

推荐 (维持)

免税市场前景广阔，中免强者恒强

风险评级：中风险

中国中免 (601888) 深度报告

2021年10月26日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

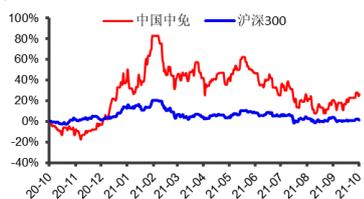
电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

主要数据 2021年10月25日

收盘价(元)	264.47
总市值(亿元)	5163.71
总股本(亿股)	19.52
流通股本(亿股)	19.52
ROE(TTM)	41.24%
12月最高价(元)	387.86
12月最低价(元)	172.77

股价走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

- **公司是国内唯一具有全渠道免税资质运营商。**公司是国内唯一具有全免税渠道资质的免税商，实现全免税渠道覆盖。拆分国旅总社、收购日上免税行及海免后，专注免税零售业务，已开业240多家免税店，拥有上海虹桥机场、首都机场、白云机场等国内主要国际空港免税店和海南最大的旅游零售综合体。公司在疫情期间全球免税业受到重大冲击的背景下，凭借中国庞大的国内市场及海南离岛免税新政快速恢复，2020年旅游零售额排名从第四名提高至第一名。
- **规模铸造强大竞争优势，多渠道布局优势互补。**全球免税龙头Dufry凭借庞大的体量提升对供应商的议价能力，毛利率长期稳定在60%左右，而中国中免2019年旅游零售规模约67.32亿美元，毛利率达49.55%。与Dufry相比，中免零售规模与毛利率仍有提升空间。此外，公司深耕口岸、离岛免税业务，在机场免税业务恢复后有望继续提升整体毛利率，与成本费率更低的离岛免税优势互补，形成机场免税扩大规模压降成本、离岛免税增厚利润、线上有税品降价竞争能力加强以扩大业务版图的三角矩阵，实现循环互补。
- **口岸免税有待恢复。**截至2020年末，公司拥有中国前十大机场中九个机场的机场免税店特许经营权，并在全国运营有60家机场免税店。根据弗若斯特沙利文数据，由公司运营免税店的机场服务游客人数超25亿人次，公司口岸免税店免税零售额占国内口岸免税零售额比重达69.7%。疫情影响下，上海机场降低了免税店租金，未来主要机场租金亦有望降低，增厚机场免税利润。
- **离岛免税黄金赛道。**预计海南离岛免税渗透率可达40%，较目前海南离岛免税12.4%的渗透率仍有近两倍的提升空间。公司在海南离岛免税市场仍占有超90%份额，拥有三亚核心免税城和海口在建的最大旅游零售综合体，市场前景广阔。海南优惠税率有望增厚公司离岛免税业务净利润。
- **投资建议：**短期来看三季度受到散点疫情扰动，中免业绩承压，但国内疫苗完全接种率已超过70%，海南旺季旅游信心逐步恢复。长期来看旅游修复趋势不改，消费升级+消费回流有望持续带动旅游消费增长，公司享受离岛免税新政和海南自贸港建设红利，有望凭借离岛免税和市内免税布局实现弯道超车，巩固全球免税零售龙头领先地位。预计2021/2022年EPS分别为5.74元、7.83元，对应PE分别为46.08倍、33.76倍，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧，新建项目推进低于预期，海南国际自贸港和消费中心建设不及预期，疫情反复压制出游意愿，宏观经济下行降低消费能力等。

目 录

1. 公司是我国免税龙头.....	4
1.1 公司是国内唯一具有全渠道免税资质的免税商.....	4
1.2 国资控股背景深厚，免税零售经验丰富.....	5
1.3 聚焦免税主业 外延巩固龙头地位.....	6
2. 规模+供应链筑造中免强大竞争优势.....	8
2.1 公司深耕国内免税行业.....	8
2.2 规模优势巩固公司龙头地位.....	10
2.3 供应链是核心壁垒.....	11
3. 全面布局免税业务.....	13
3.1 口岸免税有待恢复.....	13
3.2 离岛免税黄金赛道.....	14
3.2.1 离岛免税新政大力支持海南免税业.....	14
3.2.2 海南自贸港建设将长久助力海南旅游消费发展.....	15
3.2.3 离岛免税空间广阔.....	16
3.2.4 建设旅游零售综合体.....	17
3.3 市内免税政策有望加速落地.....	19
3.4 线上零售拓宽销售渠道.....	20
3.4.1 公司线上零售业务助推有税销售额井喷式增长.....	20
3.4.2 公司加码线上有税零售.....	21
4. 投资建议.....	22
5. 风险提示.....	23

插图目录

图 1：公司覆盖九大类免税店.....	4
图 2：公司 2020 年世界旅游零售商排名第一.....	4
图 3：公司股权架构（截至 2020 年末）.....	5
图 4：公司免税业务发展历程.....	6
图 5：公司主要发展历程.....	6
图 6：中免分业务营收占比（%）.....	7
图 7：中免分业务毛利率（%）.....	7
图 8：中免营收（亿元）及同比（%）.....	8
图 9：中免归母净利润（亿元）及其同比（%）.....	8
图 10：2018 年韩国免税零售 Top3 占比.....	9
图 11：2019 年韩国免税零售 Top3 占比.....	9
图 12：韩国免税销售额（美元）.....	9
图 13：韩国免税购物人次.....	9
图 14：Dufry 营业收入（亿美元）.....	10
图 15：Dufry 销售毛利率及销售净利率（%）.....	10
图 16：中免期间费用率（%）.....	10
图 17：中免毛利率（%）与净利率（%）.....	10
图 18：公司合作香化品牌.....	12

图 19: LVMH 香化品疫情前后分地区营收占比 (%)	13
图 20: 雅诗兰黛疫情前后分地区营收占比 (%)	13
图 21: 中国主要机场 2019 年旅客吞吐量 (万人次)	13
图 22: 2019 年中免主要机场免税店收入 (亿元)	13
图 23: 海南省国内过夜游客数 (万人)	16
图 24: 疫情前后离岛免税渗透率 (%)	16
图 25: 2011-2020 年海南离岛免税额 (亿元)	17
图 26: 离岛免税客单价 (元)	17
图 27: 海口城市中心区规划	18
图 28: 海口国际免税城区位	18
图 29: 韩国人在韩免税购物人次占比 (%)	19
图 30: 韩国人在韩免税购物额占比 (%)	19
图 31: 中免日上旅购小程序	21
图 32: 中免会员小程序	21
图 33: 全球新冠疫苗每百人接种量及新增确诊	22
图 34: 中国新冠疫苗每百人接种量及新增病例	22

表格目录

表 1: 国内免税运营商采购模式	11
表 2: 海南岛离岛免税政策逐步放宽购物限制	15
表 3: 海南离岛免税店	18
表 4: 市内免税政策有望落地	19
表 5: 公司盈利预测简表 (截至 2021 年 10 月 25 日)	23

1. 公司是我国免税龙头

1.1 公司是国内唯一具有全渠道免税资质的免税商

公司是国内唯一具有全免税渠道资质的免税商。公司是国内唯一具有全免税渠道资质的免税商，实现对机场免税、市内免税、邮轮免税、火车站免税、客运站免税、边境免税、机上免税、外轮供应免税、外交人员免税九个免税类型的全覆盖。公司收购了海免、日上等免税运营商，已开业 240 多家免税店，拥有上海虹桥机场和浦东机场、首都机场和大兴机场、白云机场等国内主要国际空港免税店特许经营权，覆盖全国并逐步布局海外，拥有香港机场和澳门机场免税店特许经营权、柬埔寨市内免税店特许经营权。

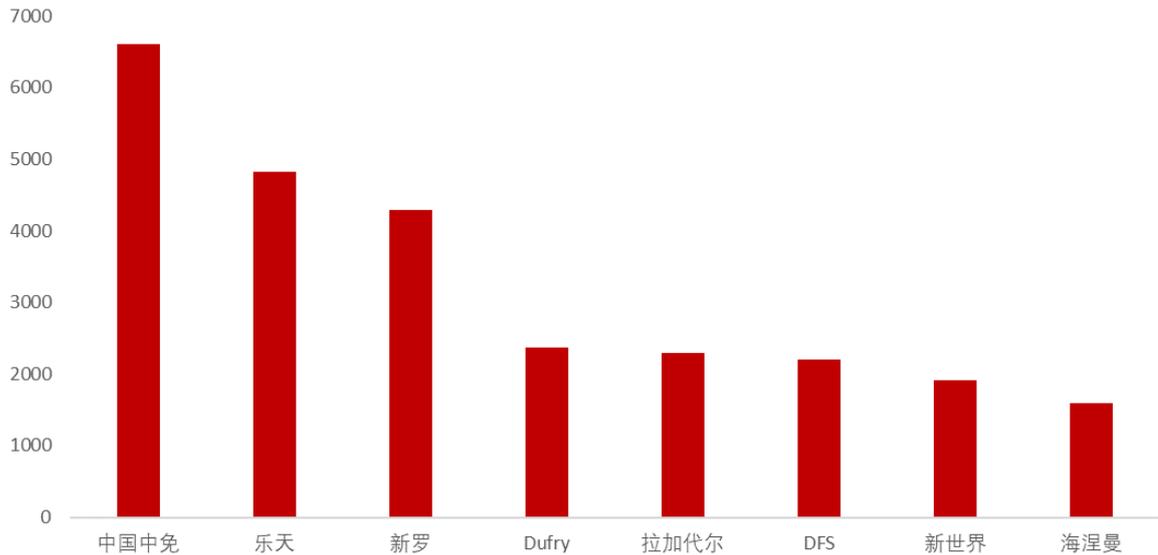
图 1：公司覆盖九大类免税店



数据来源：公司官网，东莞证券研究所

公司在国内外免税市场占据主要地位。根据 The Moodie Davitt Report 显示，公司在疫情期间全球免税业受到重大冲击的背景下，凭借中国庞大的国内市场及海南离岛免税新政快速恢复，2020 年旅游零售额排名从第四名提高至第一名，并在 2021 年上半年维持领先地位。根据弗若斯特沙利文数据显示，2020 年中国国内旅游零售市场前五大免税运营商合并市占率达到 99.9%，其中公司以约 304 亿元的免税零售额占据了 92.3% 的市场份额，在国内免税市场占据主导地位。

图 2：公司 2020 年世界旅游零售商排名第一

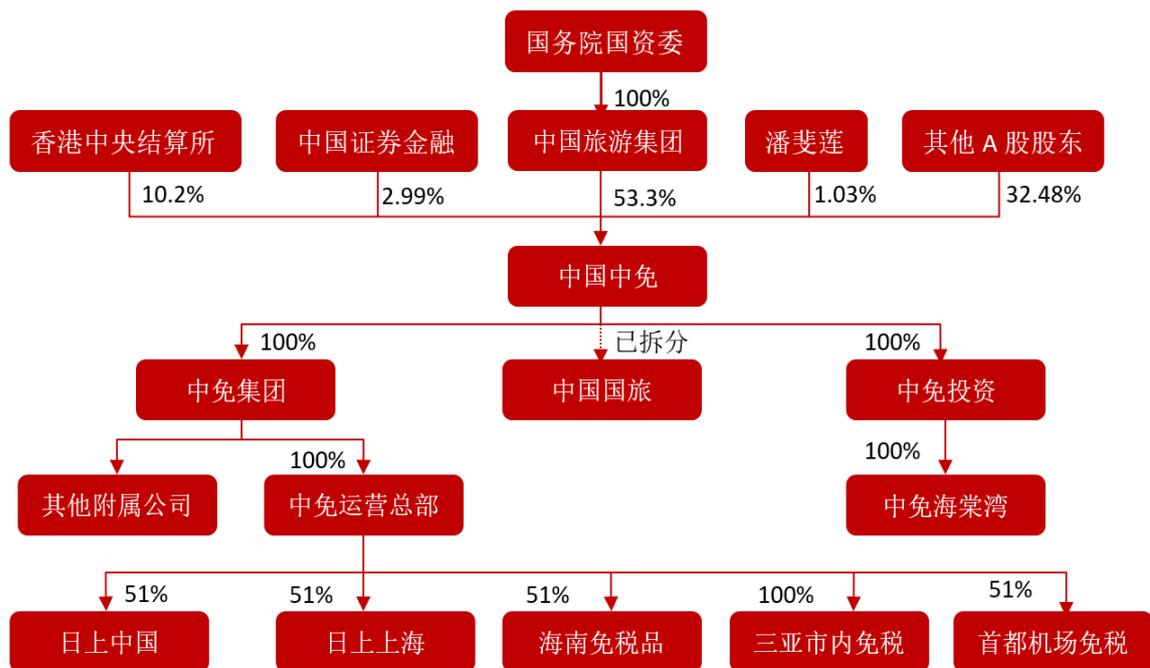


数据来源：The Moodie Davitt Report, 东莞证券研究所

1.2 国资控股背景深厚，免税零售经验丰富

公司实控人是国资委。中国中免前身为 1984 年成立的中国免税品公司，2008 年国旅集团通过重组改革联合华侨城集团设立公司，通过子公司国旅总社和中免公司分别运营旅行社业务和免税业务。2016 年公司控股股东国旅集团将持有的公司全部股票无偿划转至中国旅游集团公司持有，由于中国旅游集团与国旅集团同为国务院国资委控股，公司实控人仍为国资委。

图 3：公司股权架构（截至 2020 年末）

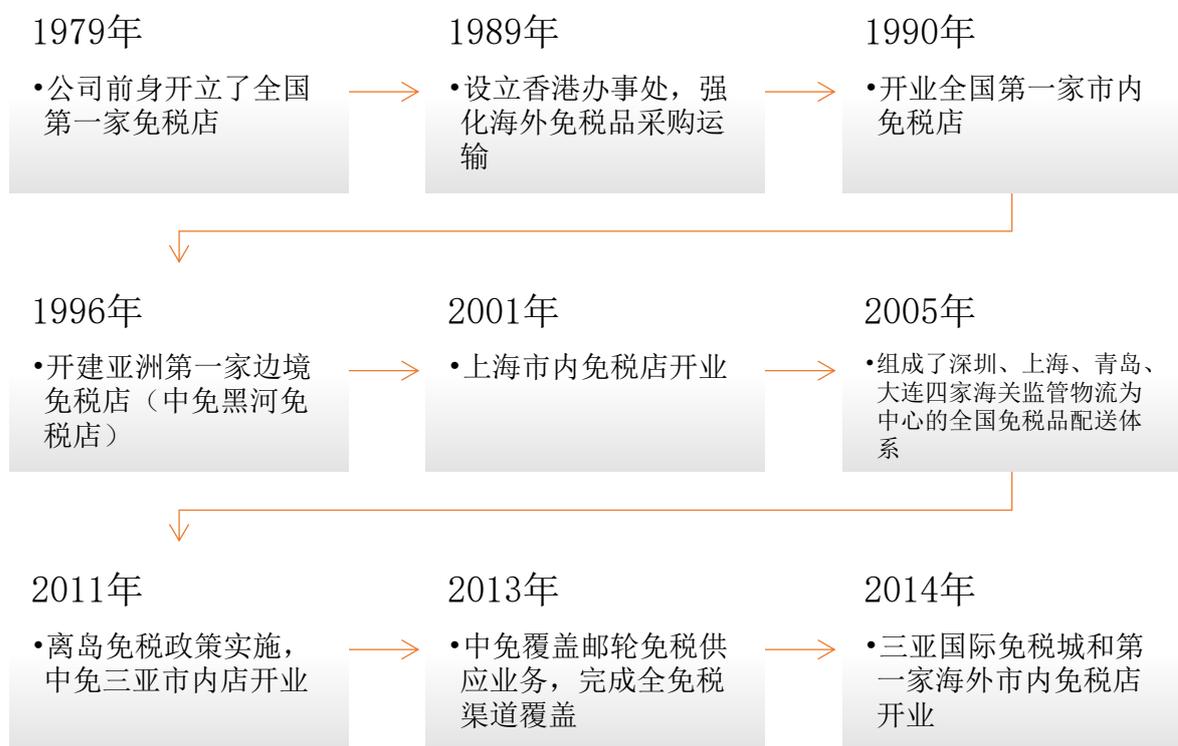


数据来源：公司年报，公司港股招股说明书，东莞证券研究所

公司免税运营经验丰富。公司最早可追溯至 1979 年中国旅游服务公司设立的免税处，当年便开开了国内第一家免税店，1989 年，公司为强化供应链而设立香港办事处，次

年开立国内第一家市内免税店。1996 年，公司在黑河开立了全亚洲第一家边境免税店，2005 年建立了以深圳、上海、青岛、大连四家海关监管物流为中心的全国免税品配送体系。2011 年离岛免税政策正式实施，公司迅速开立三亚市内免税店，至 2013 年，公司加入邮轮免税业务，完成了全免税渠道覆盖。公司具有超 40 年的免税运营经验和全国最多的免税零售店，在国内免税主体竞争中具有显著优势。

图 4：公司免税业务发展历程

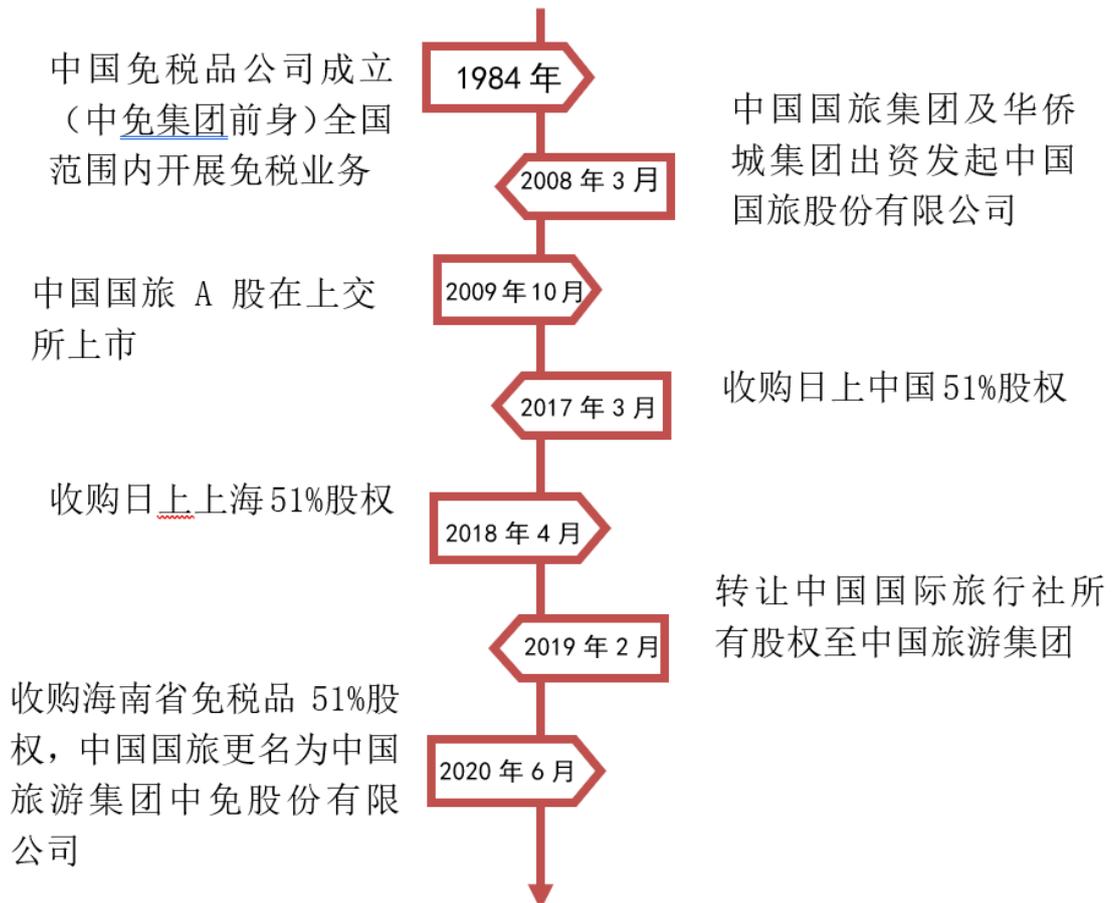


数据来源：公司官网，东莞证券研究所

1.3 聚焦免税主业 外延巩固龙头地位

转让旅行社业务。2016 年公司控股股东国旅集团与港中旅集团重组后运营有旅行社业务和免税业务，公司于 2019 年初拆分旅行社业务并将国旅总社 100%股权转让给中国旅游集团，拆分后公司专注于毛利率相对较高的有税品及免税品销售业务，此后公司从“中国国旅”更名为“中国中免”，专注于免税业务。相应的，公司控股股东中国旅游集团于 2020 年将此前受让由海南省国资委无偿划转的 51%海南省免税品有限公司股权注入至公司，彻底解决同业竞争问题。

图 5：公司主要发展历程

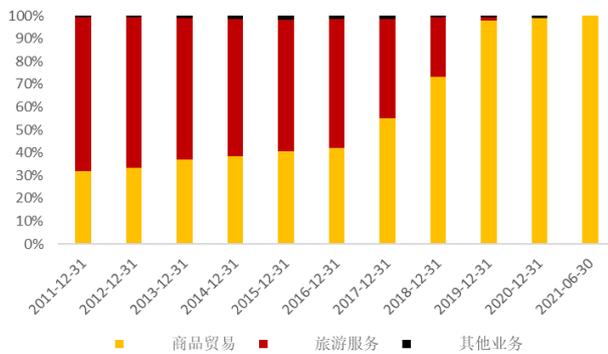


数据来源：公司港股招股说明书，东莞证券研究所

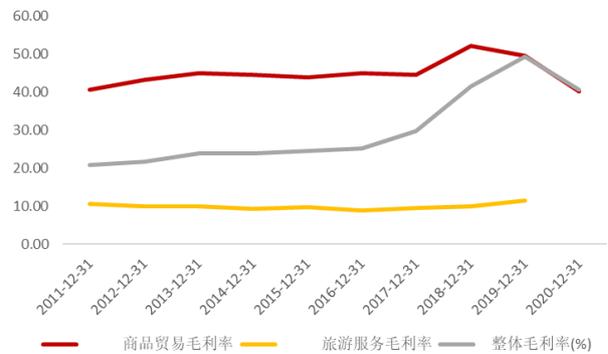
专注免税零售业务，旅游零售巨头启航。中免公司成立于 1984 年，2008 年注入新成立的中国国旅股份有限公司并随即上市，以国际旅行社业务为主，2010 年中免旅游服务业务、商品销售业务收入分别为 67.16 亿元、28.32 亿元，占营收比重分别为 70.33%、29.67%。随着国人收入逐步提高，消费持续升级，旅游零售业务快速增长，而携程等线上旅行社的兴起导致国际旅行社业务增速放缓，2010-2018 年中免旅游服务业务收入 CAGR 为 7.85%，而商品销售业务收入 CAGR 达 36.60%，至 2018 年底中免拆分国际旅行社业务前，旅游服务业占营收比重下滑至 26.36%，而商品销售业务比重上升至 73.64%，且旅游服务业务毛利率仅 10%，已逐渐拖累中免业绩增长速度。2019 年中免转让中国国旅旅行社业务后，营收同比提高 2.04%，营收增速大幅下滑，但净利润同比提高 49.58%，销售毛利率提高约 7.94 个百分点。中免拆分旅行社业务，将能更好的集中于旅游零售业务，轻装上阵。

图 6：中免分业务营收占比（%）

图 7：中免分业务毛利率（%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

中免的规模增长离不开外延并购。自 2011 年至 2016 年，公司营业收入从 126.95 亿元提高至 223.90 亿元，复合增长率为 12.02%；公司归母净利润从 6.85 亿元提高至 18.08 亿元，复合增长率为 21.42%。外延并购带动公司销售规模大幅上涨，公司分别于 2017 年和 2018 年收购了日上中国及日上上海 51% 的股权，营业收入相应同比上涨 26.32%、66.21%，归母净利润分别同比上涨 39.96%、22.29%。

图 8: 中免营收（亿元）及同比（%）

图 9: 中免归母净利润（亿元）及其同比（%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

2. 规模+供应链筑造中免强大竞争优势

2.1 公司深耕国内免税行业

公司是国内唯一具有全免税渠道资质的免税运营商。免税资质是国内免税行业最大的壁垒和护城河，有限的牌照发放限制了市场竞争主体的数量，而全球免税行业以机场免税为主，机场免税店特许经营权的排他性导致国内免税业有较大可能维持寡头竞争或者一超多强的局面。截至 2020 年 12 月 31 日，国内具有免税运营资质的主体仅中国中免、海免、日上免税行、深免、珠免、中侨、中出服、王府井、海旅投、海发控十家，具有全国口岸免税店运营资质的主体仅六家，其中中免控股海免及日上免税，是国内唯一具有全渠道免税资质的免税运营商。

根据韩国经验，公司龙头地位难以撼动。韩国政府自 2013 年起大量增发免税牌照，至 2020 年已下发的市内免税牌照多达 26 张，导致乐天、新罗两大韩国免税龙头市场份额下滑。此外，乐天财团先后经受了财团内斗、朴槿惠受贿案与萨德事件等波折，对免

税零售业务造成了一定影响。但截至 2019 年底，韩国免税业仍呈现寡头竞争局面，CR3 超 70%，其中乐天、新罗两大传统免税巨头市占率分别为 35%、30%。免税牌照是行业最大的经营壁垒，韩国增发后的免税牌照仍然有限尽管 2020 年我国新增 3 家具有免税运营资质的主体，并有多家公司宣布申请中国免税执照，但从韩国经验来看，中国的免税格局已初步形成，牌照增发带来的竞争压力有限。免税行业具有特许经营权带来的有限竞争特性和旅游零售的零售属性，单一区域能容纳的免税店有限，占据了核心机场免税店和离岛免税核心区位的中免公司具有难以撼动的优势。

图 10：2018 年韩国免税零售 Top3 占比

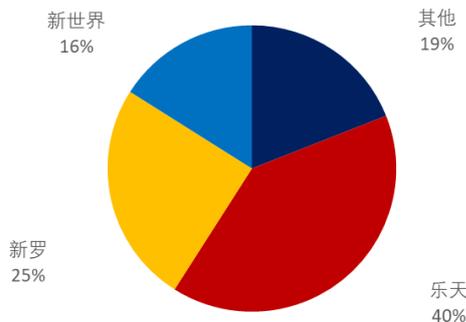
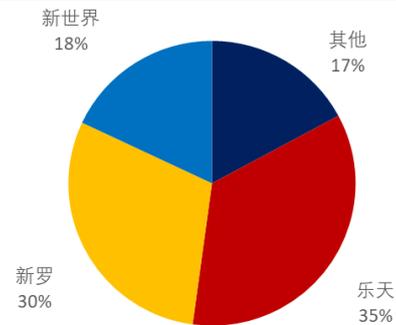


图 11：2019 年韩国免税零售 Top3 占比



资料来源：The Moodie Report，东莞证券研究所

资料来源：公开资料，东莞证券研究所整理

牌照增发有望优化竞争，扩大市场规模。韩国增发免税牌照后，新世界等新进入者除了加剧竞争压力，也相应做大了韩国免税市场的蛋糕。外国人在韩国免税购物人次自 2010 年的 817.76 万人次快速提高至 2019 年的 2001.62 万人次，年均复合增长率为 10.46%，萨德事件导致期间外国人免税购物人次骤降，但外国人在韩免税额从 17.50 亿美元提高至 178.42 亿美元，年均复合增长率为 29.44%。2010-2019 年韩国人免税购物人次仍占韩国免税购物人次的 57%-69%，但韩国人免税销售额占韩国免税销售额比重从 2010 年的 55.33%快速下降到 2019 年的 16.31%。折扣、品牌等竞争关键显著加强了韩国免税品对境外游客的吸引力，实现了从本国游客消费为主向境外游客消费为主的转变，成功扩大市场规模，实际上乐天、新罗等龙头的免税零售额不减反增，市场规模的扩大覆盖了竞争中下降的市场份额。

图 12：韩国免税销售额（美元）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 13：韩国免税购物人次

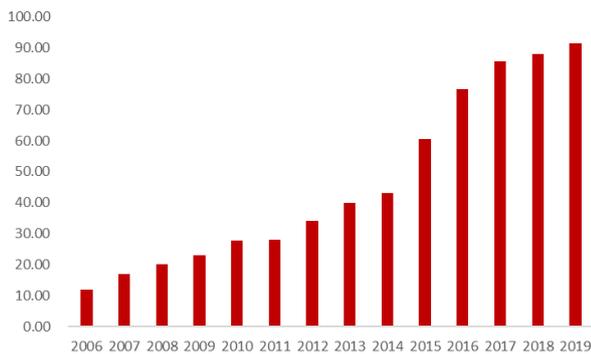


资料来源：KDFA，东莞证券研究所

2.2 规模优势巩固公司龙头地位

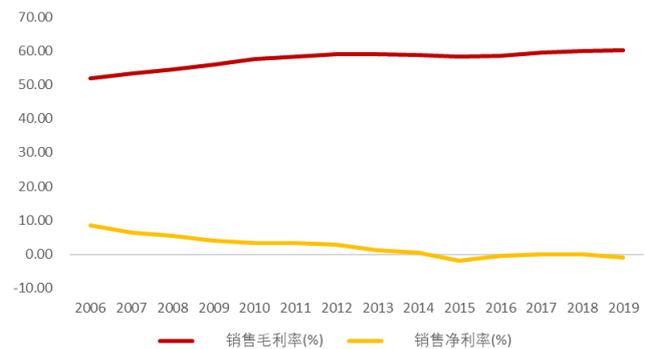
规模是提升毛利率的核心，公司毛利率有望追赶 Dufry。免税零售业带有较强的零售属性，销售规模越大越容易提升对供应商的议价能力，吸引品牌供应商以价换量，通过薄利多销的方式增加整体利润。作为全球免税零售标杆，Dufry 在全球规模最大，并牢牢把握住了客单价最高的欧洲区域和大部分美洲地区。2006 年上市以来至 2012 年，公司规模持续扩大，营业收入从 11.86 亿美元增长至 34.25 亿美元，毛利率也随着规模扩大而稳步增长，从 51.83% 提高至 58.87%。此后 Dufry 毛利率稳定在 60% 左右。2016 年后，中免吸收并购日上、海免，旅游零售规模迅速扩大，毛利率水平也相应提高。2019 年，中国中免旅游零售规模约 67.32 亿美元，毛利率达 49.55%。与 Dufry 相比，中免零售规模与毛利率仍有提升空间。

图 14：Dufry 营业收入（亿美元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：Dufry 销售毛利率及销售净利率（%）

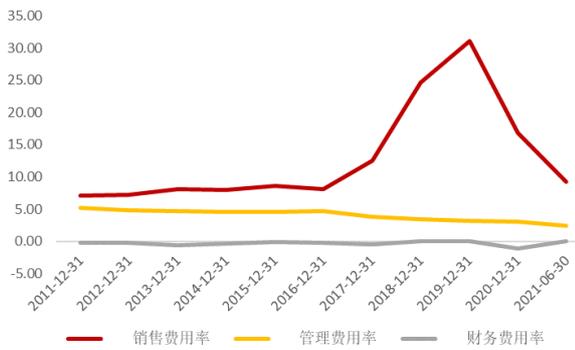


资料来源：Wind，东莞证券研究所

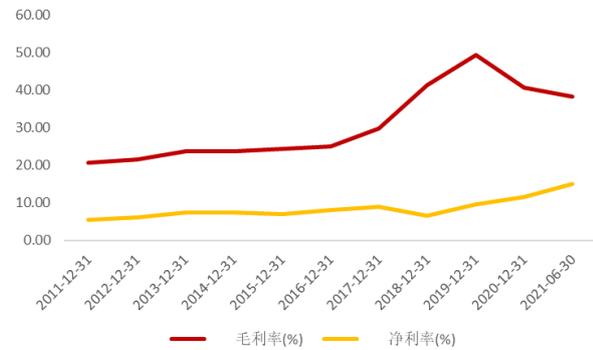
公司完善的业务矩阵推动规模与盈利能力共同增长。机场免税的排他性和较短的购物时长导致该类免税渠道无需通过降价促销等手段吸引游客，毛利率普遍高于市内免税渠道，但机场的高租金也致使机场免税店的净利率较低。市内免税店不具有机场免税的排他性，竞争较为激烈，往往需要通过折扣、返点等方式吸引游客，毛利率相对较低，但市内免税店对标大型商超，租金成本远低于机场店。机场免税规模大往往更具有议价能力，2017 年并表日上中国后，公司毛利率逐步提升，同时公司销售费用率也相应大幅提升。2018 年公司并表日上上海后，毛利率同比提高 11.64 个百分点，而净利率同比下降 2.01 个百分点，仅凭机场免税扩大规模将难以摆脱 Dufry 高毛利率低净利率的传统经营模式。公司深耕离岛免税业务，在机场免税业务恢复后有望继续提升毛利率，与成本费用更低的离岛免税优势互补，形成机场免税扩大规模压降成本、离岛免税增厚利润、线上有税品降价竞争能力加强以扩大业务版图的三角矩阵，实现循环互补。

图 16：中免期间费用率（%）

图 17：中免毛利率（%）与净利率（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 供应链是核心壁垒

直接采购塑造成本优势。公司通过汇总订单集中采购模式，直接向品牌方采购，以实现精简流程、增加对品牌供应商议价能力。直采模式也保证了上游供应商不会过于单一，避免上游供应商对公司形成较高的议价能力。2020 年公司前五大供应商采购总额占采购总额比重为 58.4%，但最大供应商的采购额仅占公司采购总额的 27%。目前公司的主要竞争对手较多采用供应商或合作商供货模式，更多的采购环节增加了采购成本，且深免、海发控等竞争对手规模较小，合作供货商较为单一，难以形成对上游供应商的议价能力，赋予了公司更大的价格竞争优势。

表 1：国内免税运营商采购模式

免税运营主体	母公司	供货模式	重要合作方	持有免税资质
中国中免	中国中免	直采	拉加代尔	全免税资质
日上免税行		直采	-	出入境口岸免税资质
海免		直采	-	离岛免税资质
珠免	珠海市国资委	-	-	出入境口岸免税资质
深免	深圳国资委	-	DFS	出入境口岸免税资质、离岛免税资质
王府井	首旅集团	-	-	出入境口岸免税资质
中出服	国药集团	直采	Dufry	出入境口岸免税资质、入境市内免税资质、离岛免税资质
中侨免税	港中旅	-	-	入境市内免税资质
海旅投	海南国资委	供应商供货	新罗	离岛免税资质
海发控	海南国资委	供应商供货	Dufry	离岛免税资质

数据来源：The Moodie Davitt Report，公开资料，东莞证券研究所整理

唯一覆盖全国的仓储物流网络。线下免税店方面，公司建立了大连、上海、深圳、北京、青岛、三亚、香港七大物流中心以覆盖全球超 370 家供应商及近千个品牌的采购运输，多节点清关配送提高配货效率，保障热门货品能得到及时补充，并为离岛邮寄服务和线上免税品补购提供支持。公司于海南海口市建设新的区域物流中心以为正在建设中的海口国际免税城项目提供支持，缩减补货时间。线上免税品补购及有税品销售方面，公司在多个海关监管的保税区建立保税仓库以存放免税和有税商品，得以直接接入物流体系，缩减报关流程。公司覆盖全国的仓储物流中心使公司能在收到订单后三至四天内交付商品。

规模效益提升公司对品牌商吸引力。国际游客具有较高的消费能力，布局机场或热门旅游购物地区的免税店则是奢侈品品牌极佳的展示机会，拥有热门免税店的运营主体更能吸引奢侈品品牌入驻。公司 2020 年成为全球免税零售规模最大的旅游零售商，凭借吸收日上免税行后整合的庞大体量及优质供应链，迅速扩大公司合作品牌数量，与多个知名品牌展开合作。截至 2020 年底，公司合作品牌超 1000 个，销售商品 SKU 超 20 万个，合作品牌数量远超国内其他免税运营商。公司基本实现了对热门品牌和商品的覆盖，热门香化妆品方面，公司入驻了 Dior、雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等众多国际一线品牌；精品配饰方面，公司覆盖了卡地亚、爱马仕、Prada 等顶尖奢侈品品牌。

图 18：公司合作香化品牌



香水

Anna Sui 安娜苏	Aramis 雅男仕	Asepso	BENETTON 贝纳通
Biotherm 碧欧泉	Bottega Veneta 宝缇嘉	Burberry 博柏利	Bvlgari 宝格丽
Calvin Klein 卡尔文克莱	Chanel 香奈尔	Charrier 巴黎套装	Chloe 克罗伊
Christian Dior 迪奥	Clarins 娇韵诗	Clinique 倩碧	Coach 寇驰
Davidoff 大卫杜夫	DIESEL 迪赛	DKNY	Dolce&Gabbana 杜嘉班纳
Elizabeth Arden 雅顿	Emporio Armani 安普里奥·阿玛尼	Escada 雅诗卡丹	Estee Lauder 雅诗兰黛
Fendi 芬迪	FERRAGAMO 菲拉格慕	FERRARI 法拉利	Giorgio Armani 乔治阿玛尼
Gucci 古驰	Guerlain 娇兰	HERMES 爱马仕	Hugo Boss 优客博士
ICEBERG 冰山	ISSEY MIYAKE 三宅一生	JOHN GALLIANO 约翰·加里亚诺	Jurlique 茉莉蔻
Kaloo 布鲁熊	Kenzo 姬雪	L'occitane 欧舒丹	L'oreal 欧莱雅
Lacoste 来格士	Lancaster 兰嘉丝汀	Lancome 兰蔻	Lanvin 浪凡
Marc Jacobs 马尔克·雅各布	Marina de Bourbon 皇家玛莲娜	Montblanc 万宝龙	Multimarques 珍贵收藏
NINA RICCI 莲娜丽姿	PRADA 普拉达	Ralph Lauren 劳夫罗伦	SISLEY 希思黎
SKII	Timotei 天美	Tommy 汤米	Tous 桃丝熊
Valentino 华伦天奴	Vera Wang 薇薇	Versace 范思哲	YSL 圣罗兰
Zegna 杰尼亚			



化妆品

Anna Sui 安娜苏	Asepso	Benefit 贝玲妃	BENETTON 贝纳通
Biotherm 碧欧泉	Borghese 贝佳斯	Burberry 博柏利	Chanel 香奈尔
Chloe 克罗伊	Christian Dior 迪奥	Clarins 娇韵诗	Clinique 倩碧
Dove 多芬	Elizabeth Arden 雅顿	Escada 雅诗卡丹	Estee Lauder 雅诗兰黛
Giorgio Armani 乔治阿玛尼	Good Skin Labs	H2O+水芝澳	HR赫莲娜
Jurlique 茉莉蔻	Kenzo 姬雪	Kiehl's 科颜氏	L'occitane 欧舒丹
L'oreal 欧莱雅	La Mer 海蓝之谜	Lancaster 兰嘉丝汀	Lancome 兰蔻
Laneige 兰芝	Lile aux Aromes 丽乐堂	Mamonde 梦妆	Meisholu 明色
Pond's 旁氏	SEKKISEI 雪肌精	Shu uemura 植村秀	SISLEY 希思黎
SKII Skinfood 思亲肤	Sulwhasoo 雪花秀	Timotei 天美	YSL 圣罗兰

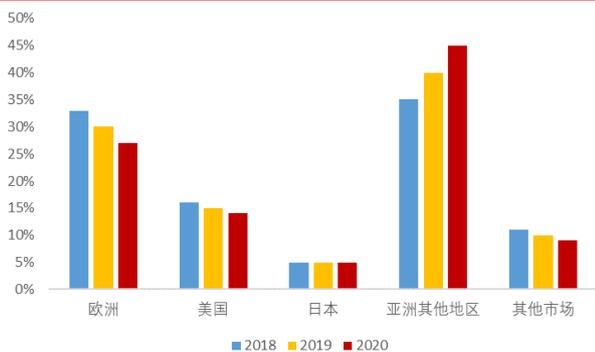
数据来源：公司官网，东莞证券研究所

整合会员体系与销售渠道，客户基数庞大。公司收购日上免税行（上海）和海南免税品公司后，获得了庞大的会员基数，截至 2018 年、2019 年、2020 年末，公司注册会员总数分别为 40 万、120 万及 1200 万人次，年复合增长率达到 547.7%。为了整合自有体系会员与日上、海免会员，公司建立了集中式 CRM 系统以整合多个会员体系，并通过整合后的系统建立了中免日上旅购、cdf 会员购等线上销售平台和微信小程序，增强客户购物体验。

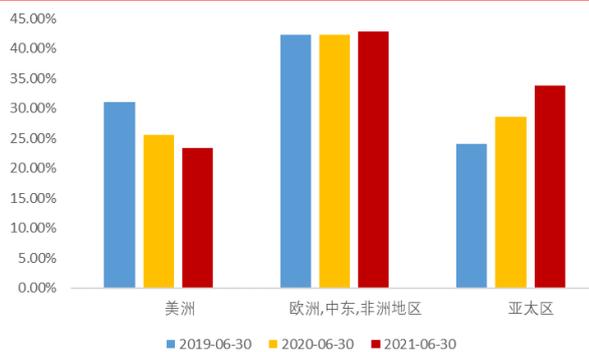
公司对上游议价能力有望逐步提升。疫情期间全球免税零售业务萎缩，各大品牌零售额下降，而中国免税市场凭借离岛免税新政迅速崛起。LVMH 香化品类在欧美和其他市

场的份额逐年下降，在亚洲非日本地区逐年上升，2018年、2019年、2020年亚太非日本地区化妆品营收占LVMH化妆品营收比重分别为35%、40%、45%。雅诗兰黛亚太地区营收同样逐步增长，2019年度、2020年度、2021年度亚太地区营收分别为24.08%、28.62%、33.80%，年均复合增长率达18.47%。各大品牌在亚洲免税销售比重大幅增长，而公司2020年全球免税零售额的22.6%，占国内免税零售市场的92.3%，取代Dufry成为全球最大免税零售商，预计新冠疫情结束后公司对各大品牌的议价能力仍将随着亚洲市场重要性的提升而逐步提高。同时，公司也整合了子公司日上上海的供货渠道，吸收日上上海和海免后，公司规模进一步提升，有望进一步提高对供应商议价能力，提高热门SKU的补货速度，降低成本。

图 19：LVMH 化妆品疫情前后分地区营收占比（%） 图 20：雅诗兰黛疫情前后分地区营收占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



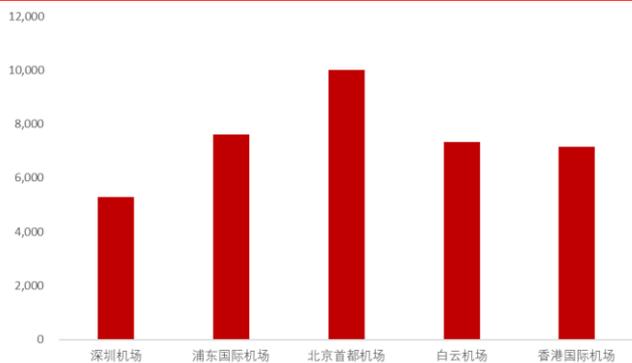
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 全面布局免税业务

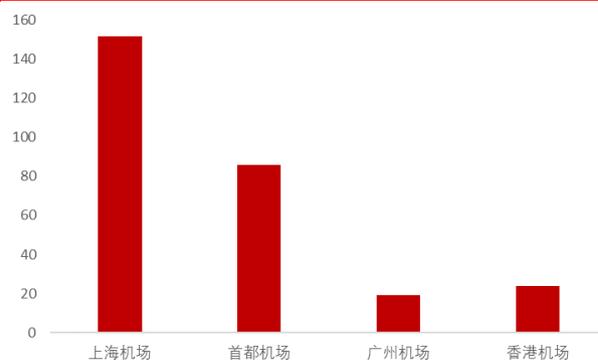
3.1 口岸免税有待恢复

公司占据国内各大主要机场。公司收购日上中国、日上上海后，先后中标北京大兴机场、首都机场，上海虹桥机场、浦东国际机场，广州白云机场等国内主要机场免税经营权，并与拉加代尔合作获得香港国际机场和澳门国际机场免税店经营权。2019年北京、上海、广州、深圳机场旅客吞吐量分别为10001万人次、7615万人次、7339万人次、5293万人次。三家机场出境旅客服务量便超过国内出境游客数的50%，2019年三家机场免税店收入达256.6亿元，占公司总营收比重约53.5%。截至2020年末，公司拥有中国前十大机场中九个机场的机场免税店特许经营权，并在全国运营有126家口岸免税店，其中机场免税店60家，根据弗若斯特沙利文数据，由公司运营免税店的机场服务游客人数超25亿人次，公司口岸免税店免税零售额占国内口岸免税零售额比重达69.7%，口岸免税是公司扩大免税规模的核心。

图 21：中国主要机场 2019 年旅客吞吐量（万人次） 图 22：2019 年中免主要机场免税店收入（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

未来机场免税店租金有望降低。2020 年疫情前，机场免税店租金主要采用保底+抽成模式，按较高者收取，中免及 Dufry 等行业龙头主要机场协议抽成比例普遍在 40%-50% 区间。2018 年中免与上海虹桥、浦东国际机场签署了合同，其中上海虹桥机场七年租金为保底金额 20.71 亿元或 42.5% 综合销售提成，上海浦东国际机场七年租金为保底 410 亿元或 42.5% 综合销售提成。受此影响，2019 年中免日上上海营业毛利率净利率分别为 7.91% 和 2.96%，同比分别下降 3.80 个百分点和 1.50 个百分点。2021 年，中免公司与上海浦东国际机场签署了补充协议，对租金协议进行了修订，约定：（1）当月实际国际客流 \leq 2019 年月均实际国际客流 \times 80% 时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，“月实际销售提成”根据“人均贡献”、“月实际国际客流”进行测算，并纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等调节指标。（2）当月实际国际客流 $>$ 2019 年月均实际国际客流 \times 80% 时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值，年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。该协议打破了机场免税合同传统的“下有保底，上无封顶”的高额分成模式，有望大幅缩减公司成本，强化公司疫情期间表现。随着全球疫情的持续，机场国际客流持续受限叠加乐天、新罗等巨头开始放弃部分机场免税经营权，未来机场免税分成模式有望部分改变，给予免税运营商更多生存空间。

港股上市加速亚洲机场免税布局。公司拟在港股上市募资，根据公司港股招股说明书显示，募集资金的一部分或将用于收购海外旅游零售商，通过并购国人热门旅游地区的免税运营商展开当地布局，紧抓国人免税消费潜力。从全球市场来看，国际重要口岸免税店格局已经成型，其中 Dufry 主要占据了欧洲区域，在全球 66 个国家拥有口岸免税经营权，而亚洲作为最大的免税市场，东南亚等新兴的热门旅游地区免税商业仍不完善，公司有望通过港股上市加深与国际资本和全球免税零售龙头的合作，加速亚洲机场免税市场布局。

3.2 离岛免税黄金赛道

3.2.1 离岛免税新政大力支持海南免税业

离岛免税新政逐步放宽购物限制。2011 年 4 月海南离岛免税购物政策正式实施以来，离岛免税政策分别在 2012 年、2015 年、2016 年、2018 年、2020 年经历了五次重大调

整，通过增加免税限额、次数、品类、提货方式以方便消费者，是海南吸引游客的重要附加因素。2012年，海南免税购物额度从5000元提高到8000元，年龄限制放宽至16周岁以上，增加3类免税商品；2015年，放宽了香水、化妆品等11种热门品类单次购买数量，新增17类免税品；2016年，取消旅客购物次数限制，提高免税额至1.6万元；2018年，免税额度进一步放宽至3万元；2020年，离岛免税新政，免税购物额度增加至10万元并取消单件商品8000元的免税限额，新增手机、平板等7类商品，化妆品单次购买数量从12件提高至30件。

表 2：海南岛离岛免税政策逐步放宽购物限制

日期	海南离岛免税政策
2011年4月20日	海南离岛旅客免税购物政策正式实施
2012年11月	免税购物限额由5000元提高到8000元，增加旅客可购买免税商品的数量，购物旅客的年龄限制由18周岁以上放宽至16周岁以上，免税商品品类由18类增加至21类
2015年3月20日	离岛免税品类由21大类增至38大类，适当放宽香水、化妆品等热销品类的单次购物数量限制
2016年2月	离岛免税政策取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额提高至1.6万元人民币，海南离岛免税店获准开设网上销售窗口
2018年12月1日	离岛旅客免税购物政策进行调整，将离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到3万元，不限次；岛内居民旅客将享受同等待遇
2020年7月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，离岛免税购物额从每年每人3万元提高至10万元，取消单件商品8000元免税限额，新增手机、平板电脑等7类商品，化妆品单次购买数量从12件提高到30件
2021年2月2日	离岛旅客购买免税品可选择“邮寄送达”提货，岛内居民离岛前购买免税品，可选择“返岛提取”

资料来源：海南省财政厅，东莞证券研究所

3.2.2 海南自贸港建设将长久助力海南旅游消费发展

海南到2025年将初步建设成为国际旅游消费中心。《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》、《海南自贸港建设总方案》、中央12号文件等提出，海南岛将以初步国际旅游消费中心为目标，在2025年将海南构建成为国际知名度假天堂、康养天堂、购物天堂和会展高地。其措施包括实施更开放便利的离岛免税政策、壮大健康旅游消费等。届时海南有望进一步完善旅游消费业态、释放旅游消费潜力，初步形成以观光旅游为基础、休闲度假为重点、文化体育旅游和健康旅游为特色的综合旅游产业体系，推动高端旅游消费发展。建成国际旅游消费中心有望推动海南旅游人数和旅游消费增长并向国际水平靠拢。

海南自由贸易港的建设将为海南旅游消费带来长远的影响。根据《海南自由贸易港建设总体方案》和《海南自由贸易港法》，海南将逐步推进贸易自由便利、投资自由便利、简税免税以吸引投资，并大力推动产业发展和人才支撑，逐步扩大免签入境政策，以

吸引更多观光、休闲游客入境旅游消费。自贸港建设总方案提出将鼓励旅游投资和发 展现代服务业、高新技术产业，并对鼓励类高端人才实行 15%优惠税率，吸引高收入人 群流向海南，从短期内游客消费回流海南向促进长期海南本土消费快速增长转变。海 南自贸港的建设，有望将海南岛打造成为新的亚洲贸易中心、旅游消费中心，吸引游 客前往海南，促进海南离岛免税从国人免税为主向境外游客免税消费为主过渡。到 2025 年将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为主的自由贸易港体系，到 2035 年 实现跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利，成为我国开放 型经济新高地。从香港、新加坡等亚洲高水平的自由贸易港经验来看，海南初步建成 国际旅游消费中心和自由贸易港后，有望凭借政策制度红利持续吸引投资贸易和高端 公司、人才，持续提高海南岛本土消费水平。

海南有望成为全球免税消费中心。离岛免税是海南自由贸易港建设的重要措施之一， 2020 年 6 月 1 日《海南自由贸易港建设总体方案》提出，要放宽离岛免税额度，扩大 离岛免税种类。据瑞典研究机构 Generation Research 预测，受到新冠疫情失控的严重 影响，2020 年全球免税及旅游零售销售规模将达到 351 亿美元，同比下降 59.4%，而 2020 年海南免税销售额约 274.8 亿元，同比上升 103.68%，海南成为全球最大免税市 场。海南离岛免税新政有望加速消费回流，海南省政府工作报告指出，“十四五”期间 有望吸引免税购物回流 3000 亿元，相当于单日免税销售额 1.64 亿元。海南自由贸易港 建设总方案指出，要在本世纪中叶全面建成具有较高国际影响力的自由贸易港，凭借 着离岛免税新政吸引消费回流和自贸港建设吸引投资，长期来看海南有望取代韩国， 成为亚洲乃至全球的免税消费中心。

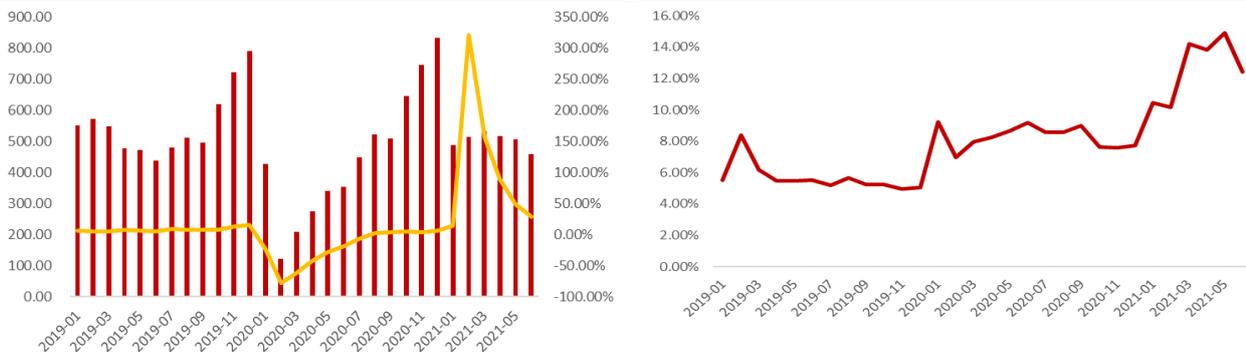
优惠税率增厚公司净利润。国务院发布的《海南自由贸易港建设总体方案》指出，将 对在海南自由贸易港实质经营的企业实行优惠税率。根据中免公司公告，中免集团下 属 6 家离岛免税子公司可享受 15%的企业所得税优惠税率，自 2020 年 1 月 1 日起执行 至 2024 年 12 月 31 日。预计优惠税率将有望增厚公司 2021 年净利润 6.67 亿元。

3.2.3 离岛免税空间广阔

离岛免税渗透率仍有提升空间。从离岛免税的渗透率来看，2020 年春节后离岛免税渗 透率普遍高于疫情前同期，表明离岛免税购物的吸引力充足，疫情期间仍能吸引一大 批忠实客户前往消费。2020 年离岛免税新政实施后，海南省国内过夜游客数已超越疫 情前同期水平，但离岛免税渗透率不增反降，主要系 2020 年下半年国内疫情基本受控， 旅游业快速恢复，以家庭为单位的出游恢复，致使海南离岛免税渗透率恢复至真正水 平。2021 年初散点疫情叠加就地过年影响下，海南省国内过夜游客数维持在淡季水平， 而离岛免税渗透率则成功突破 10%，并在 2021 年 3-5 月达到约 14%，淡季不淡。

图 23：海南省国内过夜游客数（万人）

图 24：疫情前后离岛免税渗透率（%）



资料来源：海南省统计局，东莞证券研究所

资料来源：海南统计局，海口海关，东莞证券研究所

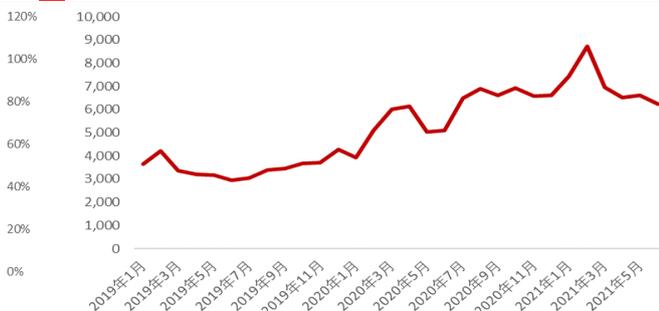
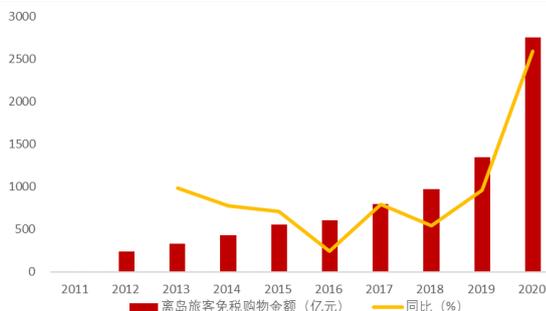
注：因入境游客数出现重大变化，离岛免税渗透率统一采用海南国内过夜游客数/离岛免税购物人数计算。

离岛免税购物渗透率仍有较大提升空间。我们认为，居民旅游往往不会频繁选择同一目的地，因此海南的增量游客有限，有较大可能维持稳定增长，重点在于存量游客的转化。截至 2021 年 6 月，国内多地散点疫情影响下海南离岛免税购物人次及渗透率部分回落，分别为 56.8 万人次和 12.4%。考虑到海南游客有较大部分以家庭为单位出游，而免税积分制下往往实际购物人数为每家庭单位仅计算一人，我们假设海南平均每 2.5 人为一个单位，则离岛免税渗透率上限可达 40%，较目前海南离岛免税渗透率仍有近两倍的提升空间。

离岛免税市场空间广阔。从离岛免税客单价来看，2020 年离岛免税新政后，离岛免税平均客单价约为 6878.41 元，较 2019 年水平提高 96.14%，新政实施后离岛免税客单价普遍高于新政前水平。2020 年离岛免税购物人数为 149.1 万人次，同比下降 60.36%，离岛免税购物额为 274.78 亿元，同比增长 103.66%，新政对离岛免税意义重大。按 2019 年海南省国内过夜游客数 6680.9 万人次、6878.41 元平均客单价及 14% 的免税渗透率计算，疫情受控后，离岛免税额至少达 643.36 亿元。随着免税渗透的逐渐提高和消费升级下客单价的稳步增长，离岛免税市场空间广阔。

图 25：2011-2020 年海南离岛免税额 (亿元)

图 26：离岛免税客单价 (元)



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

资料来源：海口海关，东莞证券研究所

3.2.4 建设旅游零售综合体

海南离岛免税竞争格局。目前海南离岛免税共有三市十店，其中中免系运营的免税店有六家，其余四家免税店于离岛免税新政实施后新增，分别由深免、中出服、海发控、海旅投运营。

表 3：海南离岛免税店

所在地	海南免税店	运营商	开业时间	经营面积
海口	全球精品免税城（日月广场）	海发控	2021/1/31	首期 3000 平方米，总面积 3.89 万平方米
	海口观澜湖免税城	深免	2021/1/31	首期 2 万平方米，总计 10 万平方米
	海口美兰机场免税店	中免（海免）	2011 年	1.4 万平方米
	海口日月广场免税店	中免（海免）	2019 年	2.2 万平方米
	海口美兰机场二期离岛免税店	中免	随机场二期项目开业	0.9 万平方米
	海口国际免税城	中免	预计 2022 年开业	总计 92.6 万平方米
三亚	三亚凤凰国际机场免税店	中免	2020/12/30	首期 800 平方米，总计 6800 平方米
	三亚海棠湾免税购物中心（国际免税城）	中免	2014 年一期开业，2020 年 1 月二期开业	经营面积 7 万平方米
	三亚海旅免税城	海旅投	2020/12/30	总计 9.5 万平方米
	中服三亚国际免税购物公园	中出服	2020/12/30	首期 1.5 万平方米，总面积 4.3 万平方米
琼海市	博鳌免税店	中免（海免）	2019 年	4200 平方米

数据来源：公司官网，公司微信公众号，公开资料，东莞证券研究所

三亚国际免税城占据主要旅游零售份额。中免三亚国际免税城位于海南十四五规划打造的 7 个省级文化旅游产业园区之一的三亚海棠湾国家海岸休闲产业园区，建筑面积达 12 万平方米，2020 年接待游客数量达 6.5 百万人次，产生收入 213.54 亿元，是海南目前最大的旅游零售综合体。三亚国际免税城 2018 至 2020 年零售额占海南离岛免税购物额比重分别约为 82.18%、77.56%、77.58%。

海口国际免税城有望在 2022 投入运营。公司投资约 50 亿元建设的海口国际免税城项目经营面积约 15 万平方米，预计在 2022 年投入运营，有望复制三亚国际免税城的成功经验，打造成涵盖免税零售、有税零售、餐饮、休闲、娱乐、酒店住宿等业务的旅游零售综合体，成为海口市新的旅游目的地。海口国际免税城位于海口市新海港码头，约 62.47% 的游客通过火车站、港口码头离岛，而海口港是外省游客自驾游至海南的唯一通道，2018 年海口港客流总量达 1043.3 万人次，车流总量达 259.2 万辆。海口火车站位于该项目 5 公里辐射范围内，而同样设立了免税店的海口美兰机场距海口港超 35 公里。海口国际免税城建成后将与海口美兰国际机场免税店形成协同效应，牢牢把控了海口市游客群体的主要离岛渠道，客源优势显著。

图 27：海口城市中心区规划
图 28：海口国际免税城区位



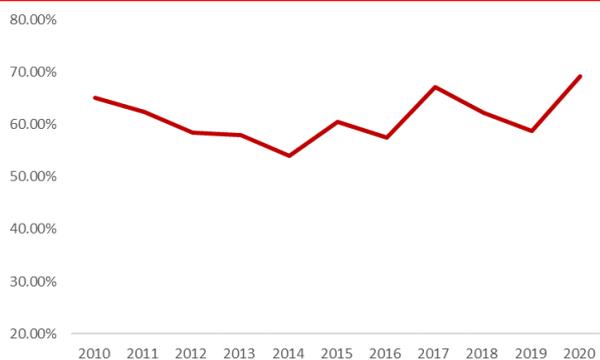
资料来源：海口海关，东莞证券研究所

资料来源：海口海关，东莞证券研究所

3.3 市内免税政策有望加速落地

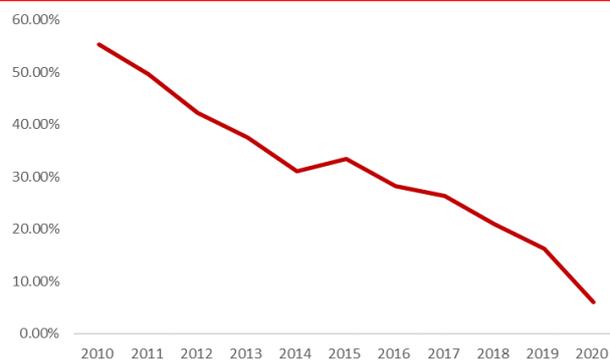
市内免税潜力大。韩国凭借市内免税市场已占据全球最大免税市场多年，其市内免税额占整体免税额比重超 80%，2019 年韩国人在本土免税店购物人次达 2842.74 万人次，本国免税购物渗透率达 54.90%，占韩国免税购物人次的 58.68%，但韩国人在韩免税购物额占韩国免税额比重仅 16.31%，外国人逐渐成为韩国免税消费主力。在韩购物的外国人中，中国游客及代购占比约 35%，但中国人在韩国免税消费额占韩国免税零售额超 7 成，实际上中国游客是全球免税消费主力。萨德事件后中国赴韩游客数量显著减少，外加韩国免税额度限制，代购公司成为了免税消费外流的主要因素，随着我国对代购的打击力度逐渐加大及市内免税政策的逐渐完善，有望在出境游恢复后把该部分市场吸引回流国内。根据弗若斯特沙利文，2019 年我国市内免税店市场规模约 3 亿元，占国内免税市场比重约 0.60%，较韩国市内免税渗透率有巨大的提升空间。

图 29：韩国人在韩免税购物人次占比（%）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 30：韩国人在韩免税购物额占比（%）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

市内免税政策有待落地。目前市内免税店政策尚不完善，但 2020 年以来已有多个政策文件表示将完善市内免税政策。国家发改委等 23 部门于 2020 年 2 月 28 日发布《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：国家以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计，破除行业发展障碍，提高行业发展质量和水平。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。市内免税政策有望落地。

表 4：市内免税政策有望落地

日期	市内免税政策文件	市内免税相关内容
2020年2月	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	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持。
2020年9月	深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021年3月	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	明确提出“在广州北站商务区（T4航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。探索在广州北站建设空铁联运保税展示体验和购物免税综合体”
2021年3月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

数据来源：公开资料，东莞证券研究所

市内免税店有望补充机场免税缺陷，形成完整免税生态。离口岸较近的市内免税店可能造成一定程度的分流，但市内免税与口岸免税在消费场景上有根本性的不同，更具有固定成本低廉、游客容量大等优势。口岸免税店位于海关内，主要使用场景为满足登机前购买，通常游客购物时间较为紧张，无法随意挑选商品，且机场内部空间有限，因此口岸免税店商品以烟酒、香化等小件热门单品为主。市内免税店的购物空间、货品数量与所处地段往往对标大型购物中心，提供了远超机场免税店的便利性，购物时间不受限制。综合来看，市内免税店更利于释放购物需求，市场空间更大。市内免税店与机场免税店对比，价格、品牌、热门商品等都能够与境外奢侈品消费竞争，与机场免税相比具有无可匹敌的便利性，与离岛免税相比目标客户需求完美覆盖，市内免税政策有望落地，市内免税店有望成为未来吸引消费回流的主力。从长期来看，市内免税与机场免税有望凭借不同的消费场景优势互补，形成完整的免税生态。

公司较早布局市内免税。由于过去市内免税政策并不完善，目前国内国人进出境市内免税店主要由中出服和中侨运营，公司主要运营针对外籍人士的市内免税店。公司较早布局核心城市市内免税店，早在1990年便于北京开设了第一家市内免税店，2001年，公司上海市内免税店投入运营。截至2020年底，公司恢复了北京、上海、厦门、大连、青岛的外籍人士出境市内免税店，并在香港和柬埔寨运营四家市内免税店。公司持续加码市内免税，静待室内免税政策落地。根据免税零售专家，公司母公司中国旅游集团拟在广州北站投资136亿元建设免税商业综合体，并将交由中免集团运营，探索大湾区首个旅游免税综合体。此外，公司在武汉、成都等地建设的市内免税店有望在年内投入运营。

3.4 线上零售拓宽销售渠道

3.4.1 公司线上零售业务助推有税销售额井喷式增长

布局线上零售，丰富业务矩阵。为应对新冠疫情对公司业务带来的冲击，公司在2020

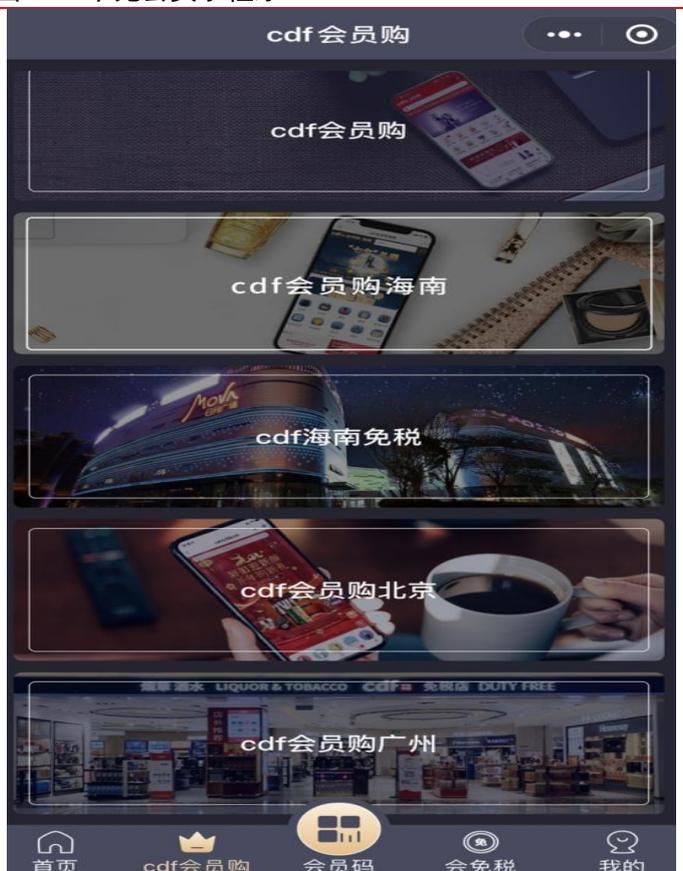
年2月推出线上销售平台，目前已初步形成了线上补购、在线预定及跨境电商等模式，拓展低成本的线上零售业务。不仅支持有离岛记录且免税额度未用完的旅客在线上补购，也允许离岛旅客提前在网上选购商品，降低店内停留时间以降低疫情传播风险并能有效缓解三亚市内店节假日因购物人数过多而降低服务质量的问题。**公司线上零售渠道仍有整合潜力。**2020年推出线上零售渠道后，建立了日上上海、cdf会员购、cdf会员购广州、cdf会员购北京、海免商城等多个线上购物渠道，渠道内展示的品牌数量和SKU数量都有差异，但商品多有重叠，主要系收购日上上海和海免相对应的供货渠道并未与公司自有渠道完全整合所致。其中cdf会员购北京及cdf会员购为跨境电商模式，cdf会员购海南则提供线上离岛补购业务。公司子公司日上上海及中免三亚市内免税店与中免日上互联科技有限公司合作，有望整合公司多个线上销售渠道。截至2021年9月16日，公司已初步整合多个渠道和供应链，将日上旅购和cdf会员购打通，并将旅购平台更名为中免日上旅购，支持免税线上预订、线上购物直邮到家等服务。随着公司旗下日上上海及三亚市内店与中免日上互联科技的合作推进，未来公司多个线上平台有望整合，线上销售占比有望逐步提高。

图 31：中免日上旅购小程序



资料来源：公司微信小程序，东莞证券研究所

图 32：中免会员小程序



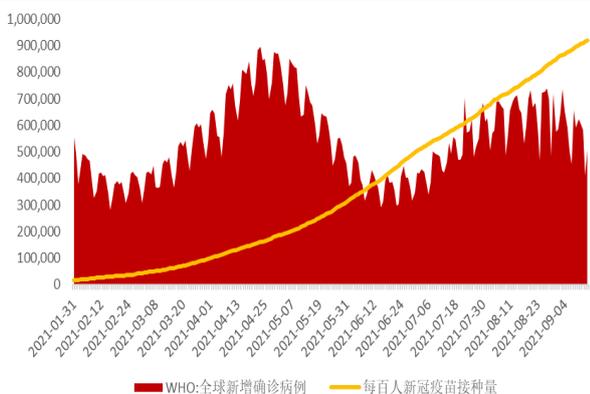
资料来源：公司微信小程序，东莞证券研究所

3.4.2 公司加码线上有税零售

线上零售占比扩大，短期能进一步减轻疫情反复所造成的影响。根据同花顺数据，截至2021年10月24日，全球每百人新冠病毒疫苗完全接种人数仅达37.24人次，综合考虑目前接种速度及全球主要国家疫苗加强针开打，预计全球疫情可能将持续到2022-

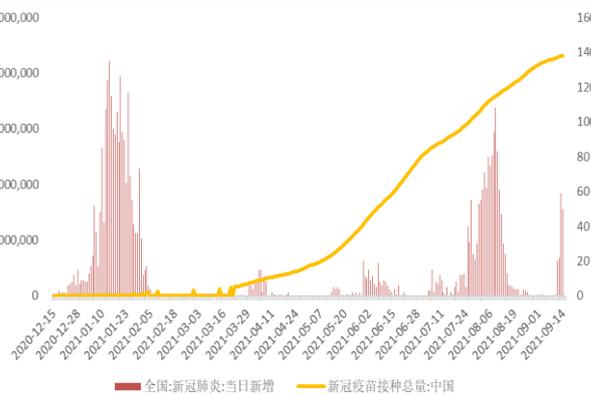
2023 年。截至 10 月 24 日，我国新冠病毒疫苗接种数量达 22.46 亿剂次，有望在 2021 年底达到 80% 完全接种率，形成较高的群体免疫水平。但海外疫情持续反复，国内仍然存在较大的输入风险，导致散点疫情爆发。公司加大线上零售占比，有望减轻疫情反复给线下免税业务带来的不利影响。

图 33：全球新冠疫苗每百人接种量及新增确诊



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 34：中国新冠疫苗每百人接种量及新增病例



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中期来看能防范未来关税降低风险。2015 年来政府已降低多种民用商品进口关税及增值税，如 2016 年下调 15% 的化妆品进口税费，2019 年下调一般纳税人增值税。随着关税的逐渐下降，免税品相对专柜的价格优势及其他跨境电商的正品优势将被逐步削弱，考虑到免税所需的离岛或离境所需的花费不菲，对于广大较富裕家庭而言仍是不小的负担，从中长期的维度来看免税品附加了旅游花费后难以形成对跨境电商的明显优势。布局跨境电商模式有望帮助公司分割细分市场，通过线上零售获取大量离岛/离境旅游意愿较低的消费者，进一步拓展市场。

长期来看顺应新零售趋势。Z 世代作为未来的奢侈品消费主力，更加习惯于线上消费。根据 2020 年贝恩与天猫奢侈品的报告显示，接受调查的 Z 世代几乎完全通过线上方式了解奢侈品，其中，通过电商平台、小红书、品牌官网等方式获取奢侈品信息的 Z 世代占比约为 33%、31%、31%，因此 Z 世代也更倾向于在线上渠道购买奢侈品。新冠疫情加速了这一数字化消费进程，2020 年中国奢侈品消费中，线上渠道占比较 2019 年同期增加 10 个百分点至 23%，中国免税商品线上销售额占免税销售总额约 55%。跨境电商平台正逐渐从购物平台转向营销平台，随着从线上渠道获取奢侈品信息的 Z 世代占比逐渐提高，跨境电商将逐步成为公司品牌形象的一部分，反哺公司线下免税零售门店。

4. 投资建议

维持“推荐”的投资评级。短期来看 8、9 月散点疫情扰动下，中免业绩承压，但国内疫苗完全接种率有望在海南旅游旺季开始前超过 80%，旅游信心逐步恢复。长期来看旅游修复趋势不改，消费升级+消费回流有望持续带动旅游消费增长，公司享受离岛免税新政和海南自贸港建设红利，有望凭借离岛免税和市内免税布局实现弯道超车，巩固全球免税零售龙头领先地位。预计 2021/2022 年 EPS 分别为 5.74 元、7.83 元，对应 PE 分别为 46.08 倍、33.76 倍，维持“推荐”的投资评级。

5. 风险提示

市场竞争加剧导致公司盈利能力下降，新建项目推进低于预期，海南国际自贸港和消费中心建设不及预期，疫情反复压制出游意愿，新冠疫苗接种率提升不及预期，宏观经济下行降低消费能力等。

表 5：公司盈利预测简表（截至 2021 年 10 月 25 日）

科目（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,597	74,467	102,282	131,055
营业总成本	42,242	59,076	79,791	101,389
营业成本	31,221	44,987	58,743	73,030
营业税金及附加	1,083	1,198	1,646	2,109
销售费用	8,847	11,058	16,365	22,043
管理费用	1,637	2,100	3,038	3,932
财务费用	(545)	(268)	0	275
研发费用	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
资产减值损失	(909)	268	(603)	(734)
营业利润	9,694	15,900	22,094	29,114
加：营业外收入	4	34	32	34
减：营业外支出	26	26	26	26
利润总额	9,672	15,907	22,100	29,122
减：所得税	2,335	2,800	4,206	5,533
净利润	7,337	13,107	17,894	23,589
减：少数股东损益	1,197	1,902	2,597	3,423
归母公司所有者的净利润	6,140	11,205	15,297	20,166
摊薄每股收益(元)	3.14	5.74	7.83	10.33
PE（倍）	84.10	46.08	33.76	25.61

资料来源：iFind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn