

基于杜邦分析法的中国中免盈利能力分析

陈 潇

南京航空航天大学金城学院国际商学院, 江苏 南京

收稿日期: 2024年4月3日; 录用日期: 2024年4月16日; 发布日期: 2024年5月31日

摘 要

中国中免公司作为文旅消费行业的龙头企业, 在新冠肺炎持续性和反复性的影响下业绩产生了波动与下滑。作为曾经享有“免税茅”之称的公司, 在新冠疫情以及“免税蛋糕”逐渐被分食的共同夹击下, 中国中免的发展面临了新一轮的挑战。本文针对中国中免公司2019~2022年经营状况, 运用杜邦分析法对其公司盈利能力与质量展开研究, 发现中国中免公司存在营业成本占比增高、存货周转能力下降以及重大投资项目回报存在不确定性的问题, 并提出相应建议。

关键词

杜邦分析, 盈利能力, 财务分析

Analysis of Profitability of China Tourism Group Duty Free Based on DuPont Analysis

Xiao Chen

International Business School, Nanhang Jincheng College, Nanjing Jiangsu

Received: Apr. 3rd, 2024; accepted: Apr. 16th, 2024; published: May 31st, 2024

Abstract

As a leading enterprise in the tourism and consumption industry, China Tourism Group Duty Free's performance has fluctuated and declined under the impact of the persistence and repetition of COVID-19. As a company once enjoyed the title of "Maotai Company" in the tax-free industry, the development of China Tourism Group Duty Free has faced a new round of challenges under the combined impact of COVID-19 and the gradual division of the "tax-free cake". Based on the operating conditions of China Tourism Group Duty Free from 2019 to 2022, this paper studies the profitability and quality of China Tourism Group Duty Free by using DuPont analysis. It finds that China Tourism Group Duty Free has problems such as increased proportion of operating costs, de-

clined inventory turnover ability, and uncertainty in returns of major investment projects, and puts forward corresponding suggestions.

Keywords

DuPont Analysis, Profitability, Financial Analysis

Copyright © 2024 by author(s) and Hans Publishers Inc.

This work is licensed under the Creative Commons Attribution International License (CC BY 4.0).

<http://creativecommons.org/licenses/by/4.0/>



Open Access

1. 公司概况

中国旅游集团中免股份有限公司成立于 2008 年，注册资本 6.6 亿人民币，2009 年在上交所成功挂牌上市，2022 年在港交所正式挂牌上市。其主营业务为免税业务和旅行社业务，包含入境游、出境游、签证服务、烟酒香化商品的批发、零售等内容。截止 2022 年末，公司全年实现营业总收入 544.33 亿元，实现利润总额 76.17 亿元，归属于上市公司股东的净利润 50.30 亿元。

2. 基于杜邦分析分析盈利能力

杜邦分析法是用于分析企业财务状况和盈利能力的分析方法，其核心理念是将衡量企业盈利能力的核心指标净资产收益率拆分成三个纬度：总资产周转率、销售净利率和权益乘数，反映了企业的盈利能力受到其营运效率、盈利能力以及偿债能力的综合影响。这种分析拆解的方式可以帮助投资者从更全面的视角了解企业的经营和盈利状况[1]。

本文以 2019~2022 年中国中免财务报表作为研究对象，在测算其净资产收益率、销售净利率、总资产周转率、权益乘数的基础上，对中国中免盈利能力进行分析。

2.1. 净资产收益率

Table 1. CTGDF 2019~2022 DuPont analysis related data

表 1. 中国中免公司 2019~2022 杜邦分析相关指标数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
净资产收益率(%)	25.63	29.10	37.18	12.87
同比增长率(%)	25.33	13.55	27.77	-65.4
销售净利率(%)	11.29	13.95	18.27	11.37
总资产周转率(%)	1.67	1.45	1.39	0.83
权益乘数	1.59	1.72	1.88	1.68

从表 1 中可以看出，2019~2021 年，中国中免公司净资产收益率保持增长态势，但是在 2022 年呈现断崖式下跌，同比下降幅度高达 65.4%，主要原因为 2022 年公司受到新冠疫情强烈冲击，收入大幅下降，疫情的持续反复和多点出现使得公司重点渠道客源锐减，主力门店几度关店，物流运营出现中断。公司业务尤其是线下业务遭受严重冲击。另一方面，公司于 2022 年 8 月港股上市，股本增加。两者因素共同叠加使得中国中免公司净资产收益率锐减。

2.2. 总资产周转率

Table 2. Total asset turnover related data

表 2. 总资产周转率相关指标数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
总资产周转率	1.67	1.45	1.39	0.83
营业收入(万元)	4796649.50	5259683.79	6767551.51	5443285.14
平均资产总额(万元)	2876734.11	3630331.20	4869654.83	6569066.62
存货周转率	3.47	2.74	2.61	1.64
存货占总资产比例	26%	35%	36%	37%
固定资产(万元)	163176.31	159052.88	184329.63	543400.91
在建工程(万元)	39908.46	123317.57	288994.30	185228.22
期末总资产(万元)	3068725.59	4191936.80	5547372.85	7590760.39

总资产周转率反映了企业运用资产获得收益的能力，反映了企业的营运能力。一般来说，总资产周转率越高，企业的资产转化为收益的能力就越强[2]。从表 1 可以看出，2019~2021 年期间，中国中免的总资产周转率呈现逐步下降趋势，主要是因为受到新冠疫情的影响，其净利润增速不及资产扩张速度。2022 年总资产周转率更是大幅度下滑，主要因为一方面线下免税业务受到疫情反复影响的严重冲击，同比下降 19.57%。另一方面，公司通过港交所进行融资 180 亿港元，用于投建重点项目，其中众多项目仍处于在建工程阶段，尚未营业，无法产生收益。

为进一步分析影响总资产周转率变动原因，本文从存货周转率和总资产的构成进一步进行分析。从表 2 中可以看出，中国中免公司总资产中存货占比较高，其周转率对总资产周转率影响较大。存货周转率逐年下降，主要因为公司为把握海南离岛免税新政实施的政策机遇加大了对海南市场的投资，使得海南地区备货大幅度增长所致。但从存货周转率来看中国中免的存货资产变现能力在减弱，存货管理决策上存在一定问题，需要加强存货水平的管理。

同时，中国中免主营业务为线上业务和线下业务两大板块。为进一步促进企业发展，中国中免近几年进行了很多重大的非股权项目投资，例如海口市国际免税城项目、三亚海棠湾二期项目、三亚免税城项目等。但受到新冠疫情的影响，很多项目多次关停，线下业务受到重大影响，进而影响总资产的周转率。

2.3. 销售净利率

Table 3. Net profit margin related data

表 3. 销售净利率相关指标数据

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年
销售净利率	11.29%	13.95%	18.27%	11.37%
净利润(万元)	541471.21	733651.59	1236463.46	618825.00
销售收入(万元)	4796649.50	5259683.79	6767551.51	5443285.14
毛利率	49.55%	40.22%	33.08%	28.02%

销售净利率反映了企业的盈利水平，一般来说，销售净利率越高，企业销售收入带来的净利润水平越高[3]。从表 3 中可以看出，2019~2021 年，中国中免销售净利率保持增长态势，新冠疫情的爆发没有

影响其盈利水平，主要因为疫情期间，公司积极拓展线上业务，发展有税商品的销售，有税商品销售实现大幅度增长，同时加大促销折扣力度，降低疫情对免税商品营业收入的影响。所以尽管销售净利率在此期间得到上升，但公司整体商品毛利率在逐年下滑。2022年，国内疫情的反复造成主力门店多次闭店，线下业务受到严重冲击，免税商品收入同比下降39.37%。

Table 4. Cost as a percentage of revenue in CTGDF
表 4. 中国中免成本费用占营业收入比重

项目	2019年	2020年	2021年	2022年
营业总收入	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
营业总成本	86.54%	80.31%	78.00%	85.79%
营业成本	50.60%	59.36%	66.32%	71.61%
税金及附加	1.61%	2.06%	2.72%	2.23%
销售费用	31.07%	16.82%	5.71%	7.41%
管理费用	3.23%	3.11%	3.32%	4.06%

从成本费用占比角度来看，从表4可知2019~2021年，营业总成本占比逐年下降，但营业成本占比逐年上升。营业成本比重的上升主要因为线下业务的减少以及线上业务的发展共同带来的毛利的下降。而营业总成本的下降主要因为销售费用的降低，主要因为受新冠肺炎疫情影响，机场等渠道免税店客源同比大幅下降，应付租金同比减少。2022年，公司免税业务收入受疫情因素锐减，有税业务收入进一步上升，造成营业成本占比的攀升，同时，受到2021年海南地区部分子公司享受企业所得税优惠及首都机场租金减让影响，上年同期基数较高，销售费用同比上升。

2.4. 权益乘数

Table 5. Equity multiplier related data
表 5. 权益乘数相关指标数据

项目	2019年	2020年	2021年	2022年
权益乘数	1.59	1.72	1.88	1.68
资产总额(万元)	3068725.59	4191936.80	5547372.85	7590760.39
负债总额(万元)	837689.96	1574053.15	2068233.52	2178019.21
股东权益(万元)	2231035.63	2617883.65	3479139.33	5412741.17
资产负债率	27.30%	37.55%	37.28%	28.69%

权益乘数反映了企业资产总额相对于股东权益的倍数，是衡量企业财务风险和负债程度的指标。一般来说，权益乘数越高，企业的财务风险就越大[4]。从表5中可以看出，2020年相较于2019年权益乘数上升，主要因为2020年有税商品销售同比增加1587.8%，从而带来应交税费的大幅增长，应交税费增长超过30亿元，同比增幅124.26%。此外，中国中免于本期计提了尚未支付的经营场所租金增加近38亿元，同比增长176.74%。2022年权益乘数下降，主要因为2022年负债总额同比几乎没有增长，但是2022年公司在港股上市，通过港股进行股权融资180亿港元，从而带来权益乘数的降低。从资产负债率可以看出，中国中免整体负债率较低，长期偿债能力较强，财务风险相对较低。从2019年开始，中国中免为进一步扩大企业发展，深耕海南市场，推进众多重点项目，计划投入总金额高达近165亿元，但其资金的来源主要为公司自有资金和国拨资金。同时，2022年港交所资金的募集较为充沛，后续项目的支

出有所保障，对企业的偿债能力不会形成较大压力。

3. 中国中免存在的问题

3.1. 营业成本占比不断增高，产品毛利下降

中国中免作为全球免税龙头，2021 年巅峰时期年营收达 677 亿元，净利润近 97 亿元，公司离岛免税销售额占全岛离岛免税销售额 9 成左右。但自 2020 年年初至今，公司受到政策影响，岛内消费环境以及公司自身折扣等因素的影响，产品毛利率不断下降。由于分析期间，中国中免免税业务受到疫情较大影响，公司通过让渡一部分毛利吸引客源来减少对收入的影响，同时积极拓展线上业务进一步带动销售，线上有税业务占比不断增加，但线上有税业务因促销净利率较低，从而使得整体业务毛利的降低。目前，全球旅游业迎来复苏，全球国际旅客人数基本恢复到疫情前水平 80%~95%，旅游业回弹有利于公司产品的销售。但经济的放缓带来了消费降级，也可能使得免税业务需求萎缩。此外，出入境的放开，可能造成免税需求的外流。因此，后续中国中免想要进一步优化成本费用需要面临较大挑战。

3.2. 存货余额不断增加，存货周转能力下降

中国中免公司从 2019 年开始，全面推进业务充足整合，大力发展免税业务，重点部署海南离岛免税市场，深挖海南市场潜力，因此海南地区备货不断增加，造成存货余额的大幅度增长，对其周转能力造成不利影响，同时公司每年年末会根据存货规模计提减值准备，故存货的增长会同时带来存货减值压力，进而导致盈利承压。受到新冠疫情“黑天鹅事件”的影响，公司整体销售增长不及，重点门店甚至多次闭店，进一步形成存货的积压，使得公司存货周转率大幅度下降。中国中免存货周转率 2022 年相较于 2019 年降幅高达 50%，其存货管理能力明显下降。公司应该考虑深耕海南市场的同时，权衡该市场所需备货的合理水平。

3.3. 重点项目投入大，回报具有不确定性

为布局多业态发展格局，中国中免不断推进重点项目建设。公司投入近 200 亿资金用于开发建设三亚国际免税城、海口国际免税城、河心岛等项目。大量的非股权项目的投资扩张了企业的资产规模，但目前市场消费能力复苏恢复不及预期，部分开业的项目经营业绩也未达期望，使得企业总资产周转能力承压。同时，大量项目仍处于在建阶段中，需要企业进一步投入大量资金。项目回报率最终受到居民消费能力回弹的幅度以及旅游业复苏的情况的限制，具有一定不确定性。

4. 中国中免的发展建议

4.1. 加强成本费用的管理

中国中免成本费用方面的问题究其根本主要源于疫情对销售渠道、旅游业以及居民消费能力的影响。目前，全球旅游业已经呈现加速恢复走势，对公司未来销售形成利好，但经济的放缓使得居民消费力仍处理于底部区间。公司可以密切关注相关变量，在旅游业强劲复苏以及消费力回弹的过程中，适度调整定价策略。此外，公司可以加强引入具有高毛利的高奢品品牌的入驻，丰富免税业务的品牌多样性的同时进一步提高产品毛利。

4.2. 控制存货库存水平

中国中免应进一步优化存货的管理。在成本端，首先应该确定一个合理的库存水平，在保证供销的前提下适当减少现有的存货水平，避免存货的大量积压。同时应该优化采购管理制度，缩短采购周期，

以此加速存货周转效率。在收入端，中国中免可以适度加营销力度，通过直播、微信微信小程序、支付宝小程序等多元化营销渠道等多种方式扩大商品的销售，加速存货的出清。

4.3. 加强重点项目的营销

中国中免未来业绩的发展很大一部分取决于目前投入的重点项目开业后的业绩情况。因此，公司应该加强采购招商能力，大量引入多元化产品，网红产品和高奢产品加强产品吸引力。同时，做好重点项目的营销，通过媒体投放、直播、OTO 引流、VIP 活动、KOL 达人宣传、短视频等方式做好项目宣传作用。

参考文献

- [1] 蔡胜莹, 苏剑. 基于杜邦分析法的光明乳业盈利能力分析[J]. 老字号品牌营销, 2023(15): 77-79.
- [2] 李思凡, 王喆朴. 基于杜邦分析法的比亚迪公司财务分析[J]. 全国流通经济, 2024(2): 104-107.
- [3] 徐绍波, 马成慧. 基于杜邦分析法的浪潮信息盈利能力分析[J]. 全国流通经济, 2023(9): 185-188.
- [4] 张颖, 李秀雯, 徐燕如. 歌尔股份盈利能力分析[J]. 合作经济与科技, 2023(19): 147-149.