

投资评级 优于大市 维持

1Q23 利润 23 亿降 10.25%，汇率短期扰动不改龙头价值

股票数据

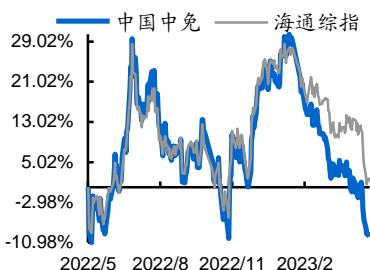
05月04日收盘价(元)	153.32
52周股价波动(元)	151.80-239.99
总股本/流通A股(百万股)	2069/1952
总市值/流通市值(百万元)	317197/317197

相关研究

《2022年收入544亿降20%，低谷已过蓄力反弹》2023.04.04

《疫情影响3Q22利润6.9亿降78%，海口国际免税城火热开业》2022.10.30

《暑期迎复苏，海口国际免税城初露锋芒》2022.07.30

市场表现


沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-13.9	-21.8	-27.3
相对涨幅(%)	-12.1	-19.4	-24.6

资料来源：海通证券研究所

分析师:汪立亭

Tel:(021)23219399

Email:wanglt@haitong.com

证书:S0850511040005

分析师:李宏科

Tel:(021)23154125

Email:lhk11523@haitong.com

证书:S0850517040002

分析师:许樱之

Tel:(755)82900465

Email:xyz11630@haitong.com

证书:S0850517050001

投资要点:

- 公司4月28日发布2023年一季度报。**①1Q23公司收入207.7亿，同比增加23.76%，环比增加37.83%；毛利率29%，同比下降5pct，环比4Q22提升8.02pct。②1Q23公司归母净利润23.0亿，同比减少10.25%；归母净利率11.1%，同比下降4.2pct。
- 1Q23期间费用率降0.28pct。**1Q23公司期间费用率10.52%，同比下降0.28pct。①销售费用：1Q23公司销售费用20.5亿元，同比增加40.14%，销售费用率9.86%，同比提升1.15pct，我们判断主因随着国际客流恢复，机场租金有所提升。②管理费用：1Q23公司管理费用4.5亿元，同比增加3.6%，管理费用率2.15%，同比下降0.42pct。③财务费用：1Q23公司财务收入3.1亿元，财务费用率-1.49%，同比下降1.02pct，其中利息收入1.4亿元。
- 人民币汇率下降致毛利率短期承压。**1Q23公司毛利率同比下降5pct，我们判断主因公司采购业务多以外币结算，商品采购至售出需要一定时间，美元兑人民币在4Q22达到高点，导致公司采购成本上升、1Q23商品销售业务毛利率受此影响下降。我们在后文中测算得出：1Q23汇率波动使公司毛利率下降约4pct，剔除汇率影响后，公司1Q23毛利率同比-1pct，保持稳健。
- 1Q23海南离岛免税销售额同比+14.64%。**据海口海关，1Q23海南离岛免税销售额168.7亿、购物人次223.6万，据此计算1Q23海南离岛免税客单价7544.7元。1Q23海南离岛免税销售额、购物人次、客单价同比1Q22分别+14.64%、+27.24%、-9.90%。据海口海关，“即购即提”新提货方式落地（4月1日）实施两周，15类商品中已有14类被旅客选择，销售金额达1.88亿元，占到全岛同期销售金额的8.69%（据此计算，4月前两周海南离岛免税销售额21.6亿元）；41名旅客“担保即提”免税商品41件，价值318万元。
- 23年五一海南离岛免税销售额8.8亿元。**据海南发布，五一假期海南省接待游客320.4万人次，旅游总收入42.3亿元，较19年同期分别增长55.1%、178.8%。据中新网援引海南机场集团，五一假期期间，海南三大机场航班起降约4458架次，旅客吞吐量70万人次，同比2019年分别增长22%、26%，大幅超过疫前同期水平。琼州海峡累计运送过海旅客43万人次，运输过海车辆10.5万辆，同比分别增长117.5%、60.1%。据观察者网援引海口海关，五一假期海口海关监管离岛免税销售金额8.8亿元，免税购物人数10.9万人次，客单价8100.9元，分别较21年五一假期降11.1%、9.9%、1.3%。
- 盈利预测和估值。**我们假设23年海南线下客流超19年同期，机场店线下客流陆续恢复，预计2023-25E公司收入分别为972、1346、1574亿元，分别同比+78.5%、+38.5%和+17%，归母净利润分别为92.5、137.1、167.6亿元，分别同比+83.8%、+48.3%、+22.3%。PE估值方法：给予2023年35-40倍PE，对应合理价值区间156.41元-178.76元，“优于大市”评级。

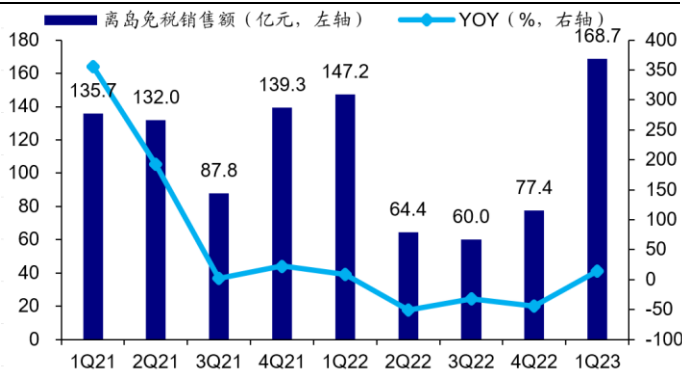
主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	67676	54433	97177	134567	157429
(+/-)YoY(%)	28.7%	-19.6%	78.5%	38.5%	17.0%
净利润(百万元)	9654	5030	9246	13711	16764
(+/-)YoY(%)	57.2%	-47.9%	83.8%	48.3%	22.3%
全面摊薄EPS(元)	4.67	2.43	4.47	6.63	8.10
毛利率(%)	33.7%	28.4%	31.2%	35.0%	35.0%
净资产收益率(%)	32.6%	10.4%	16.6%	20.4%	20.5%

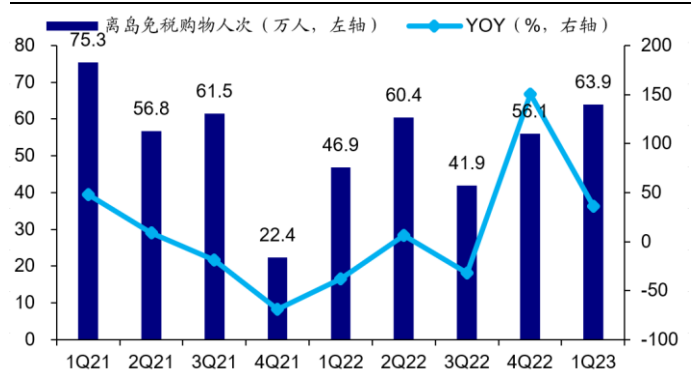
资料来源：公司年报(2021-2022)，海通证券研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 海南离岛免税季度销售额


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图2 海南离岛免税季度购物人次


资料来源: Wind, 海通证券研究所

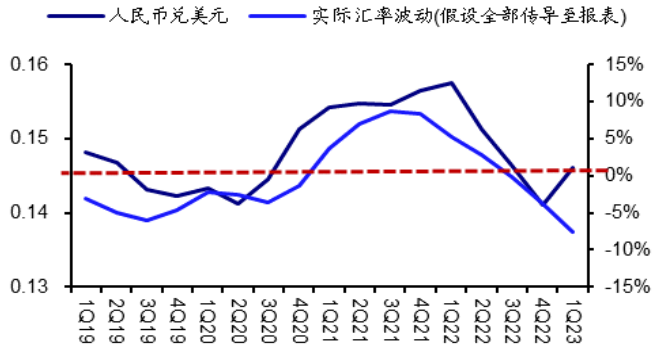
汇率影响毛利率分析。由于公司需与海外供应商交易，并可能以外币支付，故汇率波动会影响公司的经营成本、进而影响毛利率，我们以2022年为例，以如下方法测算汇率对中免整体毛利率的影响，我们假设汇率变动在3-6个月后转化为成本波动，同时假设汇率变动的75%传导至报表层面，成为影响成本的实际汇率波动：

表1 汇率对中免整体毛利率影响计算方法

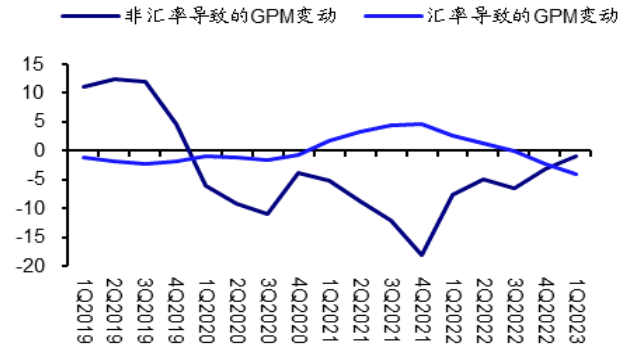
	人民币兑美元	人民币价值变动率	实际汇率波动-滞后3-6个月 (假设75%传导至报表)	披露毛利率	调整毛利率 (汇率不变假设)	非汇率导致的 毛利率变动	汇率导致的 毛利率变动
3Q20	R1						
4Q20	R2						
1Q21	R3						
2Q21	R4						
3Q21	R5	$G1=(R5-R1)/R1$					
4Q21	R6	$G2=(R6-R2)/R2$					
1Q22	R7	$G3=(R7-R3)/R3$	$C1=(G1+G2)/2*75%$				
2Q22	R8	$G4=(R8-R4)/R4$	$C2=(G2+G3)/2*75%$				
3Q22	R9	$G5=(R9-R5)/R5$	$C3=(G3+G4)/2*75%$				
4Q22			$C4=(G4+G5)/2*75%$				
2021				M0			
2022			$C=(C1+C2+C3+C4)/4$	M1	$M2=M1*(1+C)-C$	M2-M0	M1-M2

资料来源: 海通证券研究所

历史汇率毛利率波动分析：2011-22年，汇率变动对中免毛利率影响的区间约在-2.8pct至+3.4pct之间；我们测算1Q23美元汇率上升（人民币汇率下降）使中免毛利率下降4pct，剔除汇率影响后，公司1Q23毛利率同比-1pct，保持稳健。我们判断2Q23公司仍有部分售出商品采购于4Q22，2Q23毛利率仍受到汇率一定影响。

图3 汇率(左轴)与实际汇率波动(%,右轴)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图4 1Q19-1Q23 公司毛利率变动拆分 (pct)


资料来源: Wind, 海通证券研究所

利润: ①**毛利率:** 我们预计 23-25 年公司毛利率分别为 31.2%、35%、35%; ②**费用:** 我们预计公司 23-25 年销售费用率分别为 14.2%、14.6%、14.2%、管理费用率分别为 2.5%、2.0%、1.6%。

综上, 我们预计公司 23-25 年归母净利润分别为 92.5、137.1、167.6 亿元, 分别同比+83.8%、+48.3%、+22.3%, 对应 EPS 分别为 4.47、6.63、8.1 元/股。

表 2 中国中免合并损益表及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67676	54433	97177	134567	157429
同比增长(%)	28.7%	-19.6%	78.5%	38.5%	17.0%
营业总成本(百万元)					
营业成本(百万元)	44882	38982	66893	87523	102296
毛利率(%)	33.7%	28.4%	31.2%	35.0%	35.0%
营业税金及附加(百万元)	1839	1215	2403	4795	5781
营业税金及附加/营业收入(%)	2.7%	2.2%	2.5%	3.6%	3.7%
销售费用(百万元)	3861	4032	13847	19681	22387
销售费用率(%)	5.7%	7.4%	14.2%	14.6%	14.2%
管理费用(百万元)	2250	2209	2414	2683	2559
管理费用率(%)	3.3%	4.1%	2.5%	2.0%	1.6%
财务费用(百万元)	-43	220	-398	-308	-354
财务费用率(%)	-0.1%	0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
资产减值损失(百万元)	-499	-591	-709	-780	-858
投资收益(百万元)	162	162	194	202	189
营业利润(百万元)	14804	7619	11747	19817	24250
同比增长(%)	52.7%	-48.5%	54.2%	68.7%	22.4%
营业外收入(百万元)	17	13	12	12	12
营业外支出(百万元)	20	15	15	20	20
利润总额(百万元)	14801	7617	11744	19809	24242
同比增长(%)	53.0%	-48.5%	54.2%	68.7%	22.4%
所得税(百万元)	2437	1429	1978	3598	4381
有效所得税率(%)	16.5%	18.8%	16.8%	18.2%	18.1%
净利润(百万元)	12365	6188	9765	16211	19861
少数股东损益(百万元)	2711	1158	520	2501	3097
归属于母公司股东净利润(百万元)	9654	5030	9246	13711	16764
同比增长(%)	57.2%	-47.9%	83.8%	48.3%	22.3%
净利润率(%)	14.3%	9.2%	9.5%	10.2%	10.6%
摊薄每股收益(元)	4.67	2.43	4.47	6.63	8.10
扣除非经常损益后的净利润(百万元)	12367	6190	9768	16218	19867

注: 本表以调整前口径计算。

资料来源: 公司 2021-2022 年报, WIND, 海通证券研究所

估值. LV 宣布即将于 23 年 9 月进驻三亚海棠湾, 9 月底公司三亚国际免税城一期二号地将正式开业, 有望吸引更多高端消费者前往购物。我们认为公司 23 年毛利率因汇率影响下降、进而导致归母净利润下降为短期因素、无损公司作为免税龙头的长期价值, 可给予公司一定估值溢价。PE 估值方法: 给予 2023 年 35-40 倍 PE, 对应合理

价值区间 156.41 元-178.76 元, “优于大市”评级。

表 3 可比公司估值表 (2023 年 4 月 28 日)

	华润万象生活	爱马仕国际 (RMS.FP)	普拉达	LVMH(MC FP)	雅诗兰黛(EL.US)24E
2023E PE (倍)	28.92	52.82	27.95	26.68	33.78

资料来源: Bloomberg 一致预期, 海通证券研究所。

注: 雅诗兰黛财年于每年 6 月 30 日结束, 所以选择雅诗兰黛 24 财年预测数据进行对比。

风险提示: 政策风险、疫情风险、竞争加剧风险、居民消费能力不及预期风险

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E	利润表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标 (元)					营业总收入	54433	97177	134567	157429
每股收益	2.43	4.47	6.63	8.10	营业成本	38982	66893	87523	102296
每股净资产	23.48	26.90	32.56	39.51	毛利率%	28.4%	31.2%	35.0%	35.0%
每股经营现金流	-1.65	0.80	6.90	7.00	营业税金及附加	1215	2403	4795	5781
每股股利	1.50	0.80	0.96	1.15	营业税金率%	2.2%	2.5%	3.6%	3.7%
价值评估 (倍)					营业费用	4032	13847	19681	22387
P/E	63.06	34.31	23.14	18.92	营业费用率%	7.4%	14.2%	14.6%	14.2%
P/B	6.53	5.70	4.71	3.88	管理费用	2209	2414	2683	2559
P/S	5.83	3.26	2.36	2.01	管理费用率%	4.1%	2.5%	2.0%	1.6%
EV/EBITDA	46.88	23.73	15.63	12.78	EBIT	7668	10826	17000	20790
股息率%	1.0%	0.5%	0.6%	0.8%	财务费用	220	-398	-308	-354
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
毛利率	28.4%	31.2%	35.0%	35.0%	资产减值损失	-591	-709	-780	-858
净利润率	9.2%	9.5%	10.2%	10.6%	投资收益	162	194	202	189
净资产收益率	10.4%	16.6%	20.4%	20.5%	营业利润	7619	11747	19817	24250
资产回报率	6.6%	10.0%	11.9%	12.0%	营业外收支	-3	-3	-8	-8
投资回报率	10.2%	13.4%	16.9%	17.0%	利润总额	7617	11744	19809	24242
盈利增长 (%)					EBITDA	9105	12691	18680	22135
营业收入增长率	-19.6%	78.5%	38.5%	17.0%	所得税	1429	1978	3598	4381
EBIT 增长率	-47.5%	41.2%	57.0%	22.3%	有效所得税率%	18.8%	16.8%	18.2%	18.1%
净利润增长率	-47.9%	83.8%	48.3%	22.3%	少数股东损益	1158	520	2501	3097
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	5030	9246	13711	16764
资产负债率	28.7%	33.4%	34.3%	33.2%					
流动比率	3.27	2.82	2.82	2.97	资产负债表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
速动比率	1.65	0.93	1.05	1.15	货币资金	26892	21264	31516	41295
现金比率	1.54	0.83	0.95	1.05	应收账款及应收票据	151	225	316	379
经营效率指标					存货	27926	47857	58303	70641
应收账款周转天数	1.01	0.85	0.86	0.88	其它流动资产	2236	3120	3968	4534
存货周转天数	261.48	265.00	246.40	255.11	流动资产合计	57205	72467	94103	116849
总资产周转率	0.72	1.05	1.16	1.13	长期股权投资	1970	2616	3298	4017
固定资产周转率	10.02	16.50	20.61	20.99	固定资产	5434	5890	6528	7499
					在建工程	1852	2347	2343	2340
					无形资产	2458	2461	2474	2491
					非流动资产合计	18702	20237	21475	23057
现金流量表 (百万元)	2022	2023E	2024E	2025E	资产总计	75908	92704	115578	139906
净利润	5030	9246	13711	16764	短期借款	1932	0	0	0
少数股东损益	1158	520	2501	3097	应付票据及应付账款	7679	11055	14890	17695
非现金支出	2021	2574	2459	2203	预收账款	13	18	26	31
非经营收益	11	93	126	193	其它流动负债	7856	14613	18418	21659
营运资金变动	-11636	-10785	-4515	-7774	流动负债合计	17480	25685	33334	39385
经营活动现金流	-3415	1647	14281	14482	长期借款	2509	2509	2509	2509
资产	-2991	-2558	-2068	-2080	其它长期负债	1791	2791	3791	4591
投资	-875	-695	-756	-805	非流动负债合计	4300	5300	6300	7100
其他	59	44	102	139	负债总计	21780	30985	39634	46485
投资活动现金流	-3807	-3209	-2723	-2746	实收资本	2069	2069	2069	2069
债权募资	4010	-1608	1000	800	归属于母公司所有者权益	48573	55645	67370	81750
股权募资	16121	0	0	0	少数股东权益	5554	6074	8575	11672
其他	-4676	-2458	-2306	-2757	负债和所有者权益合计	75908	92704	115578	139906
融资活动现金流	15455	-4065	-1306	-1957					
现金净流量	9106	-5627	10252	9779					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 05 月 04 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

汪立亭 批发和零售贸易行业, 社会服务行业
李宏科 批发和零售贸易行业
许樱之 社会服务行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解, 清晰准确地反映了作者的研究观点, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 小商品城, 爱美客, 千味央厨, 特海国际, 名创优品, 京东集团-SW, 天目湖, 广州酒家, 东软教育, 首旅酒店, 中教控股, 富森美, 中国东方教育, 华熙生物, 九毛九, 海伦司, 永辉超市, 海底捞, 安克创新, 贝泰妮, 步步高, 重庆百货, 复星旅游文化, 周大生, 百胜中国, 美团-W, 雍禾医疗, 老凤祥, 锦江酒店, 王府井

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10% 以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于 -10% 及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 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。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10% 以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平 -10% 与 10% 之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 -10% 以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司 (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。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。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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。