

## 东百集团

600693

审慎增持 (维持)

已申请闽甘两地免税牌照，或可显著提升利润水平

2020年07月26日

## 市场数据

市场数据日期	2020-07-26
收盘价(元)	5.76
总股本(百万股)	898.23
流通股本(百万股)	897.25
总市值(百万元)	5173.80
流通市值(百万元)	5168.15
净资产(百万元)	2518.7
总资产(百万元)	9850.53
每股净资产	2.80

## 主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4100	1922	2635	2932
同比增长	36.8%	-53.1%	37.2%	11.2%
净利润(百万元)	330	380	541	824
同比增长	26.0%	15.0%	42.5%	52.4%
毛利率	21.9%	48.6%	48.5%	48.5%
净利率	8.1%	19.8%	20.5%	28.1%
净资产收益率(%)	13.2%	12.5%	15.2%	18.8%
每股收益(元)	0.37	0.42	0.60	0.92
每股经营现金流(元)	0.16	0.32	0.66	0.48

## 相关报告

《东百集团:物流地产发展正当时,内在价值待发现》  
2020-06-04

《东百集团(600693):非经常性损益导致业绩低于预期》  
2010-08-18

《东百集团(600693):多点开花保证业绩高增长》2010-07-20

分析师:

王品辉

wangph@xyzq.com.cn

S0190514060002

研究助理:

郭军

guojun@xyzq.com.cn

## 投资要点

- 7月25日公司公告,公司已向福建省及福州市政府、甘肃省及兰州市政府递交关于相关门店申请免税品经营资质的申请。同时,公司全体董监高人员、公司控股股东福建丰琪投资有限公司及其一致行动人施章峰先生确认未来12个月内没有减持计划。
- 中国免税消费需求明显,对标韩国仍有较大开发空间。19年中国奢侈品市场规模1225亿美元,全球占比35%,需求旺盛,但约70%消费发生在海外。19年中国免税市场规模545亿元,相较于约1500亿元的韩国免税市场,中国市场仍未有效开发。预计随着消费水平提升和国内政策支持,中国免税市场将持续高速增长,中期规模有望超越韩国。
- 福建消费能力强,甘肃于西北地域带中表现突出,两地免税市场规模可观。19年福建社零总额1.57万亿元,增速较高,人均水平位列第5,具有免税市场发展基础。甘肃虽消费水平有限,但在走遍省市具有一定优势,同时省内相对集中,兰州占比39.4%。基于社零总额比例测算,19年福建和甘肃免税市场规模分别近21亿元和5亿元。
- 东百深耕福州、兰州,免税业有限竞争下,免税业务有望大幅提升公司利润水平。若东百顺利获得免税牌照,结合两省省内及周边免税市场较为空白、省会社零总额占比高、东百在当地的竞争优势(福州市占率50%),东百有望取得80%的市占率,实现约20亿元的免税业务收入。对标免税业龙头企业中国中免19年11.29%的净利率,免税业务收入有望贡献2.32亿元净利润。19年东百集团归母净利润3.30亿元。
- 投资建议:东百主营商业零售和仓储物流业务,其中商业零售业务稳中向好,福州市场地位稳固,兰州项目发展空间大;仓储物流业务规模快速增长,22年开发管理规模有望突破500万平方米,并明显受益于REITs推广。公司主要资产重置价值约122.04亿元,7月24日市值51.74亿元。20-22年预计EPS分别为0.42、0.60和0.92元(未考虑免税业务),对应PE分别为13.63、9.56、6.28倍。我们坚定看好公司发展。

**风险提示:零售市场需求大幅下降,物流市场需求大幅下降,物流土地供给大幅收紧,物业价值降低**

### 报告正文

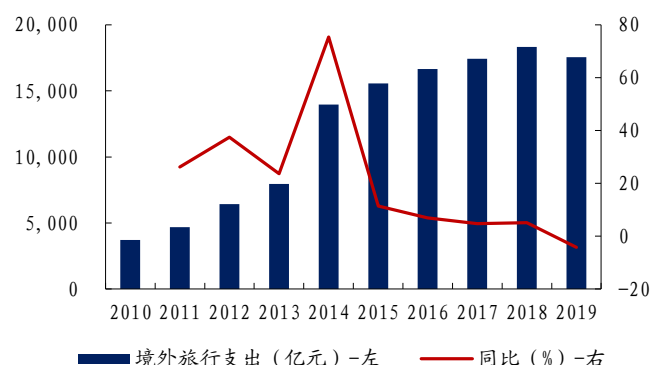
公司已向福建和甘肃提交免税牌照申请，董监高等未来 12 个月无减持计划。7 月 24 日晚，公司发布公告称，公司开始申请免税品经营资质，已向福建省及福州市政府、甘肃省及兰州市政府递交关于相关门店申请免税品经营资质的申请。同时，公司全体董监高人员、公司控股股东福建丰琪投资有限公司及其一致行动人施章峰先生确认未来 12 个月内没有减持计划。

中国居民免税消费需求明显，境外免税品消费 1800 亿元，境内奢侈品需求占全球 35%。根据国家统计局和国家外汇管理局数据，2019 年中国居民出境人次达 1.69 亿，创造境外旅行消费约 1.76 万亿元，其中中国居民境外购买免税品规模约为 1800 亿元，规模可观。根据贝恩咨询数据，2019 年全球奢侈品销售额达 3100 亿美元，其中中国市场销售额 1225 亿美元，占比 35%，奢侈品需求旺盛。虽然奢侈品消费低持续向国内转移，但仍有接近 70% 的消费发生在海外。

图 1、国内居民出境人数及同比增速



图 2、境外旅行支出及同比增速



资料来源：国家统计局，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家外汇管理局，兴业证券经济与金融研究院整理

对标韩国免税市场，国内免税业仍有较大开发空间。近期，国家政策持续支持海外消费回流，积极发展国内免税市场，包括发放免税牌照。近年，中国免税业销售额逐年增长，2019 年销售额达 545 亿元，同比增速近 38%。不过，相较于免税业发达的韩国，中国的免税市场仍未有效开发，2019 年韩国实现免税销售额 213.2 亿美元，约合人民币 1500 亿元。预计随着人均消费水平的提升以及国内政策的支持，中国免税业市场将维持高增长态势，中期规模有望超越韩国。

图 3、中国免税业销售额

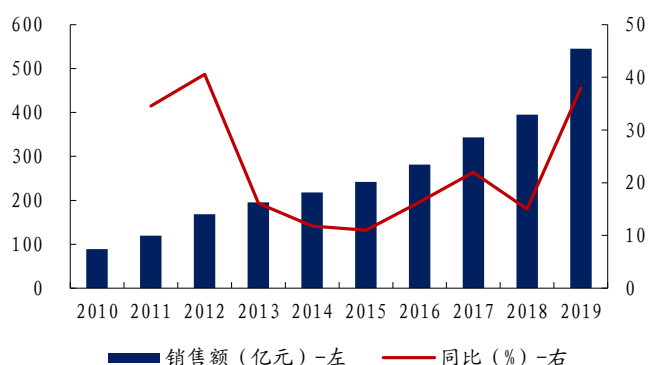
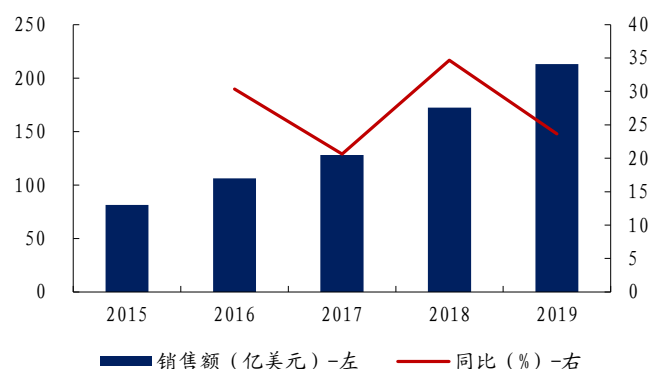


图 4、韩国免税业销售额



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：韩国免税协会，兴业证券经济与金融研究院整理

**福建消费能力强，甘肃于西北地域带中表现突出，两地免税市场规模可观。**2019年福建社会消费品零售总额 1.57 万亿元，同比增长 10.00%，超越辽宁位列第 9 位。虽然受人口规模影响，福建社零总额的体量在各省市中仅出于中上水平，但增速持续处于较高水平，并且人均水平位列第 5，仅次于北京、上海、浙江、江苏，具有可供免税市场进一步发展的深厚消费基础。另外，福州市场在省内占比 26.66%，市场相对集中。西北大省甘肃虽然消费水平相较于东南沿海稍显不足，但对比同一地域带的青海、宁夏等省份具有一定优势，同时省内市场相对集中，省内 39.4%的社零总额位于兰州。其次，相较北京、上海等城市，福建、甘肃两省免税业务的发展较为空白，两地的免税业发展存在巨大的潜在空间。基于社零总额比例测算，2019 年福建和甘肃免税市场规模分别近 21 亿元和 5 亿元，以 1500 亿元中期市场体量测算，二者市场规模分别为 57 亿元和 13 亿元，免税市场规模可观。

图 5、2019 年各省份社零总额及占比

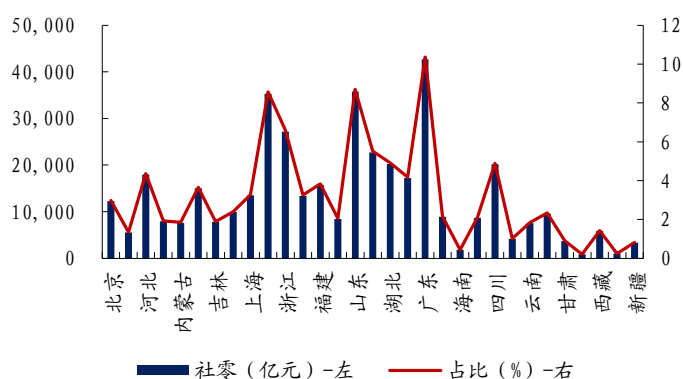
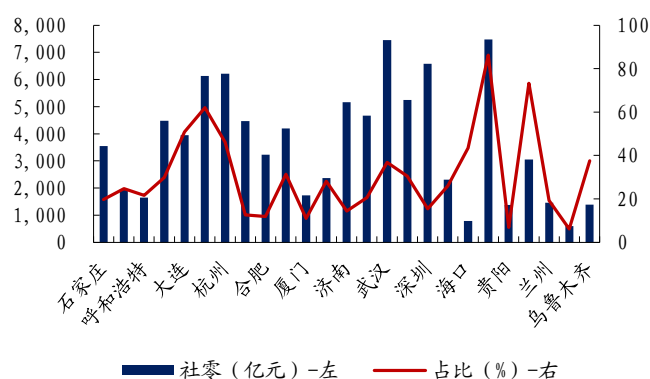


图 6、2019 年主要城市社零总额及在所在省份占比



资料来源：国家统计局，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：国家统计局，Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**东百深耕福州、兰州，免税业有限竞争下，免税业务有望大幅提升公司利润水平。**国内免税市场实行特许经营机制，行业呈现典型的寡头垄断竞争格局。2018 年，国内免税龙头中免集团在免税行业占市场份额高达 82%。东百零售业务立足福州、兰州市场，其中福州市场市占率高达 50%。若东百顺利获得免税牌照，结合两省

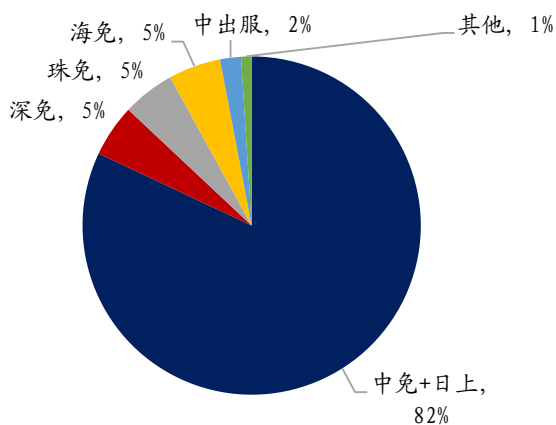
省内及周边免税市场较为空白、省会社零总额占比较高、东百在当地的竞争优势，在测算的福建和甘肃 26 亿元免税存量市场上，东百有望取得 80% 的市占率，实现约 20 亿元的免税业务收入。对标免税业龙头企业中国中免 2019 年 11.29% 的净利率，免税业务收入有望贡献 2.32 亿元净利润。2019 年东百集团归母净利润 3.30 亿元，免税业务可大幅提升公司利润水平。

表 1、国内免税运营商简介

免税企业	成立时间	覆盖城市	免税店类型
中免集团	1984 年	分布欧洲、亚洲等 31 个国家、220 个机场、700 个火车站	市内免税店、口岸免税店、离岛免税店、网上免税店、交通工具免税店
日上免税行 (已被中免收购)	1999 年	北京、上海	机场免税店
珠海免税	80 年代	珠海、天津	口岸免税店
深圳免税	1980 年	深圳、西安	口岸免税店
海南免税	2011 年	海口	市内免税店、离岛免税店
中出服	1983 年	北京、上海等 20 余座城市	市内免税店
港中旅	1992 年	哈尔滨	市内免税店
王府井	1955 年	北京等 21 个城市	市内免税店

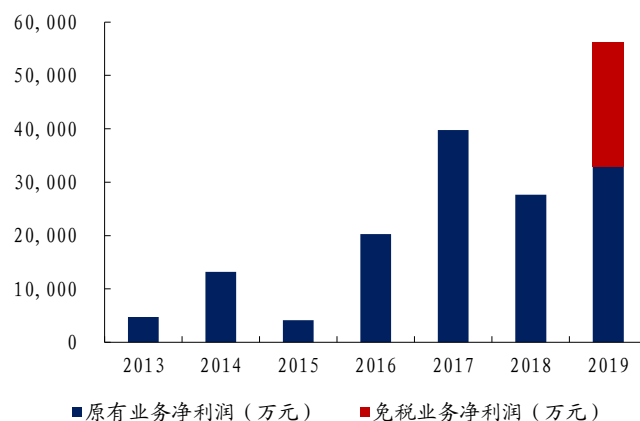
资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、2018 年国内免税产业竞争格局



资料来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、免税牌照对东百净利润的影响



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

**投资建议：**东百集团目前主营商业零售和仓储物流业务，其中商业零售业务稳中向好，福州市场地位稳固，兰州中心项目发展空间大，若能获得免税牌照，将大幅利好公司零售业务；仓储物流业务规模快速增长，2022 年开发管理规模有望突破 500 万平方米，并明显受益于 REITs 推广。公司主要资产重置价值约 122.04 亿元，7 月 24 日市值 51.74 亿元。2020-2022 年预计 EPS 分别为 0.42、0.60 和 0.92 元（未考虑免税业务），对应 PE 分别为 13.63、9.56、6.28 倍。我们坚定看好公司发展，推荐投资者积极关注。

**风险提示：**零售市场需求大幅下降，物流市场需求大幅下降，物流土地供给大幅收紧，物业价值降低

附表

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	4154	5288	6332	7341
货币资金	646	1567	2261	3037
交易性金融资产	0	137	144	151
应收账款	54	94	129	144
其他应收款	426	380	523	582
存货	2921	2934	3080	3234
<b>非流动资产</b>	4686	5298	6045	6948
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	206	208	219	229
投资性房地产	2911	3494	4192	5031
固定资产	866	904	935	958
在建工程	3	2	1	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	4	4	4	4
<b>资产总计</b>	8840	10586	12377	14289
<b>流动负债</b>	3043	3512	3914	4127
短期借款	70	288	254	235
应付票据	0	0	0	0
应付账款	1014	1185	1629	1811
其他	1959	2039	2031	2081
<b>非流动负债</b>	2961	3708	4429	5162
长期借款	2828	3587	4306	5038
其他	133	121	124	124
<b>负债合计</b>	6004	7221	8343	9289
股本	898	898	898	898
资本公积	111	111	111	111
未分配利润	1437	1816	2357	3182
少数股东权益	336	336	464	605
<b>股东权益合计</b>	2836	3366	4035	5000
<b>负债及权益合计</b>	8840	10586	12377	14289

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	330	380	541	824
折旧和摊销	190	127	138	146
资产减值准备	2	6	0	0
无形资产摊销	90	64	67	68
公允价值变动损失	4	0	0	0
财务费用	121	154	184	205
投资损失	-335	-323	-526	-884
少数股东损益	-1	0	128	141
营运资金的变动	-179	-86	113	8
<b>经营活动产生现金流量</b>	143	283	597	433
<b>投资活动产生现金流量</b>	148	-568	-363	-146
<b>融资活动产生现金流量</b>	-272	1206	460	489
现金净变动	19	921	694	776
现金的期初余额	539	646	1567	2261
现金的期末余额	557	1567	2261	3037

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	4100	1922	2635	2932
营业成本	3201	987	1357	1509
营业税金及附加	110	96	132	147
销售费用	338	344	372	402
管理费用	190	209	240	277
财务费用	130	154	184	205
资产减值损失	-1	2	2	3
公允价值变动	-4	0	0	0
投资收益	335	323	526	884
<b>营业利润</b>	466	504	889	1284
营业外收入	5	8	11	12
营业外支出	20	6	8	9
<b>利润总额</b>	452	506	892	1287
所得税	123	127	223	322
净利润	329	380	669	965
少数股东损益	-1	0	128	141
<b>归属母公司净利润</b>	330	380	541	824
<b>EPS(元)</b>	0.37	0.42	0.60	0.92

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
<b>成长性</b>				
营业收入增长率	36.8%	-53.1%	37.2%	11.2%
营业利润增长率	25.2%	8.1%	76.4%	44.4%
净利润增长率	26.0%	15.0%	42.5%	52.4%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	21.9%	48.6%	48.5%	48.5%
净利率	8.1%	19.8%	20.5%	28.1%
ROE	13.2%	12.5%	15.2%	18.8%

资产负债率	67.9%	68.2%	67.4%	65.0%
流动比率	1.36	1.51	1.62	1.78
速动比率	0.40	0.67	0.83	0.99
<b>营运能力</b>				
资产周转率	47.5%	19.8%	23.0%	22.0%
应收帐款周转率	6329.9%	2563.4%	2313.3%	2106.5%
<b>每股资料(元)</b>				
每股收益	0.37	0.42	0.60	0.92
每股经营现金	0.16	0.32	0.66	0.48
每股净资产	2.78	3.37	3.97	4.89
<b>估值比率(倍)</b>				
PE	15.7	13.6	9.6	6.3
PB	2.1	1.7	1.4	1.2

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考,不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明,本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100033	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn