



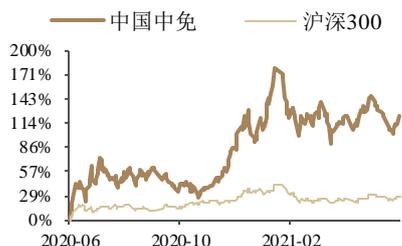
买入 (维持)

所属行业: 休闲服务
当前价格(元): 300.00

证券分析师

郑澄怀
资格编号: S0120521050001
邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-10.34	0.63	-1.44
相对涨幅(%)	-8.72	-2.53	-5.68

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中国中免(601888.SH): 免税黄金时代, 中免强者恒强行至千里》, 2021.6.25
- 《免税行业深度: 政策东风起, 龙头多点开花尤可期》, 2021.6.16

中国中免: 从港股招股书中, 我们看到哪些免税趋势?

投资要点

- 离岛免税市场规模有望持续提升, 中长期维度下公司多点开花护城河深厚。

1) 公司招股书预计中国离岛免税市场规模 (不包括非离岛海南居民可购买的免税品) 将于 2025 年达到 1002 亿元, 或系保守假设 (假设新冠疫情将于 2022 年初受控且国际游重启)。考虑到此前国内仍有零星病例出现+国外病毒变异影响, 叠加国内游从国内疫情稳定至客流恢复到 2019 年同期水平经历了超过 1 年的时间 (2021 年五一小长假期间国内游客流恢复至 2019 年同期的 103% 水平), 考虑到海外疫情尚未完全控制且疫苗普及率相对国内来看进程较慢, 因此我们认为出境游完全放开或还需要一定的时间 (至少 2-3 年时间) 恢复。若 2022 年出境游仍处于相对受限的状态, 我们预计明年海南离岛免税销售额有望向千亿市场迈进! 此外考虑到公司离岛免税布局逐渐完善, 海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地将有效扩大免税购物面积、提升购物体验, 奢侈品布局尤其是顶奢的引入有望稳步推进, 我们预计即使后续中长期维度下出境游放开, 离岛免税市场空间仍有望持续提升。

2) 招股书预计中国口岸免税店规模相对超预期 (预计 2025 年将达到 720 亿元), 而机场新合约或助力未来机场免税渠道盈利能力迎来转机。考虑到口岸免税店以机场为主, 而机场渠道北京上海占比最高, 我们预计 2025 年北京+上海机场免税规模或可达到 500 亿元。公司与上海机场 21 年初重签机场免税店租金协议, 未来租金与实际客流挂钩 (2020 年实际确认免税店租金收入 11.56 亿元, 较此前预计保底租金 41.6 亿元大幅下降), 未来若机场租约不改, 后续机场渠道盈利能力有望提升。以 8% 的权益净利率计算, 2025 年上海机场免税店将增厚公司业绩 26 亿元 (假设上海机场免税店规模为 $500 \times 0.65 = 325$ 亿元)。

3) 招股书预计国人离境市内免税店规模将于 2025 年达到 59 亿元同样系保守假设, 从多地方动作来看, 国人市内免税政策有望逐步落地, 考虑到品牌铺设或需 1-2 年时间, 政策放开后 2-3 年市内免税规模有望迅速放量 (根据我们此前外发深度, 在中性成熟状态下北京+上海两地市内免税规模或可达 1200 亿元)。

4) 公司始终积极推进线上业务布局, 加速搭建“cdf 会员购”等多个线上平台。考虑到跨境电商销售额以及直播带货 GMV 体量较大 (跨境进口零售电商如天猫国际、京东国际等 2020 年销售额达到 4453 亿元), 未来专柜销售份额下降或为不可避免的趋势, 在此背景下未来品牌商对中免电商渠道的认可和支撑度有望提升, 而考虑到中免注册会员达 1350 万名, 叠加自身平台的不断整合+品牌商后续支持以及品牌 SKU 持续完善, 未来有望继续做大规模。

- 海南业态不断完善, 海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地有序推进。截至 2020 年底, 海棠湾免税城一期共经营 673 个零售品牌, 涵盖 27 个免税品类, 二期共经营 68 个品牌, 其中 20+ 个是相应品牌在海南开设的第一家店铺。此外, 海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地有序推进中, 海口国际免税城预计 22 年开始运营, 估计销售面积 15 万 m²; 一期 2 号地免税购物区已于今年 3 月开工建设, 并预计于 23 年运营, 总建筑面积约 7.65 万 m²。

- 募投项目符合预期, 助力公司护城河越筑越深; 免税行业在由香化向奢侈品转型过程中, 公司壁垒有望不断得到强化。根据港交所文件, 中国中免拟将募集资金用于拓展海外渠道、巩固国内免税渠道、促进产业链延伸、改善供应链效率、升级信息技术系统、用于市场推广和完善会员体系、补充流动资金及其他一般公司用途等。

1) 增强奢侈品竞争力筑高壁垒: 公司通过募集资金积极拓展海外渠道, 提高国际影响力, 未来在与品牌商谈判方面或更具话语权。同时公司将致力于深化上游供



应链建设，未来在外延向上游拓展+内生采购谈判实力不断强化下，免税行业在由以香化为主逐渐转变为以奢侈品为主的过程中，公司在货源供应尤其是奢侈品拿货方面的核心竞争力将不断夯实。

2) 加强长期运营实力夯实地位：公司拟使用募集资金进一步强化包括运营管理、采购、物流、信息化管理等核心能力建设，进一步提高运营效率降低成本，公司未来长期龙头地位有望得以支撑。

- 投资建议：**此次拟赴港上市募集资金将助力公司持续夯实奢侈品的竞争优势以及长期中的运营实力，此外在全渠道的零售网络下，即使出境游放开公司业绩亦有保证。根据公司招股说明书对免税各渠道未来市场规模的预测进行测算，我们保守估计公司 2025 年仍将实现业绩 240 亿元。预计公司 2021-2023 年营收分别为 797/1116/1390 亿元，对应增速分别为 51%/40%/25%，归母净利润分别为 112/160/190 亿元，对应增速为 83%/43%/19%，当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 52X、37X、31X，维持“买入”评级。
- 风险提示：**出入境政策变化，新冠肺炎疫情反复，免税政策红利低于预期，免税市场竞争加剧，测算结果与实际情况差异风险。

股票数据		主要财务数据及预测					
总股本(百万股):	1,952.48	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
流通 A 股(百万股):	1,952.48	营业收入(百万元)	48,612	52,597	79,680	111,604	139,025
52 周内股价区间(元):	122.82-402.35	(+/-)YOY(%)	2.0%	8.2%	51.5%	40.1%	24.6%
总市值(百万元):	585,742.66	净利润(百万元)	4,632	6,140	11,212	16,009	19,031
总资产(百万元):	49,891.04	(+/-)YOY(%)	49.6%	32.6%	82.6%	42.8%	18.9%
每股净资产(元):	12.90	全面摊薄 EPS(元)	2.37	3.14	5.74	8.20	9.75
资料来源:公司公告		毛利率(%)	49.4%	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
		净资产收益率(%)	23.3%	27.5%	33.1%	31.8%	27.3%

资料来源:公司年报(2019-2020),德邦研究所
 备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

内容目录

1. 各渠道未来空间如何?	4
2. 募投项目符合预期, 助力公司护城河越筑越深.....	5
3. 壁垒高筑, 保守估计 25 年业绩将达 240 亿元.....	8
3.1. 奢侈品转型趋势下, 公司护城河将不断强化.....	8
3.2. 出境游受限&放开后, 公司未来看点如何.....	9
3.3. 保守估计, 2025 年公司业绩可达 240 亿元.....	10
4. 投资建议	11
5. 风险提示	11

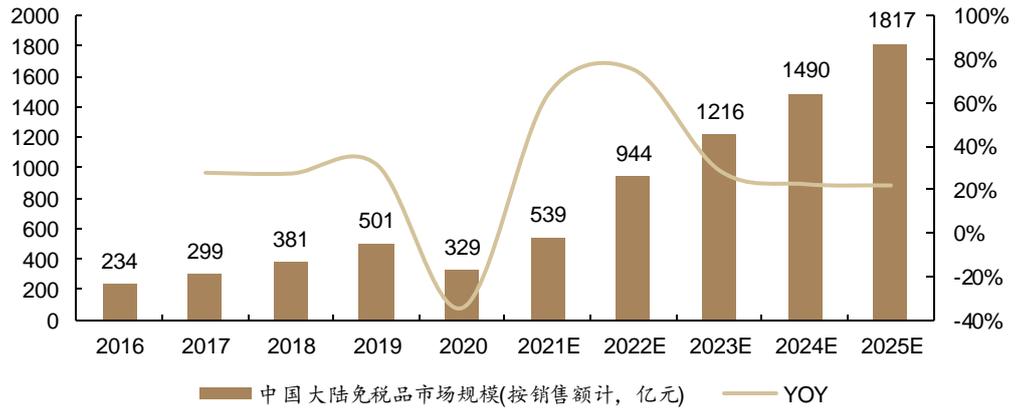
图表目录

图 1: 2021-2025 年我国免税品市场规模 CAGR 有望达到 35.5%.....	4
图 2: 各渠道免税店销售规模预测.....	5
图 3: 各免税渠道增速情况 (单位: %)	5
图 4: 公司与供应商长期保持良好的业务关系 (单位: %)	6
图 5: 中免拟使用募集资金投资开发深圳+海口物流中心提效降本	7
图 6: 公司运营效率优势显著, 高于全球头部旅游运营商同期水平.....	7
图 7: 海口国际免税城效果图	8
图 8: 公司将发力全渠道建设	8
图 9: 公司各渠道免税店数量 (单位: 个)	8
图 10: 奢侈品品类 (时尚品及配饰等精品) 占比明显提升 (单位: %)	9
图 11: 公司线上平台“cdf 会员购”	10
图 12: 公司会员人数 2018-2020 年复合增速达到 548%.....	10
图 13: 公司线上预定交易金额情况.....	10
表 1: 公司拟募集资金的主要用途.....	5
表 2: 2025 年保守估计公司或实现归母净利润 240 亿元.....	11

1. 各渠道未来空间如何?

中国免税市场规模增长强劲, 2021-2025年 CAGR 有望达 35.5%。中国免税品市场快速增长, 市场规模由 2016 年的 234 亿元增长至 2019 年的 501 亿元, 年复合增速为 28.8%。2020 年新冠疫情期间中国免税品市场表现出较强的韧性, 2020 年市场规模仍达到 329 亿元/-34.2%, 而同时期全球及亚洲分别下跌 60.9% 及 40.2%。未来旅游业发展迅速+居民收入水平提高+政策推动+国际游重启下市内免税&机场免税将贡献增量, 根据公司招股书, 预计我国免税品市场规模 2025 年有望达到 1817 亿元, 2021-2025 年年复合增速预计约为 35.5%。

图 1: 2021-2025 年我国免税品市场规模 CAGR 有望达到 35.5%



资料来源: 招股书, 德邦研究所

离岛免税市场规模预计 2025 年达到 1002 亿元 (或系保守估计), 市内店市场规模有望迅速增长。分渠道看, 口岸免税+离岛免税渠道为中国主要的免税渠道, 2016-2020 年占中国免税品市场规模比重始终维持 90%+, 并预计于 2025 年占比仍达 94.8%。

1) 离岛免税: 中国离岛免税店 2020 年前增长迅速, 市场规模由 2016 年的 61 亿元增长至 2019 年的 135 亿元, 年复合增速为 30.5%。2020 年政策利好下离岛免税销售额大幅增长, 销售额达到 260 亿元/+92.6%。

公司招股书预计中国离岛免税市场规模 (不包括非离岛海南居民可购买的免税品) 将于 2025 年达到 1002 亿元, 未来 2021-2025 年复合增速有望达到 21.4%, 此预测的前提为假设新冠疫情将于 2022 年初受控且国际游重启。而考虑到此前国内仍有零星病例出现+国外病毒变异影响, 叠加国内游从国内疫情稳定至客流恢复到 2019 年同期水平经历了超过 1 年的时间 (2021 年五一小长假期间国内游客流才恢复至 2019 年同期的 103% 水平), 考虑到海外疫情尚未完全控制且疫苗普及率相对国内来看进程较慢, 因此我们认为出境游完全放开或还需要一定的时间 (至少 2-3 年时间) 恢复。若 2022 年出境游仍处于相对受限的状态, 我们预计明年海南离岛免税销售额或可达到千亿市场。此外考虑到公司离岛免税布局逐渐完善, 海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地的建设将有效扩大免税购物面积、提升购物体验, 奢侈品布局尤其是顶奢的引入有望稳步推进, 我们预计即使后续中长期维度下出境游放开, 离岛免税市场空间仍有望持续提升。

2) 市内免税: 我国市内免税市场规模基数较小但增速快, 未来在国人离境市内免税政策落地的前提下, 市内免税或为另一贡献力量。公司招股书预计 2025 年我国市内免税规模将达到 59 亿元, 2021-2025 年复合增速约为 77.1%。而根据我们此前外发报告, 长期视角中, 在中性成熟状态下北京+上海两地市内免税规模预计可达到 1200 亿元。

3) 口岸免税店: 2020 年前口岸免税店 (以机场免税店为主) 基数较大且增

长迅速，由2016年的158亿元增加至2019年的342亿元，CAGR为29.4%。2020年收到疫情冲击，中国口岸机场免税店销售额仅为57亿元/-83.2%，而国际游放开后口岸免税店销售额或将迅速复苏继续成为我国主要免税渠道之一。根据公司招股书预计，假设2022年初前疫情得到控制、国际游重启，2025年中国口岸机场免税店销售额将达到720亿元，相对超预期。

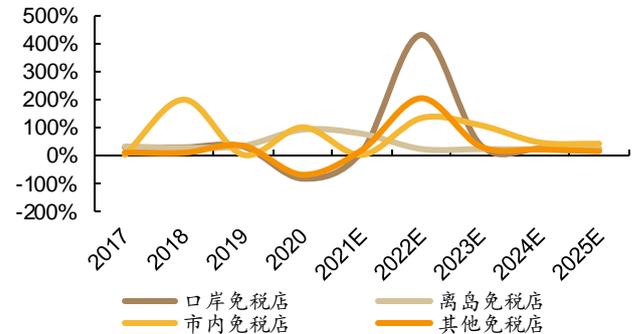
图 2：各渠道免税店销售规模预测



资料来源：招股书，德邦研究所

注：其他免税店包含外交人员免税店、运输工具免税店以及供船免税店

图 3：各免税渠道增速情况 (单位: %)



资料来源：招股书，德邦研究所

2. 募投项目符合预期，助力公司护城河越筑越深

根据港交所文件，中国中免正式向港交所递交上市申请书，拟将募集资金用于 1) 拓展海外渠道、2) 巩固国内免税渠道、3) 促进产业链延伸、4) 改善供应链效率、6) 升级信息技术系统、7) 用于市场推广和完善会员体系、8) 补充流动资金及其他一般公司用途等。

表 1：公司拟募集资金的主要用途

募集资金用途	具体打算	详细情况
拓展海外渠道	开设海外市内免税店	抓住粤港澳大湾区的发展机遇，进一步扩大香港及澳门市内免税店网络。利用“一带一路”倡议，寻找机会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。
	扩展海外口岸免税店	重点挑选客流量较多的国际枢纽，寻求机会获得亚洲机场免税特许经营权并开设免税门店。
	扩展邮轮免税店	寻求在游轮上开设新店，抓住新兴市场的增长潜力，特别是针对中国游客推出的新型游轮。
	选择性地收购海外旅游零售运营商	聚焦中国游客常去热门旅游目的地，寻求收购当地等免税运营商的良机。
巩固国内渠道	投资主要机场的免税店	更具体而言，所得款将用于 (a) 在主要机场发展新店，尤其是在其翻新、采购及运营方面，及 (b) 为特许期临近结束的机场门店重续特许经营权，尤其是在获取特许经营权的投标、门店翻新、采购及门店运营方面。
	投资其他口岸免税店	包括陆路边境、火车站、跨境汽车站及港口的口岸免税店。更具体而言，所得款将用于 (a) 发展新口岸免税店，尤其是在其翻新、采购及运营方面，及 (b) 为特许期临近结束的口岸免税店重续特许经营权，尤其是在获取特许经营权的投标、门店翻新、采购及门店运营方面。
	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。
	投资离岛免税店及市内免税店	包括 (a) 为离岛免税店的翻新、采购及运营提供资金，及 (b) 竞标获得经营市内免税店的特许权、市内免税店的门店翻新、采购及门店运营。
促进产业链延伸	选择性地收购国内旅游零售运营商	寻求收购国内旅游零售运营商，以补充现有的能力及收入来源，扩大现有销售网络。
	用于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，海口国际免税城目前正在施工，并预计于2022年竣工。扩建项目的建设工程（估计总建筑面积为69.5万平方米）预计将在实际可行情况下尽快开工，竣工日期预计为2026年。
	进一步扩建三亚国际免税城	所得款将用于开发免税购物设施以及酒店，其将作为三亚国际免税城的延伸。免税购物设施自2021年3月起开工建设，预计将于2023年开始运营，估计建筑面积为7.65万平方米。酒店的估计建筑面积为9.6万平方米，有关建设工程预计于2021年12月开工，预计竣工日期将为2026年。
改善供应链效率	用于投资开发深圳物流中心	用于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。深圳物流中心的建设处于规划阶段，有待收购土地。
	投资开发海南物流中心	具体而言，所得款将用于开发海口物流中心，以支持海南离岛免税业务的快速发展。海口物流中心分两期开发。1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。二期物流中心预计于2021年开工建设，预计于2023年竣工，估计建筑面积为4.3万平方米。

升级现有供应链	其中包括：(a) 用于升级物流中心。具体而言，计划用于物流中心智能化改造，进一步提高供应链的效率与可靠性；及 (b) 用于招聘及培训供应链人员。
巩固上游采购体系	a) 优化海外商品采购组合 (包括自供应商获取畅销品、提升获取紧俏限量版商品的渠道、与供应商共同开发适合当地特色的商品及联名商品、与更多供应商建立战略关系)；b) 收购或投资上游品牌：面向化妆品、时尚品及配饰、保健品、电子商品、手信、土特产及国潮等与旅游零售渠道有关的高价值消耗品的品牌，寻找潜在合作及投资机会。通过直接与上游品牌合作或投资并购等方式，力争朝供应链上游拓展，以加强在整个免税供应链的话语权和影响力；c) 招聘及培训专业采购人员。
升级信息技术系统	整合线上和线下业务收购平台 2. 招聘及培训信息技术人才
市场推广和完善会员体系	市场推广 广告及品牌推广及推广活动、招聘及加强市场推广团队 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
补充流动资金及其他一般公司用途	

资料来源：招股书，德邦研究所

● 提高国际地位，深化上游供应链建设筑高奢侈品核心竞争力

1) 公司通过募集资金积极拓展海外渠道，提高国际影响力，未来在与品牌商谈判方面或更具话语权。2) 公司将致力于深化上游供应链建设：首先加强对上游供应链的研究，通过深化与现有供应商关系以及与更多供应商建立战略关系，拓宽获取畅销、紧俏限量版商品的渠道，保证自身货源供应；其次通过资本运作，寻求直接与上游品牌可能的合作与投资并购机会，加强在整个免税供应链的话语权和影响力，向上游扩展。3) 此外公司还将招聘及培训专业采购人员，提升上游拿货采购能力。外延上游拓展+内生采购谈判实力不断强化下，未来免税行业在由以香化为主逐渐转变为以奢侈品为主的过程中，公司在货源供应尤其是奢侈品拿货方面的核心竞争力不断夯实下公司龙头地位得以保证。

根据招股书，目前公司已经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，且长期保持良好的业务关系 (例如，公司前五大供应商中，从某香化供应商的采购额占比不断提升，由 2018 年的 3% 提升至 2020 年的 27%)，公司销售的产品超过 20 万个 SKU。此外，公司拥有 180 个专业买手，经验丰富，截至 2020 年底平均从业年数为 11 年。根据招股书，目前公司品牌资源遥遥领先于国内其他免税运营商，处于世界一流水平，而后续随着公司不断加强上游供应链的建设，公司业务壁垒将高筑。

图 4：公司与供应商长期保持良好的业务关系 (单位：%)



资料来源：招股书，德邦研究所

● 巩固长期运营实力，效率+成本优势有望强化业务壁垒

公司拟使用募集资金进一步强化包括运营管理、采购、物流、信息化管理等核心能力建设，其中海口物流中心分两期开发，1 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；二期物流中心预计于 2021 年开工建设，预计于 2023 年竣工，估计建筑面积为 4.3 万平方米。在进一步提高运营效率降低成本的同时，公司未来长期龙头地位有望得以支撑。

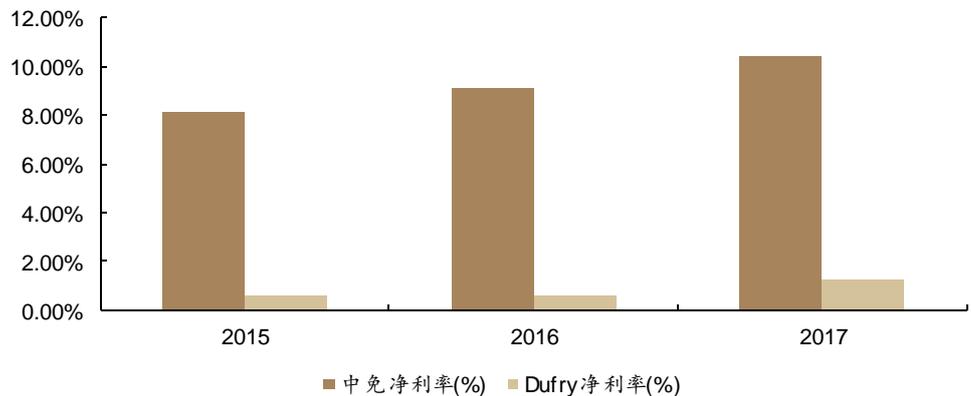
图 5：中免拟使用募集资金投资开发深圳+海口物流中心提效降本



资料来源：招股书，公司官网，德邦研究所

公司运营效率优势显著，2018-2020 年公司净利率分别为 11.3%、9.9%以及 13.5%，高于全球头部旅游运营商同期水平(Dufry 毛利率虽维持至 50%+ 的高位，但净利率仅为个位数)。

图 6：公司运营效率优势显著，高于全球头部旅游运营商同期水平



资料来源：中免公司公告，前瞻产业研究院，德邦研究所

● 大力发展离岛免税业务，抢先市内多渠道拓展增量业务

1) 离岛免税方面，公司将持续大力发展离岛免税业态，拟使用部分募集资金支持海口国际免税城&三亚国际免税城一期 2 号地项目的建设，以免税商业+高端酒店业态为游客提供高端旅游消费目的地，进一步巩固公司离岛免税业务。

海口国际免税城自 2019 年 8 月开工建设，目前免税商业中心已经进入幕墙安装阶段，预计明年年中开业，估计销售面积将达到 15 万平方米左右(海棠湾免税城仅为 7.2 万平方米)。公司预计总投资额约 50 亿元，在三亚海棠湾免税城的成功经验下，海口国际免税城将成为一个以免税业务为核心，有税零售、餐饮、娱乐、休闲、酒店等业务协同的旅游零售综合体，有望大幅提升公司在全球的影响力。

三亚国际免税城扩展项目(海棠湾一期 2 号地项目)将以免税购物+高级酒店的形式开发，自 2021 年 3 月开工建设，将于 2023 年开始运营，总建筑面积约为 7.65 万平方米，奢侈品定位下与海棠湾免税店有机结合，打造三亚海棠湾一站式

高端旅游消费目的地。

图 7：海口国际免税城效果图



资料来源：招股书，德邦研究所

2) 市内免税方面，公司将积极竞标以获得经营市内免税店的特许权，并对存量市内免税店门店进行翻新、提升采购及门店运营能力，未来若出境游放开，市内免税业务或加速推进贡献业绩。

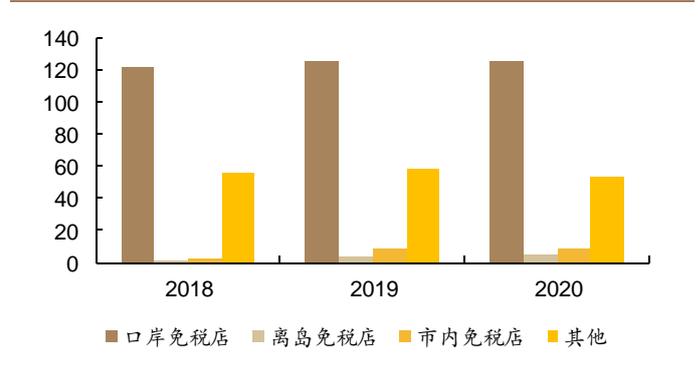
3) 传统渠道方面，公司将强化现有的全渠道零售网络，持续探索盈利增长机遇。

图 8：公司将发力全渠道建设

中免零售渠道覆盖齐全	
机场免税店	日上上海、日上中国、广州机场、香港国际机场
边境免税店	文锦渡口岸、深圳湾口岸、福田口岸、皇岗口岸
机上免税店	厦门航空机上、哈尔滨北航航空公司机上、广州南航机上
外轮供应免税店	友谊外供购物中心、青岛邮轮母港、日照外轮供应
客运站免税店	日照港客运站、烟台外轮供应、大连港客运站、天津国际邮轮母港
火车站免税店	东莞火车站、广州东火车站
市内免税店	三亚国际免税城、青岛、厦门、上海、北京、大连市免税店
邮轮免税店	大西洋号邮轮、星旅游轮鼓浪屿号

资料来源：公司官网，德邦研究所

图 9：公司各渠道免税店数量（单位：个）



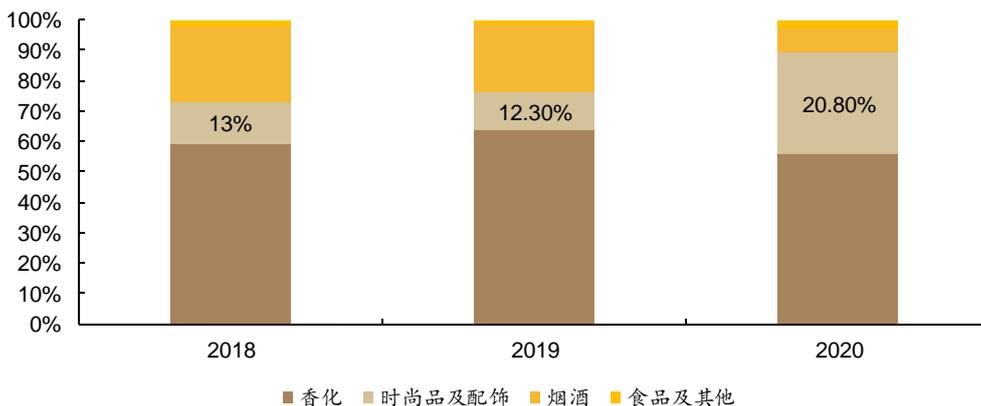
资料来源：招股书，德邦研究所

3. 壁垒高筑，保守估计 25 年业绩将达 240 亿元

3.1. 奢侈品转型趋势下，公司护城河将不断强化

分品类来看，公司香化始终占据绝对位置，但随着海南新政放开，购物额度大幅提升+取消单件行邮税限制后，公司免税业务销售商品的结构有了较大的变化，精品占比明显提升：时尚品及配饰销售额占比由 2019 年的 12.3% 提升至 2020 年的 20.8%。考虑到公司拟使用募集资金加强上游供应链建设，在奢侈品的谈判+拿货方面公司能力以往不断提升，未来免税行业在由香化为主向奢侈品转变的过程中，公司核心竞争力将有望逐步得以夯实。

图 10: 奢侈品品类 (时尚品及配饰等精品) 占比明显提升 (单位: %)



资料来源: 招股书, 德邦研究所

注: 上图所列示商品全为免税业务销售的商品

3.2. 出境游受限&放开后, 公司未来看点如何

1) 出入境限制利好离岛免税: 此前国内仍有零星病例出现+国外病毒变异影响, 出境游完全放开或还需要较长时间恢复。海南交通网络不断完善+离岛免税整体渗透率仍处于一个较低的水平 (即使在离岛免税新政放开后 2020 年离岛免税整体渗透率仍仅有 6.9%), 考虑到公司离岛免税布局逐渐完善, 海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地的建设将有效扩大免税购物面积、提升购物体验, 以及公司始终注重上游供应链建设, 奢侈品布局尤其是顶奢的引入有望稳步推进, 考虑到公司全方位的优势显著 (我们在外发报告《中国中免(601888.SH): 免税黄金时代, 中免强者恒强行至千里》中从地理位置、营业面积再到品牌布局多维度详细对比各家离岛免税店, 认为公司在海南的优势地位较难被打破), 未来公司仍有望成为离岛免税最大受益者。

2) 出境游放开市内店有望加速推进: 国人市内免税政策有望逐步落地, 消费回流初衷目的下额度有望大幅高于归国人员市内免税 (根据中出服, 目前归国人员市内免税店购物额度约为 2000-5000 元), 未来出境游放开, 凭借核心卡位+购物体验更佳, 市内免税将成为另一重要销售渠道。考虑到市内免税开店到品牌铺设需要 1-2 年, 预计政策放开后 2-3 年市内免税销售额将迅速放量。根据我们此前外发的中国中免深度报告, 我们认为长期视角中在中性成熟状态下北京、上海两地的市内免税规模将达到 1200 亿元。

3) 机场新合约或助力未来机场免税渠道盈利能力迎来转机: 一方面, 若未来出境游放开, 机场免税销售额将快速复苏迅速放量; 另一方面, 公司与上海机场重签机场免税店租金协议, 未来租金与实际客流挂钩 (2020 年实际确认免税店租金收入 11.56 亿元, 较此前预计保底租金 41.6 亿元大幅下降), 未来若机场租约不改, 后续盈利能力提升下将增厚公司业绩。

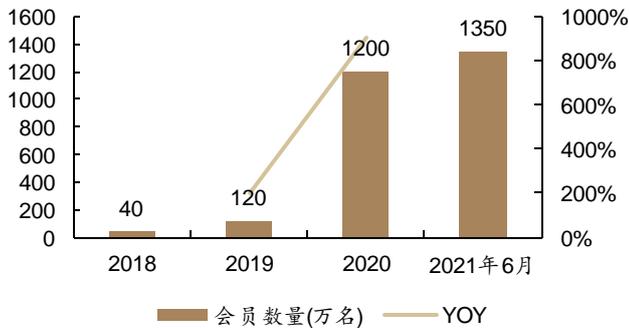
4) 线上销售趋势下, 电商业务有望持续做大: 考虑到跨境电商销售额以及直播带货 GMV 体量较大 (跨境进口零售电商如天猫国际、京东国际等 2020 年销售额达到 4453 亿元), 未来专柜销售额份额下降或为不可避免的趋势, 在此背景下未来品牌商对中免电商渠道的认可和支撑度有望提升, 而考虑到截至 2021 年 6 月中免线上会员已经达到 1350 万人 (2020 年底为 1200 万人, 2018-2020 年复合增速达到 548%), 且公司已经于 2021 年 2 月完成集中式 CRM 系统的部署, 完善会员体系, 整合叠加自身平台的不断整合 (中免将指定一家公司来运营线上平台)+品牌商后续支持品牌 SKU 不断增加, 未来潜力可期。此外, 公司发力线上预定服务, 截至 2020 年底, 公司已经在 12 间门店提供预订服务, 总交易金额为 53 亿元。

图 11: 公司线上平台“cdf 会员购”



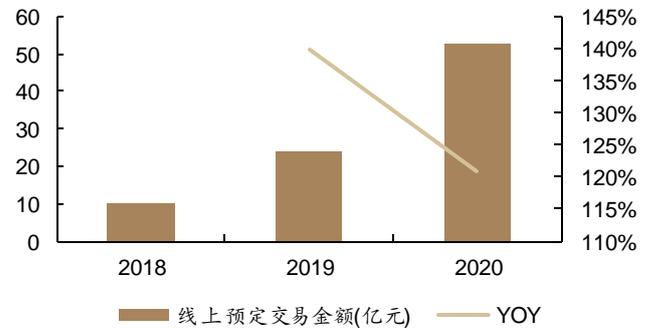
资料来源: 招股书, 德邦研究所

图 12: 公司会员人数 2018-2020 年复合增速达到 548%



资料来源: 招股书, 德邦研究所

图 13: 公司线上预定交易金额情况



资料来源: 招股书, 德邦研究所

3.3. 保守估计, 2025 年公司业绩可达 240 亿元

我们根据公司招股说明书对各渠道未来市场规模的预测进行测算, 得出 2025 年公司归母净利润或可达 240 亿元。

1) 海南离岛免税预计贡献业绩 170 亿元: 公司招股书预计 2025 年离岛免税市场规模约为 1002 亿元 (通过前文分析我们认为该估计为假设 22 年初出境游放开后的保守估计), 假设公司市占率为 85%, 对应离岛免税销售额约 850 亿元, 在归母净利率为 20% (考虑加回批发扣点的净利率) 的情况下, 公司离岛免税业务将贡献 170 亿元的业绩。

2) 若租金协议不改, 机场渠道或贡献业绩 40 亿元: 公司招股书预计 2025 年口岸免税市场规模约为 720 亿元, 假设北京上海两地机场免税占比为 70%, 对应规模约为 500 亿元。若上海机场重签协议不改且与北京机场租金谈判落地的情况下, 公司机场免税渠道盈利能力有望提升。假设权益净利率为 8%, 则对应 40 亿元归母净利润。

3) 市内免税或将实现 5.5 亿元归母净利润: 公司招股书预计 2025 年市内免税规模为 59 亿元, 假设公司市占率为 60% (目前仅王府井获得牌照且业务主要集中在北京地区), 对应 36 亿元收入, 考虑到市内免税店相较机场免税店而言无需支付高昂租金费用, 我们预计在净利率 15% 的假设下市内免税店将贡献 5.5 亿元业绩。

4) 线上渠道: 目前公司体量较大的线上渠道为日上上海会员&离岛补购平台

(预计 2020 年销售额分别为 120 亿元以及 60 亿元), 保守估计下 2025 年线上渠道销售额为 250 亿元, 对应权益净利率为 10%, 则预计贡献 25 亿元业绩。

表 2: 2025 年保守估计公司或实现归母净利润 240 亿元

渠道	销售额(亿元)	权益净利率	归母净利润(亿元)
离岛免税	850	20%	170
机场免税(北京上海)	500	8%	40
线上渠道	250	10%	25
市内免税店	36	15%	5.4
汇总	1636	14.7%	240.4

资料来源: 德邦研究所预测

注: 离岛免税净利率包含批发扣点加回

4. 投资建议

此次拟赴港上市募集资金将助力持续夯实奢侈品的竞争优势以及长期中的运营实力, 此外在全渠道的零售网络下, 即使出境游放开公司业绩亦有保证。公司壁垒坚固, 中长期成长及护城河均有望持续强化。根据公司招股说明书对免税各渠道未来市场规模的预测(在 2022 年初新冠疫情得到控制以及国际游重启的前提下)进行测算, 我们保守估计公司 2025 年仍将实现业绩 240 亿元。

离岛免税市场规模仍有望持续提升, 市内+线上+机场多点开花, 未来增长潜力可期。预计公司 2021-2023 年营收分别为 797/1116/1390 亿元, 对应增速为 51%/40%/25%, 归母净利润分别为 112/160/190 亿元, 对应增速为 83%/43%/19%。未来在资金助力下公司国际影响力提升+奢侈品壁垒夯实+长期运营实力增强, 当前股价对应 2021-2023 年 PE 为 52X、37X、31X, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

(1) 出入境政策变化: 出入境政策变化或对公司离岛免税/市内免税业务产生一定影响;

(2) 新冠肺炎疫情反复: 新冠肺炎疫情反复下影响海南游客人数导致海南免税销售额不及预期。

(3) 免税政策红利低于预期: 国人市内免税政策落地以及支持力度不达预期。

(4) 免税市场竞争加剧: 免税牌照发放范围进一步增加导致免税市场竞争加剧。

(5) 测算结果与实际情况差异风险: 2025 年归母净利润系根据公司招股书对行业规模估测结果进行测算, 测算结果可能与公司未来实际实现业绩有所差异。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.14	5.74	8.20	9.75
每股净资产	11.43	17.34	25.77	35.72
每股经营现金流	4.20	4.73	10.17	12.75
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	89.82	52.24	36.59	30.78
P/B	24.72	17.30	11.64	8.40
P/S	11.14	7.35	5.25	4.21
EV/EBITDA	52.03	31.56	21.59	17.30
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
净利润率	13.5%	14.1%	14.3%	13.7%
净资产收益率	27.5%	33.1%	31.8%	27.3%
资产回报率	14.6%	19.5%	18.9%	16.7%
投资回报率	28.0%	33.0%	31.8%	27.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.2%	51.5%	40.1%	24.6%
EBIT 增长率	51.6%	78.7%	42.0%	19.3%
净利润增长率	32.6%	82.6%	42.8%	18.9%
偿债能力指标				
资产负债率	37.5%	30.8%	30.4%	28.5%
流动比率	2.0	2.6	2.8	3.1
速动比率	1.0	1.4	1.8	2.3
现金比率	0.9	1.3	1.6	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.9	3.8	5.2	6.8
存货周转天数	172.2	160.0	154.0	140.0
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.2
固定资产周转率	33.1	47.0	60.7	72.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,140	11,212	16,009	19,031
少数股东损益	1,197	1,979	2,715	3,358
非现金支出	1,406	654	738	789
非经营收益	-741	-38	-24	-14
营运资金变动	200	-4,562	416	1,729
经营活动现金流	8,202	9,244	19,854	24,893
资产	-1,233	-1,124	-622	274
投资	-2,607	-25	1	-3
其他	26	-148	-135	-124
投资活动现金流	-3,814	-1,297	-757	147
债权募资	255	0	0	0
股权募资	39	0	0	0
其他	-1,677	0	-8	-21
融资活动现金流	-1,383	0	-8	-21
现金净流量	2,675	7,947	19,089	25,019

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 7 月 1 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,597	79,680	111,604	139,025
营业成本	31,221	44,382	59,039	71,042
毛利率%	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
营业税金及附加	1,083	1,833	2,734	3,684
营业税金率%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%
营业费用	8,847	13,546	21,763	30,725
营业费用率%	16.8%	17.0%	19.5%	22.1%
管理费用	1,637	2,390	3,181	3,893
管理费用率%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	9,809	17,530	24,888	29,682
财务费用	-545	-1	8	21
财务费用率%	-1.0%	-0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-909	-329	-406	-442
投资收益	16	32	45	56
营业利润	9,694	17,431	24,746	29,553
营业外收支	-22	6	8	4
利润总额	9,672	17,437	24,754	29,557
EBITDA	10,325	17,855	25,220	30,029
所得税	2,335	4,246	6,030	7,168
有效所得税率%	24.1%	24.3%	24.4%	24.3%
少数股东损益	1,197	1,979	2,715	3,358
归属母公司所有者净利润	6,140	11,212	16,009	19,031

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,706	22,653	41,742	66,762
应收账款及应收票据	129	830	1,590	2,590
存货	14,733	19,455	24,909	27,249
其它流动资产	1,403	2,333	3,566	5,120
流动资产合计	30,971	45,270	71,808	101,721
长期股权投资	791	789	788	788
固定资产	1,591	1,694	1,837	1,930
在建工程	1,233	1,433	1,833	1,333
无形资产	2,449	3,119	3,079	3,029
非流动资产合计	10,948	12,099	12,757	12,453
资产总计	41,919	57,369	84,565	114,174
短期借款	417	417	417	417
应付票据及应付账款	4,327	6,080	8,087	9,732
预收账款	6	0	223	139
其它流动负债	10,911	11,080	16,866	22,088
流动负债合计	15,661	17,577	25,594	32,376
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	79	79	100	125
非流动负债合计	79	79	100	125
负债总计	15,741	17,656	25,694	32,501
实收资本	1,952	1,952	1,952	1,952
普通股股东权益	22,308	33,863	50,306	69,750
少数股东权益	3,871	5,850	8,565	11,923
负债和所有者权益合计	41,919	57,369	84,565	114,174

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现20%以上；
		增持	相对强于市场表现5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。