

免税行业快评

政策暖风带来边际利好，日月广场租金落地助力共赢

◆ 行业研究 · 行业快评

证券分析师：曾光 0755-82150809
证券分析师：钟潇 0755-82132098
证券分析师：张鲁 010-88005377
联系人：杨玉莹 0755-81982942

◆ 社会服务

zengguang@guosen.com.cn
zhongxiao@guosen.com.cn
zhanglu5@guosen.com.cn
yangyuying@guosen.com.cn

◆ 投资评级：超配（维持评级）

执证编码：S0980511040003
执证编码：S0980513100003
执证编码：S0980521120002

事项：

1、**海南离岛免税政策优化**：国务院同意自 2023 年 4 月 1 日起对符合规定的离岛免税品可提交担保后提前放行。同时，海关总署、财政部、税务总局公告 2023 年第 25 号（关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告）。2、**海南机场旗下日月广场 3 月与中免日月广场免税店重签租金协议**。

国信社服观点：

◆ 海南离岛免税政策优化落地，有望边际提高购物便利，助力海南免税商成长

1) 海南离岛免税“担保即提”和“即购即提”落地，此外海口南港离岛免税商品提货点 3 月下旬将开业，提货方式、提货地点更多元，显示政策仍持续边际优化中，整体符合预期。2) “担保即提”和“即购即提”落地后，有望增加购物便利，提升转化率，部分降低物流成本，海南离岛免税运营商未来均有望边际受益。3) 本次政策预计在一定程度上也是为未来海南 2025 年封关提前做压力测试准备，以期更好过度。

◆ 海南机场与中国中免日月广场店租金协议确定，租金扣点率整体符合预期

1) 日月广场免税店此前租金有历史因素，本次租金协议落地后，海南机场与免税商利益关系厘清有助于未来良性合作共赢。2) 对于海南机场而言，与中免新协议或有望增厚公司 2022 年 4000 万左右租金收入（此前仅固定租金 1793 万元/年），若假设中免日月广场店在新海港分流逐步可控下，2025 年恢复至 2021 年水平，对应租金收入有望达到 1.8 亿+，提振公司业绩增长。3) 对于中免而言，日月广场租金增加但幅度可控，此前也有一定预期，且租期到 2025 年，有助于公司在新海港爬坡期持续巩固海口免税市场地位。

◆ 投资建议：政策暖风利好以中国中免为首的免税运营商，租金落地助力海南机场中线成长

1) **中国中免**：综合海南离岛免税政策边际优化，兼顾最新租金协议调整以及年初海南离岛免税因缺口和折扣收紧等影响下表现平稳，我们略调整公司 22-24 年 EPS 至 2.43/5.82/8.00 元（此前为 2.43/6.13/8.30 元，主要 23-24 年有所下调），对应 PE77/32/24x。伴随海南离岛免税即购即提政策落地，公司未来海南业务仍有望边际受益。通过持续夯实海南布局（（新海港、海棠湾一期 2 号地及三期等），未来顶奢布局也不排除进一步落地，中免海南可强化其在亚太旅游零售中的竞争地位。同时国人离境市内免税店政策仍有期待，Q2 出境游恢复加速有望催化，公司有望全国范围内受益市内免税新政，维持“买入”评级。

2) **海南机场**：综合海南机场与海发控、中免日月广场店的最新租金协议，兼顾出行修复下今年初公司机场客流表现，调整 22-24 年 EPS 至 0.15/0.10/0.15 元（维持 2022 年不变，上调 23-24 年），对应 PE 27/41/28x。日月广场与运营商租金协议合作厘清后有望稳定双方合作，助力中线租金收入提振；三亚凤凰机场免税扩容进行时，二期法式花园店近 5000 米面积扩容开业在即，品类 SKU 有望丰富；海口美兰机场 T2 免税店逐步爬坡，机场免税扩容下公司租金收入和分红收入均有提升空间。并且，公司系海南自贸港建设最核心受益主体，机场等稀缺卡位享一定确定性溢价，未来还不排除进一步整合机场核心资产，维持“增持”评级。

评论：

◆ 海南离岛免税政策持续优化，即购即提政策正式落地

根据国务院《关于同意在海南省暂时调整实施有关行政法规规定的批复》，**同意自 2023 年 4 月 1 日起对符合规定的离岛免税品可提交担保后提前放行**。换言之，海南离岛免税即购即提政策正式落地。

2014 年 1 月 20 日至 2020 年 6 月 30 日，海南曾试行“即购即提、先征后退”的购物方式。游客购买免税商品时，除了支付商品货款外，还需支付额外的税款担保金（一般为售价 10-30%），旅客可以现场提走货物以方便乘客及时使用，上飞机离岛时，再把购买时的税或担保金退还给旅客。但 2020 年 7 月 1 日后，后因海南离岛免税新政调整，上述即购即提政策阶段取消。

根据本次海关总署、财政部、税务总局公告 2023 年第 25 号公告，**本次海南离岛免税政策增加“担保即提”和“即购即提”提货方式**（选择上述两个方式购物后，离岛日期不得超过 30 天），主要系结合 2020 年 6 月底政策大幅调整情况做了进一步明确和细化。

“担保即提”方式：离岛旅客每次离岛前购买单价超过 5 万元（含）的免税品，可选择“担保即提”方式提货，离岛旅客除支付购物货款外，在向海关提交相当于进境物品进口税的担保后可现场提货。此方式下所购免税品不得在岛内使用，离岛时需要查验商品未经使用且购物凭证、购物人员和商品一致方可退还税款。

“即购即提”方式：可对单价不超过 2 万元（不含）且在清单内的免税品选择“即购即提”提货方式，游客离岛旅客支付货款后可现场提货，离岛环节海关不验核实物。清单限制如下表所示。

表1：允许“即购即提”方式提货的离岛免税商品清单

序号	商品品种	每人每次离岛限购数
1	化妆品	5 件（单一品种限 1 件）
2	香水	1 瓶
3	太阳眼镜	1 副
4	服装服饰	1 件
5	丝巾	1 件
6	鞋帽	1 件
7	箱包	1 件
8	尿不湿	3 包
9	婴幼儿配方奶粉	3 罐（包）
10	糖果	3 件
11	剃须刀	1 件
12	转换插头	1 个
13	体育用品	1 个
14	玩具（含童车）	1 件（套）
15	皮带	1 件

资料来源：海关总署，国信证券经济研究所整理

我们认为：

1、海南离岛免税“担保即提”和“即购即提”政策落地，此外海口南港离岛免税商品提货点 3 月下旬即将开业，提货方式、提货地点更多元，显示政策仍持续边际优化中，结合过往海南离岛免税政策已有实践及 DFE 等媒体最新报道，政策整体符合预期。

2、综合“担保即提”和“即购即提”等优化，有望增加购物便利，边际提升转化率，部分降低物流成本。其中尤其伴随即购即提政策落地，游客每次离岛免税可按清单要求直接购买限定数量香化、箱包、服装、丝巾、太阳镜、皮带、体育用品等产品现场提走，便利在旅行中直接使用，有助于边际提升购买动力和客单价。同时，对本岛游客而言购物也更加便捷。在这种情况下，海南离岛免税运营商未来均有望边际受益。其中考虑到中免品类最丰富，尤其精品销售占比更高，受益程度相对或更高。

3、本次政策预计在一定程度上也是为未来海南 2025 年封关提前做一些准备和过度，不同产品结合实际采取更加灵活的监管操作措施，海关可提前做压力测试，为其后续政策出台提供更多支持。

◆ 海南机场与中国中免日月广场店租金协议确定，租金扣点率整体符合预期

根据海南机场公告：公司旗下海口日月广场与中免日月广场免税店签定租赁协议，经营面积 24,902 平方米，协议期 2021.11.1-2025.12.31。其中，2021.11.1 至 2022.4.30，月租金 60 元/㎡，2022.5.1 至 2025.12.31，月租金按营业收入 3%提成。2023 年保底租金 7500 万元，2024-2025 年保底租金另行商定。我们预计需要结合新海港国际免税城对日月广场店分流影响明确后再定。

结合 2022 年 12 月公司关于控股子公司签署<房屋租赁合同补充协议>暨关联交易的公告，公司与海发控日月广场免税店租金扣点率为 3%，考虑交易公允性，我们认为中免与海南机场上述租金协议扣点率整体符合预期。对海南机场和中国中免的影响我们将分别分析。

对海南机场：日月广场各方关系厘清，助力中线合作共赢，有望提振 2022-2025 年租金收入

海南机场通过提供经营场地、参股的方式间接参与海南离岛免税业务。其中，通过自持物业提供场地租赁形式的免税业务包括：**中免海口日月广场免税店、海控全球精品（海口）免税城、中免三亚凤凰机场免税店、三亚凤凰机场提货点、海口日月广场返岛提货点、博鳌机场提货点**；通过参股形式获取投资收益的免税业务包括：**海口美兰机场免税店 49%（美兰机场 T1、T2 航站楼免税店经营主体），三亚凤凰机场免税店 49%，海南海航中免 50%以及 7 家机上免税店（疫情下暂停，但本身体量不大）。**

图1：海南机场参与免税业务一览（蓝色部分收费模式发生变更）

业务分类		模式	2021 年（亿元）	
一、场地提供 (租金收入)	免税店	三亚凤凰机场免税店	按销售额提成（参考美兰机场推算或 15%左右）	1.22
		中免日月广场店	2022.4.30 前：固定租金 60 元/㎡，面积 24902 ㎡ 2022.5.1-2025.12.31：月营收提成率 3%，其中 2023 年保底租金 7500 万元，此后另行商议	0.47
		海控全球免税精品免税店	2021.2.1-2021.12.31：月营收提成率 8% 2022.1.1-2030.11.30：月营收提成率 3%	
		小计		1.69
	提货点	三亚凤凰机场	固定租金	0.57
		博鳌机场	固定租金	
		中免日月广场返岛提货点	固定租金	
		小计		0.57
		小计		2.26
二、参股经营	免税店	海口美兰机场免税店	49%分红	2.90
		三亚凤凰机场免税店	49%分红	0.18
		海南海航中免	50%分红	-0.03
		小计		3.05

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

本次协议重签主要涉及日月广场免税店。海南机场旗下日月广场商业综合体地处海口大英山 CBD 国兴大道，开业于 2016 年、面积达 48 万㎡，为中免及海控全球免税精品提供免税销售场地，并赚取租金收益，二者分别开业于 2019 年、2021 年，面积各 24902 ㎡、37500 ㎡。前期因历史原因租金相对不高（日月广场最初免税系从零开始发展），其中中免日月广场店已于 2021 年 10 月到期。基于实事求是、市场化和公平化原则，公司先后于 2022 年 12 月、2023 年 3 月与海控、中免重新签订合同协议，有助于物业方与运营方合作共赢，助力中长期良性成长。

具体来看，1、中免日月广场免税店：前期按 60 元/㎡收取固定租金，按 24902 ㎡计算对应 1793 万元/年，已于 2021 年 10 月底租约到期；2023 年 3 月新协议重签，合约期 2021.11.1-2025.12.31，其中 2021.11.1-2022.4.30 继续维持原固定租金模式，2022.5.1-2025.12.31 月营业收入提成率 3%，并约定保底租金，具体如下：

表2: 中免日月广场店租赁期及租金标准

租赁年度	面积 (m²)	月租金单价(元/m²)	保底提成率	年保底租金小计(元)	月营业收入提成率
原协议 2019-2021. 10. 31	24902	60			
新协议					
2021. 11. 1-2022. 4. 30	24902	60	/	/	/
2022. 5. 1-2022. 12. 31	24902	/	/	/	3%
2023. 1. 1-2023. 12. 31	24902	/	3%	75,000,000	3%
2024. 1. 1-2025. 12. 31	24902	/	3%	双方另行商议	3%

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

新协议或有望增厚 2022 年 4000 万左右租金收入。考虑 2022 年 5-12 月海南免税销售承压, 尤其下半年承压显著, 我们初步估算, 相较于原固定租金模式, 上述 3%提成率的租金协议签订有望增加子公司 2022 年租金收入或 4000 万左右, 预计对应公司约 3000+万归母净利润。

考虑新海港初期分流 2023 年保底租金约定相对不高, 预计 2025 年度租金收入有望达 1.8 亿+。2023 年后根据销售收入提成 3%, 保底租金 7500 万元, 对应营业收入 25 亿元左右 (兼顾新海港首年可能分流影响), 保底租金相对不高, 但伴随客流进一步回暖及新项目分流缓解, 2024-2025 年保底租金或有望重谈。此外, 2021 年我们预计中免日月广场店线下免税收入 60 亿+, 含线上预购则为 70 多亿 (2022 年因封岛等影响承压显著下滑, 预计含线上预购后在 50 亿元以内)。考虑租金协议落地后, 中免在日月广场店经营也可以持续改善优化, 2024-2025 年日月广场店收入有望逐步扩容成长, 有望进一步带来增量贡献。如假设 2025 年日月广场店恢复至 2021 年左右水平, 按 60 亿收入+3%提点率计算, 对应租金收入贡献可达 1.8 亿+, 较此前千万量级显著提升。

2、海控全球精品就日月广场店:原合同约定期为 2021. 2. 1-2030. 11. 30, 新协议自 2022. 1. 1 开始调整, 到期日 2030. 11. 30 不变。年保底租金维持 4800 万元不变, 其中一般商品月营业额提成扣点比例由 8%变更为 3%, 苹果等 3C 数码产品维持 1%不变, 新租约水平主要参考离岛免税市内店目前租金水平确定。根据上述公告, 协议变更前后, 预计子公司海岛商业 2022 年减少收入约 7746. 70 万元、减少利润约 7746. 70 万元, 预计公司归母净利润减少约 6243. 87 万元。

表3: 海控全球免税精品店租赁期及租金标准

	变更前	变更后
位置	铺位编号为 C01 地块水 瓶座 1-3 层、摩羯座 1-2 层	铺位编号为水瓶座 L-3 层、摩羯座 1-2 层, L 层铺位号 C04-L1-102, 但不含水瓶座 2-3 层现有商户“小拍熊”经营区域
面积	该房屋租赁建筑面积为 38,920 平方米	该房屋租赁建筑面积为 37,500 平方米
保底租金	4800 万元/年	不变
月营业额提成比例	2021. 2. 1 至 2030. 11. 30 租赁期内, 月营业额抽成为含税累 2022. 1. 1 至 2030. 11. 30 租赁期内, 一般商品月营业额抽成为含税累计销售总额的 8% (除苹果等 3C 数码产品外);	2022. 1. 1 至 2030. 11. 30 租赁期内, 一般商品月营业额抽成为含税累计销售总额的 3% (除苹果等 3C 数码产品外);

资料来源: wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

综合来看,本次租金协议落地后, 公司与免税运营商利益关系厘清有助于未来中长期良性合作共赢; 而在统一 3%销售额提成背景下, 海南机场有望分享中免、海控日月广场免税双店成长收益。

与我们 2022 年 11 月外发报告《海南机场-600515.SH-重整后聚焦“机场+免税”, 关键卡位享海南自贸港成长红利》相比, 我们此前均假设日月广场店 23-24 年租金扣点率在 4%左右, 但因为此时出行尚未放开, 对门店收入及机场收入预测相对谨慎, 综合对应 2022-2024 年 EPS 预测为 0.15/0.09/0.14 元。考虑目前出行放开后, 海南机场客流表现, 三亚凤凰机场 1-2 月累计旅客吞吐量基本恢复至 2019 年同期, 3 月以来日均客流更是已超疫前, 故我们调整相关收入假设, 同时租金扣点统一为 3%, 最终上调 2023-2024EPS 预测至 0.10/0.15 元。中线来看, 公司坐拥机场天然流量和市中心免税店先发卡位优势, 作为物业方享确定性优势。

图2: 三亚凤凰机场月度吞吐量及较 2019 年恢复情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 海口美兰机场月度吞吐量及较 2019 年恢复情况



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

对于中免：1、海口日月广场租金增加但幅度可控，扣点率预计符合预期；2）本次签约租期到 2025 年，有助于公司在新海港爬坡期持续巩固海口免税市场地位。本次租金协议确定后，中免日月广场店的租金成本绝对额增加，从此前年租金 1793 万元左右到按年收入提成 3%，如按 50-60 亿收入计算对应租金成本为 1.5~1.8 亿元，较此前固定租金增加 1.3-1.6 亿元。但考虑中免日月广场与海南机场租金过去 2 年谈判，且海南机场与海发控去年 12 月已公告，海南机场与其同一大股东旗下关联公司海发控日月广场店的租金扣点率为 3%，我们认为中免日月广场店上述提点率此前也有预期。3、本次中免日月广场店与海南机场物业租期到 2025 年底，有助于阶段解决此前对中免日月广场店后续阶段经营的不确定。鉴于此，中免 2023-2025 年可立足市中心日月广场店与新海港国际免税城项目联动双向导流，有助于公司在新海港培育期进一步巩固其海口市场地位，且未来 2025 年后仍不排除日月广场店进一步续约。

◆ 投资建议：政策暖风利好以中国中免为首的免税运营商，租金落地助力海南机场中线成长

对中免而言：综合海南离岛免税政策边际优化，兼顾最新租金协议调整以及海南离岛免税年初以来的销售表现（缺货、折扣收紧等多因素影响下相对平稳），我们略调整公司 22-24 年 EPS 至 2.43/5.82/8.00 元（2.43/6.13/8.30 元），对应 PE77/32/24x。结合我们此前报告分析，公司近期股价调整受市内店政策预期节奏变化，短期数据平稳放大对未来出境游恢复分流担忧等综合影响。但伴随海南离岛免税即购即提政策落地，公司海南业务仍有望边际受益。同时，全年来看，国人离境市内免税店政策仍有期待，Q2 出境游恢复加速有望催化。公司通过参股中服、原有 6 家市内免税门店布局及与部分重点城市的战略合作，未来有望全国范围内受益市内免税新政。在海南，公司持续全方位布局（（新海港、海棠湾一期 2 号地及三期等），未来顶奢布局也不排除进一步落地，海南旅游零售在亚太旅游零售中的竞争地位仍强化，我们仍然认为海南免税中线成长值得期待。在央企考核全面深化的背景下，公司未来有望“机场+市内+海南+线上”全面布局成长，供应链渠道布局持续深化，中线消费客群有望由近几年海南游客为主（数千万量级）到“海南+出入境客流”上亿级客流的全方位变现，维持“买入”评级。

对海南机场而言：综合海南机场与海发控、中免日月广场店的最新租金协议，兼顾出行修复下今年初公司机场客流表现，调整 22-24 年 EPS 至 0.15/0.10/0.15 元（维持 2022 年不变，上调 23-24 年），对应 PE 27/41/28x。日月广场与运营商租金协议合作厘清后有望稳定双方合作，助力中线租金收入提振；三亚凤凰机场免税扩容进行时，二期法式花园店近 5000 米面积扩容开业在即，品类 SKU 有望丰富；海口美兰机场 T2 免税店逐步爬坡，机场免税扩容下公司租金收入和分红收入均有提升空间。并且，公司系海南自贸港建设最核心受益主体，机场等稀缺卡位享一定确定性溢价，未来还不排除进一步整合机场核心资产，维持“增持”评级。

◆ 风险提示：

政策风险，大规模传染疫情风险，新进入者竞争加剧等市场风险，机场租金协议不确定，汇率大幅贬值风险，新项目开业进度或开业经营可能低于预期；股东减持风险

附表：重点公司盈利预测及估值

代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS				PE				投资评级
		2023/3/21		21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E	
601888.SH	中国中免	188.00	3,889.46	4.94	2.43	5.82	8.00	38	77	32	24	买入
600515.SH	海南机场	4.11	469.58	0.04	0.15	0.10	0.15	103	27	41	28	增持
600859.SH	王府井	25.45	288.87	1.18	0.18	0.94	1.24	22	144	27	21	买入

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告：

- 《社会服务行业双周报（第 52 期）-出境团体游热度升温，天目湖变更为国资控股》——2023-03-13
- 《社会服务行业 3 月投资策略-复苏预期逐步验证，看好扩内需主线行情》——2023-03-06
- 《社会服务行业双周报（第 51 期）-预制菜首次写入中央一号文件，海底捞降本成效显著》——2023-02-26
- 《社会服务行业双周报（第 50 期）-港澳通行全面恢复，商旅复苏节奏提速》——2023-02-13
- 《社会服务行业 2 月投资策略暨年报前瞻-冬去春来，掘金业绩确定性》——2023-02-07

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032