

## 休闲服务

2020 年 10 月 12 日

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持**（维持）

## 市场数据：2020 年 10 月 12 日

|               |                  |
|---------------|------------------|
| 收盘价（元）        | 212              |
| 一年内最高/最低（元）   | 249/66.5         |
| 市净率           | 23.5             |
| 息率（分红/股价）     | 0.34             |
| 流通 A 股市值（百万元） | 413925           |
| 上证指数/深证成指     | 3358.47/13708.07 |

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

## 基础数据：2020 年 06 月 30 日

|                |           |
|----------------|-----------|
| 每股净资产（元）       | 9.04      |
| 资产负债率%         | 40.42     |
| 总股本/流通 A 股（百万） | 1952/1952 |
| 流通 B 股/H 股（百万） | -/-       |

## 一年内股价与大盘对比走势：



## 证券分析师

刘乐文 A0230517110001  
liuyw@swsresearch.com

## 研究支持

于佳琪 A0230519080004  
yujq2@swsresearch.com

## 联系人

王越  
(8621)23297818×转  
wangyue@swsresearch.com

申万宏源研究微信服务号

**中国中免 (601888)****——三季报利润超预期，海南离岛免税盈利水平强劲**

## 投资要点：

- **三季度业绩快报利润超预期**：2020 年 10 月 12 日，公司发布三季度前瞻，其中单季度公司实现营收 158.3 亿元，考虑收购海免进行追溯调整（以下相同），同比增长 39.0%，归母净利润 22.3 亿元，同比增长 141.9%，扣非净利润 22.1 亿元，同比增长 141.3%，收入基本符合我们预期，利润高于我们前瞻中的中性预期 18.3 亿元，我们同样提示乐观预期下公司利润有望上到 20 亿元。前三季度，公司共实现营收 351.4 亿元，同比-2.8%，净利润 31.6 亿元，同比-24.9%，扣非净利润 29.9 亿元，同比-12.4%。
- **海南新政实施下营收高增，周转提升下费用率进一步下行**。海南离岛免税 7-9 月份海南离岛免税分别实现销售额 24.9/30.9/30.3 亿元，同比高增+228%/217%/238%，当前日均销售额已突破 1 亿元，带动公司单季度收入增长明显。而商品周转的提升进一步摊薄费用使得即使在大幅促销下海南地区依然保证了高利润。国庆期间，海口海关共监管海南离岛免税购物金额 10.4 亿元、旅客 14.68 万人次、件数 99.89 万件，同比分别增长 148.7%、43.9%、97.2%。10 月 1 日-5 日，免税销售额仅 5.3 亿，日均 1.06 亿元，引发市场担忧，实际考虑离岛错峰问题，后 3 天日均达到 1.7 亿元，销售依然保持强劲。从后续的增长驱动力来看：1、海南入岛人次已恢复，明年同比将有明显增长。今年尽管免税销售火爆，但前期仍有多数旅客无法出行，8 月份海南接待过夜游客数已实现同比正增长，但 1-8 月累计仍下滑 34.6%，因此明年仍有客流增量支撑；2、海棠湾后续精品仍将持续进驻同时免税经营面积计划扩大（预计 3 层将进行改造）。因此我们预计明年 500 亿元的销售规模仍有重组的实现的基础。
- **直邮业务盈利充足，多渠道销售应对特殊情形**。日上直邮业务三季度销售额保持稳定，七夕、周年庆等活动持续接棒。7 月份由于缺货及折扣降低等问题再 8 月份得到解决，明显恢复。直邮业务预计营业利润率超过 30%，即使考虑到三季度仍足额计提机场保底租金，预计综合仍有正盈利贡献。当前国际航线仍未恢复，中免通过多渠道运营补足销售额，进一步抢占国际市场份额。今年中免旅游零售业务将上升到全球第一位，持续看好消费回流的红利。
- **盈利预测与投资建议**：根据此次业绩快报情况，我们上调盈利预测，预计 20-22 年公司实现归母净利润为 64.50/109.18/159.54 亿元(原盈利预测为 49.14/95.56/141.56 亿元)，对应 PE 分别为 64/38/26 倍，维持“增持”评级。
- **风险提示**：机场保底租金缴纳对当期利润造成影响，促销库存不足对销售造成影响等。

## 财务数据及盈利预测

|            | 2019   | 2020H1 | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入（百万元） | 47,967 | 19,309 | 62,736 | 90,517 | 110,549 |
| 同比增长率（%）   | 2.0    | -22.0  | 30.8   | 44.3   | 22.1    |
| 归母净利润（百万元） | 4,629  | 931    | 6,450  | 10,918 | 15,954  |
| 同比增长率（%）   | 49.6   | -71.7  | 39.3   | 69.3   | 46.1    |
| 每股收益（元/股）  | 2.37   | 0.48   | 3.30   | 5.59   | 8.17    |
| 毛利率（%）     | 49.4   | 42.8   | 45.2   | 46.2   | 47.2    |
| ROE（%）     | 23.3   | 5.3    | 25.9   | 32.2   | 34.2    |
| 市盈率        | 89     |        | 64     | 38     | 26      |

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

| 百万元，百万股            | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E   |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 营业总收入              | 47,007 | 47,966 | 62,736 | 90,517 | 110,549 |
| 其中：营业收入            | 47,007 | 47,966 | 62,736 | 90,517 | 110,549 |
| 减：营业成本             | 27,518 | 24,273 | 34,365 | 48,659 | 58,376  |
| 减：税金及附加            | 659    | 772    | 1,548  | 2,313  | 2,985   |
| 主营业务利润             | 18,830 | 22,922 | 26,823 | 39,545 | 49,188  |
| 减：销售费用             | 11,601 | 14,904 | 14,083 | 21,146 | 23,716  |
| 减：管理费用             | 1,601  | 1,549  | 2,026  | 2,743  | 3,239   |
| 减：研发费用             | 0      | 0      | 0      | 0      | 0       |
| 减：财务费用             | -7     | 11     | 87     | -148   | -329    |
| 经营性利润              | 5,635  | 6,458  | 10,627 | 15,804 | 22,562  |
| 加：信用减值损失（损失以“-”填列） | 0      | -5     | 0      | 0      | 0       |
| 加：资产减值损失（损失以“-”填列） | -298   | -378   | 212    | 0      | 0       |
| 加：投资收益及其他          | 90     | 1,034  | -221   | -1     | 0       |
| 营业利润               | 5,426  | 7,109  | 10,618 | 15,803 | 22,562  |
| 加：营业外净收入           | -90    | 52     | -60    | 30     | 30      |
| 利润总额               | 5,336  | 7,160  | 10,558 | 15,833 | 22,592  |
| 减：所得税              | 1,401  | 1,746  | 3,279  | 3,630  | 4,283   |
| 净利润                | 3,935  | 5,415  | 7,279  | 12,203 | 18,309  |
| 少数股东损益             | 840    | 786    | 829    | 1,285  | 2,355   |
| 归属于母公司所有者的净利润      | 3,095  | 4,629  | 6,450  | 10,918 | 15,954  |
| 全面摊薄总股本            | 1,952  | 1,952  | 1,952  | 1,952  | 1,952   |
| 每股收益（元）            | 1.59   | 2.37   | 3.30   | 5.59   | 8.17    |

资料来源：公司公告，申万宏源研究

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

|    |     |              |                                                                  |
|----|-----|--------------|------------------------------------------------------------------|
| 华东 | 陈陶  | 021-23297221 | <a href="mailto:chentao1@swhysec.com">chentao1@swhysec.com</a>   |
| 华北 | 李丹  | 010-66500631 | <a href="mailto:lidan4@swhysec.com">lidan4@swhysec.com</a>       |
| 华南 | 陈左茜 | 755-23832751 | <a href="mailto:chenzuoxi@swhysec.com">chenzuoxi@swhysec.com</a> |
| 海外 | 朱凡  | 021-23297573 | <a href="mailto:zhufan@swhysec.com">zhufan@swhysec.com</a>       |

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                   |                            |
|-------------------|----------------------------|
| 买入 (Buy)          | ：相对强于市场表现 20% 以上；          |
| 增持 (Outperform)   | ：相对强于市场表现 5% ~ 20%；        |
| 中性 (Neutral)      | ：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动； |
| 减持 (Underperform) | ：相对弱于市场表现 5% 以下。           |

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| 看好 (Overweight)  | ：行业超越整体市场表现；    |
| 中性 (Neutral)     | ：行业与整体市场表现基本持平； |
| 看淡 (Underweight) | ：行业弱于整体市场表现。    |

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。