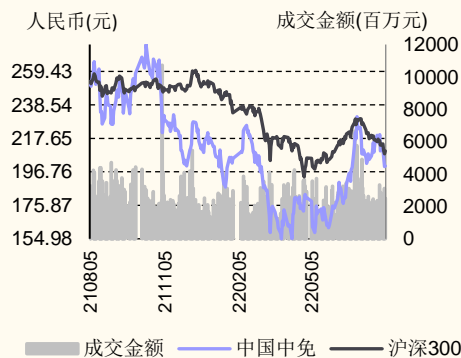


市场价格(人民币): 200.45元

目标价格(人民币): 277.00元

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	19.52
已上市流通A股(亿股)	19.52
总市值(亿元)	3,913.74
年内股价最高最低(元)	276.21/154.98
沪深300指数	4102
上证指数	3189



逆势已尽、拐点向上，免税龙头强者恒强

公司基本情况(人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	70,023	97,119	119,786
营业收入增长率	9.65%	28.67%	3.47%	38.69%	23.34%
归母净利润(百万元)	6,140	9,654	9,345	13,514	17,404
归母净利润增长率	32.64%	57.23%	-3.20%	44.61%	28.78%
摊薄每股收益(元)	3.145	4.944	4.786	6.922	8.914
每股经营性现金流净额	4.20	4.27	5.25	7.60	9.79
ROE(归属母公司)(摊薄)	27.52%	32.59%	25.93%	29.11%	28.67%
P/E	89.82	44.38	41.88	28.96	22.49
P/B	24.72	14.46	10.86	8.43	6.45

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **我国唯一的全牌照免税商，规模跃升全球龙头。**公司为唯一覆盖全渠道的免税运营商，近年来通过收购日上中国、日上上海扩充自身规模，17-19年收入复合增长30%；20-21年收购海免后离岛快速发展部分冲淡疫情对机场免税带来的拖累；1H22疫情导致赴岛客流下滑，收入/归母净利同比下滑22.2%/26.5%。由于经营牌照稀缺，我国免税行业集中度较高，公司凭借先发优势叠加对政策红利的精准把握，市占率达86%；海外方面，公司近日获批在柬埔寨销售免税商品，国际化布局进一步加速。6月30日公司递交赴港上市申请，计划募资用于巩固扩建境内外渠道、改善供应链效率等。
- **竞争力：精准卡位占据流量高地，规模运营协同发力优势尽显。**1) **渠道：**离岛方面布局海口美兰、三亚凤凰机场和新海港覆盖90%+赴岛客流，且三亚免税城坐落海棠湾，政策支持叠加高档酒店环绕促进优质客流向东聚集；机场方面入驻客流量TOP20机场中的16家，且疫情后与头部机场重议租金，保证利润的同时体现龙头议价能力。2) **运营：**一方面疫情后布局线上平台，并打通全渠道会员体系以提高客户留存率；另一方面公司在规模/采购/品牌合作/物流/库存管理等方面优势突出，促进消费转化与客单提升。
- **中短期看客流复苏，长期看消费回流与格局优化。**入琼管控放开叠加海南促消费政策刺激，22E预计收入同比+3.5%；23年随着国际航班恢复、口岸免税业务预计同增36%，叠加两个标杆项目落地，预计带动营收同增39%至971亿元。长期来看，购物转化、客单在赴岛客流略有下滑基础上仍显著增长，我们认为主要系政策推动下离岛免税的规模增长与运营实力加强，而非疫情出入境受损带来的短暂红利；经测算，中性假设下25年我国免税市场规模有望达到1233-2465亿元，较当前有1.6-3.2倍增长空间。

投资建议

- 公司精准卡位流量高地的同时运营实力不断加强，免税扩容背景下长期份额有望提升。预计22-24年公司归母净利分别93.45/135.14/174.04亿元，当前股价对应42/29/22倍PE。参考公司历史估值水平给予23年40倍PE，对应目标价277元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示

- 国内外疫情加剧或反复、新项目经营不及预期、行业竞争加剧、汇率波动。

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

投资要件

■ 关键假设

我们预计 2022-24 年公司营业收入分别为 700.23/971.19/1197.86 亿元，同比增长 3.47%/38.69%/23.34%，归母净利润为 93.45/135.14/174.04 亿元，同比-3.19%/+44.61%/28.78%，对应 EPS 分别为 4.79/6.92/8.91 元。核心假设如下：

收入端：22 年上半年多地疫情反复、零售环境转弱导致销售有所承压，年底海口国际免税城开始贡献收入。23 年随着国内疫情形式好转、出入境有所恢复，机场免税及离岛免税销售出现明显改善。预计 22-24 年公司收入分别为 700.23/971.19/1197.86 亿元，同增 3.47%/38.69%/23.34%；其中离岛免税业务伴随着新项目落地同增 7%/42%/23%至 504/716/882 亿元；口岸免税预计从 23 年开始恢复、22-24 年收入分别同比-5%/+36%/+26%。

毛利率：1H22 因为线下客流受阻，公司发力线上以及加大折扣力度导致毛利率下滑至 30%，预计 23-24 年回升至 33%左右水平。

费用端：22 年受到客流影响，机场可变租金下降导致公司销售费用率较低（6%），预计 23-24 年回升至近 10%水平。管理费用率相对较刚性，维持在 3%-3.5%之间。

■ 本文主要贡献

对公司发展历程、近年来财务情况以及行业格局进行梳理；并从免税销售额主要影响因素出发，详细剖析公司在海南、机场关键渠道布局及在品牌合作、采购、库存管理等方面的优势。

深入分析公司中短期以及长期业绩提振因素，对长期消费回流逻辑下免税市场规模进行测算。

■ 股价上涨的催化因素

中短期来看，伴随着国内疫情逐步好转、假期出行需求增加，赴岛客流与出入境客流陆续恢复以及标杆离岛免税项目落地有望促进公司业绩恢复。

长期来看，在离岛政策红利助推下，公司“渠道+运营+规模”方面优势不断巩固成坚实护城河，在全球竞争格局中实力加强，并通过充分挖掘消费回流大趋势下的需求红利不断提升自身份额。

■ 估值和目标价格

预计 22-24 年公司归母净利分别 93.45/135.14/174.04 亿元，同比-3.19%/+44.61%/+28.78%，当前股价对应 42/29/22 倍 PE。公司作为免税龙头，在海南、口岸、市内精准卡位流量高地，且运营实力不断加固、叠加规模优势下消费者购物转化率及客单不断提升。中短期离岛免税、出入境免税业务相继复苏以及两大标杆项目落地有望提振公司业绩；长期在消费回流大背景下公司竞争优势日益凸显，有助于带动市场份额进一步提升。参考公司历史估值水平给予 23 年 40 倍 PE，对应目标价 277 元/股，首次覆盖予以“买入”评级。

■ 投资风险

国内外疫情加剧或反复、新项目经营不及预期、免税牌照政策放开导致行业竞争加剧、汇率波动等。

内容目录

投资要件	2
1、 我国唯一的全牌照免税运营商，规模跃升全球龙头	6
1.1、发展历程：享政策之东风，龙头地位逐渐稳固	6
1.2、财务：离岛免税占比提升，盈利水平保持稳健	7
1.3、牌照稀缺性提升准入门槛，政策助推行业发展	9
2、竞争力：精准卡位占据流量高地，规模运营协同发力优势尽显	11
2.1、覆盖全免税零售渠道，卡位有利位置	11
2.2、数字化助力线上平台布局，线上线下协同优化会员体系	18
2.3、与供应商合作深厚，库存管理水平稳定	19
3、中短期看客流复苏，长期看消费回流与免税格局优化	20
3.1、短期：海南客流回暖，离岛免税反弹在即	20
3.2、中期：出入境复苏提振机场免税销售+海南免税扩容	22
3.3、长期：消费回流趋势延续，免税格局有望优化	24
3.4、重提 H 股上市申请，募资助力海外免税业务扩张	27
4、盈利预测与投资建议	28
4.1、盈利预测	28
4.2、可比估值	29
5、风险提示	30

图表目录

图表 1: 2017-1Q22 公司营业收入及复合增速 (亿元, %)	6
图表 2: 公司股权结构 (截至公司港股招股说明书披露)	7
图表 3: 公司免税及有税业务主要渠道构成	7
图表 4: 公司分业务收入及免税业务占比 (亿元, %)	7
图表 5: 2019-1Q22 公司分渠道营收及占比 (亿元, %)	8
图表 6: 2017-1Q22 公司综合及分业务毛利率 (%)	8
图表 7: 2017-1Q22 公司销售及管理费用率 (%)	9
图表 8: 2017-1H22 公司归母净利润及增速 (亿元, %)	9
图表 9: 2017-1H22 公司归母净利率 (%)	9
图表 10: 我国免税政策梳理	9
图表 11: 各公司开设门店	10
图表 12: 我国前五大免税品运营商 2021 年销售额 (亿元)	11
图表 13: 我国免税市场格局 (%)	11
图表 14: 免税销售额影响因素拆解	11
图表 15: 2019-1Q22 公司分渠道门店数 (家)	12
图表 16: 赴岛各渠道客流吞吐量及公司免税覆盖潜在客流量占比 (万人, %)	12

图表 17: 三亚市免税店位置.....	13
图表 18: 海口市免税店位置.....	13
图表 19: 海南免税运营商业体梳理.....	13
图表 20: 三亚国际免税城营收与离岛免税市场规模同步增长 (亿元, %) ...	14
图表 21: 疫情前三亚国际免税城购物人数转化率逐年提升 (万人, %)	14
图表 22: 2019 年全国吞吐量排名 TOP20 机场及年吞吐量 (万人)	15
图表 23: 疫情后公司机场免税收入占比不断下降 (亿元, %)	15
图表 24: 日上上海收入、归母净利及归母净利率 (亿元, %)	16
图表 25: 日上中国收入、归母净利及归母净利率 (亿元, %)	16
图表 26: 租金开支及其占销售费用比重不断下降 (百万元, %)	16
图表 27: 新冠疫情相关租金减免金额 (百万元)	16
图表 28: 上海机场免税合同补充协议按月收取费用确认方式	17
图表 29: 2023E 不同客流恢复程度下公司新旧协议租金及租金减免测算.....	17
图表 30: 2023E 广州白云机场免税经营体新旧协议下租金开支及减免测算 ..	18
图表 31: CDF 会员购小程序内页	18
图表 32: 2018-1Q22 公司预购业务收入及增速 (亿元, %)	18
图表 33: 公司五级会员体系.....	19
图表 34: 2018-1Q22 公司会员人数 (万人, %)	19
图表 35: 2019-1Q22 公司前五大供应商占比 (%)	19
图表 36: 2021 年公司前五大供应商合作情况	19
图表 37: 公司分品类品牌数 (家)	20
图表 38: 2018-1Q22 公司运营及物流支出及占销售及分销开支 (百万元, %)	20
图表 39: 公司与海外竞争对手存货周转天数对比 (天)	20
图表 40: 6 月 20 日入琼政策放开后上海浦东飞往三亚机场执飞航班及投入座 位数快速提升 (架次, 个)	21
图表 41: 22 年 6-7 月海口美兰机场实际航班量及同比环比增速 (架次, %)	21
.....	21
图表 42: 22 年 6-7 月三亚凤凰机场实际航班量及同比环比增速 (架次, %)	22
.....	22
图表 43: 近期海南出台促消费相关政策梳理	22
图表 44: 2011-19 年我国国际航线年度客运量增长稳健 (万人, %)	23
图表 45: 疫情后我国国际航线客流量仅恢复至 19 年的 2% 左右水平 (万人)	23
.....	23
图表 46: 2022 年以来全球国际航线复苏强劲 (%)	23
图表 47: 海南离岛免税经营面积及增速 (万平方米, %)	24
图表 48: 海口国际免税城概念效果图	24
图表 49: 三亚国际免税城一期 2 号地概念效果图.....	24
图表 50: 我国奢侈品境内外销售额以及免税零售占比 (亿元, %)	25

图表 51: 我国 TOP10 购物中心 2021 销售额同比增速 (%)	25
图表 52: 韩国免税店外国针对外国游客销售额仍有增长.....	25
图表 53: 疫情后每月赴岛客流并未显著增加 (万人)	26
图表 54: 每月离岛免税购物转化率明显提升 (万人, %)	26
图表 55: 海南离岛免税人均消费值 (元)	26
图表 56: 海南离岛免税人均消费件数 (件)	26
图表 57: 公司核心品类覆盖品牌数 (个)	27
图表 58: 各品类营收及增速 (百万元, %)	27
图表 59: 2025E 我国免税市场规模测算 (亿元)	27
图表 60: 公司 H 股上市募集资金用途规划	28
图表 61: 公司收入拆分 (百万元, %)	29
图表 62: 公司 PE-Band.....	29

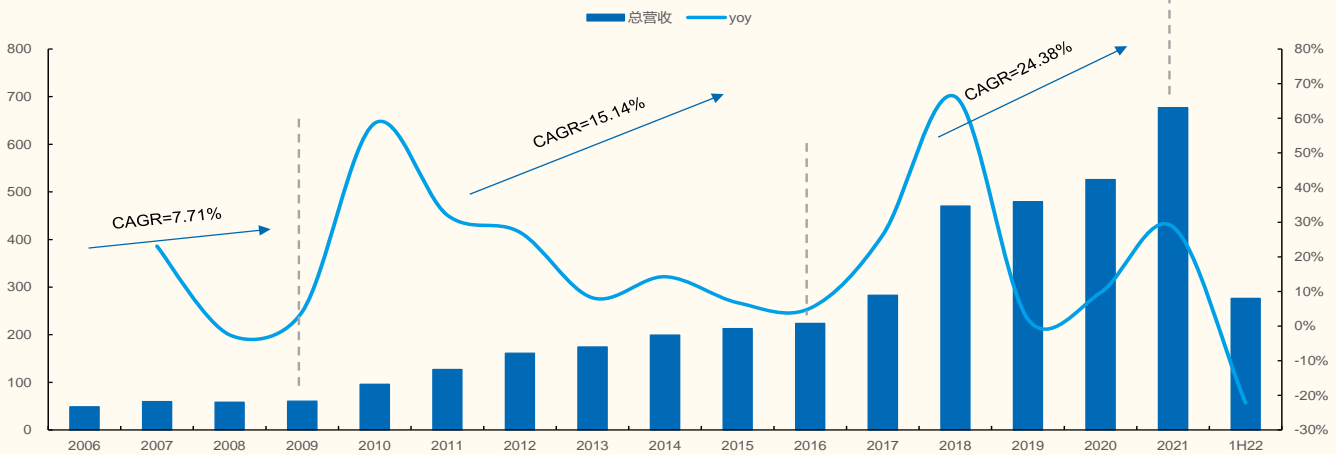
1、我国唯一的全牌照免税运营商，规模跃升全球龙头

1.1、发展历程：享政策之东风，龙头地位逐渐稳固

公司是我国唯一的全牌照免税运营商，历经 40 年的发展已然成为全球最大的旅游零售运营商，占全球旅游零售行业市场份额的 24.6%；公司当前开设的免税店种类涵盖口岸、离岛、市内、轮船、机上和外轮供应，运营类型多元化。公司当前合作品牌超 1200 个，销售产品 SKU 超 31.6 万件，并注重建立完善的会员体系以提升消费者粘性，当前注册会员数量达到 2280 万人。

回溯公司发展历程，其不同阶段的业务变化和规模体量扩大一定程度反映了免税相关政策的变迁，公司最早凭借牌照优势获得先发优势，后又通过几次重要并购整合市场优质免税资源，自身龙头地位得到巩固。具体来看：

图表 1：2017-1Q22 公司营业收入及复合增速（亿元，%）



来源：公司公告，国金证券研究所

初创发展期（1984-2009 年）：应中国免税政策而生。 公司的前身中国免税品总公司成立于 1984 年，最早经国务院授权在国内经营免税业务，以批发免税为主。受益于时代红利，中免集团迅速发展壮大，于 2004 年与国旅总社战略重组组成中国国旅。2009 年中国国旅登陆上交所上市。

稳健增长期（2010-2016 年）：进军离岛免税市场，免税业务成长提速。 随着 2010 年我国财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点公告》，公司顺应政策变化于次年率先在三亚开设我国第一家离岛免税店；而 2014 年落地的三亚国际免税城项目更是助力公司离岛免税业务份额进一步跃升。从营收表现来看，2010-2016 年公司收入从 96.08 亿元提升至 223.9 亿元、年复合增速为 15%，其中商品销售业务从 28.33 亿元增至 93.79 亿元、年复合增速达到 22%，占总营收比重提升 12.4Pct 至 41.9%。

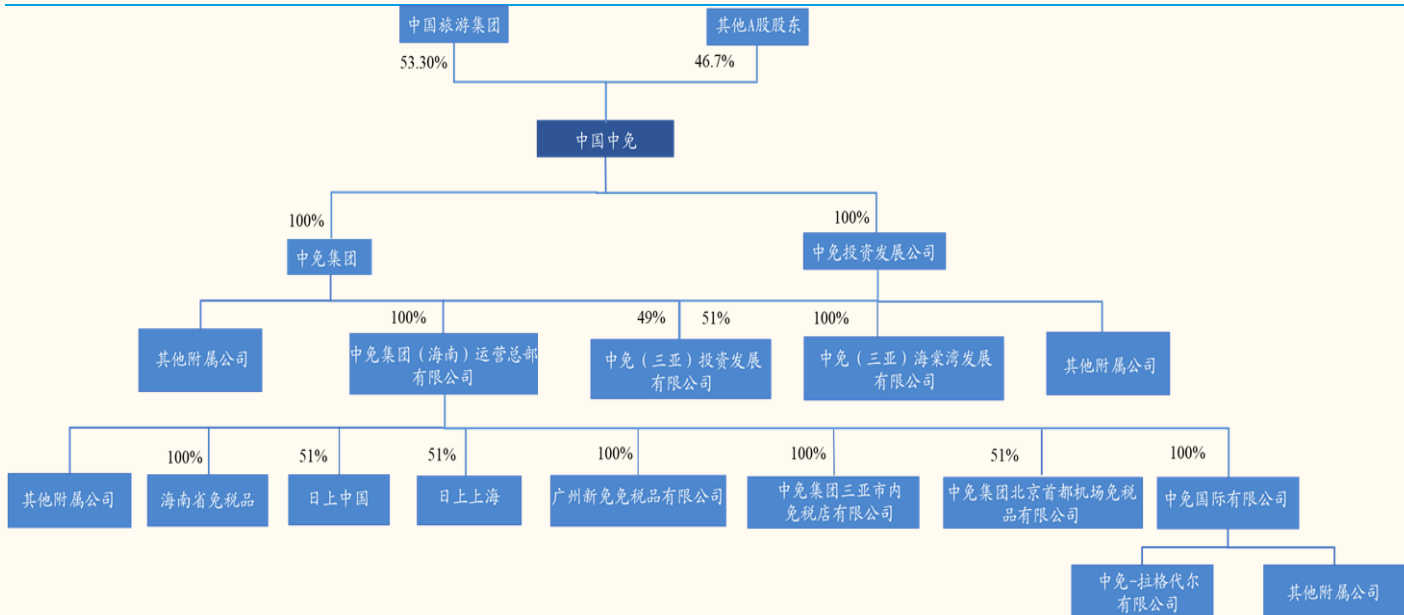
战略扩张期（2017 年-至今）：加快投资并购步伐，份额绝对领先。 2017 年起公司连续两年收购了日上中国 51% 的股权和日上上海 51% 的股权，从而入驻北京和上海机场，获得首都国际机场国际区 T2 和 T3 标段随后八年的免税特许经营权，以及浦东国际机场和上海虹桥国际机场随后 7 年的免税特许经营权。2019 年公司剥离旅行社业务，以免税业务为核心提升价值链，提出打造世界一流的全球化旅游零售运营商战略。2020 年公司收购海免公司 51% 股权，从而获取海口美兰机场、三亚凤凰机场、海口日月广场以及博鳌免税店的运营权，在离岛免税市场份额提升至 90%。

从营收表现来看，得益于收购日上，2017-19 年公司收入复合增长 30.2% 至 479.7 亿元；2020 年以后离岛业务快速发展部分冲淡机场免税业务下滑，2021 年公司收入同比增长 29% 至 676.8 亿元；据业绩快报，1H22 由于疫情影响离岛免税客流，营收预计同比下滑 22.17% 至 276.51 亿元。

公司控股股东为中国旅游集团，国资委为公司实际控制人。截至 1Q22，中国旅游集团持股比例 53.3%，公司股权结构比较稳定。公司多年来深耕免税

行业，不断收购增强实力，公司分别于 2017、2018 和 2020 年收购日上中国、日上上海及海南省免税品，不断扩大免税版图。并且，为了解决与控股股东的同业竞争问题，公司于 2021 年 12 月收购中国港中旅资产经营公司，进一步提高竞争力，增强免税业务实力，有效稳固了行业龙头地位。

图表 2：公司股权结构（截至公司港股招股说明书披露）



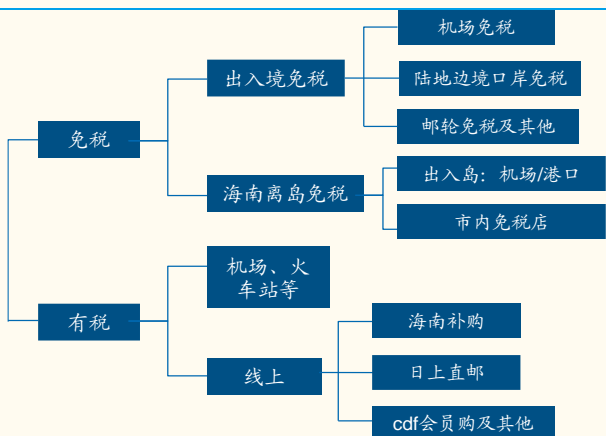
来源：公司招股说明书，国金证券研究所

1.2、财务：离岛免税占比提升，盈利水平保持稳健

■ 收入端：线上业务增长强劲，离岛免税占比不断提升

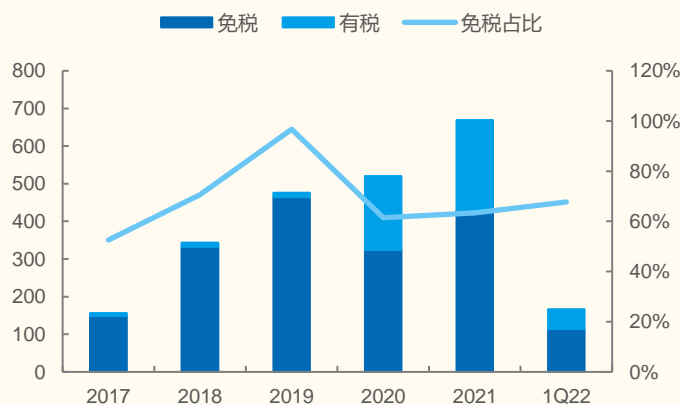
免税占主导，疫情之后线上有税业务增长强劲。疫情前免税业务占主导，2017-19 年免税业务从 148.62 亿元增至 464.41 亿元，年复合增速达到 76.8%，占比高达 95%以上。疫情之后公司积极探索免税与有税相结合的新零售模式，以 cdf 会员购、日上直邮等线上渠道销售为主的有税商品从 19 年的 11.51 亿元提升至 2021 年的 240.06 亿元，年复合增速达到 356.7%，占比提升至 35.5% (+33.1Pct)。

图表 3：公司免税及有税业务主要渠道构成



来源：公司公告，国金证券研究所

图表 4：公司分业务收入及免税业务占比（亿元，%）

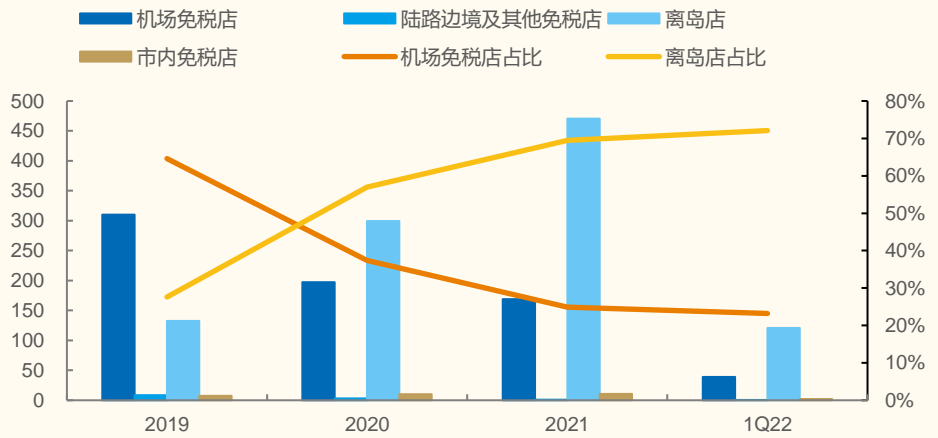


来源：公司公告，国金证券研究所

重点布局离岛免税业务，占比接近 70%。分渠道来看，机场免税在疫情前贡献 65%左右的收入，21 年出入境客流受限影响下，机场免税收入仅实现 168.83 亿元，占比降至 24.9%。受益于离岛购物相关政策放宽，2021 年公司离岛免税实现收入 470.58 亿元，近 3 年复合增速达到 52.6%，占比提升至

69.5%，成为贡献公司收入增长的主要动力。在政府对海南自由贸易港的战略定位下，预计未来公司仍将受益于有利的免税政策。

图表 5: 2019-1Q22 公司分渠道营收及占比 (亿元, %)

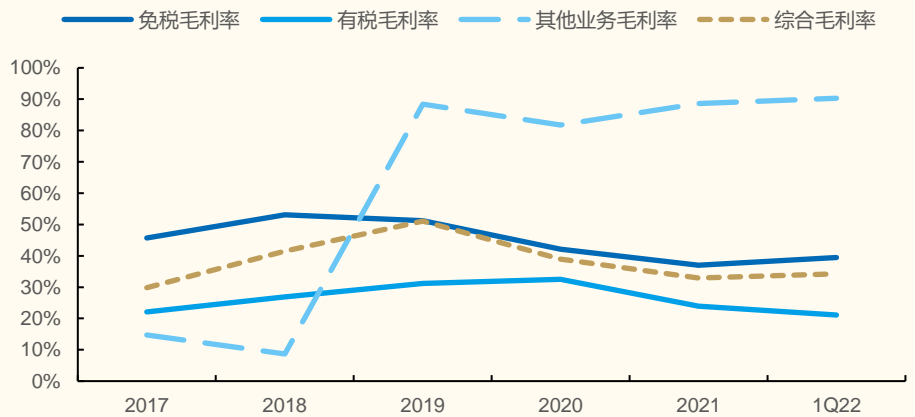


来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

■ 盈利端: 控费效果明显, 净利率整体稳健提升

有税业务占比提升拖累整体毛利率表现。受益于公司采购规模增厚带来议价能力的提升, 以及逐步剥离利润较低旅游业务, 2017-19 年公司持续经营业务毛利率逐步升至 51.1%。疫情发生后线上有税业务占比提升拖累整体毛利率水平, 整体毛利率水平降至 32.9% (较 19 年下降 18.2 Pct), 其中免税业务毛利率整体呈现下滑趋势系折扣加深及疫情导致闭店。1Q22 公司毛利率为 34.3% (-5.1Pct), 其中免税、有税毛利率分别为 39.5% (-0.9 Pct)、21.1% (-14.2 Pct)。

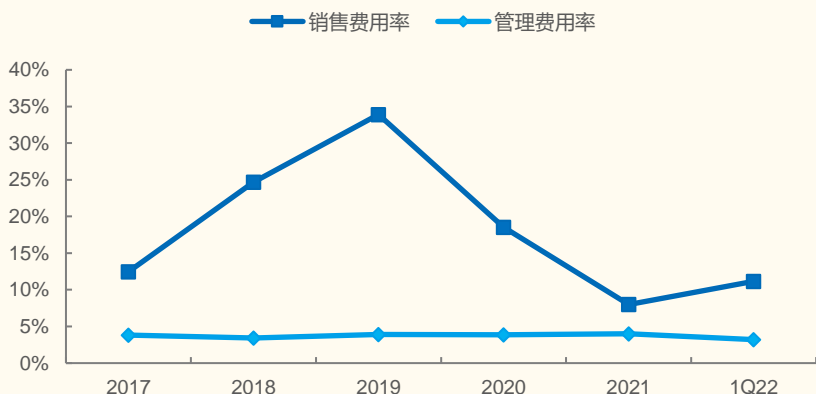
图表 6: 2017-1Q22 公司综合及分业务毛利率 (%)



来源: 公司公告, 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

可变租金下调导致销售费用率改善, 管理费用率较为稳定。2017-2019 年, 公司销售费用率保持快速增长, 年复合增长率 64.9%, 主要系机场免税业务增长带来的机场租赁费用增加。2020-21 年公司销售费用率分别为 18.5%/8.0%, 由于疫情影响机场固定及可变租金减少导致销售费用率逐年下降。1Q22 公司销售费用率较 2021 年同期下降 1.2pct。管理费用整体较为稳定, 1Q22 同比 +0.27Pct 至 3.2%。

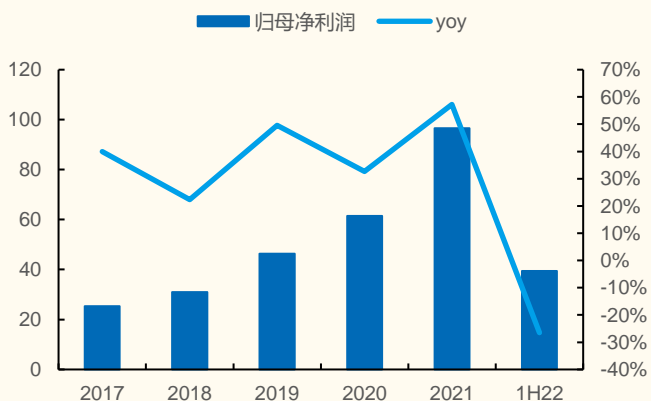
图表 7: 2017-1Q22 公司销售及管理费用率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

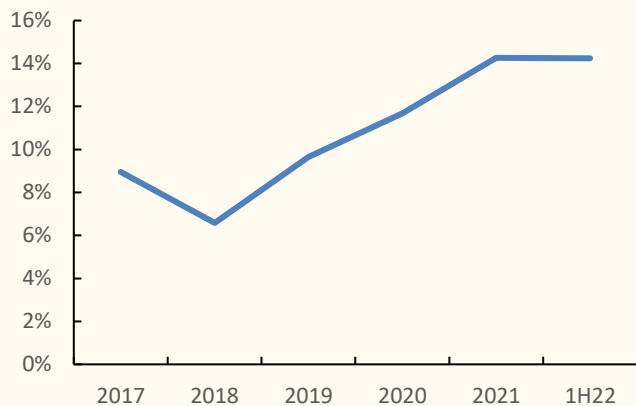
1H22 受疫情拖累业绩出现下滑, 净利率整体逐年提升。2017-21 年公司归母净利增长较快, 年复合增速达到 39.75%, 主要先后受益于收购和内生增长带来的规模提升以及疫情发生后机场可变租金等费用下调。据公司业绩快报, 1H22 公司归母净利实现 39.38 亿元、同比下滑 26.49%, 主要系疫情出行管控下赴岛客流有所波动。2018 年以来公司归母净利率逐年改善, 1H22 归母净利率为 14.24%。

图表 8: 2017-1H22 公司归母净利润及增速 (亿元, %)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 9: 2017-1H22 公司归母净利率 (%)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

1.3、牌照稀缺性提升准入门槛, 政策助推行业发展

免税业务诞生于 80 年代, 2010 年开放海南离岛免税, 免税行业进入发展快车道。1979-1984 年中国出国人员服务总公司、中国免税品公司 (中免前身) 陆续在全国范围内开展免税业务; 1989 年国务院办公厅转发国家税务局《关于清理整顿和严格控制减税免税意见的通知》, 免税监管趋严。随着 2010 年海南离岛免税兴起, 免税行业政策走向宽松。一方面政策多次上调离岛购物限额至每人每年 10 万元、并取消单件 8000 元免税限额规定; 另一方面 20 年王府井被授予免税品经营资质, 免税行业竞争格局逐步形成。

图表 10: 我国免税政策梳理

时间	政策
1989 年	国务院办公厅转发国家税务局《关于清理整顿和严格控制减税免税意见的通知》。
1992 年	国务院办公厅发布《关于进一步加强免税业务集中统一管理的复函》, 要求今后开设免税店单位应向中国免税品公司提出申请, 报海关总署审批。
2000 年	财政部等四部委联合发布《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》, 国家对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理, 设立出境口岸免税和市内免税均由中免集团提出申请。
2005 年	财政部印发《免税商品特许经营费缴纳办法》, 进一步加强免税商品经营管理, 体现免税业特许经营政策。
2005 年	海关总署发布《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》, 明确经营单位设立免税商店应当向海关总署提出

	书面申请。
2009年	国务院办公厅发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性。
2011年	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》，开始于海南省试行离岛免税，并在海口、三亚各开设一家离岛免税店进行试点。
2015年	国务院发布《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》，增设和恢复口岸进境免税店，同意在19个口岸设立进境免税店。
2016年	财政部等五部委印发《口岸进境免税店管理暂行办法》，增设恢复口岸免税店。
2018年	财政部及海关总署《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》将离岛免税购物限额放宽至每人每年3万元。
2019年	财政部等五部委印发《口岸出境免税店管理暂行办法》，打破行政垄断，鼓励有序竞争。
2020年	财政部和海关总署发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，提升离岛免税购物额度至每年每人10万元，不限次数，并取消单件商品8000元免税限额规定。
2020年	《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》中授予王府井免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务。

来源：财政部，海关总署，国金证券研究所

免税牌照高度稀缺，公司是唯一的全牌照运营商。我国免税品经营属于国家授权特定机构专营的业务，获得免税经营资质需要经过财政部、国税总局、海关总署三个部门审核批准，行业准入门槛较高。当前我国共有中免（包括海免、日上中国、日上上海）、深免、珠免、中出服、中侨、王府井、海发控及海旅投8家企业获得免税经营资质，其中公司是当前唯一获得全牌照且旗下各类免税项目完备的运营商，而海发控和海旅投主要布局离岛免税市场，2020年拿下免税牌照的王府井于今年5月计划通过获取海南奥特莱斯项目经营权以入局离岛免税市场。

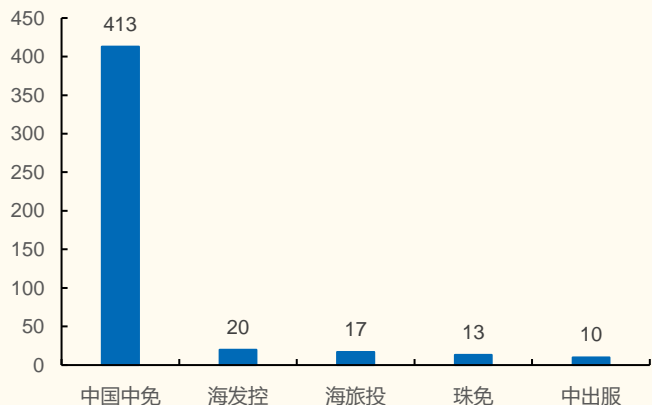
图表 11：各公司开设门店

公司	口岸免税店	离岛免税店	市内免税店
中国中免	上海浦东机场、北京首都机场、广州白云机场等	三亚国际免税城、海口美兰及三亚凤凰机场、等	青岛、厦门、大连、北京、上海
海发控	-	海控全球精品免税城	-
海旅投	-	三亚海旅免税城	-
珠免	天津滨海国际机场免税店、南宁吴圩机场免税店等	-	-
中出服	大连周水子国际机场免税店、重庆江北国际机场免税店等	中服国际免税购物公园	北京、上海、青岛、郑州大连、南京、杭州、哈尔滨等城市
深免	深圳宝安机场、西安咸阳机场等	海口观澜湖免税城	-
王府井	-	-	-

来源：各公司公告，国金证券研究所

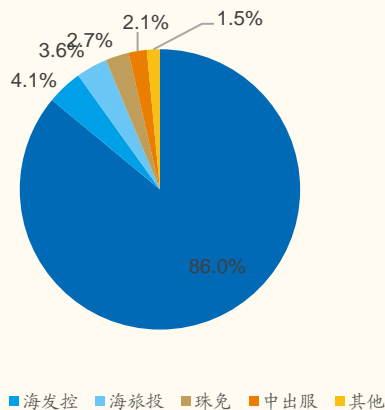
牌照资源叠加先发优势，中免市占率遥遥领先。由于我国免税经营准入壁垒较高，当前行业高度集中，CR5 高达 98.5%。而中免较早开始免税经营业务，是我国目前唯一在全渠道经营免税商业体的公司，且近年来通过精准把握政策完成布局，自身规模优势不断巩固，当前市场份额达到 86%，远超其他竞争对手。

图表 12: 我国前五大免税品运营商 2021 年销售额 (亿元)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

图表 13: 我国免税市场格局 (%)

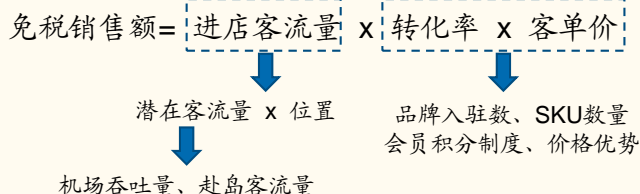


来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

2、竞争力: 精准卡位占据流量高地, 规模运营协同发力优势尽显

渠道获客与运营优势下的销售转化可归结为免税业务主要影响因素。通过拆解免税销售额, 我们发现免税零售商的核心竞争力在于优质渠道布局与运营实力提升叠加规模效应下实现的优势循环, 公司一方面通过全渠道流量关口布局最大化触达潜在消费者, 另一方面通过加强自身合作品牌与 SKU 数量、打造线上平台作为线下补充, 并不断扩容巩固规模优势, 从而在采购、品牌合作、租金商议等环节掌握议价权。“渠道卡位-获客提升-规模扩大-运营提效”形成正向循环链条, 公司核心壁垒得以不断加固。

图表 14: 免税销售额影响因素拆解

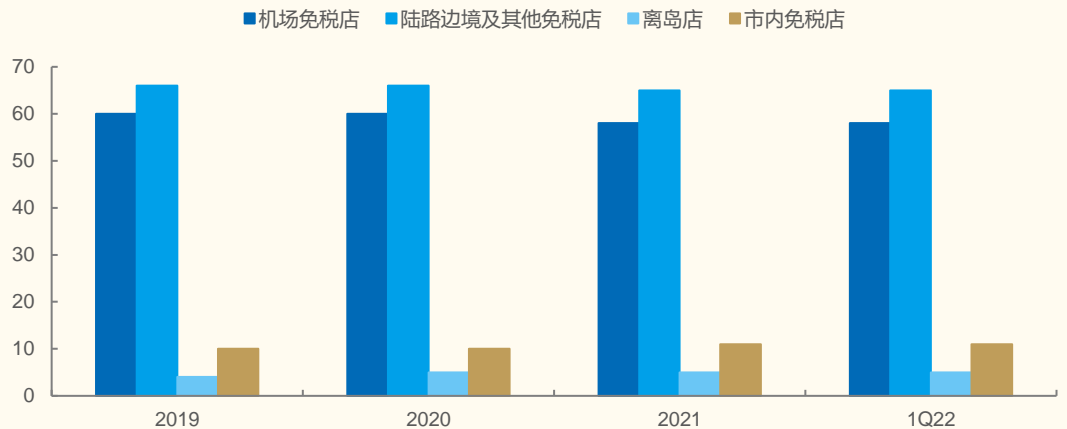


来源: 国金证券研究所

2.1、覆盖全免税零售渠道, 卡位有利位置

公司的零售网络包括免税店、有税店和旅游零售综合体。公司拥有全国最多的免税店, 包括口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店等共 193 间店铺, 其中包括中国大陆的 184 家门店以及 9 家境外免税店。

图表 15: 2019-1Q22 公司分渠道门店数 (家)



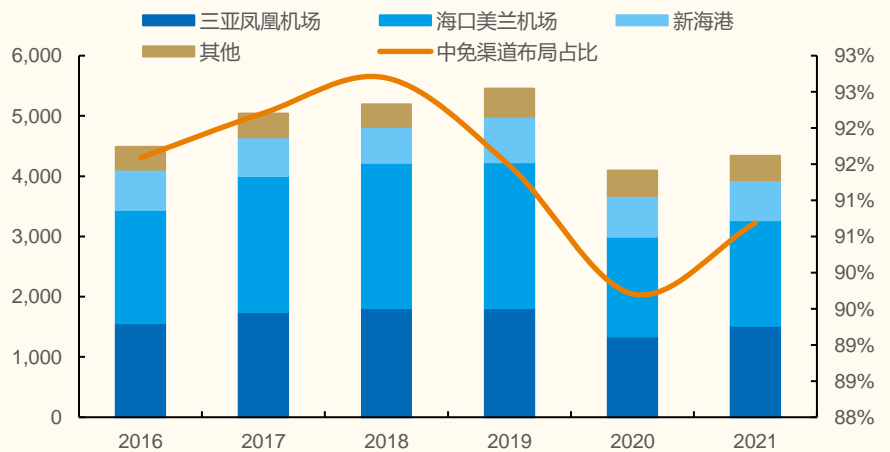
来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

2.1.1、离岛店: 最大化潜在客流触达, 地理位置优势显著

把握进出岛流量必经之地, 覆盖 90%以上潜在客流。机场和港口轮渡是旅客前往海南岛仅有的两种途径, 其中通过空运到达的旅客每年占比稳定在 75% 以上, 公司在海口美兰以及三亚凤凰两大机场获得免税运营权, 21 年海口美兰机场二期免税店更是同步于 T2 航站楼开始运营, 经营面积达 9313 平方米, 实现进出岛客流更全面的覆盖。

此外, 在轮渡上岛的客流中, 新海港客流吞吐量占比 65%, 且有关部门在《海口市新海港临港生态新城综合规划》中计划在新海港修建临港生态新城, 并陆续建设跨海客货滚装轮渡、动车高铁旅客过海以及商业旅游金融等配套设施, 未来新海港有望成为新交通枢纽, 承载更大客流量。而公司即将于年底投入运营的海口国际免税城位于西海岸且紧邻新海港, 地理位置绝佳, 有望成为海南又一旅游零售中心。综合来看, 公司当前覆盖进出岛客流 90%以上, 且伴随着新海港建设, 未来潜在客流量有望进一步提升。

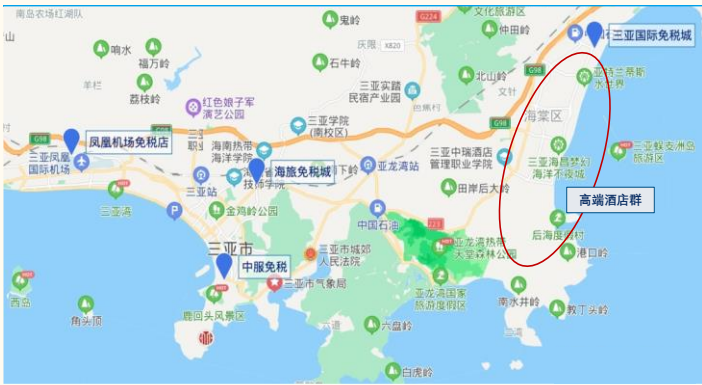
图表 16: 赴岛各渠道客流吞吐量及公司免税覆盖潜在客流量占比 (万人, %)



来源: Wind, 三亚市统计局, 中国民用航空局, 海口市交通运输和港航管理局, 国金证券研究所

地理位置绝佳, 布局流量高地以促进购买转化。三亚国际免税城所在的三亚海棠湾被定位为“国家海岸”, 具有国际化一站式旅游目的地、立足南海面向国际的旅游消费中心等重要功能; 与此同时, 海棠湾拥有亚特兰蒂斯、麦迪逊、嘉佩乐度等一众高端酒店入驻。在政策支持叠加高档酒店集群效应影响下, 三亚客流东移趋势较为明显。公司旗下三亚国际免税城坐落于海棠湾, 与自身规模优势相映成为游客购物首选。而公司旗下位于海口的日月广场免税店则位于海口市中心、交通便利, 与新海港、海口美兰机场共同形成流量闭环。

图表 17: 三亚市免税店位置



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表 18: 海口市免税店位置



来源: 百度地图, 国金证券研究所

图表 19: 海南免税运营商业体梳理

所在城市	门店	规模及位置	开业时间	入驻品牌	公司
三亚	三亚海棠湾免税店 (一期+二期)	建筑面积 12 万 m ² , 经营面积 7.2 万 m ² , 分为 A、B 两栋。	2014 年试运营	引入近 300 个国际知名品牌, 涵盖香化、服装、手表首饰等 45 类免税商品。A 区包含雅诗兰黛、兰蔻、香奈儿等众多香化妆品; B 区包含 Prada、Miu Miu 以及宝格丽等, 以首饰服饰等为主。	中免
	三亚国际免税城一期 2 号地 (在建)	总建筑面积 73629 m ²	预计 2023 年开业	主打奢侈品牌, 计划引入 LV、爱马仕, 目标打造亚太最高端免税中心, 打造商业与高端酒店相结合的业态。	
	三亚凤凰机场免税店	一期 800 m ² +二期 6000 m ²	2020 年 12 月开业	雅诗兰黛、迪奥、SK-II、海蓝之谜等国际一线免税品牌, 涵盖香化、箱包、手表、珠宝首饰和酒等类别。	海旅
	海旅免税城	位于三亚市区主干道迎宾路, 与景区相邻。经营面积 9.5 万 m ²	2020 年 12 月开业	涵盖手表、首饰、箱包、香化、电子产品等 45 类免税品, 其中 Gucci 彩妆、Burberry 彩妆等近 200 个品牌为首次进驻离岛市场; 还有 CHUU、On 昂跑、we11done 等小众潮流运动品牌; 此外该免税店首次引入苹果授权经销商	
	中服国际免税购物公园	位于市区鸿洲广场, 和海旅免税城相隔 15 分钟车程; 升级后经营面积近 4 万 m ²	20 年 12 月首次开业/21 年 10 月升级	香化品牌包含欧莱雅集团的兰蔻、科颜氏等, 雅诗兰黛旗下海蓝之谜、祖马龙以及资生堂旗下 CPB 等; 并与 LVMH 集团、历峰集团等达成合作意向, 预计陆续引入重奢品牌。	
海口	海口日月广场免税店	地处市区最大购物综合体日月广场, 一期+二期经营面积 2.2 万 m ²	2019 年开始营业	包含香奈儿、兰蔻、海蓝之谜、赫莲娜等众多高端香化品牌; 箱包品牌包括万宝龙、新秀丽、罗意威等; 首饰类包括蒂芙尼、潘多拉等	海免 (中免控股 51%)
	海口美兰机场店 (T1+T2)	经营面积一期 8631 m ² /二期达 9313m ²	2011 年一期开业/2021 年二期同步于海口 T2 机场投入运营	超过 400 个国际大牌入驻, 经营涵盖香化、精品、手表、首饰、酒类、电子产品等, 香化类品牌较齐全。	
	海口国际免税城 (在建)	总建筑面积约 92.6 万 m ² (相当于 8 个海棠湾), 免税部分接近 29 万 m ²	预计 2022 年 9 月开业	整个项目计划由 6 个地块组成, 涵盖免税商业、有税商业、高档办公、高端酒店、人才社区等业态为一体的大型免税旅游综合体建筑群。	中免
	海控全球精品免税城	位于日月广场, 一二期共 3.9 万 m ²	一期 2021 年 1 月/二期 2022 年 8 月	200+ 个国际一线大牌入驻, 涵盖香化、精品、手表珠宝等 45 类免税产品, 其中包含了 10 多个品牌的首店或最大专营店	海发控
	观澜湖免税店	位于观澜度假村, 毗邻丽思卡尔顿等高端酒店群及全球最大高	2021 年 1 月开业	免税商品涵盖腕表珠宝、美妆香化、精品箱包、时装配饰、品牌名酒、进口食品百货、礼品玩具, 以及智能手机、可穿戴设备和 3C 电子	深免

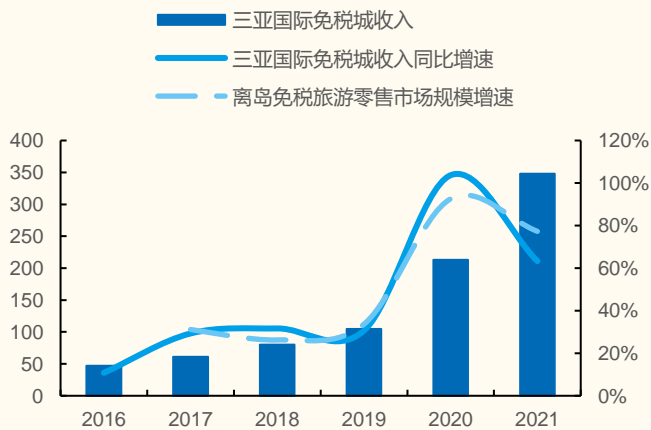
		尔夫球场，离市区较远。经营面积近 10 万 m ² ，一期 2 万 m ²		产品等。	
琼海	博鳌免税店	位于琼海市博鳌景区内的市内免税店，经营面积 4200 m ²	2019 年 1 月开业	博鳌免税店经营涵盖香水、化妆品、箱包、手表、首饰等免税商品，引进 Est é e Lauder、Lancôme、Shiseido、Givenchy、Sulwhasoo 雪花秀、Sisley 等超百个国际知名品牌。	海免（中免控股 51%）

来源：各公司公告，各公司官网，国金证券研究所（灰色为在建项目）

打造结合免税、有税零售、餐饮娱乐等为一体的旅游零售综合体，提供一站式购物体验。三亚国际免税城为海南旅游零售标杆项目，2014 年一期投入商业运营，建筑面积达 12 万平方米，其中主要包含全球商品、海南本地商品、户外运动、食品和客户服务五个功能区，目前一共经营 642 个零售品牌，涵盖包括化妆品、服装、酒水、珠宝、家用电器等在内的 30 种免税类别。2020 年三亚免税城二期投入运营，占地面积 6.5 万平方米，坐落在岛屿上、与一期通过景观桥相连；二期主要包含奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华和国际美食市集四个区域，共经营 66 个零售品牌店铺，其中 20 间为海南首店。

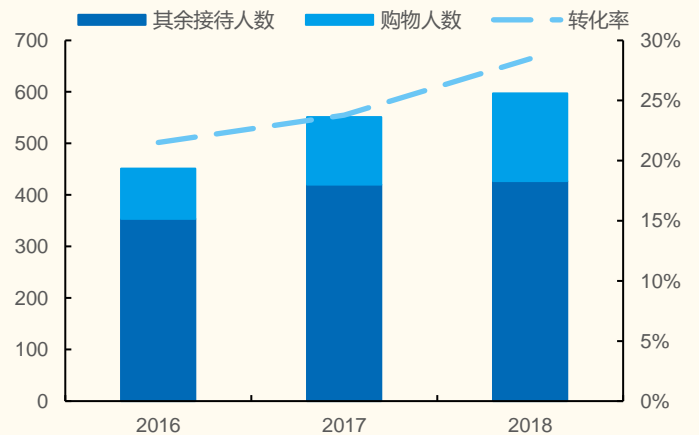
三亚国际免税城收入同步于离岛免税市场快速增长，购物人数占比逐年提升。2016-2021 年三亚免税城收入实现 49.22% 的复合增长，与离岛免税旅游市场规模增长基本同步，反映三亚免税城在规模优势加持下对于海南免税业发展的重要性；其中 2020/21 年收入规模分别同增 103.7%/63.3%，增长提速主要受益于免税限购政策进一步放宽以及疫情下的消费回流影响。而从疫情前公司披露的接待及实际购物人数来看，三亚免税城购物转化率逐年不断提升，预计在政策驱动叠加公司自身品牌矩阵不断丰富、会员等服务机制逐渐完善下，购物转化率有望延续此前趋势。

图表 20：三亚国际免税城营收与离岛免税市场规模同步增长（亿元，%）



来源：公司公告，公司港股招股说明书，国金证券研究所

图表 21：疫情前三亚国际免税城购物人数转化率逐年提升（万人，%）

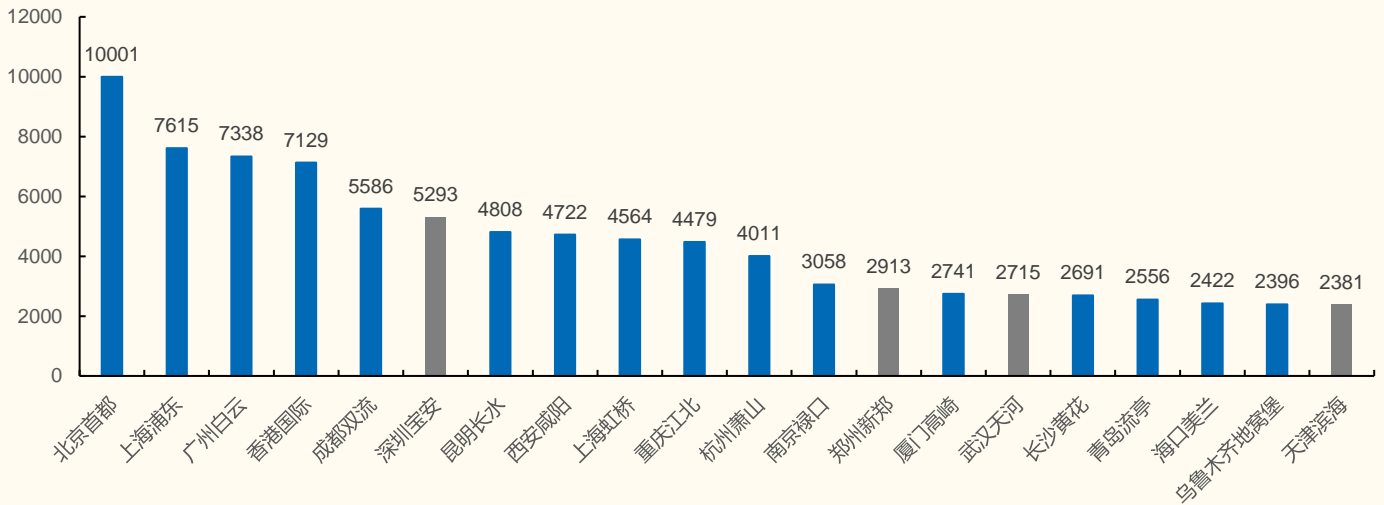


来源：公司公告，国金证券研究所

2.1.2、口岸免税：入驻机场规模领先，强议价能力提升利润空间

机场免税经营在口岸免税中地位举足轻重，公司无论在入驻机场数量还是覆盖客流量都具有绝对领先的优势。随着 2017-18 年将日上上海、日上中国纳入版图，公司在机场免税规模实力尽显，目前公司共入驻 58 家机场免税店，其中疫情前客流量排名前 20 的机场中已获得其中 16 家的特许经营权，充分把握国际优质消费者群体，覆盖国际航班 70% 以上客流。

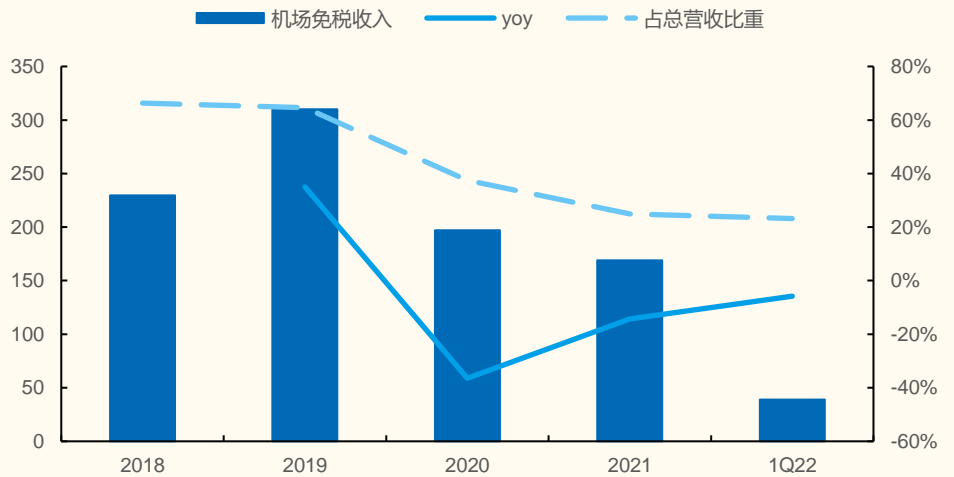
图表 22: 2019 年全国吞吐量排名 TOP20 机场及年吞吐量 (万人)



来源: 中国民航局, 国金证券研究所 (灰色底为公司尚未入驻的机场)

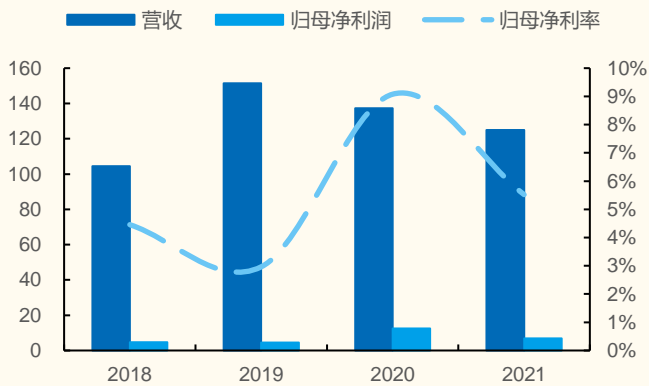
疫情前得益于获得北京首都、上海浦东两大国际客流最大机场的免税经营权, 2019 年公司机场免税收入实现 310.08 亿元、占总营收的 64.6%, 其中日上上海/日上中国收入分别达到 151.49/74.77 亿元。2020 年疫情发生以后, 21 年广州白云机场、上海浦东机场国际旅客吞吐量分别为 67.5 万人、82.0 万人, 同比下滑 80%左右, 出入境客流锐减导致公司 21 年对应机场免税收入下滑至 168.83 亿元、占总营收比重下滑至 25%左右, 其中通过机场免税部分收入来自日上包邮线上销售, 从而部分冲淡线下客流不振所带来的影响。

图表 23: 疫情后公司机场免税收入占比不断下降 (亿元, %)



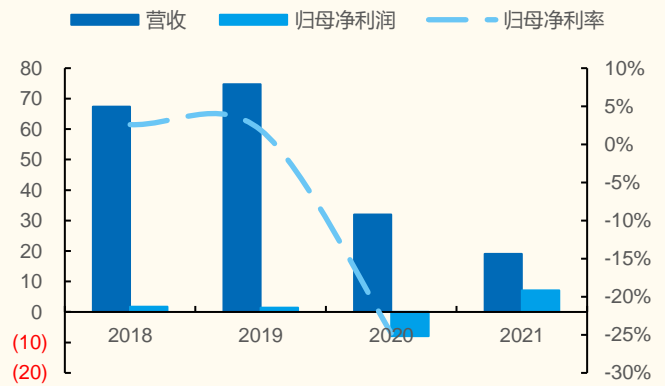
来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

图表 24: 日上上海收入、归母净利润及归母净利率 (亿元, %)



来源: 公司公告, 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

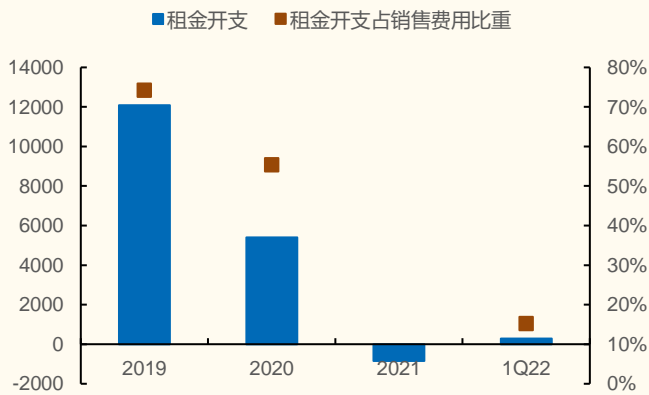
图表 25: 日上中国收入、归母净利润及归母净利率 (亿元, %)



来源: 公司公告, 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

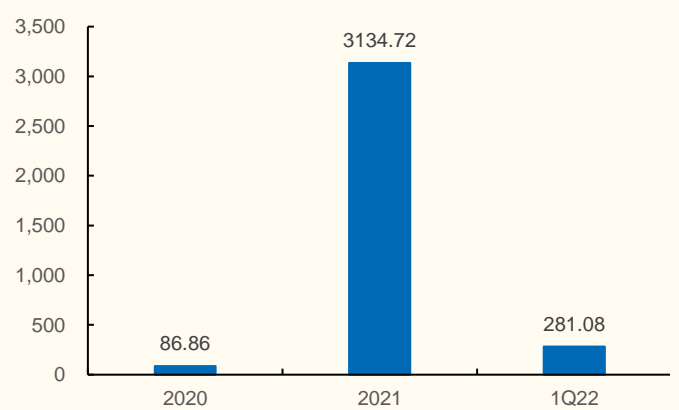
陆续与北京首都机场、上海机场、广州白云机场签订租金调整协议, 保证自身利润空间, 免税龙头议价能力尽显。疫情下机场出入境客流严重受损, 每月国际客流数仅达到 2019 年的 2% 左右水平, 公司机场免税业务相应严重承压。对此公司积极与重点机场就租金调整进行商议, 当国际客流低于对应指标时, 将保底金额与实际客流量挂钩。租金重议一方面部分回补机场免税业务损失, 另一方面体现公司作为免税龙头仍具备较强议价能力, 2020-1Q22 新冠疫情相关租金分别减免 0.87/31.35/2.81 亿元, 租金下调下公司租金开支占销售比重由 2019 年的 74% 逐步降至 1Q22 的 15%。

图表 26: 租金开支及其占销售费用比重不断下降 (百万, %)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

图表 27: 新冠疫情相关租金减免金额 (百万元)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

具体来看:

- **上海机场:** 过去日上上海与上海机场租金协议按照**保底与实际销售提成较高者**来计算。因疫情导致国际客流锐减, 公司与上机于 21 年初重新签订免税店项目经营权转让合同补充协议, **修改后租金以月实际国际客流为划分标准, 以此前保底租金作为封顶**, 若当月国际客流量少于 2019 年国际客流的 80% (即 256.7 万人), 则月实际销售提成=人均贡献 x 月实际国际客流 x 客流调节系数 x 面积调节系数; 若月国际客流量大于等于 256.7 万人, 则按照当年保底销售提成/12 个月收取租金, 而考虑到 22 年以后卫星厅免税面积有望投入使用, 实际年保底销售提成将*(1+24.11%)。按照新计算规则, 2020 年上海机场对应免税店租金开支为 11.56 亿元。

图表 28: 上海机场免税合同补充协议按月收取费用确认方式

<p>当月国际客流≤256.7万人</p> <p>按月实际销售提成=人均贡献 x 当月实际客流 x 客流调节系数 x 面积调节系数</p> <ul style="list-style-type: none"> 人均贡献=135.28元, 参考2019年人均贡献水平 客流调节系数: 按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数 面积调节系数: 按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别从高到低递减对应不同系数, 实际开业面积为0时面积调节系数也为0。 	<p>当月国际客流>256.7万人</p> <p>月保底销售提成=当年保底销售提成/12个月</p> <ul style="list-style-type: none"> 若当年实际国际客流X大于下表中当年度对应客流区间最小值, 则取当年度对应的年保底销售提成; 若当年实际国际客流X小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值, 则取X所在区间对应的年保底销售提成额。 2022年及以后年实际客流X在2019-21年所对应区间内, 则年保底销售提成=对应年度保底销售提成x (1+24.11%) 	<table border="1"> <thead> <tr> <th>年度</th> <th>年实际国际客流 (万人次)</th> <th>年保底销售提成 (亿元)</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2019</td> <td>X≤4172</td> <td>35.25</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>4172 < X ≤ 4404</td> <td>41.58</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>4404 < X ≤ 4636</td> <td>45.59</td> </tr> <tr> <td>2022</td> <td>4636 < X ≤ 4868</td> <td>62.88</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>4868 < X ≤ 5100</td> <td>68.59</td> </tr> <tr> <td>2024</td> <td>5100 < X ≤ 5360</td> <td>74.64</td> </tr> <tr> <td>2025</td> <td>5360 < X</td> <td>81.48</td> </tr> </tbody> </table>	年度	年实际国际客流 (万人次)	年保底销售提成 (亿元)	2019	X≤4172	35.25	2020	4172 < X ≤ 4404	41.58	2021	4404 < X ≤ 4636	45.59	2022	4636 < X ≤ 4868	62.88	2023	4868 < X ≤ 5100	68.59	2024	5100 < X ≤ 5360	74.64	2025	5360 < X	81.48
年度	年实际国际客流 (万人次)	年保底销售提成 (亿元)																								
2019	X≤4172	35.25																								
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58																								
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59																								
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88																								
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59																								
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64																								
2025	5360 < X	81.48																								

来源: 上海机场公司公告, 国金证券研究所 (规则中所指“国际客流”包含国际及港澳台地区客流)

我们基于新旧两种租金计算方式对日上上海租金交付情况进行测算。其中:

1) 原协议按照保底租金和销售额较高值计算租金。我们基于 2019 年日上上海免税营收/国际客流量假设客单在 380 元左右, 以 42.5%平均扣点率计算, 当 23 年客流恢复至 19 年的 120%以上销售提成应收租金大于保底租金;

2) 新协议下, 当客流恢复程度低于 19 年的 80%时, 当年租金= $\Sigma 135.28 \times$ 月实际客流 x 客流调节系数 x 面积调节系数, 根据 20 年客流恢复至 30%以下对应 11.56 亿元租金开支反推, 我们预计调节系数在[0.9, 2.1]区间且客流回复程度越高对应系数越低。当客流恢复至 80%以上, 按照对应客流区间计算年保底提成作为租金开支。

根据我们的测算结果, 新协议整体利好公司租金成本节约, 原协议保底提成 (即原来的下限) 经调整变为租金收取上限, 但租金减免幅度随客流复苏程度逐渐收窄。

图表 29: 2023E 不同客流恢复程度下公司新旧协议租金及租金减免测算

客流较 19 年恢复程度	全年对应客流量 (万人)	原协议下保底租金 (亿元)	原协议下按销售提成租金 (亿元)	原协议下实际年度租金 (亿元)	新协议下租金 (亿元)	租金减免 (亿元)
20%	770	68.59	12.44	68.59	21.88	46.7
40%	1541	68.59	24.88	68.59	31.26	37.3
60%	2311	68.59	37.32	68.59	34.39	34.2
80%	3081	68.59	49.76	68.59	37.51	31.1
100%	3851	68.59	62.20	68.59	43.75	24.8
120%	4622	68.59	74.64	74.64	56.58	18.1
140%	5392	68.59	87.08	87.08	68.59	18.5

来源: 上海机场公司公告, 国金证券研究所测算 (注明: 测算中未知变量均基于实际情况进行假设, 仅供参考变化趋势)

- **广州白云机场:** 2022 年 6 月 22 日公司子公司与广州白云机场签署进出境免税项目经营合作补充协议, 就 2020-22 年 6 月经营权转让费用计算方式进行调整, 包括 1) 对原协议的月保底销售额设置月客流比例系数和月实际开业面积系数; 2) 当上年度国际客流量/2019 年国际客流<0.8 时, 执行上年度月保底销售额基数, 当 ≥0.8 时执行原协议中的递增条款; 3) 延长入境免税店项目租赁期至 2029 年。新计算规则下确定 2020-22 年 6 月租金共计 4.8 亿元, 预计对应 8.6 亿元租金得以冲回。

我们基于新旧两种租金支付方式进行测算。其中:

1) 原协议方式下公司按照月保底经营转让费 (月保底销售额 x 提成比例) 与月实际销售提成额 (销售额 x 分段提成比例) 较高者缴纳经营权转让费, 且对应保底销售额逐年递增。我们基于 2018 年披露 T1 到达/T2 到达/T2 出发月保底销售额分别为 56/3533/3292 万元且提成比例分别为 42%/42%/35%逐年推算, 预计当客流恢复程度 ≤60%时按保底租金缴纳; 之后按照实际销售额逐年递增。

2) 新协议下, 我们假设面积调节系数=1, 当上年度国际客流量 $<0.8 \times 2019$ 年国际客流量时, 按照上年度保底基数计算, 无需执行递增条款; 当客流恢复程度 $\geq 80\%$ 时, 新协议下经营转让费与原协议一致。

根据我们的测算结果, 新协议下, 当客流恢复程度较低时租金减免幅度较大, 但当客流恢复程度超过 2019 年的 80% 时新旧租金开支保持一致。

图表 30: 2023E 广州白云机场免税经营体新旧协议下租金开支及减免测算

客流恢复程度	年度客流 (万人)	客流调节系数	原协议租金 (亿元)	新协议保底租金 (亿元)	租金减免 (亿元)
20%	359	0.2	4.03	1.28	2.75
40%	718	0.4	4.03	1.81	2.22
60%	1076	0.6	4.03	2.42	1.61
80%	1435	-	5.28	5.28	0.00
100%	1794	-	5.36	5.36	0.00
120%	2153	-	5.54	5.54	0.00
140%	2512	-	5.62	5.62	0.00

来源: 白云机场公司公告, 国金证券研究所测算 (注: 测算中未知变量均基于实际情况进行假设, 仅供参考变化趋势)

2.2、数字化助力线上平台布局, 线上线下协同优化会员体系

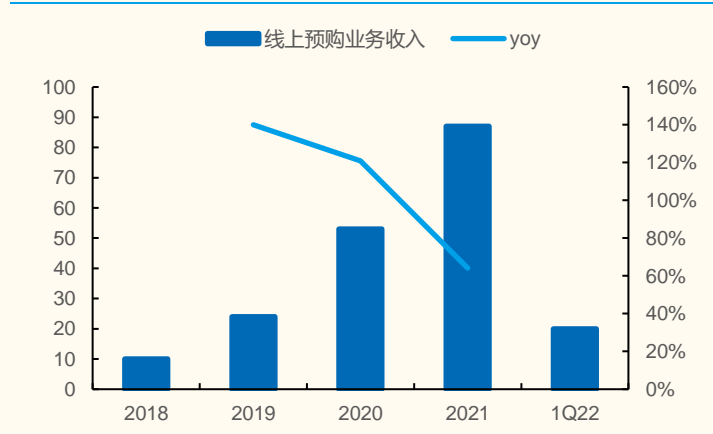
疫情下加快数字化部署, 为客户提供全方位旅游零售服务。为满足疫情下顾客需求, 公司自 2020 年 2 月起推出“cdf 会员购”等线上平台, 180 日内到访海南的顾客可以通过线上进行采购。另外, 公司还为旅客出行前提供线上预订商品服务, 待客户旅游归来在线下免税提货点提取商品。截至 1Q22 公司在 12 间门店提供了预订服务, 为客户提供最大程度便利的同时也带来了不错的收入, 2021 年公司预购收入达 87 亿, 同比增长 64.2%。公司打通线上渠道一方面有效冲淡疫情导致的线下客流下降且降低租金成本, 2021 年线上平台实现收入 319 亿元、同比增长 29.7%; 另一方面线上反馈的销售数据有助于公司完成精准采购、定价与营销, 为潜在客群提供覆盖行前、行中、行后的全方位旅游零售服务。

图表 31: CDF 会员购小程序内页



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

图表 32: 2018-1Q22 公司预购业务收入及增速 (亿元, %)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

优化会员体系, 提高客户体验感和留存率。2021 年 2 月, 为了建立统一的品牌形象, 巩固客户服务能力, 公司完成集中式 CRM 部署, 有效地洞察和分析消费者偏好, 并设立基于会员积分的综合会员体系, 客户可以在全渠道零售销售网络兑换会员积分用作抵现, 大大提高客户忠诚度和复购率, 据公司招股书, 在中免店铺购买过免税商品的顾客中, 99.5% 愿意再次光顾。2018-21 年期间公司会员数复合增长率达到 270%, 截至 1Q22 会员数量已达 2190 万人,

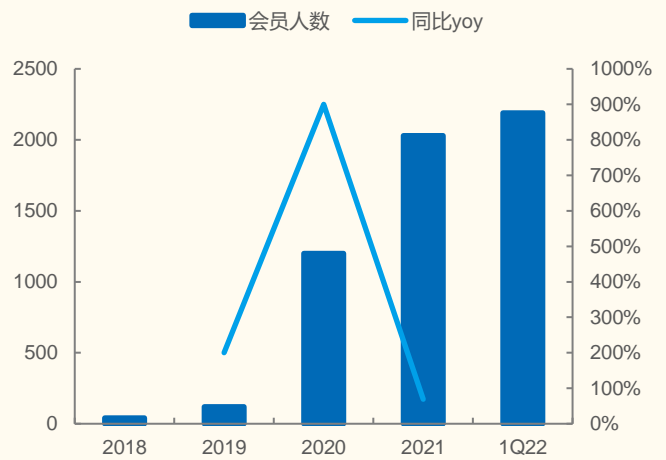
线上已成为吸引消费者注册会员的重要渠道。公司持续提供品类齐全的商品，且会员福利制度不断完善，有助于新会员加入与老会员复购提升。

图表 33: 公司五级会员体系

会员等级	升级要求	会员权益
普通	免费	生日月份享有 2 倍会员积分
银卡	三年内总支出超过人民币 5000 元	购物时享有 1.2 倍、生日月份享有 2 倍会员积分
金卡	三年内总支出超过人民币 10000 元	购物时享有 1.5 倍、生日月份享有 2 倍会员积分
铂金	三年内总支出超过人民币 50000 元	购物及生日月份享有 2 倍会员积分；快速结账等；专属机场接送（每年两次）
钻石	三年内总支出超过人民币 100000 元	购物及生日月份享有 2 倍会员积分；快速结账、私人购物伴侣等；专属机场接送（每年五次）

来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

图表 34: 2018-1Q22 公司会员人数 (万人, %)

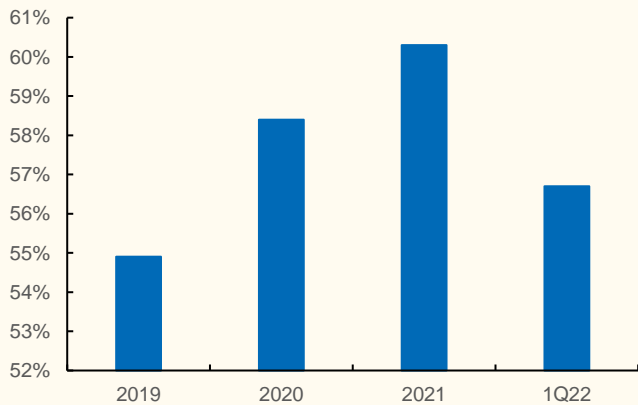


来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

2.3、与供应商合作深厚，库存管理水平稳定

集采模式保障供应稳定性，降低采购成本。公司采用集中采购模式，直接从全球各大品牌原产地采购产品，建立强大竞争优势。一方面，通过集采，公司建立稳定的供应关系和稳健的品牌形象，吸引客户长期复购。截至 2022 年 Q1，公司已拥有超过 430 家供货商，与前五大供应商建立了 3 至 23 年的业务关系，2021 年前五大供应商的采购总额占比 60%以上，第一大供应商采购占比 28.6%。另一方面，提高采购规模能有效提升公司议价能力，降低采购成本，进一步提升公司的利润空间。

图表 35: 2019-1Q22 公司前五大供应商占比 (%)



来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

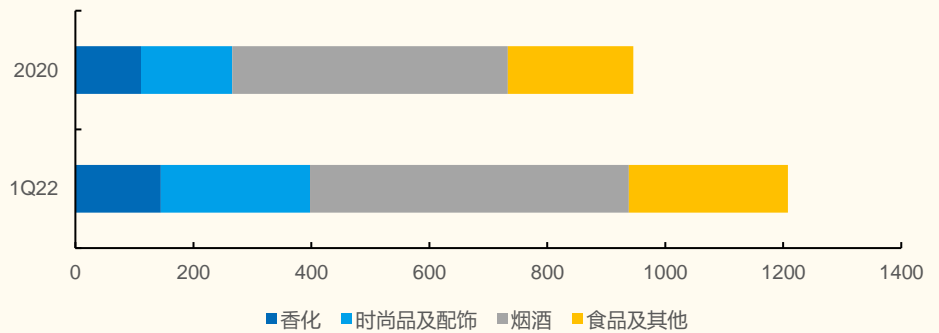
图表 36: 2021 年公司前五大供应商合作情况

供应商	期间向供应商采购的产品	约占采购比重	合作开始年份
供应商 B	香水及化妆品	28.6%	2005
供应商 D	香水及化妆品	12.9%	2005
供应商 E	香水化妆品、时尚品及配饰	6.4%	2005
供应商 G	化妆品	6.2%	2019
供应商 H	腕表及珠宝	6.2%	2005

来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

与品牌建立长期合作，产品结构丰富。截至 1Q22，公司已与全球 1200 多家知名品牌建立长期稳定合作，包括 145 个香化品牌、253 个时尚品及配饰品牌、540 个烟酒品牌和 270 个食品及其他品牌，在入驻品牌资源上领先于其他国内免税运营商。公司销售的产品超过 31.6 万个 SKU，香化涵盖了包括 Dior、Estee Lauder、Lancome 和资生堂等多个一线国际品牌，时尚品及配饰涵盖了包括 Cartier、Hermes 和 Prada 等全球最顶尖的品牌。公司同时引入小众品牌及潮牌，吸引年轻人群进行消费。

图表 37: 公司分品类品牌数 (家)



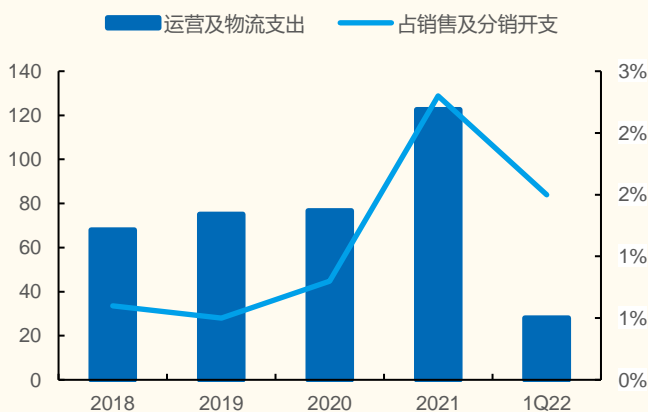
来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

公司已建立起中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系。公司在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建设七个覆盖全国营运的物流中心, 针对珠宝、酒类及其他高端产品制定严格的分类体系和配送标准, 2018-21 年公司运营及物流支出分别占销售开支的 0.6%/0.5%/0.8%/2.3%。另外公司正在海口兴建新的智能化物流中心, 今年海南国际物流中心一期将逐步投入使用, 二期项目也进入收尾阶段, 计划 9 月竣工。海南国际物流中心项目建成后将成为海南全岛现代化“保免一体”的物流配送中心, 大大提高运营效率, 有效降低成本。

数字化仓库管理系统助力零售运营, 库存水平保持稳定。公司的数字化仓库管理系统, 一方面能够密切监控供应链中货物的动向, 智能地规划最佳物流路线, 不断缩短将货品运至零售店以及从仓库运输到机场的时间, 提升运输效率; 另一方面, 门店商品出售后终端销售信息会被整合上传到仓库管理系统, 实时记录销售数据有助于及时洞察消费者偏好, 改善客户购物体验。

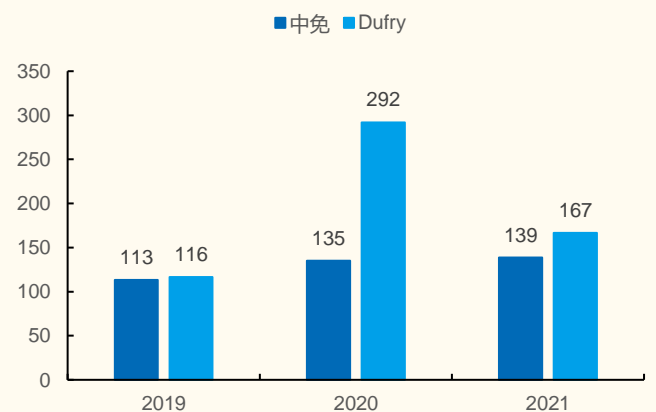
另外, 公司开发了自动化库存监控和补货系统, 监控商品库存水平并在预测到库存量将耗尽的情况下自动生成警报。使公司能够实时监控门店库存水平并集中化存货管理, 每月进行集中库存分析, 及时补充库存, 使存货保持在健康稳定的水平。2019-21 年存货周转天数分别为 113/135/139 天, 始终低于海外竞争对手 Dufry, 较强的存货管理能力使公司在不断扩大业务规模同时保持行业领先运营效率。

图表 38: 2018-1Q22 公司运营及物流支出及占销售及分销开支 (百万元, %)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

图表 39: 公司与海外竞争对手存货周转天数对比 (天)



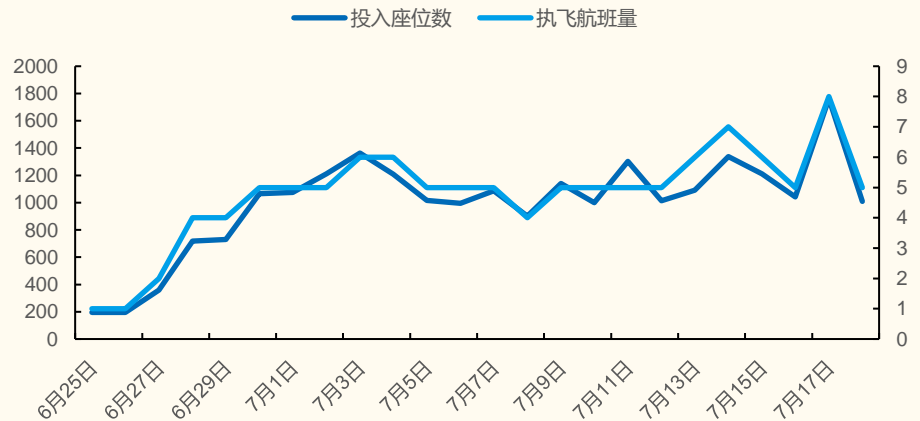
来源: 各公司公告, 国金证券研究所

3、中短期看客流复苏, 长期看消费回流与免税格局优化

3.1、短期: 海南客流回暖, 离岛免税反弹在即

入琼管控进一步放开，一线城市出行恢复有望提振海南客流。6月20日，海南发布《关于调整完善来返琼人员疫情防控措施的通知》，对于非涉疫区人员不再强制要求核酸阴性证明，且涉疫地区人员要求调整为48h内核酸证明，入琼政策放开为客流进一步恢复奠定基础。除此之外，6月29日工信部发文取消行程卡“星号”标记，标志着疫情精准防控按照“全国一盘”的方向加速推进，消息公布后在线旅游平台酒店、机票搜索量快速增长，与此同时上海浦东飞往三亚凤凰机场执飞航班快速提升至每天5架次及以上，投入座位数1000个以上。由于上海、北京游客为赴岛“主力军”，放松管控基础上海南客流及购物景气度有望提振。

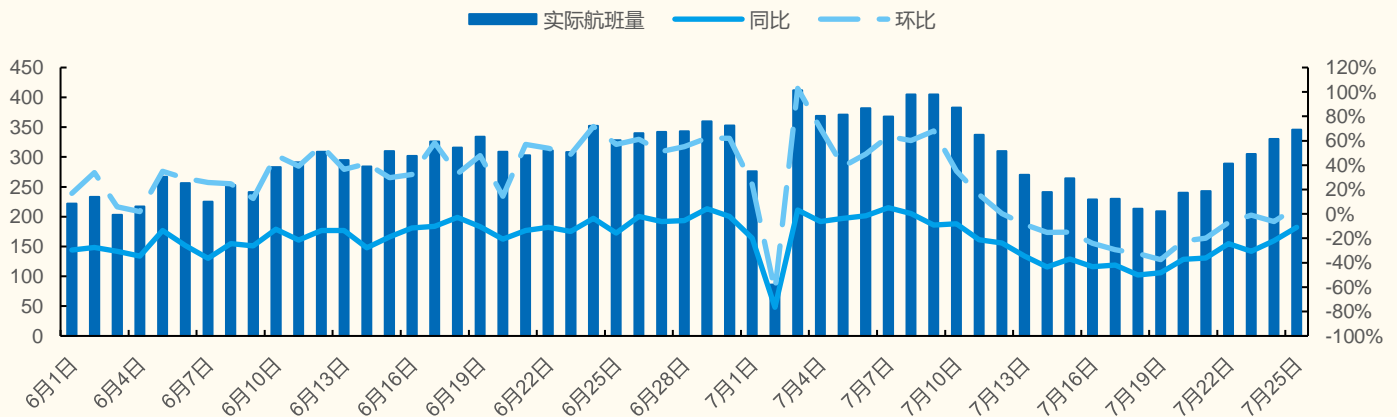
图表 40: 6月20日入琼政策放开后上海浦东飞往三亚机场执飞航班及投入座位数快速提升(架次, 个)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

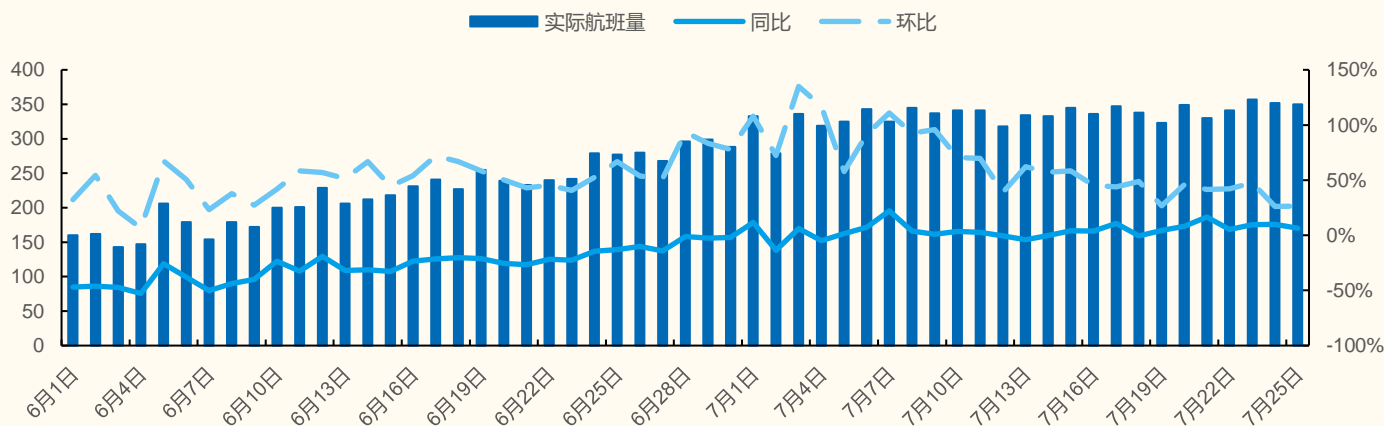
从实际航班数来看, 6-7月海口美兰/三亚凤凰机场单日平均实际航班量分别达到297/273架次, 其中海口机场航班6月航班数同比下滑幅度不断收窄、环比于5月增长强劲, 7月由于多地疫情反复导致航班数量有所波动; 相较之下, 作为主要休闲旅游目的地的三亚其航班数始终保持增长, 反映暑期旅游热潮部分对冲疫情反复导致的客流下滑, 7月航班数环比于6月进一步提升。

图表 41: 22年6-7月海口美兰机场实际航班量及同比环比增速(架次, %)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

图表 42: 22 年 6-7 月三亚凤凰机场实际航班量及同比环比增速 (架次, %)



来源: 航班管家, 国金证券研究所

政策为重要推动力, 多轮消费券发放促进旅游零售业恢复。消费为拉动海南经济增长的主引擎, 3 月以来受制于全国各地疫情反复, 海南消费承压, 对此全省围绕消费热点, 通过发放多轮消费券、举办首届海南国际离岛免税购物节、推出主题活动引客入岛等系列措施, 刺激消费回补。另外, 6 月海南省商务厅印发《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》, 明确提出 1) 将加快引进知名品牌; 2) 根据消费者需求引入 45 大类中需求量大、价格有竞争力的商品, 提升商品丰富度; 3) 拓展新零售渠道、做大线上销售、开展网络直播销售等。政策驱动一方面有望促进客流迅速恢复, 另一方面在良性引导下加速推进“旅游+免税”高质量融合, 从而提升海南离岛业务竞争力。

图表 43: 近期海南出台促消费相关政策梳理

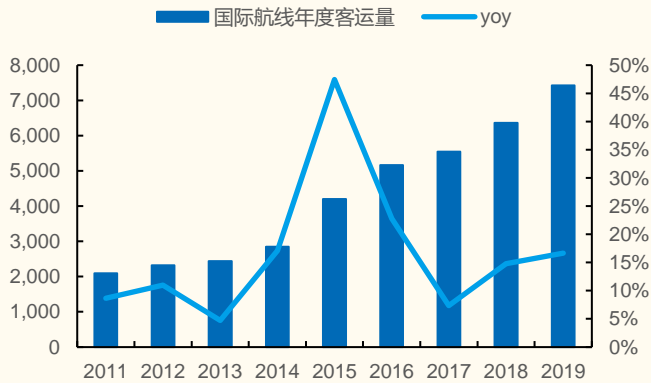
政策	时间	与消费相关要点
《海南省促进消费若干意见》	2022.4	1) 发放不少于 8000 万元消费券, 激发购物、餐饮、旅游等领域消费潜力; 2) 用好“五一”等重要时间节点, 省级财政筹集不少于 2000 万元, 组织免税经营主体开展发放优惠券、折扣、满减等活动, 加大线上线下促销力度, 加强旅客落地宣传, 提升购物环境和体验; 3) 鼓励餐饮消费提档升级; 4) 增强汽车消费增长动力; 5) 鼓励绿色家电消费; 6) 培育壮大网络零售, 进一步挖掘线上消费潜力; 7) 引领时尚新品消费; 8) 办好促消费结清活动, 鼓励开展夜间促销等。
《海南省超常规稳住经济大盘行动方案》	2022.5	超常规刺激消费回补, 包括完成 1 亿元消费券发放, 适时再追加发放 1 亿元消费券, 促进餐饮、购物、旅游等消费增长; 开展海南旅游没事购物嘉年华活动, 聚焦重点领域连月举办主题突出、特色鲜明的促进消费活动; 并支持海口市、三亚市等旅游热点城市对旅客入驻酒店给予一定补贴。
《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》	2022.6	1) 促进入岛旅游人次方面, 高质量举办中国国际消费品博览会、海南国际旅游岛欢乐节等各类文旅节庆、体育赛事及展会活动, 并鼓励开设免税店与酒店、景区旅游专线, 加速“旅游+免税”高质量融合发展; 2) 强化促销推广, 全年举办不少于 10 场大型免税促销活动; 省级财政筹集不低于 2000 万元资金鼓励全岛通兑离岛免税购物消费券, 并在重要节假日等开展满减促销; 3) 明确将加快引入知名品牌, 引入需求量大且价格有竞争力的商品, 并拓展新零售渠道, 做大线上销售等。

来源: 海南日报, 国金证券研究所

3.2、中期: 出入境复苏提振机场免税销售+海南免税扩容

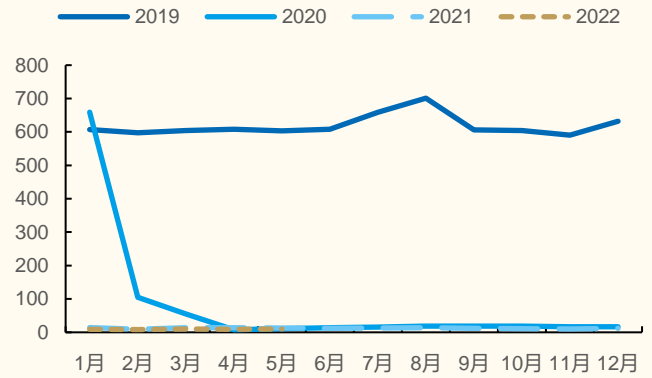
出入境有望于 2023 年逐步复苏, 利好口岸免税业务恢复。2011-19 年我国国际航线客运量从 2095 万人提升至 7422 万人, 年复合增速达到 15.1%, 增长稳健; 疫情发生后受制于我国出入境客流断崖式下滑, 2021 全年国际客流仅为 148 万人、达到 19 年的 2% 左右水平。参考当前全球国际航线复苏势头强劲, 22 年 5 月北美、欧洲国际航班已经恢复至接近 19 年 80% 水平, 我国相较于其他国家国际航班恢复较为滞后, 但随着疫苗接种普及, 2023 年我国出入境管控有望逐步放开, 而公司拥有我国国际客流最大机场的免税运营权, 有望充分受益于国际客流回暖。

图表 44: 2011-19 年我国国际航线年度客运量增长稳健 (万人, %)



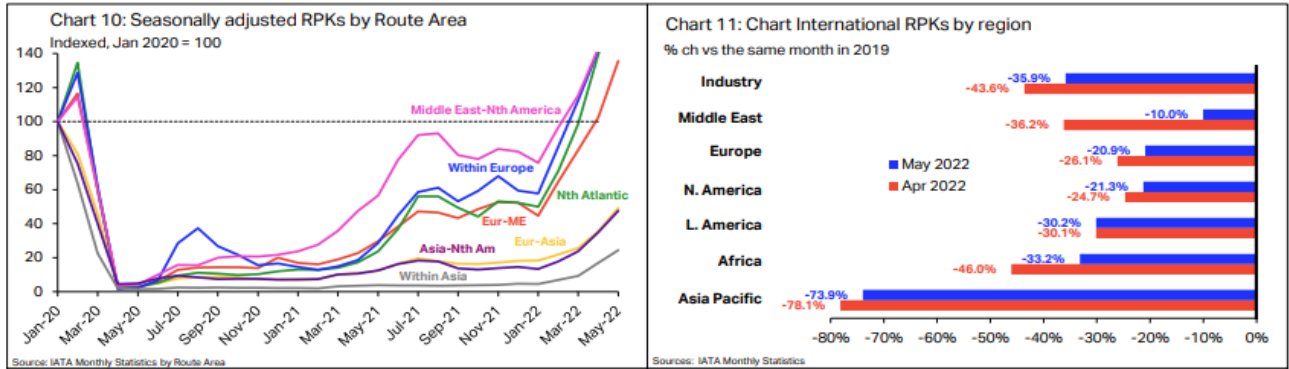
来源: 中国民航局, 国金证券研究所

图表 45: 疫情后我国国际航线客流量仅恢复至 19 年的 2%左右水平 (万人)



来源: 中国民航局, 国金证券研究所

图表 46: 2022 年以来全球国际航线复苏强劲 (%)



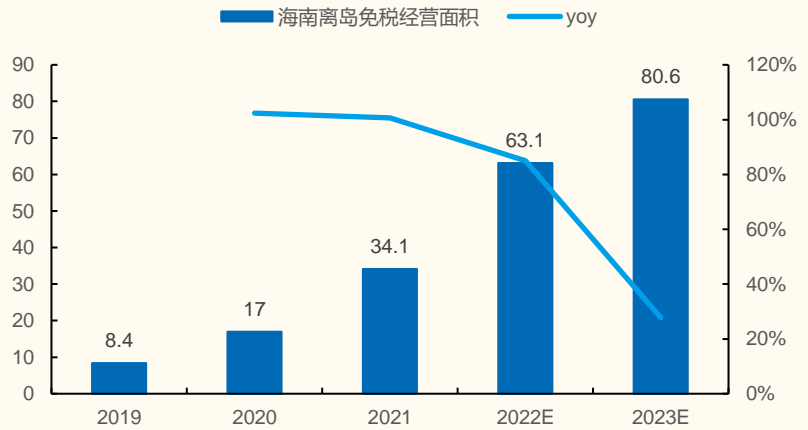
来源: IATA, 国金证券研究所

离岛免税进一步扩容, 三亚国际免税城成功经验有望继续复制。当前公司于海南有两个项目即将投入运营, 预计到 2023 年离岛免税经营面积有望从 19 年的 8.4 万平方米提升至 80.6 万平方米、复合增速达到 76%, 届时公司旗下运营商业体合计经营面积占比将达到离岛免税的 90% 以上。

1) 海口国际免税城: 该项目于 2019 年 8 月开工建设, 预计于 2022 年 9 月投入运营, 总投资额达到 50 亿元。作为海南又一标杆性项目, 位于海口西海岸新海港东侧的海口国际免税城总占地 675 亩、总建筑面积达到 93 万平方米, 为涵盖免税/有税商业、高档办公、高端酒店、人才社区等业态的大型免税旅游综合体建筑群。与此同时, 世界最大的威士忌博物馆、首家融合文创零售及收藏拍卖的茅台体验馆等将入驻海口国际免税城, 打造差异化特色与丰富体验感并存的商业体验。当前已经有超过 500 个品牌确认入驻海口国际免税城, 结合其优越的地理位置, 长期盈利能力可期。

2) 三亚国际免税城一期 2 号地: 公司计划投资 37 亿元投入建设, 该项目一方面将依托于免税城规模优势, 通过扩建免税营业面积, 引进高端品牌、丰富品类; 另一方面计划融入高端酒店集群, 打造“商业+酒店”相结合的新业态, 进一步巩固三亚免税城一期、二期规模协同优势, 加速引流优质客群。

图表 47: 海南离岛免税经营面积及增速 (万平方米, %)



来源: 公司港股招股说明书, 各公司公告, 国金证券研究所

图表 48: 海口国际免税城概念效果图



来源: 腾讯新闻, 国金证券研究所

图表 49: 三亚国际免税城一期 2 号地概念效果图

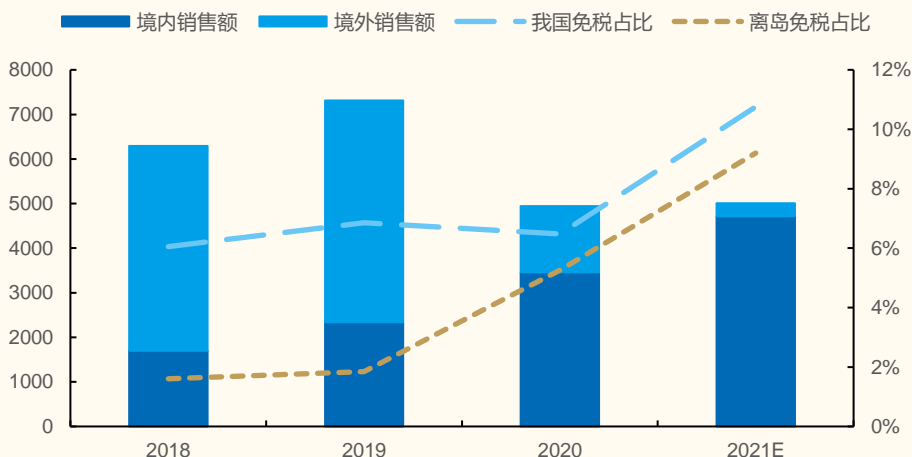


来源: 三亚市自然资源和规划局, 国金证券研究所

3.3、长期: 消费回流趋势延续, 免税格局有望优化

疫情后奢侈品消费回流规模接近 3000 亿, 离岛免税贡献有所提升。疫情前我国奢侈品市场增长稳健, 根据贝恩咨询, 2019 年我国奢侈品销售额达到 7313 亿元, 其中境外占比 73%; 据弗若斯特沙利文, 疫情前我国免税以出境免税为主, 离岛免税市场规模仅为 135 亿元, 占我国奢侈品销售额的 1.85%。疫情发生后我国奢侈品销售迅速回流, 2020 年境内消费占比提升至 70%; 2021 年奢侈品消费规模在 5010 亿元左右, 其中境内消费占比有望进一步提升至 94%。若按无疫情下境内占比 35%左右估算, 21 年疫情下奢侈品消费回流规模接近 3000 亿元, 其中离岛免税近两年快速扩容至 461 亿元、复合增速达到 85%。

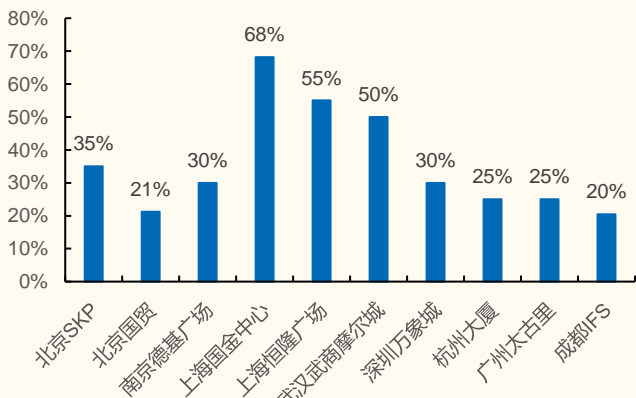
图表 50: 我国奢侈品境内外销售额以及免税零售占比 (亿元, %)



来源: 贝恩咨询, 弗若斯特沙利文, 国金证券研究所

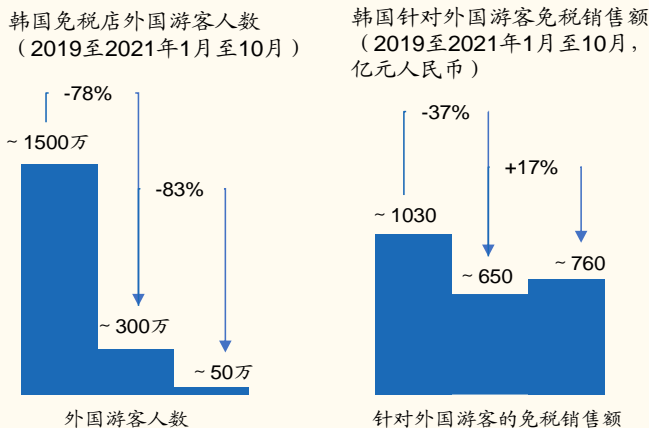
增量大幅回流至国内有税市场, 高端购物中心收入增速亮眼。结合免税业务规模及增速变动, 我们认为奢侈品回流的增量中, 大约有 12% 左右流至离岛免税, 而 21 年我国 TOP10 购物中心收入增速中枢在 40% 左右, 大部分奢侈品消费力仍回流至我国有税零售市场; 除此之外, 韩国境外游客免税收入在对应客流下滑基础上不降反增, 反映海外代购仍有部分贡献。

图表 51: 我国 TOP10 购物中心 2021 销售额同比增速 (%)



来源: 联商网, 国金证券研究所

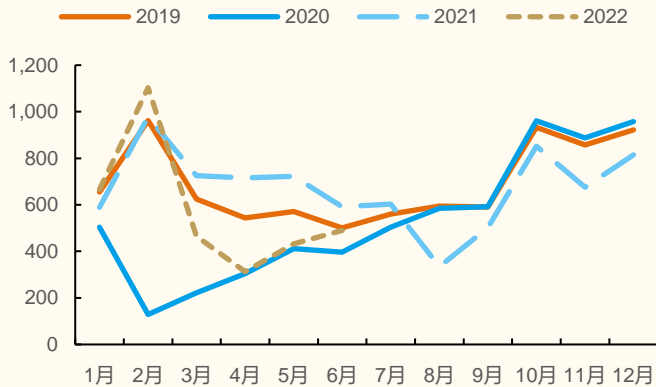
图表 52: 韩国免税店外国针对外国游客销售额仍有增长



来源: 贝恩咨询, 国金证券研究所 (注: 在韩国购买免税品的外国人中, 约 9 成是代购商, 其客户主要来自中国境内)

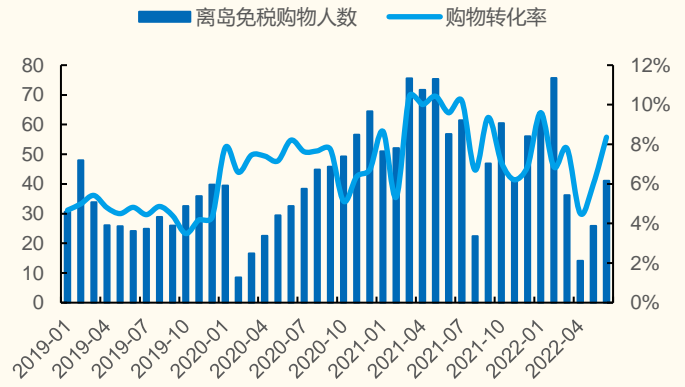
转化率、客单明显提升, 本质为离岛免税规模增长与运营实力加固的趋势化体现。据海南省旅游局, 每月赴岛客流在疫情影响下出现小幅回落, 2021 年月均客流为 675 万人、较 2019 年仍有 3% 的缺口; 但离岛免税购物人次有明显增加, 对应购物转化率从 4.5% 提升至近 10%。与此同时, 离岛每月平均客单价从 3507 元提升至 7476 元 (+113%)、月人均件数从 4.8 件增加至 11 件 (+129%), 反映 2020 年以来免税消费扩容, 规模与品类提升为旅客提供更多选择, 从而有效促进消费转化与客单提升。

图表 53: 疫情后每月赴岛客流并未显著增加 (万人)



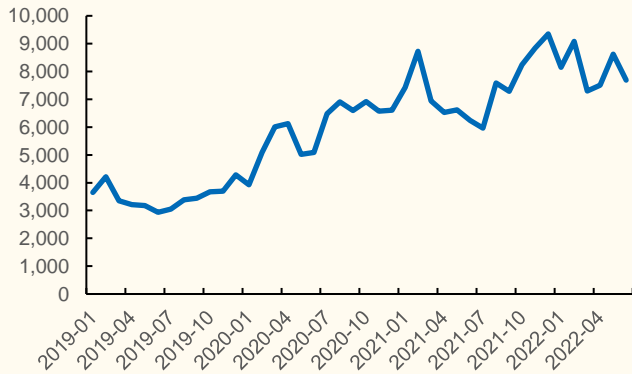
来源: 海南省旅游局, 国金证券研究所

图表 54: 每月离岛免税购物转化率明显提升 (万人, %)



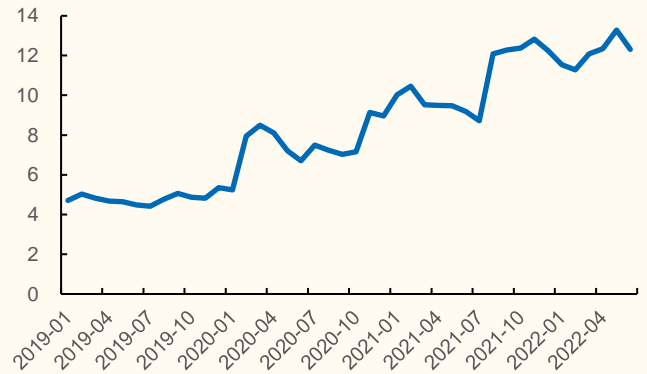
来源: 海南省旅游局, 海口海关, 国金证券研究所

图表 55: 海南离岛免税人均消费值 (元)



来源: 海口海关, 国金证券研究所

图表 56: 海南离岛免税人均消费件数 (件)

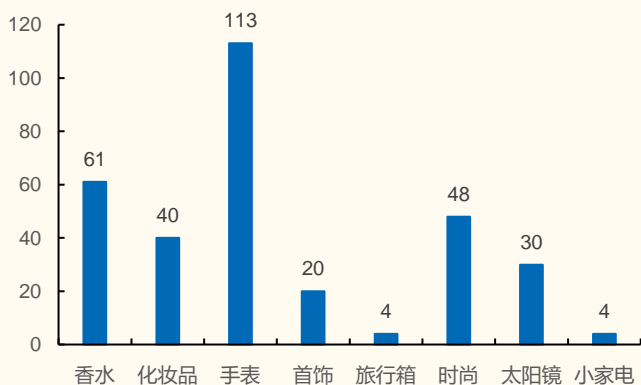


来源: 海口海关, 国金证券研究所

与此同时, 政策上松绑为离岛免税发展带来有力推动。2020年由党中央与国务院印发的《海南自由贸易港建设总体方案》对离岛免税范围进行调整, 主要包括: 1) 免税额度从每年每人 3 万元提升至 10 万元; 2) 离岛免税商品品种从包含化妆品、箱包、手表等 38 种增至 45 种, 其中包含平板电脑、手机、电子游戏机等高单价产品; 3) 离岛旅客可以凭购物凭证在机场、火车站、港口码头等指定区域提货, 购物便捷程度有所提升; 4) 具有免税经销资格的经营主体可平等参与海南离岛免税经营, 良性竞争下有助于保证价格合理性, 从而提升消费者购物意愿。

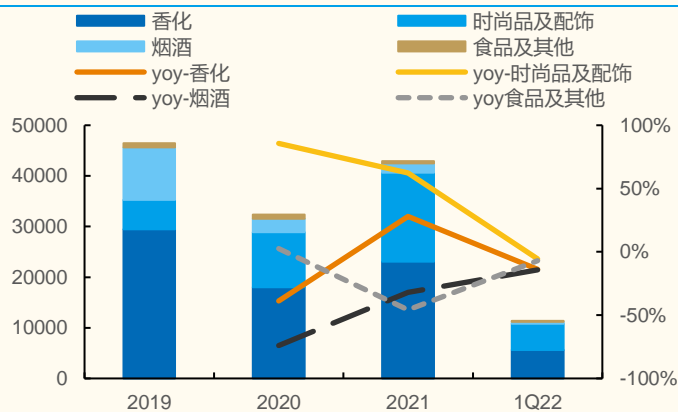
政策公布以来时尚品及配饰类别收入明显提速, 至 2021 年时尚品及配饰占比达到 41% (较 19 年提升 28Pct), 当前覆盖手表/时尚品牌 113/48 个。此轮调整使得消费者购买高价单品 (如手表首饰、电子产品) 的意愿得到充分挖掘, 有效促进品类结构升级与价格优势重塑, 加速离岛免税零售竞争力提升。

图表 57: 公司核心品类覆盖品牌数 (个)



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 58: 各品类营收及增速 (百万元, %)



来源: 公司港股招股说明书, 国金证券研究所

总结来看, 疫情发生后奢侈品相关消费回流趋势较为显著, 但其中仅有 12% 左右流至离岛免税市场, 并且结合疫情后赴岛客流略有下滑, 我们推断若未来出入境逐渐通畅, 也并不会导致离岛免税市场出现大幅收缩。而相关政策解绑积极助推离岛免税快速发展, 品牌+SKU 加深与规模提升下的价格优势有利于消费转化与客单价上行, 叠加当前公司全球份额跃居第一、在全球竞争实力不断提升。综上, 我们认为消费回流并不是疫情出入境受损背景下的短期繁荣, 而是相关政策推动叠加我国免税零售实力不断提升的必然体现。

中性假设下 2025 年我国免税市场规模有望达到 1233-2465 亿元区间。我们认为 1) 2023 年我国奢侈品消费规模有望回升至 2019 年水平 (7313 亿元), 随后两年以 6% 复合增速稳健提升, 则对应 2025 年奢侈品消费规模达到 8217 亿元; 2) 其中境内消费占比预计维持在 45%~60% (疫情后流至境外占比有限); 3) 我国免税业在出入境恢复叠加离岛扩容趋势下占境内奢侈品消费占比进一步提升至 20%~30%, 且免税业中时尚奢侈品类销售额占比在 60% 左右; 综上我们测算得到 2025 年我国免税市场规模在 1233~2465 亿元区间。

图表 59: 2025E 我国免税市场规模测算 (亿元)

我国免税占境内奢侈品消费比重	境内奢侈品消费占比								
	30%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	
10%	411	548	616	685	753	822	890	959	
15%	616	822	924	1027	1130	1233	1335	1438	
20%	822	1096	1233	1369	1506	1643	1780	1917	
25%	1027	1369	1541	1712	1883	2054	2225	2397	
30%	1233	1643	1849	2054	2260	2465	2670	2876	
35%	1438	1917	2157	2397	2636	2876	3116	3355	
40%	1643	2191	2465	2739	3013	3287	3561	3835	

来源: 国金证券研究所测算

3.4、重提 H 股上市申请, 募资助力海外免税业务扩张

2022 年 6 月 30 日, 公司发布《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》, 这是公司继 21 年 12 月暂缓境外上市后重新递交赴港 IPO 流程。

据招股书, 公司计划将本次募资用于免税业务的进一步扩张以及供应链及运营改善, 主要包括: 1) 投资 8 家机场免税店、20 间其他口岸免税店和 20 间有税旅游零售项目; 开设 6 间海外市内免税店、11 家本土市内免税店和 6 间邮轮免税店; 扩建海口国际免税城及三亚国际免税城。2) 选择性收购 2-3 家海外旅游零售运营商, 改善供应链效率, 升级信息技术系统, 完善会员体系。3) 包括但不限于对中免国际有限公司增资。

公司获批向柬埔寨居民销售免税商品, 国际化进程进一步加速。另外, 近日柬埔寨海关与税务总署批准公司于柬埔寨的子公司可以销售免税商品, 柬埔寨

寨国民可年累计消费不超过 1 万美元、且商品单价不低于 50 美元，可售商品包括服装箱包、香化首饰等。此举标志着柬埔寨国人购物政策正式落地试点，且伴随着公司海外业务不断开拓，其在行业的领先地位得到进一步巩固。

图表 60: 公司 H 股上市募集资金用途规划

募集资金	具体资金用途
巩固国内渠道	投资 8 家机场免税店，尤其是在其翻新、采购及运营方面
	投资 20 家其他口岸免税店，包括陆路边境、火车站、跨境汽车站及港口的口岸免税店
	投资 20 家有税旅游零售项目，包括机场及其他主要交通枢纽的有税店
	投资市内免税店：11 家市内免税店的翻新、采购及运营；扩建海口国际免税城、三亚国际免税城
扩建境外渠道	开设 6 家境外市内免税店，进一步扩大香港及澳门市内免税店的网络
	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
	扩展 6 家邮轮免税店
	选择性地收购两至三间海外旅游零售运营商
改善供应链效率	用于开发深圳前海及三亚海棠湾物流中心
	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
	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
市场推广和进一步完善会员体系	市场推广：广告及品牌推广活动；招聘及加强市场推广团队
	会员体系建设，吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益

来源：公司港股招股说明书，国金证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、盈利预测

我们预计 2022-24 年公司营业收入分别为 700.23/971.19/1197.86 亿元，同比增长 3.47%/38.69%/23.34%，归母净利润为 93.45/135.14/174.04 亿元，同比-3.19%/+44.61%/28.78%，对应 EPS 分别为 4.79/6.92/8.91 元。核心假设如下：

收入端：22 年上半年多地疫情反复、零售环境转弱导致销售有所承压，年底海口国际免税城开始贡献收入。23 年随着国内疫情形式好转、出入境有所恢复，机场免税及离岛免税销售出现明显改善。预计 22-24 年公司收入分别为 700/971/1198 亿元，同增 3.5%/38.7%/23.3%；其中离岛免税业务伴随着新项目落地同增 7%/42%/23%至 504/716/882 亿元；口岸免税预计从 23 年开始恢复、22-24 年收入分别同比-5%/+36%/+26%。

毛利率：1H22 因为线下客流受阻，公司发力线上以及加大折扣力度导致毛利率下滑至 30%，预计 23-24 年回升至 33%左右水平。

费用端：22 年受到客流影响，机场可变租金下降导致公司销售费用率较低（6%），预计 23-24 年回升至近 10%水平。管理费用率相对较刚性，维持在 3%-3.5%之间。

图表 61: 公司收入拆分 (百万元, %)

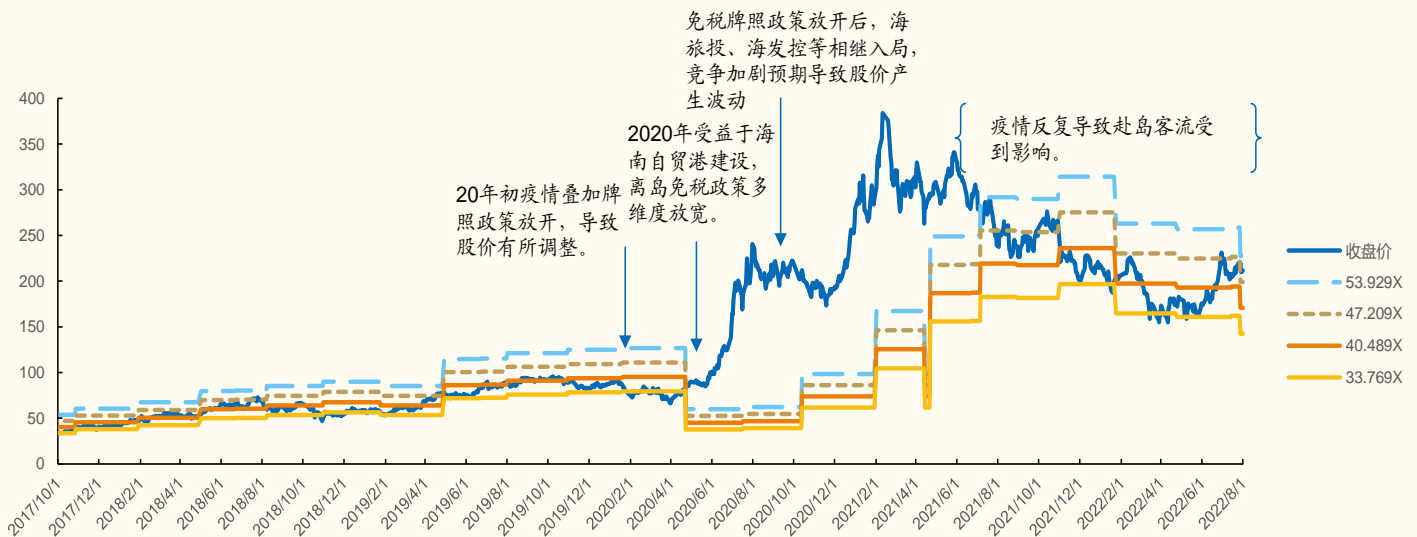
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
离岛免税	13250	29962	47058	50440	71559	88228
yoy		126%	57%	7%	42%	23%
三亚国际免税城	10465	21316	34811	36204	45255	54305
yoy		104%	63%	4%	25%	20%
海口国际免税城	0	0	0	1500	7200	11952
yoy	-	-	-	-	380%	66%
其他	2785	8646	12247	12736	19105	21970
yoy		210%	42%	4%	50%	15%
口岸免税店	31837	20000	17012	16115	21917	27682
yoy		-37%	-15%	-5%	36%	26%
日上中国	7477	3202	1907	1811	3985	7572
yoy		-57%	-40%	-5%	120%	90%
日上上海	15149	13730	12491	11741	14090	15498
yoy		-9%	-9%	-6%	20%	10%
其他	9212	3068	2614	2562	3843	4611
yoy		-67%	-15%	-2%	50%	20%
市内免税店	759	1027	1069	1058	1111	1245
yoy		35%	4%	-1%	5%	12%
其他	2167	1609	2537	2410	2531	2632
yoy		-26%	58%	-5%	5%	4%
合计收入	48013	52598	67676	70023	97119	119786
yoy		10%	29%	3%	39%	23%
毛利率	51.10%	38.90%	32.90%	30%	33%	33%

来源: 公司公告, 国金证券研究所

4.2、可比估值

公司作为免税龙头, 在海南、口岸、市内精准卡位流量高地, 且运营实力不断加固、叠加规模优势下消费者购物转化率及客单不断提升。中短期离岛免税、出入境免税业务相继复苏以及两大标杆项目落地有望提振公司业绩; 长期在消费回流大背景下公司竞争优势日益凸显, 有助于带动市场份额进一步提升。预计 22-24 年公司归母净利分别 93.45/135.14/174.04 亿元, 同比 -3.2%/+44.6%/+28.8%, 当前股价对应 42/29/22 倍 PE。参考公司历史估值水平给予 23 年 40 倍 PE, 对应目标价 277 元/股, 首次覆盖予以“买入”评级。

图表 62: 公司 PE-Band



来源：Wind，国金证券研究所

5、风险提示

国内外疫情加剧或反复：公司的离岛免税业务与国内疫情相关，而机场免税业务恢复主要得益于全球疫情好转。如果全球或国内的疫情加剧或反复均可能导致公司销售恢复低于预期。

新项目经营不及预期：公司两大标杆项目海口国际免税城、海棠湾一期 2 号地将分别于 22 年底、23 年开业，若新项目经营情况低于预期可能导致公司业绩表现受到影响。

免税牌照政策开放导致行业竞争加剧：当前公司为唯一全牌照免税运营商，市场份额达到 85%以上，如果政策放开，可能导致行业竞争进一步加剧。

汇率波动：公司主要销售收入为人民币，但采购支付金额主要为美元或港元。若人民币大幅贬值导致公司采购成本快速上升、且向终端传导不畅，可能导致公司毛利率有所下滑。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	47,966	52,597	67,676	70,023	97,119	119,786
增长率		9.7%	28.7%	3.5%	38.7%	23.3%
主营业务成本	-24,273	-31,221	-44,882	-49,016	-65,555	-80,257
%销售收入	50.6%	59.4%	66.3%	70.0%	67.5%	67.0%
毛利	23,694	21,376	22,793	21,007	31,564	39,529
%销售收入	49.4%	40.6%	33.7%	30.0%	32.5%	33.0%
营业税金及附加	-772	-1,083	-1,839	-1,541	-1,457	-1,797
%销售收入	1.6%	2.1%	2.7%	2.2%	1.5%	1.5%
销售费用	-14,904	-8,847	-3,861	-4,411	-9,421	-11,619
%销售收入	31.1%	16.8%	5.7%	6.3%	9.7%	9.7%
管理费用	-1,549	-1,637	-2,250	-2,381	-2,914	-3,594
%销售收入	3.2%	3.1%	3.3%	3.4%	3.0%	3.0%
研发费用	0	0	0	0	0	0
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	6,468	9,809	14,843	12,674	17,773	22,520
%销售收入	13.5%	18.6%	21.9%	18.1%	18.3%	18.8%
财务费用	-11	545	43	73	78	217
%销售收入	0.0%	-1.0%	-0.1%	-0.1%	-0.1%	-0.2%
资产减值损失	-383	-891	-522	-300	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	965	16	162	30	30	30
%税前利润	13.5%	0.2%	1.1%	0.2%	0.2%	0.1%
营业利润	7,109	9,694	14,804	12,477	17,881	22,767
营业利润率	14.8%	18.4%	21.9%	17.8%	18.4%	19.0%
营业外收支	52	-22	-3	23	25	25
税前利润	7,160	9,672	14,801	12,500	17,906	22,792
利润率	14.9%	18.4%	21.9%	17.9%	18.4%	19.0%
所得税	-1,746	-2,335	-2,437	-1,875	-2,686	-3,419
所得税率	24.4%	24.1%	16.5%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	5,415	7,337	12,365	10,625	15,220	19,373
少数股东损益	786	1,197	2,711	1,280	1,705	1,969
归属于母公司的净利润	4,629	6,140	9,654	9,345	13,514	17,404
净利率	9.7%	11.7%	14.3%	13.3%	13.9%	14.5%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	5,415	7,337	12,365	10,625	15,220	19,373
少数股东损益	786	1,197	2,711	1,280	1,705	1,969
非现金支出	791	1,406	2,044	960	774	939
非经营收益	-1,130	-741	414	1,264	190	201
营运资金变动	-2,150	200	-6,494	-2,595	-1,339	-1,406
经营活动现金净流	2,926	8,202	8,329	10,254	14,846	19,108
资本开支	-1,498	-1,233	-2,153	-612	-1,680	-1,980
投资	367	-2,607	-188	-85	-136	-160
其他	32	26	24	30	30	30
投资活动现金净流	-1,099	-3,814	-2,318	-667	-1,786	-2,110
股权募资	18	39	51	0	0	0
债权募资	3	255	0	-1,576	-173	275
其他	-1,667	-1,677	-3,868	-3,179	-3,369	-3,380
筹资活动现金净流	-1,646	-1,383	-3,817	-4,756	-3,542	-3,105
现金净流量	267	2,675	1,998	4,832	9,517	13,893

资产负债表 (人民币百万元)

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	11,906	14,706	16,856	21,165	30,155	43,504
应收款项	1,719	995	946	1,439	1,996	2,461
存货	8,060	14,733	19,725	21,487	26,042	31,223
其他流动资产	561	537	1,015	990	1,156	1,303
流动资产	22,246	30,971	38,542	45,080	59,349	78,491
%总资产	72.5%	73.9%	69.5%	73.7%	77.0%	80.0%
长期投资	1,640	2,072	2,189	2,274	2,410	2,570
固定资产	2,031	2,824	4,733	5,182	6,341	7,662
%总资产	6.6%	6.7%	8.5%	8.5%	8.2%	7.8%
无形资产	3,838	3,989	4,036	4,059	4,074	4,082
非流动资产	8,442	10,948	16,932	16,070	17,737	19,663
%总资产	27.5%	26.1%	30.5%	26.3%	23.0%	20.0%
资产总计	30,687	41,919	55,474	61,151	77,086	98,154
短期借款	224	417	1,957	384	211	486
应付款项	5,601	10,248	8,655	10,394	13,296	16,288
其他流动负债	2,137	4,995	6,524	4,421	5,459	6,854
流动负债	7,961	15,661	17,136	15,199	18,966	23,628
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	415	79	3,546	3,463	3,537	3,692
负债	8,377	15,741	20,682	18,663	22,502	27,321
普通股股东权益	19,890	22,308	29,619	36,035	46,425	60,706
其中：股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
未分配利润	12,912	17,648	25,347	31,763	42,153	56,434
少数股东权益	2,421	3,871	5,173	6,453	8,158	10,127
负债股东权益合计	30,687	41,919	55,474	61,151	77,086	98,154

比率分析

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	2.371	3.145	4.944	4.786	6.922	8.914
每股净资产	10.187	11.425	15.170	18.456	23.778	31.092
每股经营现金净流	1.499	4.201	4.266	5.252	7.603	9.786
每股股利	0.550	0.720	1.000	1.500	1.600	1.600
回报率						
净资产收益率	23.27%	27.52%	32.59%	25.93%	29.11%	28.67%
总资产收益率	15.08%	14.65%	17.40%	15.28%	17.53%	17.73%
投入资本收益率	21.61%	27.90%	33.69%	25.13%	27.57%	26.84%
增长率						
主营业务收入增长率	2.04%	9.65%	28.67%	3.47%	38.69%	23.34%
EBIT 增长率	14.94%	51.65%	51.32%	-14.61%	40.23%	26.71%
净利润增长率	49.58%	32.64%	57.23%	-3.20%	44.61%	28.78%
总资产增长率	14.30%	36.60%	32.33%	10.23%	26.06%	27.33%
资产管理能力						
应收账款周转天数	6.8	3.2	0.6	2.5	2.5	2.5
存货周转天数	105.3	133.2	140.1	160.0	145.0	142.0
应付账款周转天数	48.1	46.0	41.5	40.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	12.4	11.0	9.9	10.9	10.3	10.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-52.36%	-54.58%	-42.82%	-48.91%	-54.86%	-60.73%
EBIT 利息保障倍数	605.2	-18.0	-349.1	-173.1	-228.4	-103.6
资产负债率	27.30%	37.55%	37.28%	30.52%	29.19%	27.83%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	9	44	95	117	221
增持	0	3	8	8	3
中性	0	0	0	0	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.06	1.08	1.06	1.04

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，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国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号
嘉里建设广场T3-2402