

# 中国中免 (601888.SH)

## 因大而美，免税销售有望量价齐升

### 强烈推荐(首次评级)

当前价格: 244.98 元

目标价格: 320 元

#### 投资要点:

- 我国目前的发展格局决定了国内免税消费需求旺盛。经过多年的快速发展，国内居民的可支配收入得到了充分提高，高收入群体数量显著增多。在实现共同富裕的努力中，将伴随着出旅游需求和奢侈品消费需求群体的广泛存在。这些都为免税销售的客户来源提供了保证。
- 公司发展依靠机场免税和离岛免税双轮驱动，目前在免税市场中占据绝对统治地位。收购海免后，中免在免税行业的市占率将达90%+，成为市场绝对龙头。根据世界品牌实验室发布的“2020年中国500最具价值品牌”榜单，公司品牌价值为836.59亿元，在旅游服务行业位居第一。依靠体量优势，公司在议价、渠道方面的话语权将进一步提高。公司毛利率有望进一步提升。
- 公司品牌资源和产品供应丰富、稳定。公司在长期深耕免税领域的过程中，先后与全球1,000多家知名品牌供应商建立了合作关系，拥有丰富的品牌资源和稳定的产品供应能力。公司在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港和北京设立了覆盖全国的7大海关监管物流中心，实现了商品高效快捷配送。
- 离岛免税和机场免税分别形成公司净利润和营业收入的主体。后疫情时代，国内旅游业的逐步正常化将会带来离岛免税业务的繁荣，保证公司净利润的增长；在更长时间维度上，国外疫情终究有终点，机场免税业务将恢复疫情前的出入境客流，增加公司营收。目前海南岛旅游数据6月份累计同比增长119.7%，离岛免税消费额超过2020年基本能够实现。公司2021年上半年业绩预告营收355亿元，基本已证明这一点。
- 盈利预测：**我们预测2021/2022/2023年公司将实现营收68,518.80/85,648.50/107,060.62(百万元)，我们给出目标价320元，并“强烈推荐”。
- 风险提示：**国内新冠疫情反复风险；国际疫情控制不及预期；免税政策变动风险。

#### 基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	1,952/1,952
流通A股市值 (百万元)	478,317
每股净资产 (元)	12.90
资产负债率 (%)	40.63
一年内最高/最低 (元)	403.78/172.77

#### 一年内股价相对走势



#### 团队成员:

分析师 陈群  
 执业证书编号: S0210519080001  
 电话: 021-20655175  
 邮箱: cq2135@hfzq.com.cn

#### 相关报告

财务数据和估值	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	52,596.84	68,518.80	85,648.50	107,060.62
增长率(%)	8.20%	30.27%	25.00%	25.00%
归属母公司股东净利	6,139.94	5,890.42	7,360.49	9,191.50
增长率(%)	32.64%	-4.06%	24.96%	24.88%
每股收益 EPS(元)	3.14	3.02	3.77	4.71
市盈率(P/E)	80.13	83.53	66.85	53.53
市净率(P/B)	22.06	18.71	15.73	13.12

数据来源: 公司公告、华福证券研究所

## 正文目录

一、	免税的起源和概念—促进高端消费和发展旅游业 .....	4
1.1	免税的起源和政策特征 .....	4
1.2	免税的分类和逻辑矩阵 .....	5
1.3	离岛免税—东亚特色的免税形式 .....	6
1.4	我国旅游、奢侈品等高端消费潜力巨大 .....	8
二、	公司分析—免税与有税销售相结合、机场免税与离岛免税双轮驱动 .....	10
2.1	公司历史沿革 .....	10
2.2	剥离旅游服务业务，深耕免税业务 .....	12
2.3	免税销售高毛利驱动公司增长 .....	13
2.4	重要经营主体分析—机场免税贡献营收，离岛免税贡献净利 .....	14
2.4.1	机场免税—依托一线城市充沛的出入境客流，未来盈利可期 .....	16
2.4.2	离岛免税—海棠湾是绝对主力，海免公司有望成为未来营收贡献主体 .....	18
三、	免税业务未来发展—潜在需求仍在，有待旅游业从疫情中恢复 .....	19
3.1	公司成为免税市场绝对龙头，对上游商家议价能力增强 .....	19
3.2	不考虑疫情，国内旅游经济潜在增长动力旺盛 .....	20
3.3	国内旅游人次正在逐步恢复 .....	21
3.4	2020年免税销售额增长主要由客单价带动，未来可能量价齐升 .....	21
四、	盈利预测 .....	22
五、	风险提示 .....	23

## 图表目录

图表 1:	免税的特征和政策目的 .....	4
图表 2:	免税的分类 .....	5
图表 3:	免税政策逻辑矩阵 .....	5
图表 4:	东亚离岛免税岛屿一览 .....	7
图表 5:	旅游收入与海南 GDP 高度相关 .....	8
图表 6:	2010 年省级行政区人均 GDP .....	8
图表 7:	2020 年省级行政区人均 GDP .....	8
图表 8:	我国人均可支配收入持续增长 .....	9
图表 9:	中国基尼系数仍处于高位 .....	9
图表 10:	中国免税业销售额稳步增长 .....	9
图表 11:	2020 年离岛免税人次逆势增长 .....	10
图表 12:	中国奢侈品消费动力强劲 .....	10
图表 13:	公司历史大事记 .....	11
图表 14:	公司股权结构 .....	11
图表 15:	公司免税店类型布局齐全 .....	12
图表 16:	2017 年收购日上后营收显著增强 .....	12
图表 17:	公司旅游服务业占比持续降低 .....	12
图表 18:	2020 年公司免税营收占比下降 .....	13
图表 19:	2020 年有税商品销售收入显著增长 .....	13
图表 20:	免税商品销售占主体 .....	13
图表 21:	免税商品毛利率高于有税商品 .....	14
图表 22:	2020 年期间费用因机场租金减免而降低 .....	14
图表 23:	公司净利率稳步上升 .....	14
图表 24:	公司经营主体及其类型 .....	15

图表 25: 海免公司有望成为新的营收贡献主体 .....	15
图表 26: 海免公司成为新的重要归母净利润来源 .....	16
图表 27: 归母净利润中三亚海棠湾占比最大 .....	16
图表 28: 收购前日上中国股权结构 .....	16
图表 29: 收购前日上上海股权结构 .....	16
图表 30: 重要机场免税子公司经营的免税店 .....	17
图表 31: 日上上海和首都机场 T3 占据营收主体 .....	17
图表 32: 上海机场的利润率高于首都机场 .....	17
图表 33: 疫情导致机场免税业务对营收负拉动 .....	18
图表 34: 机场旅客吞吐量 .....	18
图表 35: 海棠湾营收增长强劲 .....	18
图表 36: 三亚相对于海口旅游禀赋优势明显 .....	18
图表 37: 海棠湾归母净利润贡献最大 .....	19
图表 38: 海棠湾经营利润率高于机场免税店 .....	19
图表 39: 并购后, 海免公司营收趋近海棠湾 .....	19
图表 40: 并购后, 海免的运营能力得到加强 .....	19
图表 41: 免税行业市场占有率 .....	20
图表 42: 海南离岛免税节假日日均销售额 .....	20
图表 43: 近 10 年来旅游人次稳步上升 .....	21
图表 44: 旅游收入稳步上升 .....	21
图表 45: 国内海南岛旅游人次已开始恢复 .....	21
图表 46: 2020 年国际航线旅客数下降严重 .....	21
图表 47: 疫情、新政相互对冲, 购物人次增长稳定 .....	22
图表 48: 2020 年免税销销售额增长明显 .....	22
图表 49: 2020 年免税销量由客单价提升带动 .....	22
图表 50: 公司毛利率和免税巨头 Dufry 尚有差距 .....	23
图表 51: 公司营收预测 .....	23
图表 52: 财务预测摘要 .....	24

## 一、 免税的起源和概念——促进高端消费和发展旅游业

### 1.1 免税的起源和政策特征

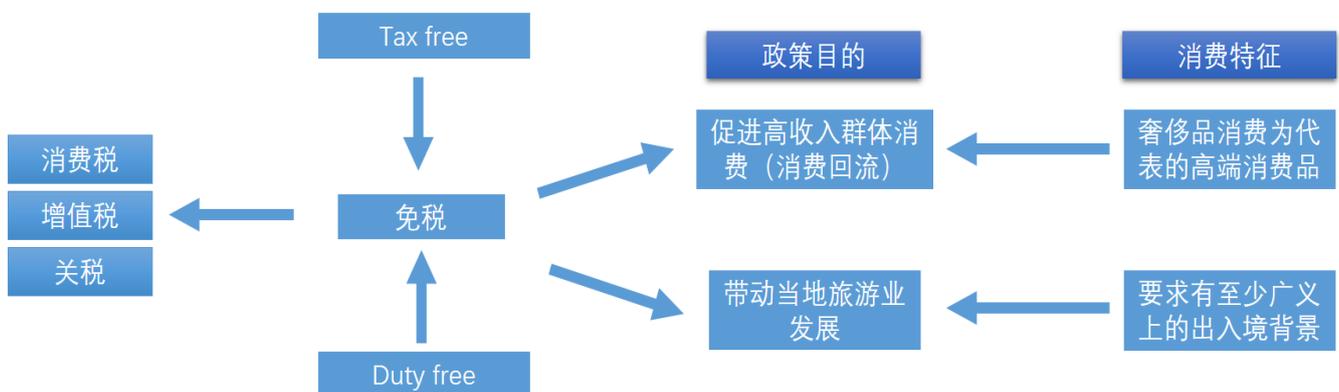
免税店指经海关总署批准,由经营单位在中华人民共和国国务院或其授权部门批准的地点设立符合海关监管要求的销售场所和存放免税品的监管仓库,向规定的对象销售、供应免税品的企业。

从历史上看,约 1840 年前后,杂货零售商开始向航海船只及其船员供应烟、酒等,这些商品是免税的,但只获准在该国领海外销售免税品,而且所有售出的免税品必须在海上消费,以保护本国的民族工业和贸易健康发展。其后随着欧洲海上贸易的不断扩大和飞机等交通工具的出现,越来越多的人在不同于自己国籍的土地上逗留,这些人群成为了潜在的消费者,为免税消费提供了需求。1947 年,爱尔兰发布了《机场免征关税法》,标志着现代意义免税业的诞生,发展至今已历经了 70 多年。

免税从退税流程上进行分类,可以分为 Tax Free 和 Duty Free,前者指在购买活动中支付全价货款,之后进行退税;后者则是指直接以免税后的价格购物。目前免税商业活动以后者为主。

免税政策免除的具体税务为:消费税、增值税和关税。对于商品来说,免税前后价差较大的商品具有很强的吸引力,于是,免税销售主要集中在课税较重的商品中,包括但不限于:烟草制品、葡萄酒及烈酒、香水化妆品、时尚品及配件、腕表珠宝及高级书写工具、糖果及食品、旅行用品等,基本集中在香水、化妆品、烟、酒等传统高课税商品及其他奢侈品。

图表 1: 免税的特征和政策目的



数据来源: 华福证券研究所

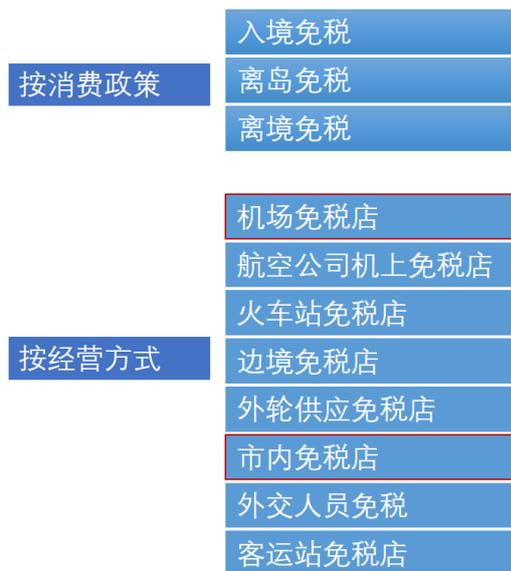
从目前的政策目的来看，**免税政策推出的主要目的在于促进高端消费和促进当地旅游业发展。**可以明显看到这两种目的可以同时实行在高收入人群身上——具有出入境旅游消费能力的人往往是奢侈品等高端消费的购物主体，反之亦然。这也同时确定了免税消费的特征为：**1.消费的主要物品是奢侈品等高端消费品。2.要求至少有广义上的出入境背景。（离岛免税是一种特例）**

### 1.2 免税的分类和逻辑矩阵

免税从消费政策上分类，可以分为：**入境免税、离境免税和离岛免税。**其中离岛免税是离境免税的变体，是通过人为地在境内划出一个岛屿当做“境外”，以实现广义上的离境概念。目前离岛免税政策实施地主要有：**韩国济州岛、日本冲绳岛、中国台湾金门、妈祖岛、中国海南岛，**可谓是东亚特色的免税形式。

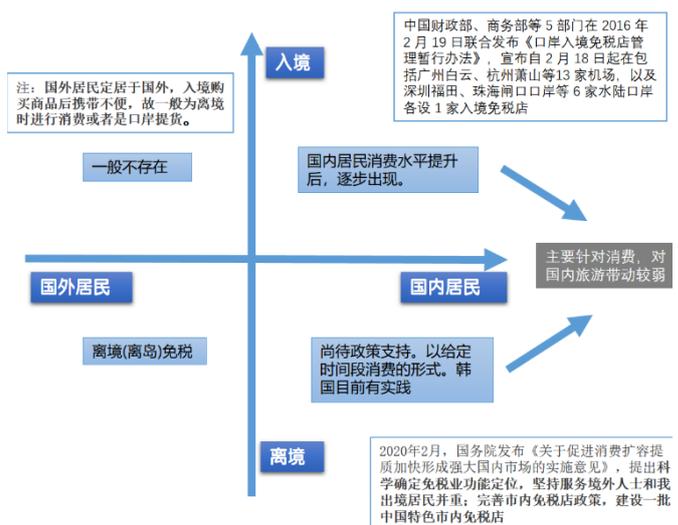
从免税业务开展的具体空间类型看，免税店主要的形式有：**机场免税店、航空公司机上免税店、火车站免税店、边境免税店、外轮供应免税店、市内免税店、外交人员免税店、客运免税店等。**目前免税市场中的主要表现形式是**市内免税店和机场免税店。**其余类型因为空间有限而不利经营或者目标客流较小等原因，其免税营业额占比不大。

图表 2：免税的分类



数据来源：华福证券研究所据相关文献整理

图表 3：免税政策逻辑矩阵



数据来源：华福证券研究所整理

针对公司业务，简便起见，一般单独谈论“离岛免税”时，是针对消费政策而言的，其表现形式可以包含海南岛内的机场免税店和市内免税店等；一般单独谈论“机场免税业务”时，是指在一般出入境政策下的免税店，而非离岛免税中的机场免税。

这种区分有利于我们叙述公司的业务类型。

从免税的逻辑矩阵看，免税的客户来源于居民和非居民，其出入境活动分为出境和入境，对此我们有四种可能的免税消费组合：

**非居民+入境：**此种情形一般不存在消费可能。非居民定居于境外，入境购买商品后，旅游或者公干都携带不便，故不会有此选择。

**非居民+离境：**免税消费及其政策最初针对的场景。非居民离境时购物后可以直接将商品带离出境。这对境内旅游业和高端消费都起到了带动作用。

**居民+入境：**居民入境时，是将旅游等带来的经济作用留在了国外，入境免税，更多地是促进高收入者消费。中国财政部、商务部等 5 部门在 2016 年 2 月 19 日联合发布《口岸入境免税店管理暂行办法》，宣布自 2 月 18 日起在包括广州白云、杭州萧山等 13 家机场，以及深圳福田、珠海闸口岸等 6 家水陆口岸各设 1 家入境免税店。目前居民入境免税已经形成了一定规模。

**居民+离境：**一般考虑，居民离境时消费获得的商品是携带不便的，但是可以规定在离境前一段时间都可以进行免税购物。该政策目前在韩国有实施的先例，我国目前还未有政策支持。2020 年 2 月，国务院发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重；完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。我们认为居民离境免税政策可能会有进一步政策支持。

### 1.3 离岛免税—东亚特色的免税形式

离岛免税目前仅存在中国海南岛、韩国济州岛、中国台湾金门、妈祖、日本冲绳岛，可谓是东亚特色免税政策。离岛免税政策不要求有实际的出入境活动，只是人为地制造了“出入境”——将境内的一块领土上的进出活动当做出入境进行处理。目前的免税政策要求是“离岛但不离境”。

从政策实施的可行性上看，相对独立的地理环境有助于进行这种广义上的出入境管理，从而能有效筛选出具有旅游消费能力的对象，准确定位政策的目标群体，以完成免税资格的审核。

图表 4：东亚离岛免税岛屿一览



数据来源：百度地图，华福证券研究所

#### 1.4 海南岛的免税政策与经济发展

自 2011 年海南岛免税政策出台之后，为进一步扩大免税产业对当地经济发展的支持作用，政策几经扩容。2011 年 3 月 24 日，中国财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，海南离岛免税购物人次和销售额进入稳步增长阶段。2020 年 6 月 29 日，财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，进一步放开了离岛免税的条件（无次数、是否岛民的限制，额度提高到 10 万元）。这是在原有基础上的一个大的政策扩容。

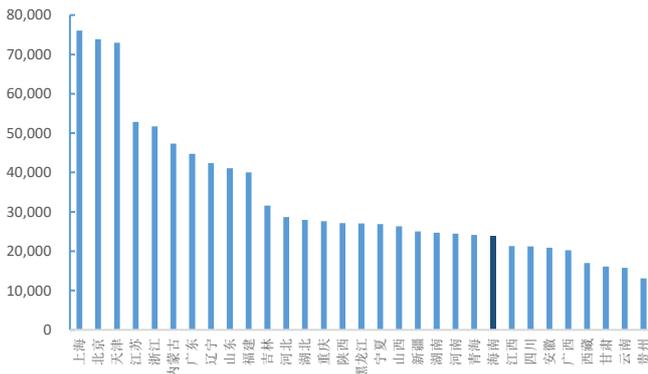
海南岛离岛免税政策给地区经济的发展提供了有力的支撑。自 2011 年离岛免税政策实施以来，至 2020 年，海南省 GDP 排名提升了 4 位。政策实施目的之一，促进当地旅游业的发展，得到了实现。

**图表 5：旅游收入与海南 GDP 高度相关**



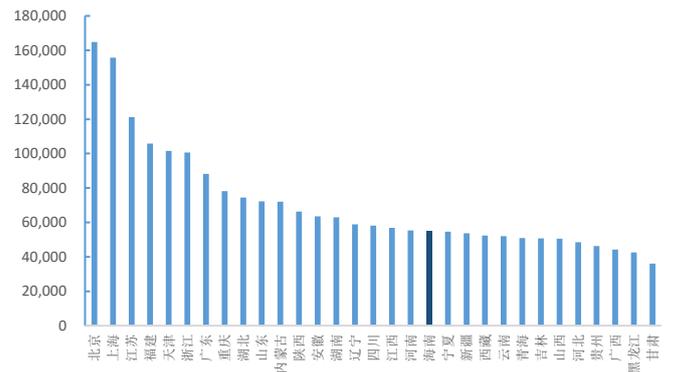
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

**图表 6：2010 年省级行政区人均 GDP**



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

**图表 7：2020 年省级行政区人均 GDP**



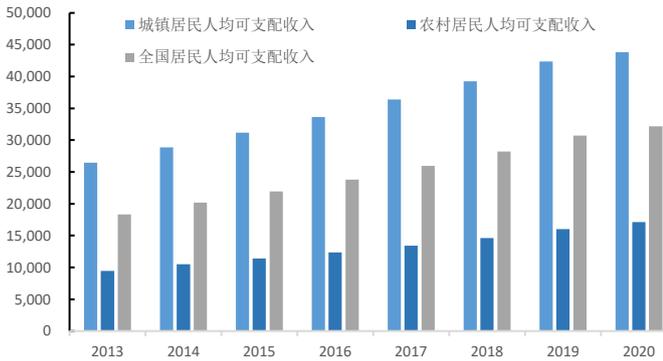
数据来源：国家统计局，华福证券研究所

### 1.4 我国旅游、奢侈品等高端消费潜力巨大

“发展的不平衡不充分”是现阶段经济的特点之一。先富起来的人群中，高端消费能力较强。在可见的未来，在实现共同富裕的努力中，伴随着出旅游需求和奢侈品消费需求群体的广泛存在。

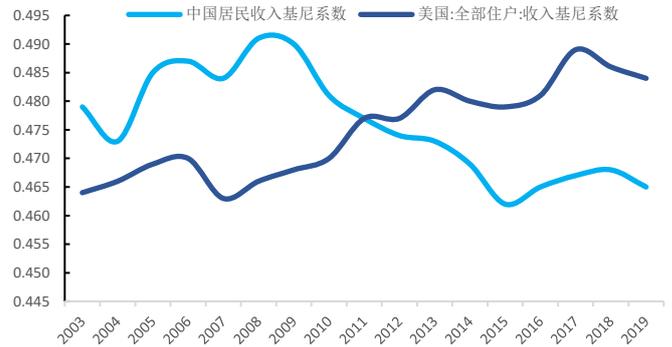
人均可支配收入绝对量的提高为高收入群体的形成打下基础。中国居民收入的基尼系数近年来有所降低，但整体依然处于 0.45-0.5 的高位。这些都为免税销售的客户来源提供了保证。

图表 8：我国人均可支配收入持续增长



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

图表 9：中国基尼系数仍处于高位



数据来源：国家统计局，华福证券研究所

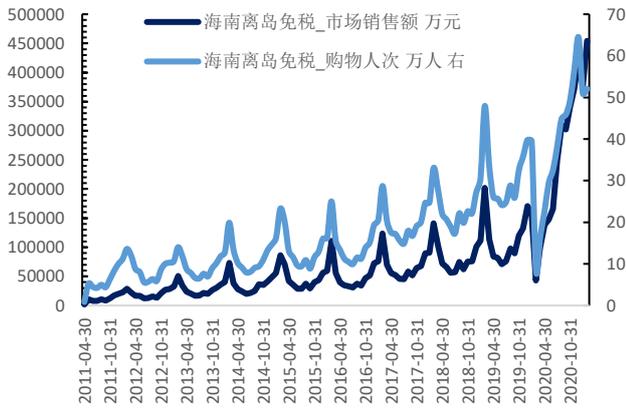
我国免税销售额自 2011 年以来一直保持高速增长，至 2020 年规模已达 670.4 亿元，CAGR 达 21.12%。在因 2020 年疫情产生的对旅游业不利影响逐步消除之后，免税销售额的持续增长动能仍在。

图表 10：中国免税业销售额稳步增长

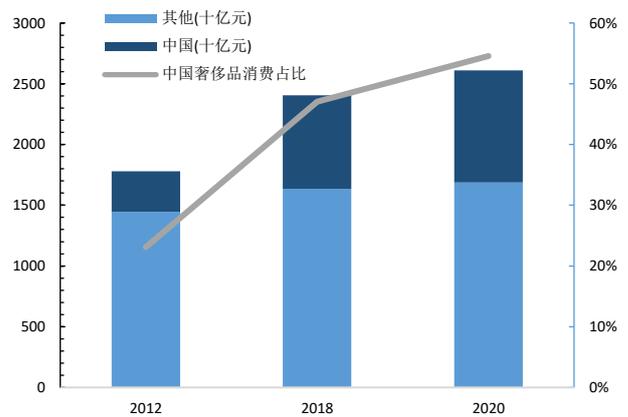


数据来源：国家统计局，前瞻产业研究院，华福证券研究所

据世界免税协会，中国消费了全球 40%的免税品，境外购买免税品超 1800 亿元。纵然旅游出行活动承受来自新冠疫情的巨大压力，但离岛免税消费市场依然逆势上涨。

**图表 11：2020 年离岛免税人次逆势增长**


数据来源：国家统计局，华福证券研究所

**图表 12：中国奢侈品消费动力强劲**


数据来源：麦肯锡咨询，华福证券研究所

## 二、 公司分析—免税与有税销售相结合、机场免税与离岛免税双轮驱动

### 2.1 公司历史沿革

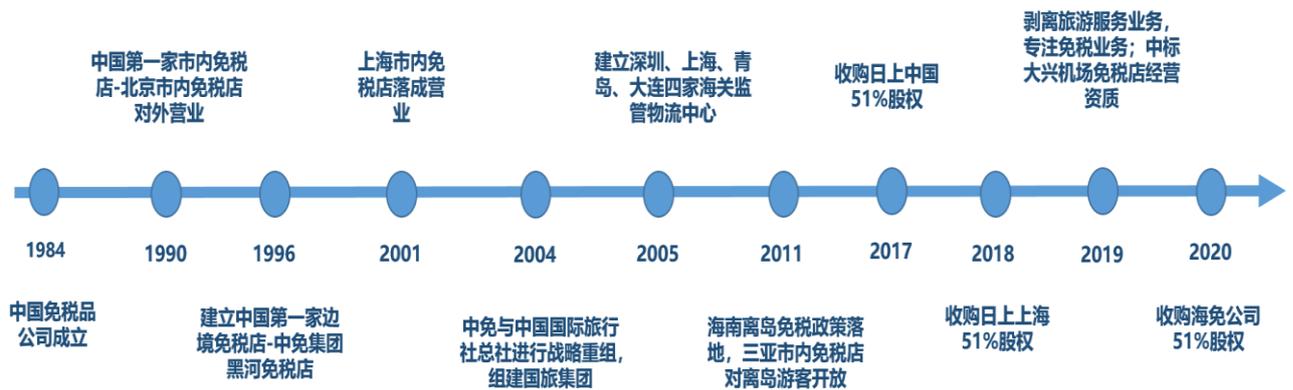
中国免税品（集团）有限责任公司（简称“中免集团”）于 1984 年正式成立，是经国务院授权，在全国范围内开展免税业务的国有专营公司。公司先后与全球逾 1000 个世界知名品牌建立了长期稳定的合作关系，在全国 30 多个省、市、自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 240 多家免税店，在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建有覆盖全国的 7 大海关监管物流中心。销售渠道覆盖北京机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内大型枢纽机场，香港机场、澳门机场等亚太国际机场，以及三亚国际免税城，每年为近 2 亿人次的国内外游客提供免税商品服务。

公司于 2017 年、2018 年分别收购日上中国和日上上海，二者分别经营北京机场 T3 免税店和上海机场（虹桥、浦东）免税店业务，至此，公司拥有了离岛免税业务及一线城市机场免税业务，市场份额得到巨大扩充。

2019 年，公司剥离旅游服务业务，专注深耕免税业务。同年成功竞标北京大兴机场免税店经营资质。

2020 年，公司收购海免公司 51% 股权，完成对目前离岛免税的基本覆盖，即离岛政策指定的目前四家离岛免税经营实体：三亚海棠湾免税店，海口日月广场免税店、海口市免税店、琼海博鳌东屿岛免税店。因此公司在整个免税行业的市占率也达到了 90% 以上。

图表 13: 公司历史大事记



数据来源: 公司官网, 公司公告, 华福证券研究所

公司先前不少经营主体依托于中免(集团)公司进行经营, 后逐步统一划归至中免(海南)运营总部管理。目前公司主要的盈利控股公司为: 完全控股的中免三亚市内免税店(三亚海棠湾), 各持股 51% 的日上中国(首都机场 T3)、日上上海(上海机场)、海免公司(美兰机场、博鳌、日月)、首都机场免税店(首都机场 T2) 公司。

图表 14: 公司股权结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

公司目前在全国 30 多个省、市、自治区(包括香港、澳门、台湾地区)和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 240 多家免税店。

图表 15: 公司免税店类型布局齐全

机场免税店	广州、香港国际、海口美兰、柬埔寨、日上免税行（北京、上海）机场免税店等
航空公司机上免税店	厦门航空、哈尔滨北鹞航空、广州南航航空、上海东方航空机上免税店
火车站免税店	东莞火车站、广州东火车站免税店
边境免税店	文锦东口岸、皇岗口岸、深圳湾口岸、二连浩特边境、抚远免税店等
外轮供应免税店	友谊外供购物中心免税店、青岛邮轮母港免税店、日照外轮供应免税店等
市内免税店	三亚国际免税城、香港市内店、北京、上海、大连、青岛、厦门市内免税店
客运站免税店	日照港免税店、天津游轮母港免税店、烟台外轮供应免税店等

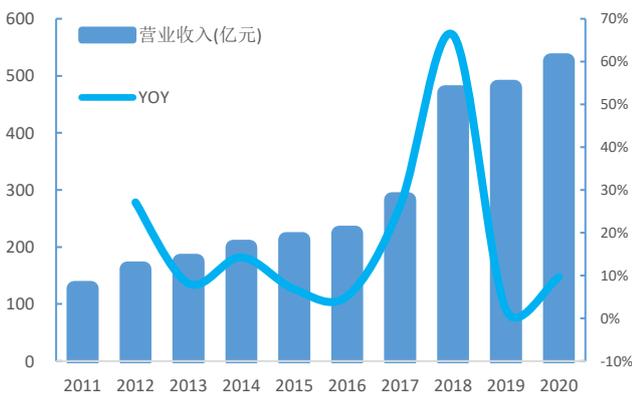
数据来源：公司官网，华福证券研究所

## 2.2 剥离旅游服务业务，深耕免税业务

公司先期主营商品销售业务和旅游服务业务。2019 年后，公司基本将旅游服务业务剥离，专注于高毛利的商品销售业务。

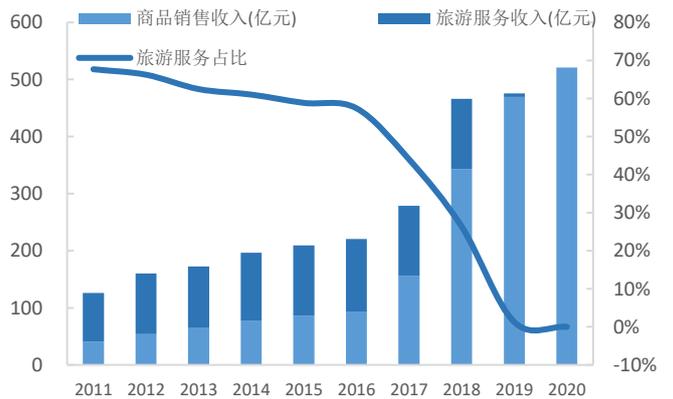
自 2017 年、2018 年收购日上上海和日上中国之后，公司依托一线城市机场免税业务，营收规模上升至新的台阶，达到 500 亿左右。

图表 16: 2017 年收购日上后营收显著增强



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 17: 公司旅游服务业占比持续降低

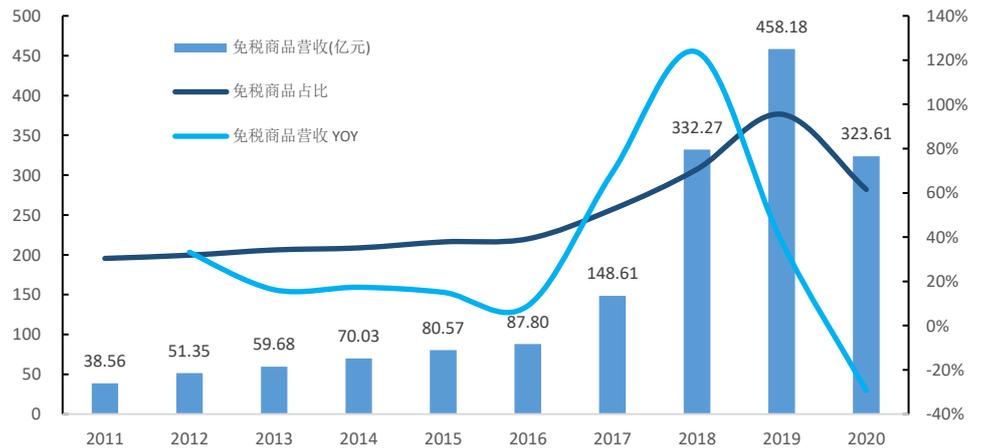


数据来源：公司公告，华福证券研究所

2020 年新冠疫情导致跨境游减少，免税商品营收增速受阻。公司大力拓展线上业务。2020 年公司有税商品销售收入 107.08 亿元，数额及占比皆创历史新高。但免税业务营收受离境免税业务（日上）拖累，出现了下降。

短期看，境外疫情控制尚未完全达到出境游的要求，而国内旅游业已经在逐步恢复，免税消费国外需求回流，预计 2021 年公司免税销售将逐步走出疫情的阴霾。随着疫苗的广泛接种和经济复苏，未来首都机场、上海机场（浦东、虹桥）客流将逐渐恢复，免税商品的销售潜能将逐步释放。

**图表 18：2020 年公司免税营收占比下降**



数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 19：2020 年有税商品销售收入显著增长**



数据来源：公司公告，华福证券研究所

**图表 20：免税商品销售占主体**

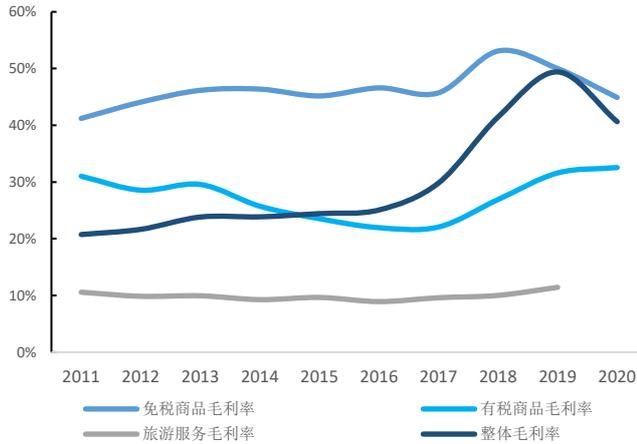


数据来源：公司公告，华福证券研究所

### 2.3 免税销售高毛利驱动公司增长

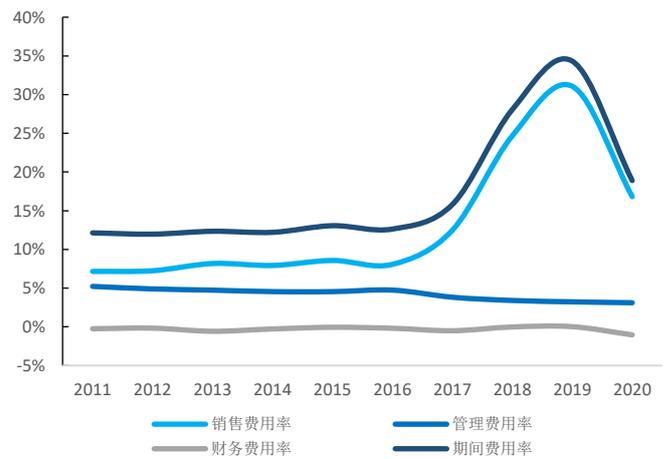
2017 年、2018 年收购日上中国、日上上海，机场免税业务带来租赁费用增加；同时公司商品销售收入占比上升，因其毛利率较高，推高了整体毛利率。2020 年受新冠肺炎疫情影响，机场等渠道免税店客源同比大幅下降。公司与上海机场签署补充协议，减免应付租金，公司销售费用同比大幅下降。

图表 21：免税商品毛利率高于有税商品



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 22：2020 年期间费用因机场租金减免而降低



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 23：公司净利率稳步上升



数据来源：公司公告，华福证券研究所

## 2.4 重要经营主体分析—机场免税贡献营收，离岛免税贡献净利

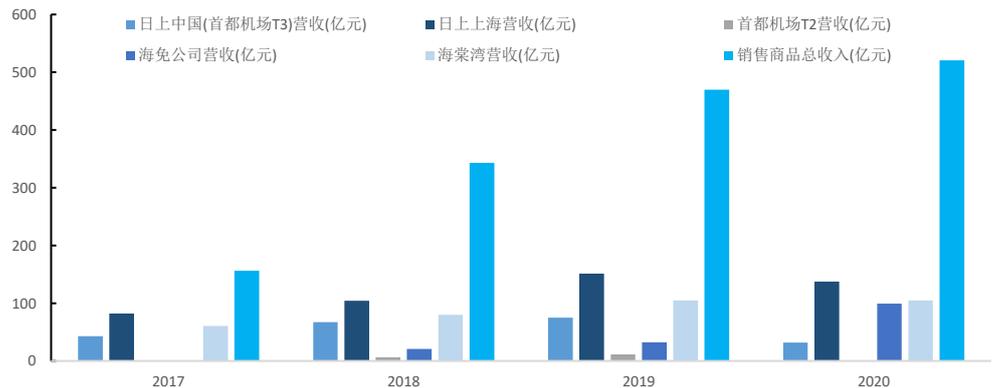
按照免税经营方式分类，公司已经拥有了所有品种的免税门类。日上上海、日上中国、海免和海棠湾是公司营收主体。海免公司 2020 年营收亮眼，未来将成为离岛免税销售的有力补充。按照免税政策分类，公司同时拥有出入境免税和离岛免税业务。2020 年收购海免公司之后，公司离岛免税业务市占率几乎达到 100%；免税业务整体市占率达 90%。

图表 24：公司经营主体及其类型



数据来源：公司公告，华福证券研究所

图表 25：海免公司有望成为新的营收贡献主体



数据来源：公司公告，华福证券研究所

三亚海棠湾免税店（三亚国际免税城）是公司净利润贡献主体，贡献率一直在30%+。作为市内免税店，其优势在于，租金较机场免税店低，同时，其位于城市中心，交通便捷、人流量大，能够有效的增加购买人次和销售额。另外，市内免税店内客户的停留时间更长，不会被航班起飞时间限制，还可以起到引流和营销的效果。

公司对日上中国和日上上海分别仅持有51%股权，二者对公司的营收贡献较大，但归母净利润贡献不及三亚海棠湾。2020年公司应付机场租金大幅降低，浦东机场租金减少约70%，公司销售费用降低，日上上海的归母净利润得到显著提升。另外，大兴机场2019年投运，相关子公司的盈利能力尚待进一步开发。

图表 26: 海免公司成为新的重要归母净利润来源



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 27: 归母净利润中三亚海棠湾占比最大

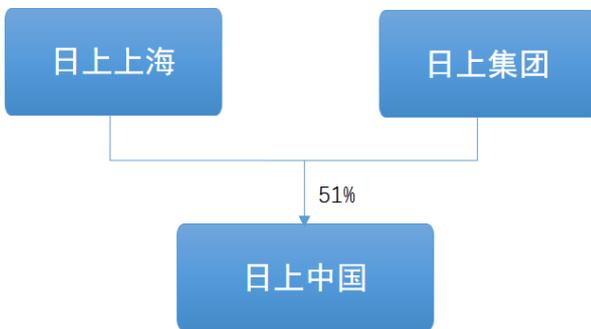


数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

### 2.4.1 机场免税—依托一线城市充沛的出入境客流, 未来盈利可期

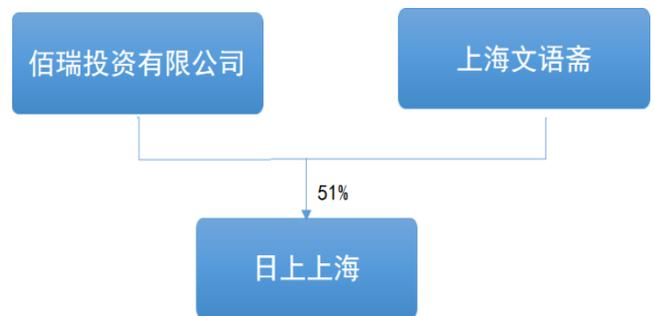
2017年, 因竞标首都机场免税资质需要, 公司与日上集团合作, 以获得首都机场 T3 免税品经营资质作为前提, 控股日上中国 51% 股权。2018年, 公司进一步扩大免税市场份额, 收购日上上海 51% 股权。

图表 28: 收购前日上中国股权结构



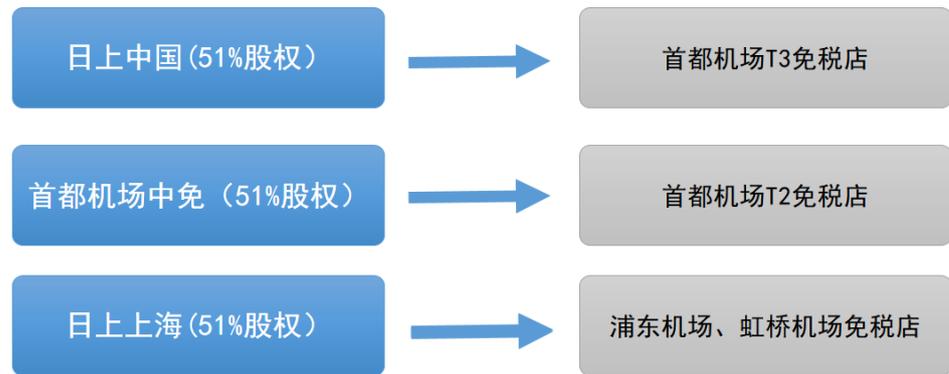
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 29: 收购前日上上海股权结构



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 30: 重要机场免税子公司经营的免税店

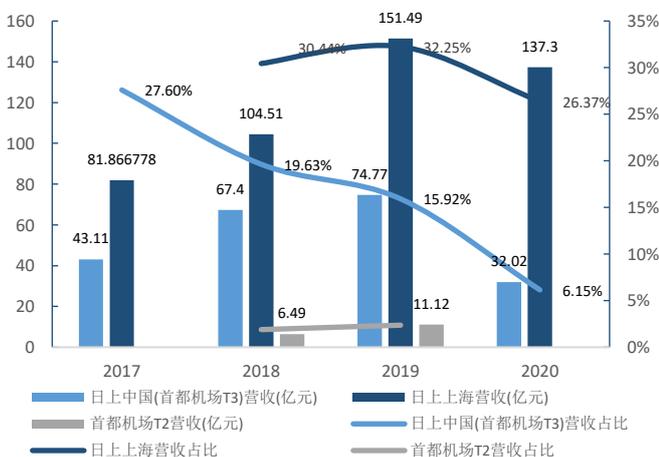


数据来源: 华福证券研究所

首都机场 T2 航班目的地大多不是热门旅游地, 免税消费的客源较少, 消费能力不强。T2 的进出港面积远小于 T3。首都机场免税限额 5000 元, 上海机场免税限额 8000 元。客流方面, 浦东+虹桥机场客流超过首都机场。由此, 上海机场免税店营收整体高于首都机场, 首都机场 T3 免税店营收高于 T2。

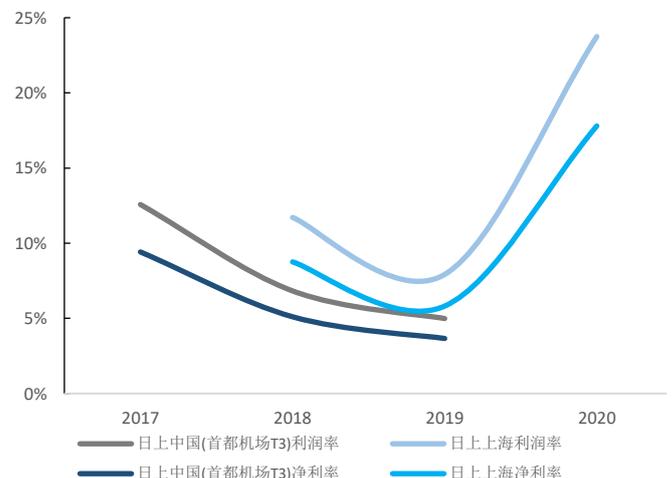
对比首都机场, 上海机场的免税营收能力几乎是前者的两倍 (以完成收购后的 2019 年作为标准)。2017 年以来, 公司持股 51% 的日上中国和日上上海依托一线城市旺盛的出入境客流, 营收能力强劲, 拉动了公司营收的极速增长。但 2020 年疫情打破了原来的盈利节奏。受疫情影响, 2020 年上海、北京机场免税销售下降, 海棠湾虽得益于免税新政, 销售量有所上升, 但未能对冲这种颓势。国际航班的恢复是影响机场免税店未来营收的关键变量。出境游需求被压制, 短期看免税消费需求将转移到离岛免税的销售量中。

图表 31: 日上上海和首都机场 T3 占据营收主体



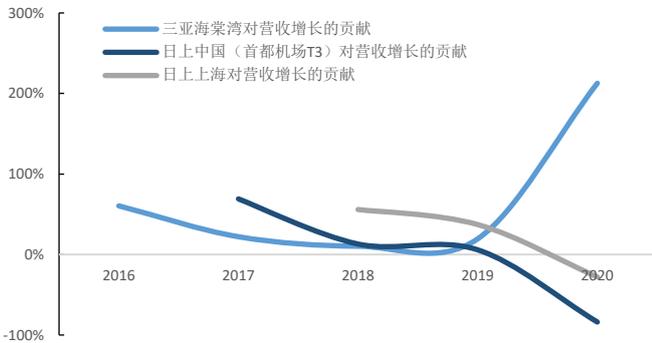
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 32: 上海机场的利润率高于首都机场



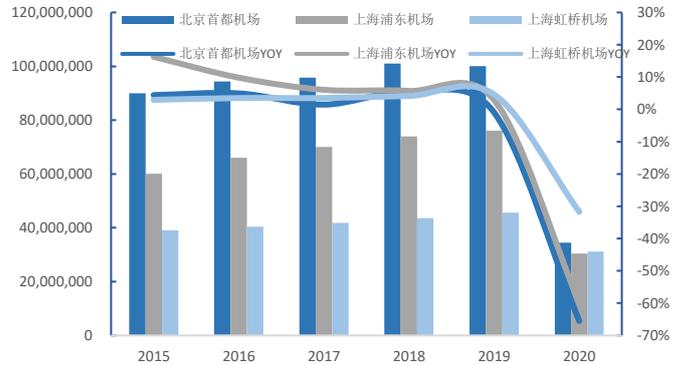
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 33: 疫情导致机场免税业务对营收负拉动



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 34: 机场旅客吞吐量(人)



数据来源: 公司公告, 中国民用航空局, 华福证券研究所

### 2.4.2 离岛免税—海棠湾是绝对主力, 海免公司有望成为未来营收贡献主体

作为公司的全资孙公司, 得益于 2020 年离岛免税新政, 公司净利润贡献主力三亚海棠湾去年销售业绩亮眼, 实现营收 213.2 亿元, 同比增长 YOY+103.7%

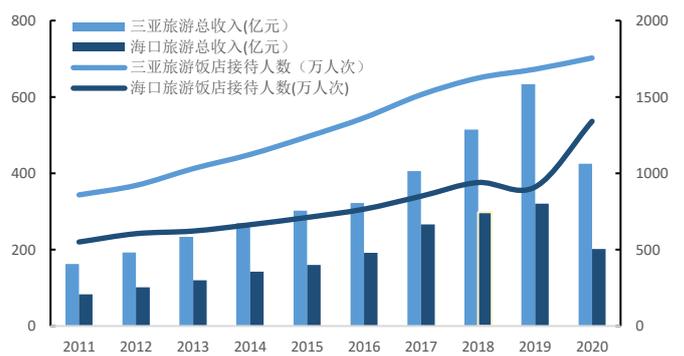
历年看, 海棠湾免税销售额占海南离岛免税份额均在 70%以上, 是海南离岛免税销售的绝对主力。三亚是海南旅游的热门目的地, 造就了海棠湾的免税消费旺盛客流, 海口则相对逊色。

图表 35: 海棠湾营收增长强劲



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

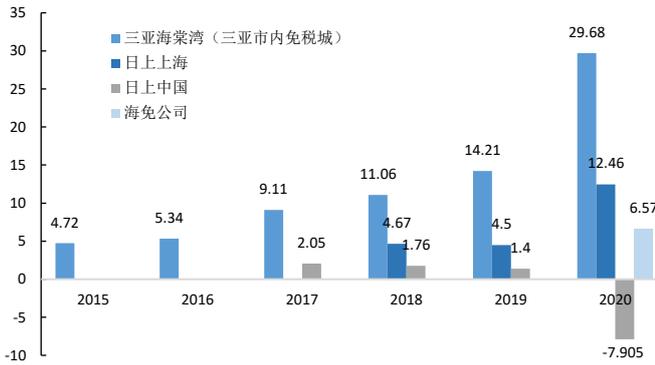
图表 36: 三亚相对于海口旅游禀赋优势明显



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

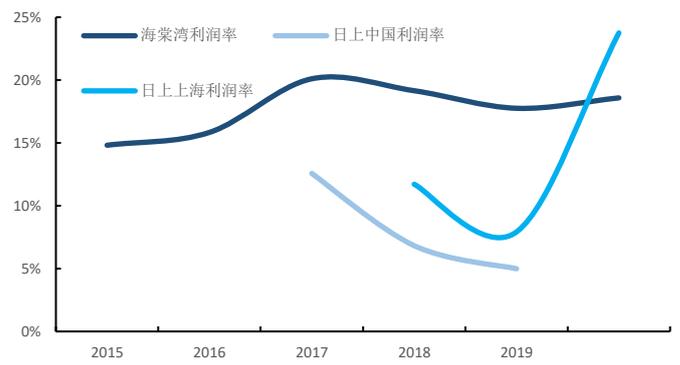
三亚国际免税城总建筑面积约 12 万平方米, 商业面积达 7.2 万平方米, 是全球规模最大的单体免税店。因租金、容量等方面的因素, 海棠湾的利润率高于机场免税店。2020 年公司与上海机场签署补充协议, 减免约 70%租金, 利润率得到了提升。

图表 37: 海棠湾归母净利润贡献最大



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 38: 海棠湾经营利润率高于机场免税店



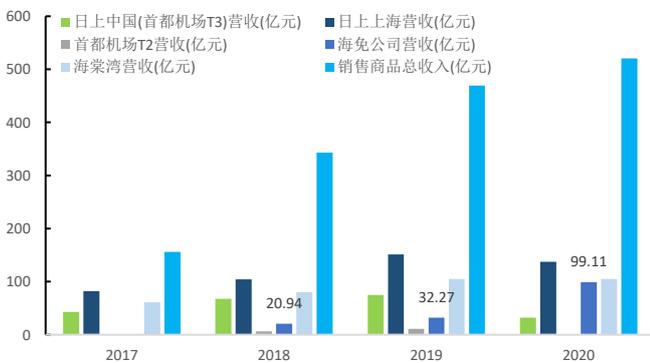
数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

海免公司和中免是目前离岛免税业务的主要参与者。收购前海免包括除海棠湾外主要离岛免税店。因地理位置、体量等原因,其离岛免税销售体量不及海棠湾。18年,海免销售额仅为海棠湾的 1/8。

相较于并购前,海免公司营收增长 2 倍多,接近 100 亿元,归母净利润达 6.57 亿元,超过非疫情下的日上上海。这其中有离岛免税新政的影响,但也有中免依靠强大的议价能力等对海免的积极作用。预计在将来,海免和中免将形成有效的协同,成为公司净利润的重要来源。

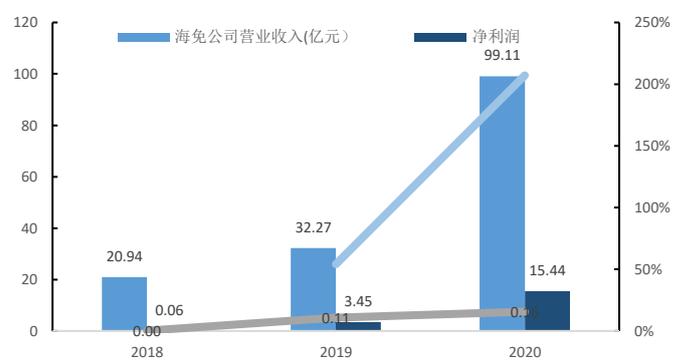
公司 2019 年并购海免公司之后,连同海口美兰机场、海口日月免税店,琼海博鳌东屿岛免税店在内,将海南省主要离岛免税店收入囊中,公司未来议价能力将进一步提升。

图表 39: 并购后,海免公司营收趋近海棠湾



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

图表 40: 并购后,海免的运营能力得到加强



数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

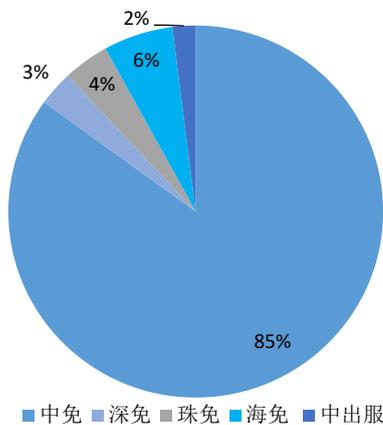
### 三、免税业务未来发展—潜在需求仍在,有待旅游业从疫情中恢复

#### 3.1 公司成为免税市场绝对龙头,对上游商家议价能力增强

海关统计显示，2020 年新政策落地首周，化妆品购买量、购买金额均居首位。购买量前三的商品为化妆品（占 83.5%）、香水（占 4.7%）和首饰（占 1.8%）。购买金额前三的是化妆品（占 51.3%）、首饰（占 14.1%）和手表（占 11.9%），合计占购物总额 77.2%。

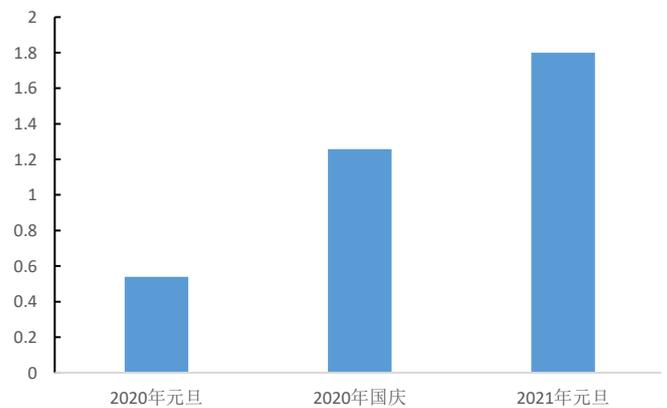
2020 年 8 月，根据世界品牌实验室发布的“2020 年中国 500 最具价值品牌”榜单，公司“中免集团”品牌价值为 836.59 亿元，在旅游服务行业位居第一。收购海免后，中免整体免税市占率将达 90%+，成为市场绝对龙头。依靠体量优势，在议价、渠道方面的话语权将进一步提高。

图表 41：免税行业市场占有率



数据来源：商务部，华福证券研究所

图表 42：海南离岛免税节假日日均销售额（亿元）



数据来源：海关总署，华福证券研究所

### 3.2 不考虑疫情，国内旅游经济潜在增长动力旺盛

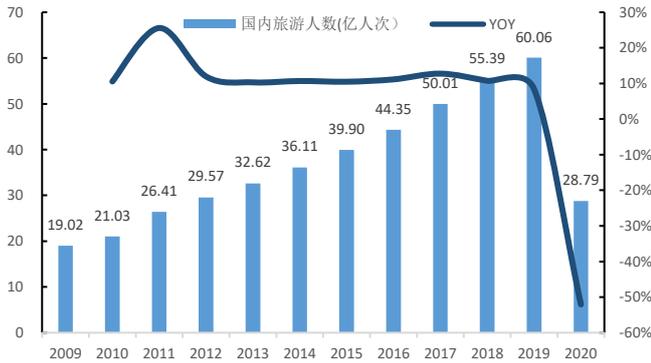
收入水平的提高带来旅游产业的繁荣。2012-2019 以来，国内旅游人次以 10% 左右的速率稳步增长。新冠疫情下，2020 年国内旅游人次减半。

2012-2019，全国总计旅游收入以 15% 左右速率增长，2019 年达 5.7 万亿，2020 年因疫情抑制出行，外加旅游景点门票优惠等原因，旅游收入下跌 61.07%。

据国家文旅部，2021 年“五一”假期，全国国内旅游出游 2.3 亿人次，同比增长 119.7%，按可比口径恢复至疫前同期的 103.2%；实现国内旅游收入 1132.3 亿元，同比增长 138.1%，按可比口径恢复至疫前同期的 77.0%。

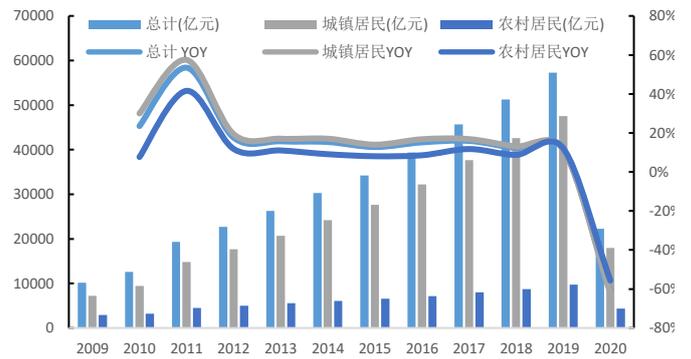
展望未来，随着国内疫情得到稳步控制，未来旅游行业将逐步恢复到疫情前的水平。

图表 43: 近 10 年来旅游人次稳步上升



数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

图表 44: 旅游收入稳步上升

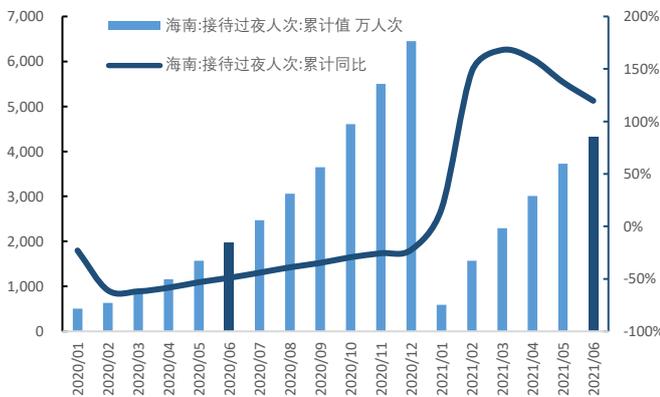


数据来源: 国家统计局, 华福证券研究所

### 3.3 国内旅游人次正在逐步恢复

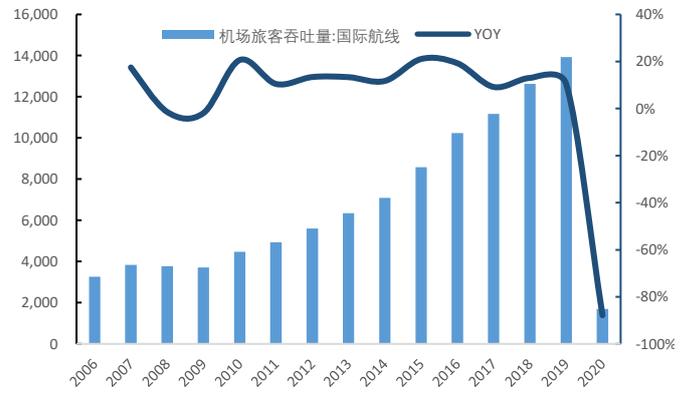
2021 年以来, 离岛免税市场整体呈现恢复的态势, 截止到 6 月, 海南接待过夜人次累计同比增长 119.7%。今年海南省的旅游人次超过 2020 年的目标基本可以完成。本年度离岛免税的消费人次将会有所提升。

图表 45: 国内海南岛旅游人次已开始恢复



数据来源: 海南旅游和文化广电体育厅, 华福证券研究所

图表 46: 2020 年国际航线旅客数下降严重



数据来源: 海南旅游和文化广电体育厅, 华福证券研究所

### 3.4 2020 年免税销售额增长主要由客单价带动, 未来可能量价齐升

2011 年以来, 海南离岛免税销售额 CAGR 为 44.99%。因为疫情影响出行, 2020 年离岛免税新政对销售额的影响大于对购物人次的影响。

2020 年的离岛免税新政实施, 免税消费金额提升至 10 万元, 客户购物单价得到了显著的提升。同时因疫情防控, 免税商品购物人次增长率没有显著变化。

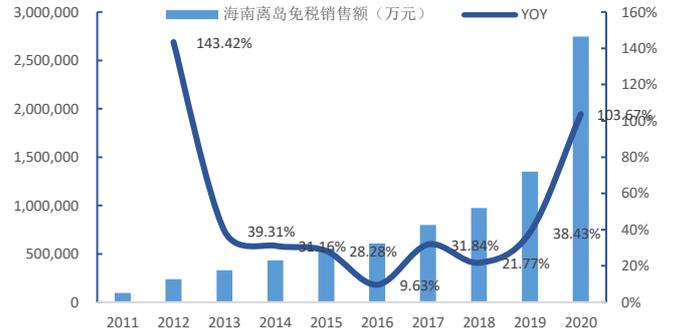
疫情后时代, 未来购物人次将逐步释放, 离岛免税将很可能迎来量价齐升的局面。

图表 47：疫情、新政相互对冲，购物人次增长稳定



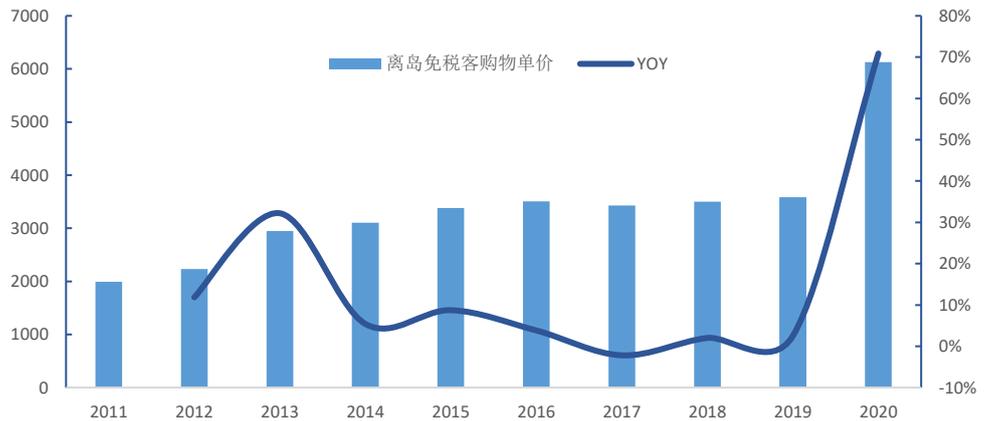
数据来源：海关总署，华福证券研究所

图表 48：2020 年免税销售增长明显



数据来源：海关总署，华福证券研究所

图表 49：2020 年免税销量由客单价提升带动



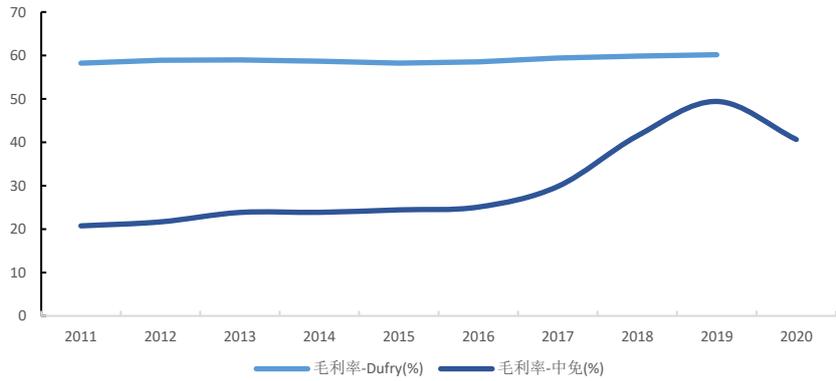
数据来源：海关总署，华福证券研究所

据公司 2021 年中报业绩快报显示，该期内已经完成销售额 355 亿元，按照以往的经验，公司 2021 年可完成约 700+亿的营收，至少可达到同比约 20% 的增长。

#### 四、 盈利预测

1. 并购海免后，公司在离岛免税业务甚至整个免税行业中成为绝对龙头，对上游厂商的议价能力提高，公司毛利率有望向成熟免税公司靠拢，得到进一步的提升。
2. 短期来看，影响旅游业的新冠疫情防控呈现出国内外分化的情况。短期内在出境游被压制的情况下，离岛免税将是免税消费需求实现的主要形式（消费回流），结合免税新政和国内旅游的复苏，离岛免税今后几年可能出现量价齐升的状况。
3. 长期来看，若国外疫情得到控制，国际航班能够恢复，公司控股的日上上海和日上中国将继续依托一线城市丰富的跨境旅游客源，支撑公司业绩的增长。

图表 50: 公司毛利率和免税巨头 Dufry 尚有差距



数据来源: Wind, 华福证券研究所

**盈利预测:** 我们预测 2021/2022/2023 年公司将实现营收 68,518.80/85,648.50/107,060.62(百万元), 我们给出目标价 320 元, 并“强烈推荐”。

图表 51: 公司营收预测

	2020	2021E	2022E	2023E
商品销售收入(亿元)	520.68	685.19	856.48	1070.61
三亚海棠湾营收	213.17	298.44	402.90	523.76
日上中国(首都机场 T3)	32.02	44.83	60.52	78.67
日上上海	137.30	192.22	259.50	337.35
其他	138.19	149.70	133.57	130.82

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

## 五、 风险提示

国内新冠疫情反复风险; 国际疫情控制不及预期; 免税政策变动风险

**图表 52: 财务预测摘要**

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,706.21	19,665.19	26,925.78	35,354.35	营业收入	52,596.84	68,518.80	85,648.50	107,060.62
应收票据及账款	128.68	912.34	1,140.43	1,425.53	营业成本	31,220.61	38,485.29	48,106.62	60,133.27
预付账款	255.60	629.31	786.64	983.30	营业税金及附加	1,083.29	1,158.28	1,447.85	1,809.81
其他应收款	866.64	1,108.69	1,385.86	1,732.32	销售费用	8,846.63	16,574.68	20,718.35	25,897.94
存货	14,733.02	13,083.98	16,354.97	20,443.71	管理费用	1,637.14	2,226.60	2,783.25	3,479.06
其他流动资产	281.04	240.30	300.37	375.46	研发费用	-	-	-	-
流动资产总计	30,971.19	35,639.80	46,894.05	60,314.68	财务费用	-545.28	-51.07	-81.53	-108.99
长期股权投资	791.26	791.26	791.26	791.26	资产减值损失	-908.72	-719.64	-899.55	-1,124.44
固定资产	1,590.53	1,514.68	1,406.62	1,266.37	信用减值损失	18.12	5.66	7.07	8.84
在建工程	1,233.18	1,027.65	822.12	616.59	其他经营损益	-0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	2,448.76	2,040.63	1,632.51	1,224.38	投资收益	15.86	-	-	-
长期待摊费用	717.31	358.65	-	-	公允价值变动损益	-	-	-	-
其他非流动资产	4,167.15	3,996.96	3,826.78	3,656.59	资产处置收益	-0.05	0.64	0.64	0.64
非流动资产合计	10,948.18	9,729.84	8,479.29	7,555.20	其他收益	214.39	106.65	106.65	106.65
<b>资产总计</b>	<b>41,919.37</b>	<b>45,369.63</b>	<b>55,373.34</b>	<b>67,869.87</b>	营业利润	9,694.06	9,518.33	11,888.79	14,841.23
短期借款	417.36	-	-	-	营业外收入	4.22	31.98	31.98	31.98
应付票据及账款	4,326.74	4,980.46	6,225.58	7,781.97	营业外支出	26.49	52.20	52.20	52.20
其他流动负债	10,916.93	8,900.22	11,125.27	13,906.59	其他非经营损益	-	-	-	-
流动负债合计	15,661.04	13,880.68	17,350.85	21,688.56	<b>利润总额</b>	<b>9,671.78</b>	<b>9,498.12</b>	<b>11,868.57</b>	<b>14,821.01</b>
长期借款	-	-	-	-	所得税	2,335.27	2,367.51	2,958.38	3,694.31
其他非流动负债	79.50	81.50	81.50	81.50	<b>净利润</b>	<b>7,336.52</b>	<b>7,130.60</b>	<b>8,910.19</b>	<b>11,126.71</b>
非流动负债合计	79.50	81.50	81.50	81.50	少数股东损益	1,196.58	1,240.18	1,549.70	1,935.20
<b>负债合计</b>	<b>15,740.53</b>	<b>13,962.18</b>	<b>17,432.35</b>	<b>21,770.06</b>	归属母公司股东净利润	6,139.94	5,890.42	7,360.49	9,191.50
股本	1,952.48	1,952.48	1,952.48	1,952.48	EBITDA	9,642.13	10,665.39	13,037.58	15,636.12
资本公积	1,982.07	1,982.07	1,982.07	1,982.07	NOPLAT	6,945.23	7,111.83	8,868.56	11,064.46
留存收益	18,373.16	22,361.60	27,345.44	33,569.06	EPS(元)	3.14	3.02	3.77	4.71
归属母公司权益	22,307.71	26,296.15	31,279.98	37,503.60					
少数股东权益	3,871.13	5,111.31	6,661.01	8,596.21	<b>主要财务比率</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>26,178.84</b>	<b>31,407.46</b>	<b>37,940.99</b>	<b>46,099.82</b>	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>41,919.37</b>	<b>45,369.63</b>	<b>55,373.34</b>	<b>67,869.87</b>	<b>成长能力</b>				
					营收增长率	8.20%	30.27%	25.00%	25.00%
					营业利润增长率	31.79%	20.00%	20.00%	20.00%
					EBIT增长率	27.27%	3.51%	24.77%	24.82%
					EBITDA增长率	27.22%	10.61%	22.24%	19.93%
					归母净利润增长率	32.64%	-4.06%	24.96%	24.88%
					经营现金流增长率	64.41%	-14.78%	24.54%	15.43%
					<b>盈利能力</b>				
					毛利率	40.64%	43.83%	43.83%	43.83%
					净利率	13.95%	10.41%	10.40%	10.39%
					营业利润率	18.43%	13.89%	13.88%	13.86%
					ROE	27.52%	22.40%	23.53%	24.51%
					ROIC	45.03%	41.47%	47.70%	56.51%
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.45	1.51	1.55	1.58
					应收账款周转率	113.26	75.11	75.11	75.11
					存货周转率	2.74	2.94	2.94	2.94
					<b>估值倍数</b>				
					P/E	80.13	83.53	66.85	53.53
					P/B	22.06	18.71	15.73	13.12
					EV/EBIT	53.35	51.27	40.75	32.35
					EV/EBITDA	50.49	45.41	36.84	30.44

数据来源: 公司公告, 华福证券研究所

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 一般声明

华福证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，该等公开资料的准确性及完整性由其发布者负责，本公司及其研究人员对该等信息不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，之后可能会随情况的变化而调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。投资者应自行决策，自担投资风险。

本报告版权归“华福证券有限责任公司”所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票 投资评级	以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	强烈推荐	公司股价涨幅超基准指数 15%以上
		审慎推荐	公司股价涨幅超基准指数 5-15%之间
		中性	公司股价变动幅度相对于基准指数介于±5%之间
		回避	公司股价表现弱于基准指数 5%以上
行业 投资评级	以报告日起 6 个月内，行业指数相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
		中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
		回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 联系方式

### 华福证券研究所 上海

公司地址：中国上海市浦东新区滨江大道 5129 号陆家嘴滨江中心 N1 幢 6 层

机构销售：王瑾璐

联系电话：021-20655132

联系邮箱：hfyjs@hfzq.com.cn