

2021年07月06日

顾向君

H70420@capital.com.tw

目标价(元) 320

公司基本信息

产业别	休闲服务		
A 股价(2021/7/5)	279.89		
上证指数(2021/7/5)	3534.32		
股价 12 个月高/低	402.35/170.39		
总发行股数(百万)	1952.48		
A 股数(百万)	1952.48		
A 市值(亿元)	5464.78		
主要股东	中国旅游集团有限公司(53.30%)		
每股净值(元)	13.17		
股价/账面净值	21.25		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-5.5	-16.3	141.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2021-06-01	334.50	区间操作
2021-04-22	298.66	区间操作
2021-02-01	294.00	区间操作

产品组合

商品贸易	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.5%
一般法人	67.8%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2018	2019	2020	2021F	2022F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	3095	4632	6140	11195	14939
同比增减	%	22.29	49.66	32.57	82.33	33.44
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.59	2.37	3.14	5.73	7.65
同比增减	%	22.28	49.66	32.57	82.33	33.44
A 股市盈率(P/E)	X	176.59	117.99	89.00	48.81	36.58
股利 (DPS)	RMB 元	0.55	0.72	1.00	1.83	2.45
股息率 (Yield)	%	0.20	0.26	0.36	0.66	0.87

中国中免 (601888.SH)

TRADING BUY 区间操作

受益离岛红利, 上半年净利润如期, 赴港上市增强中长期竞争力
结论与建议:

受益离岛免税市场红利, 低基数下, 公司 2021H1 持续高增长。预告 2021H1 实现营收 355 亿, 同比增 84%, 实现净利润 54.4 亿, 同比增 484%, 扣非后净利润 534 亿, 同比增 586%。另外, 公司赴港上市获受理, 有望强化中长期竞争实力。维持“区间操作”的投资建议, 建议择机买入。

- 由于境外疫情反复, 短期离岛免税板块仍将是业绩主要支撑。根据公告测算, 2Q 实现收入 173.7 亿, 同比增 53%, 实现净利润 25.9 亿, 同比增 172%, 二季度业绩符合预期, 离岛免税依旧为公司业绩的主要来源。根据海口海关披露资料计算, 上半年离岛免税销售额总计达 268.2 亿, 同比增 258%, 2Q 销售额达 132.5 亿, 同比增 193%, 环比来看, 增速有所下降, 我们认为主要由于 2Q 海南进入淡季, 折扣力度加大, 另外广东疫情业有一定影响。中国内地市场来看, 离岛免税市场在新政和消费回流的刺激下, 有望持续扩容, 未来市场潜力十足。
- 赴港上市增强中长期竞争力。公司港股 IPO 获受理, 拟发行 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。梳理招股说明书, 公司募资将主要用于拓展海外管道、巩固国内管道、产业链延伸、提升供应链效率、升级信息技术、市场推广以及补充流动资金等方面, 对于布局疫后市场, 强化中长期综合实力, 坐稳全球第一旅游零售商提供帮助。
- 暂不考虑摊薄的影响, 维持此前盈利预测, 预计 2021-2022 年将分别实现净利润 112 亿和 149.4 亿, 分别同比增 82% 和 33%, EPS 分别为 5.73 元和 7.65 元, 当前股价对应 2021-2022 年 PE 分别为 49 倍和 37 倍, 维持“区间操作”的投资建议。

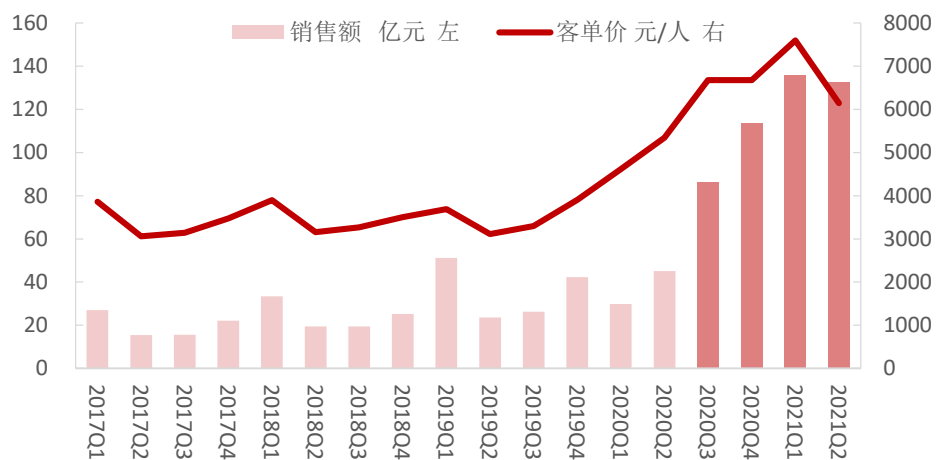
..... 接续下页

营运分析

境外游受阻迭加新政红利，离岛免税维持高景气

根据海口海关披露，自去年7月1日税政策调整以来，离岛免税商品销售额同比增长226%，达468亿元。以此计算，2Q销售额为132.5亿，环比略下降2.4%，客单价为6144元/人，环比下降19%，主要由于2Q海南进入淡季，客流量减少，免税店折扣力度加大所致，广东疫情亦有一定影响。但节假日免税消费保持较高水平，五一期间购物金额达9.93亿，人次达12.1万人次，客单价上升至8207元/人。

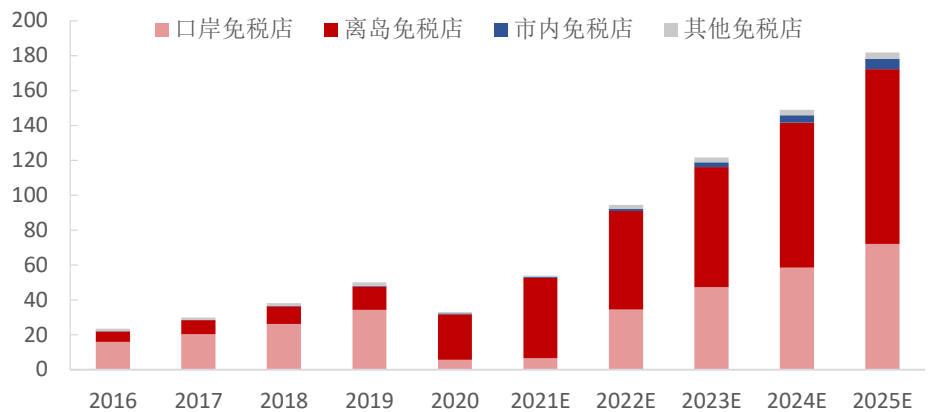
图1:2017年-2021Q2 离岛免税季度销售额及客单价单位：亿元，元/人



数据源：海口海关，群益金鼎证券

去年底，离岛免税运营商增至5家，市场竞争有所加剧，公司依托强劲的实力，保持领先优势，目前市占率在90%左右。以90%的市占率计算，离岛贡献收入约241亿，收入占比接近68%。通过增加经营面积，打通供应链关系，丰富品牌矩阵，公司有望维持领先优势。尽管未来随着疫情改善，海南或面临境外游分流的可能，但离岛免税市场规模扩大的趋势预计将维持，依据弗若斯特沙利文预计，2025年，中国内地离岛免税市场规模可达1000亿，成最大市场板块。

图2：中国内地免税品运营市场规模（按管道）单位：十亿元人民币



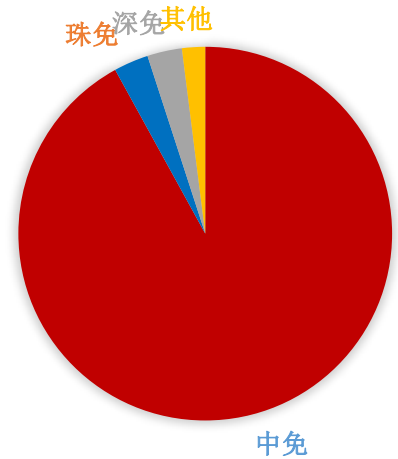
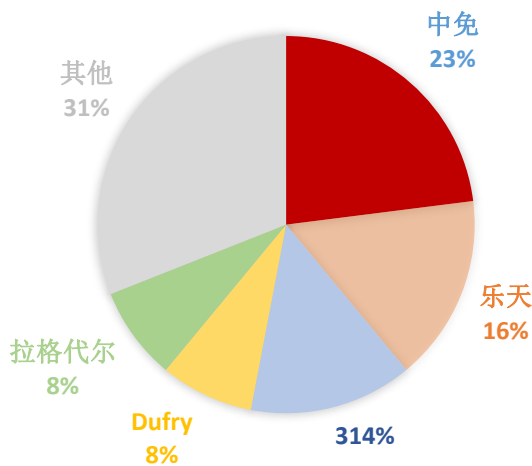
数据源: 弗若斯特沙利文, 群益金鼎证券

赴港上市, 强化中长期竞争力, 剑指坐稳全球第一宝座

受疫情影响, 全球免税市场重创, 全球主要运营商经营承压, 公司依托离岛免税板块的出色表现, 跃居全球第一旅游零售商, 市场份额达 22.6%。在国内市场保持绝对龙头地位, 市占率一骑绝尘, 达 92%。截至 2020 年, 公司经营 126 间口岸免税店, 5 间离岛免税店, 9 间市内免税店及 54 间其他门店 (2 间游轮免税店、2 间机上免税店、41 间外轮供应店及 9 间有税店); 运营品牌达 946 个, 广泛覆盖香化、时尚单品及配饰、烟酒及其他品牌, 品牌资源遥遥领先国内其他免税运营商。

图 3: 全球旅游零售市场竞争格局

图 4: 国内竞争市场格局



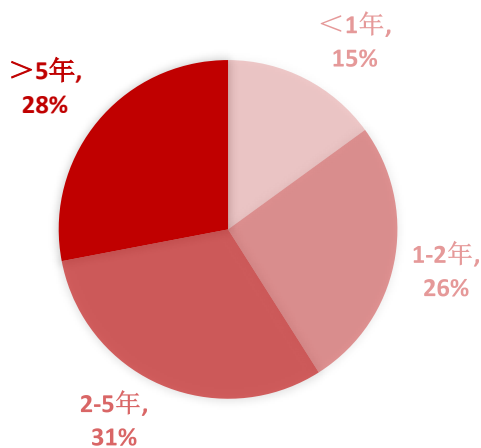
数据源: 弗若斯特沙利文, 群益金鼎证券

目前, 公司赴港上市已获受理, 拟发行 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。

梳理招股说明书, 公司在国内经营范围将进一步扩大, 2021-2022 年将会有多个新店开业, 且存续免税店中, 特需经营组合平均年限为 3 年以上, 五年以上合约占比仍有 28%。考虑疫后市场, 我们认为在整个消费回流的大趋势下, 公司未来竞争地位稳固, 稳健增长可期。

图 1: 特许经营合同剩余期限

表 1: 未来 1-2 年内开业新店地址及时间表



地点/名称	销售面积 (平方米)	预计开业时间
海口国际免税城	150,000	2022 年
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	8,000	2021 年

数据源：公司公告，群益金鼎证券

从募资用途来看，募集资金将主要用于拓展海外管道、巩固国内管道、产业链延伸、提升供应链效率、升级信息技术、市场推广以及补充流动资金等方面，彰显了公司提升综合实力，力图坐稳世界第一宝座的决心：

拓展海外管道方面，公司将寻求扩大港澳市内免税店网络、在亚洲中国旅客常去国家的门户枢纽需求拓展口岸免税店的机会、先机布局邮轮免税店以及寻求合适的境外收购机会；

巩固国内管道方面，主要用于发展新口岸免税店及对存量店进行翻新、采购和运营，投资交通枢纽的有税零售项目、离岛及市内免税店，亦寻求收购境内合适的旅游零售运营商，以扩大销售网络；

产业链延伸方面，即扩展和开发旅游零售综合体，购物体验融入餐饮、娱乐、休闲及酒店协同发展的商业模式中（参考三亚国际免税城二期），具体资金将投入海口国际免税城及三亚国际免税城建设；

改善供应链效率方面，所得款将用于开发深圳前海物流中心和海口物流中心，分别支持香港、海南业务发展，此外，将对现有供应链进行升级，并优化和巩固上游采购体系，加强在供应链中的议价能力；

升级信息技术系统方面，即整合在线、线下业务平台，完善会员管理及采购系统，提升内部效率；

市场推广和完善会员体系方面，即强化广告及品牌推广，完善会员体系建设，吸引新会员及提升会员权益等，此外所得款将用于补充流动资金及其他用途。

短期来看，赴港上市对公司业绩上作用不显著，但增强资金实力对于夯实基础，布局疫后市场，提升未来在口岸、市内、离岛等多渠道竞争力多有帮助，若未来市内免税店政策落地，将打开新的增长空间，通过“内外兼修”，公司综合竞争力有望不断加强。

盈利预测

暂不考虑摊薄的影响，维持此前盈利预测，预计 2021-2022 年将分别实现净利润 112 亿和 149.4 亿，分别同比增 82%和 33%，EPS 分别为 5.73 元和 7.65 元，当前股价对应 2021-2022 年 PE 分别为 49 倍和 37 倍，予以目标价 320 元，维持“区间

操作”的投资建议。

【投资评等说明】

评等定义

强力买进 (Strong Buy)	潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
营业收入	47007	48612	52597	79027	97795
经营成本	27518	23788	31221	47021	55743
营业税金及附加	659	891	1083	1519	1518
销售费用	11601	15536	8847	10234	14669
管理费用	1601	1628	1637	2266	3294
财务费用	-7	26	-545	611	-160
资产减值损失	298			0	0
投资收益	51	965	16	24	22
营业利润	5426	7356	9694	17510	22813
营业外收入	25	66	4	11	18
营业外支出	116	15	26	4	4
利润总额	5336	7407	9672	17518	22827
所得税	1401	1801	2335	4366	5727
少数股东损益	840	975	1197	1957	2162
归属于母公司所有者的净利润	3095	4632	6140	11195	14939

附二：合并资产负债表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
货币资金	11289	12486	14706	19448	26293
应收账款	979	151	129	139	153
存货	5943	8965	14733	17680	21216
流动资产合计	19578	23115	30971	35927	43112
长期股权投资	284	255	791	807	823
固定资产	1932	1684	1591	1750	1925
在建工程	833	404	1233	1850	2220
非流动资产合计	7269	8709	10948	12700	14859
资产总计	26847	31824	41919	48626	57971
流动负债合计	7793	8403	15661	18323	17407
非流动负债合计	470	467	79	383	485
负债合计	8263	8870	15741	18706	17892
少数股东权益	2349	2867	3871	3910	3949
股东权益合计	16235	20088	22308	29920	40079
负债及股东权益合计	26847	31824	41919	48626	57971

附三：合并现金流量表

百万元	2018	2019	2020	2021F	2022F
经营活动产生的现金流量净额	2722	3121	8202	12644	14669
投资活动产生的现金流量净额	-1906	-631	-3814	-5532	-4890
筹资活动产生的现金流量净额	-1149	-1729	-1383	-2371	-2934
现金及现金等价物净增加额	-247	847	2675	4742	6846

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務，不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信用以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司，不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告，不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。