中国中免（601888）

重新提交 H 股上市申请，融资助力免税业务进一步扩张

买入（维持）

2022 年 07 月 05 日

证券分析师 吴劲草
执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn
证券分析师 石旖瑄
执业证书：S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入（百万元）	67,676	70,898	110,428	129,590
同比	29%	5%	56%	17%
归属母公司净利润（百万元）	9,654	9,460	14,694	16,320
同比	57%	-2%	55%	11%
每股收益-最新股本摊薄（元/股）	4.94	4.85	7.53	8.36
P/E（现价&最新股本摊薄）	45.53	46.46	29.91	26.93

投资要点

- **事件：** 2022 年 6 月 30 日晚，中国中免发布《关于重新向香港联交所递交境外上市外资股（H 股）上市申请并刊发申请资料的公告》，继 2021 年 12 月公告暂缓境外上市后重启赴港 IPO。
- **重新提交境外上市申请，融资助力业务进一步扩张。**公司已于 2021 年 11 月 11 日获得中国证监会核准新发行不超过 1.95 亿股境外上市外资股，即不超过总股本的 10%。公司拟募资用于巩固国内渠道、扩展海外渠道、改善供应链效率、升级信息技术系统、市场推广和进一步完善会员体系等五大用途。
- **2021 年中国中免全球旅游零售市场份额 24.6%，龙头规模优势持续提升。**更新后的招股书包含了 2021 较为完整的行业数据及最新研判。据弗若斯特沙利文统计，从全球格局来看，2021 年排序未发生变化，中免集团 2021 市场份额 24.6%，较 2020 年的 22.6%提升 2 个百分点。持续提升的全球份额将带来供应链的继续优化。
- **2021 年中国中免在中国免税市场份额 86.0%，份额受竞争挤压，但绝对优势地位未变。** 据弗若斯特沙利文统计，从中国免税市场格局来看，2021 年变化较大。由于海南离岛免税牌照的发放，中免市场份额受到一定挤压，从 2020 年的 92.3%下滑了 6.3 个百分点至 86%。中国中免相对竞争对手的个位数份额仍具备较大体量优势，且依靠未来 2 年内投入的海南免税标杆项目海口国际免税城、海棠湾一期二号地，有望进入市场份额回升通道。
- **盈利预测与投资评级：**疫情管控放开、国际航线的恢复有利于免税行业市场规模扩张再次提速；中免市场地位稳固，新增离岛免税标杆店将在 2022/2023 年集中投入运营，重新进入市场份额提升通道，虽然短期受疫情影响较大，但中长期来看，看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。对公司盈利预期为 2022-2024 年归母净利润分别为 94.6/146.9/163.2 亿元，对应 PE 为 46/30/27 倍。考虑港股发行总股本的 10%，则发行后估值为 51/33/30 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**疫情扩散超出市场预期，居民消费意愿恢复不及预期

股价走势

市场数据

收盘价(元)	220.91
一年最低/最高价	156.10/293.45
市净率(倍)	13.44
流通 A 股市值(百万元)	431,321.37
总市值(百万元)	431,321.37

基础数据

每股净资产(元,LF)	16.43
资产负债率(%,LF)	33.48
总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888)：白云机场免税补充协议落地增厚业绩，关注下半年疫后复苏及标杆项目开业》

2022-06-27

《中国中免(601888)：2021 年报及 2022 年一季报点评：利润率环比大幅改善，2022 年经营目标稳中求进【勘误版】》

2022-04-24

请务必阅读正文之后的免责声明部分

投资要点

事件：2022 年 6 月 30 日晚，中国中免发布《关于重新向香港联交所递交境外上市外资股（H 股）上市申请并刊发申请资料的公告》，继 2021 年 12 月公告暂缓境外上市后重启赴港 IPO。

重新提交境外上市申请，融资助力业务进一步扩张。公司已于 2021 年 11 月 11 日获得中国证监会核准新发行不超过 1.95 亿股境外上市外资股，即不超过总股本的 10%。公司拟募资用于巩固国内渠道、扩展海外渠道、改善供应链效率、升级信息技术系统、市场推广和进一步完善会员体系等五大用途。

表1：募资资金用途

1、 **巩固国内渠道：**

（1）投资主要机场的约 8 间免税店：发展新店；重续特许经营权

（2）投资约 20 间其他口岸免税店：发展新店；重续特许经营权

（3）投资约 20 间有税旅游零售项目

（4）投资市内免税店：约 11 家市内免税店的翻新、采购及运营；扩建海口国际免税城；进一步扩建三亚国际免税城

2、 **拓展海外渠道：**

（1）开设约 6 间海外市内免税店：进一步扩大港澳市内免税店的网络；寻找机会开设海外市内免税店，目前物色的地点包括日本、斯里兰卡及老挝

（2）扩展海外口岸免税店：寻求获得亚洲机场免税特许经营权并另开多间免税门店；重续香港国际机场及澳门国际机场的特许经营权

（3）扩展约 6 间邮轮免税店

（4）选择性地收购 2-3 间海外旅游零售运营商

3、 **改善供应链效率：**

（1）投资开发物流中心：开发深圳前海及三亚海棠湾物流中心

（2）升级现有供应链：升级国内物流中心；招聘及培训供应链人员

（3）巩固上游采购体系：收购或投资上游品牌；优化海外商品采购组合；招聘及培训专业采购人员

4、 **整合信息技术系统：**

（1）整合线上和线下业务平台、开发智能商品采购与管理系统以及完善集中式 CRM 系统

（2）招聘及培训信息技术人才

5、 **市场推广和进一步完善会员体系**

（1）市场推广：广告及品牌推广活动；招聘及加强市场推广团队

（2）会员体系建设：吸引新客户参与会员计划；提升现有会员的会员权益

数据来源：公司港交所上市发行申请资料、东吴证券研究所

2021 年中国中免全球旅游零售市场份额 24.6%，龙头规模优势持续提升。更新后的招股书包含了 2021 较为完整的行业数据及最新研判。据弗若斯特沙利文统计，从全球格局来看，2021 年排序未发生变化，中免集团 2021 市场份额 24.6%，较 2020 年的 22.6%提升 2 个百分点。持续提升的全球份额将带来供应链的继续优化。

表2：中免 2021 年仍为世界第一大旅游零售商，市场份额提升 2%

2021 年名次	公司名称	总部注册地	2020 年排名	2021 年收入（亿人民币）	2021 年市场份额
1	中国中免	中国	1	669	24.6%
2	乐天免税	韩国	2	416	15.3%
3	新罗免税	韩国	3	375	13.8%
4	Dufry	瑞士	4	276	10.2%
5	拉加代尔	法国	5	233	8.6%
	其他			751	27.5%
	总计			2720	100%

注：存在汇率因素，与上市公司报表营收有些微差别。

数据来源：弗若斯特沙利文、公司港交所上市发行申请资料、东吴证券研究所

2021 年中国中免在中国免税市场份额 86.0%，份额受竞争挤压，但绝对优势地位未变。据弗若斯特沙利文统计，从中国免税市场格局来看，2021 年变化较大。由于海南离岛免税牌照的发放，中免市场份额受到一定挤压，从 2020 年的 92.3%下滑了 6.3 个百分点至 86%。中国中免相对竞争对手的个位数份额仍具备较大体量优势，且依靠未来 2 年内投入的海南免税标杆项目海口国际免税城、海棠湾一期二号地，有望进入市场份额回升通道。

表3：2021 年中国免税行业格局：一超多强格局维持

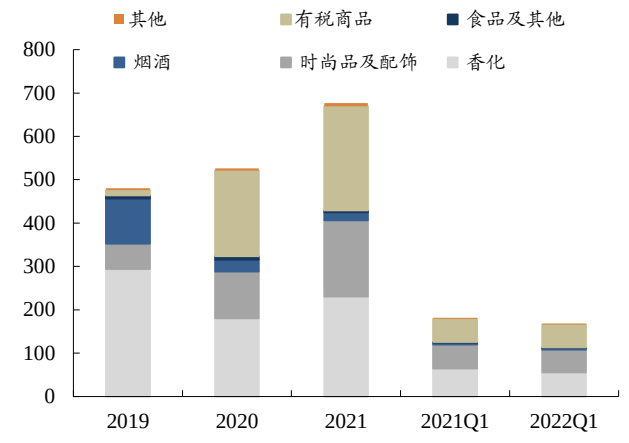
2021 年名次	公司	2021 年营收（亿人民币）	市场份额
1	中免集团	413	86.0%
2	公司 E	20	4.1%
3	公司 F	17	3.6%
4	公司 G	13	2.7%
5	公司 H	10	2.1%
	其他	8	1.5%
	总计	481	100%

注：存在汇率因素，与上市公司报表营收有些微差别。

数据来源：弗若斯特沙利文、公司港交所上市发行申请资料、东吴证券研究所

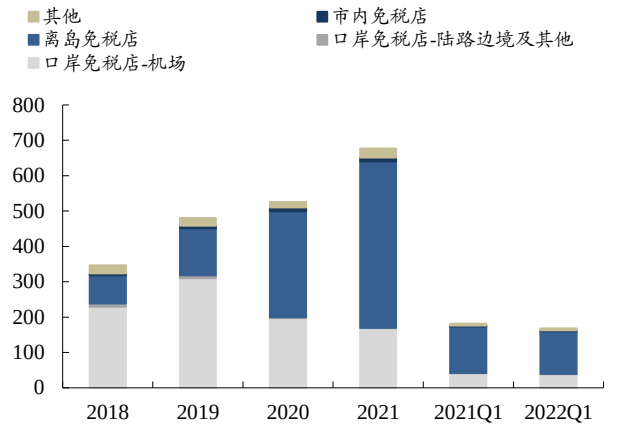
部分业务数据更新：

图1：营业收入按品类拆分（亿元人民币）



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

图2：营业收入按渠道拆分（亿元人民币）



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：疫情管控放开、国际航线的恢复有利于免税行业市场规模扩张再次提速；中免市场地位稳固，新增离岛免税标杆店将在 2022/2023 年集中投入运营，重新进入市场份额提升通道，虽然短期受疫情影响较大，但中长期来看，看好中国中免作为旅游零售龙头受益跨省及出境游的逐步恢复。对公司盈利预期为 2022-2024 年归母净利润分别为 94.6/146.9/163.2 亿元，对应 PE 为 46/30/27 倍。考虑港股发行总股本的 10%，则发行后估值为 51/33/30 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情扩散超出市场预期，居民消费意愿恢复不及预期。

中国中免三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	**38,542**	**55,998**	**86,111**	**113,728**
货币资金及交易性金融资产	16,856	31,557	49,157	70,047
经营性应收款项	454	687	1,065	1,262
存货	19,725	20,425	31,857	38,022
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	1,507	3,330	4,033	4,398
非流动资产	**16,932**	**17,232**	**17,464**	**17,235**
长期股权投资	992	992	992	992
固定资产及使用权资产	6,126	5,808	5,473	4,927
在建工程	2,890	3,690	4,440	4,940
无形资产	2,401	2,398	2,395	2,392
商誉	822	822	822	822
长期待摊费用	812	812	812	812
其他非流动资产	2,889	2,709	2,529	2,349
资产总计	**55,474**	**73,230**	**103,575**	**130,963**
流动负债	**17,136**	**25,181**	**37,488**	**44,202**
短期借款及一年内到期的非流动负债	1,957	1,970	1,545	1,545
经营性应付款项	5,889	6,757	10,449	12,439
合同负债	1,372	1,478	2,286	2,721
其他流动负债	7,919	14,975	23,207	27,496
非流动负债	3,546	2,746	1,946	1,146
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
租赁负债	3,487	2,687	1,887	1,087
其他非流动负债	60	60	60	60
负债合计	**20,682**	**27,927**	**39,434**	**45,348**
归属母公司股东权益	29,619	39,079	53,773	70,093
少数股东权益	5,173	6,224	10,368	15,522
所有者权益合计	**34,791**	**45,303**	**64,141**	**85,615**
负债和股东权益	**55,474**	**73,230**	**103,575**	**130,963**

利润表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	**67,676**	**70,898**	**110,428**	**129,590**
营业成本(含金融类)	44,882	49,274	76,196	90,713
税金及附加	1,839	1,985	3,092	3,629
销售费用	3,861	4,750	5,411	6,220
管理费用	2,250	2,269	3,092	3,369
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-43	-108	-195	-298
加:其他收益	278	312	431	479
投资净收益	162	142	221	259
公允价值变动	0	0	0	0
减值损失	-522	-503	-500	-500
资产处置收益	1	0	0	0
营业利润	**14,804**	**12,679**	**22,985**	**26,196**
营业外净收支	-3	-15	-11	-8
利润总额	**14,801**	**12,664**	**22,974**	**26,188**
减:所得税	2,437	2,153	4,135	4,714
净利润	**12,365**	**10,511**	**18,838**	**21,474**
减:少数股东损益	2,711	1,051	4,144	5,154
归属母公司净利润	**9,654**	**9,460**	**14,694**	**16,320**
每股收益-最新股本摊薄(元)	4.94	4.85	7.53	8.36
EBIT	14,886	11,504	18,634	20,736
EBITDA	16,120	12,502	19,649	21,762
毛利率(%)	33.68	30.50	31.00	30.00
归母净利率(%)	14.26	13.34	13.31	12.59
收入增长率(%)	28.67	4.76	55.76	17.35
归母净利润增长率(%)	57.23	-2.01	55.33	11.07

现金流量表（百万元）	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8,329	16,670	19,869	22,236
投资活动现金流	-2,318	-1,170	-1,037	-546
筹资活动现金流	-3,817	-799	-1,231	-800
现金净增加额	1,998	14,700	17,600	20,890
折旧和摊销	1,522	997	1,015	1,026
资本开支	-2,153	-1,392	-1,338	-885
营运资本变动	-6,494	-458	-7,810	-4,436

重要财务与估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E
每股净资产(元)	15.17	20.02	27.54	35.90
最新发行在外股份（百万股）	1,952	1,952	1,952	1,952
ROIC(%)	37.21	21.17	26.00	21.82
ROE-摊薄(%)	32.59	24.21	27.33	23.28
资产负债率(%)	37.28	38.14	38.07	34.63
P/E（现价&最新股本摊薄）	45.53	46.46	29.91	26.93
P/B（现价）	14.84	11.25	8.17	6.27

数据来源:Wind,东吴证券研究所，全文如无特殊注明，相关数据的货币单位均为人民币，预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn