



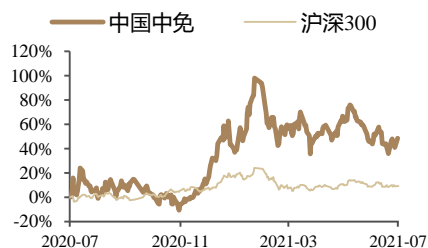
买入 (维持)

所属行业: 休闲服务
当前价格(元): 284.69

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(%)	-4.00	-13.23	-3.45
相对涨幅(%)	-3.85	-11.44	-6.04

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

- 《中国中免 21H1 快报点评: 业绩同增 484% 符合预期, 盈利能力基本稳健》, 2021.7.6
- 《中国中免: 从港股招股书中, 我们看到哪些免税趋势?》, 2021.7.2
- 《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

中国中免-深度系列二: 重点把握淡季投资机会, 深度剖析五维度催化

投资要点

- 导语: 短期销售额数据无需过度担心, 往年 6-7 月海南游淡季销售额均对应全年最低点, 8 月下旬开始离岛销售额数据有望逐步回升, 并在后续 21Q4&22Q1 旺季后迎来放量增长。历史规律下数据爬坡趋势十分明朗, 疫苗加速接种+海南游旺季+春节小长假催化下, 我们预测未来 22Q1 中免海南销售额有望达到 230 亿元, 当前对应淡季布局阶段, 继续看好公司未来成长空间。**
- 暑期游带动海南销售额或迎来小拐点, 淡旺季切换下半年业绩有望放量, 核心看好明年一季度离岛免税市场。中国中免股价六月份略有回调, 我们认为主要原因可能系海南旅游由一季度的旺季逐渐进入到淡季, 叠加 6 月份广东局部地区疫情有所反复。但短期销售额数据无需过度担忧, 我们从统计数据层面分析, 1) 从客流角度看: 往年 6 月海南游客流均对应全年最低点, 而 7-8 月在传统暑期游带动下略有提升, 进入 10 月后海南真正的旺季到来, 会迎来明显的放量增长。2) 从销售额来看: ①分季度, 往年 Q3 与 Q2 销售额基本持平或 Q3 略超 Q2, 但考虑到今年二季度广东疫情的影响, 预计在疫情可控的情况下今年 Q3 销售额将环比 Q2 会有较明显的提升。②细拆, 目前 7 月上旬日销额已环比 6 月下旬提升, 考虑到暑期旅客逐渐放量, 我们预测公司海南销售额 7 月中下旬数据会环比上月继续改善, 而进入 8 月销售额会进一步提升 (往年看 7-8 月销售额环比 6 月都有所改善, 但 8 月数据修复更为明显); 10 月进入旺季后, 销售额将迎来更大幅度的放量增长。从以上几个方面分析可得, 目前公司海南销售额或已到达小拐点, 7、8 月尤其是 8 月会环比 6 月有明显的提升, 在后续疫情可控的情况下, 海南游 21Q4 旺季下销售额恢复趋势十分明朗, 而 22Q1 在疫苗接种加速+海南游旺季+元旦&春节小长假等催化下公司海南销售额有望达到 230 亿元 (我们预计 1-3 月分别为 77 亿元/86 亿元/67 亿元), 较 21Q1 有望同增 65%, 当前阶段对应淡季布局期, 看好公司后续数据爬坡趋势下的成长空间。**
- 除了淡旺季切换下的经营性数据爬坡之外, 我们认为未来 6-9 个月内公司仍有四个超预期催化因素:**

 - 1) 北京机场租金冲回: 2020 年北京首都机场确认零售收入仅为 1.95 亿元, 对应 19 年 35.86 亿元同比-95%, 我们认为 2020 年北京机场租金或并未按照保底租金进行缴纳, 后续冲回为大概率事件。若类似于此前上海机场, 如果在今年年底冲回将为超预期因素 (不考虑 T2/T3 航站楼经营权问题, 按首年保底租金计算预计或将额外增厚 $(30.3-1.95) * 0.51 = 14.5$ 亿元业绩)。**
 - 2) 海南 15% 优惠所得税率有望落实: 我们对实施优惠所得税率对公司业绩的影响进行测算, 以 2020 年为例, 2020 年三亚海棠湾+海免共实现营收 312 亿元, 在所得税率为 25% 时, 公司海南地区业务共实现归母净利润 36.24 亿元; 我们按照 15% 的优惠所得税率重新进行测算得出, 优惠所得税率下对应的业绩为 41.12 亿元, 较原来高出近 5 亿元。考虑到公司 21 年海南地区业务或将维持较高增速, 如果今年优惠所得税率能够落地实施, 我们预测或有望增厚业绩 5-10 亿元。**
 - 3) 顶奢不排除将在 22 年 Q1 落地: 海口国际免税城预计于 22 年中开业, 考虑到顶奢的入驻需要提前 3-6 个月进行装修准备, 或不排除有望在明年一季度落地, 成为公司在品牌引入层面的催化所在。**
 - 4) 市内免税政策落地或加速推进: 此前央地多政策表明国人市内免税政策或将渐行渐近, 而公司在武汉、天津等多地战略布局, 政策落地将成为下一利好因素。**
- 疫后公司竞争力已今非昔比, 疫情加速公司规模跃居世界第一, 议价能力+终端商品价格优势+品牌 SKU 丰富度+购物体验等核心壁垒持续夯实, 中长期地位稳固**



潜力可期:

1) 议价能力: 疫情加快公司成为国际龙头脚步, 2020 年规模跃居为全球第一, 议价能力理论上强于其他免税商。此外, 公司或已经成为部分热门品牌的单一最大客户: 公司海南地区销售额预计占雅诗兰黛全年销售额的 14%, 销售份额的提升对供应商的议价能力将不断得到强化。

2) 终端商品销售价格世界范围内具有极大的优势: 议价能力下带来的是终端商品销售价格的优势, 根据我们跟踪, 目前中免旗下免税店/线上平台的多数热门单品销售价格均为全球最低价, 未来即使出境游放开后, 考虑到公司免税商品价格世界范围内更具优势+电商平台可享受直邮到家+省去被海关抽检等, 消费亦有望留在国内。

3) 行邮税取消精品优势明显: 采购能力的提升驱动公司品牌+品类+SKU 丰富度更加完备, 考虑到香化产品玩家众多, 未来免税商势必会逐渐向精品方向发力, 届时公司核心竞争力将进一步得到夯实。

4) 购物环境优化进一步催化消费习惯形成: 公司通过增加经营面积 (新海港店销售面积约 15 万平+一期 2 号地项目稳步推进)、增加客服人员和提货点等一系列措施, 改善购物环境和消费者购物体验; 此外叠加公司品牌、品类丰富度不断提升+发力奢侈品布局&行邮税取消满足游客需求+海南省旅游周边布局 (尤其是高端酒店) 逐渐完善, 海南购物习惯已经逐渐养成。

5) 消费回流仍需引导, 政策支持大方向利好行业: 2020 年国人境内奢侈品消费 3460 亿元/+48%, 但对比 2018 年 7700 亿奢侈品消费金额、70%外流至国外, 目前回流仍然任重且道远, 政策支持或更为明确大方向, 利好免税行业中长期发展。

- **投资建议:** 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%, 对应 2021-2023 年 PE 为 50X、35X、29X, 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, 项目建设进度不及预期。

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):	170.39-402.35	(+/-)YOY(%)	2.0%	8.2%	51.5%	40.1%	24.6%
总市值(百万元):	566,647.45	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

投资要素

1、核心逻辑与区别于市场的观点

第一，此前市场对公司短期海南地区销售数据比较担心，而我们认为短期数据主要原因可能系 Q2 淡季+广东局部地区疫情影响所致，在后续传统暑期游带动下 7-8 月数据将重回增长轨道，而 21Q4&22Q1 旺季下业绩有望放量。

第二，我们认为疫情后公司竞争力已经今非昔比，议价力显著提升+购物面积扩大下购物体验优化+精品优势凸显，公司核心壁垒不断被强化，在后续竞争中优势将更为明显。

第三，我们亦从公司竞争力角度对市场上比较关注的出境游放开后公司业绩驱动因素做出了一定的解答，我们认为中长期视角下公司仍有多个增长极，①海南离岛免税：购物面积扩大+精品布局完善+购物习惯养成下，仍将驱动海南市场扩容；②市内+电商：考虑到公司议价能力+多个热门单品终端销售价格在世界范围内极具优势，未来即使出境游放开消费亦有望留在国内（市内+线上），成为公司海南外的业绩增长极。

2、股价表现的催化因素

第一，淡旺季切换下的经营性数据爬坡：我们通过复盘海南地区客流&离岛免税销售额数据，发现 Q2 尤其是 6 月对应公司海南地区全年销售低点，后续 21Q4 旺季到来销售额有望放量，而 22Q1 在旺季+元旦+春节小长假等催化下，叠加 21Q1 销售额低基数，将对应高增速（我们预计 22Q1 公司海南销售额有望达到 230 亿元/YOY+65%）。

第二，四个超预期催化因素：除了经营性数据恢复利好外，未来仍有 20 年北京机场租金有望冲回业绩+海南优惠所得税率或落实+顶奢不排除于 22Q1 落定+市内免税政策渐行渐近等催化因素。

3、主要风险

1) 疫情反复；2) 政策支持力度不及预期；3) 公司海口国际免税城&海棠湾一期 2 号地建设进度不及预期。

内容目录

1. 数据环比恢复趋势较为明朗	6
2. 数据爬坡趋势较为明朗，未来投资机会如何?	9
2.1. 20 年北京机场租金冲回系大概率事件	9
2.2. 海南 15% 优惠所得税率或有望后续落实	9
2.3. 顶奢不排除将在 22 年 Q1 落定	10
2.4. 市内免税政策有望加速出台+公司多地战略布局	10
3. 如何看待疫情前后公司竞争力的变化?	12
3.1. 品牌议价能力持续被强化	12
3.2. 终端商品销售价格具有极大的优势	12
3.3. 奢侈品矩阵进一步完善+行邮税取消，核心竞争力加强	13
3.4. 购物面积扩大+周边布局完善购物体验显著提升	14
4. 投资建议	18
5. 风险提示	19

图表目录

图 1: 美兰&凤凰机场吞吐量	6
图 2: 往年海南游客人数在一、四季度保持高位，6 月游客人数为全年最低位置	6
图 3: 疫苗接种速度加快	7
图 4: 往年的规律看海南省离岛免税销售额 Q3 与 Q2 基本持平或小幅提升	8
图 5: 历史数据看 6 月销售额全年最低，7-8 月小幅回暖，进入 10 月后增长明显	8
图 6: 海棠湾免税店销售额也表现出上述规律	8
图 7: 2020 年首都机场非航业务中零售收入仅为 1.95 亿元	9
图 8: 海口国际免税城已经进入幕墙安装阶段，预计于明年年中开业	10
图 9: 公司全球市场份额为 22.6%，高出第二名 6.3pct	12
图 10: 公司国内市占率为 92.3% 具有绝对规模优势	12
图 11: 21FYQ1-Q3 雅诗兰黛中国免税渠道销售额占比 15%	12
图 12: 公司旗下免税店/电商平台多数热门香化单品价格均为全球最低	13
图 13: 精品收入比重明显提升 (单位: %)	14
图 14: 三亚海棠湾一期外观	15
图 15: 三亚海棠湾二期外观	15
图 16: 海口国际免税城效果图	15

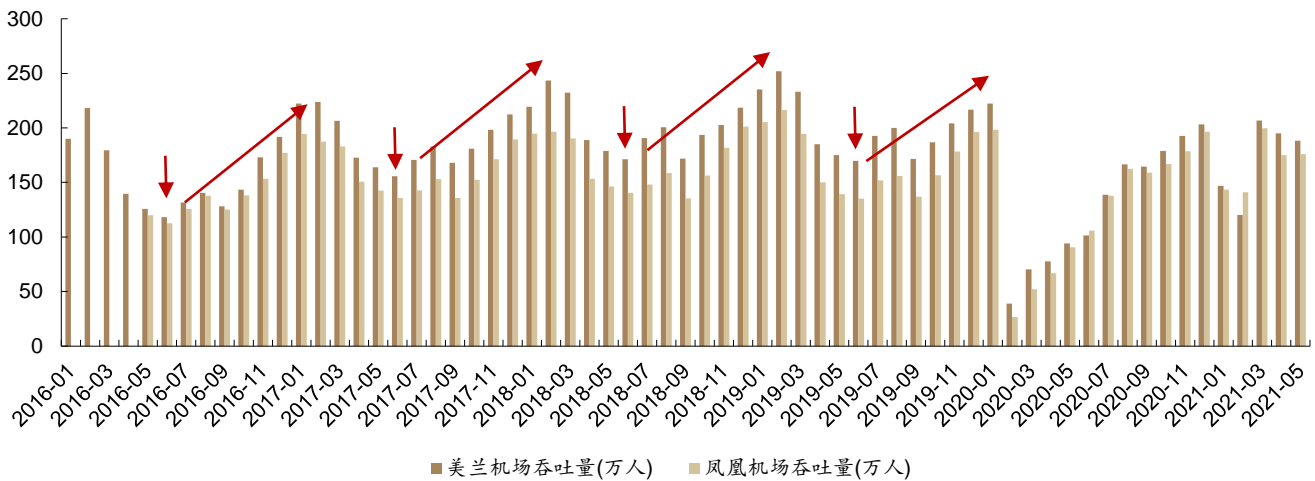
图 17: 疫情后选择继续在海南购物的人数占比 71%	16
图 18: 疫情过后选择到海南旅游的游客比重为 40%	16
图 19: 国人奢侈品消费能力强	17
图 20: 高端消费回流仍然有较大的空间	17
表 1: 首都机场租金情况	9
表 2: 公司海南业务按照优惠所得税率后的业绩情况	10
表 3: 多地积极布局市内免税	11
表 4: 三亚海棠湾免税店国际品牌云集	14
表 5: 三亚星级酒店数量	15

1. 数据环比恢复趋势较为明朗

中国中免股价六月份略有回调，主要系海南旅游由一季度的旺季逐渐进入到淡季，叠加 6 月份广东局部地区疫情有所反复，而广东始终为海南的核心客源市场之一，两方面因素影响下中免海南销售额二季度环比有所下降。但短期数据无需过度担忧，我们从统计数据层面分析得出未来海南销售额恢复趋势十分明朗。

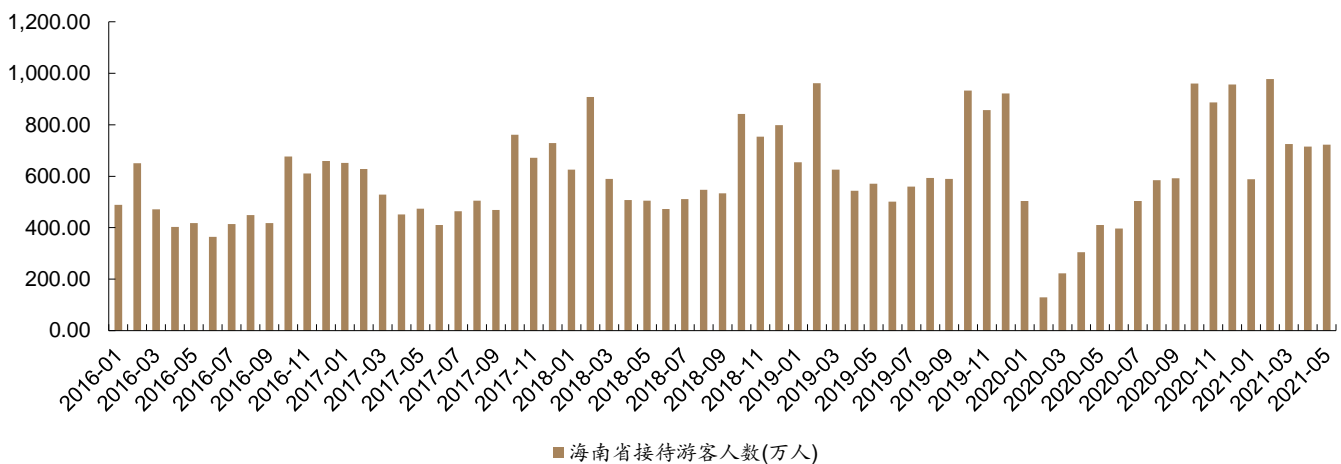
1) 从客流量来看：从以往年份来看，无论是海南两大机场的旅客吞吐量还是海南省旅游人数，经过一季度旺季后，海南客流逐渐回落，至 6 月客流均处于全年最低位置，而后续客流量会在 7-8 月传统暑期游驱动下将有小幅的回暖，而进入四季度即海南游真正的旺季下会迅速迎来放量。考虑到目前广东疫情已经得到控制，疫情反复下催化疫苗接种加速，后续出行安全有望得到保证，在未来 Q4 旺季到来下客流有望迎来大幅增长。

图 1：美兰&凤凰机场吞吐量



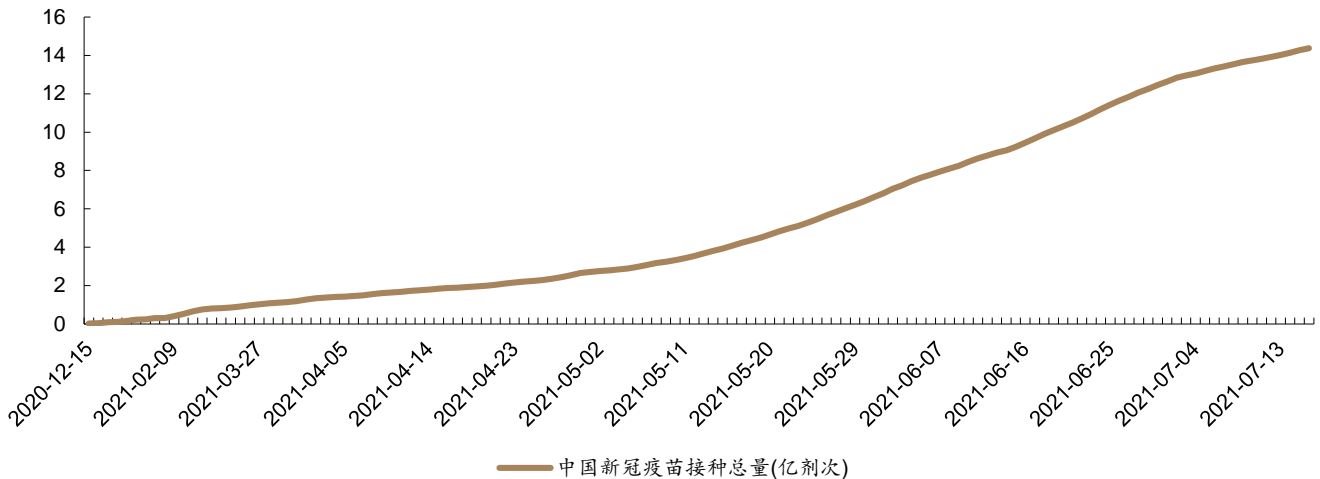
资料来源：wind，统计局，德邦研究所

图 2：往年海南游客人数在一、四季度保持高位，6 月游客人数为全年最低位置



资料来源：统计局，德邦研究所

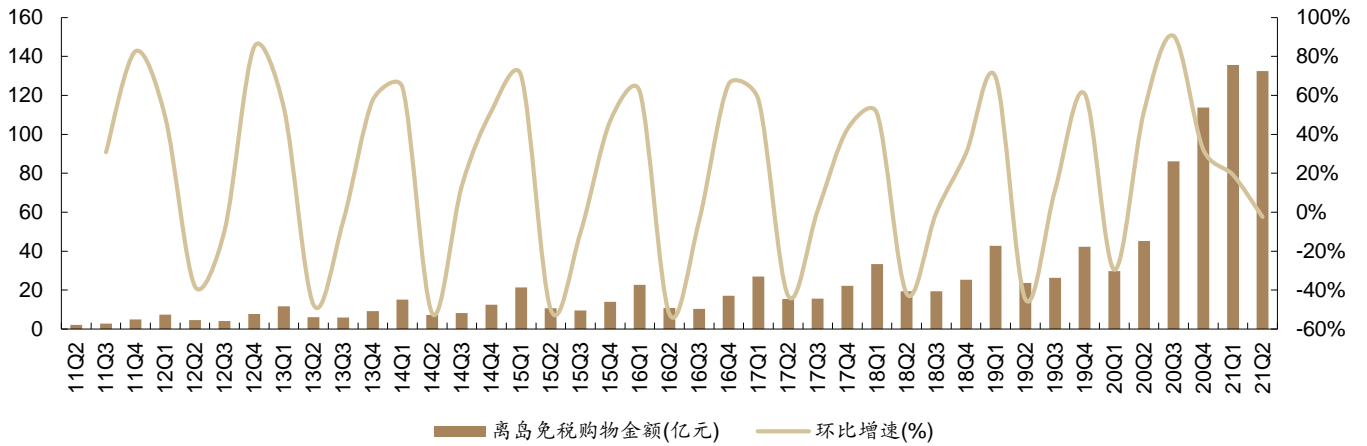
图 3：疫苗接种速度加快



资料来源：wind，德邦研究所

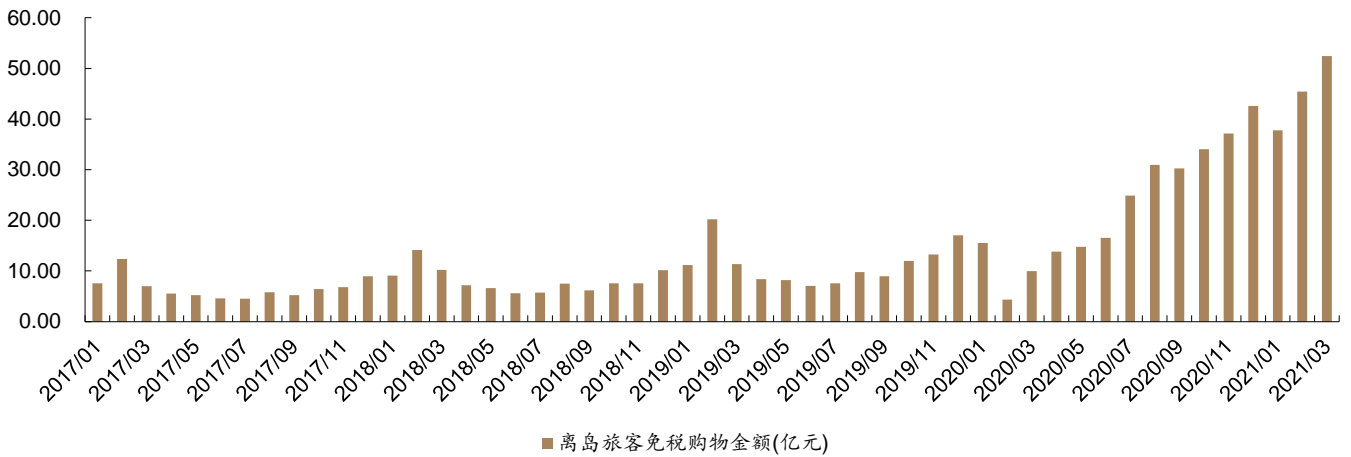
2) 从离岛免税销售额来看：①分季度看：海南离岛免税销售额与海南旅游相似，表现出一定的季节性，往年看二三季度销售额有所下降，一四季度全年旺季表现较好。而 2020 年度比较特殊，离岛新政出台后快速放量，一定程度上打破了以往季节性规律。2021 年来看，根据海口海关披露数据，一季度在北京等地疫情+就地过年政策的背景下，海南省离岛免税实现销售额 135.7 亿元，二季度海南旅游本身处于淡季状态，叠加广东局部疫情的影响，海南省离岛免税销售额为 132.4 亿元。而从往年离岛免税销售额的表现来看，第三季度与二季度基本持平或小幅提升，而考虑到今年二季度广东疫情的影响，后续第三季度若疫情处于可控状态下，预计第三季度海南整体离岛免税销售额将会环比优于二季度。而即将到来的四季度以及明年的一季度在疫情可控的前提下将会回归原来旺季规律，销售额有望放量。尤其是 22Q1 在疫苗接种加速+海南游旺季+元旦&春节小长假等催化下公司海南地区销售额有望达到 230 亿元（考虑到 21Q1 在北京等地疫情+就地过年倡议影响下公司海南地区免税+有税销售额约 140 亿元，预计 22Q1 在疫情可控前提下，公司海南销售额将同比大幅增长：我们预测 22 年 1-3 月海南地区销售额或将分别达到 77 亿元/86 亿元/67 亿元），较 21Q1 有望同增 65%。②从月度数据来看，目前公司 21 年 7 月上旬日销额已经环比 6 月下旬有所提升，考虑到疫情防控良好+暑假游客开始放量，我们预测公司海南销售额 7 月中下旬数据会环比上月继续改善；而进入 8 月销售额会继续提升（往年看 7-8 月销售额环比 6 月都有所改善，但 8 月数据修复更为明显）。后续进入海南游旺季阶段，中秋+国庆+元旦+春节小长假催化下，销售额或将迎来放量增长。

图 4：往年的规律看海南省离岛免税销售额 Q3 与 Q2 基本持平或小幅提升



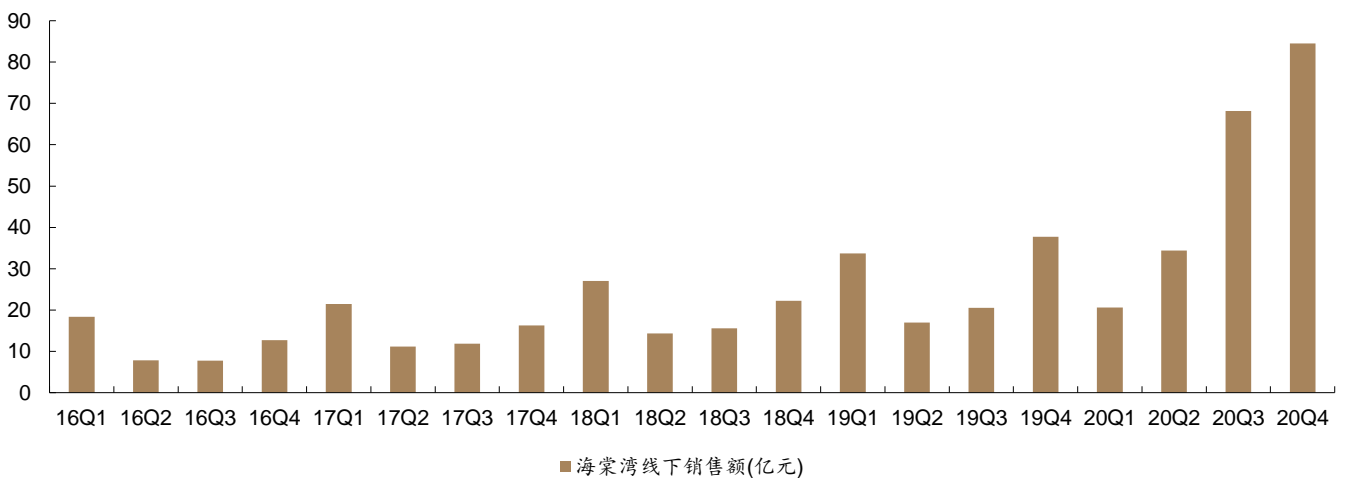
资料来源：海口海关，德邦研究所

图 5：历史数据看 6 月销售额全年最低，7-8 月小幅回暖，进入 10 月后增长明显



资料来源：海口海关，德邦研究所

图 6：海棠湾免税店销售额也表现出上述规律



资料来源：海口海关，德邦研究所

2. 数据爬坡趋势较为明朗，未来投资机会如何？

2.1. 20 年北京机场租金冲回系大概率事件

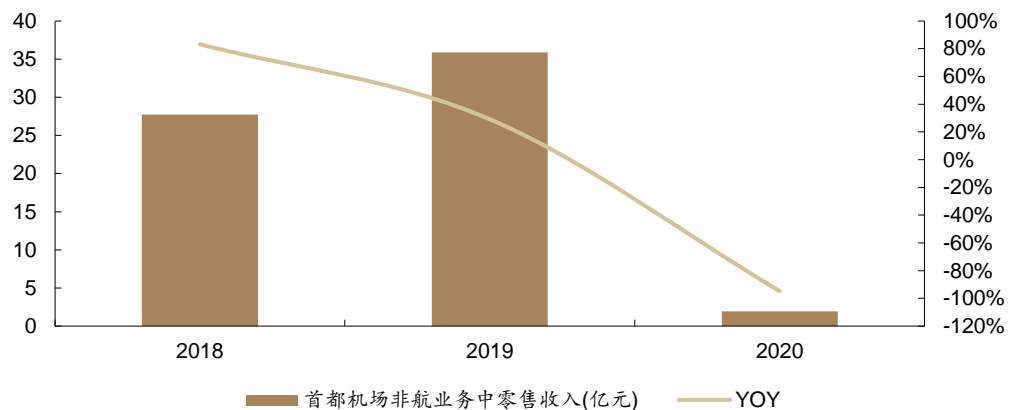
根据公司公告，2021 年 1 月公司与上海机场签订免税店项目经营权转让合同的补充协议，未来免税店租金取决于机场国际及地区客流量，并且 2020 年上海机场免税店租金实际确认收入 11.56 亿元，预测租金在 20 年 Q4 冲回业绩。目前北京机场租金已经按照 2020 年低基数客流进行计提，而 2020 年北京机场的租金我们认为冲回为大概率事件：2018 年首都机场 T2、T3 航站楼首年保底租金共为 30.3 亿元，自 2018 年 2 月 11 日起生效，当年首都机场非航业务中零售收入为 27.74 亿元；2020 年北京首都机场股份零售收入仅为 1.95 亿元，对应 19 年 35.86 亿元同比下降 94.6%，我们判断 2020 年北京机场租金并未按照保底租金进行缴纳，未来这部分或许会得到体现。若 2020 年中免首都机场保底租金按照首年 30.3 亿元来计提，而 2020 年首都机场实际确认零售收入 1.95 亿元，再考虑到 51% 的权益，预计或将冲回业绩 $(30.3-1.95) * 0.51 = 14.5$ 亿元（不考虑 T2、T3 经营权不同的影响）。若谈判比较顺利，则预计为超预期因素。

表 1：首都机场租金情况

免税区	有效期	中标公司	保底租金	销售额提取比例
T2	2018 年 2 月 11 日起 8 年	中免公司	首年 8.3 亿元	47.50%
T3	2018 年 2 月 11 日起 9 年	日上中国	首年 22 亿元	43.50%

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 7：2020 年北京首都机场非航业务中零售收入仅为 1.95 亿元



资料来源：北京首都机场公告，德邦研究所

2.2. 海南 15% 优惠所得税率或有望后续落实

2020 年 7 月，国家税务总局海南省税务局发布《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策有关问题的公告》，其中明确对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。

我们对实施优惠所得税率对公司业绩的影响进行测算，以 2020 年为例，公司 2020 年海南地区业务中，三亚市内免税店+海免共实现营收 312.28 亿元，在所得税率为 25% 时，公司海南地区业务共实现归母净利润 36.24 亿元；我们按照 15% 的优惠所得税率重新进行测算得出，2020 年 15% 的优惠所得税率下对应的业绩为 41.12 亿元，高出近 5 亿元。而考虑到公司 21 年海南地区的业务或将维持在一个较高的增速，如果今年优惠所得税率能够落地实施，我们预测或有望增厚业绩 5-10 亿元。

表 2: 公司海南业务按照优惠所得税率后的业绩情况

	三亚市内免税店	海免公司	合计
海南地区营业收入	213.16	99.11	312.28
营业利润	39.61	20.69	60.30
所得税率	25.08%	25.08%	25.08%
净利润	29.68	15.50	45.17
权益净利润	29.68	6.57	36.24
将所得税率变更为 15%后对公司海南地区业务业绩进行测算, 结果如下:			
所得税率*	15%	15%	15%
净利润*	33.67	17.58	51.25
权益净利润*	33.67	7.45	41.12

资料来源: 公司公告, 德邦研究所测算

注: 由于营业外收支占比较小, 故没有考虑在内仅作粗略预测

2.3. 顶奢不排除将在 22 年 Q1 落地

根据南海网, 目前海口国际免税城已经进入外立面幕墙的施工阶段, 免税商业中心各项施工正稳步推进, 有望于 2021 年年中开业, 预计销售面积将达到 15 万平方米。考虑到顶奢需要提前 3-6 个月进行室内设计准备, 入驻有望对应在明年一季度落地, 或成为公司品牌引入层面的催化所在。

图 8: 海口国际免税城已经进入幕墙安装阶段, 预计于明年年中开业



资料来源: 南海网, 德邦研究所

2.4. 市内免税政策有望加速出台+公司多地战略布局

公司多地积极布局市内免税店, 且此前央地多政策表明国人市内免税政策或将渐行渐近。而目前针对国人市内免税政策购物额度非常低 (我们根据中出服相关免税店整理, 香化类仅可购买 999 元, 绿点、红点等商品对应不同额度与件数限制, 总体看额度仅为 2000-5000 元)。目前公司已经在北京、上海、大连、青岛及厦门发展旅游零售综合体业务, 未来随着离境市内免税政策出台后, 在出境游放开的前提下, 考虑到公司议价能力的提升以及旗下免税店/线上平台多数热门单品价格均为世界最低价, 未来有望成为截留消费的另一大渠道。

表 3: 多地积极布局市内免税

时间	城市	事件
2020 年 7 月	武汉	武汉港航发展集团有限公司与中免签订《战略合作意向备忘录》,拟在长江航运中心大厦开设中部首家“CDF 市内免税店”
2021 年 2 月	天津	天津河北区以对外开放为驱动、以招商引资为抓手,进一步聚合商贸发展要素,积极对接中免集团,引入市内免税店消费新模式。
2021 年 2 月	成都	成都市锦江区正积极对接中免,引入成都首家市内免税店,并力争在 2021 年内落成开业。
2021 年 4 月	长沙	湖南湘江新区发展集团有限公司与中免在长沙签署战略合作协议,双方将共同推进长沙首家市内免税店落地。
2021 年 4 月	福州	福建省旅游发展集团与中免签署合作协议,计划总投资 25 亿元在福州市区设立大型城市免税店。
2021 年 4 月	广州	中国旅游集团投资运营有限公司以底价约 83.95 亿元拿下广州花都区两宗地块,打造免税商业文旅综合体。

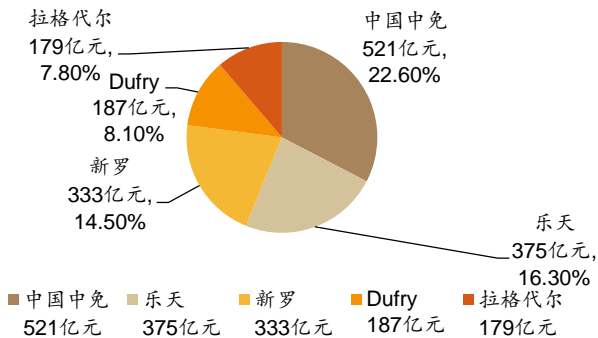
资料来源:武汉港发官网,天津本地宝,锦江区商务局,红网,腾讯新闻,DFE,德邦研究所

3. 如何看待疫情前后公司竞争力的变化?

3.1. 品牌议价能力持续被强化

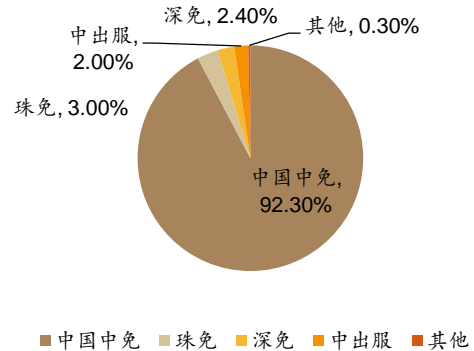
根据 Moodie Davitt 报告, 2019 年按照营业收入排名, 中免已经成为全球第四名, 规模高于拉格代尔、DFS, 仅次于 Dufry、乐天、新罗; 2020 年疫情加速公司规模跃居为全球第一。规模优势下, 公司的议价能力将进一步得到强化。**此外, 公司或已经成为部分热门品牌的单一最大客户: 根据雅诗兰黛财报, 2020 年 7 月-2021 年 3 月, 中国区免税销售额达到 18.98 亿美元, 占雅诗兰黛总收入比重 15%, 而我们预测中免海南地区销售额占比将超过 14% (考虑到疫情影响口岸免税店多数闭店, 中国区免税渠道主要为海南离岛免税店, 且 2021 年之前海南地区仅有中免一家免税商运营, 21 年后亦保持着绝对高的市场份额)。**

图 9: 公司全球市场份额为 22.6%, 高出第二名 6.3pct



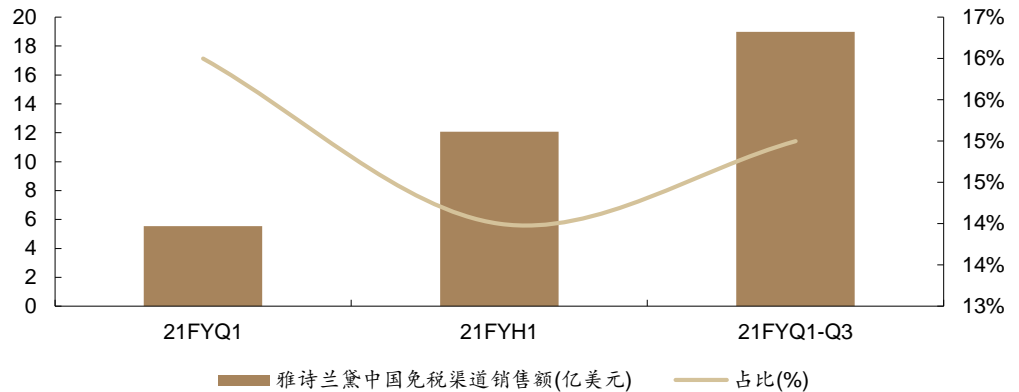
资料来源: 中免招股书, 德邦研究所

图 10: 公司国内市占率为 92.3% 具有绝对规模优势



资料来源: 中免招股书, 德邦研究所

图 11: 21FYQ1-Q3 雅诗兰黛中国免税渠道销售额占比 15%

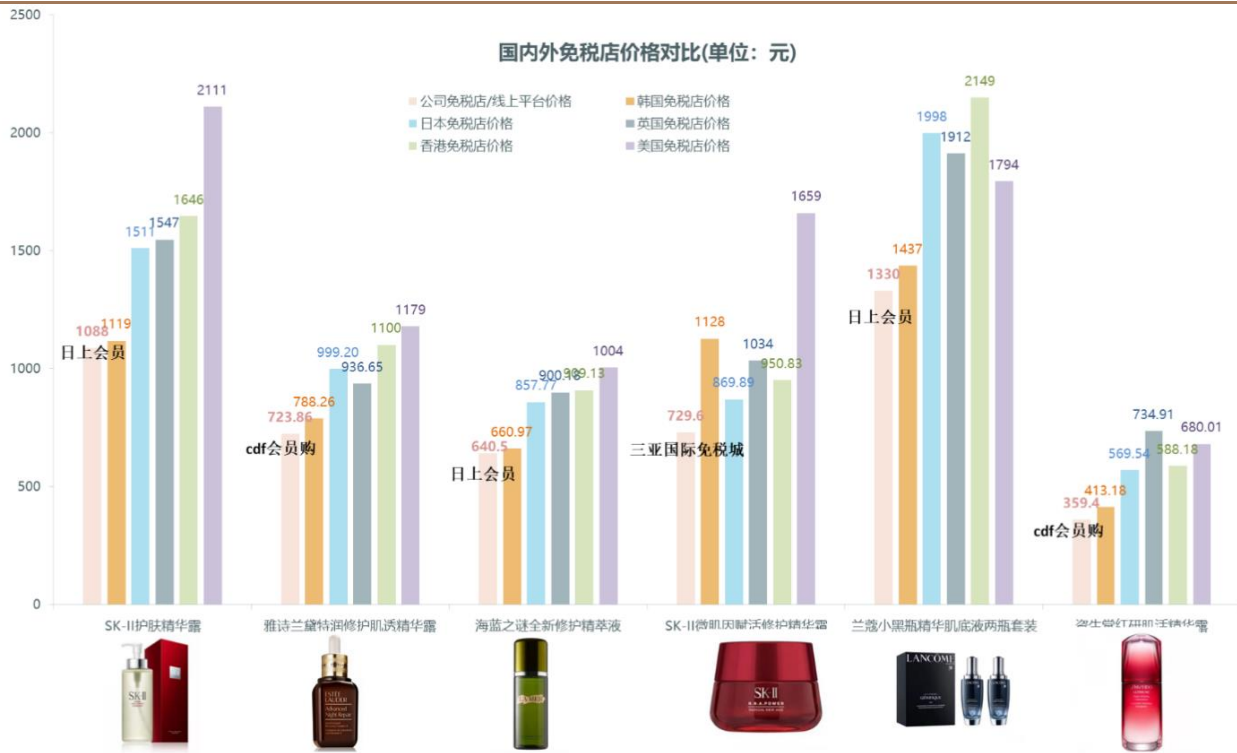


资料来源: 雅诗兰黛财报, 德邦研究所

3.2. 终端商品销售价格具有极大的优势

国外价格对比: 公司目前规模已经为世界第一, 议价能力不断增强带来更低的终端商品销售价格。根据我们的跟踪, 目前中免旗下免税店/线上平台的多数热门单品销售价格均为全球最低价。**未来即使出境游放开, 出境游需求逐渐恢复, 游客拥有出入境记录后亦或更倾向于在国内市内免税店/线上平台购物, 将消费留在国内 (一方面公司免税品价格在世界范围内都极具优势, 游客有很大的动机将消费发生在国内; 此外出国游玩回国后在国内市内免税店/公司电商平台购物更方便, 省去被海关抽检环节且还能享受直邮到家的便利性)。**

图 12: 公司旗下免税店/电商平台多数热门香化单品价格均为全球最低



资料来源: 各平台官网, 杰西卡的秘密, 德邦研究所

国内免税价格方面: 考虑到目前海旅投、海发控以及深免主要通过拉格代尔、Dufry 以及 DFS 等中间商拿货, 而公司规模目前已经超过以上三家国际免税商+占品牌商销售额比重逐渐提升(议价能力本身更具有优势), 而再叠加中间商供货还要再收取并不低的扣点, 综合来看中免的优势也比较明显。

3.3. 奢侈品矩阵进一步完善+行邮税取消, 核心竞争力加强

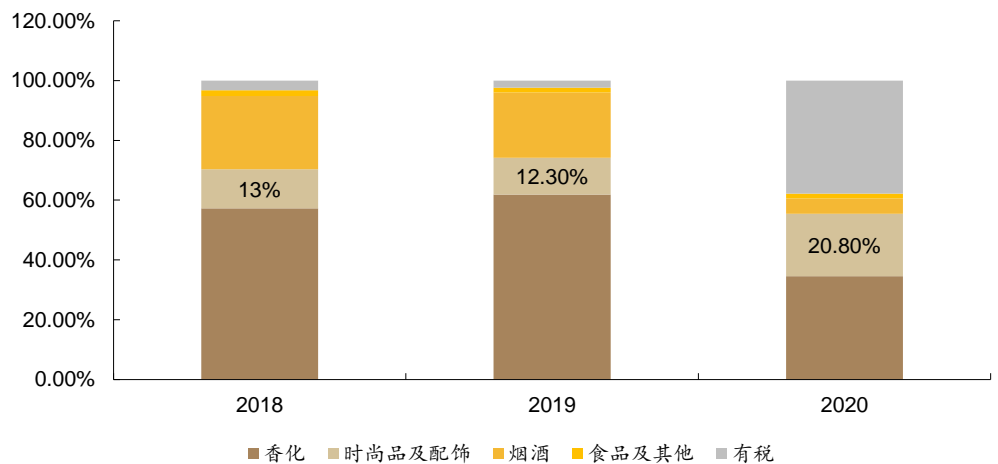
疫情催化加速公司在全球奢侈品和高端品牌领域影响力的提升, 对应公司精品方面的采购能力逐渐提升, SKU 丰富度不断提升。截至 2020 年底, 公司与全球近 1000 家知名品牌商建立了合作关系(截至 2020 年底, 公司品牌主要包含 111 个香化品牌、115 个时尚品及配饰品牌、467 个烟酒品牌、213 个食品品牌以及其他), 销售产品超过 20 万个 SKU, SKU 丰富度进一步提升, 处于世界一流水平。根据弗若斯特沙利文对 2019-2020 年购买过免税商品的 1000 名消费者展开的调研, 数据显示公司畅销免税商品的满足率远高于其他全球头部旅游零售运营商。目前公司时尚品及配饰涵盖了 Cartier、Hermes 和 Prada、GUCCI 等全球顶尖品牌, 未来顶奢亦有望加快入驻。叠加 2020 年海南新政 8000 元行邮税取消, 未来免税行业发展大方向或逐渐向精品转变(考虑到香化产品玩家众多, 不仅包括免税商, 亦包含跨境电商如天猫国际等; 而跨境电商最大的弊端在于时尚品及配饰等品牌及品类极少, 所以我们判断未来免税商势必会逐渐向精品方向发力), 未来这部分商品将贡献更多的销售额以及利润(截至 2020 年底, 公司时尚品及配饰占比达到 20.8%/YOY+8.5pct, 考虑到行邮税额度的取消, 未来占比有望进一步提升)。而这部分商品的引入更看重公司本身的规模+运营实力+店铺形象等, 公司占有绝对优势, 未来核心竞争力将不断夯实。

表 4: 三亚海棠湾免税店国际品牌云集

类别	品牌
A 区一层	
美容/个人护理	lancome、Chanel、Burberry、Biotherm、YSL、sisley、clinique、Guerlain、Clarins、Dior、阿玛尼、Benefit、祖马龙、Bobbi Brown、HR、雅诗兰黛、La Mer、雪花秀、SK-2、cdp、资生堂、黛珂、WHOO 后、纪梵希、la prairie、Hera、fresh、植村秀、AHC
精品	Fendi、Gucci、Sanit Laurent、Dolce&Gabbana、卡地亚、Coach、巴黎世家、Ermenegildo Zegna、Tod's、BV、Chloé、Moncler、华伦天奴、Burberry
A 区二层	
美容/个人护理	Beauty Lab、欧缦丽、科颜氏、Kosé 高斯、Fragrance Hub、MISSHA、MAC、雅漾、欧舒丹、DEWYTREE、茉莉蔻、明色、TheFaceShop、mediental、欧莱雅、Lab Series 朗仕、RENE FURTERER、Laneige 兰芝、MEDIHEAL、SOORYEHAN、LEADERS、VICHY、IOPE、su:m、卡诗、宠爱之名、悦木之源、Dr. Jart+、理肤泉、THANN、ROGER & GALLET
时尚品牌	Emporio Armani 阿玛尼、LONGCHAMP、MARC JACOBS、Tory Burch、MOSCHINO、BOSS、Calvin Klein Jeans、A2 Sunglasses World、Polo、FURLA、BALLY、JIMMY CHOO、STUART WEITZMAN、MCM、KENZO、RIMOWA、MICHAEL KORS、TUMI、GOLDEN GOOSE、JUICY COUTURE、COCCINELLE、GUCCI、MAX&Co、agnes.b、HANSEN&SHAEK、
A 区三层	
运动休闲装	滔搏运动、ARCTERYX、FILA、SUPER HEROES、COLUMBIA、SKECHERS、ecco、paul frank、AQEACARMON
B 区一层	
钟表/珠宝	CHAUMET、ROLEX、OMEGA、HERMES、SWAROVSKI、TISSOT、RADO、LONGINES、PANDORA、PANERAI、TURDO、IWC、Chopard、积家、PIAGET、BVLGARI、TIFFANY&CO、MONTBLANC
精品	奢侈品 PRADA、GIOGRIO ARMANI 阿玛尼、Salvatore Ferragamo 菲拉格慕、MaxMara、miu miu、新秀丽、DKNY、kipling、LeSportsac、AIGLE、FOSSIL、Juicy Couture、New Balance、GUESS、LOUIS QUATORZE、Footware studio、Armani Jeans、LACOSTE
B 区二层	
钟表/珠宝	swatch、MIDO、WSI、Folli Follie
童装/玩具	Burberry、RALPH LAUREN、E-LAND KIDS、ARMANI JUNIOR、TEENIE WEENIE、Kids Paradise、Paw Paw

资料来源：中免微信公众号，德邦研究所

图 13: 精品收入比重明显提升 (单位: %)



资料来源：中免招股书，德邦研究所

3.4. 购物面积扩大+周边布局完善购物体验显著提升

公司通过增加经营面积、增加客服人员 and 提货点等一系列措施，改善购物环境和消费者购物体验。

- ① **经营面积增加**: 公司目前已经占据了海南离岛免税销售的核心渠道，包括海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口和三亚的市区核心地段以及博鳌亚洲论坛会址区域。其中现有的海棠湾免税店销售面积超过 7 万平，一期共经营 673 个品牌、覆盖 27 类免税商品；二期坐落于海棠湾的一座岛屿上，通过景观桥与一期相连，包括奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华

华和国际美食市集，截至 2020 年底，二期共经营 68 个零售品牌，其中 20 间以上是相应品牌在海南开设的第一家店铺。

图 14：三亚海棠湾一期外观



资料来源：中免招股书，德邦研究所

图 15：三亚海棠湾二期外观



资料来源：中免招股书，德邦研究所

此外，海南新增项目海口国际免税城以及海棠湾一期 2 号地项目稳步推进中，其中：海口国际免税城销售面积预计将达到 15 万平，未来精品店营业面积有望进一步得到扩展；海棠湾一期 2 号地于 2021 年 3 月开始施工建设，建筑面积约 7.65 万平，定位为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，该项目建成后，高端奢侈品牌引进后海棠湾免税店将实现整体升级，公司精品优势将进一步得到体现。

图 16：海口国际免税城效果图



资料来源：DFE，德邦研究所

- ② 周边基础设施建设不断得到完善：海南省是中国高端酒店最密集、最集中的省份之一，高端酒店布局完善对应更优质的旅游与购物体验。根据携程数据整理，截至目前，仅三亚市便拥有 273 家四星及以上酒店；而根据海南智库预测，未来 10 年海南将兴建 33 万间 3-5 星级酒店客房。

表 5：三亚星级酒店数量

	数量(家)	钻级说明
四星(钻)-高档	129	四钻：装修精致，提供较为全面优质的服务
五星(钻)-豪华	133	五钻：装修豪华，服务贴心，可提供较多的增值服务
六钻-金钻酒店	9	六钻：领先同行的高级奢华品质
七钻-铂钻酒店	2	七钻：极致奢华体验，保证旅程值回票价

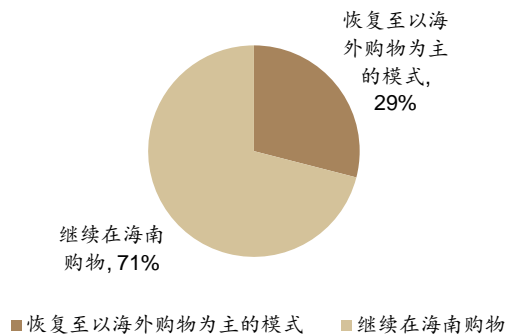
资料来源：携程，德邦研究所整理
注：数据截至 2021 年 7 月

- ③ **提货窗口增加**：三亚凤凰机场、海口美兰机场、海口新海港三个提货点面积由原 284 平方米扩建至 770 平方米，提货窗口从 29 个增加至 74 个。
- ④ **注重把握消费者偏好&市场需求趋势**：公司通过会员制度了解客户喜好并提升客户的忠诚度。公司于 2021 年 2 月完成了集中式 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，包含大数据分析及人工智能技术，助力公司更加有效的分析和洞察消费者偏好并及时评估市场趋势。

5) 海南购物习惯已经逐渐养成

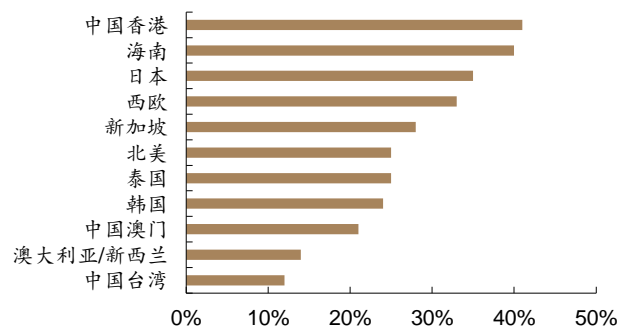
疫情后，海南消费习惯已逐渐养成，成为消费途径的优先选择之一。20 年海南新政落地，额度大幅提升至 10 万元、增加免税品类、取消行邮税限制，疫情催化政策全面放松，叠加公司品牌、品类丰富度不断提升+发力奢侈品布局满足游客需求，此外海南省旅游周边布局较为完善，多因素叠加下为消费者营造了更为优越的购物环境+商品优势，从而加速了海南购物消费习惯的养成以及海南免税消费中心的认知。根据奥纬咨询最新研究预计，疫情完全得到控制后，中国恢复至全球各地的旅游，首选海南作为旅行目的地的消费者将占到 40%，仅次于香港 (41%)；且在到过海南的游客中，未来在出境游放开后仍愿意将海南作为排名前三的旅游目的地的消费者占比为 48%，约 71% 的受访者选择继续在海南购物而取代海外购物，未来海南购物习惯有望助力公司海南销售额继续维持较高的增长速度。

图 17：疫情后选择继续在海南购物的人数占比 71%



资料来源：奥纬咨询，德邦研究所

图 18：疫情过后选择到海南旅游的游客比重为 40%

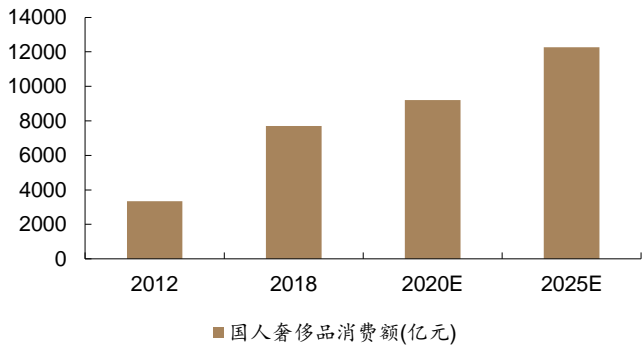


资料来源：奥纬咨询，德邦研究所

6) 消费回流任重且道远，政策持续支持大方向或十分明确

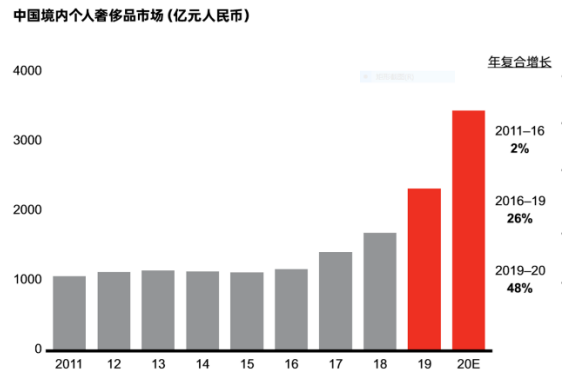
消费升级背景下国人对奢侈品的需求保持较快的增长惯性，麦肯锡预计 2025 年国人奢侈品消费额将达到 1.2 万亿，消费力逐渐增强。根据贝恩咨询，2020 年我国境内奢侈品消费金额约为 3460 亿元人民币，逆势增长 48%，政策刺激下 2020 年海南离岛免税销售额达到 275 亿元/+104%，消费回流初见成效。但对比 2018 年国人境内外奢侈品消费金额 7700 亿元人民币（但我国奢侈品境内消费仅占比约 30%，境外消费或超过 5400 亿元），叠加通货膨胀因素影响，2020 年的回流仍只是少部分，我国消费尤其是高端消费的回流仍将是长期存在的大逻辑。在此背景下，政策支持或成为未来更加明确的方向。

图 19: 国人奢侈品消费能力强



资料来源: 麦肯锡, 德邦研究所

图 20: 高端消费回流仍然有较大的空间



资料来源: 贝恩咨询, 德邦研究所

4. 投资建议

公司或已经成为部分热门品牌的单一最大客户,议价力显著提升+商品终端价格极具优势+行邮税取消&SKU 丰富度提升+购物体验不断完善,公司竞争力已经今非昔比。短期淡季数据无需担忧,7月起销售额将有序恢复,21Q4&22Q1 海南游旺季下将迎来放量增长;叠加北京机场租金有望冲回+优惠所得税或将落实+顶奢不排除于 22Q1 落地+市内免税政策即将出台,后续催化仍有多个。长期视角下,即使出境游放开,市内+电商+海南离岛免税,公司仍有多个看点与业绩增长极,看好公司长期成长空间。

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 50X、35X、29X,维持“买入”评级。

5. 风险提示

(1) 新冠肺炎疫情反复: 新冠肺炎疫情反复下影响游客出行, 对公司线下免税销售额造成不利影响;

(2) 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、海南优惠所得税落地不达预期;

(3) 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影响公司盈利能力等。

(4) 项目建设进度不及预期: 公司海口国际免税城以及海棠湾一期 2 号地项目建设进度不及预期。

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	49.58	34.72	29.21
P/B	24.72	16.41	11.05	7.97
P/S	10.77	7.11	5.08	4.08
EV/EBITDA	52.03	29.89	20.40	16.30
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21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： 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；	类别	评级	说明
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。	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。
	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。