

# 中国中免 (601888)

证券研究报告

2021年12月16日

## 收购港中旅资产 100%股权，解决同业竞争+完善免税布局

**事件：**公司发布公告，公司与控股股东全资子公司中旅资产签署了股权收购协议，拟以非公开协议转让方式现金收购其持有的港中旅资产公司 100% 股权，交易金额为人民币 1.26 亿元。

此次收购解决了公司与控股股东之间的同业竞争问题，完善了公司在市内免税方面的布局。此次收购在于完成此前控股股东解决同业竞争的承诺。港中旅资产公司拥有免税外汇商品经营资质，可以经营外汇免税商店，即回国补购型的市内免税店。截止 2021 年 9 月 30 日，港中旅资产的资产总额 1353.7 万元，负债总额 155.59 万元，净资产 1198.11 万元。2021 年 1-9 月，实现营业收入 8.14 万元，净亏损 98.54 万元。此次交易有助于中免进一步整合免税资源，巩固和完善公司免税业务布局。

**持续关注后续政策开放。**一方面岛民免税落地在即，将与离岛免税共同驱动海南免税市场发展。岛民免税政策的落地和未来离岛免税商品服务种类、价格、品质的优化，将为岛民免税和离岛免税带来较大成长空间，驱动海南免税市场蓬勃发展，预期海南岛民免税市场规模有望超千亿元。另一方面，长期来看预期疫情影响逐步消除，国际客流有望恢复，市内免税仍会稳步推进落地。

**投资建议：**公司一方面加快三亚免税城扩建和海口国际免税城建设，一方面加速顶奢的引进，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。我们预计公司 21-22 年业绩为 110/150 亿元，当前股价对应 PE 分别为 40x/29x，坚定推荐。

**风险提示：**免税政策变动风险，免税格局竞争加剧风险，新项目建设不及预期，局部疫情反复风险

### 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	223.29 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)	435,968.26
流通 A 股市值(百万元)	435,968.26
每股净资产(元)	14.74
资产负债率(%)	33.27
一年内最高/最低(元)	403.78/197.20

### 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：聚源数据

### 相关报告

- 1 《中国中免-公司点评:首次公开发行 H 股获证监会批复，有望持续巩固免税龙头地位，深化上游供应链及海外市场竞争优势》 2021-11-15
- 2 《中国中免-季报点评:21Q3 归母净利润同增 40.22%，未来海南免税店扩容及顶奢引入龙头价值进一步凸显》 2021-11-02
- 3 《中国中免-公司点评: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》 2021-09-30

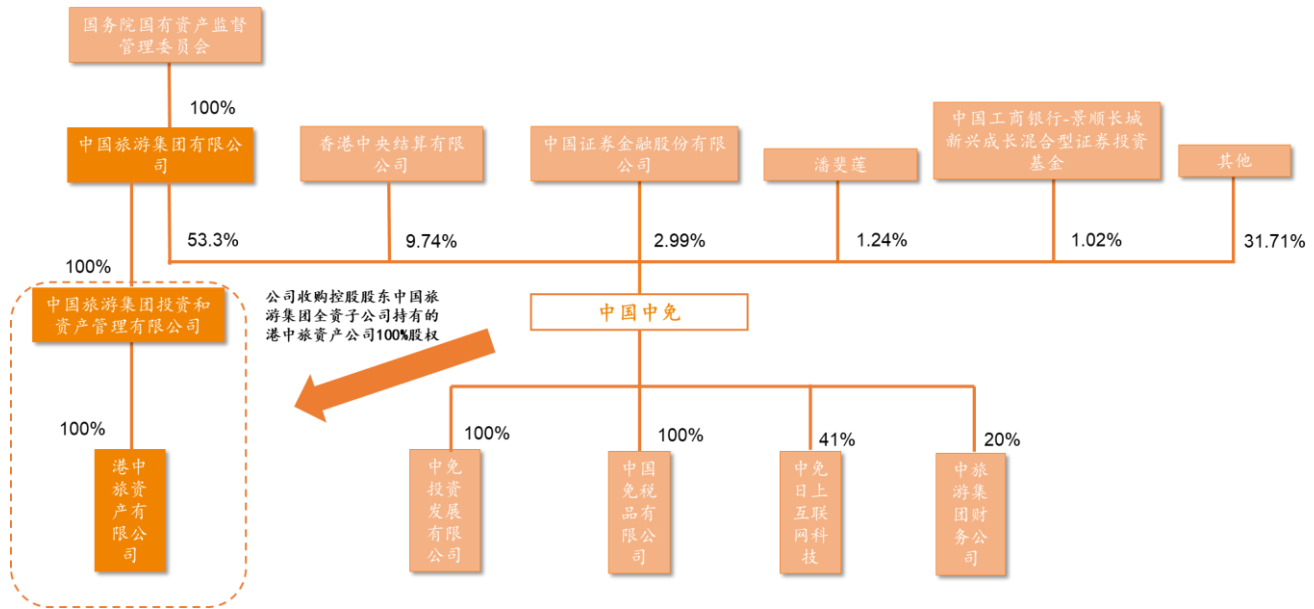
财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966.50	52,596.84	87,489.58	118,250.92	165,551.28
增长率(%)	2.04	9.65	66.34	35.16	40.00
EBITDA(百万元)	8,102.66	11,047.69	15,946.68	21,837.11	31,197.14
净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	11,013.95	15,046.72	21,371.33
增长率(%)	49.58	32.64	79.38	36.62	42.03
EPS(元/股)	2.37	3.14	5.64	7.71	10.95
市盈率(P/E)	94.18	71.01	39.58	28.97	20.40
市净率(P/B)	21.92	19.54	13.74	9.73	6.98
市销率(P/S)	9.09	8.29	4.98	3.69	2.63
EV/EBITDA	19.94	48.61	26.14	18.29	12.79

资料来源：wind，天风证券研究所

## 1. 事件：公司发布公告收购港中旅资产 100%股权

公司发布公告，公司与控股股东全资子公司中旅资产签署了股权收购协议，拟以非公开协议转让方式现金收购其持有的港中旅资产公司 100%股权，交易金额为人民币 1.26 亿元。

图 1：中免收购港中旅资产公司 100%股权示意图



资料来源：Wind，企查查，公司公告，天风证券研究所

## 2. 点评：有助于解决同业竞争，完善免税业务布局

此次收购解决了公司与控股股东之间的同业竞争问题，完善了公司在市内免税方面的布局。此次收购在于完成此前控股股东解决同业竞争的承诺。港中旅资产公司拥有免税外汇商品经营资质，可以经营外汇免税商店，即回国补购型的市内免税店。截止 2021 年 9 月 30 日，港中旅资产的资产总额 1353.7 万元，负债总额 155.59 万元，净资产 1198.11 万元。2021 年 1-9 月，实现营业收入 8.14 万元，净亏损 98.54 万元。此次交易有助于中免进一步整合免税资源，巩固和完善公司免税业务布局。

**持续关注后续政策开放。**一方面岛民免税落地在即，将与离岛免税共同驱动海南免税市场发展。岛民免税政策的落地和未来离岛免税商品服务种类、价格、品质的优化，将为岛民免税和离岛免税带来较大成长空间，驱动海南免税市场蓬勃发展，预期 2025 年之前海南岛民免税市场规模有望超 2000 亿元。另一方面，长期来看预期疫情影响逐步消除，国际客流有望恢复，市内免税仍会稳步推进落地。

## 3. 投资建议

公司一方面加快三亚免税城扩建和海口国际免税城建设，一方面加速顶奢的引进，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。我们预计公司 21-22 年业绩为 110/150 亿元，当前股价对应 PE 分别为 40x/29x，坚定推荐。

## 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	22,013.49	42,500.37	47,325.59
应收票据及应收账款	800.08	128.68	2,398.56	694.16	4,104.47
预付账款	381.03	255.60	1,608.67	670.69	2,861.98
存货	8,059.77	14,733.02	18,760.13	22,346.86	39,449.41
其他	1,098.90	1,147.68	2,172.24	2,103.27	3,618.46
<b>流动资产合计</b>	<b>22,245.73</b>	<b>30,971.19</b>	<b>46,953.09</b>	<b>68,315.35</b>	<b>97,359.91</b>
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
<b>非流动资产合计</b>	<b>8,441.52</b>	<b>10,948.18</b>	<b>10,009.21</b>	<b>9,816.67</b>	<b>9,270.45</b>
<b>资产总计</b>	<b>30,687.26</b>	<b>41,919.37</b>	<b>56,962.29</b>	<b>78,132.01</b>	<b>106,630.36</b>
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	9,212.98	8,756.72	15,998.36
其他	4,200.05	10,916.93	9,547.46	15,213.21	14,603.62
<b>流动负债合计</b>	<b>7,961.47</b>	<b>15,661.04</b>	<b>19,010.44</b>	<b>24,212.92</b>	<b>30,846.97</b>
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
<b>非流动负债合计</b>	<b>415.43</b>	<b>79.50</b>	<b>272.17</b>	<b>224.41</b>	<b>272.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>8,376.90</b>	<b>15,740.53</b>	<b>19,282.61</b>	<b>24,437.33</b>	<b>31,119.69</b>
少数股东权益	2,420.70	3,871.13	5,944.97	8,871.45	13,024.51
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	29,782.24	42,870.75	60,533.69
其他	(3,727.29)	(2,306.36)	(1,982.07)	(1,982.07)	(1,982.07)
<b>股东权益合计</b>	<b>22,310.36</b>	<b>26,178.84</b>	<b>37,679.69</b>	<b>53,694.68</b>	<b>75,510.68</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>30,687.26</b>	<b>41,919.37</b>	<b>56,962.29</b>	<b>78,132.01</b>	<b>106,630.36</b>

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	5,414.71	7,336.52	11,013.95	15,046.72	21,371.33
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	(4,179.72)	4,328.25	(17,184.68)
其它	(451.91)	(1,556.74)	2,109.00	2,992.99	4,279.87
<b>经营活动现金流</b>	<b>2,926.03</b>	<b>8,202.27</b>	<b>8,863.87</b>	<b>22,164.68</b>	<b>8,337.10</b>
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)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,098.79)</b>	<b>(3,814.10)</b>	<b>(34.42)</b>	<b>(52.37)</b>	<b>(15.46)</b>
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)	(2,841.44)	(2,752.40)	(4,555.89)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(1,646.02)</b>	<b>(1,382.81)</b>	<b>(1,522.16)</b>	<b>(1,625.43)</b>	<b>(3,496.41)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>181.22</b>	<b>3,005.35</b>	<b>7,307.28</b>	<b>20,486.88</b>	<b>4,825.23</b>

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
<b>营业收入</b>	<b>47,966.50</b>	<b>52,596.84</b>	<b>87,489.58</b>	<b>118,250.92</b>	<b>165,551.28</b>
营业成本	24,272.79	31,220.61	54,208.54	73,291.92	101,896.81
营业税金及附加	771.82	1,083.29	1,478.97	2,144.49	2,866.47
营业费用	14,904.08	8,846.63	12,817.22	16,957.18	24,286.37
管理费用	1,549.38	1,637.14	2,738.42	3,686.12	5,094.01
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)
<b>营业利润</b>	<b>7,108.61</b>	<b>9,694.06</b>	<b>16,000.46</b>	<b>22,012.76</b>	<b>31,292.02</b>
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
<b>利润总额</b>	<b>7,160.48</b>	<b>9,671.78</b>	<b>16,003.59</b>	<b>21,999.64</b>	<b>31,281.95</b>
所得税	1,745.77	2,335.27	2,880.65	3,959.94	5,630.75
<b>净利润</b>	<b>5,414.71</b>	<b>7,336.52</b>	<b>13,122.94</b>	<b>18,039.71</b>	<b>25,651.20</b>
少数股东损益	785.72	1,196.58	2,109.00	2,992.99	4,279.87
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,628.99</b>	<b>6,139.94</b>	<b>11,013.95</b>	<b>15,046.72</b>	<b>21,371.33</b>
每股收益(元)	2.37	3.14	5.64	7.71	10.95

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	2.04%	9.65%	66.34%	35.16%	40.00%
营业利润	31.00%	36.37%	65.05%	37.58%	42.15%
归属于母公司净利润	49.58%	32.64%	79.38%	36.62%	42.03%
<b>获利能力</b>					
毛利率	49.40%	40.64%	38.04%	38.02%	38.45%
净利率	9.65%	11.67%	12.59%	12.72%	12.91%
ROE	23.27%	27.52%	34.71%	33.57%	34.20%
ROIC	99.90%	88.98%	164.81%	140.17%	309.45%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	27.30%	37.55%	33.85%	31.28%	29.18%
净负债率	-52.36%	-54.58%	-57.76%	-78.70%	-62.35%
流动比率	2.79	1.98	2.47	2.82	3.16
速动比率	1.78	1.04	1.48	1.90	1.88
<b>营运能力</b>					
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	5.22	5.75	5.36
总资产周转率	1.67	1.45	1.77	1.75	1.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	2.37	3.14	5.64	7.71	10.95
每股经营现金流	1.50	4.20	4.54	11.35	4.27
每股净资产	10.19	11.43	16.25	22.96	32.00
<b>估值比率</b>					
市盈率	94.18	71.01	39.58	28.97	20.40
市净率	21.92	19.54	13.74	9.73	6.98
EV/EBITDA	19.94	48.61	26.14	18.29	12.79
EV/EBIT	20.68	50.03	26.50	18.48	12.89

### 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	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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