

中免大促首日战报，打开想象空间

事件：中免海南开启第二届离岛免税年终盛典（类似于去年四季度大促），四店同庆，持续时间为9月26日-12月31日。26日首日，海口日月广场全场8000以下8折，当日实现2900万销售额。

核心观点

- **日月广场店免税销售额有望大幅增长。**如果以每天2900万销售额简单线性外推，日月广场店单月收入将达8.7亿元，相比8月日月广场店销售额约5亿元增长迅猛（1.74倍）。但是由于促销活动不同（首日全场8000以下8折，国庆期间促销活动改为满3000返600电子券、正价香化3件9折5件85折等），因此具体单月销售额与后续促销活动相关。整体来看，随着蒂芙尼/PRADA等精品店陆续入驻日月广场店，免税销售额有望提升。
- **备货情况已为旺季打好基础。**根据三亚店历年数据，Q4销售额一般是Q3的1.4-1.8倍，参考9月25日与机场方面的沟通情况，四季度的海南备货预计是投三季度1.5倍采购（只是初始备货，不算补货，三亚店的香化已能实现2周至少补一次），为旺季打下良好基础。
- **预计海南全年可能达到353亿元销售额，我们认为4Q的利润比去年同期乐观。**上半年海南免税销售额85亿元，我们估测3Q为95亿，4Q如果按3Q的1.4倍测算为133亿，则全年海南实现线下免税销售额313亿元，加上约40亿元的回头购，我们估测全年海南免税销售额达353亿元。同时，关于“销售旺，利润差”的局面（曾在4Q19因超级大促产生过），我们认为今年3Q公司在海南市场已表现出倾向于“保利润，减少促销”的举措，而按目前的客流、携程等平台的未来热度预测、竞争对手的开店节奏和面积（预计11月中下，5000平）不构成威胁，预计4Q的利润比去年乐观。

财务预测与投资建议

- 由于海南市场促销力度超预期，我们调整公司20-22年每股收益分别为2.83/3.91/6.09元（调整前EPS为2.73/3.78/5.94元），用DCF法给予公司目标价225.70元，维持增持评级。

风险提示

- 促销力度不及预期，地缘政治及国际关系问题

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	58,637	80,085	100,032
同比增长(%)	66.2%	2.0%	22.2%	36.6%	24.9%
营业利润(百万元)	5,426	7,109	7,381	10,820	16,405
同比增长(%)	40.8%	31.0%	3.8%	46.6%	51.6%
归属母公司净利润(百万元)	3,095	4,629	5,533	7,638	11,889
同比增长(%)	22.3%	49.6%	19.5%	38.0%	55.6%
每股收益(元)	1.59	2.37	2.83	3.91	6.09
毛利率(%)	41.5%	49.4%	40.0%	43.4%	44.8%
净利率(%)	6.6%	9.7%	9.4%	9.5%	11.9%
净资产收益率(%)	20.4%	25.6%	24.4%	26.1%	30.5%
市盈率	139.0	92.9	77.7	56.3	36.2
市净率	26.5	21.6	16.9	13.0	9.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2020年09月28日)	224.9元
目标价格	225.70元
52周最高价/最低价	243/67.2元
总股本/流通A股(万股)	195,248/195,248
A股市值(百万元)	439,112
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2020年09月29日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	7.60	2.09	76.67	141.80
相对表现	9.93	7.51	65.97	122.87
沪深300	-2.33	-5.42	10.70	18.93



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 谢宁铃

xieningling@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520070001

联系人 庄莹

zhuangying@orientsec.com.cn

相关报告

- 短期政策释放仍有空间，看长龙头首先受益 2020-09-02
- 市场扩容：——中国中免中报点评
- 海免股权划转落地，看短看长仍继续推荐！ 2020-05-11
- 正道沧桑，长风破浪：——中国国旅核心竞争 2020-04-13

力分析

表 1：永续增长率和 WACC 的敏感性分析

		永续增长率 Gn(%)				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	7.68%	256.07	289.22	336.52	409.52	536.99
	8.18%	235.38	262.72	300.62	356.64	447.89
	8.68%	217.48	240.30	271.15	315.18	383.13
	9.18%	201.85	221.08	246.54	281.82	333.98
	9.68%	188.09	204.44	225.70	254.43	295.44
	10.18%	175.90	189.91	207.83	231.55	264.43
	10.68%	165.03	177.12	192.37	212.17	238.95
	11.18%	155.28	165.78	178.85	195.56	217.67
	11.68%	146.50	155.67	166.95	181.17	199.64

数据来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,289	11,906	14,659	22,134	32,379	营业收入	47,007	47,966	58,637	80,085	100,032
应收票据及应收账款	979	800	1,387	1,632	2,025	营业成本	27,518	24,273	35,191	45,317	55,219
预付账款	693	381	932	1,030	1,224	营业税金及附加	659	772	944	1,289	1,610
存货	5,943	8,060	11,685	13,294	17,623	营业费用	11,601	14,904	12,905	20,021	23,557
其他	674	1,099	1,727	1,683	1,698	管理费用及研发费用	1,601	1,549	2,052	2,803	3,501
流动资产合计	19,578	22,246	30,390	39,773	54,949	财务费用	(7)	11	(27)	(133)	(339)
长期股权投资	284	255	255	255	255	资产减值损失	298	383	283	68	183
固定资产	1,932	1,632	1,627	1,620	1,611	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	833	399	649	2,559	4,469	投资净收益	51	965	50	50	50
无形资产	1,202	2,504	2,459	2,413	2,368	其他	39	68	43	49	54
其他	3,018	3,652	4,527	4,427	4,327	营业利润	5,426	7,109	7,381	10,820	16,405
非流动资产合计	7,269	8,442	9,516	11,273	13,029	营业外收入	25	66	66	66	66
资产总计	26,847	30,687	39,906	51,046	67,979	营业外支出	116	14	0	0	0
短期借款	289	224	1,015	100	100	利润总额	5,336	7,160	7,447	10,886	16,471
应付票据及应付账款	2,859	3,537	4,267	5,603	7,190	所得税	1,401	1,746	1,192	1,851	2,800
其他	4,645	4,200	5,643	7,327	9,001	净利润	3,935	5,415	6,256	9,035	13,671
流动负债合计	7,793	7,961	10,924	13,030	16,291	少数股东损益	840	786	723	1,397	1,782
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3,095	4,629	5,533	7,638	11,889
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.59	2.37	2.83	3.91	6.09
其他	470	415	415	415	415						
非流动负债合计	470	415	415	415	415	主要财务比率					
负债合计	8,263	8,377	11,340	13,445	16,706		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2,349	2,421	3,143	4,540	6,323	成长能力					
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952	营业收入	66.2%	2.0%	22.2%	36.6%	24.9%
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852	营业利润	40.8%	31.0%	3.8%	46.6%	51.6%
留存收益	10,414	13,961	19,494	27,132	39,021	归属于母公司净利润	22.3%	49.6%	19.5%	38.0%	55.6%
其他	25	125	125	125	125	获利能力					
股东权益合计	18,584	22,310	28,566	37,601	51,273	毛利率	41.5%	49.4%	40.0%	43.4%	44.8%
负债和股东权益总计	26,847	30,687	39,906	51,046	67,979	净利率	6.6%	9.7%	9.4%	9.5%	11.9%
						ROE	20.4%	25.6%	24.4%	26.1%	30.5%
						ROIC	23.5%	26.0%	23.7%	26.4%	29.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	30.8%	27.3%	28.4%	26.3%	24.6%
净利润	3,935	5,415	6,256	9,035	13,671	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	324	132	201	202	204	流动比率	2.51	2.79	2.78	3.05	3.37
财务费用	(7)	11	(27)	(133)	(339)	速动比率	1.72	1.76	1.67	1.99	2.25
投资损失	(51)	(965)	(50)	(50)	(50)	营运能力					
营运资金变动	(624)	(873)	(3,586)	1,043	(1,853)	应收账款周转率	48.8	53.9	53.6	53.0	54.7
其它	(855)	(794)	1,215	68	183	存货周转率	5.8	3.4	3.4	3.5	3.4
经营活动现金流	2,722	2,926	4,009	10,166	11,817	总资产周转率	2.0	1.7	1.7	1.8	1.7
资本支出	(1,392)	(652)	(300)	(1,960)	(1,960)	每股指标(元)					
长期投资	8	(1,135)	0	0	0	每股收益	1.59	2.37	2.83	3.91	6.09
其他	(523)	689	(1,815)	50	50	每股经营现金流	1.39	1.50	2.05	5.21	6.05
投资活动现金流	(1,906)	(1,099)	(2,115)	(1,910)	(1,910)	每股净资产	8.32	10.19	13.02	16.93	23.02
债权融资	(415)	(57)	42	0	0	估值比率					
股权融资	2	8	0	0	0	市盈率	139.0	92.9	77.7	56.3	36.2
其他	(735)	(1,597)	817	(782)	339	市净率	26.5	21.6	16.9	13.0	9.6
筹资活动现金流	(1,149)	(1,646)	859	(782)	339	EV/EBITDA	72.8	57.6	55.3	38.4	25.7
汇率变动影响	86	85	-0	-0	-0	EV/EBIT	77.1	58.7	56.8	39.1	26.0
现金净增加额	(247)	267	2,753	7,474	10,246						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

