

中国中免(601888)

2020 离岛免税完美收官，中免渠道、规模壁垒高筑

——中国中免跟踪点评

✍️：李丹 执业证书编号：S1230520040003
☎️：021-80108129
✉️：lidan02@stocke.com.cn

报告导读

2020年海南离岛免税销售额275亿元，实现翻番；加上离岛补购后超过325亿元。2020年底，中出服、海旅投、中免各在三亚新增1家离岛免税店，打破中免垄断格局；2021年将有5家免税运营商经营10家离岛免税店。适度、有序竞争激发市场活力，多元运营商将合力做大免税蛋糕，而规模、渠道优势将支撑中免成为最大受益者。

投资要点

□ 2020年离岛免税销售额翻倍增至275亿元，含离岛补购超325亿元

受益消费回流与政策催化，海南2020全年离岛免税销售额275亿元/+104%，含离岛补购将超325亿元，提前17天完成年初定下的300亿元销售目标；全年购物人数448万人次/+17%，销售免税品3410万件/+87%。

2020年7月，离岛免税购物新政实施，催化效果显著，到12月日均销售达1.4亿元/+150%，客单价6610元/+54%。20H2，免税销售额200亿元/+192%，购物人数299万人次/+59%，销售免税品2382万件/+158%。

□ 离岛免税市场开始多主体竞争，海南22年剑指1000亿元免税销售额

2020年12月30日，中出服、海旅投、中免均在三亚开设1家新店；海发控、深免均预计于21年1月在海口新开1家免税店，中免运营的美兰机场二期免税店亦将在今年与机场同步开业，届时海南将有5个免税经营主体（原有中免/海免，新进中出服、海旅投、海发控、深免）运营10家离岛免税店。在适度、有序竞争下，多元主体将合力做大离岛免税蛋糕。海南省委书记沈晓明在杨澜专访中表示，希望2022年离岛免税份额约占中国人免税消费的10%，即规模达到1000亿元；2030年占比提升至50%，即免税规模达到7000-8000亿元（20-30年CAGR约为39%）。

□ 海南定位国际旅游消费中心，未来免税销售额将成旅游收入的主要支撑

海南定位国际旅游消费中心，未来将大力发展旅游配套设施，实现“行行搞旅游、处处有旅游”。沈晓明书记表示，海南的目标是未来每年能够接待游客2亿-3亿人次（19年为8311万人次），2025年旅游收入能够到2500亿-3000亿元左右（19年为1058亿元）。旅游带动免税购物消费，将提升离岛免税扩张空间，未来免税销售额有望成为旅游收入的主要支撑。以沈书记透露的离岛免税销售额目标为依据，我们假设年均增速为28%，预计25年离岛免税规模将扩至2000亿元左右，占旅游收入的7成左右。

□ 竞争做大离岛免税蛋糕，中免凭借规模、渠道优势将成最大受益者

免税牌照比拼转变为运营比拼，规模构筑高壁垒，供应渠道作护城河，支撑中免业绩强势增长，我们认为中免仍为离岛免税高速发展的最大受益者。20年并表海免后，中免国内市占率将超9成，合作品牌数是其他国内运营商的2倍以上；20H1跃升全球旅游零售商销售规模榜首，其议价能力和进货成本优势位居全球第一档，叠加成熟供应链的成本优势后，中免较国内免税运营商而言具备高利润率优势，从而能够保持价格核心竞争力。

评级

买入

上次评级 买入
当前价格 ¥288.00

单季度业绩

元/股

3Q/2020	1.14
2Q/2020	0.54
1Q/2020	-0.06
4Q/2019	0.22



公司简介

公司是目前唯一以免税业务为主业的上市公司，全资子公司中免集团是中国免税行业代表企业。

相关报告

- 1《离岛免税政策红利释放，Q3 利润表现符合预期》2020.10.28
- 2《中国中免深度覆盖：接棒 DUFY，规模领跑全球，引领免税新时代》2020.09.07
- 3《旅游休闲行业：困境中的机场免税，危中能否藏机》2020.07.29

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

□ 盈利预测及估值

我们预计中免 2020-2022 年归母净利润分别为 76.5、112.3、136.6 亿元，EPS 分别为 3.92、5.75、7.00 元/股。短期内海内外疫情形势差异加快消费回流，叠加政策红利释放，离岛免税市场规模将高速扩张，海南官方目标是 22 年免税销售额达 1000 亿元（对应 20-22 年 CAGR 为 91%）。2020 年 12 月 30 日，中出服、海旅投三亚免税店正式开业，21 年将有 5 家免税运营商运营 10 家离岛免税店，离岛免税格局由垄断走向适度竞争，激发市场潜力，亦倒逼中免提升运营效能。凭借规模、渠道等先发和领先优势，中免将成为最大受益者。长期来看，境外免税消费、奢侈品消费加速回流，国人市内免税政策有望出台，线上线下加速融合，在此大背景下，全方位布局、具备价格体系核心竞争力的中免仍有较大上升空间，维持“买入”评级。

□ 风险提示

需求不及预期，政策不及预期，免税专营政策变化风险，汇率风险，行业竞争加剧等。

财务摘要

(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入	47966	59588	100877	157663
(+/-)	2.0%	24.2%	69.3%	56.3%
净利润	4629	7654	11227	13659
(+/-)	49.6%	65.4%	46.7%	21.7%
每股收益(元)	2.37	3.92	5.75	7.00
P/E	77.95	47.14	32.14	26.42

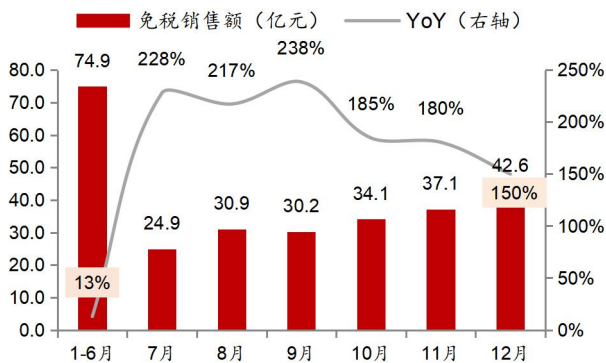
消费回流加速，政策催化显著，2020年海南离岛免税销售额翻番

受益于消费回流叠加政策催化，海南离岛免税市场翻倍增长，并提前完成300亿元销售目标。2020年，海南离岛免税销售额275亿元/+104%，购物人数448.4万人次/+17%，销售免税品3410.3万件/+87%。另外，离岛补购销售额超过50亿元，即离岛免税店全年总销售额将超325亿元，同比均增加1倍以上，并提前17天完成海南省委省政府年初制定的300亿元销售目标。

2020上半年，全球旅游零售表现惨淡，海南离岛免税市场逆势增长13%。2020H1，离岛免税销售额（不含补购）74.9亿元，同比增加13%，实现逆势增长，引领全球旅游零售市场。新冠肺炎疫情为海南离岛免税市场带来挑战和机遇，一方面全岛4家免税店在春节传统旺季停业24天，导致Q1离岛免税销售额仅29.8亿元，同比下降30.3%；另一方面，3月起海外疫情爆发、国内疫情得到控制，加速境外消费回流，海南离岛免税市场承接大量消费需求，Q2实现免税销售额（不含补购）45.1亿元，同比增加96%。

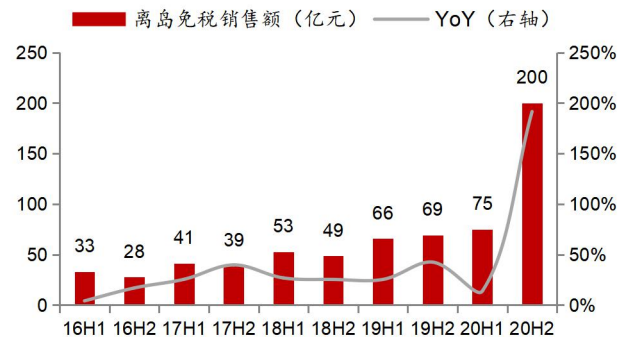
2020下半年，离岛免税购物新政策实施，成效显著，免税销售额约200亿元，同比增加192%。2020年7月1日起，新版海南离岛旅客免税购物政策正式实施，包括离岛旅客每年每人免税购物额度由3万元增至10万元、离岛免税品类从38种增至45种、取消免税单价限额8000元、取消或放宽免税商品单次购买数量限制等变动，激发消费者购物热情，政策催化成效显著。7月以来，日均免税销售额逐月增加，12月实现免税销售额42.6亿元/+150%，日均约1.4亿元；根据中新网海口报道，20H2离岛免税销售额199.9亿元/+191.6%，购物人数299.3万人次/+59.3%，销售件数2382万件/+158%。

图1：2020年7月离岛免税购物新政实施后销售额激增



资料来源：海口海关、中新网，浙商证券研究所

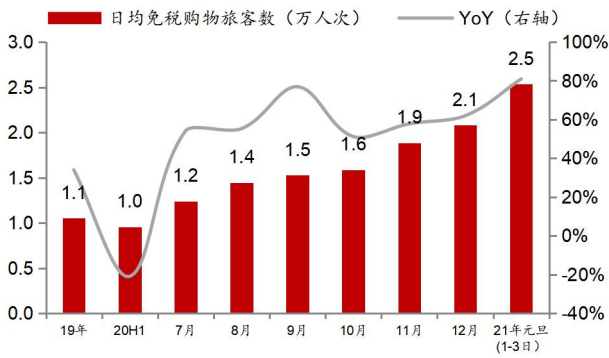
图2：20H2离岛免税销售额同比增加192%



资料来源：海口海关、海南日报、中新网，浙商证券研究所

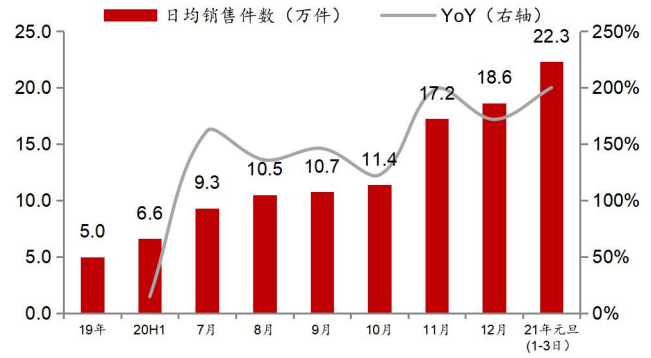
消费者对离岛免税新政反映热烈，日均免税购物旅客、日均免税品销售件数均持续走高。2020年，离岛免税购物人数448.4万人次/+17%，销售免税品3410.3万件/+87%，免税客单价6130元/+74%。受新冠肺炎疫情影响，Q1国内旅游陷入停滞，离岛免税市场日均购物旅客仅1万人次/-21%，客均销售免税品约6.9件/+15%。7月14日起，国内跨省游恢复开放，海南承接部分境外转向境内的旅游需求，同时海南离岛免税新政策大幅让利消费者，具备较强吸引力，离岛免税日均购物人次、日均销售件数均逐月递增，旺季12月分别为2.1万人次/+62%、18.6万件/+172%，21年元旦假期分别为2.5万人次/+81%、22.3万件/+200%。

图 3：20 下半年日均免税购物旅客持续增长



资料来源：海口海关、中新网，浙商证券研究所

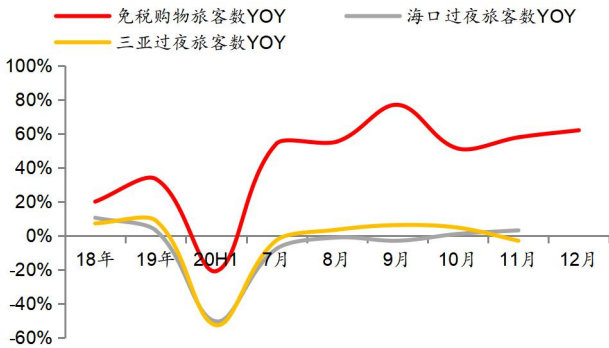
图 4：20 下半年日均免税品销售件数持续增长



资料来源：海口海关、海南日报、中新网，浙商证券研究所

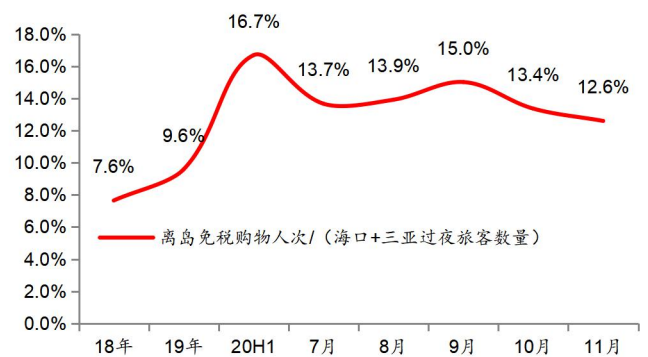
20 年 7-10 月，免税购物人次占离岛旅客总数比重从去年同期的 12% 提高至 30%，离岛免税购物吸引力增强。18-20 年，离岛免税购物旅客数增速均高于海口、三亚过夜旅客数量增速，并且 20H2 增速差距进一步扩大，7-11 月相差 48-75pct，这说明 20H2 离岛免税购物渗透率大幅提升（离岛免税购物渗透=免税购物旅客数/离岛旅客数量），即离岛免税购物对消费者的吸引力大幅增强。随着 7 月中旬跨省团队游重新开放，海南旅游市场加速恢复，8 月起海口、三亚过夜旅客数量合计增速回正。7-11 月，离岛免税购物人数占海口、三亚过夜旅客数量的比例约为 12.6%-15%，整体水平为 13.6%，较 19 年提升 4pct。

图 5：离岛免税购物旅客数增速大于海口、三亚过夜旅客增速



资料来源：海口海关、中新网、海南省旅游厅，浙商证券研究所

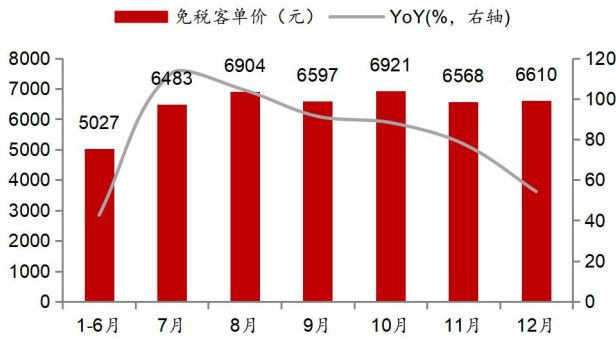
图 6：新政实施后离岛免税购物渗透率大幅提升



资料来源：海口海关、海南省旅游厅，浙商证券研究所

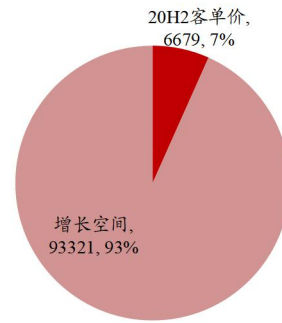
免税客单价显著上升。受益于政策红利释放，个人离岛免税额度、单次购买数量、免税单价上限等政策发生变动，直接带动客单价增加，2020 下半年，免税客单价约 6679 元，同比增长 83%；2021 年元旦假期（1-3 日），免税客单价约 7105 元。与每人免税购物额度 10 万元相比，目前使用率仅 7% 左右，仍有较大发展空间。

图 7：新政实施后离岛免税客单价大幅提升



资料来源：海口海关、中新网，浙商证券研究所

图 8：离岛免税购物额度平均剩余较大空间



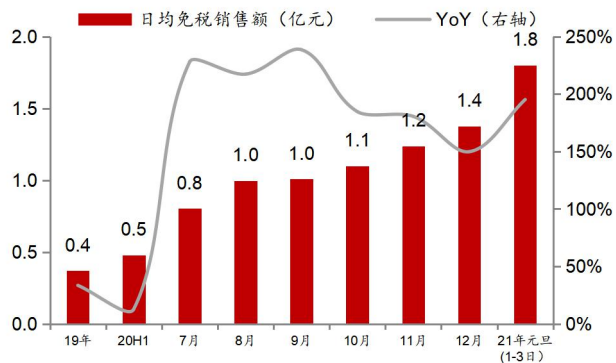
资料来源：海口海关、中新网，浙商证券研究所

离岛免税购物新政实施后，海南离岛免税销售显现新特点

日均销售额实现跨越式增长，增速明显加快。2011年4月，离岛免税在海南岛试点；2018年，海南离岛免税销售额突破100亿元，冲破第一个百亿元大关用时7年；2020年，离岛免税销售额275亿元，突破第二个百亿元大关仅用时2年，我们预计往后销售额将出现迭代式增长。从日均免税销售规模来看，19年日均仅0.4亿元，20年7月离岛免税新政实施后，日均销售额规模显著增加，自9月起突破亿元；海南岛旅游旺季到来后，12月日均免税销售额1.4亿元，21年元旦假期达1.8亿元，实现跨越式增长。

离岛免税线上销售实现突破，加速与线下融合。截至12月14日，中免集团通过大力推进网上商城营销，实现线上销售50亿元，同比增长4倍以上，占同期总销售额的17%，较19年全年水平约提高10pct，线上与线下加速融合，能够更好的适应国人消费趋势。

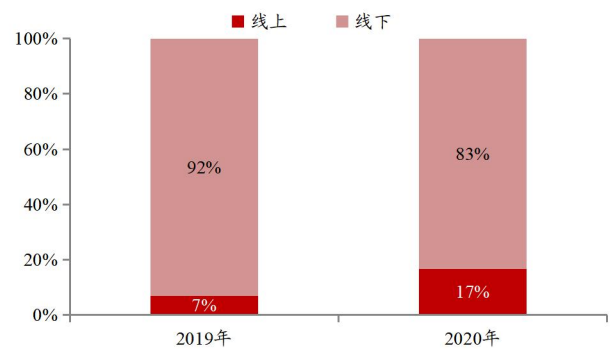
图 9：离岛免税销售额增速加快，21 年元旦日均 1.8 亿元



资料来源：海口海关、中新网，浙商证券研究所

注：20上半年剔除了因疫情停业的26天

图 10：离岛免税销售线上线下加速融合



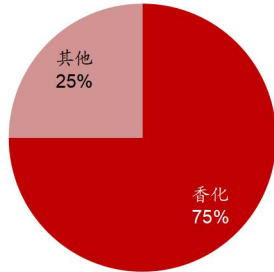
资料来源：海南省消费局、南海网，浙商证券研究所

免税品销售结构由香化一家独大逐步向协调发展过渡。根据南海网报道，在离岛免税购物新政实施前，海南离岛免税销售是香化一家独大，占比高达75%。新政策取消单件免税价格8000元上限，手表、首饰等高价品类的销售额显著增加。7-10月份，离岛免税销售额排名前三的品类为香化、手表、首饰，销售额分别为58.2亿元/+164.5%、14.7亿元/+353.8%、14.5亿元/+404.7%，比重分别为49%、12%、12%，前三位合计87.4亿元，

占同期离岛免税销售总额的 72.8%；销售数量前三甲为化妆品、香水、首饰，分别为 1078 万件/+144.6%、61.4 万件/+205.3%、21.1 万件/+116.2%，合计占同期销售总量的 90.2%。

图 11：离岛免税新政实施前香化销售额占比 75%

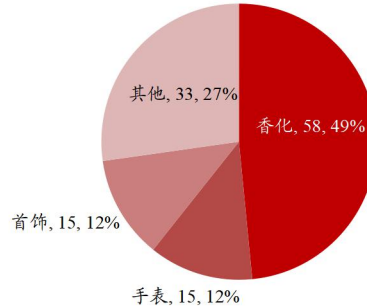
离岛免税新政实施前



资料来源：海南省消费局、南海网，浙商证券研究所

图 12：离岛免税新政实施后，销售结构不断优化（亿元）

离岛免税新政实施后（7-10月）

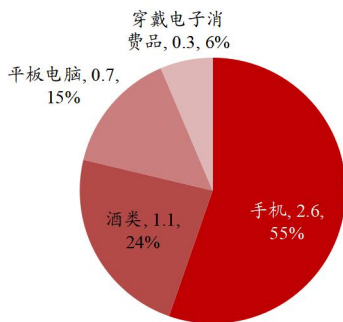


资料来源：海南自由贸易港公众号，浙商证券研究所

在 7 类新增离岛免税商品中，手机、酒类占据热销前两把交椅。2020 年 7 月起，离岛免税品类由 38 种增至 45 种。7-10 月份，新增免税商品共销售 4.7 亿元，占总销售额的 4%，其中手机、酒类、平板电脑、穿戴电子消费产品分别销售 2.6、1.1、0.7、0.3 亿元，分别占比 55%、24%、15%、6%。

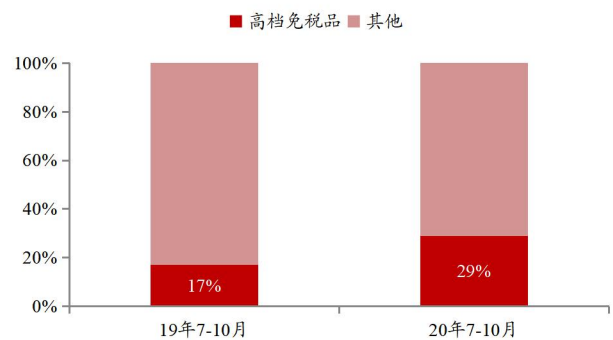
高档免税品（单价超过 8000 元）销售额比重大幅提升。离岛免税新政实施前，单件商品超过 8000 元的部分需要缴纳行邮税，2020 年 7 月起该项规定被取消，直接带动高档免税品销售比重提升。2020 年 7-10 月，高档免税品销售额 35.1 亿元，是去年同期的 5.5 倍，占总销售的比重由去年同期的 17%提高至 29%；销售件数 18.6 万件，是去年同期的 4.5 倍。

图 13：7-10 月离岛免税新政新增 7 类商品销售结构（亿元）



资料来源：海南自由贸易港公众号，浙商证券研究所

图 14：离岛免税新政实施后，高档免税品销售额比重大幅提升



资料来源：海南自由贸易港公众号，浙商证券研究所

离岛免税步入竞争阶段，海南定下 2022 年免税规模 1000 亿元目标

海南离岛免税市场竞争正式拉开帷幕，2021 年将增至 5 家运营主体、10 家离岛免税店。2020 年 12 月 29 日，中出服、深免各获一张离岛免税牌照；四部委联合批复，同意海南新增 6 家离岛免税店，兼顾市区、机场等核心区位，销售面积将增加 22 万平方米以上。其中，三亚凤凰机场免税店（中免）、三亚国际免税购物公园（中出服）、海旅免税城（海旅投）已于 2020 年 12 月 30 日开始运营；根据海南自由贸易港公众号，全球精品海

口免税城（海发控）、观澜湖免税店（深免）预计于2021年1月开业，美兰机场二期免税店（中免）将在机场二期运营时开业。

图 15：2021 年三亚离岛免税格局



资料来源：百度地图、DFE，浙商证券研究所

图 16：2021 年海口离岛免税格局



资料来源：百度地图、DFE，浙商证券研究所

表 1：2021 年海南离岛免税格局

城市	运营商	离岛免税店	开业时间	免税面积 (平米)	物业地址	合作伙伴
三亚	中免	三亚国际免税城	2019 前	7.08 万	海棠湾	自有采购团队
	中免	三亚凤凰机场免税店	2020.12.30	一期 800, 共约 5000	凤凰机场	自有采购团队
	中出服	三亚国际免税购物公园	2020.12.30	一期 1.5 万, 共 3.3 万	鸿洲广场	DUFRY
	海旅投	海旅免税城	2020.12.30	一期 5 万, 共 9.5 万	居然之家广场	拉格代尔
海口	海免	美兰机场免税店	2019 前	1.4 万	美兰机场	中免
	海免	日月广场免税店	2019	2.2 万	日月广场	中免
	中免	美兰机场二期免税店	预计 2021	0.9 万	美兰机场二期	自有采购团队
	海发控	全球精品海口免税城	预计 2021.1	3.9 万	日月广场	DUFRY
	深免	观澜湖免税店	预计 2021.1	一期 3 万, 合计约 10 万	观澜湖新城	DFS
博鳌	海免	博鳌免税店	2019	4200	博鳌亚洲论坛景区	中免

资料来源：DFE、21 世纪经济报道，浙商证券研究所

2021 年元旦期间（1 月 1 日-3 日），海南共 7 家离岛免税店运营，海口海关共监管销售离岛免税品 66.9 万件、购物人数 7.6 万人次、销售金额 5.4 亿元，同比分别增长 200%、80.9%、195.16%，创历年元旦假期新高。

2021 年离岛免税销售将持续呈火爆态势。根据 21 年元旦销售情况，结合离岛免税新形势，我们初步预期 2021 年离岛免税销售额有望翻番，主要原因为：

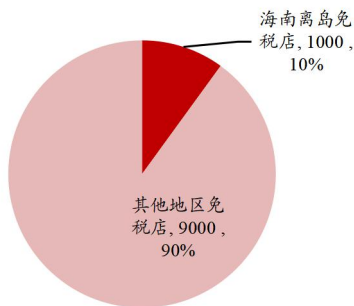
1) 离岛免税供应能力提升：一方面在引入多家免税经营主体后，供应链将更畅通，整体备货金额和供给能力将有所提升；另一方面海南省出台多项新政策提高运营商的供应能力和效率，比如离岛免税进口化妆品通行时间从 7 天压缩至 1 小时内，实现“便捷通关、快速入市”。

2) **经营品类和引入品牌逐渐丰富**: 离岛免税新政实施后, 离岛免税品类从 38 类提升至 45 类, 尤其是增加了手机、酒类等热门产品; 同时, 2020 年以来中免集团加快了奢侈品、家居生活品牌的引入, 新进运营商亦为消费者带来更丰富的选择。

3) **服务质量、旅客购物体验持续提升**: 2020 年, 美兰机场新增 1 处提货点, 中免集团将三亚凤凰机场、海口美兰机场、海口新海港三个提货点面积由 284 平米扩建至 770 平米, 提货窗口从 29 个增加至 74 个, 有效解决等待时间过长的问题; 根据三亚发布, 目前购物旅客可在 2 分钟之内完成提货, 客流高峰时段提货排队时间不超过 20 分钟, 旅客购买更加便利, 购物体验有了大幅提升。

海南展望 2022 年离岛免税规模达 1000 亿元, 2030 年达到 7000-8000 亿元。12 月 30 日, 在杨澜专访中, 海南省委书记沈晓明表示, 目前中国人免税消费约 1 万亿元规模, 海南的目标是, 到 2022 年时, 占有中国免税消费 10% 的份额, 即离岛免税规模 1000 亿元; 而到 2030 年时, 预计中国人免税消费达到 1.5 万亿元, 海南希望占有其中 50% 的份额, 即离岛免税规模 7000-8000 亿元 (20-30 年 CAGR 约为 39%)。按照该目标, 22-30 年 CAGR 约为 28% 左右, 以 22 年 1000 亿元为基准, 我们可测算得 25 年离岛免税规模有望达到 2000 亿元左右。

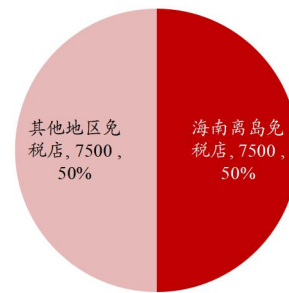
图 17: 2022 年海南希望占到中国人免税消费额度的 10%



2022 年预计中国人免税消费规模约 1 万亿

资料来源: 杨澜对海南省委书记的专访, 浙商证券研究所

图 18: 2030 年海南希望占到中国人免税消费额度的 50%

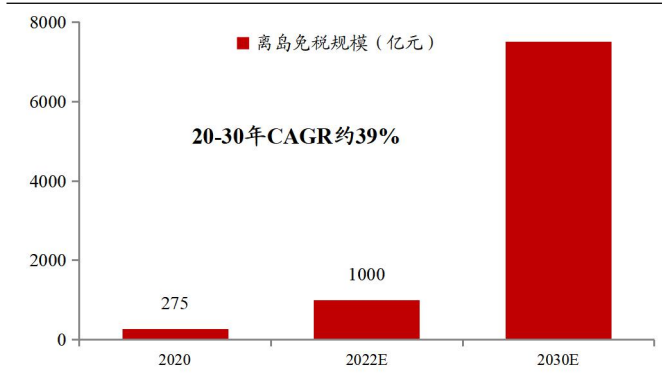


2030 年预计中国人免税消费规模约 1.5 万亿

资料来源: 杨澜对海南省委书记的专访, 浙商证券研究所

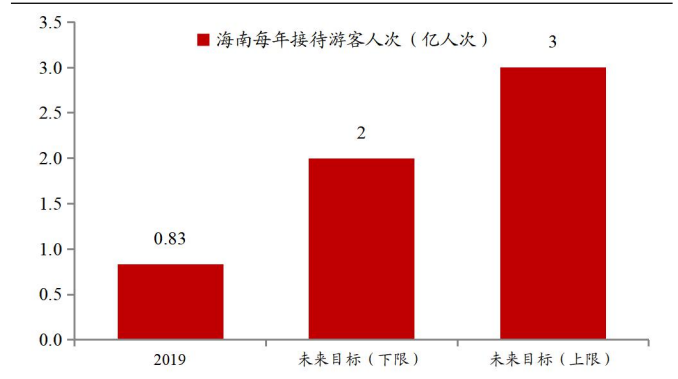
海南定位国际旅游消费中心, 利用环岛旅游公路建设全域旅游, 优化游客布局, 有助于提升离岛免税扩张空间。根据《中华人民共和国海南自由贸易港法(草案)》, 海南自贸港推进国际旅游消费中心建设, 积极发展旅游业、现代服务业等。海南省委书记沈晓明还透露了海南全域旅游建设的发展计划, 即海南要把全省建设为一个大景区, 实现“行行搞旅游、处处有旅游”。海南要建设一条环岛旅游公路及国家热带雨林公园, 未来环岛旅游公路、中部热带雨林公园和农村、三亚等原旅游热门地区将各吸引 1/3 的游客。其中, 环岛旅游公路工程已于 2020 年 12 月 31 日开工, 总线约 1000 公里, 贯穿海口、三亚、琼海等沿海 12 个市县。目前海南可接待 8000 万的游客 (2019 年接待游客 8311 万人次), 海南方希望未来每年能够接待游客 2 亿-3 亿人次。游客是免税购物消费的来源, 未来离岛免税规模还有较大上升空间。

图 19: 海南希望 2030 年离岛免税规模约为 7000-8000 亿元



资料来源: 杨澜对海南省委书记的专访, 浙商证券研究所

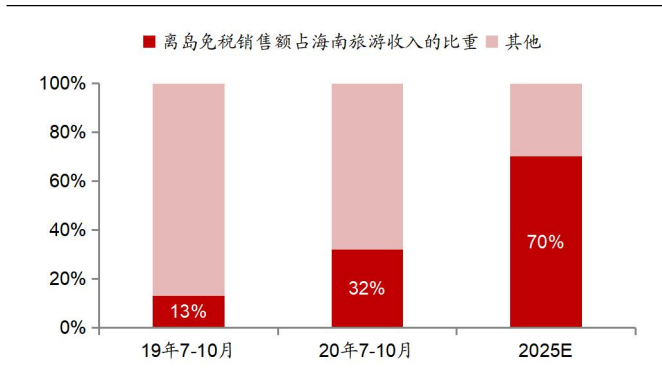
图 20: 海南希望未来每年能接待游客 2 亿-3 亿人次



资料来源: 杨澜对海南省委书记的专访, 浙商证券研究所

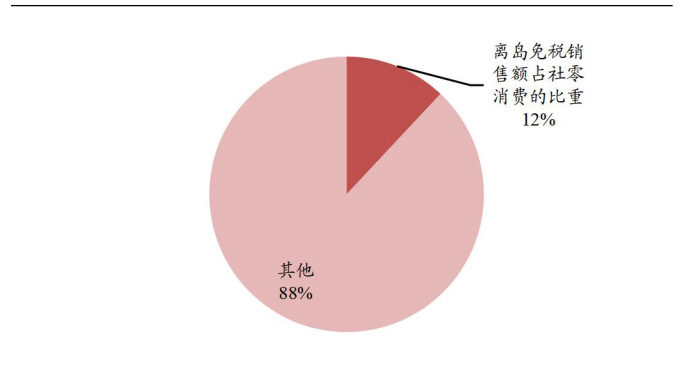
远期来看, 免税销售额有望成为海南旅游收入主要来源。海南据沈晓明书记介绍, 现在旅游收入约 1000 亿元 (2019 年旅游总收入 1058 亿元, 其中国内收入占比 93.8%), 希望 2025 年能够到 2500 亿-3000 亿元左右 (19-25 年 CAGR 约 17%)。20 年 7-10 月, 免税销售额占国内旅游收入的比重由上年同期的 13% 大幅提高至 32%, 占社会消费品零售总额的比重由去年同期的 7.1% 提高至 12.0%。随着海南岛旅游配套设施逐渐完善, 吸引更多游客, 拉动免税购物, 未来免税销售额有望成为国内旅游收入主要支撑。以前文测算得 25 年离岛免税规模 2000 亿元计算, 25 年免税销售额或占旅游收入 7 成左右。

图 21: 离岛免税销售额有望成为海南旅游收入的主要来源



资料来源: 海南自由贸易港公众号, 浙商证券研究所测算

图 22: 20 年 7-10 月离岛免税销售额占海南社零消费的 12%



资料来源: 海南自由贸易港公众号, 浙商证券研究所

离岛免税进入新格局, 但中免凭借规模+渠道优势仍将为最大受益者

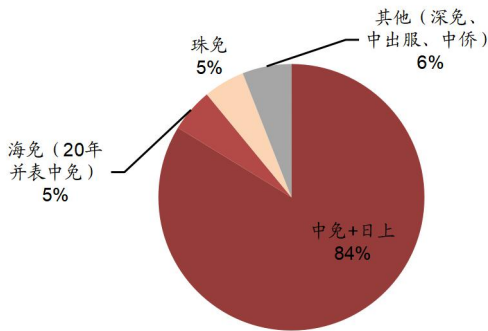
牌照比拼转变为运营比拼, 规模构筑高壁垒, 供应渠道作护城河, 支撑中免业绩增长, 我们认为中免仍为离岛免税高速发展的最大受益者。

规模为运营实力奠定基础, 决定运营商的议价能力、品牌丰富度、渠道供给能力, 目前离岛免税市场的畅销品类出现供不应求的情形, 供应效率的提升将直接拉动业绩增长。18-19 年, 中免国内市场份额约 84%, 20 年海免并表后, 中免市占率将超过 9 成, 免税经营规模与新进主体中出服、深免均不在一个量级。

品牌丰富度将直接影响购物体验, 是吸引客流的利器, 目前中免已与 1000 多个国际品牌建立合作, 是深免、海发控、海旅投欧在离岛免税店中预计引入品牌数量的 2-3 倍。

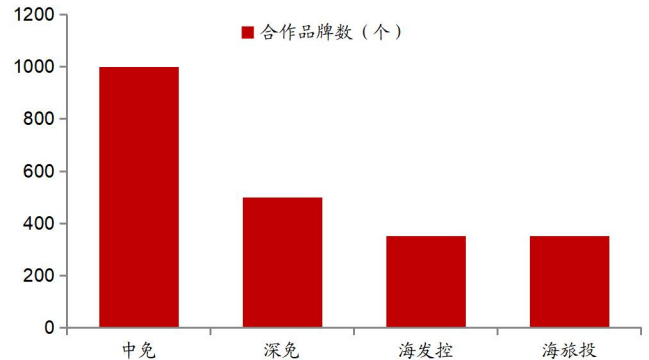
离岛免税蛋糕做大，亦将有助于中免与更多高端精品类品牌合作。2020年，中免集团在海南引入多家轻奢、轻奢、生活家居、高端进口酒等品牌。

图 23：18-19 年国内免税市场份额分布



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 24：离岛免税市场各经营主体合作品牌数（截至 2020 年）



资料来源：公司官网、南海网，浙商证券研究所

中免离岛免税物业区位优势，一方面中免把控省内两大国际机场，2020年海口美兰、三亚凤凰国际机场旅客吞吐量分别为1649万人次、1541万人次，坐拥天然流量；另一方面三亚国际免税城、海口国际免税城（预计2022年开业）均为大型商业中心，且分别坐落在高端度假酒店区、新海港旁，吸客能力强劲。目前三亚国际免税已成为热门打卡目的地，2019年免税购物人次217万人次，占离岛免税的56.5%。

价格是重要比拼工具，在政府调控下，虽然我们认为未来免税市场不会出现恶性价格竞争，但是价格仍是影响零售业绩的重要因素。20H1，中免超过Dufry跃升全球旅游零售商销售规模榜首，我们认为中免的进货成本与全球龙头Dufry处于同一档水平，另外，中免是向品牌直采，而中出服、深免、海发控、海旅投均为向国际免税运营商采购，因此，在中免在进货成本上有较大相对优势，叠加成熟供应渠道的成本优势，中免较国内免税运营商而言具备高利润率优势，从而能够保持价格优势。

盈利预测与投资建议

我们预计中免2020-2022年归母净利润分别为76.5、112.3、136.6亿元，EPS分别为3.92、5.75、7.00元/股。短期内海内外疫情形势差异加快消费回流，叠加政策红利释放，离岛免税市场规模将高速扩张，海南官方目标是22年免税销售额达1000亿元（对应20-22年CAGR为91%）。2020年12月30日，中出服、海旅投三亚免税店正式开业，21年1月海发控、深免的海口免税店预计投入运营，同年底将有5家免税运营商运营10家离岛免税店，离岛免税格局由垄断走向适度竞争，激发市场潜力，亦倒逼中免提升运营效能。凭借规模、渠道等先发和领先优势，中免将成为最大受益者。长期来看，境外免税消费、奢侈品消费加速回流，国人市内免税政策有望出台，线上线下加速融合，在此大背景下，全方位布局、具备价格体系核心竞争力的中免仍有较大上升空间，维持“买入”评级。

风险提示

需求不及预期，政策不及预期，行业竞争加剧，汇率风险等。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	22246	35519	49443	68140	营业收入	47966	59588	100877	157663
现金	11906	20092	26765	34661	营业成本	24273	34795	58715	90074
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	772	1788	3732	5676
应收账款	800	777	799	1227	营业费用	14904	8998	18239	36704
其它应收款	876	1788	2219	3153	管理费用	1549	1704	2633	4036
预付账款	381	888	1300	1902	研发费用	0	0	0	0
存货	8060	11830	18202	27022	财务费用	11	0	6	11
其他	223	145	158	175	资产减值损失	383	715	504	394
非流动资产	8442	9965	11709	14149	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	1	0	0	投资净收益	965	50	60	80
长期投资	255	281	273	270	其他经营收益	68	10	40	60
固定资产	1632	1820	2127	2554	营业利润	7109	11648	17148	20908
无形资产	2504	2902	3448	4162	营业外收支	52	(90)	(45)	(55)
在建工程	399	959	1407	1766	利润总额	7160	11558	17103	20853
其他	3652	4003	4453	5397	所得税	1746	1745	2617	3274
资产总计	30687	45484	61152	82289	净利润	5415	9813	14486	17579
流动负债	7961	15230	19918	28276	少数股东损益	786	2159	3259	3920
短期借款	224	440	318	280	归属母公司净利润	4629	7654	11227	13659
应付款项	3537	5393	8220	13233	EBITDA	7401	11662	17153	20855
预收账款	105	596	1211	1419	EPS (最新摊薄)	2.37	3.92	5.75	7.00
其他	4095	8801	10170	13344	主要财务比率				
非流动负债	415	376	404	388		2019	2020E	2021E	2022E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	415	376	404	388	营业收入	2%	24%	69%	56%
负债合计	8377	15606	20322	28664	营业利润	31%	64%	47%	22%
少数股东权益	2421	4580	7839	11759	归属母公司净利润	50%	65%	47%	22%
归属母公司股东权益	19890	25299	32991	41866	获利能力				
负债和股东权益	30687	45484	61152	82289	毛利率	49%	42%	42%	43%
					净利率	11%	16%	14%	11%
					ROE	23%	29%	32%	29%
					ROIC	26%	37%	43%	41%
					偿债能力				
					资产负债率	27%	34%	33%	35%
					净负债比率	3%	3%	2%	1%
					流动比率	279%	233%	248%	241%
					速动比率	178%	156%	157%	145%
					营运能力				
					总资产周转率	167%	156%	189%	220%
					应收帐款周转率	5394%	5205%	5753%	6494%
					应付帐款周转率	759%	779%	863%	840%
					每股指标(元)				
					每股收益	2.37	3.92	5.75	7.00
					每股经营现金	1.50	5.86	6.31	7.86
					每股净资产	10.19	12.96	16.90	21.44
					估值比率				
					P/E	77.95	47.14	32.14	26.42
					P/B	18.14	14.26	10.94	8.62
					EV/EBITDA	22.22	29.65	19.95	16.22

现金流量表				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2926	11439	12326	15355
净利润	5415	9813	14486	17579
折旧摊销	408	327	383	448
财务费用	11	0	6	11
投资损失	(965)	(50)	(60)	(80)
营运资金变动	329	4811	3556	6004
其它	(2271)	(3462)	(6045)	(8606)
投资活动现金流	(1099)	(1399)	(1893)	(2634)
资本支出	734	(860)	(889)	(950)
长期投资	(1135)	(241)	(92)	(796)
其他	(698)	(297)	(912)	(888)
筹资活动现金流	(1646)	(1854)	(3760)	(4825)
短期借款	(65)	216	(122)	(38)
长期借款	0	0	0	0
其他	(1581)	(2071)	(3638)	(4787)
现金净增加额	181	8186	6673	7896

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
- 2、增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
- 4、减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦14楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621)80108518

上海总部传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>