离岛免税和日上直邮高增长，全年机场租金有望下调

——中国中免中报点评

公司点评

● 事件：中国中免发布中报业绩

公司发布 2020 半年度报告。2020 年上半年，公司实现营业收入 193.09 亿元，同比下降 22.02%。实现归母净利润 9.31 亿元，同比下降 71.73%。

● 疫情对业绩影响较大，但 Q2 已实现恢复性增长

面对疫情影响，公司上半年大力拓展线上业务，深挖海南市场潜力，整合离岛免税业务，较好地扭转了业务停摆的被动局面。从二季度起，公司主营业务呈现快速回升的态势。Q2 公司实现营收 116.73 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.9%；扣非净利润 9 亿元，同比下降 1.3%。

● 离岛免税和日上直邮增长迅速，机场免税承压

随着国内疫情防控向好，境外消费回流以及促销力度大，公司离岛免税业务逆势增长。三亚店收入 59.77 亿元增 12.16%；归母净利润 5.95 亿元降 28.5%。海免公司收入 30.31 亿元增 136.35%；其归母净利润为 1.45 亿元。上半年，受机场出入境客流量下降的影响，日上上海收入 68.67 亿元降 11.20%；归母净利润 0.56 亿元降 83%；北京机场免税店收入 18.50 亿元降 57.61%；日上中国归母净利润-3.15 亿元降 385%。但日上上海为对冲疫情影响，自 2020 年 4 月起开展的日上直邮业务实现了迅猛发展，月均销售预估约 15 亿元。

● 谨慎计提机场租金 50 亿元，全年机场租金有望下调

2020H1 基于谨慎原则公司计提机场租金约 50 亿元。我们预估，上半年上海计提租金 21 亿元；北京机场计提租金 19 亿元，合计 40 亿元，剩余机场口岸等约 10 亿元。但中期期末公司有 69 亿元其他应付款可以推测，机场租金未完全实际支付。公司也仍在与机场方进行谈判，考虑疫情不可抗力等因素影响，我们预计全年来看，机场保底租金仍有望下调。

● 政策红利带动公司增长加速，业绩长牛，维持“强烈推荐”评级

基于离岛免税及日上直邮业务高增长，我们进一步上调公司盈利预测，预计 2020-2022 年实现营收 549.36 亿元、957.79 亿元、1260.97 亿元，同比增长 14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为 42.67 亿元、95.73 亿元、132.28 亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应 PE 分别为 101、45、32。公司免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

● 风险提示：疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险

财务摘要和估值指标

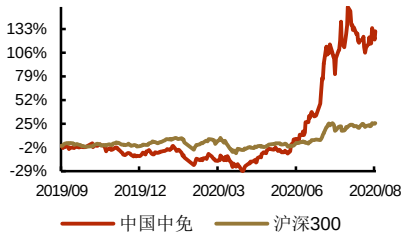
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	54,616	95,299	125,569
增长率(%)	66.2	2.0	13.9	74.5	31.8
净利润(百万元)	3,095	4,629	4,267	9,573	13,228
增长率(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
毛利率(%)	41.5	49.4	46.0	54.5	57.1
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
P/E(倍)	139.0	92.92	100.81	44.93	32.5
P/B(倍)	26.5	21.6	18.9	13.9	10.0

强烈推荐（维持评级）

姚轩杰（分析师）
010-69004656
yaoxuanjie@xsdzq.cn
证书编号：S0280518010001

市场数据	时间 2020.09.01
收盘价(元):	216.8
一年最低/最高(元):	66.5/249.0
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	4,232.97
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	4,232.97
近 3 月换手率:	67.53%

股价一年走势



相关报告

《7 月销售额大增 240%，中免全年离岛免税收入或接近 300 亿》2020-08-09

《短期业绩利空消退，免税新政促下半年业绩增长大幅提速》2020-07-19

《政策超预期或促离岛免税规模达 600 亿，中免业绩有望加速增长》2020-07-01

《更名中国中免，战略方向全面聚焦免税业务》2020-06-18

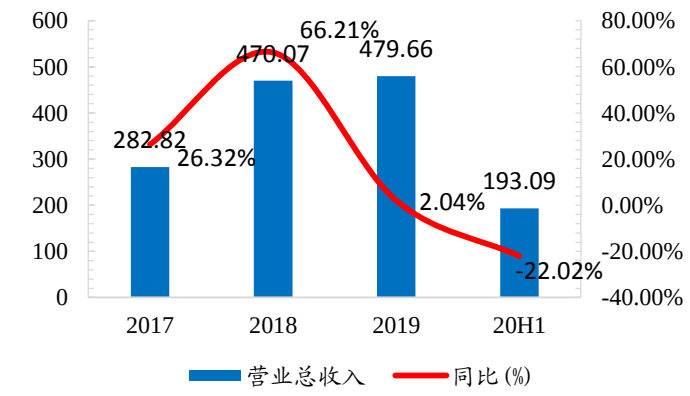
《离岛机场市内免税三重布局，疫情不改公司长期增长逻辑》2020-06-15

1、 疫情致上半年业绩降七成，Q2 已实现恢复性增长

2020 年上半年，公司实现营业收入 193.09 亿元，同比下降 22.02%，其中，免税品销售业务收入 191.39 亿元，同比下降 20.07%。实现归属于上市公司股东的净利润 9.31 亿元，同比下降 71.73%。

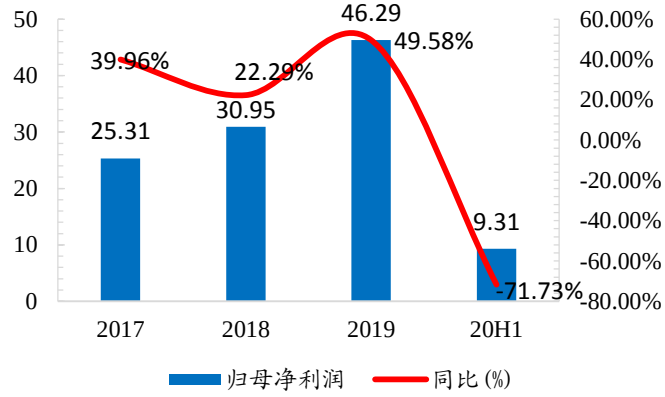
公司收入和净利润同比下降幅度较大，主要是因为今年上半年受新冠肺炎疫情影响，免税门店客源大幅下降导致免税商品销售收入降低、重点机场渠道租金计提所致。

图1： 公司近 3 年营业收入及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 公司近 3 年净利润及增速



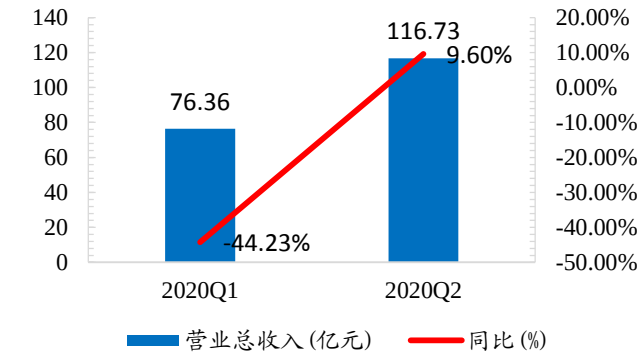
资料来源：Wind，新时代证券研究所

面对前所未有的严峻挑战，公司迎难而上，在坚持做好疫情防控工作的同时，以业务转型和降本控费为工作重点，迅速转变经营策略，大力拓展线上业务，深挖海南市场潜力，整合离岛免税业务，努力降低疫情对公司经营的影响，较好地扭转了业务停摆的被动局面。从二季度起，公司主营业务得到逐步恢复并呈现快速回升的态势。

分季度看，Q1 公司实现收入 76.36 亿元，同比下降 44.23%；归母净利润-1.2 亿元，同比下降 105.21%；扣非后归母净利润-1.2 亿元，同比下降 107.55%。

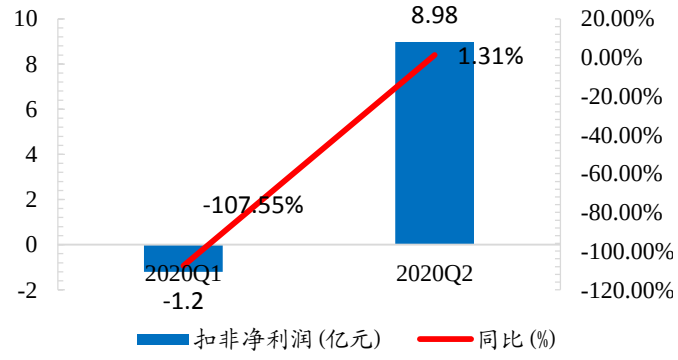
Q2 公司实现营收 116.73 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.9%；扣非净利润 9 亿元，同比下降 1.3%。

图3： 上半年分季度营业收入及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 上半年分季度扣非净利润及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

2、 离岛免税和日上直邮增长迅速，机场免税承压

分业务来看，上半年，中免的离岛免税业务、日上直邮业务增长迅猛，而受疫情影响，北上广三大国际枢纽机场导致出入境旅客大幅减少，机场免税业务下滑较多。

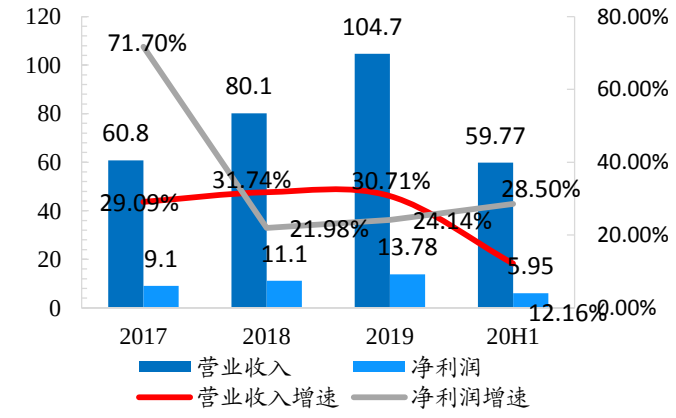
2.1、 离岛免税：三亚店收入增 12%，海免大幅增长 136%

随着国内疫情防控形势持续向好，境外消费回流以及促销活动力度较大，公司离岛免税业务实现逆势增长。

三亚市内店收入增 12%净利降 28%。上半年，三亚市内免税店实现营业收入 59.77 亿元，同比增长 12.16%；但在净利润方面，三亚市内店出现下滑。其上半年实现归母净利润为 5.95 亿元，同比下降 28.5%。这与三亚店促销、人工及其他刚性成本支出有关。但疫情影响下净利润下滑也是正常现象。下半年随着离岛免税新政推动免税购物大幅增长，我们认为，三亚店净利润将有望快速回升，全年仍将实现快速增长。

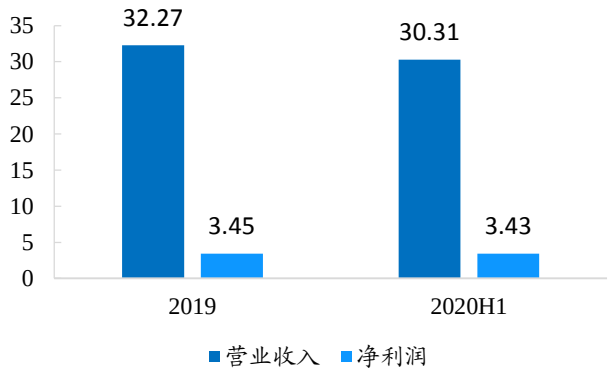
海免收入增 136%归母净利达 1.45 亿。上半年，海免公司实现营业收入 30.31 亿元，同比增长 136.35%；净利润 3.43 亿元，已达到海免 2019 年全年 3.45 亿的净利规模。但由于海免 5 月份才并表，其归母净利润为 1.45 亿元。

图5： 三亚店近 3 年收入及增速、净利润及增速



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

图6： 海免 2019-2020H1 收入及净利润



资料来源：海南省统计局，新时代证券研究所

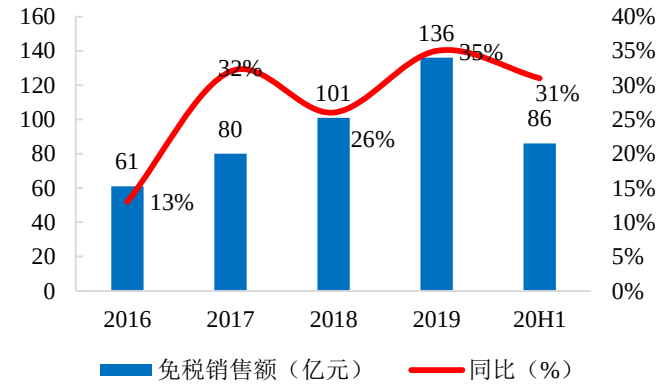
离岛免税业务增长明显，主要是公司加大离岛补购、降价促销等力度，二季度销售规模回升迅速，增幅达到 1.5 倍，超出预期。

离岛补购、降价促销推动离岛免税销售快速回补。今年上半年，公司积极培育发展离岛补购等新业态，并通过提供丰富的货品，开展折扣、满减、赠券等促销活动，大力激活海南离岛免税市场。2020 年初，三亚国际免税城二期（河心岛项目）正式开业，在开业初期即遭受疫情冲击的不利情形下，公司结合抗疫、节日、美食等主题，推出一系列营销推广活动，不断带动项目恢复经营。

上半年离岛免税销售增 30%，二季度大幅增长 145%。根据海南省统计局数据显示，今年上半年，全省离岛免税品零售额 85.72 亿元，同比增长 30.7%。在上半年新冠疫情的严重冲击下，离岛免税销售实现 30%以上的增长，实属不易，大幅超过市场预期。分季度来看，一季度离岛免税销售 29.78 亿元，同比下降 30.3%；二季度 55.94 亿元，同比增长 144.6%。这也显示出，国人对免税消费的强劲需求没有

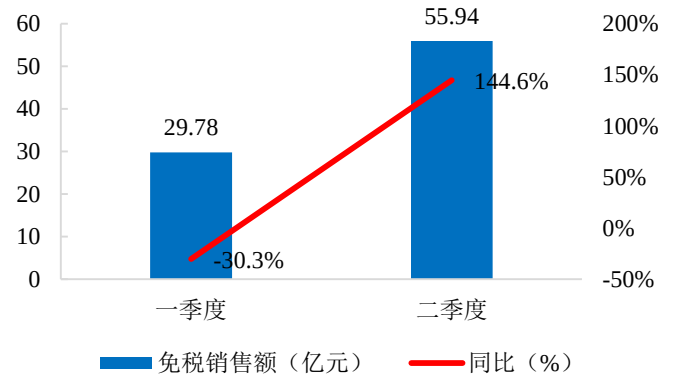
因疫情而下滑，反而在促销和疫情解封后快速反弹。

图7： 2016-2019H1 离岛免税销售额及增速



资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所

图8： 2019H1 分季度离岛免税销售额及增速

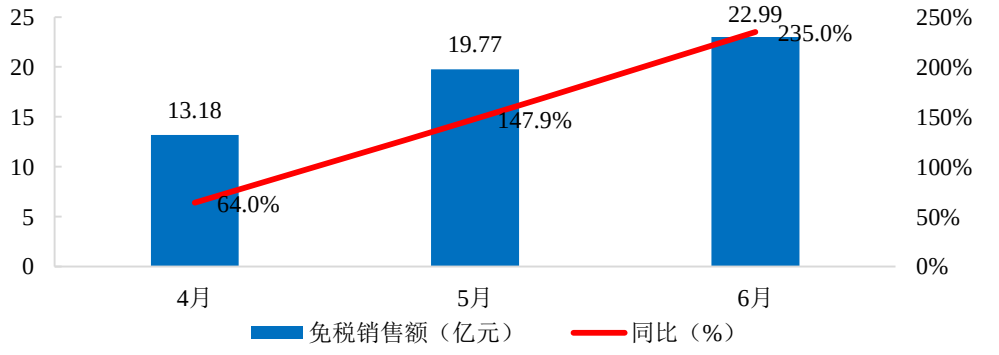


资料来源：海南省统计局，新时代证券研究所

4-6 月离岛免税销售及增速逐月提升。分月度来看，由于二季度免税销售才逐渐复苏，我们重点观察 4、5、6 月份海南离岛免税的销售增长情况。根据海南省统计局和海口海关数据，4 月份，海南离岛免税销售额 13.18 亿元，同比增长 64%；5 月份，海南离岛免税销售额 19.77 亿元，同比增长 147.9%；6 月份，海南离岛免税销售额 22.99 亿元，同比增长 235%。

这说明，海南离岛免税不仅已经摆脱疫情影响，而且在补购、线上销售、促销活动、消费券等多种举措下，从二季度开始，国人免税消费动力明显提升，各类免税品的销售情况大幅好于往年。

图9： 二季度各月离岛免税销售及增速



资料来源：海南省统计局，新时代证券研究所

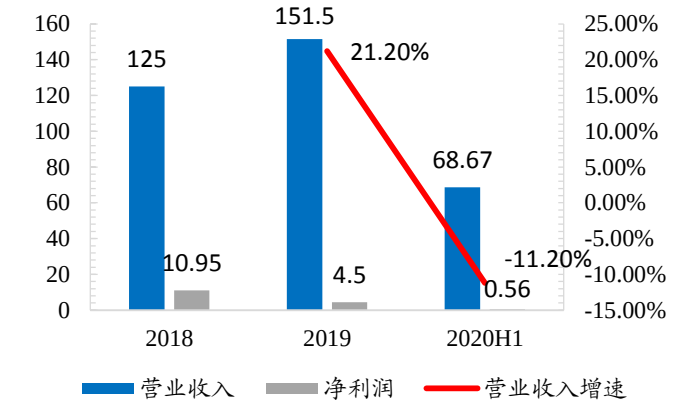
收购海免、推进海口免税城建设进展顺利。4 月，公司在三亚增设两家市内免税体验店，为消费者提供了更加多样化的购物体验。5 月，公司完成了对海免公司 51%股权的收购，公司在海南离岛免税市场的业务布局进一步完善。报告期内，公司稳步推进海口市国际免税城项目，并完成了免税购物中心建筑施工图设计工作，幕墙、精装修、园林等专项设计工作也在有序推进中。

2.2、 出入境客流大幅下降，机场免税承压，日上直邮增长迅猛

上半年，受机场出入境客流量下降的影响，日上上海（含浦东机场和虹桥机场免税店）实现营业收入 68.67 亿元，同比下降 11.20%；北京机场免税店（含 T2、T3 航站楼和大兴机场免税店）实现营业收入 18.50 亿元，同比下降 57.61%。

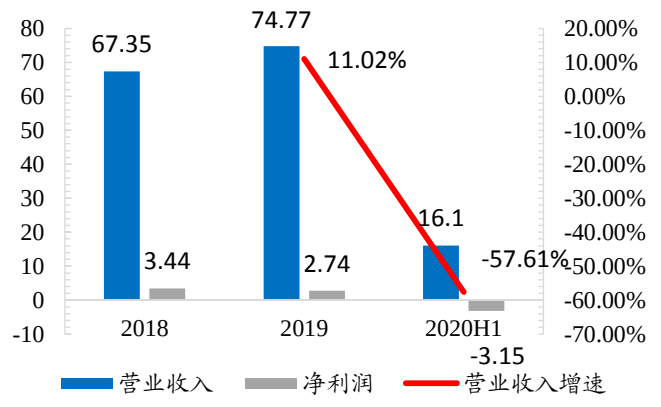
但在净利润方面，日上上海实现了正增长，日上中国亏损严重。上半年，日上上海实现净利润 1.1 亿元，归母净利润 0.56 亿元，同比下降 83%；日上中国实现净利润-6.2 亿元，归母净利润-3.15 亿元，同比下降 385%。其主要原因是日上上海为对冲疫情影响，自 2020 年 4 月起开展的日上直邮业务实现了迅猛发展。

图10： 日上上海近 3 年收入及增速、净利及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图11： 日上中国近 3 年收入及增速、净利



资料来源：Wind，新时代证券研究所

根据日上会员、携程、浦发银行信用卡等渠道发放的日上直邮优惠券情况预估，4 月首月日上直邮销售规模就突破 10 亿元，6 月在 618 大促活动的刺激下销售规模超过 20 亿元。由于日上直邮属于含税商品销售，并不需要免税品购买资格，没有人群购买限制，再加上优惠力度大堪比免税价格，因此极大地激发了消费者的购买热情，可以说其销售大超预期。

图12： 日上直邮轻享券



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

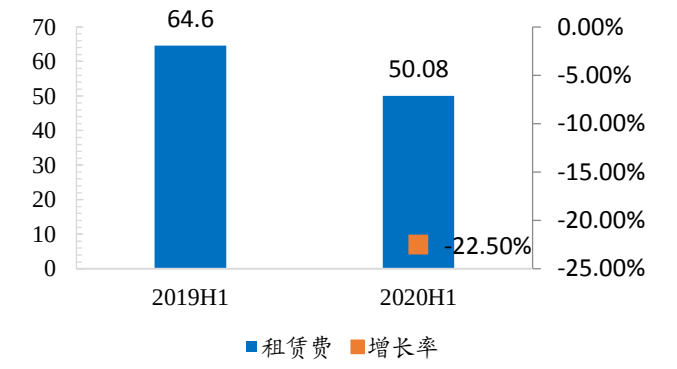
3、 谨慎计提机场租赁费 50 亿，全年机场租金有望下调

对于疫情影响下的中免来说，其机场免税店的租赁费是否会下调是投资者非常关注的问题。这可以从销售费用中租赁费用及其他预付款项中找到端倪。

上半年，公司销售费用中的租赁费为 50.1 亿元，比去年同期的 64.6 亿下滑 22.5%，主要就是经营场所租金下降所致。

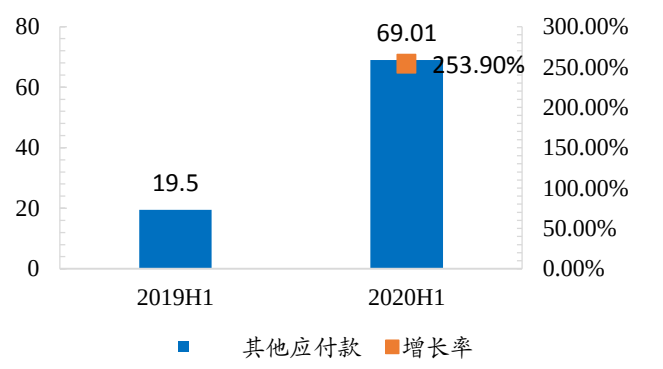
公司其他应付款中，其他应付款 69 亿元，比去年同期的 19.5 亿元同比增长 253.9%，**主要是本期计提尚未支付的经营场所租金增加所致**。

图13： 销售费用中租赁费及同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

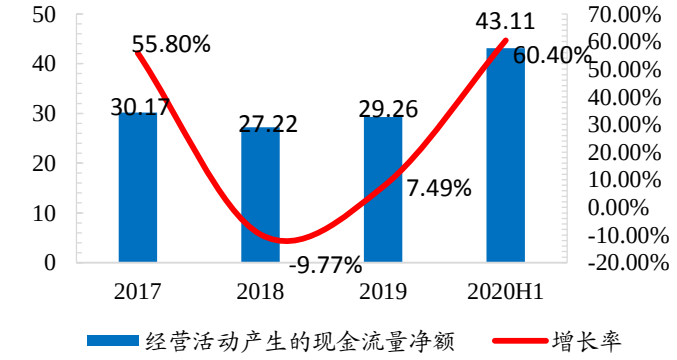
图14： 公司其他应付款及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

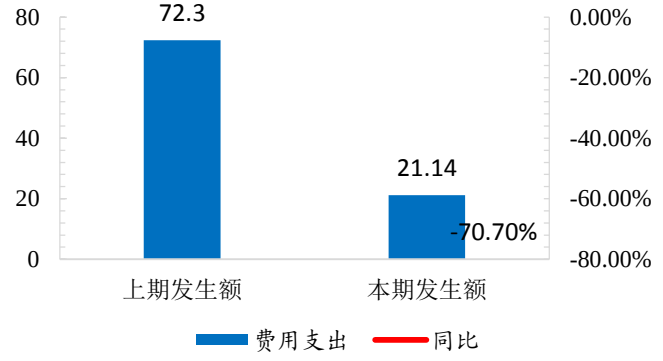
公司经营性现金流达到 43.1 亿元，同比大幅增长 60.4%。主要原因就是**本期支付的经营场所租金大幅降低所致**。其中，支付的其他与经营活动有关的现金中，费用支出为 21.14 亿元，比去年同期的 72.3 亿元同比下降 70.7%。

图15： 公司经营性现金流及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图16： 费用支出及增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

由此我们可以判断，2020H1 机场租金合计约 50 亿元。根据 2020 年的保底销售额约定情况，上海机场保底额为 41.58 亿元；首都+大兴机场保底额为 38.5 亿元，我们预估，上半年上海计提租金 21 亿元；北京机场计提租金 19 亿元，合计 40 亿元，剩余机场口岸等产生约 10 亿元的租金计提。

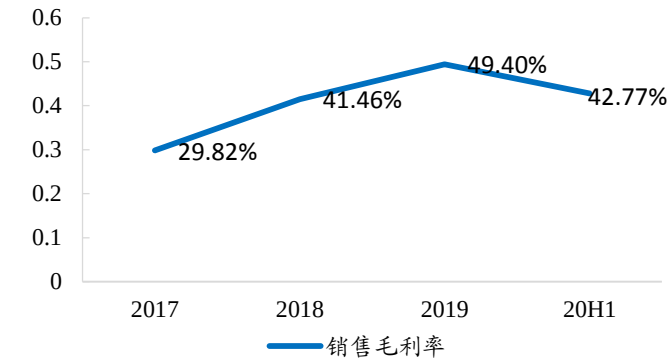
但同时我们也要看到，尽管公司中报基于谨慎会计处理下按全额保底租金计提，但从中期期末公司有 69 亿元其他应付款可以推测，机场租金未完全实际支付。公司也仍在与机场方进行谈判，考虑疫情不可抗力等因素影响，我们预计全年来看，机场保底租金仍有望下调。

4、 因促销公司毛利率下滑 9.6pct，期间费用下降

上半年，公司主营业务毛利率为 42.42%，比去年同期下降 9.61 个百分点，主要是因为报告期内公司商品销售业务开展系列折扣促销活动所致。

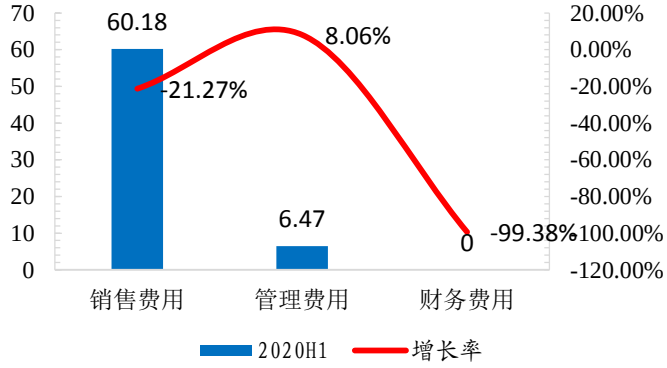
费用方面，公司销售费用 60.2 亿元，同比下降 21.3%；管理费用 6.5 亿元，同比增长 8%；财务费用 14 万元，同比下降 99.4%。销售费用下降主要是销售提成租金费用降低所致；管理费用微增主要是资产的折旧摊销增加所致；财务费用大幅下降主要是刷卡手续费减少所致。但费用率略涨，销售费用率 31.2%/增长 0.3pct；管理费用率为 3.4%/上涨 1.0pct。

图17： 公司近 3 年毛利率情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图18： 公司本期费用支出情况



资料来源：Wind，新时代证券研究所

5、 下半年，离岛免税继续高增长，市内免税政策放宽可期

展望下半年，随着离岛免税新政实施，公司在离岛免税业务上将继续实现爆发式增长；在机场免税方面，尽管出入境游客恢复尚需等待，但日上直邮跨境电商的新业务将保持高增速；市内店政策有望放宽至国人，市内免税业务的弹性可期。

5.1、 离岛免税下半年增速有望达 200%以上

7-8 月离岛免税规模同比增长 2.5 倍。根据海南省财政厅统计，7 月 1 日至 8 月 18 日，海南省 4 家离岛免税店销售额突破 50 亿元，同比增长 2.5 倍；购物人次达 74 万，同比增长 70%；客单价超 6700 元，较 2019 年增长超 90%；购物件数 458 万件，同比增长 1.5 倍。

同时，新政带来持续的购物旅游热潮。7 月，从海南省空港和海港口岸离岛旅客人次约为 160 万人次，其中在免税店购买免税品有 46.7 万人次，占离岛旅客总人次的 29%，与去年同期的 12%相比，增长超一倍。

表1： 7 月 1 日-8 月 18 日离岛免税销售情况

数据指标	7 月 1 日-8 月 18 日	同比增速
离岛免税销售额（亿元）	50	25-%
购物人次（万人次）	74	70%
客单价（元）	6700	90%
购物件数（万件）	458	150%

资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

下半年离岛免税额预计达 210 亿，同比增长 2 倍。从下半年离岛免税销售的外部环境来看，三季度正值暑期旅游高峰期，四季度有十一黄金周和年底双十一等大型销售活动，这都有利于下半年离岛免税销售继续成倍增长。

因此，按照 7-8 月 200%以上的销售同比增速以及离岛免税政策红利效应，我们预计，下半年离岛免税销售规模可以同比增长 2 倍以上，有望达到 210 亿元（70 亿元×3）。2019 年下半年离岛免税销售额为 70 亿元。

加总计算，那全年离岛免税规模或为 296 亿元（86+210 亿元），同比增长 117.6%。

表2： 下半年及全年离岛免税规模测算

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2E	2020E
免税销售额	66	70	86	70×3=210	86+210=296

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2E	2020E
(亿元)					
同比增速	28.5%	40.98%	30.70%	200%	117.60%

资料来源：商务部，海南省统计局，新时代证券研究所测算

中免有望年内再增加 2 家三亚离岛免税店。8 月 19 日，海南省政府宣布，海旅投免税品有限公司及全球消费精品海南发展贸易有限公司获得离岛免税牌照；并表示计划年内在三亚增开 3 家离岛免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店。我们认为，中免有望获得三亚机场店和一家市内店，另一家市内店在中出服、深免、珠免或者王府井等其他省外牌照方选择。这将进一步促进中免离岛免税规模扩大，同时其他牌照方尚无离岛免税经验，短期内不构成对中免的竞争。

5.2、 市内免税政策或放宽至国人，中免继续受益

现阶段，中免运营的出境市内店购物对象仅为外国人。目前，中免公司持有出境市内免税店牌照，拥有北京、上海、青岛、大连、厦门 5 家市内免税店，但购物对象仅限于外籍游客，本国人没有购买资格。这限制了公司市内店业务规模的发展壮大，市内店的销售占公司整体免税销售的比例只有个位数。

市内免税店政策有望放宽购物对象至本国人，提高免税额度。根据我国实际情况来看，免税消费的主力还是本国人（参考三亚海棠湾免税店，购物者 90%以上为国人），因此，若市内免税店能放宽购物对象至本国人，那未来市内免税销售的规模将呈现非常大的增长空间（中国国内的消费市场远超韩国）。此外，从免税限额来看，目前市内与出入境免税购物共享 8000 元的额度，属较低水平，未来有望提升。

若政策放宽，我们预测，市内免税销售规模在未来 5-10 年里可以从目前的不足 50 亿元增至 500 亿元以上，行业空间也有 10 倍以上。

表3： 我国离境市内免税店政策预期

政策类型	现行政策规定	政策宽松预期
免税群体	离境外国公民	增加离境本国公民
免税限额	市内与出入境免税购物共享 8000 元的额度	逐步提升免税限额

资料来源：财政部，新时代证券研究所

中免继续发力市内店业务，增开武汉、西安市内店。公司目前在国内有 5 家市内店。2020 年 7 月 30 日，公司宣布第 6 家市内免税店明年落地武汉，选址位于武汉长江航运中心大厦，规模和品类都将超过其他 5 家店。8 月 10 日，中国中免与西安中大国际签订战略合作意向备忘录，双方将在西安设立市内免税店项目。至此，中国中免将在北京、上海、青岛、厦门、大连、武汉、西安七个城市拥有 7 家市内免税店。在国家不断完善市内免税店政策的背景下，公司继续发力市内免税业务，加快新店扩张速度，未来公司市内店业绩弹性可期。

5.3、 日上直邮业务表现亮眼，预计继续高增长

公司今年 4 月开展的日上直邮线上跨境电商业务，由于低廉的价格、无需免税品购买资格的突出优势，迅速激发大量消费者的购物热情，销售火爆、超出预期。

上半年，公司在数字化建设方面，搭建统一会员平台，打造一体化品牌形象及会员服务；探索新零售模式，开发建设线上一体化平台，完成一体化平台方案设计工作。

在供应链管理方面，公司厘清重要节点，对供应链时效、成本、费用等关键指标进行定量分析，深度剖析；设立集保税、免税、有税、电商四位于一体的保税仓，大幅降低人工和仓储成本，集中整合库存、降低资金占压。

我们预计，下半年日上直邮跨境电商业务将继续保持高增长，可以极大弥补机场免税因出入境游客锐减导致的销售收缩。

6、 盈利预测及投资建议

中国中免近期股价出现了明显的涨幅，用静态PE来估值的话已经超过100倍。但是，离岛免税新政下海南免税销售规模增长迅猛；日上直邮跨境电商销售规模快速放大，表现亮眼；市内免税店政策有望放宽等利好因素来判断，从今年下半年到2021年，中免业绩增速有望持续保持在100%以上。中免作为最大的受益者，其业绩具有明显的确定性和高速的成长性。因此我们应该看长远，用中免可预期的明后年的业绩来算估值。

根据中报情况，公司的离岛免税、日上直邮业绩增长超预期，下半年有望继续实现高增长；机场租金下调减轻公司费用支出等有利情形，我们进一步上调公司盈利预测。我们预计公司2020-2022年实现营收549.36亿元、957.79亿元、1260.97亿元，同比增长14.53%、74.35%、31.65%；归母净利润分别为42.67亿元、95.73亿元、132.28亿元，同比增长-7.83%、124.36%、38.18%；对应2020-2022年PE分别为100.81、44.93、32.5。对于中免来说，其免税业务处于黄金赛道、朝阳行业；增长加速、业绩长牛，长期看公司龙头优势明显，业绩高增长持续性良好，具有较高估值溢价空间，未来仍有较大市值增长潜力，维持“强烈推荐”评级。

7、 风险提示

疫情反弹风险、免税销售低于预期风险、公司经营风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**19578**	**22246**	**26721**	**31024**	**44072**
现金	11289	11906	15247	12758	35482
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	818	1346	1210
预付账款	693	381	842	1135	942
存货	5943	8060	8833	14774	5403
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**8878**	**11214**	**12774**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	1926	3828	4992
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3960	4125	4182
资产总计	**26847**	**30687**	**35599**	**42238**	**56846**
流动负债	**7793**	**7961**	**9716**	**7048**	**8042**
短期借款	289	224	234	251	268
应付票据及应付账款合计	2859	3537	3549	3549	3549
其他流动负债	4645	4200	5933	3249	4226
非流动负债	**470**	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	470	415	415	415	415
负债合计	**8263**	**8377**	**10132**	**7464**	**8458**
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积	3844	3852	3852	3852	3852
留存收益	10414	13961	16708	23510	33107
归属母公司股东权益	16235	19890	22751	30962	42975
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**35599**	**42238**	**56846**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**5767**	**1930**	**26813**
净利润	3935	5415	4563	10669	14828
折旧摊销	371	408	420	554	743
财务费用	-7	11	323	331	810
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	610	-9476	10652
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**-707**	**-2742**	**-2082**
资本支出	1582	1498	359	2271	1463
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-351	-497	-661
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1719**	**-1677**	**-2006**
短期借款	187	-65	10	16	18
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	2	8	0	0	0
其他筹资现金流	-1337	-1589	-1729	-1693	-2024
现金净增加额	**-247**	**267**	**3341**	**-2489**	**22724**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**54616**	**95299**	**125569**
营业成本	27518	24273	29513	43320	53872
营业税金及附加	659	772	729	1322	1800
营业费用	11601	14904	17149	33236	46285
管理费用	1601	1549	1638	4593	5751
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	323	331	810
资产减值损失	298	-378	-93	-200	-439
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	37	69	23	54	46
投资净收益	51	965	75	112	164
营业利润	**5426**	**7109**	**5453**	**12863**	**17701**
营业外收入	25	66	12	75	78
营业外支出	116	14	273	233	113
利润总额	**5336**	**7160**	**5192**	**12705**	**17666**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**4563**	**10669**	**14828**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**4267**	**9573**	**13228**
EBITDA	5386	7225	5242	12875	17925
EPS（元）	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	13.9	74.5	31.8
营业利润(%)	40.8	31.0	-23.3	135.9	37.6
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-7.8	124.4	38.2
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	46.0	54.5	57.1
净利率(%)	6.6	9.7	7.8	10.0	10.5
ROE(%)	21.2	24.3	17.9	30.7	30.6
ROIC(%)	101.0	80.9	61.7	56.0	220.4
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	28.5	17.7	14.9
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-57.7	-35.1	-72.1
流动比率	2.5	2.8	2.8	4.4	5.5
速动比率	1.7	1.7	1.7	2.1	4.7
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.6	2.4	2.5
应收账款周转率	48.8	53.9	68.3	116.9	149.0
应付账款周转率	10.7	7.6	8.5	8.5	8.5
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	2.19	4.90	6.77
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.95	0.99	13.73
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.65	15.86	22.01
估值比率					
P/E	139.0	92.9	100.8	44.9	32.5
P/B	26.5	21.6	18.9	13.9	10.0
EV/EBITDA	78.3	58.3	79.8	32.8	22.4

资料来源：Wind、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，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。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，中国人民大学硕士，5 年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/