

“免税新零售+双渠道”共振，助力后疫情时代消费复苏

投资要点

- **事件:** 伴随全国疫情得到进一步控制,海南省正式宣布放宽出入岛政策,华扬联众合资公司 LAOX SELECT 的第三家门店,于2022年5月25日在海南省三亚正式开业;公司合作艺人于文文后续将直播带货海旅免税产品,助力后疫情时代消费复苏。
- **推进免税新零售业务,助推后疫情时代旅游消费复苏。**在探索线上免税新零售场景上,公司成立海南乐购仕合资公司,在免税商品进口、分销和零售业务的同时,协助海南旅投全面布局线上免税服务体系:1) **签订合作协议:** 2021年1月,公司与海南旅投免税品签署《战略合作框架协议》,携手推动三亚旅游消费新业态、新模式发展;2) **成立合资公司:** 同年4月,公司与海南旅投免税品、乐弘益签订战略合作协议,三方在海南成立合资公司海南乐购仕供应链管理有限公司,公司协助海南旅投布局线上免税服务体系,重构产品研发思路与场景建构。12月28日,海南首家 LAOX SELECT 店在三亚海旅免税城开幕;3) **开启 LAOX SELECT 的第三家门店:** 现阶段全国疫情得到进一步控制,公司于2022年5月25日在三亚开启 LAOX SELECT 的第三家门店,精选包含3C,日化、零食、玩具、酒水等逾两千种日式好物。同时,随着《乘风破浪第三季》表现亮眼,公司合作艺人于文文后续将在直播间带货海旅免税产品,有望赋能线上营销,完成流量导入。
- **发挥资源技术优势,打通“线下+线上”双渠道。**1) **数据资源:** 公司多年来为客户策划和执行大量的营销活动,积累了丰富的消费者特征、行为和反馈数据;2) **客户资源:** 公司拥有百家左右中大型客户,长期合作客户有雅诗兰黛、OPPO、东风日产、蒙牛、京东等,每年合作金额保持稳增,奠定良好发展基础;3) **媒体资源:** 公司合作的互联网媒体包括所有国内知名互联网企业,如腾讯、百度、新浪、网易等,双方合作时间较长且稳定,合作金额较大。同时,后疫情时代电商平台全面崛起,直播电商已成为常态。伴随疫情进一步控制,在拓宽线下销售渠道的同时,公司有望发挥互联网和电商领域丰富经验和资源技术,协助海旅免税全面布局线上服务体系,完成“线下+线上”精准服务,后续表现值得关注。
- **盈利预测与投资建议。**预计2022-2024年归母净利润分别为3亿元、4.3亿元和4.9亿元,对应PE分别为14倍、9倍、8倍。公司为知名互联网广告营销企业,“元宇宙+营销”助力虚拟人IP商业变现,免税新零售业务有望助力后疫情时代消费复苏,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 市场竞争加剧风险、新零售业务发展不及预期风险、行业政策风险。

| 指标/年度 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 13213.74 | 13992.82 | 15736.94 | 18147.20 |
| 增长率 | 44.51% | 5.90% | 12.46% | 15.32% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 228.99 | 296.08 | 431.56 | 490.04 |
| 增长率 | 9.28% | 29.30% | 45.76% | 13.55% |
| 每股收益EPS(元) | 0.90 | 1.17 | 1.70 | 1.93 |
| 净资产收益率ROE | 9.47% | 10.93% | 4.02% | 14.09% |
| PE | 18 | 14 | 9 | 8 |
| PB | 1.75 | 1.56 | 1.36 | 1.20 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
执业证号: S1250515070002
电话: 023-67791663
邮箱: liuyan@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|-------------|-------------|
| 总股本(亿股) | 2.53 |
| 流通A股(亿股) | 2.53 |
| 52周内股价区间(元) | 13.16-30.07 |
| 总市值(亿元) | 40.66 |
| 总资产(亿元) | 81.09 |
| 每股净资产(元) | 8.81 |

相关研究

1. 华扬联众(603825): 营销资源构筑护城河,“元宇宙+营销”前景可期(2022-05-05)

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|---------------|----------------|---------------|---------------|
| 营业收入 | 13213.74 | 13992.82 | 15736.94 | 18147.20 | 净利润 | 219.28 | 283.53 | 413.27 | 469.27 |
| 营业成本 | 11755.60 | 12305.32 | 13891.20 | 16085.16 | 折旧与摊销 | 21.49 | 11.66 | 11.66 | 11.66 |
| 营业税金及附加 | 14.52 | 5.05 | 6.16 | 9.06 | 财务费用 | 86.41 | 63.06 | 64.44 | 68.78 |
| 销售费用 | 563.93 | 965.50 | 975.69 | 1088.83 | 资产减值损失 | -4.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 192.85 | 321.83 | 314.74 | 344.80 | 经营营运资本变动 | -317.52 | -294.69 | -349.50 | -405.36 |
| 财务费用 | 86.41 | 63.06 | 64.44 | 68.78 | 其他 | 355.43 | -32.16 | -30.16 | -29.55 |
| 资产减值损失 | -4.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 360.30 | 31.39 | 109.70 | 114.80 |
| 投资收益 | -7.52 | 30.00 | 30.00 | 30.00 | 资本支出 | -13.56 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动损益 | -0.01 | 0.00 | 0.00 | -0.01 | 其他 | -50.72 | 30.00 | 30.00 | 29.99 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -64.28 | 30.00 | 30.00 | 29.99 |
| 营业利润 | 271.66 | 362.03 | 514.70 | 580.57 | 短期借款 | 458.87 | -35.12 | 88.61 | 154.92 |
| 其他非经营损益 | -13.78 | -28.47 | -28.50 | -28.49 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 257.88 | 333.56 | 486.20 | 552.08 | 股权融资 | 361.78 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 38.59 | 50.03 | 72.93 | 82.81 | 支付股利 | -63.39 | -45.80 | -59.22 | -86.31 |
| 净利润 | 219.28 | 283.53 | 413.27 | 469.27 | 其他 | -585.56 | -126.78 | -64.44 | -68.78 |
| 少数股东损益 | -9.71 | -12.55 | -18.29 | -20.77 | 筹资活动现金流净额 | 171.71 | -207.70 | -35.05 | -0.18 |
| 归属母公司股东净利润 | 228.99 | 296.08 | 431.56 | 490.04 | 现金流量净额 | 463.79 | -146.31 | 104.65 | 144.62 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 财务分析指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
| 货币资金 | 985.88 | 839.57 | 944.22 | 1088.83 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 6881.82 | 7641.00 | 8636.01 | 9866.60 | 销售收入增长率 | 44.51% | 5.90% | 12.46% | 15.32% |
| 存货 | 217.76 | 230.31 | 260.45 | 301.45 | 营业利润增长率 | 6.34% | 33.27% | 42.17% | 12.80% |
| 其他流动资产 | 134.33 | 24.89 | 27.83 | 31.89 | 净利润增长率 | 7.65% | 29.30% | 45.76% | 13.55% |
| 长期股权投资 | 106.32 | 106.32 | 106.32 | 106.32 | EBITDA 增长率 | 11.73% | 15.07% | 35.27% | 11.88% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 30.67 | 27.60 | 24.53 | 21.47 | 毛利率 | 11.03% | 12.06% | 11.73% | 11.36% |
| 无形资产和开发支出 | 152.32 | 146.87 | 141.42 | 135.97 | 三费率 | 6.38% | 9.65% | 8.61% | 8.28% |
| 其他非流动资产 | 607.78 | 604.65 | 601.51 | 598.37 | 净利率 | 1.66% | 2.03% | 2.63% | 2.59% |
| 资产总计 | 9116.88 | 9621.22 | 10742.28 | 12150.91 | ROE | 9.47% | 10.93% | 14.02% | 14.09% |
| 短期借款 | 1632.90 | 1597.78 | 1686.39 | 1841.31 | ROA | 2.41% | 2.95% | 3.85% | 3.86% |
| 应付和预收款项 | 4342.74 | 4778.15 | 5403.01 | 6199.70 | ROIC | 10.27% | 10.81% | 13.19% | 13.06% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 2.87% | 3.12% | 3.75% | 3.64% |
| 其他负债 | 825.45 | 651.63 | 705.17 | 779.24 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 6801.09 | 7027.56 | 7794.58 | 8820.24 | 总资产周转率 | 1.65 | 1.49 | 1.55 | 1.59 |
| 股本 | 253.34 | 253.34 | 253.34 | 253.34 | 固定资产周转率 | 461.71 | 480.22 | 603.66 | 789.00 |
| 资本公积 | 939.87 | 939.87 | 939.87 | 939.87 | 应收账款周转率 | 2.46 | 2.26 | 2.25 | 2.28 |
| 留存收益 | 1166.32 | 1416.60 | 1788.95 | 2192.67 | 存货周转率 | 55.06 | 54.14 | 56.13 | 56.80 |
| 归属母公司股东权益 | 2319.40 | 2609.81 | 2982.15 | 3385.88 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 94.27% | — | — | — |
| 少数股东权益 | -3.60 | -16.15 | -34.45 | -55.22 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2315.79 | 2593.65 | 2947.71 | 3330.66 | 资产负债率 | 74.60% | 73.04% | 72.56% | 72.59% |
| 负债和股东权益合计 | 9116.88 | 9621.22 | 10742.28 | 12150.91 | 带息债务/总负债 | 24.01% | 22.74% | 21.64% | 20.88% |
| | | | | | 流动比率 | 1.25 | 1.29 | 1.31 | 1.32 |
| | | | | | 速动比率 | 1.22 | 1.25 | 1.27 | 1.28 |
| | | | | | 股利支付率 | 27.68% | 15.47% | 13.72% | 17.61% |
| 业绩和估值指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E | 每股指标 | | | | |
| EBITDA | 379.56 | 436.75 | 590.80 | 661.01 | 每股收益 | 0.90 | 1.17 | 1.70 | 1.93 |
| PE | 17.76 | 13.73 | 9.42 | 8.30 | 每股净资产 | 9.16 | 10.30 | 11.77 | 13.37 |
| PB | 1.75 | 1.56 | 1.36 | 1.20 | 每股经营现金 | 1.42 | 0.12 | 0.43 | 0.45 |
| PS | 0.31 | 0.29 | 0.26 | 0.22 | 每股股利 | 0.25 | 0.18 | 0.23 | 0.34 |
| EV/EBITDA | 11.17 | 9.72 | 7.16 | 6.42 | | | | | |
| 股息率 | 1.56% | 1.13% | 1.46% | 2.12% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|-----|-----------------|--------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 总经理助理 销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 高级销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 高级销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 王昕宇 | 高级销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn |
| | 陈燕 | 高级销售经理 | 18616232050 | 18616232050 | chenyanyf@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| | 薛世宇 | 销售经理 | 18502146429 | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 王兴 | 销售经理 | 13167383522 | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn |
| | 来趣儿 | 销售经理 | 15609289380 | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn |
| | 王一菲 | 销售经理 | 18040060359 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 王宇飞 | 销售经理 | 18500981866 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| 广深 | 郑龔 | 广州销售负责人 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |
| | 张文锋 | 销售经理 | 13642639789 | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 销售经理 | 15808001926 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn |