



中信证券研究部



姜娅
首席消费产业
分析师
S1010510120056



杨清朴
社会服务分析师
S1010518070001

核心观点

公司预告前三季度营收 351.38 亿元/-2.8%，归母净利润 31.64 亿元/-24.9%，对应 Q3 单季收入 158.3 亿元/+39.0%，归母净利润 22.3 亿元/+141.9%，净利率 14.1%/+6pcts。疫情有效管控下，海南离岛免税新政带动效应显现，我们预计：1) Q3 海南免税收入增长预计超过 230%；2) Q4 高基数下增速将有所回落、但仍然高增长，达 180%-200%。更为关键的是，在促销加大背景下，盈利能力同比已实现提升，我们认为盈利端更超市场预期。

■ **海南市场如期高增长，净利率提升更超预期。**公司 Q3 单季营收 158.3 亿元/+39.0%，符合此前我们预期的约 160 亿元。具体来看，海口海关统计口径（不含补购）7-9 月海南离岛免税销售 86.1 亿元/+227.5%YOY，其中 7/8/9 月分别为 25/30.8/30.3 亿元，预计补购月均 4-5 亿元，基于此预测 Q3 海南免税收入合计约 98 亿元；其中三亚海棠湾店、其他三店预计分别约 70/28 亿元。品类结构上，化妆品销售额占比 50%、手表、首饰各 12%、鞋服箱包等其他 26%。盈利端，我们预计考虑批发利润，海南免税业务 Q3 净利率达 30%左右，较超预期。

■ **机场门店受疫情影响持续，线上直邮有效补充。**国内出入境仍然受到严格管控，其中 7、8 月上海机场国际旅客吞吐量仅 14 万人，因此预计公司口岸渠道门店销售仍近乎为零。Q3 公司继续借助日上直邮、CDF 会员购等线上渠道，在海南以外市场实现一定规模的销售，我们预计 Q3 日上直邮收入约 40 亿元，其他合计约 21 亿元。考虑公司当前在谨慎会计处理下机场按全额保底租金计提，海南以外市场利润端预计仍亏损。在海外疫情仍未完全得到控制，出境游客心理存在修复周期，“新零售”渠道预计仍将作为机场渠道的有效补位保持稳健增长。

■ **风险因素：**新增离岛免税经营牌照发放和新增主体格局不同于预期；消费回流低于预期；海南旅游人次低于预期；国内疫情反复等。

■ **投资建议：**Q3 收入、业绩如期释放，不考虑机场租金调低，Q4 旺季规律下环比提升趋势明确，基于 Q3 盈利超预期情况，我们略调高 2020 年净利润预测至 56.9 亿元（原预测 53.9 亿元）；相应调高 2021-22 年净利润预测至 104.1/134.8 亿元，对应 2020-2022 年 EPS 预测 2.91/5.33/6.91 元（原为 2.71/5.13/6.72 元）。该业绩预测未包含机场保底租金调整，但因疫情不可抗力因素，机场保底租金调整在 Q4 确认是大概率事件，因此公司实际最终确认盈利预计将高于我们当前预测，我们将关注谈判情况再调整。再次强调免税行业的基本逻辑是市场整体扩容，除海南离岛免税市场外，市内店政策也将形成立体支撑，核心是吸引消费回流、减少外汇逆差。而扩容弹性实际上较难准确、充分预期，虽然当前盈利预测下短期估值显高，但潜在价值或未能完全反馈，建议耐心配置，中期目标价 307.40 元（基于 1000 亿收入、200 亿利润、PE30x 测算，对应当前预测 2022 年 PE 45 倍）。

中国中免	601888
评级	买入（维持）
当前价	212.00 元
目标价	307.40 元
总股本	1,952 百万股
流通股本	1,952 百万股
52 周最高/低价	249.0/66.5 元
近 1 月绝对涨幅	7.18%
近 6 月绝对涨幅	209.01%
近 12 月绝对涨幅	151.59%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	53,862	76,045	96,991
增长率 YoY%	109.9	2.0	12.3	41.2	27.5
净利润(百万元)	3,095	4,629	5,689	10,405	13,483
增长率 YoY%	71.2	49.6	22.9	82.9	29.6
EPS(元)	1.59	2.37	2.91	5.33	6.91
毛利率%	41.5	49.4	48.3	47.0	46.8
ROE%	19.1	23.3	23.4	32.9	33.4
PE	134	89	73	40	31

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 10 月 12 日收盘价

利润表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	53,862	76,045	96,991
营业成本	27,518	24,273	27,838	40,278	51,577
毛利率	41.5%	49.4%	48.3%	47.0%	46.8%
营业税金及附加	659	772	1,460	2,038	2,544
营业费用	11,601	14,904	16,714	18,351	22,793
营业费用率	24.7%	31.1%	31.0%	24.1%	23.5%
管理费用	1,601	1,549	1,182	1,745	2,543
管理费用率	3.4%	3.2%	2.2%	2.3%	2.6%
财务费用	-7	11	-45	-73	-123
财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%
投资收益	53	965	40	60	66
营业利润	5,426	7,109	7,952	15,647	20,013
营业利润率	11.5%	14.8%	14.8%	20.6%	20.6%
营业外收入	25	66	25	25	25
营业外支出	116	14	40	40	30
利润总额	5,336	7,160	7,937	15,632	20,008
所得税	1,401	1,746	1,682	2,923	3,667
所得税率	26.3%	24.4%	21.2%	18.7%	18.3%
少数股东损益	840	786	566	2,304	2,858
归属于母公司股东的净利润	3,095	4,629	5,689	10,405	13,483
净利率	6.6%	9.7%	10.6%	13.7%	13.9%
每股收益(元)	1.59	2.37	2.91	5.33	6.91

现金流量表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,095	4,629	5,295	10,018	13,483
少数股东损益	840	786	21	1,640	2,858
折旧和摊销	371	408	426	325	325
营运资金变动	-1,924	-2,237	-2,863	-1,041	-1,041
其他	340	-660	-141	-37	-37
经营现金流	2,722	2,926	2,738	10,906	14,906
资本支出	-1,582	-1,498	-650	-100	-100
投资收益	61	32	40	60	60
资产变卖	3	0	0	0	0
其他	-388	368	10	12	12
投资现金流	-1,906	-1,099	-600	-28	-28
发行股票	0	0	0	0	0
负债变化	179	3	-24	-80	-80
股息支出	-1,441	-1,618	-1,059	-3,005	-4,005
其他	114	-30	42	65	65
融资现金流	-1,149	-1,646	-1,041	-3,021	-4,021
现金净增加额	-332	181	1,097	7,857	9,857

资料来源: Wind, 中信证券研究部预测

资产负债表 (百万元)

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,289	11,906	14,043	23,177	33,964
存货	5,943	8,060	10,801	13,674	16,009
应收账款	979	800	1,066	1,355	1,632
其他流动资产	1,367	1,480	1,867	2,234	2,700
流动资产	19,578	22,246	27,778	40,441	54,305
固定资产	1,932	1,632	2,328	2,253	2,171
长期股权投资	284	255	285	315	345
无形资产	1,202	2,504	2,437	2,320	2,202
其他长期资产	3,851	4,051	3,676	3,672	3,619
非流动资产	7,269	8,442	8,725	8,560	8,337
资产总计	26,847	30,687	36,503	49,001	62,642
短期借款	289	224	200	120	100
应付账款	2,859	3,537	4,454	6,042	6,705
其他流动负债	4,645	4,200	4,170	5,552	6,888
流动负债	7,793	7,961	8,824	11,714	13,693
长期负债	0	0	0	0	0
其他长期负债	470	415	415	415	415
非流动性负债	470	415	415	415	415
负债合计	8,263	8,377	9,240	12,129	14,109
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852
股东权益合计	16,211	19,765	24,316	31,600	40,364
少数股东权益	2,349	2,421	2,987	5,291	8,150
负债股东权益总计	26,847	30,687	36,503	49,001	62,642

主要财务指标

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
营业收入	66.2	2.0	12.3	41.2	27.5
营业利润	40.8	31.0	11.9	96.8	27.9
净利润	22.3	49.6	22.9	82.9	29.6
利润率 (%)					
毛利率	41.5	49.4	48.3	47.0	46.8
EBIT Margin	12.0	13.5	12.4	17.9	18.1
EBITDA Margin	12.5	14.3	13.1	18.5	18.4
净利率	6.6	9.7	10.6	13.7	13.9
回报率 (%)					
净资产收益率	19.1	23.4	23.4	32.9	33.4
总资产收益率	12.6	16.4	17.0	23.8	24.7
其他 (%)					
资产负债率	30.8	27.3	25.3	24.8	22.5
所得税率	26.3	24.4	21.2	18.7	18.3
股利支付率	19.8	19.8	24.6	24.6	31.4

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信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。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编撰的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。