

中国中免 (601888)

证券研究报告

2021年09月30日

海南免税业务税收优惠政策落地，未来三年业绩实现大幅增长，公司海南免税业务竞争力持续增强

事件：

公司发布公告，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。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。

点评：

税率降低预期落地，公司预计为三季度带来6.1亿元以上归母净利润增量。此次享受15%优惠的六家公司，根据半年报，21H1三亚市内免税店实现营业收入185.30亿元，实现归母净利润25.58亿元；海免公司实现营业收入77.05亿元；实现归母净利润5.11亿元。本次所得税优惠有望增厚公司三季度业绩，公司预计影响金额将达到6.1亿元以上。

降税优惠为公司海南板块带来长期积极影响。本次所得税优惠覆盖范围占公司营收规模超7成，未来三年公司将持续受益于所得税优惠带来的利润增长：一方面，公司未来三年盈利预期中枢有望持续提升，另一方面，所得税优惠为公司提供更大的利润空间，为公司海南业务发展提供充足竞争力，公司免税业务市占有望加速提升。

投资建议：

随着进入四季度旺季，同时美兰T2约10000平米免税店和三亚机场二期5000平米免税店四季度有望开业，预计中免四季度销售持续向好。公司一方面港交所上市加大国际拓张脚步，一方面加快三亚免税城扩建和海口国际免税城建设，未来将进一步巩固全球免税龙头地位，供应链优势、区位优势有望进一步凸显。由于海南免税业务税收优惠政策落地，公司未来业绩有望大幅增长，我们预计公司21-22年业绩为120/160亿元（上期110/151亿元），当前股价对应PE分别为41x/31x，维持“买入”评级。

风险提示：免税运营商竞争加剧、免税销售不及预期、疫情再次反复风险、公司经营不及预期

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	251.28元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,952.48
流通A股股本(百万股)	1,952.48
A股总市值(百万元)	490,618.05
流通A股市值(百万元)	490,618.05
每股净资产(元)	13.13
资产负债率(%)	38.47
一年内最高/最低(元)	403.78/172.77

作者

刘章明 分析师
SAC执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国中免-半年报点评:21H1实现归母净利润53.59亿元，海南机场免税店陆续扩容，港股上市有望吸引品牌产业资本》2021-09-01
- 《中国中免-公司点评:21H1实现归母净利润54.35亿元竞争优势不减，下半年海南免税加速推进、中免有望首先收益》2021-07-06
- 《中国中免-年报点评报告:20&21Q1海南免税销售强劲，核心利润持续高速增长，免税龙头愈战愈强》2021-04-25

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966.50	52,596.84	88,332.71	120,204.92	168,286.88
增长率(%)	2.04	9.65	67.94	36.08	40.00
EBITDA(百万元)	8,102.66	11,047.69	17,419.41	23,237.23	31,716.12
净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	12,027.50	16,004.33	21,725.89
增长率(%)	49.58	32.64	95.89	33.06	35.75
EPS(元/股)	2.37	3.14	6.16	8.20	11.13
市盈率(P/E)	105.99	79.91	40.79	30.66	22.58
市净率(P/B)	24.67	21.99	15.06	10.55	7.61
市销率(P/S)	10.23	9.33	5.55	4.08	2.92
EV/EBITDA	19.94	48.61	27.01	19.48	14.25

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	11,905.95	14,706.21	23,156.99	44,326.17	49,495.48
应收票据及应收账款	800.08	128.68	2,422.91	720.91	4,157.01
预付账款	381.03	255.60	1,581.37	703.50	2,887.54
存货	8,059.77	14,733.02	18,269.70	22,936.75	39,880.66
其他	1,098.90	1,147.68	2,199.48	2,139.48	3,669.74
流动资产合计	22,245.73	30,971.19	47,630.46	70,826.81	100,090.43
长期股权投资	254.69	791.26	791.26	791.26	791.26
固定资产	1,631.76	1,590.53	2,000.35	2,218.14	2,307.72
在建工程	399.08	1,233.18	775.91	513.54	338.13
无形资产	2,504.36	2,448.76	2,342.70	2,236.63	2,130.57
其他	3,651.63	4,884.45	4,098.99	4,057.09	3,702.78
非流动资产合计	8,441.52	10,948.18	10,009.21	9,816.67	9,270.45
资产总计	30,687.26	41,919.37	57,639.66	80,643.48	109,360.88
短期借款	223.95	417.36	250.00	243.00	245.00
应付票据及应付账款	3,537.47	4,326.74	9,014.72	8,998.45	16,165.68
其他	4,200.05	10,916.93	9,394.57	15,435.18	14,757.11
流动负债合计	7,961.47	15,661.04	18,659.30	24,676.63	31,167.79
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	415.43	79.50	272.17	224.41	272.71
非流动负债合计	415.43	79.50	272.17	224.41	272.71
负债合计	8,376.90	15,740.53	18,931.46	24,901.04	31,440.50
少数股东权益	2,420.70	3,871.13	6,135.82	9,248.55	13,470.51
股本	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48
资本公积	3,851.89	1,982.07	1,982.07	1,982.07	1,982.07
留存收益	17,812.59	20,679.53	30,619.91	44,541.42	62,497.39
其他	(3,727.29)	(2,306.36)	(1,982.07)	(1,982.07)	(1,982.07)
股东权益合计	22,310.36	26,178.84	38,708.20	55,742.44	77,920.38
负债和股东权益总计	30,687.26	41,919.37	57,639.66	80,643.48	109,360.88

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,414.71	7,336.52	12,027.50	16,004.33	21,725.89
折旧摊销	407.90	515.63	213.51	230.63	241.90
财务费用	(78.17)	332.75	(267.29)	(406.29)	(336.79)
投资损失	(965.28)	(15.86)	(25.58)	(27.63)	(34.54)
营运资金变动	(1,401.21)	1,589.98	(4,064.73)	3,991.31	(17,202.53)
其它	(451.91)	(1,556.74)	2,303.08	3,183.47	4,350.88
经营活动现金流	2,926.03	8,202.27	10,186.48	22,975.83	8,744.81
资本支出	883.28	1,923.71	(132.67)	127.76	1.70
长期投资	(29.64)	536.57	0.00	0.00	0.00
其他	(1,952.43)	(6,274.38)	98.25	(180.13)	(17.16)
投资活动现金流	(1,098.79)	(3,814.10)	(34.42)	(52.37)	(15.46)
债权融资	223.95	417.36	250.00	243.00	245.00
股权融资	575.14	(1,295.73)	1,069.28	883.98	814.48
其他	(2,445.10)	(504.44)	(3,020.56)	(2,881.26)	(4,619.52)
筹资活动现金流	(1,646.02)	(1,382.81)	(1,701.28)	(1,754.28)	(3,560.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	181.22	3,005.35	8,450.79	21,169.18	5,169.31

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	47,966.50	52,596.84	88,332.71	120,204.92	168,286.88
营业成本	24,272.79	31,220.61	53,414.79	73,469.24	103,580.58
营业税金及附加	771.82	1,083.29	1,493.22	2,179.92	2,913.84
营业费用	14,904.08	8,846.63	12,940.74	17,237.38	24,687.69
管理费用	1,549.38	1,637.14	2,764.81	3,747.03	5,178.19
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	10.69	(545.28)	(267.29)	(406.29)	(336.79)
资产减值损失	(378.23)	(908.72)	538.83	592.36	486.91
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	965.28	15.86	25.58	27.63	34.54
其他	(1,237.92)	1,553.25	(51.16)	(55.26)	(69.07)
营业利润	7,108.61	9,694.06	17,473.19	23,412.89	31,811.01
营业外收入	66.37	4.22	34.19	23.46	29.88
营业外支出	14.50	26.49	31.06	36.59	39.95
利润总额	7,160.48	9,671.78	17,476.31	23,399.76	31,800.94
所得税	1,745.77	2,335.27	3,145.74	4,211.96	5,724.17
净利润	5,414.71	7,336.52	14,330.58	19,187.81	26,076.77
少数股东损益	785.72	1,196.58	2,303.08	3,183.47	4,350.88
归属于母公司净利润	4,628.99	6,139.94	12,027.50	16,004.33	21,725.89
每股收益(元)	2.37	3.14	6.16	8.20	11.13

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	2.04%	9.65%	67.94%	36.08%	40.00%
营业利润	31.00%	36.37%	80.25%	33.99%	35.87%
归属于母公司净利润	49.58%	32.64%	95.89%	33.06%	35.75%
获利能力					
毛利率	49.40%	40.64%	39.53%	38.88%	38.45%
净利率	9.65%	11.67%	13.62%	13.31%	12.91%
ROE	23.27%	27.52%	36.93%	34.42%	33.71%
ROIC	99.90%	88.98%	180.24%	150.63%	306.35%
偿债能力					
资产负债率	27.30%	37.55%	32.84%	30.88%	28.75%
净负债率	-52.36%	-54.58%	-59.18%	-79.08%	-63.21%
流动比率	2.79	1.98	2.55	2.87	3.21
速动比率	1.78	1.04	1.57	1.94	1.93
营运能力					
应收账款周转率	53.93	113.26	69.24	76.47	69.00
存货周转率	6.85	4.62	5.35	5.83	5.36
总资产周转率	1.67	1.45	1.77	1.74	1.77
每股指标(元)					
每股收益	2.37	3.14	6.16	8.20	11.13
每股经营现金流	1.50	4.20	5.22	11.77	4.48
每股净资产	10.19	11.43	16.68	23.81	33.01
估值比率					
市盈率	105.99	79.91	40.79	30.66	22.58
市净率	24.67	21.99	15.06	10.55	7.61
EV/EBITDA	19.94	48.61	27.01	19.48	14.25
EV/EBIT	20.68	50.03	27.35	19.67	14.36

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com