

# “双十二”之际再看电商与免税竞争

## ——中国国旅(601888.SH)近况跟踪报告

公司简报

### ◆事件:

“双十一”国际美妆三大品牌兰蔻、欧莱雅、雅诗兰黛销量均超12亿元。近期市场担忧打折促销将加剧香化价格战影响中免业绩，因此我们整理了主流高端化妆品品牌天猫官方旗舰店的“双十一”价、“双十二”价与日上免税价格进行对比。

### ◆点评:

从表1中可以看出:(1)“双十一”普遍优惠力度最大,但部分商品如雅诗兰黛的小棕瓶精华,兰蔻的小黑瓶精华在免税店购买仍有价格优势。(2)“双十二”优惠力度远不如“双十一”,单位均价也高于免税店。(3)“双十一”最优惠价格交易限制条件多,比如“前1000件”,“前两小时”,“满XX元减XX元”,较难冲击现有免税市场,免税店仍是日常化妆品消费来源的重要渠道。(4)部分免税店“双十二”或“双十一”期间同步也会推出打折活动,如海棠湾免税店“双十二”推出促销活动,部分商品八折,促销力度空前巨大。

化妆品市场仍处高速增长时期,仍是市场份额快速扩张时期。截至今年10月,我国进口化妆品金额累计同比保持30%以上增速,目前行业仍以规模扩张为主,仍未到存量竞争阶段。

从渠道上来看,免税渠道触及受众群体虽不及电商,也仍处于不断扩展阶段,中免5家市内免税店已开店,国人市内免税政策有望尽快落地,大兴机场与浦东机场卫星厅明年将度过爬坡期,多方因素将共同支撑未来业绩增长。

### ◆盈利预测与估值:

目前公司仍处于高速发展时期,我们看好公司未来发展。我们维持盈利预测,预计19-21年EPS为2.30、2.58、2.97元,对应19-21年PE分别为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12月12日

## 增持(维持)

### 分析师

谢宁铃 (执业证书编号:S0930512060002)  
021-52523873  
[xienl@ebsec.com](mailto:xienl@ebsec.com)

### 联系人

李泽楠  
021-52523875  
[lizn@ebsec.com](mailto:lizn@ebsec.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): 52.97/98.27  
近3月换手率: 25.58%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-5.99	-12.37	30.44
绝对	-8.48	-11.69	50.88

资料来源:Wind

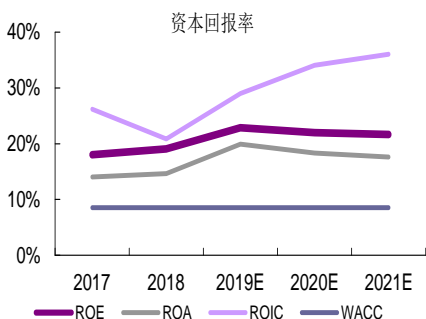
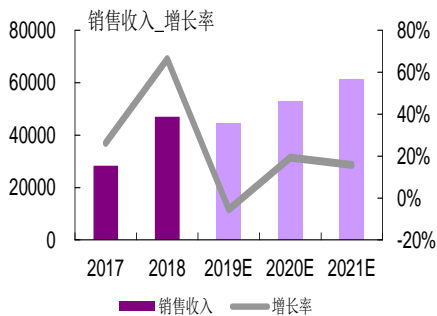
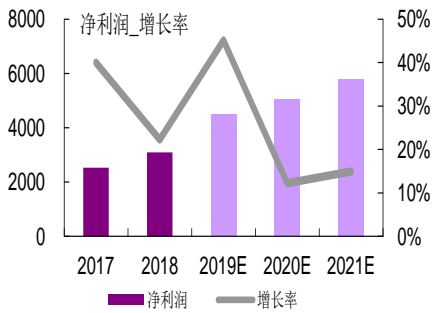
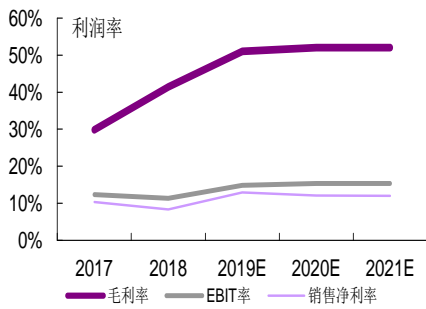
表 1: 高端香化品牌产品“双十一”、“双十二”、日上免税店价格对比

品牌	产品	“双十一”天猫官方旗舰店		日上免税店		“双十二”天猫官方旗舰店	
		单价(元)	单位均价(元)	单价(元)	单位均价(元)	单价(元)	单位均价(元)
雅诗兰黛	小棕瓶抗蓝光眼霜	510/30ml	17/ml	702/30ml	23.4/ml	510/15ml	34/ml
						另赠小棕瓶精华 7ml+智妍精华霜 7ml+微精华露 15ml	
	小棕瓶眼精华	590/30ml	19.7/ml	742/30ml	24.8/ml	590/15ml	39.3/ml
						另赠小棕瓶精华 7ml+纤雕精华素 7ml+智妍精华霜 5ml, 预售加赠小棕瓶眼膜 1 对	
	小棕瓶精华	590/61ml	9.7/ml	864/100ml	8.64/ml	1080/75ml	14.4/ml
	高能小棕瓶	690/35ml	19.7/ml	510/20ml	25.5/ml	690/20ml	34.5/ml
						另赠小棕瓶精华 7ml+纤雕精华素 7ml+智妍精华霜 5ml+化妆包	
兰蔻	小黑瓶精华	1080/100ml	10.8/ml	1040/100ml	10.4/ml	1480/100ml	14.8/ml
						另赠塑颜凝露水 100ml+雪花霜 30ml+小嫩模 1 片	
	小黑瓶大眼精华	680/40ml	17/ml	882/40ml	22.05/ml	680/25ml	27.2/ml
						另赠小黑瓶 7ml+发光眼霜 5ml+菁纯眼霜 3ml	
	小黑瓶面膜	600/11 片	54.5/片	482/7 片	68.9/片	600 元/7 片	85.7/片
娇兰	帝皇蜂姿柔肤水	1120/610ml	1.84/ml	360/150ml	2.4/ml	1120/480ml	2.3/ml
		310ml 赠品来源: ①买 300ml, 直接送 30ml; ②注册会员, 再送 240ml; ③前 3000 名预定, 加赠 40ml				另赠帝皇蜂姿日霜 7ml	
	帝皇蜂姿黄金复原蜜	1340/90ml	14.89/ml	1562/100ml	15.62/ml	1340/80ml	16.75/ml
		加赠 7ml 的帝皇蜂姿日霜小样, 前 30000 名预定加送帝皇蜂姿柔肤水 40ml				另赠帝皇蜂姿柔肤水 30ml+帝皇蜂姿日霜 7ml	
赫莲娜	绿宝瓶精华	1480/100ml	14.8/ml	1425/75ml	19/ml	1480/50ml	29.6/ml
						另赠绿宝瓶眼霜 3ml+绿宝瓶轻乳霜 15ml	
	绿宝瓶眼霜	720/30ml	24/ml	970/30ml	32.3/ml	720/21ml	34.3ml
希思黎	抗皱修活精华水	1200/270ml	4.44/ml	844/150ml	5.63/ml	1200/225ml	5.3/ml
		10 月 21 日 0 点-2 点限时预定加赠 4ml 全能乳液, 10 月 21 日当天预定加赠 100ml 正装花香润肤水				另赠臻颜霜 5ml	
	全能乳液	1720/185ml	9.3/ml	1188/125ml	9.5/ml	1720/135ml	12.7/ml
		10 月 21 日 0 点-2 点限时预定加赠 4ml 全能乳液, 10 月 21 日当天预定加赠 100ml 正装花香润肤水。				另赠百合洁肤乳 100ml+花香润肤水 100ml+化妆包	
资生堂	红腰子精华	1180/120ml	9.8/ml	983/100ml	9.8/ml	860/50ml	17.2/ml
						另赠红色蜜露 8ml+百优面霜 5ml+盼丽风姿日乳 7ml+悦薇面霜体验装, 前 4500 加赠红腰子精华 10ml	
娇韵诗	双萃精华	1920 元/100ml 双萃+200ml 少女水+60ml 日霜+60ml 晚霜		2063 元/100ml 双萃+200ml 少女水+50ml 日霜+50ml 晚霜		1920 元/100ml 双萃+洁面 50ml+精华水 100ml+眼霜 14ml+日霜 30ml+晚霜 15ml+颈霜 15ml	

科颜氏	金盏花爽肤水	570 /740ml	0.77 /ml	663/1000ml	0.66/ml	570/580ml	0.98/ml
		10月21日预定还限时加赠5片装小样, 洗漱包				另赠金盏花洁面啫喱 60ml+洗漱包	
倩碧	天才黄油	295/215ml	1.4/ml	349/250ml	1.4/ml	295/155ml	1.9/ml
						另赠明肌净透水 30ml	
修丽可	紫米精华	980/60ml	16.33/ml	735/30ml	24.5/ml	980/34ml	28.8/ml
	美白精华	980 /60ml	16.33/ml	744/30ml	24.8/ml	980/30ml	32.7/ml
				美白精华是新品, 无日上价格, 此处比对的是新加坡机场免税价		另赠 CF 抗氧精华 4ml+发光瓶 4ml	
海蓝之谜	精粹液	1100/150ml	7.3/ml	854/150ml	6.7/ml	1100/150ml	7.3/ml
		旗舰店加赠 14ml 精华面霜小样、洁面泡沫 5ml、精粹液 15ml, 差价至少 246 元				全店限量赠 5000 份面霜 3.5ml	

资料来源: 天猫官方旗舰店, 日上免税店, 光大证券研究所整理

注: 1. 紫色标亮表示每单位均价最低。2. 双十一和双十二价格, 不涉及 200-20 或 300-30 此类的天猫优惠券和预售订单累计实付满特定金额加赠的活动



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>28,282</b>	<b>47,007</b>	<b>44,431</b>	<b>53,024</b>	<b>61,369</b>
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
<b>营业利润</b>	<b>3,853</b>	<b>5,426</b>	<b>7,724</b>	<b>8,550</b>	<b>9,952</b>
<b>利润总额</b>	<b>3,834</b>	<b>5,336</b>	<b>7,758</b>	<b>8,585</b>	<b>9,988</b>
少数股东损益	404	840	1,250	1,400	1,600
<b>归属母公司净利润</b>	<b>2,531</b>	<b>3,095</b>	<b>4,491</b>	<b>5,039</b>	<b>5,791</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>20,932</b>	<b>26,847</b>	<b>28,824</b>	<b>35,125</b>	<b>41,960</b>
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
应收账款	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
<b>总负债</b>	<b>5,921</b>	<b>8,263</b>	<b>5,572</b>	<b>7,215</b>	<b>8,589</b>
无息负债	5,819	7,974	5,572	7,215	8,589
有息负债	102	289	0	0	0
<b>股东权益</b>	<b>15,011</b>	<b>18,584</b>	<b>23,252</b>	<b>27,911</b>	<b>33,370</b>
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
<b>经营活动现金流</b>	<b>3,017</b>	<b>2,722</b>	<b>5,245</b>	<b>6,773</b>	<b>7,219</b>
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
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>1,454</b>	<b>-1,906</b>	<b>1,791</b>	<b>0</b>	<b>25</b>
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
<b>融资活动现金流</b>	<b>-1,896</b>	<b>-1,149</b>	<b>-1,361</b>	<b>-1,059</b>	<b>-1,106</b>
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
<b>净现金流</b>	<b>2,523</b>	<b>-247</b>	<b>5,675</b>	<b>5,714</b>	<b>6,138</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
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%
<b>估值指标</b>					
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
<b>盈利能力 (%)</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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	-	-	-
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
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見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