

中国中免——免税行业领军者

报告摘要

公司概况

- 中国中免是全球最大的旅游零售运营商，专注为境内外旅客和中高端客户销售优质的免税和有税商品，是中国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，拥有全国最多的免税店。截至最后实际可行日期，中免经营193间店铺，包括在中国28个省、直辖市和自治区的100个城市经营的184间店铺，以及9家境外免税店，包括7家在香港、澳门和柬埔寨经营及2家邮轮免税店。
- 2019、2020、2021年度及截至2022年3月31日止三个月，公司收入分别为人民币480.13亿元、525.98亿元、676.75亿元及167.82亿元，2019-2021年复合增长率为18.7%；净利润分别为47.62亿元、71.10亿元、124.41亿元及29.34亿元，2019-2021年复合增长率为50.80%。

行业状况及前景

- 在发生新冠疫情之前，中国旅游零售市场随着国民经济的发展而快速增长，2017-2019年CAGR为25.9%，增速高于全球；和全球其他地区一样，疫情的爆发也使得中国旅游零售行业受到巨大影响。但由于中国在疫情开始之初就迅速采取严格的防控措施，加上中国政府加大对免税品市场发展和促进消费的支持力度，使得2020-2021年期间中国旅游零售行业的下滑情况好于全球；随着疫情的逐渐缓解和经济的逐步复苏，预计2022年起中国旅游零售市场就能恢复到疫情前的水平，并在未来持续快速增长。
- 中国免税行业进入壁垒高，新进入免税业务必须经国务院或其授权的政府部门批准，此外，进驻免税渠道的品牌商也会更倾向于选择具有丰富资源和成熟经验的免税品运营商进行合作。因此新进入者难以与现有的运营商竞争。此外，中国免税市场高度集中，2021年前五大免税旅游零售商按收入计共占98.5%的市场份额，中免占86%，是绝对的头部。

优势与机遇

- 中国最完整的免税零售渠道和最优质的市场资源，以及强大的并购整合能力；运营和采购能力卓越，品牌和品类优势显著；强大的供应链和优质的客户体验；强大的股东支持、经验丰富的管理层和优秀的人才队伍。

弱项与风险

- 疫情反复，海南旅游严格限制；现行免税政策变动可能影响业务发展；免税牌照发放的限制放宽；特许经营协议的修改或撤销可能影响业绩；门店租金上升风险；港澳游开放恐影响境内免税品销售；促销力度过大等。

发行所得款用途

- 公司拟将股份发售所得款项净额用于以下用途：约48.8%将用于巩固国内渠道；约22.5%将用于拓展海外渠道；约13.5%将用于改善供应链效率；约1.5%将用于升级信息技术系统；约3.7%将用于市场推广和进一步完善会员体系；约10.0%将用作补充流动资金及其他一般公司用途。

(转下页)

股份名称：**中国中免**
股份代码：**1880.HK**

IPO 专用评级 **5.9**

-- 评级基于以下标准，最高10分	
1. 公司营运 (30%)	6
2. 行业前景 (30%)	7
3. 招股估值 (20%)	5
4. 市场情绪 (20%)	5

主要发售统计数字

上市日期:	2022/8/25
发行价范围(港元)	143.5-165.5
发行股数, 绿鞋前(百万股)	43.53
-- 香港公开发售: 占比	5.14; 5%
-- 最高回拨后股数: 占比	97.62; 95%
-- 发行中旧股数目: 占比	0; 0%
总发行金额, 绿鞋前(亿港元)	147.46-170.07
总募集资金, 绿鞋前(亿港元)	147.46-170.07
净集资金额, 绿鞋前(亿港元)	144.25-166.51
发行后股本(百万股)	
-- 绿鞋前	2,055.24
-- 绿鞋后	2,070.65
发行后市值(亿港元)	
-- 绿鞋前	2949.27-3401.42
-- 绿鞋后	2971.39-3426.93
备考每股有形资产净值(港元)	24.48-25.57
备考市净率(倍)	5.86-6.47
保荐人	中金公司、UBS
账簿管理人	建银国际、中信证券、海通国际、农银国际、中银国际、交银国际、招银国际、中信建投国际、DBS、国泰君安国际、工银国
会计师	KPMG

资料来源：公司招股书

杨怡然 消费行业分析师

+852-2213 1401

laurayang@eif.com.hk

投资建议

- 公司是中国免税行业巨头，依托着在线业务的发展，2020年及2021年在疫情的影响下仍实现收入和利润的双增长。公司此次引入多名基石投资者，包括AMOREPACIFIC集团、中国国有企业混合所有制改革基金、中国国有企业结构调整基金、中远海运（香港）、海南自贸港基金、泸州老窖、Oaktree基金、融实国际、上海机场投资有限公司，投资额合共约62.38亿港元，假设超额配股权未获行使，则基石投资者总计占发售股份的36.7%-42.3%。
- 按照A股中免8月15日收盘价人民币194.75元和当前汇率港币:人民币=0.8640:1计算，港股中免上市市值此次上市折价率为27%-36%，属于中等折价水平，若以下限定价则更加吸引。
- 虽然港股打新市场热情不及以往，但作为今年以来的港股“集资王”，有多个基石投资者站台，相信仍能吸引市场关注。此外，公司作为赴港上市的免税标的，具有一定的稀缺性，虽然海南近期疫情给业绩带来了扰动，但其稀缺程度和龙头性质不改，政策方面给行业带来的利好也不会受到短期疫情影响，因此从长期投资的角度来看是值得持续关注的。综合考虑以上因素，我们给予IPO专用评级“5.9”。

1 公司简介

1.1 公司概况：中国免税行业的领军者

中国中免成立于 1984 年，经过了近 40 年的发展，目前已经成为全球最大的旅游零售运营商，专注于为境内外旅客提供优质的免税和有税商品销售服务。公司通过主要品牌“cdf 中国免税”及其子品牌“DUTY ZERO by cdf”和“cdf Beauty”来经营其免税店，并以“Lile Du Luxe”品牌经营其有税店。此外，2018 年收购日上上海后，公司也通过“日上免税行”品牌经营免税店。

根据弗若斯特沙利文的数据，按照零售销售额计算，公司的全球排名在过去 10 年不断提升，从 2010 年排名的第 19 名提升到 2015 年第 12 名、并于 2019 年进一步升至第四，及于 2020 年和 2021 年位列全球第一。2021 年，公司占全球旅游零售行业市场份额的 24.6%。以免税为核心，发展中国的旅游零售业务，并致力扩大全球布局。

公司与全球超 1200 家世界知名品牌建立了合作关系，产品超过 31.6 万个 SKU。作为中国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，公司的销售渠道涵盖了口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店。此外，公司还拥有全国最多的免税店，截至最后实际可行日期，公司经营 195 间店铺，包括在中国 28 个省、直辖市和自治区经营的 193 间店铺（覆盖超过 100 个城市），以及在香港、澳门和柬埔寨经营的 7 家境外免税店和 2 家邮轮免税店。

图表 1. 中国中免业务模型



资料来源：公司招股书、安信国际

1.2 发展历史：历史悠久，成长迅速

公司历史可追溯至 1984 年，当时国务院正式授权成立中国免税品公司（中免集团前身），在全国范围内开展免税业务。2008 年 3 月，公司（当时称为中国国旅股份有限公司）在中国正式成立，注册资本为人民币 6.60 亿元，由中国国旅集团（为主要从事旅游服务、免税业务及房地产开发及管理的国有企业）及华侨城集团（为主要从事旅游服务、房地产及酒店发展的国有企业）出资。经过近 40 年的发展，公司已经成为全球最大及成长速度最快的旅游零售运营商之一。2009 年 10 月 15 日公司在上海证券交易所主板挂牌上市，股票代码：601888。

为精简业务及专注于免税零售业，公司分别于 2017 年 3 月、2018 年 4 月及 2020 年 6 月收购日上中国、日上上海及海南省免税品。此外，2019 年 2 月公司将于中国国际旅行社的所有股权转让至中国旅游集团，并于 2020 年 6 月更名为中国旅游集团中免股份有限公司。

图表 2. 公司发展大事记

年份	重大事件
1984	中国国务院正式授权成立中国免税品公司（中免集团前身）
1989	在中国香港设立代理机构，加大免税品的海外采购和配送能力
1990	于中国首家市内免税店北京市内免税店开始商业运营

1996	于黑龙江省建设公司在亚洲的首家边境免税店——黑河免税店的开业
2001	上海市内免税店落成营业
2006	首次在海外市场建立销售终端，实现海外市场零的突破
2008	中国国旅股份有限公司于3月成立
2009	中国国旅股份有限公司于10月在上海证券交易所主板上市（代码：601888）
2011	海南离岛免税政策正式实施，4月三亚市内免税店正式对离岛旅客开放。
2014	三亚国际免税城一期于9月开始运营，成为2020年全球单体销售面积最大免税店；第一家海外市内免税店于12月在柬埔寨吴哥市中心开始营业
2017	于3月获得日上中国51%股权；与拉格代尔集团成立合资公司，于4月中标中国香港机场免税烟酒标段；于6月获得北京首都国际机场T2、T3标段8年免税经营权
2018	于4月获得日上上海51%股权；于6月获得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权；于7月获得虹桥机场、浦东机场7年免税经营权
2019	于3月获得北京大兴国际机场随后10年免税特许经营权
2020	于1月三亚国际免税城二期开始商业运营；于6月更名为中国旅游集团中免股份有限公司，并完成收购海南免税品51%股权；同年跃居按零售额统计全球最大的旅游零售商
2021	穆迪国际发布报告将中免评为2020年全球最大旅游零售商，领先地位持续巩固

资料来源：公司招股书、安信国际

1.3 股权结构及基石投资者

在进行港股IPO之前，公司的最大股东为中国旅游集团，占比53.3%，其他A股股东持股46.7%。本次发售完成后，假设超额配股权未获行使，最大股东中国旅游集团占比将为50.63%；假设超额配股权获悉数行使，则最大股东中国旅游集团占比将为50.26%。

本次发行共引入9名基石投资者，投资额合共约62.38亿港元，假设超额配股权未获行使，则基石投资者总计占发售股份的36.7%-42.3%；假设超额配股权获悉数行使，则基石投资者总计占发售股份的31.9%-36.8%。

基石投资者包括：1) AMOREPACIFIC集团（包括AMOREPACIFIC Corporation及innisfree在内的全球美容公司的母公司）；2) 中国国有企业混合所有制改革基金（经国务院批准，受国务院国有资产监督管理委员会委托并由中国诚通发起的国有基金）；3) 中国国有企业结构调整基金（由国务院国有资产监督管理委员会间接控制的公司）；4) 中远海运（香港）（中国远洋海运集团有限公司的附属公司，由国务院国有资产监督管理委员会最终控制）；5) 海南自贸港基金（由海南省财金集团有限公司直接全资拥有，该公司由海南省人民政府最终控制）；6) 泸州老窖（四川省上市白酒公司，于深圳证券交易所上市，代码000568）；7) Oaktree基金（一家全球投资管理公司）；8) 融实国际（国投的全资附属公司，由国务院国有资产监督管理委员会最终控制，为国投的境外资金管理平台）；9) 上海机场投资有限公司（上海机场（集团）有限公司的全资附属公司）。

1.4 管理层介绍

公司组建了一支经验丰富的管理层团队。董事会由七位董事组成，其中三位为执行董事，四位为独立非执行董事。公司高级管理团队在旅游零售行业平均拥有约20年的从业经验。其中，董事长彭辉先生拥有近30年的旅游零售经验。

图表3. 公司管理层董事介绍

姓名	职务	介绍
彭辉先生	董事会主席	1991年7月加入集团，现担任董事会主席及执行董事，主要负责提供战略意见及制定集团发展计划
陈国强先生	总经理	1987年8月加入集团，现担任执行董事及总经理，负责集团的整体管理和运营
王轩先生	副总经理	2005年3月加入集团，现担任副总经理及执行董事，

		负责集团的日常管理和运营、商业投资业务、战略投资、政策研究等工作
赵凤女士	副总经理	1997年7月加入集团，现担任副总经理，负责集团的部分采购、市场营销和审计
王延光先生	副总经理	2015年7月加入集团，现担任副总经理，负责管理集团的零售店网络、投标战略、公共关系及在线业务
常筑军先生	副总经理、董事会秘书及联席公司秘书	2000年4月加入集团，负责集团部分采购业务、海外业务及投资者关系管理
高绪江先生	副总经理	2005年12月加入集团，现担任副总经理，负责管理集团在海南的运营
于晖先生	总会计师	2017年4月加入集团，负责集团财务、预算、信息化规划与建设及企业数字化转型、供应链业务

资料来源：公司招股书、安信国际

1.5 募资用途

扣除报销佣金、酌情奖金费用及IPO相应开支后，公司将从全球发售收取的所得款项净额(假设发售价为154.50港元，即发售价范围的中位数)为155.38亿港元，其中：约48.8%或75.79亿港元将用于巩固国内渠道，包括投资约8间主要机场的免税店、约20间其他口岸免税店及约20间有税旅游零售项目，以及投资市内免税店；约22.5%或34.94亿港元将用于拓展海外渠道，包括开设约6间海外市内免税店(目前物色的地点包括日本、斯里兰卡及老挝)、扩展海外口岸免税店(目前物色的地点包括新加坡樟宜机场、金边国际机场、暹粒国际机场及西哈努克国际机场)、扩展邮轮免税店、及选择性地收购两至三间海外旅游零售运营商；约13.5%或20.96亿港元将用于改善供应链效率；约1.5%或2.33亿港元将用于升级信息技术系统；约3.7%或5.82亿港元将用于市场推广和进一步完善会员体系；约10.0%或15.54亿港元将用作补充流动资金及其他一般公司用途。

2 行业概览

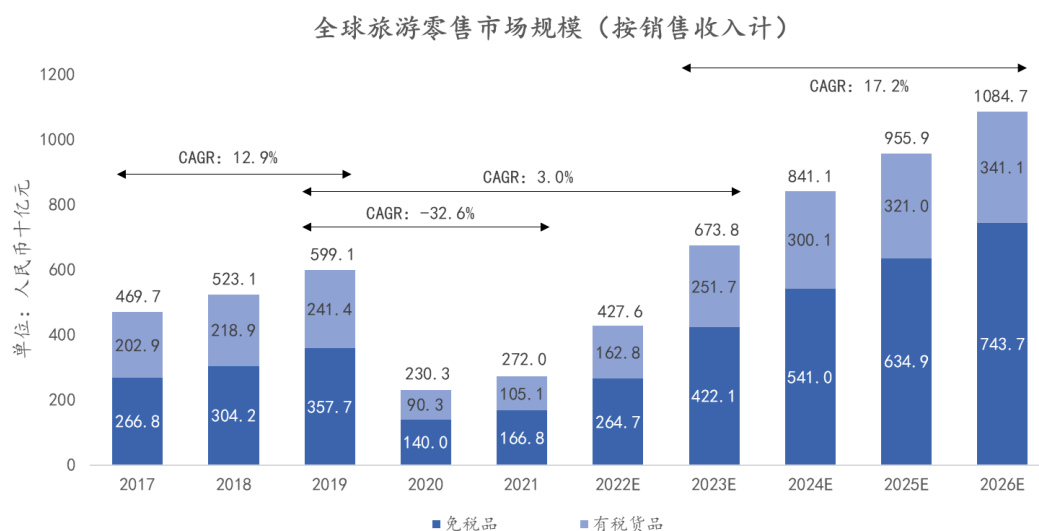
2.1 全球旅游零售市场

2.1.1 全球旅游零售市场规模

根据弗若斯特沙利文报告,在发生新冠疫情前,全球旅游零售市场增长稳定,市场规模由2017年的人民币4697亿元增至2019年的5991亿元,年复合增长率为12.9%。但由于疫情对全球旅游零售市场造成显著的负面影响,市场规模于2020年下跌61.6%至2303亿元。随着疫情的常态化,相信全球旅游市场将会逐渐恢复正常增长。假设疫情将于2023年得到控制,旅游零售市场预计于2023年复苏并达到6738亿元。预计未来全球旅游零售市场将持续稳步增长,2026年市场规模预计达10847亿元,2023-2026年复合增长率为17.2%。

2017-2019年免税品旅游零售额年复合增长率为15.8%,显著高于有税货品的增速9.1%。2020年疫情对旅游业带来了沉重打击,各地政府采取一系列行动刺激免税品市场的发展,2023-2026年预计免税品旅游零售额将以年复合增长率20.8%增长,增速同样快于有税货品的10.7%。2026年免税品旅游零售预计将占全球旅游零售市场的68.6%。

图表4. 全球旅游零售市场规模

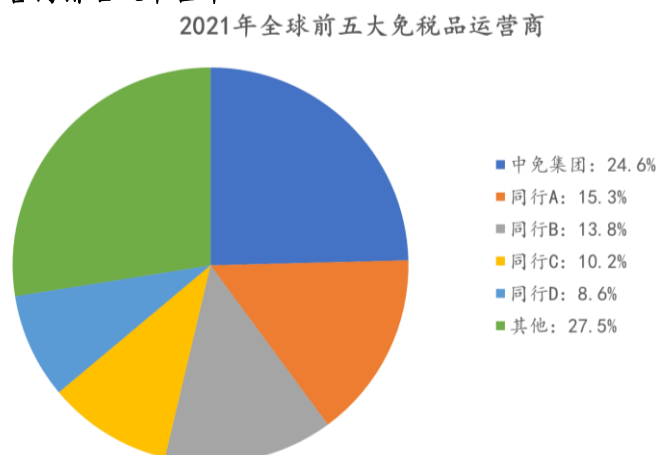


资料来源: 弗若斯特沙利文、安信国际

2.1.2 全球旅游零售市场竞争格局

全球旅游零售市场集中度相对较高,2021年全球前五大旅游零售商按零售销售额计占市场份额达72.5%。中免位列第一,市场份额为24.6%,头部优势较为显著。

图表5. 全球旅游零售商排名及市占率



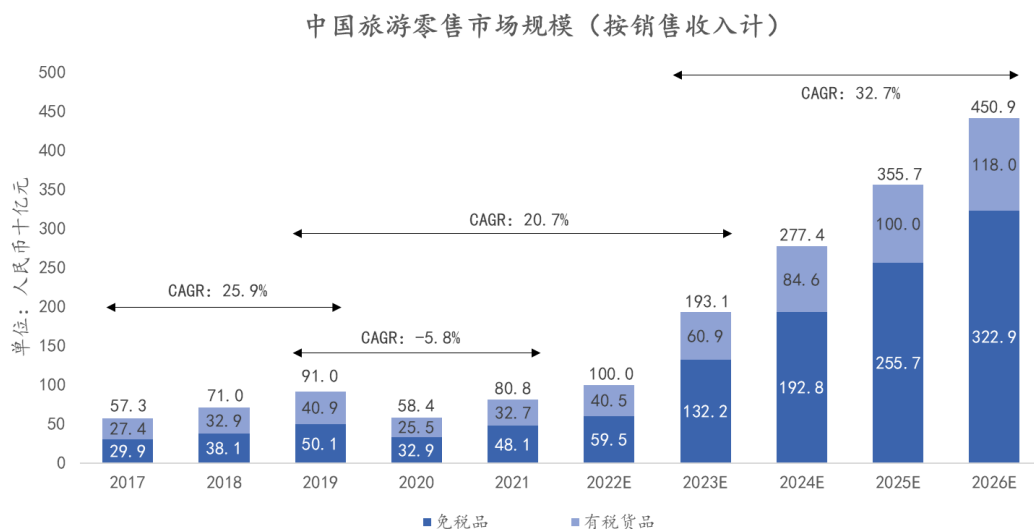
资料来源: 弗若斯特沙利文、安信国际

2.2 中国旅游零售市场

2.2.1 中国旅游零售市场规模

中国旅游零售市场规模由 2017 年的人民币 573 亿元增至 2019 年的 910 亿元，年复合增长率为 25.9%。尽管 2020 年受到疫情冲击，中国本土及国际旅游都遭受负面影响。但鉴于政府对疫情的严格管控及推出离岛免税新政，2020 年的中国旅游零售市场规模仍达到 808 亿元，同比仅下跌 32.5%，好于同期的全球市场表现。假设 2023 年初疫情得到有效控制、全球旅游有望重启，叠加政策的利好，预计 2026 年中国旅游零售市场规模将达到 4509 亿元，2023-2026 年复合增长率为 32.7%。

图表6. 中国旅游零售市场规模

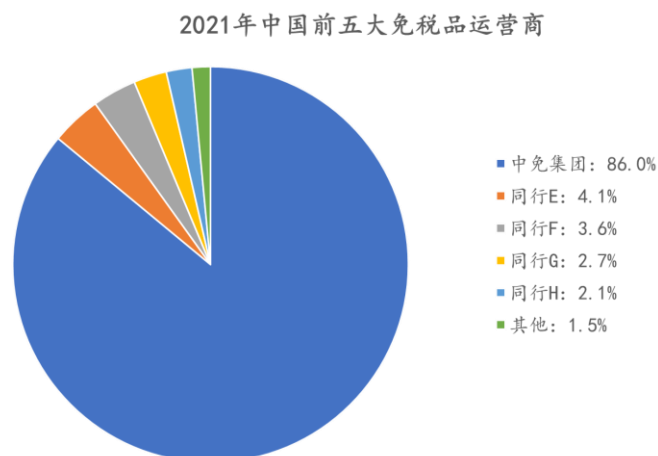


资料来源：弗若斯特沙利文、安信国际

2.2.2 中国旅游零售市场竞争格局

中国旅游零售市场的集中度极高，2021 年中国前五大旅游零售商按零售销售额计占市场份额高达 98.5%，中免位列第一，市场份额为 86.0%，拥有绝对的头部优势。

图表7. 全球旅游零售商排名及市占率



资料来源：弗若斯特沙利文、安信国际

2.2.3 行业增长动力

旅游零售市场增长动力：中国的经济在过去数年快速增长，尽管2020年的疫情使得全球经济增速都有所放缓，但由于中国对疫情的管控严格，使得国内大多数企业的生产经营得以在

2020年上半年就得到了较好的恢复。因此随着疫情的逐渐缓解，相信中国的经济增长将会持续向好，从而带动旅游业的增长。此外，中国人口基数庞大，使得旅游零售市场有坚实稳定的客户群基础。随着收入的增长，购物欲望也会随之提升，叠加庞大的人口基数，有助于旅游零售市场的持续增长。

免税市场增长动力：随着经济的快速发展，中国居民的可支配收入也日益增长，带动了中国消费者对于高档商品的需求，尤其是高档香化、烟酒、时尚品及配饰等免税零售行业的重点商品。由于疫情限制了居民的境外出行，因此中国游客更倾向于通过位于国内的免税渠道进行购物。中国政府也颁布了一系列政策以促进免税行业的增长，2020年6月，财政部、海关总署和国家税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，明确进一步促进海南免税购物的一系列措施，其中包括：免税购物额度从每年每人人民币3万元提高至人民币10万元；取消单件商品人民币8000元免税限额规定；扩大免税商品品种；放宽若干商品购买数量限制。相信在政策的利好和消费习惯改变的影响下，中国免税市场会有进一步增长的空间。此外，受益于中国庞大的Y世代及Z世代户群。2021年中国40岁以下人口为7.034亿。2026年这一数字仍将保持在7亿左右。Z世代人出生于中国经济高速发展及电子商务兴起的时代，随着他们开始职业生涯，其消费习惯及消费理念的转变加上高购买力，将为中国旅游零售市场带来进一步增长的潜力。

3 竞争优势

公司作为中国免税行业的领军者，具有强大的竞争力和领先的市场地位，其主要的竞争优势有以下几个方面：1) 政策利好；2) 行业进入壁垒高；3) 具有全渠道销售网络；4) 丰富的运营经验、卓越的海外采购能力及强大的供应链。

3.1 政策利好

经济发展“双循环”政策：“十四五”规划提出要加快构建以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进发展的新格局。强化国内大循环的主导作用，以国际循环提升国内大循环的效率和水平，实现国内国际双循环互促共进。随着消费的进一步升级，免税品的国内销售不仅能够拉动境内的消费，也能引导境外消费回流，因此经济“双循环”政策也进一步推动了免税行业的发展。

免税行业的政策：中国政府对于离岛政策的不断完善，推动了离岛免税市场规模快速增长。此外，国家也鼓励地方政府对市内免税店提供更多支持，使得有更多的市内免税店得以开设。市内免税政策的改进进一步推动了国内免税行业的发展，市内免税店的发展预计将成为国内免税市场增长的最大动力。

3.2 行业进入壁垒高

正如前文所述，中国旅游零售市场高度集中，其原因主要是由于中国免税行业准入壁垒极高，监管也十分严格。免税业务必须经国务院或其授权的政府部门批准，而免税品经营则受到财政部、商务部、文旅部、海关总署、国家税务总局等部门的监管。此外，对于进驻免税渠道的品牌商而言，也会更倾向于选择具有丰富资源和成熟经验的免税品运营商进行合作。因此新进入的竞争者无论是渠道资源还是运营经验都无法与现有的运营商竞争。

目前具有中国免税品经营资质的主体仅有九家，具有全国口岸免税店经营资质的主体也仅有五家，而中免就是其中一家，具有先发优势。且作为唯一一个具有免税品全渠道经营资质的主体，公司的竞争优势非常显著。尽管近年来进入中国免税市场的限制逐渐放宽，但根据当前的竞争格局判断，相信中免依旧具有强大的竞争力。

图表8. 国内持有免税牌照的运营商

运营商	成立年份	所属公司	牌照性质
中免集团	1984	中国中免	出入境免税牌照、离岛免税牌照、出境市内免税店牌照
日上免税行	1999		北京上海机场出入境免税牌照
海南免税	2011		离岛免税牌照
深圳免税	1980	深圳国资委	出入境免税牌照、离岛免税牌照
珠海免税	1987	格力地产	出入境免税牌照
中出服免税	1983	国药集团	出入境免税牌照、入境市内免税店牌照、离岛免税牌照
中侨免税	1991	中国旅游集团	入境市内免税店牌照
海旅投	2019	海南省国资委	离岛免税牌照
海南发展	2005		离岛免税牌照
王府井	1955	首旅集团	新获免税经营资质（暂无牌照）

资料来源：公开资料、安信国际

3.3 全渠道销售网络

作为全球和全国最大的旅游零售运营商，中国中免拥有全国最多的免税零售网点，是国内唯一具有全免税渠道资质的旅游零售商。其销售渠道涵盖了口岸店、离岛店、市内店、邮轮店。同时，为了应对疫情的影响和居民消费习惯的改变，公司也积极地对旅游零售新模式进行探

索，如线上平台、旅游零售综合体等，以寻求更多的增长机遇。

线下零售网络：公司建立了全国最大和最全面的免税零售网络，并提供包含免税店、有税店及旅游零售综合体在内的多种零售业态。截至最后实际可行日期，公司零售网络由193间店铺组成，包括123间口岸免税店、5间离岛免税店、11间市内免税店及54间其他门店（包括2间邮轮免税店、2间机上免税店、40间外轮供应店和10间有税店）。其中，免税店是最常用的业态，通常位于客流量大的中心区域，主要分布在机场、陆路边境、火车站等地方。同时，公司拥有的三亚国际免税城于2014年投入运营，成为了国内首个旅游零售综合体，也成为了海南旅游新地标，开创了国内免税行业新纪元，正在建设中的海口国际免税城也预计将于2022年开始运营，使得公司在行业中具有更强的竞争力。

1) 口岸免税店：公司经营的庞大口岸免税店网络遍及机场，陆路边境或火车站、跨境汽车站和港口等其他的旅客入境或离境区域。目前，公司拥有的126间口岸免税店有60间位于机场，46间位于陆路边境，20间位于其他位置。其中，机场渠道是口岸免税业务的占比最大的部分，店铺位于机场的出发和到达区域，并且通常位于客流较大的中心区域。同时，公司通过全资子公司中免集团及控股公司日上中国和日上上海拥有按2020年出境旅客吞吐量计前10大机场中9个机场的免税运营权，公司在上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、北京首都国际机场和广州白云国际机场都拥有免税标段经营权。北京首都国际机场、上海浦东国际机场和广州白云国际机场按2020年按出境旅客总吞吐量排名国内前三，这四处机场服务出境旅客占同年自中国经飞机出境旅客总数的50%。此外，公司还于2019年中标了北京大兴国际机场香化、食品和烟酒的运营权，运营期限为10年。未来随着大兴机场客流量的不断爬升，中免对于国内主要口岸免税渠道的把控将进一步增强。

2) 离岛免税店：2011年，中国国务院对离开海南的游客享受免税购物颁布了税收优惠政策，在该政策下，公司通过在海南全岛有策略地设立离岛免税店，占据了海南免税销售的核心渠道，2014年开业的三亚国际免税城是中国首个旅游零售综合体。根据弗若斯特沙利文的资料，就销售面积而言，中国中免的三亚国际免税城是全球单体销售面积最大的免税店，销售面积超过70,000平方米。此外，公司也在海口市内和博鳌亚洲论坛会址区域经营交通便利的免税店。同时，在海南的度假村、旅游景区、奥特莱斯等不同地点，公司也开设了体验中心，顾客可以亲身体验商品，在线下单并在离开海南时取货。连同位于海南两大机场海口美兰国际机场和三亚凤凰国际机场的免税店，中免在海南有效地建立了一个完整的免税零售网络。由于疫情导致国际旅游活动大幅减少，加上2020年各项有利的政府政策大大改进了离岛免税政策，中免的离岛免税店销售额在2020年显著增长。2019、2020和2021年，离岛免税店产生的收入分别为人民币132.5亿元、299.7及470.6亿元，年复合增长率高达88.5%。

3) 市内免税店及其他门店：公司在中国经营5家市内免税店，分别位于北京、上海、厦门、青岛和大连，亦在海外经营4家市内免税店，位于柬埔寨、香港及澳门。此外，公司目前与中国多家主要的航空公司合作经营机上免税店，2018年与世界上最大的邮轮公司之一签署了合作协议，因此获得特许权开设位于邮轮上的免税店，同时也为出港船只提供外轮供应服务。另外，公司也经营有税店，主要位于若干机场国内出发及到达区及火车站。2021年，中旅集团与广州市政府合作打造广州北站中旅免税综合体项目，其中免税商业部分将由公司运营。

线上渠道：由于新冠疫情的爆发，传统零售渠道受到一定的负面影响，公司积极推进数字战略部署，采取线上预购服务等创新销售模式、整合会员体系、部署大数据分析，以进一步提高运营效率。目前已成功推出“CDF会员购”、“海南离岛免税补购”、“日上上海直邮”等线上平台。公司在线业务的发展弥补了旅游限制给传统线下业务带来的不利影响，同时也在一定程度上节约了空间成本，使得公司在面对疫情期间国际旅客人数骤减的情况下，依然保持了收入和利润的双增长。

图表 9. 店铺盈亏平衡期及投资回收期

		盈亏平衡期	投资回收期
口岸免税店		2-3 年	4-8 年
离岛免税店	旅游零售综合体	2 年	5 年
	其他离岛免税店	2 年	5-6 年
其他		1-3 年	4-6 年

资料来源：公司招股书、安信国际

图表 10. 公司运营店铺地理位置分布



资料来源：公司招股书、安信国际

3.4 丰富的运营经验、卓越的海外采购能力及强大的供应链

经过了近40年的发展，公司积累了丰富的运营经验，形成了独特的运营体系。公司旗下的所有门店都是直营、自主管理的。通过数字化来驱动运营管理，围绕「采、供、销」关键业务环节，掌握了专业的模块化数据分析和规划能力，在中国最早推出了免税在线预订平台，实现在线上线下一体化运营，并通过持续的数字化升级，提高决策精准度和管理效率，实现精准营销，不断提升运营效率。2019年、2020年和2021年，公司的净利率分别为9.9%、13.5%和18.4%，高于全球头部旅游零售运营商同期水平。

在采购能力方面，公司也有显著的优势。通过集中采购的模式，公司可直接从全球各不同品牌商获取并采购产品。目前公司与全球超1200家世界知名品牌建立了合作关系。公司在入驻品牌资源上也遥遥领先于其他国内免税运营商，其中香化类涵盖了包括Dior、Estee Lauder、Lancome和资生堂等多个一线国际品牌，烟酒涵盖了众多一线顶级烟酒品牌，时尚品及配饰涵盖了包括Cartier、Hermes和Prada等全球最顶尖的品牌。此外，公司还拥有180个专业买手，平均从业年期为11年，奢侈品行业的从业经验丰富。

相较于国内其他免税运营商，品牌商更愿意向中免提供优惠和折扣，从而降低了公司的采购单位成本，也使得公司得以向客户提供更优惠的价格。此外，品牌商更愿意优先满足中免对于畅销品的需求。直采模式亦确保了公司能够从品牌商直接通过其原产地采购产品，有助于建立稳健的品牌形象，并吸引客户实现长期复购。

此外，中免还具有强大的供应链管理体系，拥有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、三亚和香港建设了七个覆盖全国营运须受海关总署监管的物流中心，大大提升了商品的报关和清关效率并针对珠宝、酒类及其他高端产品制定严格的分类体系和配送标准。数字化的仓库管理系统使公司能够密切监控供应链中货物的动向。稳健的供应链管理体系不仅使中免能够及时补充库存，而且能够迅速响应市场趋势和客户的喜好变化，从而得以精确匹配客户需求，改善客户购物体验。

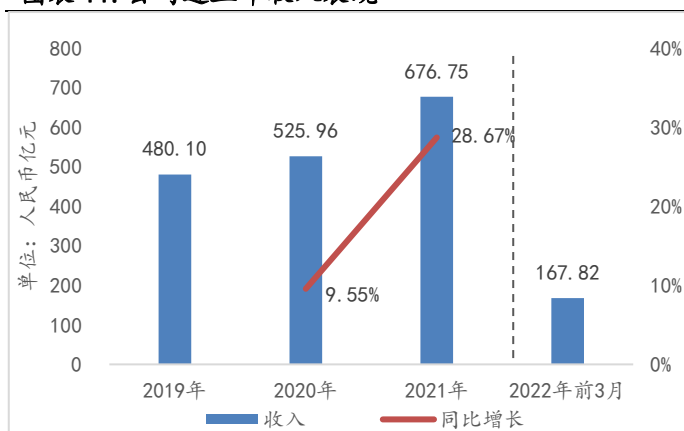
4 财务分析

根据招股书数据，2019、2020、2021 年度及截至 2022 年 3 月 31 日止三个月，公司持续经营收入分别为人民币 480.13 亿元、525.98 亿元、676.75 亿元及 167.82 亿元，2019-2021 年复合增长率为 18.7%。由于过去发生多项收购事项，公司的财报存在不同时点的并表。其中，公司于 2017 年 3 月完成收购日上中国后，2018 年 4 月获得日上上海的控制权，因此收购当年的报表没有完全体现全年收入。另外，2020 年 6 月完成收购海南省免税品也随着收购的完成并入报表中。

按照收入来源拆分，可分为免税商品销售收入、有税商品销售收入及其他收入。其中，免税商品的销售主要包括传统口岸免税店、市内免税店及离岛店进行的销售，专注于从香化、时尚品及配饰、烟酒到食品及其他等免税商品的零售及批发销售，2019、2020、2021 年度及截至 2022 年 3 月 31 日止三个月收入占比分别为 96.7%、61.5%、63.4% 及 67.7%。公司向品牌商购买免税商品，并通过免税渠道将其售予消费者。有税商品的销售则侧重旅游零售，包括于交通枢纽的业务、海南旅游零售综合体及在线销售，该类别 2019、2020、2021 年度及截至 2022 年 3 月 31 日止三个月收入占比分别为 2.4%、37.5%、35.5% 及 31.3%。其他收入主要来自广告牌租金的收入及来自海南投资物业的总租金收入，近年来收入占比不超过 1%。

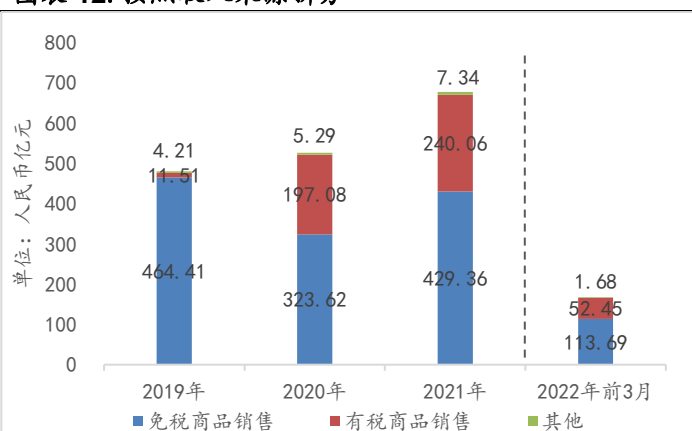
公司往年的收入高度集中于免税销售。然而 2020 年由于疫情爆发，旅游活动受限，交通枢纽的客流量减少，免税销售收入明显下滑。公司迅速调整销售策略，专注于扩大海南旅游零售综合体，使得海南的离岛销售及线上销售较往年有大幅增长，有税销售显著提升。此外公司进一步扩展及发展在线销售业务，推出“海南离岛免税补购”、“日上上海直邮”、“CDF 会员购”等线上渠道，依托强大的供应链及运营能力，推动线上业务走向成熟。受益于此，2020 年和 2021 年的收入仍同比有所增长。截至 2022 年 3 月 31 日止三个月，免税销售及有税销售的收入较同期减少，主要是由于中国新冠疫情反弹，导致旅行限制及临时店铺关闭。

图表 11. 公司近三年收入表现



资料来源：公司招股书、安信国际

图表 12. 按照收入来源拆分

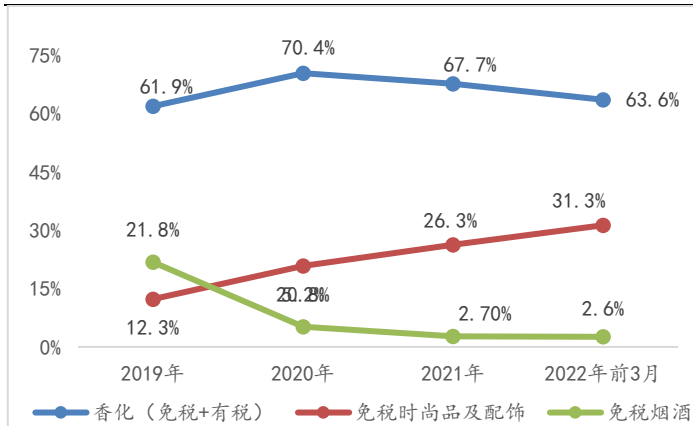


资料来源：公司招股书、安信国际

按照商品类别拆分，香化类产品是收入占比最大的部分，近三年占比稳步提升，2021 年免税及有税香化收入占比高达 67.5%。免税时尚品及配饰的收入及占比逐渐提升，主要由于离岛免税市场的发展受惠于 2020 年推出的有利免税政策，以及公司的海南免税业务的扩展及线上业务的发展；此外公司的海南免税店的免税时尚品及配饰销售增加，尤其是精品箱包。免税烟酒的收入及占比有所下滑，主要是因为新冠疫情相关旅游限制对公司口岸免税店的影响导致免税烟酒销售减少；以及烟草商品保质期相对较短，公司打折出售该等商品所致。

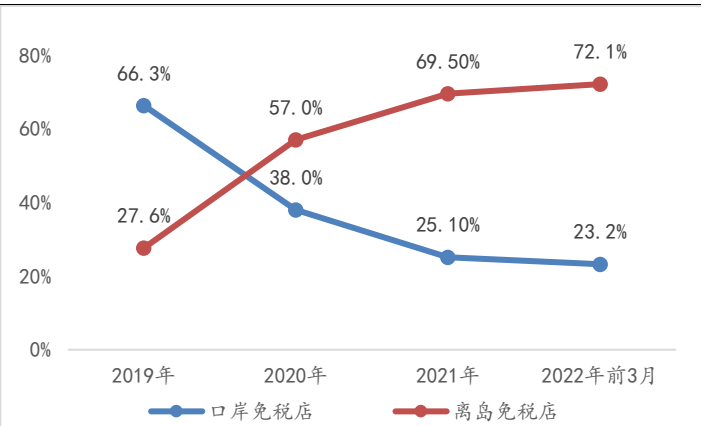
按照渠道划分，疫情前公司的收入主要集中于口岸免税店等传统销售渠道。然而疫情期间由于旅游受限，导致口岸免税店销售收入有所下降。公司迅速调整销售策略，专注于扩大海南免税业务，使得离岛免税店收入及占比快速增长，2020 年和 2021 年收入达到 299.6 亿元和 470.6 亿元人民币。同时，该渠道占总收入比于 2020 年和 2021 年快速提升至 57.0% 和 69.5%，并于 2022 年前 3 个月提升至 72.1%。

图表 13. 各品类占总营收比重



资料来源：公司招股书、安信国际

图表 14. 各渠道占总营收比重

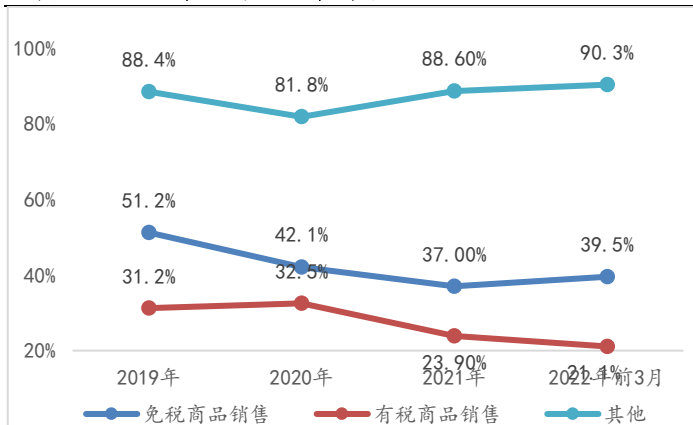


资料来源：公司招股书、安信国际

公司的销售成本主要包括存货成本，当中主要包括支付予供货商的采购成本、关税、消费税及有税商品的其他相关税项等，扣减若干品牌商的采购回扣。2019、2020、2021 年度及截至 2022 年 3 月 31 日止三个月，公司整体毛利率分别为 51.1%、38.9%、32.9% 及 34.3%。2020 年整体毛利率有较大幅度的下滑，主要系收入占比较大的免税商品销售的折扣及促销力度加大所致。而有税商品的毛利率上升，主要是因为线上销售快速增长，且线上销售比线下有税商店的毛利率普遍更高。2022 年前 3 个月毛利率有比较显著的下滑，截至 2022 年 3 月 31 日止三个月免税及有税销售的毛利率较 2021 年同期下跌，主要由于新冠疫情反弹导致旅游限制和店铺暂时关闭，令传统零售渠道销售减少，期间提供亦更多折扣及促销活动。由于其他类的业务（如广告牌及投资物业租金）销售成本主要包括定期产生的固定成本，并非与收入增长直接相关的常规成本，因此毛利率水平较高，但该部分业务占比很小，对整体毛利率影响不大。

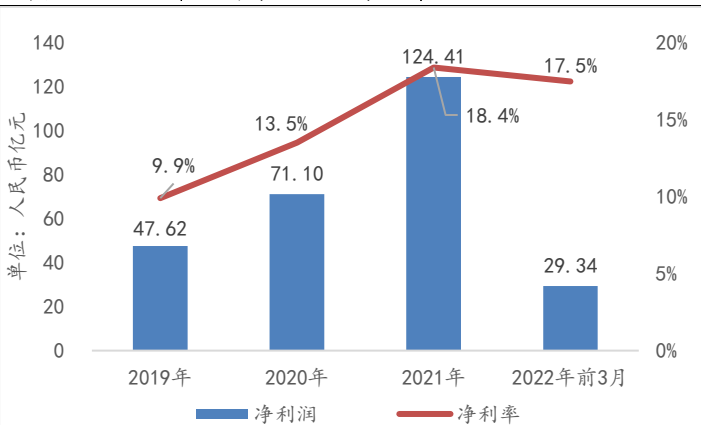
2019、2020、2021 年度及截至 2022 年 3 月 31 日止三个月，公司净利润分别为 47.62 亿元、71.10 亿元、124.41 亿元及 29.34 亿元，2019-2021 年复合增长率为 50.80%。尽管受到疫情影响，商品销售折扣和促销活动力度加大，但由于租金开支减少和海南的附属公司可享受 15% 的优惠税率（2021 年开始）的双重影响，净利润增幅超过收入。2022 年前 3 个月净利润同比下滑 14.41%，主要是因为今年前 3 个月各地疫情爆发。今年业务受到上半年以及 7、8 月份疫情困扰，收入预计同比下降，整体净利润亦有所下降。

图表 15. 近三年公司毛利率拆分



资料来源：公司招股书、安信国际

图表 16. 近三年公司净利润及净利率



资料来源：公司招股书、安信国际

5 估值及打新分析

中免原计划在 2021 年底于港股上市，去年 11 月 22 日曾通过上市聆讯。但后续公司在 A 股发布公告称，受新冠肺炎疫情等因素的影响，全球经济受到较大冲击，资本市场持续低迷，公司决定暂缓本次 H 股发行上市的进程，后续安排视市场情况确定。今年 6 月 30 日，中免重新递交了港股上市申请，并重新通过了聆讯。

按照 A 股中免 8 月 15 日收盘价人民币 194.75 元和当前汇率港币:人民币=0.8640:1 计算，港股中免上市市值此次上市折价率为 27%-36%，属于中等折价水平，若以下限定价则更加吸引。

虽然港股打新市场热情不及以往，但作为今年以来的港股“集资王”，有多个基石投资者站台，相信仍能吸引市场关注。此外，公司作为赴港上市的免税标的，具有一定的稀缺性，虽然海南近期疫情给业绩带来了扰动，但其稀缺程度和龙头性质不改，政策方面给行业带来的利好也不会受到短期疫情影响，因此从长期投资的角度来看是值得持续关注的。

6 风险提示

1. 宏观经济下行风险；
2. 疫情反复，海南旅游严格限制；
3. 现行免税政策变动可能影响业务发展；
4. 免税牌照发放的限制放宽；
5. 特许经营协议的修改或撤销可能影响业绩；
6. 门店租金上升风险；
7. 港澳游开放恐影响境内免税品销售；
8. 促销力度过大，对毛利率产生折损

客户服务热线

香港: 2213 1888

国内: 40086 95517

免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途,并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解,分析,预测,推断和期望都是以这些可靠数据为基础,只是代表观点的表达。安信国际,其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断,可随时更改而毋须另行通知。安信国际,其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险,若干投资可能不易变卖,而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标,财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告,而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前,应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工,可能不时地,在相关的法律、规则或规定的许可下(1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券,(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖,(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问,投资银行,或其他金融服务业务关系,(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际,其母公司和/或附属公司的一位或多位董事,高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员。(5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。

此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士,尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国,或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解释),安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此,投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突,而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权,任何人不得以任何目的复制,派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

安信国际证券(香港)有限公司

地址: 香港中环交易广场第一座三十九楼

电话: +852-2213 1000

传真: +852-2213 1010