



疫后持续修复，免税龙头蓄势待发

投资要点

- **推荐逻辑: 1) 国内免税市场空间巨大。**全球旅游零售消费市场稳定增长, 中国已逐渐成为全球免税消费主要市场, 据弗若斯特沙利文预测, 至2026年中国旅游零售免税消费市场为3329亿元, 全球免税市场为7437亿元, 中国市场占比将达到44.8%, 为全球最大的免税消费国。**2) 公司作为免税龙头, 充分享受政策红利。**公司是目前中国以及全球营收规模最大的免税运营商, 国内市占率超过85%。疫情前居民消费升级带动免税行业发展, 公司口岸免税营收高速增长; 疫情发生后消费向境内回流, 同时离岛免税政策加码, 公司充分受益政策红利, 离岛业务爆发, 已成为公司营收支柱。**3) 全牌照全渠道运营, 领先地位稳固。**公司是国内目前唯一取得全牌照并覆盖全渠道的免税运营商, 在离岛、口岸等渠道都拥有最多的门店数, 并且旗下全球最大的单体免税店海口国际免税城即将开始营业, 将为公司带来新的营收增量, 进一步稳固龙头地位。
- **居民消费升级, 国内免税市场持续高增。**随着我国人均可支配收入逐年提高, 叠加居民消费升级, 免税行业进入快速发展通道, 免税消费自2017年299亿元增长至2019年501亿元, CAGR接近30%。2019年全球免税市场为3577亿元, 中国市场占比14%, 预计到2026年占比将提升至45%。同时中国消费者奢侈品消费自2015年760亿元增长至2019年940亿元, 带动免税客单价提升。国内免税市场进入了持续高增态势。
- **出入境受限催生消费回流, 离岛免税强势崛起。**自疫情爆发以来出入境受到较大限制, 国际客运量锐减超过90%, 从而导致明显消费回流, 境内奢侈品消费占比达到70%左右, 离岛免税市场规模自2017年80亿元增长至2021年452亿元, 占到国内免税市场94%。同时, 离岛免税政策持续加码, 提高人均限额、增加免税商品种类、放宽提货方式, 购物金额和购物件数都实现了近乎翻倍增长, 有力承接了出入境限制引发的消费回流。
- **龙头效应凸显, 公司充分受益政策红利。**公司是国内目前唯一全牌照且全渠道布局的免税运营商, 在离岛、口岸、市内及其他免税渠道均有涉及。离岛方面, 公司在海南经营5家免税店, 占据两大机场, 且海口国际免税城和凤凰机场免税店2期也即将投入运营, 公司将充分受益离岛免税政策加码, 继续保持龙头地位。口岸方面, 公司在国内吞吐量排名前十的机场中的9座机场均设有免税店, 疫情爆发之前维持稳定增长态势, 预计随着疫情得到有效控制、出入境逐步恢复, 口岸免税也将逐步进入缓慢复苏趋势, 公司口岸业务也有望重新恢复至疫前水平。
- **盈利预测及投资建议:**预计公司2022-2024年归母净利润将保持23.3%的复合增长率, EPS分别为4.38元、6.75元、8.74元。考虑到公司免税行业龙头地位稳固, 充分受益政策红利, 给予公司2023年38倍估值, 对应目标价256.5元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**疫情反复、新店经营不及预期、免税政策变动、行业竞争加剧。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	67675.52	63500.00	95270.00	123241.60
增长率	28.67%	-6.17%	50.03%	29.36%
归属母公司净利润(百万元)	9653.74	9070.77	13958.67	18090.32
增长率	57.23%	-6.04%	53.89%	29.60%
每股收益EPS(元)	4.67	4.38	6.75	8.74
净资产收益率ROE	35.54%	25.71%	29.18%	28.38%
PE	40	43	28	21
PB	13.06	10.32	7.79	5.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦泓
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 谭陈渝
电话: 17782333081
邮箱: tchy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	20.69
流通A股(亿股)	19.52
52周内股价区间(元)	156.1-269.0
总市值(亿元)	3,867.32
总资产(亿元)	507.79
每股净资产(元)	14.74

相关研究

1. 中国中免(601888): 疫情影响短期业绩, 龙头长期优势不减 (2021-10-31)

目 录

1 免税行业龙头，见证中国免税行业发展	1
1.1 公司发展历程	1
1.2 免税支撑营收高增，离岛业态为主要驱动力	2
1.3 国资背景，实力雄厚	4
2 消费回流顶层设计下，免税行业空间广阔	5
2.1 免税商品具备明显价格优势，行业增速维持高位	5
2.2 消费回流+政策加码，离岛免税强势崛起	7
2.3 海南持续加码消费，口岸进入缓慢恢复态势	11
3 全方位行业领先，规模效应凸显	15
3.1 国内全牌照玩家，免税龙头地位稳固	15
3.2 离岛免税为主要驱动力，发展潜力强劲	17
3.3 口岸免税短期承压，有税业务冲淡线下客流影响	19
3.4 市内免税蓝海市场，未来空间值得期待	23
4 盈利预测与估值	24
4.1 盈利预测	24
4.2 相对估值	25
5 风险提示	26

图 目 录

图 1: 公司发展历程.....	2
图 2: 公司分业务营业收入 (亿元)	3
图 3: 公司归母净利润及增速.....	3
图 4: 公司分渠道营业收入 (亿元)	3
图 5: 公司免税业务分品类营收占比.....	3
图 6: 公司毛利率&净利率.....	4
图 7: 公司费用率情况	4
图 8: 公司股权结构.....	4
图 9: 全国居民人均可支配收入 (元)	5
图 10: 中国消费者分地区奢侈品消费规模 (亿欧元)	5
图 11: 2021Q1 中国消费者购买奢侈品的原因	6
图 12: 2021Q1 中国消费者购买奢侈品的单价区间	6
图 13: 全球旅游零售市场规模 (亿元) 及增速.....	6
图 14: 亚洲旅游零售市场规模 (亿元) 及占比.....	6
图 15: 中国旅游零售市场规模 (亿元) 及增速.....	7
图 16: 全球免税市场规模及中国市场占比	7
图 17: 各国主要免税主体营业收入 (亿元人民币)	7
图 18: 韩国免税主要依托境外.....	7
图 19: 新冠疫情持续蔓延.....	8
图 20: 民航国际客运量 (月度)	8
图 21: 韩国免税店客源流失明显	8
图 22: 海南民航客运量 (万人/月)	8
图 23: 中国消费者奢侈品消费地区占比.....	9
图 24: 中国境内奢侈品消费海南免税店占比.....	9
图 25: 国内免税市场规模 (亿元)	10
图 26: 国内各渠道免税店市场规模占比.....	10
图 27: 离岛免税购物金额 (亿元)	11
图 28: 离岛免税购物件数 (万件)	11
图 29: 离岛免税购物人次&人均消费.....	11
图 30: 海南接待过夜旅客数&离岛免税渗透率.....	11
图 31: 出境游人次及增速.....	13
图 32: 国内游人次及增速.....	13
图 33: 中国国际航班计划数.....	14
图 34: 美兰机场旅客吞吐量.....	14
图 35: 凤凰机场旅客吞吐量.....	14
图 36: 2021 年全球旅游零售市场格局.....	16
图 37: 2021 年国内免税市场格局.....	16
图 38: 公司各渠道门店数量 (家)	16
图 39: 国内门店分布	16

图 40: 公司 2021 年前五大供应商合作情况	17
图 41: 公司合作品牌数 (个)	17
图 42: 海南免税店地图 (深色为中免旗下)	18
图 43: 2021 年海南免税市场格局	18
图 44: 三亚国际免税城一期外观	18
图 45: 海口国际免税城概念图	18
图 46: 公司离岛免税营业收入&占比	19
图 47: 2022Q1 各渠道营收占比	19
图 48: 2019 年国内机场吞吐量排行 (万人次)	19
图 49: 国内&国际民航客运量 (万人次)	20
图 50: 口岸免税营收及占比	20
图 51: 日上中国营收及归母净利润	20
图 52: 日上上海营收及归母净利润	20
图 53: 公司自有线上渠道 cdf 会员购	21
图 54: 公注册会员数 (万人)	22
图 55: 公司有税业务营收及占比	22
图 56: 韩国免税市场格局 (亿美元)	24
图 57: 公司近三年 PE/PB-Band (截至 2022 年 10 月 17 日)	26

表 目 录

表 1: 主要进境商品进口税率举例	5
表 2: 各类免税渠道区别	9
表 3: 离岛免税政策梳理	10
表 4: 海南促消费政策梳理	12
表 5: 海南口岸“十四五”匡算投资	13
表 6: 国内免税经营主体	15
表 7: 海南免税店	17
表 8: 多个国家/地区出入境政策逐渐放宽	22
表 9: 2020 年以来市内免税政策调整	23
表 10: 分业务收入及增速	25
表 11: 可比公司估值 (截至 2022 年 10 月 17 日)	25
附表: 财务预测与估值	27

1 免税行业龙头，见证中国免税行业发展

1.1 公司发展历程

免税龙头发展史。我国最早于 1979 年正式开始发展免税业务，旨在促进我国入境旅游事业的发展。1984 年中国免税品公司成立，标志着中国中免集团正式登上历史舞台，之后每一次发展都伴随着免税政策的重大改革，随着离岛免税政策发布、口岸免税政策放宽等政策激励，公司现已发展成为全球规模最大的旅游零售商。公司发展历程可大致分为三个阶段：

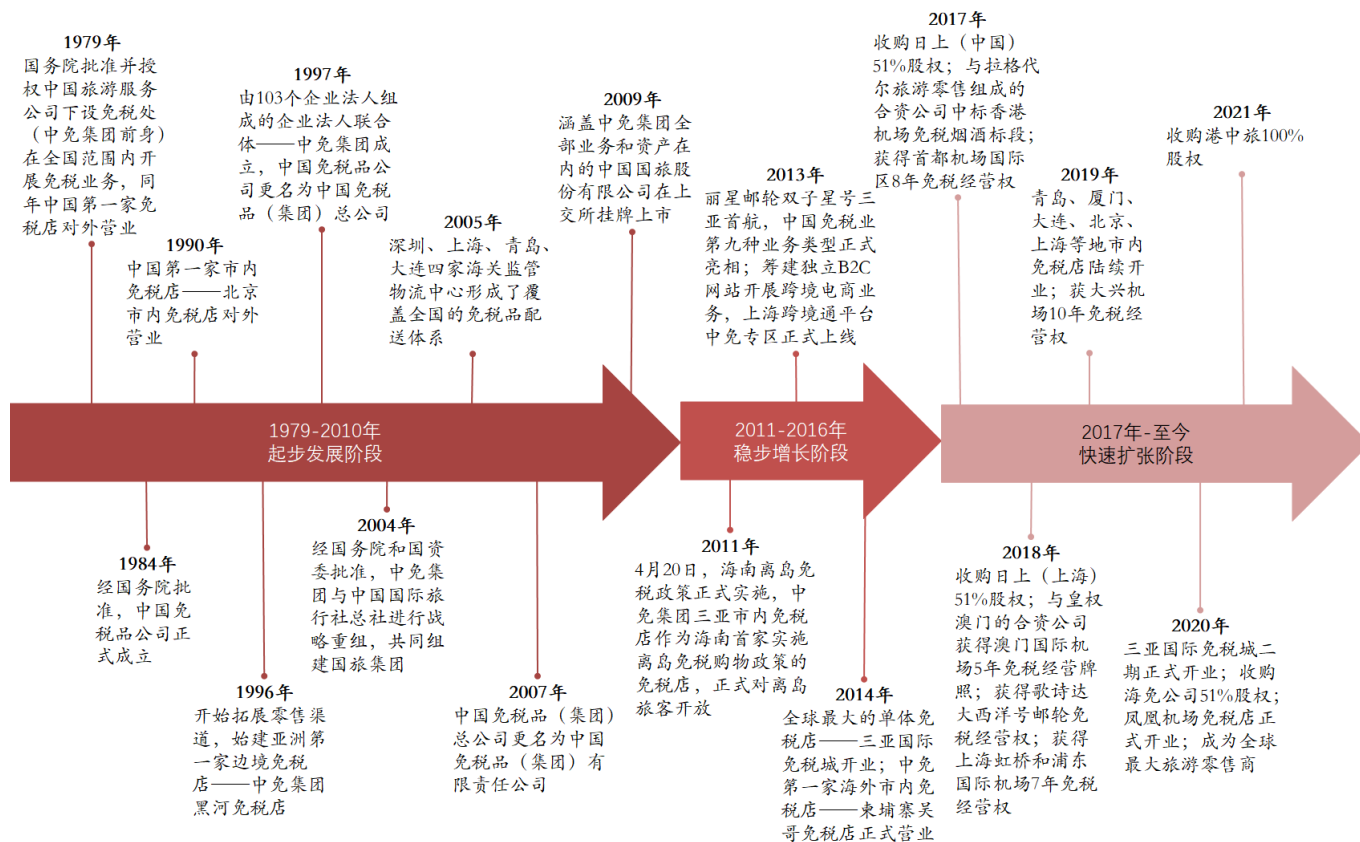
起步发展阶段（1979-2010 年）：1979 年国务院批准开展免税品销售业务，并授权中国旅游服务公司下设免税处进行实施；1984 年中国免税品公司成立，之后陆续开设了北京市内免税店、黑河免税店；1997 年中免集团成立，并与中国国际旅行社总社进行战略重组，组建了国旅集团，于 2009 年登陆上交所成功上市。

稳步增长阶段（2011-2016 年）：2011 年海南离岛免税政策正式实施，中免集团在三亚开设的市内免税店正式营业；之后中免集团陆续开设邮轮免税业务、跨境电商业务，2014 年全球最大的单体免税店——三亚国际免税城开业，中免集团经过了数年的稳步发展阶段。

快速扩张阶段（2017 年-至今）：2017 年开始，公司进入了快速扩张阶段，陆续收购了日上（中国）、日上（上海）、海免、港中旅等公司，进一步奠定了自身免税行业龙头地位，同时积极布局口岸免税、市内免税、邮轮免税等新经营业态，取得了国内大部分重要机场 5-10 年的免税经营权；另外公司重点发展海南省市场，三亚国际免税城二期开业、海口国际免税城项目建设中。2021 年公司免税+有税的终端销售额达到 669 亿元，位列全球规模最大的旅游零售商第一位。

2022 年 8 月公司成功在香港证券交易所挂牌上市，标志着公司即将迈入新的发展纪元。目前公司凭借着国内 86% 的免税品零售市场占有率，以及旅游服务业排名第一位的 1057 亿元的品牌价值，牢牢占据着国内旅游零售及免税行业的绝对龙头地位。同时凭借旅游零售终端销售额 25% 的全球市场占有率，仍然保持着全球最大旅游零售商的领先地位。

图 1：公司发展历程

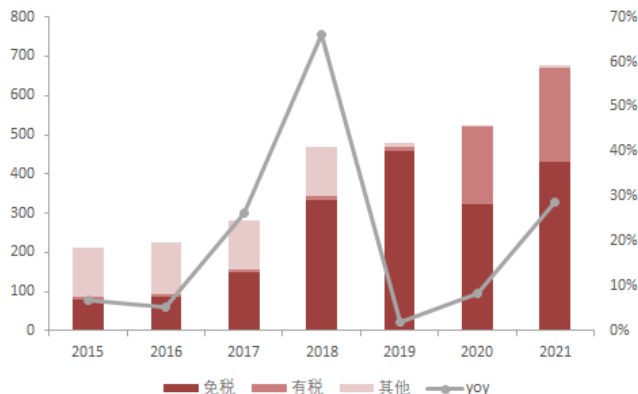


数据来源：公司官网，西南证券整理

1.2 免税支撑营收高增，离岛业态为主要驱动力

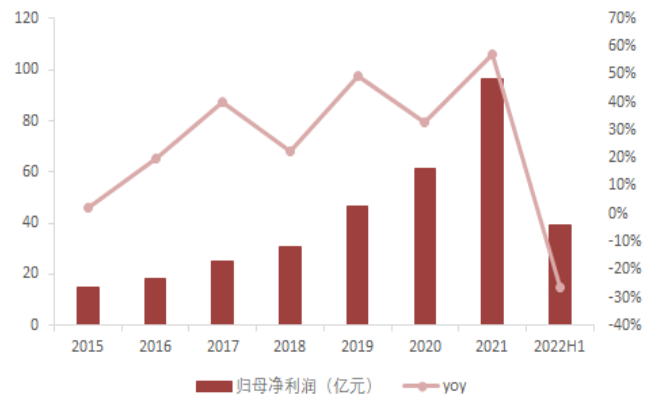
疫情前免税业务收入高速增长，疫情后有税业务增强抗风险能力。2019 年之前公司主营业务主要是免税商品销售和旅游服务，其中免税品销售营收呈快速增长态势，直至 2019 年公司剥离旅游服务业务、聚焦商品销售和旅游零售，免税业务营收达到 458 亿元，占总营收比例为 95.5%，2015-2019 年 CAGR 为 54.4%。2020 年新冠疫情爆发，交通、物流、出行受限，出入境旅游人数锐减，免税业务受到较大影响，营收同比下滑 29.4%至 323.6 亿元，公司积极调整业务结构，大力推进 CDF 会员购等线上业务，有税商品销售实现大幅提升，2019-2021 年 CAGR 为 357.3%，2021 年占比提升至 38.5%，增强了公司抗风险能力，归母净利润在疫情期间仍然保持着正增长态势，2016-2021 年 CAGR 为 36.3%。

图 2：公司分业务营业收入（亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

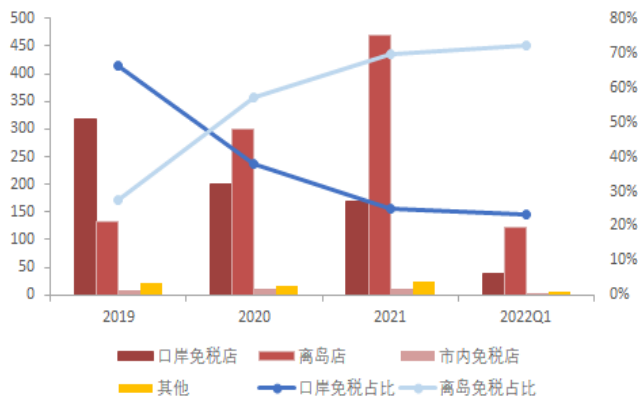
图 3：公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

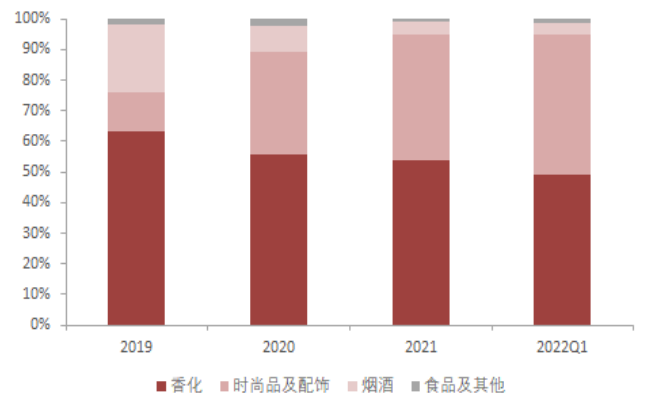
全渠道布局，离岛免税成为营收支柱。中国中免是国内拥有全渠道免税经营牌照的公司之一，在口岸免税、离岛免税、市内免税、机上免税等等各渠道均有布局。其中口岸免税渠道很长一段时间以来都是公司的主要营收贡献，自 2011 年海南离岛免税正式实施以来，公司离岛免税业务开始快速增长。2020 年受疫情影响，国际出行受限，加之离岛免税政策全面放开，公司离岛业务实现反超，2021 年离岛营收 170 亿元，占比 70%。其中免税商品分品类来看，香化类商品占比达半数左右，另外时尚品及配饰占比逐渐提升，2022Q1 已达到 46%，逐渐与香化类持平。

图 4：公司分渠道营业收入（亿元）



数据来源：公司港股招股书，西南证券整理

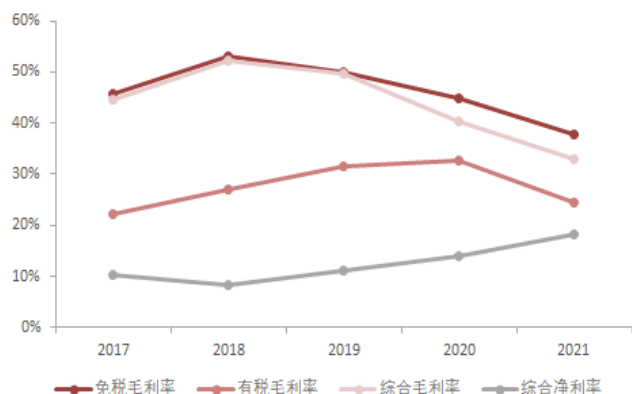
图 5：公司免税业务分品类营收占比



数据来源：公司港股招股书，西南证券整理

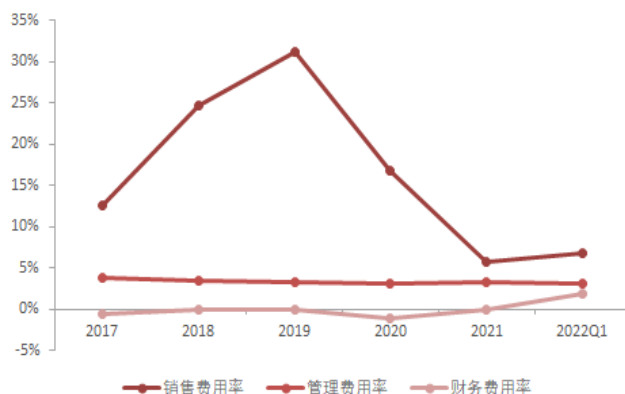
费用管控效果明显，盈利能力有所提升。分业务来看，公司免税毛利率保持较高水平，2018 年最高为 53.1%，之后随着疫情影响导致闭店、门店搞促销活动等，毛利率有所下滑，2021 年为 37.8%；有税业务毛利率相对较低，但公司近年来着力发展线上会员购业务，毛利率逐年提升，从 2017 年 22.1% 提升至 2021 年 24.6%；随着公司调整业务结构、有税业务占比逐渐增大，综合毛利率有所下滑，自 2018 年 52.2% 下滑至 2021 年 33.1%。费用方面，公司管理费用率维持在 3% 左右；另外因为疫情期间客流减少，应付机场租金大幅下降，因此销售费用率也同比大幅下滑，自 2019 年 31% 下降至 2021 年 5.7%。费用率的优化带动综合净利率明显改善，自 2018 年 8.4% 上升至 2021 年 18.3%。

图 6：公司毛利率&净利率



数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司费用率情况

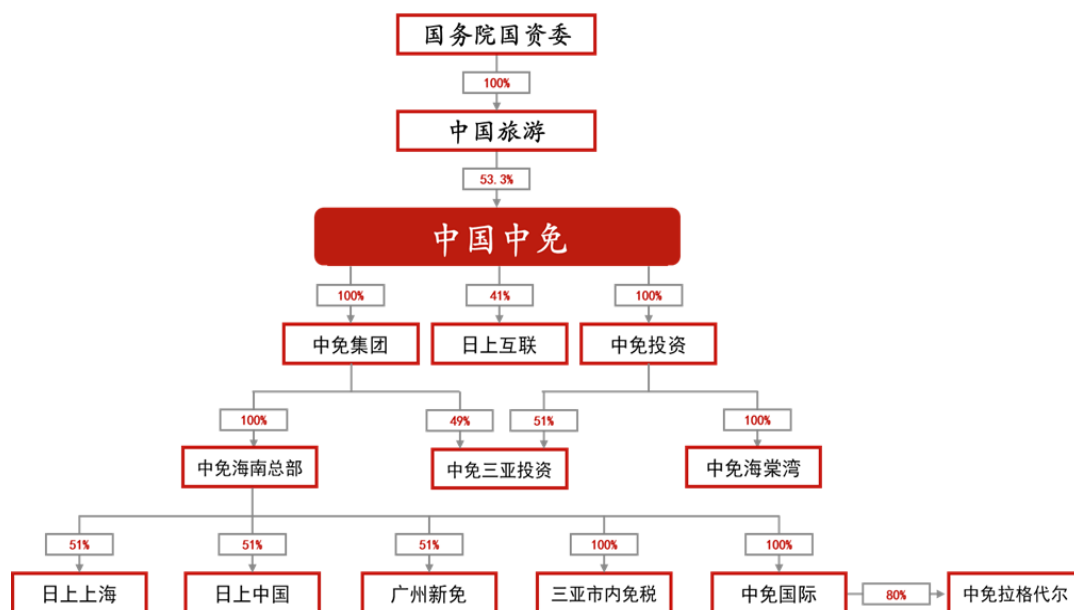


数据来源：wind，西南证券整理

1.3 国资背景，实力雄厚

实控人国务院国资委，中国旅游集团控股。公司前身为中国免税品公司，与中国国际旅行社总社进行战略重组后组建了中国旅游集团，后更名为中国旅游集团中免股份有限公司。公司实控人为国务院国资委，中国旅游集团持股 53.3%；公司重要子公司和孙公司包括海免、日上（上海）、日上（中国）、港中旅等。国资背景有助于为公司提供雄厚的资金和渠道支持，助力公司的长远持续发展。

图 8：公司股权结构



数据来源：公司官网，西南证券整理

2 消费回流顶层设计下，免税行业空间广阔

2.1 免税商品具备明显价格优势，行业增速维持高位

免税商品指在销售时免征关税、进口环节增值税和消费税的商品。在同款商品条件下，免税商品相比有税商品具备明显价格优势。目前我国政策规定，离岛免税商品种类共 45 种，包括香化、箱包、手表、电子产品、酒类等，口岸进境免税商品种类共 14 种，包括烟酒、香化、手表、食品和保健品等，其中不同商品实行不同税率。在都没有折扣的情况下，免税商品会比有税商品便宜至少 30% 以上。

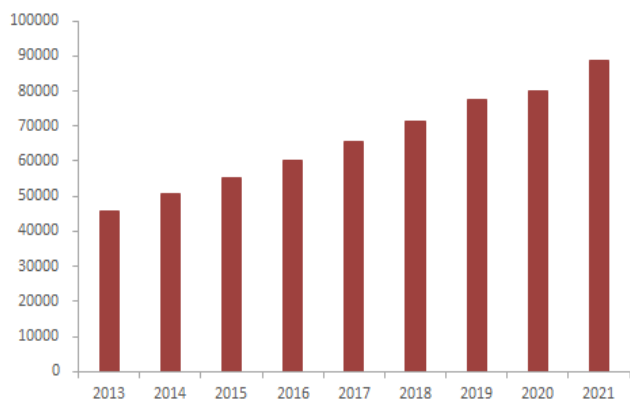
表 1：主要进境商品进口税率举例

税种	红酒	卷烟	化妆品	珠宝首饰
关税	14%	25%	5%	8%或 10%
进口增值税	17%	17%	17%	17%
消费税	10%	36%或 56%	15%	10%
进口税合计	41%	78%或 98%	37%	35%或 37%

数据来源：海关总署，西南证券整理

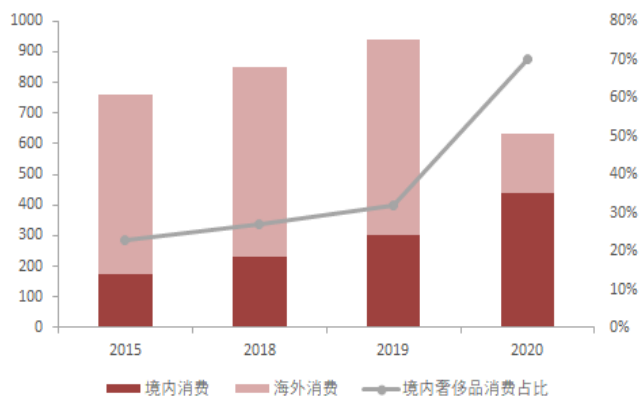
人均可支配收入带动奢侈品消费增长，境内市场成为主战场。随着我国居民人均可支配收入的逐年提高，奢侈品消费也随之提升，2019 年我国奢侈品消费规模达到 940 亿欧元，其中境内消费约 300 亿欧元，占比 32%。2020 年受疫情影响海外奢侈品消费锐减，境内消费大幅提升，消费规模同比增长 46.6% 至约 400 亿欧元，占比提升至 70%。随着国际旅行受限、国内免税政策逐步加码，选择在境内购买奢侈品的消费者逐渐增多，而免税店则是奢侈品消费的首选渠道，奢侈品消费回流将成为国内免税行业高速增长的重要驱动力。

图 9：全国居民人均可支配收入（元）



数据来源：国家统计局，西南证券整理

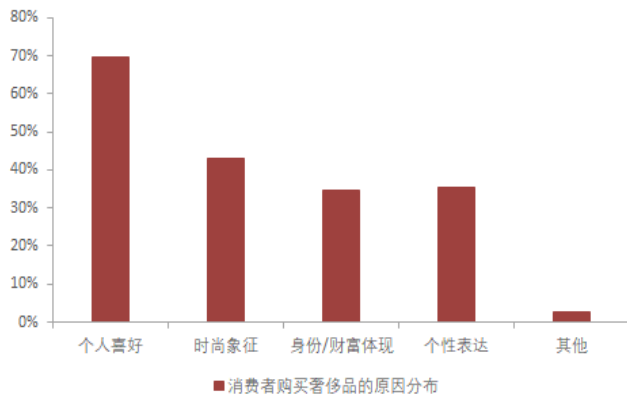
图 10：中国消费者分地区奢侈品消费规模（亿欧元）



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

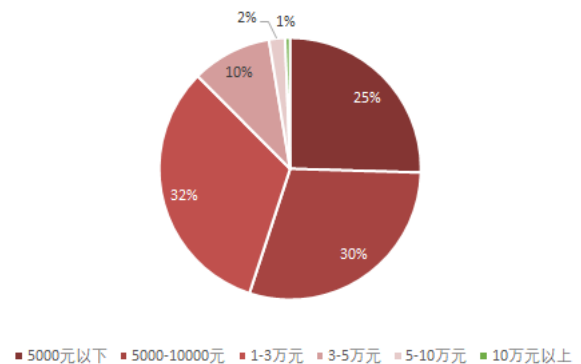
居民消费升级，免税行业乘势而起。从需求侧来看，随着居民收入水平提高，居民品质和品牌消费需求增加，消费国际化水平提高，免税市场供给的高品质和品牌商品成为居民消费的重要补充。同时，国内免税政策不断发力，免税零售与旅游服务业加速融合，商旅融合消费场景进一步促进免税消费。据艾媒咨询，奢侈品消费者中有 70% 出于个人喜好意愿进行购买，分价格段来看，购买单价在 1-3 万元的商品最受消费者青睐，有 33% 的消费者购买单价落在这个区间。随着消费升级和购物单价的提升，中国免税行业将乘势继续高增。

图 11: 2021Q1 中国消费者购买奢侈品的原因



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

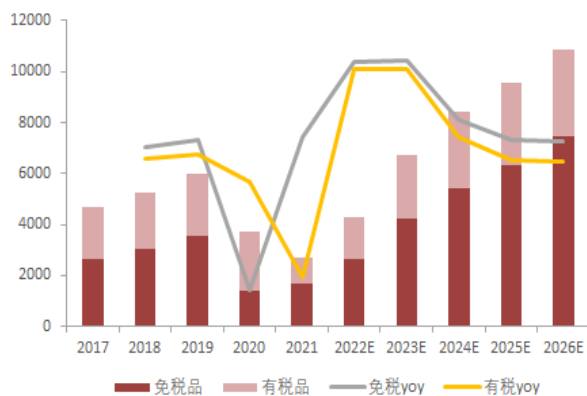
图 12: 2021Q1 中国消费者购买奢侈品的单价区间



数据来源: 艾媒咨询, 西南证券整理

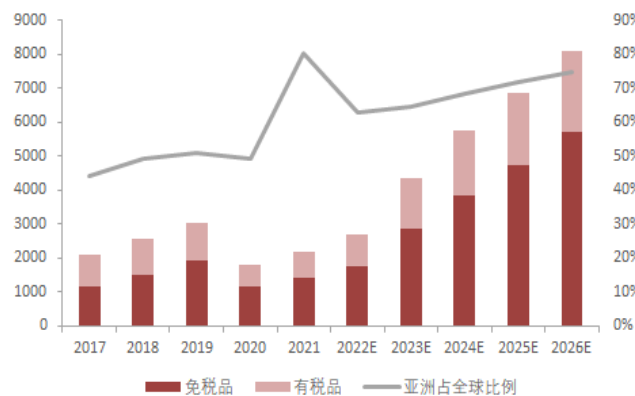
疫情后周期, 免税市场有望高速增长。据弗若斯特沙利文预测, 自 2022 年开始, 全球旅游零售市场将进入高速增长态势, 预计 2022 年全球免税品市场规模 2647 亿元、有税品 1628 亿元, 合计旅游零售市场规模 4276 亿元, 2021-2026 年 CAGR 为 32% 左右, 有望在 2026 年达到 10847 亿元。细分来看, 免税品占比将逐年提升, 预计将从 2021 年占比 61.4% 提升至 2026 年 68.6%。亚洲市场是全球旅游零售的强劲增长动力, 2021 年贡献了 80% 的市场份额, 预计 2021-2026 年将保持 CAGR 为 30% 的增速增长, 2026 年市场规模达到 8093 亿元, 占比为 75% 左右。

图 13: 全球旅游零售市场规模 (亿元) 及增速



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

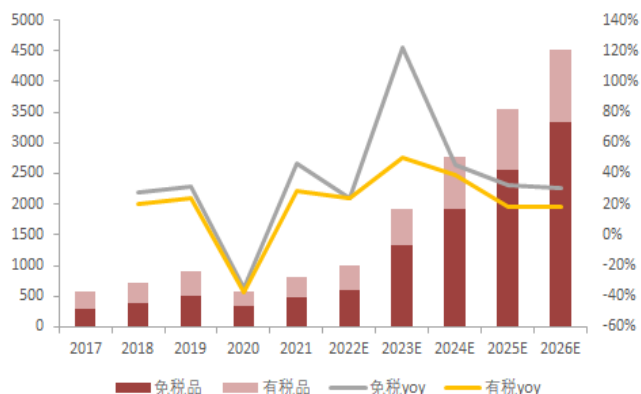
图 14: 亚洲旅游零售市场规模 (亿元) 及占比



数据来源: 弗若斯特沙利文, 西南证券整理

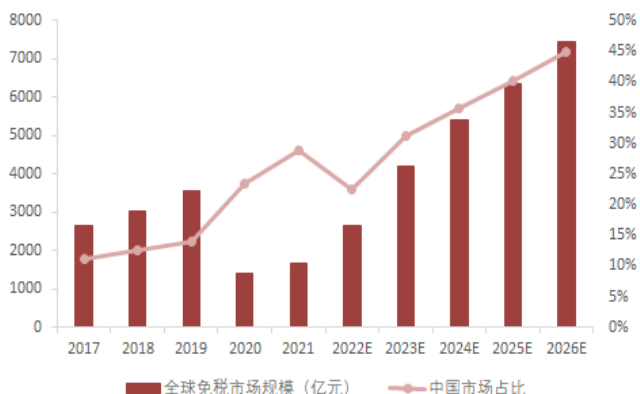
中国旅游零售市场高速增长, 免税品消费全球占比有望加速提升。2017-2019 年中国旅游市场保持稳定增速, 从 573 亿元增长至 910 亿元, CAGR 为 25.9%; 2020 年受新冠疫情影响出现下滑, 但随着疫情得到控制、国内旅游逐渐恢复, 中国旅游零售市场重回高增态势, 预计至 2026 年达到 4509 亿元, 2021-2026 年 CAGR 为 41%。其中, 免税市场增速高于有税品, 预计 2021-2026 年免税 CAGR 为 47.2%, 有税为 29.3%。预计中国将发展成为全球规模最大的免税品消费市场, 2026 年占全球免税市场比例有望达到 44.8%。

图 15：中国旅游零售市场规模（亿元）及增速



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 16：全球免税市场规模及中国市场占比



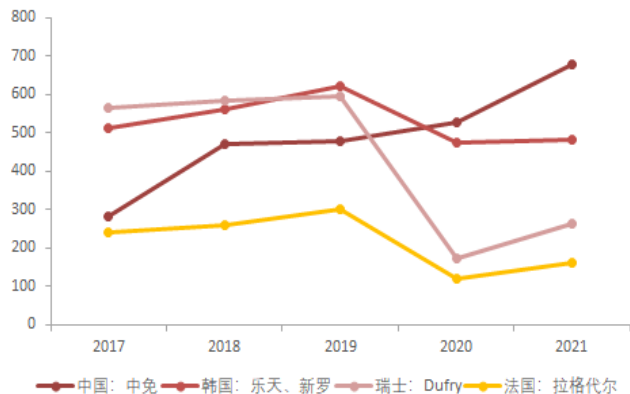
数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

2.2 消费回流+政策加码，离岛免税强势崛起

疫情前瑞士、韩国免税占据全球领先地位。全球免税消费市场主要由中国、韩国、瑞士、法国等国家组成，其中，中国主要免税主体为中国中免，韩国为乐天（Lotte）、新罗（Shilla），瑞士为 Dufry，法国则为拉格代尔（Lagardère）。从公司来看，瑞士 Dufry 2019 年营业收入为 596.4 亿元，为全球营收之首；从国家来看，2019 年韩国免税主体乐天（Lotte）营业收入为 345.4 亿元、新罗（Shilla）营业收入为 275.8 亿元，两者合计 621.3 亿元，使得韩国成为全球免税核心玩家。

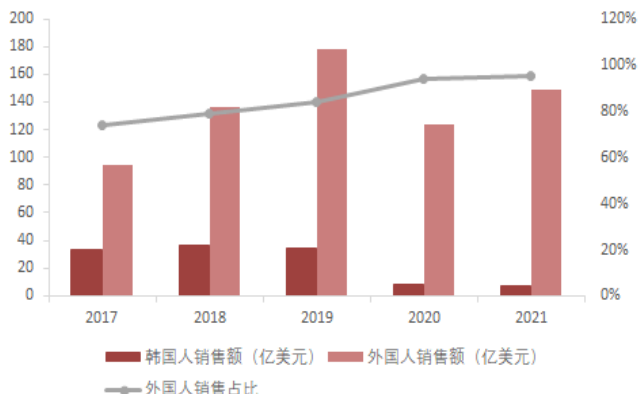
韩免优势建立在境外客流之上。长期以来，韩国免税大量吸引亚洲地区消费流向韩国，韩免对外依存度持续上升。根据 kdfa 数据，2021 年韩国免税市场中，韩国人销售额为 7.2 亿美元，外国人销售额为 148.5 亿美元，外国人销售占比达到 95.4%。根据世界免税协会数据显示，2019 年中国人消费了全球 40% 的免税品，其中境外购买免税品整体规模超 1800 亿元，但同时期的中国免税市场的销售额却只占全球免税销售份额的 8%。我们认为，虽疫情前韩国免税市场体量较中国免税市场更大，但主要由于韩国“引流”叠加中国“外流”所致，中国免税市场除去本身具有人均收入增长带来的较高自然增速以外，还存在较大的回流增长空间有待释放。

图 17：各国主要免税主体营业收入（亿元人民币）



数据来源：公司官网，西南证券整理

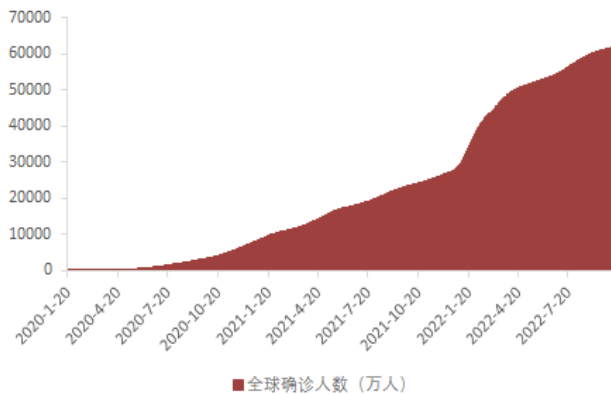
图 18：韩国免税主要依托境外



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

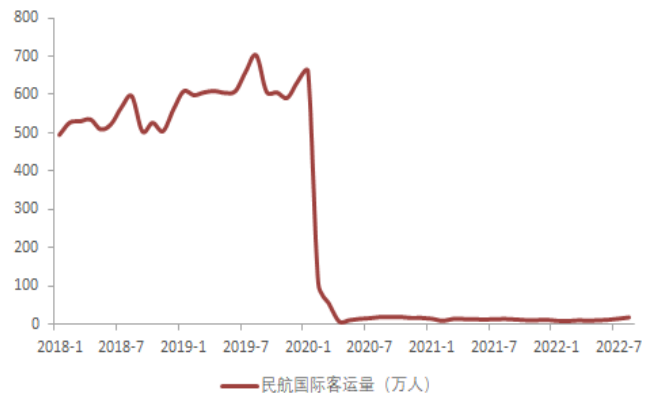
疫情持续蔓延，民航国际客运量未见明显回升。当下全球新冠疫情仍在蔓延，全球累计确诊病例已突破 6.2 亿例，跨境游阻碍仍然存在。截至 2022 年 8 月，我国国际客运量为每月 17.8 万人次，仅恢复至 2019 年同期 2.5%。

图 19：新冠疫情持续蔓延



数据来源：wind，西南证券整理

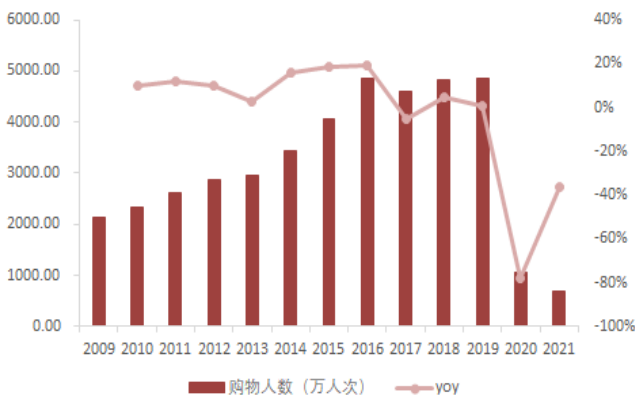
图 20：民航国际客运量（月度）



数据来源：中国民航局，西南证券整理

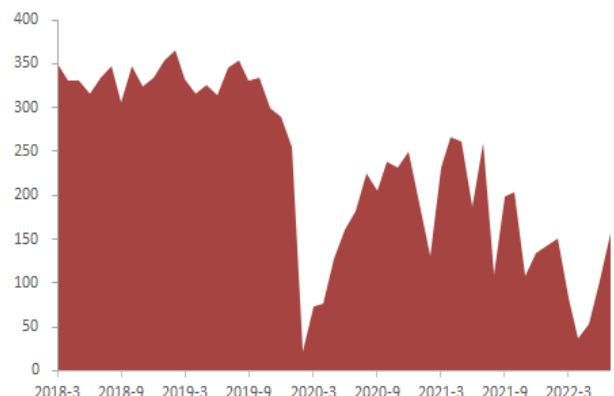
韩免持续低迷，海南旅游有所升温。受限于国际客流，韩国 2021 年免税购物人次为 677.1 万人次，仅为 2019 年 4844.4 万人次的 14%，韩国免税业承压明显。此外，韩国免税购物人次较 2020 年同比-36.5%，仍未出现明显恢复态势。相较来看，海南得益于其特有旅游资源，在国内疫情缓和条件下客运量迎来明显恢复，2021 年 5 月已恢复至 2019 年同期 80% 左右，并且在海南短期散点疫情结束之后也有快速回升，海南已成为承接消费回流的重要入口。

图 21：韩国免税店客源流失明显



数据来源：wind，西南证券整理

图 22：海南民航客运量（万人/月）



数据来源：wind，西南证券整理

国内免税渠道离岛免税受影响最小。我国免税渠道主要分为口岸免税、离岛免税、市内免税和运输工具免税等，除离岛免税外，口岸免税、市内免税和运输工具免税渠道主要面向出入境人员，需在出入境港口或持有效出入境记录才能进行免税品购物；而离岛免税面向离开海南岛但不离境的国内外旅客。在疫情期间限制跨境出行的情况下，离岛免税渠道受影响较小。

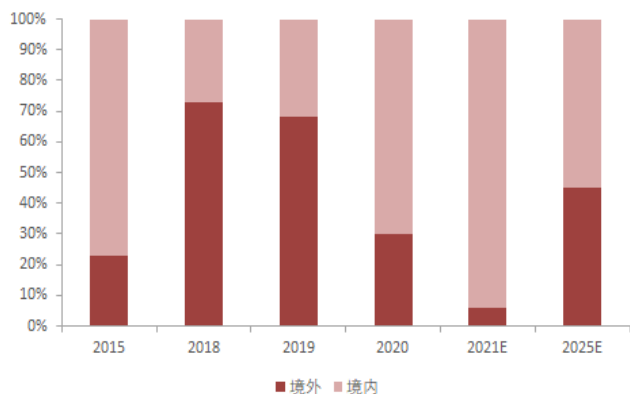
表 2：各类免税渠道区别

渠道类型	设置地区	购买条件	商品类型	购买额度	提货方式
口岸免税	机场、火车站、港口等跨境枢纽	持有效证件和交通工具凭证，还未办理出入境的旅客	烟、酒、香化、食品和保健品等 14 类商品	连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币	机场、火车站、港口直接提货
离岛免税	海南岛	年满 16 周岁，离开海南本岛但不离境的国内外旅客	包含电子产品等 45 类商品	10 万元/人/年	离岛口岸提货、邮寄到家、返岛自提
市内免税（回国补购）	城市繁华商业区	年满 16 周岁，入境 180 天内中国旅客	香化、箱包等常见免税奢侈品外，还包括生活必需品、药品等	5000 元	现场购买提货
市内免回（离境）		出境外国人、港澳台同胞		无限额	机场保税区提货
运输工具免税	往来国际或地区的运输工具	搭乘该运输工具的出入境旅客	便于携带、种类较少	-	直接购买提货

数据来源：海关总署，西南证券整理

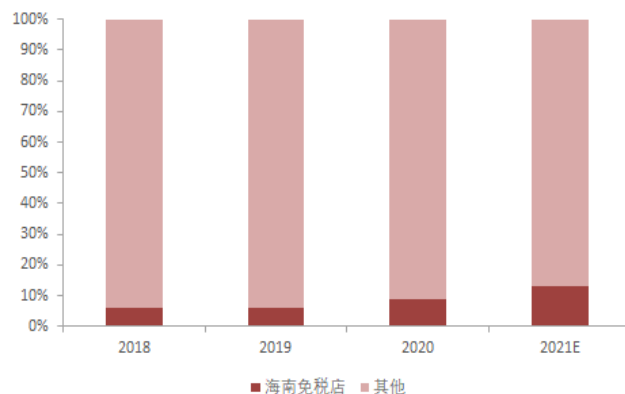
离岛免税承接消费回流，奢侈品消费占比提升。随着出境游的受限，中国消费者的奢侈品消费开始回流向国内市场，2020 年境外/境内奢侈品消费占比分别为 30%/70%，预计 2021 年境内奢侈品消费占比将超过 90%。境内奢侈品消费市场中海南免税店占比逐渐提升，随着离岛免税政策逐步加码、海南岛度假购物一体化旅游体系逐步丰富和完善、免税店数量增加，预计 2021 年海南免税店占境内奢侈品消费比例已达到 13%，并保持稳定增速逐年提升，离岛免税将成为国内奢侈品消费的重要渠道。

图 23：中国消费者奢侈品消费地区占比



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

图 24：中国境内奢侈品消费海南免税店占比



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

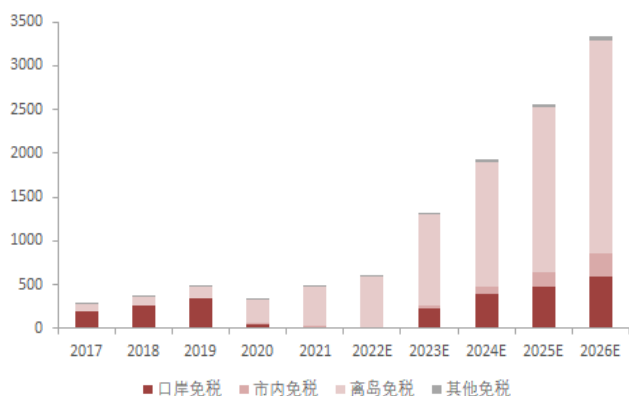
政策加码，支持离岛免税规模做大。自 2011 年财政部首次发布关于海南离岛免税有关政策以来，经过多年时间调整和发展，离岛免税政策已经历了较大程度的放宽，购买条件从最初仅限飞机离岛旅客放宽至包含通过铁路和轮船离岛旅客，限额从 5000 元提升至 10 万元，商品种类由最初 18 种增加至 45 种，并且取消了购买次数限制，还新增了邮寄到家的提货方式。国家政策的大力扶持有助离岛免税持续扩容、高速发展，免税市场规模有望进一步扩大。

表 3：离岛免税政策梳理

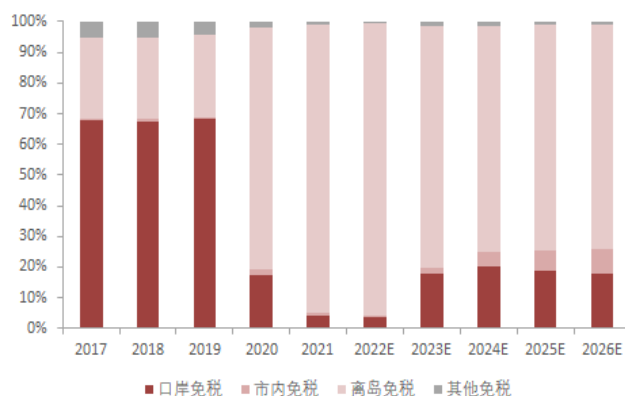
发布时间	政策文件	购买条件	免税额度	商品品类	购买次数	提货方式
2011.03	财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	年满 18 周岁乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	5000 元/人/年	18 类	非岛内居民旅客 2 次/人/年，岛内居民旅客 1 次/人/年	机场提货
2012.11	财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	年满 16 周岁乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	8000 元/人/年	21 类	-	-
2015.03	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物的公告	-	-	38 类	-	-
2016.01	财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物的公告	-	1.6 万元/人/年	-	对非岛内居民旅客取消购物次数限制	-
2017.01	财政部关于将铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围的公告	新增年满 16 周岁铁路离岛但不离境的国内外旅客	-	-	-	新增火车站提货
2018.12	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	新增年满 16 周岁乘轮船离岛但不离境的国内外旅客	3 万元/人/年	增加部分家用医疗器械商品	-	新增海口秀英港、新海港
2020.06	关于海南离岛旅客免税购物政策的公告	-	10 万元/人/年	45 类	-	-
2021.02	关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告	-	-	-	-	可选择邮寄送达

数据来源：财政部，西南证券整理

离岛免税成为国内免税市场规模增长主要动力。据弗若斯特沙利文分析，在经历 2020 年短暂下滑之后，国内免税市场将会进入加速向上通道，预计 2021-2026 年将保持 CAGR 为 47.29% 的增速持续增长，2026 年有望达到 3329 亿元。分渠道来看，2020 年之前由口岸免税占主导，口岸/离岛占比保持在 68%/26% 左右，自跨境游受限、出入境旅客锐减之后，口岸免税遭到巨大冲击，同时叠加新发布的离岛免税新政策，离岛免税实现大幅反超，2021 年口岸/离岛占比为 4%/94%。中长期来看，跨境游将呈缓慢恢复态势，离岛免税将逐步扩容、旅游购物生态逐渐丰富，预计未来离岛免税渠道占国内免税市场规模比例将保持在 75% 左右。

图 25：国内免税市场规模（亿元）


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

图 26：国内各渠道免税店市场规模占比


数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

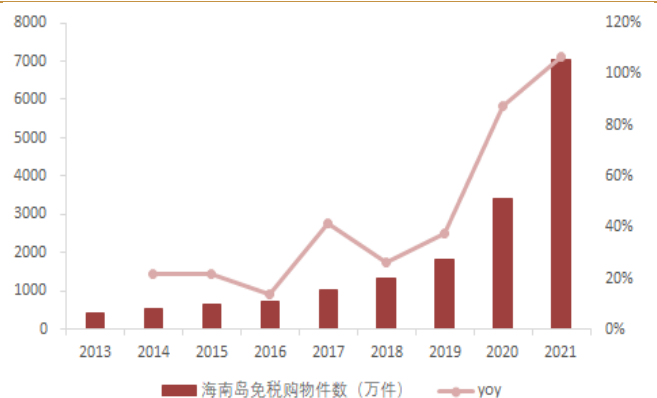
出境受限+政策支持，离岛免税购物件数&金额快速增长。2020 年之前，离岛免税政策尚处相对早期，免税额度仅为 3 万元/人/年，且商品种类较少，因此离岛免税消费件数以及消费金额维持较低水平，消费金额从 2013 年 32.9 亿元增长至 2019 年 134.9 亿元，CAGR 为 26.5%，购物件数从 2013 年 437.2 万件增长至 2019 年 1819.9 万件，CAGR 为 26.8%。2020 年在出境受限叠加政策加码的双重因素下，2021 年购物金额为 494.7 亿元，购物件数为 7045.6 万件，2019-2021 年购物金额 CAGR 为 91.5%，购物件数 CAGR 为 96.8%，均实现了接近翻倍增长。

图 27：离岛免税购物金额（亿元）



数据来源：海南海关，西南证券整理

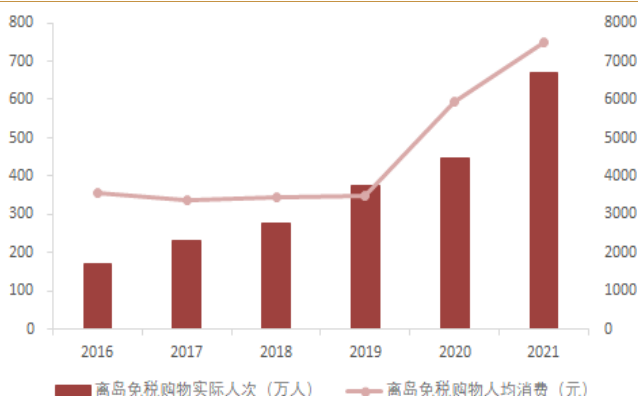
图 28：离岛免税购物件数（万件）



数据来源：海南海关，西南证券整理

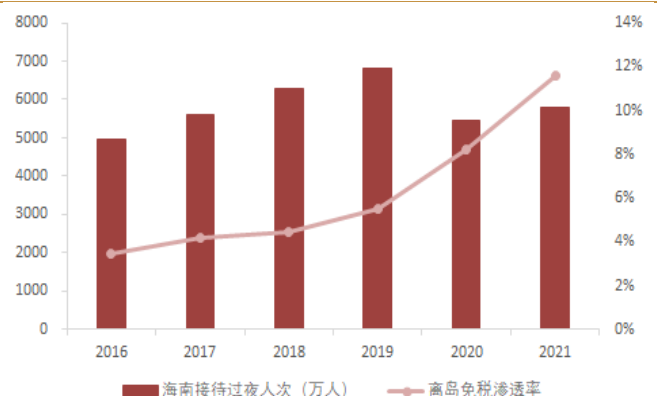
离岛免税实际购物人次和人均消费实现双增。2020 年之前离岛免税人均消费维持在 3500 元左右，渗透率（=离岛免税购物人次/海南接待过夜旅客数）从 2016 年 3.5% 提升至 2019 年 5.5%，呈现逐年缓慢上行态势。2020 年颁布新的离岛免税政策，购买限额从 3 万元/人/年提升至 10 万元/人/年，商品种类也新增了平板电脑、穿戴电子设备等新品类，人均消费实现快速提升，2021 年达到约 7500 元；同时购物人次也快速增长，2019-2021 年 CAGR 为 33.6%，2021 年达到 670 万人次，渗透率提升至 11.6%。预计随着国内疫情防控常态化，国内旅游逐步复苏，离岛免税渗透率及人均消费将继续保持增长态势。

图 29：离岛免税购物人次&人均消费



数据来源：海南海关，西南证券整理

图 30：海南接待过夜旅客数&离岛免税渗透率



数据来源：海南海关，西南证券整理

2.3 海南持续加码消费，口岸进入缓慢恢复态势

海南积极响应“十三五”及“十四五”规划提出的“积极引导海外消费回流”及“积极承接海外消费回流”，近年来持续发力，推出各项促消费优惠政策，意将海南打造为国际旅游消费中心。2022 年 1 月，海南省《政府工作报告》提出，要落实国际旅游消费中心建设实施方案各项任务，提升海南免税购物国际竞争力，力争离岛免税店销售 1000 亿元。

表 4：海南促消费政策梳理

年份	活动主题	活动时间	参与门店	活动内容
2019	暑期季末促销	6 月-8 月	三亚国际免税城、 海口美兰机场免税店、 海口日月广场免税店、 博鳌免税店	大牌折扣 3 折起
	亿元现金（券）大派送	6/15-8/31		领取 50 元无门槛代金券和 1880 元活动专享代金券
	“暑期购物季——第四届免税王国旅行记	7 月-8 月		体验独特亲子乐园，礼遇优惠同时享
	“五”购不欢，免税嗨翻天	9 月 1 日		店庆全店优惠
2020	季末大牌 3 折起	2020/7/6-2020/10	三亚国际免税城、 海口美兰机场免税店、 海口日月广场免税店、 博鳌免税店	
	亿元优惠券大派送			发放 100 元无门槛现金券，以及价值 2880 元的代金券套券
	岁月 6 转周年庆			
	暑期萌娃探险记			
	第二届全球抖音挑战赛			
	海航随心飞，欢聚自贸港		海航集团	以 2699 元和 2999 元的价格现场发布，涵盖海航旗下 12 家航司的海南进出港国内航班，263 条航线连接起 100 多座城市与海口、三亚、博鳌三大机场
2021	琼岛美食节	2021/4-2021/6 推广 2021/11-2021/12 举行	中免集团、 中石化易捷、 龙泉集团、 中石油	
	网上零售促销节			
	免税购物节			
	汽车生活节			
	家电促销节			
	首店推广节			
	码上消费节			
	夜间狂欢节			
2022	岛民玩转大三亚	2022 年五一期间	三亚、亚龙湾、海棠湾多家酒店	主要针对“岛民”推出，在景区、酒店方面提供优惠
	“心动三亚”首届城市旅游节	2022/5/20-2022/9	三亚市旅游推广局 x 携程	提前锁定客源，拉动旅游消费
	2022 三亚免税购物嘉年华	2022/5-2022/7	中免三亚国际免税城	在海易办平台发放大额优惠套券，线上官方商城香化折上折、消费满减等优惠活动
			三亚海旅免税城	香化商品打折，不定期推出特惠爆品套装等
			中服三亚免税购物公园	依靠“会员购”电商平台，足不出户尽享全球奢品，还将推出 5 月缤纷优惠活动

数据来源：公开资料，西南证券整理

海南现有对外开放的口岸 8 个，其中，水运口岸 5 个：洋浦港口岸、海口港口岸、三亚港口岸、八所港口岸和清澜港口岸；航空口岸 3 个：海口美兰机场口岸、三亚凤凰机场口岸、琼海博鳌机场口岸。为加快推动口岸设施在 2023 年年底前具备封关的硬件条件，促进海南自贸港建设，2021 年 12 月《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划（2021-2025）》明确强调规划建设水运口岸、航空口岸、跨境电商物流和邮件快件监管中心三项重点任务。我们认为随口岸建设的持续增强，海南引流能力将进一步得到提升，承接消费回流的战略定位进一步放大，离岛免税将迎来黄金发展期。

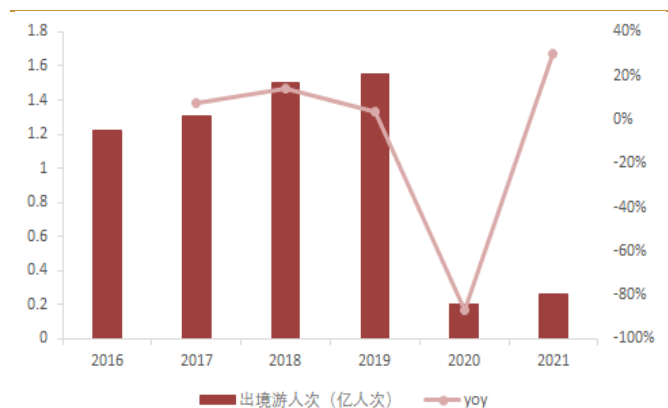
表 5：海南口岸“十四五”匡算投资

类型	口岸名称	批准时间	“十四五”期间匡算投资
水运口岸	洋浦港	2011 年	12.92 亿元
	海口港	2004 年	17.1 亿元
	清澜港	1990 年	2.5 亿元
	八所港	1958 年	2.13 亿元
	三亚港	1984 年	18.63 亿元
航空口岸	海口美兰机场	2003 年	6.77 亿元
	三亚凤凰机场	1994 年	3.43 亿元
	琼海博鳌机场	2020 年	12.3 亿元

数据来源：《海南自由贸易港口岸建设“十四五”规划（2021-2025）》，西南证券整理

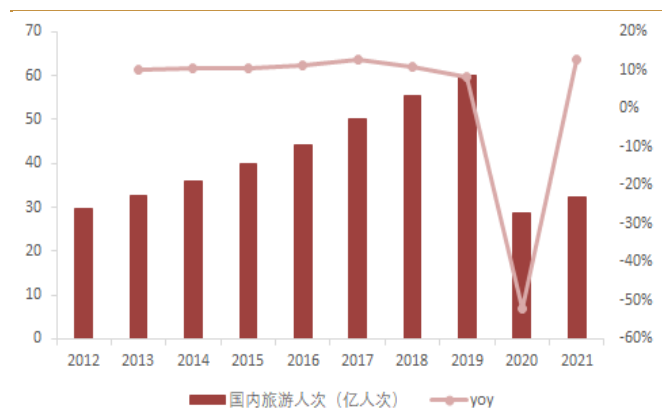
出境游人次锐减，国内游恢复明显。自 2020 年疫情爆发以来，人口流动受到较大影响，出境和国内旅游人次都出现不同程度的大幅下滑。相较来说，因为国家之间出入境管理防疫更为严格，2020 年出境游人次同比下降 87.1%，国内游同比下降 52.1%。2021 年开始疫情受到合理管控，人口流动政策有所放宽，国内游人次恢复至 2019 年水平的 54%，出境游人次恢复至 2019 年 16.7%，可以预见短期内出境游将保持缓慢恢复趋势。

图 31：出境游人次及增速



数据来源：文旅部，西南证券整理

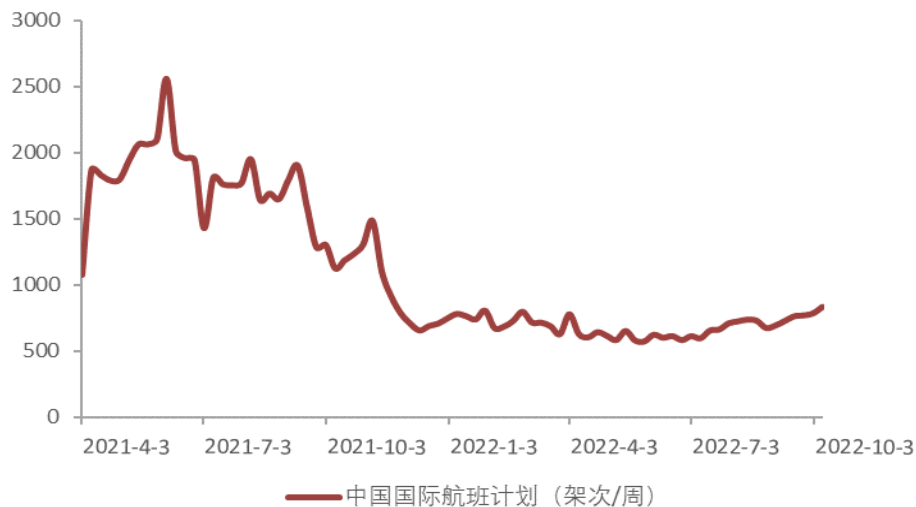
图 32：国内游人次及增速



数据来源：文旅部，西南证券整理

国际航班架次显上扬拐点。自今年 8 月开始，国际航班开始密集排布，背景是 8 月的国务院常务会议上决定有序增加国内国际客运航班，制定便利外企人员往来措施。2022 十一黄金周，中国国际航班开始出现增长趋势，10 月 1 日-10 月 8 日国际航班计划数增长至约 800 架次，预计将逐步进入上升通道，恢复增长态势。

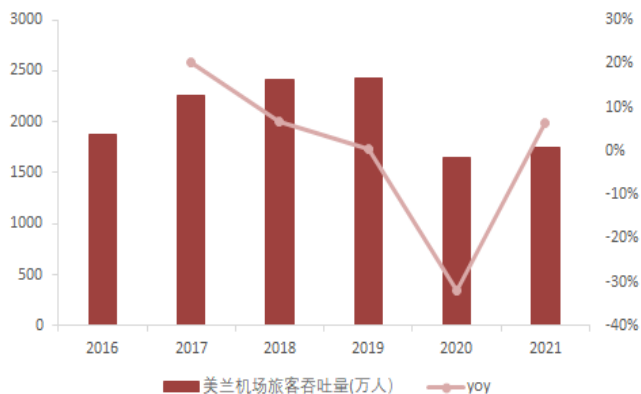
图 33：中国国际航班计划数



数据来源：wind，西南证券整理

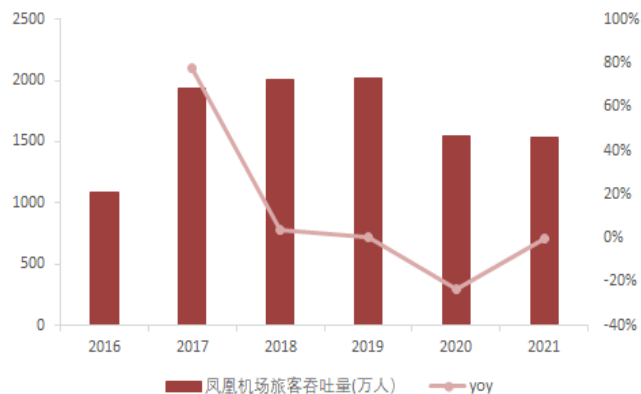
海南自身引流能力强，口岸恢复影响有限。2020 年疫情发生之后出入境受限导致境外消费大量回流，而其中大部分被离岛免税所承接。从海南两大机场来看，2019 年及之前国内及国际流动处于正常运行状态，美兰机场和凤凰机场的吞吐量都维持逐年正增长态势，体现出海南岛的自身引流能力。预计随着口岸恢复，部分离岛消费将重新转向出境消费，但随着离岛免税政策加码、商旅购物体系逐步完善，离岛免税受分流影响有限，客流仍有增长空间。

图 34：美兰机场旅客吞吐量



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 35：凤凰机场旅客吞吐量



数据来源：三亚市统计局，西南证券整理

3 全方位行业领先，规模效应凸显

3.1 国内全牌照玩家，免税龙头地位稳固

全牌照免税经营资质，全渠道布局。免税牌照分为离岛免税、市内免税、口岸免税、其他免税等，目前国内共有 7 家公司具有免税经营牌照，中国中免和王府井拿到全牌照，其他公司仅能经营其中某几类渠道，而王府井尚未有实体门店项目落地，仅有中国中免实行全渠道经营。拥有 5 家离岛免税店，在全国 100 余座城市设置了口岸免税店或市内免税店，同时还经营邮轮和机上免税店以及 9 家境外免税店。在门店数量方面中国中免遥遥领先，并且随着三亚凤凰机场免税店二期和海口国际免税城的正式营业，公司将继续扩大自己的业务版图，夯实自身在国内免税行业的领先地位。

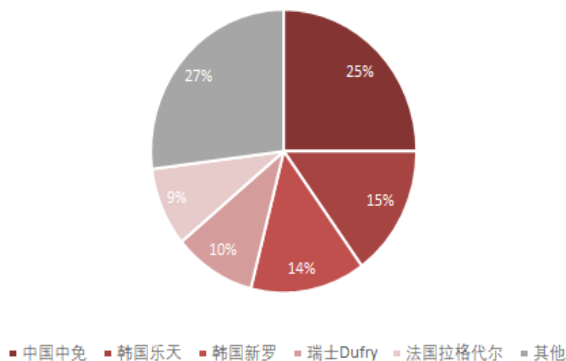
表 6：国内免税经营主体

公司	实控人	控股股东	获得牌照时间	牌照类型	门店数	免税店布局
中国中免 (包含日上、海免、港中旅)	国务院国资委	中国旅游集团	1984	全牌照	193 家	三亚国际免税城 (100%)、三亚凤凰机场免税店 (51%)、海口美兰机场免税店 (51%)、海口日月广场免税店 (100%)、琼海博鳌免税店 (100%)，分布全国 100 余个城市的各类市内、口岸免税店，以及 9 家境外免税城
海发控	海南省国资委	海南国资委	2020	离岛	2 家	三亚凤凰机场免税店 (49%)、海口美兰机场免税店 (49%)，海控全球精品免税店
海旅投	海南省国资委	海南国资委	2020	离岛	1 家	三亚海旅免税城
深免	深圳市国资委	深圳市国资委	1980	口岸、离岛	43 家	海口观澜湖免税城，全国多个城市口岸免税店
朱免	珠海市国资委	珠海市国资委	1980	口岸	20 余家	粤港澳大湾区及其他城市的出入境免税店
中出服	国务院国资委	中国医药集团	1983	口岸、离岛、市内	-	中服三亚国际免税购物公园，全国多个城市口岸及市内免税店
王府井	北京市国资委	北京首都旅游集团	2020	全牌照		尚未开店

数据来源：各公司官网，各公司公告，wind，西南证券整理

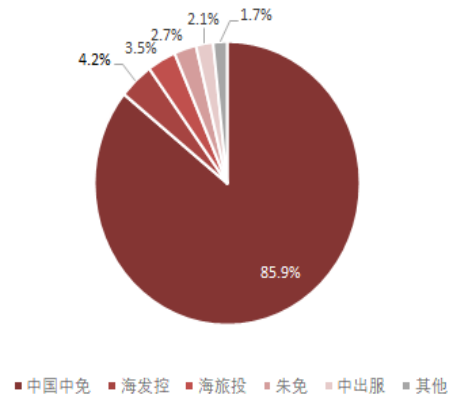
全球规模最大旅游零售商，国内免税市场市占率超 85%。2021 年公司凭借 669 亿元销售收入、25% 的市占率位列全球规模最大的旅游零售商首位，之后分别是乐天、新罗、Dufry 和拉格代尔，CR5 市占率合计 73%，市场集中度较高。国内免税市场，因牌照稀缺，行业进入门槛很高，市场高度集中，中国中免作为最早开始经营免税的公司之一，2021 年凭借 413 亿元的免税销售收入取得国内免税市场 86% 的市场占有率，保持着绝对领先地位。凭借着先发优势和稀有的全牌照资质，公司的龙头地位十分稳固。

图 36：2021 年全球旅游零售市场格局



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

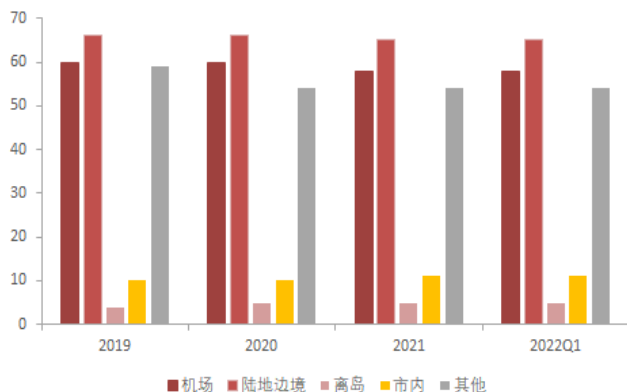
图 37：2021 年国内免税市场格局



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

国内区位优势明显，全国性布局。公司门店数处于行业领先地位，截至 2022Q1，公司共经营 123 家口岸免税店、5 家离岛免税店、11 家市内免税店和 54 家其他渠道的免税店，零售网络遍布中国 28 个省、直辖市和自治区的 100 余个城市，并且拥有 9 家海外门店。

图 38：公司各渠道门店数量（家）



数据来源：港股招股书，西南证券整理

图 39：国内门店分布



数据来源：港股招股书，西南证券整理

集中采购增厚盈利能力，SKU 上探提高客单价。公司直接从全球各大品牌进行集中采购，建立更强的议价能力。截至 2022 年 Q1，公司已拥有超过 430 家供货商，并与其前五大供应商保持长期业务关系。公司与供货商稳定的供应关系，有助于其形成稳定的 SKU 及品牌形象吸引客户长期复购，公司销售的产品超过 31.6 万个 SKU，香化涵盖了 Dior、EsteeLauder、Lancome 和资生堂等品牌，时尚品及配饰涵盖了 Cartier、Hermes 和 Prada 等顶尖的品牌。长期来看，公司经过近 40 年的发展，已经成为全球最大的旅游零售运营商，采购规模能有效提升公司议价能力，预计公司全球龙头地位将持续突出，供应链采购优势继续增强，增厚利润空间。

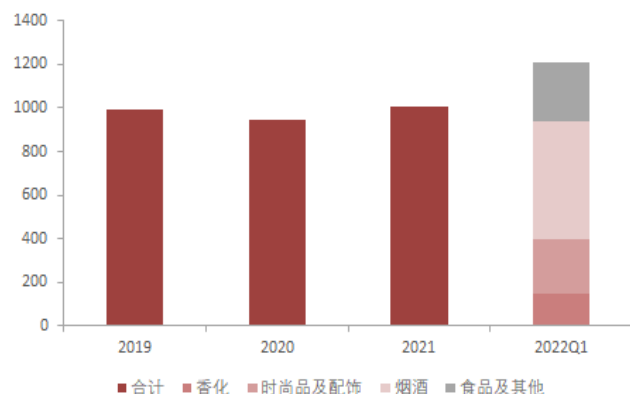
从入驻品牌来看，根据弗若斯特沙利文的资料，公司品牌资源遥遥领先其他国内免税运营商，并处于世界一流水平。截至 2022 年 Q1，公司已与全球 1200 多家知名品牌建立长期稳定合作，包括 145 个香化品牌、253 个时尚品及配饰品牌、540 个烟酒品牌和 270 个食品及其他品牌。顶奢方面，根据路透社的报道，路易威登有意扩大在中国免税市场的布局，目前正在推进三亚海棠湾免税城的新店项目，未来路易威登的入驻将对公司客单价带来新增长。

图 40：公司 2021 年前五大供应商合作情况

供应商	采购产品	采购比重	合作开始年份
供应商B	香水及化妆品	28.6%	2005
供应商D	香水及化妆品	12.9%	2005
供应商E	香水化妆品、时尚品及配饰	6.4%	2005
供应商G	化妆品	6.2%	2019
供应商H	腕表及珠宝	6.2%	2005

数据来源：港股招股书，西南证券整理

图 41：公司合作品牌数（个）



数据来源：港股招股书，西南证券整理

3.2 离岛免税为主要驱动力，发展潜力强劲

免税店数量遥遥领先，先发优势明显。海南离岛免税目前共有 10 家免税店，主要集中在三亚和海口，共由 5 家运营商经营，其中中国中免拥有最多的免税店，包括目前国内销售规模第一的购物中心三亚国际免税城。公司在海南共有 6 家离岛免税店，海发控、海旅投、深免、中出服各拥有一家，公司占有绝对领先地位，并且在三亚凤凰机场和海口美兰机场，以及琼海博鳌都有布局。

表 7：海南免税店

运营方	旗下免税店	开业时间	经营面积（平方米）	所在城市	主营产品
中国中免	三亚国际免税城	2014 年 9 月（一期） 2020 年 1 月（二期）	7.2 万（一期） 6.5 万（二期）	三亚	一期共经营 642 个零售品牌，涵盖 30 类免税商品类别；二期经营约 66 个零售品牌，分为四个主题区域
	三亚凤凰机场免税店	2007 年 8 月	800	三亚	涵盖化妆品、香水、太阳镜、箱包、珠宝首饰、进口酒类等品类
	海口美兰机场免税店	2011 年 12 月	8631	海口	以化妆品、香水、手机、手表、箱包、酒水、糖果为主
	海口美兰机场 T2 航站楼免税店	2021 年 12 月	9313	海口	涵盖香化、首饰、酒类、食品、电子产品等品类
	琼海博鳌免税店	2019 年 1 月	4200	琼海	超百个国际知名品牌，涵盖香化、箱包、手表、首饰等品类
	海口日月广场免税店	2018 年 1 月	2.2 万	海口	涵盖香化、精品、食品百货等 38 大类免税商品
海发控	海控全球精品免税城	2021 年 1 月	3.9 万	海口	香化、酒水、美妆、轻奢箱包、电子产品等品类
海旅投	三亚海旅免税城	2020 年 12 月	9.5 万	三亚	引进超 884 个国际知名品牌，涵盖手表、首饰、箱包、香水等品类
深免	海口观澜免税城	2021 年 1 月	2 万	海口	腕表珠宝、美妆香化、时装配饰、品牌名酒、进口食品、电子产品等
中出服	中服三亚国际免税购物公园	2020 年 12 月	1.5 万	三亚	国际顶尖奢侈品牌、体育用品、瓷器等首次引入海南免税市场的产品

数据来源：各公司官网，各公司公告，西南证券整理

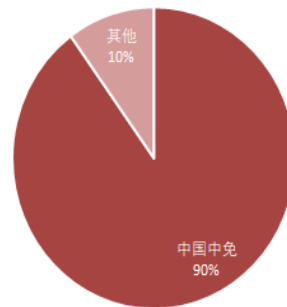
地理位置优越，海南免税市场占有率一骑绝尘。公司在海南岛拥有 6 家免税店，主要分布于三亚和海口，占据了三亚凤凰机场和海口美兰机场两大机场，另外拥有唯一一家三亚和海口之外的免税店——琼海博鳌免税店。2021 年以营业收入计算，公司占据海南免税市场 90% 的市场份额，而其他经营商合计占据剩下的 10%，公司在离岛免税市场具有绝对的领先地位。

图 42：海南免税店地图（深色为中免旗下）



数据来源：百度地图，西南证券整理

图 43：2021 年海南免税市场格局



数据来源：弗若斯特沙利文，西南证券整理

全球最大单体免税店即将建成开业，离岛免税霸主地位难以撼动。三亚国际免税城是目前国内销售规模最大的购物中心，并且仍保持着高速增长，销售收入从 2019 年 104.6 亿元增长至 2021 年 348.1 亿元，CAGR 为 82.4%。2021 年日均销售收入超过 9540 万元，十一黄金周期间日均接待游客数量超 2.1 万人次，日均销售收入超 1.7 亿元。2019 年 8 月，海口国际免税城开始动工建设，建成后将会是世界上最大的单体免税店，销售面积约 15 万平方米，将于 2022 年 10 月 28 日正式开业。海口免税店建成营业后将更加巩固公司在离岛免税的领先地位，同时占据三亚和海口两大主要旅游城市的免税市场，带来新的营收增长曲线。

海口国际免税城总投资 50 亿元人民币，旨在打造一个以免税业务为核心，涵盖有税零售、餐饮、娱乐、休闲、酒店等其他业务协同发展的旅游零售综合体，包含如世界独家定制的拟真 WETA 主题中庭、世界最大威士忌博物馆之一、世界首家融合文创零售以及收藏与拍卖的茅台体验店、世界旅游零售场景中的首家国潮美容馆等，有望成为一个具有全球影响力的地标性项目。

图 44：三亚国际免税城一期外观



数据来源：公司公告，西南证券整理

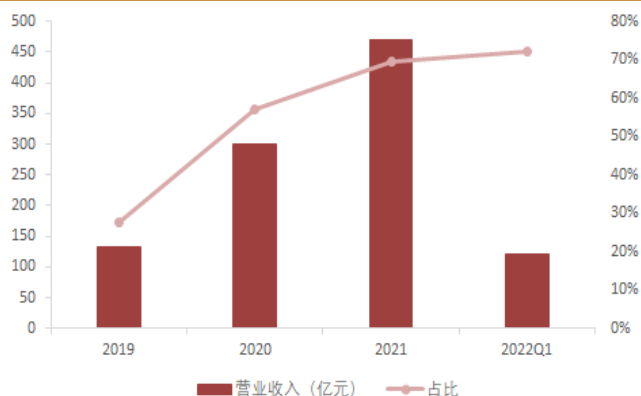
图 45：海口国际免税城概念图



数据来源：微信公众号，西南证券整理

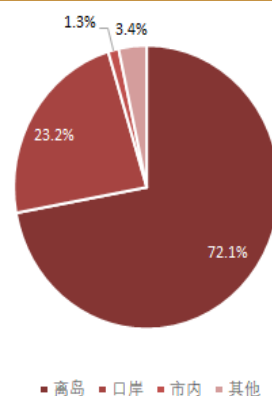
离岛营收高速增长，占比逐步扩大。公司离岛免税业务营收保持稳定高增态势，从 2019 年 132.5 亿元增长至 2021 年 470.6 亿元，CAGR 达到 88.5%。受益于出境限制导致的消费回流，口岸免税消费大量转移至海南离岛免税，公司离岛营收占比从 2019 年 27.6% 增长至 2022Q1 的 72.1%，已超过口岸免税（23.2%）成为公司最大的营收贡献来源。

图 46：公司离岛免税营业收入&占比



数据来源：港股招股书，西南证券整理

图 47：2022Q1 各渠道营收占比

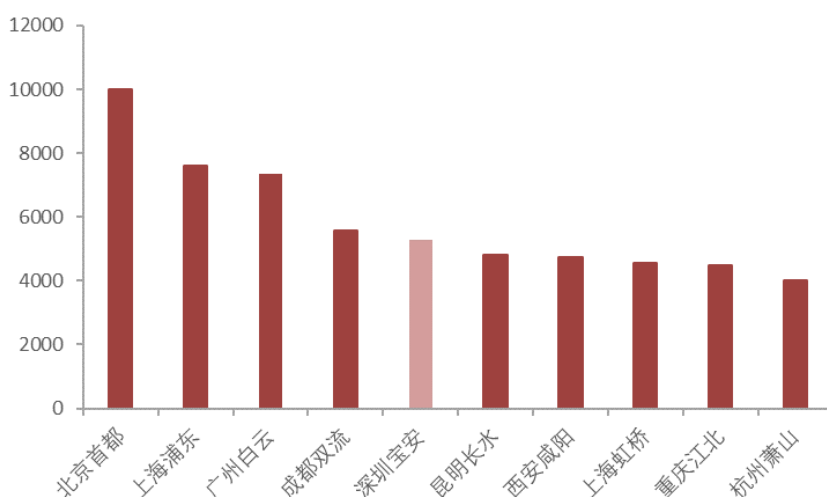


数据来源：港股招股书，西南证券整理

3.3 口岸免税短期承压，有税业务冲淡线下客流影响

机场口岸免税市场公司占据绝对主导地位。公司在全国吞吐量排名前十机场中的 9 家机场都开设了免税门店，拥有多家免税店特许经营权。2019 年爆发新冠疫情之前，出境旅客吞吐量排名国内前三的北京首都国际机场、上海浦东国际机场和广州白云国际机场，加上上海虹桥国际机场，以上四处机场服务出境旅客占同年自中国经机场出入境旅客总数的 50% 以上，公司在前三大机场的免税店特许经营权帮助公司占据了绝大部分市场份额。

图 48：2019 年国内机场吞吐量排行（万人次）

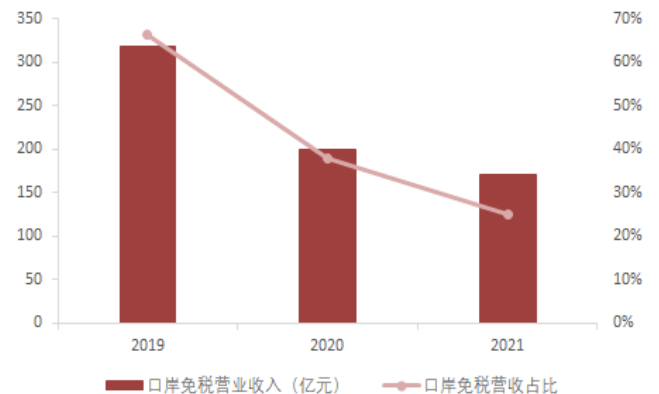


数据来源：中国民航局，公司公告，西南证券整理（浅色为公司未设门店）

疫情下口岸免税营收有所承压。疫情下民航客运量承压较为明显，2021 年国内航线、国际航线月均客运量分别为 3658.4 万人、12.3 万人，仅为 2019 年水平的 75%、2%，国际航线的低迷使得公司口岸免税业务营收承压。公司 2019 年口岸免税店营收达到 318.4 亿元，营收占比为 66.3%，而 2021 年口岸免税店营收降至 170.1 亿元，营收占比降低至 25.1%。预计随后续疫情缓解，口岸免税业务将逐步恢复，营收缺口修复将带来公司除离岛免税外新增长点。

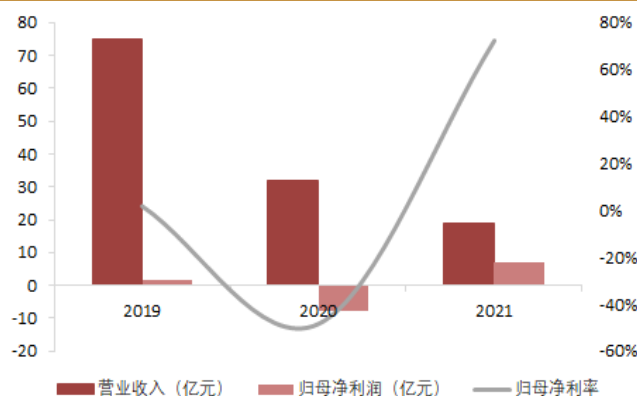
图 49：国内&国际民航客运量（万人次）


数据来源：港股招股书，西南证券整理

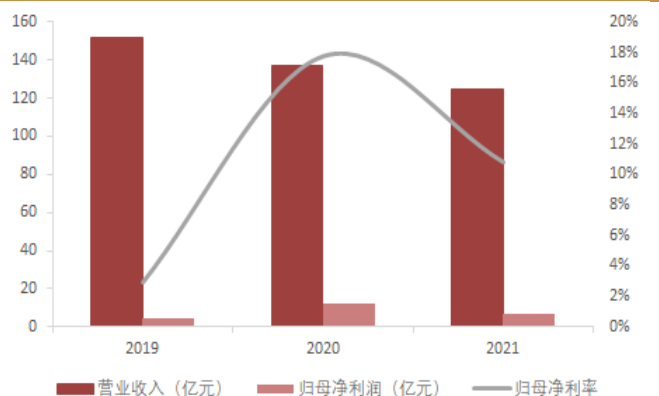
图 50：口岸免税营收及占比


数据来源：港股招股书，西南证券整理

日上上海，日上中国受疫情影响明显。北京首都、上海浦东两大机场为我国国际客流最大机场，2019 年日上中国/日上上海收入分别达到 74.8/ 151.5 亿元，使得公司实现口岸免税收入 318.4 亿元，营收占比为 66.3%。疫情以来，2021 年日上中国/日上上海收入降低至 19.1/124.9 亿元，使得公司口岸免税收入有所下滑。公司通过日上 app 和小程序等线上平台，大力发展有税业务，部分冲淡线下客流不振所带来的影响。

图 51：日上中国营收及归母净利润


数据来源：港股招股书，西南证券整理

图 52：日上上海营收及归母净利润


数据来源：港股招股书，西南证券整理

线上渠道减少客流依赖。公司自 2020 年 2 月起就滞销库存免税品缴纳税款，并通过线上渠道销售。此外，公司利用有利的海南离岛免税政策，推出了针对于过去 180 日内曾到访海南的顾客的专门线上平台，在便利了客户购物的同时也对旅游零售业下顾客的旅途消费紧密跟踪。公司将线上订购及销售的免税商品归类为免税线上销售，将线上订购及销售的有税商品归类为有税线上销售。

公司通过启动“cdf 会员购”等线上平台、采取线上预购服务等创新销售模式，部分抵消客流下降以及门店歇业的影响。即使 2020 及 2021 年面临疫情期间国际旅客人数锐减的情况，公司同年的收入和利润均保持增长，2022 年第二季度，公司线上平台订单数量较去年同期增加超过 80%，线上业务有望保持高增。

图 53：公司自有线上渠道 cdf 会员购

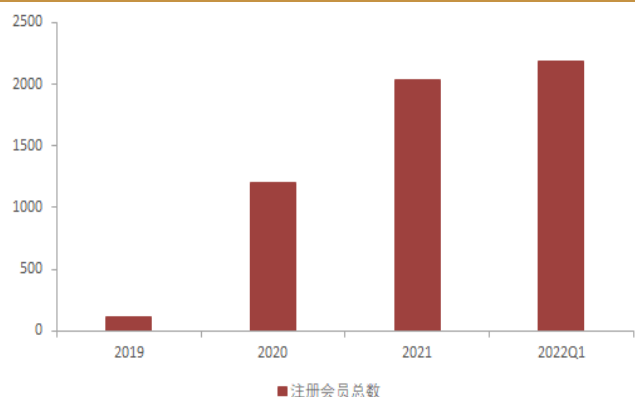


数据来源：公司官网，西南证券整理

线上布局驱动有税业务实现高增。新冠疫情加快了公司数字战略的部署，公司通过整合会员体系，并部署大数据分析以了解客户行为及进一步运营效率，公司线上渠道业务发展表现优秀。自有平台 cdf 会员购注册会员数自 2019 年的 120 万人增长至 2022 年 Q1 的 2190 万人，CAGR 达到 311.3%。

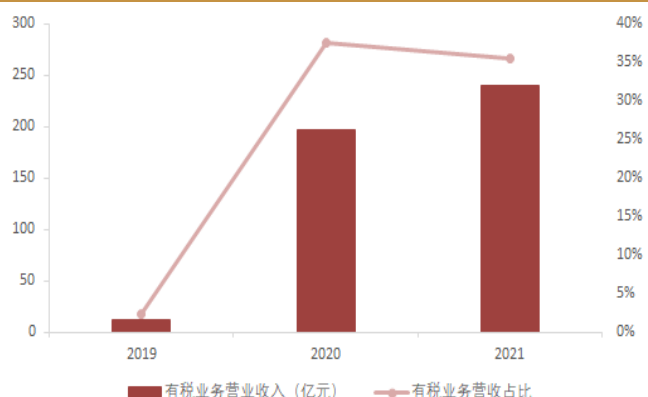
从线上渠道的结构来看，2019 年，公司线上销售所得收入规模较小；2021 年，免税线上销售收入为 82.8 亿元，而有税线上销售收入为 235.8 亿元；截至 2022 年 Q1，免税线上销售收入为 19.8 亿元，而有税线上销售收入为 52.1 亿元。线上渠道已经发展为主要由有税业务构成，公司有税业务也自 2019 年的 11.5 亿元提升至 2021 年的 240.1 亿元，营收占比自 2.4% 提升至 35.5%，有望带给公司新的增长动力。

图 54：公注册会员数（万人）



数据来源：公司官网，西南证券整理

图 55：公司有税业务营收及占比



数据来源：港股招股书，西南证券整理

租金调整协议有望带来边际改善。疫情下机场出入境客流低迷，国际客流数仅为 2019 年同期水平的 2% 左右，口岸免税业务承压。对此公司陆续与北京首都机场、上海机场、广州白云机场等签订租金调整协议，以此确保口岸免税业务的利润空间：

上海机场：公司与上海机场于 2021 年重新签订免税店项目经营权转让合同补充协议，修改后租金以月实际国际客流为划分标准，以此前保底租金作为封顶。1) 若当月国际客流量少于 2019 年同期国际客流的 80%，则月实际销售提成=人均贡献 x 月实际国际客流 x 客流调节系数 x 面积调节系数；2) 若月国际客流大于等于 80%，则按照当年保底销售提成/12 个月收取租金。

广州白云机场：公司子公司与广州白云机场于 2022 年 6 月签署进出境免税项目经营合作补充协议。1) 对原协议的月保底销售额设置月客流比例系数和月实际开业面积系数；2) 当上年度国际客流量/2019 年国际客流<0.8 时，执行上年度月保底销售额基数，当>=0.8 时执行原协议中的递增条款；3) 延长入境免税店项目租赁期至 2029 年。

多个国家和地区出入境政策放宽，国际客流有望恢复。随新冠肺炎疫苗接种普及、检测效率提高、特效药推出等，全球多个国家在 2022 年针对出入境政策有所放宽，国际航班客运量有所回暖。预计后续全球整体出入境管控力度将持续放松，国际客流进入恢复通道。

日上中国营收与线下客流关联度较高，疫情以来营收自 2019 年的 74.8 亿元降低至 2021 年的 19.1 亿元，后续随国际客流恢复叠加电商业务增长，预计 2023 年营收有望实现正增长至 30 亿元；日上上海在疫情后因线下客流较少，所以营收主要由线上流量驱动，与线下客流相关度较低，假设随后续客流恢复，预计 2023 年营收增长至 140 亿元左右；其他口岸免税预计在出入境政策逐渐放宽，跨境客流恢复情况下，恢复正增长。总体来看，2023 年公司口岸免税营收规模预计将正增长至 180 亿元水平，与 2020 年相比有所改善。

表 8：多个国家/地区出入境政策逐渐放宽

时间	区域/国家	政策
2022 年 3 月 1 日	意大利	所有非欧盟旅客抵达后，凡接种疫苗的旅客，无需提供核酸阴性证明
2022 年 3 月 18 日	英国	取消所有疫情出入境限制，包括入境前后新冠病毒检测及入境后自我隔离政策
2022 年 4 月 22 日	柬埔寨	未接种新冠疫苗旅客，隔离期由 14 天缩短至 7 天
2022 年 5 月 1 日	马来西亚	取消对已全程接种新冠疫苗游客的检测和入境隔离规定

时间	区域/国家	政策
2022 年 5 月 2 日	希腊	只要流行病学数据允许, 所有抵达旅客戴口罩即可通关, 无需核酸证明
2022 年 6 月 12 日	美国	搭乘飞机入境不再需要行前核酸检测、抗原检测或 90 天内新冠康复证明等
2022 年 7 月 6 日	澳大利亚	入境国际旅客取消新冠疫苗接种限制
2022 年 8 月 29 日	新加坡	取消绝大部分入境限制政策, 已完成疫苗接种人员, 入境后无需进行核酸检测, 未完成接种人员, 入境前天内拿到核酸检测阴性报告, 即可免除隔离
2022 年 9 月 20 日	内地	21 日起, 由澳门飞往内地, 从 24h 核酸放宽至 7 天核酸
2022 年 9 月 22 日	台湾	预计 10 月 13 日, 放宽入境人员居家检疫, 调整为 7 天自主防疫
2022 年 9 月 22 日	日本	10 月 11 日起, 取消每天 5 万人的入境人数限制; 恢复免签国家的免签入境待遇; 放开外国人入境自由行政
2022 年 9 月 24 日	澳门	澳门特区行政长官贺一诚称, 10 月底/11 月初有望恢复内地旅行团赴澳签注, 首先开放广东, 随后延伸至浙江、江苏、福建、上海
2022 年 9 月 30 日	韩国	10 月 1 日起, 入境人员无需进行首日核酸检测, 所有入境防疫措施均被解除
2022 年 10 月 1 日	泰国	新冠肺炎降为地方传染病, 取消所有与新冠疫情相关政策, 入境政策恢复至疫情前
2022 年 10 月 1 日	加拿大	取消所有入境防疫限制
2022 年 10 月 4 日	香港	取消本地机组人员闭环管理安排, 飞往外地可外出活动, 回港后维持蓝码, 回港后需连续 5 天进行核酸检测; 立法会议员田北辰透露政府最早于 10 月第 2 周, 最迟第 3 周公布 “0+0” 政策

数据来源: 环球旅讯, 西南证券整理

3.4 市内免税蓝海市场, 未来空间值得期待

市内免税政策频出, 有望形成高增。市内免税指的是在城市商圈内的免税店进行免税购物, 相较于机上免税、机场免税, 市内免税店购物体验、时间和购物方式更为灵活, 租金成本方面, 市内免税店租金成本在 10-20% 之间, 机场免税店的租金成本明显更高, 一般达 40% 以上, 因此市内免税在价格、体验上具有明显优势。4 月 25 日, 国务院办公厅发布《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》, 其中提到: “完善市内免税店政策, 规划建设一批中国特色市内免税店。” 据统计, 这是 2020 年以来国家第 5 次明确表示, 要发展一批中国特色市内免税店。

表 9: 2020 年以来市内免税政策调整

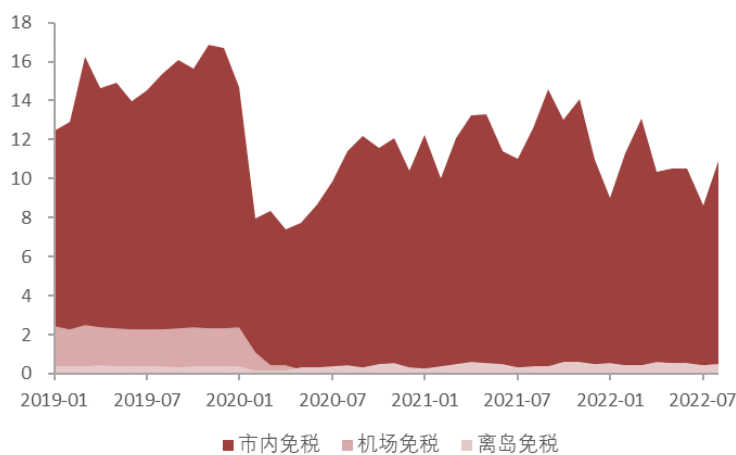
颁发时间	颁发部门	政策文件	政策内容
2020 年 2 月	发改委	《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持, 在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2021 年 3 月	国务院	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策, 规划建设一批中国特色市内免税店。
2021 年 10 月	中国中央、国务院	《成渝地区双城经济圈建设规划纲要》	支持符合条件的地区建设市内免税店、口岸免税店、离境提货点。优化离境退税服务, 促进国际消费便利化。
2022 年 1 月	发改委	《“十四五”现代流通体系建设规划》	完善市内免税店政策, 规划建设一批中国特色市内免税店。
2022 年 4 月	国务院办公厅	《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。

数据来源: 政府网站, 西南证券整理

韩国市内免税占比超 90%。1979 年，韩国就率先推出市内免税店政策，旅客凭借护照和出境机票可在市内店购货，并在指定的保税区域（机场及港口取货处）领取。此后，随着牌照的放开与免税限额的提升，韩国市内免税店得到了极大的发展。与我国市内免税店主要服务于出境的外国人和港澳台旅客不同，韩国的市内免税店主要消费群体为准备出国的本国人或外国人，在经营过程中还通过“线下店+线上商城”、“市内购买+机场提货”、办理会员卡、“当天购”服务等方式来吸引消费者，提升他们的购物体验。得益于此，韩国市内免税店的销售额年均复合增速高达 30%，远超口岸店的 5%，2019 年韩国市内免税店销售规模占比为 84.6%，截至 2022 年 8 月，韩国市内免税店销售规模占比已提升至 92.8%。

对比韩国免税市场结构，我国市内免税占比基数仍处于较低水平，预计后续市内免税空间释放后，将形成免税行业新引擎，目前公司已在北京、上海、青岛、厦门、大连开有 5 家市内免税店，未来有望充分享受发展红利。

图 56：韩国免税市场格局（亿美元）



数据来源：KDFA，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：海南客流保持稳定恢复，2022-2024 年海南接待过夜旅客数量分别为 6000 万人、6300 万人、6700 万人。

假设 2：海口国际免税城按期准时开业，营收符合预期，签约品牌按计划入驻，一线大牌提高客单价，2022-2024 年人均消费分别为 8000 元、10000 元、12000 元；

假设 3：受疫情影响，线下客流减少，公司大力发展线上有税业务，致使毛利率下滑，预计随着客流逐步恢复，线下免税业务重回正增长，带动毛利率提升，2022-2024 年毛利率分别为 33%、34%、35%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入如下表：

表 10：分业务收入及增速

单位：百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
三亚市内	收入	35509.00	34500.00	43470.00	55641.60
	增速	66.58%	-2.84%	26.00%	28.00%
海口市内	收入		3500.00	16000.00	20000.00
	增速			357.14%	25.00%
日上（上海）	收入	12490.72	11500.00	14000.00	16100.00
	增速	-9.02%	-7.93%	21.74%	15.00%
日上（中国）	收入	1906.79	2000.00	3200.00	3600.00
	增速	-40.45%	4.89%	60.00%	12.50%
海免	收入	15962.50	10000.00	15500.00	23250.00
	增速	61.05%	-37.35%	55.00%	50.00%
其他	收入	1806.51	2000.00	3100.00	4650.00
	增速	-59.29%	10.71%	55.00%	50.00%
合计	收入	67675.52	63500.00	95270.00	123241.60
	增速	28.67%	-6.17%	50.03%	29.36%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

公司作为国内免税行业龙头，充分享受政策红利，市占率领先地位稳固，全渠道免税经营向好，中长期发展动力充足。当前公司 PE-TTM 为 46.98 倍，因为目前 A 股暂无其他可比上市免税公司，故选取其他市场上市免税公司进行对比：瑞士旅游免税零售巨头 Dufry (DUFN.SW)、韩国新罗免税店 (008770.KS)。

考虑到公司海口国际免税城开业在即，将带来全新的营收增量，加之公司在离岛和口岸等各免税渠道的全方位领先地位，全球市占率逐渐提升，给予一定龙头溢价，结合公司历史估值水平，给予公司 2023 年 38 倍 PE，对应目标价 256.5 元，维持“买入”评级。

表 11：可比公司估值（截至 2022 年 10 月 17 日）

证券代码	可比公司	股价	EPS				PE（倍）			
			21A	22E	23E	24E	21A	22E	23E	24E
DUFN.SW	Dufry	31.87	-4.80	-2.78	0.80		-7.01	-12.10	42.08	
008770.KS	韩国新罗	73500.00	0.62	1.11	2.82		83.43	46.85	18.47	
平均值							38.21	17.38	30.28	

数据来源：Yahoo Finance，西南证券整理（Dufry 股价&EPS 单位为瑞士法郎，韩国新罗股价&EPS 单位为韩元）

图 57：公司近三年 PE/PB-Band（截至 2022 年 10 月 17 日）



数据来源: wind, 西南证券整理

5 风险提示

疫情影响反复、新开设门店经营不及预期、免税政策变动、行业竞争加剧。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	67675.52	63500.00	95270.00	123241.60	净利润	12364.63	11617.96	17878.45	23170.32
营业成本	44882.36	42545.00	62878.20	80107.04	折旧与摊销	479.75	479.72	479.72	479.72
营业税金及附加	1839.44	1469.22	2292.33	2991.47	财务费用	-42.52	-73.60	-167.39	-167.23
销售费用	3860.94	3492.50	5716.20	8626.91	资产减值损失	-498.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	2249.86	2159.00	3143.91	3943.73	经营营运资本变动	-5517.13	-1326.14	-3763.41	-3422.68
财务费用	-42.52	-73.60	-167.39	-167.23	其他	1543.02	-82.92	-749.97	388.81
资产减值损失	-498.93	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	8328.82	10615.01	13677.41	20448.94
投资收益	162.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1986.65	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-330.88	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-2317.53	0.00	0.00	0.00
营业利润	14804.47	13907.88	21406.75	27739.68	短期借款	-6.03	-411.34	0.00	0.00
其他非经营损益	-3.06	-0.31	-4.89	-3.06	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	14801.40	13907.57	21401.86	27736.62	股权融资	-111.77	116.38	0.00	0.00
所得税	2436.77	2289.62	3523.41	4566.31	支付股利	-1952.48	-1930.75	-1814.15	-2791.73
净利润	12364.63	11617.96	17878.45	23170.32	其他	-1746.77	-870.09	167.39	167.23
少数股东损益	2710.89	2547.19	3919.78	5080.00	筹资活动现金流净额	-3817.04	-3095.79	-1646.77	-2624.50
归属母公司股东净利润	9653.74	9070.77	13958.67	18090.32	现金流量净额	1997.85	7519.22	12030.64	17824.44
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	16856.20	24375.42	36406.06	54230.50	成长能力				
应收和预付款项	1292.00	1548.56	2146.17	2769.96	销售收入增长率	28.67%	-6.17%	50.03%	29.36%
存货	19724.70	18736.93	28801.08	36304.42	营业利润增长率	52.72%	-6.06%	53.92%	29.58%
其他流动资产	668.79	627.53	941.49	1217.92	净利润增长率	68.54%	-6.04%	53.89%	29.60%
长期股权投资	991.69	991.69	991.69	991.69	EBITDA 增长率	57.71%	-6.09%	51.73%	29.16%
投资性房地产	1196.81	1196.81	1196.81	1196.81	获利能力				
固定资产和在建工程	4733.24	4602.70	4472.17	4341.63	毛利率	33.68%	33.00%	34.00%	35.00%
无形资产和开发支出	3223.78	2955.84	2687.90	2419.96	三费率	8.97%	8.78%	9.12%	10.06%
其他非流动资产	6786.51	6705.26	6624.01	6542.77	净利率	18.27%	18.30%	18.77%	18.80%
资产总计	55473.73	61740.75	84267.40	110015.66	ROE	35.54%	25.71%	29.18%	28.38%
短期借款	411.34	0.00	0.00	0.00	ROA	22.29%	18.82%	21.22%	21.06%
应付和预收款项	11022.72	10357.85	15558.52	19859.16	ROIC	78.27%	61.49%	78.04%	79.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	22.52%	22.54%	22.80%	22.76%
其他负债	9248.28	6186.12	7447.80	8516.85	营运能力				
负债合计	20682.34	16543.98	23006.32	28376.01	总资产周转率	1.39	1.08	1.30	1.27
股本	1952.48	2068.86	2068.86	2068.86	固定资产周转率	39.42	35.71	57.83	81.24
资本公积	1870.30	1870.30	1870.30	1870.30	应收账款周转率	576.79	330.71	331.26	351.42
留存收益	26397.81	33537.83	45682.35	60980.94	存货周转率	2.48	2.12	2.60	2.45
归属母公司股东权益	29618.80	37476.99	49621.51	64920.10	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	105.47%	—	—	—
少数股东权益	5172.60	7719.78	11639.56	16719.55	资本结构				
股东权益合计	34791.39	45196.78	61261.07	81639.65	资产负债率	37.28%	26.80%	27.30%	25.79%
负债和股东权益合计	55473.73	61740.75	84267.40	110015.66	带息债务/总负债	1.99%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.25	3.48	3.51	3.81
					速动比率	1.10	2.04	2.03	2.34
					股利支付率	20.23%	21.29%	13.00%	15.43%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	15241.70	14314.01	21719.08	28052.18	每股收益	4.67	4.38	6.75	8.74
PE	40.06	42.63	27.71	21.38	每股净资产	14.32	18.11	23.98	31.38
PB	13.06	10.32	7.79	5.96	每股经营现金	4.03	5.13	6.61	9.88
PS	5.71	6.09	4.06	3.14	每股股利	0.94	0.93	0.88	1.35
EV/EBITDA	22.34	24.65	15.69	11.51					
股息率	0.50%	0.50%	0.47%	0.72%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrlyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广州销售负责人、销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyx@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn