

海南简化化妆品备案手续，看好离岛免税未来发展

——中国国旅(601888.SH)近况跟踪报告

公司简报

◆事件：海南省药监局11月26日宣布，即日起境内责任人注册地在海南省行政区域范围内的企业，可在海南省办理首次进口非特殊用途化妆品备案手续。进口非特殊用途化妆品实行告知性备案后，审批时间由3至5个月缩短为5个工作日，大大提高产品进口上市效率。

◆点评：1) 本次放宽备案手续，将利好海南免税市场推出全新品牌与老品牌的新产品。此前海南免税店销售化妆品需要中国其它口岸首次进口后才能引进，这样大大限制海南免税利用新品进行差异化经营，本次放宽后看好离岛免税品类丰富程度提升从而提升其竞争力。

2) 近来市场担忧离岛免税未来放开，我们认为无需过多担忧：1) 从海南省政府角度来看，目标建设海南为自由贸易港，离岛免税政策放宽存在可能，但因政策不确定性较强，仍需要多方面推敲政策可行性，短期推行可能性较低；2) 即使离岛免税放开，放开之后将更多释放海南离岛免税市场空间，引入竞争对中免造成的冲击有限，因中免在海南深耕多年，中免与集团子公司海免已在三亚与海口占据最有利位置，未来其将继续投资128亿打造海口免税城。而目前国内竞争对手一般体量较小，门店与数量销售额不足中免十分之一，从采购、营销、资金实力、运营等各环节相比中免均有明显差距。

3) 今年海南化妆品销售异常火热，今年前十个月海南进口化妆品金额为48.2亿元，同比增长84.4%，明显高于全国进口化妆品金融32%的增速。化妆品销售火爆带动免税的快速增长，今年前三季度海南离岛免税购物消费中，化妆品消费额为50.9亿元，所占比例达55%，前三季度海南离岛免税销售额92.6亿/+28.4%，客单价为3455元，客单价距购物限额(3万)仍有较大差距，主要因行邮税额度(8000元限制)未来假若如行邮税额度等政策继续放宽，客单价将有进一步的提升空间。

◆盈利预测与估值：

目前公司仍处于高速发展时期，市内免税政策放宽仍值得期待，未来离岛免税备案手续放宽之后更加利好其离岛业务展开。我们维持19-20年EPS为2.30、2.58、2.97元，对应19-21年PE为39/35/30倍，维持“增持”评级。

◆风险提示：

经济下行、毛利率增长不及预期、免税政策落地不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	28,282	47,007	44,431	53,024	61,369
营业收入增长率	26.32%	66.21%	-5.48%	19.34%	15.74%
净利润(百万元)	2,531	3,095	4,491	5,039	5,791
净利润增长率	39.96%	22.29%	45.12%	12.20%	14.93%
EPS(元)	1.30	1.59	2.30	2.58	2.97
ROE(归属母公司)(摊薄)	18.03%	19.06%	22.85%	21.99%	21.63%
P/E	70	57	39	35	30
P/B	12.5	10.8	9.0	7.7	6.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年11月27日

增持(维持)

分析师

谢宁铃 (执业证书编号：S0930512060002)
021-52523873
xienl@ebscn.com

联系人

李泽楠
021-52523875
lizn@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)：19.52
总市值(亿元)：1760.16
一年最低/最高(元)：52.73/98.27
近3月换手率：25.24%

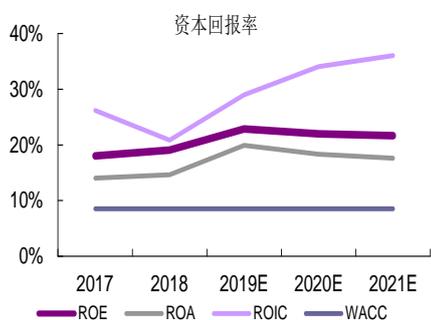
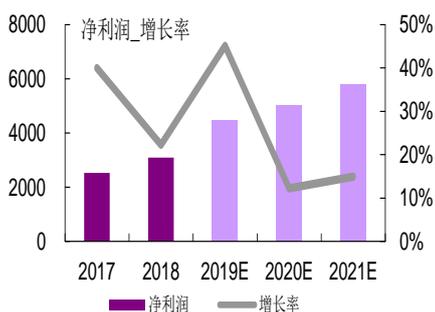
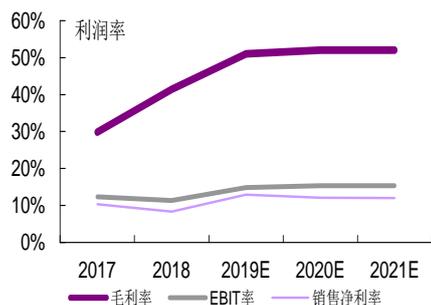
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-6.52	-14.37	33.36
绝对	-6.65	-11.03	57.25

资料来源：Wind



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	44,431	53,024	61,369
营业成本	19,848	27,518	21,771	25,452	29,457
折旧和摊销	257	371	500	511	520
营业税费	341	659	622	742	859
销售费用	3,529	11,601	14,218	16,968	19,638
管理费用	1,082	1,601	1,422	1,697	1,964
财务费用	-143	-7	-131	-291	-408
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	202	51	980	100	100
营业利润	3,853	5,426	7,724	8,550	9,952
利润总额	3,834	5,336	7,758	8,585	9,988
少数股东损益	404	840	1,250	1,400	1,600
归属母公司净利润	2,531	3,095	4,491	5,039	5,791

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	20,932	26,847	28,824	35,125	41,960
流动资产	17,092	19,578	23,051	29,755	37,025
货币资金	11,484	11,289	16,964	22,678	28,816
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	946	979	1,964	2,344	2,713
应收票据	3	0	9	11	12
其他应收款	630	567	755	901	1,043
存货	3,218	5,943	2,395	2,800	3,240
可供出售投资	1	1	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	303	284	284	284	284
固定资产	1,426	1,932	1,700	1,483	1,197
无形资产	1,092	1,202	1,142	1,085	1,031
总负债	5,921	8,263	5,572	7,215	8,589
无息负债	5,819	7,974	5,572	7,215	8,589
有息负债	102	289	0	0	0
股东权益	15,011	18,584	23,252	27,911	33,370
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
公积金	4,431	4,615	4,820	4,820	4,820
未分配利润	7,747	9,643	12,855	16,115	19,974
少数股东权益	978	2,349	3,599	4,999	6,599

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3,017	2,722	5,245	6,773	7,219
净利润	2,531	3,095	4,491	5,039	5,791
折旧摊销	257	371	500	511	520
净营运资金增加	640	5,509	-696	1,926	2,261
其他	-411	-6,253	950	-703	-1,354
投资活动产生现金流	1,454	-1,906	1,791	0	25
净资本支出	-293	-1,579	820	-100	-75
长期投资变化	303	284	0	0	0
其他资产变化	1,444	-611	970	100	100
融资活动现金流	-1,896	-1,149	-1,361	-1,059	-1,106
股本变化	976	0	0	0	0
债务净变化	-32	187	-289	0	0
无息负债变化	2,025	2,155	-2,402	1,642	1,375
净现金流	2,523	-247	5,675	5,714	6,138

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	26.32%	66.21%	-5.48%	19.34%	15.74%
净利润增长率	39.96%	22.29%	45.12%	12.20%	14.93%
EBITDA 增长率	40.94%	52.27%	24.79%	21.87%	14.94%
EBIT 增长率	44.79%	52.88%	24.09%	23.37%	15.75%
估值指标					
PE	70	57	39	35	30
PB	13	11	9	8	7
EV/EBITDA	46	32	25	20	18
EV/EBIT	50	34	27	22	19
EV/NOPLAT	65	46	36	29	25
EV/Sales	6	4	4	3	3
EV/IC	17	10	10	10	9
盈利能力 (%)					
毛利率	29.82%	41.46%	51.00%	52.00%	52.00%
EBITDA 率	13.24%	12.13%	16.01%	16.35%	16.24%
EBIT 率	12.33%	11.34%	14.88%	15.39%	15.39%
税前净利润率	13.56%	11.35%	17.46%	16.19%	16.28%
税后净利润率 (归属母公司)	8.95%	6.58%	10.11%	9.50%	9.44%
ROA	14.02%	14.66%	19.92%	18.33%	17.62%
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.03%	19.06%	22.85%	21.99%	21.63%
经营性 ROIC	26.19%	20.87%	28.99%	34.04%	36.06%
偿债能力					
流动比率	2.97	2.51	4.31	4.53	4.92
速动比率	2.41	1.75	3.86	4.10	4.49
归属母公司权益/有息债务	137.49	56.17	-	-	-
有形资产/有息债务	189.94	83.41	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.30	1.59	2.30	2.58	2.97
每股红利	0.52	0.55	0.91	0.99	1.06
每股经营现金流	1.55	1.39	2.69	3.47	3.70
每股自由现金流(FCFF)	1.02	-1.27	3.43	2.36	2.65
每股净资产	7.19	8.32	10.07	11.73	13.71
每股销售收入	14.49	24.08	22.76	27.16	31.43

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

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。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼