

## 短期承压，期待修复，静待催化出现

### 核心观点

- **1Q 收入稳增，销售结构优化，但毛利率受进口成本大幅影响。**中免 23Q1 单季营收同比+23.8%/环比+37.8%，稳健但其实还可以更好（春节前受疫情过峰影响、春节后备货不足）；销售结构有所优化，精品类销售收入同比+51%，腕表珠宝同比+40%。23Q1 毛利率同比-5pct，因 1Q 所售商品为去年人民币大幅贬值时所进货品，导致成本较高，此外今年 Q1 线上销售占比高于去年同期亦削弱了毛利率；但环比看，23Q1 毛利率+8pct，因中免回应品牌方诉求对产品标价进行提价、并收缩折扣以保护利润。展望全年，随高成本库存逐步消化，折扣力度有效控制，精品销售占比提升，毛利率将有望回升。
- **费用率同比上升，主要受租金及折旧影响。**23Q1 销售费用率 9.9%，同比+1.2pct/环比+0.7pct，因去年 Q1 公司受益于机场租金减让，而今年国际客流恢复，机场租金费用开始重新计提，且新海港开业后折旧摊销费用增加，故销售费用同比上升 40.1%。Q1 管理费用率 2.1%，同比-0.4pct/环比-3.7pct，环比下降主要受年底奖金发放因素影响。Q1 财务费用-3.1 亿元，同比+289.80%，预计因香港 IPO 后公司持有外币资金增多，今年以来人民币升值故录得较多汇兑收益。
- **利润率环比有望修复。**Q1 归母净利率 11.1%，同比-4.2pct，除上述毛利率及销售费用率影响外，资产减值损失 1.39 亿（22Q1 冲回 0.45 亿），主受存货减值影响，未来随购买力回暖、销售恢复正常，减值损失或逐步缩小。环比+8.4pct，因疫情冲击消退，线下经营逐步恢复，未来毛利率修复、刚性费用摊薄，净利率有望修复。
- **五一销售符合预期，底部静待催化。**今年五一假期，海口海关共监管海南离岛免税购物金额 8.83 亿元，购物人次 10.9 万人次，较去年五一假期分别增长 120%、158%。Prada 海口美兰机场 T2 免税店于五一期间开业，凤凰机场法式花园项目有望于近期开业；市内店国人政策有望随出境客流恢复而静待出台；9 月海棠湾一期二号地、河心岛顶奢项目落地；太古合作三期项目稳步推进，中免在海南经营面积持续提升，接待能力及高端客群吸引力不断加强。目前中免股价已处于盈利底及情绪底，当下应布局长远静待催化。

### 盈利预测与投资建议

- 鉴于历史汇率波动影响成本、线上销售占比、机场租金及折旧等因素超预期，我们调整公司 23-25 年每股收益为 4.43/ 6.04/8.45 元（调整前 23-24 年为 5.95/ 8.00 元），采用 DCF 估值法给予公司目标价 200.84 元，维持“买入”评级。

### 风险提示

国内疫情反复超预期；行业竞争加剧；居民消费力疲软；品牌方供货短缺风险等

### 公司主要财务信息

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67,676	54,433	83,565	114,528	140,692
同比增长(%)	28.7%	-19.6%	53.5%	37.1%	22.8%
营业利润(百万元)	14,804	7,619	13,144	16,854	23,585
同比增长(%)	52.7%	-48.5%	72.5%	28.2%	39.9%
归属母公司净利润(百万元)	9,654	5,030	9,162	12,486	17,472
同比增长(%)	57.2%	-47.9%	82.1%	36.3%	39.9%
每股收益(元)	4.67	2.43	4.43	6.04	8.45
毛利率(%)	33.7%	28.4%	30.8%	33.8%	35.9%
净利率(%)	14.3%	9.2%	11.0%	10.9%	12.4%
净资产收益率(%)	37.2%	12.9%	17.3%	20.2%	23.7%
市盈率	27.4	52.6	28.9	21.2	15.1
市净率	8.9	5.4	4.6	4.0	3.3

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。

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申明。

### 投资评级 买入（维持）

股价（2023年05月30日）	127.8 元
目标价格	200.84 元
52 周最高价/最低价	239.99/125.21 元
总股本/流通 A 股（万股）	206,886/206,886
A 股市值（百万元）	264,400
国家/地区	中国
行业	餐饮旅游
报告发布日期	2023 年 05 月 30 日

### 股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-6.38	-20.61	-35.32	-25.16
相对表现	-4.45	-15.86	-29.63	-20.41
沪深 300	-1.93	-4.75	-5.69	-4.75



### 证券分析师

谢宁铃 xieningling@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860520070001

### 联系人

张玉洁 zhangyujie@orientsec.com.cn

### 相关报告

把握短期回调机遇，免税龙头安全边际凸显 2023-03-15  
已往不谏，来者可期 2023-02-23  
疫情影响短期业绩承压，不改长期空间与竞争力 2022-01-28

表 1: DCF 估值模型假设

所得税税率	18.00%
永续增长率	3.00%
无风险利率	2.73%
考虑杠杆因素的 $\beta$ 系数	1.2738
市场收益率	9.95%
规模风险因子	0.00%
股权投资成本	12.16%
债务比率	3%
债务利率	4.30%

数据来源: Wind, 东方证券研究所

表 2: 永续增长率和 WACC 的敏感性分析

		永续增长率 $G_n(\%)$				
		1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
WACC(%)	9.90%	234.24	249.40	268.95	295.12	331.97
	10.40%	219.21	232.04	248.34	269.73	299.05
	10.90%	205.78	216.72	230.42	248.10	271.77
	11.40%	193.72	203.10	214.71	229.46	248.82
	11.90%	182.85	190.93	200.84	213.25	229.25
	12.40%	173.00	180.00	188.50	199.02	212.37
	12.90%	164.04	170.14	177.46	186.44	197.68
	13.40%	155.87	161.19	167.54	175.24	184.78
	13.90%	148.38	153.05	158.58	165.22	173.36

数据来源: 东方证券研究所

收入端海南线下免税销售恢复不及预期，由于家庭游占比高，免税销售渗透率提升放缓，客单价上升动力不足；预计线下销售恢复及精品销售占比提升带动毛利率恢复，但 23Q1 成本超预期，且低毛利线上业务销售占比高，故对毛利率修复假设较为保守；费用端机场渠道恢复经营计提租金费用，新海港等开业及后续新项目开业拉升折旧摊销，带动销售费用率提升。

**表 3：盈利预测调整对比表**

主要财务信息	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	90,822	122,944	83,565	114,528
变动幅度			-8.0%	-6.8%
销售费用率	7.50%	8.41%	9.92%	13.39%
变动幅度			2.4%	5.0%
营业利润(百万元)	16,476	22,032	13,144	16,854
变动幅度			-20.2%	-23.5%
归属母公司净利润(百万元)	12,308	16,551	9,162	12,486
变动幅度			-25.6%	-24.6%
每股收益(元)	5.95	8.00	4.43	6.04
变动幅度			-25.6%	-24.6%
毛利率(%)	30.3%	31.9%	30.8%	33.8%
变动幅度			0.5%	1.9%
净利率(%)	13.6%	13.5%	11.0%	10.9%
变动幅度			-2.6%	-2.6%

数据来源：东方证券研究所

**表 3：盈利预测调整对比表**

收入分类预测表	调整前		调整后	
	2023E	2024E	2023E	2024E
<b>免税商品</b>				
销售收入(百万元)	60,432.4	97,669.3	55,164.0	87,652.2
变动幅度			-8.7%	-10.3%
毛利率	36.8%	36.5%	37.5%	39.0%
变动幅度			0.7%	2.5%
<b>有税商品</b>				
销售收入(百万元)	29,655.0	24,540.5	27,973.6	26,448.6
变动幅度			-5.7%	7.8%
毛利率	16.4%	12.6%	17.0%	16.3%
变动幅度			0.7%	3.8%
<b>其他业务</b>				
销售收入(百万元)	734.2	734.2	427.2	427.2
变动幅度			-41.8%	-41.8%
毛利率	60.0%	60.0%	60.0%	60.0%
变动幅度			0.0%	0.0%
<b>合计</b>				
销售收入	90,821.6	122,944.0	83,564.9	114,528.0
变动幅度			-8.0%	-6.8%
综合毛利率	30.3%	31.9%	30.8%	33.8%
变动幅度			0.4%	2.0%

数据来源：东方证券研究所

---

## 风险提示

国内疫情反复超预期：若疫情剧烈反复，海南线下客流减少，将影响公司营收及营收结构。

行业竞争加剧：若行业竞争加剧，价格战重新出现，将侵蚀公司盈利能力。

居民消费力疲软：若居民消费能力恢复不及预期，则客单价提升速度放缓，影响公司收入增速。

品牌方供货短缺风险：若部分主打产品供应链出现问题则会导致消费者吸引力下降。

**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	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	16,856	26,892	41,782	56,119	67,532	营业收入	67,676	54,433	83,565	114,528	140,692
应收票据及应收账款	106	151	189	259	319	营业成本	44,882	38,982	57,853	75,779	90,233
预付账款	348	398	482	661	812	营业税金及附加	1,839	1,215	1,866	2,634	3,377
存货	19,725	27,926	31,390	41,117	48,960	营业费用	3,861	4,032	8,286	15,332	17,874
其他	1,507	1,838	2,219	2,680	3,070	管理费用及研发费用	2,250	2,248	2,783	4,066	5,698
<b>流动资产合计</b>	<b>38,542</b>	<b>57,205</b>	<b>76,064</b>	<b>100,836</b>	<b>120,693</b>	财务费用	(43)	220	280	69	178
长期股权投资	992	1,970	1,970	1,970	1,970	资产减值损失	522	584	87	244	197
固定资产	1,843	5,434	5,235	5,053	4,888	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	2,890	1,852	3,783	5,694	7,586	投资净收益	162	162	160	160	160
无形资产	2,401	2,458	2,395	2,332	2,269	其他	279	305	573	289	289
其他	8,806	6,988	8,631	8,300	8,002	<b>营业利润</b>	<b>14,804</b>	<b>7,619</b>	<b>13,144</b>	<b>16,854</b>	<b>23,585</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>16,932</b>	<b>18,702</b>	<b>22,014</b>	<b>23,349</b>	<b>24,714</b>	营业外收入	17	13	13	14	14
<b>资产总计</b>	<b>55,474</b>	<b>75,908</b>	<b>98,078</b>	<b>124,185</b>	<b>145,407</b>	营业外支出	20	15	15	20	20
短期借款	411	1,932	10,182	21,813	24,908	<b>利润总额</b>	<b>14,801</b>	<b>7,617</b>	<b>13,142</b>	<b>16,848</b>	<b>23,579</b>
应付票据及应付账款	5,880	7,679	8,988	11,773	14,019	所得税	2,437	1,429	2,366	3,033	4,480
其他	10,845	7,869	10,359	10,983	11,511	<b>净利润</b>	<b>12,365</b>	<b>6,188</b>	<b>10,776</b>	<b>13,815</b>	<b>19,099</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>17,136</b>	<b>17,480</b>	<b>29,529</b>	<b>44,569</b>	<b>50,438</b>	少数股东损益	2,711	1,158	1,614	1,329	1,627
长期借款	0	2,509	2,509	2,509	2,509	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>9,654</b>	<b>5,030</b>	<b>9,162</b>	<b>12,486</b>	<b>17,472</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	4.67	2.43	4.43	6.04	8.45
其他	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791						
<b>非流动负债合计</b>	<b>3,546</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	<b>4,300</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>20,682</b>	<b>21,780</b>	<b>33,829</b>	<b>48,869</b>	<b>54,738</b>		<b>2021A</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
少数股东权益	5,173	5,554	7,168	8,497	10,124	<b>成长能力</b>					
股本	1,952	2,069	2,069	2,069	2,069	营业收入	28.7%	-19.6%	53.5%	37.1%	22.8%
资本公积	1,870	17,486	17,486	17,486	17,486	营业利润	52.7%	-48.5%	72.5%	28.2%	39.9%
留存收益	26,398	28,499	37,662	47,399	61,126	归属于母公司净利润	57.2%	-47.9%	82.1%	36.3%	39.9%
其他	(602)	519	(136)	(136)	(136)	<b>获利能力</b>					
<b>股东权益合计</b>	<b>34,791</b>	<b>54,127</b>	<b>64,249</b>	<b>75,316</b>	<b>90,669</b>	毛利率	33.7%	28.4%	30.8%	33.8%	35.9%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>55,474</b>	<b>75,908</b>	<b>98,078</b>	<b>124,185</b>	<b>145,407</b>	净利率	14.3%	9.2%	11.0%	10.9%	12.4%
						ROE	37.2%	12.9%	17.3%	20.2%	23.7%
						ROIC	38.9%	13.3%	16.1%	15.6%	17.6%
现金流量表						<b>偿债能力</b>					
单位:百万元	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	资产负债率	37.3%	28.7%	34.5%	39.4%	37.6%
净利润	12,365	6,188	10,776	13,815	19,099	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	452	547	610	612	615	流动比率	2.25	3.27	2.58	2.26	2.39
财务费用	(43)	220	280	69	178	速动比率	1.05	1.63	1.49	1.32	1.40
投资损失	(162)	(162)	(160)	(160)	(160)	<b>营运能力</b>					
营运资金变动	(5,405)	(8,800)	(382)	(7,271)	(5,866)	应收账款周转率	576.7	423.1	490.8	510.6	486.9
其它	1,122	(1,408)	(613)	266	184	存货周转率	2.5	1.6	1.9	2.0	2.0
<b>经营活动现金流</b>	<b>8,329</b>	<b>(3,415)</b>	<b>10,511</b>	<b>7,331</b>	<b>14,051</b>	总资产周转率	1.4	0.8	1.0	1.0	1.0
资本支出	(2,122)	(3,087)	(1,969)	(1,969)	(1,969)	<b>每股指标(元)</b>					
长期投资	(116)	(1,169)	0	0	0	每股收益	4.67	2.43	4.43	6.04	8.45
其他	(80)	449	(1,746)	160	160	每股经营现金流	4.27	-1.65	5.08	3.54	6.79
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2,318)</b>	<b>(3,807)</b>	<b>(3,715)</b>	<b>(1,809)</b>	<b>(1,809)</b>	每股净资产	14.32	23.48	27.59	32.30	38.93
债权融资	1,528	1,639	125	0	0	<b>估值比率</b>					
股权融资	(119)	15,732	0	0	0	市盈率	27.4	52.6	28.9	21.2	15.1
其他	(5,225)	(1,917)	7,970	8,813	(828)	市净率	8.9	5.4	4.6	4.0	3.3
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(3,817)</b>	<b>15,455</b>	<b>8,095</b>	<b>8,813</b>	<b>(828)</b>	EV/EBITDA	15.5	28.2	16.8	13.5	9.7
汇率变动影响	(196)	873	100.00	100.00	50.00	EV/EBIT	16.0	30.1	17.6	14.0	9.9
<b>现金净增加额</b>	<b>1,998</b>	<b>9,106</b>	<b>14,991</b>	<b>14,436</b>	<b>11,464</b>						

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](http://www.dfzq.com.cn)

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。