

强烈推荐-A (维持)

中国中免 601888.SH

目标估值: 165 元
当前股价: 140.03 元
2020 年 06 月 30 日

海南免税细则颁布, 政策超预期打开千亿市场

基础数据

上证综指	2962
总股本(万股)	195248
已上市流通股(万股)	195248
总市值(亿元)	2734
流通市值(亿元)	2734
每股净资产(MRQ)	10.2
ROE(TTM)	11.1
资产负债率	26.9%
主要股东	中国旅游集团有限公司
主要股东持股比例	53.3%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	47	59	62
相对表现	41	57	54

相关报告

- 1、《中国国旅(601888)——收购海免掘金海口, 寻找第二增长曲线》2020-05-08
- 2、《中国国旅(601888)——19 年顺利收官, Q1 计提保底租金业绩略亏》2020-04-23
- 3、《中国国旅(601888)——建设中国特色市内免税店, 促消费政策支持免税发展》2020-03-13

梅林

021-68407471
meilin@cmschina.com.cn
S1090517070006

研究助理

李秀敏

lixiumin1@cmschina.com.cn

事件:

6 月 29 日, 为落实《总体方案》要求, 经国务院同意, 财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》, 自 2020 年 7 月 1 日起实施。《公告》主要调整包括: 一是免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元。二是离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种。三是取消单件商品 8000 元免税限额规定。四是以额度管理为主, 大幅减少单次购买数量限制的商品种类。五是鼓励适度竞争, 具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。六是加强事中事后监管, 明确参与倒卖、走私的个人、企业、离岛免税店将承担的法律风险。

评论:

1、离岛免税额度扩至 10 万元, 取消限制打开客单天花板。2018 年离岛免税额度由 1.6 万提至 3 万, 但 2019 上半年三亚客单价仅 4705 元/增长 1.2%, 主要受行邮税、件数和品类限制。此次离岛免税额度由 3 万扩至 10 万, 同时取消行邮税、将香化件数增加至 30 件, 同时增加了男性消费的电子产品和酒类, 真正落实了额度放宽的政策。

2、新增电子和酒等品类, 打开男性消费市场。此次政策调整后, 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种, 增加了平板电脑、手机、游戏机、电子外设(耳机等)、酒类、蜂蜜和茶等 7 种大类。三亚免税店消费者 90% 为游客, 其中 24-45 岁的家庭客占到 60% 以上, 且 60%-70% 都是女性, 此次新增的电子和酒类均属大额消费品, 有望吸引男性消费群体, 打开渗透率和客单价的天花板。

3、取消行邮税限制, 利好高奢精品销售。此次政策调整直接取消单件商品 8000 元免税限额规定, 意味着单价商品免税上限为 10 万元, 超市场预期。在原先政策下, 多数奢侈品超出 8000 元部分需缴纳 50% 的行邮税, 中免不得不贴税销售精品, 既缺乏价格优势又降低了利润率。行邮税取消后, 部分大额的腕表、珠宝、箱包和服饰具备价格优势, 有望形成销售规模, 进一步降低采购成本并加快上新速度, 从而形成良性循环。

4、增加香化件数限制, 利好亲友代购。政策取消了商品购物件数限制, 仅限定化妆品(30 件)、手机(4 件)和酒类商品(1500ml)的单次购买数量, 其中化妆品限制从原先的单次 12 件增加至单次 30 件, 女性游客除了满足自身日常需求外, 还可以赠与亲友。原先三亚香化客单价在 2500 元左右(5000 元客单价, 香化占 55%), 按照 200-300 元的单品价格推测, 多数游客顶格购买, 此次取消件数限制后, 香化客单价有望翻番。

5、其他国有免税企业可参与海南市场，中免占据优势。政策鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。目前中免、日上、海免、中出服、港中旅、深免、珠免和王府井 8 家企业拥有免税牌照，其中日上、海免归属中免，港中旅也在大股东旗下，真正的竞争对手只有中出服、深免、珠免和王府井，中免占据绝对竞争优势：

1) 先发优势。目前离岛免税店仍然是一店一批，经营主体提出申请，财政部会同海关总署、税务总局和商务部审核并提出意见，报请国务院批准，该过程耗时较长，为中免留出了部分发展时间。同时政策指出要适度竞争，因此对于已经有较多布点的海口和三亚，中央准入的速度会有所放缓。

2) 区位优势。地理位置本身就是一种流量，不论是已经开业的三亚国际免税城还是计划筹建的三亚市区免税店，选址都是结合交通路线和旅游动线最优解，加上后续配套设施的完善，将形成以免税店为中心的大型商业娱乐圈。由于三亚好的旅游资源、商场物业和空地相对有限，因此先发进入市场的中免将占据地利位置上的优势，降低导流成本。

3) 机场与市区免税店形成联动。目前中免携手海航推动三亚机场离岛免税店的设立，2025 年三亚新机场落地后也有很大概率归属到中免，拥有机场免税店的中免拥有初步的游客流量和更丰富的营销策略，有助于实现机场店和市内店的协同作用。

4) 更大的业务规模与更低的成本。免税店的进货成本与销售规模正相关，早期中免销售规模不足百亿时，免税品毛利率仅有 35%，而随着免税规模的快速扩张，毛利率达到了 50+%。免税店与品牌商谈判时，各个门店渠道独立定价，且不论中出服、深免、珠免和王府井原先免税规模较小，即使进入海南，其原先的成本优势并不能直接奏效，依旧需要在海南达到一定规模才能降低成本。而中免凭借先发优势，在其他品牌商进入之前，离岛免税规模已经来到数百亿级别，毛利率端能高出 10 个百分点左右，在同一定价的环境下，依旧有充足的营销和利润空间。

5) 会员体系。目前中免基本打通除日上以外的门店会员体系，消费者累积消费金额可兑换积分和升级会员，其中食品、百货实付 10 元积 1 分（普通会员相当于 9 折）；香化、皮具、服饰、烟酒、电器实付 30 元积 1 分（普通会员相当于 97 折）；手表、首饰实付 50 元积 1 分（普通会员相当于 98 折），1 积分抵 1 元，可在下次消费使用。相比其他免税运营商，中免可以利用旗下机场和三亚离岛免税相互导流，增加用户粘性。

6、政策放开同时提升渗透率与客单价，离岛免税未来 3 年有望冲击 800 亿规模。随着美兰机场扩容，轮船离岛纳入和渗透率的逐步提升，预计 2021-2023 年离岛免税购物人次达 455/508/560 万人次，同比增长 30%/12%/10%。随着商品件数限制放开，预计未来三年香化客单价有望翻番，占比达到 40%；行邮税取消将增加高端腕表、箱包、珠宝和时装的销售，也有望引进更多的国际大牌，此外手机、电脑、游戏机等电子产品也将成为较大的品类，预计精品和电子的占比将达到 50%；酒类受购物件数限制（1500ml），且白酒暂不纳入，预计占比在 5%-10%，未来三年客单价有望突破 1 万元。叠加补购业务带来的增量，预计 2023 年离岛免税业务规模将超过 800 亿元。

7、投资建议：考虑计提保底，预计中免 2020-2022 年归母净利润为 23.2/80.6/100 亿元（假设海免 2020Q2 开始并表），同比增长-50%/248%/24%，2021-2022 年对应 PE 估值为 34x/27x，考虑京沪市内店政策放开的预期，以及离岛免税市场高速增长的红利，给予 2021 年 35x-40x 目标估值，维持“强烈推荐-A”评级。

8、风险提示：疫情反复，国际客流持续低迷；宏观经济增速下滑；旅游行业系统性风险；保底租金导致盈利能力下滑风险。

表 1：离岛免税客单价估算

客单价：元	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
香化渗透率	100%	100%	100%	100%	100%
香化单价	200	220	200	200	200
香化件数	12	20	23	24	25
香化购物额	2400	4400	4600	4800	5000
精品渗透率	40%	40%	45%	48%	50%
精品客单价	4000	4400	5500	6600	7260
yoy		10%	25%	20%	10%
精品购物额	1600	1760	2475	3168	3630
电子渗透率		15%	15%	40%	45%
电子产品单价		4000	4000	4000	4000
电子产品件数		1	1	1.1	1.2
电子购物额		600	600	1760	2160
酒类渗透率		20%	50%	60%	70%
酒类单价（元/L）		1000	1000	1000	1000
件数（L）		1	1	1.2	1.4
酒类购物额		200	600	840	1050
客单价合计	4000	6960	9435	10968	12080
yoy		74%	36%	16%	10%

注：根据海关数据，2018 年 12 月 1 日至 2019 年 11 月 30 日，海关共监管四家离岛免税店销售免税品 1746.42 万件、销售金额 128.86 亿元、购买旅客 328.66 万人次，预计客单价在 4000 元左右。资料来源：公司公告、招商证券

表 2：离岛免税市场空间测算

	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
线上+线下离岛免税业务								
离港旅客	1808	2096	2212	2216	1994	2393	2536	2663
yoy		15.9%	5.5%	0.2%	-10%	20%	6%	5%
渗透率	9.6%	11.1%	13.0%	15.5%	17.5%	19.0%	20.0%	21.0%
购物人次	173.1	233.4	288	344	349	455	508	560
yoy		34.8%	23.4%	19.4%	1.6%	30.3%	11.6%	10.2%
客单价	3507	3436	3507	3957	6960	9435	10968	12080
yoy		-2.0%	2.1%	12.8%	75.9%	35.6%	16.2%	10.1%
离岛免税	60.7	80.2	101	136	243	429	557	676
yoy		32.1%	25.9%	34.8%	78.7%	76.6%	29.7%	21.4%
补购业务								
平均离港旅客（万人次）					2105	2194	2105	2194
渗透率（%）					10%	10%	12%	13.0%
购物人次（万人次）					210	210	263	320
yoy						25.1%	21.7%	13.6%
客单价（元）					3000	3000	3150	3308
yoy						5%	5%	5%
离岛补购（亿元）					63.1	63.1	82.9	106.0
yoy						31.3%	27.8%	19.3%
合计规模	61	80	101	136	306	512	663	803
yoy		32.1%	25.9%	34.8%	125.1%	67.3%	29.4%	21.1%

资料来源：公司公告、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19578	22246	22720	33425	43495
现金	11289	11906	11104	16961	25680
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	979	800	776	1287	1573
其它应收款	567	876	848	1406	1732
存货	5943	8060	9391	12919	13511
其他	800	604	601	853	999
非流动资产	7269	8442	8842	9497	10001
长期股权投资	284	255	317	383	451
固定资产	1932	1632	1371	1181	3711
无形资产	1202	2504	2176	1865	1570
其他	3851	4051	4978	6068	4269
资产总计	26847	30687	31562	42923	53495
流动负债	7793	7961	7688	12630	15438
短期借款	289	224	190	180	180
应付账款	2859	3537	3419	5670	6941
预收账款	687	105	102	171	211
其他	3957	4095	3976	6608	8106
长期负债	470	415	441	524	572
长期借款	0	0	0	0	0
其他	470	415	441	524	572
负债合计	8263	8377	8130	13154	16010
股本	1952	1952	1952	1952	1952
资本公积金	3868	3976	3943	3923	3907
留存收益	10414	13961	15192	20805	27762
少数股东权益	2349	2421	2345	3088	3864
归属于母公司所有者权益	16235	19890	21088	26680	33621
负债及权益合计	26847	30687	31562	42923	53495

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4170	2983	530	9545	12684
净利润	3935	5415	1526	8990	10961
折旧摊销	394	467	490	436	486
财务费用	(7)	11	10	(60)	(262)
投资收益	(10)	(906)	(6)	(6)	(6)
营运资金变动	(744)	(1568)	(1550)	(10)	1430
其它	601	(436)	60	195	75
投资活动现金流	538	126	(881)	(495)	(607)
资本支出	(1648)	(1210)	(889)	(796)	(801)
其他投资	2186	1336	7	301	194
筹资活动现金流	(4903)	(2492)	(451)	(3193)	(3359)
借款变动	214	(93)	(34)	(10)	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	123	108	(34)	(20)	(16)
股利分配	(1713)	(1618)	(545)	(2633)	(3228)
其他	(3527)	(890)	162	(530)	(115)
现金净增加额	(195)	617	(802)	5857	8719

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47007	47966	46916	78445	96653
营业成本	27518	24273	23463	38908	47623
营业税金及附加	659	772	610	1020	1256
营业费用	11601	14904	19269	24374	30032
管理费用	1601	1549	1594	2289	3570
研发费用	0	0	0	0	0
财务费用	(7)	11	10	(60)	(262)
资产减值损失	298	(383)	34	113	27
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
投资收益	51	965	68	71	74
营业利润	5387	7040	2003	11873	14480
营业外收入	25	66	20	20	20
营业外支出	116	14	5	5	5
利润总额	5336	7160	2018	11888	14495
所得税	1401	1746	492	2898	3534
少数股东损益	840	786	(790)	929	970
归属于母公司净利润	3095	4629	2317	8061	9991

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	66%	2%	-2%	67%	23%
营业利润	41%	31%	-72%	493%	22%
净利润	22%	50%	-50%	248%	24%
获利能力					
毛利率	41.5%	49.4%	50.0%	50.4%	50.7%
净利率	8.4%	11.3%	3.3%	11.5%	11.3%
ROE	23.4%	26.5%	6.7%	33.8%	32.6%
ROIC	23.4%	24.4%	6.6%	33.3%	31.8%
偿债能力					
资产负债率	30.8%	27.3%	25.8%	30.6%	29.9%
净负债比率	1.2%	0.7%	0.6%	0.4%	0.3%
流动比率	2.5	2.8	3.0	2.6	2.8
速动比率	1.7	1.8	1.7	1.6	1.9
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.5	0.9	0.7	0.9	0.9
应收帐款周转率	11.4	12.9	14.8	18.9	16.8
应付帐款周转率	2.7	1.9	1.7	2.1	1.9
每股资料 (元)					
每股收益	1.59	2.37	1.19	4.13	5.12
每股经营现金	2.14	1.53	0.27	4.89	6.50
每股净资产	13.75	15.72	16.17	21.98	27.40
每股股利	0.55	0.72	0.36	1.25	1.55
估值比率					
PE	88.3	59.1	118.0	33.9	27.4
PB	10.2	8.9	8.7	6.4	5.1
EV/EBITDA	46.2	37.3	107	21.8	18.2

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

梅林：社会服务业首席分析师，注册会计师非执业会员，南京大学/上海交通大学管理学学士/硕士，2015-2017 年在中银国际证券从事社会服务业研究，作为核心成员，所在团队获得 2015、2016 年新财富最佳分析师第三、第四名，2017 年 3 月加入招商证券，带领团队获得 2018、2019 年 Wind 金牌分析师餐饮旅游行业第五名、第一名，2019 年新浪金麒麟社会服务行业新锐分析师第二名，2019 年金牛奖最佳行业分析团队休闲服务行业第二名。

李秀敏：社会服务业分析师，浙江大学/复旦大学金融学学士/硕士，2018 年 6 月加入招商证券，重点覆盖酒店、免税、餐饮板块。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。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、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。