

# 中国中免招股书 增量要点

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

## 重点概要

- **旅游零售业疫情复苏节奏的判断：**2021/22年全球恢复至19年的53%/110%、亚洲恢复至19年的83%/123%、中国恢复至19年的102%/169%——口岸恢复至19年的19%/101%、离岛同比增长77%/22%。
- **中国市场空间的预期：**2021年旅游零售业+52%至931亿元（免税539+有税392），免税中口岸/离岛/分别65/461亿元、最大增量来自离岛增长；2022年旅游零售业+65%至1540亿元（免税944+有税596），免税中口岸/离岛/分别345/564亿元、最大增量来自口岸复苏；2022-25年旅游零售业CAGR+22%至2770亿元（免税1817+有税953），免税中口岸/离岛/市内/其他分别CAGR+28%/22%/62%/20%至720/1002/59/36亿元。
- **收入拆分：**1) 分渠道看，2020年口岸/离岛/市内/其他收入分别同比增长-37%/126%/36%/-26%至200/300/10/16亿元，占比分别为38%/57%/2%/3%；2) 分品类看，2020年免税/有税品收入分别同比增长-30%/1613%至324/197亿元，占比分别为61.5%/37.5%，免税品中香化/时尚品及配饰/烟酒/食品及其他收入分别同比增长-39%/86%/-74%/3%至180/108/27/8亿元，占比分别为56%/33%/8%/2%。
- **竞争优势：**1) 全球最大：20年全球市场份额23%、现在零售网点194个（口岸126离岛5）；2) 渠道资源：离岛占据核心渠道，海棠湾7万m<sup>2</sup>、新海港15万m<sup>2</sup>；口岸有前10大机场中的9个；3) 运营和采购能力（核心壁垒），净利率13.5%全球最高，集中直采入驻品牌近1000个+SKU超20万个、前五大供应商合作3-21年、有180个平均从业11年的买手支持；4) 供应链和客户体验：7个+海口新物流中心，2021年2月完成集中式CRM系统的部署、截至目前会员数达1350万。
- **战略规划：**1) 大力发展离岛免税，拓展国内传统渠道；2) 抢先开设市内免税店、拓建旅游零售综合体（市内免税店所在的重点城市），开拓海外渠道（大湾区/一带一路、非直营）；3) 利用资本运作，深化上游供应链和国内外市场优势；4) 加强核心能力建设、吸引并保留高素质的战略人才。
- **风险提示：**1) 现行免税政策和法规（或其诠释）的不利变动、2) 特许经营权的丧失可能、3) 中国免税行业的准入门槛近年有所降低、4) 运营所在国家的税收可能会出现变化、5) 销售的季节性、6) 供应商的集中。



## 01 行业分析

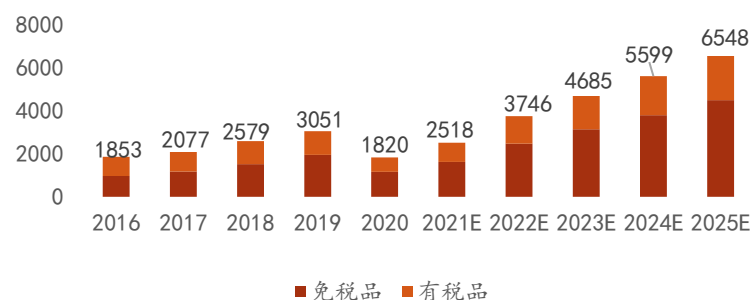
## 1.1. 全球旅游零售市场：稳定增长、集中度高，中免为TOP1

- **全球市场规模：**2016-19年复合增长11%至5991亿元、2020年受疫情影响同比下降62%，假设直到2022年初疫情得到控制，预计2021/22年同比恢复至2019年的53%/110%、2022-25年复合增长11%至8990亿元。
- **全球分结构看：**免税品/有税品市场2016-19年复合增长14.4%/6.7%至3577/2414亿元（占比60%/40%）、预计2022-25年复合增长11.8%/9.4%至5724/3267亿元（占比64%/36%）。
- **亚洲市场规模：**2016-19年复合增长18%至3051亿元（占全球51%）、20年同比下降40%，预计21/22年同比恢复至19年的83%/123%、22-25年复合增长21%至6548亿元（占全球73%）。
- **亚洲分结构看：**免税品/有税品市场2016-19年复合增长26.6%/7.3%至1943/1108亿元（占比64%/36%）、预计22-25年复合增长22.1%/17.1%至4488/2060亿元（占比69%/31%）。
- **全球TOP1：**2020年全球CR5为69%，中国中免以521亿元销售额和22.6%市占率位列TOP1（2010/15/19年分别第19/12/4名）。

图：全球旅游零售市场规模（亿元）



图：亚洲旅游零售市场规模（亿元）



资料来源：公司招股书，华西证券研究所

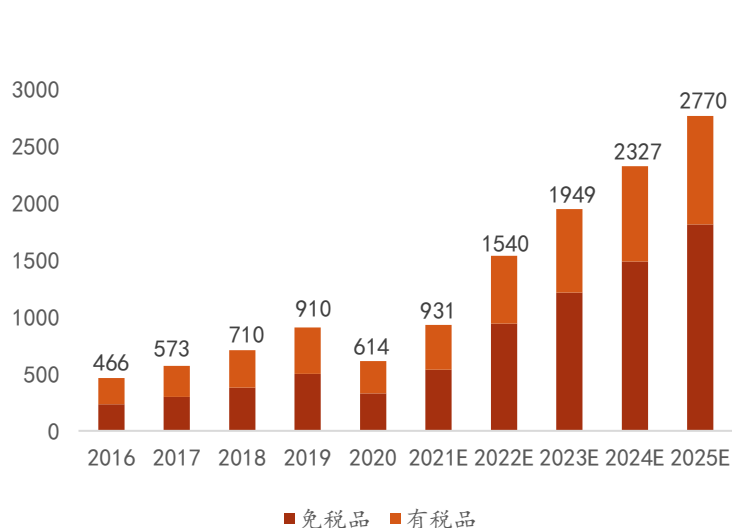
资料来源：公司招股书，华西证券研究所

	成立时间	总部地址	2020年销售额	2020年市占率	运营情况
中国中免	1984	中国北京	521亿元	22.6%	目前于国内外经营194间店铺
乐天	1980	韩国首尔	375亿元	16.3%	目前于7个国家经营20家门店、核心在韩国
新罗	1986	韩国首尔	333亿元	14.5%	目前于韩国运营3家免税品奥特莱斯
Dufry	1948	瑞士巴塞尔	187亿元	8.1%	目前于六大洲的64个国家设有旅游零售店
拉格代尔	1965	法国巴黎	179亿元	7.8%	目前于欧洲的34个国家设有旅游零售店

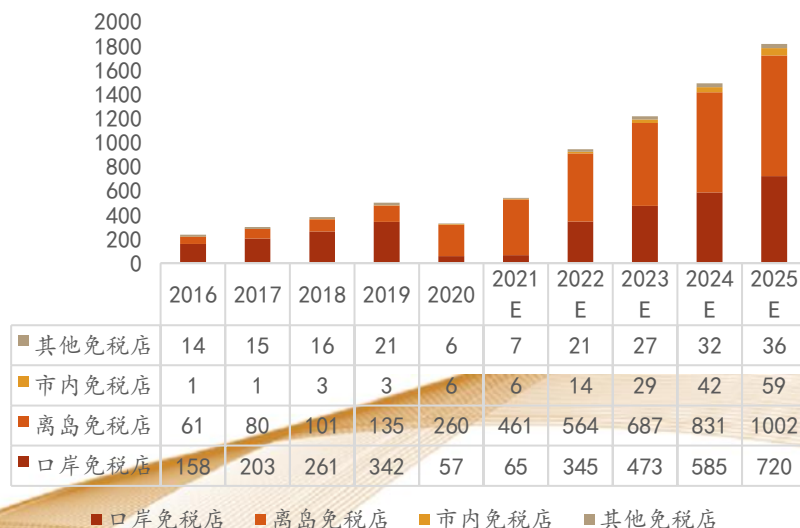
## 1.2. 中国旅游零售市场规模：预计2022-25年CAGR22%至2770亿元

- **中国市场规模：**2016-19年复合增长25%至910亿元、2020年受疫情影响同比下降33%，假设直到2022年初疫情得到控制，预计2021/22年同比恢复至2019年的102%/169%达931/1540亿元、2022-25年复合增长22%至2770亿元。
- **中国分结构看：**免税品/有税品市场2016-19年复合增长28.8%/20.9%至501/409亿元（占比55%/45%）、预计2022-25年复合增长24.4%/17.0%至1817/953亿元（占比66%/34%）。
- **免税品分渠道：**1) 口岸：2016-19年复合增长29%至342亿元，预计21/22年同比恢复至19年的19%/101%、22-25年复合增长28%至720亿元。2) 离岛：2016-19年复合增长31%至135亿元、20年同比增长93%至260亿元，预计21/22年同比增长77%/22%至461/564亿元、22-25年复合增长21%至1002亿元。3) 市内：2016-19年复合增长65%至3亿元，预计22-25年复合增长62%至59亿元。4) 其他：2016-19年复合增长12%至21亿元，预计22-25年复合增长20%至36亿元。

图：中国旅游零售市场规模（亿元）



图：中国大陆免税品市场规模（亿元）



### 1.3. 中国旅游零售市场增长动力

- 经济、人均收入、旅游业增长：十四五国内大循环、人均收入从3万到5万元、旅游业国际及国内复苏
- 有利的人口基数：总人口数增长、20-59岁主力贡献人口增长
- 有利的政府政策：1) 离岛免税政策不断完善（2020.7新政）、2) 市内免税政策也将完善（将设更多市内免税店并有地方政府土地和融资支持）
- 消费升级、消费模式的转变：1) 转向优质、2) 转向国内、3) Y/Z世代贡献增加、4) 新零售贡献增加

### 1.4. 中国免税市场竞争格局

- **中国TOP1**：2020年中国CR5为99.9%，中国中免以304亿元免税销售额和92.3%市占率位列TOP1。
- 行业进入壁垒：经营资质、行业经验、供应商资源，目前10家有免税品经营资质、6家有口岸免税店经营资质
- 公司竞争优势：先发优势、采购优势、渠道优势、规模优势，唯一具有免税品全渠道经营资质的主体
- **离岛/口岸TOP1**：2020年中国中免以99.8%/69.7%市占率位列离岛/口岸TOP1、分别经营3/124家免税店。

	成立时间	总部地址	2020年免税销售额	2020年市占率	运营情况
中国中免	1984	北京	304亿元	92.3%	于国内外经营194间店铺
珠免	1987	珠海	10亿元	3.0%	主要于珠海及天津运营口岸免税店
深免	1980	深圳	8亿元	2.4%	主要于深圳运营口岸免税店且有口岸+离岛免税店经营资质
中出服	1983	北京	7亿元	2.0%	有口岸+离岛+市内免税店经营资质
	1995	北京	1亿元	0.2%	主要运营机上免税店



## 02 公司分析





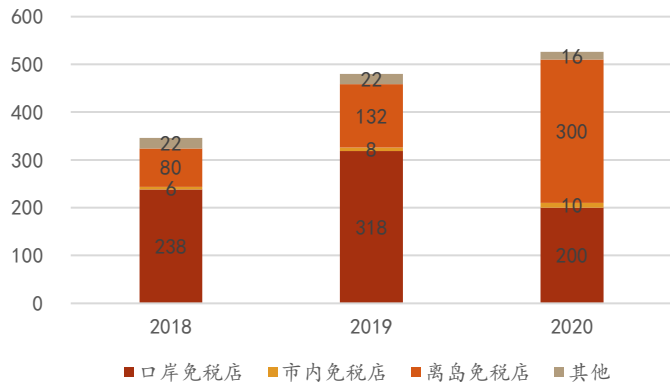
## 2.2. 优势及战略

- 全球最大的旅游零售运营商，兼具规模与成长性：20年市场份额23%、现在零售网点194个
  - 中国最完整的免税零售渠道和最优质的市场资源，以及强大的并购整合能力：1) 离岛：占据核心渠道，三亚海棠湾7万m<sup>2</sup>、预计海口新海港15万m<sup>2</sup>；2) 口岸：拥有前10大机场中的9个；3) 海外：港澳东。
  - 运营和采购能力卓越（视其为重要的核心壁垒），品牌和品类优势显著：1) 运营：直营数字化提效，净利率13.5%全球最高；2) 采购：集中直采，享更大优惠、更高爆品满足率及更全入驻品牌资源，入驻品牌近1000个+SKU超20万个、前五大供应商合作3-21年、有180个平均从业11年的买手支持。
  - 强大的供应链和优质的客户体验：1) 供应链：唯一覆盖全国的免税物流配送体系，7个+海口新物流中心。2) 客户体验：2021年2月完成集中式CRM系统的部署、整合成统一的综合会员体系，2018-20年会员数CAGR548%、截至目前达1350万。
  - 积极探索旅游零售新模式以持续提升竞争力：1) 线上平台：cdf会员购等；2) 旅游零售综合体：三亚和海口新综合体。
  - 强大的股东支持、经验丰富的管理层和优秀的人才队伍：1) 股东：中国旅游集团是中国最大的旅游行业央企；2) 管理层：在旅游零售行业平均拥有约20年经验；3) 人才队伍：合适的、市场化的招考体系。
- 
- 持续筑高现有业务的竞争壁垒，巩固行业领导地位：1) 大力发展离岛免税、2) 拓展国内传统渠道
  - 积极拓展增量业务机会，探索更多盈利增长机遇：1) 抢先开设市内免税店、2) 拓展建设以免税业务为核心的旅游零售综合体（市内免税店所在的重点城市）、3) 开拓海外渠道（大湾区/一带一路、非直营）
  - 利用资本运作，深化上游供应链和国内外市场的竞争优势：1) 上游供应链、2) 国内及海外市场
  - 进一步加强核心能力建设，为我们的持续发展提供动力：运营管理、采购、物流配送、信息管理及数字化、市场营销等核心能力建设
  - 吸引并保留高素质的战略人才，保障企业人力资源

## 2.3. 收入拆分

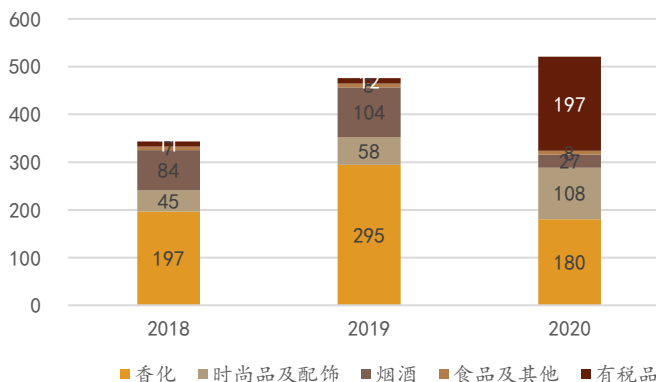
- **免税店类型：**截至2020年底共194家，其中口岸126、离岛5、市内9、其他54家。
- **分渠道收入：**2020年，口岸/离岛/市内/其他收入分别同比增长-37%/126%/36%/-26%至200/300/10/16亿元，占比分别为38%/57%/2%/3%。
- **分品类收入：**2020年，免税/有税品收入分别同比增长-30%/1613%至324/197亿元，占比分别为61.5%/37.5%，免税品中香化/时尚品及配饰/烟酒/食品及其他收入分别同比增长-39%/86%/-74%/3%至180/108/27/8亿元，占比分别为56%/33%/8%/2%。
- **批发业务：**2018-2020年向46/42/39家免税运营商提供免税商品、收入分别13.6/14.7/5.0亿元。

图：2018-2020年按渠道划分总营收（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图：2018-2020年按品类划分总营收（亿元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

## 2.4. 业务经营

- **数字战略：**1) 线上平台：20年2月开始、离岛180日内可用；2) 预购服务：至20年底12间门店可用，18-20年预购交易额10/24/53亿元；3) 会员体系：21年2月完成集中式CRM系统的部署；4) 大数据及AI。
- **门店运营管理：**总部决策/制定整体销售目标、门店标准化经营/分配具体销售目标、提升客户体验
- **采购、仓储和运输：**1) 采购：集中直采，2018-20年国内商品占11%/11%/5.9%、商品交货周期一般1-3个月/季节性时尚商品6个月；2) 报关：聘请第三方；3) 仓库及物流：7+海口新建，商品交付周期3-4天；4) 存货管理：2018-20年存货周转天数60/113/135天。
- **营销与推广：**81名专职营销人员，1) 市场策略：会员/海南一体化/线上营销；2) 推广活动：旺季公司范围的促销，特定商品或门店的营销，与合作伙伴和第三方的合作营销；3) 媒体营销：联合品牌直播。
- **会员体系：**五级包括普通/银卡/金卡/铂金/钻石会员即三年内消费满-/0.5/1/5/10万元，可享积分优惠。
- **客户集中度：**任一客户收入占比均低于5%；
- **供应商集中度：**TOP1/2/3/5均为品牌商、占27%/12%/7%/5%，TOP4为机场、占6.5%；
- **雇员安排与管理：**目前有14217人、销售/管理/其他占51%/7%/42%，2018年推出管培生计划、2019年推出线上培训平台「中国免税学院」、2020年建立工会

## 2.4. 店铺扩张

- **旅游零售综合体：2022年新增海口，可吸引更广泛的客群、大幅削减租金**

	投资额 (亿元)	建筑面积 (万m <sup>2</sup> )	开业时间	品牌和品类覆盖
三亚一期	30	12	2014年9月	673个零售品牌、27个免税品类
三亚二期	13	6.5	2020年1月	68个品牌店铺、其中20个以上在海南首开
三亚免税购物+高端酒店		7.65+9.6	免税/酒店预计2021年1/12月开工，2023/2026年开业	
海口	50	销售面积15	2019年8月开工，2022年开业	
海口购物+酒店		69.5		

- **免税店：2021年新增5个，4个口岸及1个市内**

	销售面积 (m <sup>2</sup> )	开业时间
宁波机场	252	2021年
义乌机场	150	2021年
济南机场	300	2021年
嘉兴港	-	2021年
澳门市内店	8000	2021年

- **盈亏平衡和投资回收期：离岛更优**

	盈亏平衡期	投资回收期
口岸免税店	2-3年	4-8年
离岛免税店		
—综合体	2年	5年
—其他免税店	2年	5-6年

- **口岸特许经营合同期限：平均3年+**

1年以内	15%
1-2年	26%
2-5年	31%
5年以上	28%



## 03 公司所述风险提示

### 3. 风险提示

**（一）现行免税政策和法规（或其诠释）的不利变动：**1) 离岛：2025年海南一经成为自由贸易港后，将存在免税政策相关不确定因素；2) 市内：我们及我们的竞争对手进一步开发市内免税店可能加剧市内免税店与其他类型的免税店之间的竞争，尤其是邻近新开设市内免税店的口岸免税店。

**（二）特许经营权的丧失可能，最低租金要求下客流不及预期的风险，竞争导致特许经营权获取成本加大的风险。**

**（三）中国免税行业的准入门槛近年有所降低：**其他竞争对手已公布正在申请中国免税执照。此外，其他领先的全球旅游零售营运商日后可能进入中国免税市场。

**（四）运营所在国家的税收可能会出现变化：**可能由于进口关税、消费税及增值税进一步降低而使我们将市场份额转移给传统有税零售商。

**（五）销售的季节性：**我们10月至2月期间收入通常较高，比较某年不同期间的经营业绩作为表现指标未必有意义，且不应以此作为日后表现指标。

**（六）供应商的集中：**于2020年向我们最大供应商的采购占我们同年总采购约27.0%，因此，我们的供应商可能提升议价力及我们或须接受不太有利的购买条款。

### 分析师简介

唐爽爽：中国人民大学经济学硕士、学士，11年研究经验，曾任职于中金公司、光大证券等，曾获得2014-2015年纺织服装行业新财富第1名团队。

何富丽：对外经济贸易大学管理学硕士、学士，CPA，3年研究经验，曾任职于国盛证券。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区阜成门外大街22号外经贸大厦9层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

# 免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。