

(文/李鹏涛 编辑/马媛媛) 曾因疫情影响及资本市场低迷, 暂缓上市的中国中免又重启了港股上市进程。

近日港交所披露显示, 国内免税店运营商中国中免已通过港交所上市聆讯, 这是该公司第三次冲击港股IPO, 中金公司和瑞银集团为联合保荐人。

此次IPO中国中免拟将募集资金用于巩固国内渠道, 包括投资主要机场的免税店、其他口岸免税店、有税旅游零售项目、离岛店及市内免税店等; 拓展海外渠道, 选择性地收购海外旅游零售运营商; 升级信息技术系统以及补充流动资金等方面。

在疫情影响下, 中国中免近三年的毛利率呈下滑趋势, 尤其是2022年上半年, 该公司营收和净利润较上年同期双双出现下滑。此外, 随着免税牌照的增发、免税行业竞争日益激烈, 中国中免的市场份额存在被瓜分的风险。

## 被挤压的市场份额

最早靠旅行社起家, 后专注发展免税零售的中国中免, 其免税业务最早可追溯于1979年中国旅游服务公司设立的免税处, 当年便开立了国内第一家免税店, 其前身则是1984年成立的中国免税品公司。

2008年中免公司注入新成立的中国国旅股份有限公司并于第二年A股上市, 股票名为“中国国旅”, 以国际旅行社业务为主。

随着国人收入逐步提高, 消费持续升级, 旅游零售业务快速增长, 而携程等线上旅行社的兴起导致国际旅行社业务增速放缓, 中国国旅于2018年底开始拆分旅行社业务, 并将目光瞄准旅游零售业务。

在2017年和2018年中国国旅分别收购了日上中国和日上上海51%的股权, 并于2019年转让中国国旅旅行社所有股权至中国旅游集团, 随后在2020年又收购海南免税品51%的股权, 将“中国国旅”更名为“中国中免”。

截至目前, 中国中免是国内唯一具有全免税渠道资质的免税运营商, 该公司在中国28个省拥有184间店铺, 包含口岸免税店、离岛店、市内免税店和其他店铺, 另外其还拥有涵盖香港、澳门和柬埔寨、邮轮等9家境外免税店。

免税资质是国内免税行业最大的壁垒和护城河, 有限的牌照发放限制了市场竞争主体的数量, 让中国中免暂处龙头地位, 其2019年和2020年的零售销售额排名世界第一(据弗若斯特沙利文数据)。

2019年至2021年，中国中免实现营收481.12亿元、525.98亿元和676.76亿元，净利润分别为54.71亿元、71.09亿元和124.41亿元。

弗若斯特沙利文统计，中国免税市场规模由2016年的234亿元增至2019年的501亿元，预计2022年中国免税市场规模将达944亿元，在2025年或增至1816亿元。

在免税市场发展前景广阔及近年进入中国免税品市场的限制逐渐放宽的背景下，越来越多的“新玩家”争相涌入免税市场，企图从中国中免分得一杯羹。

截至2020年年底，国内具有免税店经营牌照的主体公司有10家，分别为中国中免、海免、日上免税行、深免、珠免、中侨、中出服、王府井、海旅投、海发控。同时，中百集团、岭南控股、百联股份、武商集团等公司均在申请免税牌照的路上。

除了国内竞争者加速布局免税业务外，国外免税巨头也有意通过与中国企业合作打入国内免税市场，如瑞士免税公司DUFREY AG与阿里巴巴组建中国合资公司，推进国内的旅游零售业务。

东吴证券研报指出，从中国免税市场格局来看，2021年变化较大。由于海南离岛免税牌照的发放，中免市场份额受到一定挤压，从2020年的92.3%下滑了6.3个百分点至86%。

中国中免对此也在招股书中提示称，“我们某些竞争对手由于其强大的财务状况、较长的运营历史或已建立的品牌而可能享有明显的竞争优势，因此我们无法保证我们能够及时适应与免税零售相关的法律法规的变化，或能够有效地与新进入者竞争，及我们可能会失去我们的市场份额。”

## 疫情反复、业绩承压

事实上，自新冠疫情爆发以来，全球免税店均因跨境客流量减少受到严重打击，中国中免也不例外。

具体来看，中国中免的营收主要来自于三大板块，即口岸免税、市内免税和离岛免税。招股书显示，中国中免于新冠疫情后暂时关闭的门店中有26%的门店恢复了正常运营，11%的门店以减少的容量恢复了运营，但仍有63%的门店依然处于暂时关闭状态。

受此影响，中国中免的口岸免税店业务收入由2019年的318.37亿元降至2021年的170.11亿元，该业务占比也由64.6%下滑至24.9%。

不过由于国内对疫情较好的控制，以及海南免税政策的实施，自2020年7月起离岛旅客每年每人免税购物额度由3万元提升为10万元，海南就此成为了国内热门的旅游目的地之一。中国中免的市内免税业务和离岛免税业务的业绩由此也处于上升状态，在一定程度上弥补了口岸免税店业务收入下降带来的不利影响。

2019年至2021年，中国中免的离岛免税店业务分别实现132.49亿元、299.62亿元和470.57亿元，分别占总营收的27.6%、57%、69.5%；市内免税店业务实现营收7.59亿元、10.27亿元和10.69亿元，占总营收的1.6%、2%和1.6%。

虽然国内的离岛免税店和市内免税店的收入带动了中国中免整体收入的提升，但该公司近几年的毛利率却一直走下坡路。

2019年至2021年，中国中免的整体毛利率分别为51.1%、38.9%及32.9%。该公司对此解释称，“毛利率下降主要是由于销售成本增加所致，包括税商品支付的关税、消费税及其他相关税项增加以及使用折扣及促销。”

不过毛利率的下滑，并未影响中国中免的净利润，反而该公司2021年的净利润还同比大增75%。深究招股书不难发现，中国中免净利润得以增长是由于其销售费用大幅压缩导致。2019至2021年，该公司销售费用分别为149.04亿元、88.47亿元和38.61亿元。

值得关注的是，受国内疫情多点散发影响，2022年上半年海南机场离岛人数累计下降37%，致使免税门店客流同比大幅下滑。传导至业绩上，中国中免今年上半年收入276.5亿，同比下降22.2%；归母净利润39.4亿，同比下降26.5%。

“随着国内疫情缓解，特别是上海地区复工复产、海南等多地消费券发放等一系列刺激消费和稳增长政策的密集出台，进入6月，公司销售环比大幅提升，当月营收同比增长13%。”中国中免在其业绩预告中表示。

但天有不测风云，近期海南本省又出现新冠肺炎病例，8月1日至8月12日12时，海南省累计报告阳性感染者5154例。华泰证券认为，在此次疫情的影响下，海南旅游和离岛免税或再临挑战，并预计8月中免海南线下销售将受到不利影响，进而拖累该公司全年业绩。

对营收主要依赖中国大陆市场的中国中免来讲，此次疫情对其业绩是个不小的冲击。2019年至2021年，该公司在中国大陆的收入占比分别为91.6%、94.6%和93.9%；在香港、澳门及海外的收入占比仅为8.4%、5.4%和6.1%。

而中国中免此次IPO的意图似乎也是想通过拓展业务渠道进一步对冲疫情带来的风

险。西部证券研报指出，中国中免战略意图仍是比较明显的，即国际化布局、外延并购、产业链延伸等方面是该公司战略布局的重要方向。若后续成功发行后将显著增厚该公司资金规模，未来该公司希望在海外渠道开拓方面取得积极进展，包括免税运营商、上游品牌商的投资并购机会等。

本文系观察者网独家稿件，未经授权，不得转载。