

中国中免(601888)

点
评
报
告

行
业
公
司
研
究
—
旅
游
休
闲
行
业
—

证
券
研
究
报
告

免税龙头冲刺H股，拓展海内外布局

——中国中免港股IPO招股说明书解读

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

报告导读

2021年6月25日晚，中国中免向港交所递交上市申请书，公司计划发行H股股数不超过本次发行后公司总股本的8%（超额配售权行使前），并授予国际承销商不超过上述发行的H股股数15%的超额配售选择权。

投资要点

□ **经营情况：全球最大旅游零售商，国内市占率92.3%，规模与成长兼备**

中国免税行业的领军者，2020年起成为全球最大的旅游零售运营商。1) **国内：**公司是中国唯一一家覆盖全免税销售渠道（包括口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店）的零售运营商，拥有全国最多的免税店，经营194间店铺（大陆188间店铺覆盖超90个城市+港、澳、柬埔寨6家店铺），包括185家免税店和9家有税店，**2020年在国内免税市场的市占率达到92.3%，超过第二名企业30倍。**2) **全球：**根据弗若斯特沙利文的资料，按零售销售额计算，公司全球排名从2010年的第19名提升到2015年的第12名、并于2019年进一步升至第四，于2020年位列第一，**在全球旅游零售市场中占据22.6%的份额。**

占据国内核心免税渠道，规模与成长兼备。公司拥有多元化零售渠道，2016-2020年，商业贸易收入从93.8亿元增至520.7亿元，CAGR约53.5%。**1) 口岸渠道：**在中国及亚太地区，公司运营机场免税店60家，拥有2020年国际旅客吞吐量计前10大机场中的9个机场的免税专营权，覆盖北上广一线机场以及港澳机场，当年收入为197亿元/-36.5%，在大陆口岸免税市场中的份额为69.7%；此外，公司还运营陆地边境及其他口岸店66家，当年收入约为3亿元/-64%。**2) 离岛渠道：**2020年，中免实际控制三亚国际免税城、三亚凤凰机场免税店、海口日月广场店、美兰机场免税店、琼海博鳌免税店这5家离岛免税店以及4家免税体验店，零售面积合计约11万平方米，受益于新版海南离岛免税购物政策以及疫情下消费回流，当年取得收入299.6亿元/+126%，占公司收入的比重从27.6%提升至57.0%，在离岛免税市场中的份额为99.8%。**3) 市内渠道：**公司运营9家市内免税店，包括北上等5家大陆免税店以及4家海外市内免税店，2020年取得收入10.3亿元/+36%。**4) 其他渠道：**公司运营其他类型店铺54家（包括2间邮轮免税店、及2间机上免税店、41间外轮供应店和9间有税店），加上广告牌租金收入、来自海南投资物业的总租金收入以及来自外部客户的批发业务收入（约占商品贸易总收入的1%-4%），当年取得收入16.1亿元/-26%。

强直采能力构筑经营壁垒。经过多年耕耘，公司已建立起全球范围内超过370个供货商和近1000个品牌的直采渠道，商品组合超过20万个SKU，遥遥领先其他国内免税运营商。基于巨大规模优势，相较于国内其他免税运营商，品牌商往往愿意向公司提供更大的优惠和折扣，从而降低采购单位成本，同时在供货量、供货速度上亦拥有明显的比较优势，经营壁垒高筑。

香化品类收入占总收入的7成，免税收入中精品占比提升。2020年底，公司销售946个品牌，包括111个香化品牌、155个时尚品及配饰品牌、467个烟酒品牌和213个食品及其他品牌。2020年，在免税品销售上，香化、时尚品及配饰、烟酒、食品及其他销售额分别为180.3、108.3、26.9、8.1亿元，分别占比34.6%、

评级

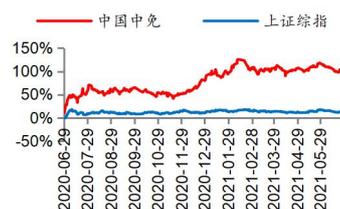
买入

上次评级 买入
当前价格 ¥296.70

单季度业绩

元/股

1Q/2021 1.46
4Q/2020 1.51
3Q/2020 1.14
2Q/2020 0.54



公司简介

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

相关报告

- 《2020年跃升全球第一，21Q1客流承压下利润率表现不俗》2021.04.22
- 《21Q1业绩预告点评：Q1归母净利润率15.7%，业绩符合预期》2021.04.14
- 《2020离岛免税完美收官，中免渠道、规模壁垒高筑》2021.01.06
- 《离岛免税政策红利释放，Q3利润表现符合预期》2020.10.28
- 《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

报告撰写人：李丹
联系人：李丹

20.8%、5.2%、1.6%，其中精品收入占比较 18 年提升 7.8pct；在有税品销售上，香化销售额约 186.4 亿元，占比 94.6%。合计来看，公司香化品类销售收入约 366.7 亿元，占总收入的 70.4%。

虽然离岛免税市场被打破垄断，但公司领先地位稳固。2020 年 12 月 30 日，中服三亚免税购物公园、三亚海旅免税城开业；2021 年 1 月 30 日，深免免税店与海发控全球精品免税城开业；截至 2021 年 6 月，海南有 5 家免税运营商运营 9 家离岛免税店。其中，中免旗下的三亚国际免税城一期是全球单体销售面积最大的免税店，销售面积超过 7 万平，共经营 673 个零售品牌；二期经营约 68 个零售品牌店铺；2020 年接待游客 650 万人次，实现收入 213.5 亿元，18-20 年 CAGR 约为 63%；2020 年国庆期间，日均接待游客 3 万人次，日均销售额超过 1.1 亿元，发展潜力较大。凭借母公司旅行社带来的客源优势、成本优势以及成熟的运营管理经验，公司在离岛免税市场的领导地位仍然稳固。

□ 发展计划：大力发展离岛免税业务，拓展传统渠道新店铺，提前布局市内免税，巩固领先地位

继续大力发展离岛免税业务，实行店铺扩张计划，维持海南市场份额。截至 2021 年 6 月，公司已公布在海南的两项建设计划，1) **海口国际免税城预计于 2022 年开业，并将进一步扩建：**该旅游零售综合体总投资额约 50 亿元，预计将于 2022 年 6 月投入使用，预计零售面积将达到 15 万平方米，投用后将取代三亚国际免税城成为全球最大的单体免税店，届时有望贡献可观增量，**公司预计将在开业后 1-2 年内达到盈亏平衡点，约 5 年达到投资回收点。**此外，公司计划进一步扩展，增设购物设施及一间酒店，预计建筑面积为 69.5 万平米。2) **三亚国际免税城扩建项目预计于 2023 年投用：**此外，公司计划进一步扩展三亚国际免税城，以开发免税购物加高级酒店的综合项目，其中，免税购物区自 2021 年 3 月开工建设，预计将 2023 年开始运营，估计总建筑面积为 7.7 万平方米；酒店建设工程预期将于 2021 年 12 月展开，并将于 2026 年竣工。

继续拓展国内传统渠道，2021 年预计开业 4 家口岸免税店。2020 年底，公司与约 90 家场所（主要包括机场、通勤枢纽）所有者分别签订了特许经营协议，协议完整期限一般为 5-10 年，当年底公司特许经营组合的平均剩余期限为 3 年以上。截至 2021 年 6 月，公司新取得宁波机场（252 平米）、义乌机场（150 平米）、济南机场（300 平米）、嘉兴港免税特许经营权，并预计于 2021 年开业，公司预计口岸免税店的盈亏平衡期约为 2-3 年，投资回收期约为 4-8 年。

提前布局市内免税店，静待政策开放，探索盈利增长机遇。2019 年，公司在北京、上海、厦门、青岛和大连复开 5 家市内免税店，营业面积合计为 3462 平米；同时，在海外运营着 4 家市内免税店。截至 2021 年 6 月，公司正在推动武汉、西安、广州、天津、成都、长沙、福州等市内免税店项目建设。待市内免税政策落地，我们认为购物限额及适用消费者范围有望放宽，基于母公司旗下港中旅集团拥有面向国人的市内免税牌照，我们认为，中免有望于市内免税赛道抢占先机，实现增量业务拓展，维持领先地位。

发展线上销售业务，未来将整合成统一平台。新冠疫情下，公司加快推出在线平台，启动 CDF 会员购等平台，不仅有助于弥补旅游限制导致传统线下业务的下跌，还在减省空间成本和提高盈利方面发挥正面效益。2021 年 2 月，公司完成了集中式 CRM 系统的部署，并将多个会员体系整合为一个综合的会员体系，会员可通过兑换积分用作抵现。2018-20 年，公司的注册会员总数分别为 40 万、120 万、1200 万，复合年增长率为 547.7%；截至 2021 年 6 月，公司注册会员已超过 1350 万名，客源优势明显。公司计划将在在线平台进行整合，未来实行统一运营。

积极拓展海外市场。截至 2021 年 6 月，公司在海外经营 6 家店铺，包括柬埔寨 3 家市内免税店、香港 1 家机场免税店和 1 家市内免税店、澳门 1 家机场免税店。此外，公司将在澳门上葡京独家开设一间旗舰免税店，零售面积约 8000 平米，预计于 2021 年底开业，公司预计在开业后 3 年内达到盈亏平衡点、约 5 年达到投资回收点。根据招股说明书，公司计划抢抓粤港澳大湾区发展的庞大机遇，深耕港澳网络，依托在港澳机场的现有店铺，积极发展市内零售业务。

□ 港股 IPO 融资目的：拓展海外、巩固国内渠道，完善产业链上下游布局

根据公司 H 股招股说明书，融资所得款项主要用于以下用途：

一是拓展海外渠道。1) 开设海外市内免税店：扩大香港及澳门市内免税店，在大型交通枢纽及市中心等地区（尤其是亚洲热门旅游目的地）开设海外市内免税店；2) 寻求获得亚洲机场免税特许经营权并开设免税门店；3) 扩展邮轮免税店，特别是针对中国旅客推出的新型邮轮；4) 聚焦中国游客常去热门旅游目的地，并寻求收购当地免税运营商。

二是巩固国内渠道。1) 投资主要机场的免税店：具体包括在主要机场发展新店（尤其是在翻新、采购及运营方面），重续机场门店特许经营权；2) 投资陆路边境、火车站、跨境汽车站及港口的口岸免税店；3) 投资有税旅游零售项目，包括机场及其他主要交通枢纽的有税店；4) 投资离岛免税店及市内免税店，包括获得特许经营权、翻新、采购及运营；5) 寻求收购国内旅游零售运营商。

三是促进产业链延伸。1) 发展海口国际免税城及其后续扩建，包括建设更多购物设施及酒店，其中海口国际免税城预计 2022 年运营，扩建工程总建筑面积预计 69.5 万平方米，预计 2026 年竣工；2) 进一步扩建三亚国际免税城，包括开发免税购物设施以及酒店，其中免税购物设施预计将于 2023 年开始运营，估计建筑面积为 7.7 万平方米；酒店的估计建筑面积为 9.6 万平方米，预计 2026 年竣工。

四是改善供应链效率。1) 开发深圳前海物流中心，以支持香港物流中心，降低成本，提高效率。2) 开发海口物流中心，以支持海南离岛免税业务的快速发展，其中，I 期物流中心自 2020 年起开工建设，预计于 2022 年开始运营，估计建筑面积为 6 万平方米；II 期物流中心预计于 2021 年开工建设，并预计于 2023 年竣工，估计建筑面积为 4.3 万平方米。3) 升级现有供应链，具体包括物流中心智能化改造及人员招聘与培训。

五是巩固上游采购体系。1) 优化海外商品采购组合，与供应商共同开发适合当地特色的商品及联名商品，并与更多供应商建立战略关系；2) 通过直接与上游品牌合作或投资并购等方式，加强在整个免税供应链的话语权和影响力。

六是升级信息技术系统。1) 整合在线和线下业务平台、开发智能商品采购与管理系统以及完善综合会员管理系统，升级信息技术系统；2) 招聘及培训信息技术人才。

七是市场推广和完善会员体系，1) 广告及品牌推广及推广活动，并招聘及加强市场推广团队；2) 会员体系建设，吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益。

□ 盈利预测及估值

2020 年，公司成为全球销售规模最大的旅游零售商。在疫情消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，公司凭借明显的领先优势，有望实现业绩高增。此次融资将能为公司布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。发行 H 股虽对短期业绩有一定摊薄影响，但是从公司中长期成长空间来看，影响相对可控。我们预计中免 2021-2023 年归母净利润分别为 120.7、155.8、190.6 亿元，不考虑摊薄影响下，EPS 分别为 6.18、7.98、9.76 元/股，给予 22 年 45 倍，对应目标市值为 7011 亿元，折现到 21 年，对应目标股价为 332.54 元/股，维持“买入”评级。

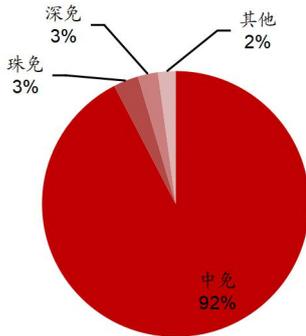
□ 风险提示

需求不及预期，政策不及预期，离岛免税销售额不及预期，汇率风险，行业竞争加剧，海口国际免税城投资回报不及预期等。

财务摘要

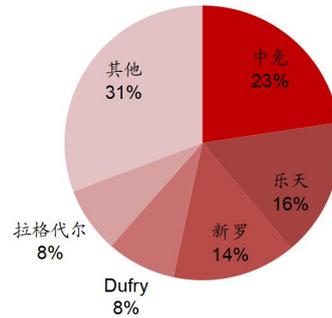
(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	52597	78002	113634	155244
(+/-)	10%	48%	46%	37%
净利润	6140	12066	15579	19062
(+/-)	14%	97%	29%	22%
每股收益(元)	3.14	6.18	7.98	9.76
P/E	94.97	48.33	37.43	30.59

图 1: 2020 年中免在国内免税市场的份额为 92%



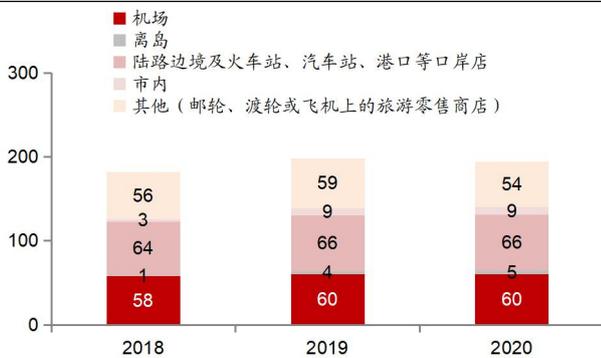
资料来源: 中免招股说明书, 浙商证券研究所

图 2: 2020 年中免在全球旅游零售市场的份额为 22.6%



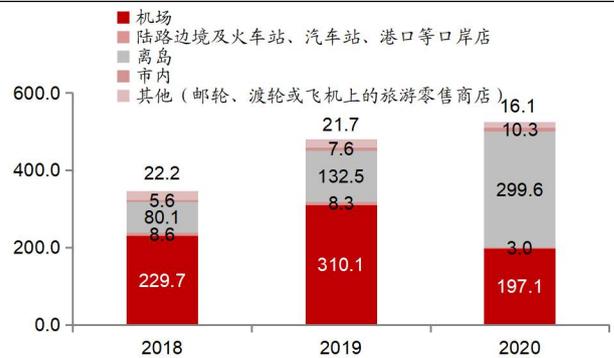
资料来源: 中免招股说明书, 浙商证券研究所

图 3: 中免各类别店铺的数量(家)



资料来源: 中免招股说明书, 浙商证券研究所

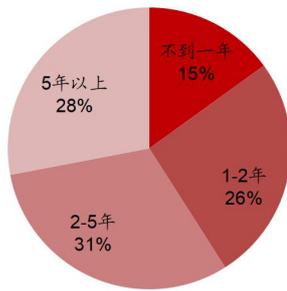
图 4: 中免各类渠道销售额(亿元)



资料来源: 中免招股说明书, 浙商证券研究所;

注: 其他渠道不含离岛免税店; 离岛渠道包括免税店、旅游零售综合体。

图 5：2020 年底中免特许权组合的剩余使用寿命分析



资料来源：中免招股说明书，浙商证券研究所

图 6：中免免税商品销售结构（亿元）



资料来源：中免招股说明书，浙商证券研究所；

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	30971	45114	69965	100556	营业收入	52597	78002	113634	155244
现金	14706	27991	42004	61767	营业成本	31221	42270	64654	90063
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	1083	1319	2030	2701
应收账款	129	641	299	(937)	营业费用	8847	12909	18806	26392
其它应收款	865	1216	1905	2525	管理费用	1637	2504	3704	5589
预付账款	256	692	867	1140	研发费用	0	0	0	0
存货	14733	14371	24653	35820	财务费用	(545)	(302)	(509)	(762)
其他	283	204	237	241	资产减值损失	891	398	532	1382
非流动资产	10948	10493	11498	12551	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	16	16	16	16
长期投资	791	443	496	577	其他经营收益	214	107	130	150
固定资产	1591	1843	1913	2070	营业利润	9694	19027	24562	30045
无形资产	2449	2808	3273	3493	营业外收支	(22)	(22)	(22)	(22)
在建工程	1233	1232	1174	1306	利润总额	9672	19005	24539	30023
其他	4884	4167	4642	5105	所得税	2335	4588	5926	7249
资产总计	41919	55607	81462	113107	净利润	7337	14417	18613	22774
流动负债	15661	14690	21981	30900	少数股东损益	1197	2351	3034	3712
短期借款	417	310	317	348	归属母公司净利润	6140	12066	15579	19062
应付款项	4327	5470	8917	12186	EBITDA	9988	19052	24414	29672
预收账款	6	440	300	434	EPS (最新摊薄)	3.14	6.18	7.98	9.76
其他	10911	8470	12447	17932	主要财务比率				
非流动负债	79	322	272	224		2020	2021E	2022E	2023E
长期借款	0	0	0	0	成长能力				
其他	79	322	272	224	营业收入	10%	48%	46%	37%
负债合计	15741	15012	22254	31124	营业利润	23%	96%	29%	22%
少数股东权益	3871	6223	9256	12969	归属母公司净利润	14%	97%	29%	22%
归属母公司股东权益	22308	34373	49952	69014	获利能力				
负债和股东权益	41919	55607	81462	113107	毛利率	41%	46%	43%	42%
					净利率	14%	18%	16%	15%
					ROE	25%	36%	31%	27%
					ROIC	32%	41%	36%	32%
					偿债能力				
					资产负债率	38%	27%	27%	28%
					净负债比率	3%	2%	1%	1%
					流动比率	1.98	3.07	3.18	3.25
					速动比率	1.04	2.09	2.06	2.10
					营运能力				
					总资产周转率	1.45	1.60	1.66	1.60
					应收帐款周转率	113.26	133.65	100.23	119.24
					应付帐款周转率	7.94	8.63	8.99	8.54
					每股指标(元)				
					每股收益	3.14	6.18	7.98	9.76
					每股经营现金	4.20	6.85	7.50	10.19
					每股净资产	11.43	17.60	25.58	35.35
					估值比率				
					P/E	94.97	48.33	37.43	30.59
					P/B	26.14	16.96	11.67	8.45
					EV/EBITDA	54.17	29.48	22.56	18.02

现金流量表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8202	13383	14649	19886
净利润	7337	14417	18613	22774
折旧摊销	516	350	384	410
财务费用	(545)	(302)	(509)	(762)
投资损失	(16)	(16)	(16)	(16)
营运资金变动	7888	(2248)	6163	7789
其它	(6977)	1182	(9986)	(10309)
投资活动现金流	(3814)	(304)	(1142)	(920)
资本支出	(793)	(361)	(140)	(431)
长期投资	(432)	667	(300)	(22)
其他	(2589)	(609)	(701)	(466)
筹资活动现金流	(1383)	206	505	796
短期借款	193	(107)	7	31
长期借款	0	0	0	0
其他	(1576)	313	498	765
现金净增加额	3005	13285	14013	19763

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>