



冬去春来，展望免税行业疫后新征程

——免税行业复苏专题报告

核心观点

疫情不改免税业增长逻辑，核心关注海南免税市场自身吸引力增强，把握复苏主线下龙头免税商的业绩恢复弹性。我们详细拆解推动海南离岛免税额在疫情发生后高增的原因，发现其并非完全受益于消费回流，而是离岛免税新政和疫情影响下，海南客流结构变动及免税市场自身吸引力增强所致，且我们认为离岛免税新政和免税商实力提升发挥了更大的促进作用。进入防疫政策新阶段后，海南旅游热度持续升温，期待2023年海南客流回升下免税业的强势复苏。2023年海南省旅游发展目标为接待游客同比增长20%，离岛免税购物销售额突破800亿元，2021年海南离岛免税店总销售额突破600亿元，如发展目标顺利实现，2023年海南离岛免税市场可较2021年实现25%的增长。

布局疫后结构性增长点，期待局面打开后国内免税商的再突围。免税行业在疫后应更加关注：1) 渠道结构变化后带来的利润空间提升；2) 疫后三年行业竞争格局、各方实力此消彼长带来的增长点；3) 市内免税政策推进和海南自贸港建设带来新的市场空间。短期看，随着出境游政策放宽，口岸免税销售额和占比有望迎来修复；离岛免税方面，出境游恢复不会对海南客流形成较大分流，且海南客流较疫情前仍有修复空间，离岛免税短期内将延续修复态势，可以关注出境游和代购分流的影响，但不必过分担忧，且随着价格企稳，短期内毛利率有提升空间；长期看，随着中国出境游政策放开，极具潜力的中国消费者将再度成为中韩免税商争夺的对象，而疫后三年双方实力已经历了此消彼长，我们认为，中国免税商有望持续依托离岛免税政策红利，从价格、品牌、规模和体验上实现对既有消费者的截流和对潜在客群的渗透。一是疫情发生后免税商价格优惠力度加大，中韩价差进一步缩小。二是高度依赖海外代购的韩国免税商利润空间被持续挤压，奢侈品牌在韩布局策略发生转变，而国内随着疫后规模优势的扩大及海南自贸港建设的推进，将提升对奢侈品品牌的吸引力，促进赴岛游客到店率和转化率的提升。三是覆盖规模扩大、信息透明度更高、质量保障、消费体验占优，看好海南离岛免税商在长期视角下的优势显现。四是品类重构驱动行业毛利率的持续改善，助力疫后免税运营商业绩增厚。

展望封关之后，结合目前政策方向，我们预计海南与中国香港模式不会完全一致，政策上也有望设置过渡期，短期内免税牌照的价值仍有望存在，如果从长期视角看海南自贸港的建设终将打破免税牌照的垄断性，那么届时海南作为国际旅游购物中心，免税零售商的竞争者将是全球的自贸区免税购物天堂，同时还要应对岛内品牌直营店的竞争，行业核心竞争力将因岛内价差缩小将更加聚焦于购物体验、品牌丰富度、地理位置等方面，海南传统免税运营商的优势就在于先发优势下在规模、渠道、品牌影响力上的深厚积累，以及对免税品、奢侈品客群消费习惯更加深刻的理解。

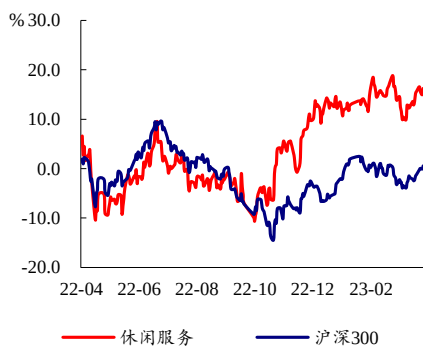
市内免税放开在路上，静候全新赛道下头部零售商的第二曲线。对标韩国免税市场，我国市内免税仍有较大发展空间。韩国市内免税在全部免税消费中占据主要份额，且最初支撑其份额扩大的需求基础主要来自韩国本土居民的消费升级和出境游人数提升，而目前我国市内免税尚未覆盖国内消费者出境免税需求，我们认为未来伴随政策的逐步落地，市内免税有望迸发出较大活力。假设2023年离境市内免税政策落地，2024年出入境客流恢复至2019年水平，未来2-3年我们预计京沪两地离境市内免税市场规模合计有望达到272-485亿元，已持有市内免税牌照的运营商有望受益，市内免税零售属性更强，零售商优势明显，关注各地市内免税牌照发放进展。

评级 推荐（维持）

报告作者

作者姓名	汪玲
资格证书	S1710521070001
电子邮箱	wangl665@easec.com.cn
联系人	贺晓涵
电子邮箱	hexh679@easec.com.cn

股价走势



相关研究

《【社服】春节出行数据持续回暖，海南离岛免税成绩单亮眼_20230128》2023.01.28

《【社服】社服行业研究框架_20230118》2023.01.19

《【社服】优化内地与港澳人员往来措施公布，春节旅游市场量价齐升_20230109》2023.01.09

《【社服】元旦假期跨省游恢复，出境游或迎逐步复苏_20230103》2023.01.03

《【社服】职业教育新政出台，出行链稳步恢复中_20221226》2022.12.26

投资建议

疫后三年海南离岛免税高速发展，中国免税运营商已实现破局，我们认为疫后离岛免税增长趋势有望延续，同时伴随出入境政策放开带动口岸免税复苏，国人离境市内免税政策有望加速推进，市内免税有望打开全新市场空间。多个积极因素加速免税复苏进程，看好修复行情下规模优势突出、修复弹性大的免税龙头，新项目落地有望增厚业绩的新晋运营商，以及有望受益于市内免税政策放开的持牌免税商及新晋零售商。相关标的有稳坐市场规模头把交椅的免税龙头中国中免，海南万宁项目刚刚开业并持有免税全牌照的王府井，正在申请上海市内免税牌照的华东零售商百联股份。

风险提示

出行需求恢复不及预期；免税政策落地不及预期；免税商竞争加剧。

正文目录

1. 韧性与弹性并存的稀缺赛道，疫情不改成长逻辑.....	5
1.1. 我国免税市场结构深刻变化，离岛免税迎高速增长.....	5
1.2. 出行信心逐步恢复，有望驱动行业量价齐升.....	9
1.3. 疫后成长逻辑不变，龙头规模优势持续强化.....	11
2. 布局疫后结构性复苏，展望免税格局演变.....	17
2.1. 渠道：结构调整下的中国免税市场.....	18
2.2. 格局：中国免税与韩免竞争的下半场.....	22
2.3. 品类：消费升级与奢侈品牌的中国布局.....	30
2.4. 封关后的模式猜想.....	32
3. 市内免税放开已在路上，有望开启行业全新版图.....	34
3.1. 中国市内免税发展历程和现状.....	34
3.2. 从韩国市内免税展望中国市内免税的下一城.....	36
3.3. 京沪市内免税空间测算.....	38
4. 投资建议	40
4.1. 中国中免：稳坐头把交椅的免税龙头.....	40
4.2. 王府井：北京的老牌零售龙头.....	42
4.3. 百联股份：有望受益上海市内免税牌照.....	43
5. 风险提示	44

图表目录

图表 1. 中国离岛免税和口岸免税市场结构变化.....	5
图表 2. 全球免税销售额渠道结构变化.....	5
图表 3. 2015-2022 年海南离岛免税购物金额变动情况	5
图表 4. 2019-2022 年海南离港旅客量变化	8
图表 5. 中国消费者奢侈品消费在境内境外比重.....	8
图表 6. 外国人在韩免税品消费情况.....	9
图表 7. 外国人在韩免税购物客单价.....	9
图表 8. 海南离岛免税增长逻辑拆解.....	6
图表 9. 2019-2022 年海南离岛免税店数量（家）	7
图表 10. 2021-2023 年春节黄金周海南省离岛免税变动情况	10
图表 11. 2021-2023 年春节黄金周海南省旅游人次和收入恢复情况	10
图表 12. 2020-2022 年全国民航国际航线旅客运输量	11
图表 13. 免税产业链分析.....	12
图表 14. 免税行业盈利模式拆解.....	13
图表 15. 2021 年全球前五大免税品运营商市占率.....	13
图表 16. 2020-2021 年中国前五旅行零售商市占率	13
图表 17. 全球免税商销售额排名变动（百万欧元）	14
图表 18. 各免税运营商免税牌照经营范围（截至 2023Q1）	15
图表 19. 海南离岛免税店梳理.....	16
图表 20. 2021 年中国中免在海南离岛免税市场的份额占比.....	16
图表 21. 中免机场免税店租金情况梳理.....	17
图表 22. 2023-2026 年中国离岛/口岸免税市场规模预测（十亿元）	18
图表 23. 2015-2022 年海南接待游客人数变化	18
图表 24. 美国出入境游客量较 2019 年恢复程度.....	19
图表 25. 韩国济州岛免税购物渗透率.....	20
图表 26. 海南离岛免税购物渗透率.....	20

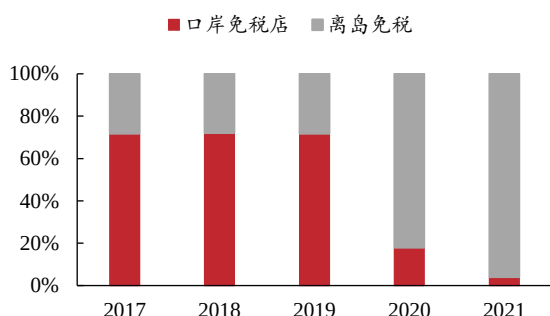
图表 27.	中国中免有税、免税营收结构变动.....	21
图表 28.	中国中免有税、免税毛利率对比.....	21
图表 29.	2019-2022Q1-Q3 中免注册会员数量（万人）	22
图表 30.	全球免税零售市场结构变化.....	23
图表 31.	韩国免税销售额在全球占比变化.....	23
图表 32.	韩国免税市场结构.....	23
图表 33.	赴韩旅游人数.....	24
图表 34.	韩国免税客单价按消费者国别划分（疫前）	24
图表 35.	韩国免税客单价按消费者国别划分（疫后）	24
图表 36.	2019 年中国人在各地区购买免税消费规模.....	24
图表 37.	2018-2022 年韩国免税消费金额变动情况	25
图表 38.	韩国免税对境外消费者依赖度较高.....	25
图表 39.	韩国免税店接待外国游客数变动情况.....	25
图表 40.	赴韩外国游客贡献免税销售额变动情况.....	25
图表 41.	2015-2021 年海南与韩国离岛免税业销售额对比（单位：亿美元）	26
图表 42.	热门商品中韩免税渠道价格对比.....	27
图表 43.	2009-2020 年全球各类别产品免税销售额占比	28
图表 44.	代表性奢侈品免税渠道合作情况.....	29
图表 45.	海南离岛免税店数量变动（家）	30
图表 46.	中免 CDF 会员购小程序页面	30
图表 47.	中国境内个人奢侈品市场规模稳步增长.....	30
图表 48.	各奢侈品品牌在中国免税零售界的布局.....	32
图表 49.	海南自由贸易港封关前后政策对比.....	33
图表 50.	中央及地方免税政策梳理.....	34
图表 51.	乐天免税市内店相较机场店面积更大、品牌数量更多	35
图表 52.	我国市内免税牌照梳理.....	35
图表 53.	市内免税店规划或拟建项目情况.....	36
图表 54.	2023 年 1 月韩国免税销售额渠道结构.....	37
图表 55.	2021 年中国市内免税市场份额仅 1%.....	37
图表 56.	韩国免税市内免税牌照数量.....	37
图表 57.	韩国市内免税本地居民购物限额不断提升.....	38
图表 58.	市内免税空间测算.....	39
图表 59.	北京市内免税市场规模测算（亿元）	40
图表 60.	上海市内免税市场规模测算（亿元）	40
图表 61.	海口国际免税城地理位置.....	41
图表 62.	2021 年海口市各港口离港旅客人数占比.....	41
图表 63.	三亚国际免税城收入及增速.....	42
图表 64.	王府井国际免税店三期规划.....	43
图表 65.	2013-2021 年万宁市游客数量	43
图表 66.	百联旗下部分门店概览.....	44

1. 韧性与弹性并存的稀缺赛道，疫情不改成长逻辑

1.1. 我国免税市场结构深刻变化，离岛免税迎高速增长

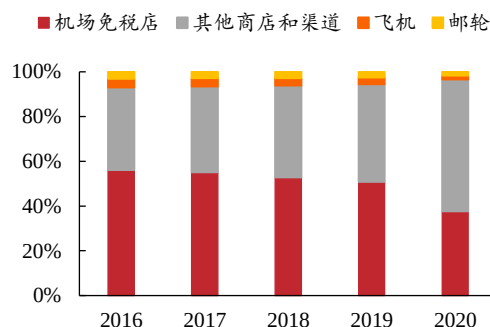
疫情驱动免税消费渠道结构转化，我国离岛免税占比持续提升。从全球数据看，疫情发生后的2020年全球机场免税店渠道的免税销售额比重出现明显下滑，较2019年下降约13pct，全球跨境游受限，机场免税店在闭店和客流下滑影响下收入显著承压。从中国数据来看，海南离岛免税销售额从2019年的136.1亿元上升至2021年的494.7亿元，2020/2021年分别同比增长102%/80%。这一高速增长导致我国免税销售市场结构出现显著的变化，根据弗若斯特沙利文报告，我国口岸免税市场规模占比由2019年的68%下降至2021年的4%，而离岛免税占比则由2019年的27%上升至2021年的94%，疫情爆发后出入境受限，国际客流下滑，口岸免税商品销售额大幅下滑，占比出现明显下降，而海南离岛免税政策下，中国人不出境即可实现免税品消费，同时离岛免税新政于2020年的出台进一步增强海南免税购物吸引力，离岛免税成为中国免税购物的第一大渠道。

图表1. 中国离岛免税和口岸免税市场结构变化



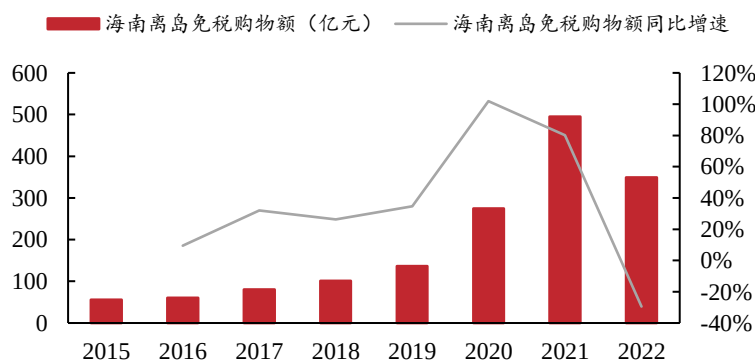
资料来源：弗若斯特沙利文，中国中免招股书，东亚前海证券研究所

图表2. 全球免税销售额渠道结构变化



资料来源：Generation Research，东亚前海证券研究所

图表3. 2015-2022年海南离岛免税购物金额变动情况

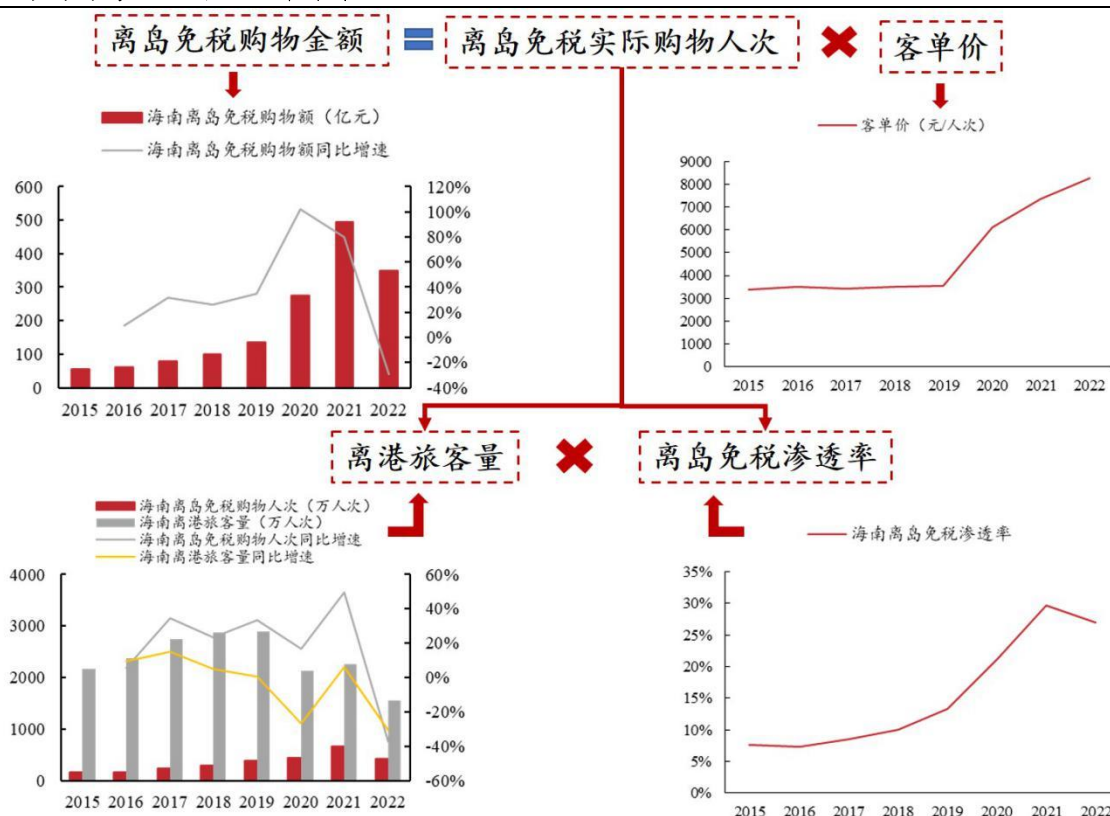


资料来源：海口海关，商务部，东亚前海证券研究所

关于离岛免税销售额在疫情发生后实现的高速增长，多数市场观点认为系出境游受阻后消费回流所致，而我们详细拆解海南离岛免税额的影响因素，发现其并非完全受益于消费回流，而是离岛免税新政和疫情影响下，海南客流结构变动及免税市场自身吸引力增强所致。

我们拆解了海南离岛免税额的计算公式，发现离岛免税高增的不仅源于消费回流，还受益于离岛免税新政和海南免税自身吸引力的增强。疫后三年海南客流始终未恢复至2019年的水平，但2020年离岛免税渗透率（离岛免税购物人次/离港旅客量）大幅提升至21.06%，较2019年增长近8个百分点，出现明显高于往年的涨幅（疫前渗透率从2015年的7.55%上升至2019年的13.26%，处于稳步增长态势），使得2020年在海南离港客流下滑下免税购物人次依然实现高速的正增长。因此，离岛免税额增长主要源于渗透率和客单价的大幅提高，而前者的提升部分由于消费回流。

图表4. 海南离岛免税增长逻辑拆解



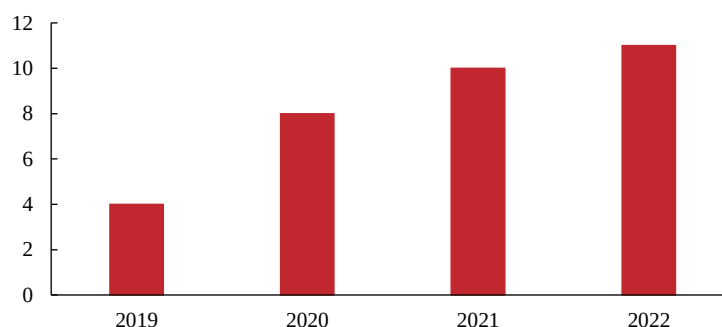
资料来源：海南统计局，海南省旅游和文化广电体育厅，海口海关，海南东亚前海证券研究所

渗透率的增长来自海南客流结构变化和免税商竞争力提升后购物吸引力增强。我们认为渗透率增加一方面是出境游受限和离岛免税购物限额提升两个因素共同作用下海南游客结构变化所致；另一方面则由于免税新政出台、免税商资源和能力改善下，海南免税市场通过品类扩充、价差缩小、门店增多等提高了对游客的吸引力，实现了对潜在免税购客群的渗透。

关于海南游客结构的变化，我们猜测有两类免税购需求更强的游客进入海南，拉高了整体的渗透率。一是代购占比的增加，免税店是代购的采购渠道之一，境外免税渠道受阻的同时海南离岛免税限额提升，单次代购货量的增加可以降低代购的单位成本，海南免税店对代购的吸引力增强；除了专业代购，由于疫后市场对海南免税品需求增加，很多海南岛内居民也开始从事代购。二是出境游客的回流，根据中国旅游研究院《中国出境旅游发展报告 2020》，2019 年出境游客境外消费中购物占比最高，达 40%，出境游客的消费能力更强，且存在奢侈品和免税品的消费习惯，因此我们认为出境人群免税购的意愿较高，疫前在中国口岸免税店和境外免税/有税店有购物需求的游客都可能在海南实现转化，其中从境外店转入的部分是真正的消费回流，而中国口岸店到离岛店的转移仅是国内不同渠道之间的流动。

关于吸引力增强下的渗透率提升，一是受益于免税新政下购物种类增多和限额放宽，2020 年 6 月的离岛免税新政中，将离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，增加电子消费产品等 7 类热门商品，打开数码产品消费市场；同时离岛免税单件 8000 元的免税限额取消，单价较高的精品类商品需求进一步释放；二是由于免税商规模扩张，2020-2021 年间海南岛内离岛免税店数量不断扩张，2019/2020/2021/2022 年底，海南岛内离岛免税店数量分别达到 4/8/10/11 家，岛内覆盖区域逐步拓宽，有效提高了海南游客的到店率；三是免税商价格优惠力度加大，为应对线下免税店客流下滑压力，各免税商均加大了折扣力度，缩小了与其他有税或免税渠道的价差，增强了对游客的吸引力。此外免税商在购物体验、品牌种类方面也不断提高自身竞争力，围绕游客到店率和购买转化率的提升，加速市场渗透。

图表5. 2019-2022 年海南离岛免税店数量（家）



资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

在上述带动渗透率提升的两方面原因中，我们认为离岛免税新政和免税商实力提升发挥了更大的促进作用，而疫情影响下消费回流导致的海南客流结构的变动为次要因素。

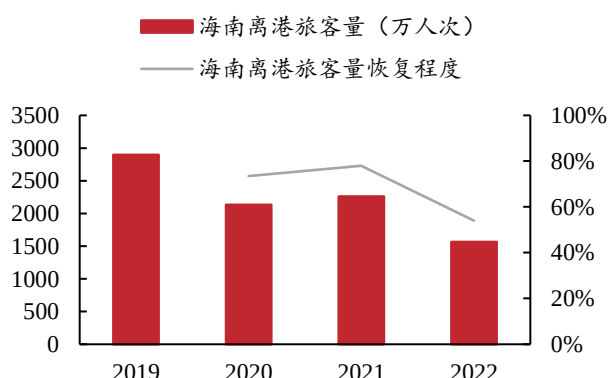
一方面，2022 年海南离岛免税渗透率小幅下降近 3 个百分点，而 2022 年较 2020、2021 年的主要外部变化就是国内游恢复进程受阻，这一变化直接导致涌入海南的代购和出境游客群减少，即拉高渗透率的两类客群减少，但 2022 年渗透率并未因此出现大幅下滑，这就表明海南免税自身吸引力的增强在疫情发生后抬高渗透率方面发挥了更大的作用。

另一方面，回顾疫情三年数据，可以发现大面积的消费回流还尚未出现。

1) 海南客流尚未实现正增长。2020/2021/2022 年，海南离港旅客量分别恢复至 2019 年的 73.52%/77.97%/53.99%，国内疫情反复下赴岛游与出境游同样受限，虽然国内游的限制相对较少，出境游回流一定程度上改变了海南客流结构，但并未带动海南总游客人次实现增长。

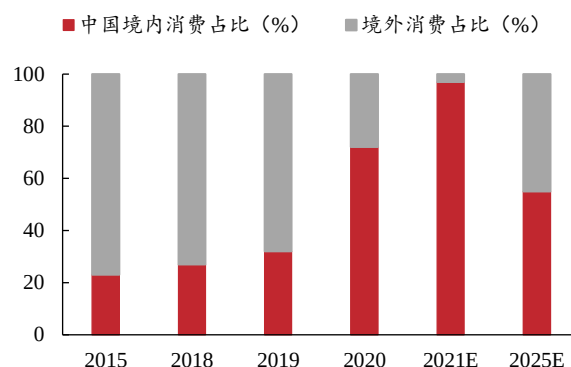
2) 奢侈品消费回流≠免税品消费回流。根据贝恩报告，2020 年中国境内市场在中国消费者全球奢侈品消费中的占比达到 70%-75%，较 2019 年增长 40pct 以上，2021 年这一比重进一步提升至 94%-98%，消费回流趋势延续。2020/2021 年，海南免税店销售额仅分别占奢侈品市场销售额的 9%/13%，奢侈品的消费回流更多由有税市场贡献。

图表6. 2019-2022 年海南离港旅客量变化



资料来源：海南统计局，东亚前海证券研究所

图表7. 中国消费者奢侈品消费在境内境外比重

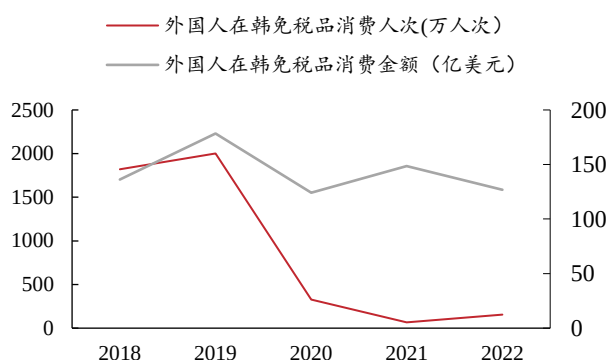


资料来源：贝恩 2020-2022 年中国奢侈品市场报告，东亚前海证券研究所

3) 韩国免税销售额并未大幅下滑，代购在国内的渗透力依然较强。弗若斯特沙利文数据显示，2019 年我国境内免税品市场为 500 亿元，根据世界免税协会数据，2019 年我国境外免税品消费规模超过 1800 亿元，根据韩国关税厅数据，2019 年中国人在韩国免税店消费规模为 1124 亿元，也就是说，2019 年我国免税品消费外流比例达 78%，且外流的免税品销售额中有 62%流向韩国，韩国是我国免税品消费的主要外流市场，但根据韩国免税店协会数据，2020-2022 三年间，韩国免税店购物人次恢复不到两成，但免税销售额已恢复至七到八成，客单价呈数倍到数十倍的增长，主要系代购在购买者中占比增加所致，而韩国代购的最终消费者仍旧以中国人为主，2020 年中国人在韩免税消费额占韩国免税店总销售额的 93%，韩国代购作为出境

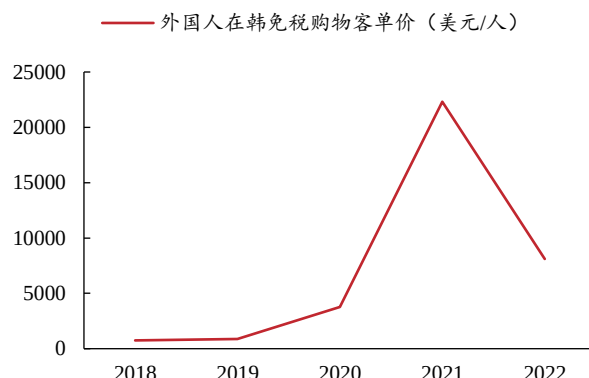
游受限后国人购买韩免的主要替代渠道，在国内市场优势依然十分突出，使得韩国免税额没有出现大幅下滑。

图表8. 外国人在韩免税品消费情况



资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

图表9. 外国人在韩免税购物客单价



资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

客单价的增长主要受益于海南离岛免税新政的推出。2020年6月，《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，其中以下几个政策调整带动了离岛免税客单价提升：1) 海南离岛免税每人每年购物限额从3万元上调至10万元，不限次。2) 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类，仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量。购物限额的提升和购买数量限制的放宽直接推动了离岛免税购物件数的上升，新政出台后，单月离岛免税购物件数逐步上升，2021年保持在500-700万件/月，较新政出台前100-200万件/月实现了显著增加。3) 取消单件商品8000元免税限额规定。单件商品价格上限取消，驱动单价更高的精品类免税品销售额比重上升，以中国中免为例，2019/2020/2021年中国中免时尚配饰类免税品销售额占总免税销售额比重分别为12.3%/20.8%/26.3%。除了新政的影响，代购在旅客中占比的增加同样拉高了客单价。

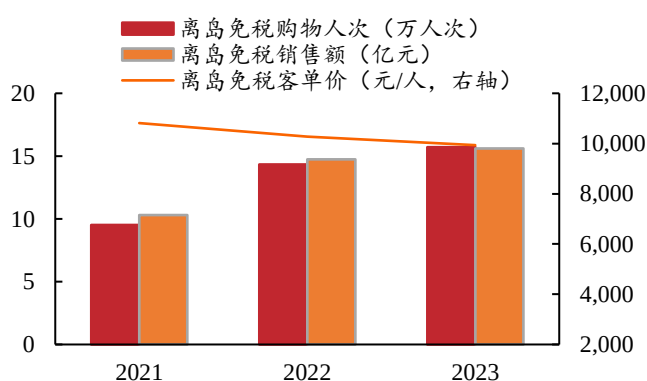
1.2. 出行信心逐步恢复，有望驱动行业量价齐升

疫后首个春节假期，海南出行客流显著回升。“新十条”发布后，疫情防控政策接连迎来优化调整，政策方向日渐明确，消费者出行信心开始修复，疫情期间积压的线下出行需求在2023年春节期间迎来一轮集中释放，叠加假期海南出台一系列促消费政策，商家也推出多种促销活动，进一步激发了国民出行欲望，海南旅游热度直线上升，春节成为疫后海南旅游的高峰。从出行数据来看，据海南省交通运输厅公布数据，2023年1月7日-21日，通过琼州海峡进出岛旅客累计144.4万人次，同比增长50.35%；进出岛车辆38.69万辆，同比增长42.56%，达5年以来历史最高峰；航空客运量方面，春节假期海口美兰国际机场、琼海博鳌机场、三亚凤凰国际机场三机场进出

岛航班 6683 架次，旅客吞吐量 109.2 万人次，分别同比增长 7.2%/27.0%，恢复至 2019 年春运同期的 98.4%/90.9%。

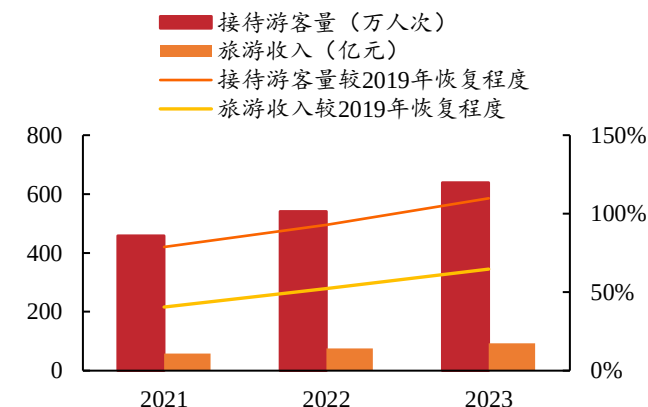
海南旅游热度在疫后持续升温，春节假期离岛免税表现亮眼。2023 年春节黄金周期间海南省接待游客总人数 639.36 万人次，已超过 2019 年春节水平；旅游收入 92.98 亿元，恢复至 2019 年春节的 64.68%；离岛免税购物金额 15.6 亿元，同比增长 5.88%；免税购物人数 15.7 万人次，同比增长 9.51%。海南离岛免税春节期间的复苏，一方面源于跨省游恢复下赴岛客流的增长，根据途牛、美团、携程等平台的数据，2023 年春节假期跨省游回归海南旅游的主导地位，跨省游订单占比已超七成，长线游订单同比去年增长 72%，3 天以上出游行程占比近六成，且以家庭游为主，跨省游、家庭游的恢复以及旅行时间的延长，推升海南客流的同时提高过夜游客占比，拉高免税购物渗透率和客单价，从而带动离岛免税销售额增长。另一方面，春节假期期间出境跟团游尚未启动，出境跟团游多以散客为主，且国人出境游的信心恢复尚需时间，尚未对海南客流形成明显的分流。

图表10. 2021-2023 年春节黄金周海口海关监管离岛免税变动情况



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，东亚前海证券研究所

图表11. 2021-2023 年春节黄金周海南省旅游人次和收入恢复情况



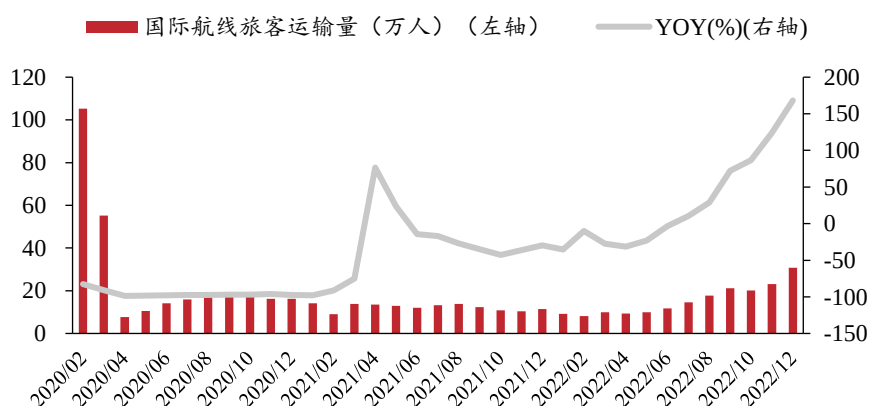
资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，东亚前海证券研究所

期待 2023 年海南客流回升下免税业的强势复苏。2023 年海南省旅游发展目标为：接待游客达到 7200 万人次，同比增长 20%，离岛免税购物销售额突破 800 亿元（该口径包含离岛后线上下单的免税购物额，下同），2021 年海南离岛免税店总销售额突破 600 亿元，如发展目标顺利实现，2023 年海南离岛免税市场可较 2021 年实现 25% 的增长。

出境游重启背景下，口岸免税有望迎来复苏周期。2023 年 1 月 20 日，文旅部发布《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》，2023 年 2 月 6 日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。政策出台后，各 OTA 平台出境游相关商品订单量均实现大幅回升，国际机票预订人次及签证办理人次等数据也显著回暖，泰国等东南亚国家成为政策放开后的热门出境游目的地，数据的快速回暖表现出国民的出境游需求旺盛。未来随着

各国入境政策的放开，出境游半径有望进一步扩大，出境游复苏进程将不断加快，五一黄金周和暑期的客流高峰值得期待，有望成为出境游市场的拐点，跨境出行需求修复背景下，枢纽机场有望迎来国际客流量的回升，机场免税将进入复苏周期。

图表12. 2020-2022年全国民航国际航线旅客运输量



资料来源：中国民用航空局，东亚前海证券研究所

客流修复趋势下短期内海南免税品价格有望企稳。疫情发生后，免税商面临客流下滑的压力，普遍采取了加大价格折扣力度、让利消费者的方式提高渗透率。随着防疫政策放开，客流恢复，以低价吸引客流的打法成为过去时，国内各家免税商和韩免在疫后争夺客流的价格战中均压缩了自身利润空间，因此价格战将不会是持久战，随疫情影响减弱，免税品价格有望趋稳，带动毛利率修复。

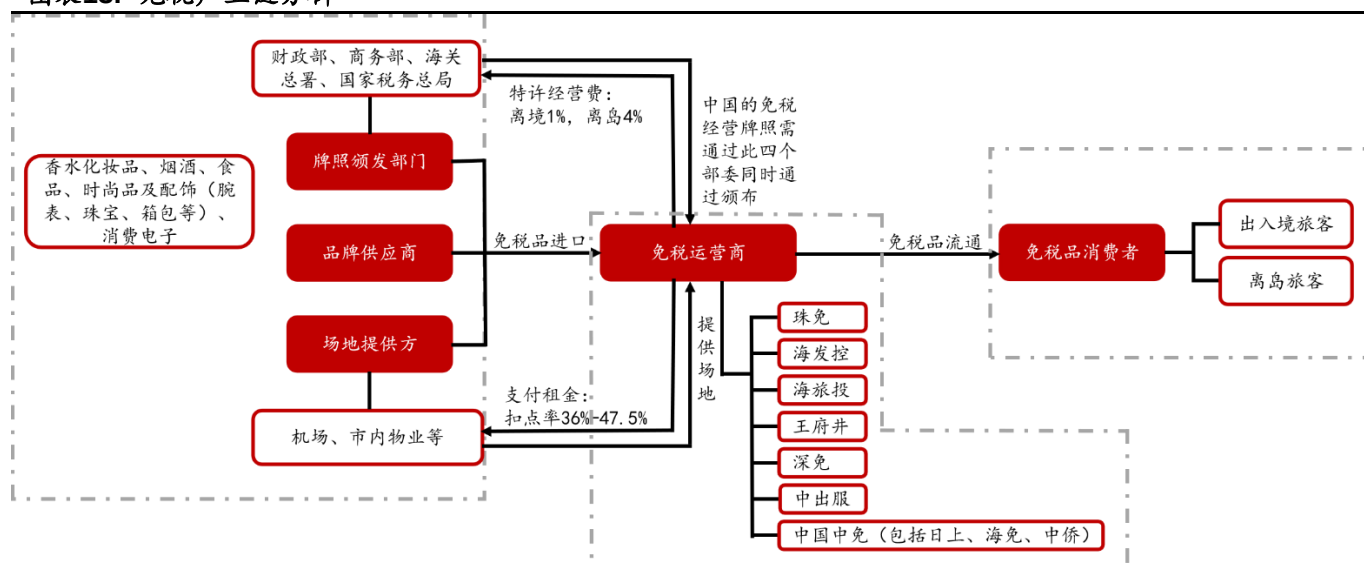
1.3. 疫后成长逻辑不变，龙头规模优势持续强化

疫情扰动不改消费升级趋势，疫后免税行业成长逻辑不变。从整个行业市场空间来看，免税品具有部分奢侈品属性，市场定位为中等收入群体，随着国内中等收入群体比重的不断上升，且头部客户消费力表现出的韧性，有望从在量和价上为免税市场规模提供双向支撑。从竞争格局来看，龙头免税商依然可以从规模到盈利形成良性循环，不断内生强化规模优势，巩固市场份额。具体而言：

从产业链角度看，牌照、渠道、供应商依然决定免税运营商准入资质和核心竞争力，赴岛游和出境游游客仍将是未来中国免税市场两大主要消费群体。免税产业链所涉及的环节包括上游的免税商品供应、中游的免税商品运营以及下游的免税商品消费者。产业链所涉及的主体为上游的监管部门、免税品供应商以及场地提供方，中游的免税运营商以及下游的出入境、离岛免税消费者。上游产业主要包括牌照颁发、监管部门，免税品供应商以及场地提供方。其中，免税品主要包括香化、珠宝、腕表、烟酒、数码产品等品类，上游品牌商的免税渠道策略、免税商的规模等因素决定免税运营商获取免税品的种类和价格；免税经营牌照是免税行业的准入门槛，由财务部、商

务局、海关总署、国税总局四部委共同负责颁发；机场、港口等渠道锁定客流，场地租金是免税商的主要成本之一。

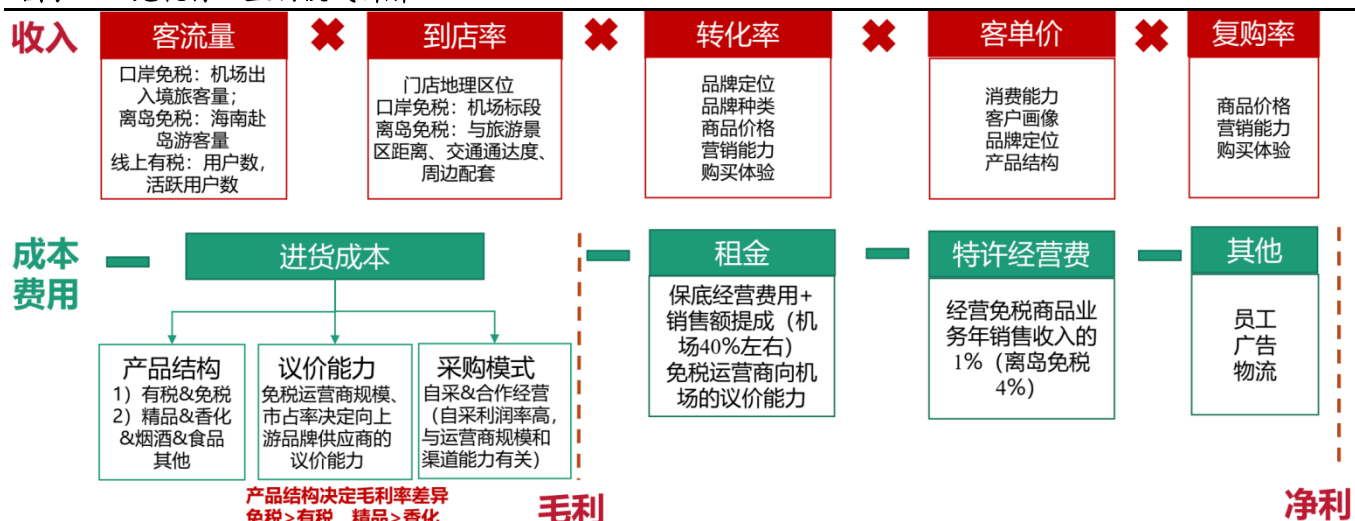
图表13. 免税产业链分析



资料来源：中国政府网，中国中免公告，东亚前海证券研究所

从免税运营商的盈利模式拆解来看，规模优势依然是疫后免税运营商提升议价能力、放大盈利空间、巩固和扩大市场份额的关键要素。免税运营商实际盈利来源于销售端和采购端的价差。免税销售规模取决于客流量、到店率、转化率、客单价、复购率，而客流量除口岸、离岛旅客外，随着线上零售渠道的拓展，线上用户也成为重要组成之一；到店率取决于门店地理区位；客单价取决于消费能力、客户画像、品牌定位以及产品结构；转化率、复购率则与品牌定位、品牌种类、商品价格、营销能力、购买体验等相关。成本端主要取决于进货成本和租金，而进货成本又与产品结构、议价能力以及采购模式有关，产品结构决定了毛利率的差异，如免税>有税、精品>香化；机场免税的租金通常由保底经营费用+销售额提成（机场40%左右）组成，免税运营商规模决定其向机场的议价能力，是影响租金的一大重要因素。

图表14. 免税行业盈利模式拆解

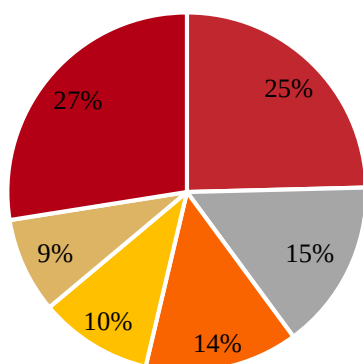


资料来源: 中国政府网, 中国中免公告, 东亚前海证券研究所

从市场格局来看, 中国中免后来居上, 国内规模优势遥遥领先。从全球格局来看, 根据弗若斯特沙利文统计的数据, 2021年, 中国中免以25%的市占率跃居全球免税运营商市场份额第一位, 其次分别是来自韩国的乐天和新罗, 分列四五位的是欧美免税商 Dufry 和 DFS。从全球头部运营商销量排名变动看, 21世纪初仍以发展历史最早的欧美免税商实力占优, 随后韩国和中国免税商的排名持续上升, 中国中免在完成日上的收购后于2019年排名上升至第4位, 疫情发生后以机场免税为主的欧美免税商和高度依赖境外游客的韩国免税均受跨境出行收缩影响销售额出现下滑, 中免依托国内市场并受益于海南离岛免税新政实现了销售额的逆势增长, 市占率反超至全球第一。从国内市场来看, 2021年中免在国内市占率达到86%, 国内市场集中度较高, 中免在国内的规模优势十分显著。

图表15. 2021年全球前五大免税品运营商市占率

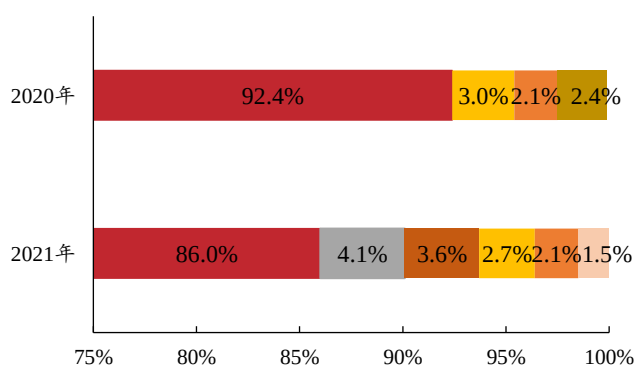
■ 中国中免 ■ 乐天免税 ■ 新罗免税 ■ Dufry ■ DFS ■ 其他



资料来源: 弗若斯特沙利文, 穆迪戴维特报告, 中国中免招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表16. 2020-2021年中国前五旅行零售商机市占率

■ 中国中免 ■ 海发控 ■ 海旅控 ■ 珠免 ■ 中服免税 ■ 深免 ■ 其他



资料来源: 弗若斯特沙利文, 中国中免招股说明书, 东亚前海证券研究所

图表17. 全球免税商销售额排名变动（百万欧元）

2010年		2015年		2017		2019		2020年		2021年	
免税商	销售额	免税商	销售额	免税商	销售额	免税商	销售额	免税商	销售额	免税商	销售额
DFS	2113	Dufry	5683	Dufry	7166	Dufry	8138	中免	6603	中免	9369
Dufry	2093	DFS	3770	乐天	4842	乐天	7665	乐天	4820	乐天	4046
拉加代尔	2000	乐天	3750	拉加代尔	3917	新罗	7049	新罗	4291	新罗	3966
Autogrill	1676	拉加代尔	3570	DFS	3670	中免	6065	Dufry	2370	Dufry	3776
乐天	1509	海内曼	2800	新罗	3412	拉加代尔	4500	拉加代尔	2300	DFS	3100
TNG	1467	新罗	2286	海内曼	3200	DFS	4010	DFS	2200	拉加代尔	3000
海内曼	1000	泰国王权	1971	泰国王权	2141	海内曼	3900	新世界免税	1915	新世界免税	2950
迪拜免税	958	迪拜免税	1726	中免 (含日上)	1994	新世界	2837	海内曼	1600	海内曼	2100
ARI	954	升恒昌	1570	升恒昌	1660	泰国王权	2670	美洲免税	958	现代百货免 税	1922
新罗	830	日上	1344	迪拜免税	1608	升恒昌	1932	泰国王权	907	美洲免税	1407
美洲免税	679	美洲免税	1234	美洲免税	1499	迪拜免税	1808			迪拜免税	858
泰国王权	542	中免	1160	新世界	1356	美洲免税	1700			3Sixty免税	613
WHSmith	527	ARI	920	ARI	1058	ARI	1192			泰国王权	512
日本机场大 楼	461	斯达伯德邮 轮服务	823	斯达伯德邮 轮服务	729	WHSmith	965			WHSmith	477
Tallink Group	435	WHSmith	706	WHSmith	702	日本机场 大楼	964			ARI	468

资料来源：Moodie Davitt，东亚前海证券研究所

免税龙头规模优势不断巩固，形成促进竞争力提升的良性循环，长期成长逻辑持续强化。免税商规模优势具体体现在向上游品牌、物业等资源供应商的议价能力和话语权增强，优质品牌的引入机会和价格优惠空间将更大，进而带来免税品的种类丰富度和价差方面的优势，同时降低租金和物流成本，从而提升毛利率。头部运营商凭借领先的市场份额持续强化自身盈利能力，优化现金流情况，进而提升资本实力投资新渠道和新门店，进一步巩固和扩大市场份额，强化市占率领先优势，形成“规模大-盈利能力强-投资扩张-市场份额提升”的良性循环。

牌照方面，由于免税行业不仅关系到国家的税收政策，也与国内有税零售市场存在竞争，因此我国一直以发放牌照允许部分获得资质的企业准入经营的方式来规范免税行业的发展，作为市场的准入门槛，获得牌照的先后和范围是决定免税商规模和实力的最基础要素。从当前牌照获得情况来看，我国共有 7 家免税运营商，其中中国中免、中出服和王府井 3 家拥有免税全牌照。离岛免税牌照发放数量最多，海南共有 6 家离岛免税运营商，市内免税牌照由于政策原因最为稀缺，只有 3 家。从牌照获取和具体门店的中标数量来看，中免在国内免税市场上的优势较为明显，因此中免与上游机场、品牌商的议价能力都较强。

图表18. 各免税运营商免税牌照经营范围（截至 2023Q1）

公司	出入境口岸免税		离岛免税		出入境市内免税	
	有无牌照	主要运营门店	有无牌照	主要运营门店	有无牌照	主要运营门店
中免（含日上、海免、中侨）	有	北京首都机场、大兴机场、广东白云机场、中国香港机场等	有	海口国际免税城、海口日月广场免税店、海口美兰机场免税店、三亚国际免税城、三亚凤凰机场免税店、琼海博鳌免税店	有	上海、北京、厦门、大连、青岛 哈尔滨（中侨）
中服免税	有	重庆机场、大连机场、天津邮轮母港、黑河边境等	有	三亚国际免税购物公园	有	北京、上海、杭州、南京、大连、郑州、哈尔滨等
珠免	有	拱北、九洲、横琴等				
深免	有	深圳机场、西安机场	有	观澜湖免税城		
王府井	有		有	王府井国际免税港（试营业）	有	
海旅投			有	三亚海旅免税城		
海发控			有	海发控全球精品免税城		

资料来源：前瞻产业研究院，中国旅游报，中商情报网，东亚前海证券研究所

离岛免税方面，从海南离岛免税格局来看，截至 2023Q1，海南共有 12 家离岛免税店，其中中国中免以自建以及收购的方式，拥有 6 家离岛免税店经营权，是拥有离岛店数量最多的运营商。2011 年，中免集团三亚市内免税店作为首家政策试点企业开始运营离岛免税业务；2014 年，中免三亚国际免税城正式投入运营，属当时全球规模最大的单体免税店；2020 年 6 月，中国中免完成收购海南省免税品 51% 股权，并获得海口日月广场免税店、海口美兰机场免税店以及琼海博鳌免税店三家离岛免税店经营权；2022 年 10 月，“世界最大单体免税店”cdf 海口国际免税城开业，是中免集团在海南开设的第 6 家免税店。就地理覆盖面而言，中国中免已占据海南离岛免税销售的核心渠道，遍布海口、三亚、琼海三个海南主要发展城市；就海南省离岛免税市场份额占比来看，2021 年，中免在海南离岛店产生的销售收入占市场份额的 90%，成为海南离岛免税市场上的头号玩家。

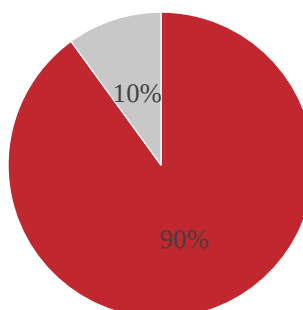
图表19. 海南离岛免税店梳理

运营商	名称	所在城市	具体地址	开业时间	规模	优势
中国中免	三亚国际免税城	三亚	三亚市海棠区海棠北路118号	2014	一期总投资为30亿元，建筑面积约120,000平方米；二期总投资为13亿元，建筑面积约65,000平方米	位于国人热点旅游目的地三亚海棠湾
	海口日月广场免税店	海口	海口市琼山区国兴大道日月广场射手座L层和双子座L-2层	2019	经营面积2.2万平方米	地处市中心，交通便捷
	海口美兰机场免税店（T1）	海口	海口市琼山区国兴大道日月广场射手座L层和双子座L-2层	2011	T1航站楼免税店经营面积达1.4万平方米	位于机场候机楼内，客流量大，唯一一家拥有省级国有企业免税品经营特许权的免税店
	海口美兰机场免税店（T2）	海口	cdf海口美兰机场T2	2020	T2航站楼免税店经营面积达9313平方米	位于机场候机楼内，客流量大
	琼海博鳌免税店	琼海	琼海市博鳌镇远洋大道博鳌亚洲论坛纪念品商场一楼	2019	经营面积4200平方米	位于琼海市博鳌亚洲论坛景区内，具有景点优势
	三亚凤凰机场免税店	三亚	三亚市天涯区凤凰路凤凰国际机场国际出发厅	2020	经营总面积6800平方米	位于航站楼内，客流量大
	海口国际免税城	海口	海口市新海港片区	2022	投资超百亿，占地面积约675亩，规划总建筑面积约92.6万平方米。	世界最大单体免税店，距海港近，便于货物运输
中服免税	三亚国际免税购物公园	三亚	海南省三亚市天涯区解放一路16号	2020	经营面积9.5万平方米	毗邻凤凰岛中央商务区，交通便利
深免	海口观澜湖免税城	海口	海口市龙华区羊山大道观澜湖新城	2021	免税城规划总营业面积10万平方米，第一期营业面积2万平方米	临近观澜湖新城，交通便利
王府井	王府井国际免税港	万宁	海南省万宁市莲兴大道1号	2023	经营面积10.25万平方米	引进海南首进品牌20余家，与全球知名零售商具有稳定合作关系，具有独特品类供应链
海旅投	三亚海旅免税城	三亚	海南省三亚市吉阳区迎宾路303号	2020	经营面积9.5万平方米	地理位置优越
海发控	海控全球精品免税城	海口	海口市琼山区国兴大道日月广场水瓶座	2021	经营面积近4万平方米	依托港口、机场，客流量大

资料来源：各公司官网，上市公司公告，东亚前海证券研究所

图表20. 2021年中国中免在海南离岛免税市场的份额占比

■ 中国中免 ■ 其他公司



资料来源：公司港股招股说明书，东亚前海证券研究所

口岸免税方面，客流决定商流，机场出入境旅客量决定口岸免税店的经营规模，从目前中标情况来看，中国中免把握着国内几乎所有客流量大的主

要机场。根据中免港股上市招股书，截至 2022 年 8 月，公司经营 123 家口岸免税店（58 家位于机场，65 家位于陆路边境及其他位置），其中 2021 年国内机场旅客吞吐量前 10 大机场中就拥有 9 个机场的免税运营权。中免于 2017-2018 年完成了对日上的收购，取得了北京首都机场、上海虹桥机场和浦东机场的免税业务经营权；2019 年中标北京大兴国际机场香化、食品和烟酒的运营权。2020-2021 年，受疫情影响导致国际客流减少，中免机场免税业务受到较大冲击，中免积极与国内重点机场进行租金调整协商，多数机场的租赁规则为当实际国际客流低于临界值时，实际销售提成和保底销售提成两者取高。租金补充协议的签订有效减缓口岸免税业务的租金压力，增厚了中免的盈利，展现其作为免税龙头较强的议价能力。

图表 21. 中免机场免税店租金情况梳理

机场	中标标段	签约时间	运营期限	原合同租金提成方案	补充协议后的租金方案
广州白云国际机场	二号航站楼出境免税店	2017 年	8 年	2018 年 7 月 31 日前（含 7 月 31 日）的月经营权转让费=月实际销售额×提成比例（35%）； 2018 年 8 月 1 日后（含 8 月 1 日），乙方按月保底经营权转让费与月实际销售提成额两者取其高向甲方缴纳经营权转让费； 2018 年 8 月 1 日起月保底销售额为 3292 万元，提成比例为 35%。 1、中免公司每月缴纳经营权转让费。月经营权转让费为月保底经营权转让费（月保底销售额×提成比例）与月实际销售提成额（实际销售额总和×分段提成比例）两者取其高。 2、年度递增额为以下两者取其高： (1)（上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额）×20% (2) 上一年度月保底销售额×6%	(1) 对原协议的月保底销售额进行调整，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数。 (2) 原协议 2021 年的月保底销售额数执行 2019 年 12 月的月保底销售额。以后年度当（上年度国际客流量+2019 年国际客流量）<0.8 时，本年度的月保底销售额数执行上年度的月保底销售额数，不执行原协议中年保底销售额的递增条款；当（上年度国际客流量+2019 年国际客流量）≥0.8 时，本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额数作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。 (3) 对受疫情影响尚未完成装修开业的店面，同意疫情恢复后开业时调整当年的月保底销售额数，并相应收取店面管理费。 (4) 将原协议月保底销售额数的年度递增调整时间统一修改为每年 1 月 1 日。 (5) 对进境免税店项目租赁期限进行调整，截止日期变更为 2029 年 4 月 25 日。
上海虹桥国际机场	T1 航站楼 A 楼国际到达区域	2018 年	7 年	上海虹桥国际机场合同期内保底销售提成总额为人民币 207,100 万元，综合销售提成比例为 42.5%。	根据补充协议，1. 当月实际国际客流≤2019 年月均实际国际客流×80%时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，“月实际销售提成”根据“人均贡献”、“月实际国际客流”进行测算，并纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等调节指标。 2. 当月实际国际客流>2019 年月均实际国际客流×80%时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值，保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。
上海浦东国际机场	T1 航站楼 A 楼国际到达区域	2018 年	7 年	上海浦东国际机场合同期内保底销售提成总额为人民币 4,100,000 万元，综合销售提成比例为 42.5%。	1. 当月实际国际客流≤2019 年月均实际国际客流×80%时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，“月实际销售提成”根据“人均贡献”、“月实际国际客流”进行测算，并纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等调节指标。 2. 当月实际国际客流>2019 年月均实际国际客流×80%时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”为当年保底销售提成的平均值，保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。
首都机场	T2、T3 标段	2017 年	8 年	由中免公司运营的首都机场 T2 航站楼免税店首年保底经营费为 83,000.00 万元，销售额提取比例为 47.5%。由日上免税行运营的首都机场 T3 航站楼免税店首年保底经营费为 220,000.00 万元，销售额提取比例为 43.5%。	1. 在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费。 2. 中国中免需于补充协议签署之日起 45 个工作日内，向北京首都国际机场股份有限公司一次性付清第三合同年经营费。
大兴国际机场	第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段	2019 年	10 年	1. 项目经营费按相应计费年度或半年度内保底经营费与实际销售额提成两者孰高计算，在经营期内，实际年保底经营费在基准年保底经营费的基础上，按照实际年客流量比基准年客流量增减率进行调整。 2. 本项目第一标段烟酒、食品标段，基准年保底经营费用为 2.3 亿元，其中烟酒类商品的销售额提取比例为 49%，食品类商品的销售额提取比例为 49%；第二标段香化、精品标段，基准年保底经营费用为 4.16 亿元，其中香化类商品的销售额提取比例为 46%，精品类商品的销售额提取比例为 20%。	1. 在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费。 2. 中国中免需于补充协议签署之日起 45 个工作日内，向北京首都国际机场股份有限公司一次性付清第三合同年经营费。（同首都机场）
宁波栎社国际机场	2 号航站楼	2021 年		场地第一年经营权转让费不得低于 7983360 元，提成比不得低于 26.6%，最高限价：场地第一年经营权转让费不得超过 RMB11975040 元，提成比不得超过 31.92%。	
澳门国际机场	客运大楼南面离境层禁区	2018 年	5 年		
香港国际机场	烟酒标段	2017 年	7 年	中免-LTR 合资公司本次竞标的扣点估算 43-48%	
杭州萧山机场	T4 航站楼	2022 年			

资料来源：公司官网，公司公告，机场公司公告，东亚前海证券研究所

2. 布局疫后结构性复苏，展望免税格局演变

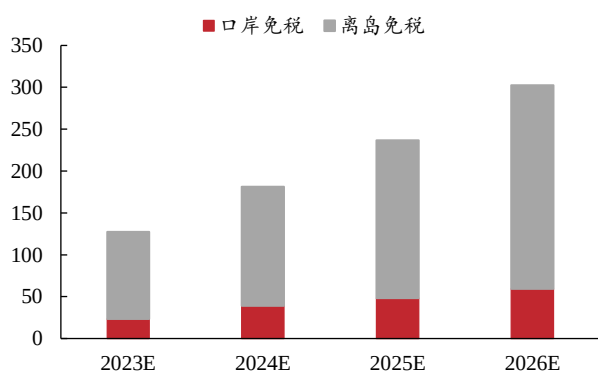
在跨区流动和出入境政策放开后，出行链加速修复，免税行业需求端无疑将迎来明显改善，疫后更应关注：1) 渠道、品类结构变化后带来的利润空间提升；2) 疫情三年游客消费习惯改变和行业竞争格局、各方实力此消彼长带来的增长点；3) 免税政策放开和海南自贸港建设带来的市场空间。

2.1. 渠道：结构调整下的中国免税市场

渠道结构第一个值得关注的变化在于口岸免税、离岛免税结构的调整。新冠疫情发生后出境游受限，我国口岸免税和离岛免税市场规模比例出现倒置。未来随出境游逐步恢复，中国免税市场的渠道结构将再迎调整。根据弗若斯特沙利文预测，2023年至2026年，中国口岸/离岛免税销售额CAGR分别可达36.1%/32.8%，离岛免税在中国免税销售额中占比将在70%以上。我们预计：一方面，随着跨境客流回升，口岸免税销售额和占比有望迎来修复；另一方面，短期看出境游恢复不会对海南客流形成较大分流，且海南客流较疫情前仍有修复空间，离岛免税短期内将延续修复态势，中期看离岛免税在海南客流和离岛免税渗透率提升的背景下有望保持较高增速，仍将作为中国免税销售的主导渠道。

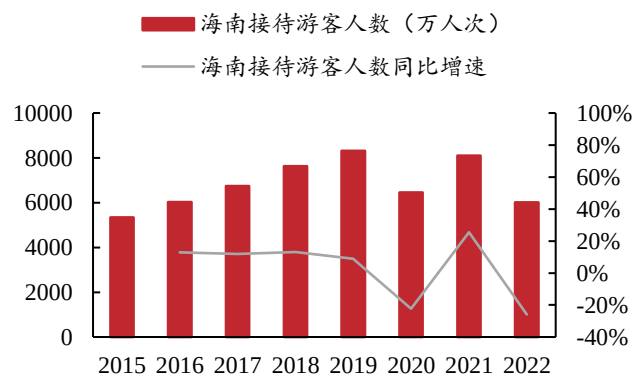
关于未来离岛免税销售额的增长预期，一方面来自于防疫政策进入新阶段后海南客流的修复，从数据上看，海南客流尚未恢复至疫前水平，短期看仍有回升空间，2022年受国内疫情影响海南客流恢复进程受阻，全年接待游客量6004万人次，恢复至2019年的72.24%，仍存在近30%的修复空间；从海南旅游业目标看，2023年接待游客达到7200万人次，同比增长20%，该目标并未超过2019年8311万人次的水平，有望顺利实现。

图表22. 2023-2026年中国离岛/口岸免税市场规模预测（十亿元）



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

图表23. 2015-2022年海南接待游客人数变化



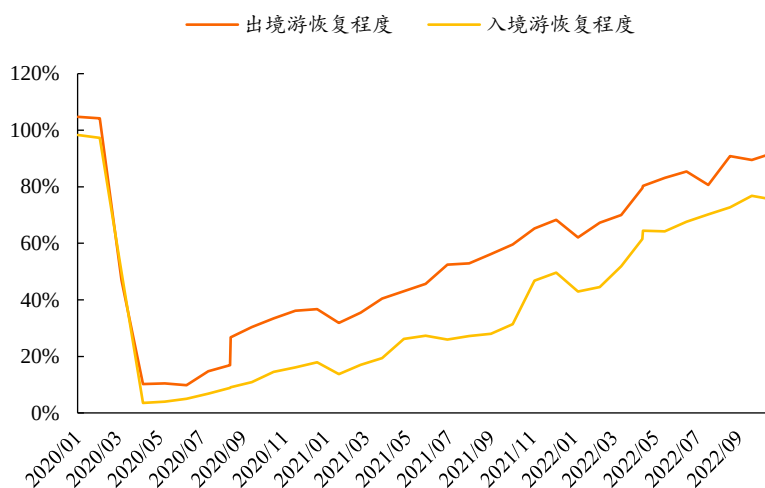
资料来源：海南旅游和文化广电体育厅，东亚前海证券研究所

另一方面，如前文我们所分析，海南离岛免税额的增加源于渗透率和客单价的提高，本节我们将重点剖析渗透率的走势。我们认为市场上对出境游恢复后海南游客分流的担忧，实质上应转换为对海南离岛免税渗透率变动的担忧。结合前文分析，疫情发生后渗透率增长系海南客流结构变动及海南免税吸引力增强所致，前者受出入境政策的影响，后者源于海南免税内生竞争优势，且后者的促进作用更大。因此随着出境政策放宽，仅是海南客流结构变化这一驱动因素消失，而发挥更大作用的内生因素并不受出境政

策影响，因此海南离岛免税在出境游重启后不存在明显的下滑压力，只要海南免税商在全球市场中的竞争力仍在不断增强，渗透率的提升有望持续。因此短期内，可以关注出境游和代购分流的影响，但不必过分担忧，长期则需重点关注海南免税在价差、品类、体验等方面竞争力的提升能否持续对游客实现渗透和截流。

短期内，我们认为疫后出境游恢复尚需时间，难以对海南客流形成较大分流。从全球跨境客流数据看，随着全球各地区正在逐步放松或取消旅行限制，跨境客流量均实现不同程度恢复，根据 UNWTO 数据，截至 2022 年 9 月，除亚太以外的多数其他地区入境游客已恢复至 2019 年同期的七到八成，结合多数地区的跨境政策放开时间看，出境游恢复到疫情前水平至少需要一到两年的时间。以美国为例，2021 年 11 月美国出入境政策逐步放宽以来，出入境客流开始回升，根据美国国家旅游局数据，截至 2022 年 11 月，美国出境游客流已经恢复至 2019 年的九成，入境游客流恢复至 2019 年的 75%。跨境游恢复受到疫情反复、政策调整、航班运力恢复、消费者出行信心修复等多个因素影响，出境游的完全恢复仍需要一定时间，我们预计短期内出境游难以对海南客流形成明显分流。

图表24. 美国出入境游客量较 2019 年恢复程度



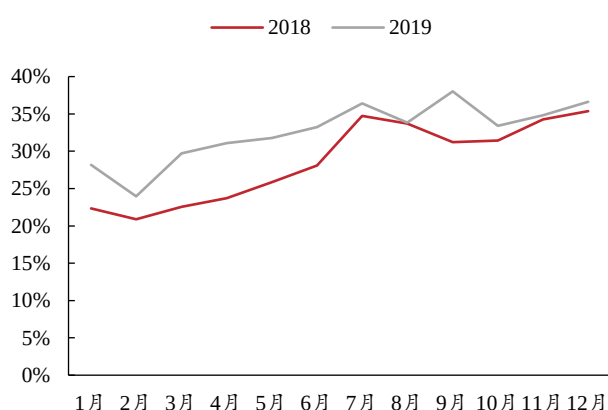
资料来源：ITA，东亚前海证券研究所

代购方面，不同于消费者在选择旅游目的地时受更多主观因素影响，代购在选择采购渠道时主要基于盈利和风险的考量，而目前韩免对代购的让利幅度仍较大，因此我们认为代购在出境游恢复后流向境外的速度将快于旅行者，建议密切关注韩国、日本等国家入境和通关政策的调整情况；另一方面，短期内专业代购可能会部分转战韩国，部分岛内居民有可能继续从事

代购活动；长期看，疫后三年海南免税已成为代购的重要采购渠道之一，未来随着价差变动和免税商竞争格局演变，海南免税仍有望在代购市场保持一定的占有率。

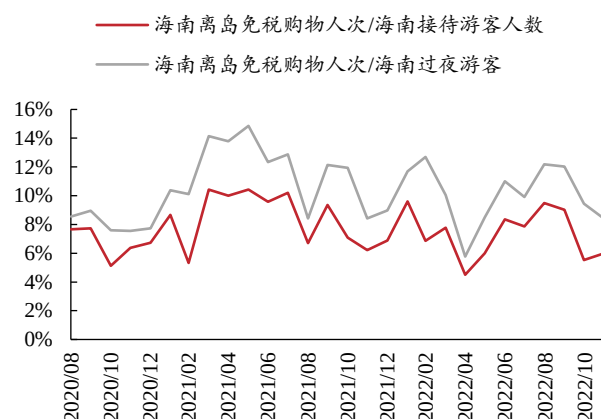
长期看，离岛免税渗透率仍有提升空间，关键看海南免税能否持续对游客、代购实现截流。为了方便比对，本节我们以离岛免税购物人次占游客量比重计算离岛免税渗透率。自2020年7月离岛免税新政实施后，海南接待总游客中，离岛免税渗透率最高可达10%。海南过夜游客中，离岛免税购物渗透率相对更高，2021年5月过夜游客离岛免税购物渗透率达到14.86%。2021年下半年受新一轮疫情影响，渗透率爬坡受阻，呈现波动下滑趋势。短期内，随着防疫政策优化，跨省游和家庭游复苏、旅行时间延长等因素均有望带动过夜游客数回升，渗透率有望再度进入上行通道。长期看，海南离岛免税渗透率与韩国济州岛相比仍有差距，疫情发生之前，2019年济州岛免税购物渗透率最高已近40%，与发展历史更早的韩国离岛免税相比，海南离岛免税渗透率仍有较大的提升空间，这将受免税政策和海南免税商实力等因素的影响，我们将在下一节展开分析。

图表25. 韩国济州岛免税购物渗透率



注：免税购物渗透率=济州免税购物人次/济州游客人数
资料来源：济州统计，KDFA，东亚前海证券研究所

图表26. 海南离岛免税购物渗透率



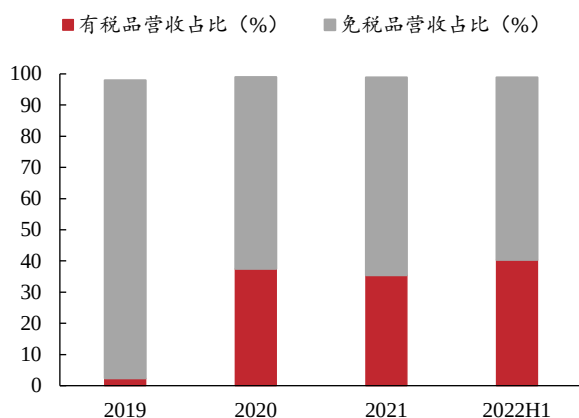
资料来源：海口海关，海南旅游和文化广电体育厅，东亚前海证券研究所

渠道结构第二个值得关注的变化在于线下免税、线下有税、线上有税三者结构的调整。

线下免税业务占比逐步回升，有望驱动行业毛利率向上。以中国中免的业绩表现为例，2019-2022H1，中免有税品营收占比从2.40%波动上升至40.34%；2019-2021年，中免免税品毛利率从50.00%波动下滑至37.82%。2020年起有税品营收占比的大幅提升主要来自疫后线上渠道有税品销售的提升，为应对新冠疫情对公司业务带来的冲击，中国中免在2020年2月推出线上销售平台，目前已初步形成了线上补购、在线预定及跨境电商等模式，

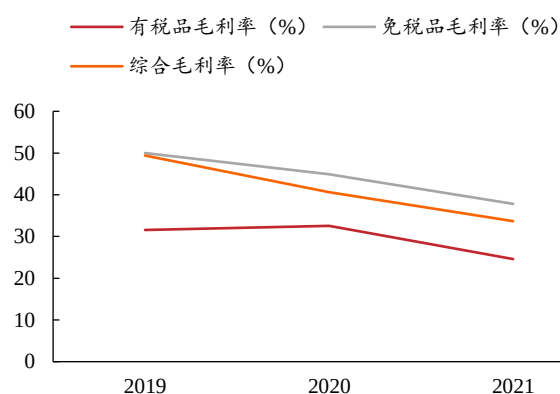
拓展低成本的线上零售业务。线上有税品虽然价格吸引力不及免税品，但其便利性在线下出行受限后充分体现，因此线上业务在疫情之后实现了较快渗透，但由于有税品的毛利率相对更低，因此在有税品占比增加、行业整体价格折扣力度加大的背景下中免毛利率出现下滑。我们预计，随着疫后出行的恢复，线下免税业务作为中免传统优势且高毛利业务，其营收占比将逐步回升。

图表27. 中国中免有税、免税营收结构变动



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

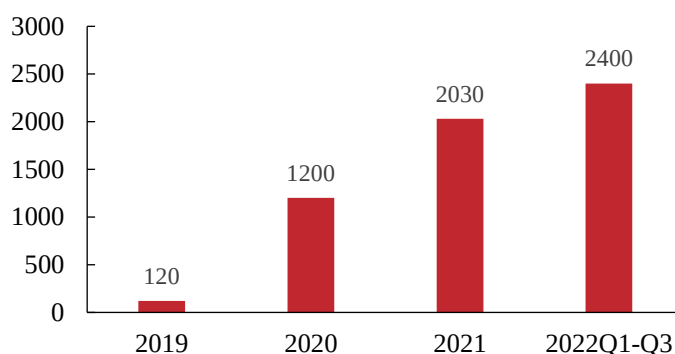
图表28. 中国中免有税、免税毛利率对比



资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

线上有税有望成为各免税商运营商提升渗透率，扩大认知度的重要手段。一方面线上有税业务将成为后疫情时代提高公司抗风险能力的重要补充，另一方面，疫后线上有税业务的推广，提升了国内消费者对免税这一购物渠道以及中国免税商品牌的认知度，虽然线上业务属于有税品销售，价格上对消费者的吸引力不及免税品，但其更加便捷的购物形式利于品牌的市场推广，不仅为免税商吸引了新的客流，扩大市场覆盖率，也对海南游客中潜在的消费者形成了品牌输出，对线下的到店率提升也有所助益，同时会员的渗透率提高还将有利于提升复购率。线下有税渠道有望引进更多顶奢品牌。由于高端奢侈品牌存在客单价高、偏向维持品牌形象等问题，更倾向于线下有税销售，虽然有税品不及免税毛利率高，但相关品牌的引入在维护上游品牌资源、为免税市场引流方面均可发挥作用。以中免为例，其旗下三亚海棠湾二号免税店计划引进LV、爱马仕等顶级奢侈品牌，目标是打造亚太地区高端免税购物中心，有望进一步打开公司覆盖客群及客单价空间。

图表29. 2019-2022Q1-Q3 中免注册会员数量（万人）



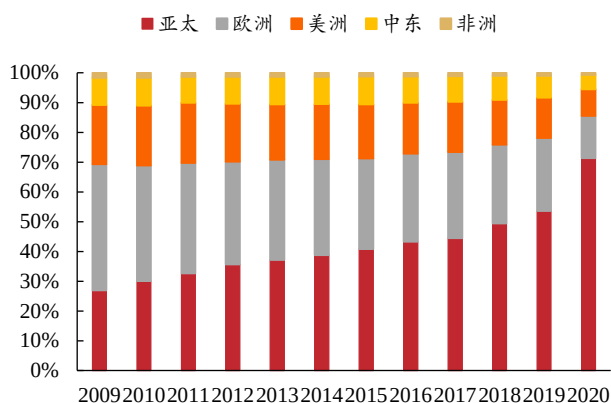
资料来源：公司港股招股书，公司季度报告，东亚前海证券研究所

2.2. 格局：中国免税与韩免竞争的下半场

如前文所分析，从长期看，海南离岛免税的增长取决于海南免税自身吸引力增强带动的渗透率提升，具体而言，渗透率的提升来自两个方面，一是在境外免税店甚至有税店购物的游客截流在国内，实现所谓的“消费回流”，二是对已经进入海南的游客进行更广泛的渗透，提高游客的到店率和购买转化率。如前文所分析，当前韩国是我国免税品消费最大的外流地，因此，我们通过复盘中国和韩国在全球免税市场竞争地位的演变，探究中韩竞争的下半场。

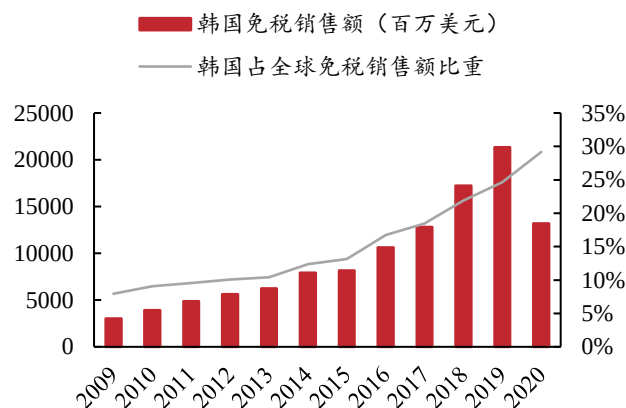
韩国成为亚太地区最大的免税市场，绝大多数由境外消费者贡献。进入 21 世纪以来，受益于亚太地区消费水平升级和中日韩等主要国家免税市场的发展，亚太地区在全球免税销售额的占比逐步提升，2020 年这一占比达到 71%，跃升全球最大的免税市场。其中韩国作为亚太地区较早实行免税政策并大力发展免税行业的国家之一，占全球免税销售额比重从 2009 年的 8% 上升至 2020 年的 29%，是目前亚太地区最大的免税市场。韩国免税业以市内店为主，最早为了吸引本国消费回流，后来随着韩国旅游业发展和规模扩大后价格优势凸显，韩国成为整个亚太地区免税购物目的地，而且由于多年来韩国始终对本土居民可携带进境的免税品设置了限额，因此本土居民在市内和口岸免税店消费占比较低，本土居民更多以离岛免税方式消费，但市场规模上远不及另外两大渠道。根据 KDFA 数据，韩国免税市场中外国人贡献度从 2009 年的 50% 左右升至 2020 年的 90% 以上，其中大部分来自中国，根据韩联社援引韩国关税厅的数据，2013 年中国游客在韩免税消费额首次超过韩国人，成为韩国免税店的第一消费主力，2019 年中国人在韩国免税店消费规模为 1124 亿元，对韩国免税的贡献已达到七成以上，韩国免税市场对中国游客的依赖度较高。

图表30. 全球免税零售市场结构变化



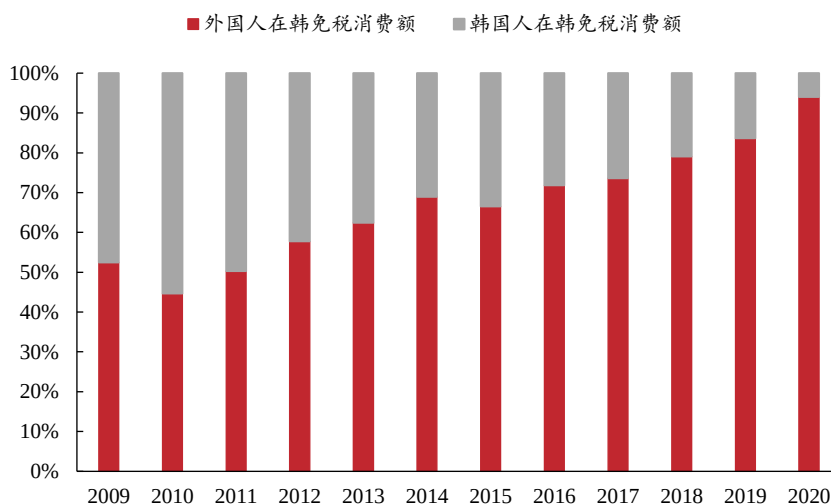
资料来源：Generation Research，东亚前海证券研究所

图表31. 韩国免税销售额在全球占比变化



资料来源：KDFA，Generation Research，东亚前海证券研究所

图表32. 韩国免税市场结构

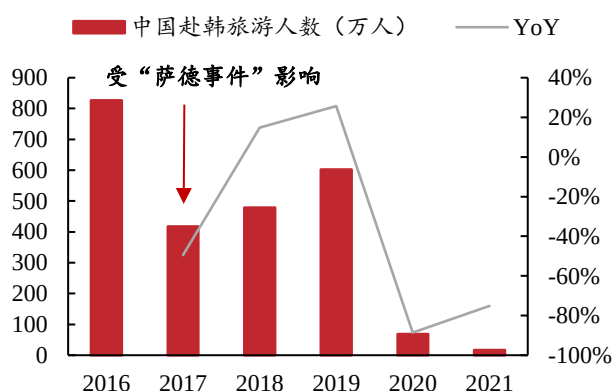


资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

从个体代购到企业代购，韩国免税商加大让利幅度，韩国成为中国免税消费最大的外流地。2017年后，中国赴韩游客数量受“萨德事件”影响呈断崖下降，中国消费者在韩国免税市场的需求更多向代购渠道倾斜，据Moodie Davitt数据，2018年韩国免税市场中代购占比达48%，代购的购物动机并非满足自身消费，不受个人消费能力影响，其单次购物金额较高，因此代购的走强带动韩国免税外国消费者客单价提升，根据KDFA数据，2017年前后外国人在韩免税消费客单价跳升近两倍。早期代购以游客、散客为主，赚取价差和退税等收益，部分代购通过与旅行社合作赚取额外返佣。2019年初，中国电商法出台，跨境代购监管趋严，个人代购逐渐被企业代购所取代，呈现规模化趋势，由于后者备货更集中、购买量更大，能够向韩国免税店争取更高的返佣，返点高达30%-40%，让利给终端消费者，强化价格优势。小型代购占比降低、大型代购占比提升的趋势也使得韩国免税的价格优势进一步凸显。因此受益于韩国免税零售商对国内代购的大幅度促销（包括返

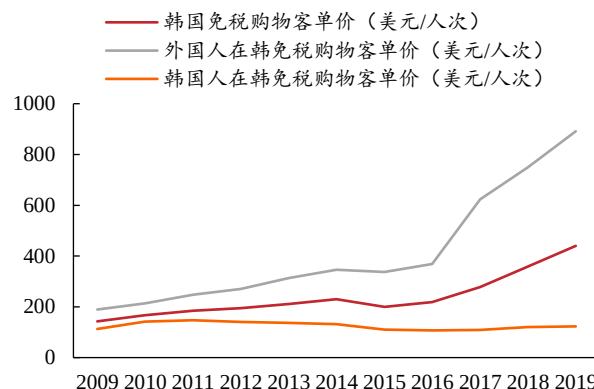
点和返利)，韩国免税市场价格优势明显，国内免税消费大量流向韩国。据世界免税业协会口径数据，2019 年我国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，其中在韩国的免税购买额超过 1000 亿，是国内免税市场规模（约 500 多亿元）的 2 倍，中国人免税品消费总额中有一半流向了韩国。

图表33. 赴韩旅游人数



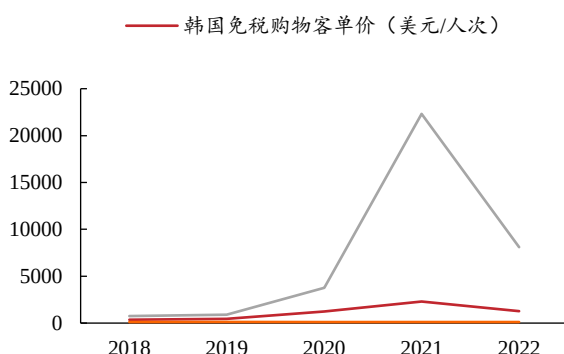
资料来源：韩国观光公社，劲旅网，东亚前海证券研究所

图表34. 韩国免税客单价按消费者国别划分（疫前）



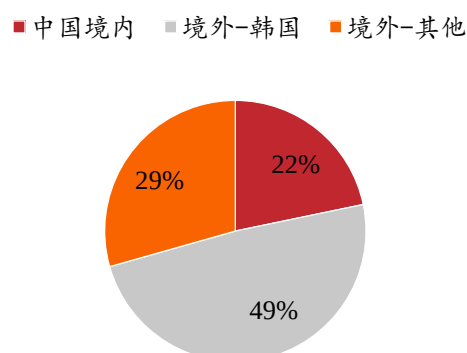
资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

图表35. 韩国免税客单价按消费者国别划分（疫后）



资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

图表36. 2019 年中国人在各地区购买免税消费规模

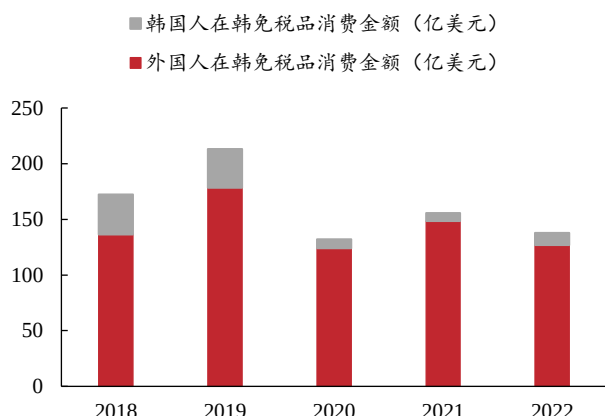


资料来源：世界免税业协会，韩国关税厅，东亚前海证券研究所

疫情发生后线上代购发展，韩国免税对中国客源的依赖度持续提高。疫情发生后的 2020-2022 三年间，赴韩境外客流较疫前 2019 年下滑七到八成，但 2022 年外国人在韩免税销售额已恢复至 2019 年的七成，主要原因在于韩国政策放开后线上代购模式的兴起，疫情发生后韩国政府进一步放开机场提货的限制，消费者仅凭护照、机票和海外地址，即使身处韩国，也能将商品直接发往海外。这一措施极大提升了线上代购渠道的便利性，促使韩免销售大量通过线上批发代购的形式流入中国，也有部分代购选择中国香港中转回内地的路线。韩国免税对中国游客的依赖度较高，而疫情发生后入境游客大幅减少，代购占比上升，因此韩国免税商选择通过向代购让利、发展线上渠道的方式留住客源。根据 KDFA 数据，外国人在韩免税店的贡献度从疫情前的 80% 左右上升至疫情后的 90% 以上，韩国免税销售对中国

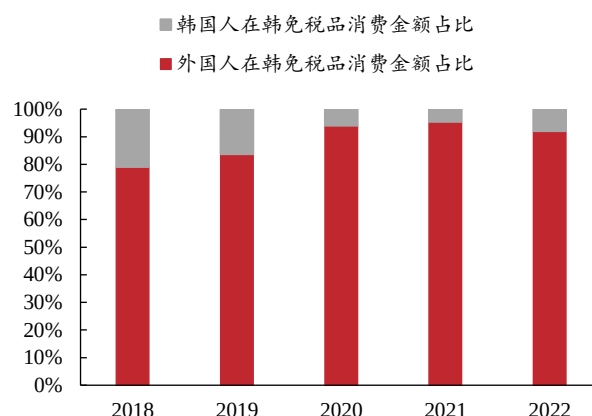
消费者尤其是代购的依赖进一步强化。

图表37. 2018-2022 年韩国免税消费金额变动情况



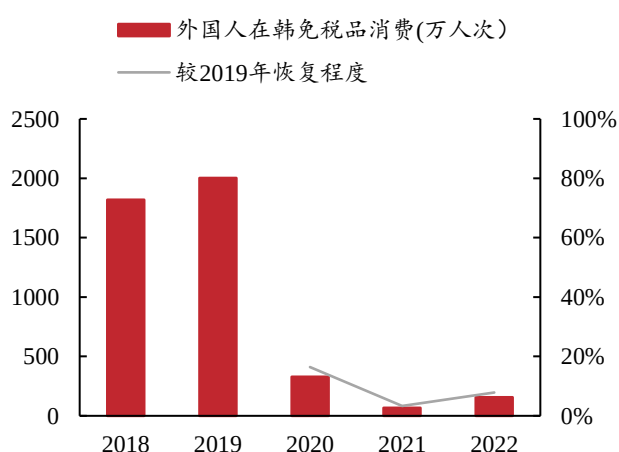
资料来源: K DFA, 东亚前海证券研究所

图表38. 韩国免税对境外消费者依赖度较高



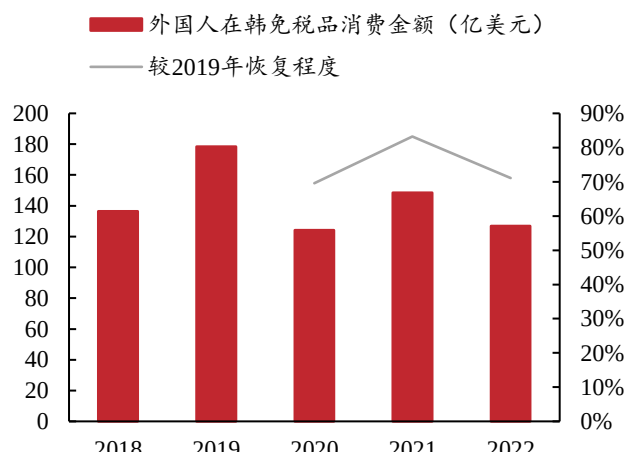
资料来源: K DFA, 东亚前海证券研究所

图表39. 韩国免税店接待外国游客数变动情况



资料来源: 贝恩, 韩国免税店协会, 东亚前海证券研究所

图表40. 赴韩外国游客贡献免税销售额变动情况



资料来源: 贝恩, 韩国免税店协会, 东亚前海证券研究所

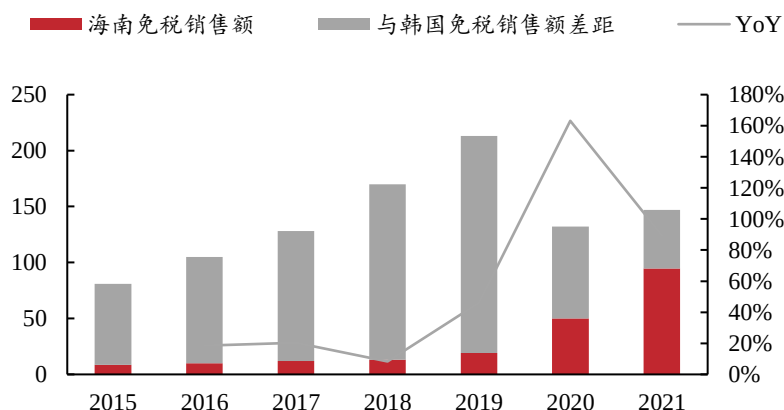
高度依赖海外代购的韩国免税商利润空间被持续挤压, 也导致奢侈品牌在韩国布局策略发生转变。韩国免税高度依赖代购的模式在疫情发生后经受了严峻挑战, 由于韩免对代购返点返佣的方式牺牲了免税商自身的利润空间, 疫情期间境外客流下滑的同时代购占比提升, 韩国免税商的盈利空间进一步减少, 因此多家头部韩国免税商通过关店降低运营成本, 据媒体报道, 机场店方面, 2021 年 2 月, 乐天及新罗在仁川国际 T1 航站楼的经营到期后均不再续约。市内店方面, 2022 年 6 月, 乐天免税店宣布将关闭首尔江南区的 COEX 商店, 且根据其援引 K DFA 的数据, 韩国国内免税店的数量已从 2019 年疫情前的 57 家减少到 48 家。奢侈品牌的布局方面, 代购充斥免税店的情形不仅影响消费者的购物体验, 也不符合奢侈品牌品牌的调性和形象, 与品牌的经营战略相违背, 同时高度依赖中国单一市场也不符合品

牌商的市场策略，因此疫情发生后多个头部奢侈品牌逐步退出韩国免税市场，根据媒体报道，LV 从 2021 年开始逐步退出韩国市内免税店，且预计将在 2023 年 3 月前完成撤柜，香奈儿同样计划收缩在韩国免税市场的布局，劳力士也在 2021 年撤出韩国七家市中心门店。

虽然疫情发生后中国免税消费依然通过代购大量流向韩国，但是韩国免税商的实力也因此受到明显削弱，而疫后三年中国免税商则在享受离岛免税政策的基础上，不断提升自身在价差、品种、规模、购物体验等方面的竞争力。展望未来，随着中国出境游政策放开，极具潜力的中国消费者将再度成为中韩免税商争夺的对象，而疫后三年双方实力已经历了此消彼长，我们认为，从长期来看，中国免税商有望持续依托离岛免税政策红利，从价格、品牌、规模和体验上实现对既有消费者的截流和对潜在客群的渗透。

疫情发生后免税商价格优惠力度加大，中韩价差进一步缩小。如前文所述，为了应对客流下滑压力，海南免税商在疫情发生后提高了价格折扣力度以吸引消费者，提高渗透率。根据我们对市场价格的跟踪，从 2020 年下半年疫情形势好转开始，海南离岛免税开启阶段性价格战，从 2020 年十一假期的三件 8.5-9 折，到 2020 年年终大促和 2021 年春节时已经达到三件 7 折-8 折，2021 年暑期时价格已经来到两件 8 折，单件 8.5 折，更有部分爆品和线上商品折扣力度已经来到 5-6.5 折，2021 年底价格战趋缓，稳定在三件 7-8 折。在此番降价攻势下，海南和韩国免税的价差进一步缩小。虽然短期的价格战不可持续，但通过缩小价差吸引了部分客流，也说明免税商从成本端已具备参与价格战的实力。因此从长期看，国内免税商有望凭借规模优势的扩大，增强向上游议价能力，降低进货成本，进而打开降价空间，缩小价差提升竞争力。2021 年海南离岛店实现销售额 94.7 亿美元，同比增长 89%，2022 年海南离岛免税销售额目标为 158 亿美元，较 2021 年增长 66.2%，与世界最大免税消费市场韩国免税销售额差距有望进一步收窄。

图表41. 2015-2021 年海南与韩国离岛免税业销售额对比(单位:亿美元)



资料来源: Moodie Davitt, 东亚前海证券研究所

考虑海南和韩国免税的竞争集中在香化品类，且香化品在免税市场的销量占比最高，我们按照人气排名选取了比价软件中排名前 70 位的香化类 SKU 和前 15 位的精品类 SKU 进行了中韩免税的比价。发现在所有 100 个 SKU 中，有 48% 的商品中国价格更低。在 70 个香化品中，有 46% 的香化品中国价格更低，仅从中国和韩国免税店标价来看，我们选取的 SKU 中已经有一半中国价格占优，且多数比韩免价格低 10%-30%，但是考虑到韩国免税商还会在此基础上再给代购 30%-40% 的返点，中国免税店多数 SKU 较韩国代购渠道的价格优势并不明显。未来随着防疫政策放开，线下免税店客流修复下，不排除韩国免税商在返点率上做出调整以修复盈利空间。对于代购来说，海南渠道也并非无利可图，仍可能作为部分代购公司的重要采购渠道之一；同时海南的机票和物流成本低于韩国，对于部分小规模代购公司来说，海南渠道或更具成本优势，因此我们认为海南离岛免税有望承接部分代购需求。

图表42. 热门商品中韩免税渠道价格对比

商品类型	序号	价差（中国价格/韩国价格-1）	商品类型	序号	价差（中国价格/韩国价格-1）	商品类型	序号	价差（中国价格/韩国价格-1）	商品类型	序号	价差（中国价格/韩国价格-1）			
香化	1	-10.31%	香化	26	0.80%	香化	51	16.39%	箱包	1	27.48%	配饰	1	11.02%
	2	-18.83%		27	-14.65%		52	80.34%		2	24.47%		2	116.22%
	3	-8.73%		28	-6.78%		53	1.39%		3	22.89%		3	-15.90%
	4	-31.85%		29	2.61%		54	1.60%		4	20.07%		4	-9.20%
	5	-26.10%		30	-16.50%		55	-0.29%		5	-32.37%		5	-2.43%
	6	6.82%		31	22.33%		56	-20.67%		6	-14.41%		6	40.06%
	7	12.51%		32	4.51%		57	45.13%		7	-16.03%		7	-6.82%
	8	-11.01%		33	-13.56%		58	34.27%		8	-1.58%		8	6.02%
	9	90.38%		34	-3.83%		59	-15.31%		9	-21.88%		9	-11.41%
	10	20.20%		35	12.88%		60	18.46%		10	107.09%		10	-11.15%
	11	11.89%		36	-29.48%		61	22.39%		11	39.42%		11	-1.21%
	12	-53.10%		37	-10.80%		62	63.76%		12	109.78%		12	-40.60%
	13	9.69%		38	5.36%		63	87.17%		13	-8.78%		13	-40.36%
	14	-4.06%		39	2.09%		64	-12.02%		14	27.61%		14	87.07%
	15	-71.12%		40	1.36%		65	-1.70%		15	-2.75%		15	118.24%
	16	-8.55%		41	0.67%		66	8.03%						
	17	7.25%		42	29.44%		67	-22.55%						
	18	-9.02%		43	38.25%		68	7.14%						
	19	-8.25%		44	2.38%		69	-16.34%						
	20	4.37%		45	-26.08%		70	-24.13%						
	21	20.54%		46	19.33%									
	22	-10.88%		47	12.37%									
	23	-26.08%		48	-15.14%									
	24	-35.18%		49	34.32%									
	25	20.15%		50	15.34%									

注：香化类价格使用了比价 APP 杰西卡的秘密，分别选取了中韩两国全网最低价，箱包配饰类分别选取了cdf海南免税和乐天免税店 APP 上出具的价格；价格均为计算折扣活动后的价格或会员价；

所有价格均选自 2023 年 3 月 16 日各 APP 披露的价格；

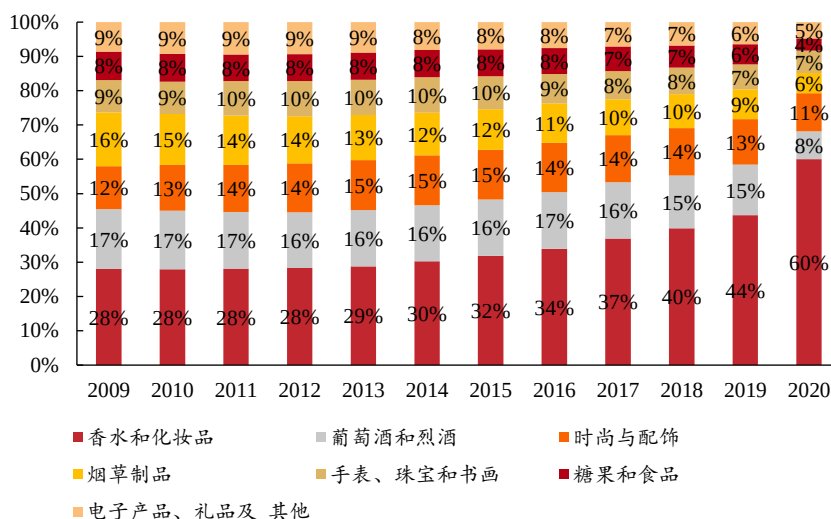
红色色块表示中国价格低于韩国价格，灰色色块表示中国价格高于韩国价格

资料来源：杰西卡的秘密 APP，乐天免税店 APP，cdf 海南免税 APP，东亚前海证券研究所

疫后香化品类主导地位进一步抬升，关注规模优势下头部香化品牌的引入和价差情况。根据 Generation Research 数据，疫情后受海南离岛免税（化妆品和护肤品是离岛免税销售的主要品类）发展推动，全球香化品类市场份额从 2019 年的 43.7% 上升至 2020 年的 60%，位居第一大品类，带动全球香化品类占比提升，时尚与配饰、酒水其次，占比 11%，8%，烟草制

品,手表、珠宝和书画,糖果和食品,电子产品、礼品和其他占比约为4%-7%。相对于日韩,我国免税起步较晚,叠加国人消费水平差异,香化在国人免税品消费占比较高,海南离岛免税新政下购物限额放宽,再度释放国人的消费能力,依托中国庞大的内需市场,中国免税商的规模优势有望进一步扩大,进而提升与香化品牌的议价能力,强化价格优势,同时吸引更多奢侈品牌进入中国市场,丰富海南免税市场的SKU,提高渗透率。

图表43. 2009-2020 年全球各类别产品免税销售额占比



资料来源: Generation Research, 东亚前海证券研究所

头部奢侈品品牌已基本实现覆盖,未来看SKU的进一步丰富。在价格优势的基础上,奢侈品牌和SKU的丰富度是免税零售商的又一大核心竞争力。由于奢侈品牌具备高度稀缺性、且与免税商的合作标准严苛,高奢品牌储备丰富,品类覆盖全面的免税运营商有望从激烈的竞争中脱颖而出。我们选取时尚、配饰、箱包、珠宝等品类的25个代表性奢侈品牌,分别统计乐天、新罗、新世界和中国中免的覆盖情况,从统计结果来看,中免的品牌升级成效显著,奢侈品牌储备相比韩免已无明显差距。数量方面,乐天、新罗、新世界和中国中免分别覆盖18/18/16/17个品牌,中免与韩免奢侈品牌数量相当。品类方面,中免覆盖奢侈品牌涵盖时尚配饰、箱包珠宝等热门类别,品类布局基本完善。

未来关注国际奢侈品品牌对中国市场的布局。根据媒体报道,2022年海南消博会期间,路威酩轩、历峰、开云等国际奢侈品巨头来琼参展,古驰、博柏利的美妆系列,普拉达的香水首秀均在海南亮相,路威酩轩在消博会期间将旗下香水化妆品中国区旅游零售供应链中心落户海口,泰佩思琦宣布于海南设立中国旅游零售总部。2023年3月,旗下包括卡地亚、梵克雅宝、伯爵表、江诗丹顿等奢侈品牌品牌的历峰集团高层代表团来到海南,就离岛免税业务和自贸港建设开展合作洽谈。因此,很多奢侈品品牌看好海南自贸港的发展前景,对进入中国市场表现了相对积极的态度,我们认为,随着海南

自贸港建设的推进，将进一步提升对奢侈品品牌的吸引力，有利于海南免税市场 SKU 的丰富，进而提升海南免税商的核心竞争力，促进赴岛游客到店率和转化率的提升。

图表44. 代表性奢侈品免税渠道合作情况

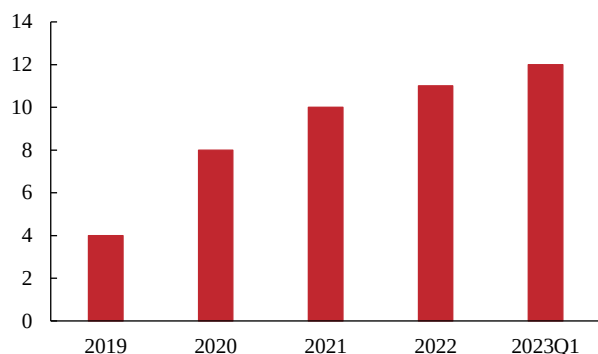
	乐天免税店（首尔）	新罗免税店（首尔）	新世界免税店（首尔）	CDF会员购（海南）
Armani	✓			✓
Bottega Veneta	✓	✓	✓	✓
Bvlgari	✓	✓	✓	✓
bubbery	✓	✓	✓	✓
Chanel	✓	✓		
Cartier				
Celine				
Coach	✓	✓	✓	✓
Dior	✓	✓	✓	✓
Dolce & Gabbana	✓	✓		
Givenchy	✓	✓	✓	✓
GUCCI	✓	✓	✓	✓
Hermes	✓	✓	✓	✓
Loewe	✓	✓	✓	✓
Longines	✓	✓	✓	
Louis Vuitton				
Omega				
Prada	✓	✓	✓	✓
Rolex				
Salvatore Ferragamo	✓	✓	✓	✓
Tiffany & Co	✓	✓	✓	✓
Tissot	✓	✓	✓	✓
Van Cleef & Arpels		✓		✓
Valentino			✓	✓
Yves Saint Laurent	✓	✓	✓	✓
覆盖品牌数（个）	18	18	16	17

资料来源：杰西卡的秘密 APP，东亚前海证券研究所

覆盖规模扩大、消费体验占优，看好海南离岛免税商在长期视角下的优势显现。规模方面，至 2023 年 Q1，海南离岛免税店已增至 12 家，已经覆盖了海口、三亚、万宁、琼海四大城市，机场店和市内店均有设置，展望未来，海南离岛免税多个新项目处于筹划、在建和爬坡阶段，2023 年 1 月，海南万宁王府井项目试营业，中国中免新海港项目正在爬坡，与太古地产合作的三亚免税城三期也在筹建之中。以上新项目均有望进一步提升海南游客的到店率。消费体验方面，一是信息透明度，随着线上平台（如中免日上、CDF 会员购等）和直播电商的发展，免税商品价格体系更加透明，代购的信息优势弱化、加价受限，生存空间持续收窄。二是质量，海外代购的多级代理体系难以保障商品品质，行业良莠不齐容易导致劣币驱逐良币，降低消费者对于代购渠道的信任，而海南离岛免税的 6 家运营商均是经过国家相关部门批准、拥有正规经营资质的持牌运营商，从官方渠道购置的商品质量保障性更高，有利于提升复购率。三是购物体验，在海南离岛店很多新项目的建设，加大了对餐饮、休闲、娱乐等商业形态的引入，以综合体的形式

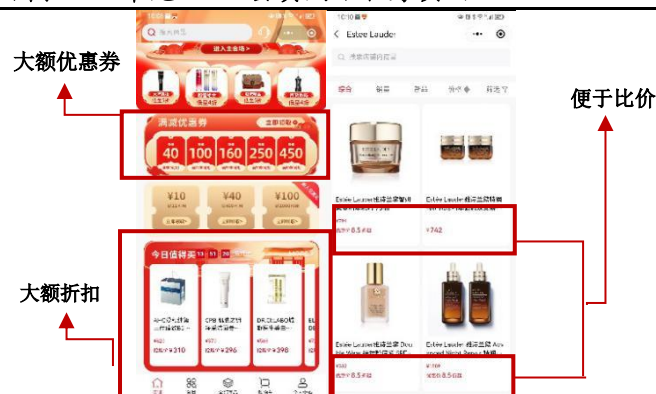
呈现给消费者，丰富了消费者的购物体验，将有效提升海南游客的转化率。

图表45. 海南离岛免税店数量变动（家）



资料来源：各公司官网，东亚前海证券研究所

图表46. 中免CDF会员购小程序页面

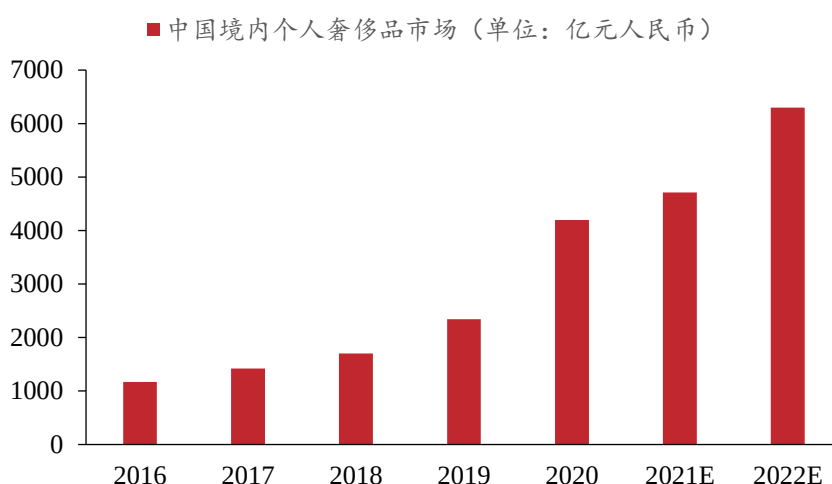


资料来源：中免CDF会员购小程序，东亚前海证券研究所

2.3. 品类：消费升级与奢侈品牌的中国布局

消费升级趋势下奢侈品需求保持高景气，推动免税业的发展。据汇丰银行测算，2022年，中国约占全球高端消费品市场25%的销售额。而在2023年，中国高端消费品行业预计将同比增长14%，远高于全球高端消费品行业7.5%的增速。2016-2021年，中国大陆个人奢侈品市场销售额从人民币1170亿元增长至4710亿元，年复合增长率为32.12%。经中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告预测，中国大陆个人奢侈品市场销售额预计于2022年达到6300亿元。随着中国奢侈品市场需求量的增大，中国在全球高端消费品市场中的占比有望不断增加，作为奢侈品重要销售渠道的免税零售行业有望长期维持高景气。

图表47. 中国境内个人奢侈品市场规模稳步增长



资料来源：BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，贝恩《2021年中国奢侈品市场报告》，东亚前海证券研究所

免税品具有部分奢侈品属性，中等收入人群扩大支撑免税市场空间。

奢侈品最主要的特点就是高价格，高品质以及高品位；而免税消费产生于因公或因私出入境或离岛的情景下，只有具备出入境商务机会或旅游能力的消费者才能够成为免税消费群体。因此免税消费同样具有高端化、高品位的特点，中高收入人群为免税消费的主要受众群体，同时购买免税品的消费者会比较关注价差，定位更加偏向于中等收入群体，所以免税品具有部分奢侈品属性。而我国的收入分配结构正在经历从金字塔型向橄榄型过渡的过程中，未来中等收入群体占比仍将进一步扩大，免税行业有望长期处于高景气区间。

个人奢侈品约占海南免税店销售额的 95%，其中超五成销售额来自奢侈品美妆。根据贝恩报告显示，2021 年，海南免税店销售额 600 亿元，增长 85%左右，个人奢侈品约占海南免税店销售额的 95%，占中国境内奢侈品市场总销售额的 5%左右。根据麦肯锡调研显示，90 后及 Z 世代人群逐步成为奢侈品消费的主力人群，且其更倾向于通过免税店渠道线下购买奢侈品，因此免税是奢侈品销售未来长期的主力渠道之一。2021 年海南免税销售额中，奢侈品美妆类约占总销售额的 50%，居各大奢侈品品类之首，需求端的中等收入群体定位、价格敏感性以及供给端品牌的引进情况，决定香化产品依然是疫后海南免税市场的第一大品类。

轻奢品牌在进入中国免税市场过程中态度相对积极。目前中国免税品市场中奢侈品主要以轻奢为主，重奢及顶奢占比较低，主要原因在于：单价高、品牌调性以及客群价格不敏感，对于顶奢的品牌战略来说，以低价渗透开拓新市场并非首选策略，因此业绩并非是其进入中国市场的核心考量因素，品牌形象、顾客体验更为关键，且由于代购模式的出现，免税品线下门店往往沦为代购的主战场，间接影响终端消费者的触达以及品牌门店的体验感，从而使品牌形象受损，因此顶奢、重奢在精品部分对于国内免税市场的进入持较为谨慎态度，但香化产品仍有积极布局。而轻奢品牌在进入免税市场的过程中相对积极，对在不同国家建立多套价格体系的模式接纳度更高，未来有望成为国内免税商的发力点。

图表48. 各奢侈品品牌在中国免税零售界的布局

品牌	中国中免	日上（上海和北京）	中服	海旅
Calvin Klein	√	√		√
MCM	√			√
Tiffany	√			√
Coach	√		√	√
Givenchy		√		√
劳力士	√			
PRADA	√		√	√
GUCCI	√	√		√
Giorgio Armani	√	√	√	√
Valentino	√			√
DIOR	√	√		
Louis Vuitton				
Hermes	√	√		√
CHANEL	√	√		
江诗丹顿				
积家 Jaeger-LeCoultre	√			√

资料来源：中免官网，日上免税行官网，国药中服免税微信公众号，海旅免税官网，东亚前海证券研究所

品类重构驱动行业毛利率的持续改善，助力疫后免税运营商业绩增厚。

一是疫后中国头部免税商的规模优势在不断强化，尤其在香化品类的市场潜力和消费韧性凸显，有望强化拿货时的议价能力，在部分商品的拿货成本上进一步缩小与韩免差距，吸引客流同时放大利润调节空间；

二是销售结构的变化，随着政策放开，线上有税品的比例下降，线下免税品的比例上升，由于税费差异，线下免税比线上有税渠道的毛利率要高十几个百分点，同时品类结构上，伴随着消费升级和更多奢侈品牌的逐步引入，从长期看毛利率相对更高的精品类的占比会逐步提升，均将支撑毛利率改善空间。以中国中免的业绩表现为例，中国中免在疫前毛利率在 40%-50% 左右，疫后受上述因素影响近两年降到 30% 左右，因此从疫后修复逻辑来看，我们预计未来毛利率存在 10pct 的恢复空间，实际恢复进度将取决于消费者出行恢复情况及免税运营商的定价策略，但从头部运营商来看，机场租金成本的议价权较强、物流方面也存在降本空间，盈利空间有稳定支撑，毛利率的实际修复情况更多把握在运营商在应对市场变化中的调价策略。

2.4. 封关后的模式猜想

全岛封关后，海南“零关税”政策有望全面铺开，推动海南自由贸易港成为全球领先的零售地。2020 年中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出 2025 年底前海南适时启动全岛封关运作，所谓“全岛封关”即一线放开（境外货物进出海南岛自由，免征关税），二线管住（货物

自海南岛进出内地接受全国海关常规监管，照章征相关税费)。封关后，海南免征关税商品覆盖范围将进一步扩大，税制也将大幅简化，有望提升企业利润空间，推进建设高水平自由贸易港。例如启动消费税意味着之前的 B2B 环节不需要缴纳流转税，对于进入海南的批发商和零售商而言是重大利好。

目前市场关注的焦点在封关后，免税运营商和品牌方是否将采用相同的税收政策。目前市场上对于海南封关后的免税政策存在两种猜测：1) 免税运营商保持牌照优势，有税与免税并存（日本冲绳模式）；2) 传统的有税市场和免税市场的划分将不复存在，品牌方能够以接近免税店的价格经营直营店或寄售式商店（中国香港模式）。虽然具体政策落地仍有待观察，但从目前的政策方向看，短期内，海南不会完全采取中国香港模式。2022 年 4 月，海南省常务副省长沈丹阳在博鳌亚洲论坛 2022 年年会上表示，海南自贸港封关运作与中国香港、新加坡不同，仍是海关特殊监管区域。因此我们预计，海南与中国香港模式不会完全一致，政策上也有望设置过渡期，短期内免税牌照的价值仍有望存在，如果从长期视角看海南自贸港的建设终将打破免税牌照的垄断性，那么届时海南作为国际旅游购物中心，免税零售商的竞争者将是全球的自贸区免税购物天堂，同时还要应对岛内品牌直营店的竞争，届时行业核心竞争力将因岛内价差缩小将更加聚焦于购物体验、品牌丰富度、地理位置等方面，海南传统免税运营商的优势就在于先发优势下在规模、渠道、品牌影响力上的深厚积累，以及对免税品、奢侈品客群消费习惯更加深刻的理解。

图表49. 海南自由贸易港封关前后政策对比

政策优惠		具体内容
零关税	封关运作前	对实行“零关税”清单管理的进口货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
	封关运作、简并税制后	对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税。
低税率	封关运作前	企业所得税： 1) 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。 2) 对在海南自由贸易港设立的旅游业、现代服务业、高新技术产业企业，其2025年前新增境外直接投资取得的所得，免征企业所得税。 个人所得税： 对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过15%的部分，予以免征。
	封关运作后	企业所得税：注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业（负面清单行业除外），减按15%征收企业所得税。 个人所得税：对一个纳税年度内在海南自贸港累计居住满183天的个人，其取得来源于海南自贸港范围的综合所得和经营所得，按照3%、10%、15%三档超额累进税率征收个人所得税
简税制	封关运作时	全岛封关的同时简并增值税和消费税，启动零售环节征收销售税。

资料来源：海南商务，KPMG，东亚前海证券研究所

3. 市内免税放开已在路上，有望开启行业全新版图

3.1. 中国市内免税发展历程和现状

市内免税市场潜力可期，政策利好信号不断释放。目前市内免税店有3种类型：1) 回国补购型市内免税店：针对入境的国人，即180天内有出入境记录的中国公民，存在5000元免税额度，可在现场购买提货。2) 出境市内免税店：针对出境的外国游客，没有额度限制，但需在机场保税区提货。3) 外交人员免税店。在“内循环”的大背景下，2020年以来中央及地方政府各部门多次在文件中强调要完善市内免税政策，支持市内免税店的发展，我们预计未来市内免税政策有望逐步落地，从而拉动内需、促进境外消费回流，成为其继离岛渠道后又一新增长极。

图表50. 中央及地方免税政策梳理

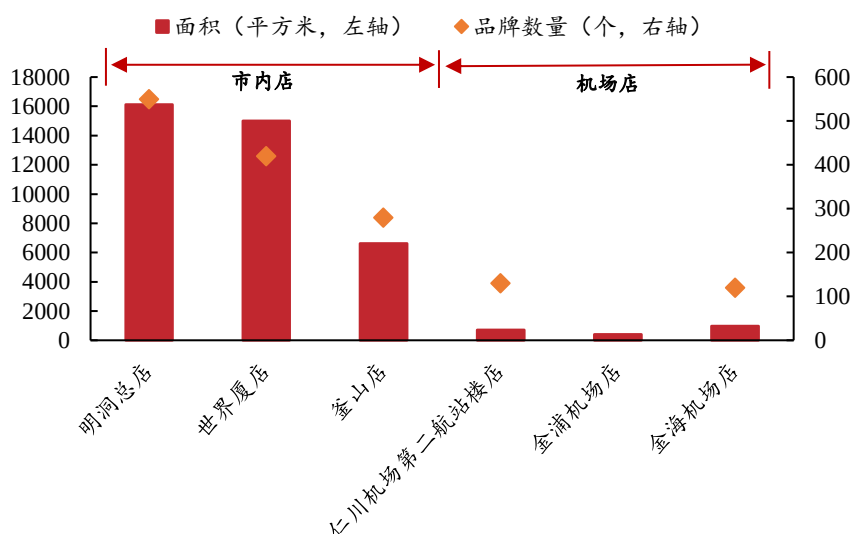
时间	涉及地区	文件名称	相关内容
2020/2/28	全国	《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。
2020/4/15	上海	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	支持免税品经营企业增设市内免税店，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2021/10/23	广东	《广东省加快发展流通促进商业消费政策措施》	制定广东培育建设国际消费中心城市的实施方案，积极推动国际品牌集聚，支持有条件的地市争取设立市内免税店。
2021/9/6	陕西	《陕西省商务发展“十四五”规划》	加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务。
2020/9/7	北京	《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021/6/7	深圳	《深圳市关于加快商贸高质量发展建设国际消费中心城市的若干措施（征求意见稿）》	积极争取国家政策支持，规划建设粤港澳大湾区免税城，打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和国货精品展销平台，探索中国特色市内免税店“深圳样本”
2022/4/25	全国	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	持续办好中国国际进口博览会、中国进出口商品交易会、中国国际服务贸易交易会、中国国际消费品博览会。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：中国政府网，东亚前海证券研究所

市内免税相比口岸免税好处：1) **空间更大，体验更好。**机场受限于营业面积，可展示的商品有限，且一般不提供过多服务，市内店可以为顾客提供更丰富的品类和品牌，同时配套导购、试用等服务，且周边餐饮、娱乐等设施也更为便捷，为消费者营造更加舒适的购物环境。2) **顾客选购时间充裕。**顾客在机场选购时，受制于飞机起飞的时间限制，购物时间相对有限，而市内店可以在顾客旅游期间任何时候、不限次数地前往。3) **经营成本更低。**机场免税店需要支付高昂的租金（尤其是国际客流量大的国际枢纽机场，机场议价力强），即便是运营成熟、规模领先的免税零售商都可能遭遇亏损

(如乐天仁川机场 T1 免税店因无法承受高额租金, 于 2017 年退回了部分经营权), 市内免税店在选址上有更大的灵活性, 租金等运营成本相对偏低。

图表51. 乐天免税市内店相较机场店面积更大、品牌数量更多



资料来源: 公司官网, 媒体网站, 东亚前海证券研究所

目前国内免税运营商密切关注政策动向并积极提前布局, 静待政策落地后快速实现市内免税渠道的销售增长。1) 从牌照持有来看, 国内拥有市内免税牌照的公司包括有中免、中侨、中出服 (已被中免集团收购) 三家, 其中中免集团拥有唯一出境市内免税店牌照; 2) 从门店运营来看, 截至 2021 年底, 中免集团在北京、上海、厦门、大连、青岛、哈尔滨开设 6 家市内免税店, 并积极与长沙、广州、成都等重点城市建立战略合作伙伴关系, 推进落地多个市内免税店项目。截至 2021 年底, 中出服拥有 12 家市内免税店, 位于北京、上海、青岛等城市。此外, 王府井于 2020 年 6 月获得免税牌照, 拥有离岛免税、口岸免税、市内免税全领域经营资质, 公司于 2020 年 7 月和 8 月宣布拟计划开展市内免税业务, 有望充分受益于市内免税政策放开。

图表52. 我国市内免税牌照梳理

公司	运营门店	免税牌照类型	面向人群	额度限制	提货方式
中免集团	北京、上海、青岛、大连、厦门5家市内免税店	出境市内免税店	出境的外国游客	无	免税店消费, 机场保税区提货
中出服	北京、上海、青岛、郑州、大连、哈尔滨、重庆、南京、杭州等城市的12家市内免税店	回国补购型市内免税店	针对入境的国人, 即180天内有出入境记录的中国公民	一次记录限购一次, 额度为5000元	免税店当场提货
中侨免税 (已被中免集团收购)	哈尔滨1家市内免税店				

资料来源: 中商产业研究院, 东亚前海证券研究所

图表53. 市内免税店规划或拟建项目情况

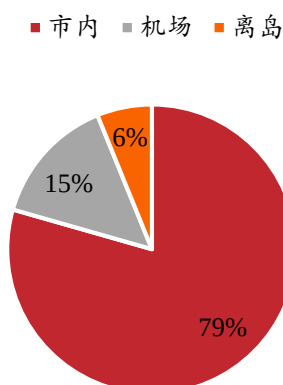
城市	发布时间	项目规划	项目详情	项目进展
长沙	2021/04	湘江集团与中免集团签署战略合作协议，将共同推进长沙首家市内免税店落地，同时在机场、物流中心、港口、免税综合体等方面开展深入合作。	免税店的规划、选址及购物政策尚未公布	无
广州	2021/04	中旅投资宣布以83.95亿元拿下广州市花都区两宗土地，计划与中免集团共同建设粤港澳大湾区首个免税商业文旅综合体	1) 地理位置：地处花都区南端，直线距离白云国际机场约10公里；地块西侧与广州北站无缝对接，可通过航空、铁路、公路等多种方式连通泛珠三角地区；2) 项目建设：综合体项目包含免税商城、奥特莱斯商城、1栋办公塔楼、2栋商业塔楼，以及部分公共配套设施等。3) 开发模式：TOD（以公共交通为导向的项目开发）+免税IP	2022年1月，中旅广州北站免税综合体项目正式开工
福州	2021/04	福建省旅游发展集团与中免集团签署合作协议，计划总投资25亿元在福州市区设立大型城市免税店。	以福州市内免税店项目为切入点，全面开展福州市内免税零售、旅游零售业务合作	2021年11月，中免与福建恒力城置业签订协议，即将入驻鼓楼区五四路恒力城MALL商圈
成都	2021/02	成都市锦江区商务局与中免集团合作，将在2021年内落地成都首家市内免税店	免税店位于锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域，毗邻千年东大街和百年春熙路。	项目载体及周边环境正在进行提升改造，后续待国家市内免税店专项政策正式批准后，力争2021年内呈现市内免税店项目
武汉	2020/07	武汉港发集团与中免集团签订战略合作意向备忘录，计划在2021年于武汉长江航运中心大厦设立中部地区的首个市内免税店。	全国第六家、中部首家，租赁面积8000平方米，规模和品类都将超过中免旗下其他5家市内店。	
武汉	2020/07	王府井集团宣布拟在武汉大光谷区域投资260亿元，建设约85万平方米商业体，并将引入市内免税店。	无	无具体进展情况
北京	2020/09	王府井集团还宣布计划在北京环球度假区建设有税和免税一体化的大型商业综合体。	无	无具体进展情况

资料来源：中商产业研究院，上市公司公告，官网，东亚前海证券研究所

3.2. 从韩国市内免税展望中国市内免税的下一城

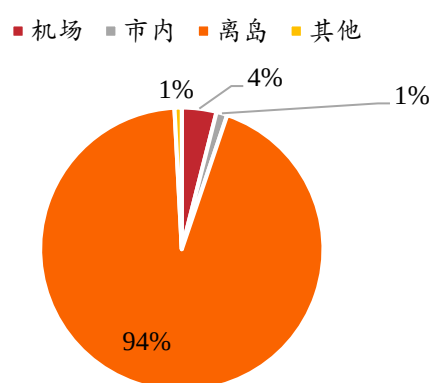
对标韩国免税市场，我国市内免税仍有较大发展空间。韩国市内免税发展较早，在韩国整体免税消费中占据主要份额，疫前2019年韩国市内渠道免税销售总额占整体销售总额的85%，疫情发生后，市内店依然是代购的主要采购渠道，根据KDFA数据，2023年1月，市内免税店占韩国免税销售总额的79%。韩国市内免税同时向外国游客和本国居民开放，并不断提升本国居民免税限额。目前我国市内免税仍处于发展的早期阶段，主要服务出境的外国游客和港澳台地区旅客，尚未普惠大陆消费者免税需求，根据弗若斯特沙利文数据，2021年，我国市内免税店仅占全国免税销售总额的1%。我们认为未来伴随政策的逐步落地，市内免税有望迸发出较大活力，成为吸引国人境外消费回流的又一重要途经。

图表54. 2023 年 1 月韩国免税销售额渠道结构



资料来源：KDFA，东亚前海证券研究所

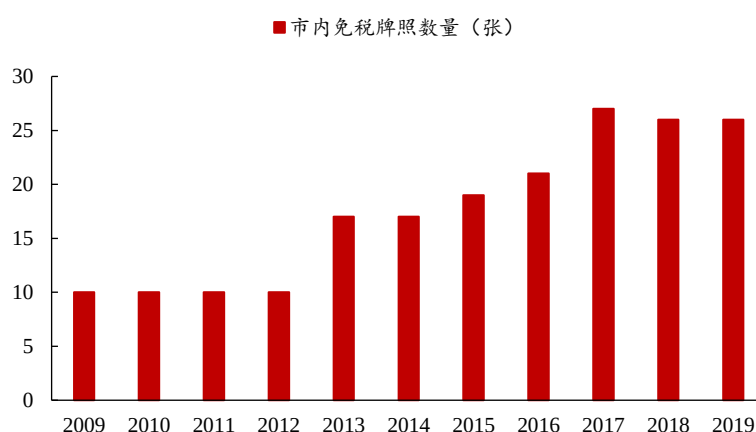
图表55. 2021 年中国市内免税市场份额仅 1%



资料来源：弗若斯特沙利文，东亚前海证券研究所

复盘韩国市内免税政策变化，我国市内免税政策有望在牌照发放、购买限额等方面进行逐步放宽。1) 牌照方面：1979 年韩国首家市内店于首尔率先落地，韩国市内免税市场蓬勃发展，2013 年起在政治选举和反对财阀垄断的大背景下，市内免税牌照的发放开始加速，市内免税店数量从 2012 年前的 10 家快速扩张至 2019 年的 26 家。2) 购物限额方面：韩国居民免税额度不断提升。外国人市内免税购物无限额，韩国居民离境免税购物限额从 1979 年的 500 美元提升至 2006 年的 3000 美元，再提升至 2019 年的 5000 美元，免税限额逐步放开，成为韩国市内免税市场发展的重要驱动力。

图表56. 韩国免税市内免税牌照数量



资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

图表57. 韩国市内免税本地居民购物限额不断提升

时间	政策
1979	首次开放市内免税店
1995	韩国政府将本国居民离境免税额度提升至2000美元
2006	韩国政府将本国居民离境免税额度进一步提升至3000美元
2012	限制垄断，保证中小企业有一定比例以上的免税店
2013	韩国海关总署将市内免税牌照经营期限从10年缩减为5年
2015	市内免税牌照由过去的自动续约，改变为公开招标
2016	市内免税政策调整，引入新竞争者，新增六家市内免税店
2019	开放第一家入境口岸店，购买额度提升至5000美元
2022	取消本国居民离境免税额度，鼓励本国免税需求

资料来源：产业信息网，东亚前海证券研究所

3.3. 京沪市内免税空间测算

出境游再迎放开，离境市内免税政策有望加速出台。自2022年11月取消入境航班熔断机制，到同年12月有序恢复国民出境游，出入境防疫政策逐步放开。2023年春节前夕，文旅部发布《关于试点恢复旅行社经营中国公民赴有关国家出境团队旅游业务的通知》，2023年2月6日起，试点恢复全国旅行社及在线旅游企业经营中国公民赴有关国家出境团队旅游和“机票+酒店”业务。通知发布即日起，旅行社及在线旅游企业可开展产品发布、宣传推广等准备工作。

根据中国旅游研究院《中国出境旅游发展年度报告2019》，2018年我国出境游游客中跟团游的占比达55.24%，跟团游依然是国民出境游的主要形式，此次跟团游重启意味着出境游市场将迎来进一步复苏。受益于韩国人均消费水平提升和出境游人数增加，叠加离境免税政策的支持，出境旅游的本国居民构成韩国市内免税早期的主要客源，充分发挥了促进消费回流的作用。而我国市内免税一直局限于国民入境和外国人离境，2020年以来中央至地方多次出台促进市内免税政策，但受疫情影响迟迟未落地，此次出境游政策再度放开，国人离境市内免税有望呼之欲出。

如政策加快落地，京沪市内免税中期有望迎百亿市场。我们假设2023年国人离境免税政策落地，且单次免税购物额度对标韩国政策放开初期，达到1.5万-2.5万元，2024年出境游恢复至2019年水平，并参照北京和上海机场国际旅客吞吐量、机场免税店客单价等数据，从渗透率和客单价两个维度进行假设，对京沪未来2-3年市内免税的市场规模进行测算并作出敏感性分析。

图表58. 市内免税空间测算

北京市内免税空间测算	
北京机场国际旅客吞吐量（万人次/年，首都+大兴）	4200
渗透率	5%
北京市内免税实际购物人次（万人次/年）	210
客单价	2000
北京市内免税购物金额（亿元）	42
上海市内免税空间测算	
上海机场国际旅客吞吐量（万人次/年，虹桥+浦东）	5500
渗透率	5%
上海市内免税实际购物人次（万人次/年）	275
客单价	2000
上海市内免税购物金额（亿元）	55

注：表中机场客流数据以民航局和公司公告中披露的 2019 年数据计算，大兴机场使用其官网披露的 2025 年规划数据计算，且由于北京大兴机场和上海虹桥机场未披露国际旅客量，分别参照北京首都机场和上海浦东机场国际旅客占总旅客量的比重计算，下同

资料来源：公司公告，公司官网，民航局，东亚前海证券研究所

由于市内免税较机场免税客单价更高，渗透率更低，我们假设政策放开初期，2024 年市内免税客单价 2000-4000 元，渗透率 5%-7%，国际客流恢复至 2019 年水平，北京市内免税市场规模有望达 42-118 亿元，上海市内免税市场规模有望达 55-154 亿元；2025-2026 年，假设出入境客流仍维持在 2019 年水平（考虑中期每年 5% 以内的客流增长率不会大幅影响市内免税市场空间），牌照逐步发放后市内免税店数量增多，政策面免税购物额度有望逐步上调，渗透率和客单价实现爬坡，如客单价提升至 3500-6000 元，渗透率提升至 8%-12%，则北京市内免税市场规模每年有望达 118-302 亿元，上海市内免税市场规模每年有望达 154-396 亿元。

考虑到市内免税牌照发放和免税店的选址建设存在一定周期，且免税购物群体的集中性不及机场店，预计市内店渗透率呈稳步爬坡态势，而市内店选购时间长、面积大、产品种类多，客单价面临较大提升空间，因此我们预计中期市内免税渗透率落在 8%-10%，客单价有望提升至 3500-5000 元，预计未来 2-3 年，京沪市内免税市场规模合计有望达 272-485 亿元/年。

图表59. 北京市内免税市场规模测算（亿元）

		客单价（元）												
渗透率 %		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500	8000
	5%	42	53	63	74	84	95	105	116	126	137	147	158	168
	6%	50	63	76	88	101	113	126	139	151	164	176	189	202
	7%	59	74	88	103	118	132	147	162	176	191	206	221	235
	8%	67	84	101	118	134	151	168	185	202	218	235	252	269
	9%	76	95	113	132	151	170	189	208	227	246	265	284	302
	10%	84	105	126	147	168	189	210	231	252	273	294	315	336
	11%	92	116	139	162	185	208	231	254	277	300	323	347	370
	12%	101	126	151	176	202	227	252	277	302	328	353	378	403
	13%	109	137	164	191	218	246	273	300	328	355	382	410	437
	14%	118	147	176	206	235	265	294	323	353	382	412	441	470
	15%	126	158	189	221	252	284	315	347	378	410	441	473	504
	16%	134	168	202	235	269	302	336	370	403	437	470	504	538
	17%	143	179	214	250	286	321	357	393	428	464	500	536	571
	18%	151	189	227	265	302	340	378	416	454	491	529	567	605
	19%	160	200	239	279	319	359	399	439	479	519	559	599	638
	20%	168	210	252	294	336	378	420	462	504	546	588	630	672

资料来源：各上市公司公告，公司官网，东亚前海证券研究所

图表60. 上海市内免税市场规模测算（亿元）

		客单价（元）												
渗透率 %		2000	2500	3000	3500	4000	4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500	8000
	5%	55	69	83	96	110	124	138	151	165	179	193	206	220
	6%	66	83	99	116	132	149	165	182	198	215	231	248	264
	7%	77	96	116	135	154	173	193	212	231	250	270	289	308
	8%	88	110	132	154	176	198	220	242	264	286	308	330	352
	9%	99	124	149	173	198	223	248	272	297	322	347	371	396
	10%	110	138	165	193	220	248	275	303	330	358	385	413	440
	11%	121	151	182	212	242	272	303	333	363	393	424	454	484
	12%	132	165	198	231	264	297	330	363	396	429	462	495	528
	13%	143	179	215	250	286	322	358	393	429	465	501	536	572
	14%	154	193	231	270	308	347	385	424	462	501	539	578	616
	15%	165	206	248	289	330	371	413	454	495	536	578	619	660
	16%	176	220	264	308	352	396	440	484	528	572	616	660	704
	17%	187	234	281	327	374	421	468	514	561	608	655	701	748
	18%	198	248	297	347	396	446	495	545	594	644	693	743	792
	19%	209	261	314	366	418	470	523	575	627	679	732	784	836
	20%	220	275	330	385	440	495	550	605	660	715	770	825	880

资料来源：各上市公司公告，公司官网，东亚前海证券研究所

4. 投资建议

4.1. 中国中免：稳坐头把交椅的免税龙头

受益于离岛免税新政下海南离岛免税市场吸引力增强，2020 年起中国中免市占率跃升全球首位，规模优势不断扩大，对于各品牌商的议价能力大

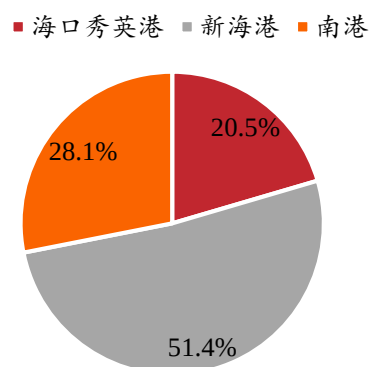
大提升，价格优势持续强化。我们看好中国中免的成长潜力：1) **离岛免税方面**，①新海港作为海南最重要的货运和旅游枢纽之一，客流量较大，2021年新海港港口离港人数达325万人，占海口市整体离港人数的51.4%。海口国际免税城位于新海港码头，周边设施包括海口火车站（约3.9公里）、海南国际会展中心（约3.5公里）、金沙湾海滨公园（约2.2公里）等，新海港店于2022年10月开业，首日进店人数超4.4万人次，销售额超6000万元。我们看好海口国际免税城作为“免税+文旅”的旅游零售综合体的业绩增量潜力，未来有望凭借新海港的区位优势快速成长。②2022年10月底，公司与太古在三亚合作打造免税商业项目，有望借此深化奢侈品牌布局，强化品牌资源壁垒，并与三亚国际免税城一期、二期协同发展，完善旅游免税生态，驱动三亚国际免税城收入增长。2) **市内免税方面**，公司积极布局市内免税业务，截至2021年底，中免集团在北京、上海等城市开设6家市内免税店，并积极推动长沙、广州等重点城市多个市内免税店项目落地。2023年3月，公司发布公告，拟收购中出服49%股权，中出服拥有国人入境市内免税牌照，在北京、上海、杭州、南京等12个城市设有市内免税店，此次强强联合有望进一步提升中免在市内店的规模；3) **口岸免税方面**，随着出境游重启，关注中国中免机场店2023年的业绩修复。

图表61. 海口国际免税城地理位置



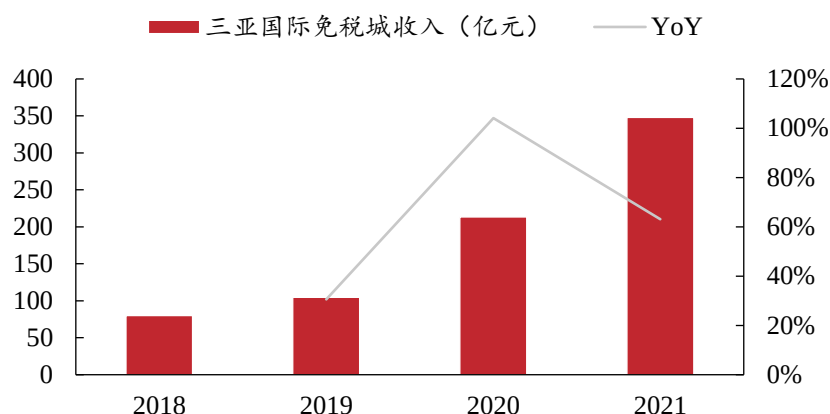
资料来源：cdf海口国际免税城公众号，东亚前海证券研究所

图表62. 2021年海口市各港口离港旅客人数占比



资料来源：海口市政府网站，东亚前海证券研究所

图表63. 三亚国际免税城收入及增速



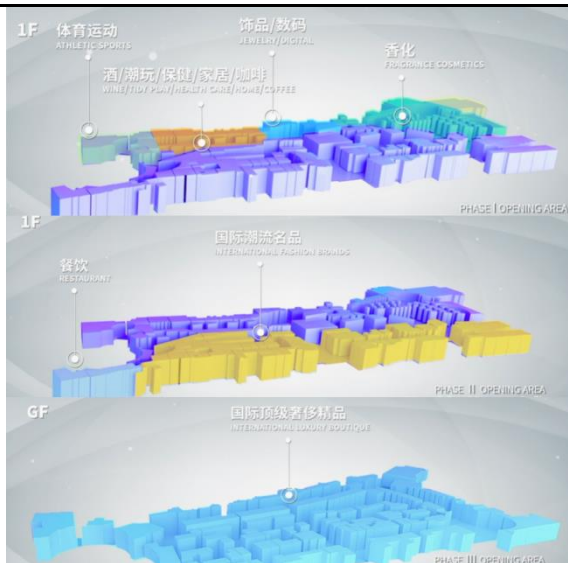
资料来源：公司公告，东亚前海证券研究所

4.2. 王府井：北京的老牌零售龙头

公司海南离岛免税店（王府井万宁悦舞小镇）于今年1月底开业，这是公司自2020年6月获得免税牌照以来首个免税项目落地。万宁项目总经营面积10.25万平方米，计划分三期开业。目前，一期项目已引进香化、数码、家居等9大品类，涵盖近400个品牌，2023年1月18日试营业，首日客流量达2万人次。我们认为万宁项目有望贡献显著业绩增量，理由如下：1）万宁作为海南新兴特色高端旅游区，交通便捷辐射全岛，获客能力较强。2021年，万宁市接待过夜游客352万人次，根据万宁市“十四五”规划，预计到2025年接待过夜游客达800万人次，2021-2025年接待过夜游客数4年CAGR为23%；2）王府井悦舞小镇原系万宁首创奥特莱斯，拥有成熟的商圈和稳定的客流，为公司免税布局打下良好基础。3）相比三亚、海口等城市免税市场参与者众多，万宁市竞争格局趋缓，公司有望依托多元业态运营经验和零售品牌资源优势率先实现卡位，构筑先发优势。

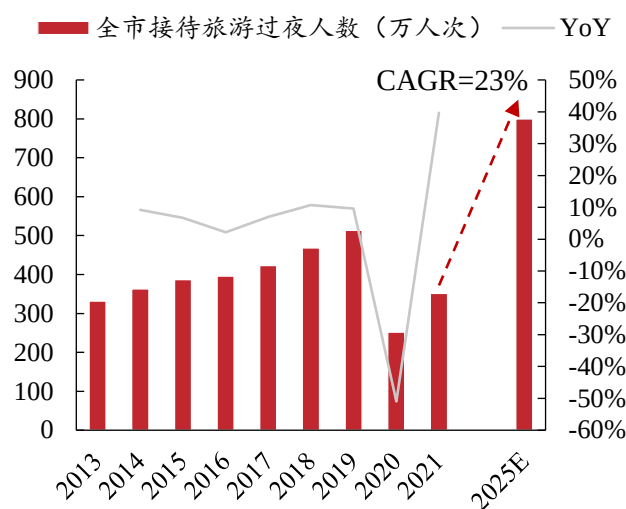
此前国务院关于《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》明确提及“支持王府井步行街先行先试，优化市内免税店布局”，我们认为公司作为全国性零售龙头，拥有丰富的品牌商资源、深厚的门店运营经验和多样的消费场景，未来伴随政策红利持续，公司或将加速布局市内免税，凭借稀缺免税牌照构筑第二成长曲线。

图表64. 王府井国际免税店三期规划



资料来源: Moodie Davitt, 东亚前海证券研究所

图表65. 2013-2021 年万宁市游客数量



资料来源: 万宁市政府网站, 东亚前海证券研究所

4.3. 百联股份: 有望受益上海市内免税牌照

百联股份是上海商业零售龙头, 渠道网络、资产规模、销售收入等指标位居国内零售企业前列。公司以百货商店、连锁超市、购物中心、奥特莱斯为核心业务, 目前几乎涵盖零售业各种业态。2020 年 8 月, 上海市政府递交百联股份和绿地控股的免税品经营资质申请, 我们认为公司有望从此次牌照申请中脱颖而出, 原因如下: 1) 公司作为零售业龙头, 兼具多元业态运营经验和零售品牌资源优势, 免税牌照与主业的协同效应更为明显, 有望实现免税业务的快速突破, 推动上海市内免税业发展; 2) 公司区位优势明显, 旗下门店如第一百货商店、东方商厦、八佰伴、百联西郊购物中心、青浦奥特莱斯等均地处上海核心商圈, 未来有望通过免税购物和周边业态的有机结合, 借助优秀渠道点位带来的较大客流量释放市内免税活力。

图表66. 百联旗下部分门店概览

产品线	项目	面积 (万平方米)	开业时间
百货	第一八佰伴	14.5	1995.12.20首开, 2016.12.25重装开业
	东方商厦(徐汇店)	1.4	1993.01首开, 2016.12.30重装开业
	第一百货(松江店)	0.5	1994.12.18
购物中心	百联西郊购物中心	11	2004.12.02
	百联中环购物广场	24	2006.12.21
	百联又一城购物中心	12.6	2007.01.26
	百联南岸上海城购物中心	11.46	2009.11
	百联南桥购物中心	11.06	2008.01.19
	世博源	33	2014.04.23
	百联沈阳购物中心	11	2020.12.19
	淮海755	1.7	2015.12.12
	百联TX淮海	2	2020.12.23
	百联临港生活中心	3.3	2020.12.25
	宁波江荟151	1.8	2019.02重装开业
城市奥莱	悠迈生活广场(五角场)	3	2018.01.18
	百联悠迈生活广场(青浦)	4.9	2019.12.18
奥特莱斯	百联奥特莱斯广场(上海·青浦)	11	2006.04.28
	百联奥特莱斯广场(武汉·盘龙)	14	2012.01.12
	百联奥特莱斯广场(江苏·无锡)	19	2013.06.29
	百联集特莱斯广场(江苏·南京)	15.5	2015.09.26
	百联奥特莱斯广场(济南·海那城)	7	2016.12.24
	百联集特莱斯广场(湖南·长沙)	13	2018.12.21
	百联奥特莱斯广场(济南·高新)	10.5	2019.03.29

资料来源: 联商网, 东亚前海证券研究所

注: 数据截至 2021 年 8 月 25 日

5. 风险提示

出行需求恢复不及预期: 根据海外市场复苏情况, 防疫政策放开后仍存在感染风险, 且消费者出行信心恢复尚需时间, 如出行和消费需求恢复进度不及预期, 可能对出游人数、渗透率等造成影响, 进而可能制约线下免税店客流的回升进程。

免税政策落地不及预期: 免税政策直接影响国家税收以及有税零售市场, 因此免税政策的落地进度和调整方向是制约免税业发展的重要因素, 市内免税市场空间的打开仍要取决于市内免税政策的实际出台进度和购物限额等具体规定以及牌照发放情况等。

免税商竞争加剧: 随着出境游政策放开, 国内免税商将再度面临来自国际免税商的竞争, 一方面可能对客流造成分流, 另一方面如出现价格竞争局面, 可能会对免税商的毛利率造成一定压力。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及东亚前海证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

汪玲，东亚前海证券研究所大消费组长兼食品饮料首席。中央财经大学会计系。2021年加入东亚前海证券，多年消费品研究经验，善于从行业框架、产业发展规律挖掘公司价值。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。东亚前海证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。东亚前海证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>