

机遇大于挑战，免税龙头有望强者恒强

中国国旅（601888.SH）深度报告（二）

核心结论

从政策驱动到规模壁垒，国旅有望强者恒强。自17年开始，中国国旅通过一系列整合剥离、扩张布局，成为国内免税绝对龙头，市占率超过85%，规模效应、完整供应链体系已经逐渐取代牌照优势成为公司核心竞争力。当前，国家免税竞标政策趋于逐步开放、但条款利于龙头企业胜出而非“价高者得”，长期更为利好国旅。而核心海南免税市场，受益于政策、主观能动性释放，未来有望打造“三亚+海口免税城”双子星，预计未来2-3年仍然有望保持15%以上增速（剔除1Q20疫情影响），免税龙头有望强者恒强。

自由贸易港模式下免税龙头机遇大于挑战。我们深度复盘香港、新加坡自贸港旅游零售市场，发现以DFS为代表的免税龙头紧抓自贸港体制优势，持续享受市场消费扩容增量市场，通过定位于高端奢侈品个性化购物体验商，获得高成长及盈利水平（复合增速近20%，毛利率超60%）。我们预计未来海南打造自贸港有望极大释放海外消费回流潜力，市场扩容利好具备先发优势明显的中免公司，我们进一步分析认为海外免税巨头大肆布局海南市场动机有限，整体推测未来中免竞争压力可控、盈利能力仍有保障。

离境市内店增量空间广阔，有望成为下一个金矿。离境市内店国人购物政策渐行渐近，参考韩国市内店发展路径，有望极大提升国人购物便利性和体验感，与机场店形成有力互补。我们预期仅北京、上海市内店中期即可贡献免税销售规模分别为45亿和90亿元，而长期合计规模更是有望近300亿元，有望成为下一个免税金矿，中期归母利润增厚幅度或达36%以上，极为可观。

维持“增持”评级。短期疫情影响不改长期发展趋势，预计19-21年EPS分别为2.38、1.87和2.96元（基于审慎原则，暂不考虑离境市内店增量），结合历史估值中枢及绝对估值，给予公司21年（20年受疫情影响业绩不具参考意义）32倍PE，对应目标价94.7元，维持“增持”评级。

风险提示：市内店政策落地低于预期，疫情影响超预期。

核心数据

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	28282	47007	48012	43449	58113
增长率	26.3%	66.2%	2.1%	-9.5%	33.8%
归母净利润（百万元）	2531	3095	4653	3660	5781
增长率	40.0%	22.3%	50.4%	-21.4%	58.0%
每股收益（EPS）	1.30	1.59	2.38	1.87	2.96
市盈率（P/E）	61.9	50.6	33.7	42.8	27.1
市净率（P/B）	11.2	9.6	7.9	6.9	5.7

数据来源：公司财务报表，西部证券研发中心

公司评级	增持
股票代码	601888
前次评级	增持
评级变动	维持
当前价格	80.20

近一年股价走势



分析师

	许光辉 S0800518080001
	021-38584237
	xuguanghui@research.xbmail.com.cn
	李艳丽 S0800518050001
	021-38584239
	liyanli@research.xbmail.com.cn

相关研究

中国国旅：业绩略低于预期，仍然看好免税红利释放潜力—中国国旅（601888.SH）2019年业绩快报点评 2020-01-19
中国国旅：Q3 业绩增长稳健，日上店短期略有承压—中国国旅（601888.SH）2019年三季报点评 2019-10-30
中国国旅：免税业务延续高速增长，管理层履新迈入新征程—中国国旅（601888.SH）1H19半年报点评 2019-08-31

索引

内容目录

投资要点	5
关键假设	5
区别于市场的观点	5
股价上涨催化剂	5
估值与目标价	5
中国国旅核心指标概览	6
一、从政策驱动到规模壁垒，中免有望强者恒强	7
1.1 整合+剥离，国旅聚焦免税晋级全球前四	7
1.2 财务分析：盈利质量持续提升	9
1.3 免税红利有望继续释放，中免受益确定性强	10
1.4 市内店红利有望落地，带来更大增量空间	12
1.5 政策鼓励合理竞争而非“价高者得”，长期利好国旅胜出	12
二、自由贸易港模式下免税龙头机遇大于挑战	14
2.1 他山之石：香港&新加坡自贸港模式下的旅游零售业发展启示	14
2.1.1 香港自由贸易港模式：高度自由、零税率	14
2.1.2 香港零售业：大陆游客消费占比 38%，规模超 1600 亿元人民币	14
2.1.3 香港零售业竞争格局：免税龙头 DFS 差异化定位获得竞争优势	15
2.1.4 免税龙头盈利能力较强，费用端受租金、人工成本影响大	20
2.1.5 全球免税龙头在香港的布局策略：机场店为首选，市内店参与度一般	21
2.1.6 新加坡自由贸易港模式：机场为免税商核心布局渠道	22
2.2 中免海南先发优势明显，未来自由贸易港模式下前景依然值得期待	23
2.2.1 海南自由贸易港模式计划三步走	23
2.2.2 自由贸易港模式下推演海南零售业增量空间广阔	24
2.2.3 全球免税龙头大举布局动机有限，竞争相对可控	25
2.2.4 中免收入弹性测算	25
2.2.5 规模优势、先发优势、自有物业确保中免长期核心竞争力	26
三、离境市内店增量空间广阔，有望成为下一个金矿	27
3.1 他山之石：韩国市内店成为吸引韩国国民消费回流的重要路径	27
3.2 国内占比仅 18%，我国免税消费回流空间广阔	29
3.3 我国离境市内店长期市场规模巨大，带来中免利润较大增厚空间	31
3.4 市内店对机场分流影响可控，机场店仍可完成保底任务	32
四、投资建议	34
4.1 关键假设	34

4.2 估值	35
4.2.1 相对估值	35
4.2.2 绝对估值	36
五、风险提示	38

图表目录

图 1: 中国国旅核心指标概览图	6
图 2: 受益于消费回流及升级, 我国免税市场规模持续扩张	7
图 3: 中免集团处于国内市场绝对龙头地位	7
图 4: 公司收入及归母净利持续保持高增长	9
图 5: 公司毛利率及 ROE 水平持续改善	9
图 6: 2018 年中免跃居全球免税零售第四位置	9
图 7: 公司 ROE 水平持续改善	10
图 8: 公司经营净现金流表现健康	10
图 9: 国旅免税业务收入端拆分 (2018 年)	10
图 10: 国旅免税业务归母利润端拆分 (2018 年)	10
图 11: 2019 海棠湾免税店维持高增速	11
图 12: 离岛免税政策逐步放宽	11
图 13: 海南离岛免税客单价持续提升	12
图 14: 海棠湾免税店到店购物转化率持续提升	12
图 15: 香港自由贸易港的演变过程	14
图 16: 香港仅针对 4 类商品征收关税	14
图 17: 内地赴香港游客人次及增速	15
图 18: 香港零售行业规模及增速	15
图 19: 2015 年内地游客消费占香港零售总额的近 38%	15
图 20: 2018 年香港零售行业品类分类及占比	15
图 21: DFS 香港门店分布	17
图 22: DFS 香港门店开业信息	17
图 23: 04-12 年 DFS 香港市内店接待游客人次复合增速达 20%	18
图 24: LVMH Selective Retail Asia (除日本) 营收及增速	18
图 25: LVMH 亚洲零售业务 (除日本) 增长高于香港整体零售业以及化妆品药品单品类增速	18
图 26: LVMH Selective Retail 板块营业利润及营业利润率	19
图 27: 崇光百货营业收入及增速	19
图 28: 崇光百货营业利润率及净利率变化	19
图 29: 莎莎、卓悦营收及增速变化	20
图 30: 莎莎、卓悦营业利润率、净利率水平	20

图 31: 海南自由贸易港建设“三步走”	23
图 32: 2018 年海南社零总额达 1717 亿元	24
图 33: 2018 年海南过夜游客人次达 6330 万	24
图 34: 截留海外消费市场的情境测算	25
图 35: 韩国免税店分布 (单位: 家)	27
图 36: 韩国国人在市内店渠道消费占比达 46%	27
图 37: 新罗免税店韩国国人消费占比变化	28
图 38: 05-11 年期间韩国国人境内免税消费增速远超海外消费增速	29
图 39: 2018 年中国消费者在全球各地区免税品消费占比	29
图 40: 2018 年中国游客在韩国免税消费额高达 126 亿美元	30
图 41: 中国游客免税消费占韩国整体市场比重持续提升	30
图 42: 2028 年我国国内免税消费空间有望达到 302 亿美元	31
图 43: 中国国旅 PE -Band	36
图 44: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)	37
表 1: 中免持续出击, 剥离+整合扩张做大免税核心业务	8
表 2: 16-18 年中免陆续成功中标 8 家进境机场免税店	13
表 3: 香港三类零售企业代表对比	16
表 4: 主流化妆品产品渠道价格对比 (单位: 人民币, 查询日期为 2020 年 1 月 20 日) ..	16
表 5: 香港旅游零售龙头企业毛利率水平较高, 利润率水平波动受高租金及人工成本影响 ..	21
表 6: 国际免税龙头鲜有布局香港市内店	22
表 7: 新加坡针对四类商品征收关税	22
表 8: 头部旅游零售商在新加坡市场的布局情况	23
表 9: 中免海南市场收入规模敏感性分析	26
表 10: 韩国持续提升国人免税购买额度	28
表 11: 上海市内店潜在规模测算	32
表 12: 北京市内店潜在规模测算	32
表 13: 上海、北京机场免税保底租金及销售额情况	33
表 14: 中国国旅收入端预测拆分	34
表 15: 中国国旅归母利润端预测拆分	35
表 16: 可比公司估值 (截止 2020 年 2 月 26 日)	36
表 17: DCF 估值敏感性分析	37

投资要点

关键假设

- 1、三亚免税店：受短期疫情影响，预计 20 年三亚店客流量呈现前低后高水平（下半年需求回补），全年客流量与 19 年相比下滑 10%。预计 19-21 年三亚店接待游客人次分别为 221/199/266 万，客单价分别为 4795/4939/5087 元，实现销售收入分别为 106/99/136 亿元。
- 2、上海、北京机场店：同样受疫情影响以及海外疫情的扩散，预计 20 年机场国际旅客吞吐量下滑 10%。预计 19-21 年上海机场免税商品购买人次分别为 602/525/702 万，客单价分别为 2575/2601/2731 元，实现销售收入分别为 155/136/191 亿元。预计 19-21 年首都机场免税商品购买人次分别为 345/304/419 万，客单价分别为 2472/2497/2572 元，实现销售收入分别为 85/76/108 亿元。
- 3、受汇率波动、打折促销活动以及 20 年 Q1 疫情影响，预计 19-20 年公司商品销售毛利率有所下滑，但随着短期波动因素的消失，规模效应下预计 21 年毛利率有所提升，19-21 年毛利率分别为 50.4%/50.1%/51.1%。
- 4、市内店：尽管我们对市内店国人购物政策落地预期较高，但政策未正式落地前仍然具有不确定性，且即使下半年落地，我们预计对于 20 年甚至 21 年整体业绩影响相对较小，基于审慎性原则，20-21 年暂不考虑市内店增量部分。

区别于市场的观点

- 1、市场担心未来若海南实施自由贸易港模式，则中免在海南的优势尽失。我们深度复盘了香港、新加坡自由贸易港下的旅游零售市场发展历史，以及以 DFS 为代表的免税龙头的成长路径。结论是，我们认为中免由于先发优势、强大的供应链体系、一站式奢侈品购物体验，以及相对可控的竞争格局（其他全球免税巨头布局海南市场意愿一般），仍将有望保持较高竞争优势和盈利能力，未来面临的机遇大于挑战。
- 2、目前市场对未来市内店国人购物政策开放能够带来的增量规模相对低估。根据我们的量化测算，预计仅北京、上海市内店中期（5 年）即可贡献免税销售规模分别为 45 亿和 90 亿元，而长期（10 年）合计规模更是有望近 300 亿元。而利润贡献端，仅以中期视角来看，北京、上海市内店有望贡献归母净利润达 14 亿元左右，占 2019 年中国国旅扣非归母净利润的比重达 36%，利润增厚幅度相当可观。

股价上涨催化剂

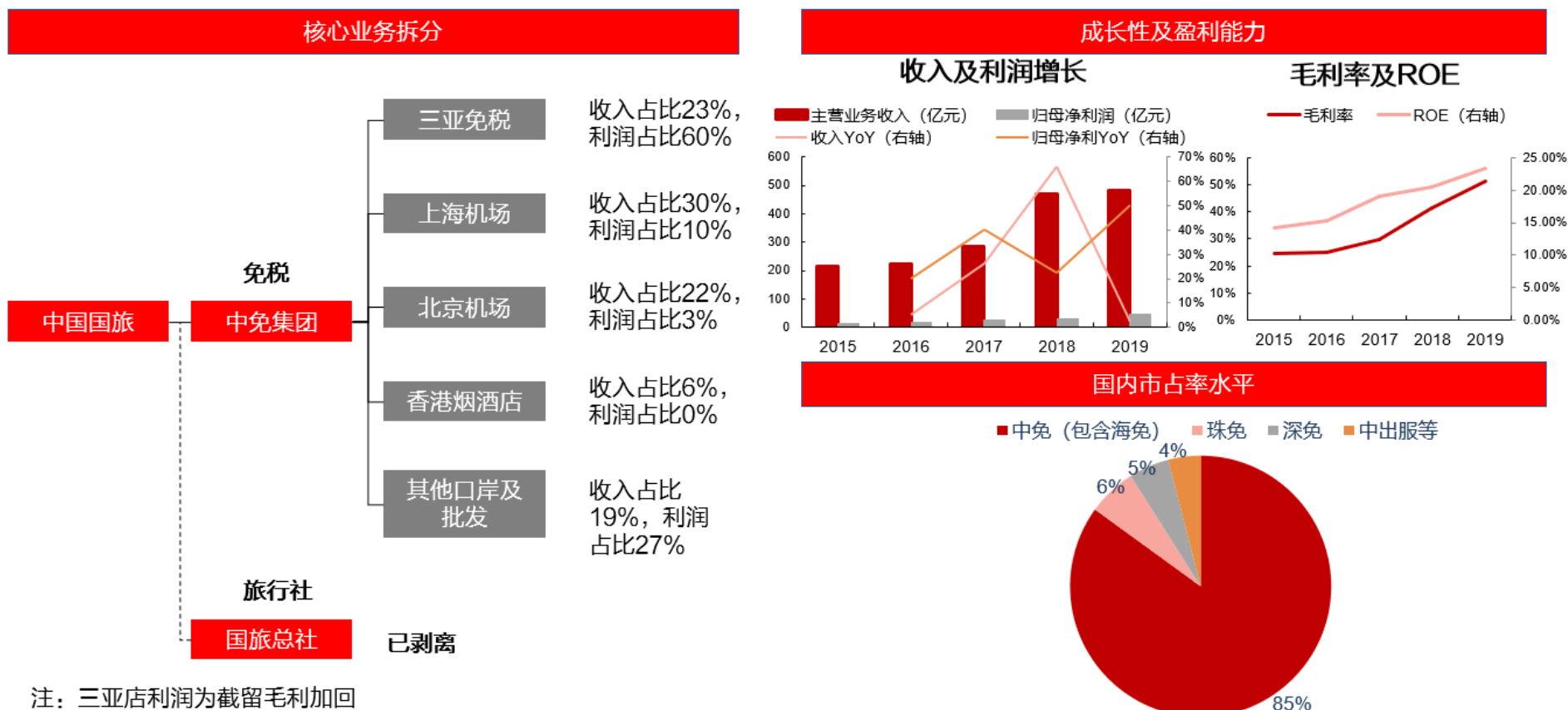
- （1）市内店国人购物政策落地；（2）海南自由贸易港免税政策条款好于预期；（3）疫情后免税消费回补力度超预期

估值与目标价

预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.38、1.87 和 2.96 元，对应最新 PE 分别为 34、44 和 27 倍。我们结合公司历史估值中枢和绝对估值法（具体参照下文），得到合理目标价范围为 94.7-97.7 元，基于审慎原则，给予目标价 94.7 元，对应 2021 年 PE 为 32X，维持公司“增持”评级。

中国国旅核心指标概览

图 1：中国国旅核心指标概览图

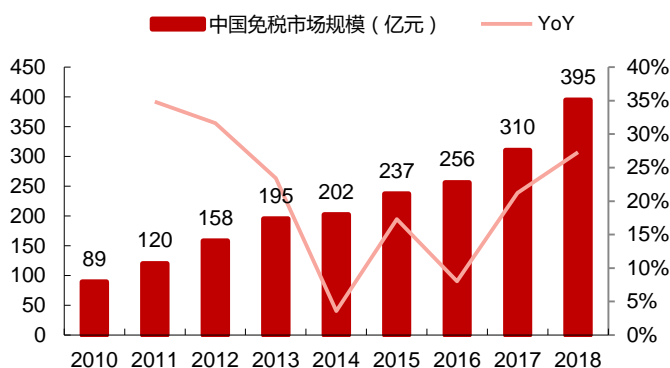


资料来源：公司官网，西部证券研发中心

一、从政策驱动到规模壁垒，中免有望强者恒强

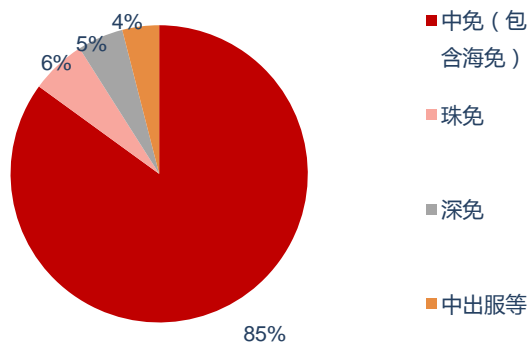
目前我国免税品行业采用牌照授权运营机制，牌照及免税店新增需由财政部上报国务院审批，目前参与主体为中央或地方国有企业，随着近年来中免集团（中国国旅旗下全资子公司，为公司核心业务）持续整合免税行业（中免整合日上、海免等），中免集团已经成为免税行业绝对的龙头，市占率近 85%，远超其他竞争对手。我国免税行业整合的底层逻辑在于，通过规模效应不断提升经营效率、采购议价能力，从而让利于消费者，提升我国免税行业的全球竞争力，顺应吸引海外消费回流、提升消费者获得感的国家战略方向。

图 2：受益于消费回流及升级，我国免税市场规模持续扩张



资料来源：穆迪，西部证券研发中心

图 3：中免集团处于国内市场绝对龙头地位



资料来源：穆迪，西部证券研发中心

1.1 整合+剥离，国旅聚焦免税晋级全球前四

2017 年我国免税行业格局迎来重大转变，从有限竞争转向高度垄断，中免紧抓历史机遇，承担加快吸引消费回流、刺激消费升级的重大任务。2017 年，联合拉格代尔中标香港机场烟酒酒店，7 月份收购日上中国 51% 股权并中标首都机场免税店。2018 年中免集团在加快国内免税市场整合、提升规模优势及运营效率的道路上继续前进，2018 年 2 月，国旅公告以 15 亿元收购日上（上海）51% 股权，并且在 7 月份顺利中标上海虹桥机场和浦东机场免税店经营权，获得了国内最大单个机场免税零售场景入口，至此中免尽揽首都机场、上海机场两大规模最大、最优质的机场免税店运营权，零售规模空前扩大。5 月份，中免联手泰国皇权获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照，海外布局有序推进。10 月份，中免公告大股东国旅集团与海南国资委以股权交换方式获得海免 51% 股权，并且此前已经成为海南美兰机场免税店 19 年 1 月之后新的商品采购供应商，中免独享海南离岛免税广阔市场。

而 2019 年以来，公司在业务发展战略上，剥离+整合免税业务方面持续推进。首先是旅游业务的剥离，公司于 2019 年 2 月份将旅游业务剥离给母公司，目前主业已经完全聚焦于旅游零售的发展，这已成为公司业绩强劲增长的核心驱动力。整合方面，公司于 2019 年 3 月份公告中标北京大兴机场免税经营权，免税版图继续扩大。而在离岛免税方面，公司于 2019 年 7 月份公告，计划投资 128.6 亿元投资建设海口免税城，希望进一步深挖海口免税市场潜力，再造一个三亚国际免税城。

表 1：中免持续出击，剥离+整合扩张做大免税核心业务

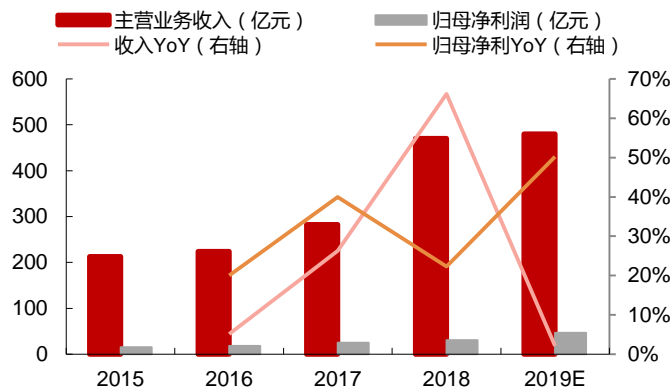
时间	事件	影响
2017年4月	全资子公司中免-拉格代尔中标香港机场烟酒段，经营期限从11月18日至2024年9月30日	进一步深化公司海外免税业务布局，具备较大的战略意义
2017年7月	中免以3882万元收购日上中国51%的股权，并联手日上中国分别中标北京机场T2、T3出入境免税业务经营权。T2首年保底经营费用为8.3亿元，扣点率47.5%；T3首年保底费用22亿元，扣点率43.5%	公司免税销售规模迅速扩大，利用日上香化产品的采购优势，提升公司综合毛利率水平
2017年10月	中免中标白云机场T2出境免税店，经营面积为3544平方米。18年12月31日前，扣点率实行35%；8月1日起，保底销售额为3292万元，扣点率为35%	出境店扣点率显著低于此前入境店。此外，出入境店协同运营，有望增强规模效应，保证公司盈利
2017年11月	中免及国旅增资中免，增资金额分别为1428万美元和252万美元，另外，华超联合增资1120万美元。国旅合计持有中免60%股权，华超联合持股40%	旨在进一步支持中免免税业务海外扩张发展，满足国内出境游客境外免税购物需求
2018年2月	中免以15亿元现金收购日上（上海）51%的股权，日上（上海）拥有浦东机场T1、T2及虹桥机场免税业务经营权，其中T1段租赁协议期至2021年，T2及虹桥机场协议期至2018年3月	进一步增强公司免税业务规模，极大的提升了竞标T2和虹桥机场段竞标获胜的概率，本次收购也有助于显著增厚公司业绩
2018年5月	中国免税品(集团)有限责任公司与泰国皇权集团成功合作，获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照	国际化布局再下一城，为未来参与更多境外跨国免税店运营积累经营
2018年7月	中免旗下的日上（上海）中标上海虹桥机场以及浦东国际机场免税店项目，合同旗下为6年（卫星厅自启用日起），销售提成比例为42.5%，6年综合保底提成总额为61.7亿元	上海机场是国内最优质的机场免税店零售入口，客单价高、购买人均基数大，极大的提升了公司免税零售规模优势和品牌优势
2018年10月	大股东以2%国旅股权交换获得海南国资委持有的海免51%的股权，并在此前中免已经获得海南美兰机场免税店19年1月之后新的商品采购供应商资格	中免成为海南免税离岛免税市场独家运营方，有望充分享受离岛免税广阔市场前景
2019年2月	公司为解决大股东同业竞争问题，将旗下全资子公司国旅总社100%股权以18.3亿元的对价转让母公司中国旅游集团，支付对价为现金，转让产生的投资收益为9亿元（税前）	公司主业变成100%免税业务，盈利能力及ROE水平大幅提升
2019年3月	公司中标北京大兴机场第一标段（烟酒、食品）、第二标段（香化、精品），经营期为10年，第一标段扣点率为49%；第二标段扣点率，香化品类为46%，精品品类20%。年保底租金合计为6.46亿元	进一步巩固其在核心机场枢纽的免税运营能力，规模为王战略持续推进
2019年7月	公司公告全资子公司国旅投资计划128.6亿元投资建设海口免税城。分为两期开发。一期主要开发免税综合体+公寓+住宅，开发周期为36个月，总投资额为58.8亿，2022年完工运营。其中免税商业体占地面积达8.8万平方米，住宅用地2.86万平方米。	目前海口日月广场店面积仅为2.2万平方米，经营品类相对有限，游客购物体验一般；海口免税城的落地将极大提升其海口市内店面积，未来免税商品品类、店内活动营销联动、相关配套等能力将显著改善，有望带动海口免税消费潜力的进一步释放。
2019年8月	李刚先生辞去董事长职位，由彭辉先生（辞去总经理职位）接任公司第三届董事会董事长，与此同时，聘任陈国强先生担任公司总经理职位	公司承担着国家引导消费回流、拉动内需消费的重大战略任务，公司主业的重新梳理以及新管理层的履新，充分表明中免公司做大做强旅

游零售的动力和决心，未来旅游零售业务发展有望迈入新征程

资料来源：wind，西部证券研发中心整理

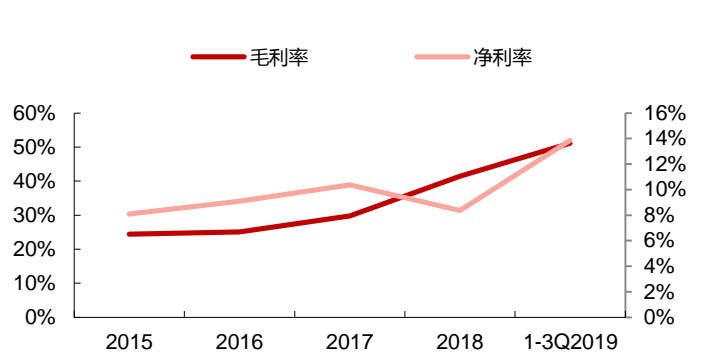
受益于此，公司近年来收入及盈利水平持续提升，单就免税业务而言，2018年中免已经跃居全球第四位置，未来有望进一步实现“保五争三”的目标。免税龙头规模优势不断凸显，受并表日上以及规模采购下议价能力的显著提升，公司毛利率水平持续提升（2019H1达到51%左右），未来有望比肩Dufry等国际免税龙头企业（60%+）。

图 4：公司收入及归母净利润持续保持高增长



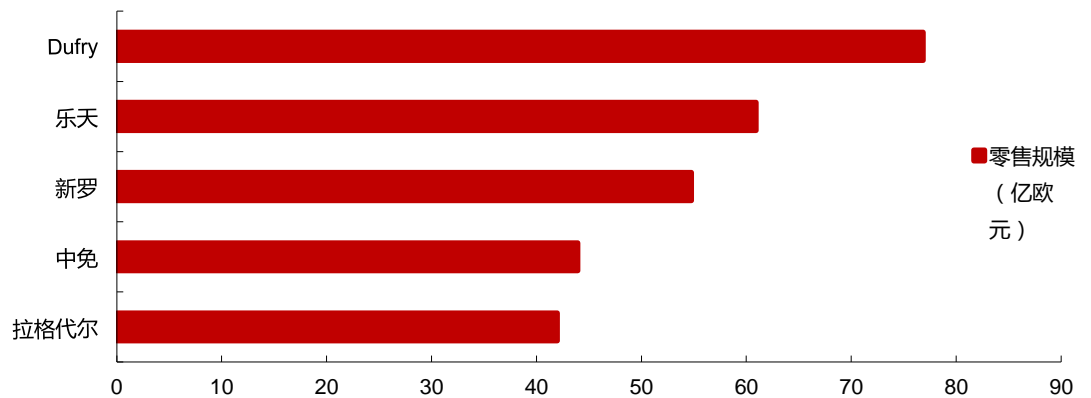
资料来源：wind，西部证券研发中心，注：2019年收入及利润增长异常受剥离旅行社业务扰动

图 5：公司毛利率及 ROE 水平持续改善



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 6：2018 年中免跃居全球免税零售第四位置

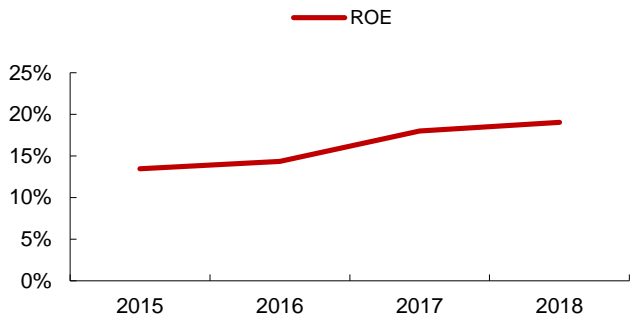


资料来源：穆迪，西部证券研发中心

1.2 财务分析：盈利质量持续提升

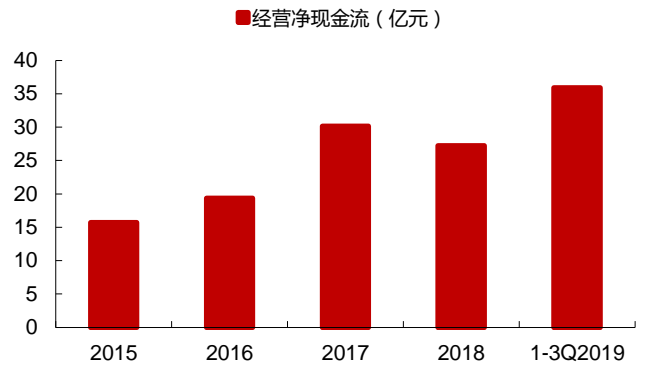
公司盈利能力及质量方面，随着免税业务的持续快速发展，公司近年来 ROE 水平持续提升，从 2015 年的 14.2% 提升至 2018 年的 20.5%。而经营性现金流表现方面，与收入端增长基本匹配，受益于免税业务快速增长，公司近年来经营净现金流增长较快，表现良性健康。

图 7：公司 ROE 水平持续改善



资料来源：wind，西部证券研发中心

图 8：公司经营净现金流表现健康

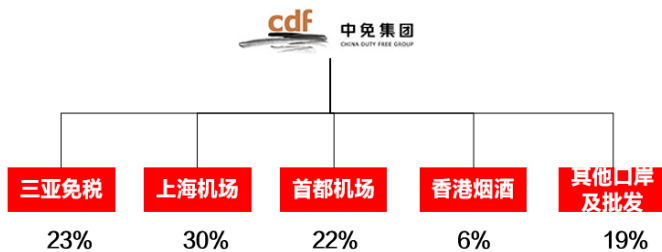


资料来源：wind，西部证券研发中心

1.3 免税红利有望继续释放，中免受益确定性强

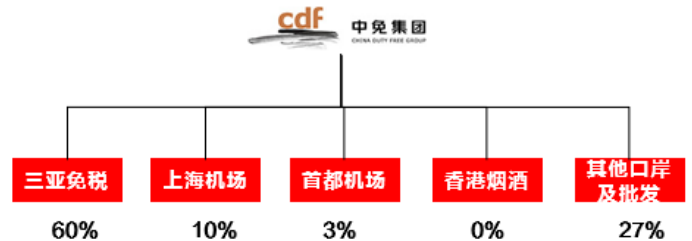
随着旅行社业务的剥离，目前公司核心业务全部聚焦于免税零售。从收入端来看，机场免税店贡献占比较高，尤其是合并日上后，规模极大扩张，成为收入端的主要贡献来源，产比超过 60%，但由于机场免税店扣点率较高、净利率水平低，导致利润端贡献占比一般，为 30%左右；相反，离岛免税尽管收入占比仅为 23%，但由于不受高租金扣点影响，所以利润率水平较高，我们测算考虑到香港批发毛利截留部分的加回，三亚免税店净利率水平或高达 25%-30%，即三亚店对国旅整体利润端的贡献超过 60%。

图 9：国旅免税业务收入端拆分（2018 年）



资料来源：wind，西部证券研发中心

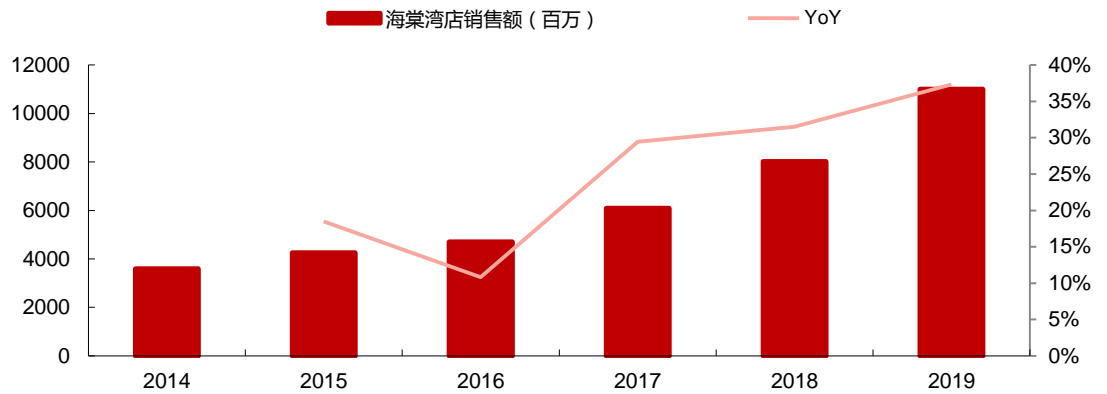
图 10：国旅免税业务归母利润端拆分（2018 年）



资料来源：wind，西部证券研发中心

受益于政策利好+消费回流，近年来海南离岛免税市场持续保持高增长态势，2019 年三亚海棠湾店实现销售规模近 110 亿元，同比增长 37%，较高的收入增长主要受益于两方面：（1）一方面是政策红利，免税额度的持续放宽、海南国际旅游岛硬件设备的持续完善，带动客流量增长及客单价提升。（2）中免持续加大营销力度，响应海南省政府加快推进国际旅游岛建设的成果转化，自 19 年下半年以来进一步加大商品促销宣传的力度，实现多方共享离岛免税红利。

图 11： 2019 海棠湾免税店维持高增速

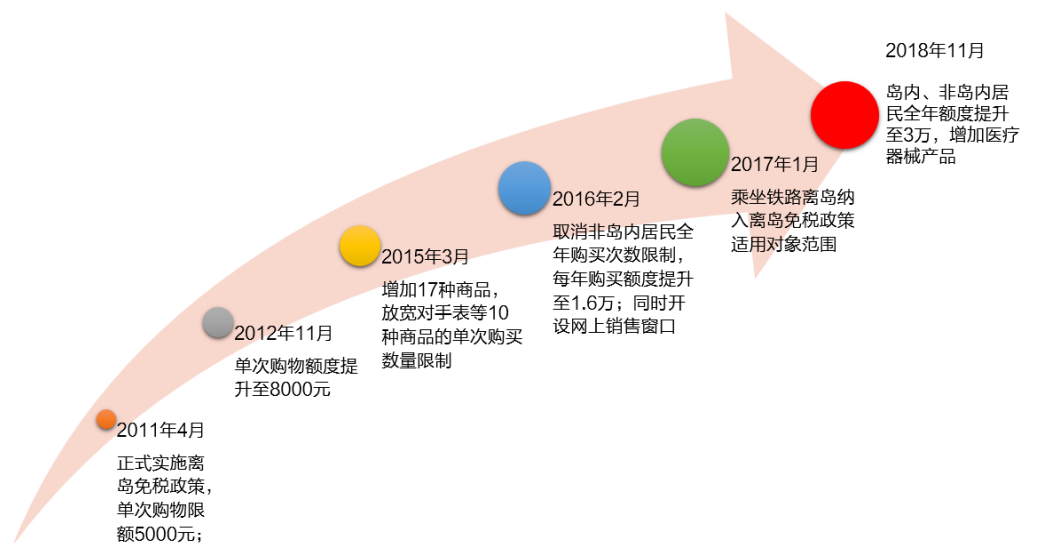


资料来源：Wind，西部证券研发中心

2018年11月，财政部正式发布公告，对海南离岛免税购买额度（全年）从过去的1.6万元大幅提升至3万元，而且针对岛内及岛外居民实行同样的离岛免税政策，商品品类方面进一步增加了医疗器械设备。从历次离岛免税政策调整来看，都在不断促进离岛免税行业规模的持续扩张，其中最为明显的是客单价的快速提升，比如16年2月，海南离岛免税购买额度从8000元提升至1.6万元，对应当年客单价从15年的4200元提升至4850元，提升幅度高达15%。我们预计未来离岛免税客单价及购买转化率均有望进一步提升。

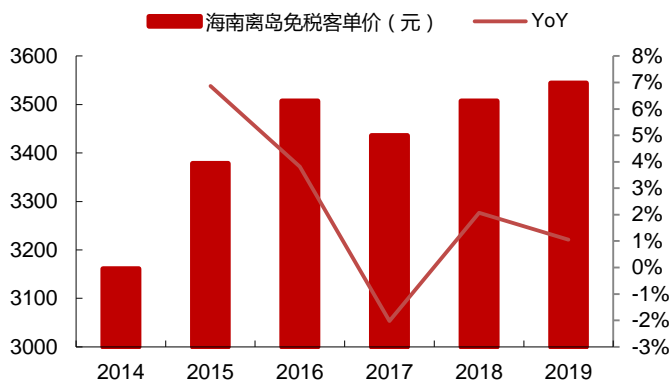
此外，2020年1月三亚免税城二期（河心岛项目）开业，河心岛项目总建筑面积达6.5万平方米，主要包含餐饮、休闲娱乐设施，极大弥补了目前三亚国际免税城餐饮、娱乐项目配套不足的缺陷，致力于情景式、沉浸式休闲购物体验，有望进一步提升游客休闲购物体验，延长购物时长。

图 12： 离岛免税政策逐步放宽



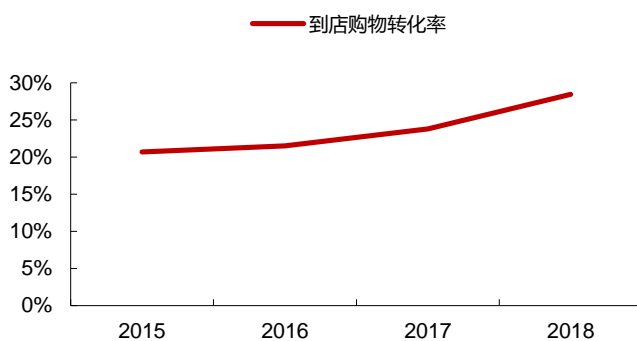
资料来源：财政部，海关总署，西部证券研发中心

图 13: 海南离岛免税客单价持续提升



资料来源: wind, 西部证券研发中心

图 14: 海棠湾免税店到店购物转化率持续提升



资料来源: wind, 西部证券研发中心, 转化率=购买人次/到店人次

1.4 市内店红利有望落地，带来更大增量空间

根据我们的研究，参考韩国市场（具体可参考下文第三节分析），韩国国人通过市内店购买免税品的销售额占全渠道比重高达 46%，市内店成为极为吸引力的渠道之一。目前公司正在积极向国家有关部门申请市内店国人购物政策，未来若我国开放市内店购物政策，将有望复制韩国市内店成长路径，未来免税增量空间有望进一步释放。且考虑到市内店不受高扣点影响，业绩增量弹性更为明显。我们保守估计，未来北京、上海市内免税店营收规模中期有望达到 150 亿元，假设利润率能够达到 20%，则市内店将有望贡献利润超过 15 亿元（股权占比 51%，权益净利率为 10-11%左右），收入及利润弹性都极为可观（下文中我们也将重点分析市内店空间）。

1.5 政策鼓励合理竞争而非“价高者得”，长期利好国旅胜出

如果说政策红利对早期中免的快速崛起起到了关键性作用，那么到目前为止中免所形成的规模优势、渠道先发优势、高效供应链优势已然成为公司新的核心竞争壁垒，即便未来我国免税市场从行政垄断逐步过渡到有序竞争市场，基于中免已经建立起来的巨大的规模优势，其参与市场化竞争、抵抗风险的能力已非其他运营商所能比拟。因此，我们认为即便在未来国内免税市场有序竞争新的政策预期框架下，中免强者恒强格局难以打破。

2016 年和 2019 年国家先后出台《口岸进境免税店管理暂行办法》和《口岸出境免税店管理暂行办法》，规定口岸出入境免税店需采取公开招投标方式选择经营方，打破此前中免独家运营的行政垄断地位。市场担心国家逐步取消中免行政垄断优势，或对未来中免中标核心口岸免税店能力不利。但从我们对暂行办法的具体分析来看，政策同样对未来机场口岸竞标有关租金单价（不得高于国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍）以及技术分（技术指标分占比不低于 50%）做出约束，即不鼓励“价高者得”的单一原则。在这一系列规范化要求下，我们更倾向于认为长期来看更有利于中免这类拥有强大运营和品牌实力的免税商，未来在核心口岸及枢纽招投标竞争中以相对合理的扣点报价胜出，实现多方长期利益的共赢。从此前开放的 15 家入境店竞标结果我们可以看出，中免获得以相对合理的扣点获得其中分量较重的 8 家机场门店经营权（新增 19 家入境店，其中机场店为 13 家），反映出机场及口岸方对于中免强大运营实力的认可，基于长远利益视角促使中免成为招标方更好的合作伙伴。

表 2：16-18 年中免陆续成功中标 8 家进境机场免税店

免税商	中标进境机场免税店
中免	广州白云机场（42%扣点）、南京禄口机场（33%扣点）、杭州萧山机场（45%扣点）、昆明长水机场（9%扣点）、青岛流亭机场、成都双流机场、乌鲁木齐地窝堡机场、沈阳仙桃机场
中出版	重庆江北机场、大连周水子机场
深免	深圳宝安机场、西安咸阳机场
珠免	天津海滨机场

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

尽管如此，市场当前对于免税政策的变化之于中免的影响仍然心存疑虑，主要聚焦于两个问题：第一，就是海南未来打造自由贸易港模式以及放开离岛免税牌照对于海南免税格局的影响，尤其是中长期来看，中免在海南免税市场成长性和盈利能力如何？

第二，就是离境市内店国人购物政策渐行渐近（此前预计 2020 年上半年落地，疫情爆发可能导致或有推迟），而市内店购物未来带动的增量空间究竟多大也是大家普遍关心的问题。这两类问题也成为我们判断国旅长期投资价值的重要依据，下文中我们将重点探讨这两类问题。

二、自由贸易港模式下免税龙头机遇大于挑战

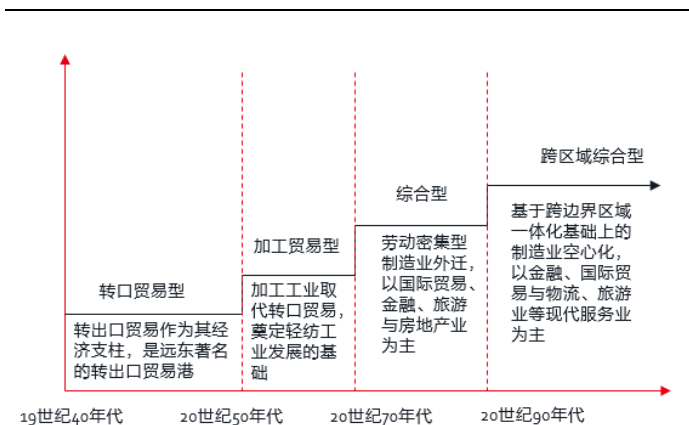
2.1 他山之石：香港&新加坡自贸港模式下的旅游零售业发展启示

2.1.1 香港自由贸易港模式：高度自由、零税率

目前香港是全球最自由、最开放的自由贸易港，背后主要得益于其特殊的地理位置以及发展的战略定位。香港自由贸易港发展大致经历 4 个阶段，综合型自由贸易港（第三阶段，开始于 70 年代后期）的定位调整推动香港旅游及零售业的蓬勃发展。

在商品税收方面，香港一般进出口商品不设任何流转税（如增值税、消费税等），而关税仅针对四类商品征收（酒类、烟草、碳氢油类及甲醇）。值得一提的是，早在 1931 年香港是将化妆品及药用酒精列入关税应税品之一，但于 1959 年又被剔除出去。

图 15：香港自由贸易港的演变过程



资料来源：《香港自由港模式发展演化、动力机制及启示》，西部证券研发中心

图 16：香港仅针对 4 类商品征收关税

商品品类	税收
酒类	30%以上酒精浓度酒类收取100%关税，无法确认酒精浓度的按每升160港币收取
烟草	每1000支香烟收取1906港币关税；雪茄每公斤收取2197港币；中国熟烟每公斤收取468港币；其他半成品烟草每公斤收取2309港币
碳氢油类	飞机燃油6.51港币/L；汽油（含铅）6.82港币/L；汽油（无铅）6.06港币/L；轻质柴油2.89港币/L
甲醇	甲醇840港币/L
其他商品（包含化妆品、箱包等）	无关税（也无消费税、增值税等）

资料来源：中国香港海关，西部证券研发中心，注：化妆品曾于 1931-1959 年期间被列入应税品之一，1959 又被剔除

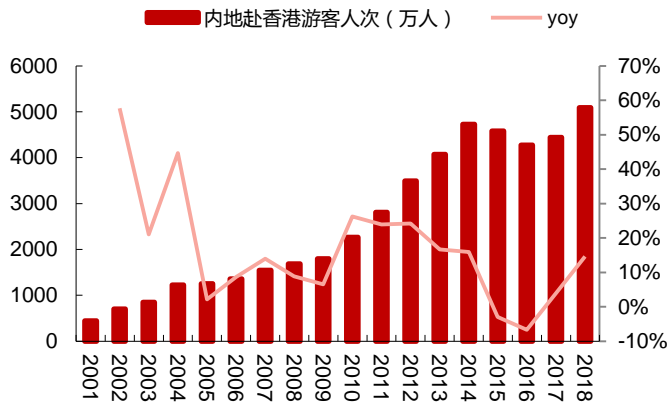
2.1.2 香港零售业：大陆游客消费占比38%，规模超1600亿元人民币

香港旅游零售业的快速发展起步于 2000 年之后，大陆游客的快速增长成为核心驱动。根据香港旅游局数据，内地赴香港游客人次从 05 年的 1249 万增长至 2015 年的 4584 万，复合增速达 13.9%。而根据世邦魏理仕数据，内地游客占香港零售总额的比重从 04 年的 14% 提升至 15 年的近 38%，消费规模达 1806 亿港元（折人民币 1620 亿元）。

2018 年香港社会零售总额达 4852 亿港元，05-18 年复合增速为 6.9%；其中化妆品（包含药物）、珠宝首饰（包含手表）、服装鞋类销售额分别为 495 亿、853 亿和 1246 亿港元，占比分别为 10.2%/17.6%/25.7%。

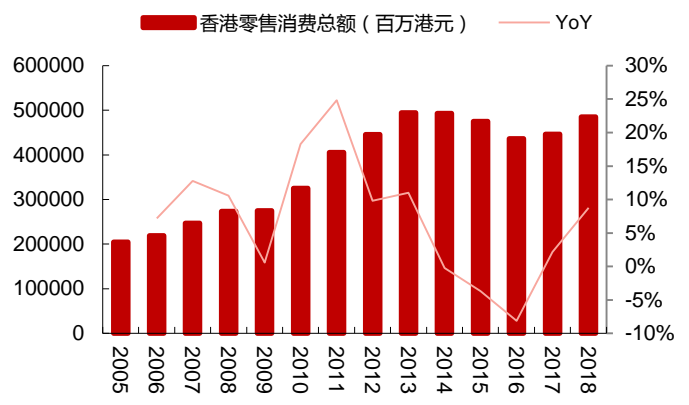
注：本文任何地方提及的“香港”一词一律指“中国香港”，为表达方便简称为“香港”

图 17: 内地赴香港游客人次及增速



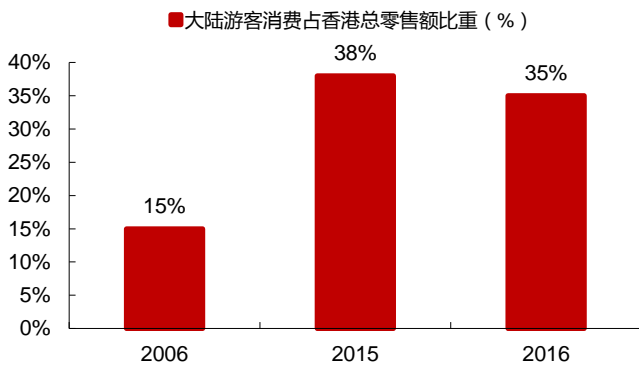
资料来源: 中国香港统计局, 西部证券研发中心

图 18: 香港零售行业规模及增速



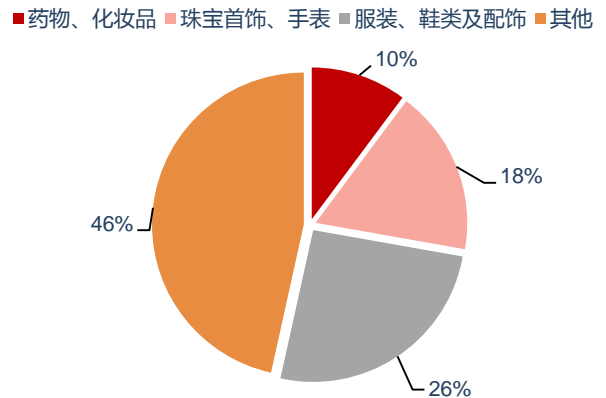
资料来源: 中国香港统计局, 西部证券研发中心

图 19: 2015 年内地游客消费占香港零售总额的近 38%



资料来源: 世邦魏理仕, 西部证券研发中心

图 20: 2018 年香港零售行业品类分类及占比



资料来源: 中国香港统计局, 西部证券研发中心

2.1.3 香港零售业竞争格局: 免税龙头DFS差异化定位获得竞争优势

香港旅游零售业主要包含三类参与者, 分别为免税零售商、专业连锁零售商以及一般百货零售商。香港免税零售商代表有 DFS; 一般百货商店代表有崇光百货; 而香港化妆品连锁零售商代表则有莎莎、卓悦等。

我们对比三类零售商代表发现, 核心免税零售商龙头 DFS 在位置、货源、购物体验等方面具备核心竞争优势 (门店多选自于核心商圈、品牌直采以及个性化的购物服务); 而在价格方面, 由于各方零售商品均为免税, 莎莎等零售商因定位需求采取更低定价策略, 但货品来源为消费者所诟病; 而百货零售商, 产品种类更为丰富, 定位偏向大众, 高端品牌较为缺失, 折扣力度也相对一般。

表 3: 香港三类零售企业代表对比

类别	代表企业	产品种类	货源	售后	零售网络	价格	购物体验	香港门店数量
百货零售商	崇光百货	化妆品、服装、首饰精品、皮具、家电、家居用品等	品牌直采、或者品牌专柜入驻联营	一般	香港拥有两家崇光百货商店（尖沙咀店和铜锣湾店）	价格折扣力度一般，高端品牌相对缺失	免费停车、购物礼券、免税送货、崇光 visa 卡购物优惠	2
专营连锁零售商	莎莎	主要聚焦于香化品类	主要经营化妆品，进货渠道不透明（多为区域批发渠道），反馈商品与专柜有一定差距	相对缺失	主要集中于香港、澳门地区、内地华南地区等，门店数超过 200 个	产品价格较低，可享受 95 折或者更低，比 DFS 价格更低	环境一般，店面较小（200-400 平米），店员服务质量一般	106
	卓悦			相对缺失	主要集中于香港地区，门店总数为 37 个		环境一般，店面较小（200-300 平米），店员服务质量一般	32
旅游零售商（免税零售商）	DFS	拥有 700 个全球知名品牌；拥有全世界 50% 时尚品牌经营权；奢侈品品类最为齐全（拥有部分独家销售名品）；还会设置专柜展示当地传统及文化，比如香港太阳广场 DFS Galleria 内设置的 Enjoy Hong Kong 精品廊	所售商品均为商标持有人授权发售，100% 原厂正货；香化、精品、箱包产品齐全	任何 dfs 店铺购买的商品都可以邮寄或者到本地门店退换货、维修	全球拥有 11 个机场店、20 个市内店、以及超过 420 家分店	与香港其他专柜价格接近，价格优势不明显，部分套装价格更具优惠	环境较好、地理主要集中于市中心，单店面积超过 5000 平米。提供休息室并有免费饮品和上网服务，享受 4 小时内送货到酒店的服务；可以享受个性化礼宾服务（比如免费护肤与美妆护理服务等）	4 个市内门店

资料来源：公司官网，公司财报，西部证券研发中心

而从以上渠道零售产品价格对比来看，香化产品的零售价格排序分别为莎莎<卓悦<DFS<崇光。整体来看，DFS 为代表的免税零售商在产品价格方面优势并不突出，甚至不敌国内离岛免税或机场免税店，其原因是 DFS 并未将自身定义成单一的免税零售商，仅通过价格优势吸引消费者，而是高端（豪华）旅行购物体验服务商，通过更为个性化、高端化的服务吸引消费者。此外，DFS 更具吸引力的是其奢侈品品类（拥有较多限量款奢侈品），满足消费者一站式购物需求，而莎莎、卓悦仅销售香化产品。

表 4: 主流化妆品产品渠道价格对比（单位：人民币，查询日期为 2020 年 1 月 20 日）

品牌	产品	DFS	莎莎	卓悦	日上	三亚免税店	专柜（天猫）
雅诗兰黛	小棕瓶精华/50ML	741	605	629	620	645	850
	小黑瓶精华肌底液 /50ML	911	498	681	520	750	1080
兰蔻	立体塑颜紧致眼霜 /15ML	500		386	399	445	560
	精华面霜/60 ML	2412	1906	2,196	1869	2146	2550
科颜氏	金盏花植物活肤水 /500ML	348	498	449	353	413	570

资料来源：各电商平台，西部证券研发中心，注：以上产品价格均为各零售商线上渠道列示价格，未考虑到店折扣部分或者其他会员价

DFS：打造一站式奢侈品零售服务体验，获得持续竞争优势

DFS 于 1960 年成立于香港，从期初的单一机场免税店运营延伸至市内店多场景经营，1997 年被全球奢侈品品牌巨头 LVMH 并购，目前在全球拥有 11 个主要机场免税店，20 个市内 T 广场店。

DFS 目前在香港拥有 4 个 T 广场店，值得一提的是，2012 年曾取得香港机场香化+烟酒整体运营权,但于 2017 年新一轮招投标中失去运营权,DFS 目前在香港不再拥有机场店的经营权。从目前香港经营情况来看，公司还在扩大深耕香港旅游免税市场，就在 19 年的 11 月，DFS 还开出了第四家门店，并计划在 2020 年之前完成广东道店的翻修。

更名预示着品牌战略升级，旨在为旅行社打造高品质、个性化的奢侈品购物体验。2013 年，DFS 品牌战略重新定位,将香港的 3 家(19 年增加第 4 家)市内店名称从以往的”DFS Galleria”改为” Traveller’ s Galleria by DFS”，表明公司希望将自己定位于为消费者提供高品质、个性化购物服务，而不仅仅是简单的购物商店或者机场免税店的延伸。

图 21：DFS 香港门店分布



资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 22：DFS 香港门店开业信息

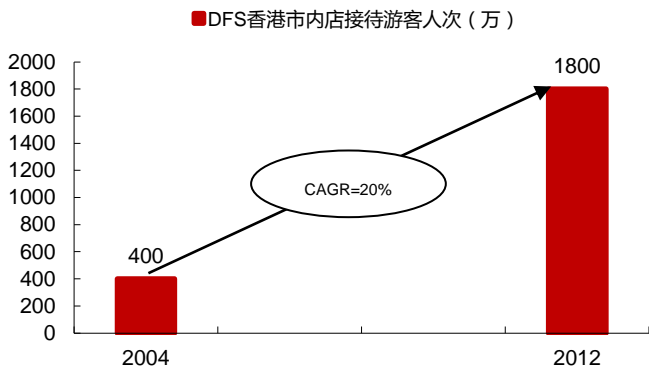
开业时间	地点	备注
1988 年	香港九龙尖沙咀东么地道店	
1996 年	香港广东道店	
2012 年 8 月	香港铜锣湾店	2020 年之前计划翻新
2019 年 11 月	香港九龙旺角太子道西 193 号新世纪广场店	

资料来源：公司官网，西部证券研发中心

DFS 香港市内店业务 04-12 年保持了 20%复合增速,增速远超行业整体。根据 DFS 官网新闻，得益于内地游客的快速增长，公司在香港 3 家市内店 04-12 年接待游客人次实现了 350%的增长，人数从 04 年的 400 万人次增长至 12 年的 1800 万人次，复合增速高达 20%以上。其中，72%游客来自于中国内地。结合 LVMH 披露的 Selective Retail Aisa (except Japan) (LVMH 不单独披露 DFS 财务数据) 数据，我们估计 DFS2004-2012 年在香港地区业务至少保持了 15%-20%的复合增速，远高于期间香港零售业整体增速（整体增速为 11.7%，香化药妆单品类期间复合增速 12.5%）。此后，随着大陆游客赴港旅游的饱和，增速趋于平稳，但仍然保持了高个位数的正增长。

在 2018 年之前(未失去香港机场免税店运营权之前),香港市场占据 DFS 总营收的 25%-30%，我们假设 DFS 业务占据 LVMH 的 Selectvie Retail 的比重为 50%（参照 2013 年数据），我们估算香港 2017 年 DFS 业务规模超过 22 亿美元左右，2018 年业务规模达 15 亿美元（注：18 年不再经营机场店），占香港整体零售业的比重为 2.4%，占内地游客赴港消费比重为 4.5%。

图 23:04-12 年 DFS 香港市内店接待游客人次复合增速达 20%



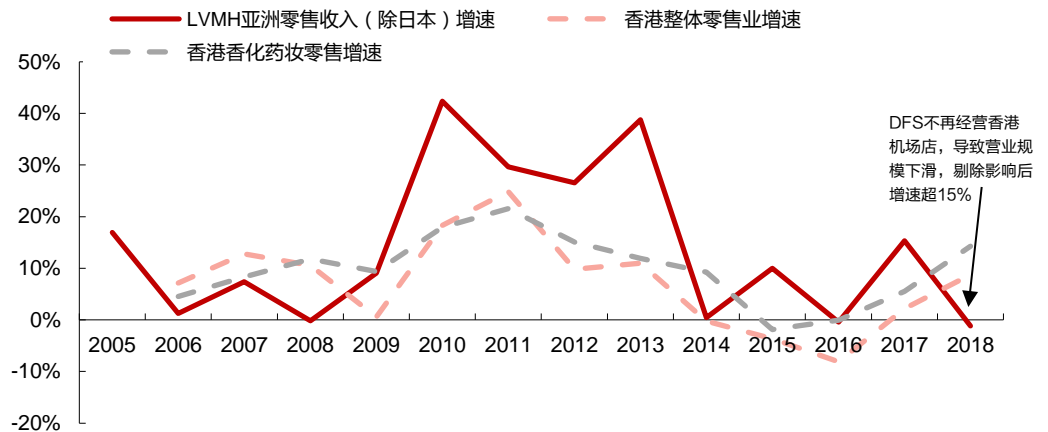
资料来源：公司官网，西部证券研发中心

图 24: LVMH Selective Retail Asia (除日本) 营收及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

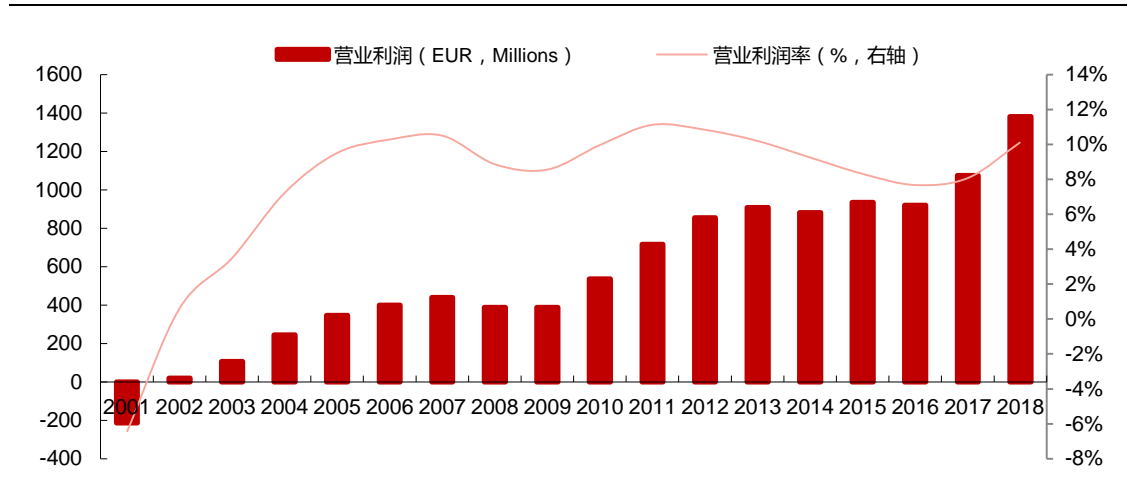
图 25: LVMH 亚洲零售业务 (除日本) 增长高于香港整体零售业以及化妆品药品单品类增速



资料来源：香港统计局，公司财报，西部证券研发中心

DFS 营业利润率超过 10%左右，预计香港市场 (市内店) 营业利润率更高。根据 LVMH 财报数据，公司 selective retail 板块利润率水平保持在 10%左右，我们估计 DFS 利润率水平基本与整体保持一致，从 2001 年开始随着香港及亚太接待内地游客的快速增长，DFS 营业利润率出现显著改善，最高达到 11%水平，此后随着公司 2012 年再次高价中标香港等机场店，高扣点给公司带来盈利压力，叠加内地游客的下滑波动，DFS 营业利润率出现一定下滑，从 11% 下滑至 2017 年的 8%，2017 年随着香港机场店投标失败，公司于 2018 年利润率迎来显著反弹，至此可以初步推断公司香港市内店业务营业利润率大概率高于 10%。**而根据我们此前的行业调研反馈，事实上 DFS 在香港业务的毛利率始终保持在了 60%以上的水平，费用率较高更多是受高商业租金、以及高劳动力成本影响。**

图 26: LVMH Selective Retail 板块营业利润及营业利润率



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注 13-17 年营业利润率下滑主要受 DFS 香港机场店高扣点影响，18 年不再经营香港机场业务，利润率明显反弹

崇光百货：2013 年之前增长依靠客流增量，13 年之后降本增效利润率维持较高水平

崇光百货于 1985 年在香港开设第一家门店，大股东为日本崇光，2000 年崇光日本宣布破产，香港崇光百货被利福国际收购，并于 2003 年在香港上市，目前崇光百货在香港拥有两家门店，分别坐落于尖沙咀和铜锣湾。

根据公司财报信息，02-13 年为崇光百货快速发展期，收入规模从 13 亿港币增长至 62 亿港币，复合增速高达 16.9%。营业利润从 4 亿港币增长至 23.7 亿港币，复合增速 19.5%。

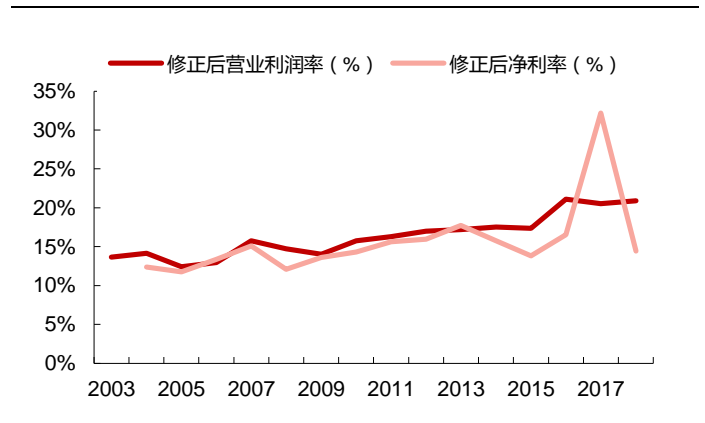
我们按全收入口径（非公司确认营业收入口径）计算公司营业利润率，公司近年来营业利润率（修正后）水平稳步提升，2016 年公司将内地业务剥离后，只剩余香港 2 家百货门店，营业利润率进一步提升至 21%，净利润在维持在 16-17% 水平。尽管近年来香港百货业务相对低迷，但公司依然维持了较高的营业利润率水平。

图 27: 崇光百货营业收入及增速



资料来源：公司财报，西部证券研发中心，注：2016 年收入显著下滑主要系剥离内地业务所致

图 28: 崇光百货营业利润率及净利率变化



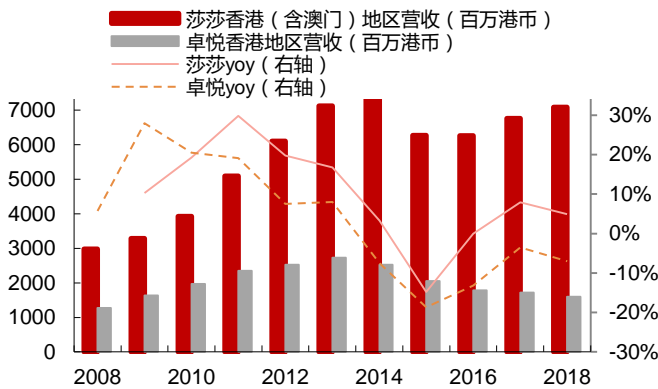
资料来源：公司财报，西部证券研发中心

莎莎&卓悦：平价定位优势逐步丧失，短期经营压力加大

莎莎国际 2018 年在港澳地区实现营收规模为 71 亿港元（人民币 63 亿），占其全部业务收入比重的 85%，过去 10 年复合增速为 9%。自 2014 年收入规模达到峰值的 73 亿港元后，近年来业务表现相对低迷。而卓悦香港 2018 年在香港地区实现营收规模为 16 亿港元（人民币 14 亿），过去 10 年复合增速仅为 2.2%，业务规模自 2013 年达到峰值以来呈现持续下滑趋势。

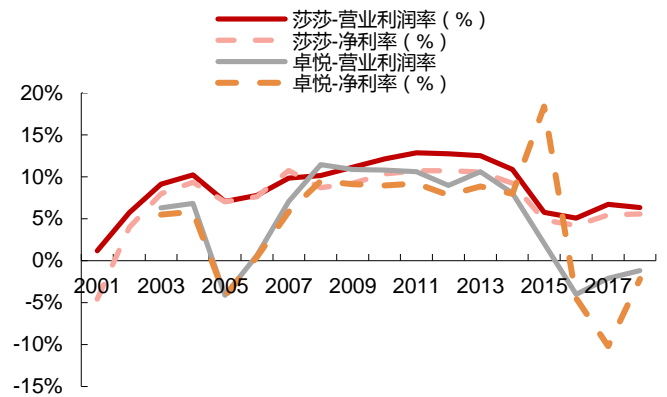
从两家的盈利能力来看，旅游消费业上行周期时两家公司都表现出了较好的盈利能力，营业利润率和净利率水平分别在 11%-13%和 9%-11%水平。盈利能力相对较强。随着 13 年香港旅游市场景气度的下滑，两家公司盈利能力出现较为明显的下滑，尤其是卓悦，近年来陷入亏损的局面。我们认为其经营的衰退主要系，在香港旅游业进入调整期后其平价商品定位的优势正在逐步丧失，而其自身定位又没有及时调整，相较于 DFS 和崇光百货经营压力更为突出。

图 29：莎莎、卓悦营收及增速变化



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

图 30：莎莎、卓悦营业利润率、净利率水平



资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.1.4 免税龙头盈利能力较强，费用端受租金、人工成本影响大

DFS 定位高端旅游零售体验服务商，持续保持了较高盈利水平。我们对比上文中分析的三类企业盈利水平，整体来看，在香港旅游业高景气周期时，旅游零售业企业均保持了较好的盈利水平，营业利润率及净利率水平均在 10% 以上。但在景气下行周期时，各方发展出现一定分化，通过服务的升级、门店的优化（放弃机场店、加大市内店布局），DFS 仍然保持了较好的盈利水平，显示出较强抗周期能力；而其他企业盈利能力显著下滑。此外，值得注意的是，香港零售商的毛利率一直保持在相对较高水平（50%-60%），表明市场竞争相对有序，而利润率波动更多是受高租金以及高人员工资成本稀释。

另外，我们进一步对比香港内地零售企业，发现香港高端旅游零售企业在毛利率方面显著优于国内百货公司，但在利润率方面优势有所缩减，再次印证香港高端旅游企业在租金及人员工资方面的压力较大。

表 5：香港旅游零售龙头企业毛利率水平较高，利润率水平波动受高租金及人工成本影响

	景气周期（2000-2013）			下行周期（2014-2018）		
	毛利率	营业利润率	净利率	毛利率	营业利润率	净利率
香港旅游零售&百货公司						
DFS	>60%	>12%	-	>60%	>10%	-
崇光百货	60%	23%	16%	74%	21%	14%
莎莎	47%	13%	11%	42%	7%	5%
卓悦	54%	11%	9%	64%	-1%	-2%
国内百货公司企业						
鄂武商 A	20%	14%	4%	21%	8%	6%
重庆百货	15%	3%	3%	18%	3%	3%
王府井	20%	5%	4%	21%	6%	5%
利群股份	18%	5%	3%	22%	3%	2%
文峰股份	17%	9%	6%	20%	6%	4%

资料来源：wind，西部证券研发中心，注：LVMH 未单独披露零售业务利润率水平

2.1.5 全球免税龙头在香港的布局策略：机场店为首选，市内店参与度一般

全球传统 top 免税零售商在香港布局相对有限，DFS 一家独大。目前 Dufry、新罗、乐天等全球顶级免税零售商在香港布局相对有限，且主要以机场店模式为主，市内店模式此前仅有 DFS 一家，直到 2019 年中免宣布开设香港市内店。我们认为香港旅游零售格局的现状主要是因为以下几点造成：

- （1）首先，对于乐天、新罗而言，其战略重心在本土市场，13 年之后韩国已经成为中国游客增长最快的亚洲旅游目的地，而韩国旅游零售产业链又相对完备（香化、精品等），在韩国政府全产业链规模利益最大化的顶层设计下，吸引更多海外尤其是中国游客赴韩旅游购物才能实现其利益目标（酒店、购物、景点等）；
- （2）而 Dufry 等欧美零售商此前业务发展的重心更多聚焦于机场（全球免税零售的主流模式）、火车站等交通枢纽零售渠道，市内店并非其发展重点；
- （3）传统免税零售商核心优势之一在于免税带来的价差红利，而香港为全免税港口，牌照优势尽失，且 DFS 长期经营香港市场，先发优势明显。

表 6：国际免税龙头鲜有布局香港市内店

旅游零售商	香港&澳门门店布局	规模及销售品类
Dufry	香港高铁站门店（九龙西站，2018年）、香港机场门店（2018年）、澳门威尼斯酒店市内店（2010年，2017年延期7年）	机场店为销售箱包以及精品；高铁站出发店面积为1200平米，到达店面积为300平米，销售商品为香化、烟酒以及甜食品类。澳门市内店面积达2000平米。
新罗	香港机场香化店（2018年）、澳门机场北区店（2019年，2014年与 Sky Connection 联合运营）	香港机场主要负责运营香化产品；澳门北区店运营全品类
King power (Hong Kong)	与王权泰国联合运营香港机场手表、珠宝店（2018年）、与中免联合运营澳门机场南区店	
拉格代尔	与拉格代尔联合运营香港机场烟酒店（2018年）、香港机场店（联合 Monocle，2019年）	Monocle store 主要销售图书、杂志、精品等
中免	与拉格代尔联合运营香港机场烟酒店（2018年）、中免香港市内店（2019年7月）、与王权香港运营澳门机场南区店（2019年）、计划开设澳门市内店	香港机场店运营烟酒；市内店门店面积1000平米，主要以香化品牌为主；澳门机场南区店运营全品类
DFA（美国免税）	澳门威尼斯人购物中心店	提供了多种选择的香水，优雅的礼服和休闲手表、礼品、珠宝、旅游相关的商品以及酒类及烟草

资料来源：各公司官网，西部证券研发中心，注：Lotte（乐天）没有在香港或者澳门开设机场店或市内店

2.1.6 新加坡自由贸易港模式：机场为免税商核心布局渠道

少科目、低税率

新加坡自由贸易港快速发展主要得益于其独特的地理位置，外向型的发展定位。目前，新加坡境内目前共有7个自由贸易区，其中1个以空运货物为主，另外6个以海运货物为主。

商品税收方面，目前新加坡对进口或者销售的商品征收消费税（GST，类似于我国的增值税），但税率较低，仅为7%。关税方面，目前新加坡仅针对4类进口商品征收关税，分别为汽车、烟草产品、石油和生物燃油产品、酒类。

表 7：新加坡针对四类商品征收关税

分类	关税
酒类	一般每升 88 美元
烟类	每根烟 42.7 美分
汽车	20%关税
汽油等	2 美元每 dal

资料来源：新加坡海关官网，西部证券研发中心

机场为免税商核心布局渠道，市内店仅 DFS 布局

2018年新加坡零售总额规模达360亿美元，12-18年复合增速为2.2%。按品类划分，化妆品（包含盥洗用品）、手袋箱包（包含鞋类）、首饰商品2018年销售规模分别为15.8、12.6和22.2亿美元，占零售总额的比例分别为4.4%/3.5%/6.2%。2017年中国赴新加坡游客规模超300万人次，消费总金额达31亿美元，其中超过50%占比为购物消费，即购物消费金额超过

近 16 亿美元，占新加坡零售总额规模的 4.4%。

目前，国际头部的旅游零售商主要选择新加坡机场作为其布局新加坡零售业务的模式，而在市内店方面，目前仅有 DFS 在新加坡开设了 T 广场店。其他全球免税龙头在新加坡市内店鲜有布局，再次印证了上文中我们的判断，即自由贸易港区域开设市内店并非免税龙头的战略布局重心。

表 8：头部旅游零售商在新加坡市场的布局情况

零售商	新加坡店铺布局
DFS	新加坡邮轮中心店、新加坡邮轮中心丹那美拉店、新加坡樟宜机场店（2020 年 6 月截止）、新加坡 T 广场（1996 年开业）
乐天	新加坡机场烟酒酒店（从 2020 年 6 月开始）
新罗	新加坡樟宜机场店（化妆品店）
King Power	新加坡樟宜机场店（服装）
Dufry	新加坡樟宜机场精品店、甜品店
海尼曼（Heinemann）	新加坡樟宜机场（红酒、雪茄专营店）

资料来源：公司财报，西部证券研发中心

2.2 中免海南先发优势明显，未来自由贸易港模式下前景依然值得期待

2.2.1 海南自由贸易港模式计划三步走

2018 年 4 月 13 日，习近平总书记在庆祝海南特区 30 周年大会重要讲话中提出，党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。

2018 年 4 月 14 日，中央发布《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，提出海南自由贸易港建设三阶段，（1）到 2020 年，自由贸易试验区建设取得重要进展，国际开放度显著提高；（2）到 2025 年，自由贸易港制度初步建立；（3）到 2035 年，自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟。

2019 年 12 月，海南省副省长在博鳌论坛上发言，提及海南争取 2020 年第二季度开始，可以将自贸港政策和制度体系逐步实施。

图 31：海南自由贸易港建设“三步走”



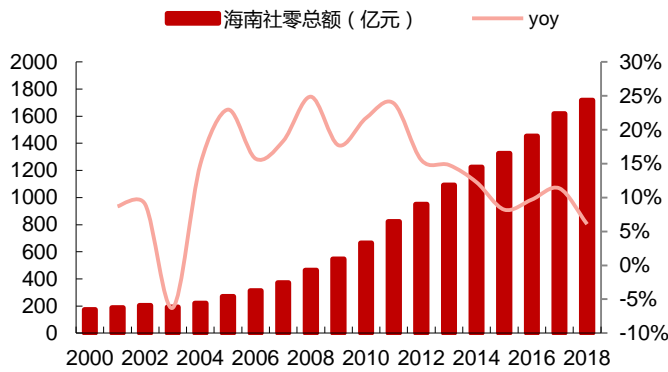
资料来源：新华网，西部证券研发中心

2.2.2 自由贸易港模式下推演海南零售业增量空间广阔

首先我们需要说明的是，我国目前的税收体系与香港、新加坡存在较大差异。可以明确的是未来海南自由贸易港模式第一步是取消关税；其次实施低水平贸易流转税以及企业所得税等科目，但是否完全取消流转税（消费税、增值税）还存在较大不确定性，且是否覆盖全品类也仍然存在不确定性，即使照搬香港、新加坡模式，在特定消费品如香烟、烈酒方面仍然征收了较高的关税（消费税）。

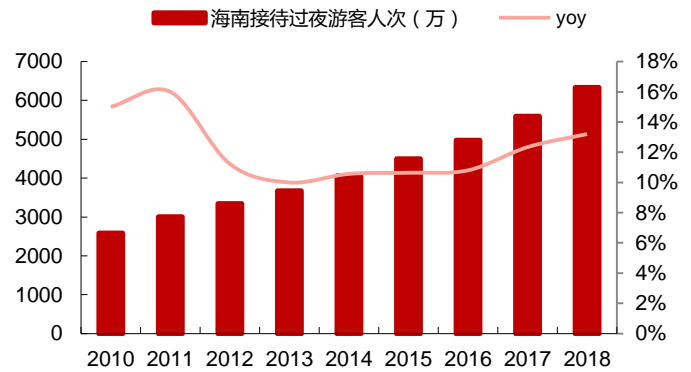
2018年，海南零售总额达1717亿元，其中商品零售额达1420亿元。限额商品零售规模达503亿元，其中化妆品、金银珠宝、纺织品（衣服鞋帽等）消费规模分别为57亿、13亿、42亿元，合计占限额以上商品零售规模的22.2%。此外，2018海南全岛免税零售规模达101亿元，占限额商品零售规模的20%。旅游市场方面，2018年海南旅游业总收入达950亿元。根据海南省旅游委员会公布的数据，我们预计2018年游客购物占比15%-20%左右，总金额约为150-190亿元。

图 32：2018 年海南社零总额达 1717 亿元



资料来源：海南统计局，西部证券研发中心

图 33：2018 年海南过夜游客人次达 6330 万



资料来源：海南统计局，西部证券研发中心

吸引海外消费回流将带来巨大消费增量。考虑到国家发展战略以及区位替代效应，我们有理由相信一旦海南自由贸易港成熟运作，将极大带动当地贸易、旅游、零售业的发展，或复制香港、新加坡发展轨迹。未来海南零售市场的增量空间至少来自于以下两个方面：（1）截留内地赴香港、新加坡等地主要以购物为主的游客；（2）进一步，吸引海外游客，如日本、韩国、俄罗斯等地。

下面我们给出不同情境假设下的海南对于海外消费的截留情况：（1）我们假设海南完全参考香港自由贸易港模式，即商品全免税（关税除烟酒等）。根据我们的测算（参照下表），假设未来香港、新加坡市场有70%的游客分流至海南市场，则静态条件下可以为海南商品零售市场带来至少1198亿元的增量。（2）我们假设海南参考新加坡自由贸易港模式，即低税率，增值税率7%，关税除烟酒等产品全免。根据我们的测算（参照下表），假设未来香港、新加坡市场有50%的游客分流至海南市场，则静态条件下可以为海南商品零售市场带来至少856亿元的增量。

图 34：截留海外消费市场的情境测算

香港		情景假设：截留游客比例	
		50%	70%
旅游人次（万）	5094	2547	3566
人均消费（仅考虑零售部分）（单位：元）	3141	3141	3141
规模（亿元）	1600	800	1120
新加坡		情景假设：截留游客比例	
		50%	70%
旅游人次（万）	341	171	239
人均消费（仅考虑零售部分）（单位：元）	3284	3284	3284
规模（亿元）	112	56	78
合计		856	1198

资料来源：wind，西部证券研发中心

2.2.3 全球免税龙头大举布局动机有限，竞争相对可控

市场担心，若未来海南自由贸易港模式下全面放开免税零售市场，海外免税龙头有可能大举布局海南市场，对中免形成强大竞争压力。但根据我们上文中对香港、新加坡市场的分析发现，海外免税龙头在自由贸易港区域开店尤其是布局市内店的意愿一般，具体来看：

- （1）首先，我们认为韩国免税龙头乐天、新罗在韩国“全产业链利益最大化”的顶层设计下，势必更希望海外游客赴韩国本土消费而非海外，其中中国游客更是其核心客群，若未来乐天、新罗等免税龙头大举布局海南市场，无异于分流国内市场蛋糕，不符合利益最大化诉求。
- （2）其次，欧美免税龙头 Dufry 等更倾向于布局传统机场、口岸免税店，牌照经营始终为其发展重点，且市内店鲜有布局，所以我们认为大幅进入海南市场的概率也较低。
- （3）最后，由于当前 DFS 核心策略主要侧重于市内店模式，我们不排除未来 DFS 积极布局海南旅游零售市场的动机，且曾为海免核心供应商，表明其早有参与意愿。但需要指出的是，即便未来 DFS 进入海南市场，我们判断其更多采取的是“盈利优先”而非“竞争优先”的策略，从其先后退出香港机场、新加坡机场免税店运营已经表明 DFS 对盈利诉求更为强烈。换言之，即便未来 DFS 进入海南市场，也大概率不会采取价格战换取市场空间的策略。

综上，我们认为未来全球免税龙头大举布局海南旅游零售市场动机有限，竞争相对可控。

2.2.4 中免收入弹性测算

我们通过情景假设，在不同市占率条件下，计算中免公司未来市场空间，当前静态条件下，中免免税收入（包含海口机场店、市内店等）占海南零售业的比重在 9% 左右，如果未来能够维持当前市占率水平，静态情形下中免收入规模有望达到 200 亿元。

此外,我们参考 DFS 在香港零售市场份额(DFS 占内地赴香港游客总消费额的比重为 4.5%), 则中免未来可实现的收入体量有望达到 110 亿元, 仍然超过了目前中免免税收入体量(2018 年), 而且这里我们尚未考虑政策实施所带动的存量及其他新增市场的爆发增长。

所以综合来看, 即使海南未来实施自由贸易港政策, 我们认为凭借中免在海南多年的先发优势(地理位置、品牌形象、完整供应链体系), 中免仍将有希望取得较好的发展机遇。况且自由贸易港模式当前还未有定论, 中免免税牌照优势是否完全失去还难以定论。整体来看, 中免公司长期仍然具备较强的竞争实力, 我们对其未来在海南免税市场的发展前景仍然较为乐观。

表 9: 中免海南市场收入规模敏感性分析

		海南商品零售业市场规模(亿元)(不含汽车、石化)				
		2000	2100	2200	2300	2400
中 免 市 占 率	4%	80	84	88	92	96
	5%	100	105	110	115	120
	6%	120	126	132	138	144
	7%	140	147	154	161	168
	8%	160	168	176	184	192
	9%	180	189	198	207	216
	10%	200	210	220	230	240

资料来源: wind, 西部证券研发中心

2.2.5 规模优势、先发优势、自有物业确保中免长期核心竞争力

从零售业竞争格局来看, 未来海南实施自由贸易港模式, 中免价格端的竞争优势势必遭到极大削弱, 但参考香港市场, 以专业高端旅游零售商定位的 DFS 仍然取得了不俗的发展成绩。这表明如若未来中免在自身定位、市场营销、客户服务等环节积极改进升级, 仍然具有广阔的发展空间。此外, 参考香港市场, 高端旅游零售商在开放竞争的市场中毛利率依然保持了较高水平, 而中免凭借自有物业优势, 不受高租金影响困扰, 未来在产品价格竞争力方面具备更大的可操作空间, 我们认为中免仍然有望保持较好的盈利能力。

三、离境市内店增量空间广阔，有望成为下一个金矿

自2019年上半年开始，中免逐步恢复5大城市（上海、北京、青岛、大连、厦门）市内店运营，但依据现有政策，当前市内店仅针对境外游客离境前的购物需求，而更具实质性消费潜力的国人目前却不能享受市内店购物便利。

目前中免正在积极申请针对国人开放的离境市内店购物新政，包括上海在内的地方商务局官员也多次表态希望放开市内店国人购物政策，进一步改善当地消费环境，促进消费回流。结合我们的多渠道调研，我们认为国人购物新政或渐行渐近（或2020年下半年），但市内店新政所带来的巨大空间目前却为市场所低估，下文我们将重点分析离境市内店这又一免税的巨大金矿。




3.1他山之石：韩国市内店成为吸引韩国国民消费回流的重要路径

虽然目前韩国免税业的核心目标客群为境外游客（尤其是中国人），境外游客占韩国免税零售业消费比重高达近80%，但我们追溯韩国免税业的发展历程发现，韩国免税零售业发展早期更多的是希望截留韩国本国居民海外消费，韩国免税行业采取多种方式吸引国人海外消费回流，具体包括：

(1) 增加免税渠道及数量，尤其增设市内店。1967年韩国金浦机场开设第一家机场免税店，70年代末，韩国率先在首尔开放市内免税店（1979年），随后逐步延伸离岛免税店（2002年）等、入境免税店（2019年开设第一家机场入境店）。目前韩国拥有超过30家机场免税店、22家市内免税店、4家离岛免税店，主要集中于首尔明洞、仁川机场、济州岛等地。目前韩国国人在市内店、机场店、离岛店的渠道消费占比分别为46%/40%/14%，市内店成为韩国国人免税品消费的最主要渠道。

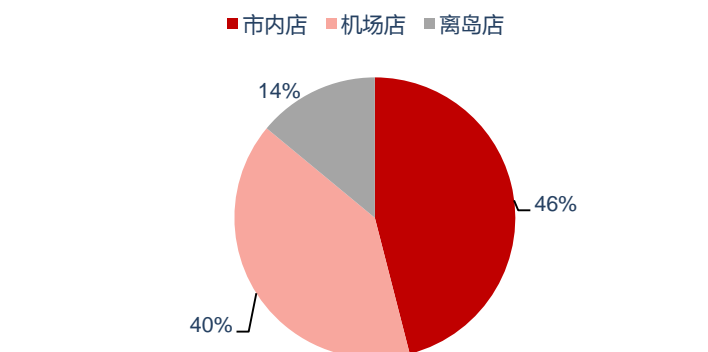
(2) 持续提升购买额度。韩国离境免税额度从1995年的2000美元提升至2019年的5000美元（2000年新增线上购物渠道），入境免税额度从2014年的400美元提升至2019年600美元，并且在2019年6月开设第一家机场入境店，2002年新增离岛免税额度每次400美元（全年限6次），2015年将单次离岛免税购买额度提升至600美元（全年限购次数保持不变）。

图 35：韩国免税店分布（单位：家）

机场店		30（入境+出境）
市内店		22
离岛店		4

资料来源：韩国免税业协会，西部证券研发中心

图 36：韩国国人在市内店渠道消费占比达 46%



资料来源：韩国免税业协会，西部证券研发中心

表 10: 韩国持续提升国人免税购买额度

	1995	2002	2006	2014	2015	2019
离境免税额度 (美元)	2000	2000	3000	3000	3000	5000
入境免税额度 (美元)	400	400	400	600	600	600
离岛免税额度 (美元)		每人每年限购 6 次, 每次不超过 400 美元		每人每年限购 6 次, 每次不超过 600 美元		

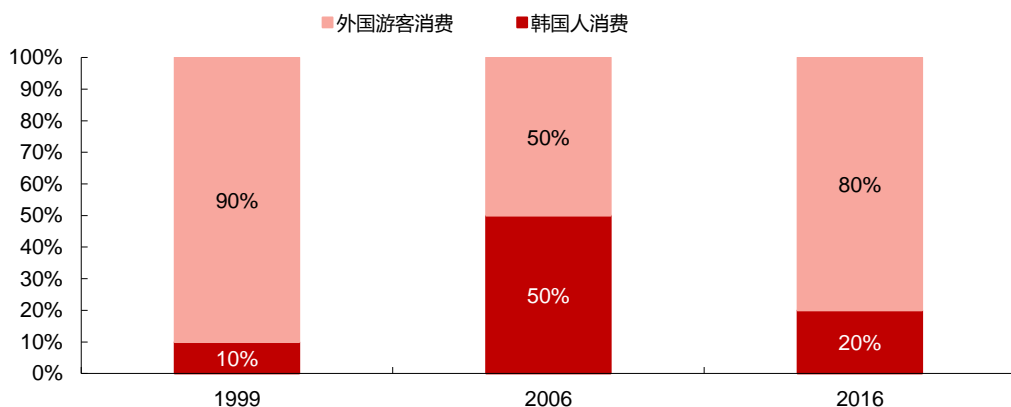
资料来源: 韩国免税业协会, 西部证券研发中心

通过扩充免税渠道 (尤其是新增市内店) 和提升购买额度, 韩国 2000 年后吸引海外消费回流效果显著。以新罗免税店为例, 自 1999 年以来, 韩国国人免税零售占比持续提升, 从 1999 年的 10% 左右提升至 2006 年 50%, 后因中国游客的大幅增长, 导致韩国人消费占比又逐渐下滑。

2005-2011 年期间, 韩国国内免税消费增速高于海外消费。韩国人 2005 年海外旅游消费的金
额约为 126 亿美元, 2011 年海外消费金额为 155 亿美元, 复合增速为 4% 左右, 期间韩国人
国内免税消费金额从 10 亿美元左右增加至 24 亿美元, 复合增速高达 15.7%, 增速高于海外
消费。2011 年之后, 韩国人国内免税消费市场趋于饱和, 增速与海外消费增速趋于一致。

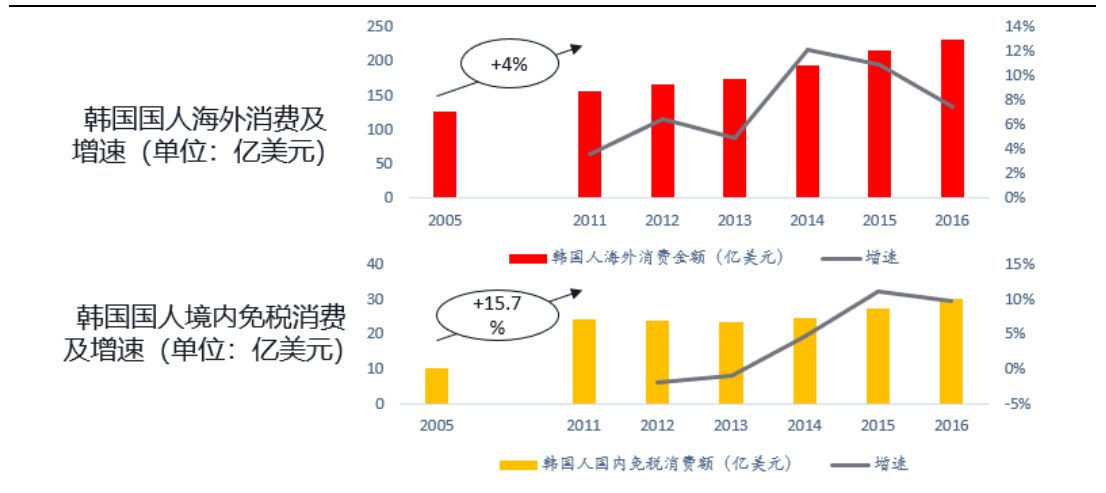
2017 年, 韩国人国内免税店消费金额为 34 亿美元, 而根据 KCCI 的调研, 韩国人在境内免税
店消费高于境外消费, 即韩国人在国内免税渠道的消费占比至少超过 50%。韩国人在国内免
税渠道购买最多的商品为化妆品、箱包、精品 (包括手表、珠宝等), 而在海外市场购买最多
的是服装、食物、精品等。

图 37: 新罗免税店韩国人消费占比变化



资料来源: TRBusiness, 西部证券研发中心

图 38：05-11 年期间韩国人境内免税消费增速远超海外消费增速



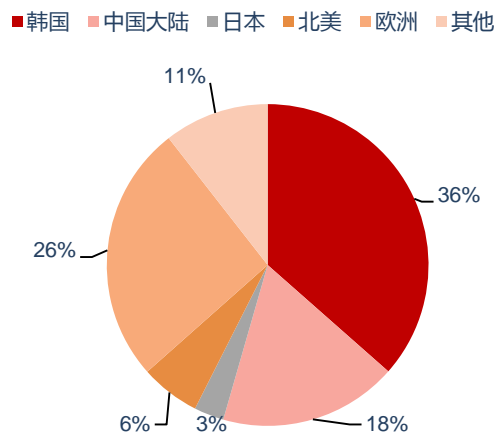
资料来源: TRBusiness, 西部证券研发中心

3.2国内占比仅18%，我国免税消费回流空间广阔

根据国家商务部数据, 2018 年我国国人境外免税品消费规模超过 1800 亿元, 叠加国内免税渠道消费的 395 亿元, 我国国人全球免税品消费总规模近 2200 亿元。

按照全球不同区域划分, 2018 年中国游客购买免税商品区域分布主要集中于韩国(800 亿元)、中国本土 (395 亿元)、欧洲 (572 亿元)、北美 (132 亿元)、日本 (66 亿元) 等地, 占比分别为 36%/18%/26%/6%/3%。

图 39：2018 年中国消费者在全球各地区免税品消费占比



资料来源: TRBusiness, 中国商务部, 西部证券研发中心

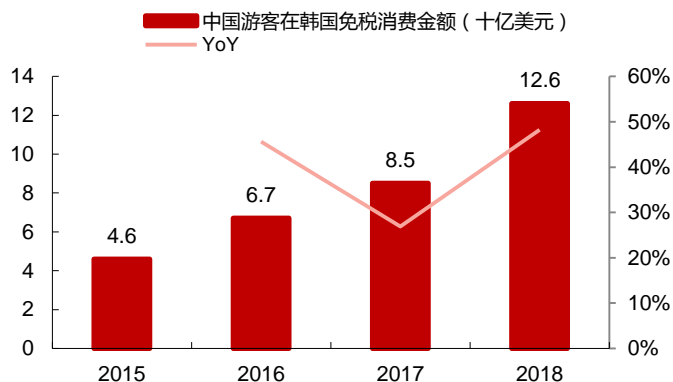
中国游客贡献韩国免税业消费规模的 7 成以上。2018 年中国游客在韩国免税店消费额度达 126 亿美元, 同比增长 50%。近几年, 中国游客免税消费占韩国免税整体市场的比重持续提升, 从 15 年的 57% 提升至 18 年的 73.4%, 占整体外国游客消费的比重更是高达近 90%。

市内免税店成为国人赴韩国购物的主要渠道。而我们进一步拆分中国游客在韩国各免税渠道的消费占比情况, 市内店成为最为核心的免税购物渠道, 占比超过 90%。其背后原因在于市内

店更为丰富的购物品类、更为充足的购物时间，以及针对中国代购更为激进的返点政策。

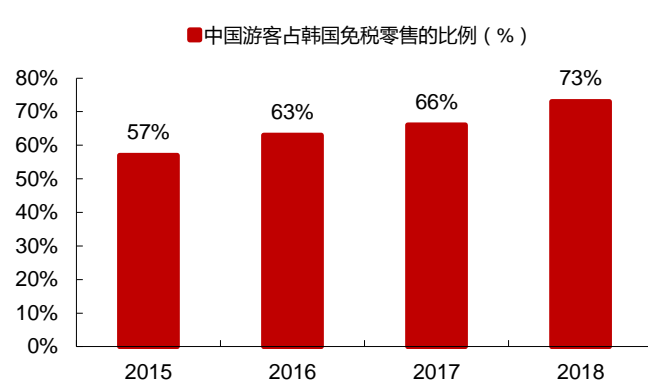
我们认为未来随着我国市内店国人购物政策的实施，将有望复制韩国免税业成长路径，乐观假设随着免税额度提升（此前上海市商务局官员建议入境免税额度从目前的 8000 元提升至 1.3 万元）、线上购物平台的开放、多元化营销方式的推广、国货品牌（尤其是烟酒）进一步渗透等相关配套政策的落地，我们认为国人海外免税品消费回流的空间将有望进一步打开。

图 40：2018 年中国游客在韩国免税消费额高达 126 亿美元



资料来源：韩国免税业协会，西部证券研发中心

图 41：中国游客免税消费占韩国整体市场比重持续提升



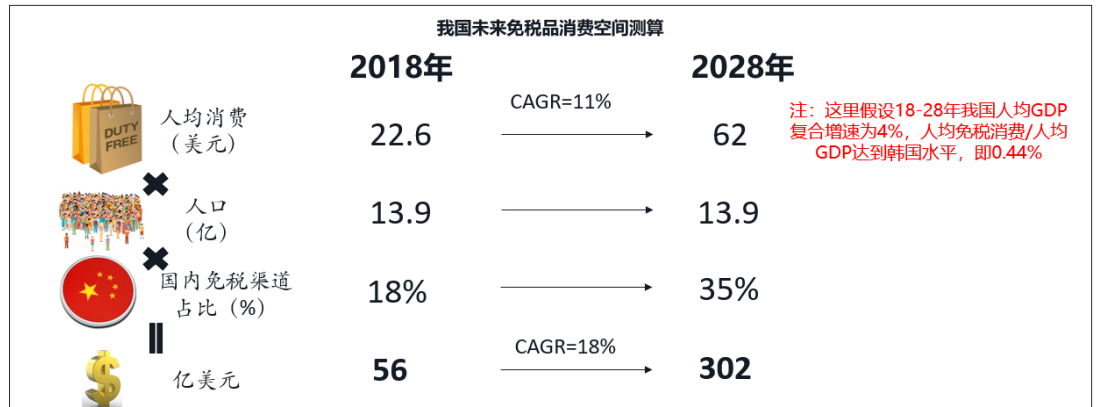
资料来源：韩国免税业协会，西部证券研发中心

2018 年韩国人全球免税商品购买额约为 72 亿美元，人均消费额为 139 美元。而我国 18 年全球免税品购买额为 314 亿美元，人均消费额为 22.6 美元，只占韩国的 16%。即使考虑人均 GDP 的差异（18 年中国人均 GDP 为 0.95 万美元，韩国人均 GDP 为 3.14 万美元），中国人均免税品消费额也未达到韩国的 30% 水平（注：这里未采用免税消费总额/出境总人次指标作为人均购买额，主要考虑到国内海外代购、离岛免税占比较重，而这一块应该反应在整体免税消费需求里面）。

我们假设中国 18-28 年人均 GDP 增速在 4% 左右，则至 2028 年中国人均 GDP 有望达到 1.4 万美元，参考韩国标准，我们中性估算 2028 年人均免税品消费额有望达到 62 美元，较 18 年增长 174%（这里假设免税品消费习惯进一步普及、出境游人次继续保持增长，从而免税品占人均 GDP 比重与韩国相当水平）。

当前，我国国人在境内免税渠道消费免税商品的占比仅为 18%，高达 82% 的免税品消费发生在海外市场。而韩国当前国人免税品消费中，有超过 50% 发生在国内免税渠道。若中性假设未来国内免税渠道消费占比能够达到 35%，则到 2028 年我国国内免税市场规模有望达到 302 亿美元，复合增速为 18%。

图 42：2028 年我国国内免税消费空间有望达到 302 亿美元



资料来源：wind，西部证券研发中心，注：这里未采用免税消费总额/出境总人次指标作为人均购买额，主要考虑到国内海外代购、离岛免税占比较高，而这一块应该反应在整体免税消费总需求里

3.3我国离境市内店长期市场规模巨大，带来中免利润较大增厚空间

2018 年韩国国人免税购物人群中，市内店购物人数占比为 30%左右，但由于市内店购物人群客单价显著高于机场店购物（180 美元 VS 90 美元，注：韩国国人免税购物客单价整体较低，我们认为这主要系韩国免税购物消费已经进入成熟期、且出境游渗透率极高所致（高频低价）），导致韩国国人市内店消费金额占比高达近 50%。可以看出市内店由于提供了多元化的购物渠道（线上&线下）、更充足的购物时间、一站式的购物体验，带动了更高的客单价水平。以此作为推测，我们认为未来国内市内店开放后，客单价购物水平也有望超越目前机场免税店客单价水平。

仅考虑既有 5 家市内店未来国人购物政策的放开，以北京、上海为例，其机场店购物客群渗透率为 15%-20%左右（若单独折算出境店渗透率（出境购买人次/出境游客人次），则渗透率在 18%-22%），客单价在 2000-2500 元左右。参照韩国市场，假设市内店渗透率为机场店的 60%，即 7.5%-10%渗透率水平，而客单价为机场店的 1.5-2 倍，则我们测算仅北京、上海市内店中期即可贡献免税销售规模分别为 45 亿和 90 亿元，而长期合计规模更是有望近 300 亿元。而就盈利能力而言，由于不受机场高扣点的掣肘（预计支付机场少部分提货点租金费用，提成率小于 10%），市内店盈利能力将显著高于当前北京、上海机场店表现，参考中出服上海入境市内店经营情况，我们预计未来北京、上海市内店净利率水平有望超过 20%，而权益净利率水平则为 10.2%左右。即以中期视角来看（5 年时间），北京、上海市内店有望贡献归母净利润达 14 亿元左右，占 2019 年中国国旅扣非归母净利润的比重达 36%，利润增厚幅度相当可观。

表 11: 上海市内店潜在规模测算

单位: (亿元)		中期 (5年)			长期 (10年)		
		购买渗透率 (%)			购买渗透率 (%)		
		10%	11%	12%	13%	14%	15%
客 单 价 (元)	3000	69.3	76.2	83.2	99.5	107.1	114.8
	3500	80.9	88.9	97.0	116.1	125.0	133.9
	4000	92.4	101.7	110.9	132.6	142.8	153.0
	4500	104.0	114.4	124.8	149.2	160.7	172.2
	5000	115.5	127.1	138.6	165.8	178.6	191.3
	5500	127.1	139.8	152.5	182.4	196.4	210.4

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 注: 潜在规模=出境购买渗透率*(机场出入境游客吞吐量/2)*客单价, 2018年上海机场出入境游客吞吐量为3757万, 假设19-25年复合增速3%, 则2025年上海机场国际旅客吞吐量达4620万, 进一步假设26-30年复合增速为2%, 则到2030年上海机场国际旅客吞吐量达5100万。

表 12: 北京市内店潜在规模测算

单位: (亿元)		中期 (5年)			长期 (10年)		
		购买渗透率 (%)			购买渗透率 (%)		
		8%	9%	10%	11%	12%	13%
客 单 价 (元)	2500	33.7	37.9	42.1	51.1	55.7	60.4
	3000	40.4	45.4	50.5	61.3	66.9	72.5
	3500	47.1	53.0	58.9	71.5	78.0	84.6
	4000	53.9	60.6	67.3	81.8	89.2	96.6
	4500	60.6	68.2	75.7	92.0	100.3	108.7
	5000	67.3	75.7	84.2	102.2	111.5	120.8

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心, 注: 潜在规模=出境购买渗透率*(机场出入境游客吞吐量/2)*客单价, 2018年首都机场出入境游客吞吐量为2737万, 假设19-25年复合增速3%, 则2025年首都机场国际旅客吞吐量达3366万, 进一步假设26-30年复合增速为2%, 则到2030年上海机场国际旅客吞吐量达3717万。

3.4 市内店对机场分流影响可控, 机场店仍可完成保底任务

未来市内店对国人购物的放开是否对机场店形成较大分流, 从而影响机场店保底任务的完成也是市场普遍关心的问题。我们认为从韩国的经验来看, 分流相对可控。根据我们上文的分析, 事实上从购买人次来看, 2018年韩国国人在机场渠道购买人次达1497万, 远超市内店的898万人次(虽然平均客单价市内店为机场店的近一倍), 表明机场天然旅游消费流量入口地位仍然无可撼动。韩国通过差异化的品类陈列(比如机场可售卖烟酒, 而市内店不卖烟酒品类)、定价策略突出机场店、市内店各自的优势。

根据此前中免中标北京、上海机场免税店的协同合同, 上海机场7年经营期的保底租金总额为410亿元, 年平均保底租金为58.57亿元, 根据42.5%的综合销售提成比例, 推算出保底年平均销售额为137.8亿元, 而我们预计2019年上海机场实现免税品销售额达150亿元, 已经超过年平均保底销售额。市场担心是否因为市内店开业而出现机场销售额大幅下滑的情况, 我们认为考虑到中免需综合权衡与机场的长期合作关系, 大概率会通过品类及价格调节等手段力保达成保底最低要求。此外, 如果基于中免利益最大化的理论假设下, 则理论上未来上海免税品消费的增量均可来自于市内店(抵扣点、高利润率), 结合上文分析, 假设未来5年上海免税销售规模的复合增速为12%, 即到2025年上海免税消费的总规模达296亿元, 倒推出市内

店规模即可达 104 亿元 (=296 亿-192 亿 (2025 年预计保底销售额)), 再次印证了我们上文中的预测, 即中期上海市内店超过百亿难度不大。而北京机场合同, 要求 2018 年首年 T2 保底租金为 8.3 亿元, 提成率为 47.5%; T3 首年保底租金为 22 亿元, 提成率为 43.5%, 由此推算出 2018 年 T2、T3 保底销售额分别为 17.5 亿元和 50.6 亿元, 而我们预计 2019 年北京机场 T2、T3 的销售额分别超过了 20 亿元和 80 亿元, 同样整体完成保底销售额难度不大。

表 13: 上海、北京机场免税保底租金及销售额情况

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	合计
上海机场								
预计保底租金(亿元)	35.25	41.58	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48	410
综合保底提成率	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%	42.50%
预计年保底销售额 (亿元)	82.94	97.84	107.27	147.95	161.39	175.62	191.72	965
北京机场	首年(2018年)T2 保底租金为 8.3 亿元, 提成率为 47.5%; T3 首年保底租金为 22 亿元, 提成率为 43.5%, 由此推算出 2018 年 T2、T3 保底销售额分别为 17.5 亿元和 50.6 亿元							

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

四、投资建议

4.1 关键假设

(1) 三亚免税店：受短期疫情影响，预计 20 年三亚店客流量呈现前低后高水平（下半年需求回补），全年客流量与 19 年相比下滑 10%。预计 19-21 年三亚店接待游客人次分别为 221/199/266 万，客单价分别为 4795/4939/5087 元，实现销售收入分别为 106/99/136 亿元。

(2) 上海、北京机场店：同样受疫情影响以及海外疫情的扩散，预计 20 年机场国际旅客吞吐量下滑 10%。预计 19-21 年上海机场免税商品购买人次分别为 602/525/702 万，客单价分别为 2575/2601/2731 元，实现销售收入分别为 155/136/191 亿元。预计 19-21 年首都机场免税商品购买人次分别为 345/304/419 万，客单价分别为 2472/2497/2572 元，实现销售收入分别为 85/76/108 亿元。

(3) 受汇率波动、打折促销活动以及 20 年 Q1 疫情影响，预计 19-20 年公司商品销售毛利率有所下滑，但随着短期波动因素的消失，规模效应下预计 21 年毛利率有所提升。

(4) 市内店：尽管我们对市内店国人购物政策落地预期较高，但政策未正式落地前仍然具有不确定性，且即使下半年落地，我们预计对于 20 年甚至 21 年整体业绩影响相对较小，基于审慎性原则，20-21 年暂不考虑市内店增量部分。

表 14：中国国旅收入端预测拆分

收入端拆分（单位：亿元）	2018	2019E	2020E	2021E
免税				
三亚店	80	106	99	136
YoY		33%	-7%	38%
上海机场店	105	155	136	191
YoY		48%	-12%	40%
北京机场店	74	85	76	108
YoY		15%	-11%	42%
其它传统免税及批发业务	85	128	124	146
YoY		51%	-3%	18%
小计	343	474	434	581
YoY		38%	-8%	34%
旅行社				
旅游服务	123	6	0	0
合计	466	480	434	581
YoY		3%	-10%	34%
毛利率	41.5%	50.4%	50.1%	51.1%

资料来源：wind，西部证券研发中心

表 15：中国国旅归母利润端预测拆分

利润端拆分(单位:亿元)	2018	2019E	2020E	2021E
免税				
三亚店	24.03	27.08	25.10	38.13
YoY		13%	-7%	52%
上海机场店	4.67	4.99	4.52	6.83
YoY		7%	-9%	51%
北京机场店	1.76	1.58	1.33	2.17
YoY		-10%	-16%	63%
其它传统免税及批发业务	0.93	6.89	5.64	10.67
YoY		641%	-18%	89%
旅行社				
旅游服务	-0.44	0.00	0.00	0.00
其他非经常损益				
		6.00		
合计	30.95	46.53	36.60	57.81
YoY		50%	-21%	58%

资料来源：wind，西部证券研发中心，注：2019 年非经常损益主要包括剥离旅行社确认的 7 亿元税后投资收益，以及 1 亿元的河心岛项目开业前期投入

4.2 估值

我们预计公司 19-21 年 EPS 分别为 2.38、1.87 和 2.96 元，对应最新 PE 分别为 34、43 和 27 倍。

我们结合相对估值和绝对估值法（具体参照下文），得到合理目标价范围为 94.7-97.7 元，基于审慎原则，给予目标价 94.7 元，对应 2021 年 PE 为 32X，维持公司“增持”评级。

4.2.1 相对估值

目前，A 股免税零售企业仅中国国旅一家，具备极高稀缺性，可比公司相对较少，估值参考意义也相对有限。但以业务性质相近零售板块企业作为参考，企业估值分化严重，整体来看具备高壁垒且稳定成长性的龙头企业估值溢价明显，以龙头永辉超市为例，20 年市盈率高达 30X，远超其他零售企业水平（平均 10-15 倍左右），表明市场给予确定性成长公司更高估值溢价。

中国国旅近年估值水平提升明显，且维持高位（35-40 倍），隐含着市场对于其持续享受免税红利、整合国内免税市场预期。虽然目前部分预期已经兑现，但结合我们上文中的分析，目前市场对于未来海南免税市场发展前景、市内店增量空间存在或悲观或低估的预期，相关利好有望持续释放，随着后期市内店落地以及海南免税市场认知的修正催化，我们认为公司未来仍将有望享受较高估值水平。

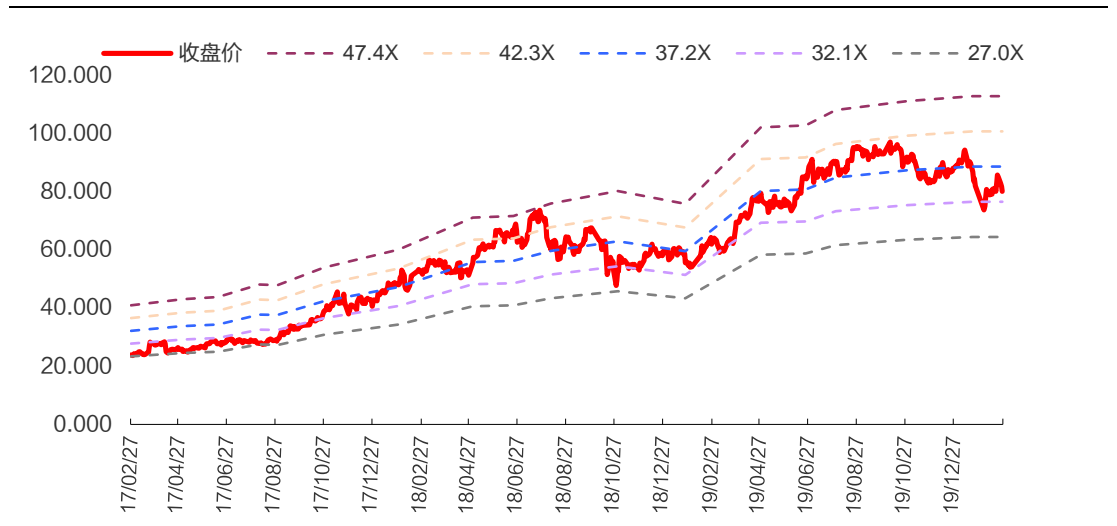
此外，考虑 2020 年到受疫情影响扰动出现利润暂时性下滑，参考意义有限，我们选择 2021 年利润作为估值基准（未隐含市内店预期，相对保守），19-21 年扣非归母利润复合增速为 22%，结合可比公司估值水平以及公司过去 3 年市盈率中枢，给予公司 2021 年 32 倍 PE，对应目标价为 94.7 元。

表 16: 可比公司估值 (截止 2020 年 2 月 26 日)

证券简称	收盘价 (人民币, 元)	股本 (亿股)	总市值 (亿元)	EPS			PE			
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
零售行业										
601933.SH	永辉超市	8.99	95.70	860	0.23	0.30	0.39	38.3	30.2	23.2
603708.SH	家家悦	25.69	6.08	156	0.83	0.97	1.14	31.1	26.5	22.6
002419.SZ	天虹股份	9.08	12.00	109	0.77	0.83	0.93	11.8	11.0	9.7
600859.SH	王府井	12.60	7.76	98	1.51	1.62	1.76	8.4	7.8	7.2
平均								22.4x	18.9x	
601888.SH	中国国旅	80.20	19.52	1,566	2.38	1.87	2.96	33.7	42.8	27.1

资料来源: wind, 西部证券研发中心, 可比公司 EPS 采用 wind 一致性预期

图 43: 中国国旅 PE -Band



资料来源: wind, 西部证券研发中心

4.2.2 绝对估值

我们采用 DCF 绝对估值方法, 推导合理股价为 97.7 元, 核心假设为:

- (1) WACC=7.3%;
- (2) 第二阶段 (7 年) 年均增速 10%。结合上文的分析, 我们认为未来市内店及海南离岛免税市场均存在广阔空间, 公司成长天花板较高, 所以中期观点认为未来 4~10 年时间仍将是公司成长周期;
- (3) 10 年后永续增长率为 2%。

图 44: DCF 估值核心假设及结论 (单位: 百万)

FCFF估值模型					
测算年度	2019				
Assum					
贝塔β	1.08	股权资本成本Ke	8.4%	适用税率	25.0%
无风险利率	2.8%	债务成本Kd	2.9%		
市场预期收益率	8.0%	债务比率D/(D+E)	20%	调整WACC值	7.3%
第一阶段					
	2019E	2020E	2021E	第一阶段	
EBIT	6,434	5,808	9,099	SubTotal PV	16,653
息税后利润NOPLA*	6,824	4,356	6,824		
折旧与摊销	206	250	285		
营业现金毛流量	7,030	4,606	7,110		
营运资本变动	-337	37	-8		
资本支出	637	577	771		
减值准备	200	250	300		
FCF	6,929	4,242	6,646		
APV	6,929	3,953	5,771		
第二阶段					
期初FCF	6,646	中期年限	7	第二阶段	
FCF增长率	10%			SubTotal PV	44,633
永续阶段					
期初FCF	12,952			永续阶段	
FCF增长率	2%			SubTotal PV	131,417
企业价值	192,702				
债务价值	1,950				
股权价值	190,752				
发行在外股份数	1,952				
每股价值	97.70				

资料来源: wind, 西部证券研发中心

表 17: DCF 估值敏感性分析

		WACC						
		4.3%	5.3%	6.3%	7.3%	8.3%	9.3%	10.3%
永续增长率	-1.0%	119.30	98.48	83.47	72.17	63.37	56.35	50.63
	0.0%	139.85	111.50	92.25	78.35	67.88	59.73	53.22
	1.0%	172.79	130.55	104.32	86.50	73.63	63.92	56.36
	2.0%	234.09	161.06	121.98	97.70	81.19	69.26	60.25
	3.0%	388.11	217.86	150.27	114.08	91.59	76.28	65.22
	4.0%	1498.54	360.57	202.93	140.33	106.80	85.95	71.75
	5.0%	-667.11	1389.40	335.25	189.19	131.18	100.08	80.73

资料来源: wind, 西部证券研发中心

五、风险提示

(1) 市内店国人购物政策落地不及预期

国旅免税业务未来增长核心看点之一在于市内店购物政策的及时落地，若市内店国人购物政策落地不及预期或大幅推迟，将影响公司短期估值以及长期发展潜力。

(2) 疫情影响超预期

受 2020Q1 疫情影响，公司各免税店 Q1 盈利情况将受较大影响，进而影响全年业绩。我们假设疫情影响属于短期波动，且随着疫情的结束，下半年免税消费有望一定程度回补。若疫情持续时间超预期，或将进一步影响 2020 年全年业绩，导致全年业绩低于我们预期。

(3) 海南离岛免税市场竞争加剧

当前，国旅近 60%以上利润由海南离岛免税市场贡献，我们假设离岛免税市场虽逐步开放但节奏相对缓慢，且中免也会及时调整经营策略巩固竞争优势。但若离岛免税市场开放导致的竞争明显加剧，将影响中免海南市场的成长性及盈利能力，导致未来公司业绩低于我们预期。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	11484	11289	16245	19192	23218	营业收入	28282	47007	48012	43449	58113
应收款项	1579	1545	1579	1428	1911	营业成本	19848	27518	23827	21698	28443
存货净额	3218	5943	5291	4818	6319	营业税金及附加	341	659	673	609	815
其他流动资产	104	107	109	99	132	销售费用	3529	11601	14447	13074	16853
流动资产合计	17092	19578	23841	26099	32317	管理费用	1082	1601	2631	2259	2906
固定资产及在建工程	1740	2765	4186	6281	9124	财务费用	(143)	(7)	10	(49)	(87)
长期股权投资	303	284	284	284	284	其他费用/(-收入)	206	(248)	720	(250)	(297)
无形资产	1092	1202	1310	1415	1517	营业利润	3853	5426	7143	5607	8886
其他非流动资产	705	3018	3018	3018	3018	营业外净收支	(19)	(90)	52	52	52
非流动资产合计	3840	7269	8797	10997	13944	利润总额	3834	5336	7195	5659	8938
资产总计	20932	26847	32638	37096	46260	所得税费用	900	1401	1799	1415	2235
短期借款	2264	2859	2546	2318	3040	净利润	2935	3935	5396	4244	6704
应付款项	801	687	702	635	850	少数股东损益	404	840	743	584	923
其他流动负债	2586	3957	3976	3600	4688	归属于母公司净利润	2531	3095	4653	3660	5781
流动负债合计	5754	7793	9174	10164	13850	财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	盈利能力					
其他长期负债	167	470	470	470	470	ROE	16.9%	16.7%	20.2%	13.8%	18.1%
长期负债合计	167	470	470	470	470	毛利率	29.8%	41.5%	50.4%	50.1%	51.1%
负债合计	5921	8263	9644	10634	14320	营业利润率	13.6%	11.5%	14.9%	12.9%	15.3%
股本	1952	1952	1952	1952	1952	销售净利率	8.9%	6.6%	9.7%	8.4%	9.9%
股东权益	15011	18584	22994	26462	31941	成长能力					
负债和股东权益总计	20932	26847	32638	37096	46260	营业收入增长率	26.3%	66.2%	2.1%	-9.5%	33.8%
						营业利润增长率	45.5%	40.8%	31.6%	-21.5%	58.5%
						归母净利润增长率	40.0%	22.3%	50.4%	-21.4%	58.0%
						偿债能力					
						资产负债率	28.3%	30.8%	29.5%	28.7%	31.0%
						流动比	3.0	2.5	2.6	2.6	2.3
						速动比	2.4	1.7	2.0	2.1	1.9
						每股指标与估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
						每股指标					
						EPS	1.30	1.59	2.38	1.87	2.96
						BVPS	7.19	8.32	10.19	11.67	14.00
						估值					
						P/E	61.9	50.6	33.7	42.8	27.1
						P/B	11.2	9.6	7.9	6.9	5.7
						P/S	5.5	3.3	3.3	3.6	2.7

数据来源: 公司财务报表, 西部证券研发中心

西部证券—公司投资评级说明

买入:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 20%以上
增持:	公司未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%到 20%之间
中性:	公司未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数变动幅度相差-5%到 5%
卖出:	公司未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数大于 5%

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

徐青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
曲泓霖	上海	高级机构销售	15800951117	quhonglin@research.xbmail.com.cn
张璐	上海	高级机构销售	18521558051	zhanglu@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈妙	上海	机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
倪欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售助理	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售助理	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
唐小迪	深圳	高级机构销售	13418584996	tangxiaodi@research.xbmail.com.cn
吕洋	深圳	高级机构销售	13510340006	lyyang@research.xbmail.com.cn
杨洋	深圳	机构销售助理	13760192366	yangyang@research.xbmail.com.cn
滕雪竹	深圳	机构销售助理	18340820535	tengxuezhuzhu@research.xbmail.com.cn
孙曼	深圳	机构销售助理	18516326070	sunman@research.xbmail.com.cn
李思	广州/上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
滕飞	北京	机构销售助理	15010106246	tengfei@research.xbmail.com.cn
刘文清	北京	机构销售助理	13262708812	liuwenqing@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。