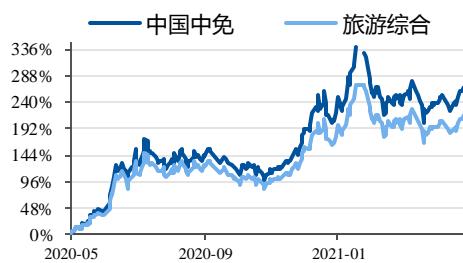


公司深度
中国中免 (601888)
休闲服务 | 旅游综合
2021年05月25日
评级 推荐
评级变动 首次
合理区间 354.80-443.50 元
交易数据

当前价格 (元)	320.29
52周价格区间 (元)	85.90-403.78
总市值 (百万)	625358.39
流通市值 (百万)	625358.39
总股本 (万股)	195247.55
流通股 (万股)	195247.55

涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
中国中免	7.02	1.8	273.11
旅游综合	5.51	-0.1	211.96

杨甫

执业证书编号: S0530517110001

yangfu@cfzq.com

陈诗璐

chensl2@cfzq.com

分析师

0731-84403345

研究助理

0731-89955711

中持砥柱得自免，会逢盛世业长盈

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	47,966.50	52,596.84	88,284.56	130,356.82	161,285.78
归母净利润 (百万元)	4,628.99	6,139.94	12,130.97	17,313.04	20,825.92
每股收益 (元)	2.37	3.14	6.21	8.87	10.67
每股净资产 (元)	10.19	11.43	15.80	21.87	29.14
P/E	135.10	101.85	51.55	36.12	30.03
P/B	31.44	28.03	20.27	14.64	10.99

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

- **行业概况:** 黄金赛道东风既起, 外流消费循道而回。1) 引导国人境外消费回流是发展免税行业的政策动因, 我国每年境外免税消费达到 280 亿美元, 是境内免税消费额的 3.7 倍, 具备较大的回流空间; 2) 离岛免税等新兴业态丰富了免税行业的消费场景, 对传统的机场及市内免税店渠道的短板—购物时间和客户群体限制, 起到了补充和发展; 3) 经营牌照、公司规模、议价能力构成免税企业的核心竞争力, 使得免税企业在税负、流通成本以致终端价格等方面具备优势, 有效触及奢侈品等商品境外价差过大的需求痛点。
- **公司概况:** 掘金免税抢占先机, 规模扩张稳固地位。1) 依靠强大的国资委背景公司享有得天独厚的政策红利, 在国内是唯一一家拥有全牌照免税资质的公司; 2) 公司是国内免税行业龙头, 剥离旅游业务后, 现已聚焦于“中免+日上+海免”三足鼎立的免税阵容, 构建了“离岛+机场+市内”三位一体的免税体系, 疫情之后公司亦开展了线上业务, 购物场景得以拓宽; 3) 近年来公司业绩亮眼, 营收快速增长, 高毛利免税业务占比提高, 整体毛利率和净利率呈上升趋势。
- **公司优势:** 多品牌+强渠道深化免税布局, 高效经营加深护城河。1) 公司的品牌矩阵日益完善, 在热门香化类及高端精品类品牌布局上具有明显优势, 公司多年来与品牌商合作紧密, 且强大的规模效应使其对上游议价能力强, 因此在下游定价空间广, 由此对下游客群产生的品牌价值又反促公司和各大品牌商深度绑定, 实现了良性循环; 2) 公司的渠道力强劲, 近年来先后占据三亚、海口两地的先发优势, 同时外延并购卡位北上广深等四线的核心枢纽机场, 拥有极强的流量优势; 3) 公司供应链管理和门店运营能力强, 在采购、仓储和物流方面实现了高效管理, 且成功指导门店设计、营销等, 顾客购物转化率持续提升。
- **未来发展:** 多元一体互补发展, 全力吸引消费回流。1) 离岛方面, 免税政策升级叠加自贸港优惠政策在短期内有望利好公司业绩, 品牌品类以及因规模优势带来的价格优势是公司的中期成长动力, 公司自有免税物业的较高净利率水平将长期支撑盈利能力的稳定; 2) 机场方面, 上机新合同引领机场租金扣点理性化趋势, 机场店整体盈利能力或有转机, 公司未来亦有望综合布局线上预订+回头购等电商业务, 与线下免税协同发展, 等到境外旅游恢复后, 公司在机场免税上的区位优势将推动机场免税体量回升; 3) 市内方面, 期待政策、客源、购物体验三者共同发力, 且公司有望整合母公司旗下的市内免税业务资源, 以获得针对国人的市内免税牌照。
- **投资建议与盈利预测:** 预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 883/1304/1613 亿元, 归母净利润分别为 121/173/208 亿元, EPS 分别为 6.21/8.87/10.67 元, 当前市值对应业绩分别为 52x/36x/30xPE。根据公司业绩增长情况以及行业估值水平, 给予公司 2022 年 40-50xPE, 合理区间为 354.8-443.5 元, 首次覆盖给予公司“推荐”的评级。
- **风险提示:** 免税政策不及预期; 免税牌照发放数量超预期、行业竞争加剧; 线上直邮发展受阻; 机场招标租金风险; 汇率及宏观系统性风险; 市场资金风格显著变化等。

内容目录

1 行业概况：黄金赛道东风既起，外流消费循道而回.....	5
1.1 何谓免税？	5
1.2 免税店业态有几属？	6
1.3 牌照之外，何物余焉？	7
1.4 为何力行免税行业？	9
2 公司概况：掘金免税抢占先机，规模扩张稳固地位.....	11
2.1 公司背景：国资委控股下拥有全牌照优势	11
2.2 业务布局：整合聚焦免税赛道，收购铸造超强阵容	13
2.2.1 离岛业务：离岛免税创利润	14
2.2.2 机场业务：机场免税走规模	15
2.2.3 市内业务：市内免税早布局	17
2.3 财务分析：免税龙头强势成长，业绩增长进入快车道.....	18
3 优势分析：多品牌+强渠道深化免税布局，高效经营加深护城河.....	21
3.1 品牌方面：品牌矩阵布局完善，终端价格优势明显	21
3.1.1 品牌矩阵：热门香化类全覆盖，高端精品类一应俱全	21
3.1.2 终端价格：规模效应下，上游议价能力强，下游定价空间广	23
3.2 渠道方面：占据离岛先发优势，深耕核心枢纽机场	24
3.2.1 离岛渠道：南下卡位离岛免税优质点位	24
3.2.2 机场渠道：外延扩张卡位核心枢纽机场	26
3.3 经营能力方面：供应链管理效率高，门店运营能力强.....	27
4 未来展望：多元一体互补发展，全力吸引消费回流.....	28
4.1 离岛免税：短期看政策，中线看扩张，长线借鉴香港.....	28
4.1.1 短期利好因素：离岛免税政策升级+自贸港优惠政策	28
4.1.2 中期成长动力：免税牌照之外，规模是主要驱动力	29
4.1.3 长期发展核心：参考香港旅游零售业的差异化经营	30
4.1.4 离岛免税空间测算	31
4.2 机场免税：租金有望冲回增厚业绩，全球通航后增量空间广阔.....	31
4.2.1 费用方面：上机新合同引领机场租金扣点理性化趋势	31
4.2.2 营收方面：疫情打开电商业务想象空间，疫后恢复看机场免税市场蓄能放量.....	32
4.2.3 机场免税空间测算	33
4.3 市内免税：期待政策、客源、购物体验三者共同发力	34
4.3.1 以韩国为鉴：针对国人的市内店发展空间广阔	34
4.3.2 市内店空间测算	35
5 盈利预测与投资建议.....	35
5.1 公司的边际驱动因素	35
5.2 2021-2023年收入规模拆分	35
5.3 投资建议	36
6 风险提示.....	36

图表目录

图 1: 免税和退税的对比分析.....	5
图 2: 国际三大自贸港对个人购物免税情况.....	6
图 3: 按渠道划分的主要免税店形式.....	6
图 4: 2018 年中国、韩国免税购物渠道分布对比.....	6
图 5: 海南离岛免税店布局现状.....	7
图 6: 中国免税产业链.....	7
图 7: 主要免税商品品类累积免税比例参考.....	8
图 8: 全球免税行业集中度日益提升	8
图 9: 2019 年国际免税龙头规模排名	8
图 10: 全球及中国免税市场规模及增速	9
图 11: 2014-2018 年全球免税销售分区域占比变化	9
图 12: 2019 年中国免税行业市场竞争格局.....	9
图 13: 2019 年中国人免税消费约占全球市场的 43%	9
图 14: 近年来中国人贡献全球约 1/3 的奢侈品消费	10
图 15: 预计 2025 年中国奢侈品消费者境内消费比例.....	10
图 16: 2019 年中国各年龄段奢侈品消费者数量和贡献	11
图 17: 2019 年中国各年龄段奢侈品消费渠道分布	11
图 18: 中国护肤品市场规模快速增长	11
图 19: 国内免税渠道占化妆品行业的比重	11
图 20: 中免发展历程	12
图 21: 中免股权结构	13
图 22: 中免管理层主要人员概况	13
图 23: 各渠道业务收入占公司主营收入比例	14
图 24: 中免主要渠道净利率测算	14
图 25: 2016-2019 年三亚过夜旅客流量持续增长	15
图 26: 三亚国际免税城免税收入占比高	15
图 27: 三亚国际免税城客单价持续增长	15
图 28: 三亚国际免税城为公司归母净利润的贡献度	15
图 29: 近年我国民航机场国际+地区航线旅客吞吐量	16
图 30: 2018 年收购日上上海后免税业务毛利率提升	16
图 31: 中免与各大机场关于免税店的相关协议	16
图 32: 中免线上业务布局	17
图 33: 小程序旅购界面	17
图 34: 小程序 cdf 会员购北京界面	17
图 35: 2020 年以来我国市内免税店相关政策密集出台	18
图 36: 国内现有市内免税店情况 (截至 2021 年 4 月底)	18
图 37: 2010-2020 年公司营业收入及增速情况.....	19
图 38: 2010-2020 年公司归母净利润及增速情况	19
图 39: 2010-2020 年免税业务收入及增速情况.....	19
图 40: 2010-2020 年免税业务毛利润及增速情况	19
图 41: 2010-2019 年免税业务和整体毛利率同步走高	20
图 42: 2010-2021 年 Q1 公司净利率呈上升趋势	20
图 43: 2016-2021 年 Q1 公司期间费用率变动趋势	20
图 44: 2016-2020 年公司销售费用各项目占营收比例	20

图 45: 2016-2020 年公司摊薄 ROE 变化情况.....	21
图 46: 2016-2020 年公司平均 ROE 拆分.....	21
图 47: 日上弥补三亚国际免税城欠缺的部分品牌，助力中免完善香化类主流品牌布局	22
图 48: 国内免税商香化品牌数量统计	22
图 49: 香化热门品牌覆盖情况.....	22
图 50: 各免税店热门高端品牌的品类数量对比	23
图 51: 三亚国际免税城部分热门香化类产品价格下降.....	23
图 52: 同行业拿货渠道对比	23
图 53: 离岛免税日均销售额情况	24
图 54: 三亚国际免税城实景	25
图 55: 三亚国际免税城二期项目河心岛项目图	25
图 56: 中免旗下门店在海南岛分布情况.....	25
图 57: 海口接待过夜旅客人数占海南省 25% 以上.....	25
图 58: 公司在海南离岛免税市场销售额分布	26
图 59: 浦东+虹桥机场旅客吞吐量及日上上海营收占比	26
图 60: 首都+大兴机场旅客吞吐量及日上中国营收占比	26
图 61: 白云机场旅客吞吐量及营收占比	27
图 62: 香港机场吞吐量及营收占比	27
图 63: 2019 年三大免税运营商存货周转天数对比	28
图 64: 2019-2020 年海南离岛免税销售情况	28
图 65: 三亚国际免税城及离岛补购促销活动详情	28
图 66: 海南离岛免税政策复盘	29
图 67: 海南海花岛地理位置偏远	30
图 68: 2016-2020 年中免在国内免税市场的份额	30
图 69: 香港免税业态分类	31
图 70: 黄金时期的利福国际盈利能力分析	31
图 71: 中免系在海南离岛免税业务营收预测	31
图 72: 日上上海与上海机场新租金合同规则	32
图 73: 跨境电商模式下不同品类综合税率测算	33
图 74: 机场免税 vs 线上业务盈利能力测算	33
图 75: 中免系主要机场免税店业务营收预测	33
图 76: 市内免税为韩国免税最重要渠道	34
图 77: 韩国国民免税购物以市内免税店为主	34
图 78: 中免旗下京沪市内免税店营收预测	35
图 79: 2021-2023 年收入规模预测（单位：亿元）	36

1 行业概况：黄金赛道东风既起，外流消费循道而回

1.1 何谓免税？

免税购物免去的税种通常是进口环节的关税、消费税和增值税，且一般都有场景限制。免税购物行为主要发生在出入境口岸、持有牌照的市内免税店及国际航班、邮轮等地方，消费者包括本国和外国居民。其中，欧美多数国家及日本国内流转税主要为增值税或消费税两者中的一种，因此这些区域免税指免除关税+增值税或者消费税，而中国、韩国等国的流转税同时包括增值税和消费税，因此其免税指免除关税+增值税+消费税。

图 1：免税和退税的对比分析

分类	免税（Duty Free）	退税（Tax Free）
适用人群	机场边境口岸，本国外国居民均可；特定市内免税店，一般需要看该国政策要求，适合特定离岛或离境居民	外国游客，并对离境时间有要求，一般要求 30 天内离境；部分对持工作签的外国居民有限制
适用场所	传统主要系机场、口岸等出入境区域以及国际航空、国际邮轮途中，此后也包括有严格牌照要求和购买人群要求的离岛、市内免税店	一般以市内店为主，牌照许可通常较容易取得
税率差异	免除进口三税：进口关税、增值税、消费税，税收优惠力度最大	满足购物起征点等要求下，特定商品可以退还部分或全部的消费税或增值税，税收优惠力度一般弱于免税，通常品类限制更为严格

资料来源：各国退税网站、公司公告、财信证券

自贸港不等于全部商品免除进口三税，不可一概而论。目前全球有众多自由贸易港，但各自贸港内流通商品的免税政策各不相同。以全球知名的三大自贸港迪拜、新加坡、香港为例，迪拜在机场能免除关税+增值税或消费税，在市内针对外国游客进行有条件的退税；新加坡也在机场能免除关税+增值税或消费税，在市内仅对非马来居民和持工作绿卡的外国游客在一定条件下退消费税；香港不仅机场免税，在市内对除烟酒以外的产品均免三税。

海南 2025 年全岛封关后，海南自贸港将实行“零关税”的制度。目前没有方案提及增值税和消费税等税种是否免税，而是统称“免征进口关税”，因为全岛封关后将完成“税制简并”（即在全岛封关运作的同时，依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并）。鉴于简并不等于免除，因此海南全岛封关后部分香化产品的增值税、消费税能否全面免除需要等待细则进一步明确，目前可以通过洋浦保税港区的实行效果来进行观察。同时，根据海南日报信息，2020 年海南将发展居民日用消费品免税消费，由此说明后续“零关税”可能主要集中在居民日常消费品，或与离岛免税商品重合度不高，因此海南在封关后大概率不会变成现阶段香港的完全竞争模式。

图 2：国际三大自贸港对个人购物免税情况

自贸港	机场	市内
迪拜	出入境免税(同时免除关税+增值税/消费税等)	市内主要系退税，仅针对外国游客，超过 250 迪拉姆的商品可以免增值税 85%
新加坡	出入境免税(同时免除关税+增值税/消费税等)	市内主要系退税，退税店主要是免除 7% 消费税(满单店满 100 新币才可以退税，且仅针对出境的外国公民，马来居民除外)，需要购物时凭护照登记，机场统一办理退税
香港	出入境免税(同时免除关税+增值税/消费税等)	对烈酒、烟草、碳氢油及甲醇等征收特别关税，其他货品都可以享受进出口免税

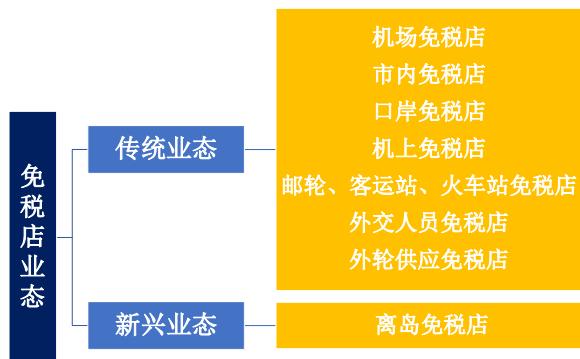
资料来源：公司官网、中国日报、搜狐、商务部、香港关税司、财信证券

1.2 免税店业态有几属？

全球的免税店依照销售场所及供应对象不同，可以划分为包括机场免税、市内免税、口岸免税、机上免税等在内的传统业态和以离岛免税为核心的新兴业态。免税店所销售的免税商品是指免征关税、进口环节增值税和消费税的进口商品以及实行退税/免税进入免税店销售的国产商品。免税商品品类主要包括烟草制品、葡萄酒及烈酒、香水化妆品、时尚品及配件、腕表珠宝及高级书写工具、糖果及食品、旅行用品及其他等七大类型。

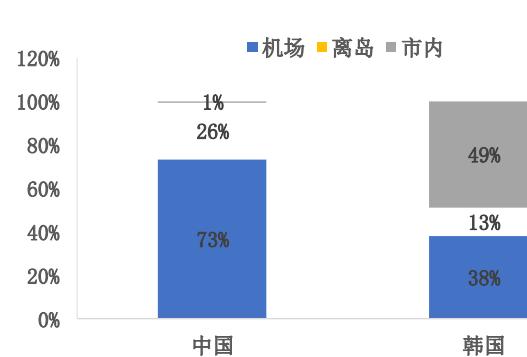
我国免税店传统业态中，机场渠道占比最大，市内渠道受压制。由于国际机场是出入境的重要关口，拥有极大的客流量优势，因此机场对免税商具有极大的谈判话语权，近年来大型国际机场免税店向机场缴纳的扣点率大都在 40% 以上。相较于机场免税店，市内店购物及结算时间充裕，展示空间大且消费者拥有更多购物选择。同时相比机场店的高成本，市内店租金较低，能够对消费者有较大让利，有充足的营销活动空间。此外，市内店有消费场景限制，仅对特定人员提供服务，不会对有税渠道造成大幅冲击。然而，现阶段我国市内免税店的客户群体主要是外籍旅客和港澳台同胞，对本国则限定在持有 180 天内有入境记录护照的归国人员，因此与针对本国人的市内政策已经完全放开的韩国相比较，中国的市内免税业务明显承压。

图 3：按渠道划分的主要免税店形式



资料来源：前瞻产业研究院、财信证券

图 4：2018 年中国、韩国免税购物渠道分布对比



资料来源：前瞻产业研究院、财信证券

2020 年以来，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，以离岛免税为核心的新兴业态迎来扩容升级。2020 年

以前，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、琼海博鳌免税店等四家免税店，在海南离岛免税市场中一家独大。此后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。新店开业后，游客在免税购物时有了更多品牌和品类的选择，有利于全力促进消费回流，扩大海南免税市场规模。我们认为，未来各运营商将重点增强运营能力、完善供应链来增强自身竞争力。

图 5：海南离岛免税店布局现状

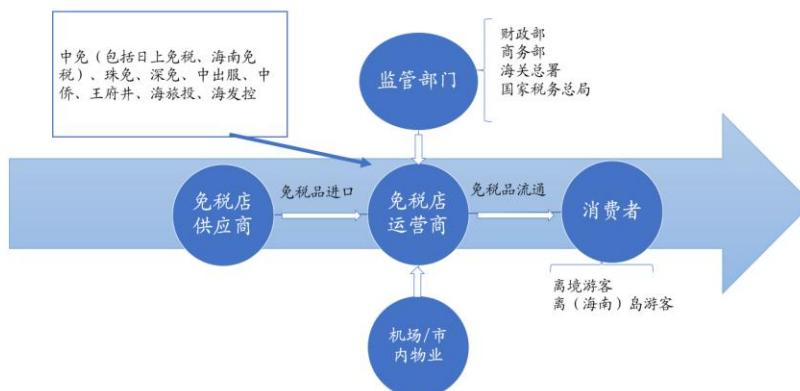
公司	门店	面积	开业时间
中免	三亚国际免税城	7.2万平米	2014年9月1日
	三亚凤凰机场店	800平（后续会扩增至6800平米）	2020年12月30日
海免	博鳌免税店	4200平米	2019年1月19日
	海口日月广场免税店	2.2万平米	2019年1月19日
	海口美兰机场一期店	1.4万平米	2011年12月21日
海旅投	海口美兰机场二期店	0.9万平米	2020年12月31日
	三亚海旅免税城	9.5万平米，免税面积预计在一半左右	2020年12月30日
中出服	三亚国际免税购物公园	项目总面积4.3万平米，首期1.5万平米，长期面积或拓展至20万平米	2020年12月30日
海发控	海控全球精品（海口）免税城	经营面积3.89万平米，首期开业3000平米	2021年1月31日
深免	海口观澜湖店	总经营面积10万平米，一期营业面积2万平米	2021年1月31日
中免	三亚海棠湾免税城一期2号地	2万平米以上	在建，免税商业部分建设周期21个月，酒店部分建设周期48个月
	海口国际免税城	总建筑面积约25.58万平米	在建，预计2022年中以前开业

资料来源：南海网、公司公告、财信证券

1.3 牌照之外，何物余焉？

中国免税市场呈现出政策主导下的寡头垄断格局。2006 年海关总署发布监管办法，将免税经营单位定义为“经国务院或者其授权部门牌照，具备开展免税品业务经营资格的企业”，时至今日中国仅有 8 家公司拥有免税牌照，分别是中免（包括日上免税、海南免税）、珠免、深免、中出服、中侨、王府井、海旅投以及海发控。国内免税企业的销售对象主要以离境和离（海南）岛游客为主，且目标人群多为中国人，作为政策保护的回报，国家规定经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1% 向国家上缴特许经营费，经营离岛免税业务企业需缴纳免税销售收入的 4% 作为特许经营费。

图 6：中国免税产业链



资料来源：财政部、财信证券

免税商依靠牌照无需承担高额税负和中间流通成本。我国大部分的免税商品在传统零售渠道中多为消费税的课税对象，累积免税比例约为 12%-55%，属于高税负商品。此外，我国免税业务的商业模式是拥有免税经营牌照的公司直接向品牌方采购免税商品后，利用特许经营权销售利润较高的高端商品，免去了许多中间环节从而降低了中间成本，因此我国免税行业具有较高的进入壁垒和经营壁垒。此外，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。

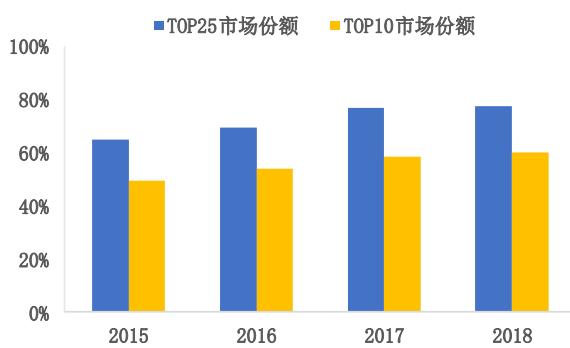
图 7：主要免税商品品类累积免税比例参考

免税品类型	具体限定	增值税税率	关税税率（最惠国税率）	消费税率	累计免税比例*
香水	≥10元/毫升(克) 或≥15元/片(张)	13%	3%	15%	28%
化妆品、护肤品	≥10元/毫升(克) 或≥15元/片(张)	13%	5%	15%	28%
烟草制品	卷烟 雪茄	13% 13%	25% 25%	11%+0.005元/支 36%	37%以上 55%
酒类	葡萄酒 白酒 其他酒	13% 13% 13%	10% 10% 10%	10% 20%+0.912元/升 10%	28% 36%以上 28%
首饰、珠宝	金银/钻石首饰 铂金(含镶嵌钻) 其他	13% 13% 13%	8% 10% 10%	5% 5% 10%	22% 24% 28%
腕表	≥10000元	13%	8%	20%	34%
其他免税品		13%		-	≥12%

资料来源：国家税务总局，海关总署，财信证券 *注：关税采用最惠国税率（2021/3/14 查询）计算，且对于卷烟、黄酒、白酒未计算从量消费税；累积税负比例=（关税+进口增值税+进口消费税）/（到岸价+关税+进口增值税+进口消费税）

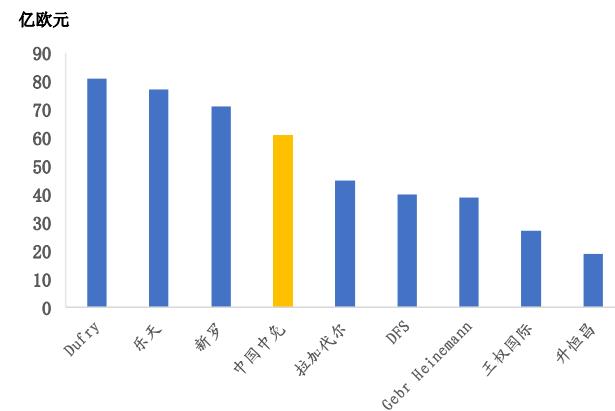
牌照之外规模壁垒亦是免税行业的发展核心。免税经营商凭借规模效应、渠道优势以及合作积累与上游品牌商议价，同时借规模运营与产品多元化的优势与上游渠道商博弈，下游消费者在不同区域比价又反促免税经营商走向规模垄断的道路。全球免税行业集中度日益提升，由此可见规模优势是成为免税龙头的发展核心，因此也不断提升了免税行业的新进入壁垒。2020 年疫情影响下，中免逆势成长，在 2020 年已经跃升至全球免税行业规模的第一位。

图 8：全球免税行业集中度日益提升



资料来源：Moodie Davitt Report、财信证券

图 9：2019 年国际免税龙头规模排名



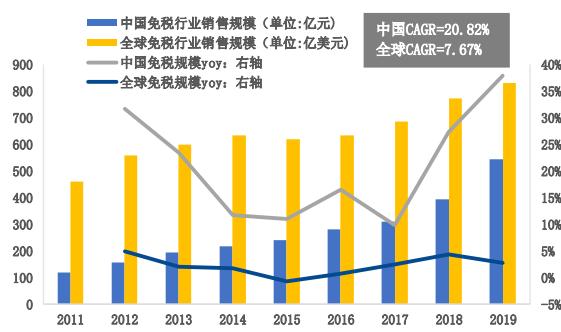
资料来源：Moodie Davitt Report、财信证券

1.4 为何力行免税行业？

亚太市场从 2002 年起引领全球免税增长，我国免税行业也处于高速成长期，免税业销售规模持续扩大。从近年中国境内市场来看，根据 TFWA 数据显示，2019 年中国境内市场免税销售额 545 亿元，同比增长 38%，其中中免系占比 85%，考虑到 2020 年 5 月中免收购 51% 海免股权，我们预计 2020 年中免市占率将有望超过 90%。从全球市场来看，2018 年免税销售额达 774 亿美元，而中国市场占比仅 7.72%。根据 TFWA 数据显示，2019 年全球免税规模将达到 831 亿美元，在此基础上计算出中国市场占比将提升 1.80pct 至 9.52%。

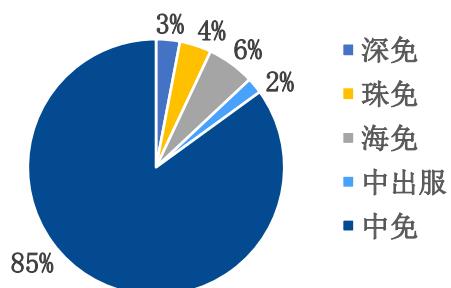
中国消费者是全球免税及旅游零售业的购买主力，然而国人免税消费总额与境内免税市场规模不匹配，消费外流近 8 成。中国是最大的国际旅游客源市场，近年来出境消费支出稳居全球首位，根据中国旅游研究院数据显示，2019 年中国出境游人数达 1.55 亿人次/+3.3%。根据 TFWA 会议数据，2019 年全球免税销售规模约 831 亿美元，中国居民境外免税商品消费为 280 亿美元，外流比例占全球免税市场的 34%，境内免税市场销售额为 76 亿美元。鉴于中国境内免税市场的主要客户为本国人，我们预计 2019 年中国人免税消费规模约 2453 亿元，占全球总量约 43%，而境内免税市场规模低于全球市场的 10%，免税消费外流比例高达 79%。

图 10：全球及中国免税市场规模及增速



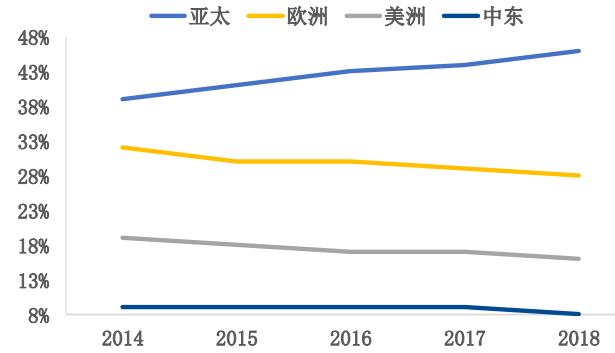
资料来源：Generation Research、TFWA、财信证券

图 12：2019 年中国免税行业市场竞争格局



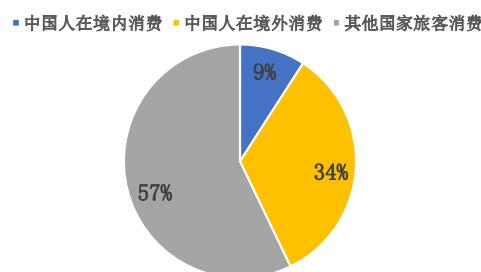
资料来源：商务部、前瞻产业研究院、财信证券

图 11：2014-2018 年全球免税销售分区域占比变化



资料来源：Generation Research、TFWA、财信证券

图 13：2019 年中国人免税消费约占全球市场的 43%

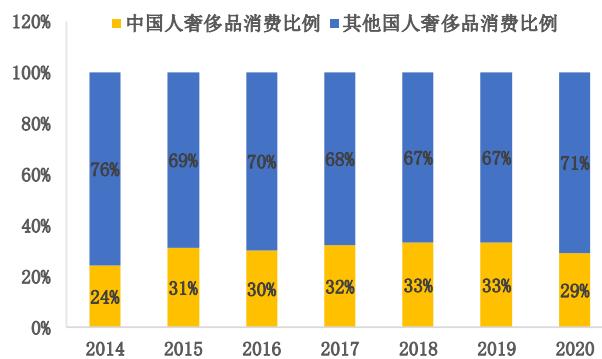


资料来源：TFWA、财信证券

国人高端消费能力强，但疫情前境内奢侈品消费规模体量小，奢侈品消费外流接近7成，疫情后国人消费回流已成大趋势，奢侈品消费外流比例已降至3成。国内消费者在购买奢侈品时价格因素是其考虑的重点，在奢侈品海内外价差较大叠加国人海外消费享有免税优惠的情况下，近年来奢侈品市场成为国人免税消费外流的重灾区。根据贝恩咨询早期数据显示，2019年全球奢侈品个人消费市场规模共2810亿欧元/+8%，其中中国消费者占比最大，达到33%，但2019年境内奢侈品消费规模仅300亿欧元/+26%，占全球规模11%。鉴于中国境内奢侈品市场的主要客户为本国人，测算得到2019年国人的奢侈品消费外流比例近70%，奢侈品消费外流现象严重。根据贝恩最新数据显示，2020年全球奢侈品个人消费市场规模共2170亿欧元/-23%，其中中国消费者占比最大达到29%，2020年境内奢侈品消费规模为434亿欧元/+45%，占全球规模20%，疫情促使国人消费回流加速，我们测算得到2020年国人的奢侈品消费外流比例已降至33%。

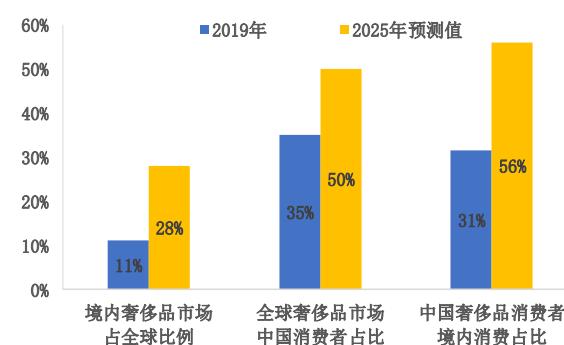
2025年国人奢侈品消费外流体量有望维持在仅4成左右水平。根据贝恩咨询最新预测，2025年全球奢侈品行业规模有望达到3300-3700亿欧元，预计2025年中国消费者对全球奢侈品消费总额的贡献率达约48%，中国境内奢侈品市场规模占全球市场份额将升至28%。不考虑2020年疫情特殊情况下消费回流速度的加快，我们仅将2019年的奢侈品市场规模作为基数，测算出2025年中国人奢侈品境内消费占比较2019年上升约25pct至56%，提升部分对应奢侈品消费回流规模约为413亿欧元，折算后约为3220亿元。

图 14：近年来中国人贡献全球约1/3的奢侈品消费



资料来源：中国产业信息网、贝恩咨询、财信证券

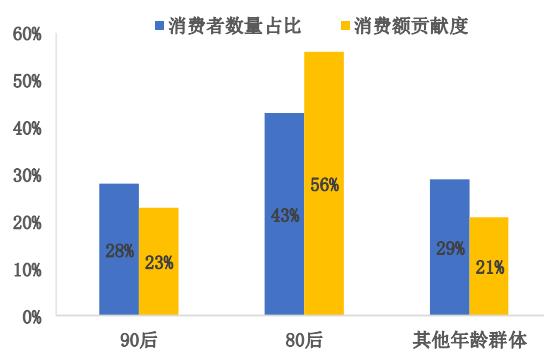
图 15：预计2025年中国奢侈品消费者境内消费比例



资料来源：贝恩咨询、财信证券

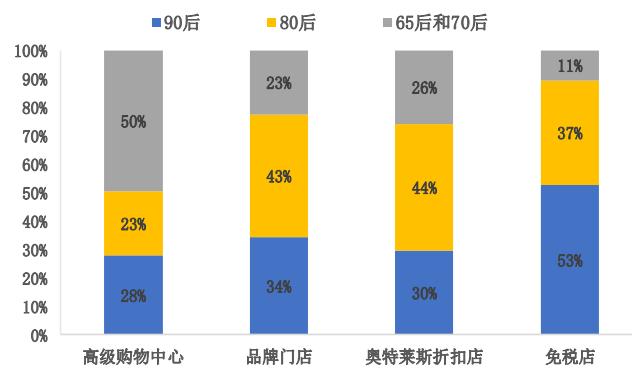
免税渠道天然具有低税负特性，是承接国人奢侈品消费回流的最优渠道，政策引导下部分高端消费者有望给国内免税市场带来巨额增量。2019年国家实施《电商法》严厉整治非法代购行为后，免税商品由于免除关税、增值税和消费税而具有的价格优势，使得国内免税市场成为承接奢侈品消费回流的天然渠道。此外，根据麦肯锡《中国奢侈品报告2019》，“80”后和“90”后为代表的中青年一代，贡献了中国奢侈品消费规模的79%；同时免税店已经成为“90”后较为青睐的奢侈品消费渠道，因为该群体出国旅游的频率较高且免税店的奢侈品价格适中，现阶段中青年一代的消费主力军对免税店的青睐将催化奢侈品消费回流，有望高效助力国内免税市场发展。根据上文，我们测算得到2025年奢侈品消费回流金额将达到3220亿元，假设其中有55%左右的金额通过免税渠道回流到国内，预计2025年国内免税市场将有1770亿元的增量。

图 16：2019 年中国各年龄段奢侈品消费者数量和贡献



资料来源：麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》、财信证券

图 17：2019 年中国各年龄段奢侈品消费渠道分布



资料来源：前瞻产业研究院、财信证券

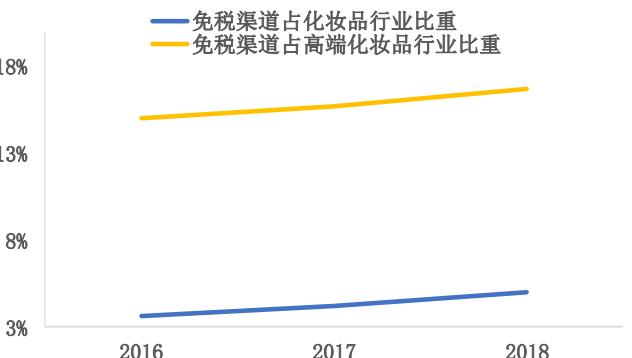
在我国居民可支配收入越来越高，国民消费逐渐升级的背景下，承接消费回流的免税行业成为了推动国内国际双循环的核心主力。从消费升级的大趋势来看，香化类产品需求高速增长，强势助推免税渠道发展。根据 Euromonitor 口径，2012-2019 年中国护肤品市场规模 CAGR 为 9.82%，2016-2018 年中国免税渠道占化妆品行业及高端化妆品行业的比重持续增长，我国免税渠道随着化妆品行业的发展而快速增长。从消费升级的大趋势来看，香化类产品需求高速增长，强势助推免税渠道发展。从国内国际双循环的大基调来看，近年来国家逐步放开离岛免税政策，有望将海南打造成新一代国际消费中心，中免旗下的三亚国际免税城以及在建的海口国际免税城是海南成为国际消费中心的中坚力量，不仅吸引国人消费回流，在后疫情时代或将吸引周边国家甚至全世界的游客赴海南岛进行消费。

图 18：中国护肤品市场规模快速增长



资料来源：Euromonitor、前瞻产业研究院、财信证券

图 19：国内免税渠道占化妆品行业的比重



资料来源：Euromonitor、财信证券

2 公司概况：掘金免税抢占先机，规模扩张稳固地位

2.1 公司背景：国资委控股下拥有全牌照优势

中国中免主要从事免税业务，是国内免税行业龙头企业。中国旅游集团中免股份有限公司（原中国国旅）为中国旅游集团控股的上市公司，是聚焦于旅游零售业务（免税）的大型股份制企业，由国旅集团于 2008 年以国旅总社和中免总公司出资，联合华侨城

集团公司共同设立，于 2009 年在上海证券交易所 A 股上市。公司下属全资子公司中免集团是国内最大的免税运营商，从事烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务；子公司国旅投资公司负责旅游目的地商业综合体投资开发业务。2021 年 4 月，公司授权管理层启动在港交所上市的相关工作，公司未来将进一步增强资本实力且提升自身的国际形象，积极推动外延发展。

图 20：中免发展历程

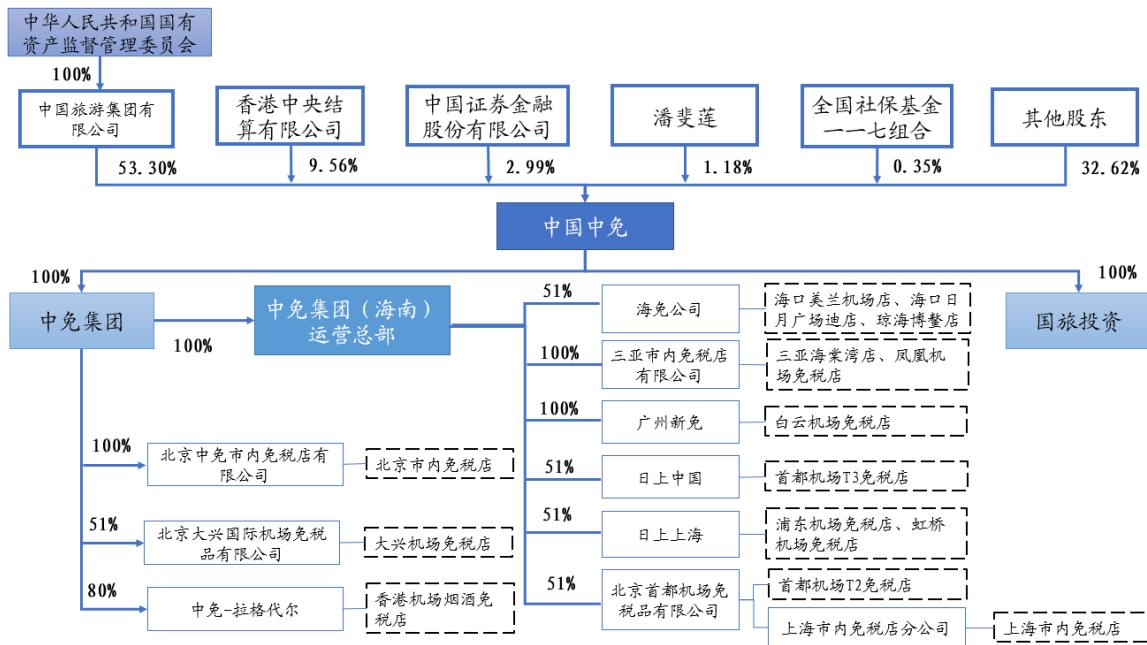


资料来源：公司官网、财信证券

背靠国资委，强大的央企背景给公司带来得天独厚的政策优势。国务院国资委控股中国旅游集团 100% 的股权，母公司持有公司 53% 的股份，公司的实控人为国务院国资委。公司的母公司中国旅游集团是目前中国最大的旅游央企，2016 年由港中旅集团与中国国旅集团合并重组而来，当时旗下汇聚了港中旅、中国国旅、中国中免等子公司。2019 年 3 月，中国旅游集团将总部从北京迁入海南省海口市，成为首家总部进驻海南的央企，母公司总部进驻海南助力公司深耕海南免税市场。依靠母公司强大的旅游资源，公司稳固了自身在免税市场的龙头地位，同时也成为目前国内唯一拥有离岛、机场、市内、境外等全牌照免税资质的公司。

公司聚焦免税业务升级产业链，加强收购整合扩大免税市场份额。公司的全资子公司中免集团是中国免税行业代表企业，在大品牌供应商中的知名度高，积累了较强的品牌资源。2018 年中免集团成功收购日上中国、日上上海，公司在免税行业的品牌和规模优势进一步提升；另一家全资子公司国旅投资则负责商业综合体投资开发业务，丰富产业链布局，谋求整体协同。2019 年，公司将旅行社业务剥离给母公司，母公司也将其持有的海免公司 51% 股权委托给公司进行管理，解决了母子公司之前同业竞争的问题，进一步助力公司聚焦免税业务。此外，公司高管大多有中免集团长期任职经验，在免税行业有丰富的经验。公司在市场营销、采购运营、投资管理等重要领域也都有专业性强的资深管理人员，有利于公司转型升级、进一步发展免税业务。

图 21：中免股权结构



资料来源：Wind、财信证券

图 22：中免管理层主要人员概况

姓名	职务	工作履历
彭辉	董事长	曾任中免市场部干部、国产品部副经理、国产品营销分公司总经理、中免公司总经理助理兼免税品营销中心总经理等职务。现任公司董事长、党委书记
陈国强	董事、总经理	曾在中免采购部、进出口部、酒水营销公司、中免欧洲办事处、市场部、旅游零售部等履职，曾任中免董事长等
陈文龙	总会计师	曾任中国国旅副总会计师兼财务管理部总监等
王轩	副总经理	曾任中免总经理助理兼投资管理部总监、副总经理等
赵凤	副总经理	曾在中免人力资源部、烟草酒水营销部等任职，曾任中免副总经理等
王延光	副总经理	曾在国旅总社采购运营部、国旅集团上海有限公司等履职
常筑军	董事会秘书、副总经理	曾在北京市内免税店策划培训部、中免烟草营销分公司、销售部、营运部、品牌代理部、精品香化营销部、进口烟酒食品营销部等履职，曾任中免总经理助理等

资料来源：Wind、财信证券

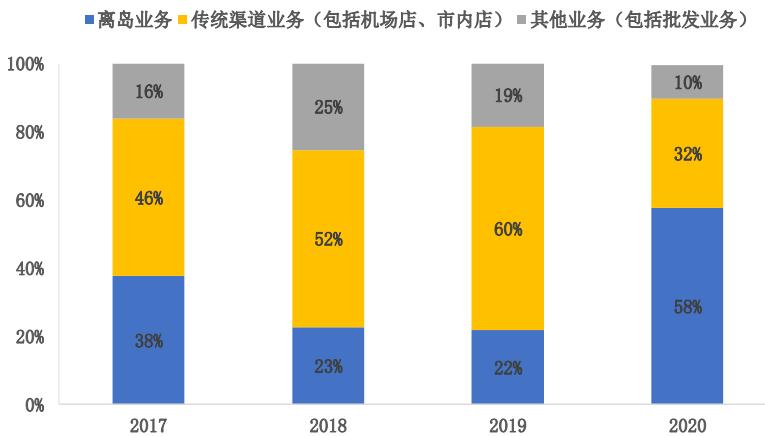
2.2 业务布局：整合聚焦免税赛道，收购铸造超强阵容

公司打造了“中免+日上+海免”超强免税阵容，在国内免税市场的份额持续提升。2017-2018年，公司先后收购日上中国、日上上海，扩大机场免税市场份额；2019年，公司剥离国旅总社，解决与控股股东之间关于旅行社业务的同业竞争问题，同时重启市内免税店，聚焦免税业务；2020年，成功收购海免51%的股权，进一步巩固离岛免税市场的龙头优势，且改名中国中免，突出公司的免税主业特征，提高公司品牌辨识度。

分渠道来看，高收入占比和高净利率的离岛免税店是公司的主要业绩来源。离岛免税店因物业折旧和租赁费较低因此净利率水平较高，净利率在14%左右；各大机场免税店因有高额扣点导致净利率水平较低在4%-6%之间，而2020年新开设的线上直邮业务仅需补缴税款净利率水平在15-20%区间。2020年公司与上海机场签订新租金合同后，上海

机场免税店租金从原有应交 41.58 亿元降至 11.56 亿元，净利率也因此大幅上升至 17.80%，但疫情影响下机场免税店收入规模下降，业绩贡献度有限。

图 23：各渠道业务收入占公司主营收入比例



资料来源：公司公告、财信证券

*注：2020 年离岛业务包含线上离岛补购有税业务，传统渠道业务包含线上跨境电商业务

图 24：中免主要渠道净利率测算

渠道	门店	中间成本	成本占销售比例	净利率
离岛免税	三亚国际免税城	物业折旧	15%-20%	13.92%
	上海机场免税店	机场扣点	42.50%	5.81%
机场免税	首都机场免税店	机场扣点	8.42%(新合同后)	17.80%
	日上中国跨境电商	跨境电商综合税	43.5%-47.5%	3.66%
跨境电商			23%	18.75%

资料来源：公司公告、财信证券

*注：三亚国际免税城门店及新合同后上海机场免税店净利率根据 2020 年年报数据测算，其余门店根据 2019 年年报数据测算

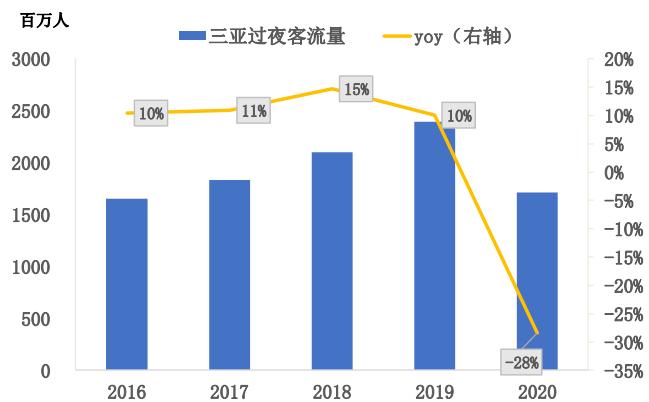
2.2.1 离岛业务：离岛免税创利润

疫情前公司离岛免税业务受传统渠道免税业务压制，收入占比不超过 25%，2020 年疫情影响叠加公司并表海免后离岛免税业务收入占比增长至 58%。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。近年来海南离岛免税购物政策陆续放宽购物限制，离岛免税市场量价齐升，且公司在海南岛的各大门店中高毛利的香化产品占比较大，拉动了公司的利润增长。此外，根据前文所述，离岛免税渠道的净利率水平较高，例如公司的主力项目三亚国际免税城，因其中间成本主要为物业折旧而相对较低，其净利率水平维持在 14% 左右，远高于新租金合同签订前上海机场 5.8% 的净利率水平。

客单价及渗透率持续提升，推动三亚国际免税城的免税收入高速增长。在离岛政策的持续升级下，2017-2019 年三亚国际免税城的购物渗透率逐步上升，2019 年达到 9%，明显高于海南岛整体的购物渗透率。此外，客单价亦在持续增长，使得三亚国际免税城的免税销售收入占比常年保持在 96% 以上，增速维持在 20% 以上，2019 年三亚国际免税城的免税销售收入达到 101.74 亿/+31%（2016 年因为与旅行社暂停合作，三亚国际免

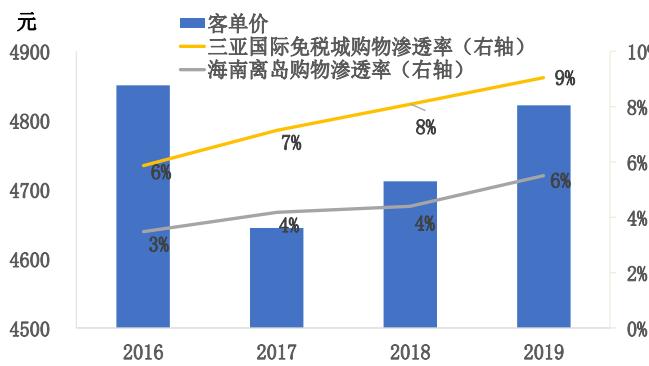
税城购物人数从 101 万人次下滑至 97 万人次，同年公司的免税收入增速从 24% 下降至 11%）。2016-2020 年，三亚国际免税城的归母净利从 5.34 亿元增至 29.68 亿元，CAGR 达 46.10%。三亚国际免税城多年来支撑公司三成以上业绩，盈利强劲，尤其在 2020 年离岛免税市场强势爆发下，三亚店贡献率同比增长 17.64pct 至 48.33%，是公司的主要盈利点。

图 25：2016-2019 年三亚过夜旅客流量持续增长



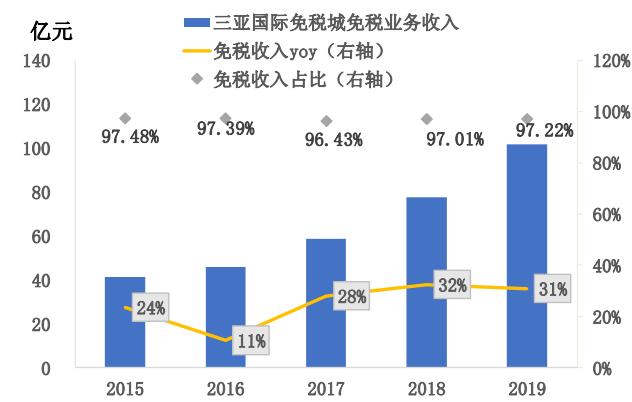
资料来源：海南省统计局、财信证券

图 27：三亚国际免税城客单价持续增长



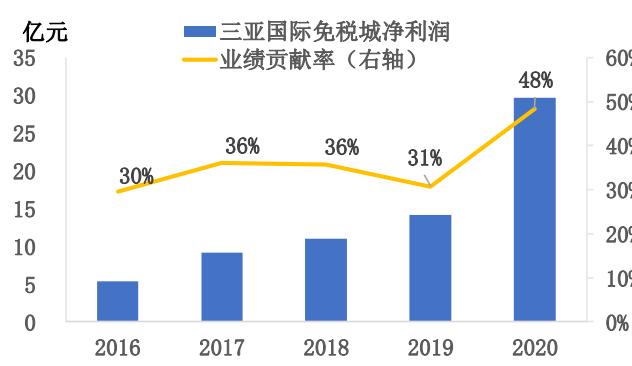
资料来源：公司公告、财信证券

图 26：三亚国际免税城免税收入占比高



资料来源：公司公告、财信证券

图 28：三亚国际免税城为公司归母净利润的贡献度



资料来源：公司公告、财信证券

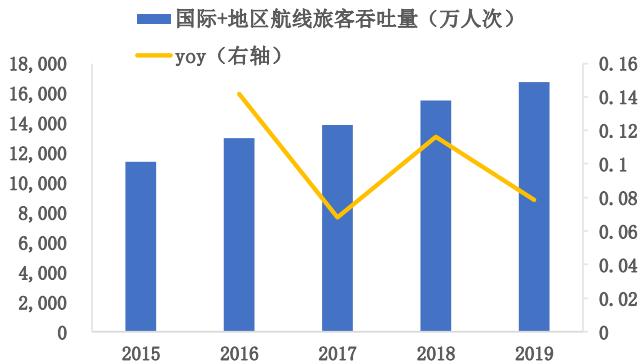
2.2.2 机场业务：机场免税走规模

近年来我国民航国际及港澳线旅客吞吐量持续增长，为机场免税开辟了广阔的增量空间，公司的机场免税收入贡献逐渐增大。2015-2019 年，我国民航运机场旅客吞吐量逐步增长，其中国际和地区航线旅客吞吐量 CAGR 为 10%。2017-2018 年公司前后分别收购日上中国和日上上海 51% 股权后，公司机场免税业务占比逐渐超越离岛免税，成为体量最大的免税收入渠道，2019 年北上广港三地机场免税店合计为公司贡献近 6 成的免税收入，但 2020 年受疫情影响表现不及离岛免税。

较高的保底租金和扣点费用导致公司的机场免税业务相对于离岛免税净利率较低，但机场免税的客流优势能提升公司的规模效应和品牌优势，强化公司同上游供应商的采购议价能力，从而提高免税业务整体的毛利率水平。2018 年之前，公司的免税市占率低于 50%，在公司完成收购日上中国、日上上海后，公司的市占率在 2018 年升至 84%。因收购而产生的机场免税收入端的规模效应，强化了公司同上游供应商的采购议价能力，

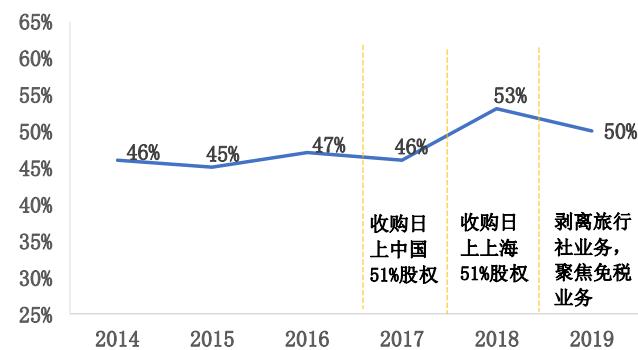
在 2017-2018 年期间促使公司免税业务的毛利率水平从 46% 攀升至 53%。

图 29：近年我国民航机场国际+地区航线旅客吞吐量



资料来源：中国民用航空局、财信证券

图 30：2018 年收购日上上海后免税业务毛利率提升



资料来源：公司公告、财信证券

图 31：中免与各大机场关于免税店的相关协议

机场	标段	中标人	中标日期	面积 (m²)	保底销售额	综合扣点率	分类扣点率	合同期		
浦东机场	T1入境	日上上海	2018年7月	821	合同期内保底销售提成410亿	42.50%	百货类：25%	2022年1月1日-2025年12月31日		
	T1出境	日上上海	2018年7月	2465		42.50%				
	T2入境	日上上海	2018年7月	1136		42.50%	香化、烟酒、			
	T2出境	日上上海	2018年7月	3431		42.50%	食品类：45%			
	S1卫星厅出境	日上上海	2018年7月	4678		42.50%	启用日-2025年12月31日			
虹桥机场	S2卫星厅入境	日上上海	2018年7月	4384		42.50%				
	T1入境	日上上海	2018年7月	2088	合同期内保底销售提成20.71亿	42.50%	2019年1月1日-2025年12月31日			
	T1出境	日上上海	2018年7月	2088		42.50%				
大兴机场	烟酒、食品标段	中免公司	2019年3月	1666	基准保底费用2.3亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	-	49%	10年		
	香化、精品标段	中免公司		3467	基准保底费用4.16亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	-	香化46%、精品20%			
首都机场	T2入境	中免公司	2017年6月	417	首年保底费用8.3亿元	47.50%	8年	T2启用日起六年（2024年2月底，通过协议的考核评定，同意协议期延长三年），经营总期限最长不得超过10年		
	T2出境	中免公司		3186	首年保底费用22亿元	43.50%				
	T3入境	日上中国		1939		39%				
	T3出境	日上中国		9461						
广州机场	T1入境（T2启用前）	中免公司	2017年5月	400	首年保底销售额3244万元/月按年递增	39%	T2启用日起六年（2024年2月底，通过协议的考核评定，同意协议期延长三年），经营总期限最长不得超过10年	T2启用日起六年（2024年2月底，通过协议的考核评定，同意协议期延长三年）		
	T1入境（T2启用后）	中免公司		400	首年保底销售额2356万元/月按年递增	42%				
	T2入境	中免公司	2017年10月	700	首年保底销售额3533万元/月按年递增	42%				
	T2出境	中免公司		3544	首年保底销售额从3292万元/月按年递增	35%		2018年2月1日至2026年1月31日		

资料来源：公司公告、采购与招标网、财信证券

疫情之下机场免税店业务受损，公司在政策允许范围内迅速推出线上有税业务，打造了新零售生态。应对线下客流下滑的影响，公司先后推出海南省离岛补购、日上上海大贸模式以及日上中国（北京）跨境电商模式的线上业务。值得注意的是，中高端品牌商对各渠道拥有较强的掌控能力，公司多年来已经和各大品牌商建立了良好的合作关系，因此得到了品牌商的支持才得以将免税渠道采购的货源进行线上有税渠道的销售。

线上有税渠道收入体量可观，线上盈利水平相较线下显著提升。收入方面，公司线上有税渠道产品的定价和线下免税基本一致，仅促销活动略有差别，相对其他渠道，显著的价格优势和正品保障使公司线上产品获得了消费者的青睐，收入体量可观。盈利能力方面，日上上海大贸模式（发货地是上海保税仓）和 cdf 会员购/日上中国跨境电商模式（从免税仓导入保税仓）因无需交纳高额机场扣点，相对线下免税盈利能力显著提升，离岛补购线上模式净利率水平也较为可观。

图 32：中免线上业务布局

分类	海南离岛补购（有税销售）	日上上海（大贸模式）	CDF会员购（跨境电商）	日上北京（跨境电商）
线上渠道	微信公众号:海南离岛补购官方商城 淘宝:海南离岛补购旗舰店(限于乘坐飞机离岛的旅客)	微信小程序:旅购	微信小程序: cdf会员购以及各地cdf会员购(广州、杭州、沈阳、南京、武汉、厦门)	微信小程序: cdf会员购北京
购买资格	年满16周岁，自离岛之日起（乘飞机、船、火车均可，部分航空公司除外）不超过180天且在海南购买过离岛免税商品的旅客	1、购买权益券获取一次购物资格（第一个权益包218元/第二、三个仅168元）： 2、满613积分抢得优选券，可购188/288元券； 3、持有浦发信用卡，购买优选券	出示2019年7月1日以来的历史出入境记录以及出示邀请码	先是日上免税行北京公众号抽取此前会员，需要此前入境航班信息等审核信息成功后可购买
购物数量限制	不限件数	1、单品上限5件，总件数上限20件 2、188/288元券同款限5/8件，总件数上限20/28件 3、单件上限4件，总件数上限15件	不限件数	无
限购额度	个人年度离岛免税总额度10万元-一个年度累计使用免税额度-个人年度累计已使用补够额度	1、金额不限（一次购物最低限额1500元） 2、下限1500元，不同金额的权益券金额上限不同(12000/16000元) 3、下限1500元，总价不限	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度(年度限制26000元)	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度(年度限制26000元)

资料来源：公司官方微信号、公司小程序、旅购小程序、财信证券

图 33：小程序旅购界面



资料来源：旅购小程序、财信证券

图 34：小程序 cdf 会员购北京界面



资料来源：小程序 cdf 会员购北京、财信证券

2.2.3 市内业务：市内免税早布局

市内免税店给消费者提供的购物体验更好。市内免税店相比于口岸免税店，位置更具便利性、营业面积更大、商品种类更全、空间布局更合适，此外消费者在市内免税店的不受购物时间限制，购物体验更好。2020 年 3 月 13 日，国家发改委、财政部、商务部等二十三个部门联合发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出坚持服务境外人士和我国出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，针对我国居民的离境市内免税政策在中短期内有望落地。

截至 2021 年 4 月，中国仅 14 家市内免税店，门店数量以及总体规模都比较小。现阶段，我国仅 3 家免税商（中免、中服免税、中侨免税）拥有市内免税牌照，并且面向不同群体的消费者。其中，中服和中侨面向的是持有 180 天内有入境记录护照的归国中

国公民，而公司面向的则是即将出境的港澳台或外籍旅客。近年来，公司重新开始规划市内免税门店，2019 年起陆续在北京、上海、大连、厦门、青岛等地重启 5 家市内免税店，运营面积合计近 3500 平米。此外，公司未来还计划在武汉、西安、长沙等多地开店。在未来市内免税政策落地前，抢占先机布局优质地段已是大势所趋，公司目前重启市内店以待政策落地后创造新的业绩增长点。

图 35：2020 年以来我国市内免税店相关政策密集出台

时间	省市/部门	文件	内容
2020/3/13	经国务院同意，国家发展改革委、中宣部、财政部、商务部等二十三个部门	《关于促进消费扩容提质实施意见》	进一步完善免税业政策。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台
2020/3/19	商务部办公厅、国家发展改革委办公厅、国家卫生健康委办公厅	《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》	促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，推动境外消费回流，激发国内消费活力
2020/4/23	上海市人民政府	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	为境外人士和国内出境人员更加便捷地购买到全球优质商品，《若干措施》提出，支持免税品经营企业增设市内免税店，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围
2020/4/25	商务部	《关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》	强化免税退税政策效应。配合财政等相关部门，完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作，鼓励增设离境退税商店，推广开展“即买即退”业务，吸引更多消费回流
2020/6/9	厦门	《厦门市促进消费专项行动实施方案》	完善市内免税店政策，做大做强市内免税店业务
2021/1/29	上海	上海市商务工作会议	上海力争在2021年实现市内免税店新政策落地，新增50个离境退税定点商店，培育壮大20个本土品牌，引进30个国际中高端品牌，力争新增800家首店，建设全球新品首发地

资料来源：海关总署、财政部、发改委、武汉日报、上海市政府、财信证券

图 36：国内现有市内免税店情况（截至 2021 年 4 月底）

市内免税店	中免	中服免税	中侨免税
适用客户群体	即将出境的港澳台籍/外籍旅客	持归国 180 天有效护照的国人	持归国 180 天有效护照的国人
已营业门店数	5	8	1
区域	北京、上海、大连、厦门、青岛 已规划：武汉、西安、长沙	北京、上海、郑州、大连、南京、杭州、哈尔滨、青岛	哈尔滨
提货方式	机场提货	即购即提	即购即提

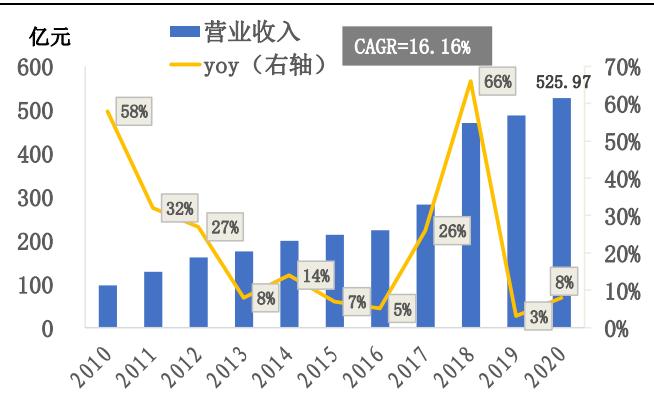
资料来源：海关总署、中服免税公众号、财信证券

2.3 财务分析：免税龙头强势成长，业绩增长进入快车道

营收快速增长，业绩表现亮眼。从 2010 年至 2020 年，公司营业收入 CAGR 为 16.17%，归母净利润 CAGR 为 30.14%，业绩持续向好，成长属性明显。2020 年 Q1 短期受损有限，Q2 业绩显著复苏，Q3-Q4 离岛免税新政下业绩增长势头强劲，2020 年公司实现营收 525.97 亿元/+8.20%，营业利润 96.94 亿元/+31.79%，归母净利润 61.40 亿元/+32.57%，扣非归母净利润 59.67 亿元/+55.83%，海免并表产生的非经常性净损益 2.08 亿元，还原后扣非归母净利润约为 61.75 亿元。

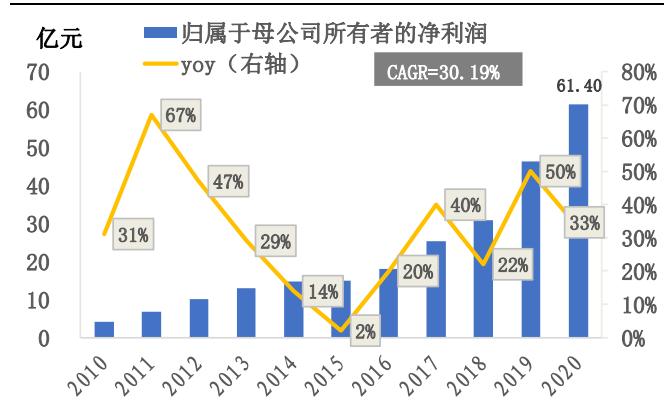
一季度免税销售依旧强势，免税业绩持续释放。公司 2021Q1 实现营收 181.34 亿元，实现归母净利 28.49 亿元，不考虑 2020 年疫情影响，营收较 2019 年一季度增长 32%，归母净利较 2019 年一季度增长 24%，扣非后归母净利较 2019 年一季度相比增长 78%（2019 年一季度公司剥离旅游业务收入为 7.56 亿），一季度业绩较好。一季度营收与去年四季度环比增长 4%，增速有所下降，主要是因为今年过年仍旧倡导就地过年，潜在客流量尚未完全释放，去年四季度一次性冲回机场租金，所以剔除租金冲回影响还原到全年后，得到去年四季度归母净利是 21.72 亿元，今年一季度归母净利 28.49 亿元，业绩环比增长 31%。

图 37：2010-2020 年公司营业收入及增速情况



资料来源：公司公告、财信证券

图 38：2010-2020 年公司归母净利润及增速情况



资料来源：公司公告、财信证券

疫情之下离岛门店打折促销活动较多，导致 2020 年免税业务毛利率较低。但近年来，受益于免税布局扩张及国内免税市场发展，公司高毛利免税业务占比提高，公司整体毛利呈显著提升趋势。2010-2019 年，公司免税业务收入占比从 28% 提升至 96%，收入和毛利润的 CAGR 分别为 36.04%、41.52%，2019 年公司免税业务收入为 458 亿元/+38%，毛利润为 229 亿元/+30%。2017-2019 年业绩保持高增速，一方面是由于公司享受了国内免税行业高速发展的红利，另一方面是公司先后收购日上中国和日上上海、开展首都机场和香港机场免税业务带来大额收入增量，以及优化巩固现有离岛免税业务带来公司效益的提升。疫情影响下，公司免税业务占比下降，2020 年公司免税商品收入 323.61 亿元，有税商品收入（包括线上有税业务）197.08 亿元，有税商品收入同比 2019 年的 11 亿元大幅增长，是新的业绩增长点。

图 39：2010-2020 年免税业务收入及增速情况



资料来源：公司公告、财信证券

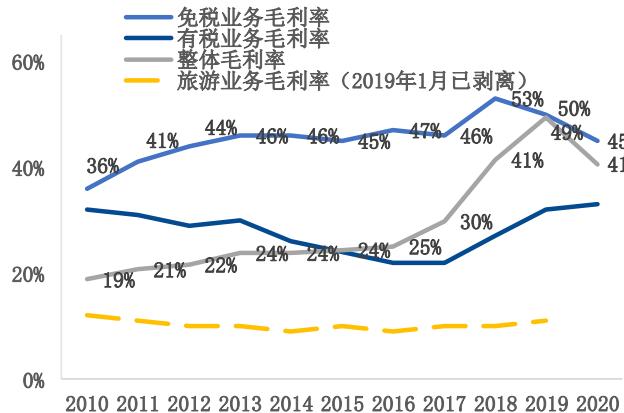
图 40：2010-2020 年免税业务毛利润及增速情况



资料来源：公司公告、财信证券

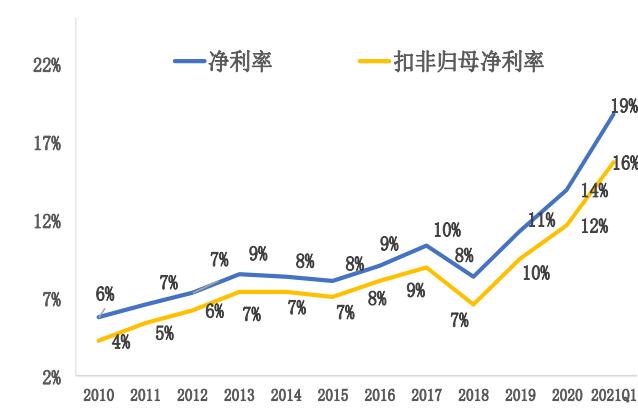
聚焦免税业务，行业龙头优势显著，净利率呈上升趋势。2010-2019年，公司收购拥有规模优势的日上中国、日上上海后，免税业务毛利率从36%提升至50%，拉动公司整体毛利率从19%攀升至49%，销售净利率从5.8%提升至11.3%。2020年疫情之下，公司整体毛利率下降了8.75pct至40.64%，一方面是因为去年海南的门店打折促销活动多且折扣大，导致免税业务的毛利率同比下降5pct至44.9%，另一方面是线上有税业务占比提升，拉低了整体毛利率。收购海免后，公司在海南离岛市场的份额将提升大约5pct，规模效应将带来更大的品牌和渠道优势，未来公司毛利率和销售净利率有望实现稳中有升。

图 41：2010-2019年免税业务和整体毛利率同步走高



资料来源：公司公告、财信证券

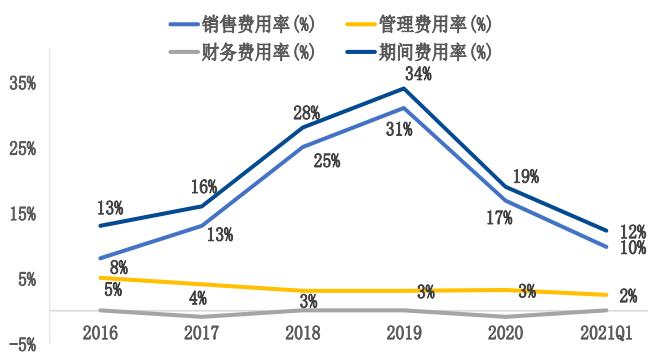
图 42：2010-2021年 Q1 公司净利率呈上升趋势



资料来源：公司公告、财信证券

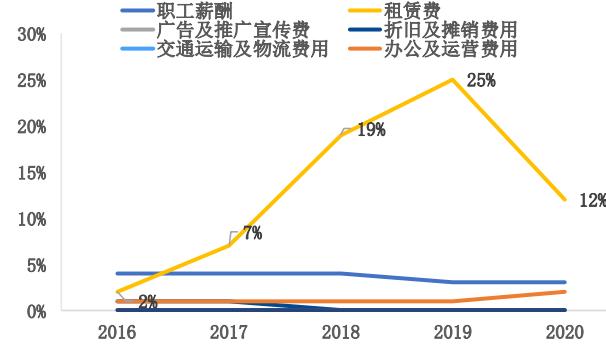
2016年-2020年，公司净利率总体呈上升趋势，其中2018年净利率出现短暂下滑，主要是由于机场租赁费高额增量驱动销售费用大幅增加，疫情期间销售费用大幅降低增厚2020年业绩。2016年之前，期间费用率水平稳定在11.67%到13.07%之间；2016-2019年，销售费用率从8.07%攀升至31.07%，导致期间费用率从12.63%增至34.32%，这是由于同期公司收购日上中国和日上上海导致销售费用增加，以及公司因开展京广港三地的机场免税业务所支付的高额机场租赁费所致。疫情期间，上海机场渠道获得租金减免，2020年租赁费用率同比下降13.87pct至11.52%，带动全年销售费用率同比降低15.42pct至18.90%，2021Q1销售费用率同比大幅降低34.70pct至12.16%。

图 43：2016-2021年 Q1 公司期间费用率变动趋势



资料来源：公司公告、财信证券

图 44：2016-2020年公司销售费用各项目占营收比例

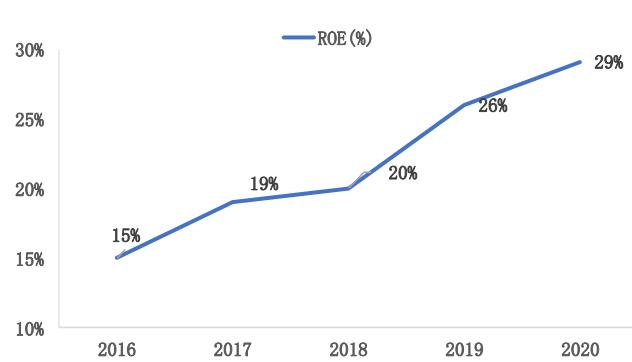


资料来源：公司公告、财信证券

ROE 稳步提升，投资回报可观。公司摊薄 ROE 从2016年的15.21%上升至2020年

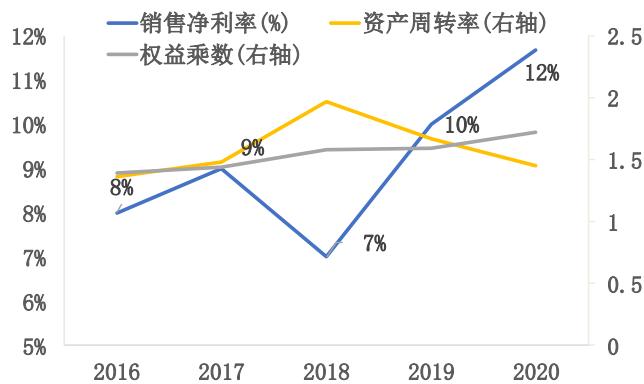
的 29.10%。拆分平均 ROE 来看，ROE 提升主要是由于销售费率大幅降低带动整体净利率提升；权益乘数在 2013 年-2020 年稳定在 1.4-1.7 的区间；资产周转率从 2013 年-2019 年稳步上升至 1.7，主要由于免税业务资产周转率更高，剥离旅游业务后整体资产周转率提升，2020 年因疫情影响客流量受到冲击，资产周转率有所下降。整体来看公司盈利能力较强，随着疫情有效控制后旅游业回暖和离岛免税市场爆发，我们预计公司 ROE 将继续提升。

图 45：2016-2020 年公司摊薄 ROE 变化情况



资料来源：公司公告、财信证券

图 46：2016-2020 年公司平均 ROE 拆分



资料来源：公司公告、财信证券

3 优势分析：多品牌+强渠道深化免税布局，高效经营加深护城河

3.1 品牌方面：品牌矩阵布局完善，终端价格优势明显

3.1.1 品牌矩阵：热门香化类全覆盖，高端精品类一应俱全

公司借助日上完善香化类主流品牌布局，满足消费者多层次需求。三亚国际免税城自 2014 年 9 月 1 日开业以来，积极与全球知名品牌进行合作，持续引进新品牌进驻，在品牌数量和质量方面不断提升。此外，日上上海香化类产品进货渠道最为优质，在公司的品牌矩阵布局中弥补了三亚国际免税城欠缺的部分品牌。

公司的香化品牌数量远超其竞争对手，且在热门香化品牌中，公司的覆盖率最高，具有显著优势。鉴于三亚国际免税城和日上上海的业务体量在公司所有业务中排名前二，因此我们以三亚国际免税城+日上上海的香化品牌代表公司的全部香化品牌。统计得出，在热门香化品牌中，公司覆盖率为 100%，覆盖率超过第二名的海旅近 25%，公司品牌优势明显。此外，疫情期间公司成功帮助品牌商消化了大量因全球通航停摆而滞销的库存，加深了公司与品牌商之间的联系，提升了公司在未来与新晋品牌商谈判的知名度。

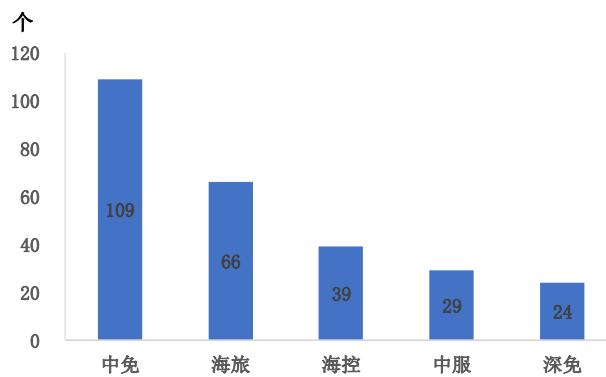
图 47：日上弥补三亚国际免税城欠缺的部分品牌，助力中免完善香化类主流品牌布局



资料来源：日上上海、三亚国际免税城、百度图片、财信证券

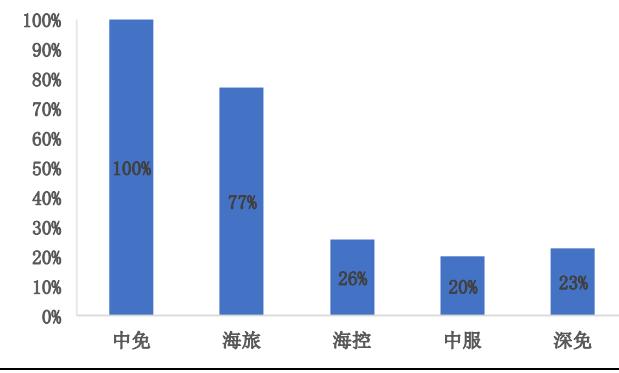
日上上海渠道

图 48：国内免税商香化品牌数量统计



资料来源：三亚国际免税城、海旅免税城、CNSC 三亚国际免税购物公园、深免观澜湖免税城、海控全球精品免税城、财信证券

图 49：香化热门品牌覆盖情况



资料来源：三亚国际免税城、海旅免税城、CNSC 三亚国际免税购物公园、深免观澜湖免税城、海控全球精品免税城、财信证券

三亚国际免税城近年迅速发力，强势引进高端精品，未来或将进一步引入顶奢精品和潮牌。三亚国际免税城在精品类布局上高端奢侈品的品牌覆盖率高，品类也包括高价值和高销售额的箱包、首饰，而横向对比来看，新进免税商却少有箱包、首饰等品类，其多以毛利率较低的太阳镜为主。基于公司现阶段强大的品牌矩阵布局力，同时结合三亚国际免税城二期项目定位以精奢为核心，公司在未来引进诸如爱马仕、LV、Chanel、Dior 等顶级奢侈品牌的可能性较大，并且如 Evisu、CDG、Off-White 等年轻人较为追捧的潮牌亦可成为公司未来的发力点，以扩大目标客户群体，进一步优化品牌矩阵，加宽护城河。

图 50：各免税店热门高端品牌的品类数量对比

品牌	中免	海旅	海控	中服	深免
	箱包服饰 首饰腕表 太阳镜				
Alexander McQueen	√	√	√		
Balenciaga	√	√	√		√
Bottega Veneta	√	√	√		√
Burberry	√	√	√		√
Chloe	√	√	√		√
Fendi	√	√	√		√
Ferragamo	√	√	√	√	√
Gucci	√	√	√	√	√
Hermes	(日上上海近期已引进)	√	√		
Jimmy Choo	√	√		√	
Loewe	√	√	√		
MCM	√	√	√		
Miu Miu	√	√	√		
Prada	√	√	√	√	√
Saint Laurent	√	√	√	√	√
Cartier	√	√	√		
Chopard	√	√	√		
Tiffany	√	√	√		

资料来源：三亚国际免税城、海旅免税城、CNSC 三亚国际免税购物公园、深免观澜湖免税城、海控全球精品免税城、财信证券

3.1.2 终端价格：规模效应下，上游议价能力强，下游定价空间广

多年来公司与品牌商合作紧密，且强大的规模效益使公司对产业链上游有较强的议价能力，公司拥有远高于行业平均的毛利率，从而在下游有更广的定价空间。2020 年疫情影响下，公司已经登顶成为全球规模最大的免税商，未来随着三亚国际免税城一期二期地以及海口国际免税城的投用，以及北上广机场的大体量渠道将在规模上给公司形成长期支撑，公司的规模优势将进一步扩大。以 2019 年公司毛利率水平对比 Dufry 60% 的毛利率水平来看，公司未来的毛利率仍有 15% 左右的提升空间（2020 年由于离岛补购和日上直邮是完税销售，毛利率有所下降至 41%）。公司凭借较高的毛利率公司在下游有望拥有更广的定价空间，由此公司对下游客群产生的品牌价值又将反促公司规模进一步扩张，同时也加强公司和品牌商的深度绑定，形成良性循环。

中免+日上+海免的超强规模给予公司较大的成本优势，因此在保持终端价格优势的情况下，仍能保持较高的毛利率水平。自 2018-2020 年以来，公司的终端销售价格优势愈发明显，两年内热门香化类产品价格下降区间在 5%-30%，而公司的毛利率始终保持在 40% 以上，由此可见公司对上游的议价能力越来越强。此外，公司是向品牌直采，而中出服、深免、海发控、海旅投均向国际免税运营商采购，向渠道商采购的部分对方会进行部分抽成，加价模式下竞争者的毛利空间较低，因此公司在进货成本上有较大优势，叠加成熟供应链体系的成本优势，公司较竞争者而言具备高利润的优势。倘若未来受到来自竞争者价格战的威胁，公司强大的货源、供应链管理以及会员体系将助其在未来仍能保持价格优势，稳固市场地位。但值得注意的是，中国免税市场以本国客源为主，免税店价格战或将影响品牌商在中国的有税生意，因此品牌商控价意愿较强，倘若有价格战的苗头出现品牌商便会快速介入，出现价格战的可能性较小。

图 51：三亚国际免税城部分热门香化类产品价格下降

产品名称	2018年9月	2020年9月	价格变动
雅诗兰黛特润修护肌透精华露 50ml	930	720	-23%
资生堂悦薇珀翡紧颜亮肤水 150ml	565	536	-5%
希思黎全能乳液 125ml	1230	1068	-13%
兰蔻精华肌底液 100ml	990	694	-30%

资料来源：三亚国际免税城、海南旅游消费价格指数、财信证券

此报告仅供内部客户参考

-23-

图 52：同行业拿货渠道对比

运营商	旗下门店	合作方
	三亚国际免税城 上海浦东机场免税店等	自由采购团队
海旅投	三亚海旅免税城	拉加代尔
中出服	中服三亚国际免税购物公园	自由采购团队+Dufry
海发控	海控全球精品（海口）免税城	Dufry
深免	深免海口观澜湖免税店	自由采购团队+DFS

资料来源：DFE、腾讯新闻、南海网、财信证券

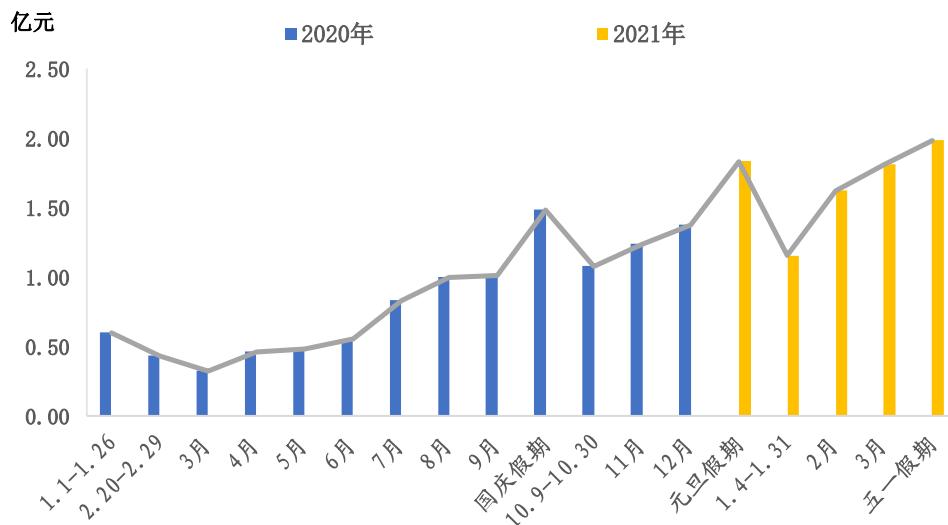
请务必阅读正文之后的免责条款部分

3.2 渠道方面：占据离岛先发优势，深耕核心枢纽机场

3.2.1 离岛渠道：南下卡位离岛免税优质点位

疫情之后，离岛免税成为我国海外消费回流的重要渠道。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，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，为离岛免税发展提供了良好环境。自 2020 年 7 月 1 日海南离岛免税政策实施第六次调整以来，至 2020 年 12 月 31 日，海口海关共监管免税购物金额、购物人数和购物件数分别为 247.79 亿元、448.37 万人次和 3410.25 万件，分别同比增长 191.6%、59.3% 和 158.2%；2021 年一季度，离岛免税购物金额达到 135.7 亿元，同比/环比分别增长 355.7%/19.24%，日均免税销售额达到 1.51 亿元，同比/环比分别增长 360.74%/21.89%；2021 年五一假期，离岛免税购物金额 135.7 亿元，日均销售额接近 2 亿元，离岛免税市场继续强势增长。

图 53：离岛免税日均销售额情况



资料来源：海南商务厅、海口海关、财信证券

注：2021 年 4 月数据尚未披露

具体到公司来看，位于三亚海棠湾的三亚国际免税城，是国内最大规模的单体免税店且打造了行业标杆，是公司营业收入和业绩的重要支柱。三亚国际免税城于 2014 年 9 月 1 日开业，是目前业态最全且规模最大的单体免税店，总建筑面积约 12 万平方米，商业面积达 7.2 万平方米。2020 年初，以餐饮、购物、娱乐为主打的三亚国际免税城二期河心岛项目开业，总建筑面积为 6.5 万平方米，与三亚国际免税城形成高效联动，形成了免税与有税、购物与休闲相融的体验业态。

图 54：三亚国际免税城实景



资料来源：百度图片，财信证券

图 55：三亚国际免税城二期项目河心岛项目图



资料来源：百度图片，财信证券

收购海免占据海口先发优势，公司进一步巩固离岛免税龙头地位。位于海口市的海免公司是海南本地领先的免税品销售企业，2020 年实现营收 99.11 亿元，归母净利 6.57 亿元。海免全资拥有海口日月广场店和琼海博鳌店，同时控股海口美兰机场免税店 51% 股权，公司合并海免后，现阶段已经拥有海南十家离岛免税店中的六家门店。公司提前抢占海南、三亚两地的优质点位，具有显著的先发优势，公司亦正在不断巩固离岛免税龙头地位，进一步扩大规模优势。

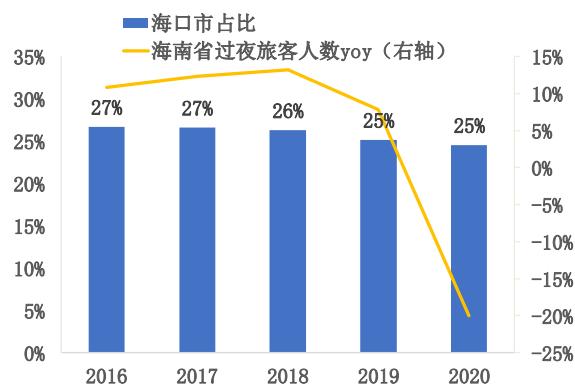
海口国际免税城将打开海口市场新增量，未来有望延续三亚国际免税城的成长路径。海口市作为海南省省会城市，占据岛内核心交通枢纽，有着显著的区位优势，海口的旅游市场规模可观，免税需求增长潜力较大，2012-2020 年接待过夜旅客数占海南省比重超过 25%。但从免税商品销售规模来看，2020 年海口免税商品销售规模（以海免公司的营业收入计算）约为 99.11 亿元，仅为三亚免税商品销售规模（以三亚国际免税城营业收入计算）的 46%，考虑到 2022 年下半年海口国际免税城将开业，海口免税市场的未来增长空间依然可观。

图 56：中免旗下门店在海南岛分布情况



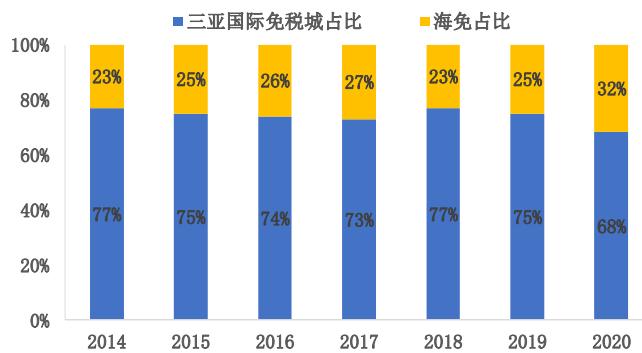
资料来源：百度地图、财信证券

图 57：海口接待过夜旅客人数占海南省 25% 以上



资料来源：海南省统计局、财信证券

图 58：公司在海南离岛免税市场销售额分布



资料来源：海口海关、公司公告、财信证券

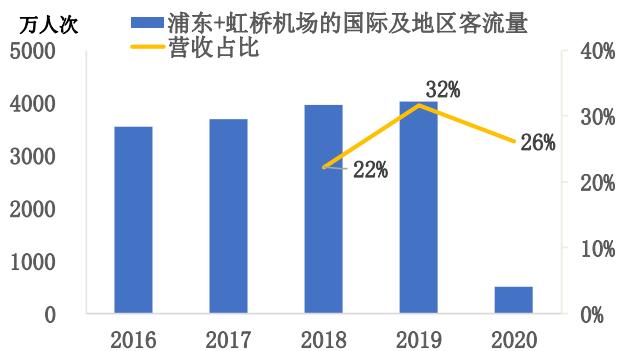
3.2.2 机场渠道：外延扩张卡位核心枢纽机场

公司的主要机场免税点均位于一类机场，面对的是消费能力较高的高端客源，销售规模较大。公司的机场免税业务主要覆盖北上广三地，占据京津冀、长三角、珠三角核心经济圈，国际及港澳线旅客吞吐量大，拥有极强的流量优势。

布局浦东+虹桥机场，公司享有强大的区位优势和客源基础，规模效应下的上海机场免税店业绩表现亮眼。2019 年 9 月浦东机场卫星厅投入使用后，上海浦东国际机场免税项目经营面积已扩大至 1.7 万平方米，客流容纳能力大幅提升。日上上海与雅诗兰黛、欧莱雅等国际品牌商长期维持合作关系，且日上上海具有采购规模优势，对品牌商亦拥有较强的议价能力。2018/2019 年日上上海实现营业收入 104.51 亿元/151.49 亿元，实现归母净利润 4.67 亿/4.49 亿元。2020 年疫情影响下，日上上海积极开展线上业务实现营收 509.20 亿元，贡献 2 成以上业绩，在与上海机场签订租金补充协议后，2020 年日上上海净利率升至 17.80%。

首都+大兴机场协同发展，未来旅客吞吐量空间可期。北京首都机场国际和港澳台地区旅客吞吐量近年来增长平稳，自 2019 年 9 月大兴机场投入使用后，部分航司的航班陆续转场，首都机场国际+地区交通流量增速有所趋缓。2017-2019 年首都机场免税店合计产生营业收入分别为 43.11/73.89/85.89 亿元，日上中国实现收入 43.11/67.35/74.77 亿元，贡献 2.04/1.76/1.37 亿归母净利。疫情过后客流量将大幅回暖，首都机场和大兴机场将呈良性竞争态势，以“双枢纽”的模式带动北京地区的机场免税规模进一步增长。

图 59：浦东+虹桥机场旅客吞吐量及日上上海营收占比



资料来源：Wind、公司公告、上海市商务委、财信证券

图 60：首都+大兴机场旅客吞吐量及日上中国营收占比

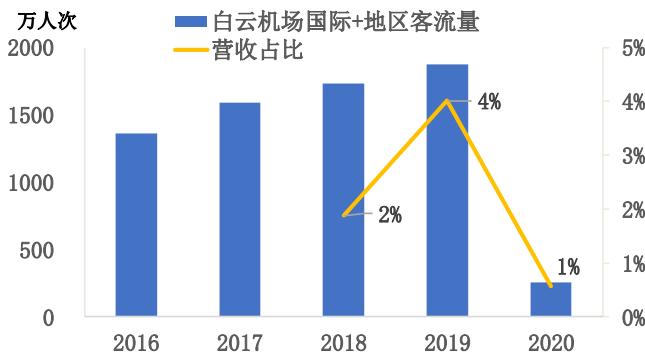


资料来源：Wind、公司公告、财信证券

独家运营广州机场免税店，潜力逐步释放。2017-2019 年白云机场国际+地区航线旅客吞吐量占客流总量比例在 20% 以上，但基于航站楼的设计原因以及区位因素影响，白云机场国际旅客吞吐量与北京、上海机场相比仍有较大差距。但随着 T2 航站楼启用，免税店面积得以扩增，同时门店布局和设计更加合理，2019 年白云机场免税店实现营收 19.22 亿，同比大幅增长 117.5%，未来有望持续快速增长。

香港机场开启国际化新阶段，中标议价能力较强的烟酒标段保证盈利空间。2017 年 4 月，公司下属中免—拉格代尔有限公司（公司持股 80%）获得了香港国际机场烟酒标段经营权。公司和拉格代尔分别在国产、进口烟酒品牌方面的较强议价能力，一定程度上支撑公司的盈利空间，在 2019 年一季度香港机场店已实现盈利，全年营业收入达 24.02 亿元，同比增长 14.54%，收入贡献比例为 5%；2020 年香港机场店、香港市内店均实现扭亏为盈。考虑到烟酒产品的毛利率较高，在经验成熟后香港机场的免税业务中能保证公司一定的盈利空间。

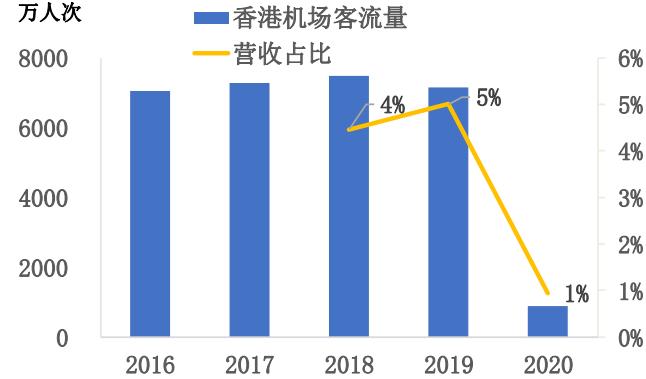
图 61：白云机场旅客吞吐量及营收占比



资料来源：Wind、公司公告、财信证券

*注：2020 年为估测值

图 62：香港机场吞吐量及营收占比



资料来源：Wind、公司公告、财信证券

*注：2020 年为估测值

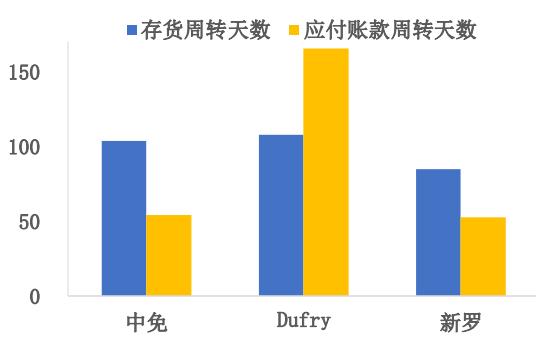
3.3 经营能力方面：供应链管理效率高，门店运营能力强

疫情期间，公司依靠自身强大的供应链管理，高效进行采购、快速调动仓储和物流以布局线上有税业务，拓宽了购物场景，成为新的业绩增长点。公司实行统一采购批发，也拥有全国唯一的免税物流配送体系，在 2020 年的特殊情况下，公司及时推出海南离岛补购业务，同时口岸免税也积极自救，日上上海和日上中国均推进线上直邮业务，打造了新零售生态，助力销售额逆势增长。其中，日上上海拥有在保税区运营的资质，可以较为便利地选择大贸模式开启线上有税直邮业务，日上中国在进行内部系统升级后，跨境电商系统得以优化，每日订单处理能力和物流能力都得到大幅提升。根据公司 2020 年年报显示，公司将重点做好海南物流中心项目建设，我们预计未来随着公司的供应链管理能力不断提升，公司成本下降的空间较大，竞争力将进一步增强。此外，从疫情前来看，2019 年公司的存货周转天数略低于 Dufry，应付账款周转天数略高于新罗，供应链管理能力在行业内较强。

公司门店运营能力强，拥有对大规模店铺的经营经验和/or 服务能力，能够积累丰富的

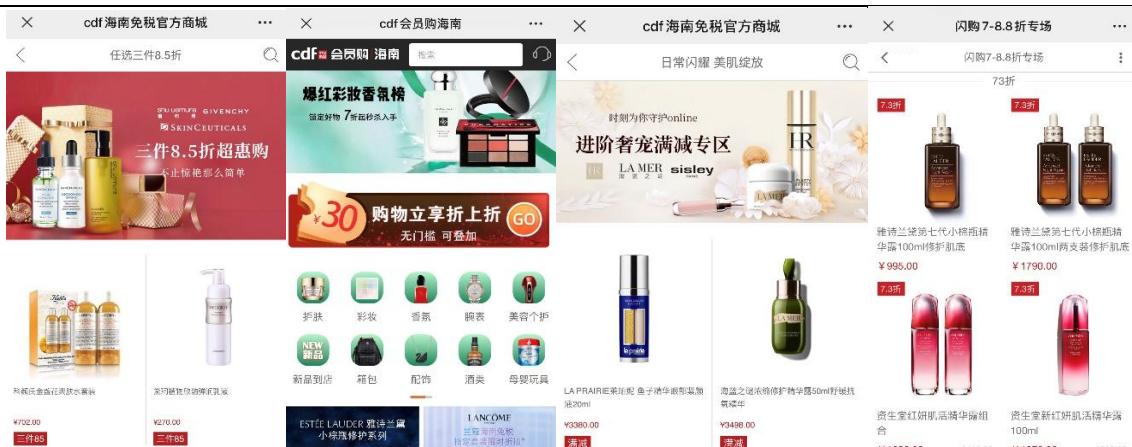
用户数据，更好地掌握用户画像和消费习惯，从而指导采购、店面设计、营销等。2020年赴海南旅游旅客流量较往年有所下降，对此公司加大线下促销折扣力度，同时线上离岛补购业务也相应地开展促销活动，增强消费者粘性。因此即使2020年三亚过夜旅客人数同比下降，但海南离岛购物金额却多达274.79亿元，同比增长103.67%，客单价也同比增长71%至6128.67元，公司积极采取营销措施，成功提高了顾客的购物转化率，公司门店运营能力较强。

图 63：2019 年三大免税运营商存货周转天数对比



资料来源：Wind、财信证券

图 65：三亚国际免税城及离岛补购促销活动详情



资料来源：三亚国际免税城、cdf 会员购海南、财信证券

4 未来展望：多元一体互补发展，全力吸引消费回流

4.1 离岛免税：短期看政策，中线看扩张，长线借鉴香港

4.1.1 短期利好因素：离岛免税政策升级+自贸港优惠政策

额度或将继续提高带动量价齐升，税率有望降低增厚业绩，公司短期内盈利成长确定性较高。一方面，自2020年7月1日起，海南离岛免税新政实施，明确国内居民离岛免税额度将从此前的3万/人·年提升至10万/人·年，取消单件商品8000元的限额，品类增加到45种，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，客单件得以提升。免税政策不断升级，居民离岛免税额度或将继续提升，品牌品类亦有较大扩容空间，由此带动海南离岛免税市场未来

客单价和游客数量或将持续增长，双重利好公司业绩。另一方面，海南自贸港政策提及实施优惠的企业所得税，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业，减按 15% 征收企业所得税。目前公司总部已经迁址海南，且 2020 年公司仅三亚国际免税城的业绩就占公司业绩的 48%，因此所得税优惠显著利好公司盈利水平。

图 66：海南离岛免税政策复盘

时间	政策内容	适用对象	购物限额	购物次数	可购品种及数量
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外量给予免进口税（含关税、进口环节增值税、消费税）的税收优惠。离岛不离境的旅客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。	离岛不离境的旅客	500元/人		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。	购物旅客的年龄限制由18周岁以上放宽至16周岁以上	8000元/人		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类热销品种的单次购物数量限制。				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
2016年2月1日	针对非岛内居民旅客，取消购物次数限制，并将非岛内居民游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。		16000元/人	非岛内居民旅客：不限次，岛内居民旅客：1次/年	
2017年1月15日	扩大至年满16岁铁路离岛旅客				
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。		30000元/人	非岛内居民旅客：不限次，岛内居民旅客：不限次	家用医疗器械部分子项增加；助听器、矫形固定器、视力训练仪等，各子项目可够2件
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。		100000元/人	离岛旅客（包括岛内居民旅客）不限购物次数，仅化妆品、手机、酒类商品设置单次购买数量限制	

资料来源：海关总署，财政部，海南省财政厅，财信证券

4.1.2 中期成长动力：免税牌照之外，规模是主要驱动力

免税牌照短期内相对可控，即使 5 年内岛内免税牌照突破，预计也将是错位竞争的格局。从目前公布的自贸港政策来看，暂时没有明确涉及海南离岛免税牌照调整，短期内相对可控。鉴于海关监管难度，且离岛免税与岛内免税有所不同，即便在免税牌照全面放开的悲观预期下，我们预计在 2025 年海南全面封关的关键时间点来临之前，海南岛内呈现的将是各方在不同区域内进行不同定位的有限竞争格局。具体来看，在外资方面，海南拟引入 Dufry，但据报道称 Dufry 将在海南西线儋州市的海花岛产业园区进行布局，与公司在海南三亚、海口的地理位置布局存在较大差异；在内资方面，三亚市政府与国药集团旗下的中服合作，在三亚打造以国药健康产品为特色的创新型离岛免税店，在业务定位上与公司有一定差别。

免税牌照优势固然重要，但放眼免税全球竞争格局来看，品牌、品类以及因规模优势带来的价格优势才是免税运营商竞争力的核心。全球免税行业经过多年发展，免税商在上游与品牌和渠道存在博弈压力，在下游面临终端消费者的全球比价行为，这些因素

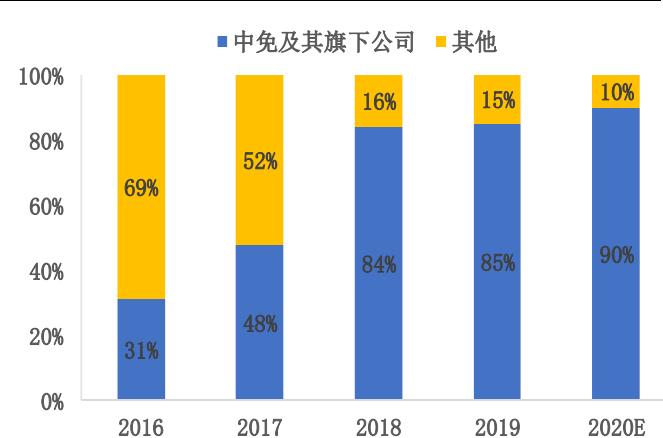
都反促免税商从牌照优势过渡到规模优势。从海外经验来看，2013-2016年韩国局部放开免税牌照，但如韩华、斗山等规模较小的运营商早已黯然退出免税市场。回看海南岛，公司收购51%海免股权后在海南免税市场已经充分占据规模优势，在疫情冲击下也已经拥有全球免税第一龙头的规模支撑，凭借规模效应带来的极强的成本优势有潜力体现在终端销售价格上，因此公司未来降价的想象空间最大，进一步增强其竞争力。

图 67：海南海花岛地理位置偏远



资料来源：百度地图、财信证券

图 68：2016-2020 年中免在国内免税市场的份额



资料来源：中商产业研究院、公司公告、公司官网、财信证券

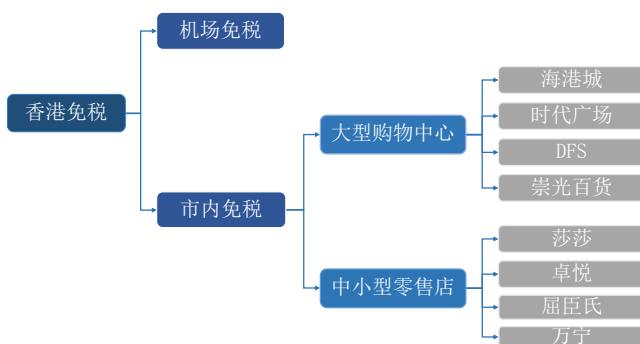
4.1.3 长期发展核心：参考香港旅游零售业的差异化经营

香港作为三税全免的全要素自由贸易港，旅游零售业务发展极好，此外背靠大陆市场的庞大客源以及通关便捷，香港已经成全球著名的免税购物圣地。香港的旅游零售业态包括以租金收入模式为主的海港城、时代广场等大型综合型购物中心，也包括自营+特许专柜授权模式为主的崇光百货等百货商城、还有以自采自营模式为主的DFS等国际知名免税店，以及莎莎、卓悦、屈臣氏、万宁等零售店。香港各类零售业态定位均有差异，共同造就了香港旅游零售业的盛景。

对公司离岛免税长期发展重点需要考虑的是，未来在全岛免税和离岛免税不兼容的情况下，免税牌照是否会在海南岛内全面放开，形成全岛完全竞争格局。在悲观预期下，假设海南未来与香港类似，我们预计在全岛免税格局形成之前，公司仍有一定时间进行规模扩张且继续强化运营能力。此外，对标香港来看，海南在未来或将与香港同中有异，即未来将形成以大型购物中心、中小型零售店等多元门店并存的格局，同时考虑到海南自贸港政策特点，全岛或将凭借离岛免税、岛内免税、跨境电商等多种业态模式共同推动海南免税市场发展。

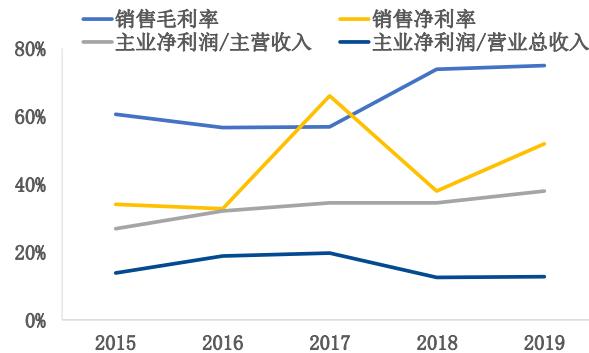
谨慎假设下，假定未来离岛免税政策在海南岛内全面放开，参考香港黄金时期中崇光百货的盈利能力，我们预计公司自有物业免税店的净利率水平和卡位优势，将长期支撑其拥有稳定的盈利能力。香港利福国际旗下崇光百货的业务以自营以及特许专柜授权为主，其主业净利润/主营收入在27-38%左右，若以主业净利润/营业总收入计算，则在12-20%之间，表现相对较好。公司全资拥有的三亚国际免税城以及在建的海口国际免税城均是自有物业，未来这两个门店租金折摊成本较为可控，参考利福国际净利率水平来看，我们预计公司旗下在三亚、海口两地的免税店净利率将在15-18%之间的水平。

图 69：香港免税业态分类



资料来源：搜狐、新浪、财信证券

图 70：黄金时期的利福国际盈利能力分析



资料来源：公司公告、财信证券

4.1.4 离岛免税空间测算

结合海南十四五规划、离岛新政、航班恢复情况、其余门店新开业分流等因素，我们对公司在海南的各离岛免税门店 2021-2023 年收入规模分别进行了预测。我们预计 2021 年中免系在海南离岛免税市场销售额在 552 亿元左右，其中三亚海棠湾国际免税城占比超过 7 成；2022 年离岛免税市场销售额在 846 亿元左右，2023 年销售在 986 亿元左右。

图 71：中免系在海南离岛业务营收预测

单位：亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
三亚国际免税城销售额	78	102	205	406	622	715
YOY	33%	30%	101%	98%	53%	15%
三亚凤凰机场店销售额				28	44	54
YOY					55%	23%
海口国际免税城销售额					40	65
YOY						64%
海口美兰机场店销售额	21	22	57	69	79	85
YOY	9%	-1%	157%	21%	15%	9%
海口日月广场店销售额		9	38	48	60	65
YOY			301%	26%	25%	8%
博鳌店免税店销售额	0.6	0.9	1.4	1.9	2.2	
YOY			50%	60%	30%	20%
中免系在海南岛免税店销售额合计	99	134	300	552	846	986
YOY	35%	124%	84%	53%	17%	

资料来源：公司公告、三亚市统计局、海口海关、财信证券 *注：各细分门店销售额为估测值

4.2 机场免税：租金有望冲回增厚业绩，全球通航后增量空间广阔

4.2.1 费用方面：上机新合同引领机场租金扣点理性化趋势

展望未来，扣点理性化趋势下，机场租金有望下调，机场店盈利能力或有转机。从政策指引来看，此前机场免税放开招标，竞争加剧，保底租金及扣点率大幅提升，但是后续发布的《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》及《口岸出境免税店管理暂行办法》，规定租金比例和提成水平的范围；叠加 2020 年离岛新政落地，竞争环境变化，机场店扣点水平或有可能更趋于理性化。

2020年，首都机场未收免税保底，白云机场按免税保底计入免税收入，而上海机场基于补充协议和实际客流量下调租金收入，我们预计2021年京广两地机场的保底租金有望下调。根据公司2020年年报，全年销售费用88.47亿元/-43.60%，其他应付款项本期期末数为59.22亿元/+176.74%，相比去2019年提高约37.82亿元，主要是计提尚未支付的经营场所租金增加所致。今年1月底，上海机场与公司签订补充协议，双方商议自2020年3月起机场租金由过往的下有保底上不封底转变为以客流量为基础的动态调整，调整后2020年公司应付租金11.56亿元，较此前合同约定的41.58亿元保底租金下降约30亿元。此外，2020年首都机场基于谨慎原则未计入免税保底额，白云机场则仍按免税保底计入收入，考虑到疫情冲击下公司对上游渠道商的博弈能力大幅提升，因此我们认为公司或与首都机场、白云机场可能就疫情后年度租赁费计算方案进行过谈判，2021年机场保底租金有望下调。

图 72：日上上海与上海机场新租金合同规则

情况1：当月实际国际客流<2019年月均实际国际客流x80%时，月实收费用按照月实际销售提成收取																																			
月实际销售提成 = 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数																																			
其中：	人均贡献	→	参照2019年人均贡献水平设定为135.28元																																
	月实际国际客流	→	以实际客流为准																																
	客流调节系数	→	按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比，从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数，具体系数未披露																																
	面积调节系数	→	按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时，面积调节系数为0，具体系数未披露																																
情况2：当月实际国际客流>2019年月均实际国际客流x80%时，月实收费用按照月保底销售提成收取																																			
月实际销售提成 = 当年保底销售提成 / 12																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th>年度</th><th>年实际国际客流 X (单位：万人次)</th><th>年保底销售提成 (单位：亿元)</th><th>当年保底销售提成按如下顺序确定，若当年实际国际客流X：</th></tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td><td>X≤4172</td><td>35.25</td><td>(1) 大于表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；</td></tr> <tr> <td>2020</td><td>4172 < X ≤ 4404</td><td>41.58</td><td>(2) 小于等于表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成；</td></tr> <tr> <td>2021</td><td>4404 < X ≤ 4636</td><td>45.59</td><td>(3) 2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成= 对应年度保底销售提成 × (1+24.11%)</td></tr> <tr> <td>2022</td><td>4636 < X ≤ 4868</td><td>62.88</td><td></td></tr> <tr> <td>2023</td><td>4868 < X ≤ 5100</td><td>68.59</td><td></td></tr> <tr> <td>2024</td><td>5100 < X ≤ 5360</td><td>74.64</td><td></td></tr> <tr> <td>2025</td><td>5360 < X</td><td>81.48</td><td></td></tr> </tbody> </table>				年度	年实际国际客流 X (单位：万人次)	年保底销售提成 (单位：亿元)	当年保底销售提成按如下顺序确定，若当年实际国际客流X：	2019	X≤4172	35.25	(1) 大于表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；	2020	4172 < X ≤ 4404	41.58	(2) 小于等于表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成；	2021	4404 < X ≤ 4636	45.59	(3) 2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成= 对应年度保底销售提成 × (1+24.11%)	2022	4636 < X ≤ 4868	62.88		2023	4868 < X ≤ 5100	68.59		2024	5100 < X ≤ 5360	74.64		2025	5360 < X	81.48	
年度	年实际国际客流 X (单位：万人次)	年保底销售提成 (单位：亿元)	当年保底销售提成按如下顺序确定，若当年实际国际客流X：																																
2019	X≤4172	35.25	(1) 大于表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；																																
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58	(2) 小于等于表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成；																																
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59	(3) 2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成= 对应年度保底销售提成 × (1+24.11%)																																
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88																																	
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59																																	
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64																																	
2025	5360 < X	81.48																																	

资料来源：上海机场《关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告》、财信证券

4.2.2 营收方面：疫情打开电商业务想象空间，疫后恢复看机场免税市场蓄能放量

公司未来有望依托规模采购、会员体系等优势，综合布局免税线上预订+回头购等电商业务，与线下免税协同发展。疫情之下公司积极布局电商业务，海南离岛补购业务+日上直邮业务（包括日上上海的大贸模式和日上中国的跨境电商）模式灵活，盈利可观。具体来看，收入方面，公司线上有税渠道产品的定价和线下免税基本一致，促销活动略有差别，相对其他渠道，显著的价格优势和正品保障使公司线上产品获得了消费者的青睐，收入体量可观；盈利能力方面，尽管线上渠道是完税业务，会产生额外的税收成本，但因不用缴纳较高的机场扣点租金，日上上海大贸模式和日上中国cdf跨境电商相对线下机场免税业务盈利能力显著提升，线上的补购模式净利率水平可观。因此我们预计未来在疫情影响完全退散之前，疫情催生机场免税业务衍生出来的线上补购业务将是提升机场免税业绩的最核心驱动力。

值得关注的是，现阶段各线上平台供货成本、结算方式均不同且各平台在市场上的流量也不同，公司短期内整合线上电商业务难度较大，但长期来看，公司在疫情期间电商业务的经验积累将强化其线上布局能力，做强电商业务将是水到渠成的事。一方面，倘若在政府支持下免税政策真正落地到 180 天离岛补购业务上，在现阶段补购业务的平均客单价在 3000 元左右的基础，结合较大的流量想象空间，海南离岛补购业务将会是公司电商业务的巨大增量来源；另一方面，考虑到公司自身机场免税渠道的拿货优势、优质会员体系、直采模式下品牌质量有保证等因素，且公司已在深圳设立新公司专营电商业务，未来公司有望积极整合线上平台，与相关部门、品牌商相互配合，在清关完税后完成电商业务的常态布局。

境外旅游恢复后，公司在机场布局的区位优势成为客流量回暖的最强驱动力，长期来看机场免税业绩弹性较大。根据国际航空运输协会(IATA)表示，在 2024 年前，国际旅行业务可能都无法恢复正常，但随着海外疫情形势缓和、国内外疫苗接种持续推进，出境旅游有望逐渐恢复。我们预计到 2024 年全球通航恢复正常时，国内北上广深四地机场的国际客流量超强潜力叠加公司届时的龙头规模效应，公司的机场免税业绩将迎来新增长。

图 73：跨境电商模式下不同品类综合税率测算

税种	香化品	酒
关税税率	0%	0%
增值税税率	13%	13%
消费税税率	15%	10%
跨境电商综合税率	23%	18%

资料来源：商务部、财信证券 *注：跨境电商综合税率=(增值税率+消费税率)/(1-消费税率) ×70%

图 74：机场免税 vs 线上业务盈利能力测算

项目	日上中国线下模式	日上中国跨境电商模式
成本	40%	40%
扣点率/综合税率	45.50%	23%
其余期间费用率	10%	10%
所得税率	25%	25%
净利率	3%	20%

资料来源：公司公告、财信证券

4.2.3 机场免税空间测算

结合全球航空通行的恢复度、人均免税销售额、线上业务增长等因素，我们对公司各大核心机场的免税门店 2020-2023 年收入规模分别进行了预测。我们预计 2021 年中免系的主要机场免税店销售额在 258 亿元左右，其中上海机场免税店占比超过 7 成；2021 年主要机场免税店销售额在 347 亿元左右，2023 年销售在 489 亿元左右。

图 75：中免系主要机场免税店业务营收预测

单位：亿元	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
上海机场免税店销售额	105	151	137	185	243	313
YOY	0%	44%	-9%	35%	32%	29%
北京机场免税店销售额	74	86	40	56	70	114
YOY		16%	-53%	40%	26%	62%
白云机场免税店销售额	9	19	3	6	15	28
YOY		123%	-85%	123%	128%	94%
香港机场免税店销售额	21	24	5	11	19	33
YOY		15%	-79%	117%	68%	77%
中免系主要机场免税店销售额合计	208	280	185	258	347	489
YOY		35%	-34%	40%	34%	41%

资料来源：中国民航局、公司公告、财信证券 *注：表中北京机场、白云机场、香港机场免税店销售额为估测值

4.3 市内免税：期待政策、客源、购物体验三者共同发力

4.3.1 以韩国为鉴：针对国人的市内店发展空间广阔

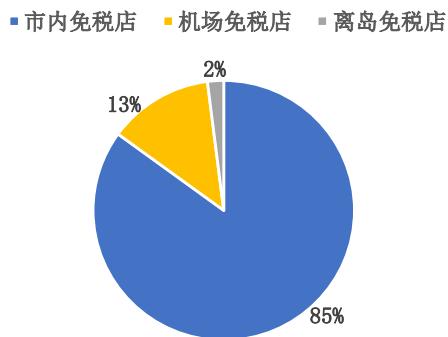
市内免税店占据韩国免税市场主导地位，形成特色渠道。从渠道上看，2019年韩国市内免税店、机场免税店和离岛免税店分别贡献85%/13%/2%的市场份额，市内免税份额占比最大，造就了韩国免税市场的独特生态。以韩国本国居民免税销售格局为参考，市内免税店占本国居民免税销售额的50%左右，由此可见针对国人的市内店发展空间广阔，且市内店凭借低租金和高客单价将成为免税业的新增长点。对于我国而言，市内店的目标是引回我国居民大体量的外流消费。从消费习惯角度考虑，归国人员在回国前通常会在海外有过购物行为，归国后消费需求较弱，相比之下即将离境的国人在出国前消费需求比较旺盛，因此未来我国市内免税店的发展大概率将重点针对离境国人的市内免税店，而非归国人员的免税店。

从政策角度出发，以韩国为参考，我国针对国人的市内离境免税店购物方式可能为出国前在店内选购买单，回国时在口岸提货。从客源角度出发，一方面，参考韩国居民出境人数来看客流量，根据韩国法务部公布的数据显示，自1988年起韩国居民出境人数由72.5万人次增长至2019年的2871.4万人次，CAGR为12.6%，不断提升的出境人数促进了韩国免税业的发展，回看国内未来在疫情消退全球通航恢复后，我国大体量的出境游客有望给市内免税店带来良好的客源基础；另一方面，我国市内免税店购物限额可参考离岛免税新政购物限制放宽的程度，未来我国市内免税店的客单价的增长空间广阔。从购物体验角度出发，韩国市内免税店较机场免税店产品齐全，价格更优惠，返点办理灵活方便，消费者在市内免税店可以选择普通返点和现金返点两种方式，且返点额度高吸引了大量客流，未来我国市内免税店亦可借鉴此模式，提升购物者的消费体验从而吸引国人消费回流。

公司未来有望整合母公司旗下的市内免税业务资源，从而获得针对国人的市内免税牌照，加大在市内免税赛道的竞争力度。由于为归国人员提供免税服务的中侨免税与公司隶属于同一母公司，且近年来公司和母公司为了解决同业竞争问题，进行过资产划转。

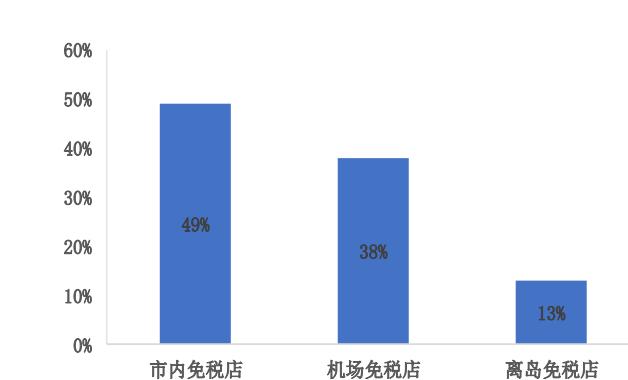
因此我们认为，未来公司有望积极整合母公司旗下免税业务资源，加快布局市内免税店。

图 76：市内免税为韩国免税最重要渠道



资料来源：中国产业信息网、财信证券

图 77：韩国国民免税购物以市内免税店为主



资料来源：中国产业信息网、财信证券

4.3.2 市内店空间测算

根据 2020 年中央到地方政府提出市内免税店服务国人应与境外人员并重，我们预计市内免税政策将于 2021、2022 年出台，届时将放宽购物以及面向人群限制。此外，我们预计公司在政策出台后将对市内店进行扩容，扩容之后京沪两地市内免税店销售额将有明显增长。基于以上关键假设，我们预计中免系主要市内店 2021 年销售额在 2.9 亿元左右，2022 年在 7.8 亿元左右，2023 年在 10.1 亿元左右。

图 78：中免旗下京沪市内免税店营收预测

单位：亿元	2020	2021E	2022E	2023E
上海市内免税店销售额	1.0	2.0	4.8	5.8
YOY		100%	140%	20%
北京市内免税店销售额	0.5	0.9	3.0	4.3
YOY		85%	224%	43%
京沪市内免税店销售额合计	1.5	2.9	7.8	10.1
		95%	167%	29%

资料来源：公司公告、财信证券 *注：表中 2020 年销售额均为估测值

5 盈利预测与投资建议

5.1 公司的边际驱动因素

从离岛渠道来看，离岛免税购物新政的效应、海南自贸港的落地以及海南建设国际旅游岛的目标，将促进离岛免税市场强力发展，公司在离岛免税市场的龙头地位难以撼动，在中短期内能尽享离岛免税市场的红利。此外离岛补购叠加今年邮寄提货方式的落地，也将提振公司中短期内的业绩；从机场渠道来看，疫情期间大力发展的线上直邮业务，月销售额已经超过线下峰值，将成为公司的利润新增长点，此外大牌精品进驻浦东机场免税店或成疫情恢复后机场免税的二次爆发点；从市内渠道来看，市内免税政策有望今年落地，包括放宽购物限制以及适用人群限制等，若相关政策能按预期放出，明后年在境外游逐渐恢复下，针对国人出境的市内免税店业务有望成为公司的业绩增长点。

5.2 2021-2023 年收入规模拆分

根据免税销售额=客流量*购物渗透率*客单价，我们得到 2021-2023 年公司各渠道主力免税店业务销售额的预测值，再根据 2021 年其他免税店收入占 7% 进行适当调整，得到 2021-2023 年公司的主营业务收入。另外，以 2021 年公司主营业务收入占总收入的 99% 为基础，在适当调整下算出公司 2021-2023 年营业总收入规模。

图 79：2021-2023 年收入规模预测（单位：亿元）

单位：亿元	2020	2021E	2022E	2023E
中免系在海南岛销售额	300	552	846	986
YOY	124%	84%	53%	17%
中免系主要机场免税店销售额	185	258	347	489
YOY	-34%	40%	34%	41%
京沪市内免税店销售额	2	3	8	10
YOY	95%	167%	29%	
中免主要免税店业务收入合计	487	813	1200	1485
YOY	18%	67%	48%	24%
中免主营收入合计	521	874	1290	1597
YOY	9%	68%	48%	24%
营业收入	526	883	1304	1613
YOY	10%	68%	48%	24%

资料来源：公司公告、财信证券预测

*注：2020 年部分渠道销售额为估测值

5.3 投资建议

在消费回流和免税政策改革的大趋势下，免税行业将进入行业高速发展期。今年是离岛免税政策红利快速释放期，现阶段疫情尚未稳定，海内外疫情差异将加速消费回流，同时疫情期间机场免税恢复速度较慢，中短期内公司业务的动力仍将来源于离岛免税以及线上业务。我们预计公司 2021-2023 年营业收入分别为 882.85/1303.57/1612.86 亿元，归母净利润分别为 121.31/173.13/208.26 亿元，EPS 分别为 6.21/8.87/10.67 元，净利润增速分别为 97.88%/42.89%/20.43%，归母净利润增速分别为 97.57%/42.72%/20.29%，当前市值对应业绩分别为 52x/36x/30xPE。消费回流大基调下的免税增量空间广阔，有序错位竞争下公司龙头地位难以撼动，且考虑到公司的离岛免税业务将持续迎来爆发式增长、机场免税业务尚有租金谈判空间、市内免税市场在政策放开后想象空间大，同时结合海外免税龙头 Dufry 在 2019 年 PE 估值在 67x 左右的水平，我们给予公司 2022 年 40-50xPE，合理区间为 354.80—443.50 元，首次覆盖给予公司“推荐”的评级。

6 风险提示

免税政策不及预期；免税牌照发放数量超预期、行业竞争加剧；线上直邮发展受阻；机场招标租金风险；汇率及宏观系统性风险；市场资金风格显著变化等。

财务预测摘要

利润表 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	47966	52597	88285	130357	161286	成长性					
减: 营业成本	24273	31221	48557	71696	88707	营业收入增长率	2.0%	9.7%	67.9%	47.7%	23.7%
营业税费	772	1083	2498	3859	4822	营业利润增长率	31.0%	36.4%	97.6%	42.7%	20.5%
销售费用	14904	8847	14849	22552	28870	净利润增长率	49.6%	32.6%	97.6%	42.7%	20.3%
管理费用(含研发)	1549	1637	2869	4236	5241	EBITDA 增长率	43.8%	36.6%	84.2%	43.0%	19.5%
财务费用	11	-545	0	0	0	EBIT 增长率	45.1%	37.7%	86.7%	43.6%	19.7%
加: 资产减值损失	-378	-909	-489	-792	-817	NOPLAT 增长率	34.7%	28.9%	109.1%	42.7%	20.5%
公允价值变动收益	-5	18	-9	-3	9	投资资本增长率	44.7%	0.4%	27.6%	45.3%	7.1%
投资收益及其他	1034	230	146	125	112	净资产增长率	20.0%	17.3%	41.2%	41.1%	34.9%
营业利润	7109	9694	19159	27344	32948	利润率					
加: 营业外净收支	52	-22	-20	3	-13	毛利率	49.4%	40.6%	45.0%	45.0%	45.0%
利润总额	7160	9672	19139	27347	32935	营业利润率	14.8%	18.4%	21.7%	21.0%	20.4%
减: 所得税	1746	2335	4644	6635	7991	净利润率	9.7%	11.7%	13.7%	13.3%	12.9%
归属净利润	4629	6140	12131	17313	20826	EBITDA/营业收入	16.9%	21.0%	23.1%	22.4%	21.6%
资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	EBIT/营业收入	16.3%	20.4%	22.7%	22.1%	21.4%
货币资金	11906	14706	23664	34610	51833	运营效率					
交易性金融资产	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	13	11	6	4	2
应收帐款	1676	994	3420	2880	4826	流动营业资本周转天数	13	12	10	17	21
应收票据	0	0	2	0	1	流动资产周转天数	157	182	155	158	178
预付帐款	381	256	527	469	566	应收帐款周转天数	10	9	9	9	9
存货	8060	14733	16998	30919	32629	存货周转天数	53	78	65	66	71
其他流动资产	223	283	393	300	325	总资产周转天数	216	248	197	184	198
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	投资资本周转天数	49	53	36	34	34
持有至到期投资	0	0	0	0	0	投资回报率					
长期股权投资	255	791	791	791	791	ROE	23.3%	27.5%	39.3%	40.5%	36.6%
投资性房地产	1385	1281	1281	1281	1281	ROA	17.6%	17.5%	26.4%	26.4%	25.2%
固定资产	1632	1591	1381	1172	963	ROIC	99.9%	89.0%	185.4%	207.3%	171.9%
在建工程	399	1233	1233	1233	1233	费用率					
无形资产	2504	2449	2343	2237	2131	销售费用率	31.1%	16.8%	16.8%	17.3%	17.9%
其他非流动资产	2266	3603	2849	2582	2541	管理费用率	3.2%	3.1%	3.2%	3.2%	3.2%
资产总额	30687	41919	54882	78475	99119	财务费用率	0.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	224	417	0	0	0	三费/营业收入	34.3%	18.9%	20.1%	20.5%	21.1%
应付帐款	5592	10229	13699	21990	23645	偿债能力					
应付票据	0	0	0	0	0	资产负债率	27.3%	37.5%	32.6%	33.5%	29.0%
其他流动负债	2145	5015	3899	4046	4865	负债权益比	37.5%	60.1%	48.5%	50.4%	40.8%
长期借款	0	0	0	0	0	流动比率	2.79	1.98	2.56	2.66	3.16
其他非流动负债	415	79	322	272	224	速动比率	1.78	1.04	1.59	1.47	2.02
负债总额	8377	15741	17919	26308	28734	利息保障倍数	730.46	-19.72			
少数股东权益	2421	3871	6117	9459	13486	分红指标					
股本	1952	1952	1952	1952	1952	DPS(元)	0.72	1.00	2.01	2.79	3.40
留存收益	17813	20680	28894	40755	54947	分红比率	30.4%	31.8%	32.3%	31.5%	31.9%
股东权益	22310	26179	36963	52167	70385	股息收益率	0.2%	0.3%	0.7%	0.9%	1.1%
现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	业绩和估值指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
归属净利润	5415	7337	12131	17313	20826	EPS(元)	2.37	3.14	6.21	8.87	10.67
加: 折旧和摊销	408	516	315	315	315	BVPS(元)	10.19	11.43	15.80	21.87	29.14
资产减值准备	383	909	0	0	0	PE(X)	135.10	101.85	51.55	36.12	30.03
公允价值变动损失	0	0	-9	-3	9	PB(X)	31.44	28.03	20.27	14.64	10.99
财务费用	-78	333	0	0	0	P/FCF	290.37	99.19	65.48	48.90	31.60
投资收益	-965	-16	-79	-26	-32	P/S	13.04	11.89	7.08	4.80	3.88
少数股东损益	786	1197	2364	3399	4118	EV/EBITDA	75.51	55.05	29.65	20.49	16.77
营运资金的变动	-2910	1631	-1735	-4563	-1314	CAGR(%)	56.4%	50.4%	54.4%	56.4%	50.4%
经营活动产生现金流量	2926	8202	12987	16436	23923	PEG	2.40	2.02	0.95	0.64	0.60
投资活动产生现金流量	-1099	-3814	88	29	23	ROIC/WACC	9.51	8.47	17.65	19.74	16.37
融资活动产生现金流量	-1646	-1383	-4118	-5519	-6723						

资料来源：贝格数据，财信证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。

本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438