

# 中免打造免税价格的线上综合商城

**买入 维持**

目标价格：暂无

## 投资要点：

- 📖 中国免税品集团网上商城正式上线，女性时尚品类居多
- 📖 四地设有物流配送中心，支付方式多样化
- 📖 打造足不出户尽享免税价格的线上综合商城

## 报告摘要：

- **中国免税品集团网上商城正式上线，女性时尚品类居多。**2015年1月20日，中免商城正式上线。在售的商品包括了上百个国家的国际一线奢侈品，其中很多都是国内首家授权网络经销。目前上线女士品牌60个，包含服装、鞋靴、箱包、腕表、配饰、美妆6大类；男士品牌35个，包含服装、腕表、配饰、箱包、男士香氛5大类。
- **四地设有物流配送中心，支付方式多样化。**中免商城总部设在中国北京，同时在北京、上海、深圳和香港设有物流仓储和配送中心。同时，中免还着力打造全面高品质的客户服务体系，为客户提供7天免费退换货服务。目前，中免商城支持支付宝、微信、银联在线等支付方式。即将推出免税店商品线上预订，线下指定地点提货，另母婴、保健品、家居、健康食品、酒水等新品也将陆续上线，有望使中免商城成为奢侈品消费电商的第一品牌。
- **打造足不出户尽享免税价格的线上综合商城。**中免商城的创建旨在为消费者提供安全放心的网上购物环境，预打造成100%品牌授权、足不出户尽享免税价格的线上综合商城。在现有政策环境下，我们认为中免商城将与美国亚马逊直邮、Shopbop、天猫国际、美国Macy's百货等中高端电商及平台形成正面竞争，但可借鉴韩国乐天、新罗发展经验，凭借自身较强的品牌效应、营运能力，持续享受政策红利。预计公司2014-2016年的EPS为1.61、2.04、2.4元，对应的PE为27、22、18倍，维持买入评级。

## 服务业研究组

### 分析师：

孙妍(S1180512090001)

电话：010-88085720

Email: sunyan@hysec.com

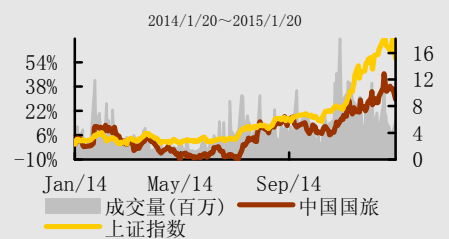
### 研究助理：

潘璠

电话：010-88085172

Email: panfan1@hysec.com

## 市场表现



## 相关研究

主要经营指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万)	16133.92	17448.19	20021.99	23124.68	26685.11
增长率(%)	27.09	8.15	14.75	15.50	15.40
归母净利润(百万)	1005.64	1294.60	1567.12	1987.25	2344.15
增长率(%)	46.83	28.73	21.05	26.81	17.96
每股收益	1.14	1.33	1.61	2.04	2.40
市盈率	18.15	15.64	27.3	21.5	18.2

## 目录

一、中免商城 APP 上线 66 个品牌 1125 种商品，其中女装占比 22%.....	4
二、中免商城部分商品展示.....	6
三、投资建议.....	7

## 插图

图 1:LANVIN .....	6
图 2: CHLOE .....	6
图 3: ANNA SUI.....	6
图 4: DANIEL WELLINGTON .....	6
图 5: GUESS .....	6
图 6: MORELLATO .....	6
图 7: MISS SIXTY .....	7
图 8: MORELLATO.....	7
图 9: JUST CAVALLI.....	7






## 表格

表 1: 中免商城 APP 部分商品比价 .....	4
----------------------------	---

## 一、中免商城价格比对

我们从中免商城的香水、太阳镜、包、鞋、手表五个类别中挑选个别产品与淘宝全球、天猫国际、魅力惠、唯品会的价格进行了对比。

表 1: 中免商城 APP 部分商品比价

品牌	图片	中免商城	淘宝全球	天猫国际	走秀网	唯品会
香水	BurBerry	379	228	325	250	
						
	Versace	449	198	295	552	339
						
	Calvin Klein	399	300	348	355	
						
太阳镜	Prada	2209	1580	1755	1731	
						
	MiuMiu	2825	1800	2450		
						

包	Fjallraven		485	398			
鞋	Minne Tonka		528	322	519		
	French Sole		1058				
表	Guess		1005	838	1346	1052	

资料来源：互联网、宏源证券

## 二、中免商城部分商品展示

我们从中免商城现有的商品中选取了部分香水、手表、首饰产品。

图 1: LANVIN



LANVIN  
我愿意女士香水50ML  
¥ 399.00

图 2: CHLOE



CHLOE  
女用香氛 50ML  
¥ 479.00

图 3: ANNA SUI



ANNA SUI  
许愿精灵香水50ML  
¥ 319.00

资料来源：互联网、宏源证券

图 4: DANIEL WELLINGTON



DANIEL WELLINGTON  
女士石英表  
¥ 1,250.00

图 5: GUESS



GUESS  
盖尔斯女士石英手表  
¥ 893.00

图 6: MORELLATO



MORELLATO  
女士石英手表  
¥ 477.00

资料来源：互联网、宏源证券

图 7: MISS SIXTY



图 8: MORELLATO



图 9: JUST CAVALLI



资料来源：互联网、宏源证券

### 三、投资建议

中国的奢侈品市场拥有巨大的发展空间，中国电子商务发展已经日趋成熟，人们对于购买标准化的奢侈品越来越多偏重于电子商务这种简洁快速的方式，而目前奢侈品电商的发展良莠不齐，没有大型企业出现，正是中免集团在奢侈品电子商务领域树立第一品牌的最佳时机。中免集团覆盖三亚市内、机上、边境、邮轮等 200 余家免税门店，与国外 300 余家奢侈品供应商已建立稳定的合作关系，凭借其质优、低价的产品，无疑将成为最具竞争力的免税品电商。

同时，电子商务与生俱来没有地域限制，一方面，提货地点——不在局限于特定的地点（机场）提货，更可以拓展到码头、火车站提货；另一方面，方便快捷的购物方式，也将使一部分海外购物客流回流国内，正因为此，免税品商城度过培育期，将呈现爆发式增长。

我们看好具有奢侈品上游资源的中国国旅，中免商城 APP 的推出，成为公司线上试水的第一步，未来线上借助线下资源优势，线下借助线上渠道优势，实现协同效应，带来公司业绩爆发式增长。同时，期待海棠湾免税购买额度提升与市内免税政策突破。现有政策环境下，我们认为中免商场将与美国亚马逊直邮、Shopbop、天猫国际、美国 Macy's 百货等中高端电商或平台形成正面竞争，但借鉴韩国免税品销售发展历程，除济州岛市内免税外，仍有乐天、新罗两家免税品电商为入境游客及出境本国游客提供免税品销售。我国免税品行业仍具极大发展空间，中免集团凭借其较强的品牌效应、营运能力，有望持续享有政策红利。

## 中国国旅财务报表及财务指标预测

2015年1月20日

股价: 45.19

利润表	2013	2014E	2015E	2016E	财务指标	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>1,744,819</b>	<b>2,002,199</b>	<b>2,312,468</b>	<b>2,668,511</b>	<b>成长性</b>				
减: 营业成本	1,328,996	1,508,066	1,722,048	1,966,444	营业收入增长率	8.1%	14.8%	15.5%	15.4%
营业税费	19,883	24,026	27,287	32,022	营业利润增长率	30.8%	23.3%	25.6%	17.7%
销售费用	142,726	160,176	184,997	219,885	净利润增长率	28.7%	21.1%	26.8%	18.0%
管理费用	82,683	76,084	85,561	106,740	EBITDA增长率	25.1%	28.6%	25.2%	17.5%
财务费用	-9,966	-3,226	-4,240	-5,254	EBIT增长率	26.3%	28.4%	25.5%	17.6%
资产减值损失	1,885	3,553	3,553	3,553	NOPLAT增长率	20.1%	28.7%	25.2%	17.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	20.3%	47.6%	11.0%	11.4%
投资和汇兑收益	10,748	-	-	-	净资产增长率	56.7%	16.5%	15.8%	16.1%
<b>营业利润</b>	<b>189,360</b>	<b>233,520</b>	<b>293,261</b>	<b>345,120</b>	<b>利润率</b>				
加: 营业外净收支	6,333	7,465	8,706	10,130	毛利率	23.8%	24.7%	25.5%	26.3%
<b>利润总额</b>	<b>195,693</b>	<b>240,984</b>	<b>301,967</b>	<b>355,250</b>	营业利润率	10.9%	11.7%	12.7%	12.9%
减: 所得税	47,222	60,246	75,492	88,812	净利润率	7.4%	7.8%	8.6%	8.8%
<b>净利润</b>	<b>129,459.6</b>	<b>156,711.8</b>	<b>198,725.5</b>	<b>234,415.1</b>	EBITDA/营业收入	10.6%	11.9%	12.9%	13.1%
<b>资产负债表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	EBIT/营业收入	10.3%	11.5%	12.5%	12.7%
货币资金	708,083	760,836	886,642	1,050,783	<b>运营效率</b>				
交易性金融资产	-	-	-	-	固定资产周转天数	12	12	13	13
应收帐款	109,003	140,154	161,873	186,796	流动营业资本周转天数	-2	1	6	4
应收票据	200	200	231	267	流动资产周转天数	172	192	190	193
预付帐款	52,147	70,077	80,936	93,398	应收帐款周转天数	17	16	17	17
存货	130,204	158,574	183,147	211,346	存货周转天数	24	26	27	27
其他流动资产	393	393	393	393	总资产周转天数	226	249	248	250
可供出售金融资产	105	105	105	105	投资资本周转天数	47	55	60	58
持有至到期投资	-	-	-	-	<b>投资回报率</b>				
长期股权投资	20,407	20,405	20,405	20,405	ROE	15.3%	16.0%	17.3%	17.5%
投资性房地产	4,419	4,419	4,419	4,419	ROA	11.5%	12.2%	13.3%	13.4%
固定资产	56,252	74,115	86,526	100,768	ROIC	67.4%	72.2%	61.2%	64.8%
在建工程	89,186	100,110	115,623	133,426	<b>费用率</b>				
无形资产	96,525	120,132	138,748	160,111	销售费用率	8.2%	8.0%	8.0%	8.2%
其他非流动资产	29,220	29,220	29,220	29,220	管理费用率	4.7%	3.8%	3.7%	4.0%
<b>资产总额</b>	<b>1,296,142</b>	<b>1,478,739</b>	<b>1,708,269</b>	<b>1,991,435</b>	财务费用率	-0.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	7,700	12,857	-	-	三费/营业收入	12.3%	11.6%	11.5%	12.0%
应付帐款	191,833	220,242	254,371	293,536	<b>偿债能力</b>				
应付票据	-	-	-	-	资产负债率	25.1%	23.6%	23.4%	23.7%
其他流动负债	119,170	113,797	127,759	143,781	负债权益比	33.5%	30.8%	30.5%	31.1%
长期借款	-	-	-	-	流动比率	3.07	3.25	3.29	3.27
其他非流动负债	314	314	314	314	速动比率	2.67	2.79	2.83	2.82
<b>负债总额</b>	<b>325,545</b>	<b>348,408</b>	<b>399,156</b>	<b>472,145</b>	利息保障倍数	-18.00	-71.39	-68.16	-64.69
少数股东权益	64,083	88,109	115,859	147,881	<b>分红指标</b>				
股本	97,624	105,934	105,934	105,934	DPS(元)	3.15	0.36	0.45	0.53
留存收益	817,187	936,288	1,087,319	1,265,475	分红比率	23.8%	24.0%	24.0%	24.0%
<b>股东权益</b>	<b>970,597</b>	<b>1,130,331</b>	<b>1,309,112</b>	<b>1,519,290</b>	股息收益率	7.0%	0.8%	1.0%	1.2%
<b>现金流量表</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
净利润	148,471	180,738	226,475	266,437	EPS(元)	1.33	1.61	2.04	2.40
加: 折旧和摊销	13,600	8,009	9,250	10,674	BVPS(元)	9.94	10.67	12.36	14.34
资产减值准备	1,885	3,553	3,553	3,553	PE(X)	34.08	28.15	22.20	18.82
公允价值变动损失	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.2	3.7	3.2
财务费用	-2,455	-3,428	-3,226	-4,240	P/FCF	48.0	96.3	32.8	25.4
投资收益	-10,748	-	-	-	P/S	2.5	2.4	2.1	1.8
少数股东损益	19,012	24,026	27,750	32,022	EV/EBITDA	20.2	17.2	13.4	11.0
营运资金的变动	6,250	-41,255	6,174	7,085	CAGR(%)	38.8%	13.8%	-100.0%	21.5%
<b>经营活动产生现金流</b>	<b>147,022</b>	<b>171,845</b>	<b>268,962</b>	<b>314,518</b>	PEG	0.9	2.0	-0.2	0.9
投资活动产生现金流	-49,398	-41,471	-31,027	-35,604	ROIC/WACC	5.3	5.7	4.9	5.1
融资活动产生现金流	215,612	-15,419	-56,310	-51,006	REP	2.8	2.0	2.0	1.7



**作者简介:**

**孙妍:** 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2009年毕业于伦敦大学学院金融计算专业, 2010年加盟宏源证券研究所, 从事旅游酒店行业研究至今。提出“附加值提振带来成长空间、共同利益锁定安全边际”的选股逻辑, 善于挖掘上市公司发展源动力、预判行业发展及公司盈利趋势。

**潘璠:** 宏源证券研究所旅游酒店行业研究员, 2008年毕业于格拉斯哥大学国际金融专业, 2014年加盟宏源证券研究所。

覆盖公司: 中青旅、丽江旅游、中国国旅、峨眉山、宋城股份、锦江股份、黄山旅游、腾邦国际。

**机构销售团队**

机构销售团队					
公募	北京片区	李倩	010-88013561	13631508075	liqian@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
		滕宇杰	010-88085297	18618343994	tengyujie@hysec.com
	上海片区	李冠英	021-65051619	13918666009	liguanying@hysec.com
		吴蓓	021-65051231	18621102931	wubei@hysec.com
		吴肖寅	021-65051169	13801874206	wuxiaoyin@hysec.com
		赵然	021-65051230	18658849608	zhaoran@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
孙婉莹		0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com	
机构	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	上海保险/私募	程新星	021-65051257	18918523006	chengxinxing@hysec.com

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

**免责声明:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。