

疫情影响业绩承压，免税港打造新增长点

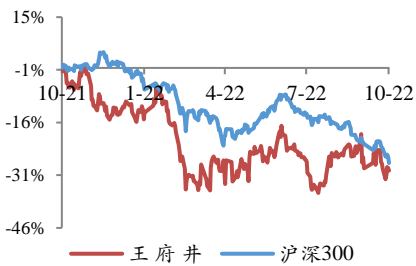
投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-29

主要观点：

收盘价 (元)	21.61
近 12 个月最高/最低 (元)	30.66/19.66
总股本 (百万股)	1,135
流通股本 (百万股)	1,093
流通股比例 (%)	96.34
总市值 (亿元)	245
流通市值 (亿元)	236

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

● 事件

公司发布 2022 年三季报，前三季度实现营收 84.66 亿元 (-11.65%)，实现归母净利润 4.15 亿元 (-45.47%)，扣非后归母净利润 2.41 亿元 (-57.07%)；2022Q3 实现营收 27.22 亿元 (-9.48%)，实现归母净利润 0.35 亿元 (-82.21%)，扣非后归母净利润 0.80 亿元 (-21.71%)

● 疫情叠加高温限电政策，业绩承压，

2022Q3 营收下滑主要是因为受到疫情反复及川渝地区高温限电等不利因素叠加影响，公司旗下 30 余家门店出现阶段性停业。分业态看，2022Q3 百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店分别实现营收 14.25

4.99、4.05、1.02、3.45 亿元，同比增速分别为-8.3%、47.7%、68.5%、-18.6%、91.1%，购物中心、奥莱业态表现出更好的韧性。2022Q3 公司毛利率为 37.48% (-1.75%)，2022Q3 销售费用率为 14.68% (+2.65%)，2022Q3 管理费用率为 12.22% (+1.37%)，主要因为采购、物业、运营等成本、费用相对刚性，2022Q3 净利率为 1.02% (-5.86%)。

● 变更股权激励计划，激发员工积极性

2020 年，公司针对中高层管理人员退出股票期权激励计划，考核指标为 2021-2023 年扣非后归母净利润分别不低于 8.67、9.39、10.11 亿元，增速分别不低于 20.0%、8.3%、7.7%；2021~2023 年购物中心和奥特莱斯业态营业收入占比分别不低于 30%、40%、50%。2022.10.28 公司将考核指标变更为 2021、2023、2024 年扣非后归母净利润分别不低于 8.67、9.39、10.11 亿元，增速分别不低于 20.0%、8.3%、7.7%；2021、2023、2024 年购物中心和奥特莱斯业态营业收入占比分别不低于 30%、40%、50%。考核指标剔除了受疫情影响较重的 2022 年，使考核指标更加合理，更加充分激发员工积极性。

● 打造万宁免税港，差异化错位竞争

万宁免税港总经营面积 10.25 万平方米，地处环岛高速出入口，距万宁市核心景区三湾一岛 15 分钟车程，距海口、三亚约 30 分钟高铁，地理位置优越，能够避开三亚、海口多家免税店的竞争，且万宁主要定位 Z 世代潮流客群，形成差异化优势。万宁免税港预计 2023.1 开业，公司有望打造独具特色的有税+免税购物模式，打开增长空间。

● 投资建议

短期来看，百货转型效果显著，购物中心、奥特莱斯、专业店、超市等业态持续拓展，叠加线上渠道多触点引流，疫情好转后，有税业务有望实现稳定增长；长期来看，免税门店逐步落地，凭借有税业务竞争优势、控股股东赋能、合资方资源优势，免税业务有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 0.54、0.80、0.94 元/股，对应当前股价 PE 分别为 40、27、23 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

局部地区疫情反复；免税业务进展不及预期；行业竞争加剧。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753	11874	14575	16721
收入同比 (%)	10.6%	-6.9%	22.7%	14.7%
归属母公司净利润	1340	614	908	1068
净利润同比 (%)	295.6%	-54.2%	47.9%	17.5%
毛利率 (%)	42.1%	37.6%	38.7%	39.9%
ROE (%)	6.9%	3.1%	4.4%	5.0%
每股收益 (元)	1.36	0.54	0.80	0.94
P/E	19.79	39.93	27.01	22.98

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021	2022	2023	2024	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	17048	18149	22458	24023	营业收入	12753	11874	14575	16721
现金	14303	15660	18687	20859	营业成本	7379	7414	8928	10045
应收账款	268	189	389	264	营业税金及附加	331	237	364	401
其他应收款	210	498	171	711	销售费用	1644	1639	2040	2374
预付账款	145	250	238	303	管理费用	1419	1425	1778	2124
存货	1756	1186	2606	1520	财务费用	363	303	317	318
其他流动资产	366	366	366	366	资产减值损失	-22	1	0	0
非流动资产	22103	21780	20770	20054	公允价值变动收益	42	0	0	0
长期投资	1547	1727	1739	1834	投资净收益	233	156	229	241
固定资产	6861	6395	5381	4591	营业利润	1906	1050	1417	1750
无形资产	1194	1344	1594	1794	营业外收入	61	19	0	0
其他非流动资产	12501	12315	12057	11834	营业外支出	60	8	0	0
资产总计	39151	39929	43228	44077	利润总额	1906	1061	1417	1750
流动负债	10634	10202	12565	12309	所得税	528	424	480	646
短期借款	197	296	344	417	净利润	1378	637	938	1104
应付账款	2850	2092	3612	2527	少数股东损益	38	22	29	37
其他流动负债	7587	7814	8609	9365	归属母公司净利润	1340	614	908	1068
非流动负债	8414	9414	9414	9414	EBITDA	3822	2707	3408	3583
长期借款	739	739	739	739	EPS (元)	1.36	0.54	0.80	0.94
其他非流动负债	7675	8675	8675	8675					
负债合计	19048	19616	21978	21723					
少数股东权益	756	778	807	844					
股本	1133	1135	1135	1135					
资本公积	10089	10113	10113	10113					
留存收益	8125	8286	9194	10261					
归属母公司股东权	19347	19534	20442	21510					
负债和股东权益	39151	39929	43228	44077					

现金流量表				
会计年度	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流	2772	2009	3960	3215
净利润	1378	637	938	1104
折旧摊销	1834	1512	1907	1759
财务费用	561	303	317	318
投资损失	-233	-156	-229	-241
营运资金变动	-756	-273	1031	279
其他经营现金流	2121	897	-98	822
投资活动现金流	963	-1020	-664	-798
资本支出	-1102	-427	-321	-379
长期投资	82	-749	-572	-660
其他投资现金流	1983	156	229	241
筹资活动现金流	864	369	-269	-245
短期借款	-3	99	48	73
长期借款	-45	0	0	0
普通股增加	155	2	0	0
资本公积增加	3576	25	0	0
其他筹资现金流	-2820	243	-317	-318
现金净增加额	4593	1358	3027	2172

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	10.6%	-6.9%	22.7%	14.7%
营业利润	204.9%	-44.9%	35.0%	23.5%
归属母公司净利润	295.6%	-54.2%	47.9%	17.5%
获利能力				
毛利率 (%)	42.1%	37.6%	38.7%	39.9%
净利率 (%)	10.5%	5.2%	6.2%	6.4%
ROE (%)	6.9%	3.1%	4.4%	5.0%
ROIC (%)	4.6%	2.2%	2.9%	3.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.7%	49.1%	50.8%	49.3%
净负债比率 (%)	94.8%	96.6%	103.4%	97.2%
流动比率	1.60	1.78	1.79	1.95
速动比率	1.39	1.60	1.53	1.77
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.30	0.35	0.38
应收账款周转率	48.98	51.93	50.41	51.16
应付账款周转率	2.50	3.00	3.13	3.27
每股指标 (元)				
每股收益	1.36	0.54	0.80	0.94
每股经营现金流	2.44	1.77	3.49	2.83
每股净资产	17.08	17.21	18.01	18.95
估值比率				
P/E	19.79	39.93	27.01	22.98
P/B	1.58	1.26	1.20	1.14
EV/EBITDA	7.21	7.85	5.36	4.51

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。