

# 国际免税港开业在即，有望分享客流回暖红利

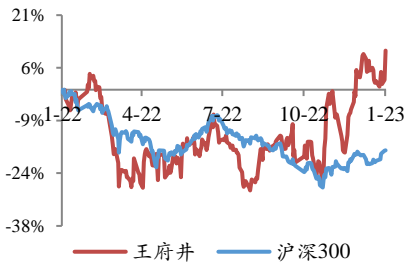
投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-10

主要观点：

收盘价（元）	30.48
近12个月最高/最低（元）	30.48/19.66
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）	346
流通市值（亿元）	333

## 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

### ● 多地疫情达峰叠加旅游旺季，免税消费有望持续回暖

北上广渝等多地疫情感染高峰已过，旅游出行逐步恢复。海南作为冬季旅游稀缺目的地，客流快速回暖。元旦假期，三亚凤凰、美兰机场航班量已经恢复到2019年的98%、81%，旅客吞吐量分别达到17.5、13.6万人次。元旦假期日均购物金额达到1.4亿元，基本恢复至2022年国庆假期期间水平（日均销售额超1.5亿元），但由于各地感染错位达峰，客流尚未完全恢复，销售额恢复到去年同期70%。随着“阳康”人数逐步增加，海南客流延续恢复态势，2023.1.10，三亚凤凰、美兰机场航班量已经分别恢复到2019年104%、105%，春节假期临近，海南免税消费有望持续回暖。

### ● 落地万宁奥特莱斯错位竞争，打造差异化优势

王府井国际免税港落地万宁首家开业且项目面积最大的奥特莱斯，**打造差异化竞争优势**：（1）有效避开了三亚、海口等地中免、海旅投、海发控等激烈竞争；（2）万宁专注冲浪产业，打造冲浪文化，吸引了大量年轻消费者，与三亚、海口等地形成差异化竞争；（3）结合万宁特色以及年轻化客群特征，整合免税+免税业务，打造赛事级陆冲公园、帐篷营地等体验业态，提升消费吸引力；（4）发挥公司在有税业务积累的品牌资源，完善产品布局，一期项目已引进香化、黄金配饰等9大品类，近400个品牌，其中海南首进品牌20余家。万宁免税港地理位置优越，距海口、三亚约30分钟高铁，有望分享客流回暖红利。

### ● 投资建议

疫情防控政策优化，多地感染高峰已过，客流有望逐步恢复，国际免税港落地在即，有税+免税业务有望释放业绩弹性。我们预计公司2022~2024年EPS分别为0.63、1.00、1.22元/股，对应当前股价PE分别为49、31、25倍，维持“买入”评级。

### ● 风险提示

病毒新变种可能导致新一轮疫情高峰；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	11204	14683	16902
收入同比（%）	10.6%	-12.1%	31.0%	15.1%
归属母公司净利润	1340	713	1130	1389
净利润同比（%）	295.6%	-46.8%	58.5%	22.9%
毛利率（%）	42.1%	37.3%	37.6%	38.0%
ROE（%）	6.9%	3.6%	5.5%	6.3%
每股收益（元）	1.36	0.63	1.00	1.22
P/E	19.79	48.51	30.61	24.91

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	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	17048	17666	23207	24584	<b>营业收入</b>	12753	11204	14683	16902
现金	14303	15413	19101	21543	营业成本	7379	7020	9159	10475
应收账款	268	163	419	241	营业税金及附加	331	263	367	406
其他应收款	210	458	216	675	销售费用	1644	1401	1791	2028
预付账款	145	236	244	316	管理费用	1419	1288	1645	1859
存货	1756	1030	2860	1442	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
<b>非流动资产</b>	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	147	231	244
固定资产	6861	6395	5381	4591	<b>营业利润</b>	1906	1112	1677	2111
无形资产	1194	1344	1594	1794	营业外收入	61	0	0	0
其他非流动资产	12501	12315	12057	11834	营业外支出	60	0	0	0
<b>资产总计</b>	39151	39446	43977	44638	<b>利润总额</b>	1906	1112	1677	2111
<b>流动负债</b>	10634	9697	13105	12408	所得税	528	426	554	753
短期借款	197	296	344	417	<b>净利润</b>	1378	686	1123	1358
应付账款	2850	1830	4022	2380	少数股东损益	38	-27	-7	-31
其他流动负债	7587	7572	8740	9612	<b>归属母公司净利润</b>	1340	713	1130	1389
<b>非流动负债</b>	8414	9414	9414	9414	EBITDA	3822	2778	3666	3940
长期借款	739	739	739	739	EPS (元)	1.36	0.63	1.00	1.22
其他非流动负债	7675	8675	8675	8675					
<b>负债合计</b>	19048	19111	22519	21822					
少数股东权益	756	729	722	691					
股本	1133	1133	1133	1133					
资本公积	10089	10089	10089	10089					
留存收益	8125	8385	9515	10904					
归属母公司股东权	19347	19606	20736	22125					
<b>负债和股东权益</b>	39151	39446	43977	44638					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	2772	1809	4619	3483
净利润	1378	686	1123	1358
折旧摊销	1834	1512	1907	1759
财务费用	561	303	317	318
投资损失	-233	-147	-231	-244
营运资金变动	-756	-543	1506	295
其他经营现金流	2121	1227	-387	1059
<b>投资活动现金流</b>	963	-1040	-662	-796
资本支出	-1102	-438	-321	-379
长期投资	82	-749	-572	-660
其他投资现金流	1983	147	231	244
<b>筹资活动现金流</b>	864	342	-269	-245
短期借款	-3	99	48	73
长期借款	-45	0	0	0
普通股增加	155	0	0	0
资本公积增加	3576	0	0	0
其他筹资现金流	-2820	243	-317	-318
<b>现金净增加额</b>	4593	1110	3688	2442

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.6%	-12.1%	31.0%	15.1%
营业利润	204.9%	-41.7%	50.8%	25.9%
归属母公司净利润	295.6%	-46.8%	58.5%	22.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	42.1%	37.3%	37.6%	38.0%
净利率 (%)	10.5%	6.4%	7.7%	8.2%
ROE (%)	6.9%	3.6%	5.5%	6.3%
ROIC (%)	4.6%	2.4%	3.5%	4.0%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	48.7%	48.4%	51.2%	48.9%
净负债比率 (%)	94.8%	94.0%	104.9%	95.6%
流动比率	1.60	1.82	1.77	1.98
速动比率	1.39	1.65	1.51	1.81
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.38	0.29	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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	1.36	0.63	1.00	1.22
每股经营现金流	2.44	1.59	4.07	3.07
每股净资产	17.08	17.27	18.27	19.49
<b>估值比率</b>				
P/E	19.79	48.51	30.61	24.91
P/B	1.58	1.76	1.67	1.56
EV/EBITDA	7.21	11.36	7.61	6.48

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、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。