

中国国旅 (601888)

公司研究/动态报告

618 免税折扣力度加大，公司盈利有望继续上行

动态研究报告/消费者服务

2020年06月22日

报告摘要:

● 离岛免税、机场免税渠道折扣力度加大，销售规模有望加速增长

本次618电商节期间，国内免税渠道促销力度超过以往：日上上海线上app首次专门开辟618专属活动专区，多件爆款商品享受多件购买65-85折的优惠；离岛层面，海口日月广场免税店线下全场香水化妆品5折起、8折封顶，10款畅销单品68折；海南免税官方商城限时24小时68个口碑爆品6折起、68折封顶；美兰机场免税店大牌商品6折促销，全场3件85折起，折扣力度远超以往。我们预计，受618折扣活动力度加强影响，6月免税渠道整体增速或将维持4-5月的高增态势。

● 离岛免税+线上新零售业务有望驱动公司业绩进一步上行

离岛免税新政落地在即，客单价有望迎来历史性突破。据21世纪财经报道，持续8年的单件免税品行邮税起征点或有望从8000元大幅度拔高，离岛免税政策有望迎来自诞生之日起，最为重要的一次调整。我们此前报告测算，行邮税调升有望推动海南免税销售客单价由2019年的3513元增长至2021年的6561元，预计2021年全岛免税销售规模有望达到320亿元。同时，我们认为公司新零售业务具备一定盈利能力，且在远期有望维持一定规模：**(1) 从监管和政策层面而言**，目前会员购+离岛免税补购业务均按政策规定，缴纳税费，虽然税费成本增加，但考虑无租金和扣点影响，因而在不考虑折扣影响下，当前会员购+离岛免税补购业务的净利润率应接近10%；**(2) 从中免自身经营动力而言**，新零售业务一直是公司过往力图突破的方向，2014-2017年公司在中免商城、海南回头购等业务上均有尝试，惟彼时受制于规模效应不足，且政策和品牌层面亦有限制；**(3) 品牌对模式认可度**，我们认为一是中韩免税市场规模逆转趋势不变，品牌商对中国市场的资源投放力度将不断加大，二是会员购+离岛补购更多替代的是居民原有海外代购及跨境电商平台消费（以上渠道仍需有出境或到访海南），对品牌有税渠道冲击较为有限，同时随跨境电商平台、海外代购的销售回流至免税渠道，也有利于品牌规范国内市场价格体系；二是中国化妆品市场仍是国际巨头的兵家必争之地，头部品牌对市场份额的争夺，或倒逼品牌在免税新零售渠道加大资源倾斜力度。

● 投资建议

结合最新参数调整，上调公司2020-22年EPS至1.96、3.59、4.9元，对应PE各为43.9/23.9/17.5倍。公司2016年以来历史估值平均为40倍，伴随明年盈利增长，当前PE估值仍具吸引力，维持“推荐”评级。

● 风险提示:

离岛免税政策落地进展不及预期；公司存货减值力度超预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,966	51,365	79,041	94,269
增长率(%)	2.0%	7.1%	53.9%	19.3%
归属母公司股东净利润(百万元)	4,629	3,821	7,011	9,567
增长率(%)	49.6%	-17.4%	83.5%	36.5%
每股收益(元)	2.37	1.96	3.59	4.90
PE(现价)	36.2	43.9	23.9	17.5
PB	8.4	7.1	5.5	4.2

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

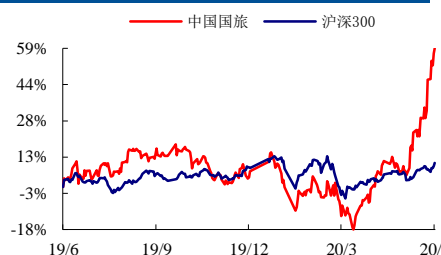
维持评级

当前价格：130.81元

交易数据 2020-6-19

近12个月最高/最低(元)	130.81/67.2
总股本(百万股)	1,952
流通股本(百万股)	1,952
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,554
流通市值(亿元)	2,554

该股与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.中国国旅(601888):免税龙头增长稳健，静待政策红利持续释放
- 2.中国国旅(601888):业绩符合预期，静待政策进一步开放

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	47,966	51,365	79,041	94,269
营业成本	24,273	30,824	42,216	48,349
营业税金及附加	772	722	1,164	1,410
销售费用	14,904	12,841	21,341	25,453
管理费用	1,549	1,490	2,608	3,299
研发费用	0	0	0	0
EBIT	6,468	5,488	11,712	15,758
财务费用	11	0	0	0
资产减值损失	(378)	198	243	99
投资收益	965	975	25	25
营业利润	7,109	6,264	11,494	15,684
营业外收支	52	0	0	0
利润总额	7,160	6,264	11,494	15,684
所得税	1,746	1,503	2,759	3,764
净利润	5,415	4,761	8,736	11,920
归属于母公司净利润	4,629	3,821	7,011	9,567
EBITDA	6,876	5,488	11,712	15,758
资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11906	13852	17853	31358
应收账款及票据	800	1217	1612	1909
预付款项	381	786	934	1021
存货	8060	10120	15146	14038
其他流动资产	180	180	180	180
流动资产合计	22246	26651	36987	49204
长期股权投资	255	1230	1255	1280
固定资产	1632	1632	1632	1632
无形资产	2504	2504	2504	2504
非流动资产合计	8442	10083	12108	14133
资产合计	30687	36734	49095	63337
短期借款	224	224	224	224
应付账款及票据	3537	3737	5219	6295
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	7961	9247	12873	15194
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	413	413	413	413
非流动负债合计	415	415	415	415
负债合计	8377	9662	13289	15610
股本	1952	1952	1952	1952
少数股东权益	2421	3360	5084	7437
股东权益合计	22310	27071	35807	47727
负债和股东权益合计	30687	36734	49095	63337

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	2.0%	7.1%	53.9%	19.3%
EBIT 增长率	14.9%	-15.2%	113.4%	34.5%
净利润增长率	49.6%	-17.4%	83.5%	36.5%
盈利能力				
毛利率	49.4%	40.0%	46.6%	48.7%
净利润率	9.7%	7.4%	8.9%	10.1%
总资产收益率 ROA	15.1%	10.4%	14.3%	15.1%
净资产收益率 ROE	23.3%	16.1%	22.8%	23.7%
偿债能力				
流动比率	2.8	2.9	2.9	3.2
速动比率	1.8	1.8	1.7	2.3
现金比率	1.5	1.5	1.4	2.1
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	6.7	8.6	7.6	7.6
存货周转天数	103.8	105.0	105.0	105.0
总资产周转率	1.7	1.5	1.8	1.7
每股指标 (元)				
每股收益	2.4	2.0	3.6	4.9
每股净资产	10.2	12.1	15.7	20.6
每股经营现金流	1.5	1.3	3.1	7.9
每股股利	0.7	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	36.2	43.9	23.9	17.5
PB	8.4	7.1	5.5	4.2
EV/EBITDA	22.7	28.1	12.8	8.7
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	5,415	4,761	8,736	11,920
折旧和摊销	786	198	243	99
营运资金变动	(2,150)	(1,371)	(2,952)	3,511
经营活动现金流	2,921	2,613	6,001	15,505
资本开支	1,498	667	2,000	2,000
投资	367	0	0	0
投资活动现金流	(1,099)	(667)	(2,000)	(2,000)
股权募资	18	0	0	0
债务募资	3	0	0	0
筹资活动现金流	(1,646)	0	0	0
现金净流量	177	1,947	4,001	13,505

分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。