

中国中免（601888）

中长期视角看中免：无惧竞争，空间广阔，免税龙头愈战愈强

国家意志下免税成为承载海外消费回流重要渠道，其中离岛免税已成为重要的组成部分且规划明确。国内进口税制以及奢侈品在国内定价策略导致境内外价差明显，免税可以有效触及行业痛点，成为海外消费回流和境内消费升级重要的渠道。海南由于独特的地理隔离和可控的税负影响，其独有的突破性离岛免税政策使其成为免税行业最重要的组成部分之一。海南十四五规划强调落实“零关税、低税率”政策，我们预测免税规模或超3000亿；晓明书记也曾在采访中表示到2022年免税规模有望到1000亿，到2030年免税规模有望到7000-8000亿。中免是目前和未来在海南布局最全面的运营商，优势有望持续延续。

离岛免税政策有望再突破，后续提货方式或将更加便捷。韩正副总理12月23日曾提到加快推出海南离岛免税购物新政，新开业海旅免税城小程序已有直邮到家选项（目前尚不能启用），目前看新政有希望在提货方式更便捷方向做突破，离岛免税购物政策的更新值得期待。

我们认为海南离岛免税价格竞争或不不存在。20年底离岛免税新参与者海旅投、中出服三亚门店开业，元旦假期成为重要的销售检测窗口期，元旦期间中免调高价格折扣，无惧新门店竞争。新运营商供应链多来自海外运营商，加价模式毛利并无优势；我们认为，新运营商未来不排除在中免的优势品类上进行采购或联合采购，共同做大海南离岛免税蛋糕。

离岛免税净利润率长期或将维持20%以上高水平；中免海棠湾门店净利润水平或超25%。目前中免凭借规模优势，在化妆品类上价格优势已非常强，假设后续海南税率优惠（从25%将到15%）以及规模的增长带来的进货价格下降都完全体现到终端销售价格上，则海南的价格优势将进一步巩固，而中免毛利率净利率在终端价格下降情况下依然不会受到影响。

中长期来看中免在海南离岛份额或在7成以上，总利润或超500亿。2021年元旦海南省实现离岛免税销售5.4亿元，日均离岛免税销售额为1.8亿元，同比增长了195.16%。其中中免海棠湾店预计实现销售4亿，美兰机场+凤凰机场+日月广场+博鳌三天销售或近1亿，继续实现突破，中免市占率稳居90%以上；未来随着新运营商门店持续落地，中免中长期仍或有70%以上市占率。25年岛民免税+离岛免税若破3000亿，中免海南销售应在2000亿以上，按照中长期20%以上的净利润率，仅海南就将有400亿以上利润，再加上后续机场、市内、直邮等贡献，总利润或超500亿，假设照稳定时期估值给予公司30倍PE，则公司市值将达到15000亿。

投资建议：

公司作为国内免税业龙头，在品牌采购、供应链管理方面有显著优势。7月以来离岛免税新政策实施效果显著，离岛免税市场释放潜力较大。我们预计公司20-22年业绩为70/120/160亿元，+51.5%/71.4%/33.3%yoy，当前股价对应PE分别为81.0x/47.3x/35.45x，维持买入评级。

风险提示：免税牌照壁垒优势减弱，行业竞争加剧，公司市占率下降，毛利率下降风险，测算具有一定主观性、仅供参考

投资评级

行业	休闲服务/旅游综合
6个月评级	买入（维持评级）
当前价格	298.4元
目标价格	元

基本数据

A股总股本(百万股)	1,952.48
流通A股股本(百万股)	1,952.48
A股总市值(百万元)	582,618.70
流通A股市值(百万元)	582,618.70
每股净资产(元)	10.07
资产负债率(%)	42.58
一年内最高/最低(元)	311.40/66.50

作者

刘章明 分析师
 SAC执业证书编号：S1110516060001
 liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中国中免-公司点评:20Q3 离岛免税购物政策红利释放，免税龙头收入利润超预期》2020-10-14
- 《中国中免-半年报点评:二季度营收净利正增长，下半年离岛免税有望迎来业绩高速增长》2020-09-04
- 《中国国旅-公司点评:收购海免股权落地，继续巩固公司离岛免税业务地位》2020-05-09

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007.32	47,966.50	56,259.90	88,333.67	120,204.46
增长率(%)	66.21	2.04	17.29	57.01	36.08
EBITDA(百万元)	5,632.49	8,102.66	11,380.49	17,415.21	22,750.54
净利润(百万元)	3,094.75	4,628.99	7,012.80	12,020.46	16,025.36
增长率(%)	22.29	49.58	51.50	71.41	33.32
EPS(元/股)	1.59	2.37	3.59	6.16	8.21
市盈率(P/E)	183.59	122.74	81.02	47.27	35.45
市净率(P/B)	35.00	28.57	23.36	17.58	13.19
市销率(P/S)	12.09	11.85	10.10	6.43	4.73
EV/EBITDA	18.94	19.94	48.17	31.42	23.24

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

1. 免税成为海外消费回流重要渠道，海南离岛免税持续扩容升级.....	3
1.1. 免税承载海外消费回流，离岛免税为海外消费回流重要渠道.....	3
1.2. 海南离岛免税优势明显、规划明确，政策有望再突破，2025 免税规模或超 3000 亿.....	4
1.3. 离岛免税政策有望再突破，后续提货方式或将更加便捷.....	6
2. 海南离岛免税价格竞争或不存，新运营商加入利于有序竞争.....	7
3. 离岛免税净利润率或长期高水平，中免净利率优势或进一步巩固.....	8
4. 新格局下行业发展快，中免优势突出、2025 年总利润有望超 500 亿.....	9
4.1. 当前离岛免税新政策实施成效明显，量价齐升驱动 20 年下半年中免离岛免税销售额持续增长.....	9
4.2. 新运营商加入加速离岛免税市场扩容，中免或仍占离岛免税九成市场.....	10
4.3. 展望免税行业中长期，中免利润水平或超 500 亿.....	11
5. 投资建议.....	13
6. 风险提示.....	13

图表目录

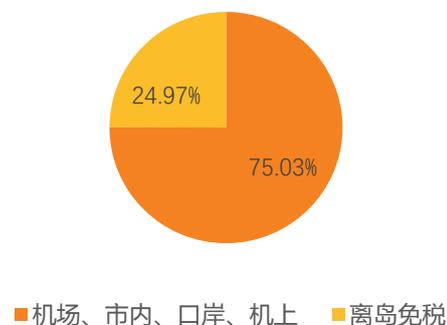
图 1：2019 年离岛免税规模占比 24.97%，为我国免税业第二大业态.....	3
图 2：中国作为奢侈品消费大国，约占全球奢侈品消费的三分之一.....	4
图 3：海南离岛免税市场规模.....	5
图 4：海南离岛免税布局和未来发展方向.....	6
图 5：海旅免税城小程序邮寄选项.....	7
图 6：海旅免税城元旦期间优惠幅度：香化 3 件 8 折.....	7
图 7：海旅免税城开业当天优惠幅度：香化 3 件 7 折.....	7
图 8：中免三亚国际免税城元旦期间优惠幅度：香化 3 件 85 折.....	8
图 9：中服免税店开业当天优惠幅度：力度较元旦期间更大.....	8
图 10：离岛免税客单价持续提升，保障净利率长期维持高水平.....	8
图 11：新政后海棠湾免税店营收（亿元）及净利率（考虑批发）水平或超 25%.....	9
图 12：离岛免税新政后日均销售额大幅上升.....	10
图 13：7 月至 12 月日均销售额持续攀升.....	10
图 14：7.1 后一周三亚海棠湾免税店在四家免税店中销售占比近 8 成.....	10
图 15：21 年元旦海南离岛免税日均销售额大幅增长.....	11
表 1：免税渠道较有税渠道有明显价格优势.....	4
表 2：海南离岛免税政策复盘.....	5
表 3：2020E-2025E 公司营业收入预测.....	12
表 4：2020E-2025E 公司净利润预测.....	12
表 5：2020E-2025E 公司净利率预测.....	13

1. 免税成为海外消费回流重要渠道, 海南离岛免税持续扩容升级

1.1. 免税承载海外消费回流, 离岛免税为海外消费回流重要渠道

国家意志下免税成为承载海外消费回流重要渠道, 其中离岛免税已成为重要的组成部分且规划明确。中央提出逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局, 免税零售作为内循环和双循环的重要抓手, 政策指向意义强, 其中, 海南离岛免税新政成为中国免税市场扩容的重要推力。经历了近 10 年的发展, 海南离岛免税业务由 2 家试点经营到中免独家培育经营, 再到现在的 5 家市场主体、10 家免税店有限开放经营, 发展至今, 离岛免税已成为我国仅次于机场免税的第二大免税业态, 2019 年占比达约 25%, 2020 年 7 月来离岛免税在政策护航下持续放量, 预计其占比或不断提升, 引领中国免税业进入新阶段。

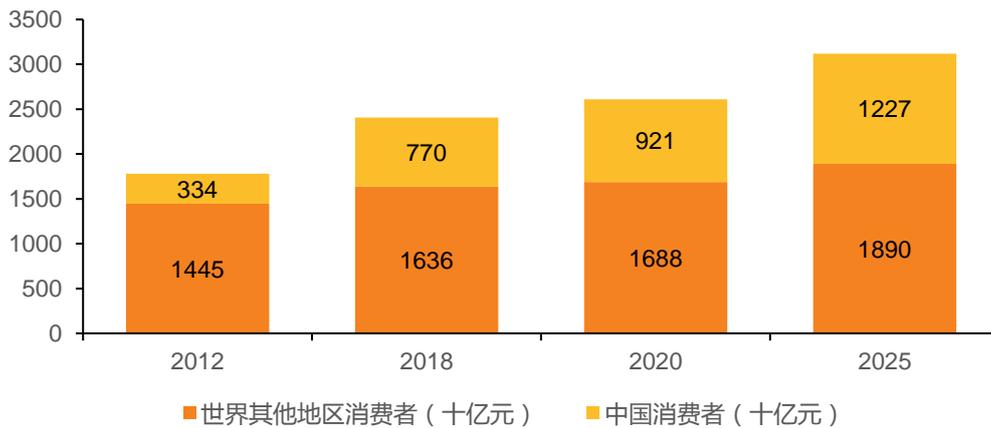
图 1: 2019 年离岛免税规模占比 24.97%, 为我国免税业第二大业态



资料来源: 前瞻产业研究院、海口海关, 天风证券研究所

国内进口税制以及奢侈品在国内定价策略导致境内外价差明显, 免税可以有效触及行业痛点, 成为海外消费回流和境内消费升级重要的渠道。中国作为奢侈品消费大国, 从 2012 年至 2018 年间, 为全球奢侈品市场贡献了超过一半的增长, 中国人在境内外的消费额约占全球奢侈品消费的三分之一, 且在 2025 年预计达到 40%, 这得益于日益壮大的中高产阶级逐渐攀升的消费能力, 然而, 这其中 70% 的人都选择了在境外购买奢侈品。其原因一是由于出境旅游越来越寻常, 二是中国的进口税制以及品牌定价策略导致了价格差异明显过大。在这一背景下, 由于免税品免除了进口关税、进口环节的消费税和增值税, 使其免税渠道价格较有税渠道具有明显竞争优势, 这一优势在诸如奢侈品、烟、酒等高赋税商品中体现的更为明显。因此, 免税行业能够有效触及到行业痛点, 对吸引海内外消费回流与促进消费升级具有重要意义。

图 2：中国作为奢侈品消费大国，约占全球奢侈品消费的三分之一



资料来源：麦肯锡咨询，天风证券研究所

表 1：免税渠道较有税渠道有明显价格优势

	香化类	精品类	酒类
免税渠道	LaMer 精华乳霜	Chanel 邂逅香水	施华洛世奇银天鹅项链
有税渠道	轩尼诗 VSOP	五粮液 52 度	
免税渠道	三亚国际免税城	¥2146	¥870
有税渠道	北京日上	¥1869	¥871
有税渠道	上海日上	¥1869	¥871
免税渠道	香港机场免税		¥660
有税渠道	香港 DFS	¥2149	¥944.61
有税渠道	韩国乐天免税店	¥2006	¥890.93
有税渠道	韩国新世界免税店	¥2059	¥890.93
有税渠道	官网	¥2680	¥1240
有税渠道	天猫旗舰店	¥2680	¥1240
有税渠道	京东旗舰店	¥2680	¥1360
免税渠道			¥660
免税渠道			¥1038
免税渠道			¥869
免税渠道			¥973.14
免税渠道			¥849.9
免税渠道			¥765
免税渠道			¥719
免税渠道			¥719
免税渠道			¥999
免税渠道			¥1399
免税渠道			¥1399
免税渠道			¥1368.88
免税渠道			¥1180

资料来源：杰西卡的秘密，天猫，京东，公司官网，天风证券研究所

1.2. 海南离岛免税优势明显、规划明确，政策有望再突破，2025 免税规模或超 3000 亿

海南由于独特的地理隔离和可控的税负影响，其独有的突破性离岛免税政策使其成为免税行业最重要的组成部分。《中共中央、国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》指出：“赋予海南经济特区改革开放新使命，建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港。”根据该《方案》，海南自贸港将形成一套与内地不同的具有国际竞争力的税收制度，建立起零关税、低税率和简税制的税收制度基本框架，在有效监管的前提下，将海南岛作为全岛封关运作的海关监管特殊区域。海南岛因其与内地之间横隔琼州海峡，在地理位置上具有一定隔离属性，是中国最大的经济特区和独立的地理单元，因此为自贸港的建设与全岛封关运作提供了前提。海南与内地之间的衔接加以管制后才可以有效实施“一线放开、二线管住”的货物进出境管理制度与零关税政策，使零关税进口商品在自贸港内自由流通，但不能自由流向国境内其他非自贸港政策适用地方，使税负影响可控。

自海南开始试点实施离岛免税购物政策后，离岛免税政策经历 6 次调整，逐步放开了对离岛免税适用对象、购物次数、免税商品品类、免税额度、免税购物数量和购买渠道的限制。

离岛游客可以更便捷、频繁、大量地免税购物，利好海南免税行业地发展。自 2020 年 7 月 1 日起实施《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》更具突破性，免税购物额度大幅提升，从每年每人 3 万元提高至 10 万元，品类由 38 种增至 45 种，且取消单件商品 8000 元免税限额。因此，海南得天独厚的地理位置与海南离岛免税新政的开放式调整皆为离岛免税发展提供了良好环境。

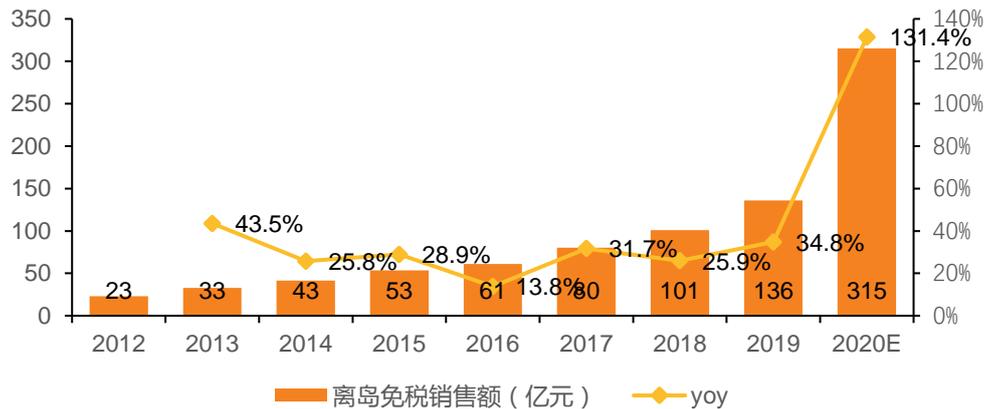
表 2: 海南离岛免税政策复盘

时间	政策内容
2011 年 4 月 20 日	海南开始试点实施离岛免税购物政策，对离岛不离境的旅客购买规定品种的商品限额限量给予免进口税（含关税、进口环节增值税、消费税）的税收优惠。试点实施时免税购物限额为 500 元，免税商品品种为首饰、香水、化妆品等 18 种商品。
2012 年 11 月 1 日	免税购物限额由 5000 元提高到 8000 元，增加旅客可购买免税商品的数量，购物旅客的年龄限制由 18 周岁以上放宽至 16 周岁以上，免税商品品类增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类，由 18 类增加至 21 类。
2015 年 3 月 20 日	免税商品品类增加零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品等 17 类，由 21 类增加至 38 类;适当放宽香水、化妆品等 10 类热销品类的单次购物数量限制。
2016 年 2 月 1 日	针对非岛内居民旅客，取消购物次数限制，并将非岛内居民旅客每人每年累计免税购物额度由 8000 元提升至 16000 元;同意实体免税店开设网上销售窗口，离岛游客可选择通过网上窗口免税购物。
2018 年 12 月 1 日	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年免税购物额度提升至 30000 元，对岛内居民旅客也不再限制购物次数。
2020 年 7 月 1 日	将离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年免税购物额度提 升至 100000 元，不限购物次数;增加电子消费产品等 7 类免税商品品类，离岛免税品种由 38 类增加至 45 类;取消单件商品 8000 元免税限额的规定;以额度管理为主，仅化妆品、手机、酒类商品设置单次购买数量限制;鼓励适度竞争;加强事中事后监管，打击倒卖走私。

资料来源：海南省财政厅，天风证券研究所

在国家海南自贸港战略政策及海南离岛免税新政红利的推动下，海南离岛免税业务高速发展，市场空间快速扩容。2020 年海南离岛免税销售额由 2019 年的 136 亿突破 300 亿规模，实现翻倍增长，预计全年可达 315 亿规模，其中，免税商品销售额或超过 260 亿。2020 年 7 月 1 日海南离岛免税政策实施第六次调整以来，至 12 月 31 日，海口海关共监管销售免税品较上年同期增长 158.2%、销售金额同比增长 191.6%、购买旅客同比增长 59.3%，2021 年元旦假期期间，海南离岛免税销售金额达到 5.4 亿元人民币，同比增长 195.16%，销售离岛免税品同比增长 200%，购物人数同比增长 80.9%。

图 3: 海南离岛免税市场规模



资料来源：前瞻产业研究院，海南省人民政府，天风证券研究所

随着离岛免税特许经营牌照逐步放开，海南免税业务进一步扩大，更多免税运营主体参与到离岛免税运营，市场有序竞争，免税消费预计迎来更大扩容升级。12月28日，经国务院批准、财政部、商务部、海关总署、国家税务总局等四部委批复，海南新设立6家离岛免税店，布局海口、三亚两大中心城市。目前，中免的三亚凤凰机场离岛免税店、中出版的三亚免税购物公园与海旅投的三亚海旅离岛免税店已于12月30日开始营业，此外，中免海口美兰机场二期离岛免税店、海发控旗下全球消费品精品贸易有限公司的海口日月广场全球精品离岛免税店与深免的海口观澜湖离岛免税店也将于明年开放。其中，中免是目前和未来在海南布局最全面的运营商，优势有望持续延续。更多免税运营主体的进入有望将海南免税市场蛋糕进一步做大，通过有序的适度竞争，提升海南离岛免税的竞争力，吸引海内外消费回流。海南十四五规划强调落实“零关税、低税率”政策，我们预测免税规模或超3000亿；海南省省委书记沈晓明也曾在采访中表示，目前中国人每年在国外免税消费的规模超过10000亿，到2022年，海南省希望能够吸引10%，即1000亿的海外免税消费回流海南；到2030年，随着国人海外免税消费或增长到15000亿的规模，海南省希望能够吸引50%，免税规模有望达到7000-8000亿。

图4：海南离岛免税布局和未来发展方向



资料来源：经济日报、中免集团官网、中新网、格隆汇，天风证券研究所

1.3. 离岛免税政策有望再突破，后续提货方式或将更加便捷

离岛免税政策有望再突破，后续提货方式或将更加便捷。12月23日的推进海南全面深化改革开放领导小组全体会议上，韩正副总理表示要加快出台海南离岛免税购物新政；12月30日海南省委书记沈晓明也在海南省委经济工作会议上表示，针对免税品种不多，高端产品供应不够等问题，要争取更多的政策支持，推动“邮寄送达”等政策尽快落地。目前看新政有希望在提货方式更便捷方向做突破，新开业的海旅免税城的小程序页面的直邮到家选项(目前尚不能启用)或能反映这一政策发展方向。离岛免税购物政策的更新值得期待。

图 5：海旅免税城小程序邮寄选项



资料来源：海旅免税城小程序，天风证券研究所

2. 海南离岛免税价格竞争或不不存在，新运营商加入利于有序竞争

海南离岛免税价格竞争或不不存在。元旦期间，在海南新增三家免税店后，中免调高价格折扣，不惧新门店竞争。20 年底离岛免税新参与者海旅投、中出服三亚门店开业，元旦假期成为重要的销售检测窗口期，而各免税店均调高折扣，中免海棠湾香化 3 件 85 折，新免税店开业后反而调高折扣；海旅免税城元旦期间香化 3 件 8 折，此前开业当天香化 3 件 7 折；中出服三亚店元旦期间香化 3 件 85 折，5 件 75 折，此前开业当天 3 件 7 折。各运营商之间并没有为了抢占元旦期间市场而加大折扣力度，三家免税店在价格方面的协同效应大于彼此的竞争，运营商或更愿意在三亚做大免税市场，而不是相互竞争。

图 6：海旅免税城元旦期间优惠幅度：香化 3 件 8 折



资料来源：海旅免税城官方微信号，天风证券研究所

图 7：海旅免税城开业当天优惠幅度：香化 3 件 7 折



资料来源：海旅免税城官方微信号，天风证券研究所

图 8：中免三亚国际免税城元旦期间优惠幅度：香化 3 件 85 折



资料来源：中免三亚海棠湾免税店官方微信号，天风证券研究所

图 9：中服免税店开业当天优惠幅度：力度较元旦期间更大



资料来源：中服免税店官方微信号，天风证券研究所

另一方面，我们认为新运营商未来不排除在中免的优势品类上进行采购或联合采购，共同做大海南离岛免税蛋糕。过去，中免坐拥三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店、日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店四家免税店，在海南离岛免税市场中一家独大。我们认为，新运营商的进入和新店的开业为离岛免税市场引入了适度竞争，改变了离岛免税市场的竞争格局。新店开业，门店地理位置、品牌品类多元化为游客提供了更多免税购物的选择，有利于吸引消费回流，扩大海南免税市场规模。我们认为，未来各运营商或倾向通过增强运营能力、完善供应链来增强自身竞争力，新运营商未来不排除在中免的优势品类上进行采购或联合采购，共同做大海南离岛免税蛋糕。

3. 离岛免税净利润率或长期高水平，中免净利率优势或进一步巩固

离岛免税净利润率长期或将维持 20%以上高水平。2020 年之前，海南离岛免税店一共四家，包含三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店、日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店，目前均由中国中免控制。2019 年，该四家免税店营收达到约 137 亿元，净利润(考虑批发)约 27 亿元，净利率约 20%。根据海南省商务厅，2020 年 1 月 1 日至 12 月 24 日，海南四家离岛免税店总销售额(含含税) 315.8 亿元，同比增长 128%。其中，免税销售 265.9 亿元，同比增长 102%。其中自近年下半年以来离岛免税客单价达到 6674 元，同比增长 83%，客户消费意愿不断增强。未来客单价或继续增加，叠加税收优惠和规模继续扩大后来带的成本下降，离岛免税净利润率有望长期维持高水平。

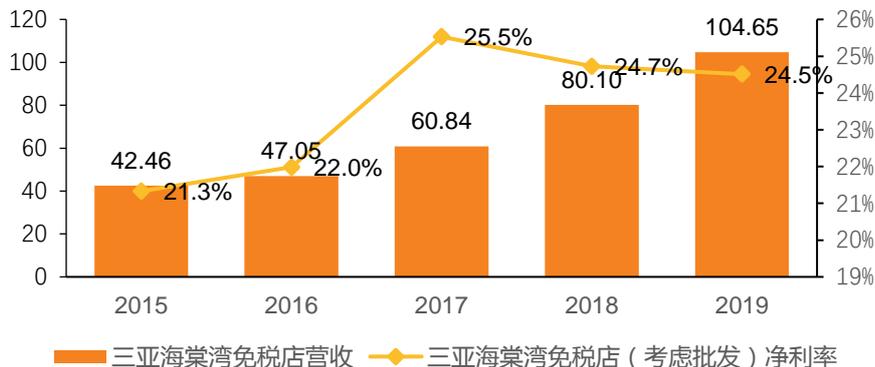
图 10：离岛免税客单价持续提升，保障净利率长期维持高水平



资料来源：海口海关，三亚市旅游局网站，商务部流通业发展司，天风证券研究所

中免海棠湾门店净利率水平或超 25%。目前中免凭借规模优势，在香化品类上价格优势已非常强，假设后续海南税率优惠（从 25% 将到 15%）以及规模的增长带来的进货价格下降都完全体现到终端销售价格上，则海南的价格优势将进一步巩固，而中免毛利率、净利率在终端价格下降情况下依然不会受到影响。

图 11：新政后海棠湾免税店营收（亿元）及净利率（考虑批发）水平或超 25%



资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 新格局下行业发展快，中免优势突出、2025 年总利润有望超 500 亿

4.1. 当前离岛免税新政策实施成效明显，量价齐升驱动 20 年下半年中免离岛免税销售额持续增长

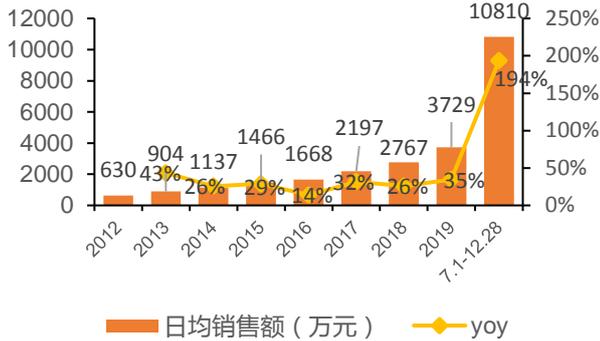
2020 年 7 月 1 日起，海南离岛免税新政策实施。购物额度放宽至每年每人 10 万元，取消单件商品 8000 元的限额。品类增加到 45 种，新增电子消费产品、平板电脑、手机、酒类等消费者喜爱的 7 大品类，化妆品购物件数限制由 12 件增加至 30 件，手机限购 4 件，酒类合计不超过 1500 毫升，其余品类均无件数限制。

2020 年 12 月 30 日之前，中免坐拥海南全部四家离岛免税店，包括三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店、日月广场免税店和琼海博鳌东屿岛免税店。因此，2020 年下半年，中免旗下四家离岛免税店的免税销售额也即海南省离岛免税销售额。

7月1日至12月28日，中免旗下四家离岛免税店免税销售额195.67亿元，日均免税销售额10810万元，同比增长193.75%，远超19年3729万元的日均免税销售额。疫情年份中离岛免税销售额逆势大幅增长主要是由于离岛免税政策的支持和疫情下出境游停摆带来的国人免税消费回流。

7月至12月四家免税店离岛免税日均销售额稳健攀升，政策效力日益显现。离岛免税日均销售额逐月上升，由7月1日至7月27日间8219万元的水平攀升至12月1日至12月28日间13096万元的水平。由于疫情对于国人出境游的影响已趋于常态化，难以再产生更大影响，因此离岛免税销售的不断扩张主要反应离岛免税放宽额度、品类限制等政策对消费者吸引力逐步显现、消费者逐步提升对海南离岛免税认知的过程。

图 12：离岛免税新政后日均销售额大幅上升



资料来源：海口海关，海关总署，天风证券研究所

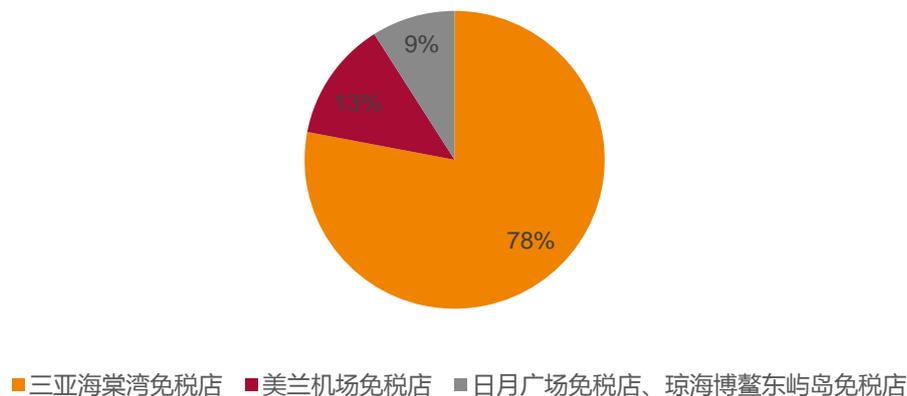
图 13：7月至12月日均销售额持续攀升



资料来源：海关总署，问政海口，新华网，天风证券研究所

三亚海棠湾免税店为四家离岛免税店中销售主力，离岛免税销售占比近8成。7月1日之后一周的数据显示，中免旗下的四家离岛免税店中，三亚海棠湾免税店占离岛免税总销售额的78%，为离岛免税销售的主力；日月广场免税店占比13%；日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店占比较小，共占离岛免税总销售额的9%。

图 14：7.1 后一周三亚海棠湾免税店在四家免税店中销售占比近 8 成



资料来源：海关总署，天风证券研究所

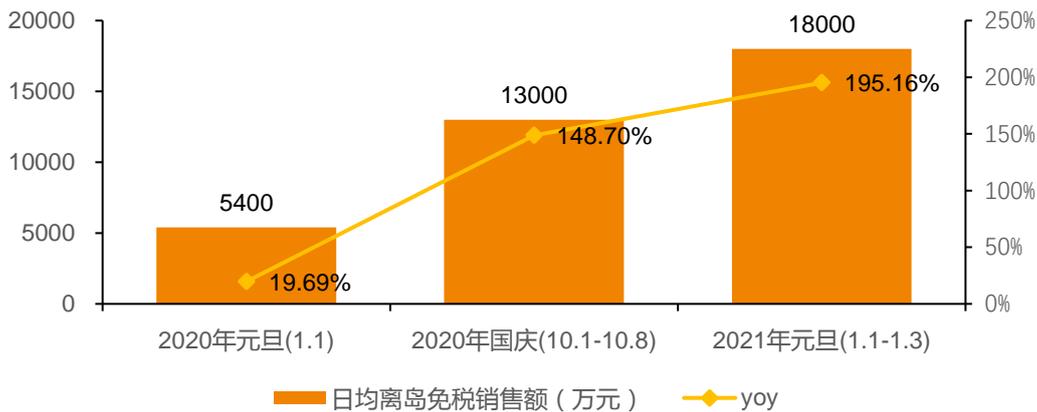
4.2. 新运营商加入加速离岛免税市场扩容，中免或仍占离岛免税九成市场

2020年12月30日，三亚市三家离岛免税店盛大开业。三家新开业的离岛免税店包括新进入离岛免税运营商中出服旗下中服三亚国际免税购物公园和海旅投旗下的三亚海旅免

税城，中免也在原本海南四家免税店基础上再添一家三亚凤凰机场免税店。新增 3 家离岛免税店后，海南目前有 7 家离岛免税店处于运营中，中免占据其中 5 家，在门店数量上仍占据优势。

从 21 年元旦数据看，新店开业进一步扩容海南离岛免税市场。2021 年元旦 3 天假期，海南省实现离岛免税销售 5.4 亿元，日均离岛免税销售额为 1.8 亿元，同比于 2020 年 1 月 1 日至 1 月 3 日增长了 195.16%，超过 2020 年 1 月 1 日元旦假期的 3 倍。对比于同是在离岛免税新政策出台后且同比增长不俗的 20 年国庆假期，21 年元旦假期也在日均离岛免税销售额实现了 5000 万元的增长。海南自贸新政叠加新店开业进一步打开了海南离岛免税市场增长空间，做大蛋糕使运营商共同受益。

图 15：21 年元旦海南离岛免税日均销售额大幅增长



资料来源：海关总署、海南省人民政府，天风证券研究所

离岛免税市场龙头地位不改，据测算中免仍占离岛免税九成市场。根据我们测算，21 年元旦假期 3 天，中免三亚海棠湾免税城离岛免税销售约 4 亿元，美兰机场、三亚机场、日月广场、琼海博鳌东屿岛四家免税店免税销售额合计也接近 1 亿元。测算下，中免旗下 5 家离岛免税店 3 天近 5 亿元的离岛免税销售额意味着中免旗下离岛免税门店日均销售额的进一步突破，相较于海南省 5.4 亿的总销售额更意味着在新运营商加入后中免仍占据离岛免税九成市场。

4.3. 展望免税行业中长期，中免利润水平或超 500 亿

海南将开业更多免税门店，中长期预期中免或有 7 成以上离岛免税市场份额。20 年 12 月 28 日，经国务院批准，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局等四部委正式批复海南省新设立 6 家离岛免税店。除 12 月 30 日开业的三家门店以外，中免旗下的海口美兰机场(二期)免税店、海发控旗下的海口日月广场全球精品免税店、深免旗下的海口观澜湖免税店预计将于 21 年春节前开业。中免旗下的海口国际免税城预计也将于 2022 年开业，未来可能会有更多离岛免税门店获批开业。

更多门店的开业会使海南离岛免税市场的竞争格局更为复杂，但综合考虑中免在整个中国免税市场所占份额超过 80%，占有海南现有 7 家免税店中的 5 家，以及明年 3 家新店开业后中免将占有海南 10 家免税店中的 6 家，预计中长期中免或仍有 7 成以上的离岛免税市场份额。

根据十四五规划，海南省将加快推动形成离岛免税、岛民日用消费品免税、离境退税三类免税购物并存的免税购物格局。离岛免税在消费回流和政策支持的背景下正处于蓬勃发展阶段；考虑到海南省 19 年常住人口达 945 万，人均居民消费支出接近 2 万元，25 年封关之前岛民免税市场或有千亿规模；离境退税面向境外旅客，目前离境退税商品销售金额规模较小，未来发展值得期待。

海南免税业务驱动，2025 年中免利润水平或超 500 亿。根据沈晓明书记对海南省免税消费回流规模的规划，假设 2025 年离岛免税、岛民免税销售合计突破 3000 亿，结合中长期中免在离岛免税市场份额或仍有七成以上的预计，中免在海南的销售或超 2000 亿。按照中长期 20%以上的净利润率判断，2025 年仅在海南或将有 400 亿以上利润。再加上后续机场、市内、直邮等其他免税业务贡献，2025 年总利润或超 500 亿，假设照稳定时期估值给予公司 30 倍 PE，则公司市值将达到 15000 亿。

表 3：2020E-2025E 公司营业收入预测

营业收入（亿元）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上上海	81.00	104.51	151.49	122.58	183.88	231.68	278.02	333.62	400.35
首都机场	43.11	73.89	85.89	51.53	93.25	111.90	134.28	161.14	193.36
香港机场（中免持股 80%）		20.00	24.02	26.42	29.06	31.97	35.81	40.10	44.92
海南：三亚海棠湾	60.84	80.10	104.65	228.91	343.37	497.88	746.82	1120.2	1680.3
								3	4
海南：美兰机场店（国旅持股 26%）			23.20	28.09	51.15	61.38	92.07	147.31	220.97
海南：海口市内免税店（国旅持股 51%）			8.10	13.37	22.72	27.26	40.90	65.44	98.15
海南：琼海博鳌免税店（国旅持股 51%）			0.70	1.16	1.54	2.41	3.37	5.39	8.08
海南：海口国际免税城（假设 2023 年开始营业）							56.00	100.00	200.00
白云机场	0.00	8.34	19.13	17.34	21.43	32.14	43.48	48.70	33.30
中免其他传统免税渠道、免税批发及有税商品	52.42	57.97	83.36	73.20	136.94	205.41	308.12	320.00	350.00
总营收	282.82	470.07	479.66	562.60	883.33	1202.0	1682.8	2341.9	3229.4
YOY		66.2%	2.0%	17.3%	57.0%	36.1%	40.0%	39.2%	37.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 4：2020E-2025E 公司净利润预测

净利润（亿元，已经考虑权益利润）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
加：日上上海(51%)		4.67	4.49	2.38	4.22	4.73	7.09	8.89	10.21
加：首都机场	2.05	1.75	1.53	0.53	1.14	1.37	1.71	2.05	2.47
加：香港机场	0.00	-1.93	-1.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：海南：三亚海棠湾（到店）	9.11	11.06	14.21	34.61	52.67	78.17	115.46	166.63	255.92
加：三亚店批发环节利润	6.60	8.74	11.45	26.03	40.47	46.30	66.77	106.04	142.83
三亚店考虑批发毛利以后的全流通利润	15.53	19.80	25.65	60.64	93.14	124.47	182.22	272.66	398.75
加：海南：美兰机场店（国旅持股 26%）			0.68	0.82	1.52	1.85	2.81	4.57	6.94
加：海南：海口市内免税店（国旅持股 51%）			0.65	1.45	2.73	3.34	4.17	6.01	9.26
加：海南：琼海博鳌免税店（国旅持股 51%）			0.09	0.15	0.20	0.33	0.34	0.52	0.80
加：海南：海口国际免税城（假设 2023 年开始营业）							8.01	15.50	31.20
加：白云机场		0.29	0.42	0.55	0.68	1.02	1.38	1.35	0.92
加：中免其他传统免税渠道、免税批发及有税商品	7.17	6.20	10.08	3.66	16.56	23.15	40.83	43.04	46.24
中免合计利润	25.31	30.95	46.29	70.17	120.20	160.25	240.56	354.59	506.77
YOY		22.3%	49.6%	51.6%	71.3%	33.3%	50.1%	47.4%	42.9%

资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：2020E-2025E 公司净利率预测

净利率（权益利润/收入，权益净利率）	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上上海		4.47%	2.96%	3.80%	4.50%	4.00%	5.00%	5.23%	5.00%
首都机场（持股 51%）	4.75%	2.37%	1.79%	2.00%	2.40%	2.40%	2.50%	2.50%	2.50%
海南：三亚海棠湾（到店）	14.98%	13.81%	13.58%	15.12%	15.34%	15.70%	15.46%	14.87%	15.23%
海南：三亚海棠湾（考虑批发）	25.53%	24.72%	24.51%	26.49%	27.13%	25.00%	24.40%	24.34%	23.23%
海南：美兰机场店（国旅持股 26%）			11.25%	11.25%	11.42%	11.59%	11.76%	11.92%	12.07%
海南：海口市内免税店（国旅持股 51%）			15.67%	21.27%	23.57%	24.00%	20.00%	18.00%	18.50%
海南：琼海博鳌免税店（国旅持股 51%）			24.75%	24.75%	26.00%	26.80%	20.00%	19.00%	19.45%
海南：海口国际免税城（假设 2023 年开始营业）							14.30%	15.50%	15.60%
白云机场（只考虑 18 年新增的免税店）		3.52%	2.21%	3.17%	3.17%	3.17%	3.17%	2.76%	2.76%
中免其他传统免税及有税商品	13.68%	10.69%	12.09%	5.00%	12.09%	11.27%	13.25%	13.45%	13.21%
净利率	8.95%	6.58%	9.65%	12.47%	13.61%	13.33%	14.29%	15.14%	15.69%

资料来源：Wind，天风证券研究所

5. 投资建议

公司作为国内免税业龙头，在品牌采购、供应链管理方面有显著优势。7 月以来离岛免税新政策实施效果显著，离岛免税市场释放潜力较大。我们预计公司 20-22 年业绩为 70/120/160 亿元，+51.5%/71.4%/33.3%yoy，当前股价对应 PE 分别为 81.0x/47.3x/35.45x，维持买入评级。

6. 风险提示

免税牌照壁垒优势减弱：免税行业以牌照为核心壁垒，如果未来免税牌照发放放松，则存在壁垒优势减弱的风险。

行业竞争加剧：2020 以前海南离岛免税以中免为主，海旅投和中服免税的离岛免税店开放后海南免税主体增加，未来存在行业竞争加剧风险。

公司市占率下降：中免在中国免税市场占有率超八成，而随着海南免税主体增加，未来公司市占率或下降，导致相关风险。

毛利率下降风险：在行业竞争或加剧的前提下，公司未来或为了抢占市场而加大价格折扣，从而存在毛利率下降风险。

测算具有一定主观性：本报告测算涉及期限较长，主观判断下的测算较多，仅供参考。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	11,289.14	11,905.95	20,957.56	24,414.24	46,203.29	营业收入	47,007.32	47,966.50	56,259.90	88,333.67	120,204.46
应收票据及应收账款	978.65	800.08	1,899.16	1,812.98	3,279.07	营业成本	27,518.33	24,272.79	28,973.85	44,661.50	62,121.67
预付账款	693.36	381.03	1,162.88	1,047.05	1,997.57	营业税金及附加	659.36	771.82	790.82	1,241.67	1,771.17
存货	5,943.13	8,059.77	3,351.13	16,056.31	8,915.16	营业费用	11,600.65	14,904.08	14,813.23	24,097.43	31,902.26
其他	673.77	1,098.90	942.06	1,944.26	2,046.28	管理费用	1,601.12	1,549.38	1,783.44	2,764.84	3,747.01
流动资产合计	19,578.06	22,245.73	28,312.79	45,274.84	62,441.37	研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	284.33	254.69	254.69	254.69	254.69	财务费用	(6.98)	10.69	1.85	6.27	4.06
固定资产	1,932.17	1,631.76	1,709.61	1,738.89	1,726.03	资产减值损失	298.31	(378.23)	(27.91)	(35.94)	(147.36)
在建工程	833.13	399.08	275.45	213.27	157.96	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	1,202.02	2,504.36	2,362.74	2,221.12	2,079.51	投资净收益	50.63	965.28	1,206.61	1,556.52	1,681.04
其他	3,017.71	3,651.63	3,525.81	3,609.30	3,313.00	其他	(140.35)	(1,237.92)	(2,413.21)	(3,113.04)	(3,362.09)
非流动资产合计	7,269.37	8,441.52	8,128.29	8,037.27	7,531.19	营业利润	5,426.25	7,108.61	11,131.23	17,154.43	22,486.69
资产总计	26,847.43	30,687.26	36,441.08	53,312.11	69,972.56	营业外收入	25.35	66.37	43.66	45.12	51.72
短期借款	289.05	223.95	0.00	0.00	0.00	营业外支出	115.60	14.50	62.88	64.32	47.23
应付票据及应付账款	2,859.49	3,537.47	2,547.87	7,274.21	7,086.16	利润总额	5,336.00	7,160.48	11,112.01	17,135.22	22,491.18
其他	4,644.81	4,200.05	5,482.10	7,055.15	10,152.23	所得税	1,400.84	1,745.77	2,709.18	2,570.28	3,373.68
流动负债合计	7,793.35	7,961.47	8,029.97	14,329.36	17,238.40	净利润	3,935.16	5,414.71	8,402.83	14,564.94	19,117.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	840.41	785.72	1,390.03	2,544.48	3,092.14
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	3,094.75	4,628.99	7,012.80	12,020.46	16,025.36
其他	469.77	415.43	350.86	412.02	392.77	每股收益(元)	1.59	2.37	3.59	6.16	8.21
非流动负债合计	469.77	415.43	350.86	412.02	392.77						
负债合计	8,263.11	8,376.90	8,380.83	14,741.38	17,631.17	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	2,349.01	2,420.70	3,741.23	6,243.30	9,266.73	成长能力					
股本	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	营业收入	66.21%	2.04%	17.29%	57.01%	36.08%
资本公积	3,843.80	3,851.89	3,851.89	3,851.89	3,851.89	营业利润	40.81%	31.00%	56.59%	54.11%	31.08%
留存收益	14,258.28	17,812.59	22,366.55	30,374.95	41,122.19	归属于母公司净利润	22.29%	49.58%	51.50%	71.41%	33.32%
其他	(3,819.25)	(3,727.29)	(3,851.89)	(3,851.89)	(3,851.89)	获利能力					
股东权益合计	18,584.31	22,310.36	28,060.25	38,570.73	52,341.39	毛利率	41.46%	49.40%	48.50%	49.44%	48.32%
负债和股东权益总计	26,847.43	30,687.26	36,441.08	53,312.11	69,972.56	净利率	6.58%	9.65%	12.47%	13.61%	13.33%
						ROE	19.06%	23.27%	28.84%	37.18%	37.20%
						ROIC	136.60%	99.90%	107.94%	331.56%	168.14%
						偿债能力					
						资产负债率	30.78%	27.30%	23.00%	27.65%	25.20%
						净负债率	-59.19%	-52.36%	-74.69%	-63.30%	-88.27%
						流动比率	2.51	2.79	3.53	3.16	3.62
						速动比率	1.75	1.78	3.11	2.04	3.11
						营运能力					
						应收账款周转率	48.77	53.93	41.69	47.59	47.21
						存货周转率	10.26	6.85	9.86	9.10	9.63
						总资产周转率	1.97	1.67	1.68	1.97	1.95
						每股指标(元)					
						每股收益	1.59	2.37	3.59	6.16	8.21
						每股经营现金流	1.39	1.50	5.52	3.09	13.06
						每股净资产	8.32	10.19	12.46	16.56	22.06
						估值比率					
						市盈率	183.59	122.74	81.02	47.27	35.45
						市净率	35.00	28.57	23.36	17.58	13.19
						EV/EBITDA	18.94	19.94	48.17	31.42	23.24
						EV/EBIT	19.83	20.68	49.25	31.89	23.51

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	3,935.16	5,414.71	7,012.80	12,020.46	16,025.36
折旧摊销	370.99	407.90	247.41	254.52	259.78
财务费用	91.84	(78.17)	1.85	6.27	4.06
投资损失	(50.63)	(965.28)	(1,206.61)	(1,556.52)	(1,681.04)
营运资金变动	(2,159.11)	(1,401.21)	3,338.25	(7,228.32)	7,808.61
其它	533.97	(451.91)	1,390.03	2,544.48	3,092.14
经营活动现金流	2,722.23	2,926.03	10,783.74	6,040.89	25,508.90
资本支出	1,887.28	883.28	124.58	18.84	69.25
长期投资	(18.50)	(29.64)	0.00	0.00	0.00
其他	(3,774.74)	(1,952.43)	1,022.03	1,457.68	1,561.79
投资活动现金流	(1,905.96)	(1,098.79)	1,146.61	1,476.52	1,631.04
债权融资	289.05	223.95	0.00	0.00	0.00
股权融资	159.03	126.76	(97.13)	23.04	25.25
其他	(1,596.67)	(1,996.72)	(2,781.60)	(4,083.78)	(5,376.15)
筹资活动现金流	(1,148.59)	(1,646.02)	(2,878.73)	(4,060.74)	(5,350.90)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(332.33)	181.22	9,051.61	3,456.67	21,789.05

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com