

中国国旅（601888）深度研究报告

免税 3.0 时代（市内店）与公司核心优势探讨

强推（维持）

目标价：90 元

当前价：85.88 元

- ❖ **商业模式的两次变革。**2009 年至今公司的免税业务经历两次重要突破——1) 海南离岛免税政策的落地及逐步放开, 和 2) 2017 年来发生的一系列整合与质变。2011 年开始的海南离岛免税政策, 是为免税 1.0 时代; 2017 年中标首都机场、收购日上、整合海免, 可以称作 2.0 时代; 近两三年, 国旅将迎来市内店驱动的 3.0 时代。在前两阶段, 除了业绩的稳步增长, 中免逐步构筑起很强的经营壁垒: **采购、供应商伙伴关系、商品及库存管理、对消费者需求的洞察、服务水平和能力、店铺设计、大规模店铺的经营经验**, 以至于在机会来临时迅速扩张、整合。储备的资源、项目未来将助力公司在市场化竞争中进一步巩固优势, 顺利获得免税行业红利。
- ❖ **市内店将是消费回流的一条重要渠道, 也将带来公司发展的 3.0 时代。**我国个人奢侈品消费约有七成以上发生在海外, 国人在韩免税消费约占韩国免税销售额的 60% 以上, 目前的政策环境、海关监管条件下免税渠道难以回流消费。但市内免税店具有**优质商品+优质价格+优质体验**的潜在基础: 市内店品类品牌更为丰富利于一站式购物, 相比机场店消费者有更充足时间、更舒适体验, 价格预计也更有活动空间。若针对国人的市内店政策落地, 将成为消费回流的一条重要通道, 也将成为公司 3.0 阶段的核心动力。中期北、上两市内店有望(分别)达到 50 亿元销售额体量, 带来可观的利润增量。
- ❖ **免税经营市场化趋势明确, 龙头竞争力更强。**过去市场对中国国旅的讨论更多集中在“牌照垄断”, 对经营实力的强调不足。继 2016.2.8《口岸进境免税店管理暂行办法》、2018.3.29《口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》印发、7.3 财政部等五部委印发《口岸出境免税店管理暂行办法》, 我国免税经营进一步市场化放开, 对经营实力、品类丰富度、经营技术指标等的要求提高。公司免税业务已经积累起国内同行难以企及的经营优势和资金优势, 未来将在市场化竞争更好地施展拳脚。
- ❖ **海口国际免税城为海南布局的战略项目。**128.6 亿的大额投资, 14.4% 的物业投资内部收益率, 此外还有有税、免税等业态。海口国际免税城是公司在海南布局的战略性项目, 树立在海南离岛免税经营方面强大的壁垒。
- ❖ **投资建议:**中国国旅目前进入全球旅游零售前三目标预计已经完成, 后续将向第一努力。国内免税行业市场化趋势下, 中国国旅已经积累了丰厚的资金、运营、供应链壁垒, 海口国际免税城项目望进一步拓宽其在海南离岛免税运营的护城河。未来市内店政策放开我们认为大概率事件, 市内店也料将开启公司发展的 3.0 时代。我们维持此前业绩测算, 即叠加处置旅行社投资收益约 7 亿元利润影响, 预计 2019-2021 年归母净利润分别为 48 (内生增长 30% 左右)、63.8 (包含海免) 和 74 亿元。当前股价对应 2019 年 PE 为 35 倍, 我们维持原 90 元目标价。公司长期投资逻辑不变, 长线看好, 维持“强推”评级。
- ❖ **风险提示:**大盘整体环境不利, 政策不及预期, 开业项目培育期亏损等。

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	47,007	43,398	53,463	59,039
同比增速(%)	66.2%	-7.7%	23.2%	10.4%
归母净利润(百万)	3,095	4,803	6,381.0	7,409
同比增速(%)	22.3%	55.2%	32.9%	16.1%
每股盈利(元)	1.59	2.46	3.27	3.79
市盈率(倍)	54	35	26	23
市净率(倍)	10	8	7	5

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为 2019 年 7 月 19 日收盘价

华创证券研究所
证券分析师: 王薇娜

电话: 010-66500993

邮箱: wangweina@hcyjs.com

执业编号: S0360517040002

联系人: 胡琼方

电话: 010-66500993

邮箱: huqiongfang@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	195,248
已上市流通股(万股)	195,248
总市值(亿元)	1,676.79
流通市值(亿元)	1,676.79
资产负债率(%)	26.6
每股净资产(元)	9.5
12 个月内最高/最低价	91.69/47.59

市场表现对比图(近 12 个月)

相关研究报告

《中国国旅（601888）2018 年三季报点评：基本符合市场预期，长期高增长可期》

2018-10-31

《中国国旅（601888）深度研究报告：政策放宽，海南离岛免税各块蛋糕大小》

2018-12-21

《中国国旅（601888）2018 年报及 2019 年一季度报点评：聚焦主业，盈利提升》

2019-04-29

目录

前言.....	5
一、中国国旅上市十年，迎来第三次巨变.....	5
（一）全球旅游零售巨头的变化.....	5
（二）中国国旅上市十年，两次巨变.....	5
二、韩国免税.....	7
（一）2013 年来韩国免税业背景变化.....	7
（二）韩国免税规模、结构.....	9
三、免税与消费回流的核心契合——物美价廉.....	12
（一）海外奢侈品消费巨大，市内店利于消费回流.....	12
（二）市内店相比于机场店的优势.....	13
（三）中免市内店及盈利测算.....	15
1、中免市内店.....	15
2、市内店盈利测算.....	15
四、中免的优势与未来.....	16
（一）中免的护城河探讨.....	16
（二）免税行业的市场化.....	17
五、海南战略项目——海口国际免税城.....	18
（一）项目投资及投资周期.....	18
（二）项目回报.....	19
六、中免长期估值对标探索——新罗免税.....	19
七、投资建议.....	22
八、风险提示.....	22

图表目录

图表 1	近年来国际旅游零售商销售规模变化（亿欧元）	5
图表 2	股价与业绩历史	6
图表 3	peband	6
图表 4	国旅免税业务收入增速及年化增长	6
图表 5	中免公司业绩增速及年化增长	6
图表 6	日上发展史	7
图表 7	2015 年 9 月仁川机场免税中标方案（不包括中小企业段及 DF9-12）	7
图表 8	韩国入境游客及增速	8
图表 9	萨德事件前后我国到访韩国游客数量及增速	8
图表 10	San Francisco 机场扣点率（2017 年招标情况），单位：万美元	9
图表 11	2018 年新罗免税业务构成	9
图表 12	韩国免税消费构成	10
图表 13	韩国免税消费者构成	10
图表 14	韩国免税人均消费额/万韩元	10
图表 15	韩国免税消费增速	10
图表 16	韩国免税消费者增速	10
图表 17	新罗毛利率及免税业务营业利润率	11
图表 18	乐天免税销售额及毛利率水平	11
图表 19	代购在韩国市内店消费的获利测算	11
图表 20	韩国国人免税购买额度变动	12
图表 21	免税涉及的主要进口商品最新进口税率（除美国）	13
图表 22	国际及地区旅客吞吐量及相应免税销售额	13
图表 23	机场店与市内店面积	14
图表 24	中免集团市内店开业情况（按开业时间顺序）	15
图表 25	首都机场免税公司股权结构	15
图表 26	中国国旅、dufry 现金	16
图表 27	存货周转率	16
图表 28	中国国旅 ROE	17
图表 29	口岸出、入境店招标要求及衡量指标	17
图表 30	地块用途及相应概况	18
图表 31	韩国三大免税运营商市场份额	20
图表 32	新罗免税店发展进程	20
图表 33	新罗免税收入及在总收入中占比	20

图表 34	新罗免税净利润及占比.....	20
图表 35	新罗股价与事件复盘.....	21
图表 36	新罗股价与收入增速.....	21
图表 37	新罗股价与净利润增速.....	21
图表 38	新罗动态 pe（即按照当年最后一日收盘价对应当年实际业绩计算），单位：韩元.....	21
图表 39	近五年新罗与同业平均 pe.....	22

前言

2011年开始的海南离岛免税政策，是为免税 1.0 时代；2017 年中标首都机场、收购日上、整合海免，可以称作 2.0 时代；近两三年，国旅料将迎来市内店驱动的 3.0 时代。

一、中国国旅上市十年，迎来第三次巨变

（一）全球旅游零售巨头的变化

近五年全球旅游零售行业发生了较大的变化：Dufry 自 2014、2015 完成对 The Nuance Group、WDF 的收购后稳坐旅游零售第一，2018 年销售额超过 75 亿欧元；韩国作为全球最大的免税国，拥有乐天和新罗两家免税巨头，常年居于全球旅游零售榜单前十；我国拥有旺盛的旅游零售消费力，但大量消费发生在国外，随着中国国旅 2.0 时代的进行，中免在榜单的位置迅速上升，未来两三年内格局或许将巨变。

图表 1 近年来国际旅游零售商销售规模变化（亿欧元）

排名	免税企业	2012	2013	2014	2015	2016	2017	总部
1	Dufry	26.12	29.11	48.5	56.83	72.98	71.66	瑞士
2	Lotte Duty Free	21.63	24.41	35.35	37.5	47.83	48.42	韩国-乐天集团
3	LS travel retail	25.46	29	31	35.7	36.62	39.17	法国-拉加代尔集团
4	DFS Group	32.6	40.65	37.5	37.7	40	36.7	法国-LVMH
5	The Shilla Duty Free	13.5	14.21	18.77	22.86	29.1	34.12	韩国-新罗（三星集团）
6	Gebr Heinemann	19	24	24	28	29	32	德国-Gebr Heinemann
7	King Power International	9.51	11.22	11.79	19.17	20.03	21.41	泰国-王权集团
8	China Duty Free Group	6.57	7.99	10.18	11.6	12.83	19.94	中国-中免集团
9	Ever Rich Group	9.8	12.26	15.7	15.7	16.43	16.6	台湾-昇恆昌
10	Dubai Duty Free	12.13	13.14	15.76	17.26	17.58	16.08	阿联酋
11	Duty Free Americas	8	8.4	11.24	12.34	13.77	14.99	美国
12	Sunrise Duty Free	6.45	8.82	11.51	13.44	15.2	逐步纳入中免	中国-日上免税行

资料来源：moodie report，华创证券

2017 年开始，中免逐步将日上免税行吸纳进入体内，首都、上海机场先后并表，格局再生变化。

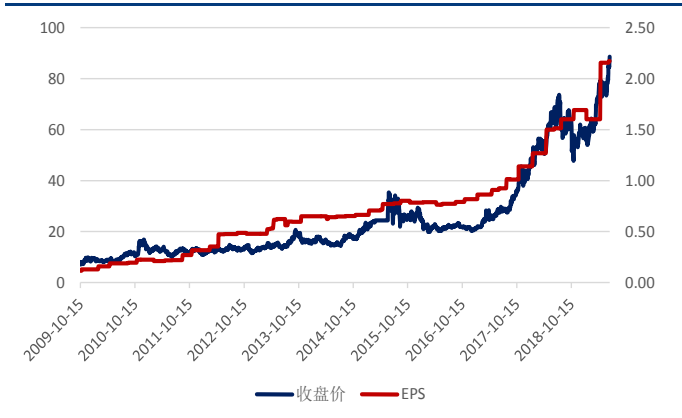
2018 年 dufry 营收按瑞郎计增长 3.67% 达到 86.7 亿瑞郎（约合 75.2 亿欧元），考虑到 dufry 中有近 40% 左右的有税销售，其免税销售约 46 亿欧元；乐天、新罗 2018 年免税零售额（按当年汇率，韩元贬值较多）约 40.9、32.6 亿欧元；Lagardere travel retail 在 2018 年旅游零售额约 36.73 亿欧元，其中仅 40% 为免税及时尚品（14.83 亿欧元）；而中免免税销售额已达 42.6 亿欧元（332.27 亿元人民币）。

按照我们的估测，2018 年中免备考销售规模已进入全球免税业前三，国旅“进三”目标达成，后续将向第一努力。18 年下半年，集团收购海免，加上国旅自身快速增长将加速这一进程。海免当前供货商切换为中免，股权当前已经划转至中国旅游集团，中免对其经营方面的提高将发挥一定作用。海口日月广场店首年年化销售额预计将达到 10 亿元，相较 2018 年海口美兰机场免税销售额约 20 亿元的规模，体量上追赶较快；预计 2019 年海口整体免税销售额将达到 35-40 亿元。

（二）、中国国旅上市十年，两次巨变

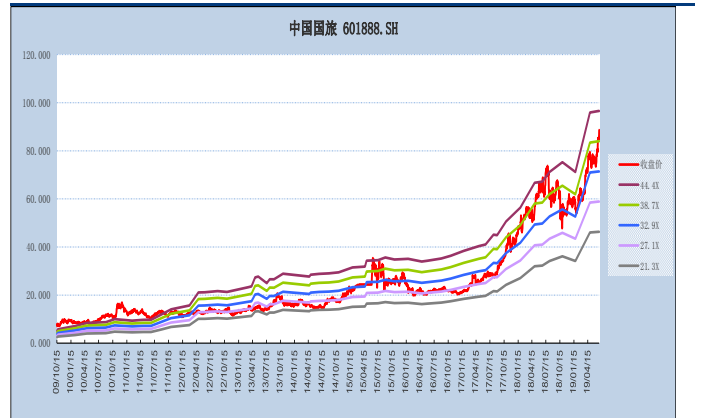
2009 年 10 月 15 日，中国国旅登陆资本市场，开启了长牛之路：

图表 2 股价与业绩历史



资料来源: wind、华创证券

图表 3 peband



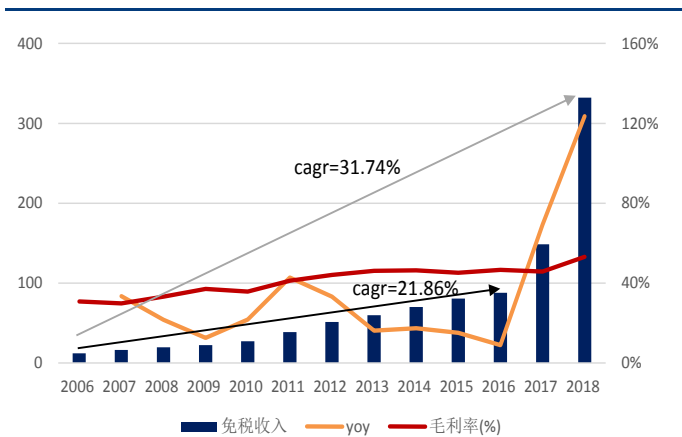
资料来源: wind、华创证券

2009 年至今, 公司的免税业务经历两次重要突破——1) 海南离岛免税政策的落地, 和 2) 2017 年来发生的一系列质变, 商业模式的变革带动 PE band 中枢上移:

1、海南离岛免税政策刺激下, 上市即 60 余倍 pe, 并一路上涨至 75 倍 pe。政策落地后, 股价震荡上行, 在业绩支撑下 pe 消化至 25 倍。

在此过程中, 除了业绩的稳步增长, 中免逐步构筑起很强的经营壁垒: 采购、供应商伙伴关系、商品及库存管理、对消费者需求的洞察、服务水平和能力、店铺设计、大规模店铺的经营经验, 以至于在机会来临时, 成功中标首都 (2017.7.4 中标)、香港 (2017.4.5 中标)、澳门机场部分标段 (2018.9.26 中标), 整合日上 (2017、2018 年分别收购日上中国、日上上海 51% 股权), 顺利拿下海口国际免税城土地招标 (2018.12.17) 及 8 个机场入境店。未来这些储备资源将逐步树高壁垒, 助力中免在市场化竞争中进一步巩固已有的竞争优势, 其大规模、各区域、多类型的店铺经营管理也使其能灵活、快速、主动适应经营方式的迭代, 更顺利地获得免税政策红利。

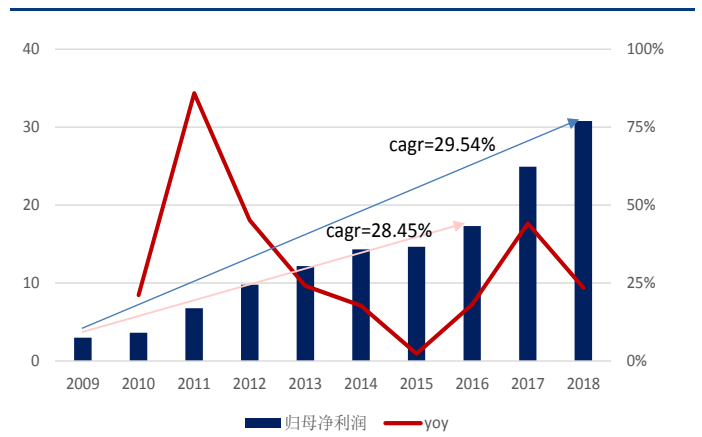
图表 4 国旅免税业务收入增速及年化增长



资料来源: 公司年报、华创证券

注: 即使没有并表因素, 2006-2016 年的免税收入内生 cagr 依然高达 21.86%, 毛利率稳步提升; 2006-2016 年中免公司归母净利润 cagr 为 28.45%, 超过收入增长。

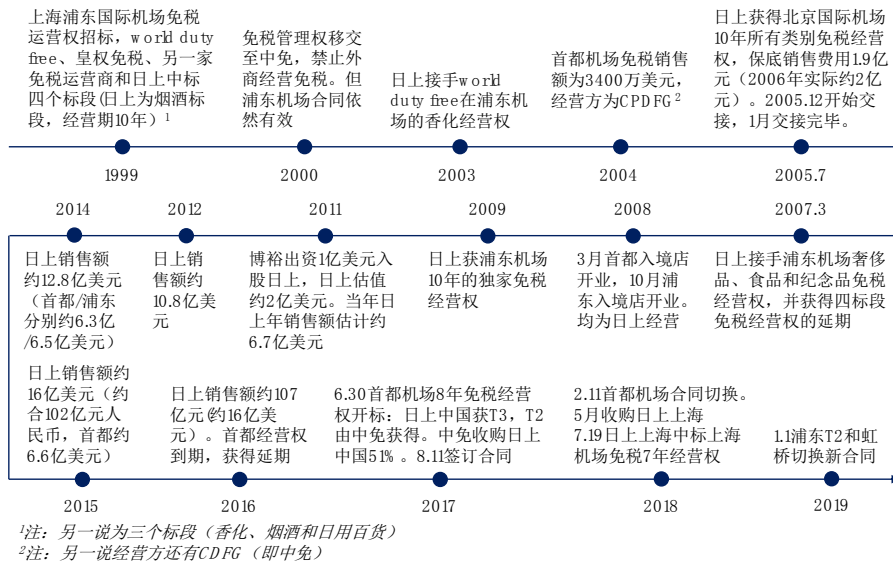
图表 5 中免公司业绩增速及年化增长



2、1999 年上海机场免税由日上获得、2006 年首都机场免税 10 年经营权也转至日上。2016 年首都机场免税经营权延期一年, 重新招标在即, 公司股价预期再起。2017 年中免重获首都机场免税经营权, 并逐步整合日上中国、日上上海, 公司的 2.0 时代开启。牌照的分散导致品牌商议价权更高, 例证便是日本分散的免税经营权使得品牌商在当

地的议价权远高于在其他国家，同时也有一些机场的免税店由国际运营商经营。而牌照聚拢意味着对品牌商更大的议价（更低的价格获得更畅销、优质的商品及更良性的供货条款），因此，2.0 时代虽然机场对公司的利润贡献较小，但牌照聚拢、规模扩大带来的是对品牌议价的显著提升（毛利率提升）、经营更快优化、效率提升，存量业务显著受益。

图表 6 日上发展史



资料来源: TRBusiness, the Moodie Davitt Report, 华创证券

3、市内店——中免发展的 3.0 驱动力

如今，国旅正在迎接其第三次商业模式的外延，市内店是当下促进消费回流的一条非常重要的渠道。

二、韩国免税

(一) 2013 年来韩国免税业背景变化

2013 年韩国的入境游客结构发生了一次变革，此前日本游客占比达到 30%+，2013 年日元贬值、日本游客大减，而同期人民币升值、中国到访韩国游客大增。中国游客比例在此后的几年迅速提升至 30%以上，甚至在 2015、2016 年达到 45%+。2017 年萨德事件爆发，我国游客数量下降但是对韩国免税已经成为不可忽视的力量，韩国免税运营商开始用大幅折扣、返点的方式吸引我国游客，尤其是吸引代购。

2017 年，乐天也有部分免税商品平行出口至香港以消化库存、提高销售收入（2017 年乐天旅游零售的销售额仅略微下滑 0.02%，而毛利率下滑 1.37pct 至 35.96%）。2015 年乐天获得仁川机场部分区域 5 年期免税经营权，依照合同不论经营状况如何，乐天需向仁川机场缴纳的租金总额约 4.1 万亿韩元（合人民币 250 亿元），高于新罗的 1.5 万亿韩元和新世界的 4000 亿韩元。2017 年 2 月萨德事件之后，乐天收缩战线，退出部分标段而将精力更多放在市内店的经营。

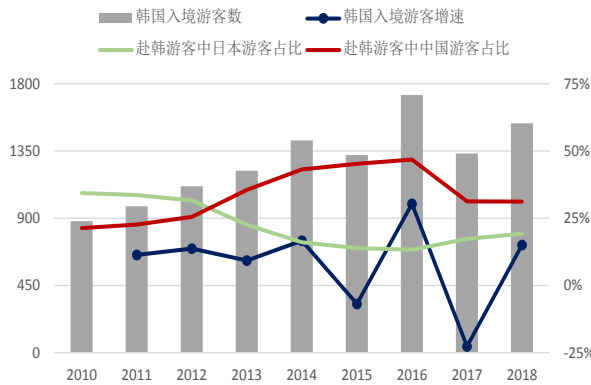
图表 7 2015 年 9 月仁川机场免税中标方案（不包括中小企业段及 DF9-12）

经营商	位置	品类	面积(m2)	首年保底费用(十亿韩元)	每平方米费用(亿韩元)
DF1(乐天)	Passenger terminal east	香化	1,324	104.9	0.79
DF3(乐天)	Passenger terminal east	烟酒	506	69.9	1.38
DF5(乐天)	Passenger terminal central	奢侈品皮具/服装	2,066	70.3	0.34

经营商	位置	品类	面积(m ²)	首年保底费用(十亿韩元)	每平方米费用(亿韩元)
DF8(乐天)	Concourse	所有品类	4,953	104.3	0.21
DF2(新罗)	Passenger terminal west	香化	1,106	100.2	0.91
DF4(新罗)	Passenger terminal west	烟酒	486	52.9	1.09
DF6(新罗)	Passenger terminal east	服装/杂货	1,909	69.7	0.37
DF7(新世界)	Passenger terminal west	服装/杂货	2,856	79.9	0.28
新罗	DF2, DF4, DF6		3,501	222.8	0.64
乐天	DF1, DF3, DF5, DF8		8,849	349	0.39

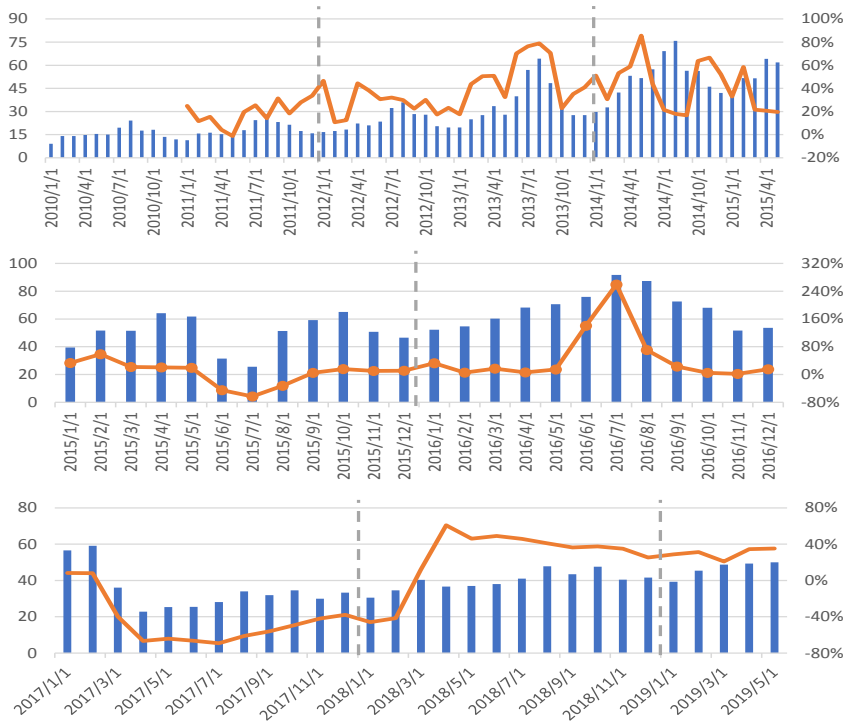
资料来源：仁川机场，华创证券

图表 8 韩国入境游客及增速



资料来源：韩国旅游局，华创证券

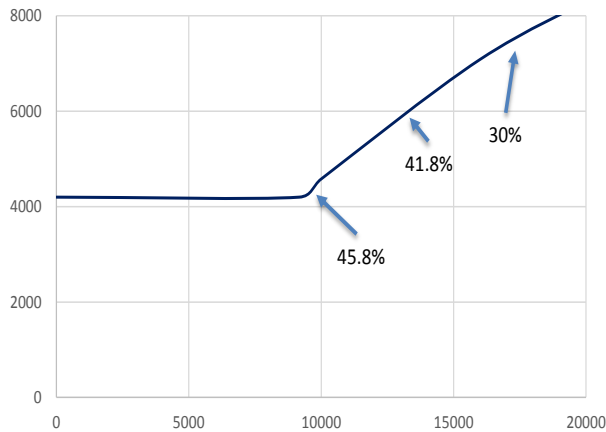
图表 9 萨德事件前后我国到访韩国游客数量及增速



资料来源：韩国旅游局，华创证券

由于国际机场是“境内关外”这一传统免税场景主要发生地点，拥有无可替代的谈判优势，近年来，大型国际机场免税店向机场缴纳的扣点率大都在 40% 以上。dufry 的免税经营费用（包含获得免税特许经营支付的费用+机场扣点租金）在 2016 年约为 32%，2018 年为 33%（新近签约的费用更高）。2017 年底 dfs 中标 San Francisco 的 14 年的免税经营权，其保底费用及扣点率水平为：首年保底费用为 4200 万美元；销售额在 1 亿美元以下时，扣点率为 45.8% 的销售提成；销售额在 1-1.6 亿美元的部分，扣点率为 41.8%；销售额超过 1.6 亿美元的部分，扣点率为 30%。

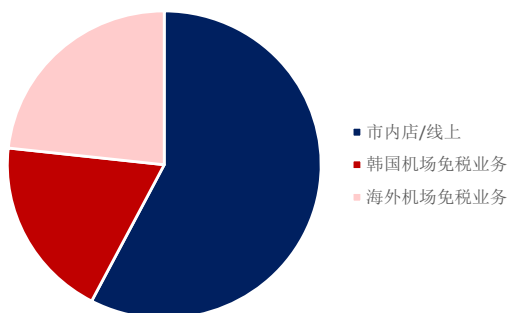
图表 10 San Francisco 机场扣点率（2017 年招标情况），单位：万美元



资料来源：TRBusiness、华创证券

预计仁川机场免税业务平均扣点率约在 40-45%。近年来新罗免税业务在总收入中的占比日渐逼近 90%，公司财务数据及相关指标与免税较为靠近。据 2018 年新罗免税销售数据，免税业务的收入占比为 89.81%；其中，市内店占免税收入的 57-58%，剩余为机场免税业务占比 42%-43%；新罗合并报表中 2018 年租金/总收入比例为 19%，而市内店为新罗酒店集团旗下自有物业，应不缴纳相关物业租金（在合并报表中或为抵消项），而酒店业收入、费用占比较小。由此估算，机场免税业务租金上限约在 $19\%/42\%=45\%$ ，我们估测机场扣点率约在 40-45%，与当前国际上大型机场的扣点率水平相当。

图表 11 2018 年新罗免税业务构成



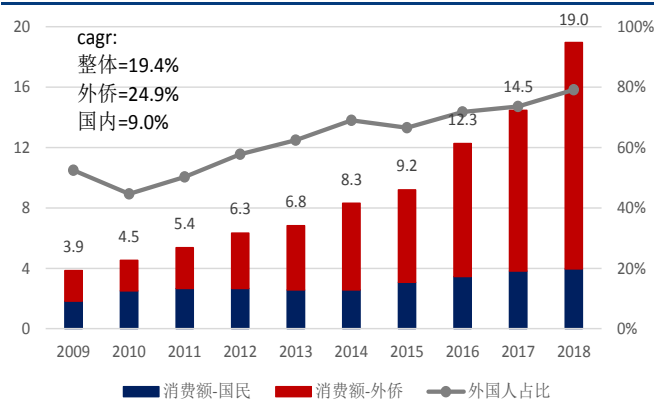
资料来源：公司公告，华创证券

（二）韩国免税规模、结构

韩国是全球第一大免税消费国，近年来更是快速增长。2015 年韩国免税消费额仅 9.2 万亿韩元（对应约 540.2 亿元人民币，按当期平均汇率约 86.7 亿美元），三年高速增长后翻倍，2018 年近 19 万亿韩元（172 亿美元）；我国消费者对其贡献从 2015 年的 52% 预计提升至 60%+，达到 100 亿美元规模。2019Q1 韩国免税消费额增长 27% 达到 49.5 亿美元，其中 76.7% 由我国消费者贡献。2019 年 5 月，韩国免税销售增长 18.5%，其中外国人消费部分增长 26%，本国人消费部分下滑 8.7%；外国人贡献额占比达到 83%。

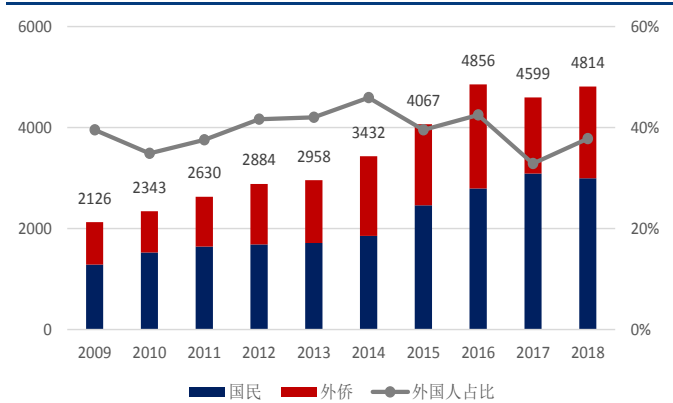
萨德事件之后，为吸引我国消费者，韩国免税运营商开始用较高【折扣+返点】促进免税消费，吸引了我国大量代购前往。外国人（即图中外侨）人均免税消费额在2009年仅为24万韩元（不到1500元人民币）提升至2017年的70.5万韩元（超过4200元人民币），在2018年继续上升至82.42万韩元（约4900元人民币），而韩国本国人的免税消费额则稳中有降，2018年为13万韩元（不足800元人民币；2009年为14.24万韩元）。

图表 12 韩国免税消费构成



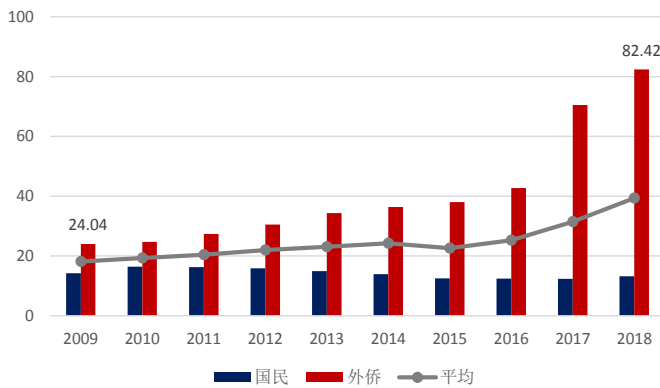
资料来源: KDFA, 华创证券

图表 13 韩国免税消费者构成



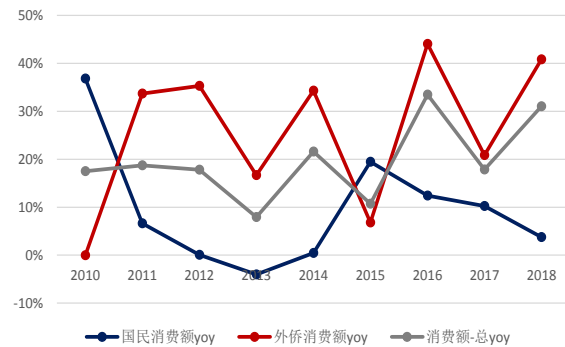
资料来源: KDFA, 华创证券

图表 14 韩国免税人均消费额/万韩元



资料来源: KDFA, 华创证券

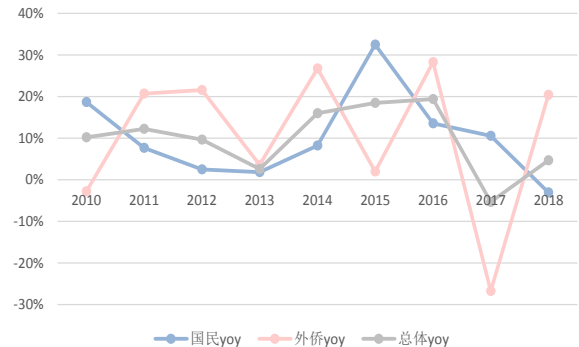
图表 15 韩国免税消费增速



资料来源: KDFA, 华创证券

注: thaad 事件 2017 年 3 月爆发, 但 2017 年韩国免税针对外国人销售额在 2016 年 44% 的高增长基础上继续 21% 的增速。

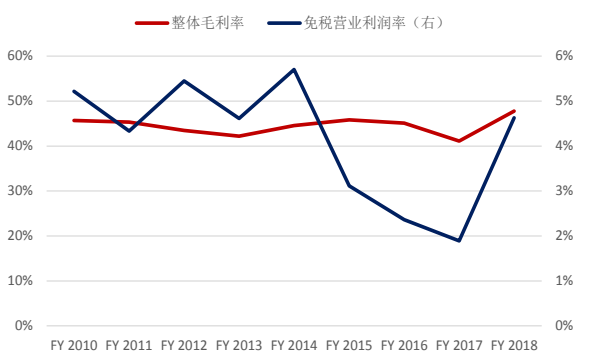
图表 16 韩国免税消费者增速



韩国免税的消费群体（外国人消费为主）、免税行业政策（允许经营市内店、部分品类市内店可提货）、机场店（预计）高扣点等使得市内店大力发展，目前韩国市内店销售额占比超八成（2013年市内店占比约6成）。市内店的促销方式包括会员卡折扣、旅行团返点、店内活动等，不同品类、不同消费额的折扣、返点水平不同：部分化妆品品牌以免税价的折扣高达6折、国际大牌商品几乎无折扣。另外，从如此高的折扣力度可侧面推断市内店在机场的扣点率几乎可以忽略。

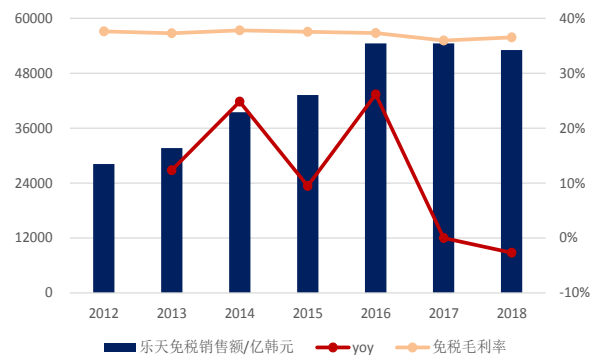
新罗未单独披露免税毛利率数据，2010-2018年免税业务收入从1.47万亿韩元增长至4.71万亿韩元，增长两倍之多；免税在总收入中的从82%提升至接近89%（2013年酒店业务下滑更多，免税收入比例达到90.62%），新罗整体的毛利率一直在45%上下（除2013、2017等特殊年份）；免税业务在乐天在2012-2016年免税规模几乎扩大一倍，但期间毛利率一直维持在37.5%附近。

图表 17 新罗毛利率及免税业务营业利润率



资料来源：公司年报，华创证券

图表 18 乐天免税销售额及毛利率水平



资料来源：公司年报，华创证券

我们认为，在免税规模明显扩大的情况下乐天、新罗利润率无明显提升也受长期的折扣所困（推测在萨德事件之前，韩国免税业务与有税的竞争也较为激烈；萨德事件之后吸引中国游客，其折扣加剧，侵蚀规模议价的盈利）。

若【折扣+返点】平均按照20%左右计算，在我国海关管制较松的条件下，代购热销免税品的获利情况：

返点率按照消费额分等级，平均返点率20%左右；金卡折扣大约85折到95折。也即2w元免税货值在折扣和返点后花费约【 $2 \times 0.9 \times (1 - 0.2) = 1.44$ （按照9折计算）】，为7.2折。免税原价（即此处的2w元货值）比国内有税价格优惠20-30%；按照免税原价相比国内有税优惠20%计算，花费的1.44万元仅相当于有税价格水平的6折甚至更低水平。若按照有税价格的8折卖出（与正常的免税价格接近），毛利中扣减机票、餐饮费用后，基本可以实现30%+的投入回报比率。在价格方面韩国免税具有非常强的吸引力。

图表 19 代购在韩国市内店消费的获利测算

有税货值	2.5
免税货值	2
折扣	0.85
返点	20%
折扣+返点	0.68
花费	1.36
卖出价格	2
毛利	0.64
毛利/购买商品投入	47.06%

资料来源：华创证券测算

注：考虑代购的获利要求，以折扣较大的商品及组合，免税货值为2万元，免税价和代购出货价均为有税价的8折测算

近日，韩国为促进国人消费者的免税消费，韩国人出境免税消费限额由\$3000 提升至\$5000，加上入境店的\$600 额度，则单次出入境免税购物限额由\$3600 提升至\$5600；同时争夺国际消费者，将给予外国人的退税店购买额度放宽——单笔限额\$300→\$500、退税总消费额从 1000 美元增至 2000 美元。

图表 20 韩国国人免税购买额度变动

年份	免税限额提升
1979	开始实行每人\$500 的免税店购买限额
2006	由于越来越多的韩国人在海外购买奢侈品，免税限额从\$500 提升至\$3000
2019	国人出境免税消费限额由\$3000 提升至\$5000，加上入境店的\$600 额度，则单次出入境免税购物限额由\$3600 提升至\$5600

资料来源：TRBusiness，华创证券

旅游业是韩国的支柱型产业，我国海关检查制度部分收严情况下，有一定被抽检概率，代购总体利润率水平有所下降，但目前的抽检力度下依然存在很有吸引力的获利；同时在需求端，国内消费者借由代购，足不出户/虽有出入境但免去携带不便，即可享受等同于国内免税店的价格。当前海关查验力度和免税政策难以通过免税渠道实现对韩国的消费回流。

三、免税与消费回流的核心契合——物美价廉

（一）海外奢侈品消费巨大，市内店利于消费回流

全球个人奢侈品市场约 2600 亿欧元，我国消费额贡献从 2017 年的 32% 继续提升 1pct 至 33%，达到 858 亿欧元；国内奢侈品市场规模占全球个人奢侈品市场总体比例为 9%，也就是说，国人个人奢侈品海外消费超七成。从世界奢侈品协会统计的数据显示，每年世界奢侈品增长的 30% 由我国人贡献。2018 年我国国内免税市场销售额约 395 亿元人民币，海外免税消费规模超过 1800 亿元（为国内 4.5 倍有余），占全球免税市场销售额近 34.8%。5 月 9 日商务部在上海召开推进消费升级工作现场会。为促进消费回流我国将大力发展市内免税店，未来国产品也有望通过免税店走向世界。

国人在境外有海量奢侈品消费，消耗大量外汇储备的同时，流通环节上不菲的价差利润也流向境外。以 50% 毛利率计算，海外消费 1800 亿元的免税额则有 900 亿元毛利被他国获取。发展免税业虽然对税收有一定影响，但其国营属性使得大部分利润回流至国家。

消费成为经济的一大拉动力之际，消费回流显得至关重要，近年来免税业整合、进口关税及行邮税降低、进口跨境电商发展等措施对消费回流有一定促进作用，但消费回流中缺失的一块重要版图即是免税渠道。

目前我国消费力旺盛，而消费回流的核心是**优质商品+优势价格**。考虑国产品牌所处发展阶段，当前消费回流的可选方式是以**更具优势的价格提供消费者海外购买的商品**。有税渠道相比免税因进口环节的高税率（**进口环节关税、消费税、增值税**）等高企，定价上处于劣势；同时，由于规模较小、且商品可替代性弱等因素，依赖少数品牌的传统零售商在向国外供应商采购时议价能力较为薄弱，也导致了有税商品高价格。平均而言免税渠道比有税渠道优惠 15%-40%。

【关于化妆品集中采购的优势：

在我国大陆，偏高端的化妆品零售集团体量较小。以化妆品零售集团莎莎为例（港澳业务时候入占比 80%+），年销售额在 2018 年为 71.85 亿元，综合毛利率水平约 40%；其独家代理的品牌毛利率可达 70% 左右（销售额占比约 40%）；一般商品定价为香港专柜/百货等渠道的 7 折左右，毛利率依然能有 30%，如不打折则毛利率约 50%。在我国大陆的大众化妆品领域，经销商及各渠道分摊批零部分约 50% 的中间利润，如果考虑免税与有税的税率区别，则免税的优势更为突出。】

图表 21 免税涉及的主要进口商品最新进口税率（除美国）

品类	海关规定税率			总体税率	关税/总体税率
	关税	消费税	增值税		
高档唇用或眼部化妆品、指甲化妆品、粉等	5%	15%	13%	39.6%	12.6%
普通唇用或眼部化妆品、指甲化妆品、粉等	5%	0%	13%	18.7%	26.8%
高档香水及花露水等	3%	15%	13%	36.9%	8.1%
普通香水及花露水等	3%	0%	13%	16.4%	18.3%
其它美容护肤品	1%	0%	13%	14.1%	7.1%
手表	8%	0%	13%	22.0%	36.3%
高档手表及部分首饰	10%	20%	13%	55.4%	18.1%
部分首饰	10%	10%	13%	38.1%	26.2%
进口烟	25%	30%	13%	101.8%	24.6%
洋酒	10%	20%	13%	55.4%	18.1%
白酒	10%	20%	13%	55.4%	18.1%
鲜葡萄酒	14%	10%	13%	43.1%	32.5%
黄酒等	40%	10%	13%	75.8%	52.8%
高档唇用或眼部化妆品、指甲化妆品、粉等	5%	15%	13%	39.6%	12.6%

资料来源：国家税务总局，华创证券整理

注：烟、酒仅考虑从价征收的消费税税率

消费税是价内税，进口环节总体计税顺序可以理解为关税→消费税→增值税。应交税费应按照如下公式计算（完税价格设为1，即为相应税率）：

关税=完税价格*关税税率；消费税税费=（完税价格+完税价格*关税税率）/（1-消费税税率）*消费税税率；增值税税费=（完税价格+完税价格*关税税率）/（1-消费税税率）*增值税税率

（二）市内店相比于机场店的优势

2018年我国免税行业几大核心消费场景中，北京、上海机场免税规模约200亿元，海南离岛免税约100亿元，剩余各机场、口岸、机上、港口等地免税销售额约100亿元左右；2016年，上述相应规模分别约110、60、85亿元左右。我国的免税政策环境下，市内店占比仅25%左右（主要为海南离岛免税的三亚市内店贡献）。大型机场渠道凭借突出的国际旅客吞吐量、优秀的经营管理经验，免税规模在过去两年高速增长，但也受到候机时间、销售面积等限制，品类上更多是香化、烟酒等中小体积、基本无需决策和选择的标品。

图表 22 国际及地区旅客吞吐量及相应免税销售额

国际及地区旅客吞吐量	上海浦东机场			首都机场		
	吞吐量	yoy	销售额	吞吐量	yoy	销售额
2014	2606	11.27%		2073	4.64%	
2015	2970	13.98%		2258	8.90%	
2016	3327	12.00%	55亿+	2446	8.35%	44
2017	3472	4.36%	80亿左右	2564	4.84%	56
2018	3757	8.23%	110亿左右	2737	6.72%	73.89

资料来源：公司公告，华创证券

正常情况下，市内免税渠道具有几方面优势：

1、购物及结算时间充裕、灵活，展示空间大、更多购物选择，购物环境舒适、体验佳。

估测消费者在海棠湾免税店的单次平均购物时间约在 3h 以上，而机场店无法达到此水平。现在已经开业的北京、青岛、大连、厦门等地的市内免税店，针对境外游客离境购物，在机票出票后、飞机起飞前 24 小时内购物即可，时间非常充分，若针对国人的市内店政策放开，预计消费者在市内店内逗留时间也将参考目前的情况，则免税购物时间可较大程度延长。

品类方面：三亚店精品（含手表、时尚品、包包等）的销售额占比约在 50%，而机场主要为化妆品及烟酒，精品占比很小（在 2018 年上海机场的最新招标中，伴随着免税面积增加，精品的扣点率也在 25%，机场方面以此促进精品销售额增长）。

2018 年首尔地区的明洞店和世界塔店销售额分别超过 4 万亿韩元（约 244 亿人民币）和 1 万亿韩元（约 61.5 亿人民币），创下历史新高。

图表 23 机场店与市内店面积

	免税经营面积	备注	2018 年坪效/万元
国内			
首都机场	14982.78	面积相对招标时略有缩减	49
上海浦东机场	7853	卫星厅开业后面积将扩大至 16915 平	153
广州白云机场	5944		
海棠湾（三亚国际免税城）	72000		11
日月广场（海口市市内店）	22000	2019.1.19 首期开业 13000 平,6.1 二期开业	5
新罗相关			
新罗首尔	7178	1986 年 7 月开业	
新罗仁川机场	5580	2008 年 5 月获得	
新罗樟宜机场	8044		

资料来源：公司公告，公司官网，华创证券

市内店为一站式购物，体验良好。相比于机场店的分割式分布，市内店店铺集中，商品更为丰富，且购物环境相对更为舒适。

2、价格优惠。

相较于市内有税商店及单品牌店，免税店在渠道端做到规模化、多品牌、多品类采购（同时，可以与机场免税采购协同），对供应商形成议价，特别是近两年免税行业大整合后，规模效应带来的议价能力将更为明显。而相比机场店的高成本（租金扣点率达到 40%+），市内店租金低，相对而言能够对消费者有较大让利，虽标价上可能与机场基本持平，但可以有营销活动空间。

同时，市内店也仅供出入境人员享受，不会对有税渠道造成大幅冲击（尽管实际操作中会存在灰色代购，但该等消费只是存量需求的区域结构变化：如果价格具有优势，此部分代购更多是从国外回流至国内，仍然促成消费回流）。

商务部在上海召开的消费回流会上，提出未来也将在市内店销售国产品，促进国产品走向世界，通过优质的国产品牌吸引部分年轻群体。

因此，通过免税战略、特别是发展市内免税对促进消费回流意义突出。不过我们认为，为减少不规范套利和对免税业的冲击，未来市内店政策在具体细则上更可能类似于海南离岛政策式的逐步放开。

（三）中免市内店及盈利测算

1、中免市内店

中免集团拥有北京、上海、大连、青岛、厦门五地市内免税牌照，目前除上海外其余均开业，采取“店内买单、口岸提货”的方式，针对境外游客。

图表 24 中免集团市内店开业情况（按开业时间顺序）

城市	开业时间	首期/初期面积/m ²	购买/提货	地点	品类	主要品牌
青岛	20190501	355	店内买单，口岸提货	青岛市市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层	香化、太阳镜、手表、箱包等	包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际知名品牌
厦门	20190501	331		厦门市思明南路中华城购物中心南区一层		
大连	20190526	500 余平		大连市沙河口区新星·星海中心	香化、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电等	包括 Estee Lauder、Lancôme、Shiseido、Clarins、Versace、TIMEX、SWAROVSKI、APM、Samsonite 及 Prada、Chloe、Ferragamo、Burberry、Givenchy、Jimmy Choo 等
北京	20190530	513	店内预定，口岸提货	北京市朝阳区公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼	香化、太阳镜、手表、箱包等	包括雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、资生堂等国际知名品牌

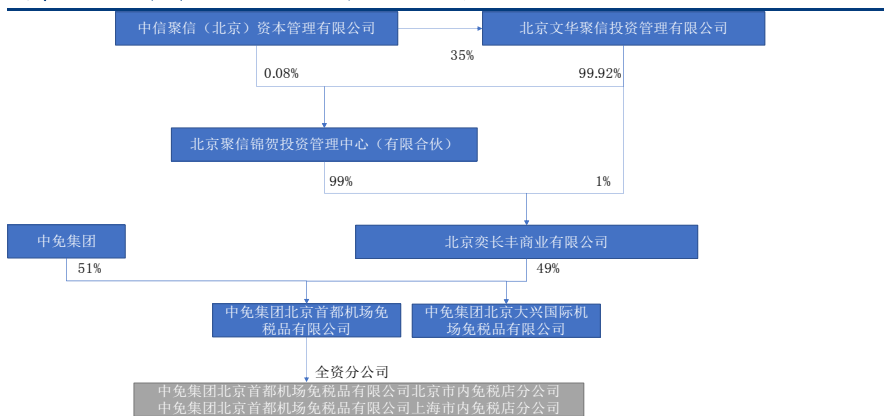
资料来源：公司官网，华创证券

上海市内店尚未开业，经海关总署批准，其经营面积为 874.4 平方米。恢复开业指日可待。此外，5 月 30 日中免集团与澳博举行澳门上葡京免税店签约仪式，该市内旗舰免税店位于上葡京综合度假村内的购物中心一层，占地约 7,500 平方米。免税店将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等商品品类，云集诸多国际知名品牌。中免的香港市内店也在筹划之中。

2、市内店盈利测算

目前北京、上海市内免税店均为中免的首都机场免税公司的分公司（中免占比 51%，奕长丰占比 49%）。

图表 25 首都机场免税公司股权结构



资料来源：天眼查，公司公告，华创证券

注：奕长丰商业董事长为严宁（为日上上海副董事长）、张凤懿、江世乾、陈峙屹、黄宇铮为董事，张凤懿、黄宇铮也是日上上海的董事

中期看，若针对国人的市内店政策落地，盈利模型测算如下：

假设条件：

- 假设政策落地后，市内店经营面积提升到3w平米左右，参考海棠湾当前坪效13w，预计北上市内免税店经营效率更高，在15-20w之间。北京、上海市内店预计分别约50亿元左右营收；
- 租金约15-20元/天/m²，租金约2亿元左右；
- 人工假设员工约1500人，人均年工资12万元，福利费按照工资的30%计算，合计约2.5亿元；
- 营销费用、特许经营费及包装物流等费用假设约1.5-2亿元；
- 毛利率考虑有精品及其他类较低的品类，假设平均约50%左右（含批发，预计未来此部分将留存在公司总部）

扣除租金、人工成本及相关销售等费用，假设利润全部放在分公司，则北上市内店归母净利润均约7亿元左右。

四、中免的优势与未来

（一）中免的护城河探讨

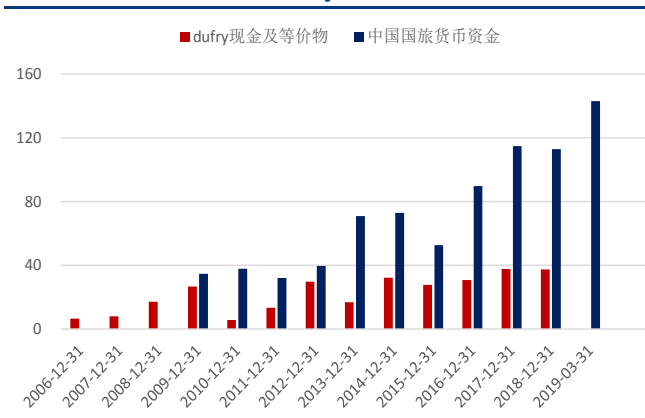
其一，是与国内外供应商多年的生意伙伴关系，和凭借规模建立的议价能力。议价能力不只是狭义的商品价格优势，也有更丰富的商品及商品组合、更热销的商品、更充足有效的供给甚至优先供给、以及相对更为灵活的支付流。

其二，是自身卓越的经营能力，包括商品的丰富度、具有优势的价格、对消费者偏好的熟悉（包括年龄结构、性别结构、消费习惯）、服务水准、消费者体验等等以及对货品、库存的管理与营销，应对大规模的多年经营经验，均需一点一滴的积累而非资本、经营许可可以快速颠覆的优势。

其三，目前核心经营场所中，北京、上海两地市内免税店和未来的大兴机场免税店的股权结构同首都T2，均为中免占比51%、奕长丰占比49%；首都T3和上海浦东、虹桥机场免税店均为中免控股日上51%；在海南离岛免税方面，自身拥有目前全球单体最大的三亚国际免税城项目，未来在海口建设投资体量为128.6亿元的海口国际免税城项目，海免已划转至中国国旅股东中国旅游集团旗下且后续将注入上市公司。作为国内免税巨头，中免目前的利益结构使其结构更加稳固，未来单一的力量较难撼动其在行业内的核心地位。

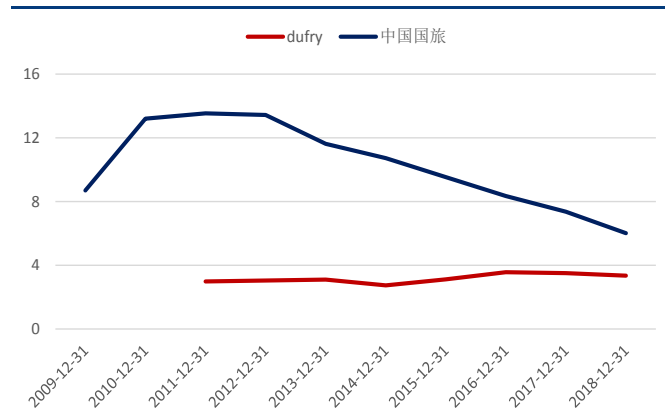
此外，中免拥有非常良性的财务报表，现金流好、货币资金充裕，业务扩张及投资并购辖制少。2018年末dufry在手资金不足40亿元人民币，长期借款超过25亿元人民币；中国国旅同期为113亿货币资金，长期借款为0。

图表 26 中国国旅、dufry 现金



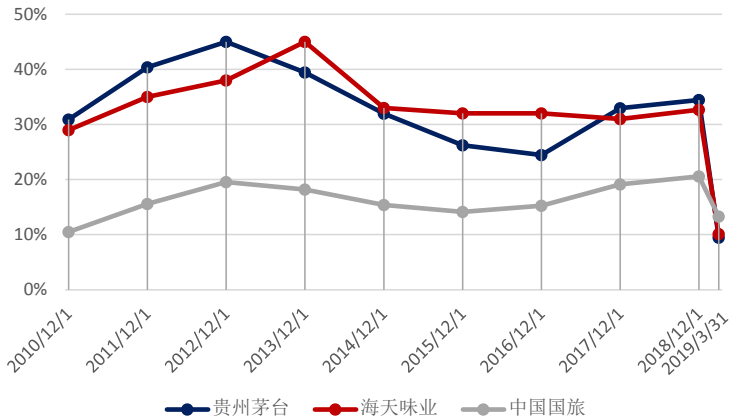
资料来源：公司公告、wind、彭博、华创证券

图表 27 存货周转率



资料来源：公司公告、wind、彭博、华创证券

长期以来中国国旅旗下旅行社业务拖累公司净资产收益率（以下如未特殊说明用加权平均净资产收益率），随着免税业务壮大 roe 逐渐提高。2018 年中国国旅股东权益为 162 亿元，roe=20.6%，同期货币资金 112.89 亿元。剥离旅行社后，公司 2019Q1 净资产规模为 185 亿元，roe 上升至 13.3%（上年同期为 7.97%）。2018 年 268 亿元总资产中仅约 20 亿元左右的固定资产。

图表 28 中国国旅 ROE


资料来源：wind、华创证券

中免的经营中，海棠湾免税店及未来的海口国际免税城是两个重要的自有物业，其余多为租赁物业，也就奠定了其轻资产扩张的基础。未来若针对国人的市内店政策放开，其市内店正常运营达到成熟期后的 roe 水平有望进一步提升。

（二）免税行业的市场化

过去市场对中国国旅的讨论更多集中在“牌照垄断”，对经营实力的强调不足。我们认为中国国旅的免税业务在 2017 年已经发生了质变，整合日上后在市场化的香港、澳门机场招标中获胜印证中免的竞争实力。市场化模式下，规模和经验、资金实力将是构成未来竞争优势的核心要素。继 2016 年 2 月 8 日《口岸进境免税店管理暂行办法》、2018 年 3 月 29 日《口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》印发、7 月 3 日财政部等五部委印发《口岸出境免税店管理暂行办法》，我国免税经营进一步市场化放开，但对经营实力、品类丰富度、经营技术指标等的要求提高。

图表 29 口岸出、入境店招标要求及衡量指标

出境店		
投标衡量指标	财务指标<50%	保底租金、销售提成等
	技术指标>50%	店铺布局与设计规划 20%；品牌招商 30%（烟酒<50%,其他>50%）；运营计划 20%；市场营销及客户服务 30%。
入境店		
要求	口岸进境免税店的经营主体须丰富经营品类，制定合理价格，服务于引导境外消费回流，满足居民消费需求，加速升级旅游消费的政策目标。	
投标衡量指标	财务指标<50%	包括但不限于保底租金、销售提成等
	技术指标>50%	店铺布局和设计规划 20%；品牌招商 30%（烟酒<50%,其他>50%）；运营计划 20%；市场营销及客户服务 30%。

资料来源：财政部，华创证券

我们不排除未来免税经营的“韩国化”，韩国目前 60 张免税牌照，但行业仍然是乐天和新罗的双寡头格局；同时，考虑税收和利润的平衡，我们判断免税行业依然将是国营控股为主。《口岸出境免税店管理暂行办法》中谈到机场提货点放开，我们认为**是消费回流推进的前奏，做大增量市场：**

- 其一，市内店从属性上讲，将是消费回流一个非常重要的渠道，有利于免税业整体做大蛋糕；
- 其二，如果放开针对国人的市内店政策，其规模势必较大，而这将对经营者的能力有较高要求。海口国际免税城地块招标时，曾有这样的要求：竞买人（或其关联公司）须具有市内免税店经营资质且经国家机关批准具有实施离岛免税政策的功能，并具备经营总建筑面积 10 万平方米以上单体免税店经验。未来的市内店不排除也将有类似硬性或隐性的实力要求，同时，中免的规模效应和经营水平能够提供更有优势的价格和更具吸引力的商品。

在传统免税业务框架下，机场垄断免税消费场所，且免税有效客流（国际及地区旅客吞吐量）及其消费能力是最为重要的指标，我国机场免税的两大核心消费场景——北京和上海机场——在最新一轮招标中，免税销售提成达到 40% 以上，与国际水平相当。未来机场与免税运营商的利益分配依赖于政策条件及海关监管情况：

1. 若免税政策及海关监管无明显变化、尤其是针对国人的市内店政策无明显变化，则机场的商业价值依然突出。虽然《口岸出境免税店管理暂行办法》规定原则上免税经营的租金及销售提成上限，我们认为中免仍然需要支付较高租金来维持竞争力。不过目前租金及扣点水平已经达到国际通行水平，未来进一步提升的空间很小。
2. 本轮核心机场免税合同到期时间在 2026 年左右，若届时市内店政策较为完善、同时海关监管严格，国内免税业态的结构或将发生变化，市内店占比预计将有较大提升，市内店将成为免税运营商和机场方面谈判的筹码，免税商对机场的议价能力有较大的提升。乐天、新罗、新世界均在仁川机场经营免税业务，在萨德事件后，乐天的销售情况不足以支付高昂租金的条件下，推出部分区域的经营。

五、海南战略项目——海口国际免税城

2011 年建设三亚国际免税城时，中国国旅力量比较单薄：资金实力较弱（2010 年底货币资金仅 37.8 亿，2010 年归母净利润为 4.1 亿）、免税运营能力（无大型免税项目经营经验，2010 年免税收入规模仅 27 亿元）较为欠缺。海南建设自由贸易试验区、未来建立类似香港的自由贸易港等言犹在耳。首先我们认为，未来全岛免税的可能性较小，即使存在也需要在海南岛与以外地区建立相应隔离。我们判断，目前中国国旅全资子公司国旅投资在海口投资 128.6 亿元建设海口国际免税城项目是一项重要的战略举措，是在三亚国际免税城项目经过 5 年多的运营和积累以及整合日上、海免后继续在海南离岛免税业务方面夯实竞争力。

（一）项目投资及投资周期

该项目总投资额 128.6 亿元（开发成本为 110.8 亿元，期间费用 17.8 亿元），分两期 78 个月完成：

- 一期投资 58.8 亿元（每年投资 19.6 亿元），开发免税商业综合体、公寓和住宅，建设期为 36 个月；
- 二期投资 69.8 亿元（每年投 19.94 亿元），开发商业街区、写字楼和酒店，建设期为 42 个月。

图表 30 地块用途及相应概况

宗地座落	规划用途	容积率	面积 (m ²)	出让年期	成交价 (万元)	各地块拟建项目及定位	项目期	建筑面积 (万平)
地块一	商务金融用地 (B2)	≤2.5	31,175	40 年	14,784	写字楼，承载港城产业的甲级写字楼	二期	
地块二	商业用地 (B1)	≤2.5	16,561	40 年	7,872	公寓，乐活品质格调生活空间	一期	
地块三	二类居住用地	≤2.8(人才)	28,632	70 年	19,825	住宅，国际旅游中心特色型滨	一期	8

宗地座落	规划用途	容积率	面积 (m ²)	出让年期	成交价 (万元)	各地块拟建项目及定位	项目期	建筑面积 (万平)
	(R2)	公寓)				海品质居住空间		
地块四	旅馆用地 (B14)	≤2.8	21,256	40年	11,074	酒店, 陆港门户尊贵格调五星级酒店	二期	6
地块五	商业用地(B1)	≤2.26	88,566	40年	41,203	免税商业综合体, 世界最大单体免税商业及旅游购物目的地	一期	
地块六	商业用地(B1)	≤1.7	137,324	40年	61,167	商业街区, 海南世界级度假型商业街区	二期	
合计			323,514		155,925			

资料来源: 公司公告、华创证券

(二) 项目回报

海口国际免税城项目内部收益率约为 14.4%，财务净现值 14.7 亿元，静态回收期 15.8 年，动态回收期 18.3 年。自筹资金、滚动开发。写字楼、住宅、部分商业销售；服务型公寓、酒店、免税综合体、商业街区自持运营。

以国旅投资为主体: 项目全周期收入共 482.6 亿元, 包括: 可售物业的销售收入 52.9 亿元、持有物业运营期收入 275.1 亿元、持有物业运营期末变现收入 154.6 亿元; 项目全周期支出共 330.6 亿元, 包括: 项目开发成本 110.8 亿元、管理费用 2.7 亿元, 销售费用 7.3 亿元 (含运营期末资产变现费用), 出租物业经营成本 62.0 亿元, 酒店经营成本 11.1 亿元, 财务成本及费用 30.4 亿元, 税费 106.3 亿元。

物业运营期收入 275.1 亿元, 若其中 150 亿元左右来自免税+有税租金(地块五对应免税商业综合体地上建筑面积 14.1 万平, 约占自运营面积一半), 运营 15 年 (2022-2037 年) 计算, 年平均租金约 10 亿元。

此外该项目也将获得免税及有税收入。海南离岛免税政策已大大优于三亚国际免税城开业时的设定, 人均收入水平也有所提高, 海口国际免税城的免税业务有望快速成熟。2019.1.19 海口的日月广场市内免税店开业, 首年有望达到 10 亿元销售额 (2017、2018 年海口美兰机场免税收入约 20 亿元), 在经过三年成长期及市场培育, 2022 年的海口国际免税城后, 叠加其港口位置便利性, 我们预计海口国际免税城开业 3-5 年内有望达到目前三亚国际免税城的销售额体量, 即约 80 亿元销售额。

尽管未来海口国际免税城可能由海免运营, 海免在其中赚取零售环节约一半的利润, 而中国国旅全资子公司国旅投资 (海口国际免税城项目的业主方) 预计也将收取市场水平的租金获得盈利。海免届时预计已将由中国国旅控股 51% 股权, 海免将赚取免税销售零售环节利润的 49%, 剩余利润 (批发环节利润+零售环节的 51%) 归属于上市公司。两方面将为上市公司带来可观的利润贡献。

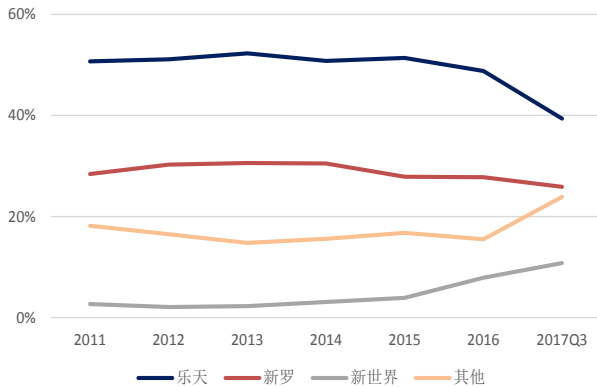
三亚和海口完成布局后, 中国国旅将在海南离岛免税经营方面树立强大的竞争壁垒——项目资金投入大、有多年大型免税及配套相关业态的运营经验 (招商、采购、市场营销、店面管理、仓储物流等等)。

六、中免长期估值对标探索——新罗免税

新罗为上市公司, 我们试图通过新罗的复盘尝试估值对标。

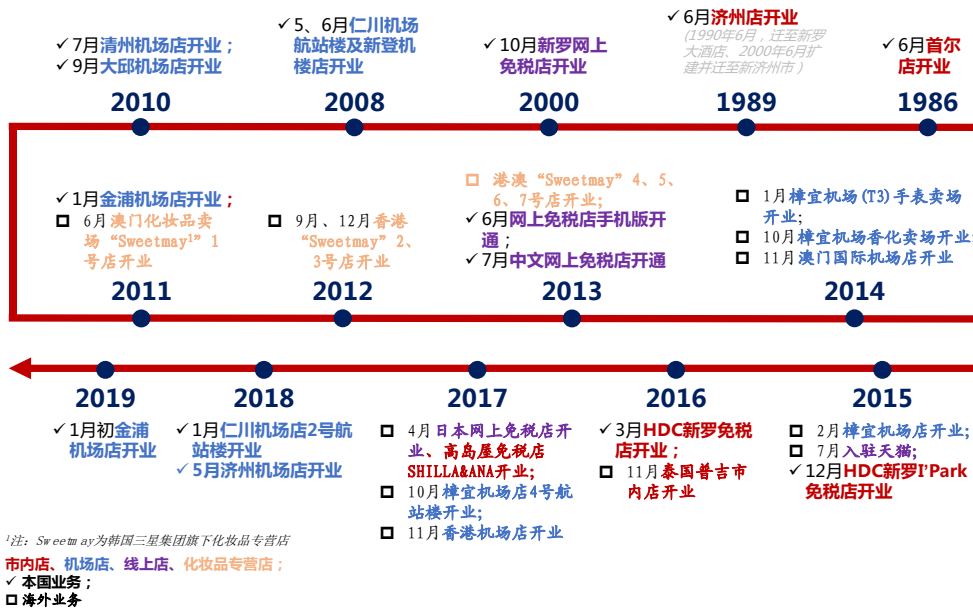
新罗在 1986 年开设第一家免税店, 2010 年前均在韩国开展业务, 抓住韩国免税业发展的契机, 2018 年其销售额规模在韩国免税市占率约 30% 左右 (乐天+新罗的市占率约在七成)。

图表 31 韩国三大免税运营商市场份额



资料来源：公司公告，Korea Customs Service，华创证券

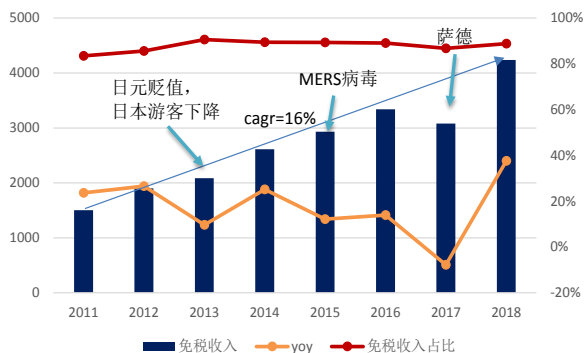
图表 32 新罗免税店发展进程



资料来源：新罗官网，华创证券

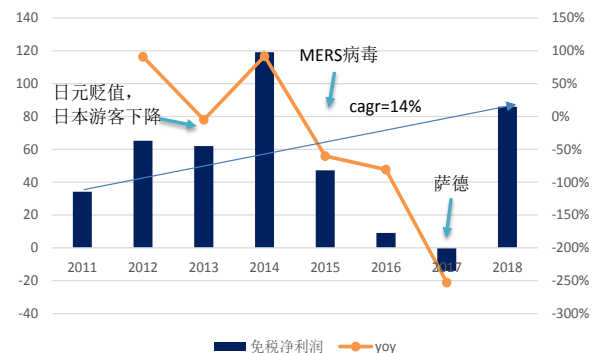
注：2010年前，新罗专注国内业务，此后也开始发力海外，2018年其海外业务占比约21%，2013年海外业务比例仅1.3%。

图表 33 新罗免税收入及在总收入中占比



资料来源：新罗报告，彭博，华创证券

图表 34 新罗免税净利润及占比



资料来源：新罗报告，彭博，华创证券

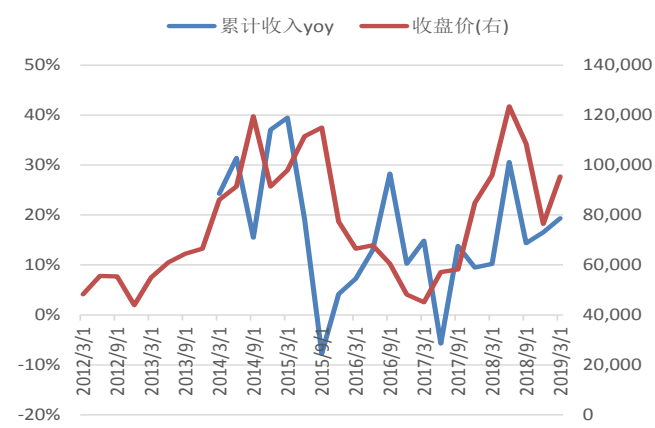
2010 年至今，新罗股价最高上涨五倍，前期随着规模快速扩张与收入增速密切相关（而不论利润增速），后期发展成熟后与收入/利润增速强相关。

图表 35 新罗股价与事件复盘



资料来源：新罗报告、彭博、华创证券

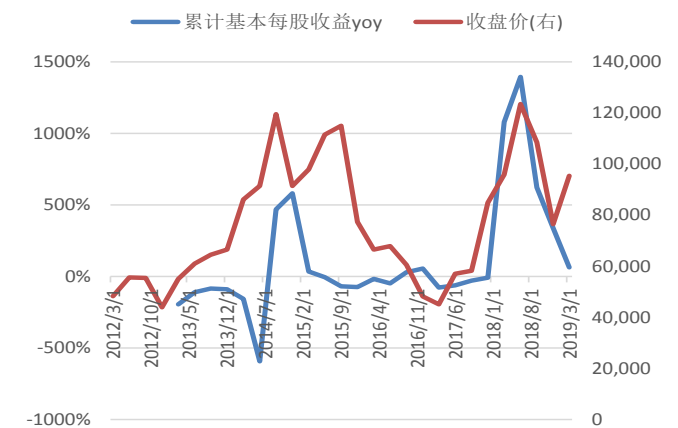
图表 36 新罗股价与收入增速



资料来源：新罗报告、彭博、华创证券

注：累计，指当年的季度累计

图表 37 新罗股价与净利润增速



资料来源：新罗报告、彭博、华创证券

图表 38 新罗动态 pe (即按照当年最后一日收盘价对应当年实际业绩计算), 单位: 韩元

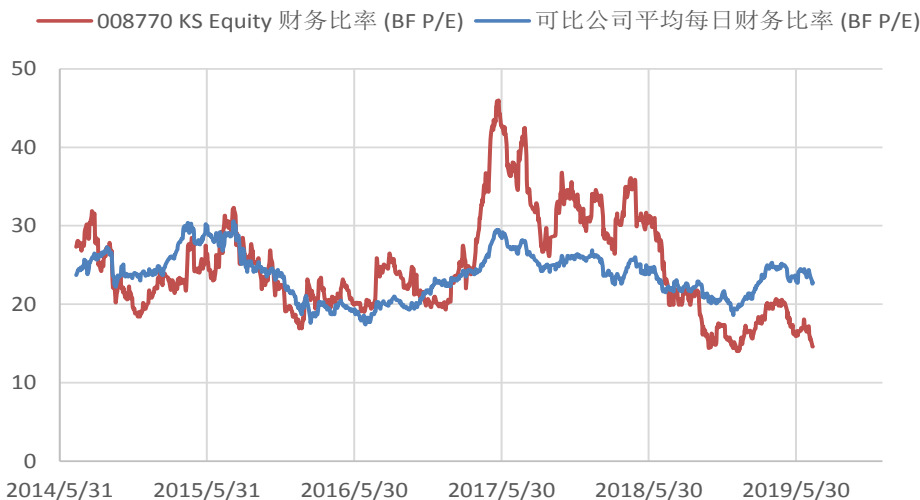
年份	eps(基本)	yoy	股价	动态 pe	备注
2010	1315	63.23%	27750	21	
2011	1425	8.37%	38500	27	
2012	2566	80.05%	43950	17	
2013	274	-89.34%	66500	243	日元贬值、日本游客贡献变少; 中国游客开始占比快速提升阶段
2014	1866	582.07%	91400	49	

年份	eps(基本)	yoy	股价	动态 pe	备注
2015	470	-74.83%	77300	165	mers 病毒
2016	730	55.35%	48150	66	
2017	666	-8.68%	84900	127	萨德
2018	2913	337.24%	76500	26	

资料来源：彭博，华创证券

长期角度，若扣除酒店估值，新罗免税业务 pe 约 30 倍左右，对应净利润年均复合增速约 14%， $peg \approx 2$ 。2019.7.12 收盘价 82400 韩元对应 2018 年 eps（基本）为 28 倍，其他业务若按照 10 倍估值，免税对应估值约 31 倍，在成熟期新罗免税依然享受着 $peg \approx 2$ 的估值。

图表 39 近五年新罗与同业平均 pe



资料来源：彭博，华创证券

未来我国免税行业市场化经营是大势所趋，其中中免作为绝对龙头，在市场竞争中能够凭借其多年来积累的核心竞争力获得免税行业包括政策放开、消费回流等的红利。不考虑未来免税政策放开，在现有政策条件下免税业 5 年内 cagr 有望超 20%，中免增速快于行业增长，整合海免后有部分外延增厚，对照新罗（扣除免税外业务）、dufry 等，中国国旅较长时期内在 30-40 倍 pe 左右可期。我们认为针对国人的市内店政策落地是大概率事件，且可能随着时间逐步放开，则中国国旅可享受部分估值溢价。

七、投资建议

中国国旅目前进入全球旅游零售前三目标预计已经完成，后续将向第一努力。国内免税行业市场化趋势下，中国国旅已经积累了丰厚的资金、运营、供应链壁垒，海口国际免税城项目有望进一步拓宽其在海南离岛免税运营的护城河。未来市内店政策放开我们认为大概率事件，市内店也料将开启公司发展的 3.0 时代。我们维持此前业绩测算，即叠加处置旅行社投资收益约 7 亿元利润影响，预计 2019-2021 年归母净利润分别为 48（内生增长 30% 左右）、63.8（包含海免）和 74 亿元。当前股价对应 2019 年 PE 为 35 倍，我们维持原 90 元目标价。公司长期投资逻辑不变，长线看好，维持“强推”评级。

八、风险提示

大盘整体环境不利，政策不及预期，开业项目培育期亏损。

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	11,289	17,901	24,676	33,181
应收票据	0	0	0	0
应收账款	979	763	940	1,038
预付账款	693	489	595	651
存货	5,943	4,188	5,098	5,582
其他流动资产	674	649	808	914
流动资产合计	19,578	23,990	32,117	41,366
其他长期投资	220	220	220	220
长期股权投资	284	284	284	284
固定资产	1,932	2,019	1,996	1,976
在建工程	833	1,133	1,433	1,633
无形资产	1,202	1,082	974	876
其他非流动资产	2,798	2,931	2,937	2,842
非流动资产合计	7,269	7,669	7,844	7,831
资产合计	26,847	31,659	39,961	49,197
短期借款	289	289	289	289
应付票据	0	0	0	0
应付账款	2,859	2,015	2,453	2,686
预收款项	687	635	782	863
其他应付款	2,072	2,200	2,200	2,200
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,886	2,049	2,196	2,320
流动负债合计	7,793	7,188	7,920	8,358
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	470	314	314	314
非流动负债合计	470	314	314	314
负债合计	8,263	7,502	8,234	8,672
归属母公司所有者权益	16,235	19,940	25,150	31,290
少数股东权益	2,349	4,217	6,577	9,235
所有者权益合计	18,584	24,157	31,727	40,525
负债和股东权益	26,847	31,659	39,961	49,197

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	2,860	8,399	8,321	9,932
现金收益	4,299	7,027	9,088	10,368
存货影响	-2,725	1,755	-910	-484
经营性应收影响	-314	120	-283	-154
经营性应付影响	1,558	-769	585	314
其他影响	42	267	-159	-112
投资活动现金流	-1,906	-800	-600	-400
资本支出	-1,507	-667	-594	-495
股权投资	61	0	0	0
其他长期资产变化	-460	-133	-6	95
融资活动现金流	-1,149	-987	-946	-1,027
借款增加	187	0	0	0
财务费用	-1,441	-1,639	-1,612	-1,780
股东融资	106	106	106	106
其他长期负债变化	-1	546	560	647

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	47,007	43,398	53,463	59,039
营业成本	27,518	19,393	23,605	25,844
税金及附加	659	781	965	1,066
销售费用	11,601	12,412	15,504	16,932
管理费用	1,601	1,506	1,604	1,653
财务费用	-7	-45	-78	-112
资产减值损失	298	300	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	51	51	51	51
其他收益	37	37	32	38
营业利润	5,426	9,140	11,948	13,746
营业外收入	26	26	25	25
营业外支出	116	120	120	120
利润总额	5,336	9,046	11,853	13,651
所得税	1,401	2,375	3,112	3,584
净利润	3,935	6,671	8,741	10,067
少数股东损益	840	1,868	2,360	2,658
归属母公司净利润	3,095	4,803	6,381.0	7,409
NOPLAT	3,930	6,638	8,684	9,985
EPS(摊薄) (元)	1.59	2.46	3.27	3.79

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	66.2%	-7.7%	23.2%	10.4%
EBIT 增长率	44.4%	68.9%	30.8%	15.0%
归母净利润增长率	22.3%	55.2%	32.9%	16.1%
获利能力				
毛利率	41.5%	55.3%	55.8%	56.2%
净利率	8.4%	15.4%	16.4%	17.1%
ROE	16.7%	19.9%	20.1%	18.3%
ROIC	26.7%	35.2%	35.4%	32.2%
偿债能力				
资产负债率	30.8%	23.7%	20.6%	17.6%
债务权益比	4.1%	2.5%	1.9%	1.5%
流动比率	251.2%	333.8%	405.5%	494.9%
速动比率	175.0%	275.5%	341.1%	428.1%
营运能力				
总资产周转率	1.8	1.4	1.3	1.2
应收账款周转天数	7	7	6	6
应付账款周转天数	34	45	34	36
存货周转天数	60	94	71	74
每股指标(元)				
每股收益	1.59	2.46	3.27	3.79
每股经营现金流	1.46	4.30	4.26	5.09
每股净资产	8.32	10.21	12.88	16.03
估值比率				
P/E	54	35	26	23
P/B	10	8	7	5
EV/EBITDA	29	17	13	12

商社组团介绍

组长、首席分析师：王薇娜

美国密歇根大学安娜堡分校理学硕士。曾任职于光大永明资产管理、国寿安保基金。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名。

研究员：胡琼方

清华大学工学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖餐饮旅游第四名团队成员。

助理研究员：王紫洛

南京大学管理学硕士。2017年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
- 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
- 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500