

格力地产 (600185)

免税/社会服务

发布时间: 2020-08-19

证券研究报告 / 公司深度报告

买入

首次覆盖

拟收购珠海免税，畅享免税赛道红利

报告摘要:

拟收购珠海免税切入免税赛道。公司公告拟向珠海国资委、城建集团发行股份并支付现金购买珠免 100% 股权，同时引入通用投资，定增募集资金不超过 8 亿元。

政策引导消费回流，免税行业潜力巨大。2019 年全球免税销售额达 818 亿美元，中国消费者在海外购买约 1800 亿免税商品、在韩国购买 800 亿，而国内免税市场仅 538 亿/仅占全球 8.7% 份额，消费外流严重。近年来国家出台一系列政策引导消费回流和经济内循环，离岛免税和市内免税政策正逐步放开，国内免税行业大有可为。

珠免市占率仅次于中免，盈利能力行业领先。珠免拥有全国最大陆路口岸拱北口岸出入境免税店、港珠澳大桥免税店等口岸免税店，并通过天津机场进行全国布局。珠免以高毛利烟酒品类为主，边境口岸店租金较低且部分门店为自有物业，因此盈利能力较好。**成长空间短期看扩面积**（拱北店扩张 2200 平方米）、**拓门店**（港珠澳大桥入境店已建设完成，整体经营面积约 6000 平方米，首期将开放 550 平方米）、**争投标**（新一批出入境免税店，珠免可以参与招投标），**中期看丰富品类和提高直采比例**（促进毛利率提升），**长期看消费回流和区位优势**（拱北口岸出入境人次达 1.45 亿，远超同期国内前十大机场出入境人流之和）。

投资建议：公司将打造三大板块，以免税业务为特色的大消费、发展可期的大健康产业、坚持精品化路线的房地产业。考虑珠免并表，预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 8.5/20.5/25.5 亿元，对应 PE 分别为 64/26/21 倍。根据分部估值法，预计公司重组后的目标市值为 633 亿元，考虑定增增加股本，目标价为 16.02 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：并购重组风险，市场竞争风险，收购整合风险。

财务摘要 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,078	4,193	4,898	8,370	10,230
(+/-)%	-1.65%	36.19%	16.82%	70.89%	22.22%
归属母公司净利润	513	526	847	2,049	2,547
(+/-)%	-17.89%	2.66%	60.97%	141.92%	24.29%
每股收益 (元)	0.25	0.26	0.21	0.52	0.64
市盈率	16.28	18.96	63.62	26.30	21.16
市净率	1.02	1.27	3.27	3.07	2.86
净资产收益率 (%)	6.25%	6.70%	5.15%	11.68%	13.50%
股息收益率 (%)	2.57%	2.93%	0.79%	1.90%	2.36%
总股本 (百万股)	2,060	2,061	3,951	3,951	3,951

股票数据

2020/8/17

6 个月目标价 (元)	16.02
收盘价 (元)	13.64
12 个月股价区间 (元)	3.74 ~ 18.10
总市值 (百万元)	28,113
总股本 (百万股)	2,061
A 股 (百万股)	2,061
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	32

历史收益率曲线



相关报告

- 《中国国旅 (601888): 短期离岛免税扩容，长期释放免税旅游成长活力》-20200602
- 《中国国旅 (601888): 正式注入海免，强化离岛免税优势》-20200508
- 《中国国旅 (601888): 稳增长依旧强劲，三亚免税表现靓丽》-20200120
- 《中国国旅 (601888): 扣非业绩预增 25%，免税保持高景气》-20200113

证券分析师: 李慧

执业证书编号: S0550517110003
(021)20361142 lihui@nesc.cn

证券分析师: 徐乔威

执业证书编号: S0550519080008
18801903371 xuqw@nesc.cn

目 录

1.	珠海国资吹响改革号角，格力地产拟收购珠免.....	6
2.	珠免概况：背靠粤港澳大湾区，成就第二大免税运营商.....	7
2.1.	手握免税牌照，探索多元业态.....	7
2.2.	免税业务驱动业绩稳健增长.....	10
3.	免税行业：消费回流下国内市场厚积薄发.....	11
3.1.	海外市场：发展成熟，稳健增长.....	11
3.2.	海外龙头：Dufry 的崛起之路.....	13
3.3.	国内市场：砥砺前行，后发制人.....	16
4.	聚焦免税：珠免业务现状及成长空间.....	22
4.1.	牌照：现有资质及潜在放开预期.....	22
4.2.	门店：8家运营中及4家筹备中门店.....	22
4.3.	运营：采购&品类逐步完善，客单&毛利率提升可期.....	24
4.4.	成长看点：消费回流、区位优势、自身拓展.....	24
5.	格力地产：以房地产为主业，打造产业集群.....	25
5.1.	布局“3+2”产业，立足珠海布局全国.....	25
5.2.	资本产业联动，打造产业集群.....	31
5.3.	营收稳健增长，ROE有望大幅提升.....	33
6.	投资建议.....	36
6.1.	盈利预测.....	36
6.2.	估值分析.....	36
7.	风险提示.....	37
7.1.	并购重组风险.....	37
7.2.	市场竞争风险.....	37
7.3.	收购整合风险.....	37

图表目录

图 1: 重组前珠海免税股权结构	6
图 2: 定增完成后格力地产股权结构	7
图 3: 珠海免税发展历程	7
图 4: 珠海免税商场	9
图 5: 珠海国贸购物广场	9
图 6: “免税品+”APP 正式上线	9
图 7: 珠海免税拱北店	9
图 8: 2017-2019 年珠免营业收入 (亿元) 及增速	10
图 9: 2017-2019 年珠免归母净利润 (亿元) 及增速	10
图 10: 2018-2019 年公司利润率水平	10
图 11: 2019 年免税公司净利润率对比	10
图 12: 全球免税业销售额 (亿美元) 及增速	12
图 13: 全球免税业分品类销售额占比	12
图 14: 全球免税业分区域销售额占比	13
图 15: 全球免税业分渠道销售额占比	13
图 16: Dufry 集团历史沿革	14
图 17: 2012-2019 年 Dufry 营收规模及增速	14
图 18: 2012-2019 年 Dufry 净利润及增速	14
图 19: Dufry 2019 年各地区营收贡献	14
图 20: 2012-2019 年 Dufry 销售产品结构	14
图 21: 2012-2019 年 Dufry 经营面积 (千平方米)	15
图 22: 2019 年 Dufry 门店数量及地区分布	15
图 23: 近年来 Dufry 毛利率逐渐提升	16
图 24: 2012-2019 年公司杜邦分析	16
图 25: 中免+日上+海免合计占 91% 份额	19
图 26: 韩国免税运营商竞争格局	19
图 27: 国人全球奢侈品消费总额 (亿美元) 及增速	19
图 28: 国人境外奢侈品消费 (亿美元) & 境外占比	19
图 29: 全球免税商品品类分布	20
图 30: 中国消费者境外消费渠道分布	20
图 31: 中国免税行业销售额 (亿元) 及增速	20
图 32: 中国免税占全球免税份额	20
图 33: 2019 中国居民境内外免税消费额	20
图 34: 2019 年韩国免税购买人群占比	20
图 35: 珠免免税店门店位置	23
图 36: 免税集团销售品类结构对比	24
图 37: 2019 年各免税店客单价对比	24
图 38: 中国居民境内外免税消费额 (亿元)	25
图 39: 各口岸/机场出入境客流量 (亿人次)	25
图 40: 格力地产发展历程	26
图 41: 公司股权结构 (2020 年 5 月)	26

图 42: 五大产业协同联动, 公司转型综合城市运营商	27
图 43: 公司房地产深耕珠海, 布局沪渝	27
图 44: 2015-2019 年公司房地产销售面积	28
图 45: 2015-2019 年公司房地产销售收入	28
图 46: 2019 年公司在建项目 (万平方米)	28
图 47: 2019 年公司房在建项目总投资 (亿元)	28
图 48: 人工岛、珠海公路口岸建设	29
图 49: 洪湾渔港和香洲港治理实景	30
图 50: 海岛建设和海洋牧场实景	30
图 51: 现代服务产业	31
图 52: 通用技术集团全球网络	32
图 53: 通用技术集团医药商业、医药国际贸易	32
图 54: 公司产业集群	33
图 55: 2015-2019 年公司营收规模及增速	33
图 56: 2015-2019 年公司归母净利润规模及增速	33
图 57: 2015-2019 年公司各业务收入占比	34
图 58: 2015-2019 年公司各业务毛利率	34
图 59: 2015-2019 年公司各板块收入占比	34
图 60: 2015-2019 年公司各板块毛利率	34
图 61: 2015-2019 年公司各业务成本占收入比	34
图 62: 2015-2019 年公司净利润和净利率	34
图 63: 2015-2019 年公司流动比率及现金比率	35
图 64: 2015-2019 年公司资产负债率	35
图 65: 2015-2019 年公司权益乘数及产权比率	35
图 66: 2015-2019 年公司期间费用率	35
图 67: 公司杜邦分析	35
表 1: 珠海免税旗下子公司梳理	8
表 2: 主要国家及地区关税、增值税、消费税对比	11
表 3: 重要国家免税政策对比	12
表 4: TOP10 免税集团免税销售额 (百万欧元)	13
表 5: Dufry 设有免税店的机场分布	15
表 6: 我国各类免税店消费规定	17
表 7: 我国部分消费品进口关税、消费税和增值税税率情况	17
表 8: 日上免税价格与普通零售价格对比	18
表 9: 我国拥有免税业牌照企业	18
表 10: 我国免税政策梳理	21
表 11: 国内免税牌照梳理	22
表 12: 珠免经营门店情况	23
表 13: 珠免旗下免税店经营品类情况	24
表 14: 公司主营业务	26
表 15: 公司地产项目合集	28
表 16: 海洋经济核心项目	29
表 17: 公司物业服务	31

表 18: 公司目标价与免税业务估值及现金支付比例的敏感性分析	36
表 19: 地产业务估值	37

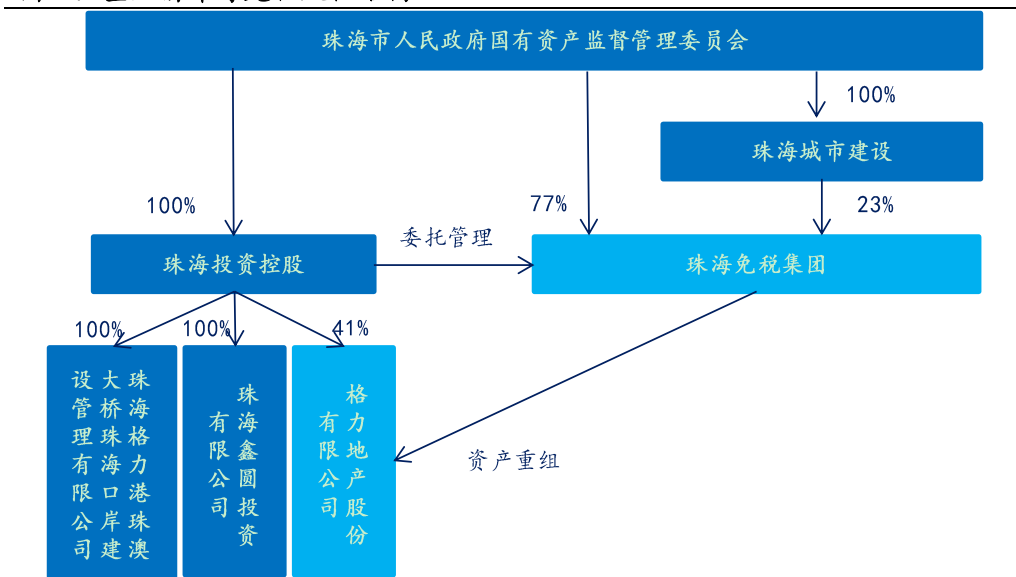
1. 珠海国资吹响改革号角，格力地产拟收购珠免

珠海国资吹响改革号角。2020年初珠海市出台《关于深化市属国有企业市场化改革的意见》，提出到2022年珠海市属国有企业将全面落实市场化选人用人机制和考核激励约束机制，国资监管向“管资本”为主转变基本实现，国有资本引领和推动的资产总量达到1.5万亿元。本轮珠海国改的重要背景是2019年格力电器股权转让事宜落地，此前格力电器作为珠海市规模最大、实力最强的国有企业在珠海国企系统中所占分量极重；进入“后格力时代”，如何在规模上填补格力电器出表空间，以及推动现有几大国企做大做强，成为珠海新一轮国改要面临的挑战。

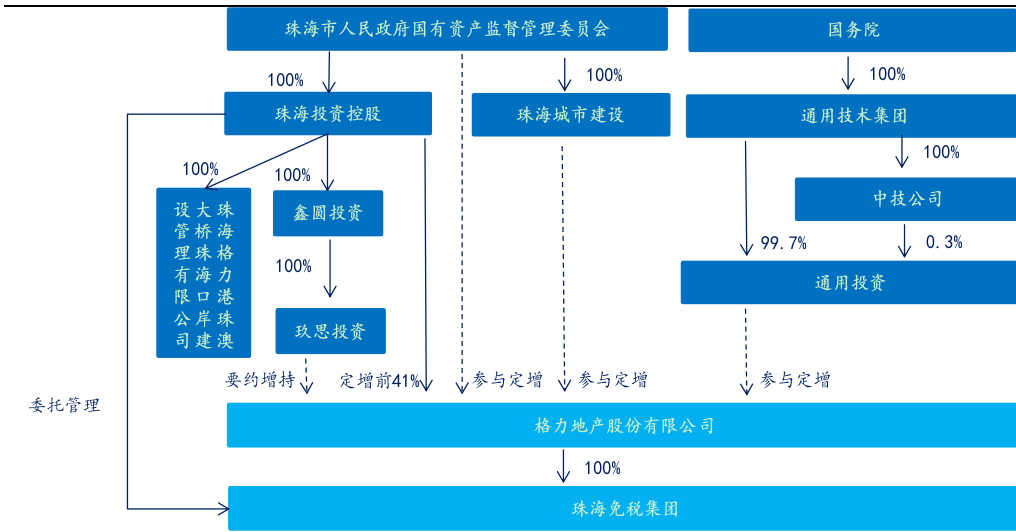
此前珠免托管海投曾释放重组信号。2020年1月，格力地产公告收到控股股东海投公司通知，因国企改革和市管企业主要领导调整，珠海市国资委决定珠海免税集团托管海投公司，且格力地产董事长鲁君四已获委任担任珠海免税党委书记、董事长、法定代表人，并不再担任海投公司党委书记、董事长、法定代表人。海投公司旗下拥有颇具含金量的港珠澳大桥珠海口岸的运营权，由其全资子公司珠海格力港珠澳大桥珠海口岸建设管理有限公司对港珠澳大桥珠海口岸进行统一管理及运营。年初珠海国资委的托管决定，带给珠海免税与海投公司业务整合协同的预期。

格力地产公告拟收购珠海免税。公司近期发布定增预案：（1）拟向珠海市国资委、城建集团发行股份并支付现金购买其持有的免税集团100%股权，具体股份、现金支付比例仍需协商确定。（2）拟向中国通用下属公司通用投资非公开发行股份募集配套资金不超过8亿元，预计发行股份数量不超过1.86亿股，发行价格为4.30元/股。同时，格力地产控股股东海投公司通过其全资孙公司玖思投资发起要约收购，以6.50元/股的要约收购价向除海投公司以外的其他股东进行的部分要约收购，本次要约收购股份数量为1.83亿股，占格力地产发行股份总数的8.89%，本次要约收购完成后，玖思投资和海投公司将最多合计持有格力地产50%的股份。

图 1: 重组前珠海免税股权结构



数据来源：天眼查，东北证券

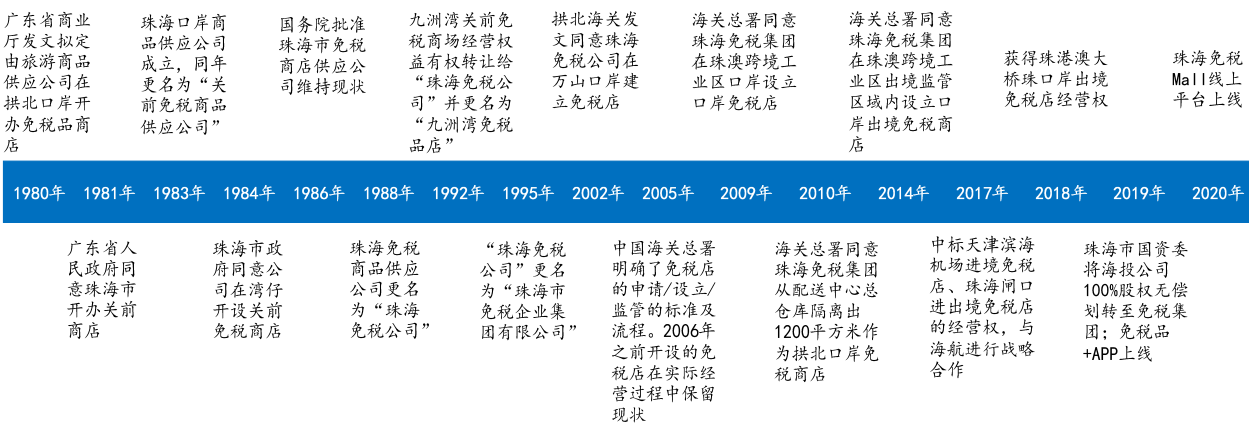
图 2: 定增完成后格力地产股权结构


数据来源: 公司公告, 东北证券

2. 珠免概况: 背靠粤港澳大湾区, 成就第二大免税运营商

2.1. 手握免税牌照, 探索多元业态

拥有国内稀缺免税牌照, 口岸免税业务销售体量位居全国第二。珠海市免税企业集团有限公司(以下简称“珠海免税”)成立于八十年代初, 1995 年正式成立集团公司。经过近 40 年拓展, 公司已发展成为以口岸免税业务为核心, 集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流、跨境电商为一体的集团式企业。

图 3: 珠海免税发展历程


数据来源: 互联网, 东北证券

表 1: 珠海免税旗下子公司梳理

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	享有表决权比例	备注
恒超发展有限公司	3,000 万港元	进出口贸易	100%	100%	1988年成立，主要从事境外免税品采购、仓储物流服务和国际贸易批发零售，总资产超过1亿港元，年销售收入近5亿港元。
珠海珠澳跨境工业区大鵬仓储物流有限公司	50 万元	租赁、仓储服务	10%	100%	位于珠澳跨境工业区珠海园区，2005年注册成立，公司主要经营自有物业租赁、仓储服务、国际货运代理、商业批发零售。
珠海经济特区大鵬贸易有限公司	58 万元	贸易	100%	100%	
珠海汇真商务有限责任公司	5,000 万元	跨境电商商务咨询	50%	100%	成立于2015年8月，是珠海免税集团新兴业务发展的核心载体。50%珠免+25%大鵬仓储物流有限公司+25%外币免税商场；打造线上线下融合全渠道商业平台。
珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司	18,783 万元	租赁、服务	100%	100%	成立于1988年，位于珠海市香洲区繁华的商业腹地，营业面积约20000平方米。
珠海国贸购物广场有限公司	1,500 万元	租赁、服务	100%	100%	随着2019年升级改造，国贸购物广场销售额同比增长37.7%，客流量增幅34%，预计全年实现销售额约6亿元。
珠海海天国际贸易展览集团有限公司	15,500 万元	批发零售	100%	100%	
珠海市闸口免税商业有限责任公司	2,000 万元	免税品销售	100%	100%	
珠海市中免免税品有限责任公司	10,204 万元	免税品销售	51%	51%	51%珠免+14.7%深圳立威投资+14.7%中免+14.7%深圳嘉豪投资+4.9%深圳市新数码科技
天津珠免商业有限公司	8,000 万元	免税品销售	51%	51%	51%珠免+49%海南海岛商业管理有限公司(海航)
珠海市新恒基发展有限公司	1,000 万元	批发零售	50%	100%	50%珠免+50%外币免税商场；珠海经济特区国营外币免税商场有限责任公司的前身
珠海经济特区金叶酒店有限公司		酒店	50%	50%	三星级酒店，1991年9月开业，酒店楼高12层，分东、南、北主楼和西楼，总建筑面积15000平方米，设有190间客房。50%广东粤烟投资管理有限公司(中烟广东省公司100%)，50%珠免。

数据来源：公司公告，企查查，东北证券

免税业务： 占据公司 90% 业绩权重，特许经营烟酒、香化等多品类免税商品，服务对象为经口岸出入境人士。目前旗下运营拱北口岸免税店（全国陆路口岸单店面积最大的免税店）、九州港口岸免税店（珠海与香港相连的水路口岸免税店）、横琴口岸免税店（珠海与澳门的 24 小时通关口岸免税店）、港珠澳大桥珠港口岸免税店（与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体）和天津滨海机场进境免税店等。随着天津机场、港珠澳大桥珠港口岸免税店的开业，珠免实现了地域上的突破，开始向全国范围布局免税业务。

百货零售及商业物业经营业务： 以外币免税商场、国贸购物广场为旗舰店，实行商业物业经营和商品管理双主体运行机制，是珠海市集购物、饮食、娱乐、休闲为一体的高品位时尚消费中心，渐现“大型区域商业服务购物中心”雏形，引领珠海的消费潮流。

图 4: 珠海免税商场



数据来源: 东北证券

图 5: 珠海国贸购物广场



数据来源: 东北证券

贸易和仓储物流业务: 以香港恒超发展有限公司为发展平台, 依托珠海珠澳跨境工业区大鹏仓储物流有限公司, 实现公司对外投资项目的拓展。其中香港恒超成立于 1988 年, 主要从事境外免税品采购、仓储物流服务和国际贸易批发零售, 总资产超过 1 亿港元, 年销售收入近 5 亿港元。

跨境电商: 以珠海汇真商务有限责任公司为载体, 发挥珠海免税多年来积累的优势资源及实体运营经验, 以跨境电商和进口商品直销作为契机, 通过多种资本运作方式打造线上线下融合的全管道商业零售批发新模式, 成为集团未来改革创新和协同发展的发动机。2016 年, 珠海汇优城进口(跨境)商品直销中心开业。2019 年, 由集团属下珠海汇真公司牵头打造的集“免税、保税、有税”三种业态为一体的综合电商平台“免税品+”APP 正式上线。

酒店经营管理业务: 以珠海经济特区金叶酒店有限公司为载体, 在珠海最为繁华的中心地段——拱北迎宾大道南端——运营一家三星级酒店, 为集团实现丰富的业态推波助澜。金叶酒店于 1991 年 9 月开业, 珠免持股 50%; 楼高 12 层, 酒店分东、南、北主楼和西楼, 总建筑面积 15000 平方米, 设有豪华商务套房、豪华套房及标准客房 190 间。

图 6: “免税品+” APP 正式上线



数据来源: 东北证券

图 7: 珠海免税拱北店

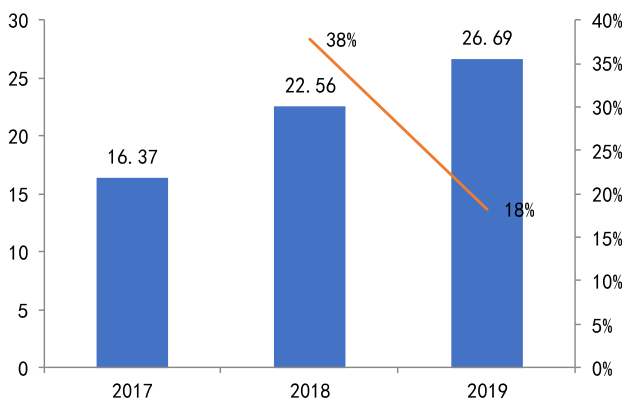


数据来源: 东北证券

2.2. 免税业务驱动业绩稳健增长

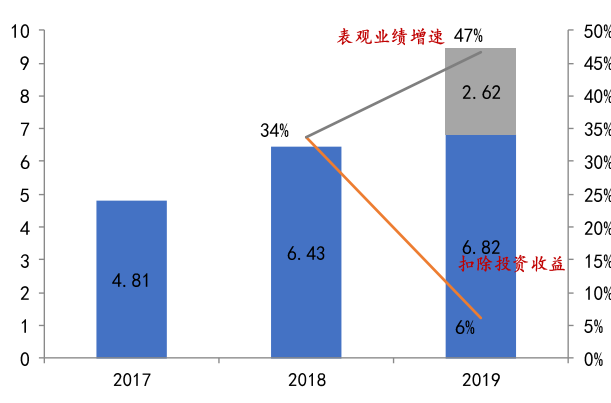
珠免业绩保持稳健增长。收入端：2017-2019 年珠免营收规模从 16.4 亿增长至 26.7 亿/CAGR 28%，其中免税业务收入占比约 90%。利润端：2017-2019 年珠免归母净利润规模从 4.8 亿增长至 9.4 亿元/CAGR 40%，剔除 2019 年非经常收益扰动后归母净利为 6.82 亿/CAGR 19%（2019 年公司将持有的珠海金融投资控股 5.21% 股权转让给珠海华发集团，取得税前投资收益约 3.5 亿元、税后收益 2.6 亿）。

图 8: 2017-2019 年珠免营业收入 (亿元) 及增速



数据来源：公司公告，东北证券

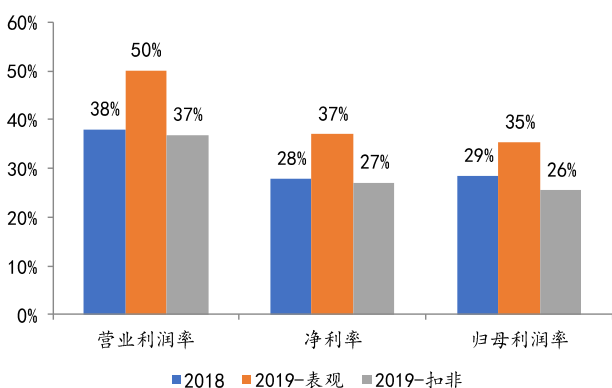
图 9: 2017-2019 年珠免归母净利润 (亿元) 及增速



数据来源：公司公告，东北证券

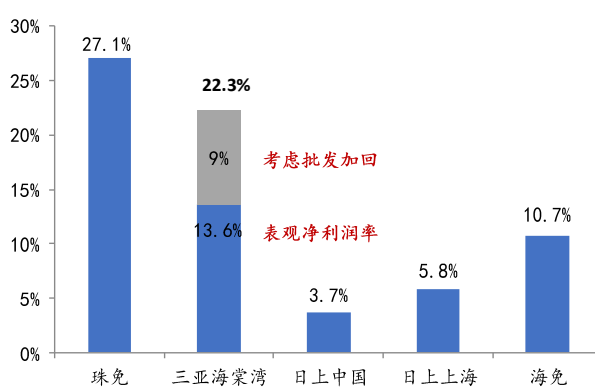
珠免盈利能力领先同行。剔除 2019 年非经常收益扰动，公司 2018-2019 年营业利润率分别为 38%/37%、净利润率分别为 28%/27%、归母利润率分别为 29%/26%。公司盈利能力领先同行主要由于：(1) 租金：珠免门店以边境口岸店为主，租金较低且部分门店为自有物业；相比日上中国和日上上海高昂的机场扣点，珠免租金优势明显。(2) 商品结构：珠免主要品类为利润率颇高的烟酒产品（占比 90%、此外香化占 10%、无精品）；中免/日上/海免以香化主导，此外容易产生资产减值的精品品类占比亦不低。

图 10: 2018-2019 年公司利润率水平



数据来源：公司公告，东北证券

图 11: 2019 年免税公司净利润率对比



数据来源：公司公告，东北证券

3. 免税行业：消费回流下国内市场厚积薄发

3.1. 海外市场：发展成熟，稳健增长

免税业起源于二战时期，服务于未享受本国福利的境外人员。免税业最初诞生是由于境外人员来访时并未享受到本国的福利政策，应将增值税/消费税等消费行为相关税赋给予退还，采取在离境区域设立免税店的形式提供返还。1947年，全球第一家免税店在爱尔兰的香农机场开业，为当时往返欧洲和北美航班的旅客提供服务，就此拉开了全球免税行业快速发展的序幕。二战后全球经贸往来日益频繁、国际旅游业迅速发展，免税业作为国际旅游消费的延伸逐渐成为各国吸引消费者、促进旅游消费和扶持本国品牌的重要手段。

税收政策千差万别，对普通零售和免税销售价差的影响极为明显。免税政策一般对免税限额、免税产品类别、免税产品数量作出规定，直接影响免税业对消费者的吸引力。中国目前关税税率为0%-35%，增值税率为3%-17%，另外还征收3%-56%的消费税，入境免税限额为5000元/年（连同口岸入境免税店限额为8000元/年），离岛免税限额为10万元/年。中国税率在主要国家中处于偏高的水平，免税限额相对宽松。

表 2: 主要国家及地区关税、增值税、消费税对比

国家及地区	关税	增值税	消费税
中国	0-35%	3%-17%	3-56%
葡萄牙	0-15%	23%	
爱尔兰	5-20%	23%	
奥地利	3.5%-15%	20%	
比利时	3.5%-15%	12-21%	
新西兰	0-15%	15%	
以色列	0.8-80%	18%	5-90%
澳大利亚	0-17.5%	10%	
加拿大	0-20%	5%	
西班牙	0-20%	21%	
印度	0-40%	13.5%	8-24%
意大利	5-20%	4%-22%	
日本	0-40%	8%	
韩国	7.9%	10%	15-100%
俄罗斯	5-20%	18%	20-570%
新加坡	0-1%	7%	
法国	5-17%	2.1%-20%	
德国	5-17%	7%-19%	
马来西亚	0-300%	6%	
瑞士	3.2%	0-7.7%	
台湾（中国）	0-17.5%	5%	
泰国	0-45%	7%	25-80%
土耳其	0-20%	1%-18%	7-40%
香港（中国）	0%	0%	
英国	0-15%	20%	

数据来源：各国及地区海关官网，东北证券

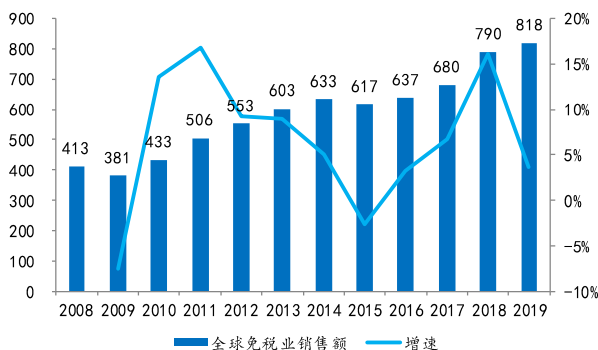
表 3: 重要国家免税政策对比

重要免税国家免税政策梳理	入境免税	出境免税	离岛免税
中国	境外获取物品总值在5000元人民币以内（含5000元）的予以免税放行，免税放行物品连同口岸进境免税店购物额总计不超过8000元人民币的，仍予以免税放行	无出境免税限制	海南离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年累计免税购物限额10万元，不限次
韩国	600美元入境免税额	出境免税限额3000美元，不限次数	每年6次，每次限购金额600美金（约合4080人民币）
日本	<ul style="list-style-type: none"> 酒类:3瓶（按：760ml折合） 香烟:400支（不分国内外制品） 境外市价的总额不超过20万日元的物品（只限入境者自用的物品。） * 价格20万日元以上的单件物品，价格全部上税	退税：非居民：合计金额需要在5000日元（不含税）以上，50万日元以下	不限次数、1次限购20万日元（约合人民币16000元）、不销售香烟和本国商品
美国	美国公民免税限额为200、800或1600美元，取决于从哪个国家返回；访客免税限额100美元、作为礼物的物品	无出境免税限制	
欧盟	欧盟公民从第三国家入境，其他物品总值不得超过 430欧元，15岁以下的旅客可携带物品的总值不得超过 175欧元	无出境免税限制	
英国	从欧盟至英国：不限制；从其他国家至英国：烟酒外可 £390 以内的其他产品可以免税，通过私人飞机船只抵英免税额 £270	无出境免税限制	

数据来源：各国及地区海关官网，东北证券

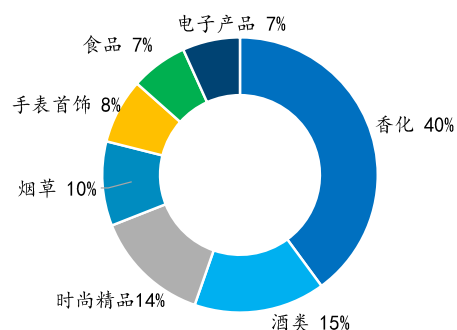
2019 年全球免税销售额 818 亿美元/+4%，2008-2019 年复合增速 6%。分品类看，香化类产品是全球免税销售增长的主要驱动力，销售额占比达 40%，此外酒类/时尚精品分别占比 15%/14%。**分区域看**，亚太/欧洲/美洲/中东/非洲分别占比 49%/27%/15%/8%/1%。**分渠道看**，机场为免税销售的主要渠道，2018 年机场免税品销售额 417 亿美元/+9.3%/占比 53%；市内口岸等其他渠道占比在不断提升，2018 年同增 19.3%/占比 41%；机上/轮渡渠道占比 3%/3%。欧洲/中东/非洲主要以机场免税为主；而亚太地区受益于市内&离岛免税政策，亚太地区非机场免税体量大、空间广，目前市内店是亚太地区增速最快的免税渠道。

图 12: 全球免税业销售额（亿美元）及增速



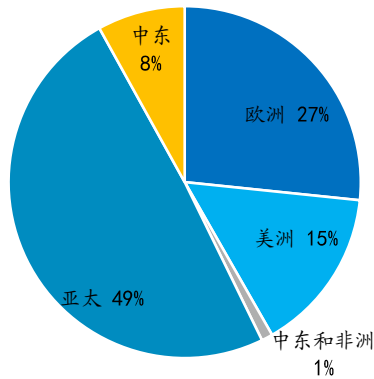
数据来源：前瞻产业研究院，东北证券

图 13: 全球免税业分品类销售额占比



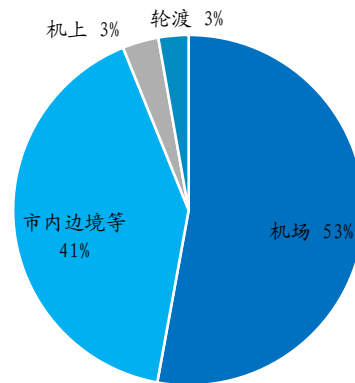
数据来源：Generation Research，东北证券

图 14: 全球免税业分区域销售额占比



数据来源: Generation Research, 东北证券

图 15: 全球免税业分渠道销售额占比



数据来源: Generation Research, 东北证券

全球免税业呈现寡头垄断趋势。2018 年全球 TOP10 免税集团销售额达 411.6 亿欧元/市占率超 50%，免税行业寡头垄断趋势明显。亚洲免税集团表现亮眼，韩国乐天&新罗、泰国王权、中国中免过去六年复合增速均超 15%，远超行业增速。中免集团全球销售额排名不断提升，从 2010 年的第 20 位提升至 2018 年全球第 4 位。2019 年中免集团实现年销售额 474 亿元 RMB，19 年乐天免税销售额超过 10 万亿韩元/约 603 亿 RMB、Dufry 实现销售额 88.5 亿元瑞士法郎/约 636 亿 RMB、韩国新罗免税店实现销售额 5.2 万亿韩元/约 314 亿 RMB。考虑疫情扰动下渠道回流，中免营收规模继续扩张、全球排名冲击前三可期。

表 4: TOP10 免税集团免税销售额 (百万欧元)

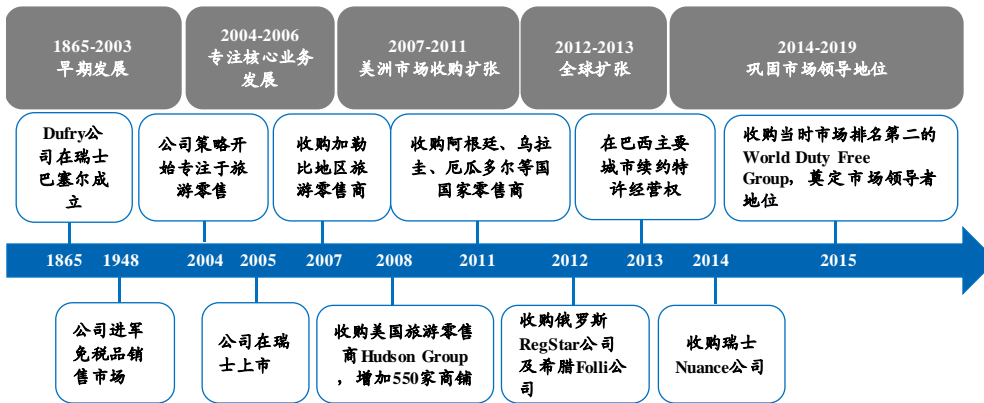
公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	CAGR	总部
1 Dufry/瑞士杜福瑞集团	2612	2911	4850	5683	7298	7166	7687	20%	瑞士
2 Lotte Duty Free/乐天免税店	2163	2441	3535	3750	4783	4842	6093	19%	韩国—乐天集团
3 The Shilla Duty Free/新罗免税店	1350	1421	1877	2286	2910	3412	5477	26%	韩国—三星集团
4 China Duty Free Group/中国中免	657	799	1018	1160	1283	1994	4394	37%	中国—中免集团
5 LS Travel Retail/拉格代尔旅游零售	2546	2900	3100	3570	3662	3917	4200	9%	法国
6 Gebr Heinemann/吉布爾海涅曼	1900	2400	2400	2800	2900	3200	3600	11%	德国
7 DFS Group/环球免税集团	3260	4065	3750	3770	4000	3670	3154	-1%	法国—LVMH
8 King Power International/泰国王权免税店	951	1122	1179	1971	2003	2141	2428	17%	泰国—王权集团
9 Shinsegae Duty Free/新世界免税					763.5	1356	2375	76%	韩国—新世界免税
10 Dubai Duty Free/迪拜免税店	1213	1314	1576	1726	1758	1608	1755	6%	阿联酋
11 Ever Rich Group/升恒昌免税店	980	1226	1570	1570	1643	1660	1723	10%	台湾
12 Duty Free Americas/美国免税	800	840	1124	1234	1377	1499	1620	12%	美国

数据来源: Moodie Report, 东北证券

3.2. 海外龙头: Dufry 的崛起之路

全球化布局&外延并购打开公司成长空间。Dufry 于 1865 年在瑞士巴塞尔成立,1948 年正式进军免税品销售市场,2005 年在瑞士上市,开启瑞士—欧洲—加勒比地区—北美—南美—亚洲的扩张进程。2014-2015 年,公司先后收购 Nuance 和 WDF,免税业务量跃居全球第一。

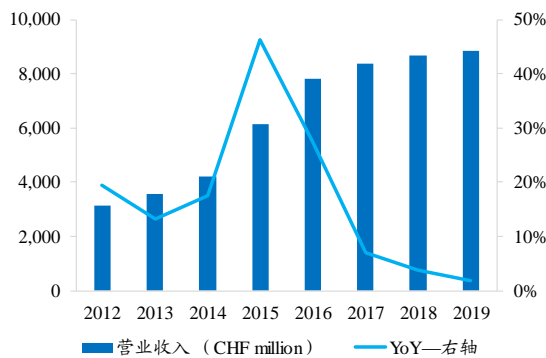
图 16: Dufry 集团历史沿革



数据来源：公司公告，东北证券

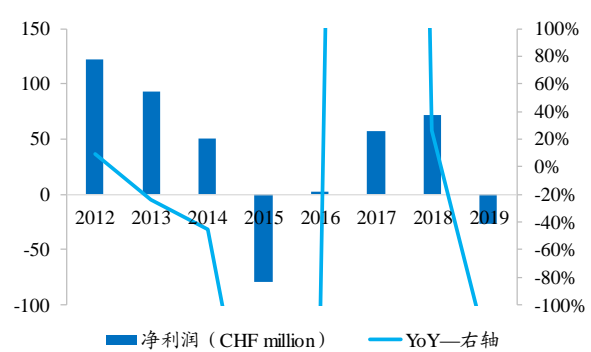
业务规模持续增长，2012-2019 年销售额复合增速超 16%。2019 年，公司实现营收 88.5 亿瑞士法郎（约 637 亿元人民币）/+2%，其中免税营收 54 亿瑞士法郎/+2%。分地区看，欧洲&美洲是 Dufry 主要营收来源，营收占比超七成；分品类看，香化类营收占比超过三成、烟酒占比 28%、食品 18%、奢侈品 13%。

图 17: 2012-2019 年 Dufry 营收规模及增速



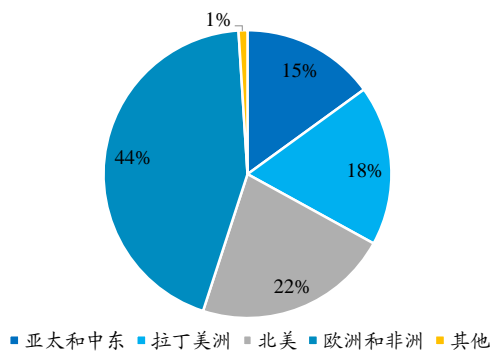
数据来源：公司公告，东北证券

图 18: 2012-2019 年 Dufry 净利润及增速



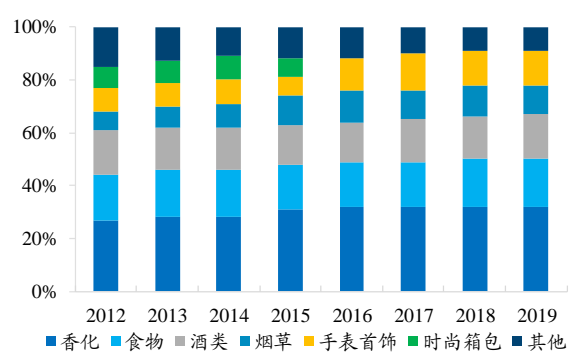
数据来源：公司公告，东北证券

图 19: Dufry 2019 年各地区营收贡献



数据来源：公司公告，东北证券

图 20: 2012-2019 年 Dufry 销售产品结构



数据来源：公司公告，东北证券

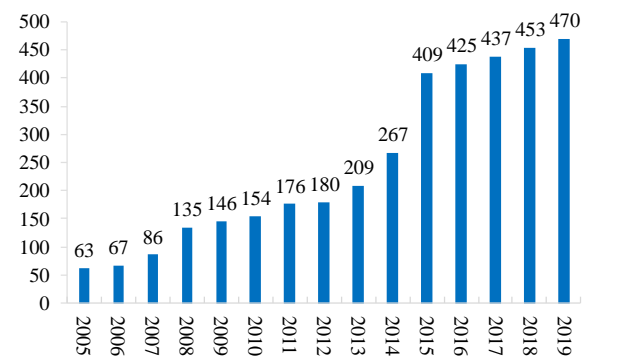
掌握全球大客流机场，Dufry 机场免税市占率超 20%。2019 年，Dufry 机场渠道销售额达 77.9 亿瑞士法郎/+0%/占比 88%，2012 年以来公司机场渠道销售额占比稳定在 90%左右；截至 2019 年末，公司在全球 290 个机场设有免税店，覆盖机场数量稳健增长。公司坚持区域分散的经营策略，目前在五大洲 65 个国家 420 个城市运营门店 2400 家/+2.3%，零售面积 47 万平方米/+3.8%。

表 5: Dufry 设有免税店的机场分布

所属地区	设有免税店的机场数量	重点机场
南欧和非洲	84	法国尼斯机场 希腊雅典机场 意大利佛罗伦萨机场 西班牙马德里/巴塞罗那机场
英国和中欧	44	德国汉堡/杜塞尔多夫机场 瑞士苏黎世机场 英国伦敦希思罗/伯明翰机场
东欧、中东、亚洲及澳洲	27	澳大利亚墨尔本机场 中国香港机场 印尼巴厘岛机场 韩国釜山机场 俄罗斯莫斯科谢列蕨契瓦机场
拉丁美洲	59	阿根廷布宜诺斯艾利斯埃塞萨机场 巴西里约热内卢桑托斯杜蒙机场 墨西哥墨西哥城机场
北美	76	加拿大多伦多/温哥华机场 美国纽约肯尼迪/洛杉矶机场

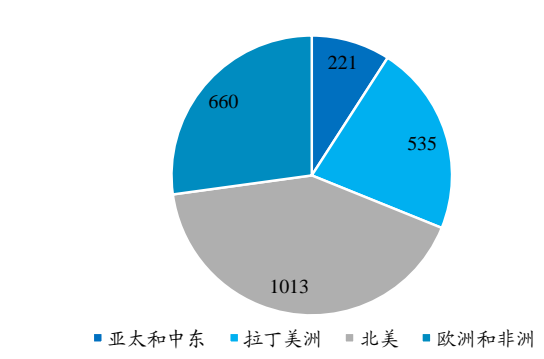
数据来源：公司官网，东北证券

图 21: 2012-2019 年 Dufry 经营面积 (千平方米)



数据来源：公司公告，东北证券

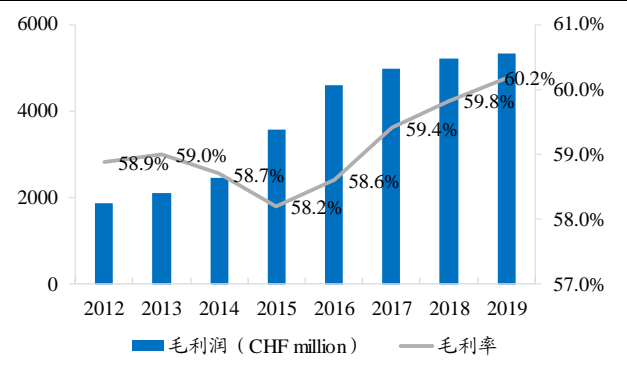
图 22: 2019 年 Dufry 门店数量及地区分布



数据来源：公司公告，东北证券

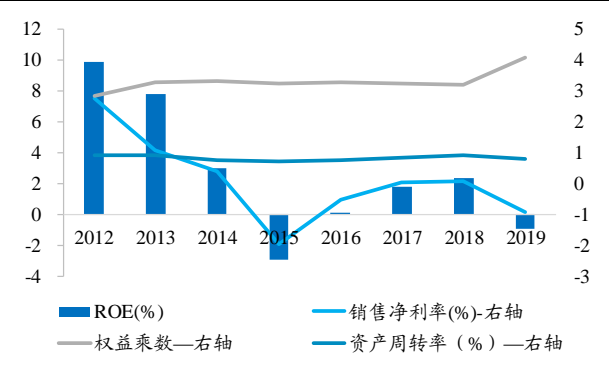
规模扩大提升议价能力。2004 年至今，Dufry 毛利率提升近 13pct，从 2010 年起毛利率提升放缓，目前毛利率水平维持在 58%左右；2014 年公司毛利率有所下降，主要为收购的 Nuance 毛利率低于 Dufry 且体量较大，2016 年以来随着整合协同效应逐步体现，公司整体毛利率开始反弹。销售规模增加&采购渠道整合助力公司提升对上游品牌供货商的议价能力。

图 23: 近年来 Dufry 毛利率逐渐提升



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 24: 2012-2019 年公司杜邦分析



数据来源: 公司公告, 东北证券

注: 2014-2017 年, 受收购后整合影响净利润率波动较大

3.3. 国内市场: 砥砺前行, 后发制人

中国免税业起步较晚, 发展至今共经历 5 个阶段。1979 年, 中国旅游服务公司获国务院授权开设中国第一家免税店, 我国免税业进入起步阶段; 1984 年, 中国免税品公司在国务院批准下成立, 并对全国免税业实行“四统一”管理, 我国免税业进入规范阶段; 2004-2009 年中国免税行业产值复合增速达 25%, 远超全球 10% 增长水平, 我国免税业进入高速发展阶段; 2011 年, 海南岛试点实施离岛免税政策, 成为全球第四个离岛免税区域, 开启我国免税业的开拓阶段; 2014 年, 中免集团旗下三亚海棠湾国际购物中心开业, 是我国乃至全球范围内最大的免税综合店, 自此我国免税业进入综合发展阶段。

我国免税业态分为出境免税店、入境免税店、市内店及离岛免税店。(1) **出境免税店** 设置在机场/边境/港口/车站等出境口岸的海关隔离区, 是全球最常见的免税店形式, 销售收入主要取决于机场、港口等口岸客流量, 主要针对已办理出境手续、即将前往境外的人员, 对免税消费额度没有限制。(2) **入境免税店** 主要针对准备入境但尚未办理完入境手续的旅客、以及隔离区内中转旅客, 在免税业成熟国家入境免税店兼备销售点和提货点的双重功能, 我国目前入境免税额度为 8000 元/年。(3) **市内店** 通常位于城市的繁华商业区, 手持出入境护照并持有一定时间内离开本国有有效机票的游客可在此购买免税品, 免税额度为 5000 元/年, 提货点一般设置在口岸海关隔离区。(4) **离岛免税店** 针对本国本土、本岛以及外国离岛、离境旅客, 免税额度 10 万元/年, 不限次数, 提货方式可为“岛内付款提货, 海关离境验放”或者机场专用商品受理点提取。

表 6: 我国各类免税店消费规定

门店业态	出境免税店	入境免税店	市内免税店	离岛免税店
设置区域	机场、边境、港口、车站等出境口岸海关隔离区	机场、边境、港口、车站等入境口岸海关隔离区	城市繁华商业区	岛内
免除税金	进口关税、增值税和消费税			
免税对象	已办理出境手续、即将前往境外的人员	准备入境但是尚未办理完入境手续的旅客、以及隔离区内中转旅客	外国游客（出境前） 本国居民（入境后）	本国本土、本岛以及外国离岛但不离境的旅客
我国免税额度	无限额	8000元	外国游客出境前不限额 本国居民入境后限额5000元	10万元不限次/年
提货点	出境口岸海关隔离区	入境口岸海关隔离区	口岸海关隔离区	岛内付款提货，海关离境验放或机场专用商品受理点提取
免税手续	办理出境手续后，出示机票以及有效身份证明	凭机票及有关身份证明	凭有出入境记录的护照及有效身份证明	凭机票及有关身份证明

数据来源：中国海关总署，东北证券

免税价格极具吸引力。国内进口消费品的成本由完税价格、关税、消费税、进项增值税、城建税、教育费附加等构成，其中关税和消费税根据商品品类不同而税率有所差别，关税、消费税和增值税合计占总成本的比例为 20%-40%。由于免税商品享受豁免进口关税、增值税和消费税的政策优惠，因此相比同类商品的专柜价格，免税店在价格上具备较强优势。根据测算，国内免税店各类消费品相比市场零售价的实际折价率（1-免税店价格/市场零售价）为 10-60%，折价率最高的是香化和烟酒类（20%-40%），其次是箱包首饰类（20%-30%），食品饮料（大部分 10-20%）。

表 7: 我国部分消费品进口关税、消费税和增值税税率情况

商品品类	关税税率			消费税率	增值税税率	理论折价率
	关税最惠国税率 (WTO成员且互相给予关税优惠)	暂定税率 (当和最惠国税率并存的时候优先使用暂定税率)	普通税率 (适用于没有外交关系的国家和产地不明的进口货物)			
化妆品						
眼类、唇类化妆品	5%	无	150%	15%	13%	32.65%
指甲类化妆品	5%	无	150%	16%	13%	32.65%
粉扑及粉拍，施敷脂粉或化妆品用分拍或化妆品用	18%	无	130%	17%	13%	34.52%
香水	3%	无	150%	15%	13%	32.65%
护肤品	1%	无	150%	15%	13%	30.67%
塑料或纺织材料箱包	10%	无	100%	无	13%	23.41%
濒危动物皮质箱包	6%	无	100%	无	13%	23.41%
皮革箱包	6%	无	100%	无	13%	23.41%
手表	11%-20%	无	80%、100%	20%	13%	40.29%
				(10000元以上)		
纯金银及钻石首饰	20%	无	130%	5%	13%	33.59%
铂金以及贵金属及钻石首饰	35%	无	130%	5%	13%	40.96%
其他首饰和珠宝玉石	35%	无	130%	10%	13%	35.74%
鞋子	10%-24%	无	90%、100%	无	13%	24.78%
服饰	8%-25%	5%	90%-130%	无	13%	27.37%
食品	8%-25%		40%-90%	无	13%	17.41%
皮带	7%	6%	100%	无	13%	29.80%
太阳镜	20%	玻璃制6%，其他无	90%、100%	无	13%	20.52%
空气净化器	7%	5%	100%	无	13%	19.77%
净水器	7%	5%	63%	无	13%	48.32%
婴儿奶粉	12%、15%	0%、5%	40%	无	13%	15.75%
相机	0%、17.5%	无	13%、70%、130%	无	13%	19.77%
音响	10%	无	40%	无	13%	19.77%
进口香烟	12%、15%、23%	无	180.00%	30%+150元/标准箱 56%+150元/标准箱	13%	40.45%
进口威士忌	10.00%	5.00%	180.00%		13%	36.65%
进口葡萄酒	10.00%	5.00%	180.00%	10.00%	13%	28.39%

数据来源：财政部，东北证券

表 8: 日上免税价格与普通零售价格对比

商品品类	日上免税价 (元)	普通零售价 (元)	折扣率	商品品类	日上免税价 (元)	普通零售价 (元)	折扣率
香化类				食品饮料类			
爱马仕尼罗河花园淡香水(50ml)	618	755	18.1%	好时水果夹心巧克力	60	80	25.0%
祖马龙蓝风铃女香(100ml)	894	1200	25.5%	ROCA扁桃仁糖	150	180	16.7%
雅诗兰黛小棕瓶(50ml)	620	850	27.1%	塔牌工艺花雕酒	130	145	10.3%
SK-II 神仙水(330ml)	1383	1980	30.2%	香烟类			
阿玛尼唇釉	197	310	36.5%	中华(硬)	325	450	27.8%
兰蔻菁纯柔润唇膏	189	270	30.0%	中华(软)	575	700	17.9%
箱包类				中华5000	325	530	38.7%
Coach长款钱包	1500	1900	21.1%	红双喜(11毫克)	52	80	35.0%
Bally女士小牛皮钱包	2870	3590	20.1%	万宝路双爆珠	190	240	20.8%
Coach皮革DINKY手袋	5200	7500	30.7%	万宝路硬红	149	180	17.2%
途明双肩背包	2220	2890	23.2%	洋酒烈酒类			
新秀丽COSMOLITE拉杆箱	3340	4780	30.1%	马爹利X.O(700ml)	1278	1887	32.3%
途明拉杆旅行箱	4100	6180	33.7%	马爹利尚选干邑(700ml)	2740	3999	31.5%
首饰配饰类				轩尼诗X.O干邑白兰地(700ml)	1071	1585	32.4%
FOLLI FOLLIE戒指	450	660	31.8%	泸州老窖 国窖1573经典装52度 (500ml)	738	969	23.8%
施华洛世奇手链	820	1190	31.1%	郎酒 红花郎15年53度酱香型白酒 (500ml)	560	698	19.8%
施华洛世奇项链	740	990	25.3%	塔牌绍兴黄酒本酒(1L)	1080	2888	62.6%
天梭卡森皮带女表	1830	2550	28.2%	格兰威特大师典藏单一麦芽	290	375	22.7%
天梭力洛克系列女表	3770	5300	28.9%				
浪琴名匠系列自动机械男表	11320	15600	27.4%				

数据来源: 日上 APP, 天猫旗舰店, 品牌官网, 东北证券

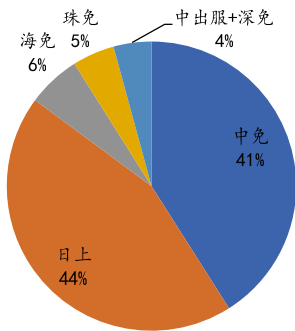
我国免税牌照稀缺, 呈现寡头垄断格局。我国对免税业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的政策, 各类免税业态均以授权牌照、指定专营公司的模式运营。我国目前共有 8 家获得免税业牌照的企业: 分别为中免、日上免税行(已被中免收购)、海免(拟注入中国中免)、珠免(格力地产拟收购)、深免、中出服(隶属国药集团)、中侨免税(隶属中国国旅兄弟公司港中旅, 目前仅保留哈尔滨中侨市内免税店, 为中国入境归国人员提供补购免税商业服务)、王府井, 此外海汽集团母公司海旅投也有望获得一张离岛免税牌照。目前入境/出境口岸免税和离岛免税政策均已对有牌照的运营商放开, 后续极大可能放开市内店运营资质。中免(考虑日上和海免)合计市占率超 90%。

表 9: 我国拥有免税业牌照企业

免税牌照	成立时间	性质	种类	业务分布	业务覆盖的免税店类型
中免	1984	央企	全国性运营商	分布在欧洲、中东、非洲、北美、亚洲和太平洋地区的31个国家、220个机场和700个火车站	9大渠道, 机场免税店、火车站免税店、客运站免税店、边境免税店、航空公司机上免税店、邮轮免税店、外轮供应免税店、外交人员免税店、市内免税店
海免	2011	地方国企	区域性离岛免税运营商	海口	机场免税店
珠免	1987	地方国企	区域性运营商	珠海、天津	口岸免税店、机场免税店
中出服	1983	央企	市内店运营商	北京、上海等20余个城市	市内免税店
深免	1980	地方国企	区域性运营商	深圳、西安	口岸免税店、机场免税店
日上	1999	已被中免并购	特殊运营商	北京、上海等20余个城市	机场免税店
中侨	1992	央企	市内店运营商		市内免税店
王府井	1993	地方国企	新增免税牌照		

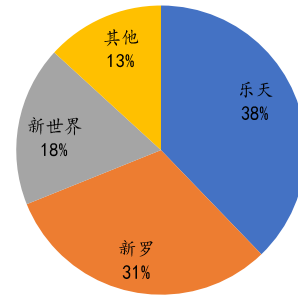
数据来源: 公司官网, 东北证券

图 25: 中免+日上+海免合计占 91%份额



数据来源: 公司公告, 东北证券

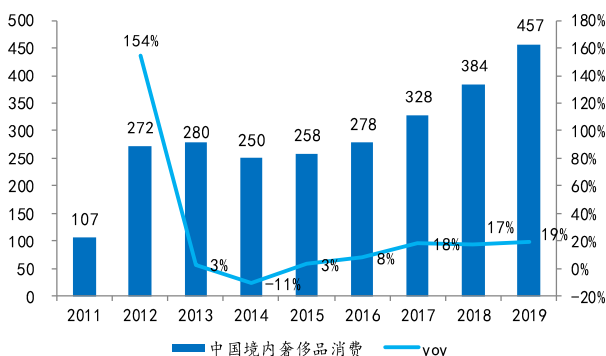
图 26: 韩国免税运营商竞争格局



数据来源: 公司公告, 东北证券

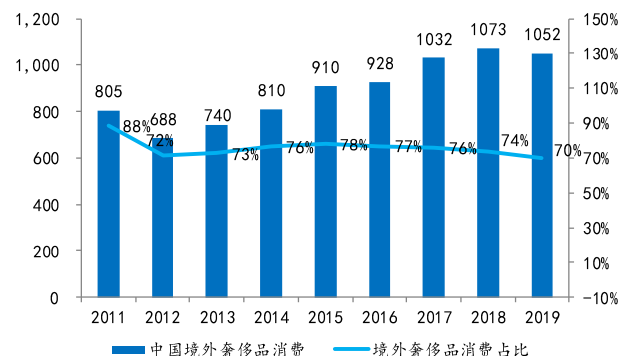
政策引导消费回流, 免税行业潜力巨大。根据麦肯锡《2019 中国奢侈品报告》数据, 中国消费者买走全球 1509 亿美元的奢侈品, 但其中 70% (1052 亿美元) 的消费发生在海外。近年来国家出台系列政策引导消费回流: 2011 年放开海南离岛免税, 并不断扩大旅客覆盖范围, 增加免税商品品类, 提高免税限额; 2014 年放开口岸出境免税店; 2015 年增加免税品种类和增设口岸进境免税店; 2016 年政府工作报告提出“降低部分消费品进口关税, 增设免税店”; 2018 年上海市商务局明确提出支持市内免税店、口岸免税店发展; 2020 年放宽离岛免税购物额度从每年每人 3 万元至 10 万元, 扩大免税商品种类, 增加电子消费产品等 7 类消费者青睐商品、取消单件商品 8000 元免税限额规定。免税品市场与奢侈品市场的销售品类&目标受众重合度高, 且免税店是消费者购买奢侈品的重要途径, 因此免税行业将承担吸引国人海外消费回流的重任。2019 年全球免税销售额达 818 亿美元, 其中中国免税销售额 538 亿元人民币/仅占全球 8.7% 份额。国人境外免税购买额近 1800 亿, 伴随政策引导和扶持, 消费将明显回流, 国内免税行业大有可为。

图 27: 国人全球奢侈品消费总额(亿美元)及增速



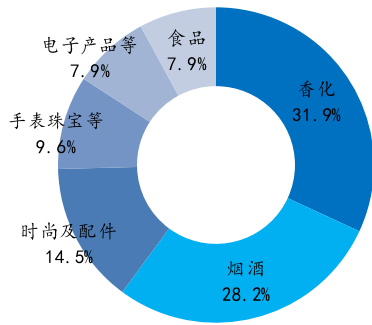
数据来源: 麦肯锡, 《2019 中国奢侈品报告》, 东北证券

图 28: 国人境外奢侈品消费(亿美元)&境外占比



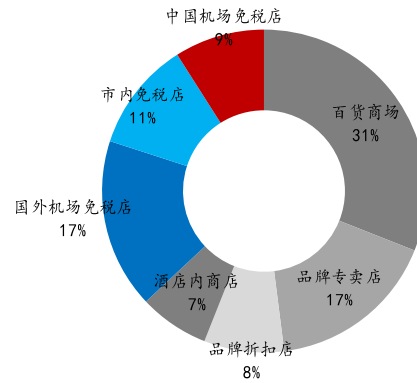
数据来源: 麦肯锡, 《2019 中国奢侈品报告》, 东北证券

图 29: 全球免税商品品类分布



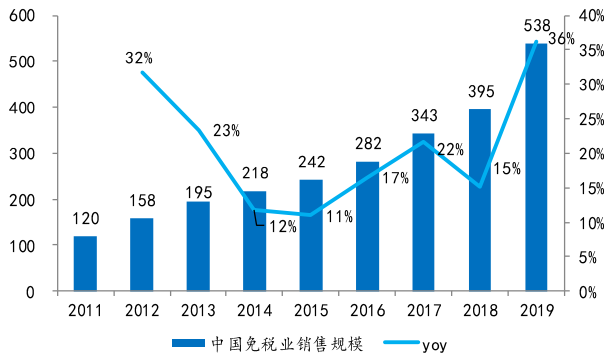
数据来源: Generation Research, 东北证券

图 30: 中国消费者境外消费渠道分布



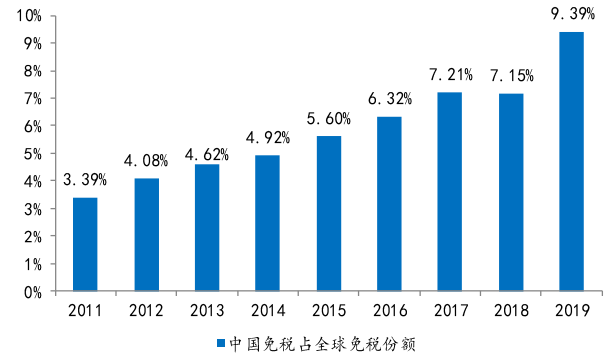
数据来源: Oliver Wyman 中国旅行者调查, 东北证券

图 31: 中国免税行业销售额 (亿元) 及增速



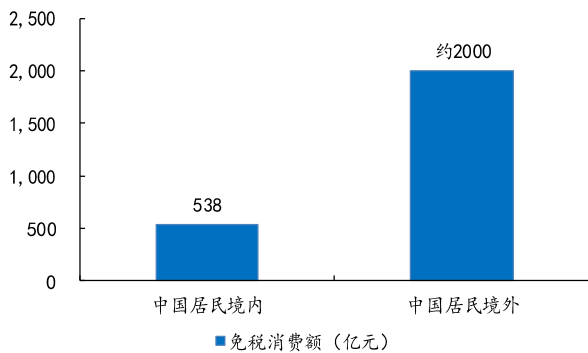
数据来源: 中免集团, 前瞻产业研究院, 东北证券

图 32: 中国免税占全球免税份额



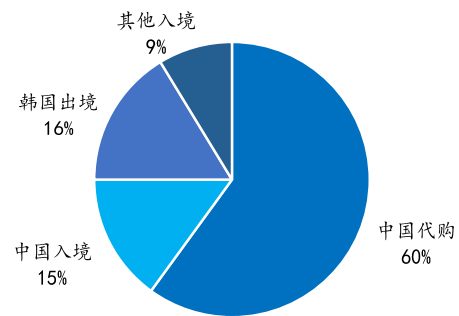
数据来源: 中免集团, 前瞻产业研究院, 东北证券

图 33: 2019 中国居民境内外免税消费额



数据来源: 商务部, 东北证券

图 34: 2019 年韩国免税购买人群占比



数据来源: KDFA, 东北证券

表 10: 我国免税政策梳理

时间	政策发布机构	具体内容
2000 年 1 月	财政部《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	对免税商品销售业务实施垄断经营和集中统一管理，开办市内免税店、设立出境口岸免税品分公司、免税店和外交人员免税店，由中免总公司申请，国家旅游局、海关总署、国税总局审批，地方政府、海关无权审批，由中免总公司统一对免税商品谈判、询价、签约。
2004 年 12 月	财政部《免税商品特许经营费缴纳办法》	免税商品经营企业按年销售收入（额）1%向国家上缴特许经营费，包括：中免总公司、深免、珠免、中国中旅、中出服总公司、上海浦东国际过场免税店及其他经营或代理销售免税商品的企业。
2005 年 11 月	海关总署《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	经营单位设立免税商店，应向海关总署提出书面申请。口岸免税商店的销售场所应设在口岸隔离区内；运输工具免税商店的销售场所应设在从事国际运营的运输工具内；市内免税商店的销售提货点应设在口岸出境隔离区内。
2011 年 2 月	财政部《关于在海南开展境外旅客购物离境退税政策试点的公告》	为推进海南国际旅游岛建设，经国务院批准，决定在海南省开展境外旅客购物离境退税政策试点。离境退税政策是指对境外旅客在退税定点商店购买的随身携运出境的退税物品，按规定退税的政策。
2011 年 3 月	财政部《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》；海关总署《关于海南省离岛旅客免税购物监管事宜》	离岛免税政策适用年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民，免税商品限定 18 种，非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次， 每人每次免税购物金额为人民币 5000 元以内。
2012 年 10 月	财政部《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》；海关总署《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管暂行办法》	将海南离岛免税政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁，增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类免税商品品种，免税品种扩大至 21 种， 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。
2014 年 1 月	海口海关	海口海关试点实施“即购即提，先征后退”和“特殊情况下，邮寄离岛”两种新的购物提货模式。简化邮轮旅客出入境申报手续，采取提前登轮联检、旅客舱单提前申报和旅行团集中申报等方式，缩短邮轮靠港时间和旅客通关时间。
2014 年 8 月	国务院《关于促进旅游业改革发展的若干意见》	扩大旅游购物消费。在具备条件的口岸可按照规定设立出境免税店，优化商品品种，提高国内精品知名度。研究完善境外旅客购物离境退税政策，将实施范围扩大至全国符合条件的地区。
2015 年 1 月	财政部《关于实施境外旅客购物离境退税政策的公告》	在全国符合条件的地区实施境外旅客购物离境退税政策，北京、上海（2015.7），天津、辽宁、安徽、福建、厦门、四川（2016.1），陕西（2016.4），黑龙江（2016.8），河南（2017.3）。
2015 年 3 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	增加免税品种类 ，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 11 种热销商品的单次购物数量限制。
2015 年 8 月	国务院《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点。适度增设口岸进境免税店。符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策。
2016 年 1 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整免税购物限额管理方式， 对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额从 8000 人民币调整为 16000 元人民币。 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2016 年 2 月	财政部《口岸进境免税店管理暂行办法》	决定增设和恢复口岸进境免税店，在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额， 连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2017 年 1 月	财政部《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。政策适用对象将由“乘飞机离岛旅客”扩大到“ 乘火车离岛旅客 ”。
2017 年 12 月	海南省人民政府办公厅《海南省旅游发展总体规划（2017-2030）》	优化免税购物政策。提升限额，扩大免税商品品种，优化离岛免税店布局，选择在客流量大的高铁站、港口码头增设免税店；争取引入国际优秀免税运营商。支持互联网免税平台建设。
2018 年 4 月	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》	实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018 年 11 月	财政部、海关总署、税务总局《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额从 1.6 万元增加到 3 万元，不限次。 增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。
2020 年 6 月	中共中央、国务院《海南自由贸易港建设总体方案》	离岛免税购物额度从每年每人 3 万元放宽至 10 万元，免税商品种类从 38 种扩大到 45 种。 对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
2021 年 6 月	财政部、海关总署、税务总局《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	增加电子消费产品等 7 类消费者青睐商品、取消单件商品 8000 元免税限额规定；仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量，从 2020 年 7 月 1 日开始实施。

数据来源：政府官网，东北证券

4. 聚焦免税：珠免业务现状及成长空间

4.1. 牌照：现有资质及潜在放开预期

免税牌照逐渐放开。 出入境口岸放开地域限制：(1) 2016 年口岸进境免税店开放招投标，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 3 年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予这些企业平等竞标口岸进境免税店经营权。(2) 2019 年口岸出境免税店开放招投标，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权。

离岛免税准入放开：根据《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，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。

未来市内免税牌照有望进一步放宽：今年 3 月，23 部委联合发布《消费扩容提质实施意见》，明确提出“加强免税行业顶层设计，坚持服务境外人士和我国出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。”根据《意见》整体思路，国人离境市内免税政策放开渐行渐近，将进一步促进国人消费需求回流。

表 11：国内免税牌照梳理

	中免	海免	中出服	深免	珠免	中侨	王府井
入境市内免税			√			√	
出境市内免税	√						
出入境口岸免税	√	√	√	√	√		牌照范围尚未确定
离岛免税	√	√	√	√	√		
机上/邮轮免税	√						

数据来源：公司公告，东北证券

4.2. 门店：8 家运营中及 4 家筹备中门店

珠免共运营 8 家门店，筹备 3 家门店。 运营门店：珠免通过分支机构经营拱北关外免税店/九洲港关外免税店/横琴关外免税店/港珠澳大桥珠港口岸出境免税店，通过控股子公司天津珠免经营天津机场进境店，通过控股子公司珠海中免经营拱北口岸进、出境免税店以及横琴口岸出境免税店。拱北口岸免税店销售占比最大，根据珠海特区报，2018 年拱北口岸免税店收入占珠免收入的 91%。筹备门店：珠免已中标港珠澳大桥口岸 3 家门店。

表 12: 珠免经营门店情况

名称	股权结构	经营面积	客流	营业额	利润	物业/租金	备注
拱北关外免税店	100%珠免	原为2800平米 已获批增加 1000平米	19年1.3亿人次	营业额19年24.41亿港元/15年16.82亿港元/05年6.8亿港元		自有物业	陆路口岸单店面积最大免税店，占珠免免税业务营收90%
九州港关外免税店	100%珠免	免税店面较小				自有物业	九州港附近有国贸购物广场和吉大免税商场，是珠免集团旗下有税商城；免税店在吉大免税商场2楼
横琴关外免税店	100%珠免	店面较小	超过800万人次			租赁期限自17/11/1起暂定3年	经营主体为珠免
港珠澳大桥珠海口岸出境免税店	100%珠免	1000平米	珠海香港远期预计30万人次/天	出境限购烟19根，酒1瓶，限于政策限制，目前收入并不可观		租赁期限自18/11/1起10年	珠免打造的旗舰免税店
天津滨海机场进境免税店	51%珠免 49%海航	110平米	预计19年330万出入境客流量	收入预计不到1亿，基本不盈利、但亏损不大		保底租金6000万/年，租赁期限自17/12/18起5年	实现免税业务在地域&机场免税上的历史性突破；中免、中出服、港中旅、深免、珠免共同投标，珠免6000万保底租金高于标底50倍。
拱北口岸进出境免税店	51%珠免+14.7%深圳 立威+14.7%中免	共168平米	19年1.3亿人次			租赁期限为18/01/01~22/12/31	
横琴口岸出境免税店	+14.7%深圳嘉豪 +4.9%深圳新数码	110平方米	超过800万人次			租赁期限自17/11/1起暂定3年	

数据来源：各国及地区海关官网，东北证券

图 35: 珠免免税店门店位置

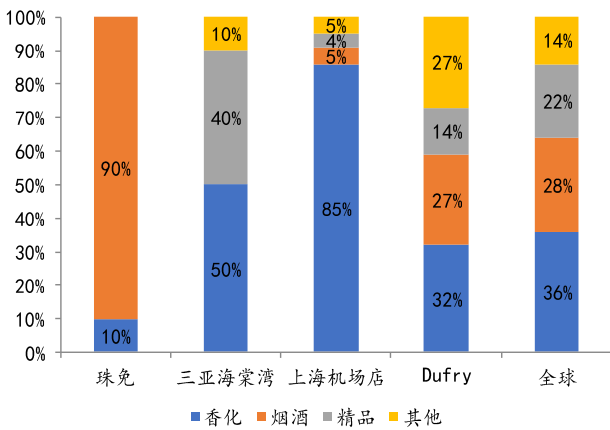


数据来源：百度地图，东北证券

4.3. 运营：采购&品类逐步完善，客单&毛利率提升可期

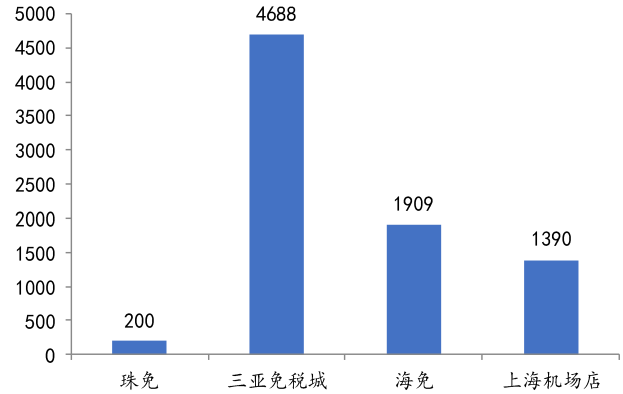
销售品类以烟酒为主，客单价仍有较大提升空间。销售品类：珠免目前销售产品中烟酒占比达到 90%，香化/食品占比 10%，主要由于（1）港珠澳地区对烟酒税负较高，免税店和零售店的烟酒价差较大；（2）口岸免税店的通关人群停留时间较短，适合购买目标明确的烟酒产品；（3）口岸门店面积有限，香化类产品品类较多，需要较大的展示面积。客单价：拱北店客单价为 200 多元，主要因经营品类单一/停留时间短；未来增加香化品类后预计将有较大提升空间。

图 36: 免税集团销售品类结构对比



数据来源：公司公告，东北证券

图 37: 2019 年各免税店客单价对比



数据来源：公司公告，东北证券

表 13: 珠免旗下免税店经营品类情况

免税店	经营品类
拱北口岸进境免税店	全品类
拱北口岸出境免税店	烟
拱北闸口口岸进境免税店	烟、酒、食品
拱北闸口口岸出境免税店	烟、酒
横琴口岸出境免税店	烟、酒
九洲港口岸进境免税店	烟、酒、食品
九洲港口岸出境免税店	烟、酒、食品
港珠澳大桥珠港口岸出境免税店	烟、酒、香化、食品

数据来源：公司公告，公司官网，东北证券

4.4. 成长看点：消费回流、区位优势、自身拓展

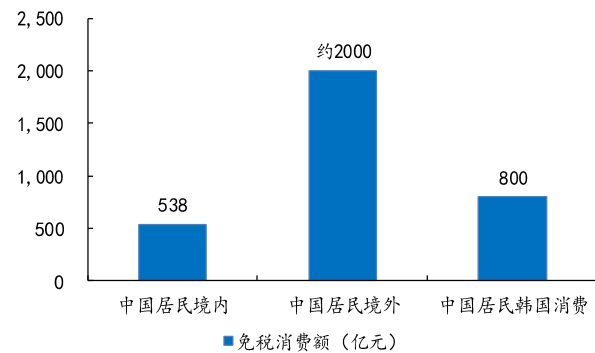
短期看扩面积/拓门店/争投标。扩面积：根据粤港澳网，拱北口岸免税商城拟投资 2500 万元，扩建二层约 2200 平方米，项目预计在今年 9 月份完工。拓门店：根据珠海国资公众号，港珠澳大桥入境店已建设完成，整体经营面积约 6000 平方米，首期将开放 550 平方米；此外新横琴口岸进出境免税店、青茂口岸进出境免税店也正处在前期规划中。争投标：下半年国家或放开一批出入境免税店，珠免可以参与

招投标。7月17日南宁日报报道，财政部日前印发了《关于增设口岸出境免税店等问题的通知》，同意全国27个口岸增设和继续设立出境免税店。其中，广西共有3个口岸获批设立出境免税店，即南宁吴圩国际机场、凭祥友谊关、龙州水口。

中期看丰富品类和提高直采比例。丰富品类：珠免目前销售产品中烟酒占比达到90%，香化/食品占比10%。公司未来将进一步提高香化产品占比，例如拱北口岸新建面积将主要用于香化产品销售。提高直采率：珠免目前整体直采率约45%。珠免目前已与保乐力加、酩悦轩尼诗、南洋烟草等烟酒品牌供应商直接签订采购合同，子公司香港恒超2018年与欧莱雅、资生堂、爱茉莉太平洋及LG集团等化妆品巨头建立了直接合作关系。伴随珠免未来直采比例逐渐提升，利润率有望进一步提升。

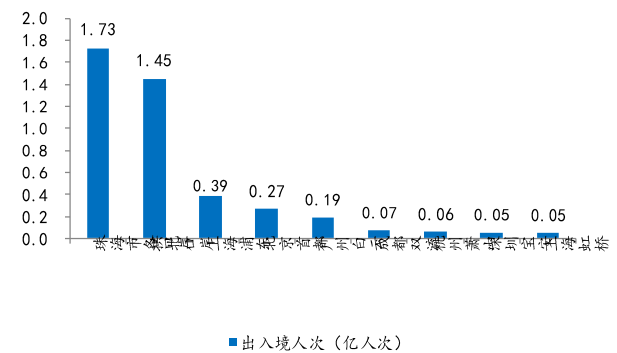
长期看消费回流和区位优势。消费回流：中国消费者在海外购买约1800亿免税商品、在韩国购买800亿、而国内免税市场仅538亿，消费外流严重。伴随政策放宽，免税供给端改善、消费需求有望持续回流。区位优势：珠海市各口岸出入境人次量达1.73亿，其中拱北口岸出入境人次达1.45亿，远超同期国内前十大机场出入境人流之和。此外粤港澳大湾区、横琴国际旅游岛具备想象空间。

图 38: 中国居民境内外免税消费额 (亿元)



数据来源：公司公告，东北证券

图 39: 各口岸/机场出入境客流量 (亿人次)



数据来源：公司公告，东北证券

5. 格力地产：以房地产为主业，打造产业集群

5.1. 布局“3+2”产业，立足珠海布局全国

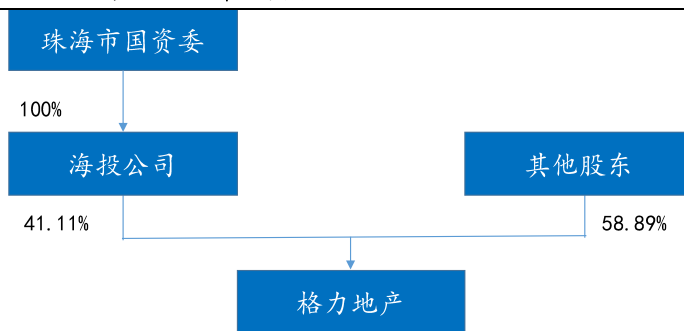
深耕地产十余载，跨越发展谋转型。公司于2004年成立，于2009年借壳海星科技成功上市。公司2012年启动重庆两江新区总部基地项目；2013-2014年布局海洋经济产业/现代服务业/现代金融业；2015年1月，格力集团与海投公司签署《国有产权无偿划转协议书》，将其持有的3亿股份（占比51.94%）无偿划转至海投公司，格力地产正式从格力集团脱离。海投公司成为格力地产的控股股东，珠海市国资委仍为格力地产的实际控制人。2016年公司成立美国/英国公司，开启国际化战略布局；2018年发展战略升级为“立足珠海，区域布局”，紧抓“一带一路”、粤港澳大湾区、横琴自贸区等发展机遇，以珠海、上海、重庆为中心将业务辐射至珠三角、长三角和西南地区。

图 40: 格力地产发展历程



数据来源: 公司官网, 公司公告, 东北证券

图 41: 公司股权结构 (2020 年 5 月)



数据来源: 公司官网, 东北证券

公司是一家集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业及现代服务业、现代金融于一体的集团化企业。公司原来主营业务为房地产开发, 2014 年提出房地产业/口岸经济产业/海洋经济产业为主, 现代服务业/现代金融业为辅的“3+2”产业格局, 实现转型升级。

表 14: 公司主营业务

产业	业务
房地产业	主打中高端住宅, 2004 年以来深耕珠海市场, 2012 年进军重庆, 2014 年抢滩上海, 逐步确定了拓围珠三角、长三角以及中西部等区域的重要支点, 旗下拥有格力广场、格力海岸、平沙九号、上海前滩项目、上海泗泾项目、重庆两江项目等楼盘项目
口岸经济产业	2009-2018 年高质量完成珠港澳大桥珠海口岸人工岛/珠海公路口岸建设; 珠海口岸运营; 广告经营权、物业管理服务, 充分利用在创新粤港澳合作模式、探索社会管理等方面的经验, 打开公司面向港澳的业务窗口
海洋经济产业	建设和运营洪湾中心渔港, 开拓渔获业务; 海岛建设: 推进大万山岛/外伶仃岛/庙湾岛的建设工作; 海湾修复: 香炉湾沙滩修复/美丽湾沙滩修复/唐家湾沙滩修复; 人工鱼礁与海洋牧场: 庙湾大型人工鱼礁示范区, 项目总投资 1.68 亿元; 香洲港区域综合整治;
现代服务业	物业服务、精品酒店、文化教育、休闲旅游、高端教育、商业运营等业务。核心项目有: 淇澳红树林湿地公园、海岸无界书店、静云山庄、茵卓小学、格力地产业务。
现代金融业	互联网金融、小贷、商业保理、融资租赁、众筹、资产证券化、基金、信托、保险等全牌照产品和服务, 打造并完善“无边界”金融系统生态圈。

数据来源: 公司官网, 公司公告, 东北证券

图 42: 五大产业协同联动, 公司转型综合城市运营商



数据来源: 公司公告, 东北证券

房地产业: 储备项目充足, 未来业绩可期。公司房地产业以自主开发销售为主, 主要产品为中高端住宅。公司坚持“立足珠海、区域布局”的发展战略, 秉承“专筑之精神、专谨之态度、专业之品质”, 加快推进珠海/上海/重庆的项目建设及销售。2019 年公司房地产销售金额 49.7 亿元, 销售面积 23.8 万平方米, 其中珠海/重庆销售面积分别为 19.3/4.5 万平方米, 增速分别为 38%/82%。截至 2019 年底, 公司持有待开发土地面积约 48.5 万平方米, 其中珠海/重庆待开发土地面积分别为 9.7/38.8 万平方米, 对应建筑面积分别为 26/80 万平方米。公司目前有 4 个在建项目, 总投资额 195 亿元, 建筑面积 136.5 万平方米, 其中上海和重庆地区合计 50 万平方米, 占比 37%, 未来有望增厚公司业绩。

图 43: 公司房地产深耕珠海, 布局沪渝



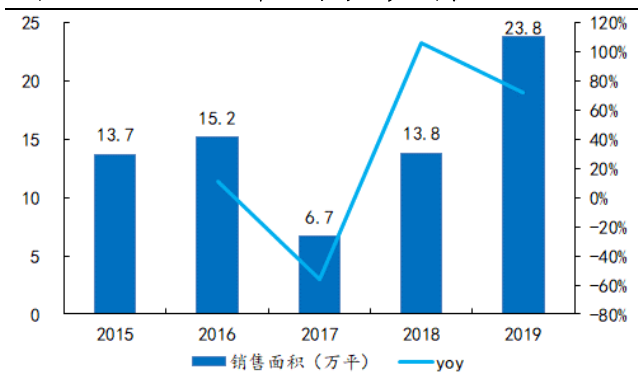
数据来源: 公司公告, 东北证券

表 15: 公司地产项目合集

项目	项目地	项目性质	开盘时间	建筑面积(万平方米)
御枫美筑	珠海拱北	商品房	2005	2.8
格力香樟	珠海拱北	精装商品房	2009	20
格利广场	珠海香洲	商品房、商业、公寓、 学校	2010	60
格力海岸	珠海香洲	商品房、商业、学校、 公园、游艇码头	2012	110
珠海平沙九号	珠海平沙	商品房	2016	35
重庆两江	重庆两江	商品房、商业、公寓	2018	110
珠海平沙九号广场	珠海平沙	商品房	2019	22
珠海双子星	珠海斗门	商品房	2020E	3.6
上海前滩	上海浦东	商品房	2020E	51
珠海金鼎 2016-12地块	珠海唐家湾	商品房	-	6.2

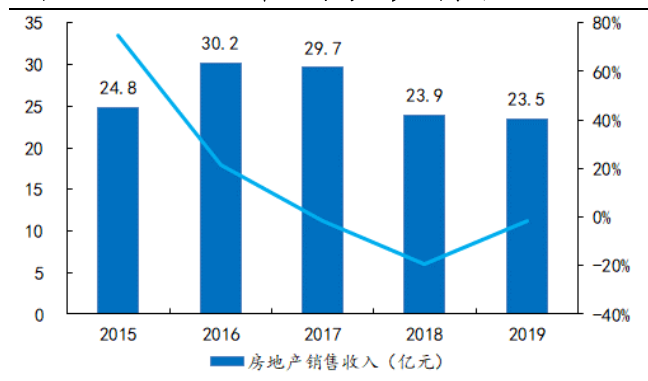
数据来源: 公司官网, 公司公告, 东北证券

图 44: 2015-2019 年公司房地产销售面积



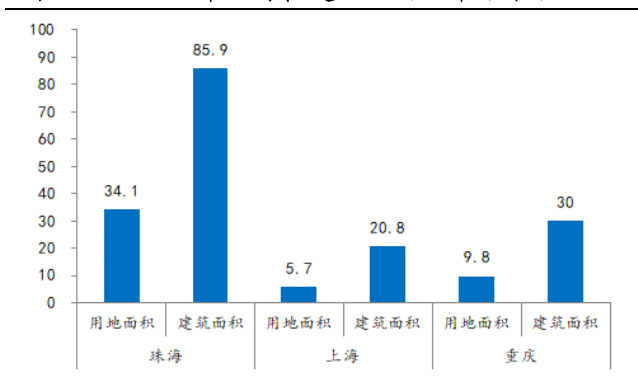
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 45: 2015-2019 年公司房地产销售收入



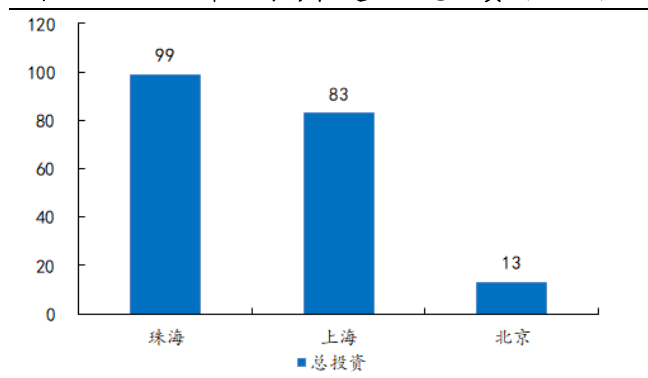
数据来源: 公司公告, 东北证券

图 46: 2019 年公司在建项目 (万平方米)



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 47: 2019 年公司房在建项目总投资 (亿元)

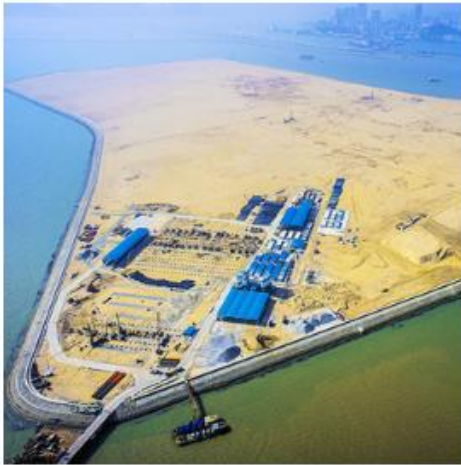


数据来源: 公司公告, 东北证券

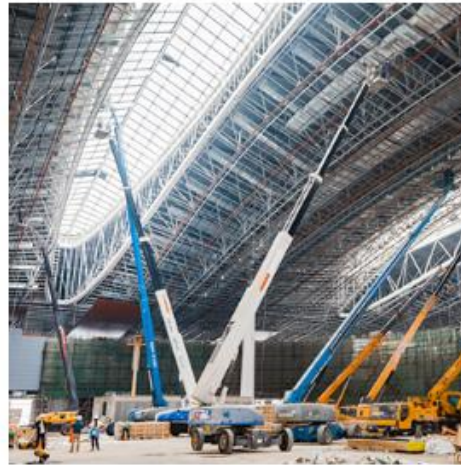
口岸经济产业: 立足口岸, 辐射全球。2019 年港珠澳大桥正式开通, 直接连接香港大屿山、澳门半岛和珠海。公司在高质量完成人工岛/珠海公路口岸/通关物流配套设施的基础上, 通过获取广告经营权/提供物业管理服务等多种方式参与珠海口岸运营。港珠澳大桥口岸通车一周年之际, 经港珠澳大桥往来三地口岸的旅客总数共计

2443.45 万人次，日最大客流量约 17.56 万人次，依托港珠澳大桥的历史发展机遇，公司将深度挖掘粤港澳大湾区资源，快速培育口岸经济产业并实现高质量发展，形成辐射大湾区乃至全球的影响力。

图 48: 人工岛、珠海公路口岸建设



珠澳口岸人工岛



珠海公路口岸

数据来源：公司官网，东北证券

海洋经济产业：渔获销售发力，打造多业态海洋经济业务。2018 年洪湾渔港开港并由公司负责运营，渔港可停靠 800 多艘渔船，年销售量超 8 万吨。公司开拓渔获交易业务，2019 年渔获收入 3.3 亿元/+1226%，营收占比 8%。公司加快洪湾渔港商业配套用地建设，未来将建成水产品精深加工/休闲旅游度假/海洋文化展示等项目。公司目前业已修复香炉湾沙滩/美丽湾沙滩/唐家湾沙滩。结合渔港建设与运营管理/海岛建设/游艇码头建设/沙滩修复/港湾治理/人工鱼礁示范区等多个海洋项目，海洋经济板块已形成集水产品交易/冷库冷链/物流配送/海洋科技/生态保护等多业态于一体的格局。

表 16: 海洋经济核心项目

项目	业务
洪湾中心渔港	渔获、冷链物流、渔业生产加工销售、渔业旅游、远洋捕捞等
香洲港区域综合整治	南段新月桥、西段旅游栈道、北段香洲港客运码头圆弧状堤岸建设
美丽海湾修复	“一带九湾”沙滩修复、港区整治，构建滨海绿化休闲带，完善滨海步行道
海岛建设	“一岛一品，突出主题特色”：推进大万山岛、外伶仃岛和庙湾岛的建设，开发海岛度假酒店，发掘和带动海岛第三产业发展
人工鱼礁与海洋牧场	庙湾大型人工鱼礁示范区、万山国家级海洋牧场示范区，助力渔业结构调整、渔民转产转业

数据来源：公司官网，东北证券

图 49: 洪湾渔港和香洲港治理实景



数据来源：公司官网，东北证券

图 50: 海岛建设和海洋牧场实景



数据来源：公司官网，东北证券

现代服务业和金融业：紧跟时代潮流，打造新产业。公司依托房地产/口岸经济/海洋经济拓展现代服务业，顺应互联网金融大潮开展现代金融业，5大板块协同联动，推动公司向综合城市运营商转型。现代服务业：公司致力于特色现代服务，2019年静云公馆试营业，定位海派复古精品酒店。公司目前已涵盖物业服务、精品酒店、文化教育、休闲旅游、高端教育、商业运营等业务。现代金融业：公司实施“大金融”及“+互联网”战略，不断完善金融模式，创新金融产品，探索“实体产业+创新金融+互联网”的发展模式。

图 51: 现代服务产业



数据来源: 公司官网, 东北证券

表 17: 公司物业服务

物业服务	服务项目
住宅物业	格力海岸、格力广场、格力香樟、平沙九号、重庆两江项目、御枫美筑
商业物业	海投公司办公楼、格力广场生活汇商业街、CICI 商业街、格力海岸商业街
其他物业	格力地产写字楼、香洲码头、格力海岸滨海公园

数据来源: 公司官网, 东北证券

5.2. 资本产业联动, 打造产业集群

加速医疗产业发展。公司于 2016 年公告涉足医疗健康产业投资, 开始布局医疗健康领域。2020 年 2 月公司加速布局, 合资成立珠海高格, 主要生产口罩、多功能护目镜、免洗抗菌凝胶等防疫产品, 其中口罩生产线 8 条, 日产能最高可达 80 万片。5 月公司全资子公司珠海保联资产拟通过协议购买方式收购科华生物 18.63% 的股份, 成交价 18 元/股, 交易金额 17.25 亿元 (相比公告披露日前一交易日科华生物股价 16.90 元/股的溢价率为 6.5%)。该收购已于 6 月 8 日完成股份过户登记, 公司成为科华生物第一大股东。

科华生物是一家立足于精准医疗领域, 拥有完整医疗诊断产品及整体解决方案的中国体外诊断公司。公司坚持仪器和试剂双轮驱动, 是国内为数不多的能够在分子、生化及免疫等领域, 均具备全自动、灵活通量检测系统解决方案和供应能力的公司, 在国内体外临床诊断行业中拥有显著的综合竞争优势。科华生物主营业务涵盖体外诊断试剂和医疗检验仪器, 融产品研发/生产/销售于一体, 拥有医疗诊断领域完整产业链。截至 2019 年底, 科华生物拥有 230 余项获国家药品监督管理局 NMPA 批准的及 70 个经欧盟 CE 认证的试剂和仪器产品, 自主产品涉及分子诊断/生化诊断/免疫诊断三大领域, 产品先后出口至海外 30 多个国家和地区。科华生物实行“经

销为主、直销为辅”的销售模式。通过本次收购，公司向生物医药和医疗健康领域布局迈出实质性的步伐。

引入战投伙伴，协同发展大消费/大健康。2020年5月公司与通用技术集团子公司通用投资签署为期3年的《战略合作协议》，该合作有望在免税和医疗健康领域为公司带来帮助。**免税业务：**通用技术集团为中国企业国际化经营的先行者，长期从事进出口贸易业务，能够为公司在商品采购方面提供市场/渠道/品牌等战略性支持。通用投资和通用技术集团拟建设国际贸易电子商务平台，公司将和通用投资围绕免税业务进行电子商务合作，打造现代化电子商务体系，实现线上线下的有机结合，促进免税业务销售规模进一步提高。**医疗健康：**通用技术集团是国内医药工业领域前五十强，医药商业领域国内第五大分销集团，在医药国际贸易领域始终保持行业领先地位，有利于公司拓展医疗资源/提高研发水平/优化供应链管理，促进公司医疗健康板块发展。未来，格力地产将依靠精准的产业布局、丰富的项目资源及灵活的资产运营，通过资本和产业的有效联动，打造“大海洋、大金融、大健康”的产业集群。

图 52: 通用技术集团全球网络



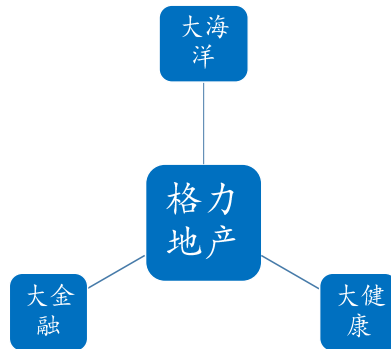
数据来源：通用技术集团公司官网，东北证券

图 53: 通用技术集团医药商业、医药国际贸易



数据来源：通用技术集团公司官网，东北证券

图 54: 公司产业集群

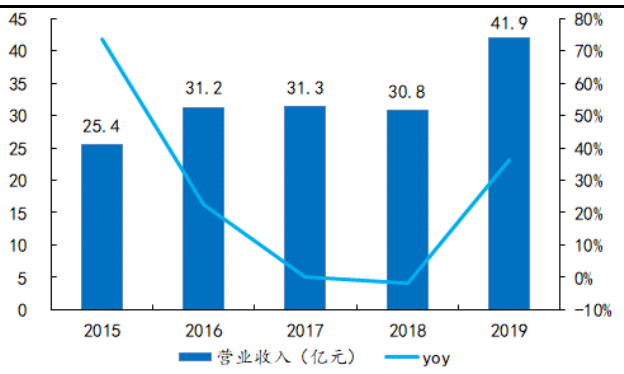


数据来源: 公司公告, 东北证券

5.3. 营收稳健增长, ROE 有望大幅提升

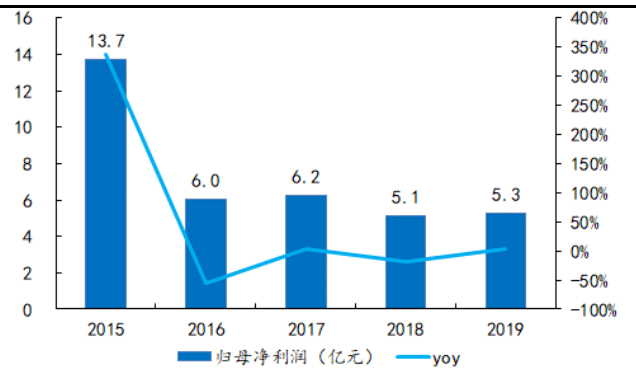
海洋经济助力营收稳健增长。2019 年公司营收 41.9 亿元/+36%，归母净利润 5.3 亿元/+2.7%。2019 年公司营收大幅增长，主要系海洋经济产业效应凸显，海洋经济产业实现营业收入 16.5 亿元，占公司营业收入的 39.50%。2015 年公司归母净利润较高主要是因为出售了格力电器股权获得投资收益。

图 55: 2015-2019 年公司营收规模及增速



数据来源: 公司公告, 东北证券

图 56: 2015-2019 年公司归母净利润规模及增速

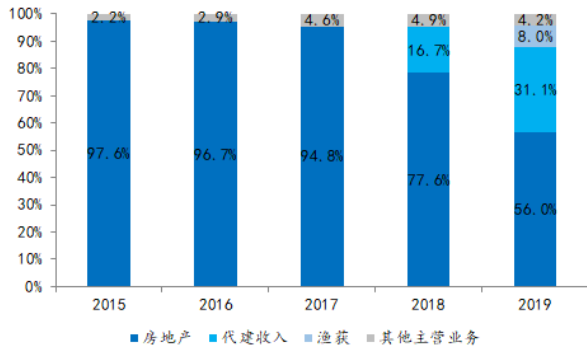


数据来源: 公司公告, 东北证券

房地产为公司核心主业。从收入端看，按业务分：公司业务主要为房地产/代建工程/渔获销售/其他主营收入，2019 年收入规模分别为 23.5/13.0/3.3/17.7 亿，营收占比分别为 56%/31%/8%/4%。公司实施房地产/口岸经济/海洋经济齐头并进战略，因此房地产业营收占比自 2017 年的 95% 大幅下降至 2019 年的 56%，代建收入/渔获销售营收占比大幅提升至 31.1%/8.0%。按板块分：考虑分部抵消，2019 年房地产和海洋经济营收占比超 98%，其次现代服务业为 4.5%，口岸经济和现代金融占比均在 1% 以下。从毛利率看，按业务分：2019 年公司整体毛利率为 30.1%/-4.2pct，其中房地产/代建工程/渔获销售/其他主营收入毛利率分别为 40%/18%/1%/34%。近年来毛利率下滑主要由于毛利率较低的代建工程/渔获销售收入占比提升。房地产业毛利率较为稳定，保持在 40% 左右；新业务毛利率增速较快，随着业务的不断发展和成熟，毛利率仍有较大增长空间。按板块分：口岸经济/现代金融毛利率较高，分别为

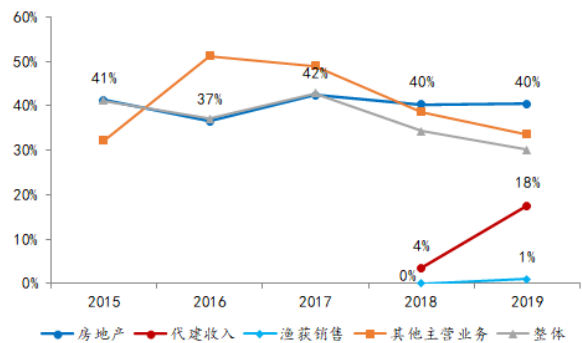
100%/62.5%，现代服务/海洋经济毛利率维持在 15%/14.2%。从净利率看，2019 年公司净利率为 12.6%，略有下滑，主要系毛利率下滑所致。

图 57: 2015-2019 年公司各业务收入占比



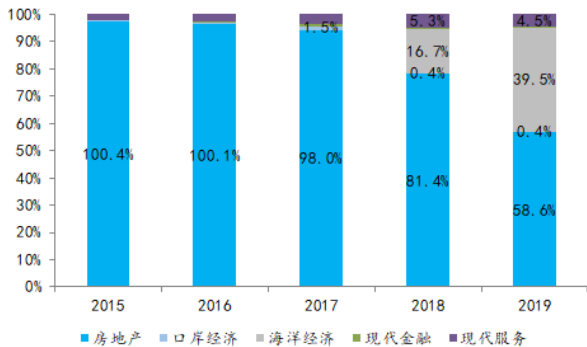
数据来源：公司公告，东北证券

图 58: 2015-2019 年公司各业务毛利率



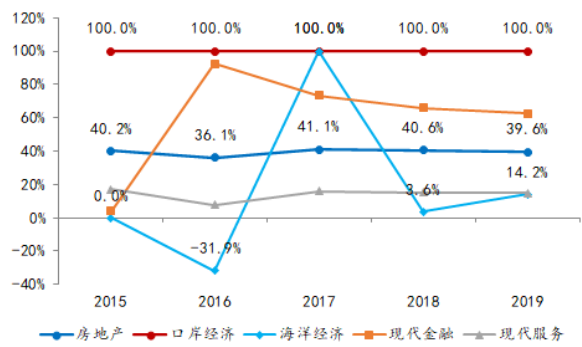
数据来源：公司公告，东北证券

图 59: 2015-2019 年公司各板块收入占比



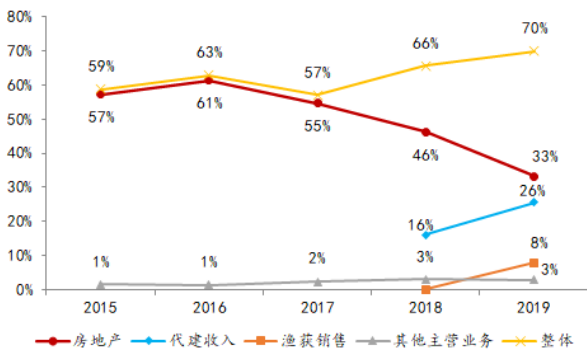
数据来源：公司公告，东北证券

图 60: 2015-2019 年公司各板块毛利率



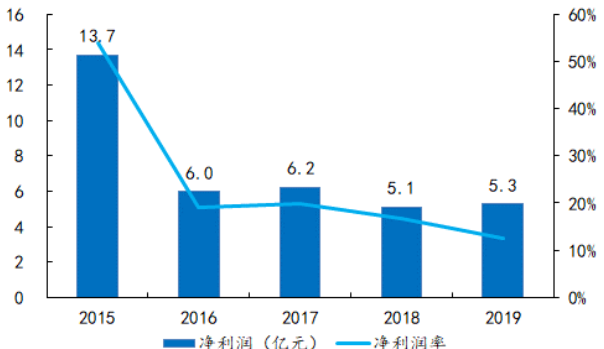
数据来源：公司公告，东北证券

图 61: 2015-2019 年公司各业务成本占收入比



数据来源：公司公告，东北证券

图 62: 2015-2019 年公司净利润和净利率

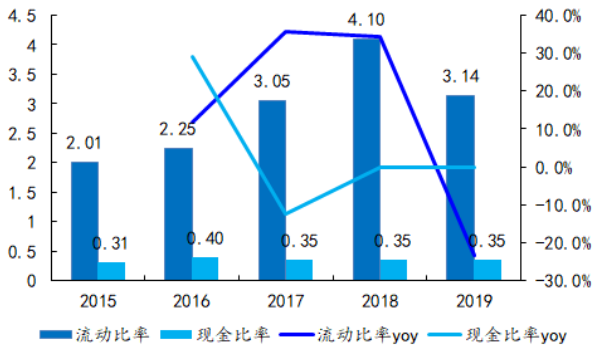


数据来源：公司公告，东北证券

偿债指标承压,管理效率有所提升。短期偿债能力:近年来公司现金比率维持在 0.35, 高于行业水平; 2019 年流动比率为 3.14/-23.4%, 主要系公司一年内到期的非流动负债超 27 亿/+70%。**长期偿债能力:**近年来公司杠杆率呈持续上升趋势, 2019 年资产负债率/权益乘数/产权比率分别为 75.9%/4.15/3.15, 同比增长 4.9%/14.6%/20.2%, 资产负债率上升主要系预收账款 (22 亿/+388%) 大幅增加所致。2019 年净负债率

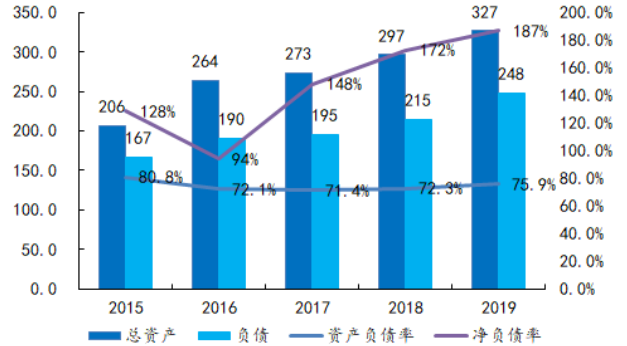
187%/+15pct。期间费用率：2019 年公司销售/管理/财务费用分别为 1.2/1.2/0.8 亿，占收入比分别为 2.9%/2.9%/1.8%，总计 7.6%/-0.5pct，管理效率有所回升。

图 63: 2015-2019 年公司流动比率及现金比率



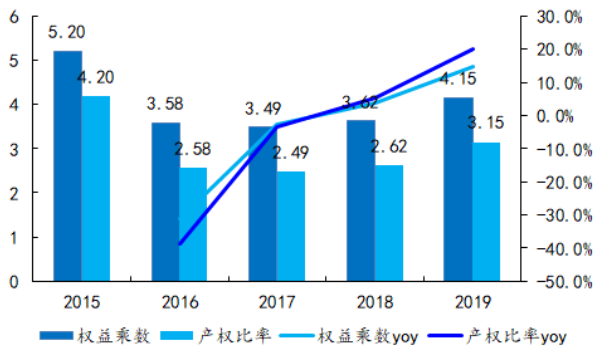
数据来源：公司公告，东北证券

图 64: 2015-2019 年公司资产负债率



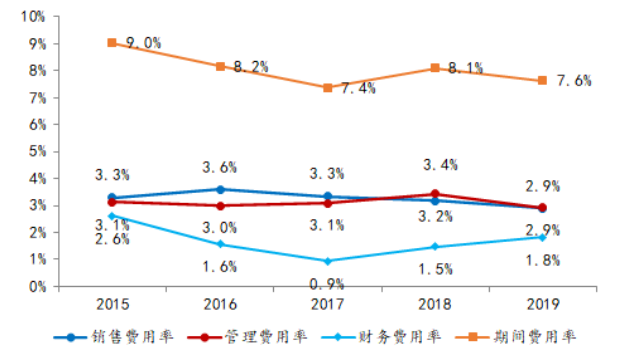
数据来源：公司公告，东北证券

图 65: 2015-2019 年公司权益乘数及产权比率



数据来源：公司公告，东北证券

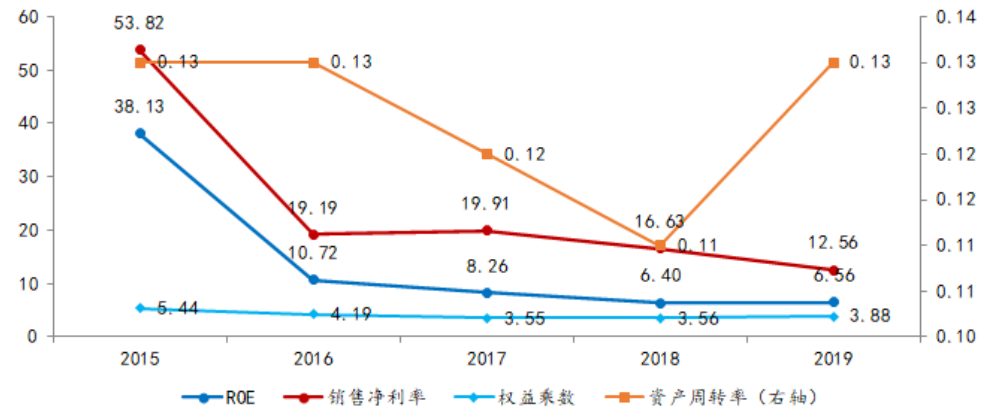
图 66: 2015-2019 年公司期间费用率



数据来源：公司公告，东北证券

ROE 未来有望逐渐提升。2019 年公司 ROE 为 6.56%/+0.16pct，主要系权益乘数/资产周转率提升所致，公司 ROE 略低于行业水平。未来随着口岸/海洋经济毛利率提升、珠免和医疗健康业务注入，ROE 有望提升到 10% 以上。

图 67: 公司杜邦分析



数据来源：公司公告，东北证券

6. 投资建议

6.1. 盈利预测

(1) **免税板块:** 受疫情影响, 拱北口岸客流量同比下降, 影响今年珠免业绩, 但长期看不改变免税行业的景气程度。预计 2020-2022 年珠免营业收入分别为 13.4/37.4/46.7 亿元, 归母净利润分别为 3.3/10.9/13.8 亿元。

(2) **地产板块:** 预计 2020-2022 年地产业务营业收入分别为 35.6/46.3/55.6 亿元, 归母净利润分别为 4.9/9.1/11.1 亿元。

(3) **医疗健康:** 预计 2020-2022 年科华生物营业收入分别为 27.6/33.1/39.1 亿元, 归母净利润分别为 2.3/2.8/3.4 亿元。公司持有科华生物 18.63% 的股权, 为科华生物第一大股东, 但不是控股股东, 因此仅计入投资收益。预计 2020-2022 年科华生物为公司贡献的投资收益分别为 0.2/0.5/0.6 亿元。

考虑珠免并表预期, 预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 49.0/83.7/102.3 亿元, 增速分别为 16.8%/70.9%/22%, 归母净利润分别为 8.5/20.5/25.5 亿元, 增速分别为 61.0%/141.9%/24.3%。

6.2. 估值分析

公司拟以现金+发行股份收购珠免, 核心变量主要是收购的估值倍数、股权支付比例、二级市场给予免税板块的估值。我们假设公司以 15 倍估值收购珠免(参考中免收购海免估值倍数), 对股权支付比例和二级市场给予免税板块的估值进行敏感性分析, 当现金支付比例在 25%-42% 之间, 免税业务估值在 30-50 倍之间时, 对应的股价在 11.5-18.8 元之间。

表 18: 公司目标价与免税业务估值及现金支付比例的敏感性分析

		免税业务估值				
		30	35	40	45	50
现金支付比例	25%	11.5	12.8	14.2	15.5	16.8
	30%	11.8	13.2	14.6	16.0	17.4
	35%	12.2	13.6	15.1	16.5	17.9
	40%	12.6	14.1	15.6	17.0	18.5
	42%	12.8	14.3	15.8	17.3	18.7

数据来源: 公司公告, 东北证券

假设给予免税板块 2021 年 45 倍估值, 对应市值 491.0 亿; 地产板块按照 RNAV 预计市值 121.5 亿; 医药业务按照科华生物市值乘以持股比例, 对应市值 20.3 亿。预计公司重组后的目标市值为 632.7 亿元。珠免 2019 年净利润约为 7 亿元, 假设格力地产以 15 倍估值收购、股权支付比例为 70%, 共需增发 18.9 亿股, 发行后总股本

为 39.5 亿股。对应目标价为 16.02 元，有 17.4% 的上涨空间。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 19: 地产业务估值

项目	金额 (亿元)
地产经权益增加值 (NAV)	123.8
归母净资产	78.6
RNAV=NAV+归母净资产	202.4
RNAV 折价	40%
参考市值	121.5

数据来源：公司公告，东北证券

7. 风险提示

7.1. 并购重组风险

本次交易能否通过董事会、股东大会审议以及能否取得相关主管部门的批准、核准、备案或许可存在不确定性，就上述事项取得相关批准、核准、备案或许可的时间也存在不确定性。因此，本次重组存在审批风险。

7.2. 市场竞争风险

免税集团面临来自国内和国际免税运营商的市场竞争。国内外大型免税运营商经过多年发展，经营模式较为成熟，已具备一定竞争优势，并占据较大的市场规模，形成较强的规模效应。若国内外大型免税运营商市场份额进一步增加，供应链议价能力进一步增强，其销售的免税商品全球比价竞争优势将持续提升，免税行业市场竞争将加剧。免税集团若无法准确把握行业发展趋势以快速应对市场竞争状况的变化，将面临现有市场份额及盈利能力下降的风险。

7.3. 收购整合风险

本次重组完成后，免税集团将成为上市公司的全资子公司，上市公司将在现有业务板块上增加免税品经营业务。由于上市公司目前与免税集团在业务模式、经营方式、企业文化和组织模式等方面存在一定的差异，因此上市公司与免税集团的整合能否达到预期效果以及所需的时间存在一定的不确定性。随着交易完成，上市公司的业务规模、人员等将进一步扩大，公司亦将面临经营管理方面的挑战，包括组织架构、内部控制和人才引进等方面。因此，上市公司与免税集团能否实现有效整合并充分发挥其竞争优势存在不确定性。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3,014	8,990	1,927	1,959	净利润	526	847	2,050	2,548
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	109	0	0	0
应收款项	253	295	504	617	折旧及摊销	60	189	193	188
存货	23,753	26,913	42,192	51,387	公允价值变动损失	-3	0	0	0
其他流动资产	361	375	446	485	财务费用	103	0	0	0
流动资产合计	27,380	36,573	45,070	54,448	投资损失	-7	-21	-52	-64
可供出售金融资产					运营资本变动	970	-2,345	-11,307	-6,920
长期投资净额	0	0	0	0	其他	-31	51	-221	-311
固定资产	163	319	473	631	经营活动净现金流量	1,725	-1,278	-9,337	-4,560
无形资产	2	56	109	163	投资活动净现金流量	64	-374	-72	31
商誉	0	0	0	0	融资活动净现金流量	-843	7,628	2,346	4,561
非流动资产合计	5,283	5,492	5,699	5,910	企业自由现金流	1,076	3,005	13,210	9,329
资产总计	32,663	42,065	50,769	60,358					
短期借款	76	0	3,371	9,206	财务与估值指标				
应付款项	1,220	1,382	2,166	2,639	每股指标				
预收款项	2,186	2,553	4,363	5,333	每股收益 (元)	0.26	0.21	0.52	0.64
一年内到期的非流动负债	2,734	2,734	2,734	2,734	每股净资产 (元)	3.81	4.17	4.44	4.78
流动负债合计	8,720	9,516	17,139	25,400	每股经营性现金流量 (元)	0.84	-0.62	-4.53	-2.21
长期借款	7,921	7,921	7,921	7,921	成长性指标				
其他长期负债	8,158	8,158	8,158	8,158	营业收入增长率	36.2%	16.8%	70.9%	22.2%
长期负债合计	16,079	16,079	16,079	16,079	净利润增长率	2.7%	61.0%	141.9%	24.3%
负债合计	24,799	25,595	33,219	41,479	盈利能力指标				
归属于母公司股东权益合计	7,854	16,460	17,539	18,868	毛利率	30.1%	32.2%	37.8%	38.0%
少数股东权益	10	10	11	11	净利率	12.6%	17.3%	24.5%	24.9%
负债和股东权益总计	32,663	42,065	50,769	60,358	运营效率指标				
					应收账款周转率 (次)	22.00	22.00	22.00	22.00
					存货周转率 (次)	2,957.01	2,957.01	2,957.01	2,957.01
					偿债能力指标				
					资产负债率	75.9%	60.8%	65.4%	68.7%
					流动比率	3.14	3.84	2.63	2.14
					速动比率	0.41	1.01	0.17	0.12
					费用率指标				
					销售费用率	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
					管理费用率	2.9%	3.0%	3.0%	3.0%
					财务费用率	1.8%	0.0%	0.0%	0.0%
					分红指标				
					分红比例	148.1%	50.0%	50.0%	50.0%
					股息收益率	2.9%	0.8%	1.9%	2.4%
					估值指标				
					P/E (倍)	18.96	63.62	26.30	21.16
					P/B (倍)	1.27	3.27	3.07	2.86
					P/S (倍)	6.71	11.00	6.44	5.27
					净资产收益率	6.7%	5.1%	11.7%	13.5%

资料来源：东北证券

分析师简介:

李慧: CFA, 美国伊利诺伊大学香槟分校金融硕士, 厦门大学广告学/经济学双学士, 现任东北证券社服组组长。曾任美国芝加哥扎克罗斯投资管理公司量化分析师, 2015年加入东北证券, 深度覆盖社会服务行业, 2019年金牛奖研究团队第3名。

徐乔威: 通过CFA三级, 上海交通大学本科、硕士, 现任东北证券社会服务组分析师。曾就职于海通证券, 3年证券研究从业经历, 2019年金牛奖研究团队第3名成员。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中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。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 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, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 34D	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
公募销售			
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13636606340	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
金悦	021-20361229	17521550996	jinyue@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	19801271353	zhouyingl@nesc.cn
李圣元	010-58034553	18513602167	lisy@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn
非公募销售			
华东地区机构销售			
李茵茵 (总监)	021-20361229	18616369028	liyinyin@nesc.cn
赵稼恒	021-20361229	15921911962	zhaojiaheng@nesc.cn