中国中免（601888）

证券研究报告
2023 年 01 月 18 日

上海机场拟以 16.92 亿收购中免日上核心资产，绑定最大机场流量，核心渠道议价能力进一步加强

事件：上海机场发布公告，与上海机场投资有限公司成立合资公司，并通过合资公司为主体收购日上互联 12.48%股权，以及以合资公司香港全资子公司为主体收购 Uni-Champion32.00%的已发行股份。本次交易总投资金额为 16.98 亿元，包含标的公司交易对价 16.92 亿以及合资公司、香港公司所需营运资金 596.80 万元。本次交易公司出资 13.58 亿元，出资额占比 80%。

本次交易标的之一为 Uni-Champion 32%已发行股份。其中，Uni-Champion 穿透后核心资产为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 15.68%股权或权益，穿透后的核心资产主要从事上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场、北京首都国际机场及北京大兴国际机场的线下免税品销售经营业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务。Uni-Champion 为控股平台，其收益主要来自核心资产的分红收益，2020/2021/1H22 该平台归母净利润为 3.37/11.71/2.18 亿。

其次，本次交易公司通过合资公司为主体受让交易对方天津博裕所持有的日上互联 12.48%股权。日上互联是为日上免税店等口岸免税门店线上业务，提供专业电商服务的互联网服务公司，目前大股东中免持股 41%。据公告，日上互联 2021/1H22 归母净利润为 2.54/1.43 亿。

我们认为，本次上海机场收购中免日上核心资产，实现“机场+免税”的进一步融合，中免与全国最核心机场渠道进一步绑定，未来中免在上海机场招投标等方面有望占据主动权，核心渠道议价能力进一步加强。公司在出入境及机场免税持续布局，随着出入境客流开始修复，公司出入境免税竞争力持续加强。

投资建议：随着各地跨省流动限制不断放宽，同时出入境放开后口岸免税、市内免税开始修复，持续看好免税市场需求端在疫情管控优化后迎来释放。随着海南免税市场持续扩容，新海港免税城开业，品类丰富服务提升顶奢引入，看好公司业务持续拓展，供应链能力持续增强，预计有效提振进店人数、转化率与客单价。基于疫情影响下海南及出入境客流恢复速率等待验证，我们将公司 22/23 年业绩预测从 65/135 亿元下调至 55/125 亿元，当前股价对应 PE 分别为 86X/38X，维持“买入”评级。

风险提示：客流量不及预期的风险、免税政策变动的风险、招商不及预期的风险，行业竞争加剧风险、汇率波动风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,596.84	67,675.52	40,106.68	89,720.00	120,105.84
增长率(%)	9.65	28.67	(40.74)	123.70	33.87
EBITDA(百万元)	11,047.69	15,739.84	8,674.38	19,647.40	24,138.68
归属母公司净利润(百万元)	6,139.94	9,653.74	5,540.86	12,490.21	15,551.66
增长率(%)	32.64	57.23	(42.60)	125.42	24.51
EPS(元/股)	2.97	4.67	2.68	6.04	7.52
市盈率(P/E)	77.83	49.50	86.25	38.26	30.73
市净率(P/B)	21.42	16.13	9.59	8.19	6.92
市销率(P/S)	9.09	7.06	11.92	5.33	3.98
EV/EBITDA	48.61	26.09	51.63	21.63	17.96

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	商贸零售/旅游零售Ⅱ
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	230.99 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股股本(百万股)	1,952.48
A 股总市值(百万元)	451,002.33
流通 A 股市值(百万元)	451,002.33
每股净资产(元)	23.29
资产负债率(%)	23.13
一年内最高/最低(元)	237.80/153.59

作者

刘章明 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516060001
liuzhangming@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《中国中免-公司深度研究:静待疫后花开，免税龙头再扬帆》 2022-12-07
2 《中国中免-公司点评:获纳入恒生综合指数，疫情防控优化下经营有望持续改善，海口免税城开业重塑新格局》 2022-11-23
3 《中国中免-季报点评:22Q3 疫情反复下韧性凸显，海口免税城开业重塑新格局，边际有望持续改善》 2022-11-04

=

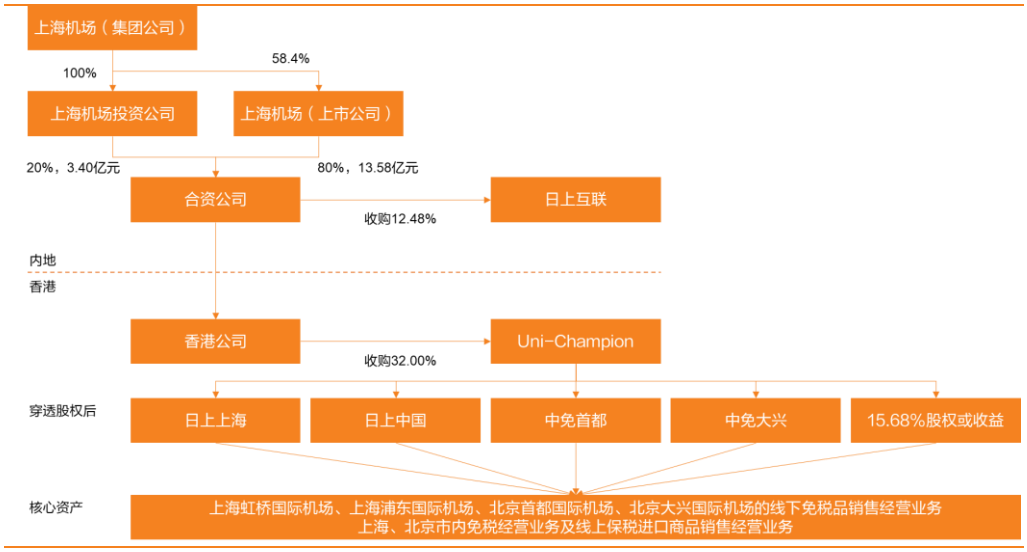
1. 事件

上海机场发布公告，与上海机场投资有限公司成立合资公司，并通过合资公司为主体收购日上互联 12.48%股权，以及以合资公司香港全资子公司为主体收购 Uni-Champion32.00%的已发行股份。本次交易总投资金额为 16.98 亿元，包含标的公司交易对价 16.92 亿以及合资公司、香港公司所需营运资金 596.80 万元。本次交易公司出资 13.58 亿元，出资额占比 80%。

2. 点评

本次交易标的之一为 Uni-Champion 32%已发行股份。其中，Uni-Champion 穿透后核心资产为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴 15.68%股权或权益，穿透后的核心资产主要从事上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场、北京首都国际机场及北京大兴国际机场的线下免税品销售经营业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务。Uni-Champion 为控股平台，其收益主要来自核心资产的分红收益，2020/2021/1H22 该平台归母净利润为 3.37/11.71/2.18 亿。

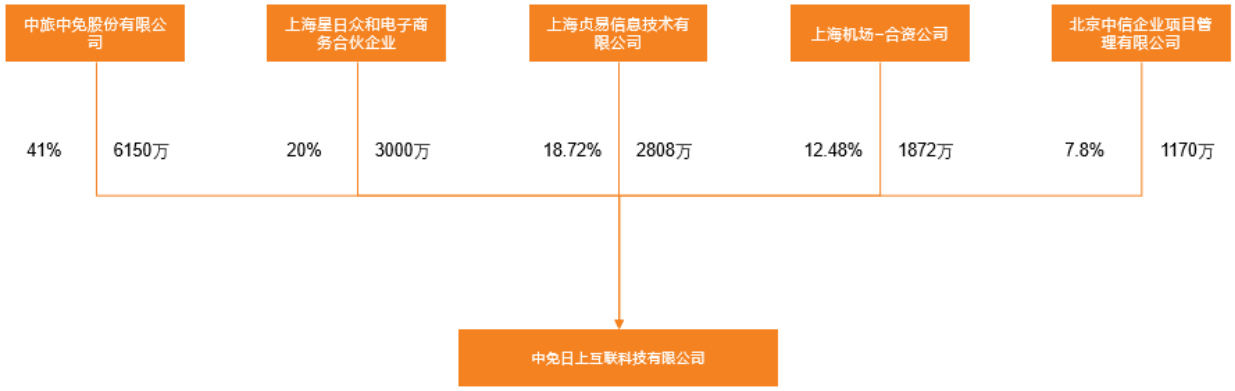
图 1：上海机场收购日上核心免税资产



资料来源：上海机场公司公告，天风证券研究所

其次，本次交易公司通过合资公司为主体受让交易对方天津博裕所持有的日上互联 12.48%股权。日上互联是为日上免税店等口岸免税门店线上业务，提供专业电商服务的互联网服务公司，目前大股东中免持股 41%。据公告，日上互联 2021/1H22 归母净利润为 2.54/1.43 亿。

图 2：交易完成后上海机场持股日上互联 12.48%



资料来源：上海机场公司公告，天风证券研究所

根据上海机场公司公告，本次收购两个资产的价格合计 16.98 亿元，其中 Uni-Champion 收购价格为 13.58 亿元，日上互联股权成交价格为 3.40 亿元。2021 年，Uni-Champion 净利润为 11.7 亿元（评估价值 42.19 亿元），日上互联利润为 2.54 亿元（日上互联于 2021 年 4 月 29 日成立，因此测算 21 年年化利润 3.81 亿元，评估价值 27.4 亿元），因此 Uni-Champion、日上互联评估价值对应 21 年 PE 分别为 3.61X、7.19X。

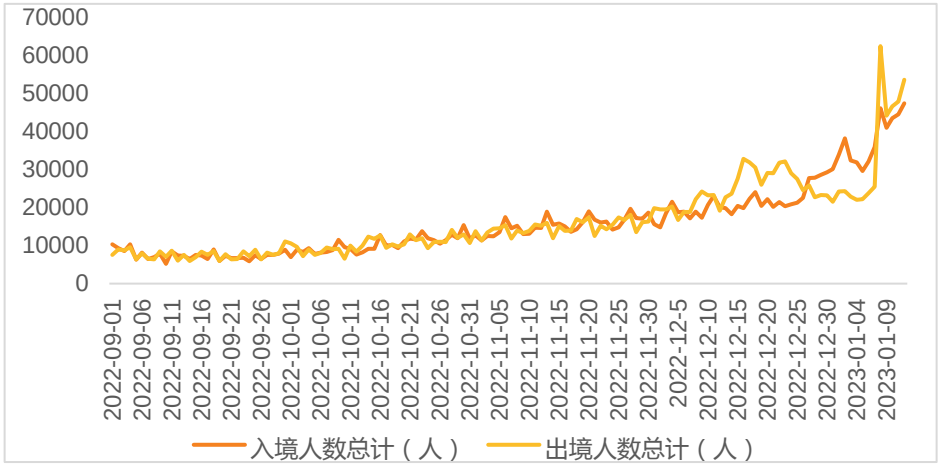
表 1：两个资产近年收入利润情况（万元）

	2020	2021	2022H1
Uni-Champion			
营业收入（万元）	114.29	24.14	-
利润总额（万元）	36,229.36	129,220.01	24,113.99
归母净利润（万元）	33,681.61	117,102.23	21,790.15
日上互联			
营业收入（万元）		50,432.75	36,559.37
利润总额（万元）		33,879.85	19,046.52
归母净利润（万元）		25,409.89	14,284.77

资料来源：上海机场公司公告，天风证券研究所

绑定全国最大机场流量入口，实现双赢竞争力巩固。我们认为，本次上海机场收购中免日上核心资产，实现“机场+免税”的进一步融合，中免与全国最核心机场渠道进一步绑定，未来中免在上海机场招投标等方面有望占据主动权，中免与上海机场的合作深化，核心渠道议价能力进一步加强。公司在出入境及机场免税持续布局，随着出入境客流开始修复，公司出入境免税竞争力持续加强。同时线上直邮的分流、市内店分流的潜在风险能够很大程度上缓解。

图 3：中国香港所有口岸及交通方式出入境人数（人）



资料来源：中国香港入境事务处，天风证券研究所

3. 投资建议

随着各地跨省流动限制不断放宽，同时出入境放开后口岸免税、市内免税开始修复，持续看好免税市场需求端在疫情管控优化后迎来释放。随着海南免税市场持续扩容，新海港免税城开业，品类丰富服务提升顶奢引入，看好公司业务持续拓展，供应链能力持续增强，预计有效提振进店人数、转化率与客单价。基于疫情影响下海南及出入境客流恢复速率等待验证，我们将公司 22/23 年业绩预测从 65/135 亿元下调至 55/125 亿元，当前股价对应 PE 分别为 86X/38X，维持“买入”评级。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	14,706.21	16,856.20	32,369.14	57,126.08	51,281.93
应收票据及应收账款	128.68	105.99	672.20	539.87	916.60
预付账款	255.60	347.99	356.81	807.10	734.96
存货	14,733.02	19,724.70	18,721.99	23,837.57	32,953.45
其他	1,147.68	1,506.82	752.71	2,740.91	1,612.89
流动资产合计	**30,971.19**	**38,541.69**	**52,872.84**	**85,051.53**	**87,499.83**
长期股权投资	791.26	991.69	991.69	991.69	991.69
固定资产	1,590.53	1,843.30	1,637.33	1,431.36	1,225.39
在建工程	1,233.18	2,889.94	2,889.94	2,889.94	2,889.94
无形资产	2,448.76	2,401.32	2,357.92	2,314.53	2,271.13
其他	4,884.45	8,805.78	5,562.69	5,989.20	6,267.36
非流动资产合计	**10,948.18**	**16,932.03**	**13,439.58**	**13,616.73**	**13,645.52**
资产总计	**41,919.37**	**55,473.73**	**66,312.42**	**98,668.26**	**101,145.35**
短期借款	417.36	411.34	611.34	761.34	936.34
应付票据及应付账款	4,326.74	5,879.91	823.52	13,307.23	5,302.34
其他	10,011.23	9,473.25	7,693.74	16,646.29	13,089.38
流动负债合计	**14,755.33**	**15,764.50**	**9,128.59**	**30,714.86**	**19,328.05**
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	79.50	3,546.20	1,347.04	1,657.58	2,183.61
非流动负债合计	**79.50**	**3,546.20**	**1,347.04**	**1,657.58**	**2,183.61**
负债合计	**15,740.53**	**20,682.34**	**10,475.64**	**32,372.44**	**21,511.66**
少数股东权益	3,871.13	5,172.60	5,990.12	7,960.36	10,548.73
股本	1,952.48	1,952.48	2,068.86	2,068.86	2,068.86
资本公积	1,982.07	1,870.30	17,814.84	17,814.84	17,814.84
留存收益	18,697.46	26,397.81	30,230.13	38,849.51	49,623.49
其他	(324.29)	(601.79)	(267.17)	(397.75)	(422.24)
股东权益合计	**26,178.84**	**34,791.39**	**55,836.79**	**66,295.83**	**79,633.69**
负债和股东权益总计	**41,919.37**	**55,473.73**	**66,312.42**	**98,668.26**	**101,145.35**

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	7,336.52	12,364.63	5,540.86	12,490.21	15,551.66
折旧摊销	515.63	479.75	249.36	249.36	249.36
财务费用	332.75	206.03	(328.44)	(609.30)	(737.18)
投资损失	(15.86)	(162.33)	(172.00)	(240.00)	(350.00)
营运资金变动	684.27	(6,264.15)	(4,951.49)	13,726.82	(19,835.35)
其它	(651.03)	1,704.89	1,182.00	2,855.05	3,736.17
经营活动现金流	**8,202.27**	**8,328.82**	**1,520.30**	**28,472.14**	**(1,385.35)**
资本支出	1,923.71	(1,168.51)	2,199.16	(310.54)	(526.03)
长期投资	536.57	200.43	0.00	0.00	0.00
其他	(6,274.38)	(1,349.45)	(2,027.16)	550.54	876.03
投资活动现金流	**(3,814.10)**	**(2,317.53)**	**172.00**	**240.00**	**350.00**
债权融资	738.70	1,581.98	(501.88)	931.02	1,141.15
股权融资	(4,271.17)	(3,317.98)	14,322.53	(4,886.21)	(5,949.96)
其他	2,149.67	(2,081.05)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	**(1,382.81)**	**(3,817.04)**	**13,820.64**	**(3,955.20)**	**(4,808.81)**
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	**3,005.35**	**2,194.25**	**15,512.94**	**24,756.94**	**(5,844.16)**

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	**52,596.84**	**67,675.52**	**40,106.68**	**89,720.00**	**120,105.84**
营业成本	31,220.61	44,882.36	27,072.01	58,318.00	77,828.58
营业税金及附加	1,083.29	1,839.44	1,122.99	2,243.00	2,642.33
销售费用	8,846.63	3,860.94	2,606.93	7,177.60	12,010.58
管理费用	1,637.14	2,249.86	1,403.73	3,409.36	4,564.02
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	(545.28)	(42.52)	(328.44)	(609.30)	(737.18)
资产/信用减值损失	(890.59)	(522.25)	(337.00)	(582.73)	(469.87)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	15.86	162.33	172.00	240.00	350.00
其他	1,535.12	440.88	0.00	0.00	0.00
营业利润	**9,694.06**	**14,804.47**	**8,064.46**	**18,838.61**	**23,677.64**
营业外收入	4.22	17.10	23.46	29.88	26.67
营业外支出	26.49	20.16	36.59	39.95	38.27
利润总额	**9,671.78**	**14,801.40**	**8,051.33**	**18,828.53**	**23,666.04**
所得税	2,335.27	2,436.77	1,328.47	3,483.28	4,378.22
净利润	**7,336.52**	**12,364.63**	**6,722.86**	**15,345.25**	**19,287.82**
少数股东损益	1,196.58	2,710.89	1,182.00	2,855.05	3,736.17
归属于母公司净利润	**6,139.94**	**9,653.74**	**5,540.86**	**12,490.21**	**15,551.66**
每股收益（元）	2.97	4.67	2.68	6.04	7.52

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	9.65%	28.67%	-40.74%	123.70%	33.87%
营业利润	36.37%	52.72%	-45.53%	133.60%	25.69%
归属于母公司净利润	32.64%	57.23%	-42.60%	125.42%	24.51%
获利能力					
毛利率	40.64%	33.68%	32.50%	35.00%	35.20%
净利率	11.67%	14.26%	13.82%	13.92%	12.95%
ROE	27.52%	32.59%	11.12%	21.41%	22.51%
ROIC	88.98%	157.53%	54.24%	74.83%	342.98%
偿债能力					
资产负债率	37.55%	37.28%	15.80%	32.81%	21.27%
净负债率	-54.58%	-42.82%	-55.95%	-83.98%	-62.07%
流动比率	1.98	2.25	5.79	2.77	4.53
速动比率	1.04	1.10	3.74	1.99	2.82
营运能力					
应收账款周转率	113.26	576.79	103.08	148.04	164.93
存货周转率	4.62	3.93	2.09	4.22	4.23
总资产周转率	1.45	1.39	0.66	1.09	1.20
每股指标（元）					
每股收益	2.97	4.67	2.68	6.04	7.52
每股经营现金流	3.96	4.03	0.73	13.76	-0.67
每股净资产	10.78	14.32	24.09	28.20	33.39
估值比率					
市盈率	77.83	49.50	86.25	38.26	30.73
市净率	21.42	16.13	9.59	8.19	6.92
EV/EBITDA	48.61	26.09	51.63	21.63	17.96
EV/EBIT	50.03	26.49	53.16	21.91	18.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com