

柬埔寨国人购物政策落地，中免再启海外篇章

证券研究报告

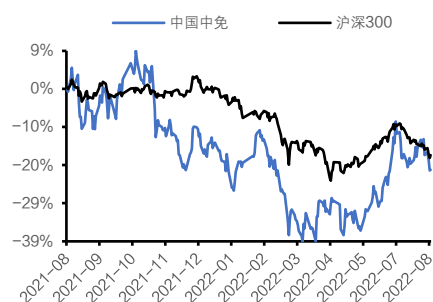
投资评级：买入(维持)

基本数据

2022-08-05

收盘价(元)	198.90
流通股本(亿股)	19.52
每股净资产(元)	16.43
总股本(亿股)	19.52

最近 12 月市场表现



分析师 刘洋

SAC 证书编号: S0160521120001
liuyang01@ctsec.com

分析师 李跃博

SAC 证书编号: S0160521120003
liy@ctsec.com

相关报告

- 《海南客流恢复喜人，中期业绩靴子落地》 2022-07-28
- 《中国中免：免税龙头再度冲击港股 IPO》 2022-07-01
- 《白云机场新合同落地，有效缓解疫情冲击》 2022-06-27

核心观点

- 事件：**据中国中免投资者关系公众号，柬埔寨海关与税务总局批准并发布了中国免税品集团（柬埔寨）有限公司（以下简称“柬中免”，旗下拥有 3 家柬埔寨市内免税店）可以向柬埔寨国民销售免税商品的公告，标志着柬埔寨国人购物政策在柬埔寨国家正式落地试点。
- 购物限额每人每年 1 万美元，销售对象及购买渠道进一步放开。**据中国中免投资者关系公众号，柬埔寨国人购物政策销售对象为柬埔寨国民，不要求具备出入境记录，购物限额为每人每年 1 万美元。销售品类涵盖香化及绝大多数精品品类，除柬埔寨国内有税独家代理品牌外所有品牌均可销售，并允许通过门店现场销售（即购即提）和电商平台两种形式进行销售。我们认为此次政策限额较为理想，考虑免税销售模式下价格的天然优势及销售对象、购物形式的双向放开，柬埔寨国人购物模式将具备较为理想的市场反馈。
- 政策推进仅经历 72 天，国人免税打造未来想象空间。**新冠疫情反复背景下，柬中免积极探索新经营模式，向海关总署及财政部提交柬埔寨国人免税申请书，自正式提交材料至政策获批仅历时 72 天。目前中免业务集中于国内的机场及离岛免税，国际业务布局仍有较大提升空间。参照柬埔寨国人购物政策，我们认为国际市场空间较为宽广，如后续政策持续放开叠加海外门店扩张，中免有望迎来全新业绩增量。
- 投资建议：**旅行限制放开后海南客流高速恢复，离岛免税销售额有望高增，三亚零星疫情反复致使估值短期承压，不改长期向好趋势。2022 年 9 月 30 日新海港大体量免税城落地及海外国人购物业务均有望塑造第二成长曲线。我们预计 2022/2023/2024 年归母净利润预期为 97.40/150.14/201.78 亿元，分别对应 PE 39.87/25.87/19.25 X。维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内疫情反复，岛内竞争加剧，离岛免税销售不及预期。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	52598	67676	73942	111760	147665
收入增长率(%)	8.20	28.67	9.26	51.15	32.13
归母净利润(百万元)	6140	9654	9740	15014	20178
净利润增长率(%)	32.56	57.23	0.89	54.15	34.39
EPS(元/股)	3.14	4.94	4.99	7.69	10.33
PE	89.82	44.38	39.87	25.87	19.25
ROE(%)	27.52	32.59	24.75	27.61	27.07
PB	24.71	14.46	9.87	7.14	5.21

数据来源：wind 数据，财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

利润表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	52598	67676	73942	111760	147665	成长性					
减:营业成本	31221	44882	49069	71324	93718	营业收入增长率	8%	29%	9%	51%	32%
营业税费	1084	1839	2218	3353	4430	营业利润增长率	32%	53%	-7%	57%	34%
销售费用	8847	3861	6885	11883	15837	净利润增长率	33%	57%	1%	54%	34%
管理费用	1638	2250	2218	3912	5168	EBITDA 增长率	31%	67%	-14%	56%	33%
研发费用	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	32%	60%	-7%	57%	34%
财务费用	-545	-43	-104	-212	-304	NOPLAT 增长率	33%	76%	-7%	54%	34%
资产减值损失	-909	-499	0	0	0	投资资本增长率	15%	51%	25%	39%	32%
加:公允价值变动收益	0	0	0	0	0	净资产增长率	14%	33%	33%	39%	37%
投资和汇兑收益	16	162	148	224	295	利润率					
营业利润	9694	14804	13804	21726	29111	毛利率	41%	34%	34%	36%	37%
加:营业外净收支	-22	-3	0	0	0	营业利润率	18%	22%	19%	19%	20%
利润总额	9672	14801	13804	21726	29111	净利润率	14%	18%	16%	16%	16%
减:所得税	2335	2437	2210	3852	5090	EBITDA/营业收入	18%	24%	19%	19%	20%
净利润	6140	9654	9740	15014	20178	EBIT/营业收入	17%	22%	18%	19%	19%
资产负债表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	14713	16856	25841	40806	56733	固定资产周转天数	11	10	14	8	6
交易性金融资产	0	0	0	0	0	流动营业资本周转天数	7	27	41	44	50
应收帐款	129	106	1013	1531	2023	流动资产周转天数	215	208	265	265	271
应收票据	0	0	0	0	0	应收帐款周转天数	1	1	5	5	5
预付帐款	256	348	491	713	937	存货周转天数	172	160	180	180	180
存货	14733	19725	24198	35173	46217	总资产周转天数	291	299	346	318	310
其他流动资产	281	667	867	1067	1267	投资资本周转天数	185	217	249	230	230
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	28%	33%	25%	28%	27%
长期股权投资	791	992	992	992	992	ROA	15%	17%	14%	15%	16%
投资性房地产	1281	1197	1197	1197	1197	ROIC	26%	30%	23%	25%	25%
固定资产	1591	1843	2865	2572	2279	费用率					
在建工程	1233	2890	1233	1233	1233	销售费用率	17%	6%	9%	11%	11%
无形资产	2449	2401	2471	2541	2611	管理费用率	3%	3%	3%	4%	4%
其他非流动资产	552	570	570	570	570	财务费用率	-1%	0%	0%	0%	0%
资产总额	41928	55474	69992	97272	125526	三费/营业收入	19%	9%	12%	14%	14%
短期债务	417	411	576	2601	1129	偿债能力					
应付帐款	4327	5880	8066	11724	15406	资产负债率	38%	37%	34%	34%	30%
应付票据	0	0	0	0	0	负债权益比	60%	59%	51%	51%	42%
其他流动负债	0	10	10	10	10	流动比率	1.98	2.25	2.67	2.75	3.25
长期借款	0	0	0	0	0	速动比率	1.02	1.08	1.44	1.54	1.85
其他非流动负债	0	0	0	0	0	利息保障倍数	540.76	65.80	78.27	96.44	122.48
负债总额	15742	20682	23606	33013	37246	分红指标					
少数股东权益	3871	5173	7028	9887	13731	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	1952	1952	1952	1952	1952	分红比率					
留存收益	18697	26398	36137	51151	71328	股息收益率	0%	0%	0%	0%	0%
股东权益	26185	34791	46386	64259	88280	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	3.14	4.94	4.99	7.69	10.33
净利润	7336	12365	11595	17873	24021	BVPS(元)	11.43	15.17	20.16	27.85	38.18
加:折旧和摊销	516	1522	264	293	293	PE(X)	89.82	44.38	39.87	25.87	19.25
资产减值准备	891	522	0	0	0	PB(X)	24.71	14.46	9.87	7.14	5.21
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	P/FCF					
财务费用	333	206	173	221	233	P/S	10.48	6.33	5.25	3.47	2.63
投资收益	-16	-162	-148	-224	-295	EV/EBITDA	55.68	25.87	26.53	16.38	11.67
少数股东损益	0	0	1855	2860	3843	CAGR(%)					
营运资金的变动	199	-6494	-1794	-5156	-6844	PEG	2.76	0.78	44.85	0.48	0.56
经营活动产生现金流量	8201	8329	10090	13008	17407	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-3814	-2318	449	154	225	REP					
融资活动产生现金流量	-1383	-3817	-1554	1804	-1705						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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

看好：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；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均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。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。