

中国中免 (601888)

高筑墙广积粮卡位关键流量归口，后疫情时代的免税霸主

买入 (上调)

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	52,597	67,669	81,969	117,868
同比	8%	29%	21%	44%
归属母公司净利润 (百万元)	6,140	9,592	11,250	15,381
同比	33%	56%	17%	37%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	3.14	4.91	5.76	7.88
P/E (现价&最新股本摊薄)	50.72	32.47	27.68	20.25

投资要点

- **中国旅游零售行业顺应消费回流大趋势，潜在规模数千亿级别，中国中免龙头格局未变：**作为旅游零售龙头，中免主要客群为中国出境游群体及海南赴岛游客。疫情前，这两个群体年化客群数量分别为 1.6 亿和 8000 万人量级；超 4300 亿人民币规模中国居民奢侈品消费外流。两年疫情过后，离岛免税崛起，中免逆势成为世界第一大旅游零售商。供应链持续迭代，运营能力不断优化。
- **海口国际免税城及三亚免税城三期 2022/2023 年陆续投入运营，中免离岛免税份额有望继续提升：**2020 年新发离岛免税牌照门店陆续开出，2021 年中免离岛免税份额承压。但 2022/2023 年进入中免标杆项目集中落地周期。海棠湾聚集高端旅游度假需求，海口国际免税城截流轮渡上岛旅客。两大标杆项目落地后，中免在海南运营门店面积从全岛免税商的 53.1%重回 80.1%。我们看好中免在标杆项目落地后离岛份额的持续提升。
- **展望疫后复苏，短中期看赴岛游，中长期看国际游，旅游消费恢复有望进一步解放旅游零售消费潜力，中免占据离岛及口岸流量或成最大受益方：**离境免税层面：中免占据 70%以上机场口岸国际客流量（以 2019 年国际客流量计）；离岛免税层面：卡位 2021 年 90%以上进出海南岛客流。受疫情影响国际客流量下滑 90%以上，进出岛客流也受散点疫情压制。我们认为疫后复苏是中免未来 3 年主线投资机会。
- **旅游零售企业核心竞争力分析框架：**将旅游零售企业的核心运营参数客流量×到店率×转化率×复购率×单件均价×连带率拆解到流量、体量和运营三项硬实力。看好中免在聚集流量、体量大幅领先的优势中通过持续迭代运营能力，稳固领先优势。
- **盈利预测与投资评级：**鉴于免税政策仍有空间，疫情管控放开、国际航线的恢复有利于免税行业市场规模扩张再次提速；中免市场地位稳固，新增离岛免税标杆店将在 2022/2023 年集中投入运营，重新进入市场份额提升通道。预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 112.5/153.8/173.1 亿元，对应 PE 为 28/20/19 倍，作为全球规模领先的旅游零售龙头估值合理偏低，上调至“买入”评级。
- **风险提示：**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险；地区冲突恶化影响国际关系进而出现政策风险；免税政策落地不达预期的风险；行业竞争加剧风险。

2022 年 04 月 13 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

证券分析师 张家璇

执业证书：S0600520120002

zhangjx@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	171.72
一年最低/最高价	156.10/344.54
市净率(倍)	11.65
流通 A 股市值(百万元)	335,279.10
总市值(百万元)	335,279.10

基础数据

每股净资产(元,LF)	14.74
资产负债率(% ,LF)	33.27
总股本(百万股)	1,952.48
流通 A 股(百万股)	1,952.48

相关研究

《中国中免(601888)：2021 三季报点评：首都机场租金减免落地，促销压制毛利率表现》

2021-11-03

《中国中免(601888)：2021 半年报点评：海南地区环增 18%，折扣压制毛利率表现，业绩符合预期》

2021-09-01

内容目录

1. 中国中免：从统领全国到市场化竞争，疫后恢复核心主力	6
1.1. 发展历程：树大根深，享受免税行业发展红利	6
1.1.1. 阶段一：1979-2009，中国免税 22 年启程，2009 年整体上市	6
1.1.2. 阶段二：2010-2017，离岛免税购物政策试点，中免三亚店成最大受益者	7
1.1.3. 阶段三：2017-2020，免税业务加速并购持续放量，剥离旅行社业务专注免税	8
1.1.4. 阶段四：2020 至今，新冠疫情来临，离岛免税政策进一步放开	9
1.1.5. 总结：38 年峥嵘岁月，外部环境和政策不断变化，中免将变革精神植入血液	11
1.2. 公司业务模式及构成：离境、离岛免税齐头并进，线上为辅高度融合线下	13
1.3. 疫情加速中免线上布局，探索旅游零售新模式	15
1.4. 央企背景股权结构稳定，管理层深耕免税行业多年	17
2. 免税行业：潜在规模数千亿人民币的成长期行业	18
2.1. 市场规模：目标客群旅游支出万亿级别，旅游零售潜在规模数千亿	18
2.1.1. 目标消费群体：1.6 亿出境游，8000 万赴岛游	18
2.1.2. 潜在市场规模：海外奢侈品消费数千亿人民币回流空间	20
2.2. 竞争格局：中国中免世界领先，独领一超多强	23
2.2.1. 全球市场：政策鼓励叠加疫情压制，中免逆袭全球第一	23
2.2.2. 中国免税市场：多形式免税店逐步放开，政策引导有序竞争	24
2.3. 口岸免税：规模与国际通航共振，中免占据先发优势	26
2.3.1. 机场流量格局：国际客流基本由中免占据	26
2.3.2. 口岸免税受疫情影响严重，机场陆续与免税商商定补充协议	27
2.3.3. 上海机场与日上签订补充协议：“流量挂钩+封顶”模式详解	29
2.4. 离岛免税：中免占据最佳流量位，运营面积占全岛一半以上	32
2.4.1. 助力海南自由贸易港建设，离岛免税先试先行	32
2.4.2. 海棠湾聚集中高端客流，海口国际免税城截流轮渡旅客	34
2.4.3. 看好中免两大标杆在建免税项目投运后离岛免税市场份额提升	36
2.5. 市内免税店：免税购物场景延伸有望带来新增量	38
3. 核心竞争力：流量归口与全场景卡位，体量与运营能力引领行业	39
3.1. 旅游零售企业竞争力分析框架	39
3.2. 流量优势：全场景卡位布局尽揽千帆	39
3.3. 体量优势：全球免税采购规模独占鳌头	42
3.4. 运营优势：线上线下融合优化会员体验，奢品销售未来可期	42
4. 疫后复苏展望：道路曲折，前途光明，中免或成最大赢家	43
4.1. 短中期看国内游复苏：海南离岛免税销售有望持续增长	43
4.2. 中长期看国际旅游复苏：出境游黎明前夕	45
5. 财务分析及业务展望	47
5.1. 财务分析：机场合同重谈改善销售费用率，营业利润率逆势上涨领先同业	47
5.2. 业务展望：岛内扩容或将支撑离岛免税持续增长，疫后恢复有望显著催化离境免税复苏	48
6. 盈利预测与投资建议	51
6.1. 盈利预测	52
6.2. 投资建议	53
7. 风险提示	53

图表目录

图 1: 国家免税政策变迁与中免发展历程对照.....	6
图 2: 2012-2021 年海南离岛免税销售额	7
图 3: 2014-2021 年 H1 中免三亚市内免税店营业额	7
图 4: 并购日上中国、日上上海后营业收入持续提升.....	9
图 5: 自离岛免税新政实施以来, 离岛免税月销售额在疫情可控的月份稳健增长.....	9
图 6: 2020 年以来离岛免税节假日销售屡创新高.....	10
图 7: 2020 年 H2 起, 三亚海棠湾贡献最多的收入.....	10
图 8: 2020 年 H2 起, 三亚海棠湾贡献最多的利润.....	10
图 9: 中免剥离旅行社业务后, 旅游零售业务持续扩张.....	11
图 10: 公司季度收入在疫情下保持基本稳健增长.....	12
图 11: 中国中免业务模式简图	13
图 12: 中免主要零售网络图示.....	13
图 13: 2018-2020 年公司渠道收入结构多点开花(单位: 亿元人民币)	14
图 14: 中免 2019-2021 年 H1 收入结构	16
图 15: 公司股权架构(截至 2021 年 11 月): 中国旅游集团控股.....	17
图 16: 2017-2021 年出境游人数	19
图 17: 2017-2021 年赴海南岛旅游人数	19
图 18: 2019 年国人出境游支出为 8828 亿元人民币.....	19
图 19: 2021 年国人赴岛游支出为 1384 亿元人民币.....	19
图 20: 免税渠道在 80、90 后中消费倾向更高(单位: %)	20
图 21: 2019 和 2021 年全球奢侈品消费结构(按国籍)	20
图 22: 2019 和 2021 年全球奢侈品消费结构(按地域)	20
图 23: 预期 2025 年中国本土奢侈品销售规模为 6327~7213 亿人民币	21
图 24: 预期 2025 年中国人为全球最大奢侈品消费群体.....	22
图 25: 预期 2025 年中国为全球最大奢侈品销售区域.....	22
图 26: 韩国免税购物人数: 疫情后外籍锐减.....	22
图 27: 2021 年外籍贡献韩国免税销售额 90%以上销售额	22
图 28: 弗若斯特沙利文预计 2025 年中国大陆旅游零售市场规模达到近 3500 亿人民币.....	23
图 29: 全球免税行业玩家.....	24
图 30: 口岸免税高景气度被疫情暂时中断.....	27
图 31: 上海浦东机场国际旅客吞吐量受疫情影响断崖式下跌.....	28
图 32: 北京首都机场国际旅客吞吐量受疫情影响断崖式下跌.....	28
图 33: 疫情前, 首都、浦东两大机场与免税相关的收入逐年增长, 受疫情影响巨大.....	28
图 34: 原合同约定的保底金额.....	29
图 35: 2020 年 3 月以来每月国际客流与 2019 年同期之比不超过 10%。	31
图 36: 新旧两种方案在不同客国际客流条件下 2022 年的应计当月租金曲线模拟.....	31
图 37: 离岛免税购物规模受政策刺激再提速.....	33
图 38: 自海南免税新政以来每月单客免税购物金额(全岛免税销售额当月值/当月购物人次, 单位: 元人民币)	33
图 39: 离岛免税商经营面积持续高增, 供给驱动景气度仍高.....	34
图 40: 海口三亚接待游客数复苏稳健(单位: 万人)	35

图 41:	三亚单游客贡献收入较海口显著高 (单位: 元)	35
图 42:	三亚免税门店位置	35
图 43:	海口免税店位置	36
图 44:	新海港年客流量为千万级别, 为海南港口最为重要的进出岛要道	36
图 45:	2022 年 3 月中免运营离岛免税面积占全岛 53.1%	37
图 46:	项目落成后中免运营面积占比提升至 80.1%	37
图 47:	旅游零售企业竞争力分析框架	39
图 48:	中免运营免税店所在机场客流量占全国比重 (2019 年)	40
图 49:	比较各免税公司 COGS (单位: 百万美元), 中免采购规模大幅领先	42
图 50:	中免日上旅购小程序整合多地会员购平台	42
图 51:	CDF 免税官方商城为免税线上购物运营主体	42
图 52:	海南赴岛游客数复苏较好, 但仍受到局部疫情冲击	43
图 53:	从相较 2019 年的恢复程度来看, 受到疫情状况和管控政策 (如就地过年) 影响	44
图 54:	夏威夷本土游客量 (左) 已恢复超过 2019 年, 单客消费显著提升 (中), 单客停留时间 (右) 与疫情前一致	45
图 55:	全球范围旅行限制逐步有序放宽	45
图 56:	国际航空运输协会预测 2023 年全球航空旅客数量恢复至 2019 年的 105%	46
图 57:	总结历次航空业危机, 均在危机过后的 6-18 个月内需求恢复	46
图 58:	机场合同重谈显著改善销售费用率	47
图 59:	归母净利润率持续提升	47
图 60:	中国中免 ROE 持续走高	47
图 61:	可比同业营业利润率, 中免逆势提升	47
图 62:	中免离岛免税销售收入及增速	48
图 63:	海口国际免税城项目预计 2022 年 9 月开业	49
图 64:	三亚海棠湾三期项目预计 2023 年落成	49
图 65:	中免口岸免税店 (机场) 销售收入及增速	49
图 66:	据联合国世界旅游组织统计, 国际游客相较 19 年数量正在缓慢恢复 (单位: %)	49
图 67:	中免市内免税店销售收入 (单位: 亿元人民币) 及增速	50
图 68:	中免北京市内免税店	50
图 69:	中免上海市内免税店	50
图 70:	直播电商模式简析	51
图 71:	中国中免 PE-Band (截至 2022 年 4 月 12 日)	53
表 1:	中免中标上海、北京、广州、香港六大机场免税运营权条件	8
表 2:	中免主营业务划分详情	14
表 3:	多种线上购物模式进口环节承担税务区别	15
表 4:	2022 年 3 月免税香化产品价格表 (单位: 元人民币)	15
表 5:	公司高管经历及职责	18
表 6:	中免 2020 年为世界第一大旅游零售商, 预计 2021 年仍为第一	23
表 7:	免税店形式一览及相应限额政策	24
表 8:	2020 年中国免税行业格局: 中免独领一超多强	25
表 9:	各免税商主要运营门店	25
表 10:	北上广三地机场港澳台地区及国际旅客吞吐量占到全国一半以上	26

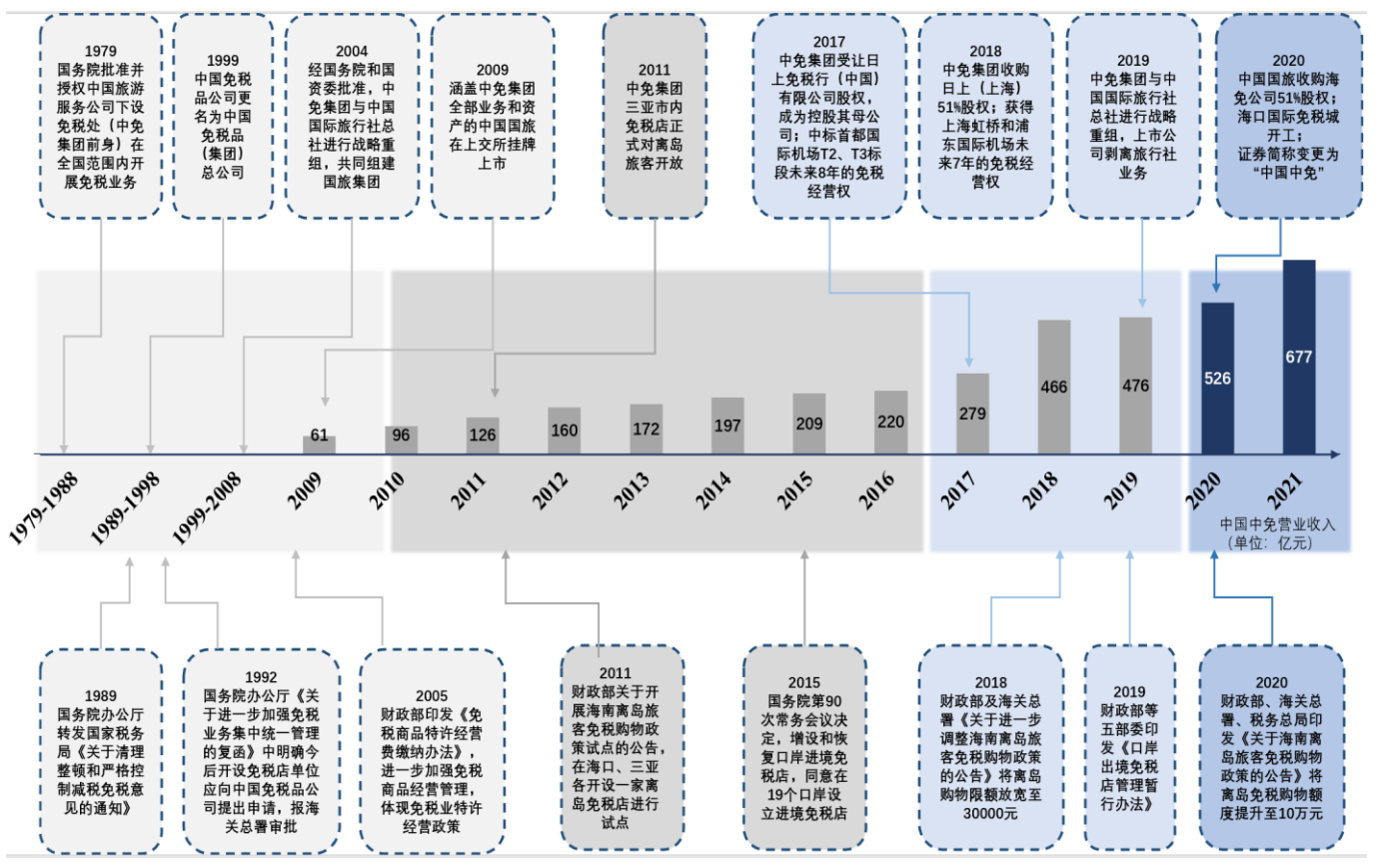
表 11:	北上广三地机场免税店均由中免运营.....	26
表 12:	上海机场免税合同补充协议对月实收费用确定方式.....	30
表 13:	保底对应的客流区间表.....	30
表 14:	历年财政部下发有关离岛免税政策条件逐步放宽.....	32
表 15:	离岛免税已开业/即将开业门店汇总	37
表 16:	市内免税店相关支持政策.....	38
表 17:	各免税商市内免税布局.....	38
表 18:	中免在全国前 20 旅客吞吐量的机场中运营了其中 16 个免税店.....	40
表 19:	中免目前布局点位流量占据海南进出岛客流 90%以上	41
表 20:	中免及日上作为免税品牌在百度、小红书上流量遥遥领先（截至 2022 年 3 月）	41
表 21:	中国中免收入预测及拆分.....	52

1. 中国中免：从统领全国到市场化竞争，疫后恢复核心主力

1.1. 发展历程：树大根深，享受免税行业发展红利

免税政策是一国为了达到特定的政治经济政策目标而实行的税收优惠政策。中国的免税企业则孕育于中国政府对指定商品免征关税、免进口环节税或实行退税的相关政策，以特许经营的形式设立和运营。作为中国最大的旅游行业央企——中国旅游集团下属免税业务运营主体，中国中免拥有免税综合牌照，在内地、港澳台和海外开设 200 多家免税店，引领了中国免税行业的繁荣。

图1：国家免税政策变迁与中免发展历程对照



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

中免的发展与免税政策的变迁息息相关，从某种程度上说，中免的发展历程中印记了中国免税行业和政策的历史变迁。在上图中，上部为中国中免大事记，下部为中央下发与免税行业相关的种种决议。我们试图在此通过复盘中国中免的发展历程，还原中国免税政策变迁和行业演进，探明其中的变与不变。

1.1.1. 阶段一：1979-2009，中国免税 22 年启程，2009 年整体上市

1979 年国务院批准并授权中国旅游服务公司下设免税处在全国范围内开展免税业务，是中国免税行业的开端。1978 年党的十一届三中全会之后，国家对外开放政策不

断深入，国内外人员和商品交流不断加强，形成了我国免税业出现的时代背景。1979 年经国务院批准，我国第一批口岸免税店成立，由中国旅游服务公司的免税处负责管理。经过几年的努力，中国免税业务从发展至 30 多个店，**1984 年正式成立了中国免税品总公司**。**1986 年**，由中国免税品总公司参与拟订的全国免税业务“四统一”政策，奠定了免税业蓬勃发展壮大的基础，即为：统一管理，统一价格，统一订货，统一定制管理规定。

1989-1992 年，国务院清肃地区越权减免税收，强调免税业务集中统一管理，进一步确立中国免税品总公司的地位。在 1987 年国务院下发《关于严肃税收法纪加强税收工作的决定》中，明确指出税收是国家财政收入的主要来源，是正确国家与企业、集体、个人分配关系的重要手段。在此思路下，1992 年，国务院办公厅对国家旅游局提出《关于进一步明确免税业务集中统一管理的请示》进行批复，同意由中国免税公司在“四统一”政策下继续经营边境口岸免税店等多种免税供应业务，**且强调今后各地各部门设立口岸或进出境相关免税店应向中国免税品公司提出申请，开办市内免税店的，须报国务院审批。**

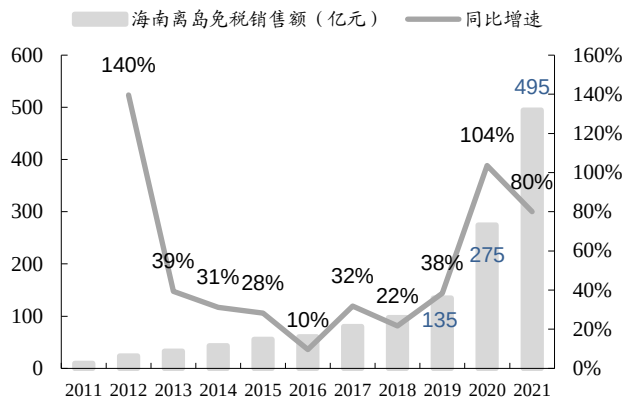
2009 年，中免集团成功在上交所挂牌上市，意味着中国免税行业进入新的发展阶段。1999 年，中免集团与原主管部委国家旅游局脱钩，划归中央直接管理。2004 年，中免集团与国旅总社进行战略重组，共同组建国旅集团，进而改制为有限责任公司。2009 年，涵盖中免集团全部业务和资产在内的中国国旅股份有限公司在上海证券交易所成功挂牌上市，为中国免税行业树立起了可见的标杆。是年，中国国旅上市公司营业收入 60.6 亿元人民币，其中中免公司实现主营业务收入 22.9 亿元。

1.1.2. 阶段二：2010-2017，离岛免税购物政策试点，中免三亚店成最大受益者

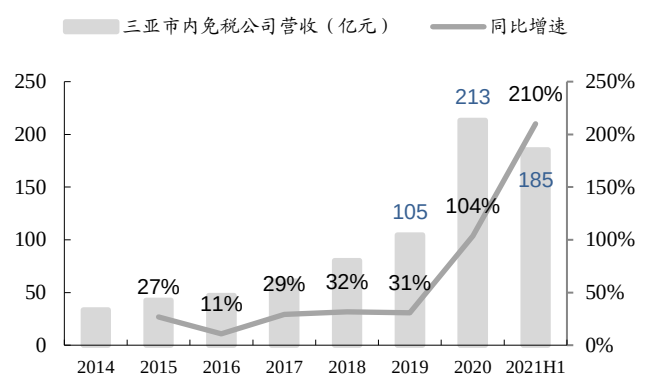
2010 年，海南国际旅游岛的建设标志着一个新的免税市场开启。2010 年 1 月 4 日，国务院颁布了《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出由财政部牵头抓紧研究在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性。2011 年 3 月，财政部公告了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点》事项，在海口、三亚各开设一家离岛免税店进行试点，免税税种为关税、进口环节增值税和消费税，规定非岛居民每年可享受 2 次免税、岛内居民 1 次，每人每次累计购买金额不超过 5000 元。其中三亚的试点免税店即为中免三亚市内免税店。4 月 20 日离岛免税购物政策正式实施，中国免税业迎来了更加广阔的发展机遇。

图2：2012-2021 年海南离岛免税销售额

图3：2014-2021 年 H1 中免三亚市内免税店营业额



数据来源：海口海关、东吴证券研究所



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

经过 6 年的发展，海南离岛免税销售额从 2011 年的 9.9 亿元人民币增长至 2017 年的 80.0 亿元。中免三亚市内免税店即海棠湾免税购物中心 2017 年销售额达到 60.8 亿元，占全岛销售额的 76%，为此次离岛免税政策的最大受益者。

1.1.3. 阶段三：2017-2020，免税业务加速并购持续放量，剥离旅行社业务专注免税

2017 年 4 月，中免披露的 2016 年报中，首次提出加快投资并购步伐，意味着中免发展进入新篇章。2017/2018 年中免先后获得日上中国和日上上海的控股权，中标香港机场烟酒段、北京首都机场、上海虹桥及浦东国际机场、广州白云机场、北京大兴机场的免税经营权。至此，中国三大门户复合枢纽机场免税面积均由中免及其控股子公司运营。机场免税运营权租金通常由保底及销售提成两者取其高确定，经营期限从 8-13 年不等。

表1：中免中标上海、北京、广州、香港六大机场免税运营权条件

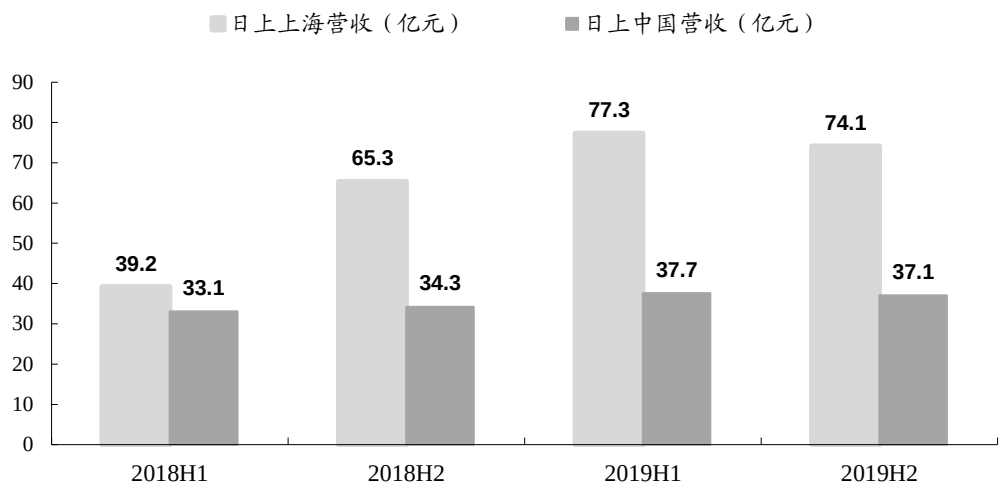
机场	标段	保底及销售提成（币种：人民币）	扣点率	经营期限	经营方
首都机场	T2	首年保底 8.3 亿元	47.5%	2018-2025 年	中免 日上中国
	T3	首年保底 22 亿元	42.5%		
大兴机场	烟酒、食品	首年保底 2.3 亿元	49%	首年起 10 年	中免
	香化、精品	首年保底 4.16 亿元	46%	首年起 10 年	
浦东机场	T1	合同期内保底销售提成总额 410 亿元	42.5%	2022-2025 年	日上上海
	T2			2019-2025 年	
	卫星厅			启用日-2025 年	
虹桥机场	T1	合同期内销售提成总额 20.71 亿元		2019-2025 年	
白云机场	T1 入境	T2 启用前：首年保底销售额 3244 万元/月，按年递增；T2 启用后：首年保底销售额 2356 万元/月，按年递增	2018 年前：39%；2018 年后：42%	2018-2024 年（可再延 3 年）	中免
	T2 入境	首年保底销售额 3292 万元/月	42%		
	T2 出境	2018 年 8 月起，保底销售额 3292 万元/月，按年递增	35%	2018-2026 年（可再延 2 年）	

香港机场	烟草酒水标段	-	未披露	2017-2024 年	中免-拉格代尔合资公司
------	--------	---	-----	-------------	-------------

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

北上两地机场免税销售火爆，带动公司免税收入持续提升。2018/2019 日上中国营业收入分别为 67.4/74.8 亿元人民币；日上上海营业收入分别为 104.5/151.4 亿元人民币。到 2019 年，日上中国、日上上海创造营收分别占上市公司商品销售收入的 22.2%/32.2%，可称为中免旅游零售业务的半壁江山。

图4：并购日上中国、日上上海后营业收入持续提升



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

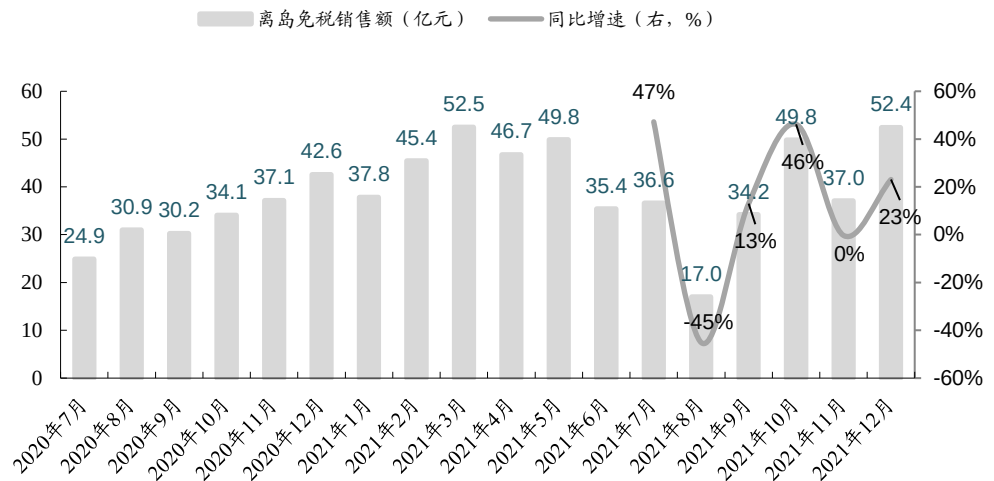
2018 年底，中国国旅剥离旅行社业务，聚焦免税主业。2018 年底，中国国旅上市公司以非公开协议转让方式将所持有的国旅总社 100%股权转让给公司控股股东中国旅游集团。在 2018 年报中，中免提出以免税业务为核心提升价值链，以旅游零售为延伸升级产业链，提升市场竞争能力，打造世界一流的全球化旅游零售运营商的发展战略。

1.1.4. 阶段四：2020 至今，新冠疫情来临，离岛免税政策进一步放开

2020 年初新冠疫情爆发，全球旅游零售市场大幅受挫。中国政府提出“国内大循环为主体，国内国际双循环”的发展思路，部署海南自由贸易港建设。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》提出海南建设“国际旅游消费中心”的战略定位，海南作为国人旅游消费目的地的重要性逐步提升。

自 2020 年 7 月离岛免税新政实施以来，离岛免税购物销售额节节攀升。离岛免税单月销售额从 2020 年 7 月的 24.9 亿元人民币提升至 2021 年 12 月的 52.4 亿元。在疫情相对可控的月份中实现持续的增长。

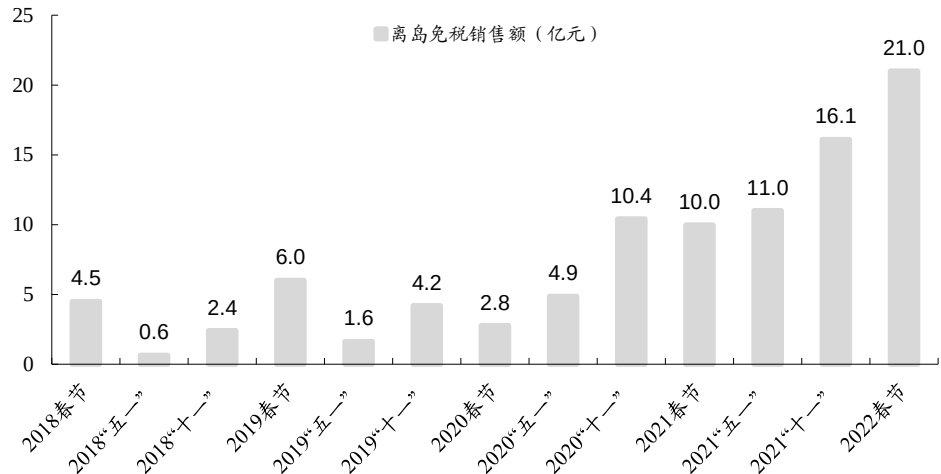
图5：自离岛免税新政实施以来，离岛免税月销售额在疫情可控的月份稳健增长



数据来源：海南省旅游和文化广电体育厅、东吴证券研究所

政府引导免税行业有序竞争，适度竞争造就共同繁荣。2020 年离岛免税新政实施后，海旅、海控、中服、深免陆续获批设立离岛免税门店，离岛免税运营商增至 5 家，共计运营 9 家离岛免税门店，其中中免占据 5 家。在适度竞争基调下，2021 年以来离岛免税节日效应愈加凸显，节假日销售额连连新高，造就了离岛免税运营商的共同繁荣。

图6：2020 年以来离岛免税节假日销售屡创新高

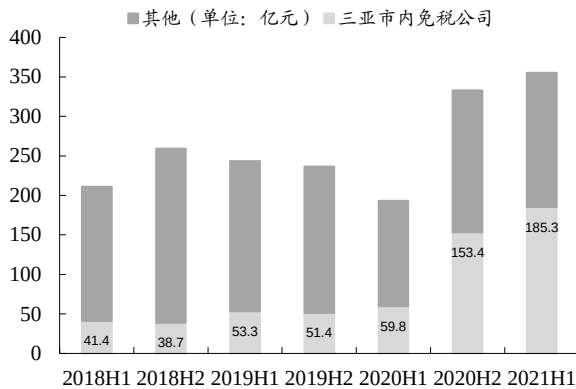


数据来源：海南省商务厅、东吴证券研究所

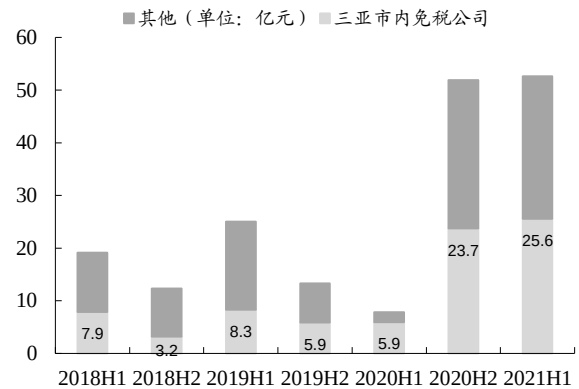
自 2020 年下半年起，中免旗下三亚海棠湾国际免税城成为公司营收和利润的重要贡献主体。2020H2/2021H1 分别贡献营收 153.4/185.3 亿元人民币，占整体比重分别为 46%/52%；贡献利润 23.7/25.6 亿元，占整体比重分别为 46%/49%。

图7：2020 年 H2 起，三亚海棠湾贡献最多的收入

图8：2020 年 H2 起，三亚海棠湾贡献最多的利润



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



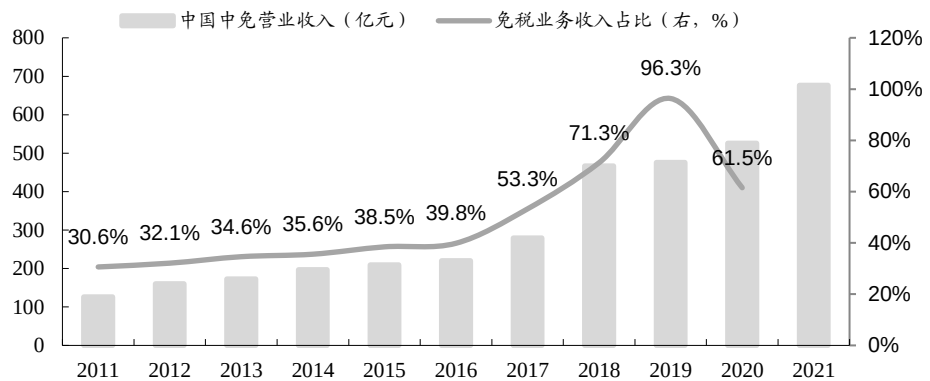
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

10 年离岛免税政策孕育 50 倍销售额扩张，中免享尽红利。回顾 2011 年海南离岛免税政策试点以来，国家财政部、海关总署、税务总局围绕支持海南加快国际旅游岛建设的目的，逐步提升个人免税购物额度、放宽免税品种类、取消个人购物次数和单件商品价格的限制，解放来岛旅客消费潜力。根据海关数据，2021 年海南离岛免税销售额达到 494.7 亿元人民币，较 2011 政策首年销售额 9.7 亿元实现了近 50 倍的跨越。而中免上市公司（前身中国国旅）在 10 年历程中实现了营业收入从 2011 年的 127.0 亿到 2021 年 676.7 亿元的扩张，其中以旅游零售为主业的中免公司收入规模则在同时间段内从 40.7 亿增长至 676.7 亿，10 年 CAGR 为 32.5%。

1.1.5. 总结：38 年峥嵘岁月，外部环境和政策不断变化，中免将变革精神植入血液

改革开放以来，中国免税政策有序放开，中免在每一次放开中都享受到行业发展的红利，在每一次变化中趋势追击。在中免和中国免税行业共同成长的历史中，外部环境在不断变化、新的机遇持续涌现，而中免一以贯之的是随着时代发展的要求保持变革精神，抓住机遇努力争先。2019 年剥离旅行社业务，当年免税收入占比提升至历史最高位。2020 年新冠疫情爆发后积极拓展有税商品线上销售，分散销售渠道面临的流量风险，全年免税/有税销售收入分别为 323.6/197.1 亿元人民币，逆势成长为世界第一大体量的旅游零售运营商。

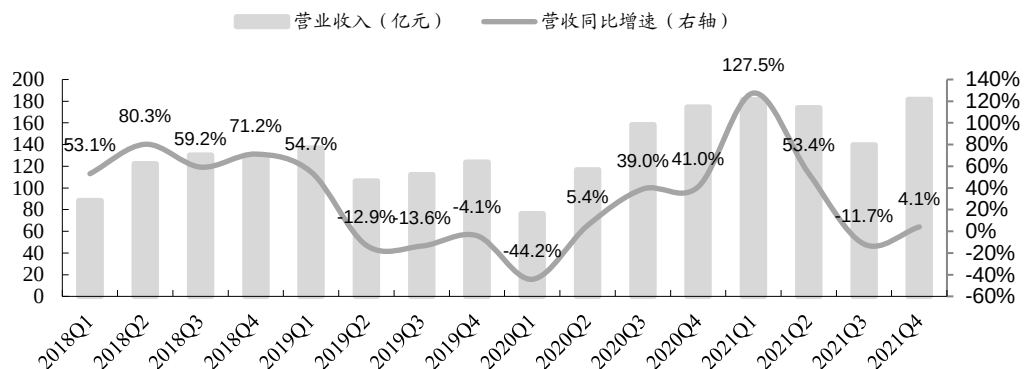
图9：中免剥离旅行社业务后，旅游零售业务持续扩张



数据来源：公司年报、东吴证券研究所

作为旅游零售公司，中免的经营规模一定程度上与居民出行意愿共振，但在疫情期间实现基本稳健。2020年初新冠疫情爆发，公司当季销售额短暂下行。自2020年7月离岛免税新政实施，公司收入逐级提升。2021年8月南京Delta疫情爆发，公司三季度收入短暂承压，四季度逐步恢复。

图10：公司季度收入在疫情下保持基本稳健增长



数据来源：公司季度报表、东吴证券研究所

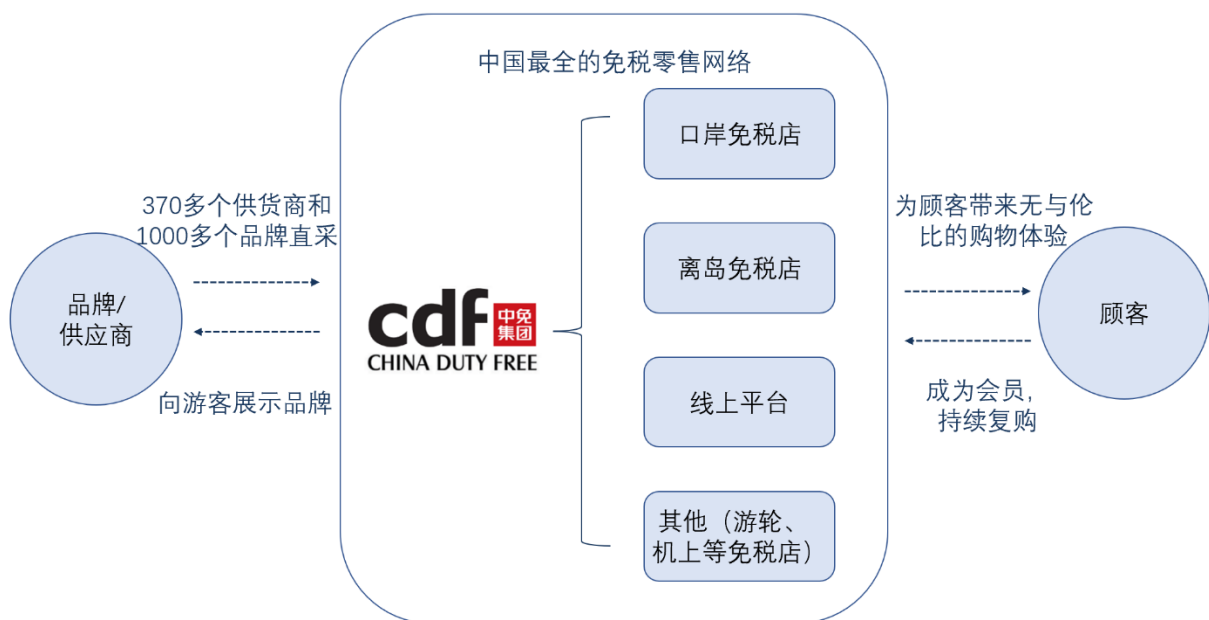
回顾 38 年的砥砺前行，中免已成长为一个居安思危、具有核心竞争力、多元化发展的现代化企业。2020 年 8 月，根据世界品牌实验室发布的“2020 年（第十七届）中国 500 最具价值品牌”榜单，公司“中免集团”品牌价值为 836.59 亿元人民币，在旅游服务行业位居第一。

中免顺应“十三五”规划，承接引导消费回流的重要任务。国家“十三五”规划明确提出“积极引导海外消费回流。以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心”，将发展免税行业视为引导消费回流的重要途径。在《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》中，将“完善市内免税政策”视为“全面促进消费”的重要一环。可以预见的是，中免将在中国居民消费升级大趋势中继续扮演重要角色，发挥引领作用。

1.2. 公司业务模式及构成：离境、离岛免税齐头并进，线上为辅高度融合线下

中免长期深耕免税领域，品牌品类齐全，渠道形态多样。中免拥有一流的海外采购能力，覆盖香化、精品和烟酒等多品类。在采购模式上，中免向 1000 多个国际知名品牌方直接采购商品的同时拥有 370 个供货商，以保证产品供应稳定，能够凭借较大的采购规模取得较强议价能力，有效降低采购成本。在销售渠道上，公司覆盖机场、边境、离岛、市内等多种免税渠道及有税商店，并积极根据跨境电子商务相关法规开发线上平台，构建起国内最全面的旅游零售网络。基于其统采直采能力和免税优势，中免平台销售的产品价格相较品牌直营价格折扣在 5.5~8.0 折不等。

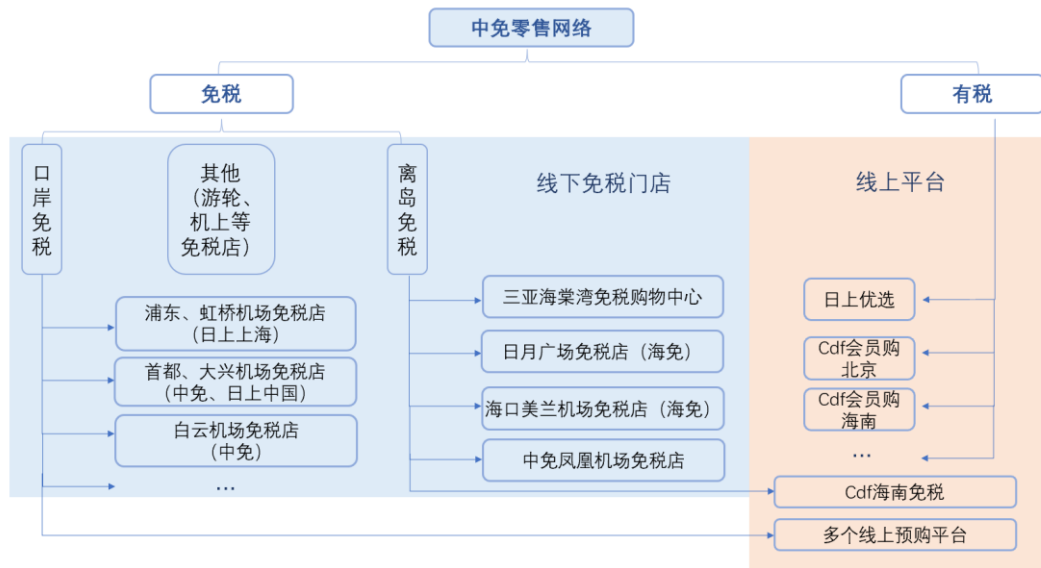
图11：中国中免业务模式简图



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

将中免零售网络免税与有税结合，线上与线下互补。从大类分为免税和有税两块。免税部分按消费场景分为口岸免税、离岛免税及其他，以线下免税门店为主，同时兼有线上平台承载预购、直邮等补充性消费场景。有税部分主要为线上平台，以日上优选、Cdf 会员购北京、Cdf 会员购海南等为代表，在海关监管的框架内进行有税商品线上销售。

图12：中免主要零售网络图示



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

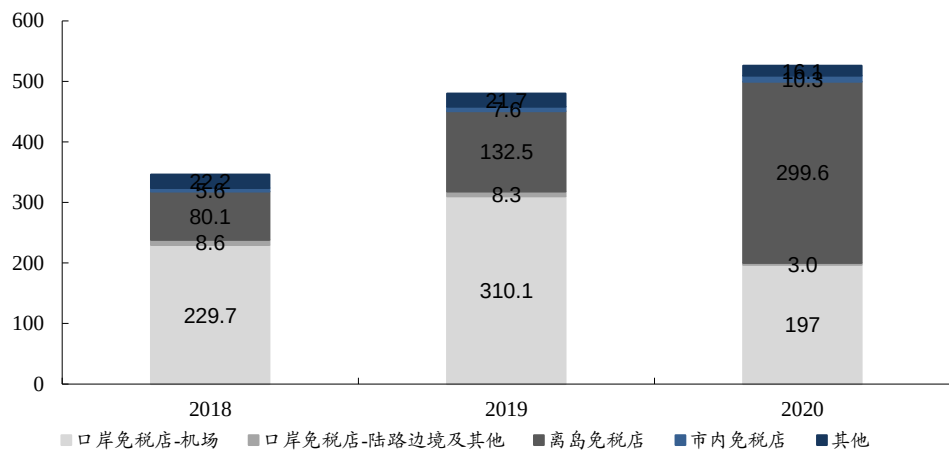
表2：中免主营业务划分详情

业务	业务情况	收入（2021年 1-5月，单位： 亿元人民币）	占比 （2021年 1-5月）
口岸免税	机场及陆路边境免税店。主要收入来源于日上中国（控股 51%，经营首都机场免税店）；日上上海（控股 51%，经营上海机场免税店及日上直邮）	69.91	22.9%
离岛免税	口岸离岛免税店及海南的旅游零售综合体。主要收入来源为三亚海棠湾国际免税购物中心（全资）；海南免税（控股 51%，经营日月广场免税店、海口美兰机场免税店、博鳌免税店）；及中免凤凰机场免税店（由三亚公司控股 51%）	220.82	72.5%
市内免税	北京、上海、厦门、青岛等地市内免税店	4.88	1.6%
其他	游轮、机上、外轮供应及有税店；于海南投资物业的租金收入；及向外部客户的批发收入。	9.05	3.0%

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

目前，中免已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。离岛免税店销售收入大幅增加，口岸免税店通过线上销售分散了客流大幅下滑的压力，驱动 2020/2021 年公司销售总收入分别达到 525.97/676.69 亿元人民币，同比增长 8.20%/28.65%。

图13：2018-2020 年公司渠道收入结构多点开花（单位：亿元人民币）



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

1.3. 疫情加速中免线上布局，探索旅游零售新模式

疫情影响促使中免加快对线上业务的布局。2021 年初受到新冠疫情冲击，各口岸出入境客流锐减，为积极应对，中免搭建“CDF 会员购”等多个线上平台探索旅游零售新模式，作为线下实体店的扩展和延伸，使得中国消费者在新冠疫情期间免税品消费需求也能得到满足。

表3：多种线上购物模式进口环节承担税务区别

	日上优选	Cdf 会员购北京	Cdf 会员购海南免税
模式	一般贸易进口	跨境电商	免税
客群	不限	登记身份证的用户	离岛游客
限额	不限	单次 5000，全年 26000	全年 100000
进口环节税种	关税、增值税、消费税	关税暂免、消费税及增值税按 70%征收	免三税

数据来源：公司招股说明书、中免日上小程序、中国海关、东吴证券研究所

中免线上平台销售香化产品具有显著价格优势，凸显其供应链能力的强大。2022 年 3 月初，我们在天猫各品牌官方旗舰店、中免日上旅购小程序、中免 cdf 会员购海南（免税）小程序、京东海旅会员购、京东海旅免税及海控全球精品小程序上，提取国际知名品牌的 22 个大单品相同毫升数的售价进行横向对比，发现中免系线上平台在其中 13 个单品上具有绝对的价格优势。

表4：2022 年 3 月免税香化产品价格表（单位：元人民币）

大单品价格横向对比（22 年 3 月）	单品	容量（ml 或 g）	天猫官方旗舰店价格	旅购小程序（含税）	cdf 会员购海南（免税）	海旅会员购（含税）	海旅免税	海控全球精品（免税）
---------------------	----	------------	-----------	-----------	---------------	-----------	------	------------

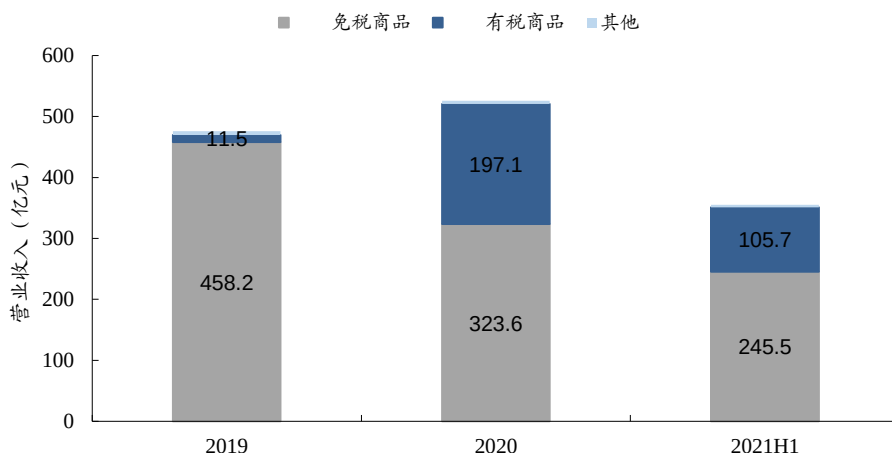
欧莱雅/L'oreal	黑精华	90	512	-	363	404	337	-
雅诗兰黛/Estee Lauder	小棕瓶精华液	200	3067	1100	1228	1648	1164	1360
兰蔻/Lancome	小黑瓶肌底液	100	1635	780	1399	1050	945	999
资生堂/Shiseido	红腰子精华	200	2773	1439	1422	1479	1896	1517
后/WHOO	天气丹 6 件套礼盒	345	1660	927	1022	1108	1420	1164
SK-II	神仙水清莹露套装 (Pitera 基础护肤套组)	460	2100	1056	1624	-	1268	-
海蓝之谜/La Mer	精粹水	150	1250	620	735	768	749	-
科颜氏/Kiehl's	淡斑精华液	100	1300	628	760	791	532	-
蒂佳婷/Dr. Jart+	蓝丸面膜 (三盒组)	375	420	202	175	140	126	124
赫莲娜/HR	黑绷带面霜	50	3580	1795	2219	1712	2610	-
雪花秀/Sulwhasoo	润燥精华露	120	1020	516	709	-	-	-
CPB	长管隔离 (光凝妆前霜)	37	540	366	395	-	277	324
娇韵诗/Clarins	焕颜紧致日夜套组 (弹簧霜)	100	1580	804	794	-	741	-
YSL	小金条口红	2.2	350	193	246	209	172	197
迪奥/Dior	蓝金唇膏	3.5	370	270	270	-	-	-
阿玛尼/Giorgio Armani	哑光唇釉	6.5	310	170	245	188	159	-
魅可/Mac	子弹头口红	3	175	93	91	114	91	114
纪梵希/Givenchy	四色散粉	12	550	249	252	-	252	-
香奈儿/Chanel	洁面乳	150	480	302	355	-	-	-
汤姆福特/Tom Ford	口红	3	465	249	230	294	242	-
祖玛珑/Jo Malone	英国梨与小苍兰香水	30	630	335	333	375	333	-

注：有价格优势的单品标蓝

数据来源：各公司小程序、线上商店、东吴证券研究所

由于线上有税平台业务的发展，2020 年后中免有税商品销售占比大幅提升。基于中免强大的供应链能力和优惠的商品价格，线上有税商品销售一定程度上对冲了因为疫情带来的线下销售压力，也进一步延伸了中免及旗下免税品牌“日上”的市场影响力。线上线下渠道的均衡布局有利于提升消费者对中免品牌的消费粘性，加强中免会员体系的运营能力。

图14：中免 2019-2021 年 H1 收入结构

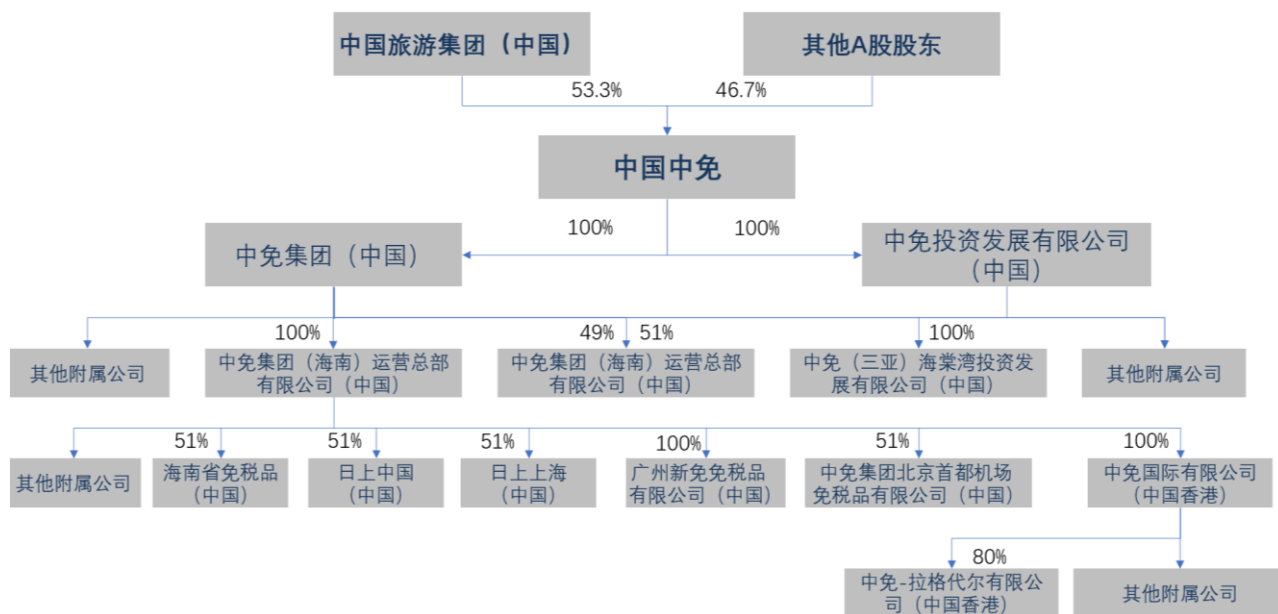


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

1.4. 央企背景股权结构稳定，管理层深耕免税行业多年

中免控股股东中国旅游集团由国资委直接管理，以旅游文化为主业，同时涵盖旅游地产、旅游金融等领域，其雄厚的旅游相关资源为中免稳定发展保驾护航。

图15：公司股权架构（截至2021年11月）：中国旅游集团控股



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

中免管理层长期深耕免税行业，经验丰富。高管均在中免有多年任职经验，在一线岗位脚踏实地深度参与中免聚焦免税的战略转型过程，保障业务体系良好发展和持续繁荣。

表5: 公司高管经历及职责

姓名	年龄	加入公司时间	现任职位	经历及主要职责
彭辉	58岁	1991年7月	董事会主席 执行董事	历任中免总经理助理兼任免税品营销中心总经理，中免公司副总经理，总经理，董事，董事长，国旅集团副总经理，董事，党常委。负责主持董事会、提供战略意见及制定集团发展计划。
陈国强	57岁	1987年8月	执行董事 总经理	历任中免采购部副经理，业务一部副经理，总经理主力兼业务一部总经理，进出口部总经理，就酒水销售分公司总经理，市场部副总监，总监，中免总经理助理兼旅游零售部总监。负责集团的整体管理和运营。
王轩	53岁	2005年3月	执行董事 副总经理	曾任中国远望（集团）总公司企业管理部总经理，北京双鹤药业股份公司投资发展部副经理，中免公司总经理主力兼投资管理部总监、副总经理、党委委员、党委书记。负责集团的日常管理和运营、项目规划和管理、店铺设计及零售综合体业务。
赵凤	51岁	1997年7月	副总经理	曾任中免公司人力资源部副主管、主管、经理、总监助理、副总监、总监、烟草酒水销售部总监，中免公司总经理助理、党委副书记、副总经理、党委委员等职务。负责集团的采购和物流管理。
王延光	53岁	2015年7月	副总经理	历任国旅总社中国公民旅游部副经理、高级经理、门市部经理、总经理，中国国旅集团有限公司上海有限公司总经理，国旅总社总经理助理、副总经理、党委委员，中免公司纪委书记、副总经理、党委委员等职务。负责集团的零售店网络、投票战略、公共关系及在线业务。
常筑军	48岁	2000年4月	副总经理 董事会秘书	曾任北京市内免税店策划培训部经理，中免公司烟草营销分公司副主管，中免公司香化食品营销部总监，进口烟酒食品营销部总监，中免公司总经理助理等职务。负责集团海外业务及投资者关系管理。
高绪江	40岁	2005年12月	副总经理	历任品牌代理部免税渠道主管、烟酒营销部进口酒水销售主管、总经理办公室主任、总经理助理、中免集团三亚市内免税店有限公司总经理。负责集团在海南的运营。

数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

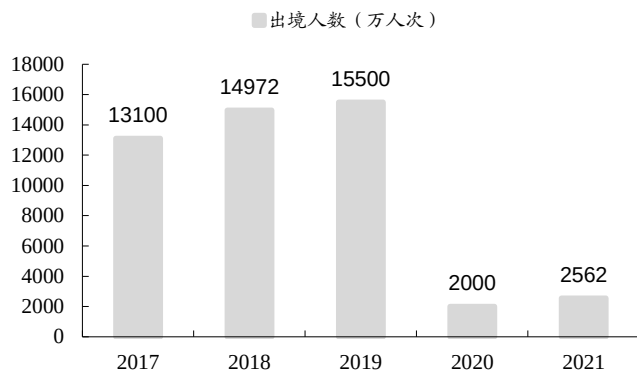
2. 免税行业：潜在规模数千亿人民币的成长期行业

2.1. 市场规模：目标客群旅游支出万亿级别，旅游零售潜在规模数千万

2.1.1. 目标消费群体：1.6亿出境游，8000万赴岛游

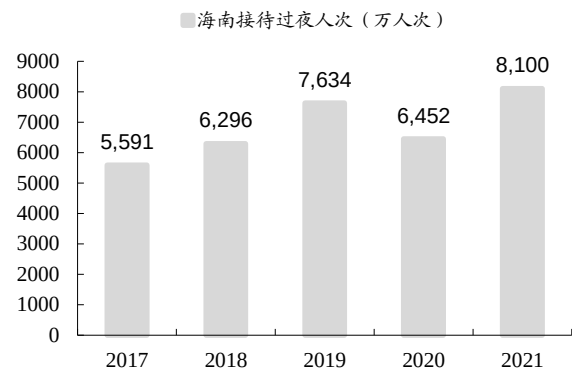
作为旅游零售企业，中免的客户群主要为中国出境游群体及赴海南岛旅游的旅客。疫情前，这两个群体年化客群数量分别为 1.6 亿和 8000 万人。虽然受到新冠疫情影响，出境游人次在 2020 年遭受断崖式下降，但在新冠之前的 2017-2019 年，出境游人群持续增长，分别为 1.3/1.5/1.6 亿人次，呈现持续景气。相对来说海南省赴岛游客数量受疫情影响较小，在 2021 年已实现相对 19 年正增长 6.1%。

图16: 2017-2021 年出境游人数



数据来源：国家旅游局、中国旅游研究院、东吴证券研究所

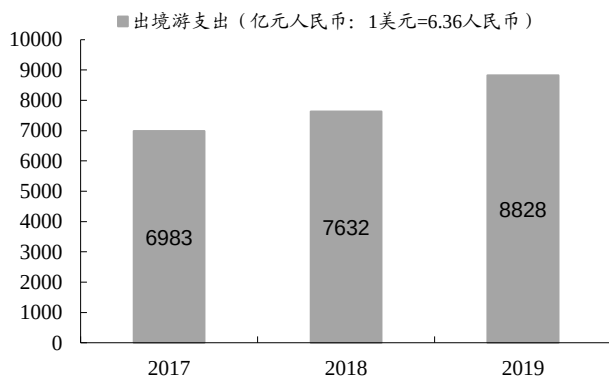
图17: 2017-2021 年赴海南岛旅游人数



数据来源：海南省文旅局、东吴证券研究所

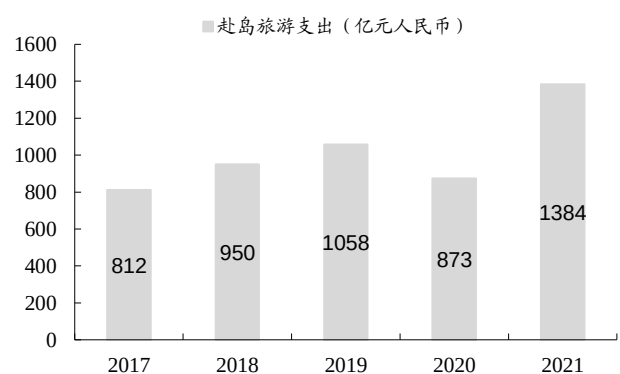
中长期看好旅游消费在中国居民消费升级趋势下的持续景气。2019 年国务院办公厅下发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》中，定调为“提升文化和旅游消费质量水平，增强居民消费意愿”，要“以高质量文化和旅游供给增强人民群众的获得感、幸福感”，总体目标是“从供需两端发力，不断激发文化和旅游消费潜力”，“推动全国居民文化和旅游消费规模保持快速增长态势，对经济增长的带动作用持续增强”。而作为主营中高端奢侈品的免税行业，是对旅客群体定向供给消费升级商品的重要渠道。我们认为虽然当前全球范围内旅游行业普遍受到疫情压制，但在与病毒的抗争中，人类终将会胜利，万亿级别的中国居民旅游支出是未来支持中国免税行业蓬勃发展的蓄水池。

图18: 2019 年国人出境游支出为 8828 亿元人民币



数据来源：中国旅游研究院、东吴证券研究所

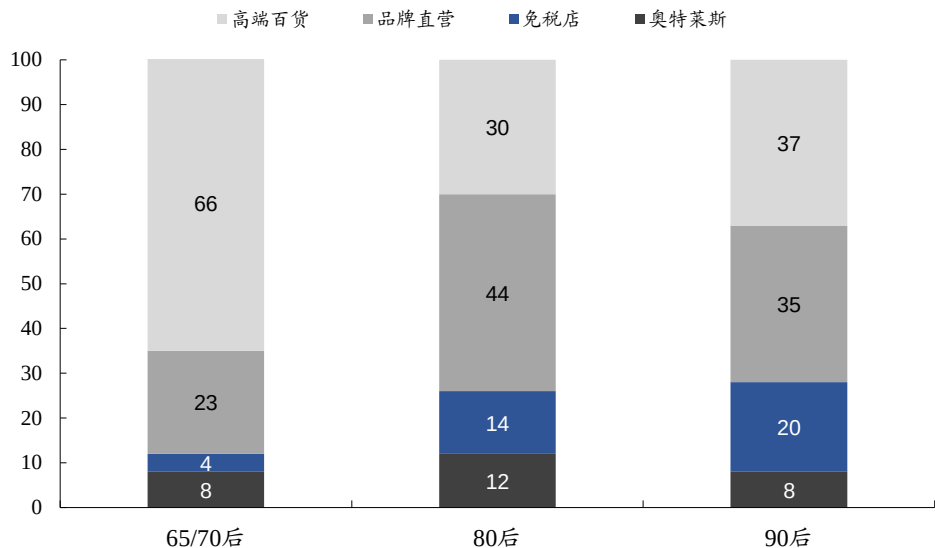
图19: 2021 年国人赴岛游支出为 1384 亿元人民币



数据来源：海南省文旅局、东吴证券研究所

免税渠道作为旅游消费的伴生消费渠道在 80、90 后中消费倾向提升显著。根据麦肯锡发布的《2019 中国奢侈品消费报告》，由于 80/90 后更加喜爱出国游玩，免税渠道在他们消费倾向中较 65/70 后大幅提升，消费意愿从 4% 提升至 14-20%，挤占了对传统高端百货消费场景的倾向性。

图20: 免税渠道在 80、90 后中消费倾向更高（单位：%）



数据来源：麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》、东吴证券研究所

2.1.2. 潜在市场规模：海外奢侈品消费数千万人民币回流空间

疫情前，超 4300 亿人民币中国人奢侈品消费外流。根据贝恩咨询的 2021 年全球奢侈品市场研究报告显示，2019 年，中国居民全球消费个人奢侈品（包括奢侈品皮具、香化、服饰、手表、珠宝、鞋履等）规模为 6519 亿人民币（按 1 欧元=7.03 元人民币换算），占全球消费总量的 33%，但其中仅有 2173 亿的规模成交在中国，占全球消费总量的 11%。也就是说，有超过 4300 亿人民币的国民奢侈品消费成交在非中国的区域，外流严重，客观上造成了财税的损失。

图21: 2019 和 2021 年全球奢侈品消费结构（按国籍）

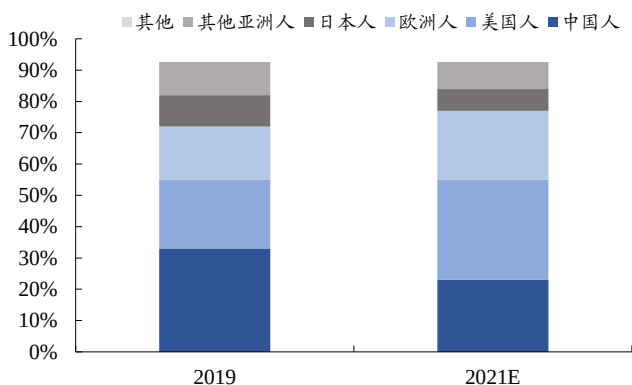
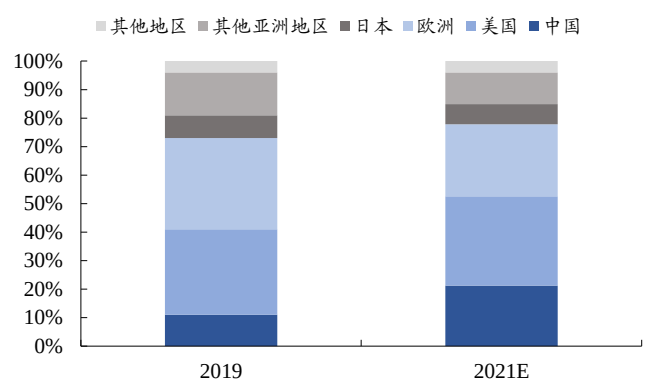


图22: 2019 和 2021 年全球奢侈品消费结构（按地域）



数据来源：贝恩咨询《2021 全球奢侈品市场研究》、东吴证券研究所

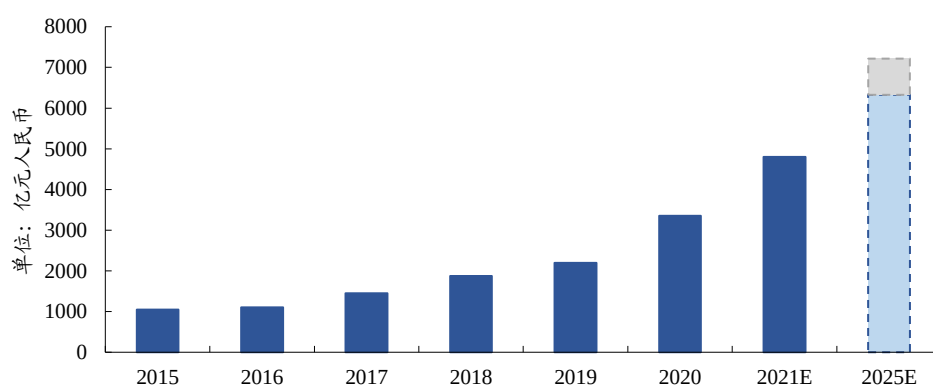
数据来源：贝恩咨询《2021 全球奢侈品市场研究》、东吴证券研究所

疫情影响下，消费回流初显成效，但中国居民奢侈品消费仍受到明显压制。经过 2 年全球疫情，中国居民消费回流趋势确立，中国奢侈品成交额占比从 2019 年全球的 11% 提升至 2021 年的 21%，但从消费群体整体成交额上看，中国人奢侈品消费从疫情前的全球 33% 下滑至 2021 年的 21~23%，绝对值从 6519 亿元人民币下滑至 4178~4576 亿元人民币，下滑幅度显著。

造成此现象的供需两端原因在于：供给端方面，由于中国地区销售占各奢侈品牌比例虽然持续走高但绝对值仍相对欧美显著低，以至于疫情袭来国际通航中断后，各大奢侈品牌未能在短时间内进一步提升在中国大陆的运营能力和供应重心，形成了中国大陆市场的供不应求；需求端方面，疫情之下居民消费意愿有所压制，而作为可选消费的奢侈品与出境游支出一起作为非刚需支出受到缩减，造成中国居民整体奢侈品消费规模下降。

中国本土奢侈品销售规模迅速扩张，消费回流趋势确立。2016 到 2019 年，中国本土奢侈品销售规模三年 CAGR26%，得益于奢侈品牌逐渐加大中国市场的运营重心和国人持续提升的消费能力。疫情后国际往来几乎中断，大量本来成交在外国的奢侈品消费需求在本土落地，本土奢品消费规模加速提升，2020/2021 年销售额增速提至 48%/36%，实现两年翻倍。

图23：预期 2025 年中国本土奢侈品销售规模为 6327~7213 亿人民币

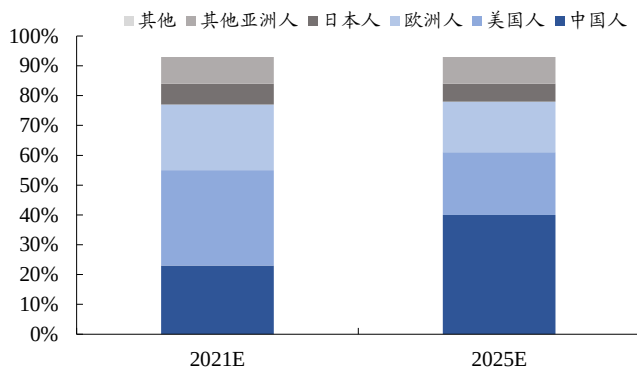


数据来源：贝恩咨询《2021 全球奢侈品市场研究》、东吴证券研究所

预期到 2025 年，中国居民将成为世界第一大奢侈品消费群体，中国将成为全球第一大奢侈品销售区域。根据贝恩咨询的预测，到 2025 年，全球个人奢侈品消费规模将达到 3600~3800 亿欧元（折 2.53~2.67 万亿人民币：1 欧元=7.03 人民币）中国居民个人奢侈品消费规模将达到 10123~12021 亿人民币，较 2019 年提升 55%~84%；其中中国本土奢侈品消费规模为 6327~7213 亿人民币，较 2019 年提升 191%~232%。在持续

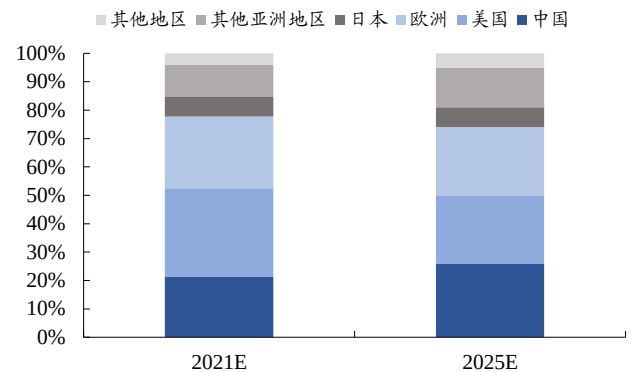
的消费回流趋势下，免税行业有望持续受益。

图24：预期 2025 年中国人为全球最大奢侈品消费群体



数据来源：贝恩咨询《2021 全球奢侈品市场研究》、东吴证券研究所

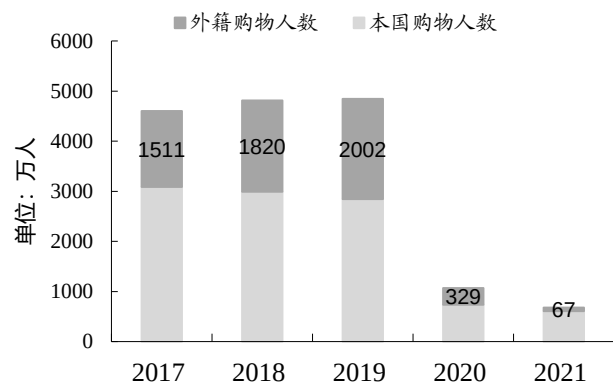
图25：预期 2025 年中国为全球最大奢侈品销售区域



数据来源：贝恩咨询《2021 全球奢侈品市场研究》、东吴证券研究所

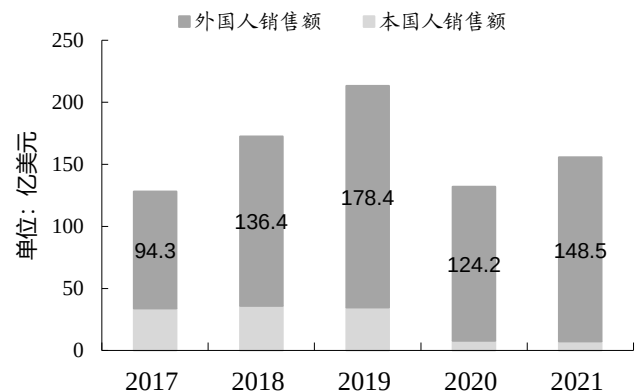
韩国免税店代购规模仍然较大，打击代购行为将有助于进一步的消费回流。根据韩国免税店协会披露数据，2019/2020/2021 年韩国免税外籍购物人数分别占总人数的 41%/31%/10%，贡献销售额（按美金计）占比却分别为 84%/94%/95%。其中大部分外籍购物人数和销售额均为中国人贡献，而疫情发生后，即使没有中国游客韩国免税店仍然能够消化绝大部分的销售目标的原因在于代购产业链的存在。然而这条产业链中存在不少灰色地带，例如 2021 年 1 月 5 日，深圳海关通报查处一起利用跨境电商平台“刷单”走私化妆品、奶粉的案件，货值超 6 亿元人民币。在跨境电商规范化、严查代购的监管趋势下，我们认为依赖代购产业链形成消费外流的现象有望得到遏制。

图26：韩国免税购物人数：疫情后外籍锐减



数据来源：韩国免税店协会、东吴证券研究所

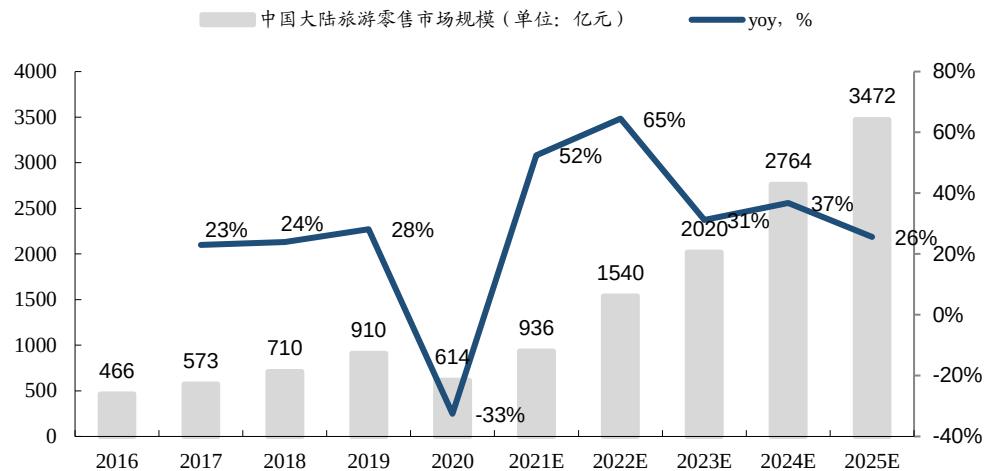
图27：2021 年外籍贡献韩国免税销售额 90%以上销售额



数据来源：韩国免税店协会、东吴证券研究所

在“内循环为主”的大方针下，消费回流是长期趋势。弗若斯特沙利文基于 2022 年下半年开始逐步受控、叠加免税行业发展和消费回流趋势，预计推动中国大陆旅游零售市场规模从 2020 年的 614 亿元规模，到 2025 年达到 3472 亿人民币，五年复合增长率达到 41.4%。

图28: 弗若斯特沙利文预计 2025 年中国大陆旅游零售市场规模达到近 3500 亿人民币



数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、东吴证券研究所

2.2. 竞争格局：中国中免世界领先，独领一超多强

2.2.1. 全球市场：政策鼓励叠加疫情压制，中免逆袭全球第一

根据弗若斯特沙利文，2020 年，全球免税行业 CR5 为 69.3%。按照贝恩对产业集中度的划分标准，属于低集中寡占型。历经多年发展，在政策鼓励和引导下，通过对重要免税商的股权收购和占据核心免税业态点位，中免的世界排名一路逆袭。到 2020 年成为世界第一大旅游零售商。根据中国中免披露的 2021 年业绩快报，销售规模继续扩张至 677 亿元人民币，预计继续稳坐世界第一。

表6: 中免 2020 年为世界第一大旅游零售商，预计 2021 年仍为第一

2020 年名次	公司名称	总部注册地	2018 年排名	2020 年收入 (亿人民币)	2020 年市场份额
1	中免集团	中国	4	521	22.6%
2	乐天免税	韩国	2	375	16.3%
3	新罗免税	韩国	3	333	14.5%
4	Dufry	瑞士	1	187	8.1%
5	拉加代尔	法国	5	179	7.8%
	其他			708	30.7%
	总计			2303	100%

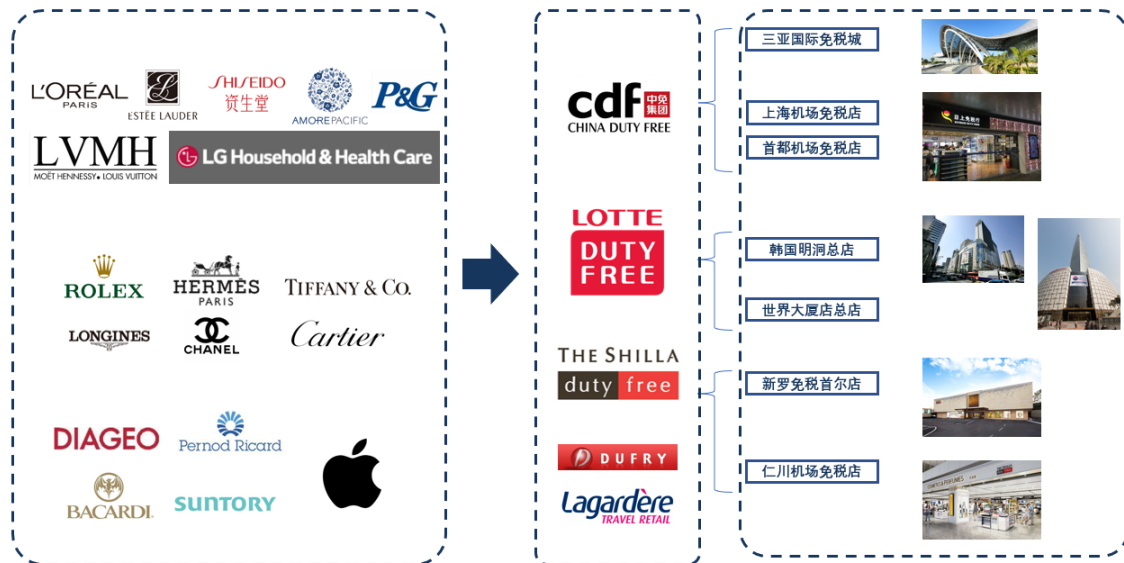
注：存在汇率因素，与上市公司报表营收有些微差别。

数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、东吴证券研究所

从产业链上下游来看，免税商议价权相对较强。免税作为针对非本国消费品本地化销售的一种鼓励形式，政策将消费群体框定在非本国、本国出境或赴岛旅客中。这些旅客往往有着较高的消费需求和意愿，但购买频次相对较低。在此购买场景下，免税店中

售卖品牌以相对贵价、易携带的中高端可选消费品为主。免税商直采的上游品牌商主要包括欧莱雅、雅诗兰黛、资生堂、宝洁、爱茉莉太平洋等香化行业龙头；爱马仕、香奈儿、劳力士、卡地亚等奢侈品集团；帝亚吉欧、保乐力加、百加得、三得利等名酒集团；和苹果、华为等售卖电子产品品牌。虽然各集团在细分领域都是头部玩家，但放到广义的奢侈品行业中来看，市场集中度较免税商环节显著低。免税商凭借对奢侈品牌渴求的中高端客群旅游行程必经点位的布局，形成对上游品牌的一定的议价权。

图29：全球免税行业玩家



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2.2.2. 中国免税市场：多形式免税店逐步放开，政策引导有序竞争

在惯用划分中，免税店通常分为口岸、市内、离岛三种。有资格在指定区域（通常是岛屿）向离开本地的顾客售卖免税品的称为离岛免税店；口岸特指主要交通枢纽如机场、陆路边境、火车站、跨境汽车站和港口等出入境旅游零售商店；市内店则指针对即将离境的外籍人士，和自国外返回、或即将离境的国人，被特许在市中心开设的旅游零售商店。

为便于理解，我们将中国免税店形式按照开设地点、适应人群（离岛或离境）、购买节点（出境或入境）三维度细分为 6 类。即出境口岸、入境口岸、出境市内、入境市内、离岛免税和未来将实现的全岛免税。各类型门店中消费者可购买免税品的限制列举如下表。虽然国人出境免税消费并未设额度限制，但考虑进境存在不超过 8000 元的限制，国人出境旅游期间在出境免税店可购买的最高额度理论上为 8000 元。由此可以看出目前离岛免税政策购物限额最为宽松。

表7：免税店形式一览及相应限额政策

开设地点		离境	离岛
口岸	出境	不限，单次	10 万额度，当年
	进境	5000 元或连同境外购物不超过 8000 元，单次	2025 实现全岛免税
市内	出境	目前仅针对境外游客，无额度限制	10 万额度，当年
	进境	5000 元，单次	2025 实现全岛免税

数据来源：财政部、海关总署、东吴证券研究所

从中国免税市场结构来看，中免处于独领一超多强的地位。根据弗若斯特沙利文，2020 年中国中免在中国的免税市场份额为 92.3%，处于绝对优势地位。

表8：2020 年中国免税行业格局：中免独领一超多强

2020 年名次	公司	2020 年营收（单位：十亿人民币）	市场份额
1	中国中免	30.4	92.3%
2	珠免	1	3%
3	深免	0.8	2.4%
4	中出服	0.7	2%
5	CSG	0.1	0.2%
	其他	0.1	0.1%
	总计	32.9	100%

数据来源：弗若斯特沙利文、公司招股说明书、东吴证券研究所

目前中国共有 10 家持牌免税运营商。分别为中免集团、日上免税行、海免公司、海南发展控股、海南旅投、深免、珠免、中出服、中侨免税和王府井，其中日上和海免为中免的控股子公司。从牌照广度来说，中免和王府井为全品类免税牌照。但需要说明的是，任何新增免税面积均需要向政府申请批准，免税商无法任意扩大免税经营面积。

表9：各免税商主要运营门店

持牌主体	离岛免税	口岸免税	市内免税
中免集团	三亚国际免税城、三亚凤凰机场、海旅国际免税城（筹建中）等	北京首都机场、大兴机场、广东白云机场、香港机场等	外国人离境免税牌照（上海、青岛等多地）
日上免税行	——	北京首都机场、浦东机场、虹桥机场等	——
海免公司	海口美兰机场、海口日月广场免税店、博鳌免税城	——	——
海南发展控股	海发控全球精品免税城	——	——
海南旅投	海旅免税城	——	——
深圳免税	观澜湖免税城	深圳机场免税店、西安机场进境免税店等	——

珠海免税	——	珠海拱北口岸免税店、南宁机场免税店等	——
中国出国人员服务有限公司	——	大连机场等	国人入境免税店（北京上海等地）
中侨免税	——	——	国人入境免税店（哈尔滨中侨免税商场）
王府井	持牌	持牌	持牌

数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

以下分别就此三种形式的免税店市场规模及格局进行详述。

2.3. 口岸免税：规模与国际通航共振，中免占据先发优势

以机场为主要经营地的口岸免税曾是免税行业中兵家必争之地，因其锚定的流量为最有购买力的国际旅客。根据公司披露的机场免税运营租金条款，机场租金收入在销售额超过一定规模阈值后，与免税商销售额成正比，其中上海浦东、北京首都机场对免税业态的综合扣点率分别达到 42.5% 和 47.5%，甚至超过市区核心购物中心对奢侈品牌的抽佣水平，便是国际旅客流量在中高端可选消费品牌心中重要性的例证。

2.3.1. 机场流量格局：国际客流基本由中免占据

从机场流量格局来看，北上广三地机场占据全国港澳台地区及国际旅客吞吐量的一半以上。从 2019-2021 年，三地机场牢牢占据了全国国际旅客流量的半壁江山。在新冠疫情后时代，上海广州承担了更多的国际航班降落和接待，带动三场的国际客占比走高。

表10：北上广三地机场港澳台地区及国际旅客吞吐量占到全国一半以上

	2019 年		2020 年		2021 年	
	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重
首都机场	2,815	17%	298	15%	19	5%
上海机场	3,851	23%	486	25%	167	40%
广州白云机场	1,871	11%	258	13%	69	17%
北上广总计	8,537	51%	1042	53%	254	61%
全国	16,720	100%	1970	100%	414	100%

数据来源：中国民航局、各机场上市公司公告、东吴证券研究所

北上广三地机场免税店均由中免中标运营权到 2025 年以后，中免先发优势显著。中免手握全国大部分国际客流，构成了其 2017-2019 高速增长的基础。高昂的保底和租金提成、大片的经营面积和机场对高奢品牌的招商诉求，都使得中免不仅在当前显示出显著的优势，也将在未来再次招投标时手握主动权。

表11：北上广三地机场免税店均由中免运营

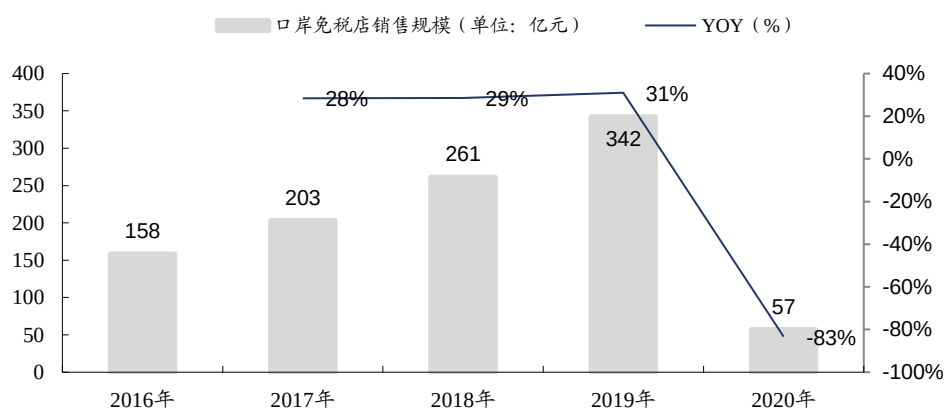
地点	机场	标段	经营面积 (m ²)	目前经营方	经营期限
上海	上海浦东机场	T1	3286	日上上海（中免持股 51%）	2022-2025
		T2	4567		2019-2025
		卫星厅出境	9062		启用日-2025
	上海虹桥机场	T1	2088		2018-2025
北京	北京首都机场	T2	3603	中免	2018-2025
		T3	11400	日上中国（中免持股 51%）	
	北京大兴机场	烟酒、食品标段及香化、精品标段	5133	中免	2019-2029
广州	广州白云机场	T1 入境	400	中免	2018-2024（可再延 3 年）
		T2 入境	700		
		T2 出境	3544		2018-2026（可再延 2 年）

数据来源：各机场上市公司公告、东吴证券研究所

2.3.2. 口岸免税受疫情影响严重，机场陆续与免税商商定补充协议

2016~2019 年，口岸免税市场规模连续三年 25%以上增速，是主要的免税销售场景。到 2019 年，内地口岸免税销售规模达到 342 亿元人民币，主要集中在上海浦东机场、北京首都机场两大枢纽。但疫情以来各国出台旅行禁令，国际旅行几近中断，造成口岸免税店销售规模大幅下滑。

图30：口岸免税高景气度被疫情暂时中断

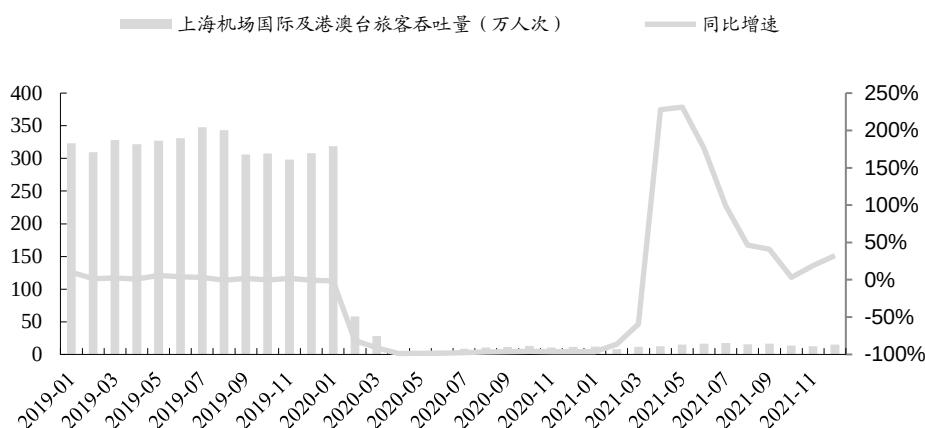


数据来源：弗若斯特沙利文、东吴证券研究所

受新冠疫情影响，北上两地机场国际航线旅客 2020 年来断崖式下跌。疫情出现后各国先后切断航线，我国维持对国际航班“五个一”和熔断政策，使得全国各地国际机

场普遍的出现国际及港澳台旅客吞吐量较 19 年大幅下滑的情况。

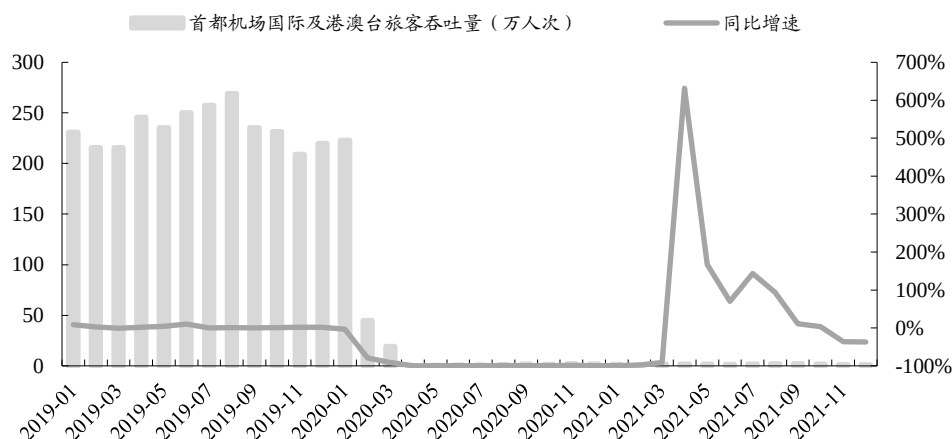
图31: 上海浦东机场国际旅客吞吐量受疫情影响断崖式下跌



数据来源：上海机场官网、东吴证券研究所

两大国际旅客枢纽受疫情影响客流量大幅下滑。以国际旅客吞吐量最大的上海浦东机场和北京首都机场为例，在 19 年月均国际游客吞吐量分别为 300-350、200-250 万人。到 2021 年下半年，两场月均国际游客吞吐量分别为 12-17、1-2 万人。

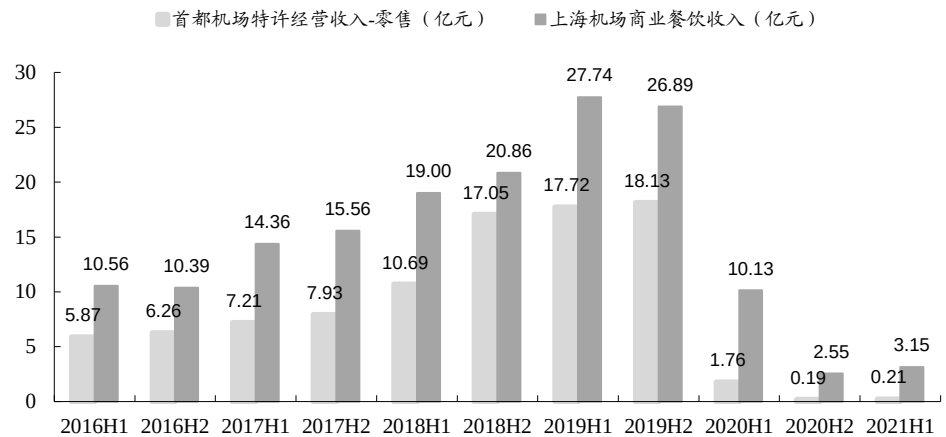
图32: 北京首都机场国际旅客吞吐量受疫情影响断崖式下跌



数据来源：首都机场官网、东吴证券研究所

与客流量趋势一致的是，机场免税相关收入也出现较大下滑。根据首都、浦东两大机场披露报表中与免税相关的收入项，在疫情来临前处于连年上涨趋势，享受到了大部分的口岸免税红利。然而疫情出现后，机场免税店仅能够通过公司推出的“CDF 会员购”线上平台进行销售，实现销售额和受到消费者关注的程度均不如疫情前。上海机场和北京首都机场陆续与中免友好协商进行了免税合同的租金调整，进行了租金返还。

图33: 疫情前，首都、浦东两大机场与免税相关的收入逐年增长，受疫情影响巨大

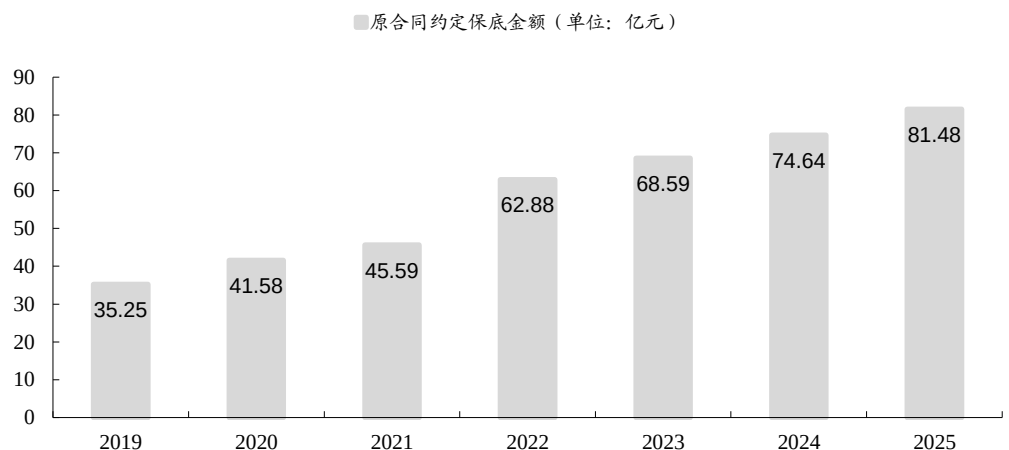


数据来源：公司定期报告、东吴证券研究所

2.3.3. 上海机场与日上签订补充协议：“流量挂钩+封顶”模式详解

由于国际客流的大幅下滑，中免与上海机场于 2021 年初友好商定并公告了免税合同的补充协议。合同于 2021 年 1 月 29 日由中免的控股子公司日上免税行（上海）有限公司与上海机场签订。由之前的“保底+扣点”形式调整为“流量挂钩+封顶”模式。原有的“保底+扣点”模式以销售额固定比例扣点额与保底额孰高原则确定，原定的保底金额见下图，综合扣点率为 42.5%，上不封顶。

图34：原合同约定的保底金额



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

新“流量挂钩+封顶”模式让渡疫情恢复年份的部分收益，在疫情受损年份一定程度保证机场利益。补充协议中新的免税店租金确认模式以 2019 年的月均 320.9 万国际及地区客流的 80%，即 256.7 万为分界线，对月实际客流不及分界线和超过分界线的两种情况确认了两种不同的租金模式。客流不及分界线时，根据具体客流乘以多项系数确

定租金；客流超过分界线时，按具体情况对应的月保底销售额确定租金。

表12: 上海机场免税合同补充协议对月实收费用确定方式

客流条件	租金确认公式
当月国际客流 ≤ 256.7 万人	按月实际销售提成=135.28 (人均贡献, 单位: 元/客) × 当月实际客 流 × 客流调节系数 × 面积调节系数 其中客流调节系数按月实际国际客流与 2019 年同月客流之比从低于 30% 至高 于 120% 由高到低递减对应不同系数; 面积调节系数按实际开业面积占免税场 地总面积的比例低于 10% 至高于 70% 由高到低递减对应不同系数, 当实际开业 面积为 0 时面积调节系数为 0。
当月国际客 流 > 256.7 万人	月保底销售提成=当年保底销售提成 ÷ 12 个月 其中当年保底销售提成确定模式见表 11

数据来源: 上海机场公告、东吴证券研究所

当月客流超过分界线时, 保底确认模式为:

- 若当年国际客流 $X >$ 下表对应客流区间最小值, 取当年对应的年保底额;
- 若当年国际客流 $X \leq$ 等于下表对应客流区间最小值, 取 X 所在区间对应年保底额;
- 若 2022 及之后年份的当年客国际客流 X 落在 2019-2021 年所对应的区间内, 则对应年度保底额额外乘以 1.2411 为系数, 以调整卫星厅投入使用造成的影响。

表13: 保底对应的客流区间表

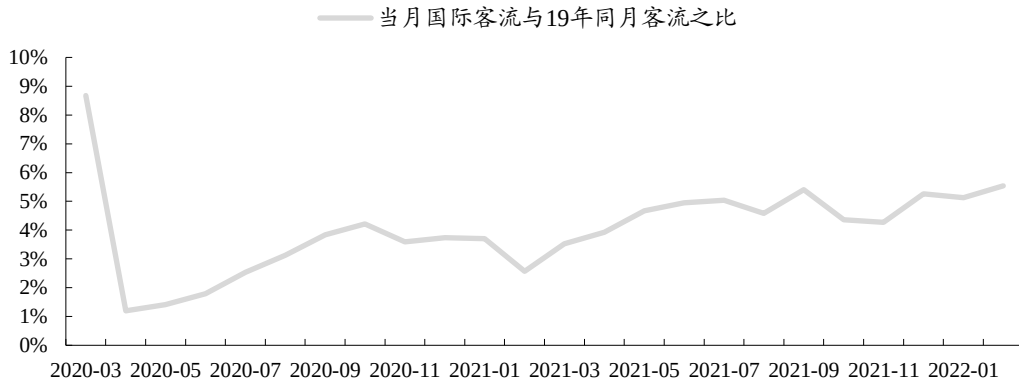
年度	年实际国际客流 X (单位: 万人次)	年保底销售提成 (单位: 亿元人民币)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.59
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

该补充协议自 2020 年 3 月生效, 根据该协议确认 2022 年免税租金为 11.56 亿元, 较原定的 41.58 亿元保底大幅下降。主要由于自 2020 年 3 月以来, 单月国际客流均未超过 19 年同期国际客流的 80%, 甚至也远低于 30%。根据计算公式, 2020 年 3 月以来, 日上上海每月实付租金应为 “每月销售提成=135.28 × 当月客流 × 最高一档客流调

节系数×当月面积调节系数”。面积调节系数未公开披露，我们假设 2020 年全年免税开业面积基本一致，以 2020 年全年租金反推，最高一档客流调节系数×20 年平均面积调节系数估算为 2.6 左右。依此估算的 2021 年全年免税租金约在 5.9 亿元左右。

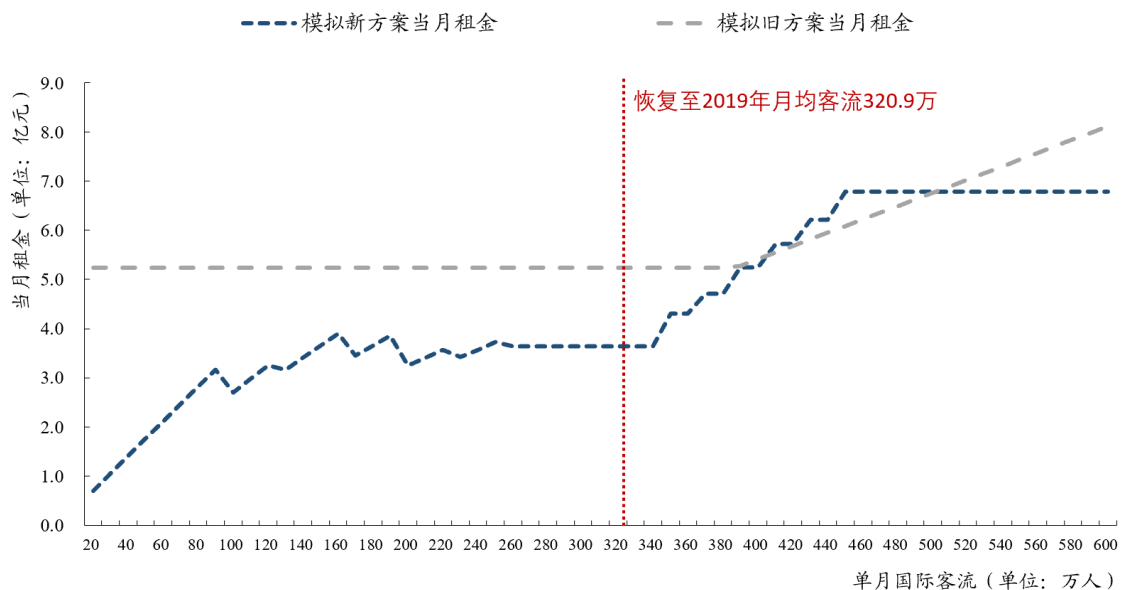
图35：2020 年 3 月以来每月国际客流与 2019 年同期之比不超过 10%。



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

对比新旧两种方案，中免在多数客流状况下承担租金有不同程度的降低。依照此补充协议，可模拟出 2022 年单月租金与当月客流量曲线，如下图（由于部分关键参数未披露，曲线基于一定程度的假设绘制，仅供参考趋势）。2023-2025 年租金曲线走势类似，实际具体金额需要调整。比照原本的“保底+扣点”模式租金曲线可看出，中免在补充协议框架下承担的租金在大部分客流情况下更低。

图36：新旧两种方案在不同客国际客流条件下 2022 年的应计当月租金曲线模拟



数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

注：旧方案中仍假设人均贡献为 2019 年的 135.28 元/客，若有提升/下降则曲线相应上/下移

新方案在客流和销售额超预期的情况下租金封顶，意在将上海机场免税规模做大。

上图中旧方案租金中附带假设单客贡献与 2019 年的 135.28 元/客相同，实际操作中若机场免税经过优化运营后渗透率和客单价持续提升，上行曲线斜率将更大，上海机场和中免日上均为多售多得的局面。但新方案在国际客流超过一定数值后租金不再随客流或单客贡献提升而提升，进行了封顶设置。我们认为此举意在鼓励中免日上对上海机场免税店倾斜更多运营和库存资源，提升中免的边际收益，进而将上海机场的免税规模持续做大，进一步稳固其国内第一大免税销售口岸的地位，以期 2025 年在新一轮免税招标中占有显著的议价权。

同时，补充协议也约定了新一轮磋商的条件：

- “新冠病毒疫情”在 2023 年 12 月 31 日仍未全面结束；
- 因疫情导致供应商产品生产、运输严重之后，无法满足日上上海采购需要；
- 与免税相关的国内外税收政策发生重大变更；
- 其他非日上上海经营能力原因而导致其无法经营或经营困难。

补充协议凸显了中免的议价权。我们认为上海机场和中免签署的免税合同补充协议凸显了中免通过优化运营、平稳度过疫情后作为第一大免税商的议价权，也显示了上海机场对免税业务的重视和稳固第一大免税销售口岸的决心。上海机场免税店有望成为恢复国际通航后免税品销售的主阵地。

2.4. 离岛免税：中免占据最佳流量位，运营面积占全岛一半以上

2.4.1. 助力海南自由贸易港建设，离岛免税先试先行

2011 年 3 月，配合海南国际旅游岛建设，财政部发布《关于开展海南离岛免税购物政策试点的公告》，海南离岛免税市场正式开启。后多次提升购物限额，扩大商品种类，扩充潜在客群和购物场景。到 2020 年 6 月为支持海南自贸港建设，再次将购物限额从 3 万大幅上调至 10 万元。

表14：历年财政部下发有关离岛免税政策条件逐步放宽

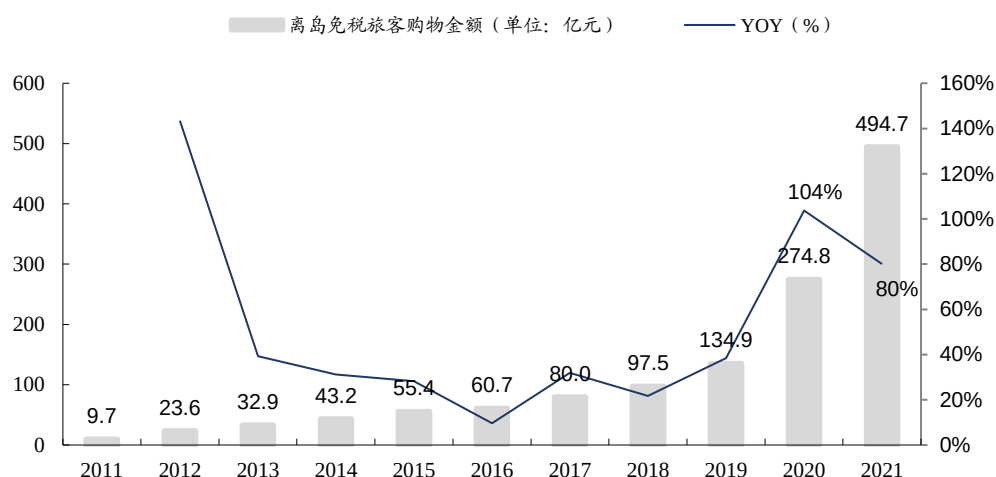
政策时间线	政策内容
2011 年 4 月 20 日	购物限额为 5000 元，本省人员年限购 1 次，岛外旅客年限购 2 次；商品品种 18 大类；购买人为：年满 18 周岁、乘飞机离岛但不离境的国内外旅客，包括本省居民。
2012 年 11 月 1 日	购物限额提高到 8000 元；商品品种扩大到 21 类，放宽 18 种商品的单次购物数量限制；购买人年龄调整为年满 16 周岁。
2015 年 3 月 20 日	商品品种扩大到 38 类，再放宽 10 种商品单次购物数量限制。
2016 年 2 月 1 日	非岛内居民每人每次免税购物限额调整至 1.6 万元，取消购物次数限制；开设网上

	销售窗口。
2017 年 1 月 15 日	购物对象扩大到乘坐火车的离岛旅客。
2018 年 12 月 1 日	购物限额调整至 3 万元，取消本岛离岛旅客购物次数限制；增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备，每人每次限购 2 件。
2018 年 12 月 28 日	购物对象扩大到乘坐轮船的离岛旅客。
2020 年 7 月 1 日	购物限额调整至 10 万元，不限购买次数；商品品种由 38 种增至 45 种；取消单件商品 8000 元免税限额规定；以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类，只限制手机、酒、香化产品单次数量。
2021 年 2 月 2 日	新增岛外旅客“邮寄送达”和本岛居民“返岛提取”提货方式。

数据来源：政府网站、东吴证券研究所

回顾离岛免税规模十年，从首年 9.7 亿元人民币提升至 2021 年的 495 亿元，实现 10 年 50 倍惊人跨越。若按照海南商务厅口径考虑离岛免税商在海南实现销售收入则达到近 600 亿元。而 2020 年离岛免税新政将旅客购物限额从 3 万提升至 10 万，叠加疫情中断国际旅游，使得离岛免税销售规模再次提速，成为目前国内最大的免税销售市场。

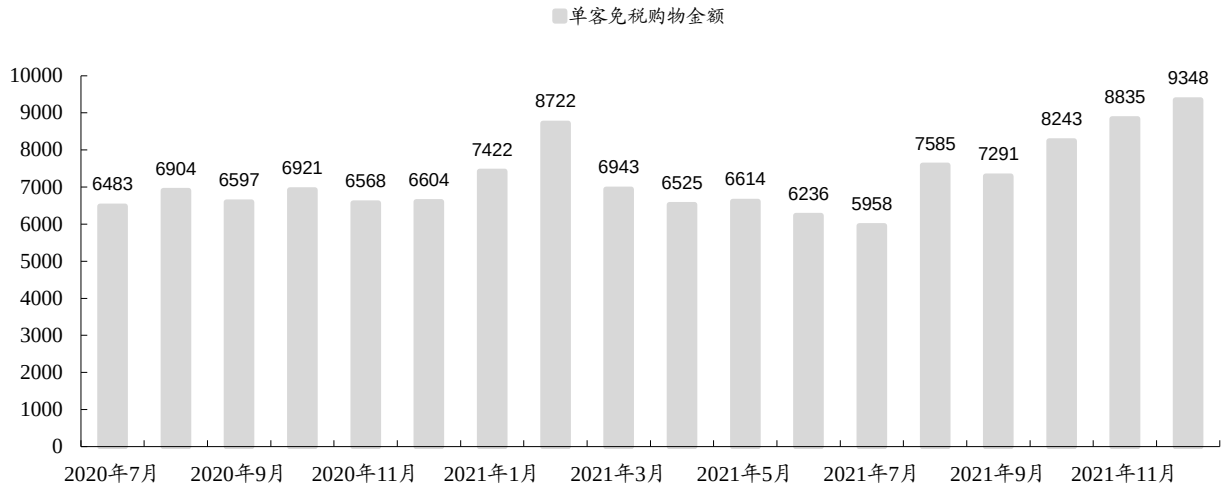
图37：离岛免税购物规模受政策刺激再提速



数据来源：海口海关、东吴证券研究所

自离岛免税新政以来，海南省单客免税购物金额持续提升，凸显新政效果。从 2020 年 7 月以来，离岛免税已经历过两轮旺季，分别是 2020/2021 年的 10 月~次年 2 月，两次旺季中均创出单客免税购物金额的新高，分别为 8722 元和 9348 元。然而从绝对值而言，相比每人每年十万元的购物额度，离岛免税当前单客消费额离天花板仍远。我们认为随着免税店中商品品牌和品类矩阵的丰富，单客消费额还有较大上行空间。

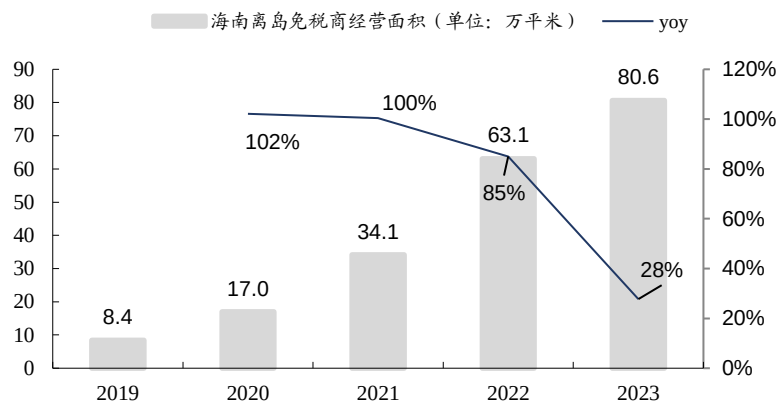
图38：自海南免税新政以来每月单客免税购物金额（全岛免税销售额当月值/当月购物人次，单位：元人民币）



数据来源：海口海关、东吴证券研究所

离岛免税经营面积高速增长，改善购物环境，提升客户体验，预计将维持行业高景气。根据我们测算，离岛免税商的经营面积从 2019 年的 8.4 万平，到 2023 年将达到 80.6 万平，经营面积的高速增长能够大幅缓解免税商品阶段性的供不应求。尤其是旺季期间三亚海棠湾免税城奢品排队限流、人满为患的现象有望出现极大缓解，进而改善客户体验，减少因服务质量参差不齐造成的需求挤出，维持行业健康的高增速。

图39：离岛免税商经营面积持续高增，供给驱动景气度仍高



数据来源：各公司官网、东吴证券研究所估算

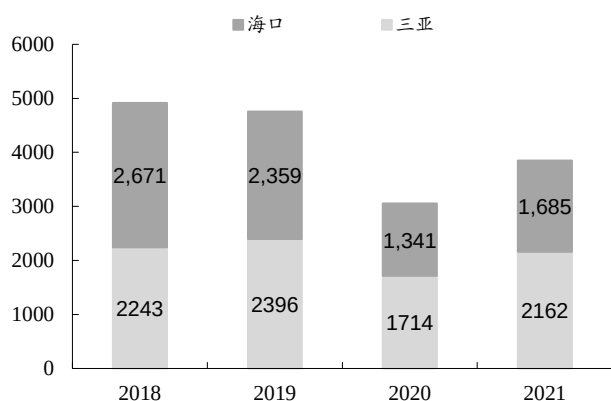
2.4.2. 海棠湾聚集中高端客流，海口国际免税城截流轮渡旅客

离岛免税主要产生销售的地点为海口和三亚，主要是由于两地承接了多数的非候鸟旅客的旅游消费需求。2018-2019 年两地接待游客数总计为 4500-5000 万人，但疫情对赴岛旅游意愿的负面影响远比对离岛免税小得多，2021 年的海口、三亚接待游客数分别为 2019 年的 71%和 91%，而平均单客贡献收入则分别为 2019 年的 150%和 131%。

也就是说，从旅游收入的角度看，两地均已超过 2019 年的水平。

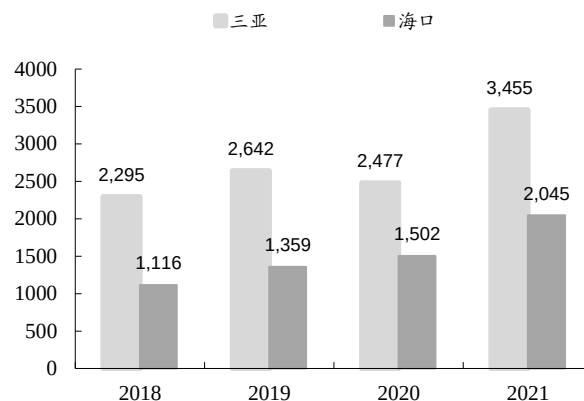
从两地单客消费绝对值来看，三亚旅客消费倾向更为高端。这与两地自然环境和旅游配套设施密不可分。三亚气候更为温暖适宜，高端酒店更加聚集，旅游设施更加密集，具备海棠湾、亚龙湾、大东海等丰富的海滨风景区，因而休闲旅游需求更加旺盛，单客消费意愿和能力都更高。

图40：海口三亚接待游客数复苏稳健（单位：万人）



数据来源：海口及三亚旅游和文化广电体育局、东吴证券研究所

图41：三亚单游客贡献收入较海口显著高（单位：元）



数据来源：海口及三亚旅游和文化广电体育局、东吴证券研究所

三亚四免税店中，中免占两店。其中海棠湾是目前全球规模最大的单体免税店，海棠湾也是三亚最多五星酒店聚集的景区。凤凰机场店则坐拥凤凰机场的离岛客流。海旅免税城靠近高铁站，中服免税城毗邻大东海景区。

图42：三亚免税门店位置



数据来源：各免税公司官网、东吴证券研究所

海口五免税店中，中免占三店。紧邻省府的日月广场店、美兰机场店和正在筹建的海口国际免税城为中免的布局。海控精品免税城与中免日月广场店在同一物业，位于大英山 CBD，处于海口最核心商业综合体内；深免的观澜湖免税店则坐落于观澜湖新城内。

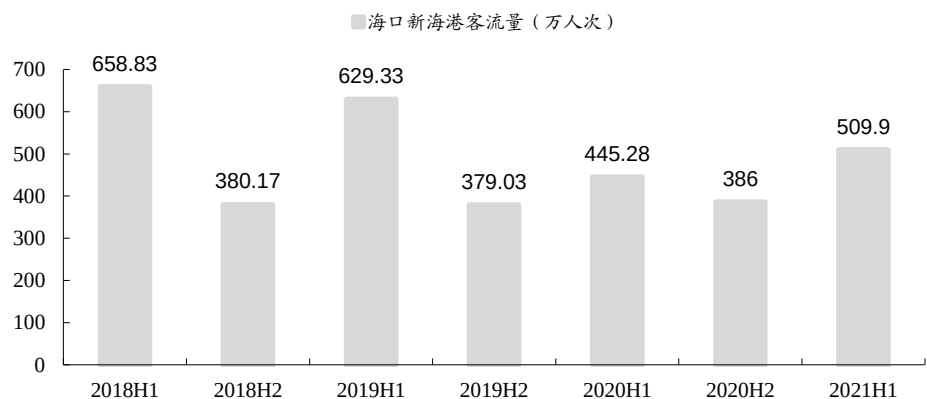
图43: 海口免税店位置



数据来源：各免税公司官网、东吴证券研究所

新海港是通过轮渡方式进出岛要道，年客流量为千万级别。而预计 22 年开业的海口国际免税城毗邻新海港港口。总规划建筑面积 92.6 万平，是海棠湾国际免税城的五倍。海口国际免税城从规模和客流上看有望取得“海棠湾”式的成功。

图44: 新海港年客流量为千万级别，为海南港口最为重要的进出岛要道



数据来源：海南省交通厅、东吴证券研究所

2.4.3. 看好中免两大标杆在建免税项目投运后离岛免税市场份额提升

目前，全岛免税店（包括筹建中）达到 10 个，其中正在筹建的海口国际免税城和

三亚国际免税城三期均为中免所有，预计分别将在 22 年、23 年投入运营。预期在接下来两年内随着两个重要项目的开业，中免在海南离岛免税市场份额将维持高位。

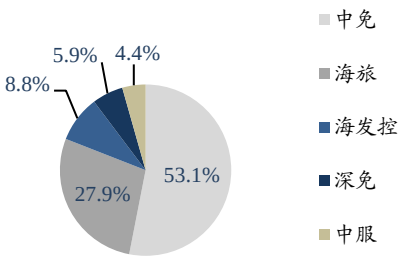
表15：离岛免税已开业/即将开业门店汇总

所在城市	门店	规模	运营方
三亚	三亚国际免税城及二期湖心岛项目	7.2 万 m ² +6.4 万 m ²	中免
	三亚国际免税城三期（在建）	总建筑面积约 17.5 万 m ²	
	三亚凤凰机场免税店	一期 800 m ² +二期 6000 m ²	
	海旅免税城	9.5 万 m ²	海旅
	中服国际免税购物公园	1.5 万 m ²	中服
海口	海口日月广场店	2.2 万 m ²	海免（中免控股 51%）
	海口美兰机场店	1.8 万 m ²	
	海口国际免税城一期（在建）	29 万 m ²	中免
	海控全球精品免税城	一、二期共 3 万 m ²	海发控
	观澜湖免税店	一期 2 万 m ²	深免
琼海	博鳌免税店	4200 m ²	海免（中免控股 51%）

数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

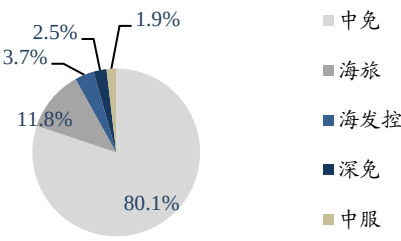
从运营面积来看，当前所有筹建门店建成后，由中免控股并运营的海南旅游零售门店面积将达到全岛的 80.1%，占绝对优势。虽然目前（2022 年 3 月）由中免或控股子公司海免运营的离岛免税面积仅占全岛的 53.1%，但经计算，海口、三亚两大项目投入运营后，全岛以免税为主要业务的旅游零售门店经营面积总计将达到 80.6 万平，其中由中免运营的达 64.6 万平占比提升至 80.1%。我们看好中免在两大标杆项目投运后对客流的聚集效应，和其离岛免税市场份额的持续提升。

图45：2022 年 3 月中免运营离岛免税面积占全岛 53.1%



数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

图46：项目落成后中免运营面积占比提升至 80.1%



数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

2.5. 市内免税店：免税购物场景延伸有望带来新增量

国人离境市内免税店政策亟待突破。目前的市内免税店分两种，主要服务国人入境后小额消费和外国人离境前消费需求。自 2020 年财政部、发改委、商务部等部委在《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》中提出“鼓励有条件的城市支持建设市内免税店，在机场为其设立提货点”后，各市政府积极跟进争取开设市内免税店释放消费潜力。国人离境市内免税店的政策放开应该可以期待。

表16: 市内免税店相关支持政策

发布时间	文件名称	发布主体	相关内容
2018 年	《支持市内免税店和进口商品直营店发展项目申报指南》	北京市政府	“对市内免税店和进口商品直营店 2017 年 1 月 1 日以后的装修改造和硬软件设备购置等支出给予支持。”
2020 年	《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》	财政部、发改委、商务部等	“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。”
2020 年	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	上海市政府	“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，推动国产自主品牌走向国际市场。”
2021 年	《广州市加快推进消费国际化特色化若干措施》	广州市政府	“加快提升我市消费供给的结构，引导积极争取开设市内免税店，释放免税消费潜力，更好指引境外消费回流。”
2021 年	《关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021 - 2023 年）》	深圳市政府	“探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策。”
2022 年	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	国务院	“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：政府网站及新闻、东吴证券研究所

目前已进行市内免税店布局的免税商包括中免、中侨和中出服。其中中免市内免税店主要适于外国人离境前进行免税品消费，无额度限制；中侨和中出服则为国人入境后持护照进行免税消费，存在每人每年 5000 元的额度限制。

表17: 各免税商市内免税布局

适用人群	免税商	覆盖城市	额度及形式
外国人离境	中免	北京、上海、青岛、厦门、大连五个城市	无额度限制，市内购物，机场提货
国人入境	中侨	哈尔滨	5000 元/人/年，即买即提
国人入境	中出服	北京、上海、青岛等地	5000 元/人/年，即买即提

数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

市内免税店从购物场景上看，是旅行购物的延伸，消费者有更加充足的时间进行试用、体验和挑选。同时，市内免税店由于在门店流量上略有劣势，需要免税商自行引流，因而被收取的租金提成通常较机场更低。虽然目前的市内免税店销售占比非常低，仍有望在政策放开后成为免税商新的增长点。

3. 核心竞争力：流量归口与全场景卡位，体量与运营能力引领行业

3.1. 旅游零售企业竞争力分析框架

旅游零售企业是基于多层次旅游场景下进行零售经营活动的主体，因此客观上适用零售行业的分析框架。将销售额拆分为客流量×到店率×转化率×复购率×单件均价×连带率，每一个因子都值得企业反复测试、持续优化、不断迭代，以获得更好的规模和经济效益。我们将每一项对应到免税企业运营中的口岸免税、离岛免税、线上平台业务中去，再进行总结归纳，会发现所有这些因子能够归结为三个核心要素：流量、体量和运营。以此构成我们对旅游零售企业竞争力的分析框架。

图47：旅游零售企业竞争力分析框架

销售额		=	客流量		×	到店率		×	转化率		×	复购率		×	单件均价		×	连带率	
口岸免税			国际客流			位置			品牌、价格、商品矩阵、购物体验				商品结构		品牌、SKU丰富度				
离岛免税			赴岛客流																
有税（跨境电商）			用户数		用户活跃度														
			流量					体量、运营											

数据来源：东吴证券研究所绘制

下面我们尝试用此框架来对中免现在和未来的竞争力进行拆解和分析。

3.2. 流量优势：全场景卡位布局尽揽千帆

对于旅游零售企业来说，旅游客流量是关键指标。中免在各大航空枢纽招投标中给出的超高扣点报价说明了这一点。口岸免税、离岛免税和跨境电商业务分别对应到的客流量形式即为国际机场客流、赴岛客流和平台用户数。

机场客流方面，在全国前 20 大机场中，仅有深圳、郑州、武汉、天津四场的免税运营权未被中免获得。即使机场免税运营权在数年后会面临下一次招标，我们认为在国家发文规定的“重技术轻报价”的招标评分体系中，中免仍然能够维持其绝对优势地位。

表18: 中免在全国前 20 旅客吞吐量的机场中运营了其中 16 个免税店

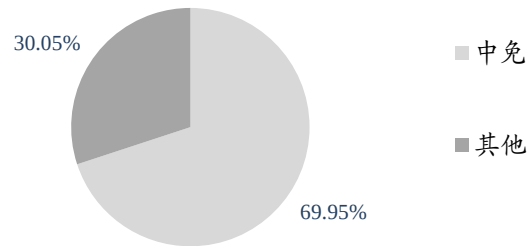
名次	机场	2019 年旅客吞吐量 (万人次)
1	北京/首都	10001
2	上海/浦东	7615
3	广州/白云	7338
4	香港/国际机场	7129
5	成都/双流	5586
6	深圳/宝安	5293
7	昆明/长水	4808
8	西安/咸阳	4722
9	上海/虹桥	4564
10	重庆/江北	4479
11	杭州/萧山	4011
12	南京/禄口	3058
13	郑州/新郑	2913
14	厦门/高崎	2741
15	武汉/天河	2715
16	长沙/黄花	2691
17	青岛/流亭	2556
18	海口/美兰	2422
19	乌鲁木齐/地窝堡	2396
20	天津/滨海	2381

注：考虑到与疫情复苏后的格局可比，此处采用 2019 年的客流量数据。

数据来源：中国民航局、东吴证券研究所

量化的来看，中免在全国 131 个机场中共计运营了 35 个机场的免税店，年旅客吞吐量在 2019 年占据了全国的 70%。考虑到中尾部机场甚至并不开通国际航班，中免实际占位的国际机场客流在全国占比应显著高于 70%。

图48: 中免运营免税店所在机场客流量占全国比重 (2019 年)



注：考虑到与疫情复苏后的格局可比，此处采用 2019 年的客流量数据。

数据来源：中国民航局、东吴证券研究所测算

离岛免税流量方面，中免目前布局的点位流量占据海南进出岛客流 90%以上。海南岛进出岛仅有两种途径，飞机和轮渡。中免在三个民航机场中均获得了目前排他的免税运营权，而布局的新海港流量则占据全岛轮渡进出流量的近 70%，综合算得中免卡位了海南岛进出客流的 90%以上的必经之地。

表19：中免目前布局点位流量占据海南进出岛客流 90%以上

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全省民航旅客吞吐量（万人次）	4471	4494	3249	3489
其中：海口美兰机场	2412	2422	1649	1752
三亚凤凰机场	2004	2016	1541	1663
博鳌机场	55	56	56	70
海南机场机场中免潜在客流占比	100%	100%	100%	100%
全省港口旅客吞吐量	1521	1526	1184	1265
其中：海口新海港	1039	1008	831	-
海南港口中免潜在客流占比	68%	66%	70%	-
海南进出岛客流中免综合占比	92%	91%	92%	-

数据来源：中国民航网、海南省交通厅、东吴证券研究所测算

集团旗下中免和日上作为线上免税品牌，在百度和小红书上的搜索度和笔记数遥遥领先，可作为其品牌流量具有绝对优势的佐证。根据公司调研，截至 2021 年末中免体系内有 2000 万会员，均为线下购买过免税品后注册而来的中高端客群，针对这些会员运营的线上平台，可谓是沉淀了中国市场上非常优质的免税消费流量。

表20：中免及日上作为免税品牌在百度、小红书上流量遥遥领先（截至 2022 年 3 月）

关键字	百度搜索指数	小红书笔记篇数
中免	370	27 万+
日上	532	22 万+
中服	172	7500+

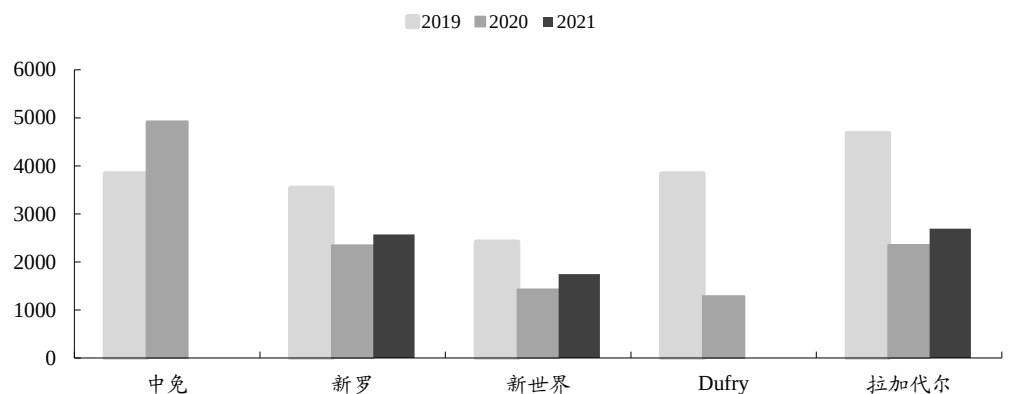
海旅	-	11 万+
海控	-	4 万+
深免	-	2 万+

数据来源：百度搜索指数、小红书、东吴证券研究所

3.3. 体量优势：全球免税采购规模独占鳌头

越大的采购体量就具备越多与上游供应商议价的空间和权利，是零售业最基本的规模优势体现。我们摘取中免、新罗、新世界、Dufry、拉加代尔等五大免税运营商 2019-2021 年的年度营业成本进行比较，中免在 2020 年已是其他各家免税商采购规模的至少两倍以上。结合各免税渠道中主打商品售价进行比较，我们认为中免的综合采购价应已经形成规模效应，是全国乃至全球最低。

图49：比较各免税公司 COGS（单位：百万美元），中免采购规模大幅领先



数据来源：各公司官网、东吴证券研究所

3.4. 运营优势：线上线下融合优化会员体验，奢品销售未来可期

在运营优势方面，除开体量自然带来的商品矩阵优势外，还有两点值得注意。一是中免拥有目前最好的线上线下融合的免税消费会员体验。中免针对出行前预定、出行时购买、出行后补购三重场景上线小程序、App 承接消费者需求。会员运营体系打通，购物体验和品牌调性相对统一。

图50：中免日上旅购小程序整合多地会员购平台

图51：CDF 免税官方商城为免税线上购物运营主体



数据来源：旅购小程序、东吴证券研究所



数据来源：cdf海南免税小程序、东吴证券研究所

二是在目前占据了高流量高势能门店的背景下，中免对于引入新的奢侈品牌上有显著的优势，未来能够保持商品矩阵丰富度的领先。正如爱马仕对自己门店策略的描述中，将最好的地理位置放在了第一要素，中高端消费品牌对于进驻商圈的流量追求是无止尽的。我们认为中免当前绝对的流量优势能够进一步助力其品牌矩阵、商品结构和数量的优化。

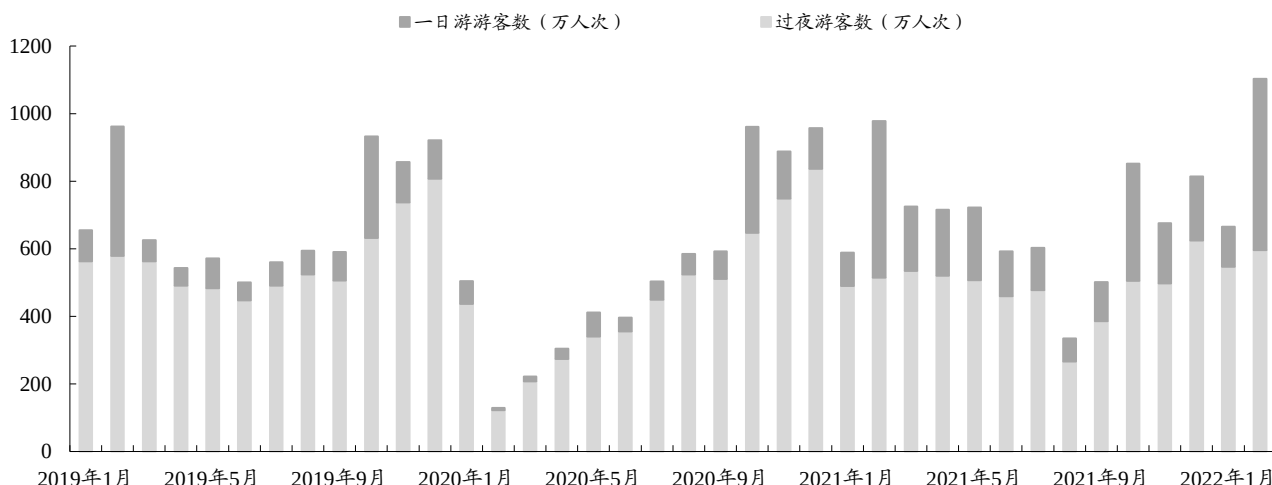
综上所述，我们认为在当前中免对于国内旅游零售目标群体流量绝对领先的客观背景下，凭借其体量、运营双优势，发挥居安思危、不断变革的精神，有望在适度竞争下获得其整体能力的持续进化，核心竞争力呈现螺旋式上升，以维持其行业龙头地位。

4. 疫后复苏展望：道路曲折，前途光明，中免或成最大赢家

4.1. 短中期看国内游复苏：海南离岛免税销售有望持续增长

从疫后复苏节奏上看，海南作为国内较为稀缺的岛屿度假目的地将率先复苏。短中期内，由于国际旅行受阻，海南承接了一部分高端游需求，将率先复苏，预计在短中期内中免的销售与海南离岛免税销售额相关性较大。海南赴岛游客数量存在显著季节性，每年3~9月为淡季，10月~次年春节结束后为旺季，淡季与旺季月均客流相差200万人左右。疫情以来客流量受到显著冲击的时间段为2020年2~6月的Covid-19疫情，和2021年8~9月的Delta疫情。但可以看到在良好的管控成效下，Delta疫情对赴岛游冲击范围和持续时间均小于20年初。

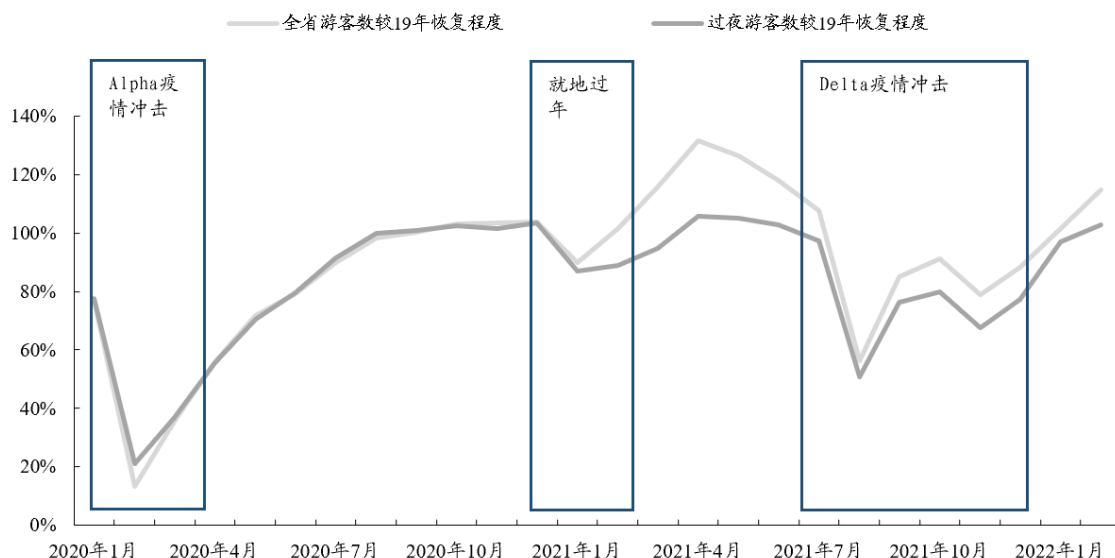
图52：海南赴岛游客数复苏较好，但仍受到局部疫情冲击



数据来源：海南省旅游和文化广电体育厅、东吴证券研究所

从相较 2019 年的恢复程度来看，海南省游客数量还受到疫情防控政策影响。从 2020 年来分别在 2020 年 10~12 月、2021 年 3 月~7 月和 2022 年 1 月~2 月三个时间段恢复到 2019 年同期的游客数上下。除了受到疫情的短暂冲击外，2021 年的就地过年政策也一定程度限制了海南游客数量的恢复。

图53: 从相较 2019 年的恢复程度来看，受到疫情状况和管控政策（如就地过年）影响

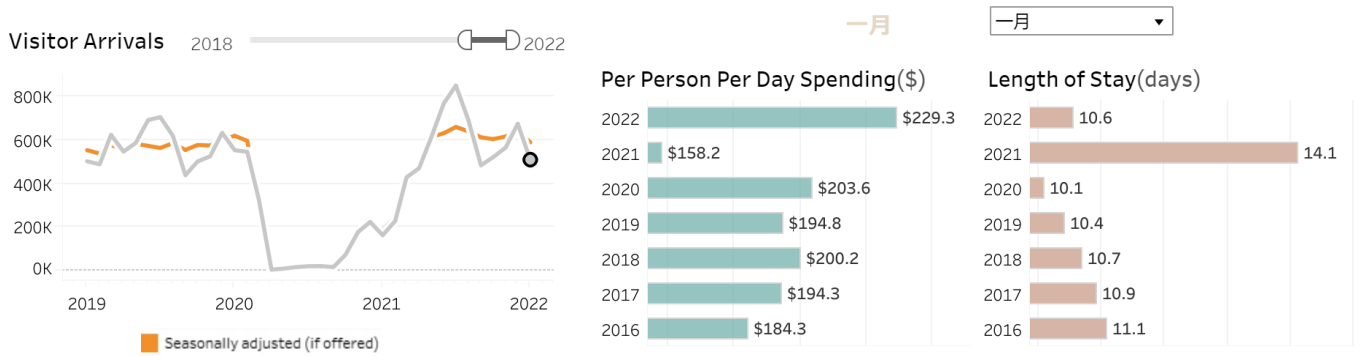


数据来源：海南省旅游和文化广电体育厅、东吴证券研究所绘制

对比同样是稀缺海岛度假目的地的夏威夷的情况，美国本土客流已超过 2019 年的数量，单客消费显著提升。根据夏威夷官方旅游部门发布 2022 年 1 月数据，本土游客到访量为 51.0 万人，超过 19 年同期的 50.3 万人；单客单日消费从 2020 年前的 200

美金左右提升至 229.3 美金，单客停留时长为 10.6 天，与疫情前基本一致。作为有“东方夏威夷”之称的海南，我们看好其作为国内高端海岛游的首要目的地，顺应中高端旅游需求本土化趋势，在疫情复苏过程中出现量价齐升。

图54: 夏威夷本土游客量（左）已恢复超过 2019 年，单客消费显著提升（中），单客停留时间（右）与疫情前一致

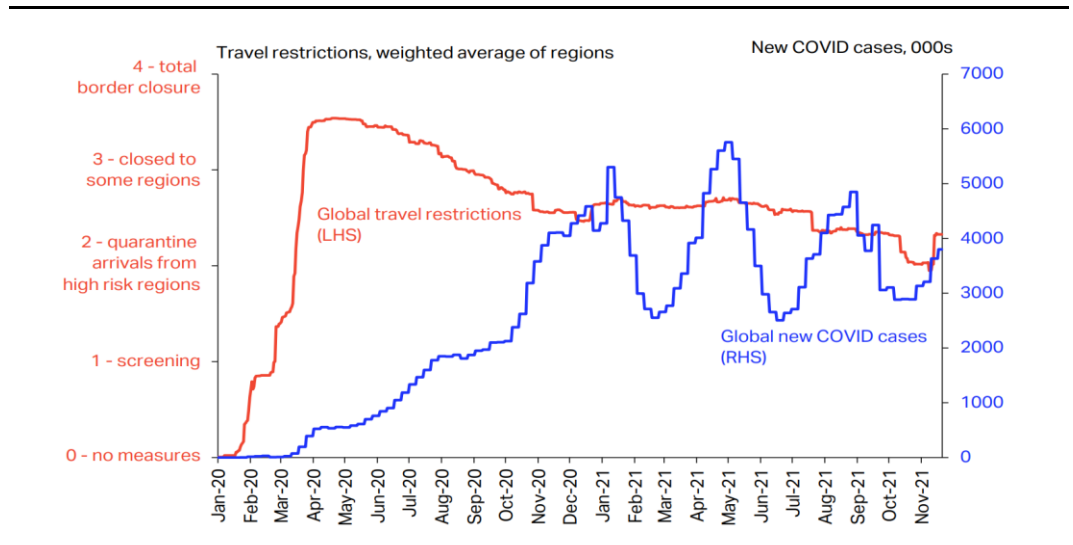


数据来源：夏威夷政府商务、经济发展和旅游业部门、东吴证券研究所

4.2. 中长期看国际旅游复苏：出境游黎明前夕

疫情期间，国际旅游由于全球范围内不同程度的旅行禁令受到压制，但目前各国旅行禁令有序放宽。国际航空运输协会（缩写 IATA）将全球范围内旅行限制程度划分为 5 级：0-无限制、1-筛查、2-高风险地区抵达隔离、3-对部分地区关闭、4-完全关闭边境，并经过不同地区的加权平均量化计算全球范围的旅行限制等级。根据 IATA 测算，全球旅行限制程度从疫情初期多国关闭边境的影响下迅速提升至 3.5 左右，后随着多国逐步放开边境、放松管控，目前缓慢降至 2-2.5 区间，即大多数国家采取对高风险地区抵达者隔离措施，且并未因后续多次疫情反复出现旅行限制的大规模收紧。

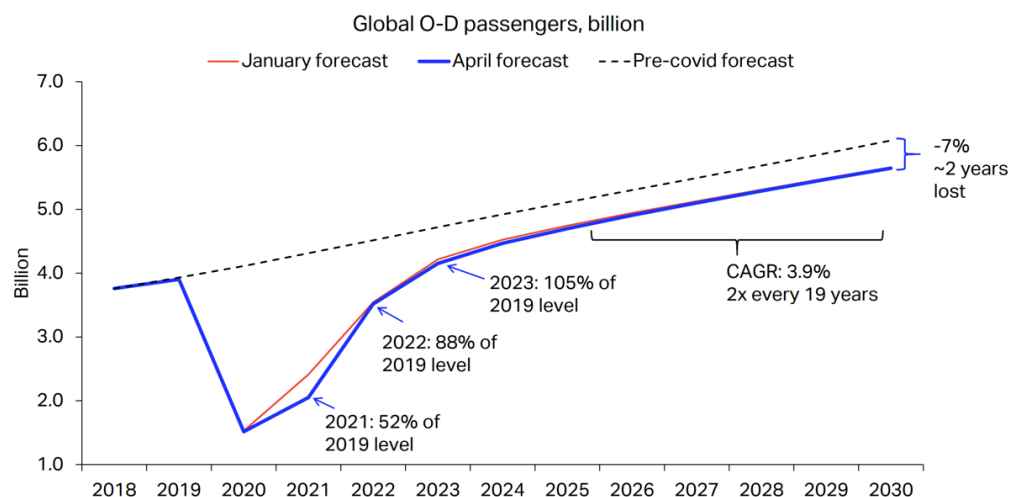
图55: 全球范围旅行限制逐步有序放宽



数据来源：国际航空运输协会、牛津大学、东吴证券研究所

国际航空协会预测 **2023 年航空旅客数量将恢复至疫情前水平**。根据国际航空协会 2021 年 5 月 26 日发表的《Covid-19——近乎完全恢复的航空旅行前景已现》研究报告预测，全球航空旅客数量在 2022/2023 年将恢复至 2019 年的 88%/105% 水平，主要驱动力为国际航线的陆续恢复。

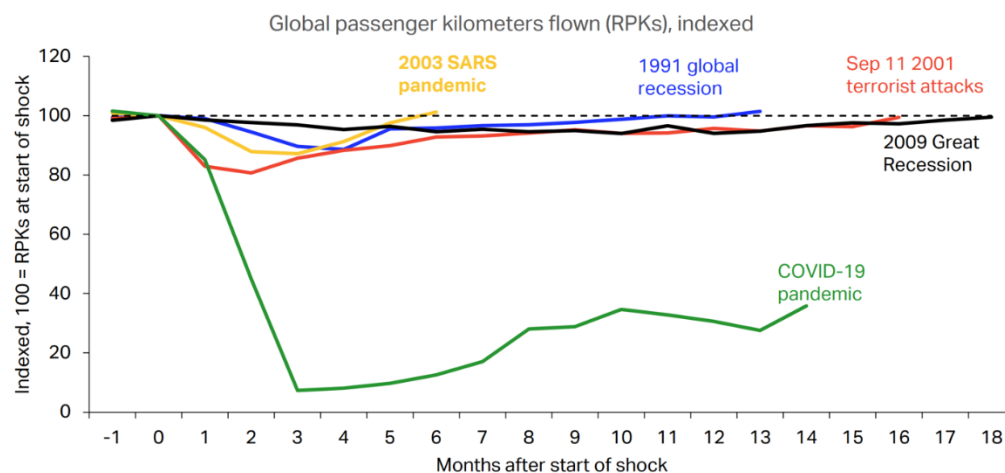
图56：国际航空运输协会预测 2023 年全球航空旅客数量恢复至 2019 年的 105%



数据来源：国际航空运输协会、东吴证券研究所

根据国际航空协会的官方数据，历次航空需求均在全球性航空危机过后的 **6-18 个月** 内恢复。根据 IATA 绘制的历次危机与收入客公里数（RPK）的关系图可见，不管是 1991 年的全球大萧条、2001 年的恐怖袭击事件，还是 2003 年 SARS 疫情和 2009 年的经济萧条，对航空业的需求压制均在 6-18 个月内基本消除。

图57：总结历次航空业危机，均在危机过后的 6-18 个月内需求恢复



数据来源：国际航空运输协会、东吴证券研究所

虽然不可否认的是，**2019 年** 的新冠疫情对航空和旅游业的打击史无前例，但我们

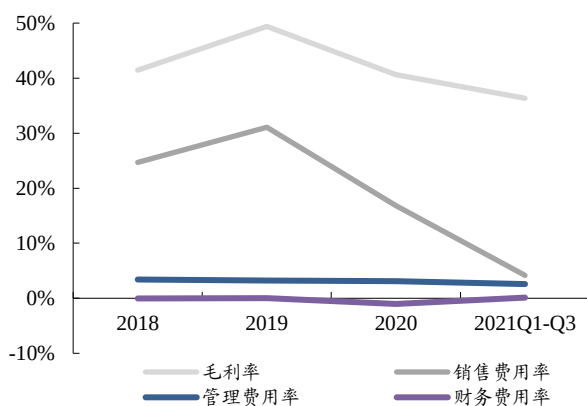
相信寒冬终将会过去。在新的变异病毒重症率与死亡率走低、全球疫苗普及率持续提升、新冠特效药陆续获批、检测手段和策略继续进化的背景下，我们有理由相信黎明就在前方不远处。

5. 财务分析及业务展望

5.1. 财务分析：机场合同重谈改善销售费用率，营业利润率逆势上涨领先同业

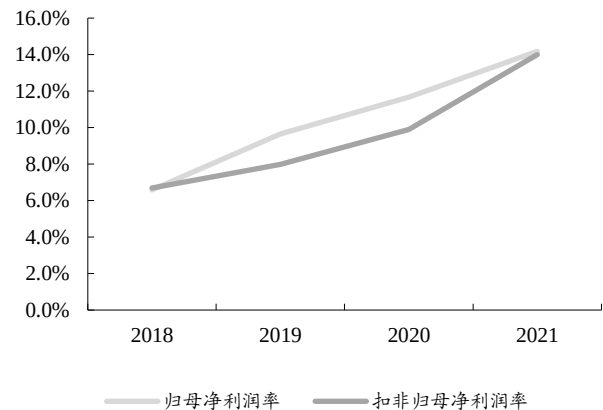
公司归母净利润率稳步提升。毛利率方面，为扩大销售规模，以规模获取议价权，公司毛利率有所下滑。而由于净利率较高的海棠湾国际免税城销售占比提升及上海机场合同修订返还租金，中免销售费用率快速下降，实现归母净利润率持续提升。

图58：机场合同重谈显著改善销售费用率



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图59：归母净利润率持续提升

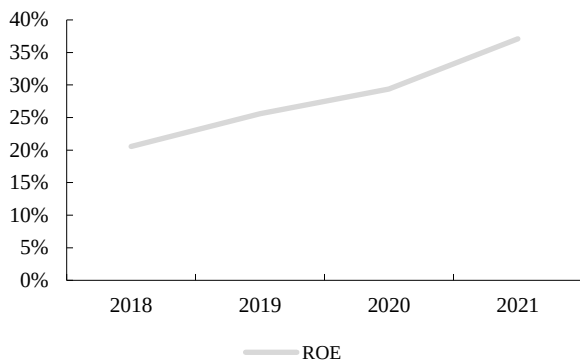


数据来源：公司公告、东吴证券研究所

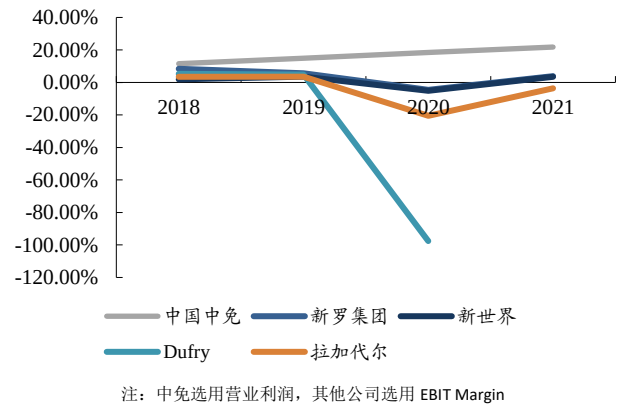
根据业绩快报，中国中免2021年ROE为37.1%，创历史新高。2018-2021年，公司加权平均净资产收益率分别为20.6%/25.6%/29.4%/37.1%，主要动力系归母净利润率的提升。

图60：中国中免ROE持续走高

图61：可比同业营业利润率，中免逆势提升



数据来源：公司公告、东吴证券研究所



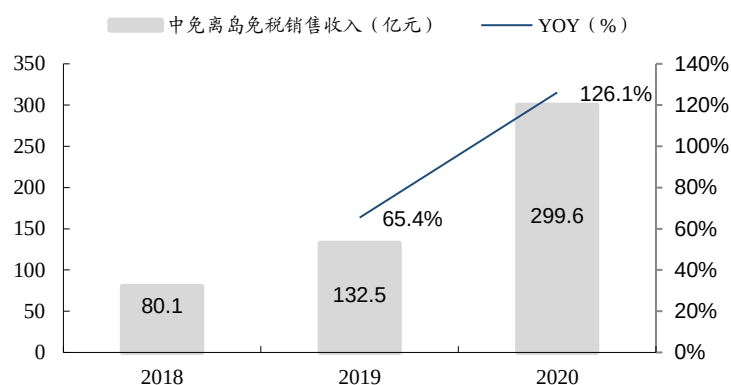
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

中免营业利润率逆势上涨，大幅领先同业。2018-2021 年，公司营业利润率分别为 11.5%/14.8%/18.4%/21.8%。其中 2020 年各免税集团受到新冠疫情冲击损失惨重，2021 年新罗、新世界等韩国免税店通过开通直邮，实现息税前利润率回正。

5.2. 业务展望：岛内扩容或将支撑离岛免税持续增长，疫后恢复有望显著催化离境免税复苏

离岛免税方面：短中期看，中免离岛免税销售额有望在国内出行复苏和新的标杆门店开业带动下再次提速。经历 2020 年的高速增长，离岛免税目前是中免第一大销售来源，2021 年面临基数大幅提升带来的增速放缓，尤其到 2021 年下半年，受到疫情扰动，出现 11 月单月几乎无增长。

图62：中免离岛免税销售收入及增速



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

我们看好两大离岛免税标杆项目投入运营后对客群的聚集效应，有望带动中免离岛免税销售额增速再次上行。海口国际免税城预计 2022 年 9 月开业，三亚海棠湾的三期项目预计 2023 年落成，两大标杆项目是未来两年离岛免税运营面积的核心构成，有望

进一步带动离岛免税销售额上行，通过绝对领先的销售规模进一步强化中免议价权。

图63: 海口国际免税城项目预计 2022 年 9 月开业



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

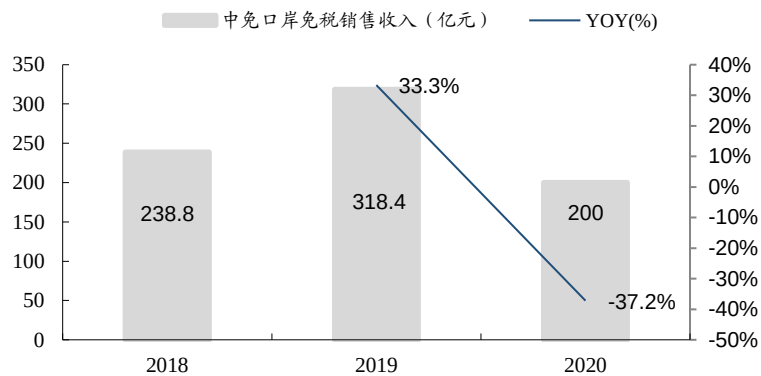
图64: 三亚海棠湾三期项目预计 2023 年落成



数据来源: 公司官网、东吴证券研究所

离境免税方面: 中长期看, 国际旅游的恢复有望带来口岸免税店重返繁荣。中免口岸免税销售收入受到国际旅游中端出现较大下滑。中免披露的机场免税店销售收入中包含日上直邮的销售额, 大部分为有税形式售卖, 而非免税, 因此销售收入下滑程度较行业大幅减轻, 实际从机场线下售出的部分大幅下滑。我们认为机场国际客流的恢复能够使得中免的口岸免税店销售额大幅回暖。

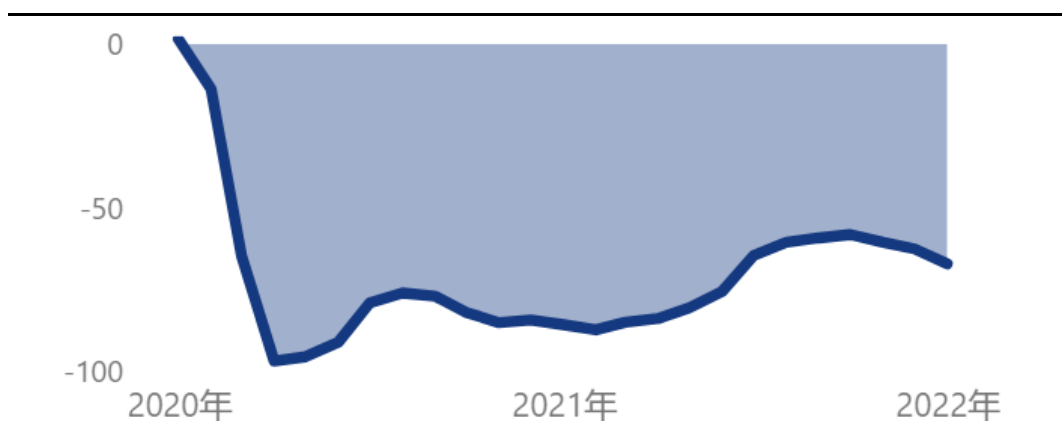
图65: 中免口岸免税店(机场)销售收入及增速



数据来源: 公司招股说明书、东吴证券研究所

预期 2023 年国际旅游将开始恢复。根据联合国世界旅游组织观测, 2020 年疫情爆发后各国推出旅行禁令, 国际游客人数一度下滑至 2019 年的不到 10%, 后缓慢恢复。虽然伴随 Delta、Omicron 等变异病毒疫情存在反复, 但总体上底部逐步抬升。联合国世界旅游组织预测国际旅游将从 2023 年实现显著的恢复。我们认为国际旅游的恢复有望释放口岸免税的销售潜力, 同时也有望盘活中免的海外免税店布局。

图66: 据联合国世界旅游组织统计, 国际游客相较 19 年数量正在缓慢恢复 (单位: %)

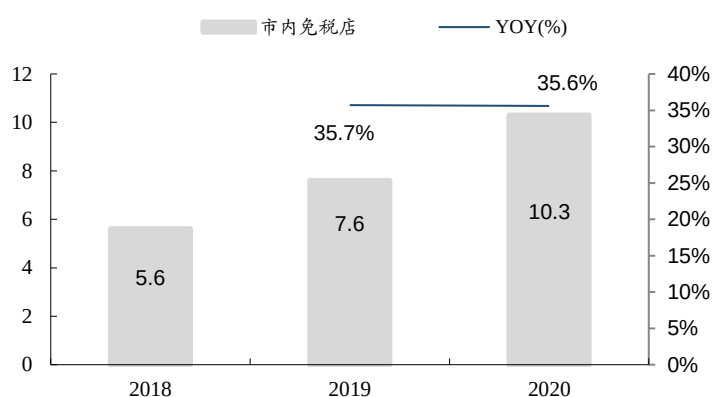


注：曲线表明当前时点国际游客数量较19年同期的增减情况，即若为-90（单位：%），则表明较19年同期国际游客数量下滑了90%。

数据来源：联合国世界旅游组织、东吴证券研究所

市内免税店方面：支持建设国际消费中心城市的重要抓手，静待政策放开。中免市内免税店目前仅开放外国游客出境前购物，销售规模有限。但北上广等多地发文建设国际消费中心城市的方案中均提到将市内免税店作为抓手之一。我们认为政策上有突破空间，若国人出境市内免税店能够放开，将成为免税市场新的增长点。

图67：中免市内免税店销售收入（单位：亿元人民币）及增速



数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所

目前中免已在多地布局市内免税店，若有政策突破有望建立先发优势。中免已在北京、上海、青岛、厦门等多地设立市内免税店，布局领先，有望享受到下一波免税政策红利。

图68：中免北京市内免税店

图69：中免上海市内免税店



数据来源：公司官网、东吴证券研究所



数据来源：公司官网、东吴证券研究所

2021年下半年起，“主播补税”风波打压电商直播流量聚集效应，中免有望从中受益。2021年11月，薇娅作为头部主播受到杭州市税务局的处罚和通报。头部主播作为中高端香化品牌重要分销渠道，本质上是一种“折扣电商”。折扣电商的模式，如“全网最低价”标签等，一定程度导致不公平竞争。我们认为该事件对电商直播流量聚集的情况反映出打压的倾向。折扣电商模式受到压制，有利于中高端香化产品用户的流量分散化，中免日上直邮、cdf会员购等流量投放较少、主要依赖于口碑营销的线上轻奢商品售卖渠道有望从中受益。

图70：直播电商模式简析



数据来源：东吴证券研究所整理绘制

6. 盈利预测与投资建议

6.1. 盈利预测

主要假设:

出行预期: 基于国内疫情影响可控, 国外疫情“流感化”的情境下, 预期 2023 年国内全面放开跨省游, 并开始逐步有序开放国际航班, 2024 年国际航班数量基本恢复 2019 年水平。

离岛免税: 基于海口国际免税城 2022 年 9 月投入运营、三亚海棠湾三期 23 年 6 月投入运营的预期, 在疫情影响可控的情境下, 预计 2022-2024 年公司离岛免税业务板块销售增速分别为 20.0%/38.1%/13.5%。

口岸免税: 考虑上海机场当前租金抽成比例远低于首都机场, 且当前上海机场承担较多国际航班接待任务, 预期国际航线放开后日上上海获得更快增长。预计 2022-2024 年公司口岸免税业务板块销售额增速分别为 26.0%/61.1%/24.8%。

市内免税店: 预期在 2023 年逐步开放国际航线后有望放开国人出境市内免税政策, 2022-2024 年销售增速分别为 10%/150%/100%。

表21: 中国中免收入预测及拆分

单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
离岛免税	29,962	51,158	61,381	84,796	96,238
yoy	126.1%	70.7%	20.0%	38.1%	13.5%
其中: 三亚海棠湾	21,316	36,134	41,554	51,942	59,733
yoy	103.7%	69.5%	15.0%	25.0%	15.0%
海南免税	8,645	15,025	16,227	14,604	14,604
yoy	210.4%	73.8%	8.0%	-10.0%	0.0%
海口国际免税城	-	-	3,600	18,250	21,900
yoy				406.9%	20.0%
口岸免税店	20,000	14,184	17,868	28,780	35,905
yoy	-37.2%	-29.1%	26.0%	61.1%	24.8%
其中: 日上中国	3,202	1,091	1,200	2,520	3,781
yoy	-57.2%	-65.9%	10.0%	110.0%	50.0%
日上上海	13,730	10,945	12,586	20,138	24,166
yoy	-9.4%	-20.3%	15.0%	60.0%	20.0%
其他	3,068	2,148	4,081	6,122	7,958
yoy	-66.7%	-30.0%	90.0%	50.0%	30.0%
市内免税店	1,026	718	790	1,975	3,949
yoy	35.6%	-30.0%	10.0%	150.0%	100.0%
其他	1,609	1,609	1,931	2,317	2,780
yoy	-25.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
合计	52,597	67,669	81,969	117,868	138,872
yoy	9.6%	28.7%	21.1%	43.8%	17.8%

注：2020 年公司营收增速受到 2019 年置出旅行社业务因素影响，与公司披露增速有区别。

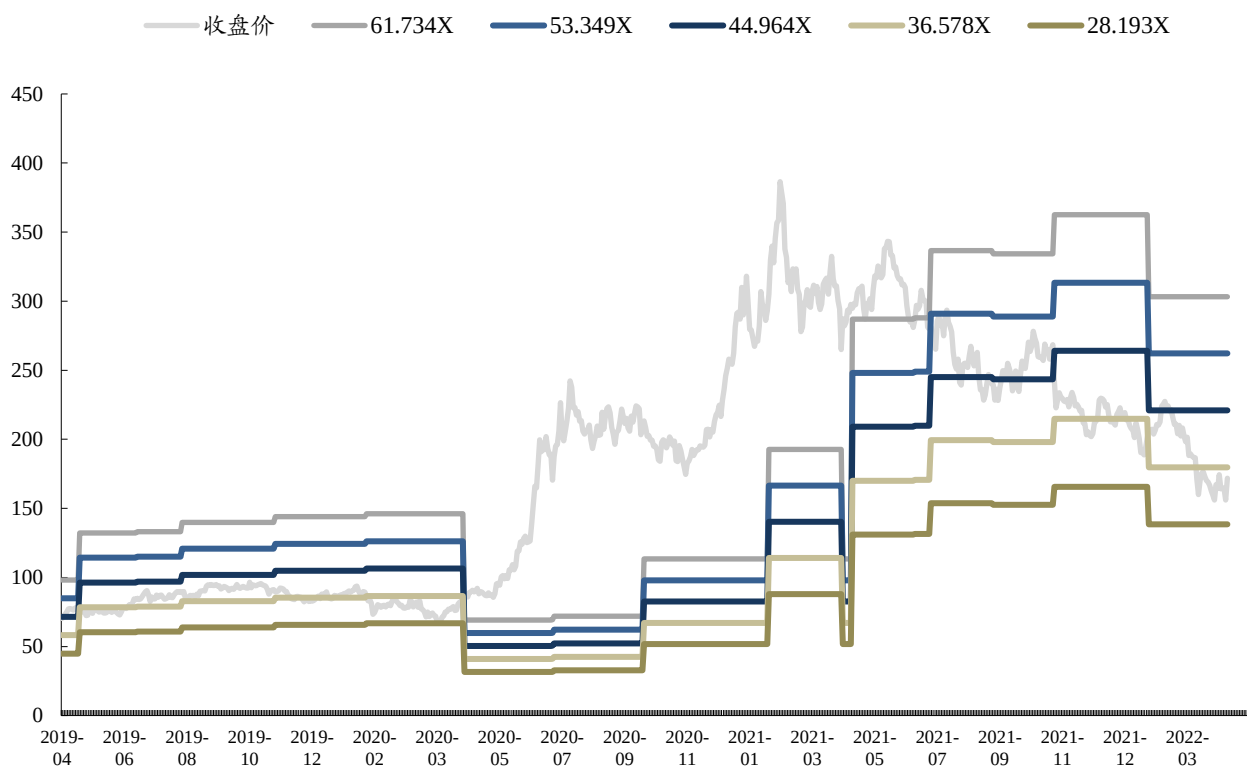
数据来源：公司招股说明书、东吴证券研究所估算

毛利率：预计 2022-2024 公司整体毛利率为 32%/31%/30%。

6.2. 投资建议

鉴于免税政策仍有空间，疫情管控放开、国际航线的恢复有利于中国免税行业进一步发展；中免市场地位稳固，新增离岛免税标杆店将在 2022 年集中投入运营，重新进入市场份额提升通道。根据盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 112.5/153.8/173.1 亿元，对应 PE 为 28/20/19 倍，作为全球规模领先的旅游零售龙头估值合理偏低，上调至“买入”评级。

图71：中国中免 PE-Band（截至 2022 年 4 月 12 日）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

7. 风险提示

国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险：疫情出于意外的爆发和政府“动态清零”政策的持续可能影响整体出行意愿。

地区冲突恶化影响国际关系进而出现政策风险：关注当前地缘冲突是否有进一步加剧可能，对中国政府外交政策可能造成影响。

免税政策落地不达预期的风险：若市内店政策落地不及预期，将使得公司市内免税店盈利能力不及预期。

行业竞争加剧风险：免税政策放宽且鼓励市场化竞争，可能造成公司为维护市场份额进行更多销售活动和折扣，毛利率不达预期。

中国中免三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	30,971	45,950	63,421	94,601	营业总收入	52,597	67,669	81,969	117,868
货币资金及交易性金融资产	14,706	24,015	36,291	55,610	营业成本(含金融类)	31,221	45,000	55,739	81,329
经营性应收款项	384	635	782	1,136	税金及附加	1,083	1,895	2,295	3,300
存货	14,733	18,410	23,170	34,037	销售费用	8,847	3,316	4,016	5,658
合同资产	0	0	0	0	管理费用	1,637	1,895	2,295	3,065
其他流动资产	1,148	2,890	3,178	3,819	研发费用	0	0	0	0
非流动资产	10,948	17,797	18,901	19,543	财务费用	-545	13	6	0
长期股权投资	791	6,941	6,941	6,941	加:其他收益	214	298	320	436
固定资产及使用权资产	1,591	1,533	1,929	2,114	投资净收益	16	135	164	236
在建工程	1,233	2,033	2,783	3,283	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	2,449	2,446	2,443	2,440	减值损失	-891	-703	-500	-500
商誉	822	822	822	822	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	717	717	717	717	营业利润	9,694	15,281	17,601	24,688
其他非流动资产	3,345	3,305	3,265	3,225	营业外净收支	-22	-15	-11	-8
资产总计	41,919	63,747	82,321	114,144	利润总额	9,672	15,266	17,590	24,680
流动负债	15,661	21,818	26,369	38,353	减:所得税	2,335	2,595	3,166	4,442
短期借款及一年内到期的非流动负债	417	425	0	0	净利润	7,337	12,671	14,423	20,238
经营性应付款项	4,332	6,171	7,644	11,153	减:少数股东损益	1,197	3,079	3,173	4,857
合同负债	906	1,350	1,672	2,440	归属母公司净利润	6,140	9,592	11,250	15,381
其他流动负债	10,006	13,872	17,053	24,761	每股收益-最新股本摊薄(元)	3.14	4.91	5.76	7.88
非流动负债	79	3,079	2,679	2,279	EBIT	9,365	12,200	14,423	19,823
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	9,880	12,407	14,647	20,058
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	40.64	33.50	32.00	31.00
租赁负债	0	3,000	2,600	2,200	归母净利率(%)	11.67	14.17	13.73	13.05
其他非流动负债	79	79	79	79	收入增长率(%)	8.20	28.66	21.13	43.80
负债合计	15,741	24,897	29,048	40,633	归母净利润增长率(%)	32.57	56.22	17.29	36.72
归属母公司股东权益	22,308	31,900	43,150	58,531					
少数股东权益	3,871	6,950	10,123	14,980					
所有者权益合计	26,179	38,850	53,273	73,511					
负债和股东权益	41,919	63,747	82,321	114,144					

现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	8,202	13,250	14,281	20,368	每股净资产(元)	11.43	16.34	22.10	29.98
投资活动现金流	-3,814	-6,937	-1,174	-649	最新发行在外股份(百万股)	1,952	1,952	1,952	1,952
筹资活动现金流	-1,383	2,995	-831	-400	ROIC(%)	28.54	29.41	24.10	24.71
现金净增加额	2,675	9,308	12,276	19,319	ROE-摊薄(%)	27.52	30.07	26.07	26.28
折旧和摊销	516	208	224	235	资产负债率(%)	37.55	39.06	35.29	35.60
资本开支	-1,233	-922	-1,338	-885	P/E(现价&最新股本摊薄)	50.72	32.47	27.68	20.25
营运资本变动	200	-2,345	-3,612	-7,445	P/B(现价)	13.96	9.76	7.22	5.32

数据来源:Wind,东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

