

# 公司 2020 年跃居全球免税第一 离岛免税为盈利核心 未来拟赴港上市

——中国中免 (601888.SH)

休闲服务/旅游综合



## 事件:

**公司发布 2020 年年报:** 2020 年营收 526.0 亿元, 同比增加 8.2%; 归母净利 61.4 亿元, 同比增加 32.6%。拟每 10 股派发股利 10 元 (含税), 共计派发股利 19.5 亿元, 付息率 31.8%。(同比数据为追溯调整后, 下同)

**公司发布 2021 年一季报:** 2021Q1 营收 181.3 亿元, 同比增加 17.5%; 归母净利 28.5 亿元, 较去年同期增加 28.7 亿元, 扭亏为盈 (去年同期-0.2 亿元)。

**公司拟赴港上市:** 4 月 21 日, 董事会通过了《关于授权公司管理层启动公司发行境外上市外资股 (H 股) 并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的议案》, 目前正与相关中介机构进行商讨, 发行上市的具体细节尚未确定。

## 投资摘要:

**2020 年公司跃居全球免税第一, 业绩出现大幅增长主要因:** 1) 离岛免税业务爆发且盈利能力较其他免税业态更强; 2) 积极拓展线上业务, 包括 cdf 会员购海南、日上直邮以及 cdf 会员购等有税业务及跨境电商业务; 3) 与上机签订租金补充协议, 销售费用大幅下降。

**2020 年公司毛利率为 40.6%, 较去年同期有所下降, 主要因:** 1) 线上有税销售实现大幅增长 (有税毛利率较免税更低); 2) 离岛新政后, 相对高毛利的香化销售占比下降, 低毛利的奢侈品销售占比提升; 3) 各类促销打折活动。

总体而言, 公司 2020 年盈利能力继续稳中有升, 同时资本获利能力继续变强, 投资价值不断提高。2020 年公司归母净利率为 11.7%, 较去年同期增加 2.2pct; ROE 为 27.5%, 较去年增加 4.2pct。

**分渠道看:** 海南板块 2020 年实现营收 299.6 亿元, 同比增长 122.5%; 毛利率 28.4%, 较去年同期减少 6.0pct。

- ◆ 其中, 三亚海棠湾实现营收 213.2 亿元, 同比增长 103.7%; 归母净利 29.7 亿元, 同比增长 108.9%; 归母净利率 13.9%, 较去年同期增长 0.3pct。
- ◆ 海免实现营收 99.1 亿元, 同比增长 230.5%; 归母净利 6.6 亿元, 同比增长 168.8%; 归母净利率 6.6%。
- ◆ 根据我们模型的测算结果, 加回批发扣点后, 预计三亚海棠湾实现归母净利润 54~57 亿元, 归母净利率 25%~27%; 预计海免实现归母净利 12~14 亿元, 归母净利率 12%~14%。

**日上上海 (上海机场 + 日上直邮)** 2020 年实现营收 137.3 亿元, 同比下滑 9.4%; 归母净利 12.5 亿元, 同比增长 177.5%; 归母净利率 9.1%, 较去年同期增加 6.1pct; 毛利率 39.5%, 较去年同期减少 12.8pct。

- ◆ 主要因: 1) 受疫情影响, 上海机场线下门店收入大幅减少, 日上直邮业务 (有税销售) 开展对冲部分疫情影响, 同时也降低毛利率。2) 上海机场租金大幅下调, 降低销售费用, 提升净利润。
- ◆ 根据我们模型的测算结果, 预计上海机场线下营收 18~20 亿元, 归母净利 -1.6~-0.5 亿元; 预计日上直邮营收 117~119 亿元, 归母净利 12~14 亿元, 归母净利率 10%~12%。

**日上中国 (首都机场+大兴机场+CDF 会员购)** 2020 年实现营收 32.0 亿元, 同比下滑 57.2%; 归母净利亏损 7.9 亿元。主要因仍按原合同协议, 全额计提

敬请参阅最后一页免责声明

评级 买入 (维持)

2021 年 04 月 23 日

曹旭特

分析师

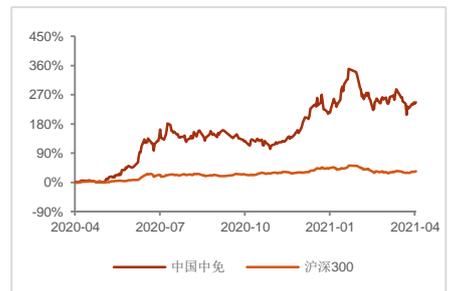
SAC 执业证书编号: S1660519040001

## 交易数据

时间 2021.04.23

总市值/流通市值 (亿元)	5,843.56/5,843.56
总股本 (万股)	195,247.55
资产负债率 (%)	40.63
每股净资产 (元)	12.9
收盘价 (元)	299.29
一年内最低价/最高价 (元)	85.54/403.78

## 公司股价表现走势图



资料来源: 申港证券研究所

## 相关报告

- 1、《中国中免公司点评: 2021 年 Q1 业绩基本符合预期 离岛免税维持高景气度》2021-04-15
- 2、《中国中免公司深度研究: 免税黄金赛道 龙头强势领跑》2021-02-03

证券研究报告

保底租金。根据我们模型的测算结果，预计北京机场（首都+大兴）线下营收 9~10 亿元，归母净利-10~-8 亿元；预计线上 CDF 会员购营收 22~23 亿元，归母净利 1.5~3 亿元。

**公司 21Q1 较 20Q1 扭亏为盈，盈利能力仍在较高水平，但业绩略低于此前市场预期，我们预计主要因离岛免税促销打折，首都、广州机场仍按保底租金全额计提，同时海南税收优惠政策还未实施。**

**分渠道看：**预计公司 21Q1 海南地区收入 130~135 亿元，归母净利率约 22%（加回批发扣点）。线上销售额（日上直邮+其他 cdf 线上平台）35~40 亿，归母净利率约 12%。其他免税业务（首都机场线下、上海机场线下、广州机场、香港机场等）收入 6~16 亿元。

**对于公司拟赴港上市，我们认为此举虽然可能带来摊薄影响，但是能为公司的免税版图扩张提供更高效的融资，能帮助公司更好地布局海外市场，对接全球资源，弥补海外门店数量短板。在海外的提前布局也是在为未来出境游全面恢复做准备，帮助公司继续坐稳全球免税龙头。**

**投资策略：**公司短期受市场风格影响，股价有所波动，但公司业绩增长确定性高，成长逻辑清晰，同时作为免税龙头，首先且持续受益于免税行业的超高景气度。若从 2022 年开始考虑海南省 15% 的企业所得税优惠，同时暂时未考虑北京机场的租金减免，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 5.53/7.99/11.01 元，对应最新 PE 分别为 54/37/27 倍，维持公司“买入”评级。

**风险提示：**宏观经济下行；疫情发展不确定性；免税政策变化；行业竞争加剧。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	47,966.50	52,596.84	77,395.24	107,773.2	139,710.9
增长率(%)	2.04%	9.65%	47.15%	39.25%	29.63%
归母净利润(百万元)	4,628.99	6,139.94	10,805.56	15,601.60	21,489.73
增长率(%)	49.58%	32.64%	75.99%	44.38%	37.74%
净资产收益率(%)	23.27%	27.52%	35.91%	37.90%	38.23%
每股收益(元)	2.37	3.14	5.53	7.99	11.01
PE	126.24	95.17	54.08	37.45	27.19
PB	29.38	26.20	19.42	14.19	10.40

资料来源：公司财报、申港证券研究所

### 公司单季度财务指标

指标	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1
主营收入(百万元)	11240.06	12382.15	7636.35	11673.13	15829	17458.36	18133.53
增长率(%)	-13.65%	-4.06%	-44.23%	9.58%	40.83%	41.00%	137.46%
毛利率(%)	51.40%	44.33%	42.55%	42.92%	38.89%	39.87%	39.11%
期间费用率(%)	36.88%	35.28%	46.86%	26.45%	18.11%	2.33%	12.16%
净利润(百万元)	1069.66	485.23	-475.88	1255.86	2395.00	4161.53	3404.95
增长率(%)	-1.89%	-10.44%	-118.36%	-0.90%	123.90%	757.64%	-815.51%
每股盈利(季度, 元)	0.47	0.22	-0.06	0.54	1.14	1.52	1.46
资产负债率(%)	23.69%	27.30%	26.89%	40.42%	42.58%	37.55%	40.63%
净资产收益率(%)	4.80%	2.17%	-2.17%	6.18%	10.66%	15.90%	11.50%

资料来源：公司财报、申港证券研究所

## 内容目录

1. 2020 年年报&2021 年一季报点评.....	4
1.1 2020 年公司跃居全球免税第一 离岛免税为盈利核心.....	4
1.2 21Q1 较 20Q1 扭亏为盈 离岛免税维持高景气度.....	7
2. 公司拟赴港上市：建立国际资本平台 把握发展机遇.....	8
3. 2020 年成绩不俗 2021 年继续发力.....	8
4. 投资建议.....	10
5. 风险提示.....	10

## 图表目录

图 1： 公司营业收入和归母净利（单位：亿元，%）.....	4
图 2： 公司免税&有税商品销售收入（单位：亿元，%）.....	4
图 3： 公司毛利率（单位：%）.....	5
图 4： 公司归母净利润，归母净利率及 ROE（单位：亿元，%）.....	5
图 5： 公司各项费用及费用率（单位：亿元，%）.....	5
图 6： 2016-2021Q1 营收&归母净利（单位：亿元，%）.....	7
图 7： 20Q1-21Q1 营收，同比及环比（单位：亿元，%）.....	7
图 8： 20Q1-21Q1 归母净利，同比及环比（单位：亿元，%）.....	8
图 9： 20Q1-21Q1 毛利率及归母净利率（单位：%）.....	8
表 1： 公司盈利预测表.....	11

## 1. 2020 年年报&2021 年一季报点评

### 1.1 2020 年公司跃居全球免税第一 离岛免税为盈利核心

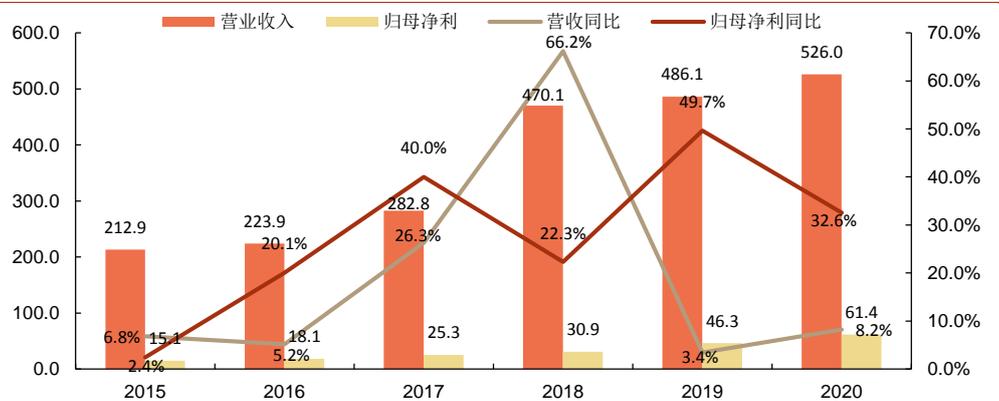
根据《国际免税新闻》(DFNI) 和穆迪报道的最新统计, 公司的排名从 2019 年的全球第 4 位跃升至 2020 年的全球第 1 位。

公司 2020 年营收 526.0 亿元, 同比增加 8.2%; 归母净利 61.4 亿元, 同比增加 32.6%; 扣非归母净利 59.7 亿元, 同比增加 55.8% (以上同比数据为追溯调整后)。拟每 10 股派发股利 10 元 (含税), 共计派发股利 19.52 亿元, 占 2020 年净利润的 31.8%。

公司业绩出现大幅增长主要因:

- ◆ 自 2020 年 7 月, 离岛免税新政开始实施后, 公司离岛免税业务实现高速增长, 同时离岛免税业务的盈利能力较其他免税业态更强。
- ◆ 公司为了减少疫情对机场线下门店业务的冲击, 及时调整业务类型, 积极拓展线上业务, 包括 cdf 会员购海南、日上直邮以及 cdf 会员购等有税业务及跨境电商业务, 并且盈利能力均较线下机场免税业务更强。
- ◆ 与上海机场签订租金补充协议, 2020 年应付租金 11.56 亿元, 较原合同的 41.58 亿元减少约 70%, 销售费用大幅下降。

图1: 公司营业收入和归母净利 (单位: 亿元, %)



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

2020 年受疫情影响, 免税线下门店客流大幅下降, 叠加公司大力促销与折扣, 免税商品销售收入 323.6 亿元, 同比下降 30.3%, 毛利率为 44.9%。为降低疫情影响, 公司积极拓展线上业务 (自行补税), 有税商品销售实现大幅增长, 收入达 197.1 亿元, 同比增长 1612.7%, 毛利率为 32.6%。

图2: 公司免税&有税商品销售收入 (单位: 亿元, %)

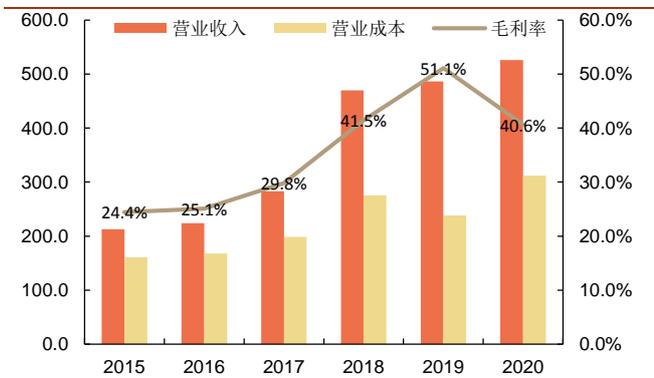


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

**2020 年公司毛利率为 40.6%，主营业务毛利率为 40.2%，均较去年同期有所下降，主要因：1）线上有税商品销售业务实现大幅增长（有税销售毛利率较免税销售更低），公司免税商品销售占比下降；2）离岛新政后，销售品类结构调整，相对高毛利率的香化销售占比下降，而低毛利的奢侈品销售占比提升；3）开展各类促销打折活动。**

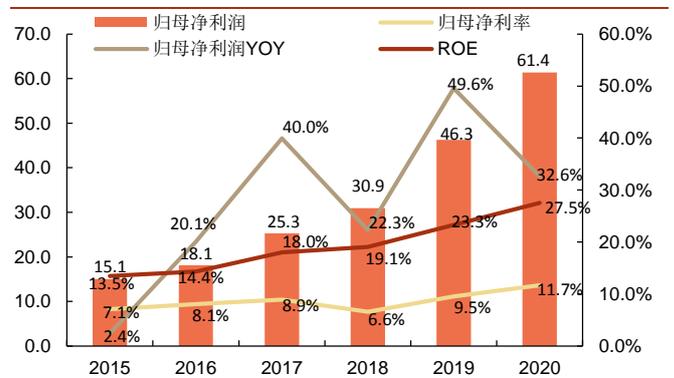
**公司 2020 年盈利能力继续稳中有升，同时资本获利能力继续变强，投资价值不断提高。2020 年公司归母净利率为 11.7%，较去年同期增加 2.2pct；ROE 为 27.5%，较去年增加 4.2pct。**

图3: 公司毛利率 (单位: %)



资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

图4: 公司归母净利润, 归母净利率及 ROE (单位: 亿元, %)

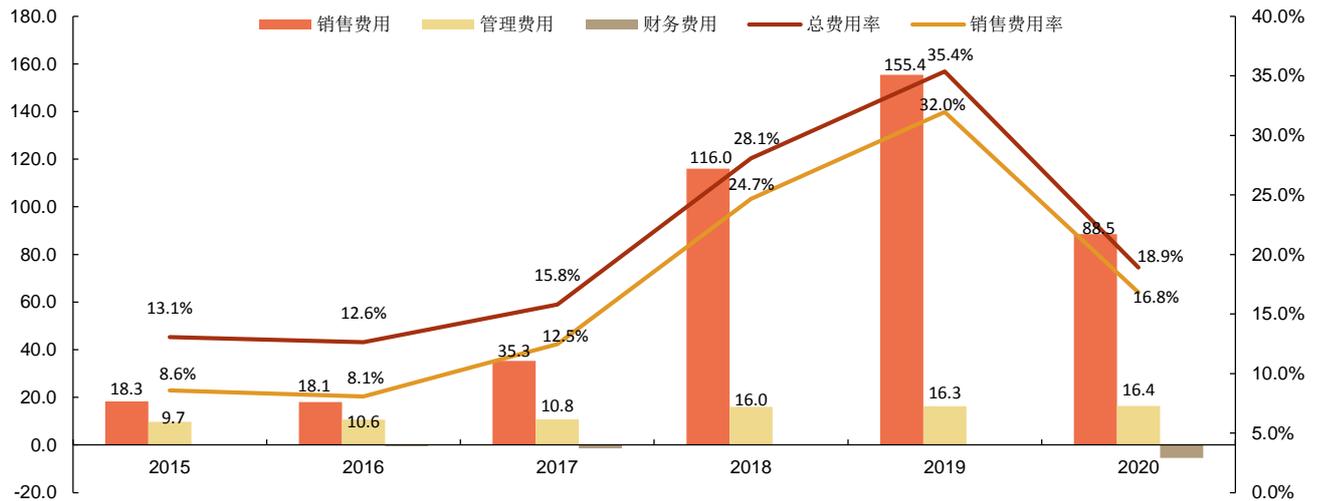


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

**2020 年公司期间费用率为 18.9%，同比减少 16.5pct。其中，销售费用率为 16.8%，降低幅度最大，同比减少 15.1pct，主要因与上海机场签订租金补充协议，使得应付租金大幅减少。**

**此外，公司对非主营业务导致利润重大变化作出说明，2020 年受疫情影响，公司卷烟等存货品类出现一定积压，基于谨慎性原则，公司共计提 2020 年度存货跌价准备 9.09 亿元。**

图5: 公司各项费用及费用率 (单位: 亿元, %)



资料来源：公司财报，申港证券研究所

### 分不同业态来看，

海南板块（离岛免税）2020年实现营收299.6亿元，同比增长122.5%；毛利率28.4%，较去年同期减少6.0pct。公司在2020年下半年把握离岛免税新政机遇，离岛免税业务实现大幅增长。同时公司还拓展了离岛免税线上业务，有税商品销售占比大幅增长，叠加低毛利的奢侈品销售占比提升和各类促销活动，导致海南板块整体毛利率有所下滑。

- ◆ 其中，三亚海棠湾实现营收213.2亿元，同比增长103.7%；归母净利润29.7亿元，同比增长108.9%；归母净利率13.9%，较去年同期增长0.3pct。（不含批发扣点）
- ◆ 海免实现营收99.1亿元，同比增长230.5%；归母净利润6.6亿元，同比增长168.8%；归母净利率6.6%。（不含批发扣点）
- ◆ 根据我们模型的测算结果，加回批发扣点后，预计三亚海棠湾实现归母净利润54~57亿元，归母净利率为25%~27%；预计海免实现归母净利润12~14亿元，归母净利率为12%~14%。

日上上海（上海机场+日上直邮）2020年实现营收137.3亿元，同比下滑9.4%；归母净利润12.5亿元，同比增长177.5%；归母净利率9.1%，较去年同期增加6.1pct；毛利率39.5%，较去年同期减少12.8pct。

- ◆ 主要因：1) 上海机场线下门店受疫情影响，客流大幅减少影响线下收入；日上直邮业务开展对冲部分疫情影响，但线上直邮业务为有税销售，销售收入占比提升的同时也降低毛利率。2) 与上海机场签订租金补充协议，租金大幅下调，降低销售费用，提升归母净利润及归母净利率。
- ◆ 根据我们模型的测算结果，预计上海机场线下营收18~20亿元，归母净利润-1.6~0.5亿元；预计日上直邮部分营收117~119亿元，归母净利润12~14亿元，归母净利率10%~12%。

日上中国（首都机场+大兴机场+CDF会员购）2020年实现营收32.0亿元，同比下滑57.2%；归母净利润亏损7.9亿元。

- ◆ 主要因公司与首都机场租金谈判仍在进行，目前仍按原合同协议，全额计提保底租金。参考与上海机场签订的租金补充协议，未来已计提的全额保底租金有望部分冲回。
- ◆ 根据我们模型的测算结果，预计北京机场（首都+大兴）线下营收 9~10 亿元，归母净利-10~-8 亿元；预计线上 CDF 会员购部分营收 22~23 亿元，归母净利 1.5~3 亿元。

由上述数据倒推，得到其他免税业务（广州+香港+其他）实现营收 39 亿元（海南部分使用海棠湾 213 亿+海免 99 亿来计算），归母净利-14~-9 亿元。

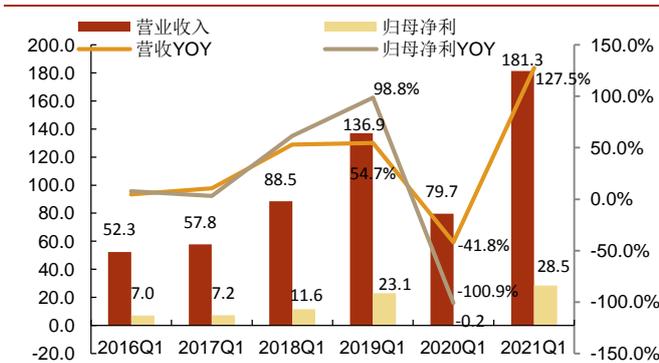
## 1.2 21Q1 较 20Q1 扭亏为盈 离岛免税维持高景气度

- ◆ 2021Q1 公司营收 181.3 亿元，同比增长 127.5%；归母净利润 28.5 亿元，较去年同期增加 28.7 亿元，扭亏为盈（20Q1：-0.2 亿元，19Q1：23.1 亿元）；扣非归母净利润 28.3 亿元，较去年同期增加 29.5 亿元（20Q1：-1.2 亿元，19Q1：15.9 亿元）。（同比数据均为追溯调整后，下同）
- ◆ 2021Q1 公司毛利率为 39.1%，较去年同期下滑 6.9pct，较 2020 年全年下滑 1.5pct，主要为一季度各项折扣促销活动所致；归母净利率 15.7%，较去年同期增加 16pct，较 2020 年全年增加 4pct，盈利能力持续提升。
- ◆ 2021Q1 公司期间费用率为 12.2%，较去年同期下滑 34.5pct。其中，销售费用率为 9.8%，降低幅度最大，较去年同期下滑 32.6pct，主要因上海机场租金大幅减少。

从单季看，公司 20Q3/Q4 及 21Q1：

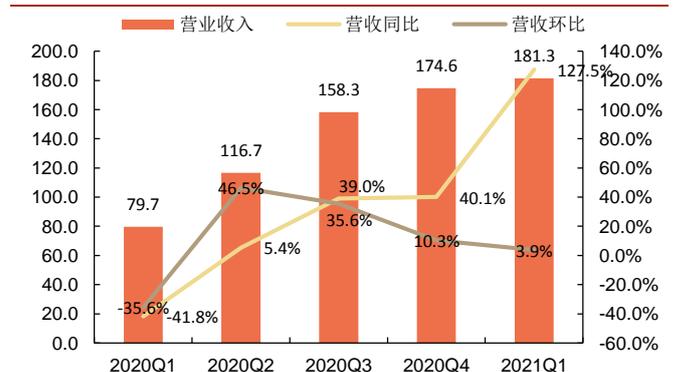
- ◆ 营收分别为 158.3/174.8/181.3 亿元，同比 39%/40%/128%，环比 36%/10%/4%，成长稳健，基本符合预期。毛利率为 38.9%/39.9%/39.1%。
- ◆ 归母净利润为 22.3/29.8/28.5 亿元，同比 142%/614%/，环比 113%/33%/-4%；归母净利率为 14.1%/17.0%/15.7%。
- ◆ 2021Q1 公司盈利能力仍在较高水平，但业绩略低于此前市场预期，我们预计主要因离岛免税促销打折，首都、广州机场仍按保底租金全额计提，同时海南税收优惠政策还未实施（企业所得税原为 25%，优惠政策下为 15%）。

图6：2016-2021Q1 营收&归母净利润（单位：亿元，%）

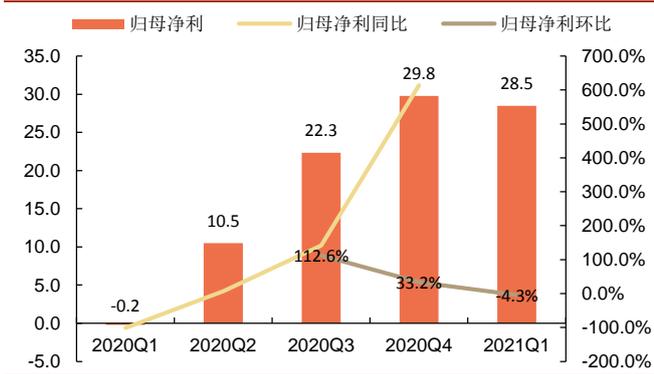


资料来源：公司财报，申港证券研究所

图7：20Q1-21Q1 营收，同比及环比（单位：亿元，%）



资料来源：公司财报，申港证券研究所

**图8: 20Q1-21Q1 归母净利, 同比及环比 (单位: 亿元, %)**


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

**图9: 20Q1-21Q1 毛利率及归母净利率 (单位: %)**


资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

**分渠道看:** 21Q1, 我们预计公司在海南地区收入 130~135 亿元, 归母净利率约 22% (加回批发扣点)。线上销售额 (日上直邮+其他 cdf 线上平台) 在 35~40 亿, 归母净利率约 12%。其他免税业务 (首都机场线下、上海机场线下、广州机场、香港机场等) 收入 6~16 亿元。其中, 首都 (含大兴)、广州机场租金仍按原合同保底租金全额计提, 首都机场 (含大兴) 21Q1 租金约 7.5 亿元, 预计亏损 2.5~3.5 亿元; 广州机场 21Q1 租金约 2.7 亿元, 预计亏损约 1.5~2.5 亿元; 上海机场租金按照补充协议, 预计租金 2~3 亿元, 预计亏损约 0.5~1 亿元。

## 2. 公司拟赴港上市: 建立国际资本平台 把握发展机遇

4 月 21 日, 公司董事会通过了《关于授权公司管理层启动公司发行境外上市外资股 (H 股) 并在香港联合交易所有限公司上市相关筹备工作的议案》, 目前正与相关中介机构进行商讨, 发行上市的具体细节尚未确定。

**公司拟赴港上市主要有以下考量:** 1) 为公司长期发展建立国际资本平台; 2) 提供高效的融资, 以把握当前离岛免税和境外旅游消费回流的发展机遇; 3) 沉淀境外资金, 有利于公司境外采购业务以及国际化发展; 4) 有利于公司引入国际顶尖机构投资者, 进一步完善公司治理; 5) 提升公司国际知名度, 打造国际化品牌, 进一步巩固公司在旅游零售领域的龙头地位。

我们认为, 赴港上市虽然可能带来摊薄影响, 但是能为公司的免税版图扩张提供更高效率的融资, 能帮助公司更好地布局海外市场, 对接全球资源, 弥补海外门店数量短板。在海外的提前布局也是在为未来出境游全面恢复做准备, 帮助公司继续坐稳全球免税龙头。

## 3. 2020 年成绩不俗 2021 年继续发力

**2020 年, 公司充分把握离岛免税政策放开的红利, 在离岛免税业务上:**

- ◆ 三亚海棠湾河心岛项目与三亚国际免税城形成高效联动互补, 实现免税与有税融合的购物+休闲+商业+文化的体验式业态。

- ◆ 三亚凤凰机场免税店于 2020 年底开业，自此公司将海南两大核心机场渠道全部收入囊中。同时，公司成功收购海免公司 51% 股权，新增三家离岛免税体验店，实现对海南离岛游客的全覆盖。
- ◆ 通过增加营业面积，增设新增品牌专卖店及增加提货点提货窗口等方式，以及推出扫码购、急速购等简化店内购物流程，不断满足消费者的购物需求，提升消费者的购物体验。
- ◆ 海口市国际免税城项目稳步推进，完成免税购物中心地下结构施工，地上钢结构主体框架封顶等工作。预计于 2022 年下半年开业。

受疫情影响，2020 年公司迅速调整策略，北京、上海、广州等重要机场渠道，相继开展线上业务。另外，公司成功中标成都、青岛等多个重点城市机场免税店的经营权，国内口岸出境免税店项目中标数量和面积均排名第一。

市内免税业务方面，公司通过与重点城市建立战略合作关系，为未来市内店布局做充分准备。

海外免税业务方面，公司稳步推进海外项目拓展，港澳地区免税店积极探索线上及跨境业务等新业态。2020 年公司的澳门机场、香港机场、香港市内店均实现扭亏为盈。

#### 2021 年公司将继续聚焦免税主业：

- ◆ 深耕海南离岛免税市场，以商品最全、价格最低、服务最优为目标，巩固优势地位；
- ◆ 加快线上一体化平台建设，打造统一的专业化运营主体，实现线上业务一体化运营，确保线上业务健康有序快速发展；
- ◆ 积极探索新零售模式下的免税服务创新，线上线下互动，围绕行前中行后，为消费者提供全方位的购物服务，提升客户体验；
- ◆ 拓展重要免税渠道资源，包括重要城市机场免税店渠道的投标以及市内免税店项目的相关工作，为市内免税政策放开做好准备；
- ◆ 探索外延式发展道路，发挥资本市场功能，加强上游品牌的掌控力，补齐产业链短板，积极探索和努力寻求产业并购机会，获取更多优质资源渠道；
- ◆ 进一步提升公司供应链管理水平，包括：加快智慧供应链建设，新增仓储资源，优化统一布局，重点做好海南物流中心的项目建设等；
- ◆ 进一步提升线上业务运营能力和商业运营管理水平，包括：建设贯穿业务全流程的一体化信息系统，优化大会员平台的功能，打造高价值的客流流量入口等；
- ◆ 推进海口市国际免税城项目建设和三亚国际免税城一期 2 号地项目建设。推进旅游零售综合体的项目建设，结合市内免税店布局，在国内重点城市积极推进以免税为核心的文旅综合体建设。

#### 4. 投资建议

公司短期虽受市场风格影响，股价有所波动，但公司业绩增长确定性高，成长逻辑清晰，同时作为免税龙头，首先且持续受益于免税行业的超高景气度。

从 2020 年开始，上海机场租金大幅下调，今年与首都机场（含大兴）的租金谈判也有望落地，届时首都机场的租金冲回将对公司业绩产生积极影响。同时，海南税收优惠政策还未实施，若 2021 年开始可实施 15% 的所得税政策（原为 25%），公司业绩有望提升。在各国疫苗开始陆续接种，全球疫情趋势向好的情况下，预计下半年跨境游有望陆续启动，但全面恢复仍需时日。抓住此窗口期，公司可继续在商品价格、品牌及 SKU 丰富度、货品供给量以及服务体验上加强优势，未来将持续推动境外消费回流。

若从 2022 年开始考虑海南省 15% 的企业所得税优惠，同时暂时未考虑北京机场的租金减免，预计公司 2021-2023 年每股收益分别为 5.53/7.99/11.01 元，对应最新 PE 分别为 54/37/27 倍，维持公司“买入”评级。

#### 5. 风险提示

宏观经济下行；疫情发展不确定性；免税政策变化；行业竞争加剧。

表1: 公司盈利预测表

利润表		单位:百万元					资产负债表					单位:百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	47966.50	52596.84	77395.24	107773.2	139710.96	流动资产合计	22245.7	30971.19	42195.84	59844.72	78477.79	货币资金	11905.95	14706.21	20425.24	28442.23	36870.87
营业成本	24272.79	31220.61	44434.09	62455.60	81938.33	应收账款	800.08	128.68	740.15	1030.66	1336.09	其他应收款	875.58	865.14	1273.03	1772.70	2298.03
营业税金及附加	771.82	1083.29	1594.04	2219.70	2877.49	预付款项	381.03	255.60	(119.54)	(646.83)	(1338.60)	存货	8059.77	14733.02	17861.40	25105.60	32937.17
营业费用	14904.08	8846.63	13017.64	16510.53	22451.13	其他流动资产	180.13	281.04	2015.56	4140.35	6374.23	其他流动资产	180.13	281.04	2015.56	4140.35	6374.23
管理费用	1549.38	1637.14	2089.67	2155.46	2794.22	非流动资产合计	8441.52	10948.18	10704.17	10844.39	10895.45	长期股权投资	254.69	791.26	791.26	791.26	791.26
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	固定资产	1631.76	1590.53	1514.98	2026.73	2523.83	无形资产	2504.36	2448.76	2403.88	2263.50	2087.15
财务费用	10.69	(545.28)	(20.08)	64.36	41.91	商誉	822.46	822.46	822.46	822.46	822.46	其他非流动资产	514.97	551.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(378.23)	(908.72)	(643.47)	(338.27)	(338.27)	其他非流动资产	514.97	551.85	0.00	0.00	0.00	资产总计	30687.26	41919.37	52900.02	70689.11	89373.25
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	流动负债合计	7961.47	15661.04	18122.58	22186.02	22178.02	短期借款	223.95	417.36	1518.37	3811.10	2051.60
投资净收益	965.28	15.86	343.93	343.93	343.93	应付账款	3537.47	4326.74	6230.31	8757.19	11488.95	应付账款	3537.47	4326.74	6230.31	8757.19	11488.95
营业利润	7108.61	9694.06	15980.33	24373.21	29613.53	预收款项	104.63	5.67	(537.36)	(1293.54)	(2273.79)	一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外收入	66.37	4.22	12.89	8.55	8.55	非流动负债合计	415.43	79.50	5.11	5.11	5.11	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业外支出	14.50	26.49	70.88	48.69	48.69	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	7160.48	9671.78	15922.34	24333.08	29573.40	负债合计	8376.90	15740.53	18127.69	22191.13	22183.13	少数股东权益	2420.70	3871.13	5007.32	7655.53	11303.19
所得税	1745.77	2335.27	3980.58	6083.27	4436.01	少数股东权益	2420.70	3871.13	5007.32	7655.53	11303.19	实收资本(或股本)	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48
净利润	5414.71	7336.52	11941.75	18249.81	25137.39	资本公积	3851.89	1982.07	1982.07	1982.07	1982.07	未分配利润	12912.10	17647.65	22957.29	31150.50	42073.01
少数股东损益	785.72	1196.58	1136.19	2648.21	3647.66	归属于母公司股东权益合计	19889.65	22307.71	30089.31	41166.75	56211.22	负债和所有者权益	30687.26	41919.37	52900.02	70689.11	89373.25
归属母公司净利润	4628.99	6139.94	10805.56	15601.60	21489.73	现金流量表						经营活动现金流	2926.03	8202.27	7105.46	10230.58	16543.10
EBITDA	9809.58	11804.21	16280.68	24782.80	30001.27	单位:百万元						净利润	5414.71	7336.52	11941.75	18249.81	25137.39
EPS(元)	2.37	3.14	5.53	7.99	11.01	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	折旧摊销	2690.27	2655.43	0.00	104.84	119.48
主要财务比率						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务费用	10.69	(545.28)	(20.08)	64.36	41.91
成长能力						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付帐款减少	0.00	0.00	(611.47)	(290.51)	(305.43)
营业收入增长	2.04%	9.65%	47.15%	39.25%	29.63%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	预收帐款增加	0.00	0.00	(543.03)	(756.17)	(980.26)
营业利润增长	31.00%	36.37%	64.85%	52.52%	21.50%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	投资活动现金流	(1098.79)	(3814.10)	840.75	82.20	132.20
归属于母公司净利润增长	75.99%	44.38%	75.99%	44.38%	37.74%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
获利能力						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率(%)	49.40%	40.64%	42.59%	42.05%	41.35%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	投资收益	965.28	15.86	343.93	343.93	343.93
净利率(%)	11.29%	13.95%	15.43%	16.93%	17.99%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	筹资活动现金流	(1646.02)	(1382.81)	(2227.18)	(2295.78)	(8246.67)
总资产净利润(%)	15.08%	14.65%	20.43%	22.07%	24.04%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	23.27%	27.52%	35.91%	37.90%	38.23%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
偿债能力						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率(%)	27.30%	37.55%	34.27%	31.39%	24.82%	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	资本公积增加	8.09	(1869.81)	0.00	0.00	0.00
流动比率	2.79	1.98	2.33	2.70	3.54	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	现金净增加额	181.22	3005.35	5719.03	8017.00	8428.63
速动比率	1.78	1.04	1.34	1.57	2.05	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
营运能力						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
总资产周转率	1.67	1.45	1.63	1.74	1.75	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
应收账款周转率	53.94	113.26	178.16	121.72	118.06	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
应付账款周转率	15.00	13.38	14.66	14.38	13.80	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
每股指标(元)						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
每股收益(最新摊薄)	2.37	3.14	5.53	7.99	11.01	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
每股净现金流(最新摊薄)	0.09	1.54	2.93	4.11	4.32	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
每股净资产(最新摊薄)	10.19	11.43	15.41	21.08	28.79	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
估值比率						2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
P/E	126.24	95.17	54.08	37.45	27.19	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
P/B	29.38	26.20	19.42	14.19	10.40	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						
EV/EBITDA	58.38	48.29	34.73	22.59	18.32	2019A	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E						

资料来源: 公司财报, 申港证券研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

### 申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

### 申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上