



扫描下载
恒证通APP



公司名称	中国中免
股份编号	1880 HK
行业	零售

新股短评

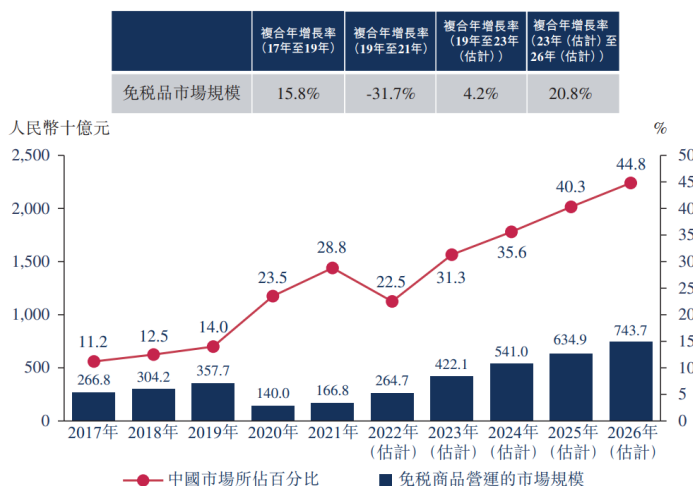
招股资讯一览

招股日期	2022年 08月15日 - 2022年 08月18日
公开发售结果	2022年 08月 24日
上市日期	2022年 08月 25日
招股价	143.50 - 165.50 港元
最低入场费	16,716.80 港元
集资金额	147.46 - 170.07亿港元
H股市盈率*	40.49 - 40.69 倍
发行市帐率	5.86 - 6.47 倍
H股市值	147.46 - 170.07 亿港元
A股市值(601888)	4431.45亿港元
每手股数	100
公开发售股数	5,138,200
国际配售股数	97,623,700
保荐人	中金、瑞银
基石投资者	AMOREPACIFIC、中国国有企业混合所有制改革基金、中国国有企业结构调整基金、中远海运、海南自由贸易港建设投资基金、泸州老窖、Oaktree、融实国际、上海机场投资

公司亮点

- 全球排名第一，全球最大的旅游零售运营商。
- 债务结构持续优化，流动性及经营情况稳定。
- 基石投资者众多，当中不乏产业链相关及国资背景。

全球免税市场的市场规模（按销售收入计），2017年至2026年（估计）



资料来源：招股书

分析师：纪承祚、胡文杰、黄俊泓
2022年 08月 15日

*按发售后H股占A+H份额比例调整
数据来源：招股书，彭博

新股短評

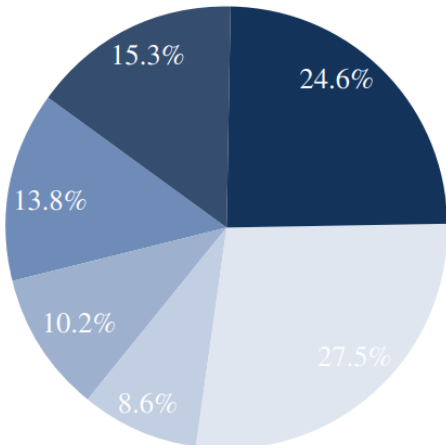
公司的業務模型



资料来源：招股书

全球旅游零售市场的竞争格局

總規模：人民幣2,720億元



■ 本公司 ■ 公司B ■ 公司D
■ 公司A ■ 公司C ■ 其他

排名	公司	銷售收入 (人民幣十億元)	市場份額
1	本公司	66.9	24.6%
2	公司A	41.6	15.3%
3	公司B	37.5	13.8%
4	公司C	27.6	10.2%
5	公司D	23.3	8.6%
	其他	75.1	27.5%
	合計	272.0	100.0%

资料来源：招股书

请阅读者参考最后一页的免责声明。

新股短評

全球排名第一，全球最大的旅游零售运营商：

公司自成立至今经过40年的发展，已经成为全球最大的旅游零售运营商，专注为境内外旅客和中高端客户销售优质的免税和有税商品。根据弗若斯特沙利文的资料，按照销售收入计，公司的全球排名在过去10年不断提升，从2010年排名的第19名提升到2020年及2021年的全球第1。2021年占全球旅游零售行业市场份额24.6%。以免税为核心，发展中国的旅游零售业务，并致力扩大全球布局。公司优势在于其渠道网络，其是中国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店。公司拥有全国最多的免税店。同时，截至2021年12月31日，公司是中国持有免税经营牌照的九组实体集团之一、持有免税经营牌照在全国经营免税口岸店的五组实体集团之一，并为持有经营牌照在中国经营所有种类免税店的唯一集团。

债务结构持续优化，流动性及经营情况稳定：

公司2021年收入增速高，随后于2022一季度回落：

公司2020/2021/2022Q1的收入增长率为 9.6%/ 28.7%/ -7.5%；2020/2021/2022Q1的净利润增速为 31.9%/ 64.0%/ -10.1%。

运营效率维持稳定，存货周转天数持平：

公司2020/ 2021/ 2021Q1 / 2022Q1的运营利润率为18.4%/ 22.1%/ 25.0%/ 21.1%；2020/2021的存货周转天数为 135 / 139 天。2020/2021的应收账款与收入比为 2.8%/ 2.9%。

流动性稳健，整体结构持续优化，短期借贷比例上升：

公司2019/2020/2021/2021Q1的资产负债率为 37.0%/ 43.9%/ 37.5%/ 33.7%，整体负债水平近年持续下降。债务结构上，短期借贷占比有持续上升之趋势，公司2019/2020/2021/2021Q1的流动负债占总负债比为 71.2%/ 82.4%/ 82.9%/ 82.7%。短期流动性方面，现金比例先跌后回升，2019/2020/2021/2021Q1的现金倍数为 1.26/ 0.88/ 0.97 / 0.91。杠杆方面，随债务减少，公司2019/2020/2021/2021Q1的负债与股东权益比为 58.7%/ 78.2%/ 60.1%/ 50.8%。

基石投资者众多，当中不乏产业链相关及国资背景

是次上市基石投资者包括1) AMOREPACIFIC集团；2) 中国国有企业混合所有制改革基金有限公司；3) 中国国有企业结构调整基金股份有限公司；4) 中远海运（香港）有限公司；5) 海南自由贸易港建设投资基金有限公司；6) 泸州老窖股份有限公司；7) Oaktree 基金；8) 融实国际控股有限公司；9) 上海机场投资有限公司；投资总额达6,238百万港币。

新股短评

同类公司比较

证券简称	代码	总市值 (亿)	市盈率 (倍)	股本回 报率 (%)	市账率 (倍)	市销率 (倍)	股息率 (%)
中位数		738.95	12.62	7.72	1.22	2.32	1.96
中国中免 H	1880 HK	147.46 - 170.07	40.49 - 40.69	32.7	5.86 - 6.47	5.82 - 5.85	N/A
中国中免 A	601888 CH	4,431.45	40.49	32.7	11.82	5.72	0.77
王府井	600859 CH	268.88	13.27	19.21	1.17	1.28	1.96
招商蛇口	001979 CH	1209.01	11.96	10.16	1.23	0.63	4.75
上港集团	600018 CH	1481.45	7.39	17.78	1.21	3.26	2.33
步步高	002251 CH	60.57	NA	NA	0.72	0.42	1.65
凯撒旅业	000796 CH	48.58	NA	NA	91.12	5.10	NA

货币单位：港元

数据来源：Bloomberg、招股书

新股短評

主要財務比率

	截至12月31日			截至3月31日	
	2019年	2020年	2021年	2021年	2022年
毛利率	51.1%	38.9%	32.9%	39.4%	34.3%
淨利率	9.9%	13.5%	18.4%	18.9%	17.5%
淨資產收益率	26.5%	29.3%	41.4%	N/A	N/A
總資產收益率	16.4%	17.4%	24.6%	N/A	N/A
資本負債比率	21.1%	19.2%	16.2%	15.0%	N/A
流動比率	2.4	1.9	2.2	2.5	N/A
速動比率	1.5	1.0	1.1	1.1	N/A

新股短评

所得款项用途

48.8%	(7,579.2百万港元) 将用于巩固国内渠道, 其中包括, 约3.0%将用于投资主要机场的免税店; 约0.7%将用于投资其他口岸免税店; 约3.7%将用于投资有税旅游零售项目; 及约41.3%将用于投资离岛店及市内免税店。
22.5%	(3,493.7百万港元) 将用于拓展海外渠道, 其中包括, 约8.2%将用于开设海外市内免税店; 约4.5%将用于扩展海外口岸免税店; 约2.2%将用于扩展公司的邮轮免税店; 及约7.5%将用于选择性地收购海外旅游零售运营商。
13.5%	(2,096.2百万港元) 将用于改善供应链效率, 其中包括, 约6.7%将用于投资开发物流中心; 约1.5%将用于升级现有供应链; 及约5.2%将用于巩固上游采购体系。
1.5%	(232.9百万港元) 将用于升级信息技术系统。
3.7%	(582.3百万港元) 将用于市场推广和完善会员体系, 其中包括约2.2%将用于市场推广, 及约1.5%将用于会员体系建设, 吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益;
10.0%	(37.1百万港元) 将用作补充流动资金及其他一般公司用途。

风险因素

- 现行免税政策和法规(或其诠释)的变动可能对公司的业务造成不利影响。
- 公司的免税店乃根据特许经营协议经营, 可能会被运输当局或设施拥有人修改或撤销, 或可能无法由公司重续, 而丧失特许经营权可能会对公司的业务造成影响。
- 公司的部分特许经营协议均规定须向设施拥有人支付包含每年最低保证付款的可变租金, 因此, 若旅客人数较预期少, 或若旅游设施内每位旅客的销售额下降, 则公司的业务可能会受到影响。
- 公司依赖旅客在公司经营所在的机场或其他交通枢纽长时间逗留, 旅客旅游习惯的改变或交通安全规定和交通管制程序的变更可能会对公司的业务造成不利影响。
- 持续的新冠疫情已对公司的业务运营产生影响, 并可能持续产生影响。
- 中国免税行业的准入门槛近年有所降低。
- 倘全球经济增长放缓或出现下滑, 公司的业务将受到不利影响。
- 倘若公司未能遵守土地出让合同的条款, 中国政府可能对公司征收罚款或作出其他处罚, 而公司未必能够就若干地块取得土地使用权证。

免责声明

分析师声明

负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券的看法；分析师的弥偿不会直接或间接地与其就调研报告或投资银行业务所发表的观点及意见有任何连系；分析师并不直接受监管于及汇报予投资银行业务；分析师没有违反安静期的规定，于本报告就相关证券发出调研报告；分析师并非本报告的调研标的公司的主管及董事，或与其及调研标的公司有任何关系。

估值方法与风险声明

盈利预测及企业金融相关行为受多方面因素影响，包括经济、金融、会计、规管方向、税务政策等等，所以非常难以准确预测。

免责声明

恒大证券（香港）有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。本公司并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任，投资者应当自行关注相应的更新或修改，若有需要，应寻求独立专业意见，再自行分析及判断。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负上任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。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“恒大证券研究部”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

披露事项

本公司并无拥有相当于所分析标的证券1%或以上市值的财务权益(包括持股)，与有关标的上市公司无投资银行关系，并无进行有关股份的庄家活动。本公司员工均非该上市公司的雇员。上述分析员并无于本报告所载的上市公司中拥有财务权益。

公司投资评级的说明：

强烈推荐：分析师预测未来半年公司股价有20%以上的涨幅；
推荐：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的涨幅；
中性：分析师预测未来半年公司股价在-10%和10%之间波动；
减持：分析师预测未来半年公司股价有10%以上的跌幅。

行业投资评级的说明：

推荐：分析师预测未来半年行业表现强于基准指数；
中性：分析师预测未来半年行业表现与基准指数持平；
减持：分析师预测未来半年行业表现弱于基准指数。

地址：香港湾仔告士打道38号中国恒大中心20楼2004-6室

网址：www.gisf.hk

联络电话：+85235506888

传真：+85235506999