

深耕离岛驱动高增，上机租金优化提升盈利 买入（维持）

2021年02月01日

证券分析师 汤军

执业证号：S0600517050001
021-60199793

tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣

fanr@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|---------|
| 营业收入 (百万元) | 47,966 | 52,618 | 73,998 | 107,495 |
| 同比 (%) | 2.0% | 9.7% | 40.6% | 45.3% |
| 归母净利润 (百万元) | 4,629 | 6,117 | 9,441 | 15,340 |
| 同比 (%) | 49.6% | 32.1% | 54.3% | 62.5% |
| 每股收益 (元/股) | 2.37 | 3.13 | 4.84 | 7.86 |
| P/E (倍) | 129.07 | 97.68 | 63.29 | 38.95 |

投资要点

- **事件:** 公司发布 20 年度业绩快报。20 年实现营收 526.18 亿元(+8.24%)，归母净利润 61.17 亿元(+32.07%)。Q4 单季实现营收 174.79 亿元(+40.3%)，环比+10.42%；实现归母净利润 29.53 亿元 (+608.28%)，环比+32.19%
- **上机机协议谈判落地，租金同比下降近七成：** 浦东机场 2020 年全年国际旅客吞吐量同比下降 87.37%，上机免税店直面冲击。日上上海与上海机场协商后对原经营合同进行修订，2020 年度浦东机场免税店应付租金为 11.56 亿元，同比减少 73%。
- **剔除租金减免再观公司业绩，Q4 单季符合历史趋势：** 若不考虑上海机场租金减免，中免 2020 年度调整后营业利润约为 66.92 亿元，归母净利润 49.69 亿元。调整后 Q4 单季营业利润率约 14.1%，归母净利率 10.3%。参考历史年度，Q4 单季因集中计提奖金、存货减值等因素，营业利润率和归母净利率均会较大程度低于前三季度，20Q4 表现符合预期。
- **新旧协议解读：保底下限转为保底封顶：原协议按照扣点与保底孰高计提。** 合同期内保底租金总计 410 亿元，实际销售提成按照综合扣点率 42.5% 计算。**修订后以实际客流为计算依据，保底租金封顶。** 租金以月实际国际客流为划分依据，月实际国际客流小于 2019 年月均国际客流的 80% (256.76 万人次) 时，按照人均贡献 × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数的实际销售提成计提租金；月实际国际客流大于 2019 年月均国际客流的 80% 时，按照月保底销售提成计提租金。
- **租金测算：新合同下租金节省几何。** 根据 20 年应付租金及新合同规定，我们预估不同客流区间对应的客流调节系数，进一步测算 21-25 年各情境下公司的应付租金，发现补充协议的新租金计算方式将在合同期内为中免节省可观的销售费用。
- **疫情之下深耕离岛免税，消费回流空间广阔：** 疫情冲击下公司凭借离岛免税迅速复苏，登顶 20 年上半年全球第一大免税零售商。20 年度公司海南四店提前 17 天完成 300 亿销售目标。消费回流大趋势下，海南提出 21 年 600 亿，22 年 1000 亿，23 年 3000 亿，30 年 7000-8000 亿的离岛免税销售目标，增长确定性强。
- **盈利预测与投资评级：** 与上机签署新协议有效缓解公司租金压力，海南离岛免税、岛民免税多业态并进，预计公司 20-22 年实现营收 526.18/739.98/1074.95 亿元，归母净利润 61.17/94.41/153.4 亿元，当前股价对应 PE 为 98/63/39 倍。消费回流主旋律下的免税增量空间广阔，适度竞争不改中免龙头地位，维持“买入”评级。
- **风险提示：** 疫情反复；海南竞争加剧；国际客流恢复不及预期；政策落地不及预期风险

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|--------------|
| 收盘价(元) | 306.00 |
| 一年最低/最高价 | 66.25/321.86 |
| 市净率(倍) | 30.40 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 597457.52 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 每股净资产(元) | 10.07 |
| 资产负债率(%) | 42.58 |
| 总股本(百万股) | 1952.48 |
| 流通 A 股(百万股) | 1952.48 |

相关研究

- 1、《中国中免 (601888)：离岛免税新政显威力，Q3 单季盈利惊艳，期待 Q4 海南传统旺季下继续高歌》2020-10-28
- 2、《中国中免 (601888)：线上破局疫情之困，离岛逆流而上，免税风帆再起》2020-09-01
- 3、《中国中免 (601888)：免税鏖金时代，龙头摩厉以须同风起》2020-08-18

事件:公司发布 2020 年度业绩快报。20 年全年实现营收 526.18 亿元(+8.24%), 归母净利 61.17 亿元(+32.07%), 扣非归母净利 59.38 亿元(+55.05%)。Q4 单季实现营收 174.79 亿元(+40.3%), 环比增长 10.42%; 实现归母净利 29.53 亿元(+608.28%), 环比增长 32.19%; 扣非归母净利 29.46 亿元(+614.62%)。

1. 上机协议谈判落地, 20 年租金同比下降近七成

国际疫情形势严峻, 出入境免税店直面冲击。上海浦东机场 2020 年全年国际+地区旅客吞吐量达 486.36 万人次, 同比下降 87.37%。上海机场免税业务遭受较大冲击, 日上上海与上海机场协商后对原经营合同进行修改, 签署了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》。2020 年度浦东机场免税租金收入为 11.56 亿元, 减免 30.02 亿元(约 73%)。

1.1. 剔除租金减免再观公司业绩, Q4 单季表现符合历史趋势

合同修改后减免租金 30.02 亿元, 则对营业利润影响 30.02 亿元; 若考虑 25% 的所得税和中免持有日上上海 51% 的股权, 经测算对公司归母净利润的影响约 11.48 亿元。在不考虑上海机场租金减免的情况下, 中免 2020 年度调整后营业利润为 66.92 亿元, 归母净利为 49.69 亿元。

参考历史年度, 调整后 Q4 单季业绩与历史趋势相符。调整后 Q4 单季度营业利润为 24.71 亿元, 营业利润率 14.1%; 归母净利为 18.05 亿元, 归母净利率 10.3%。参考历史年度, Q4 单季度因集中计提奖金、存货减值等因素, 营业利润率和归母净利率均会较大程度低于前三季度, 因此 Q4 单季表现和历史趋势相近, 符合预期。

表 1: 参考历史年度, 调整后 Q4 单季利润率符合预期

| | 18Q3 | 18Q4 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q3 | 20Q4 |
|-------|--------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 营业利润率 | 10.98% | 7.31% | 13.02% | 5.60% | 19.18% | 14.14% |
| 归母净利率 | 6.04% | 3.02% | 8.15% | 3.50% | 14.11% | 10.32% |

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

注: 20Q3、20Q4 数据为不考虑上机租金减免情况下的调整后数据

1.2. 解读新旧协议: 保底下限转为保底封顶

原协议: 按扣点与保底孰高计提。日上上海于 2018 年 7 月中标上海浦东机场免税店经营项目, 合同期为 2019 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日, 其中 T1 航站楼进出境免税店自 2022 年 1 月 1 日起始, 卫星厅出境免税店自启用日起始。原协议规定的机场实收费用以保底租金为下限, 按实际销售提成与保底销售提成孰高计提。合同期内保底租金总计 410 亿元, 实际销售提成按照综合扣点率 42.5% 计

算。

表 2: 浦东机场免税店原协议主要内容

| 机场 | 标段 | 中标人 | 面积 (m ²) | 保底销售额 | 综合扣点率 | 分类扣点率 | 合同期 |
|------|----------|------|----------------------|-------------------------|--------|---------------------------------------|---------------------------------------|
| 浦东机场 | T1 入境 | 日上上海 | 821 | 合同期内保 底销售提成 410 亿 | 42.50% | 百货类: 25% 香化、烟 酒、食品 类: 45% | 22 年 1 月 1 日-25 年 12 月 31 日 |
| | T1 出境 | | 2465 | | | | 19 年 1 月 1 日-25 年 12 月 31 日 |
| | T2 入境 | | 1136 | | | | 启用日-25 年 12 月 31 日, 预计 19 年下半年投入使用 |
| | T2 出境 | | 3431 | | | | |
| | S1 卫星厅出境 | | 4678 | | | | |
| | S2 卫星厅出境 | | 4384 | | | | |

数据来源: 上海机场公告, 东吴证券研究所

图 1: 浦东机场免税店原协议租金收取方式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

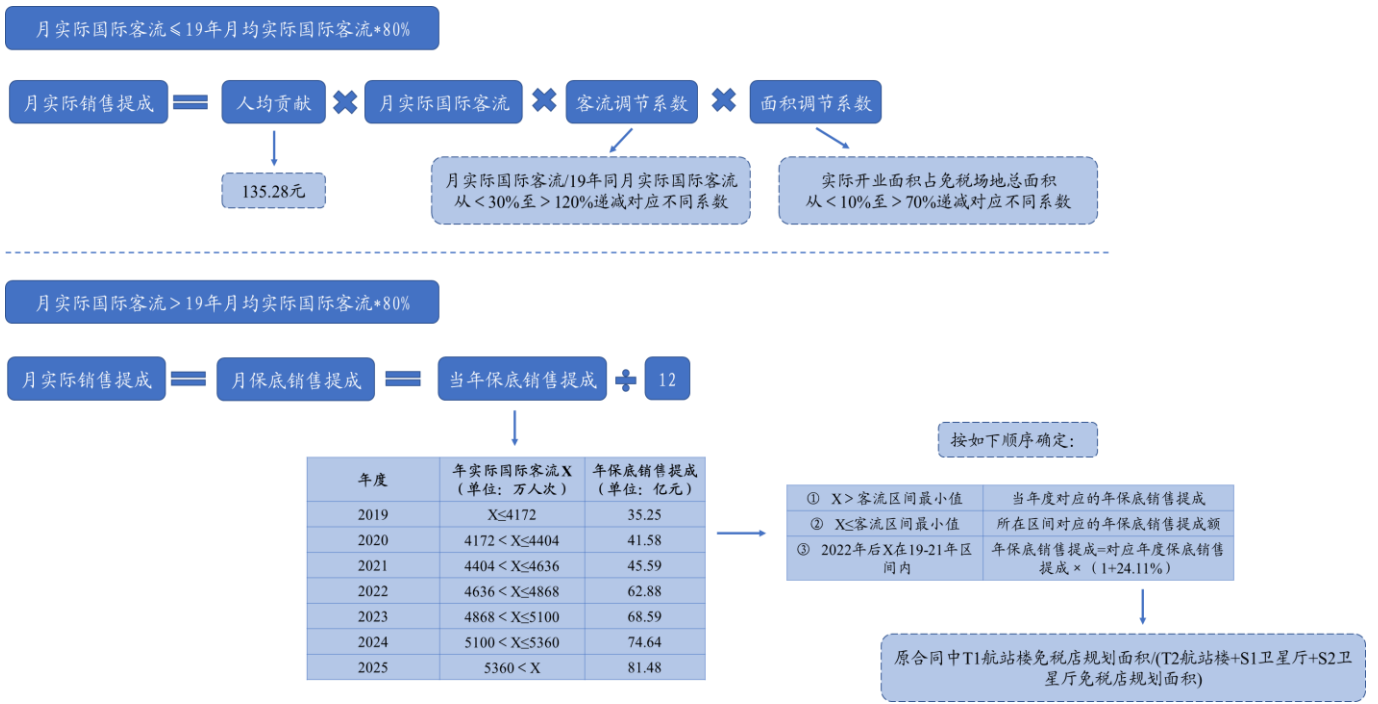
新协议: 以实际客流为计算依据, 保底租金封顶。补充协议合同期为 2020 年 3 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日, 预计 2020 年 1 月按照扣点计算实际销售提成, 2 月按照保底租金计提。修改后租金以月实际国际客流为划分依据, 月实际国际客

流小于 2019 年月均国际客流的 80% ($3851.36/12*80%=256.76$ 万人次) 时, 按照人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数的实际销售提成计提租金; 月实际国际客流大于 2019 年月均国际客流的 80% (256.76 万人次) 时, 按照月保底销售提成 (年保底销售提成/12) 计提租金。至 2025 年应付租金最高为 81.48 亿元。

其中, 人均贡献参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元, 客流调节系数按月实际国际客流/2019 年同月实际国际客流从低于 30% 至高于 120% 分别由高到低递减对应不同系数, 面积调节系数按实际开业面积/免税场地总面积从低于 10% 至高于 70% 分别由高到低递减对应不同系数。

年保底销售提成按照图 6 顺序确定。例如 21 年国际客流为 4,500 万 (4,404-4,636 万区间内), 则 21 年保底销售提成为 45.59 亿元; 国际客流为 4,200 万 (4,172-4,404 万区间内), 则 21 年保底销售提成为 41.58 亿元。当 22 年国际客流大于 4,636 万人次时, 年保底销售提成为 62.88 亿元; 国际客流在 4,404-4,636 万人次时, 以 $45.59 * (1+24.11\%)$ 计提保底租金; 国际客流在 4,172-4,404 万人次时, 以 $41.58 * (1+24.11\%)$ 计提保底租金。

图 2: 浦东机场免税店补充协议租金收取方式



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

1.3. 租金测算：新合同下租金节省空间几何

按照1月缴纳扣点租金（以19年月度平均租金预计），2月缴纳保底租金，3-12月按照人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数对2020年租金进行拆分。考虑到机场免税店闭店情况较少，将面积调节系数（实际开业面积/免税场地总面积）以1计，计算得到3-12月月均客流调节系数约为2.59。据国际航协预测，全球航空客运量最快要到2024年才能恢复到2019年的水平。因此我们预计2022年及以后，浦东机场国际客流才能恢复至2019年的80%水平（即3081万人次），根据补充协议计算可得，3081万人次对应的年度租金为43.75亿元（即 35.25×1.2411 ）。进一步可得月实际客流恢复至19年的80%时，对应的客流调节系数约为1.05。

表3：2020年月度租金拆分

| 2020年 | 1月 | 2月 | 3月 | 4月 | 5月 | 6月 | 7月 | 8月 | 9月 | 10月 | 11月 | 12月 |
|---------------|------|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 基数 (万人次) | 扣点 | 保底 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 | 256.76 |
| 实际客流 (万人次) | | | 28.47 | 3.85 | 4.61 | 5.94 | 8.82 | 10.75 | 11.73 | 12.97 | 10.7 | 11.51 |
| 客流/基数 | | | 11.09% | 1.50% | 1.80% | 2.31% | 3.44% | 4.19% | 4.57% | 5.05% | 4.17% | 4.48% |
| 人均贡献 (元/人) | | | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 | 135.28 |
| 面积调节 系数 | | | | | | | | 1 | | | | |
| 客流调节 系数 | | | | | | | | 2.59 | | | | |
| 租金 (亿元) | 4.34 | 3.38 | | | | | | 3.84 | | | | |

数据来源：东吴证券研究所测算

注：基数即2019年浦东机场月国际客流量的80%

我们对月实际国际客流/基数（19年月均国际客流的80%）从小于30%至80%对应的客流调节系数进行设置。假设客流/基数从小于30%升至超越30%对应的客流调节系数下降较大；而客流/基数35%-80%对应的客流调节系数等间隔递减。最终客流/基数小于30%时客流调节系数约为2.59；客流/基数为50%时客流调节系数约为1.41；客流/基数为80%时客流调节系数约为1.05。

根据上述假设，我们对 2021-2025 年公司应付租金进行测算，发现补充协议下的新租金计算方式将在合同期内为中免节省可观的销售费用。

表 4: 2021 年租金测算

| 实际客流/19 年客流 | 实际客流 (万人次) | 客流调节系数 | 新租金 (亿元) | 原租金-新租金 (亿元) |
|-------------|---------------|--------|-------------|-----------------|
| 5% | 192.57 | 2.59 | 6.76 | 38.83 |
| 15% | 577.70 | 2.59 | 20.27 | 25.32 |
| 25% | 962.84 | 2.59 | 33.78 | 11.81 |
| 35% | 1347.98 | 1.59 | 29.06 | 16.53 |
| 45% | 1733.11 | 1.47 | 34.53 | 11.06 |
| 55% | 2118.25 | 1.35 | 38.74 | 6.85 |
| 65% | 2503.38 | 1.23 | 41.69 | 3.90 |
| 80% | 3081.09 | 1.05 | 43.75 | 1.84 |
| 80%-108% | 3082-4172 | | 35.25 | 10.34 |
| 108%-114% | 4172-4404 | | 41.58 | 4.01 |
| 114%-120% | 4404-4636 | | 45.59 | 0.00 |
| 120%以上 | 4636 以上 | | 45.59 | 0.00 |

数据来源：东吴证券研究所测算

表 5: 2022 年租金测算

| 实际客流/19 年客流 | 实际客流 (万人次) | 客流调节系数 | 新租金 (亿元) | 原租金-新租金 (亿元) |
|-------------|---------------|--------|-------------|-----------------|
| 5% | 192.57 | 2.59 | 6.76 | 56.12 |
| 15% | 577.70 | 2.59 | 20.27 | 42.61 |
| 25% | 962.84 | 2.59 | 33.78 | 29.10 |
| 35% | 1347.98 | 1.59 | 29.06 | 33.82 |
| 45% | 1733.11 | 1.47 | 34.53 | 28.35 |
| 55% | 2118.25 | 1.35 | 38.74 | 24.14 |
| 65% | 2503.38 | 1.23 | 41.69 | 21.19 |
| 80% | 3081.09 | 1.05 | 43.75 | 19.13 |
| 80%-108% | 3082-4172 | | 43.75 | 19.13 |
| 108%-114% | 4172-4404 | | 51.60 | 11.28 |
| 114%-120% | 4404-4636 | | 56.58 | 6.30 |
| 120%-126% | 4636-4868 | | 62.88 | 0.00 |

| | | | |
|--------|---------|-------|------|
| 126%以上 | 4868 以上 | 62.88 | 0.00 |
|--------|---------|-------|------|

数据来源：东吴证券研究所测算

表 6: 2023 年租金测算

| 实际客流/19 年客流 | 实际客流 (万人次) | 客流调节系数 | 新租金 (亿元) | 原租金-新租金 (亿元) |
|-------------|---------------|--------|-------------|-----------------|
| 5% | 192.57 | 2.59 | 6.76 | 61.83 |
| 15% | 577.70 | 2.59 | 20.27 | 48.32 |
| 25% | 962.84 | 2.59 | 33.78 | 34.81 |
| 35% | 1347.98 | 1.59 | 29.06 | 39.53 |
| 45% | 1733.11 | 1.47 | 34.53 | 34.06 |
| 55% | 2118.25 | 1.35 | 38.74 | 29.85 |
| 65% | 2503.38 | 1.23 | 41.69 | 26.90 |
| 80% | 3081.09 | 1.05 | 43.75 | 24.84 |
| 80%-108% | 3082-4172 | | 43.75 | 24.84 |
| 108%-114% | 4172-4404 | | 51.60 | 16.99 |
| 114%-120% | 4404-4636 | | 56.58 | 12.01 |
| 120%-126% | 4636-4868 | | 62.88 | 5.71 |
| 126%-132% | 4868-5100 | | 68.59 | 0.00 |
| 132%以上 | 5100 以上 | | 68.59 | 0.00 |

数据来源：东吴证券研究所测算

表 7: 2024 年租金测算

| 实际客流/19 年客流 | 实际客流 (万人次) | 客流调节系数 | 新租金 (亿元) | 原租金-新租金 (亿元) |
|-------------|---------------|--------|-------------|-----------------|
| 5% | 192.57 | 2.59 | 6.76 | 67.88 |
| 15% | 577.70 | 2.59 | 20.27 | 54.37 |
| 25% | 962.84 | 2.59 | 33.78 | 40.86 |
| 35% | 1347.98 | 1.59 | 29.06 | 45.58 |
| 45% | 1733.11 | 1.47 | 34.53 | 40.11 |
| 55% | 2118.25 | 1.35 | 38.74 | 35.90 |
| 65% | 2503.38 | 1.23 | 41.69 | 32.95 |
| 80% | 3081.09 | 1.05 | 43.75 | 30.89 |
| 80%-108% | 3082-4172 | | 43.75 | 30.89 |
| 108%-114% | 4172-4404 | | 51.60 | 23.04 |

| | | | |
|-----------|-----------|-------|-------|
| 114%-120% | 4404-4636 | 56.58 | 18.06 |
| 120%-126% | 4636-4868 | 62.88 | 11.76 |
| 126%-132% | 4868-5100 | 68.59 | 6.05 |
| 132%-139% | 5100-5360 | 74.64 | 0.00 |
| 139%以上 | 5360 以上 | 74.64 | 0.00 |

数据来源：东吴证券研究所测算

表 8: 2025 年租金测算

| 实际客流/19 年客流 | 实际客流 (万人次) | 客流调节系数 | 新租金 (亿元) | 原租金-新租金 (亿元) |
|-------------|---------------|--------|-------------|-----------------|
| 5% | 192.57 | 2.59 | 6.76 | 74.72 |
| 15% | 577.70 | 2.59 | 20.27 | 61.21 |
| 25% | 962.84 | 2.59 | 33.78 | 47.70 |
| 35% | 1347.98 | 1.59 | 29.06 | 52.42 |
| 45% | 1733.11 | 1.47 | 34.53 | 46.95 |
| 55% | 2118.25 | 1.35 | 38.74 | 42.74 |
| 65% | 2503.38 | 1.23 | 41.69 | 39.79 |
| 80% | 3081.09 | 1.05 | 43.75 | 37.73 |
| 80%-108% | 3082-4172 | | 43.75 | 37.73 |
| 108%-114% | 4172-4404 | | 51.60 | 29.88 |
| 114%-120% | 4404-4636 | | 56.58 | 24.90 |
| 120%-126% | 4636-4868 | | 62.88 | 18.60 |
| 126%-132% | 4868-5100 | | 68.59 | 12.89 |
| 132%-139% | 5100-5360 | | 74.64 | 6.84 |
| 139%以上 | 5360 以上 | | 81.48 | 0.00 |

数据来源：东吴证券研究所测算

根据已披露公告预计，公司目前仅与上海机场正式签署了租金修改的补充协议。首都机场、广州机场则尚未公布租金减免谈判进展，因此我们预计 2020 年北上机场仍按原合同计提租金。

2. 新政打开免税进化空间，疫情之下深耕离岛免税

离岛免税业务高增长，助力中免登顶全球第一大免税零售商。新政带动下公司离岛免税业务实现高增长，销售结构实现优化，高毛利的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝销售增长可观。据中免集团销售系统数据显示，20 年 1 月 1 日至 12 月 14 日，中免海南四店提前 17 天完成全年目标，实现销售额（含有税）315.8 亿元，

同比增长 128%；其中，免税 265.9 亿元，有税 49.9 亿元，同比均实现翻倍增长。20 年全年海南省离岛免税店总销售额为 327.2 亿元，同比增长 127%；其中免税销售额 274.8 亿元，同比实现 103.7% 的增长，客单价 6128.75 元。对比全球，世纪疫情下各国免税运营商损失惨重，中免凭借离岛免税迅速复苏，从 2019 年全球第四位升至 2020 年上半年全球营业额最高的免税零售商。

存货反映旺季高热度，海口免税城稳步推进。新政迅速打开离岛免税空间，叠加四季度海南传统旺季，公司积极备货，20 年末存货实现同比较大增幅。20 年公司积极推进海口国际免税城项目，在建工程有所增长。海口免税城免税商业中心钢结构框架已于 20 年底顺利封顶，预计将于 22 年 6 月底正式投入使用，届时将成为亚洲最大的免税商城。

消费回流大势所趋，空间剑指七千亿。海南省代省长冯飞提出，海南 2021 年计划用好离岛免税“邮寄送达”、本岛居民“离岛寄存、返岛提取”和免税购买进境商品等政策，力争免税销售突破 600 亿元；2025 年通过完善全岛免税销售网络，实现国外商品和国内购买力充分对接，吸引免税购物回流 3000 亿元。海南省委书记沈晓明在专访中表示，到 2022 年离岛免税销售额目标为 1000 亿，占国人境外消费的 10%；到 2030 年实现 7000-8000 亿，占国人境外消费的 50%，空间广阔。

3. 盈利预测与投资评级

与上海机场签署新协议有效缓解公司减轻租金压力，海南离岛免税、岛民免税多业态并进。预计公司 20-22 年实现营业收入 526.18/739.98/1074.95 亿元，归母净利 61.17/94.41/153.4 亿元；预计 20-22 年 EPS 分别为 3.13/4.84/7.86 元，当前股价对应 PE 为 98/63/39 倍。消费回流主旋律下的免税增量空间广阔，适度竞争不改中免龙头地位，长期竞争优势显著。持续坚定看好公司发展前景，维持“买入”评级。

4. 风险提示

疫情反复风险；海南竞争加剧风险；国际客流恢复不及预期风险；政策落地不及预期风险。

中国中免三大财务预测表

| 资产负债表 (百万) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------------|---------------|---------------|---------------|----------------|
| 元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 流动资产 | 22,246 | 29,271 | 36,652 | 58,374 | 营业收入 | 47,966 | 52,618 | 73,998 | 107,495 |
| 现金 | 11,906 | 15,216 | 20,836 | 32,884 | 减:营业成本 | 24,273 | 29,206 | 34,105 | 46,928 |
| 应收账款 | 800 | 1,538 | 1,750 | 3,027 | 营业税金及附加 | 772 | 1,043 | 1,548 | 2,265 |
| 存货 | 8,060 | 11,411 | 11,326 | 19,959 | 营业费用 | 14,904 | 10,725 | 20,483 | 29,729 |
| 其他流动资产 | 1,480 | 1,106 | 2,740 | 2,504 | 管理费用 | 1,549 | 2,086 | 2,532 | 3,675 |
| 非流动资产 | 8,442 | 9,963 | 10,601 | 10,936 | 财务费用 | 11 | -207 | -119 | -165 |
| 长期股权投资 | 255 | 295 | 335 | 375 | 资产减值损失 | -378 | 150 | 50 | 50 |
| 固定资产 | 1,632 | 1,765 | 1,841 | 1,856 | 加:投资净收益 | 965 | 78 | 78 | 78 |
| 在建工程 | 399 | 307 | 245 | 197 | 其他收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 2,504 | 2,862 | 3,359 | 3,999 | 营业利润 | 7,109 | 9,694 | 15,478 | 25,091 |
| 其他非流动资产 | 3,652 | 4,734 | 4,821 | 4,508 | 加:营业外净收支 | 52 | 153 | 81 | 100 |
| 资产总计 | 30,687 | 39,234 | 47,253 | 69,309 | 利润总额 | 7,160 | 9,846 | 15,559 | 25,191 |
| 流动负债 | 7,961 | 10,529 | 8,737 | 14,767 | 减:所得税费用 | 1,746 | 2,462 | 3,890 | 6,298 |
| 短期借款 | 224 | 0 | 0 | 0 | 少数股东损益 | 786 | 1,268 | 2,229 | 3,553 |
| 应付账款 | 3,537 | 4,807 | 3,719 | 6,709 | 归属母公司净利润 | 4,629 | 6,117 | 9,441 | 15,340 |
| 其他流动负债 | 4,200 | 5,722 | 5,017 | 8,058 | EBIT | 6,966 | 9,616 | 15,379 | 24,922 |
| 非流动负债 | 415 | 415 | 415 | 415 | EBITDA | 7,374 | 10,086 | 15,948 | 25,594 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 415 | 415 | 415 | 415 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 8,377 | 10,945 | 9,152 | 15,183 | 每股收益(元) | 2.37 | 3.13 | 4.84 | 7.86 |
| 少数股东权益 | 2,421 | 3,689 | 5,917 | 9,471 | 每股净资产(元) | 10.19 | 12.60 | 16.48 | 22.87 |
| 归属母公司股东权益 | 19,890 | 24,601 | 32,184 | 44,656 | 发行在外股份(百万股) | 1952 | 1952 | 1952 | 1952 |
| 负债和股东权益 | 30,687 | 39,234 | 47,253 | 69,309 | ROIC(%) | 25.8% | 28.9% | 35.5% | 41.6% |
| | | | | | ROE(%) | 24.3% | 26.1% | 30.6% | 34.9% |
| | | | | | 毛利率(%) | 49.4% | 44.5% | 53.9% | 56.3% |
| | | | | | 销售净利率(%) | 9.7% | 11.6% | 12.8% | 14.3% |
| | | | | | 资产负债率(%) | 27.3% | 27.9% | 19.4% | 21.9% |
| | | | | | 收入增长率(%) | 2.0% | 9.7% | 40.6% | 45.3% |
| | | | | | 净利润增长率(%) | 49.6% | 32.1% | 54.3% | 62.5% |
| | | | | | P/E | 129.07 | 97.68 | 63.29 | 38.95 |
| | | | | | P/B | 30.04 | 24.29 | 18.56 | 13.38 |
| | | | | | EV/EBITDA | 79.81 | 58.13 | 36.55 | 22.44 |

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>