

公司点评
中国中免 (601888)
休闲服务 | 旅游综合
提交港股上市申请, 推进全球化布局进程

2021年06月28日

评级 推荐

评级变动 维持

合理区间 354.80-443.50 元
交易数据

当前价格 (元)	307.83
52 周价格区间 (元)	125.21-403.78
总市值 (百万)	601030.53
流通市值 (百万)	601030.53
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	-10.59%	-1.79%	325.06%
旅游综合	-8.99%	-4.76%	69.13%

杨甫
分析师

 执业证书编号: S0530517110001
 yangfu@cfzq.com

0731-84403345

陈诗璐
研究助理

chensl2@cfzq.com

0731-89955711

1 《中国中免: 中国中免 (601888.SH) 公司深度: 中持砥柱得自免, 会逢盛世业长盈》

2021-05-25

预测指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入 (亿元)	479.67	525.97	882.85	1303.57	1612.86
归母净利润 (亿元)	46.29	61.40	121.31	173.13	208.26
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	129.84	97.89	49.55	34.72	28.86
P/B	30.22	26.94	19.48	14.07	10.56

资料来源: 贝格数据, 财信证券

投资要点:

➤ **事件概览:** 公司发布公告称于 6 月 25 日已向香港联交所递交发行上市申请, 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。根据 H 股招股说明书, 公司此次募资主要用途有: 1) 拓展海外渠道; 2) 巩固国内渠道; 3) 促进产业链延伸; 4) 改善供应链效率; 5) 巩固上游采购体系; 6) 升级信息技术系统; 7) 市场推广和完善会员体系等。

➤ **事件点评: 赴港上市, 公司全球化进程加速。** 根据 H 股招股说明书, 公司拥有全国最多的免税店, 现经营 194 家店铺 (大陆 188 间店铺+港、澳、柬埔寨 6 家店铺), 已成为全球最大旅游零售商, 2020 年在国内免税市场市占率达到 92.3%, 在全球旅游零售市场中占据 22.6%, 均位列第一。我们认为, 公司兼具规模与成长优势, 此次赴港上市一方面有望提升公司国际知名度, 另一方面将有利于公司积极拓展新店、优化供应链以巩固国内免税地位且拓展海外业务。

➤ **公司亮点: 多品牌+核心渠道+强供应链, 公司龙头地位稳固**

(1) 品牌优势: 品牌矩阵有望日臻完善, 客单价有望提升。 三亚国际免税城一期二号地定位精奢, 且据南海网报道该项目有望引进 LV、爱马仕等高端奢侈品牌。我们认为, 未来公司的品牌矩阵将全方位涵盖顶级奢侈品牌、主流香化品牌、时尚精品品牌、知名烟酒品牌等, 其中顶奢品牌如若顺利落地将极大拉升客单价。

(2) 渠道优势: 占据离岛、机场、市内核心渠道, 流量丰富。 离岛渠道方面, 2020 年公司实际控制三亚国际免税城、三亚凤凰机场店、海口日月广场店、美兰机场店和琼海博鳌免税店等共 5 家离岛免税店, 此外海口国际免税城预计于 2022 年 6 月开业, 三亚国际免税城一期二号地块购物区也预计于 2023 年开业。我们认为, 两大自有物业届时将继续吸纳海口、三亚两地的流量, 提升购物转化率; 机场渠道方面, 公司运营机场免税店 60 家, 覆盖北上广一线机场以及港澳国际机场, 拥有 2020 年国际旅客吞吐量前 10 大机场中的 9 个机场的免税经营权。我们认为, 在全球通航恢复正常后, 核心枢纽机场的流量将给公司业

绩带来边际增长；市内渠道方面，公司目前已经运营 9 家市内免税店（5 家大陆+4 家海外），截至 2021 年 6 月，公司正在推动武汉、西安、广州、天津、成都、长沙等市内免税店的项目建设。我们认为，待市内免税店政策落地后，优质地段的市内免税店将为公司创造新的业绩增长点。

（3）供应链优势：直采渠道较多，物流能力强劲。公司目前已与全球范围内超过 370 个供货商和近 1000 个品牌建立了直采渠道，同时凭借强大的规模优势，与竞争对手相比拥有更低的采购单位成本。此外公司的自有物流体系强大，在供货量和供货速度上与竞争对手相比有明显优势，未来公司将投资开发深圳、海南两地的物流中心，我们认为公司的经营效率将长期高于同业水平。

- **盈利预测与投资建议：**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 50x/35x/29xPE。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，继续维持公司“推荐”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。

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。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。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