7 月销售额大增 240%，中免全年离岛免税收入或接近 300 亿

——中国中免跟踪点评

公司跟踪

● 上半年离岛免税销售 86 亿增三成，Q2 大幅增长 145%

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为 85.72 亿元，同比增长 30.7%，远超市场预期。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%。一季度下滑主要受疫情影响较大。二季度，海南旅游解封，五一、端午几个小长假叠加，出游人次和购物意愿大大增强，已摆脱疫情影响，免税销售及增速逐月提升。其中，4 月份销售额 13.18 亿元，同比增长 64%；5 月份销售额 19.77 亿元，同比增长 147.9%；6 月份免税销售额 22.99 亿元，同比增长 235%。

● 离岛免税政策满月，7 月销售额同比大增 240%

离岛免税政策新政自 7 月 1 日起正式实施，进一步激发了国人免税消费热情，销售规模快速放大。7 月份，海南离岛免税店共实现免税销售额约 25 亿元，同比增长 240%；人均消费 5527 元，同比增长 82%。单价超 8000 元的商品销售达 7 亿元，增长 5 倍，占比提升至 28%；手机是新增品类销售冠军，供不应求，占新品类销售总额的 66%；化妆品、手机等售价比境外市场低 10-20%，价格优势凸显，销售远超预期。

● 中免今年全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍

三季度正值暑期高峰期，四季度十一黄金周和年底双十一等大型销售活动，都有利于下半年离岛免税销售继续成倍增长。以上半年免税销售规模为基础，按目前增速预测，估算下半年离岛免税规模将达 210 亿元。因此，中免今年全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍。免税行业在政策红利下 5 年内仍具有 10 倍以上规模增长空间，公司是最大的受益者，其业绩长期高增长的逻辑稳固。

● 公司受益免税新政，增长加速、业绩长牛，维持“强烈推荐”评级

因二季度离岛免税销售大幅增长 145%，7 月免税新政实施后销售增速达 240%，奢侈品和手机等销量惊人，我们进一步上调中国中免盈利预测，预计 2020-2022 年实现营收 489.43 亿元、707.89 亿元、924.02 亿元，同比增长 2%、44.6%、30.5%；归母净利润分别为 35.02 亿元、70.48 亿元、100.49 亿元，同比增长-24.3%、101.2%、42.6%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 122、60、42。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。

● 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

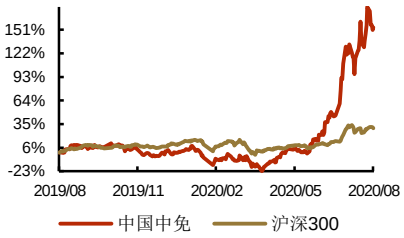
指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	48,943	70,789	92,402
增长率(%)	66.2	2.0	2.0	44.6	30.5
净利润(百万元)	3,095	4,629	3,502	7,048	10,049
增长率(%)	22.3	49.6	-24.3	101.2	42.6
毛利率(%)	41.5	49.4	45.5	55.4	58.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.2	10.0	10.9
ROE(%)	21.2	24.3	15.4	25.9	27.8
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	1.79	3.61	5.15
P/E(倍)	137.7	92.06	121.69	60.47	42.4
P/B(倍)	26.2	21.4	19.4	15.4	11.7

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 2020.08.07
收盘价(元):	220.88
一年最低/最高(元):	66.5/249.0
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	4,312.63
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	4,312.63
近 3 月换手率:	63.21%

股价一年走势



相关报告

《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

目 录

1、 上半年离岛免税销售 86 亿，同比增三成.....3
1.1、 离岛免税销售 Q1 下滑 30%，Q2 大幅增长 145%.....3
1.2、 二季度已摆脱疫情影响，免税销售及增速逐月提升.....3
2、 离岛免税新政满月，7 月销售额 25 亿，同比大增 240%.....4
2.1、 单价超 8000 元的商品销售增长 5 倍，占比升至 28%.....4
2.2、 手机月销达 5410 万，是新增品类销售冠军，占比达 66%.....5
2.3、 化妆品、手机等价格低于境外市场 10-20%，销售火爆.....5
3、 中免全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍.....7
4、 中免到 2022 年业绩或达 100 亿，长期高增长逻辑稳固.....8
5、 估值与投资建议.....9
6、 风险提示.....9
附：财务预测摘要.....10

图表目录

图 1: 2016-2019H1 离岛免税销售额及增速.....3
图 2: 2019H1 分季度离岛免税销售额及增速.....3
图 3: 二季度各月离岛免税销售及增速.....4
图 4: 2019 年 7 月、2020 年 7 月单价超过 8000 元的免税品销售额占比.....5
图 5: 7 月三类新产品占免税新增品类销售额的比重.....5

表 1: 7 月免税销售额、客单价及对应增速.....4
表 2: 单价超 8000 元的免税品销售额、购买人次、客单价及对应增速.....4
表 3: 7 月新增品类销售额及占比.....5
表 4: 部分化妆品各国免税店价格对比 (人民币元，价格受汇率影响会有波动).....6
表 5: 部分手机主要国家和地区市场价格对比 (人民币元，价格受汇率影响会有波动).....6
表 6: 下半年及全年离岛免税规模测算.....7
表 7: 离岛免税销售规模测算过程.....8
表 8: 中国中免 2020-2022 年业绩估算.....9

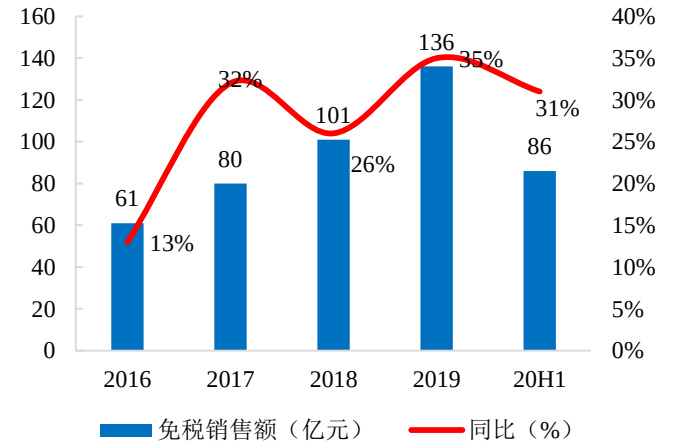
1、 上半年离岛免税销售 86 亿，同比增三成

1.1、 离岛免税销售 Q1 下滑 30%，Q2 大幅增长 145%

1-6 月离岛免税销售实现 30%超市场预期。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。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。

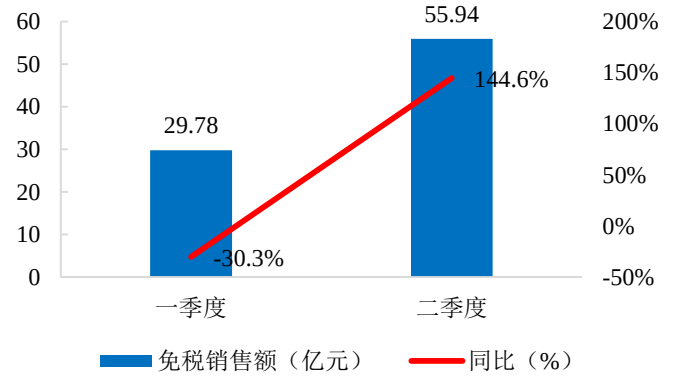
免税销售额一季度下滑三成，二季度大幅增长 145%。分季度来看，一季度离岛免税销售 29.78 亿元，同比下降 30.3%；二季度 55.94 亿元，同比增长 144.6%。一季度的下滑主要是疫情影响较大。自 1 月底新冠疫情爆发以来，海南离岛免税店暂时关闭，2 月 10 日重新开业，但游客出游意愿极低，航班量、购物人次均有 80%以上的降幅，但中国中免旗下的三亚市内店、海口市内店、海口机场店、博鳌市内店，均大力推动线上销售、促销活动，使得一季度免税销售下滑只有三成，好于预期。

图1： 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2： 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

1.2、 二季度已摆脱疫情影响，免税销售及增速逐月提升

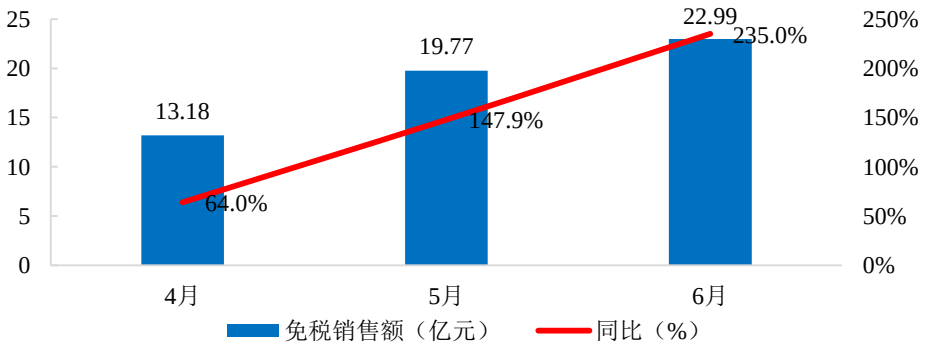
二季度，海南旅游解封，清明节、五一、端午节等几个小长假叠加，出游人次和购物意愿大大增强，离岛免税销售逐步向好，单季度销售额近 56 亿元，对于 2019 年二季度 22.87 亿元的免税销售额来说，实现了接近 1.5 倍的大幅增长。

二季度已摆脱疫情影响，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%。

可以看到，海南离岛免税在 4-6 月份销售额逐月上升，从 4 月份的 13 亿迅速增长至 6 月份的 23 亿；同比涨幅也逐月快速提升，从 4 月份的 64%大幅提高到 6 月的 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3： 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

2、 离岛免税新政满月，7 月销售额 25 亿，同比大增 240%

离岛免税新政自 7 月 1 日起正式实施，免税额度由 3 万提至 10 万元、单件 8000 元的商品取消行邮税、增加手机等电子产品销售、提高化妆品单次购买件数从 12 件提至 30 件、取消化妆品和手机及酒类之外全部免税商品的单次购买件数限制等，大幅放宽离岛免税政策，这进一步激发了国人免税消费热情，免税销售规模将快速放大。

根据海南财政部门的统计数据显示，今年 7 月 1 日-31 日，海南省 4 家离岛免税店共实现免税销售额约 25 亿元，同比增长 240%；人均消费 5527 元，同比增长 82%。

表1： 7 月免税销售额、客单价及对应增速

7 月	免税销售额（亿元）	客单价（元）
数值	25	5527
同比增长	240%	82%

资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

2.1、 单价超 8000 元的商品销售增长 5 倍，占比升至 28%

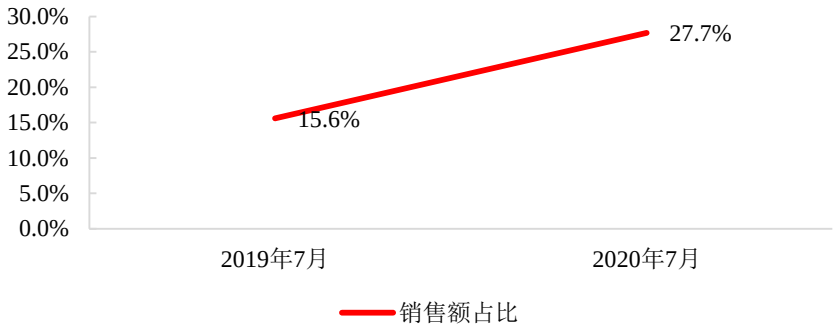
高价商品销售增 5 倍，购物人次增 3 倍。7 月 1 日至 31 日，单价超过 8000 元的免税品销售额约为 7 亿元，购买人次 3.8 万，同比分别增长 503%和 339%；人均购买金额高达 18421 元，同比增长 38.2%。单价超过 8000 元的免税销售额占比由去年同期的 15.6%提高到今年的 27.7%，与今年 6 月相比，也提高了 10.3 个百分点。

表2： 单价超 8000 元的免税品销售额、购买人次、客单价及对应增速

7 月	单价超 8000 元的免税品销售额（亿元）	购买人次（万）	客单价（元）
数值	7	3.8	18421
同比增长	503%	339%	38.2%

资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

图4： 2019 年 7 月、2020 年 7 月单价超过 8000 元的免税品销售额占比



资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

2.2、 手机月销达 5410 万，是新增品类销售冠军，占比达 66%

手机是新增品类销售冠军，占比达 66%。今年 7 月，新增品类共实现免税销售额 8197 万元，占总销售额的 3.2%。其中，最受欢迎的 3 个新增品类是手机、酒类和平板电脑等便携式电子产品，销售额占新增品类总销售额的比重分别为 66%、22%和 7%，合计占新增种类销售额的 95%。

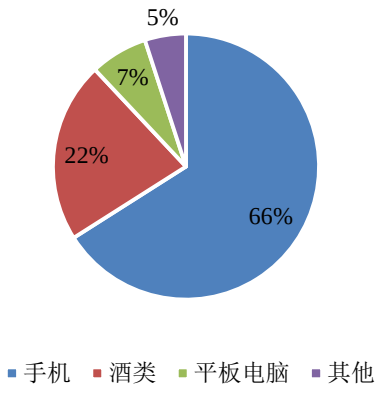
由此可以计算得出，7 月手机产品的销售额为 5410 万元，日均销售额 174 万元。由于 7 月手机等产品备货不足，4 家离岛免税店对手机产品被迫采取每人每次限购 1 台的临时措施。而离岛免税新政对手机产品的规定是每人每次 4 件，因此，后续随着备货进一步完善，手机产品的销售规模有望继续快速放大。

表3： 7 月新增品类销售额及占比

7 月	新增品类	其中：手机
销售额（万元）	8197	5410
在总销售额的占比	3.20%	

资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

图5： 7 月三类新产品占免税新增品类销售额的比重



资料来源：海南省财政厅，新时代证券研究所

2.3、 化妆品、手机等价格低于境外市场 10-20%，销售火爆

化妆品、手机等价格优势凸显，销售远超预期。据了解，定价策略与促销使目

前海南离岛免税经营的化妆品比日韩、新加坡、法国和中国香港等主要市场平均售价优惠 10%-20%，成为新政实施后的当红商品。此外，手机等电子产品成为免税品后，其销售持续火爆，售价比国内市场低 20%左右，比香港市场低约 12%，价格优势的吸引力让免税店手机销量出现秒光现象，供不应求，效果远超预期。

表4： 部分化妆品各国免税店价格对比 (人民币元，价格受汇率影响会有波动)

商品 括号内为折扣价	中免(日上 95 折/三亚/白云/萧山等)	韩国(新世界/新罗/乐天)	日本(DFS)	中国香港(DFS)	法国(戴高乐)	新加坡(樟宜/DFS)
雅诗兰黛小棕瓶眼霜(2 瓶装) 	680	879	712	747	730 (695)	938
雅诗兰黛小棕瓶精华(2 瓶装) 	1790	2150	2049	1720	1620 (1540)	2485
兰蔻小黑瓶精华(2 瓶装) 	1850	2303	2221	2514	1950	--
兰蔻眼部精华(2 瓶装) 	925	907	--	1046	--	--
资生堂红腰子 50ml 	678	768	--	1221	625 (580)	761
海蓝之谜传奇精华面霜 100ml 	3259	3090	3203	3466	1940 (1845)	3956
海蓝之谜修护眼霜 	1466	1410	1483	1504	1240 (1175)	1699
SKII 神仙水(2 瓶装) 	2058	2136	2465	2475	1990 (1670)	--
娇兰蜂皇精华 	1283	1431	1384	1472	1675 (1250)	1471

资料来源：三亚国际免税城，DFS 环球免税店，新时代证券研究所（更新至 2020 年 8 月 5 日）

表5： 部分手机主要国家和地区市场价格对比 (人民币元，价格受汇率影响会有波动)

商品	中免(日上 95 折/三亚/白云/萧山等)	大陆市场	香港市场	美国市场	日本市场	欧洲市场
iPhone SE 128GB White 	3575	3799	3500	3116	3269	4434

商品		中免(日上 95 折/三亚/白云/萧山等)	大陆市场	香港市场	美国市场	日本市场	欧洲市场
iPhone 11 256GB Black		5455	6699	6553	5892	5960	8054
iPhone 11 Pro 256GB Silver		7710	9999	8528	7974	8060	10933
iPhone 11 Pro Max 256GB Midnight Green		8370	10899	9246	8668	8914	11756
iPhone 11 Pro Max 512GB Space Grey		10060	12699	11221	10056	10358	13648

资料来源：三亚国际免税城，Apple 官网，新时代证券研究所（更新至 2020 年 8 月 5 日）

3、 中免全年离岛免税销售有望接近 300 亿，增长超 1 倍

7 月离岛免税新政实施后的第一个月，离岛免税销售 25 亿元，同比增长 240%。这还是高档奢侈品、手机等热门商品供货不足情况下实现的。如果此类高单价商品供货量进一步提升，未来几个月其销售规模将继续快速放大。

另外，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 6-7 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6： 下半年及全年离岛免税规模测算

	2019H1	2019H2	2020H1	2020H2E	2020E
免税销售额(亿元)	66	70	86	70 × 3=210	86+210=296
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

上述测算逻辑是以上半年免税销售规模为基础，按目前增速预测，估算下半年销售规模，从而加总计算全年销售规模。这与此前海南省政府对全年离岛免税销售的目标做到了基本吻合。

5 月 6 日，海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“积极推动离岛免税新政”以及“加快落地离岛免税购物新政策，**推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元**”。明确的列出具体销售目标，这表明海南省政府对离岛免税非比寻常的重视程度，也反映出其对离岛免税规模快速增长的信心。

当然，客观来说，在新冠疫情仍具有不确定性的背景下，中免全年离岛免税销

售额达到 300 亿元属于偏乐观预期，目前市场投资者对此目标能否顺利完成存在一定的分歧。

不过，即使按照相对保守的预测，我们此前通过量价关系（免税规模 = 购物人次 × 客单价）的估计，认为 2020 年离岛免税规模可以达到 258 亿元；到 2022 年海南离岛免税规模有望快速增长到 700 亿元。未来 3 年，离岛免税行业规模增长仍有 4 倍以上空间。

根据公式：**免税销售规模=购物人次 × 客单价**，我们对购物人次（量）和客单价（价）做出如下假设：

1）购物人次：离岛免税政策放松大大激发国人免税消费，加之受疫情影响出境游被限制，去海南免税购物将成为新趋势，预计 2020 年购物人次将增长 15%（一季度旅游人次下滑明显）。乐观一点的话，2020 年购物人次增长 32%。2021-2022 年增速分别为 35%、20%。

2）客单价：今年下半年开始，由于取消行邮税和大幅放宽购物件数，2020 年客单价有望大幅增长，预计增速 65%，2021-2022 年增速为 45%、20%。

其实，从量价关系来看，2020 年客单价符合目前实际情况，购物人次若选择乐观预计，通过下半年快速回补，增速回到疫情前水平（30%以上），那全年的销售规模就有望接近 300 亿元。按照海南离岛免税新政后各大免税店销售火热的情景来看，全年购物人次增速回升至 30%以上是比较有希望的。

表7： 离岛免税销售规模测算过程

测算指标	2019	2020E		2021E		2022E	
		保守	**乐观**	保守	乐观	保守	乐观
购物人次(万人)	384	441.60	506.88	596.16	684.29	715.39	944.32
yoy	33%	15%	**32%**	35%		20%	
客单价（元）	3542	5844.30		8474.24		10169.08	
yoy	2%	65%	65%	45%		20%	
免税销售额（亿元）	136	**258.08**	**296.23**	505.20	579.88	727.49	835.03
yoy	35%	89.77%	117.82%	95.75%		44.00%	

资料来源：海南省统计局，新时代证券研究所测算

4、 中免到 2022 年业绩或达 100 亿，长期高增长逻辑稳固

根据中国中免披露的2020年中期业绩快报，上半年公司实现营业总收入193.09亿元，同比下降22.02%；归属于上市公司股东的净利润9.31亿元，同比下降71.73%。其中，Q2 实现营收 116.7 亿元，同比增长 9.6%；归母净利润 10.5 亿元，同比增长 7.9%。

若按照上文预测逻辑，中免下半年离岛免税销售额环比上半年将增长约 150%。由于中免的业务几乎全部为免税业务，销售收入与净利润呈现线性关系，利润增速一般会稍快于收入增速。因此，用简单线性模型预估，收入环比增长 150%，利润也应该增长 150%以上，据此计算得出，中免下半年净利润可以做到 25 亿左右，全年净利润可以达约 35 亿元。

2021-2022 年，按照上文离岛免税规模增长测算逻辑，2021 年离岛免税销售额增长约 100%，2022 年增至约 45%。那中免收入和利润增速也将与此相当。因此，2021 年，中免净利润预计可以达到 70 亿元，2022 年可能增至 100 亿元。

表8： 中国中免 2020-2022 年业绩估算

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	48,943	70,789	92,402
增长率(%)	66.2	2.0	2.0	44.6	30.5
净利润(百万元)	3,095	4,629	3,502	7,048	10,049
增长率(%)	22.3	49.6	-24.3	101.2	42.6
毛利率(%)	41.5	49.4	45.5	55.4	58.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.2	10.0	10.9

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

对于公司长期增长逻辑，我们抱有充足信心。公司作为国内最大的免税公司，市占率高达 91%，覆盖全免税牌照业务，对于离岛免税、机场口岸免税和市内免税业务有全方面的布局，在牌照优势、先发优势、区位优势、规模优势和供应链管理优势等方面具有难以撼动的竞争壁垒。在境外免税消费回落和海南离岛免税、市内免税店政策不断宽松的背景下，免税政策红利效应带动市场规模快递放大，行业 5 年内仍具有 10 倍以上规模增长空间，公司是最大的受益者，因此其业绩长期高增长的逻辑稳固。

基于此，我们进一步上调中免盈利预测。预计 2021 年营收同比增长近 100%，2022 年营收同比增长近 45%。其净利润也按此比例同步增长，预计 2020 年归母净利润达 35 亿元，2021 年达 70 亿元，2022 年达 100 亿元。

5、 估值与投资建议

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，根据离岛免税新政释放的政策红利，免税销售规模增长迅猛，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。

我们预计公司 2020-2022 年实现营收 489.43 亿元、707.89 亿元、924.02 亿元，同比增长 2%、44.6%、30.5%；归母净利润分别为 35.02 亿元、70.48 亿元、100.49 亿元，同比增长-24.3%、101.2%、42.6%；对应 2020-2022 年 PE 分别为 122、60、42。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。

6、 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**	**25719**	**29141**	**39380**
现金	11289	11906	14553	18017	30693
应收票据及应收账款合计	979	800	800	830	855
其他应收款	607	919	638	970	911
预付账款	693	381	715	754	775
存货	5943	8060	8833	8390	5965
其他流动资产	67	180	180	180	180
非流动资产	**7269**	**8442**	**8533**	**9807**	**10998**
长期投资	284	255	258	287	329
固定资产	1932	1632	1625	2617	3452
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
其他非流动资产	3851	4051	3916	3928	3944
资产总计	**26847**	**30687**	**34253**	**38948**	**50377**
流动负债	**7793**	**7961**	**9134**	**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	5352	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**	**9550**	**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	16247	21439	28979
归属母公司股东权益	16235	19890	21986	27671	36506
负债和股东权益	**26847**	**30687**	**34253**	**38948**	**50377**

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	**2722**	**2926**	**4653**	**6503**	**15928**
净利润	3935	5415	3798	8143	11649
折旧摊销	371	408	407	488	617
财务费用	-7	11	262	79	468
投资损失	-51	-965	-75	-112	-164
营运资金变动	-1775	-2150	336	-2060	3414
其他经营现金流	249	208	-75	-36	-56
投资活动现金流	**-1906**	**-1099**	**-349**	**-1614**	**-1588**
资本支出	1582	1498	14	1209	1093
长期投资	9	7	-3	-26	-42
其他投资现金流	-316	406	-338	-431	-536
筹资活动现金流	**-1149**	**-1646**	**-1657**	**-1425**	**-1665**
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	-1668	-1441	-1682
现金净增加额	**-247**	**267**	**2647**	**3464**	**12676**

利润表（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007**	**47966**	**48943**	**70789**	**92402**
营业成本	27518	24273	26684	31605	38329
营业税金及附加	659	772	653	982	1324
营业费用	11601	14904	15368	24688	34059
管理费用	1601	1549	1468	3412	4232
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	-7	11	262	79	468
资产减值损失	298	-378	-83	-149	-323
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**	**4688**	**10337**	**14523**
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**	**4427**	**10179**	**14487**
所得税	1401	1746	629	2036	2838
净利润	**3935**	**5415**	**3798**	**8143**	**11649**
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	**3095**	**4629**	**3502**	**7048**	**10049**
EBITDA	5386	7225	4474	10215	14621
EPS（元）	1.59	2.37	1.79	3.61	5.15

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	66.2	2.0	2.0	44.6	30.5
营业利润(%)	40.8	31.0	-34.0	120.5	40.5
归属于母公司净利润(%)	22.3	49.6	-24.3	101.2	42.6
获利能力					
毛利率(%)	41.5	49.4	45.5	55.4	58.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.2	10.0	10.9
ROE(%)	21.2	24.3	15.4	25.9	27.8
ROIC(%)	101.0	80.9	52.7	91.2	252.0
偿债能力					
资产负债率(%)	30.8	27.3	27.9	19.2	16.8
净负债比率(%)	-58.2	-50.9	-56.7	-55.4	-71.8
流动比率	2.5	2.8	2.8	4.1	4.9
速动比率	1.7	1.7	1.8	2.8	4.0
营运能力					
总资产周转率	2.0	1.7	1.5	1.9	2.1
应收账款周转率	48.8	53.9	61.2	86.9	109.7
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	1.79	3.61	5.15
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	2.38	3.33	8.16
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.26	14.17	18.70
估值比率					
P/E	137.7	92.1	121.7	60.5	42.4
P/B	26.2	21.4	19.4	15.4	11.7
EV/EBITDA	77.6	57.7	92.7	40.4	27.5

资料来源：公司公告、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/