

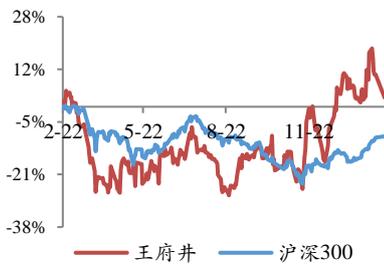
疫情反复业绩亏损，免税业务增长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-01-31

主要观点：

收盘价 (元)	28.25
近 12 个月最高/最低 (元)	32.34/19.66
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)	321
流通市值 (亿元)	309

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 年业绩预减公告，预计 2022 年实现归母净利润 1.7~2.3 亿元，同比减少 1.2~1.1 亿元，同比下降 87%~83%；扣非后归母净利润-3000~3000 万元，同比减少 9.7~9.1 亿元，同比下降 103%~97%。

● 疫情反复，业绩承压，

业绩承压原因：(1) 疫情多发散发，对公司百货、购物中心、奥特莱斯业态门店的经营形成普遍冲击，全年仅有 4 家大型门店基本正常经营，9 家不同程度缩短营业时间，63 家门店出现过被迫停业状况，店均停业 31 天，其中 8 家门店闭店时间超过两个月，Q4 累计闭店时间接近前三季度累计闭店时间总和。(2) 减免租金：为因疫情停业的租户和供应商减免租金和保底及相关费用，减少利润总额 3.92 亿元。(3) 非经营性损益：公司收购北京王府井购物中心 12% 股权，确认投资收益 3.01 亿元；公司持有的交易性金融资产股价下跌确认公允价值变动损益-0.55 亿元。(4) 计提存货跌价准备导致资产减值损失 0.69 亿元。

● 免税港试运营，有望打造新的增长曲线

万宁免税港 2023.1.18 试运营，首期引进香化、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。万宁冲浪产业发达，吸引了大量 25~35 岁消费者，与三亚、海口等地免税商错位竞争。春节前期，公司通过发放离岛免税券、推出促销活动等刺激消费，吸引客流，全场共接待游客 25.77 万人，最高单日客流达到 4.8 万人次，销售总额 7132 万元，免税业务逐步放量，有望成为公司新的增长曲线。

● 投资建议

疫情防疫政策优化，多地感染高峰已过，客流恢复，有税门店经营逐步恢复，国际免税港逐步放量，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 0.18、0.66、0.89 元/股，对应当前股价 PE 分别为 158、43、32 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	10594	13485	16087
收入同比 (%)	10.6%	-16.9%	27.3%	19.3%
归属母公司净利润	1340	203	752	1016
净利润同比 (%)	295.6%	-84.9%	271.1%	35.1%
毛利率 (%)	42.1%	36.8%	38.4%	39.4%
ROE (%)	6.9%	1.1%	3.8%	4.9%
每股收益 (元)	1.36	0.18	0.66	0.89
P/E	19.79	158.33	42.66	31.57

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	16728	21560	22963	营业收入	12753	10594	13485	16087
现金	14303	14745	17779	20067	营业成本	7379	6693	8312	9743
应收账款	268	140	395	233	营业税金及附加	331	265	337	402
其他应收款	210	422	198	651	销售费用	1644	1653	1820	2124
预付账款	145	225	222	294	管理费用	1419	1568	1807	2172
存货	1756	831	2600	1351	财务费用	363	305	320	322
其他流动资产	366	366	366	366	资产减值损失	-22	-68	-30	-20
非流动资产	22103	21780	20770	20054	公允价值变动收益	42	-55	0	0
长期投资	1547	1727	1739	1834	投资净收益	233	301	270	241
固定资产	6861	6395	5381	4591	营业利润	1906	321	1167	1595
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
资产总计	39151	38508	42330	43017	利润总额	1906	321	1167	1595
流动负债	10634	9221	12226	11796	所得税	528	96	350	478
短期借款	197	296	344	417	净利润	1378	225	817	1116
应付账款	2850	1611	3699	2255	少数股东损益	38	23	65	100
其他流动负债	7587	7314	8183	9124	归属母公司净利润	1340	203	752	1016
非流动负债	8414	9414	9414	9414	EBITDA	3822	1960	3150	3451
长期借款	739	739	739	739	EPS (元)	1.36	0.18	0.66	0.89
其他非流动负债	7675	8675	8675	8675					
负债合计	19048	18634	21639	21210					
少数股东权益	756	778	844	944					
股本	1133	1133	1133	1133					
资本公积	10089	10089	10089	10089					
留存收益	8125	7874	8626	9641					
归属母公司股东权	19347	19096	19847	20863					
负债和股东权益	39151	38508	42330	43017					

现金流量表				
会计年度	2021	2022	2023	2024
经营活动现金流	2772	1100	3929	3335
净利润	1378	225	817	1116
折旧摊销	1834	1512	1907	1759
财务费用	561	305	320	322
投资损失	-233	-301	-270	-241
营运资金变动	-756	-764	1129	362
其他经营现金流	2121	1111	-286	770
投资活动现金流	963	-942	-623	-798
资本支出	-1102	-438	-321	-379
长期投资	82	-749	-572	-660
其他投资现金流	1983	246	270	241
筹资活动现金流	864	284	-272	-249
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	186	-320	-322
现金净增加额	4593	443	3034	2288

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	10.6%	-16.9%	27.3%	19.3%
营业利润	204.9%	-83.1%	263.1%	36.6%
归属母公司净利润	295.6%	-84.9%	271.1%	35.1%
获利能力				
毛利率 (%)	42.1%	36.8%	38.4%	39.4%
净利率 (%)	10.5%	1.9%	5.6%	6.3%
ROE (%)	6.9%	1.1%	3.8%	4.9%
ROIC (%)	4.6%	1.0%	2.6%	3.5%
偿债能力				
资产负债率 (%)	48.7%	48.4%	51.1%	49.3%
净负债比率 (%)	94.8%	93.8%	104.6%	97.3%
流动比率	1.60	1.81	1.76	1.95
速动比率	1.39	1.66	1.50	1.78
营运能力				
总资产周转率	0.38	0.27	0.33	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	0.18	0.66	0.89
每股经营现金流	2.44	0.97	3.46	2.94
每股净资产	17.08	16.82	17.49	18.38
估值比率				
P/E	19.79	158.33	42.66	31.57
P/B	1.58	1.68	1.62	1.54
EV/EBITDA	7.21	15.15	8.48	7.10

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。