

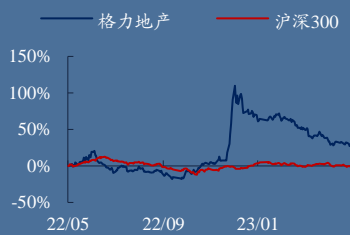


Research and
Development Center

大湾区之明珠，发力横琴与海南

—格力地产（600185.SH）首次覆盖报告

2023年5月18日

证券研究报告
公司研究
首次覆盖报告
格力地产 (600185. SH)
投资评级 增持
上次评级 -


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

| | |
|-----------------|------------|
| 收盘价 (元) | 7.75 |
| 52 周内股价波动区间 (元) | 12.69-4.96 |
| 最近一月涨跌幅 (%) | -7.30 |
| 总股本 (亿股) | 18.85 |
| 流通 A 股比例 (%) | 100.00 |
| 总市值 (亿元) | 146.09 |

资料来源：万得，信达证券研发中心

刘嘉仁 社零&美护首席分析师

执业编号：S1500522110002

联系电话：15000310173

邮箱：liujiaren@cindasc.com

社服&零售分析师 涂佳妮

执业编号：S1500522110004

联系电话：15001800559

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

格力地产 (600185. SH)：大湾区之明珠，发力横琴与海南

2023 年 5 月 18 日

本期内容提要：

◆**格力地产拟收购珠免 100% 股权。**格力地产拟向珠海市国资委、城建集团购买珠海免税 100% 股权，交易对价 89.78 亿元，其中股份对价 76.31 亿元，现金对价 13.47 亿元；此外，拟向不超过 35 名特定投资者发行股票募集配套资金，募资额预计不超 70 亿元。本次交易前，格力地产总股本为 18.85 亿股，交易完成后格力地产总股本将增至 33.03 亿股。

◆**格力地产在大消费+精品地产+生物医药方面齐头并进，免税业务有望成为公司新增长点。**房地产业务为公司核心主业，经营模式以自主开发销售为主，主要产品为中高端住宅，定位于精品化路线；自 2016 年开始拓展大健康产业，围绕科研孵化+产品落地+资源整合，2020 年起布局加速，在产品研发、创新及销售等方面持续升级，以把握生物医药产业新机遇；重组完成后，公司主营业务将发生实质性转变，发展成为拥有以免税业务为主导的大消费产业、坚持精品化路线的房地产业、以科华生物为平台的生物医药大健康产业三大板块齐头并进的公司。

◆**珠免集团深耕口岸免税行业 40 余年，是国内最早一批经国务院批准开展免税品销售的国有独资公司，旗下有 14 家控股公司，9 家为免税业务相关，覆盖免税品采购、销售全环节。珠免集团在渠道端、品类端、物业端和运营端全面综合发展：**

1) **渠道端：**①**口岸免税：**珠免市场份额约 3.5%，口岸免税业务体量居全国第二，截至 23 年 3 月，珠免旗下共拥有 7 家已开业免税店和 5 家已中标免税店，其中 10 家均地处粤港澳大湾区，在珠海各口岸布局较为完整，有望承接大湾区发展红利，其中拱北口岸店为亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店，且经营稳健，2019-20 年单店营收分别 19.79、20.05 亿元，毛利率均可达约 46%；同时，珠免口岸免税版图已拓展至广西、内蒙古等地，并计划持续扩大全国机场口岸免税业务；②**横琴布局：**珠免提前布局横琴深合区，已中标横琴口岸出境免税店，并正在筹备特色零售标杆项目珠免横琴创新方，且未来拟在横琴进行轻资产+重资产并重的业务布局，有望把握横琴封关后带来的市场机遇；③**海南布局：**东西双线并行，一方面计划依托三亚合联项目申请离岛免税牌照，另一方面按照海南省总体部署积极拓展海南西线免税市场布局；④**市内免税：**珠海为国家重点口岸城市及粤港澳大湾区核心城市，年出入境旅客流量超 1.7 亿人次；珠免作为珠海市属国企，占据珠港澳三地出境口岸的核心窗口。我们认为，未来珠免有望在珠海拓展市内免税市场，发挥市内+口岸渠道的联动效应，获取增量业绩。

2) **品类端：**珠免供应链完善，烟酒为传统强项，2022 年 1-11 月疫情下烟、酒销售占比分别高达 84%、14.5%；同时，珠免香化品类引入品牌持续提质扩容，近期拱北口岸进境店已升级改造、开启试营业，并计划于 23 年 5 月 24 日正式开业，新店拟引入超 100 个国际高端香化品牌，其中陆路口岸首进品牌比例超 50%；展望未来，珠免计划构建香化+精品的多元品类矩阵，逐步提升香化及精品的销售占比，顺应出入境旅客消费需求。

3) **物业端：**珠免免税店及商铺物业多为自有或国资委持有，其中自有物业主要包括拱北口岸、九洲港口岸免税店及三亚合联 CBD 项目，该模式下无租金返点压力，可为利润率提供更大空间；租赁物业多由珠海市国资委或珠免控股股东持有，我们预计租金政策较为合理；

4) 运营端：珠免积极布局数字零售，与格力地产合作打造免税+保税+有税综合性电商平台珠海免税 Mall，线上、线下并轨，并搭建会员服务体系、积极开拓新消费场景，截至 2021 年末，珠海免税 Mall 累计访问量达到 1848.1 万，总用户数 148.6 万，订单累计积分总数 6400 万，商品序列数超 1.2 万个。

◆**盈利预测及投资建议：**公司深耕粤港澳大湾区，具备优质资源。若注入免税资产后，将有望在口岸免税业务稳定增长的同时拓展市内及离岛免税业务，业绩增长可期。不考虑免税业务，基于公司现有业务，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.19 元、0.26 元、0.31 元，对应 2023 年 5 月 17 日股价 PE 分别为 41、30、25X。当前公司免税资产注入进程持续推进，公司估值与可比公司平均水平相近，免税业务有望为公司注入成长新动能，首次覆盖，给予“增持”评级。

◆**风险提示：**交易事项进展不及预期风险；现金流风险；经营相关风险；政策风险等。

| 重要财务指标 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 营业总收入(百万元) | 7,133 | 4,047 | 5,978 | 6,418 | 6,604 |
| 增长率 YoY % | 11.6% | -43.3% | 47.7% | 7.4% | 2.9% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 460 | -2,684 | 360 | 492 | 594 |
| 增长率 YoY% | -17.6% | -682.8% | 113.4% | 36.9% | 20.6% |
| 毛利率% | 25.9% | 24.2% | 28.1% | 29.6% | 30.2% |
| 净资产收益率 ROE% | 5.1% | -42.4% | 5.4% | 6.9% | 7.6% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.24 | -1.42 | 0.19 | 0.26 | 0.31 |
| 市盈率 P/E(倍) | 31.73 | — | 40.62 | 29.67 | 24.61 |
| 市净率 P/B(倍) | 1.62 | 2.31 | 2.18 | 2.03 | 1.88 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测；股价为 2023 年 5 月 17 日收盘价

目录

| | |
|---|----|
| 投资聚焦 | 6 |
| 1、重启收购珠免集团，预计共增发不超过 23.72 亿股 | 6 |
| 1.1、拟收购珠免 100% 股权，国资委持股将进一步提升 | 6 |
| 1.2、定增部分：拟向不超过 35 名特定投资人募资不超过 70 亿元 | 8 |
| 1.3、业绩承诺及估值测算 | 9 |
| 2、珠免集团：深耕口岸免税行业 40 余年的老牌免税运营商 | 10 |
| 2.1、珠免基本情况：深耕口岸免税 40 余年，旗下子公司覆盖免税品采购、销售全环节 .. | 10 |
| 2.2、业务概况：具有免税、有税、保税三大业务运营经验；免税收入贡献占比超 90% ... | 12 |
| 2.3、渠道端：巩固口岸免税业务，深度布局横琴+海南 | 13 |
| 2.4、品类端：烟酒为传统强项，香化品牌持续扩容提质 | 17 |
| 2.5、物业端：物业多为自有或国资委持有，为利润率提供更大空间 | 18 |
| 2.6、运营端：布局数字零售，构建全渠道销售网络 | 19 |
| 3、格力地产：大消费+精品地产+大健康齐头并进 | 20 |
| 3.1、从历史沿革看格力地产核心业务 | 20 |
| 3.2、地产业务：贡献主要收入来源，定位于精品化路线 | 21 |
| 3.3、大健康业务：科研孵化+产品落地+资源整合，产业布局有所加速 | 22 |
| 4、盈利预测与投资建议 | 23 |
| 4.1、核心假设与盈利预测 | 23 |
| 4.2、投资建议 | 25 |
| 5、风险提示 | 26 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1、珠免发展历程 | 11 |
| 表 2、珠免门店布局情况 | 14 |
| 表 3、珠免在珠海各口岸布局情况 | 15 |
| 表 4、珠免及格力地产旗下正进行或有望用于免税品经营业务/商铺的物业情况 | 19 |
| 表 5、公司房地产开发投资情况（截至 2022 年年报） | 22 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1、交易前珠免集团股权结构 | 7 |
| 图 2、交易前格力地产股权结构 | 7 |
| 图 3、交易方案情况 | 7 |
| 图 4、收购后股权结构（未考虑定增） | 8 |
| 图 5、格力地产募资用途梳理 | 9 |
| 图 6、定增后股权结构（假设募资 70 亿，按 23 年 3 月 23 日前 20 交易日收盘价均价计算） .. | 9 |
| 图 7、珠海免税利润预测&格力地产市值及估值情况（亿元） | 10 |
| 图 8、珠免子公司及其主营业务 | 12 |
| 图 9、珠免业务结构 | 12 |
| 图 10、珠免营收构成及增速情况（亿元） | 13 |
| 图 11、珠免净利润及增速情况（亿元） | 13 |
| 图 12、珠免与中免毛利率对比情况 | 13 |
| 图 13、珠免与中免净利率对比情况 | 13 |
| 图 14、2017-2018 年珠免集团市占率情况 | 14 |
| 图 15、2020-2021 年珠免集团市占率情况 | 14 |
| 图 16、拱北口岸客流情况（亿人次） | 15 |
| 图 17、珠免拱北口岸免税店营收（亿元）及毛利率情况 | 15 |
| 图 18、横琴粤澳深度合作区范围 | 16 |
| 图 19、横琴创新方外景情况 | 16 |
| 图 20、三亚合联中央商务区外部效果图 | 17 |
| 图 21、三亚合联中央商务区内部效果图 | 17 |
| 图 22、珠免集团母公司分品类销售占比 | 17 |
| 图 23、珠免集团母公司烟酒品类销售收入及毛利率情况 | 17 |
| 图 24、珠免引入品牌情况 | 18 |
| 图 25、珠海免税 Mall 平台介绍 | 20 |
| 图 26、格力地产历史沿革 | 21 |
| 图 27、公司房地产业务营收及增速情况（亿元） | 22 |
| 图 28、公司房地产业务毛利率情况 | 22 |
| 图 29、公司大健康产业布局时间轴梳理 | 23 |
| 图 30、珠海免税利润预测（亿元） | 24 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 31、公司房地产业务收入（亿元）与毛利率预测..... | 24 |
| 图 32、公司大健康业务业绩预测（亿元）..... | 25 |
| 图 33、公司业绩预测（百万元）..... | 25 |
| 图 34、公司可比公司估值表..... | 26 |

投资聚焦

拟收购珠海免税，免税业务有望成为公司新增长点。格力地产成立于1999年，并于2009年成功上市，自2016年开始，公司逐步丰富主业，围绕科研孵化+产品落地+资源整合拓展大健康产业，并于2020年公司启动珠海免税收购事项。此次交易完成后，公司将正式步入以免税业务为主导的大消费产业、坚持精品化路线的房地产业、以科华生物为平台的生物医药大健康产业三大板块齐头并进的新征程。

本篇报告将重点分析珠海免税的核心竞争优势：

在渠道端，我们详细梳理珠海免税在口岸渠道、横琴市场和海南市场的现有布局及未来看点，我们认为，当前珠免已为华南地区口岸免税龙头，在珠海各口岸布局已较为完整，未来增量除来源于现有业务的不断巩固（其中拱北口岸店为主要业绩来源），珠免在全国口岸的拓展亦值得期待；同时，横琴深合区市场大有可为，而珠免已进行提前布局，具备较强先发优势及区位优势；在海南免税市场，珠免亦进行东、西双线布局，建议关注后续牌照申请进展。

在品类端，我们认为高毛利的烟酒品类销售占比较高为珠免盈利能力优异的主要原因之一，但当前珠免并未局限于烟酒品类，其多元化品类矩阵的构建、尤其是香化品类高端品牌的引入亦已取得较大进展。

在物业端，珠免免税店及商铺物业多为自有或国资委持有，租金返点压力相对较小，有望支撑公司优异的盈利能力，我们认为市场或忽视了珠免在物业租金方面的显著优势。

在运营端，珠免与公司早于2020年即合作打造免税+保税+有税的综合性电商平台“珠海免税Mall”，并与线下渠道逐步融合，全渠道销售能力持续强化，我们认为平台的潜力仍有较大挖掘空间，后续或将逐步释放。

最后，我们对公司注入珠海免税前后分别进行盈利预测及估值分析。暂不考虑合并珠海免税的口径下，我们预计公司2023-2025年营业收入分别为59.78亿元、64.18亿元、66.04亿元，归母净利润分别为3.60亿元、4.92亿元、5.94亿元，每股收益分别为0.19元、0.26元、0.31元。截至2023年5月17日收盘价，对应2023-2025年PE分别为41、30、25X。

1、重启收购珠免集团，预计共增发不超过23.72亿股

1.1、拟收购珠免100%股权，国资委持股将进一步提升

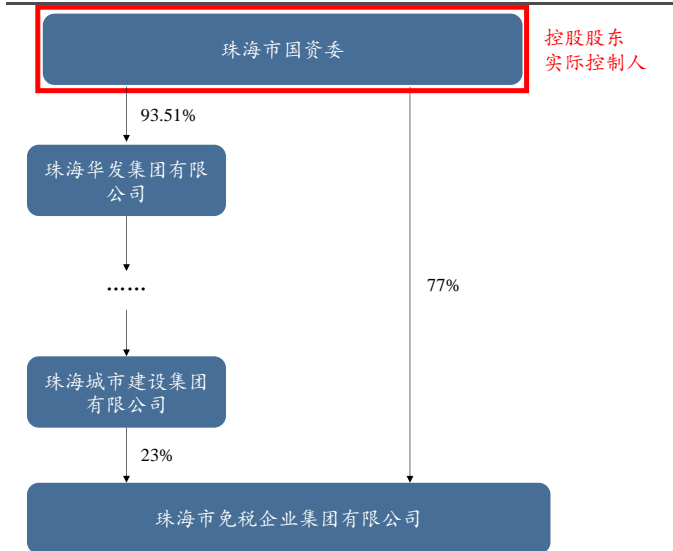
格力地产拟注入深耕行业多年、具备优秀运营能力和盈利能力的老牌免税商珠海免税，与公司现有消费板块形成互补，重组完成后，公司将步入以免税业务为主导的大消费产业+坚持精品化路线的房地产业+以科华生物为平台的生物医药大健康产业三大板块齐头并进的发展阶段。

公司此前于2020年5月23日首次披露拟收购珠免100%股权，21年2月10日公司原董事长鲁君四因涉嫌内幕交易被证监会立案调查，公司暂停该重大资产重组事项；22年11月1日，公司公告已完成换届选举，导致该重组暂停的事由已消除；22年11月28日，

证监会披露《证监会新闻发言人就资本市场支持房地产市场平稳健康发展答记者问》，恢复涉房上市公司并购重组及配套融资等；22年12月2日，公司公告拟重启收购珠免100%股权，并于23年3月23日披露新版交易报告书草案；23年4月4日，公司公告该交易事项已获得珠海市国资委批复。

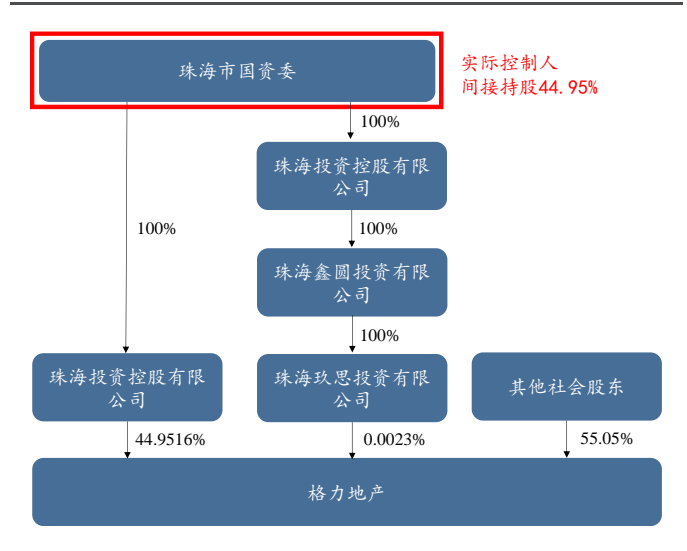
交易前股权结构：本次交易前，珠海市国资委持有珠免集团77%股权，城建集团持有珠免集团23%股权，珠免的控股股东和实际控制人均为珠海市国资委；珠海市国资委通过海投公司及海投公司旗下玖思投资间接持有格力地产已发行股份的44.95%，为格力地产实际控制人。

图 1、交易前珠免集团股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 2、交易前格力地产股权结构



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

格力地产拟向珠海市国资委、城建集团购买珠海免税100%股权，交易对价89.78亿元，其中股份对价76.31亿元，占比85%，现金对价13.47亿元，占比15%。

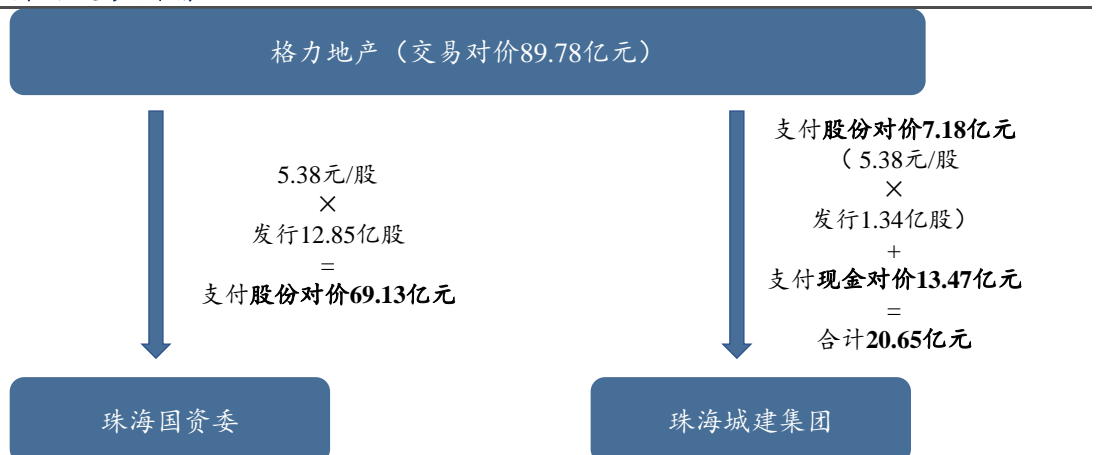
➤ 向珠海市国资委发行股份

格力地产拟以5.38元/股向珠海市国资委发行A股12.85亿股，支付股份对价69.13亿元。

➤ 向城建集团发行股份及支付现金

格力地产拟以5.38元/股向城建集团发行A股1.34亿股，支付股份对价7.18亿元，同时支付现金对价13.47亿元，合计20.65亿元。

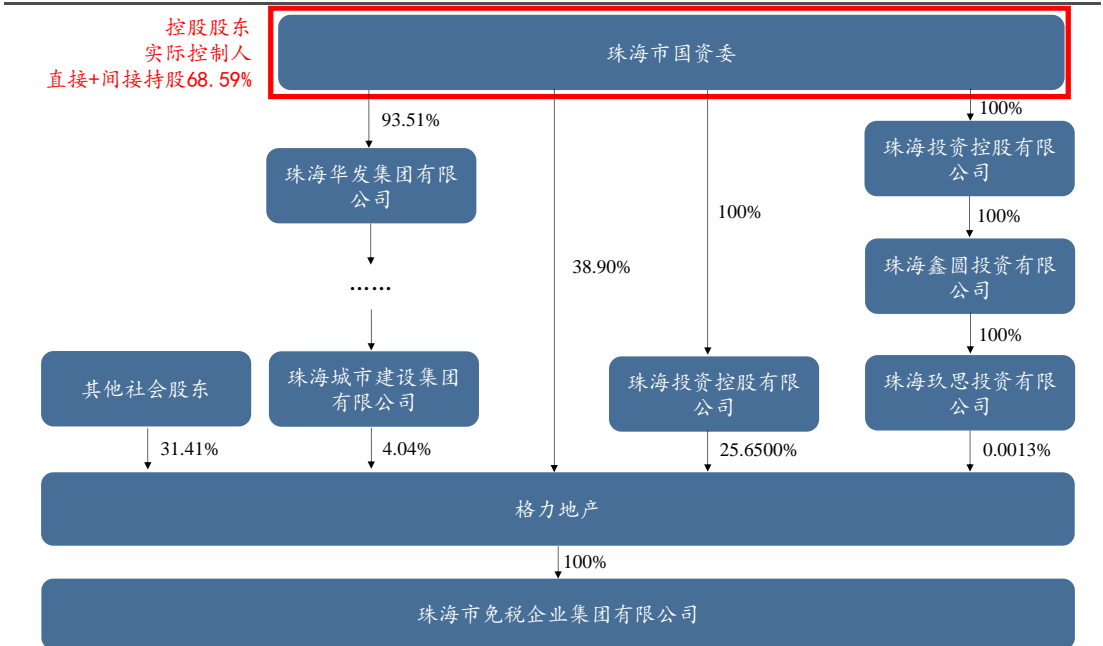
图 3、交易方案情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

收购后格力地产持有珠免 100% 股权，国资委对格力地产持股比例进一步提升。收购后，珠海市国资委直接持有格力地产总股本的 38.90%，城建集团持股 4.04%，海投公司及玖思投资合计持股 25.65%；最终珠海国资委对格力地产的持股比例将由 44.95% 上升至 68.59%。本次交易前，格力地产总股本为 18.85 亿股，交易完成后格力地产总股本将增至 33.03 亿股。

图 4、收购后股权结构（未考虑定增）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.2、定增部分：拟向不超过 35 名特定投资人募资不超过 70 亿元

公司拟向不超过 35 名特定投资者发行股票募集配套资金，募资额预计不超 70 亿元。从募资用途来看，本次募资额主要用于：①补充流动资金及偿还债务（33.70 亿，48.15%）；②支付现金对价（13.47 亿，19.24%）；③存量涉房项目（10.52 亿，15.02%）；④三亚合联 CBD 商业中心项目（8.99 亿，12.85%）；⑤珠海免税建设项目，主要包括门店升级改造、信息化升级及智能仓储中心建设（3.32 亿元，4.74%）。

本次募资额中，用于标的资产珠免集团的资金约 12.31 亿元，占比约 17.59%，主要涉及三亚合联 CBD 商业中心项目及珠海免税建设项目。

- **三亚合联 CBD 项目：**珠免拟使用募集资金增资格力地产全资子公司三亚合联建设发展有限公司并取得控制权，并以募集资金专项用于三亚合联项目建设。该项目总投资 13.29 亿元，定位于高端滨海商业中心及商务办公区，计划建成一栋地上 5 层、地下 2 层的高端零售商业中心，总建筑面积 11.84 万平米；当前该项目正处于主体结构建设中，截至 2023 年 2 月已完成总工程量的 40%，项目方预计将于 2024 年完工；完工后，项目拟采用自营+联营方式开展经营。
- **珠海免税建设项目：**1) **门店改造升级：**拟针对珠海市及中山市 5 家口岸免税店、1 家口岸有税项目及横琴创新方项目进行翻新或装修升级改造，新增智能化门店相关软硬件，以提高门店数字化及智能化运营能力，涉及门店总面积为 0.96 万平米，计划总投资为 1.96 亿元，建设期 3 年。2) **信息化升级及智能仓储中心建设：**项目

拟对约 155 平米现有及在租办公楼进行信息化升级，并对新租仓库进行装修改造，建设约 4800 平米智能仓储中心，计划总投资 1.36 亿元，建设期 3 年。

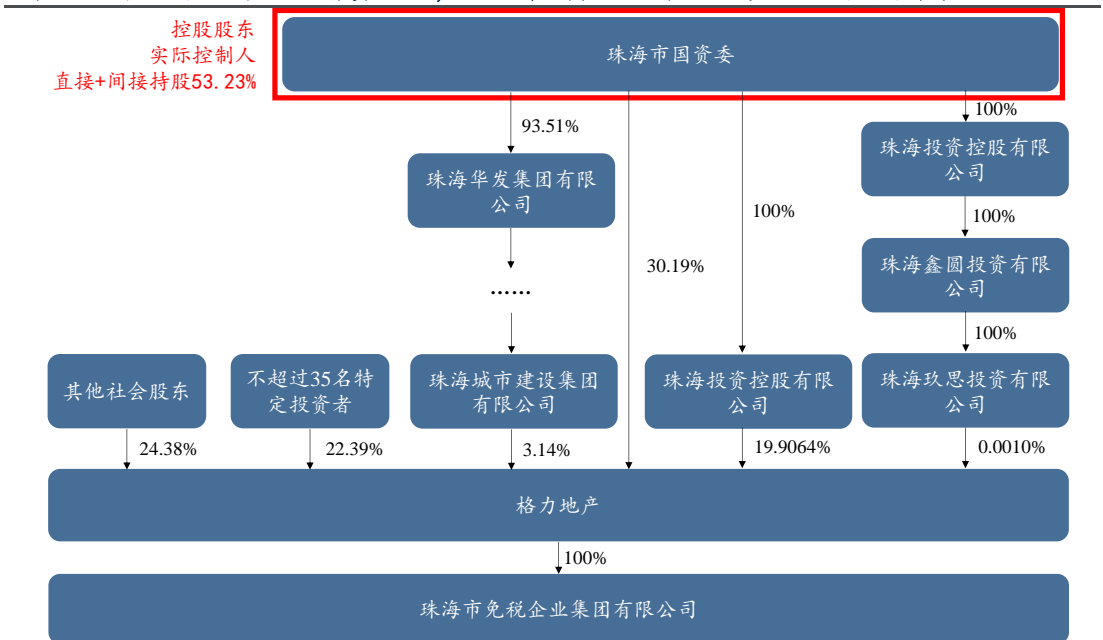
图 5、格力地产募资金用途梳理

| 用途方向 | 项目名称 | 拟使用募集资金金额（亿元） | 占比 |
|-----------------------------|------------------|---------------|--------|
| 补充流动资金及偿还债务 | 补充流动资金及偿还债务 | 33.71 | 48.15% |
| 支付现金对价 | 支付现金对价 | 13.47 | 19.24% |
| 项目建设 | 三亚联合中央商务区商业中心项目 | 8.99 | 12.85% |
| 存量涉房项目 (10.52亿元, 15.02%) | 珠海格力海岸六期 | 2.96 | 4.23% |
| | 珠海格力海岸七期 | 5.25 | 7.50% |
| | 重庆格力两江总部公园 | 2.30 | 3.29% |
| 标的公司建设项目 (3.32亿元, 4.74%) | 门店升级改造项目 | 1.96 | 2.80% |
| | 信息化升级及智能仓储中心建设项目 | 1.36 | 1.94% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算

定增后股权结构：假设募资 70 亿，按 23 年 3 月 23 日前 20 交易日收盘价均价计算，合计支付股份对价后，公司总股本将达 42.31 亿股，若珠海市国资委下属企业不在此轮继续增资，我们预计珠海市国资委对公司的股权将最多被稀释至 53.23%。其中，珠海市国资委直接持有公司总股本的 30.19%，城建集团持股 3.14%，海投公司及玖思投资合计持股 19.91%。

图 6、定增后股权结构（假设募资 70 亿，按 23 年 3 月 23 日前 20 交易日收盘价均价计算）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

1.3、业绩承诺及估值测算

本次交易后，我们预计募集配套资金（假设募资 70 亿，按 5 月 16 日前 20 交易日收盘价均价的 80%）+发行股份后总股本将达 46.72 亿股，按 23 年 5 月 16 日前 20 个交易日收盘价均价的 80% 计算，对应公司隐含总市值 298.66 亿元；按公司 22 年 12 月 2 日（停牌前）市值计算，公司房地产业务估值 122.71 亿元，对应免税业务估值 175.95 亿元。

根据草案，公司预计 23-25 年珠海免税营收分别 18.22、20.72、22.49 亿元，合并恒超发展后 23-25 年业绩承诺分别 5.02、5.67、6.20 亿元；按公司业绩承诺计算，当前隐含免税业务市值对应二级市场估值对应 23、24、25 年 PE 分别为 55、49、45X。

图 7、珠海免税利润预测&格力地产市值及估值情况（亿元）

| 珠海免税利润预测 | | | | 格力地产市值&估值（按截至2022年12月总股本计算） | | | |
|-----------|-------|--------|-------|------------------------------|--------|-------|-------|
| 科目 | 2023E | 2024E | 2025E | 2023年5月16日前20个交易日收盘均价的80%（元） | | | 6.39 |
| 营业收入 | 18.22 | 20.72 | 22.49 | 交易对价（亿元） | 89.78 | | |
| YoY | | 13.73% | 8.56% | 现金对价（亿元） | 13.47 | | |
| 营业成本 | 9.40 | 11.07 | 12.08 | 股份对价（亿元） | 76.31 | | |
| YoY | | 17.77% | 9.04% | 定增募集资金（亿元） | 70.00 | | |
| 毛利润 | 8.81 | 9.64 | 10.41 | 募集股数（亿股） | 13.69 | | |
| 毛利率 | 48% | 47% | 46% | 支付股份对应金额（亿元） | 76.31 | | |
| 税金及附加率 | 1% | 1% | 1% | 向交易对方发行价格（元/股） | 5.38 | | |
| 销售费率 | 7% | 6% | 6% | 向交易对方发行股份（亿股） | 14.18 | | |
| 管理费 | 5% | 4% | 4% | 募集前总股本（亿股） | 18.85 | | |
| 财务费率 | 2% | 2% | 1% | 募集后总股本（亿股） | 46.72 | | |
| 营业利润 | 6.12 | 6.89 | 7.56 | 隐含总市值（亿元） | 298.66 | | |
| 所得税率 | 25% | 25% | 25% | 格力地产业务估值（亿元） | 122.71 | | |
| 净利润 | 4.59 | 5.17 | 5.67 | 格力地产免税业务隐含市值（亿元） | 175.95 | | |
| 加：恒超发展净利润 | 0.42 | 0.50 | 0.53 | 交易价格对应二级市场估值 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 净利润合计 | 5.02 | 5.67 | 6.20 | PE（仅考虑珠海免税） | 17.90 | 15.83 | 14.48 |
| 净利率 | 27.5% | 27.4% | 27.6% | PS（仅考虑珠海免税） | 4.93 | 4.33 | 3.99 |
| | | | | 隐含总市值对应二级市场估值 | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | | | 格力地产净利润（亿元） | 7.90 | 8.69 | 9.56 |
| | | | | PE | 37.80 | 34.37 | 31.24 |
| | | | | 隐含免税业务市值对应二级市场估值 | 2023E | 2024E | 2025E |
| | | | | PE（仅考虑珠海免税） | 35.07 | 31.03 | 28.38 |
| | | | | PS（仅考虑珠海免税） | 9.66 | 8.49 | 7.82 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心测算；注：公司此次募集配套资金发行价格不低于其定价基准日前20个交易日上市公司股票均价的80%，我们假设以报告外发前的2023年5月16日作为定价基准日计算

2、珠免集团：深耕口岸免税行业 40 余年的老牌免税运营商

2.1、珠免基本情况：深耕口岸免税 40 余年，旗下子公司覆盖免税品采购、销售全环节

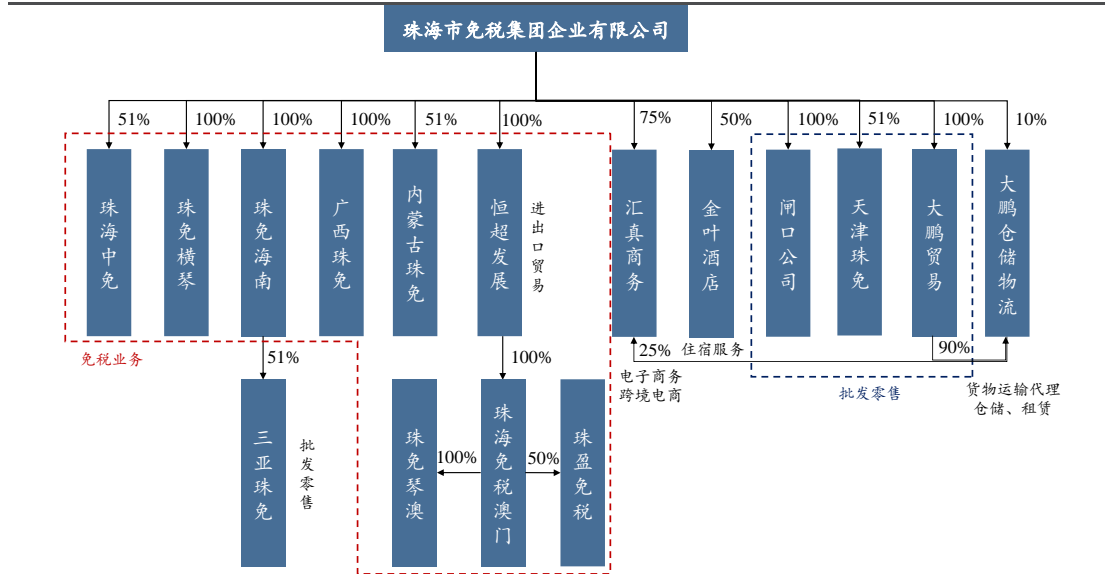
珠海市免税企业集团始建于 1980 年，是国内最早一批经国务院批准开展免税品销售的国有独资公司。珠免前身为“拱北免税品商店”，1988 年更名为珠海免税公司，1995 年更名为珠海市免税企业集团有限公司。40 余年的发展历程中，珠免把握特区经济发展趋势及发展优势，于 2005 年在珠澳跨境工业区口岸设立口岸免税店、2018 年获得港珠澳大桥珠港口岸出境免税店经营权、2019 年获得港珠澳大桥珠海公路口岸进境免税店经营权同时在澳门开始市内免税店。同时，珠免积极布局港珠澳以外的口岸免税及离岛免税，覆盖海南、天津、广西、内蒙古等城市。

表 1、珠免发展历程

| 时间 | 事件 |
|------|--|
| 1980 | 广东省对外经济工作委员会作出《关于开办免税品销售业务的批复》 广东省商业厅发文拟定由旅游商品供应公司在 拱北口岸开办免税品商店 |
| 1981 | 广东省人民政府同意珠海市开办关前商店 设立珠海市友谊公司免税品商店 |
| 1988 | 珠海免税商品供应公司更名为“珠海免税公司” 成立香港恒超发展有限公司 |
| 1989 | 珠海经济特区国营外币免税商场开业（国内首批市内免税店） |
| 1995 | “珠海免税公司”更名为“珠海市免税企业集团有限公司” 国务院办公厅发文通知“进京口岸免税店暂予保留” |
| 2005 | 海关总署同意珠海免税集团在珠澳跨境工业区口岸设立口岸免税店 |
| 2008 | 珠海国贸购物广场有限公司股权划转至珠海免税集团 |
| 2011 | 改制为有限责任公司 |
| 2013 | 珠海市国资委下发《关于将珠海市免税企业集团有限公司23%股权无偿划转给珠海城市建设集团有限公司的通知》 |
| 2016 | 珠海市国资委下发《关于珠海市免税企业集团有限公司增加注册资本有关事项的意见》 珠海汇优城进口（跨境）商品直销中心正式开业 |
| 2017 | 中标天津滨海机场进境免税店、珠海闸口进出境免税店经营权 |
| 2018 | 获得港珠澳大桥珠港口岸出境免税店经营权 成立珠海免税（澳门）一人有限公司 |
| 2019 | 获港珠澳大桥珠海公路口岸进境免税店经营权 在澳门市内开设免税店 |
| 2020 | 根据珠海市国资委新一轮国企改革工作部署， 珠海市免税企业集团有限公司与珠海投资控股有限公司重组整合 获南宁吴圩国际机场进境免税店、鄂尔多斯伊金霍洛国际机场进境免税店经营权 成立珠免集团（珠海横琴）商业有限公司、珠海市珠免琴澳商业有限公司、珠免集团（海南）免税品有限公司 |
| 2021 | 与三亚旅文集团合资运营的珠海免税·三亚旅投商场正式开业 |
| 2022 | 成功中标横琴口岸出境大厅出境免税店、广东中山港口岸出境免税店和珠海湾仔口岸出境免税店经营权项目 |
| 2023 | 格力地产拟向珠海市国资委、城建集团购买珠海免税100%股权，交易对价89.78亿元 |

资料来源：珠免集团官网、珠海市人民政府、公司公告，信达证券研发中心

旗下 14 家控股子公司，9 家均为免税业务相关。珠海免税企业集团有限公司旗下共有 14 家控股子公司，其中 8 家主营免税品零售业务，包括珠海中免、珠免海南、珠免横琴、广西珠免、内蒙古珠免等；恒超发展主营免税品采购，实现免税品采购、销售全环节覆盖。此外，旗下汇真商务主要从事电子商务、跨境电商业务；大鹏仓储物流主营货物运输代理、仓储租赁；三亚珠免、天津珠免、闸口公司、大鹏贸易主营批发零售业务；金叶酒店主营住宿服务。

图 8、珠免子公司及其主营业务


2.2、业务概况：具有免税、有税、保税三大业务运营经验；免税收入贡献占比超 90%

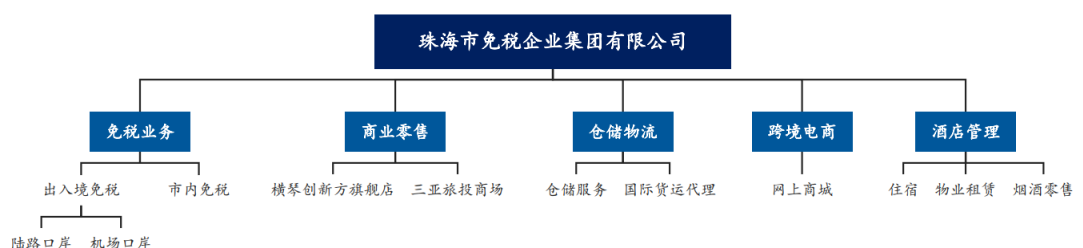
珠免业务多元，已形成以免税业务为核心，涵盖口岸免税、多元商贸、跨境商务、口岸经济、商业综合、线上渠道的综合投资开发业务体系：

1) **免税业务方面**，珠免主要经营出入境免税，在国内共拥有 12 家陆路口岸和机场口岸出入境免税店，其中拱北口岸免税店是目前国内单店面积最大的陆路口岸免税店。珠免口岸免税业务销售体量居全国第二，占据东南地区口岸免税龙头地位；

2) **商业零售方面**，珠免三亚旅投商场于 2021 年 8 月 28 日开业，目前经营品类涵括香化、酒水、食品、母婴用品、保健品、精品和数码电子等七大品类 5000 余款产品；此外，珠免旅游零售项目于 22 年 5 月入驻横琴创新方，计划打造有税+免税多元化生态体系的高品质消费体验中心；

3) **仓储物流方面**，珠免旗下大鹏仓储物流有限公司成立于 2005 年，主要经营仓储服务、国际货运代理；

4) **跨境电商方面**，珠海免税网上商城（珠海免税 Mall）于 2020 年 3 月上线，为综合性 BBC 电商平台，其下“珠免国际”板块致力于打造一站式正品全球购物服务平台。

图 9、珠免业务结构


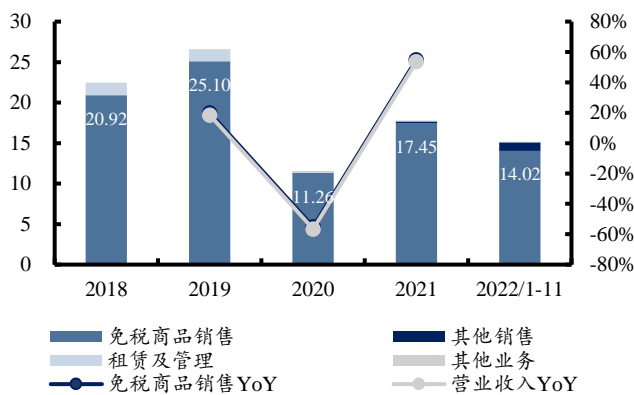
资料来源：珠免集团官网、中国新闻网，信达证券研发中心

免税业务体量可观，为主要业绩来源：

1) 营收端来看，珠免免税业务贡献营收占比均在90%以上。疫情前珠免免税业务营收占比约93%-94%，2019年珠免营业收入为26.60亿元，同比增长18%，其中免税品销售业务营业收入为25.10亿元，占比94%，为珠免最主要收入来源；疫情冲击下，随着口岸客流的缺失，珠免营收下滑，而免税业务收入占比进一步提升，2020-2021年免税品销售贡献约97%-98%的收入。

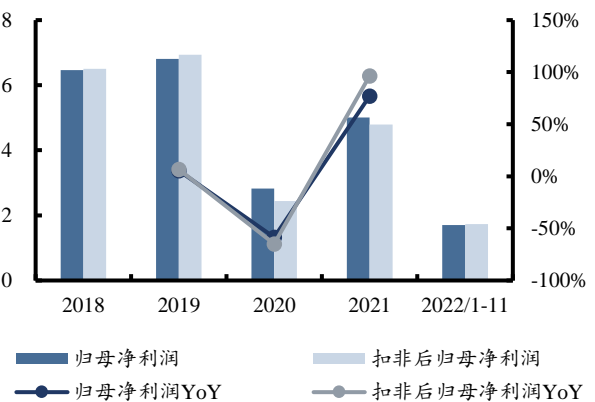
2) 利润端来看，珠免盈利能力优异。2018-2021年珠免毛利率均超50%，我们预计主因毛利率较高的烟酒品类为珠免优势品类，该品类销售占比较高；同期珠免净利率分别约27%-34%，我们预计珠免约90%的业务均集中于珠海地区，而其于珠海地区的大多数店面均为珠免自有或是由珠海国资委持有，租金成本或较低。

图 10、珠免营收构成及增速情况（亿元）



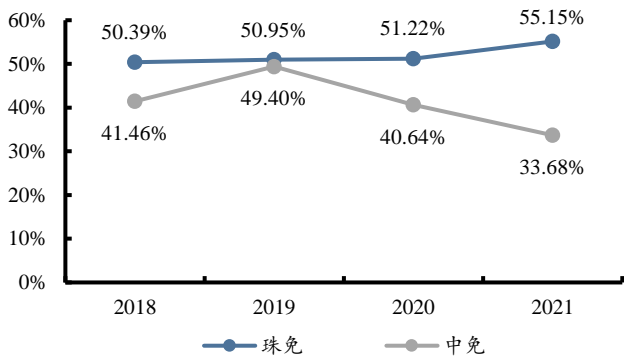
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11、珠免净利润及增速情况（亿元）



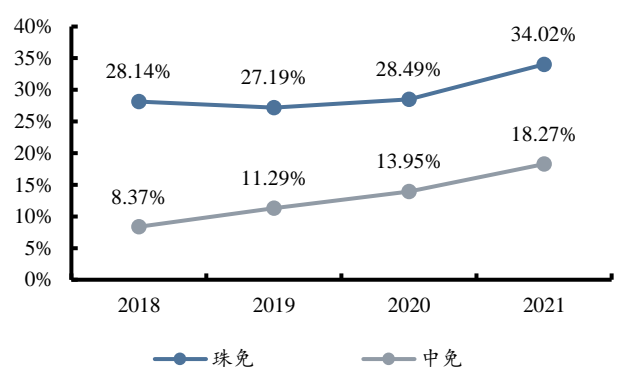
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：为净利润口径

图 12、珠免与中免毛利率对比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

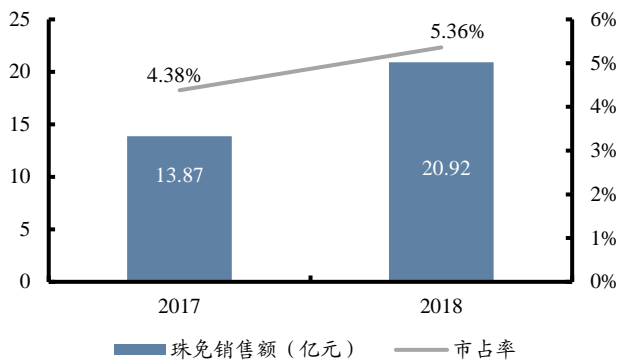
图 13、珠免与中免净利率对比情况



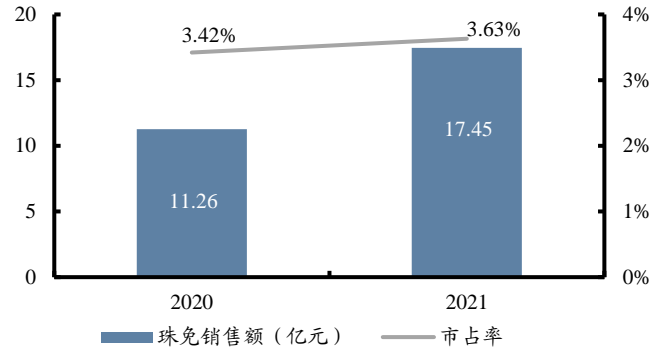
资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：为净利润口径

2.3、渠道端：巩固口岸免税业务，深度布局横琴+海南

珠免市场份额约3.5%，口岸免税业务体量居全国第二。根据 Generation Research，2017-2018年，珠免集团市占率约4%-5%；根据沙利文，2020-2021年，珠免集团占有率维持在约3.50%并呈上升趋势，在中国免税商中位列第四。过往珠免主要深耕口岸免税渠道，门店集中于珠海地区，口岸免税业务销售体量位列全国第二，居华南口岸免税行业龙头地位。

图 14、2017-2018 年珠免集团市占率情况


资料来源：公司公告、Generation Research，信达证券研发中心

图 15、2020-2021 年珠免集团市占率情况


资料来源：公司公告、沙利文，信达证券研发中心

珠免在珠海各口岸布局较为完整，有望承接大湾区发展红利。截至 2023 年 3 月，珠免旗下共设有 7 家开业经营的免税店，并另外拥有 5 家已中标但尚未开业的免税店（其中 3 家计划于 2023 年开业）。从门店地理位置布局来看，除南宁吴圩机场出境店及鄂尔多斯伊金霍洛机场出境店外，其余 10 家免税店均地处粤港澳大湾区，且其中 9 家分布在大湾区重要枢纽城市珠海的五大陆路/水路口岸（拱北口岸、港珠澳大桥珠海公路口岸、横琴口岸、九洲港口岸、湾仔轮渡客运口岸），地理位置优越，有望持续享受大湾区发展红利。

珠海地区口岸免税业务不断巩固，持续拓展全国口岸布局。2023 年 1 月港珠澳大桥珠海口岸进境免税店开业，同时，珠免计划于 2023 年内开出横琴口岸出境店、港珠澳大桥珠海口岸进境店及湾仔口岸出境店，近期拱北口岸进境店已升级改造、开启试营业，并计划于 23 年 5 月 24 日正式开业，在珠海主要口岸的布局不断深化。此外，珠免已于 2022 年开出南宁吴圩国际机场口岸出境店，并已取得鄂尔多斯伊金霍洛国际机场口岸出境店的中标确认文件，口岸免税版图已经拓展至广西、内蒙古等地，并计划在未来两年持续扩大全国机场口岸免税业务。

表 2、珠免门店布局情况

| 地理位置 | 口岸 | 门店 | 面积 (平米) | 开业时间 | 2018 年营收 (亿元) | 2019 年营收 (亿元) |
|------|------------|----|--------------|---------------------|---------------|---------------|
| 珠海 | 拱北口岸 | 进境 | 3889 | 拟于近期重装开业 | | |
| 珠海 | 拱北口岸 | 出境 | - | 2023 年 2 月 10 日重装开业 | 19.79 | 20.05 |
| 珠海 | 九洲港口岸 | 进境 | - | - | 0.41 | 0.22 |
| 珠海 | 九洲港口岸 | 出境 | 163 (临时经营面积) | - | | |
| 珠海 | 港珠澳大桥珠海口岸 | 进境 | 2468.53 | 2023 年 1 月 8 日 | - | - |
| 珠海 | 港珠澳大桥珠海口岸 | 出境 | 2623.28 | 2018 年 10 月 24 日 | 0.03 | 0.17 |
| 南宁 | 吴圩国际机场口岸 | 出境 | 530 | 2022 年 4 月 15 日试营业 | - | - |
| 珠海 | 港珠澳大桥珠海口岸 | 进境 | 100 | 未开业 | - | - |
| 珠海 | 横琴口岸 | 出境 | 92 | 未开业 | - | - |
| 珠海 | 湾仔轮渡客运口岸 | 出境 | 163 | 未开业 | - | - |
| 中山 | 中山港口岸 | 出境 | 125 | 未开业 | - | - |
| 鄂尔多斯 | 伊金霍洛国际机场口岸 | 出境 | 140 | 未开业 | - | - |

资料来源：公司公告、珠免集团官网，信达证券研发中心

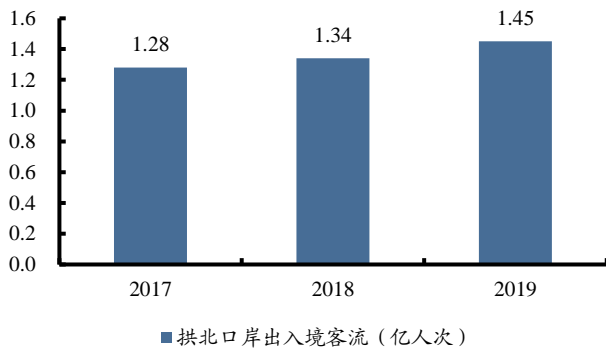
表 3、珠免在珠海各口岸布局情况

| 陆路口岸 | 拱北口岸 | 横琴口岸 | 港珠澳大桥珠海公路口岸 | 珠澳跨境工业区专用口岸 | 青茂口岸 |
|------|-------|-------|-------------|-------------|-------|
| 珠免门店 | ✓ | ✓ | ✓ | | |
| 水路口岸 | 九洲港口岸 | 珠海港口岸 | 湾仔轮渡客运口岸 | 万山港口岸 | 斗门港口岸 |
| 珠免门店 | ✓ | | ✓ | | |

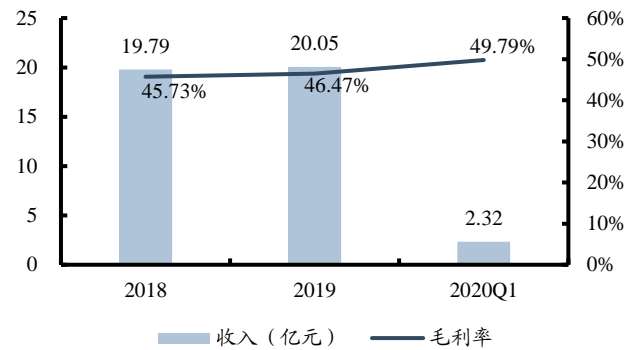
资料来源：公司公告、珠海市政府官网，信达证券研发中心

出入境客流逐步回暖，珠免有望随之受益。疫情前珠海口岸客流充足，2019 年珠海市各口岸出入境人流量合计可达 1.73 亿人次；2023 年以来，各口岸客流持续快速修复，“乙类乙管”政策实施一个月内，珠海主要口岸出入境客流已达 1070 万人次，同比增长 47%，出入境人员查验量恢复至 19 年同期的近七成；随着内地与港澳人员往来全面恢复，港澳口岸出入境客流持续高位运行，截至 3 月 19 日，2023 年港珠澳大桥珠海公路口岸出入境客流超 178 万人次，同比增长 232%。珠免在港珠澳大桥珠港、珠海口岸布局多家免税店，占据珠港澳三地出入境口岸核心窗口，旗下口岸免税店可覆盖超 80% 大陆旅客进入澳门的渠道。我们认为，随着出入境客流复苏，作为卡位多个优质流量入口的口岸免税龙头，珠免收入及业绩端均有望显著受益。

拱北口岸客流充沛，疫情前单店年营收可达 20 亿元。拱北口岸为全国通关流量最大的陆路口岸，客流量连续多年位居全国首位，据珠海出入境边检总站，2019 年拱北口岸出入境人流量达 1.45 亿人次，超同期国内前十大机场出入境人流之和，享有充沛客流；同时，拱北口岸店为亚太地区单体面积最大的陆路口岸免税店，免税品经营面积达 3889 平方米，且经营稳健，2019、2020 年拱北口岸单店营收分别 19.79、20.05 亿元，毛利率均可达约 46%。

图 16、拱北口岸客流情况（亿人次）


资料来源：南方日报、新华网、新华社，信达证券研发中心

图 17、珠免拱北口岸免税店营收（亿元）及毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

横琴粤澳深度合作区持续推进，横琴市场大有可为。2021 年 9 月，国务院印发《横琴粤澳深度合作区建设总体方案》，拟对货物实行一线放开、二线管住，人员自由流动，此外，方案提及拟对横琴大力发展文旅会展商贸产业，建设横琴国际休闲旅游岛，支持粤澳合作建设高品质进口消费品交易中心，大力发展旅游产业及大健康产业；2022 年 9 月，横琴深合区执委会主任表示待相关配套政策出台实施，及分线管理基础设施软硬件建设全面完成后，合作区即具备全岛封关运作条件，各类资源要素将有望在合作区与澳门间高效便捷安全流动。

提前布局横琴深合区，珠免具备较强先发优势及区位优势。作为珠海市属企业，珠免在横琴免税业务开拓上具备较强地缘优势，且珠免已提前布局横琴深合区，有望把握横琴封关后带来的市场机遇：1) 珠免已中标横琴口岸出境免税店，有望复制珠免在口岸免税成熟的业务模式，扩容口岸免税业务；2) 2022年5月，珠免与香港丽新集团正式签订合作协议，珠免旅游零售项目将入驻横琴创新方，计划2023年开业，该项目定位于服务横琴粤澳深合区的特色零售标杆项目，计划建设为集有税、免税业务于一体的高品质消费体验中心，承接横琴未来的旅游零售需求；3) 珠免计划在“一线放宽，二线管住”等政策落地后，在横琴加码轻资产、重资产并重的业务布局。

图 18、横琴粤澳深度合作区范围



资料来源：珠海特区报，信达证券研发中心；注：合作区实施范围为横琴岛“一线”和“二线”之间的海关监管区域，总面积约 106 平方公里

图 19、横琴创新方外景情况



资料来源：珠海横琴创新方，信达证券研发中心

海南免税布局双线并行。珠免较早即进入海南市场，2020年7月已全资成立珠免集团（海南）免税品有限公司；2021年8月，珠免与三亚旅文集团合资运营的珠海免税·三亚旅投商场开业，原规划用于岛内免税经营，由于政策尚未落地，商场计划根据政策动态调整商品种类及经营布局。当前珠免在海南布局为东西双线并行：

- **西线：珠免基于海南省总体部署，积极开拓海南西线免税市场。**2020年起，珠免即于海南布局高端商业零售综合体并积极参与离岛免税店经营主体竞争性磋商，拟将离岛免税店落地儋州市，初期选址海花岛国际购物中心，但因海洋环保督查问题而受限；2022年7月，根据洋浦开发区投资促进局官网，珠免拟选址欧亚城商业综合体，并已将申请离岛免税相关材料报至财政部，并于22年5月与欧亚集团签署框架合作协议，原计划于22年12月底前开业；
- **东线：拟依托公司正在建设的三亚合联项目申请海南离岛免税牌照。**三亚合联中央商务区商业中心项目拟建成为总建筑面积近12万平方米的高端零售商业中心，项目地理位置优越，珠免计划依托该项目申请海南离岛免税牌照，采用“投资+运营”模式，将其作为进军海南、强化免税业务布局的重点项目。

图 20、三亚合联中央商务区外部效果图


资料来源：珠免集团，信达证券研发中心

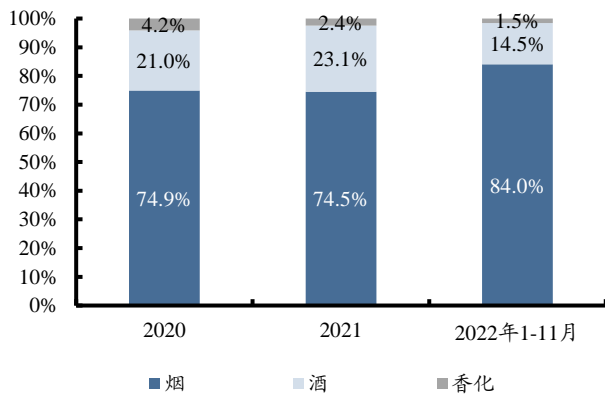
图 21、三亚合联中央商务区内部效果图


资料来源：珠免集团，信达证券研发中心

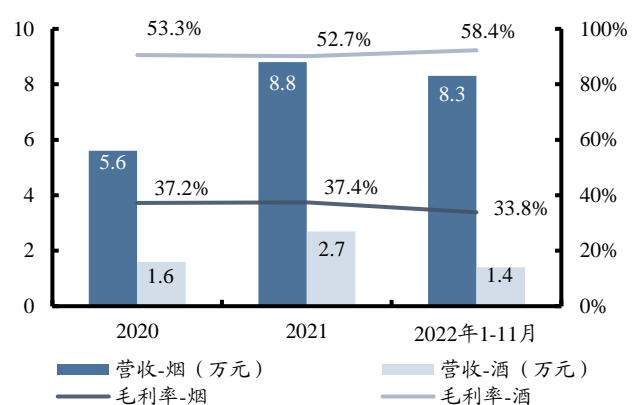
牢牢占珠海区位优势，市内免税市场潜力有望释放。珠海为国家重点口岸城市及粤港澳大湾区核心城市，年出入境旅客流量超 1.7 亿人次，或是率先重开广东省市内免税店的首选城市；珠免作为珠海市属国企，在珠海主要口岸已布局多家口岸免税店，占据珠港澳三地出入境口岸的核心窗口。我们认为，随着市内免税政策放开的落地预期持续增强，珠免有望基于珠海地缘优势，在珠海拓展市内免税市场，发挥市内+口岸渠道的联动效应，获取增量业绩。

2.4、品类端：烟酒为传统强项，香化品牌持续扩容提质

珠免深耕行业 40 余年，供应链完善，烟酒为传统强项。珠免主要经营烟、酒以及香化类免税品，截至 2023 年 3 月销售超 4 万种免税商品。其中，烟酒作为珠免传统强势品类，疫情下收入仍持续大幅增长，2022 年 1-11 月烟、酒销售占比分别高达 84.0%、14.5%。珠免深耕免税行业 40 余年，在烟酒品类具有一定的采购议价能力和市场竞争力，已与保乐力加、南洋兄弟、英美烟草等多家知名烟酒品牌供应商建立长期良好的合作关系并进行直接采购。

图 22、珠免集团母公司分品类销售占比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 23、珠免集团母公司烟酒品类销售收入及毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

香化品类引入品牌持续丰富，热门品牌数量不断增加。珠免全资子公司香港恒超发展成立于1988年，主要从事境外免税品采购、仓储物流服务和国际贸易批发零售，30余年品牌资源开拓为珠免集团构筑了强大的海外供应链体系；2018年，为贯彻珠免集团有关供应链结构升级优化及香化自主采购经营方针，香港恒超发展与欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋及LG集团等全球化妆品龙头建立了直接合作关系，并新增与雅诗兰黛、高丝等集团的合作，成功引入雅诗兰黛、黛珂等近20个国际知名品牌，陆续完成港珠澳大桥免税店及拱北免税店的进驻；近期，近期拱北口岸进境店已升级改造、开启试营业，并计划于23年5月24日正式开业，新店将经营香化、烟草、酒水、精品、食品、日用消费品六大类共过万种免税商品，拟引入超100个国际高端香化品牌，其中陆路口岸首进品牌比例超过50%。

展望未来，珠免计划构建香化+精品的多元品类矩阵，顺应出入境旅客消费需求。后续珠免拟加大香化及精品品类的品牌引进，优化现有商品结构，逐步提升香化及精品的销售占比，顺应市场需求；同时，珠免计划持续落实供应链升级和自主采购的经营方针，进一步扩充经营品类和产品，提高核心产品的市场竞争力和盈利能力。我们认为，珠免供给端质量及数量的升级有望有效提升珠免免税业务的核心竞争力，后续成效值得期待。

图 24、珠免引入品牌情况

| 品类 | 主要品牌一览 | | | | | | | |
|----|---|---|---|---|--|---|---|---|
| 香化 |  |  |  |  |  |  |  |  |
| |  |  |  |  |  |  |  |  |
| 烟酒 |  |  |  |  |  |  |  |  |

资料来源：珠免预约 GO 小程序，信达证券研发中心

2.5、物业端：物业多为自有或国资委持有，为利润率提供更大空间

珠免免税店及商铺物业多为自有或国资委持有，有望助力珠免维持优异盈利能力。

- **自有部分：**自有物业优质，无租金返点压力。珠免及格力地产目前拥有三处正用于或有望用于免税品经营业务的自有物业，包括拱北口岸、九洲港口岸免税店及三亚合联 CBD 项目。1) 拱北口岸联检楼正在实施整体改造，建筑面积 3889 平米，建成后有望成为国内最大的口岸免税店；2) 九洲港口岸正处于重建过程中，建成后珠免可继续使用相应物业用于免税经营；3) 三亚合联中央商务区商业中心项目高端商业区域将于 2023 年开业，未来有望用于进行免税店经营。自有物业模式下，不存在高额租金返点的压力，有望贡献更大利润空间。
- **租赁部分：**多为珠海市国资委或珠免控股股东持有，预计租金政策较为合理。1) 珠免位于珠海的免税店经营物业主要由珠海市口岸局、珠海九洲控股、海投公司持有，其中珠海市国资委直接持有珠海九洲控股 90% 的股权，而海投公司为格力地产控股股东；2) 从商铺物业来看，珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理公司、珠海大横琴置业（参股珠海横琴丽新文创天地）持股均为珠海市国资委的控股孙公司。因此，我们预计珠免多数租赁物业的租金政策将较为合理。

表 4、珠海免税及格力地产旗下正进行或有望用于免税品经营业务/商铺的物业情况

| 性质 | 所有人 | 建筑面积 (m ²) | 用途 | 坐落位置 |
|----|---------------------|------------------------|-------|---------------------|
| 自有 | 格力地产 | 118425 | 零售商业 | 三亚合联中央商务区商业中心项目 |
| | 珠海免税集团 | 3889 | 商铺 | 拱北口岸联检楼内 |
| | 珠海免税集团 | 782 | 空置 | 九州港口岸客运联检楼内 |
| | 珠海九洲控股集团 | 383 | 免税店经营 | 九州港客运站临时旅检大厅 |
| | 珠海口岸局 (珠海市商务局) | 92 | 免税店经营 | 横琴口岸限定区域内出境大厅 |
| | 珠海口岸局 (珠海市商务局) | 2,623.28 | 免税店经营 | 港珠澳大桥珠海口岸出境处旅检大楼 |
| | 珠海口岸局 (珠海市商务局) | 2,468.53 | 免税店经营 | 港珠澳大桥珠海口岸进境处旅检大楼 |
| | 珠海口岸局 (珠海市商务局) | 100 | 免税店经营 | 港珠澳大桥珠海口岸进境处旅检大楼 |
| | 珠海口岸局 (珠海市商务局) | 163 | 免税店经营 | 珠海湾仔轮渡客运口岸出境处旅检大厅 |
| | 海投公司 | 129 | 免税店经营 | 拱北口岸联检楼内 |
| 租赁 | 广西机场管理集团 | 530 | 免税店经营 | 南宁市吴圩国际机场T2航站楼 |
| | 鄂尔多斯机场管理集团 | 140 | 免税店经营 | 鄂尔多斯机场新候机楼国际安检隔离区域 |
| | 珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理公司 | 312 | 商铺 | 珠海市香洲区港珠澳大桥珠海口岸港东一路 |
| | 珠海横琴丽新文创天地 | 6127 | 商铺 | 珠海市横琴新区智水路 |
| | 信兴控股集团 (海南) | 5,054.14 | 商铺 | 三亚市天涯区解放路 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心；注：以上蓝色底色内容意为该物业为自有或国资委及公司控股股东持有，我们预计租金将较为合理

2.6、运营端：布局数字零售，构建全渠道销售网络

合作打造免税+保税+有税综合性电商平台，强化全渠道销售。面对新零售业态崛起，2020年格力地产和珠海免税联合打造综合性电商平台“珠海免税 Mall”，该小程序由格力地产 100%控股的珠海海控科技有限公司推出，于 2020 年 3 月上线；2020 年 4 月拱北口岸入境店在“珠海免税 Mall”上线免税商品预订服务；2020 年 10 月“珠海免税 Mall”旗下跨境全球购业务板块“珠免国际”正式上线，实现美妆品类全覆盖。经过三年运行，“珠海免税 Mall”已成为集跨境保税、进口完税、免税品预约于一体的综合性电商平台，并在港珠澳大桥珠海口岸、珠海免税商场等设有线下体验店，品类涵盖美妆日化、食品酒水、母婴家居、数码通讯、健康防疫等。

携手搭建会员服务体系、积极开拓新消费场景，运营成效逐步显现。公司携手珠海免税推出“会员服务计划”，应用场景覆盖珠海免税各口岸免税店、机场免税店，及珠海免税 Mall 微信小程序、官网等，并积极开拓直播带货、生鲜电商、社交电商等新消费场景，及探索口岸限定区域商业联动等，形成线上+线下、关里+关外相结合的新型跨境消费平台。截至 2021 年 12 月末，珠海免税 Mall 累计访问量达到 1848.1 万，总用户数 148.6 万，订单累计积分总数 6400 万，商品序列数超 1.2 万个。

图 25、珠海免税 Mall 平台介绍


资料来源：珠免集团官网，信达证券研发中心

3、格力地产：大消费+精品地产+大健康齐头并进

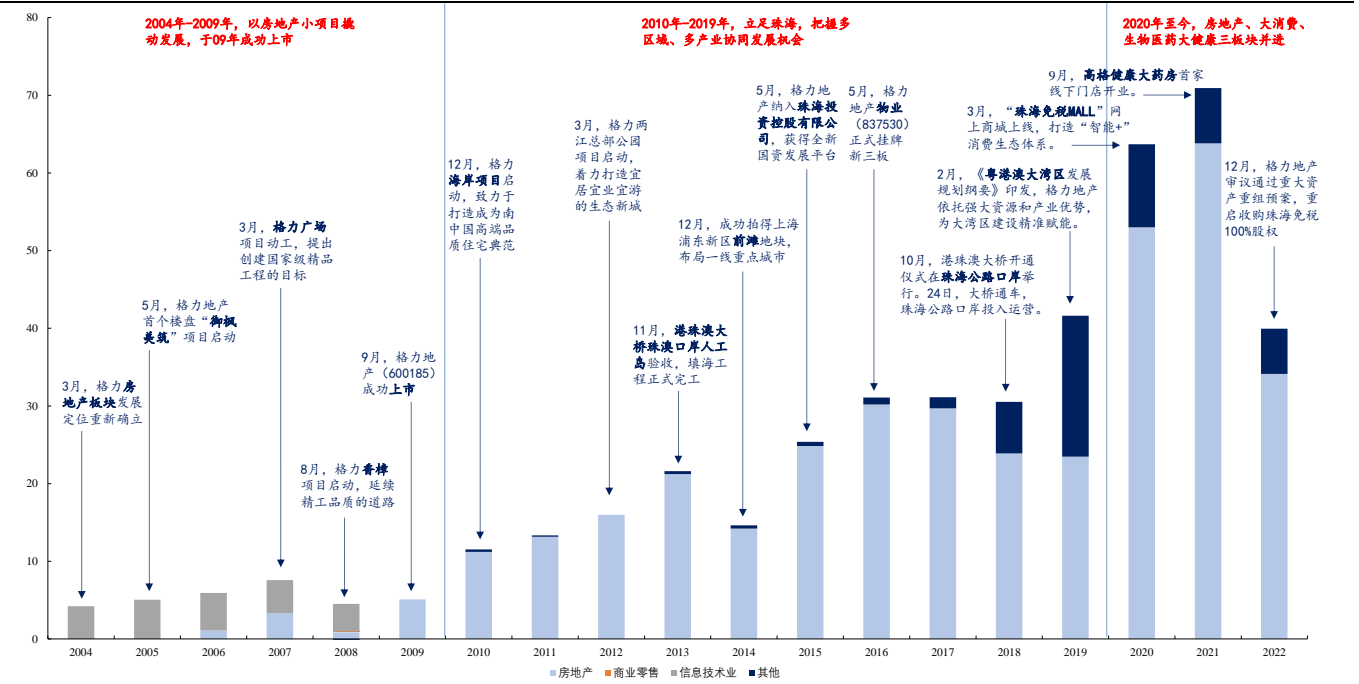
3.1、从历史沿革看格力地产核心业务

格力地产业务涵盖地产开发、商业运营、跨境电商、文旅消费、民生消费、医疗服务、医疗器械等领域，致力于构建坚持精品化路线的房地产业、引领美好生活的大消费产业、发展可期的生物医药大健康产业的战略新版图，从历史沿革来看：

- **第一阶段（2004年-2009年）：**以房地产小项目撬动发展，于2009年成功上市。格力地产于2004年成立，3月重新确立房地产板块发展定位。先后启动“御枫美筑”、香樟等项目，重点发展房地产业务，2009年格力地产成功上市。
- **第二阶段（2010年-2019年）：**立足珠海，把握多区域、多产业协同发展机会。把握重点区域发展战略机遇，于2012年重庆两江新区启动格力两江总部公园项目、2013年粤港澳大湾区验收港珠澳大桥珠海澳口岸人工岛、2014年拍下浦东新区前滩地块，布局一线城市。2018年正式提出“立足珠海，区域布局”战略，同年十月港珠澳大桥开通仪式在珠海公路口岸举行。
- **第三阶段（2020年至今）：**产业结构优化，房地产、大消费、生物医药大健康三大板块齐头并进。房地产方面，公司以自主开发销售为主，主要产品为中高端住宅，继续深耕珠海，并进一步推进上海等相关项目的开发建设。大消费方面，公司以自主研发搭建的“珠海免税 MALL”平台及“高格健康”、“珠免国际”等线上商城为引领，完善“线上+线下”购物渠道和会员营销体系。生物医药大健康方面，2021年高格健康大药房首家线下门店开业。本次收购珠免将向公司注入盈利能力较强、发展前景广阔的免税业务，充实上市公司的大消费业务板块，与地产开发板块协同发展，强化产业核心竞争力。

从分业务收入占比来看，2019-2021 年公司房地产业务及受托开发项目收入合计占比均在 90%左右，其他业务占比约 10%，其中房地产业务占比逐年提升，由 2019 年的 56%提升至 2021 年的 90%，而受托开发项目收入占比同步下滑，由 2019 年的 31%下滑至 2021 年的 1%；2022 年公司房地产业务收入 34.13 亿元，其他业务收入 5.81 亿元，占比分别 85%、15%；从分地区收入占比来看，珠海地区为公司主要收入来源，2020 年和 2022 年收入占比均超 95%，2021 年上海地区收入占比达 34%，我们预计主因上海地产项目收入结转所致。

图 26、格力地产历史沿革



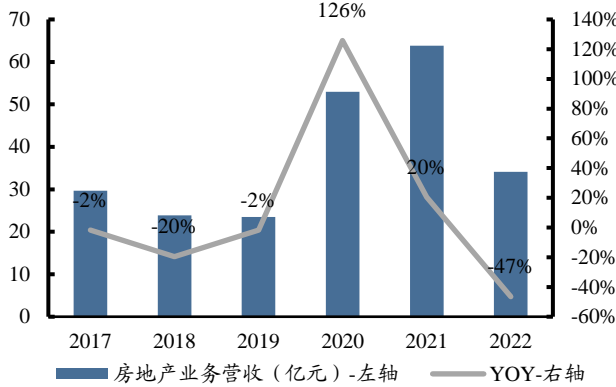
资料来源：格力地产官网、Wind，信达证券研发中心

3.2、地产业务：贡献主要收入来源，定位于精品化路线

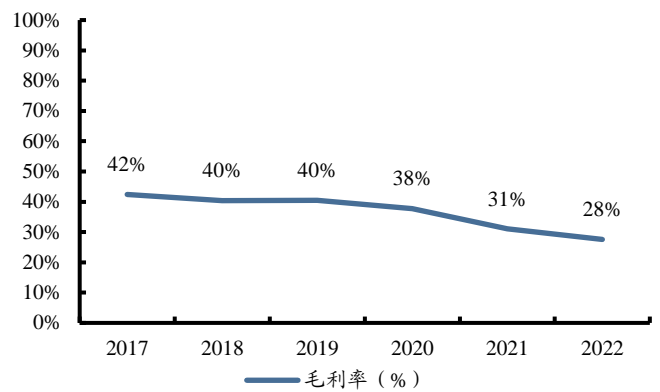
房地产业务为公司核心主业，经营模式以自主开发销售为主，主要产品为中高端住宅。公司于 2005 年以 300 万元启动资金撬动首个项目，开启房地产业务的成长历程。从区域分布来看，公司深耕珠海，同时加快布局全国重点区域，分别于 2012 年、2014 年进军重庆、上海，逐步确定拓围珠三角、长三角及中西部等区域的重要支点，当前公司旗下拥有珠海格力广场、格力海岸、上海浦江海德、上海泗泾项目、重庆格力两江总部公园等楼盘项目，集中于珠海、上海、重庆及三亚地区。

营收端来看，2017-2021 年，公司房地产业务营收从 29.69 亿元上涨至 63.81 亿元，其中 2017-2019 年营收增速较低，我们预计主因住建部“稳地价、稳房价、稳预期”后地方因城施策，房地产市场逐渐回归理性；2020-2021 年房地产业务营收大幅增加，增速分别达 126%和 20%，主因疫情影响下政策放松刺激了房地产市场的需求；22 公司房地产业务营收为 34.13 亿元，同比下滑 47%，我们预计主因疫情冲击下需求受阻。

毛利端来看，2017-2022 年房地产业务毛利率逐年小幅下降，从约 42.41%降至 27.56%，与房地产行业及同业公司毛利率走势基本一致。

图 27、公司房地产业务营收及增速情况（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 28、公司房地产业务毛利率情况


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

2022 年，公司共实现房地产开发投资金额 244.11 亿元，其中年内实际投资额 16.44 亿元，房地产开发总建筑面积 118.34 万平方米，其中年内在建面积 100.45 万平方米，产品以中高端住宅为主，项目主要集中在珠海、上海、三亚、重庆，总投资金额分别为 131.5、69.0、36.6、7.0 亿元，其中共包含新开工项目 1 个、在建项目 4 个、竣工项目 1 个。公司深耕珠海，有序推进格力海岸 S6、S7 项目的销售和建设工作；上海“浦江海德”项目受到良好市场反响，在此基础上进一步推进上海锦云江悦项目（前滩地块）和雅悦美筑项目（泗泾地块）入市销售，其中锦云江悦项目于 2023 年 2 月开盘迅速售罄。2022 年末推出支持房产企业融资的“三支箭”措施，房地产政策逐步进入宽松周期，房地产市场有望平稳恢复。

表 5、公司房地产开发投资情况（截至 2022 年年报）

| 项目 | 经营业态 | 项目状态 | 总建筑面积 (万平方米) | 在建建筑面积 (万平方米) | 总投资额 (亿元) | 22 年实际投资额 (亿元) |
|------|-------|------|--------------|---------------|-----------|----------------|
| 珠海项目 | 商业 | 新开工 | 9.8 | 9.8 | 22.0 | 0.6 |
| 珠海项目 | 住宅、商业 | 在建 | 43.6 | 43.3 | 78.7 | 3.7 |
| 珠海项目 | 住宅 | 竣工 | 17.6 | | 30.9 | 5.2 |
| 上海项目 | 住宅 | 在建 | 15.8 | 15.8 | 69.0 | 2.3 |
| 重庆项目 | 住宅 | 在建 | 14.7 | 14.7 | 7.0 | 2.1 |
| 三亚项目 | 商业 | 在建 | 16.9 | 16.9 | 36.6 | 3.0 |

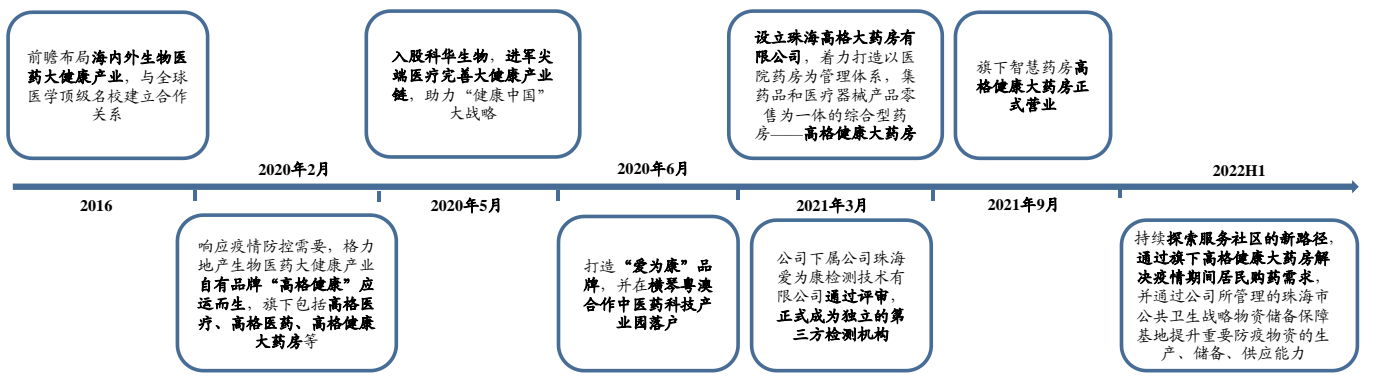
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3、大健康业务：科研孵化+产品落地+资源整合，产业布局有所加速

公司自 2016 年开始拓展大健康产业，2020 年起布局加速。2016 年，国务院印发《“健康中国 2030”规划纲要》，明确要把人民健康摆在优先发展的战略地位，同年公司前瞻布局海内外生物医药大健康产业，与国际医学顶级名校建立合作；2020 年，格力地产打造“高格健康”、“爱为康”等自主品牌，并入股科华生物，生物医药大健康产业布局节奏开始加速；2020 年，珠海发布实施生物医药产业新政，拟打造千亿级生物医药产业集群、公司计划加快在该领域的资源拓展，在产品研发、创新及销售等方面持续升级，以把握生物医药产业新机遇。

- **科研孵化：**2016年，以“格力地产”为命名的研究项目及专家团队成立，在脑卒中疾病防治、癌症免疫治疗和心脏再生科学等前沿医疗方面开展研究；2020年，公司入驻粤澳合作中医药科技产业园，投入运营面积约3100平米，主要着眼于医学研发实验室、体外诊断、第三方检测及医疗物资生产销售等领域。
- **产品落地：**公司与珠海市人民医院达成了医疗科研成果转化及大健康产学研领域的长期战略合作关系；2020年，公司推出致力于专业与民用防护级产品的自有品牌“高格健康”，旗下包括高格医疗、高格医药、高格健康大药房等；公司还于同年打造“爱为康”品牌并设立爱为康检测技术、爱为康医学影像技术、爱为康医药产业投资、爱为康生物科技等公司，推进产品落地。
- **资源整合：**2020年5月，公司入股上海科华生物，进军尖端医疗。科华生物为具备丰富生产经验和完整医疗诊断产品梯队的体外诊断公司，在意大利、深圳、西安、苏州等均设有研发和生产基地，打造临床体外诊断试剂和全自动检测分析仪器两大研发技术平台，拥有260余项获国家药品监督管理部门批准的试剂和仪器，产品覆盖全国超1.2万家终端医院及逾500家疾控中心/血液中心及诸多企业和科研院所。

图 29、公司大健康产业布局时间轴梳理



资料来源：公司公告，公司官网，信达证券研发中心

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设与盈利预测

- **免税板块：**由于此次收购草案对于未来新增项目具体落地时间未有明确，我们主要参考公司此次业绩承诺：公司预计2023-2025年营收18.22、20.72、22.49亿元，净利润（合并恒超发展）5.02、5.67、6.20亿元。

图 30、珠海免税利润预测（亿元）

| 珠海免税利润预测 | | | |
|-----------|-------|--------|-------|
| 科目 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业收入 | 18.22 | 20.72 | 22.49 |
| YoY | | 13.73% | 8.56% |
| 营业成本 | 9.40 | 11.07 | 12.08 |
| YoY | | 17.77% | 9.04% |
| 毛利润 | 8.81 | 9.64 | 10.41 |
| 毛利率 | 48% | 47% | 46% |
| 税金及附加率 | 1% | 1% | 1% |
| 销售费率 | 7% | 6% | 6% |
| 管理费 | 5% | 4% | 4% |
| 财务费率 | 2% | 2% | 1% |
| 营业利润 | 6.12 | 6.89 | 7.56 |
| 所得税率 | 25% | 25% | 25% |
| 净利润 | 4.59 | 5.17 | 5.67 |
| 加：恒超发展净利润 | 0.42 | 0.50 | 0.53 |
| 净利润合计 | 5.02 | 5.67 | 6.20 |
| 净利率 | 27.5% | 27.4% | 27.6% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

原有业务方面，基于各行业发展趋势及公司业务分析，我们对房地产板块、大健康板块进行假设预测：

- **房地产板块：**房地产业务为公司的核心业务，经营模式以自主开发销售为主，自 2005 年以来，公司深耕珠海，逐步在重庆、上海、三亚布局，拓围珠三角、长三角及中西部等区域重要支点。2020-2021 年房地产业务营收大幅增加，主因疫情影响下政策放松刺激了房地产市场需求；2022H1 公司房地产业务营收因疫情冲击下需求受阻而下滑；随着公司销售项目陆续进入结算周期，基于市场环境，我们预计 2023-2025 年营收逐步修复，2023-2025 年房地产业务营收分别为 51.60 亿元、55.90 亿元、57.71 亿元。我们预计公司 2023-2025 年房地产业务收入增速分别为 51%/8%/3%；考虑到 2023 年开始起进入结算周期的地产项目优质，毛利率水平呈现逐步恢复趋势，我们预计 2023-2025 年房地产业务毛利率分别为 29%/30%/30%。

图 31、公司房地产业务收入（亿元）与毛利率预测

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 房地产销售面积（万平米） | 15.01 | 15.90 | 20.67 | 21.70 | 22.35 |
| YoY | -35% | 6% | 30% | 5% | 3% |
| 销售金额（亿元） | 41.46 | 40.55 | 63.04 | 66.20 | 63.71 |
| YoY | -49% | -2% | 30% | 5% | 3% |
| 销售单价（万元/平米） | 2.76 | 2.55 | 3.05 | 3.05 | 2.85 |
| 结转收入（亿元） | 63.81 | 34.13 | 51.60 | 55.90 | 57.71 |
| YoY | 20% | -47% | 51% | 8% | 3% |
| 房地产结算面积 | 19.03 | 16.84 | 19.11 | 18.63 | 19.24 |
| 单位结算价格（元/m） | 3.35 | 2.03 | 2.70 | 3.00 | 3.00 |
| 毛利率 | 31% | 28% | 29% | 30% | 30% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

- **大健康板块：**公司自 2016 年开始拓展大健康产业，2020 年起布局加速，公司计划加快在该领域的资源拓展，在产品研发、创新及销售等方面持续升级，以把握生物医药产业新机遇，其中，当前科华生物贡献公司大健康板块的主要业绩来源，我们预计公司 2023-2025 年科华生物营收分别为 83.64 亿元、92.00 亿元、96.60 亿

元，增速分别为 20%/10%/5%，科华生物投资收益分别为 2.07 亿元、2.30 亿元、2.55 亿元，增速分别为 15%/11%/11%。

图 32、公司大健康业务业绩预测（亿元）

| | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 科华生物营业收入 | 48.54 | 69.70 | 83.64 | 92.00 | 96.60 |
| YoY | 17% | 44% | 20% | 10% | 5% |
| 科华生物净利润 | 13.54 | 17.31 | 20.21 | 22.26 | 24.20 |
| 科华生物净利率 | 27.9% | 24.8% | 24.2% | 24.2% | 25.0% |
| 科华生物少数股东损益 | 10.4% | 10.9% | 10.8% | 10.8% | 10.9% |
| 科华生物归母净利润 | 8.50 | 9.71 | 11.14 | 12.33 | 13.72 |
| 科华生物归母净利率 | 17.5% | 13.9% | 13.3% | 13.4% | 14.2% |
| 格力地产参股比例 | 18.6% | 18.6% | 18.6% | 18.6% | 18.6% |
| 格力地产投资收益 | 1.58 | 1.81 | 2.07 | 2.30 | 2.55 |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

综合来看，假设不考虑珠海免税，我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 59.78 亿元、64.18 亿元、66.04 亿元，归母净利润分别为 3.60 亿元、4.92 亿元、5.94 亿元，每股收益分别为 0.19 元、0.26 元、0.31 元。截至 2023 年 5 月 17 日收盘价，对应 23-25 年 PE 分别 41、30、25X。

图 33、公司业绩预测（百万元）

| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|-----------------|----------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业总收入 | 7133.11 | 4046.63 | 5977.54 | 6418.24 | 6604.20 |
| YOY | | -43% | 48% | 7% | 3% |
| 营业成本 | 5284.86 | 3067.03 | 4300.24 | 4515.61 | 4607.00 |
| YOY | | -42% | 40% | 5% | 2% |
| 营业税金及附加 | 460.13 | 516.54 | 478.20 | 513.46 | 528.34 |
| 销售费用 | 186.52 | 150.53 | 239.10 | 256.73 | 264.17 |
| 管理费用 | 172.39 | 163.15 | 239.10 | 224.64 | 231.15 |
| 研发费用 | 2.92 | 3.82 | 5.98 | 3.21 | 4.40 |
| 财务费用 | 462.96 | 489.81 | 399.81 | 433.53 | 471.55 |
| 减值损失合计 | -112.65 | -1768.23 | -62.10 | -164.12 | -115.13 |
| 投资净收益 | 165.40 | 191.31 | 227.43 | 249.52 | 275.41 |
| 其他 | -18.15 | -560.81 | -19.91 | -12.53 | -12.64 |
| 营业利润 | 597.92 | -2481.99 | 460.53 | 543.93 | 645.24 |
| 营业外收支 | 2.78 | -38.32 | -100.00 | -50.00 | -50.00 |
| 利润总额 | 600.70 | -2520.31 | 360.53 | 493.93 | 595.24 |
| 所得税 | 146.16 | 169.61 | 0.88 | 1.55 | 1.57 |
| 净利润 | 454.55 | -2689.92 | 359.65 | 492.38 | 593.66 |
| 少数股东损益 | -5.91 | -6.21 | -0.01 | -0.01 | -0.01 |
| 归属母公司净利润 | 460.46 | -2683.71 | 359.66 | 492.39 | 593.67 |
| YOY | | -683% | 113% | 37% | 21% |

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.2、投资建议

公司深耕粤港澳大湾区，具备优质资源。若注入免税资产后，将有望在口岸免税业务稳定增长的同时拓展市内及离岛免税业务，业绩增长可期。不考虑免税业务，基于公司现有业务，我们预计公司 2023-2025 年 EPS 为 0.19 元、0.26 元、0.31 元，对应 2023 年 5 月 17 日股价 PE 分别为 41、30、25X。我们选取收入体量相近的海南机场、广宇发展、中国国贸、滨江集团作为可比公司，格力地产近 3 年平均 PB 与可比公司平均水平相

近。当前公司免税资产注入进程持续推进，公司估值与可比公司平均水平相近，免税业务有望为公司注入成长新动能，首次覆盖，给予“增持”评级。

图 34、公司可比公司估值表

| 公司 | 代码 | 股价(元) | | EPS | | | PE | | | | PB | | | | 近3年平均PB |
|------|--------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|
| | | 2023/5/17 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | |
| 海南机场 | 600515 | 4.34 | 0.16 | 0.09 | 0.13 | 0.16 | 26.71 | 49.15 | 33.38 | 27.47 | 2.21 | 2.15 | 2.02 | 1.86 | 2.97 |
| 广宇发展 | 000537 | 11.75 | 0.34 | 0.64 | 0.99 | 1.44 | 34.56 | 18.36 | 11.93 | 8.19 | 1.33 | 1.16 | 1.05 | 0.93 | 1.27 |
| 中国国贸 | 600007 | 18.11 | 1.11 | 1.22 | 1.36 | 1.42 | 16.32 | 14.84 | 13.32 | 12.75 | 1.99 | 1.89 | 1.79 | 1.70 | 1.78 |
| 滨江集团 | 002244 | 9.12 | 1.20 | 1.44 | 1.73 | 2.00 | 7.60 | 6.33 | 5.28 | 4.57 | 1.21 | 0.97 | 0.83 | 0.71 | 1.00 |
| | | | 平均 | | | | 21.30 | 22.17 | 15.98 | 13.24 | 1.69 | 1.54 | 1.42 | 1.30 | 1.76 |
| 格力地产 | 600185 | 7.75 | -1.44 | 0.19 | 0.26 | 0.31 | - | 40.62 | 29.67 | 24.61 | 2.29 | 2.17 | 2.02 | 1.86 | 1.89 |

资料来源：同花顺，信达证券研发中心

5、风险提示

- **交易事项进展不及预期风险：**公司此次交易方案尚需股东大会审议批准，并经上交所核准、证监会注册才能正式实施，能否取得上述批准、核准、注册及相应时点均存在不确定性。
- **现金流风险：**房地产项目开发周期相对较长，建设资金需求量大，加上公司正处于转型升级时期，或存在资金链断裂的风险。
- **经营相关风险：**房地产行业经营环境日益复杂和激烈，2022年公司半年报中营收及业绩均大幅下滑，免税行业竞争亦日益加剧，公司或出现经营表现不及预期的风险。
- **政策风险：**房地产行业受国家宏观调控政策影响较大，免税行业亦对相关政策变化较为敏感，若国家未来放宽免税行业的市场准入条件，免税行业的市场竞争将加剧。

| 资产负债表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 流动资产 | 25,558 | 24,116 | 25,209 | 27,185 | 26,803 |
| 货币资金 | 1,480 | 2,156 | 4,806 | 3,197 | 6,779 |
| 应收票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应收账款 | 290 | 337 | 495 | 390 | 531 |
| 预付账款 | 39 | 21 | 32 | 32 | 33 |
| 存货 | 23,354 | 21,168 | 19,395 | 23,052 | 18,929 |
| 其他 | 396 | 434 | 480 | 513 | 531 |
| 非流动资产 | 7,373 | 6,143 | 6,979 | 7,488 | 7,929 |
| 长期股权投资 | 1,977 | 2,149 | 2,587 | 2,886 | 3,210 |
| 固定资产(合计) | 690 | 759 | 867 | 943 | 1,017 |
| 无形资产 | 83 | 83 | 103 | 119 | 134 |
| 其他 | 4,623 | 3,152 | 3,422 | 3,541 | 3,568 |
| 资产总计 | 32,931 | 30,259 | 32,188 | 34,673 | 34,731 |
| 流动负债 | 11,619 | 16,638 | 17,207 | 18,201 | 18,165 |
| 短期借款 | 1,319 | 1,459 | 1,840 | 2,141 | 2,468 |
| 应付票据 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 1,997 | 2,050 | 1,534 | 2,229 | 1,610 |
| 其他 | 8,302 | 13,130 | 13,834 | 13,831 | 14,087 |
| 非流动负债 | 12,289 | 7,287 | 8,287 | 9,287 | 8,787 |
| 长期借款 | 8,099 | 6,520 | 7,020 | 7,520 | 7,020 |
| 其他 | 4,190 | 767 | 1,267 | 1,767 | 1,767 |
| 负债合计 | 23,908 | 23,925 | 25,494 | 27,488 | 26,952 |
| 少数股东权益 | 5 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 归属母公司股东权益 | 9,019 | 6,335 | 6,695 | 7,187 | 7,781 |
| 负债和股东权益 | 32,931 | 30,259 | 32,188 | 34,673 | 34,731 |

| 重要财务指标 | | | | | |
|------------|--------|---------|--------|-------|-------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 7,133 | 4,047 | 5,978 | 6,418 | 6,604 |
| 同比(%) | 11.6% | -43.3% | 47.7% | 7.4% | 2.9% |
| 归属母公司净利润 | 460 | -2,684 | 360 | 492 | 594 |
| 同比(%) | -17.6% | -682.8% | 113.4% | 36.9% | 20.6% |
| 毛利率(%) | 25.9% | 24.2% | 28.1% | 29.6% | 30.2% |
| ROE% | 5.1% | -42.4% | 5.4% | 6.9% | 7.6% |
| EPS(摊薄)(元) | 0.24 | -1.42 | 0.19 | 0.26 | 0.31 |
| P/E | 31.73 | — | 40.62 | 29.67 | 24.61 |
| P/B | 1.62 | 2.31 | 2.18 | 2.03 | 1.88 |
| EV/EBITDA | 29.76 | -23.22 | 36.12 | 31.83 | 26.25 |

| 利润表 | | | | | |
|-----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 营业总收入 | 7,133 | 4,047 | 5,978 | 6,418 | 6,604 |
| 营业成本 | 5,285 | 3,067 | 4,300 | 4,516 | 4,607 |
| 营业税金及附加 | 460 | 517 | 478 | 513 | 528 |
| 销售费用 | 187 | 151 | 239 | 257 | 264 |
| 管理费用 | 172 | 163 | 239 | 225 | 231 |
| 研发费用 | 3 | 4 | 6 | 3 | 4 |
| 财务费用 | 463 | 490 | 400 | 434 | 472 |
| 减值损失合计 | -113 | -1,768 | -62 | -164 | -115 |
| 投资净收益 | 165 | 191 | 227 | 250 | 275 |
| 其他 | -18 | -561 | -20 | -13 | -13 |
| 营业利润 | 598 | -2,482 | 461 | 544 | 645 |
| 营业外收支 | 3 | -38 | -100 | -50 | -50 |
| 利润总额 | 601 | -2,520 | 361 | 494 | 595 |
| 所得税 | 146 | 170 | 1 | 2 | 2 |
| 净利润 | 455 | -2,690 | 360 | 492 | 594 |
| 少数股东损益 | -6 | -6 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 460 | -2,684 | 360 | 492 | 594 |
| EBITDA | 975 | -1,512 | 810 | 1,010 | 1,082 |
| EPS(当年)(元) | 0.25 | -1.44 | 0.19 | 0.26 | 0.31 |

| 现金流量表 | | | | | |
|----------------|---------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | |
| 会计年度 | 2021A | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 经营活动现金流 | 3,460 | 1,660 | 2,486 | -2,026 | 4,574 |
| 净利润 | 455 | -2,690 | 360 | 492 | 594 |
| 折旧摊销 | 58 | 75 | 75 | 78 | 86 |
| 财务费用 | 484 | 505 | 421 | 482 | 504 |
| 投资损失 | -165 | -191 | -227 | -250 | -275 |
| 营运资金变动 | 2,585 | 1,501 | 1,676 | -3,063 | 3,481 |
| 其它 | 44 | 2,460 | 182 | 234 | 185 |
| 投资活动现金流 | -23 | 498 | -796 | -402 | -316 |
| 资本支出 | -51 | -25 | -330 | -248 | -236 |
| 长期投资 | 0 | 501 | -688 | -399 | -350 |
| 其他 | 29 | 23 | 222 | 245 | 270 |
| 筹资活动现金流 | -5,498 | -1,666 | 960 | 819 | -676 |
| 吸收投资 | 0 | 147 | 0 | 0 | 0 |
| 借款 | 7,555 | 6,832 | 881 | 801 | -172 |
| 支付利息或股息 | -1,346 | -1,287 | -421 | -482 | -504 |
| 现金流净增加额 | -2,066 | 481 | 2,650 | -1,609 | 3,582 |

研究团队简介

刘嘉仁，社零&美护首席分析师。曾供职于第一金证券、凯基证券、兴业证券。2016年加入兴业证券社会服务团队，2019年担任社会服务首席分析师，2020年接管商贸零售团队，2021年任现代服务业研究中心总经理。2022年加入信达证券，任研究开发中心副总经理。2021年获新财富批零与社服第2名、水晶球社服第1名/零售第1名、新浪财经金麒麟最佳分析师医美第1名/零售第2名/社服第3名、上证报最佳分析师批零社服第3名，2022年获新浪财经金麒麟最佳分析师医美第2名/社服第2名/零售第2名、医美行业白金分析师。

王越，美护&社服高级分析师。上海交通大学金融学硕士，南京大学经济学学士，2018年7月研究生毕业后加入兴业证券社会服务小组，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美、社会服务行业。

周子莘，美容护理分析师。南京大学经济学硕士，华中科技大学经济学学士，曾任兴业证券社会服务行业美护分析师，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

涂佳妮，社服&零售分析师。新加坡南洋理工大学金融硕士，中国科学技术大学工学学士，曾任兴业证券社服&零售行业分析师，2022年11月加入信达新消费团队，主要覆盖免税、眼视光、隐形正畸、宠物、零售等行业。

李汶静，伊利诺伊大学香槟分校理学硕士，西南财经大学经济学学士，2022年11月加入信达新消费团队。主要覆盖化妆品、医美。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|----------|-----|-------------|--|
| 全国销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北区销售总监 | 陈明真 | 15601850398 | chenmingzhen@cindasc.com |
| 华北区销售副总监 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北区销售 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北区销售 | 陆禹舟 | 17687659919 | luyuzhou@cindasc.com |
| 华北区销售 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 樊荣 | 15501091225 | fanrong@cindasc.com |
| 华北区销售 | 秘侨 | 18513322185 | miqiao@cindasc.com |
| 华北区销售 | 李佳 | 13552992413 | lijia1@cindasc.com |
| 华北区销售 | 赵岚琦 | 15690170171 | zhaolanqi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 张斓夕 | 18810718214 | zhanglanxi@cindasc.com |
| 华北区销售 | 王哲毓 | 18735667112 | wangzheyu@cindasc.com |
| 华东区销售总监 | 杨兴 | 13718803208 | yangxing@cindasc.com |
| 华东区销售副总监 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东区销售 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东区销售 | 朱尧 | 18702173656 | zhuyao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 戴剑箫 | 13524484975 | daijianxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 方威 | 18721118359 | fangwei@cindasc.com |
| 华东区销售 | 俞晓 | 18717938223 | yuxiao@cindasc.com |
| 华东区销售 | 李贤哲 | 15026867872 | lixianzhe@cindasc.com |
| 华东区销售 | 孙僮 | 18610826885 | suntong@cindasc.com |
| 华东区销售 | 贾力 | 15957705777 | jiali@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王爽 | 18217448943 | wangshuang3@cindasc.com |
| 华东区销售 | 石明杰 | 15261855608 | shimingjie@cindasc.com |

| | | | |
|----------|------|-------------|--|
| 华东区销售 | 曹亦兴 | 13337798928 | caoyixing@cindasc.com |
| 华东区销售 | 王赫然 | 15942898375 | wangheran@cindasc.com |
| 华南区销售总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南区销售副总监 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘韵 | 13620005606 | liuyun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 胡洁颖 | 13794480158 | hujieying@cindasc.com |
| 华南区销售 | 郑庆庆 | 13570594204 | zhengqingqing@cindasc.com |
| 华南区销售 | 刘莹 | 15152283256 | liuying1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 蔡静 | 18300030194 | caijing1@cindasc.com |
| 华南区销售 | 聂振坤 | 15521067883 | niezhenkun@cindasc.com |
| 华南区销售 | 张佳琳 | 13923488778 | zhangjialin@cindasc.com |
| 华南区销售 | 宋王飞逸 | 15308134748 | songwangfeiyi@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对