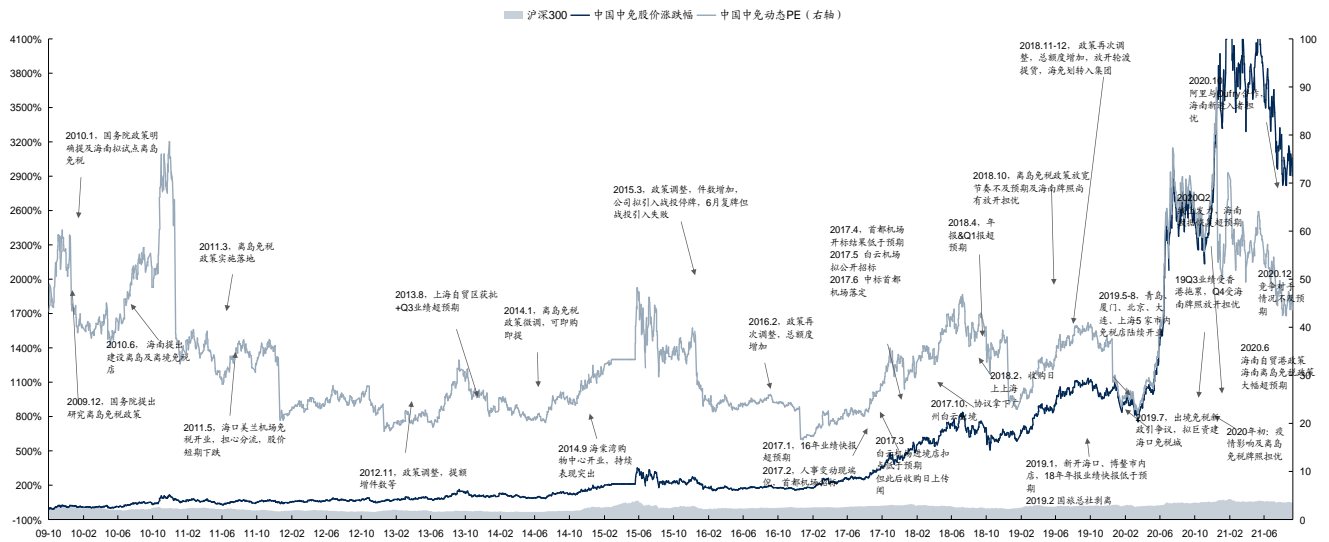
■ 投资建议: 所得税利好落地增厚公司业绩, 全面发力巩固全球免税第一地位, 维持“买入”评级

考虑所得税优惠但未考虑首都机场租金冲回等影响, 我们上调公司 21-23 年 EPS 至 5.84/7.37/9.31 元 (此前 5.28/6.96/8.73 元), 对应 PE 43/34/27x。若考虑赴港融资摊薄 8%影响, 对应估值 46/37/29x。面对疫情扰动、竞争适度增加, 公司主观动能正全面释放, 海南扩容、线上赋能, 筹划布局未来或有离境市内免税店政策机遇, 拟赴港融资争取获得全球化的渠道及产业链资源, 全面夯实全球免税第一绝对龙头地位, 中长线全渠道成长路径和空间可期, 坚定维持“买入”评级。

■ 风险提示

政策风险, 新进入者竞争加剧等市场风险, 宏观经济系统性风险, 大规模传染疫情风险, 机场保底租金压力, 汇率大幅贬值风险, 自然灾害、恶劣天气等, 新项目开业进度或开业经营可能低于预期。

图 5：中国中免股价走势及复盘



资料来源：公司公告、穆迪报告、公司官微、DFE 等，国信证券经济研究所整理

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	14706	26224	35184	47726
应收款项	994	4389	5948	7757
存货净额	14733	4379	5951	7749
其他流动资产	538	2090	2832	3693
流动资产合计	30971	37082	49916	66926
固定资产	2824	2456	3260	3280
无形资产及其他	2449	2352	2255	2158
投资性房地产	4884	4884	4884	4884
长期股权投资	791	793	795	797
资产总计	41919	47567	61110	78046
短期借款及交易性金融负债	417	500	300	200
应付款项	4327	4948	6724	8756
其他流动负债	10917	6206	8319	10929
流动负债合计	15661	11654	15344	19885
长期借款及应付债券	0	(230)	(230)	(230)
其他长期负债	79	79	79	79
长期负债合计	79	(151)	(151)	(151)
负债合计	15741	11503	15193	19735
少数股东权益	3871	4626	5556	6685
股东权益	22308	31437	40360	51626
负债和股东权益总计	41919	47567	61110	78046

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	3.14	5.84	7.37	9.31
每股红利	0.85	1.17	2.80	3.54
每股净资产	11.43	16.10	20.67	26.44
ROIC	31%	60%	112%	149%
ROE	28%	36%	36%	35%
毛利率	41%	37%	36%	36%
EBIT Margin	19%	20%	19%	19%
EBITDA Margin	19%	20%	20%	19%
收入增长	10%	32%	36%	30%
净利润增长率	33%	86%	26%	26%
资产负债率	47%	34%	34%	34%
息率	0.4%	0.5%	1.2%	1.5%
P/E	76.4	41.1	32.6	25.8
P/B	21.0	14.9	11.6	9.1
EV/EBITDA	47.9	33.7	25.8	20.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	52597	69652	94400	123105
营业成本	31221	44124	60133	78381
营业税金及附加	1083	1323	1605	1970
销售费用	8847	8219	11347	15573
管理费用	1637	2132	3024	3976
财务费用	(545)	(490)	(756)	(1034)
投资收益	16	100	50	50
资产减值及公允价值变动	909	0	0	0
其他收入	(1585)	0	0	0
营业利润	9694	14444	19097	24290
营业外净收支	(22)	80	50	30
利润总额	9672	14524	19147	24320
所得税费用	2335	1932	3255	4329
少数股东损益	1197	1180	1500	1820
归属于母公司净利润	6140	11412	14392	18171

现金流量表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6140	11412	14392	18171
资产减值准备	526	374	317	131
折旧摊销	314	392	478	546
公允价值变动损失	(909)	0	0	0
财务费用	(545)	(490)	(756)	(1034)
营运资本变动	538	1691	333	304
其它	348	381	613	998
经营活动现金流	6957	14250	16133	20149
资本开支	(2434)	(301)	(1501)	(601)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(2971)	(303)	(1503)	(603)
权益性融资	39	0	0	0
负债净变化	0	(230)	0	0
支付股利、利息	(1658)	(2282)	(5469)	(6905)
其它融资现金流	2092	83	(200)	(100)
融资活动现金流	(1186)	(2430)	(5669)	(7005)
现金净变动	2800	11517	8961	12542
货币资金的期初余额	11906	14706	26224	35184
货币资金的期末余额	14706	26224	35184	47726
企业自由现金流	5859	13793	14491	19325
权益自由现金流	7951	14071	14919	20074

相关研究报告

《中国中免-601888-2021 年半年报点评：疫后业绩保持快速增长，线上线下一体化战略加速推进》 —— 2021-08-30

《中国中免-601888-重大事件快评：赴港上市一举数得，巩固全球第一地位》 ——2021-05-17

《中国中免-601888-2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩符合预期，拟筹备赴港上市助力成长》 —— 2021-04-22

《中国中免-601888-2020 年年报及 2021 年一季报点评：业绩符合预期，拟筹备赴港上市助力成长》 —— 2021-04-22

《中国中免-601888-重大事件快评：三亚免税新扩容，拟引进高端奢侈品牌，助力整体升级》 ——2021-03-19

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032