

证券研究报告

公司研究

点评报告

中国中免(601888.SH)

投资评级 买入

上次评级 买入

社零&美护首席分析师 刘嘉仁

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

邮箱: tujiani@cindasc.com

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

中国中免(601888.SH)年报点评: 疫情下盈利能力承压, 坚定看好 23 年客流+市占率+利润率向好, 市内免税贡献增量

2023 年 4 月 2 日

中国中免披露 2022 年年报: 22 年全年实现营收 544.33 亿元, 同比下降 20%; 归母净利润 50.30 亿元, 同比下降 48%, 归母净利率 9.24%, 同比下降 5pct; 22Q4 营收 150.68 亿元, 同比下降 17%, 环比增加 29%; 归母净利润 4.02 亿元, 同比下降 65%, 环比下降 42%。

分业务来看: 1) 免税业务疫情下销售承压, 而毛利率仍实现同比提升, 与我们持续跟踪的折扣情况一致: 22 年免税销售 260 亿元, 同比下降 39%, 毛利率 39.41%, 同比增加 2pct; 2) 香化产品保质期较短, 我们预计疫情下库存压力使得线上有税体量增长, 临期处理&折扣力度加大导致毛利率下滑: 22 年有税销售 279.74 亿, 同比增加 17%, 毛利率 17.42%, 同比下降 7pct。

分地区来看: 1) 22 年疫情影响下海南客流承压、且线下门店多次停业, 实现营收 347 亿元, 同比下降 26%, 毛利率 25.43%, 同比上涨 2pct; 2) 中免日上知名度扩大、且或部分承接海南地区库存, 上海地区营收显著提升, 折扣力度加大导致毛利率下滑: 实现营收 141.45 亿元, 同比增加 13%, 毛利率 22.94%, 下降 8pct。

分板块来看: 1) 首次披露中免国际财报, 我们预计中免国际主要利润来源为供货利润及cdf会员购平台, 22 年实现营收 420.30 亿元, 归母净利润 12.09 亿元; 2) 三亚市内店下半年受疫情影响停业近 2 个月, 叠加客流有限, 业绩承压: 22 年营收 302.44 亿元, 同比下降 15%; 归母净利润 25.55 亿元, 同比下降 39%, 其中 22H2 归母净利润 0.97 亿元; 3) 海免公司 22 年营收 56.38 亿元, 同比下降 65%, 我们预计主因线上(补购、预订)业务调整至三亚市内店, 实现净利润 7.24 亿元, 逆势下实现净利率 12.84%; 归母净利润 3.46 亿元, 归母净利率 6.14%; 4) 日上上海折扣力度加大、知名度提升, 上海疫情压力下销售仍同比实现增长: 22 年实现营收 141.45 亿元, 同比增加 13%; 归母净利润 6.29 亿元, 同比下降 9%, 归母净利率 4.45%, 下降 1pct, 降本增效, 显著低于毛利率下滑幅度; 5) 日上北京 22 年营收 19.69 亿元, 同比增加 3%; 归母净利润 0.05 亿元; 6) 日上互联科技贡献投资收益 1.38 亿元。

财务分析: 1) 毛利率: 疫情压力下, 有税占比提升且折扣力度加大, 22 年毛利率 28.39%/-5pct; 22Q4 毛利率 21%/-5pct (vs 22H1 约 34%); 2) 期间费率: 22 年税金及其他费率 2.23%/-0.4pct; 销售费用 40.32 亿元/+4%, 销售费率 7.41%/+2pct, 22 年公司获约 16 亿租金减免 (vs 21 年租金减免超 31 亿元); 管理费用 22.09 亿元, 基本与往期一致, 管理费率 4.13%/+0.8pct; 财务费率 0.40%/+0.5pct; 公司首次发生研发费用 2.20 亿元, 研发费率约 0.07%, 主要为外包服务费; 3) 库存及现金流: 22 年末公司存货 279.25 亿元/+41%, 主因海南地区备货增加所致; 22 年公司经营性现金流-34 亿元, 同比下降 141%, 主因营收有所下滑所致。

展望后续, 我们预计中免有望实现销售额、市占率、利润率的全方位提升, 助力业绩兑现:

1) **销售额来看,** 出入境复苏下海南仍具强游客吸引力, 我们预计 23 年客流可恢复至 19 年的 90%-100%; 即买即提即将落地、精品销售占比持续增加、或有望引入顶奢, 客单价高水平有望延续, 共同推动销售额提升;

2) **市占率来看,** 中免在拿货价格、品牌落位、地理位置、知名度全方位竞争实力逐步显现, 海棠湾、新海港为真正能随客流提升而获得销售额弹性的免税综

合体，预计市占率将稳中有升；

3) 利润率来看，随着韩免价格水平的逐步回升、普通消费者占比提升、中免营收结构性优化，预计中免利润率水平有望进一步修复；

4) 此外，市内免税政策预期持续增强，有望贡献业绩增量。

近期市场对于出入境放开对海南免税市场的影响较为担忧，中免股价回调较多，但公司作为运营能力、资源禀赋、供应链能力均十分优秀的白马股，有望充分享受海外消费回流和免税政策红利，逐步兑现业绩。我们预计公司2023-2025年归母净利润分别为119.6、165.6、206.6亿元，对应3月31日收盘价PE分别为32、23、18X，维持“买入”评级。

风险因素：政策风险，市场竞争加剧，客流及销售不及预期等。

重要财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	67,676	54,433	93,000	119,196	144,052
增长率 YoY %	28.7%	-19.6%	70.9%	28.2%	20.9%
归属母公司净利润 (百万元)	9,654	5,030	11,961	16,563	20,659
增长率 YoY%	57.2%	-47.9%	137.8%	38.5%	24.7%
毛利率%	33.7%	28.4%	31.8%	33.5%	34.4%
净资产收益率ROE%	32.6%	10.4%	20.6%	23.2%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	5.78	8.01	9.99
市盈率 P/E(倍)	39.27	75.36	31.69	22.89	18.35
市净率 P/B(倍)	12.80	7.80	6.52	5.31	4.31

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为2023年3月31日收盘价

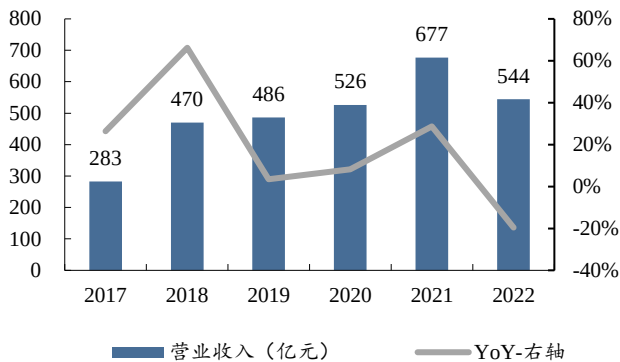
一、公司披露 2022 年年报，疫情冲击下盈利能力承压

事件：中国中免于 3 月 30 日晚间披露 2022 年年报：

1) 2022 年全年实现营收 544.33 亿元，同比下降 20%，实现归母净利润 50.30 亿元，同比下降 48%，归母净利率 9.24%，同比下降 5pct；实现扣非后归母净利润 49.02 亿元，同比下降 49%；

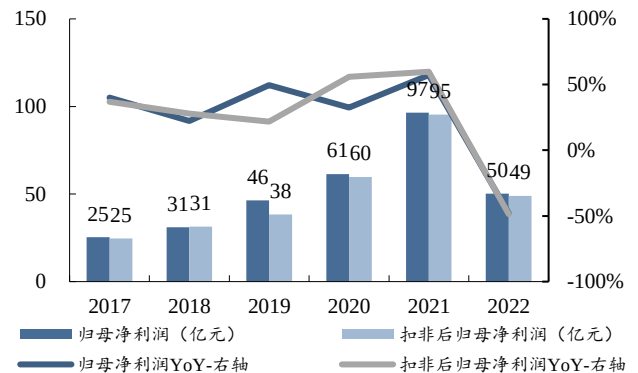
2) 22Q4 实现营收 150.68 亿元，同比下降 17%，环比增加 29%；实现归母净利润 4.02 亿元，同比下降 65%，环比下降 42%，归母净利率 2.67%；实现扣非后归母净利润 3.18 亿元，同比下降 72%，环比下降 51%。

图1：公司 2017-2022 年营业收入情况（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图2：公司 2017-2022 年归母净利润、扣非后归母净利润（亿元）及增速（%）

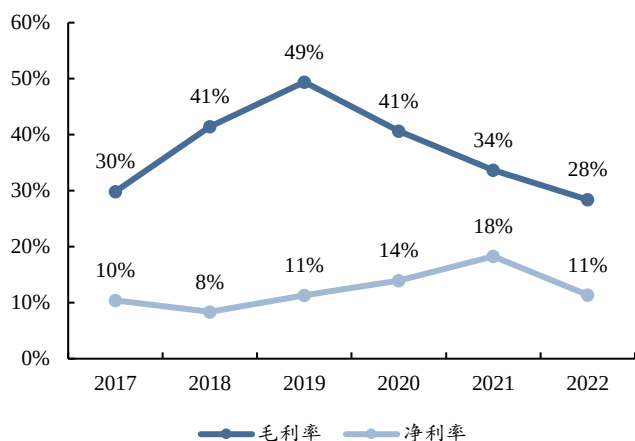


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

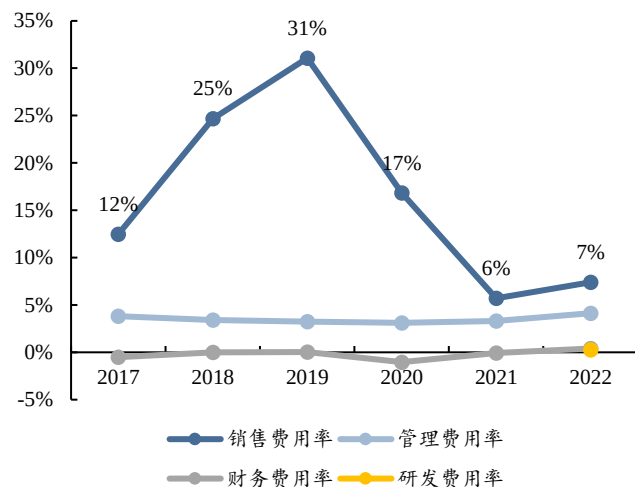
3) 毛利端来看，疫情压力下，有税占比提升且折扣力度加大，22 年实现毛利率 28.39%，同比下降 5pct，其中 22Q4 毛利端承压较为明显，22Q4 实现毛利率 20.99%，同比下降 5pct，22 上半年毛利率约 34%。

4) 费用端来看，22 年税金及其他费率 2.23%，同比下降 0.4pct；销售费用 40.32 亿元，同比增长 4%，销售费率 7.41%，同比增长 2pct，22 年公司获约 16 亿租金减免，对比 21 年租金减免超 31 亿元；管理费用 22.09 亿元，基本与往期一致，管理费率 4.13%，同比增长 0.8pct；财务费率 0.40%，同比增长 0.5pct；公司首次发生研发费用 2.20 亿元，研发费率约 0.07%，主要为外包服务费。

5) 利润端来看，22 年公司实现归母净利率 9.24%，同比下降 5pct；其中 22Q4 归母净利率 2.67%，同比下降 4pct，环比下降 3pct。

图3：公司 2017-2022 年毛利率、净利率情况（%）


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图4：公司 2017-2022 年各项期间费用率情况（%）


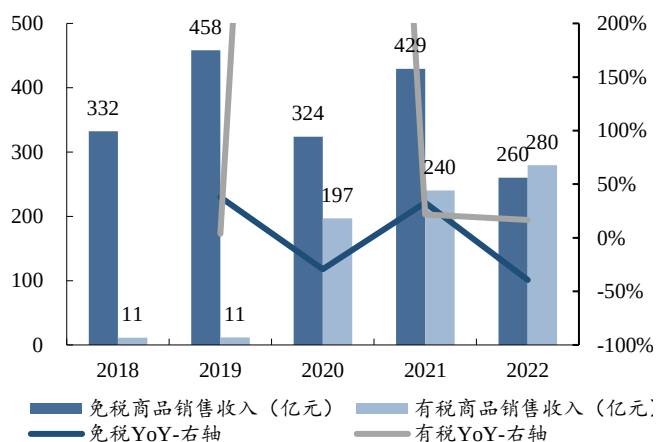
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

二、数据拆分

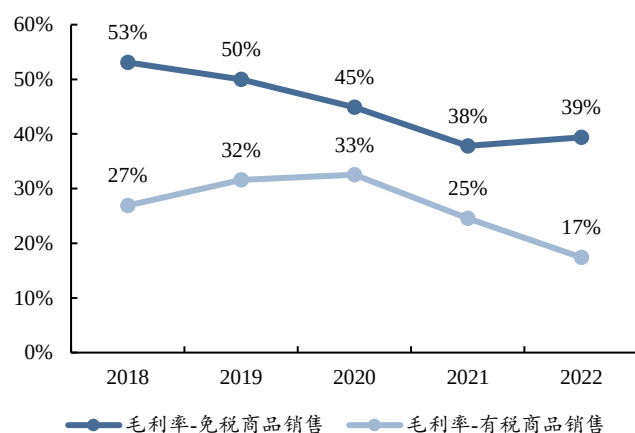
2.1、分业务拆分：销售承压下免税业务毛利率仍同比提升，线上有税体量持续增长

1) 免税业务：免税业务疫情下销售承压，而毛利率仍实现同比提升，与我们持续跟踪的折扣情况一致：22 年免税销售 260 亿元，同比下降 39%，毛利率 39.41%，同比增长 2pct；

2) 有税业务：香化产品保质期较短，我们预计库存压力使得线上有税体量增长，临期处理及折扣力度加大导致毛利率下滑：22 年有税销售 279.74 亿，同比增长 17%，毛利率 17.42%，同比下降 7pct。

图5：公司免税、有税商品销售收入（亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图6：公司免税、有税商品毛利率（%）


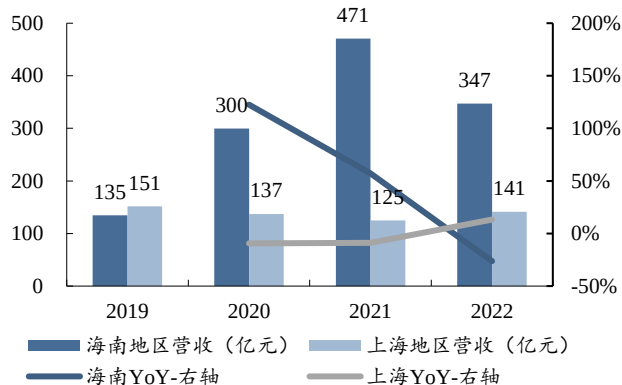
资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.2、分地区拆分：22 年疫情影响下海南销售承压，上海地区营收显著提升

1) **海南地区**：22 年疫情影响下海南客流承压、且线下门店多次停业，22 年海南地区实现营收 347 亿元，同比下降 26%，实现毛利率 25.43%，同比增长 2pct；

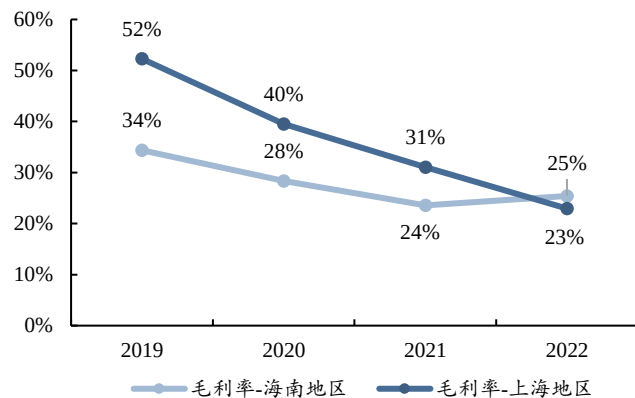
2) **上海地区**：上海地区营收显著提升，我们预计主因中免日上知名度扩大、且或部分承接海南地区库存；此外，上海地区毛利率下滑或因折扣力度加大所致，22 年上海地区实现营收 141.45 亿元，同比增长 13%，实现毛利率 22.94%，同比下降 8pct。

图7：公司海南及上海地区营收（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图8：公司海南及上海地区毛利率（%）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.3、分季度拆分：22Q4 营收环比修复，盈利能力短期承压

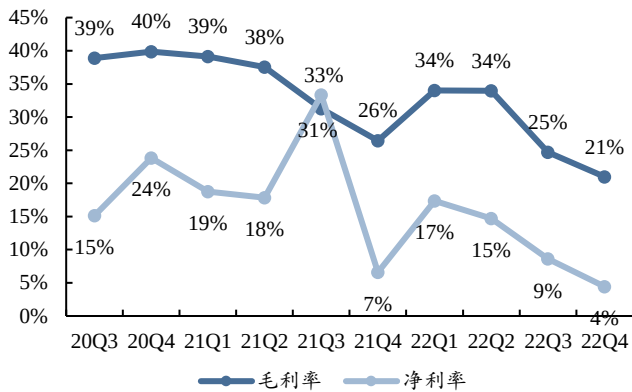
22Q4 公司实现营收 150.68 亿元，同比下降 17%，环比增加 29%，我们预计主因疫情反复下，客流环比有所修复但仍处于较低水平，而补购渠道销售额环比提升较多；22Q4 公司实现归母净利润 4.02 亿元，同比下降 65%，我们预计主要由于线上占比及代购占比提升、Q4 常见的管理费用较高、新海港开办费用影响和可能存在一定资产减值所致，归母净利率进一步下滑至 2.67%，为近十个季度最低水平。

图9：中免分季度数据拆分情况（亿元）

	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q4
营业收入（亿元）	158.29	174.58	181.34	173.92	139.73	181.77	167.82	108.68	117.14	150.68
QoQ		35.60%	10.29%	3.87%	-4.09%	-19.66%	30.09%	-7.67%	-35.24%	7.78%
归母净利润（亿元）	22.34	29.76	28.49	25.10	31.32	11.63	25.63	13.74	6.90	4.02
QoQ		112.59%	33.23%	-4.27%	-11.89%	24.77%	-62.88%	120.47%	-46.39%	-49.78%
扣非后归母净利润（亿元）	22.14	29.75	28.34	24.31	31.24	11.45	25.59	13.69	6.56	3.18
QoQ		146.40%	34.41%	-4.75%	-14.23%	28.50%	-63.33%	123.40%	-46.48%	-52.12%
归母净利率		14.11%	17.05%	15.71%	14.43%	22.41%	6.40%	15.27%	12.65%	5.89%
										2.67%

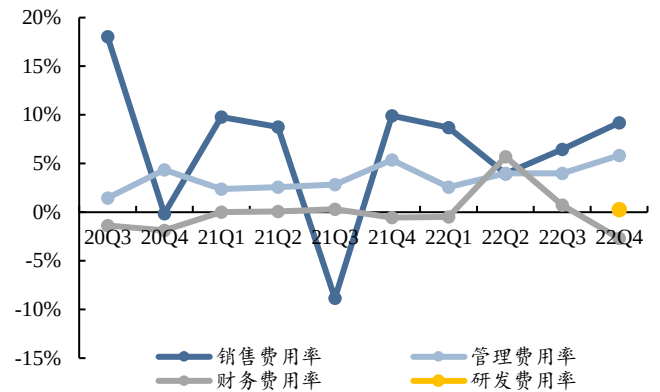
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图10：公司分季度毛利率及净利率情况（%）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

图11：公司分季度费用率情况（%）



资料来源：公司公告，信达证券研究开发中心

2.4、分板块拆分：疫情压力下日上上海销售仍同比实现增长，海免公司净利率逆势提升

1) 中免国际：首次披露中免国际财报，我们预计中免国际主要利润来源为供货利润及cdf会员购平台，22年中免国际实现营收420.30亿元，归母净利润12.09亿元；

2) 三亚市内店：22年下半年三亚市内店受疫情影响停业近2个月，叠加客流有限，业绩承压，全年实现营收302.44亿元，同比下降15%；实现归母净利润25.55亿元，同比下滑39%，其中22H2归母净利润0.97亿元；

3) 海免公司：22年营收56.38亿元，同比下降65%，我们预计主因海免公司线上（补购、预订）业务调整至三亚市内店；实现净利润7.24亿元，逆势下实现净利率12.84%；实现归母净利润3.46亿元，归母净利率6.14%；

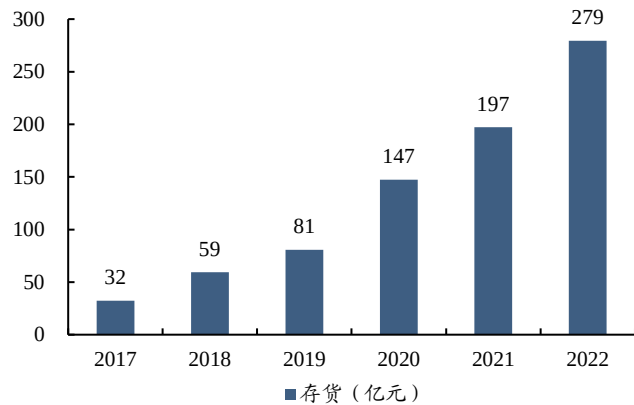
4) 日上上海：22年日上上海实现营收141.45亿元，同比增长13%，我们预计主因折扣力度加大、知名度提升，上海疫情压力下销售仍同比实现增长；实现归母净利润6.29亿元，同比下降9%，归母净利率4.45%，同比下降1pct，归母净利率下滑幅度显著低于毛利率下滑幅度，降本增效成果显现；

5) 日上北京：22年日上北京实现营收19.69亿元，同比增长3%；实现归母净利润0.05亿元；

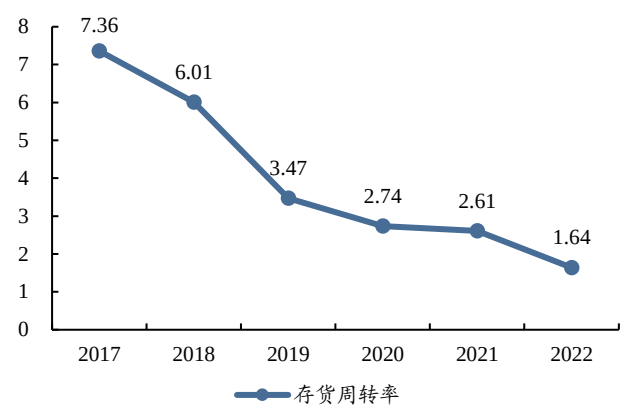
6) 日上互联科技：22年日上互联科技贡献投资收益1.38亿元。

图12：中免分板块数据拆分情况（亿元）

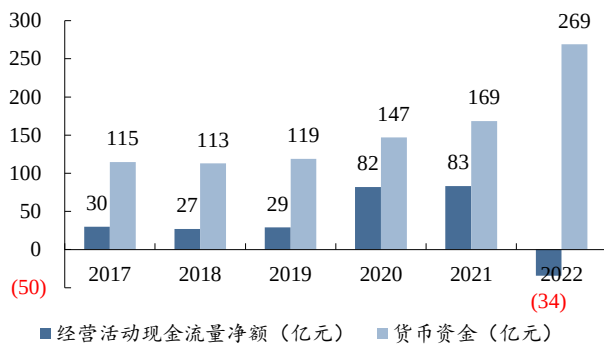
单位：亿元		2020H1	2020H2	2021H1	2021H2	2022H1	2022H2	2020	2021	2022
三亚市内免税店	营业收入	59.77	153.39	185.30	169.79	153.54	148.90	213.16	355.09	302.44
	YoY	-		210%	11%	-17%	-12%	104%	67%	-15%
	净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	29.68	41.68	25.55
	净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	13.92%	11.74%	8.45%
	归母净利润	5.95	23.73	25.58	16.10	24.58	0.97	29.68	41.68	25.55
	YoY	-	-	330%	-32%	-4%	-94%	40%	40%	-39%
	归母净利率	9.95%	15.47%	13.80%	9.48%	16.01%	0.65%	13.92%	11.74%	8.45%
海免公司	营业收入	30.31	68.80	77.05	82.57	34.59	21.79	99.11	159.62	56.38
	YoY	-	-	154%	20%	-55%	-74%	-	61%	-65%
	净利润	3.43	12.01	11.92	6.53	3.57	3.67	15.44	18.46	7.24
	净利率	11.32%	17.46%	15.47%	7.91%	10.33%	16.82%	15.58%	11.56%	12.84%
	归母净利润	1.45	5.12	5.11	2.82	1.82	1.64	6.57	7.93	3.46
	YoY	-	-	252%	-45%	-64%	-42%	-	21%	-56%
	归母净利率	4.78%	7.44%	6.63%	3.42%	5.27%	7.53%	6.63%	4.97%	6.14%
日上上海	营业收入	68.67	68.62	57.60	67.31	54.54	86.91	137.30	124.91	141.45
	YoY	-	-	-16%	-2%	-5%	29%	-9%	-9%	13%
	净利润	1.10	23.34	10.53	3.00	4.82	7.51	24.44	13.52	12.34
	净利率	1.60%	34.01%	18.28%	4.46%	8.84%	8.65%	17.80%	10.83%	8.72%
	归母净利润	1.10	11.36	5.37	1.53	2.46	3.83	12.46	6.90	6.29
	YoY	-	-	388%	-87%	-54%	150%	178%	-45%	-9%
	归母净利率	1.60%	16.55%	9.32%	2.27%	4.51%	4.41%	9.08%	5.52%	4.45%
日上中国	营业收入	16.10	15.92	11.85	7.22	7.73	11.96	32.02	19.07	19.69
	YoY	-	-	-26%	-55%	-35%	66%	-9%	-40%	3%
	净利润	-6.17	-9.33	-1.74	15.55	-0.20	0.29	-15.50	13.81	0.10
	净利率	-38.32%	-58.61%	-14.64%	215.37%	-2.52%	2.47%	-48.41%	72.45%	0.51%
	归母净利润	-3.15	-4.76	-0.88	7.93	-0.10	0.15	-7.91	7.05	0.05
	YoY	-	-	72%	267%	89%	-98%	-666%	47%	-1%
	归母净利率	-19.54%	-29.89%	-7.47%	109.84%	-1.29%	1.26%	-24.69%	36.95%	0.26%
中免国际	营业收入									420.30
	归母净利润									12.09
	归母净利率									2.88%

图13：公司存货情况（亿元）


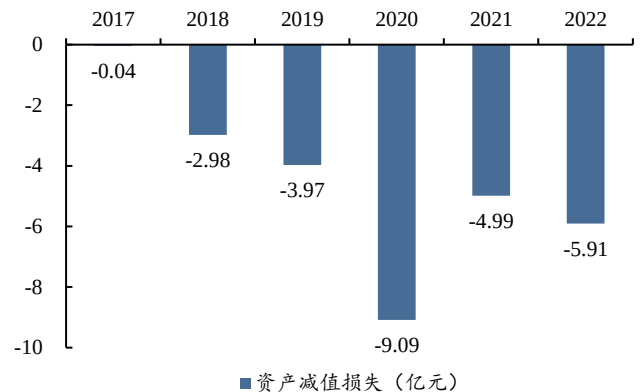
资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图14：公司存货周转率情况


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图15：公司经营性现金流、货币资金（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

图16：公司资产减值损失（亿元）


资料来源：Wind，信达证券研究开发中心

三、经营亮点及展望

2022 年，公司持续修炼内功，多项核心优势并驱，品牌价值连续三年蝉联旅游服务行业全球第一、行业地位稳固：

- **引进品牌持续丰富：**2022 年，公司新引进 GIVENCHY（纪梵希）、Brunello Cucinelli（布鲁内诺库奇内利）、De Beers（戴比尔斯）、Parmigiani（帕玛强尼）、Pomellato（宝曼兰朵）、上下（SHANG XIA）等众多高端特色品牌，商品选择不断丰富，满足消费者多元化购物需求，优化消费者购物体验。
- **海南市场布局不断强化：**1) 2022 年 10 月 28 日，世界最大的单体免税店海口国际免税城开业，吸引超 800 个国际国内知名品牌入驻，其中众多为国内及全球旅游零售渠道的“首店”、“独家”品牌；2) 三亚海棠湾一期 2 号地免税商业部分正推进幕墙、机电、消防等工程施工，计划于 23 年 6 月 30 日完成建筑工程施工，具备品牌店进场装修条件，并于 9 月 30 日开业；3) 公司与太古地产强强联合，成功获取三亚海棠湾三期项目，拟合力打造高端旅游零售综合体；4) 海南国际物流中心二期项目已提前实现完工交付，有望提升公司海南市场的商品丰富度及物流配送效率。
- **重要渠道稳步拓展：**1) 口岸免税渠道：公司成功中标杭州萧山机场 T4 航站楼、成都

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 8



双流机场、徐州观音机场 T1 航站楼、广西东兴口岸（二桥综合服务区）、上海港国际客运站等免税店经营权，在国内大中型机场及口岸的渠道优势进一步深化；**2）市内免税渠道：**公司持续推进重点城市市内店的调研、选址及签约工作，为市内店布局做好准备，中免当前在国内已布局 6 家市内店，另有武汉、成都、西安、天津、福州、广州等城市的市内免税店正处于筹备过程，在多个重点地区已卡位优质流量入口；**3）海外渠道：**公司有序推进海外项目拓展及免税经营权投标工作，2022 年新增 DUTY ZERO 铜锣湾店和中环店 2 家香港零售网点，并中标中船嘉年华“地中海”号邮轮免税店经营权和在中船旗下 NB1508 邮轮免税店经营权；此外，中免取得重大政策突破，柬埔寨国人不出境即可在中免 3 家市内免税店购买免税商品，为未来免税业务提供发展空间。

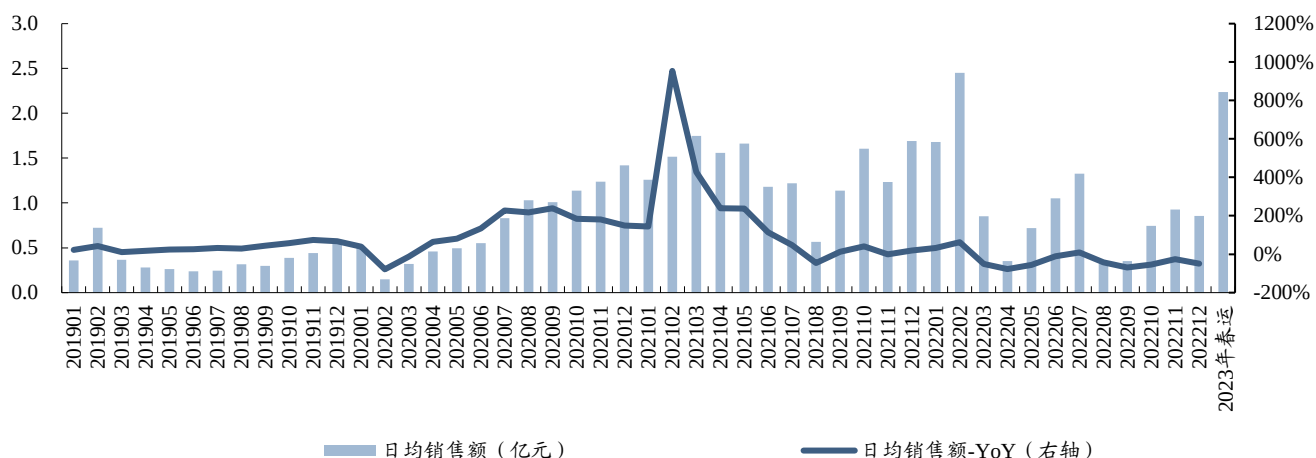
- **推广营销持续创新：**公司加大媒体广告投放宣传，通过直播、OTO 引流、VIP 活动等进行全方位推广及精准营销，并将现实与虚拟技术相结合，吸引年轻消费者；公司创新营销方式如明星到访、KOL/KOC 达人宣传，短视频、社交媒体、OTA 渠道宣传推广等扩大公司影响力。
- **核心竞争力持续修炼：****1）采购招商：**公司已与全球超 1300 个知名品牌建立长期合作关系，充分利用新品牌、独家产品和首发优势在多领域展开更深层次合作；**2）供应链管理：**公司国内七大海关监管物流中心保障商品在全国范围内的高效快捷配送，亚太中心及区域仓网建设初具雏形，供应链运行效率不断提升；**3）渠道建设：**公司具备十分完整的免税零售渠道和优质市场资源，旗下约 200 家免税店覆盖超 100 个海内外城市，其中在海南地区设有 6 家离岛免税店；**4）数字化建设：**公司持续推进门店智慧零售场景应用，完成海口国际免税城配套信息化项目建设，在海外、海南等地新增 VR/AR 实景商城、导购大屏等新项目试点，进一步增强重点门店客源转化能力；**5）营销推广：**公司持续优化大会员系统，会员总数已超过 2600 万人。
- **H 股上市，搭建“A+H”双资本平台：**公司于 2022 年 8 月在香港联交所成功上市，融资逾 180 亿港元，成为 2022 年香港第一大 IPO 项目，并在之后被纳入恒生、MSCI 等具有全球影响力的股票指数，与国际资本市场成功对接，进一步提高了公司的品牌影响力及国际市场知名度，助力公司国际化发展。

展望后续，我们预计中免有望实现销售额、市占率、利润率的全方位提升，助力业绩兑现：

- **销售额来看，**出入境客流持续复苏背景下，海南仍具强游客吸引力，我们预计 23 年客流可恢复至 19 年的 90%-100%；随着新海港开业及普通消费者占比提升，精品销售占比持续增加，23 年以来海关多次披露的客单价均远超 9000 元，同时，随着即购即提政策即将落地、或有望引入顶奢，我们预计客单价高水平有望延续，进而共同推动销售额提升；
- **市占率来看，**中免在门店布局上具备卓越的眼光和前瞻性，先发优势难以撼动，且品牌引进一骑绝尘、热门精品持续入驻，游客吸引力持续提升。我们认为，中免在拿货价格、品牌落位、地理位置、知名度全方位竞争实力逐步显现，海棠湾、新海港为真正能随客流提升而获得销售额弹性的优质免税综合体，我们预计中免市占率将稳中有升；
- **利润率来看，**随着韩免步入后疫情时代、价格体系逐步回升、普通消费者占比提升、中免营收结构性优化，我们预计中免利润率水平有望进一步修复；
- **此外，**出入境客流回暖背景下市内免税政策预期持续增强，中免已深度布局市内免税市

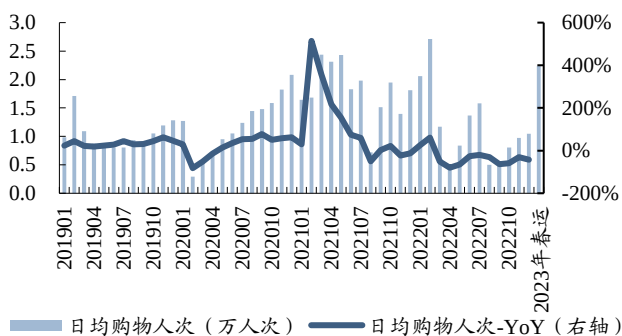
场，收购中服强强联合后霸主地位有望得到进一步巩固，预计市内免税业务对中免市值贡献可达 500 亿元。

图17：海南离岛免税日均销售额及增速情况（亿元）



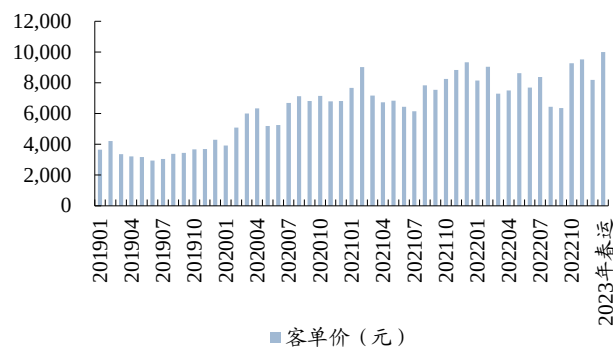
资料来源：海口海关，信达证券研发中心

图18：海南离岛免税日均购物人次及增速情况（万人次）



资料来源：海口海关，信达证券研究开发中心

图19：海南离岛免税客单价情况（元）



资料来源：海口海关，信达证券研究开发中心

四、投资建议

近期市场对于出入境放开对海南免税市场的影响较为担忧，中免股价回调较多，但公司作为运营能力、资源禀赋、供应链能力均十分优秀的白马股，有望充分享受海外消费回流和免税政策红利，逐步兑现业绩。我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 119.6、165.6、206.6 亿元，对应 3 月 31 日收盘价 PE 分别为 32、23、18X，维持“买入”评级。

五、风险提示

- 1) 政策风险;
- 2) 市场竞争加剧;
- 3) 客流及销售不及预期等。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	38,542	57,205	71,950	90,621	114,137
货币资金	16,856	26,892	40,996	59,196	75,976
应收票据	0	0	0	0	0
应收账款	106	151	210	253	307
预付账款	348	398	210	634	800
存货	19,725	27,926	27,692	27,846	33,501
其他	1,507	1,838	2,841	2,692	3,553
非流动资产	16,932	18,702	20,996	22,475	22,602
长期股权投资	992	1,970	2,170	3,570	3,770
固定资产(合计)	1,843	5,434	8,218	9,493	10,386
无形资产	2,401	2,458	3,308	3,358	3,458
其他	11,696	8,840	7,299	6,055	4,988
资产总计	55,474	75,908	92,946	113,096	136,739
流动负债	17,136	17,480	23,227	29,159	34,645
短期借款	411	1,932	2,691	3,576	4,525
应付票据	0	19	13	26	21
应付账款	5,880	7,660	6,431	8,979	10,278
其他	10,845	7,869	14,093	16,579	19,823
非流动负债	3,546	4,300	4,300	4,300	4,300
长期借款	0	2,509	2,509	2,509	2,509
其他	3,546	1,791	1,791	1,791	1,791
负债合计	20,682	21,780	27,527	33,459	38,945
少数股东权益	5,173	5,554	7,276	8,244	9,873
归属母公司股东权益	29,619	48,573	58,142	71,393	87,920
负债和股东权益	55,474	75,908	92,946	113,096	136,739

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	67,676	54,433	93,000	119,196	144,052
同比(%)	28.7%	-19.6%	70.9%	28.2%	20.9%
归属母公司净利润	9,654	5,030	11,961	16,563	20,659
同比(%)	57.2%	-47.9%	137.8%	38.5%	24.7%
毛利率(%)	33.7%	28.4%	31.8%	33.5%	34.4%
ROE%	32.6%	10.4%	20.6%	23.2%	23.5%
EPS(摊薄)(元)	4.67	2.43	5.78	8.01	9.99
P/E	39.27	75.36	31.69	22.89	18.35
P/B	12.80	7.80	6.52	5.31	4.31
EV/EBITDA	25.87	46.88	18.12	13.74	10.64

利润表

单位:百万元

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	67,676	54,433	93,000	119,196	144,052
营业成本	44,882	38,982	63,408	79,249	94,530
营业税金及附加	1,839	1,215	2,528	3,240	3,915
销售费用	3,861	4,032	6,734	10,869	13,598
管理费用	2,250	2,209	3,255	4,172	5,042
研发费用	0	39	0	0	0
财务费用	-43	220	136	-72	-218
减值损失合计	-499	-591	-744	-954	-720
投资净收益	162	162	100	100	100
其他	256	312	93	119	144
营业利润	14,804	7,619	16,388	21,004	26,708
营业外收支	-3	-3	5	5	5
利润总额	14,801	7,617	16,393	21,009	26,713
所得税	2,437	1,429	2,709	3,478	4,424
净利润	12,365	6,188	13,683	17,531	22,289
少数股东损益	2,711	1,158	1,722	967	1,630
归属母公司净利润	9,654	5,030	11,961	16,563	20,659
EBITDA	16,120	9,105	19,074	23,905	29,384
EPS(当年)(元)	4.94	2.53	5.78	8.01	9.99

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	8,329	-3,415	20,137	24,460	22,632
净利润	12,365	6,188	13,683	17,531	22,289
折旧摊销	1,522	1,437	1,907	2,120	2,273
财务费用	206	86	305	338	374
投资损失	-16	-162	-162	-100	-100
营运资金变动	-6,494	-11,636	3,604	3,623	-2,919
其它	893	671	739	949	715
投资活动现金流	-2,318	-3,807	-4,095	-3,495	-2,295
资本支出	-2,153	-2,991	-3,995	-2,195	-2,195
长期投资	-188	-875	-200	-1,400	-200
其他	24	59	100	100	100
筹资活动现金流	-3,817	15,455	-1,939	-2,765	-3,557
吸收投资	51	16,121	0	0	0
借款	0	4,010	758	885	949
支付利息或股息	-3,431	-3,676	-2,697	-3,650	-4,506
现金流净增加额	1,998	9,106	14,104	18,200	16,780

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	孙瞳	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@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	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，投资者需自行承担风险。