公司研究

深度报告

申港证券股份有限公司证券研究报告

免税黄金赛道 龙头强势领跑

——中国中免（601888.SH）

休闲服务/旅游综合

申港证券 SHENGANG SECURITIES

投资摘要：

政策红利加速释放，公司稳坐行业龙头，首先受益。

- 国内大循环持续推动境外消费回流，离岛免税新政红利正快速释放，市内免税政策有望放开，国内免税市场空间广阔。奢侈品消费回流视角，中性假设，2025 年免税市场空间约为 2000 亿元（2019 年的 3.6 倍）。
- 未来在市场竞争较为充分情况下，1）强大的规模效益和丰富的运营经验，使公司对产业链上下端都有较强议价能力，拥有远高于行业平均的毛利率和更低的费用率，从而有更广的定价空间。2）规模带来的品牌价值和成本优势又反向促进公司规模扩张，形成良性循环。3）在规模效应的基础上积累供应链效应和管理运营能力，公司强者恒强。
- 公司将与其他免税运营商形成“一超多强”的行业格局，“一超”中免带路，多强紧随，共同做大做强我国免税市场，促进境外消费回流。

离岛+机场+市内三业态布局，公司全方位发力。

- **离岛免税：新政红利正快速释放，海外疫情不确定性加速境外消费回流。海南将被定位为国际旅游消费中心，免税旅游双向促进。**海南自贸港计划和离岛免税新政的实施，将加大离岛免税的供给，进一步释放我国离岛免税市场空间。公司凤凰机场店开业、美兰机场店扩容、日月广场店与海发控免税店产生协同效应、海口国际免税城于 2022 年开业等驱动力将不断提振公司离岛免税业绩。预计至 2025 年，公司离岛免税收入超 1700 亿元。
- **机场免税：与上海机场签署的租金补充协议缓解公司保底租金压力。同时，线上直邮业务及时发力，疫情下为公司机场免税业务开拓新业绩。**预计全球旅客吞吐量于 2024 年恢复。未来，线上业务发展为常态、上海机场的免税租金“上有封顶，下有空间”、北京一市两场旅客吞吐量增速提升、广州白云机场潜力释放等驱动力使公司机场免税业务线上与线下齐头并进，继续开拓出入境免税市场空间。预计至 2025 年，公司机场免税收入约 550 亿元。
- **市内免税：市内免税政策利好有望在今年加速，政策的放开预计将释放出入境国人免税消费空间。**公司已占据先发优势，目前在积极布局市内店项目。预计至 2025 年，公司市内免税收入近百亿元。

投资策略：预计公司 2020-2022 年归母净利润约 61 /101 /138 亿元，同比增长 32%/65%/37%。每股收益为 3.13 /5.18 /7.08 元，对应 PE 为 106 /64 /47 倍。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：宏观系统性与疫情反复风险；免税政策不达预期；行业竞争加剧。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007.32	47,966.50	52,617.64	84,547.49	124,966.1
增长率（%）	66.21%	2.04%	9.70%	60.68%	47.81%
归母净利润（百万元）	3,094.75	4,628.99	6,117.67	10,106.95	13,821.72
增长率（%）	22.29%	49.58%	32.16%	65.21%	36.75%
净资产收益率（%）	19.06%	23.27%	26.16%	34.41%	36.80%
每股收益(元)	1.59	2.37	3.13	5.18	7.08
PE	208.84	139.62	105.64	63.95	46.76
PB	39.81	32.49	27.63	22.00	17.21

评级 买入（首次）

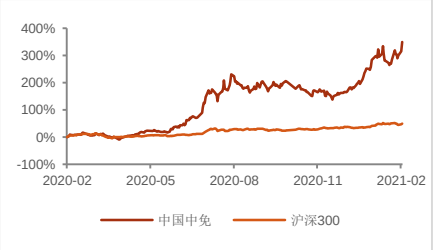
2021 年 02 月 02 日

曹旭特 分析师

SAC 执业证书编号：S1660519040001

交易数据	时间 2021.02.02
总市值/流通市值（亿元）	6,462.89/6,462.89
总股本（万股）	195,247.55
资产负债率（%）	42.58
每股净资产（元）	10.07
收盘价（元）	331.01
一年内最低价/最高价（元）	66.5/333.3

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 中国中免：央企背景+并购扩张+聚焦免税=免税王者 6
1.1 发展变革背景：实控人为国资委的免税龙头 6
1.2 经营业务变化：形成以免税为主业的格局和经验丰富的管理运营团队 7
1.3 财务分析：公司近五年发展健康 疫情下表现优异 8
2. 免税行业：政策利好下长期受益于消费回流 市场空间广阔 13
2.1 免税是消费回流的重要抓手 13
2.1.1 免税渠道质价具优 13
2.1.2 国人海外消费规模较大 消费回流为国内免税市场带来巨大增量 16
2.2 政策利好加速免税行业发展 17
2.2.1 “国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进”推动免税消费 17
2.2.2 离岛政策放开打开免税销售额与客单价优化空间 19
2.2.3 2025 年离岛免税市场空间在乐观假设下达 2000 亿元 24
2.3 以韩为鉴看免税 25
2.3.1 增加免税业态 提升购物额度 推动境外消费回流 26
2.3.2 从释放国人免税消费潜力到促进外国游客免税消费 27
2.3.3 韩国免税业三大特征 28
2.4 国内免税行业格局将呈现一超多强 29
2.4.1 全国免税牌照情况 29
2.4.2 海南离岛免税步入新格局 31
2.4.3 行业未来呈现“一超多强”：“一超”中免龙头地位稳固 33
3. 公司核心业务分析：深耕机场+把握离岛+布局市内=三业态协同发展 35
3.1 离岛免税：离岛新政利好 业绩持续高增长 36
3.1.1 三亚：海棠湾店是公司利润的强支柱 机场店开业完善公司三亚布局 36
3.1.2 海口：并购海免控制三家免税店 海口国际免税城将带来巨大利润增量 40
3.1.3 离岛免税总结：不断优化升级 未来将继续提高购买渗透率和客单价 44
3.2 机场免税：通过并购完成扩张 卡位全国核心枢纽机场 45
3.2.1 上海机场免税店：强大客流量奠定销售规模 疫情影响下租金重议 46
3.2.2 北京机场免税店：一市两场带动免税销售成长 50
3.2.3 广州机场免税店：潜力有待释放 香港机场免税店打造国际化品牌 52
3.3 市内免税：政策利好有望加速 公司占据先发优势 55
3.4 线上业务：大势所趋 潜力巨大 58
4. 盈利预测及投资建议 59
5. 风险提示 61

图表目录

图 1： 公司发展历程 6
图 2： 公司雄厚的央企背景 6
图 3： 2019 年形成以免税为主业的格局 7
图 4： 2019 年全球旅游零售商营收规模排名（单位：亿欧元） 7
图 5： 2019 年中免和海免市占率合计达 91% 7
图 6： 公司免税供应链 8
图 7： 总资产&固定及相关资产（单位：亿元，%） 9

图 8： 公司偿债能力（单位：亿元，%） 9
图 9： 公司占用上下游资金能力不断变强（单位：亿元，%） 10
图 10： 公司近五年营业收入和归母净利（单位：亿元，%） 11
图 11： 公司近五年商品销售营收（单位：亿元，%） 11
图 12： 公司单季度营收和归母净利（单位：亿元，%） 11
图 13： 公司各项费用及费用率（单位：亿元，%） 12
图 14： 公司营业收入及成本&毛利率（单位：亿元，%） 12
图 15： 公司归母净利润，归母净利率以及 ROE（单位：亿元，%） 13
图 16： 免税产业链 13
图 17： 免税店业态及适用消费群体 14
图 18： 中国消费者奢侈品消费不断提升（单位：十亿元） 16
图 19： 中国免税消费额&全球免税及旅游零售额（单位：亿元） 16
图 20： 全球个人奢侈品市场规模&全球免税销售额（单位：十亿元） 17
图 21： 中国消费者奢侈品消费渠道占比 17
图 22： 历年来 5 次免税购物额度调整（单位：元） 21
图 23： 分年海南离岛免税销售额（单位：亿元，%） 23
图 24： 分半年海南离岛免税销售额（单位：亿元，%） 23
图 25： 分月海南离岛免税销售额（单位：亿元，%） 23
图 26： 分年海南离岛免税购物人次及客单价（单位：万人，元） 24
图 27： 分月海南离岛免税购物人次及客单价（单位：万人，元） 24
图 28： 海南岛离岛免税渗透率（单位：%） 25
图 29： 海南岛离岛免税人均购买金额（单位：元） 25
图 30： 世界与韩国免税销售额及韩国占比（单位：亿美元，%） 26
图 31： 中国人在韩免税店消费额及占比（单位：亿元，%） 26
图 32： 韩国各业态免税店数量（单位：个） 26
图 33： 韩国国人在各免税渠道消费占比（单位：%） 26
图 34： 韩国免税销售韩国人与外国人比较（单位：亿美元，%） 27
图 35： 韩国人与外国人免税消费客单价比较（单位：美元/人） 27
图 36： 2019 年全球旅游零售商营收规模排名（单位：亿欧元） 28
图 37： 韩国免税运营商市占率（单位：%） 28
图 38： 2019 年韩国免税销售渠道占比（单位：%） 29
图 39： 2021 年三亚离岛免税店 33
图 40： 2021 年海口离岛免税店 33
图 41： 2019 年公司免税业务收入结构（单位：%） 35
图 42： 2020H1 公司免税业务收入结构（单位：%） 35
图 43： 公司旗下各大类型免税店 36
图 44： 海棠湾店免税营收&占离岛免税市场比（单位：亿元，% 37
图 45： 海棠湾店归母净利&对中免的贡献率（单位：亿元，%） 37
图 46： 海棠湾店游客购买渗透率（单位：万人次，%） 37
图 47： 海棠湾店与离岛整体的免税购买渗透率及客单价对比（单位：%，元） 38
图 48： 三亚过夜旅客数（单位：万人次，%） 39
图 49： 三亚机场和海口机场旅客吞吐量（单位：万人次） 39
图 50： 美兰机场店免税营收（单位：亿元，%） 41
图 51： 美兰机场店免税购物人次和客单价（单位：万人次，元） 41
图 52： 美兰机场旅客吞吐量（单位：万人次，%） 41
图 53： 美兰机场店旅客免税购买渗透率（单位：%） 41

图 54：海口过夜旅客数（单位：万人次，%）.....42
图 55：上海机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）.....48
图 56：日上（上海）营收及对公司的贡献率（单位：亿元，%）.....49
图 57：日上（上海）净利润及净利率（单位：亿元，%）.....49
图 58：日上（上海）归母净利润及对公司贡献率（单位：亿元，%）.....49
图 59：日上（上海）免税客单价（单位：元）.....49
图 60：首都机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）.....51
图 61：北京机场免税营收及对公司贡献率（单位：亿元，%）.....51
图 62：日上（中国）净利润及净利率（单位：亿元，%）.....51
图 63：日上（中国）归母净利润及对公司贡献率（单位：亿元，%.....52
图 64：北京机场免税客单价（单位：元）.....52
图 65：广州白云机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）.....53
图 66：白云机场免税营收及对公司贡献率（单位：亿元，%）.....54
图 67：白云机场免税客单价（单位：元）.....54
图 68：2018-2019 年白云机场免税营收对公司贡献占比&国际+地区旅客吞吐量对全国贡献占比（单位：%）.....54
图 69：2019 年主要机场免税营收对公司贡献占比&国际+地区旅客吞吐量对全国贡献占比（单位：%）.....54

表 1：经验丰富的管理运营团队.....8
表 2：出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税对比.....14
表 3：出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税额度对比.....14
表 4：部分商品的进口关税、进口消费税以及进口增值税.....15
表 5：奢侈品消费回流视角下的免税行业空间测算（单位：亿元）.....17
表 6：2020 年国家及地方政府出台免税相关政策.....18
表 7：海南省旅游相关政策.....19
表 8：持续放宽的海南离岛免税政策.....21
表 9：亚洲四大离岛免税政策对比.....22
表 10：2025 年离岛免税空间测算（单位：亿元）.....25
表 11：韩国免税购物额度逐渐提升.....27
表 12：免税原有运营商.....30
表 13：免税新晋参与者.....31
表 14：此前 4 家存量离岛免税店.....32
表 15：新开业&即将开业的 6 家离岛免税店.....32
表 16：三亚海棠湾店营收预测.....39
表 17：三亚凤凰机场店营收预测.....40
表 18：海口美兰机场店营收预测.....43
表 19：海口日月广场店营收预测.....43
表 20：琼海博鳌店营收预测.....44
表 21：海口国际免税城营收预测.....44
表 22：公司机场免税经营权中标情况.....46
表 23：《补充协议》中 2020-2025 年应交免税租金（单位：亿元）对应的年实际国际客流（单位：万人次）.....47
表 24：原租金合同中上海机场免税店保底扣点情况.....47
表 25：上海机场免税店营收预测.....49
表 26：北京机场免税店保底扣点情况.....50
表 27：北京机场免税店营收预测.....52
表 28：广州白云机场免税店保底扣点情况.....53
表 29：广州机场店营收预测.....55

表 30： 香港机场店营收预测 55
表 31： 入境/出境市内免税政策对比 56
表 32： 中韩市内免税店政策对比 56
表 33： 公司已开业市内免税店 57
表 34： 上海市内免税店营收预测 58
表 35： 北京市内免税店营收预测 58
表 36： 公司线上业务渠道 59
表 37： 2020-2025 年公司营收预测拆分（单位：百万元） 60
表 38： 公司盈利预测表 62

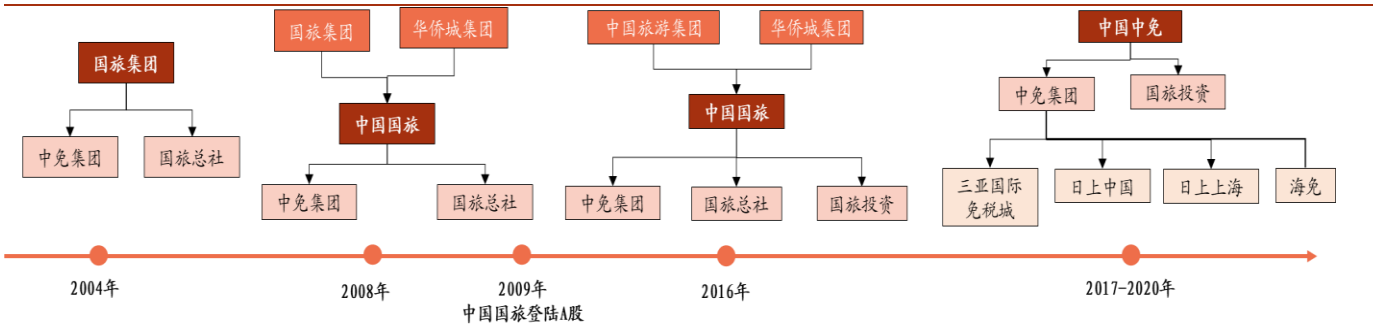
1. 中国中免：央企背景+并购扩张+聚焦免税=免税王者

1.1 发展变革背景：实控人为国资委的免税龙头

雄厚的央企背景加持，一路并购扩张，逐步聚焦免税主业，是国内唯一以免税业务为主业的上市公司。2020 年 6 月公司证券简称正式由中国国旅变更为中国中免。

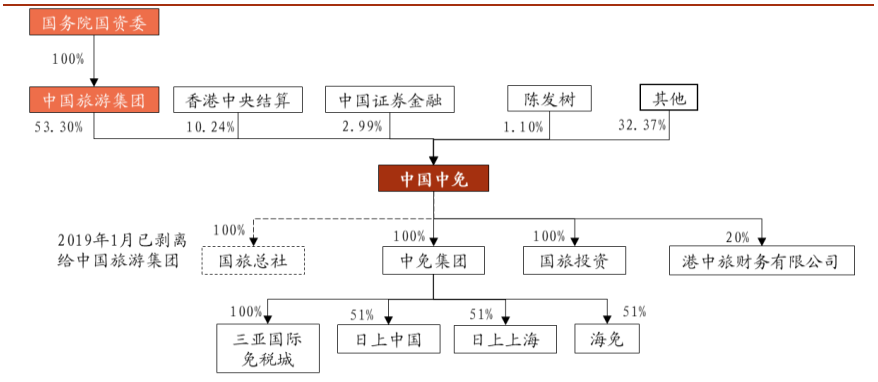
- 2004 年，由央企脱钩改制而来的国旅总社和中免集团战略重组成立中国国旅集团。
- 2008 年，国旅集团以旅行和免税业务相关资产整体重组改制，并联合华侨城集团，共同发起设立中国国旅。
- **2009 年，中国国旅登陆 A 股，**成为国内目前唯一上市的免税主业公司。
- 2016 年，国旅集团与港中旅集团实施战略重组，更名为中国旅游集团。截至目前，**中国旅游集团是中国中免的大股东，持股 53.3%，实控人为国资委。**
- **2017 年，中国中免开启免税扩张并购之路，**先后收购日上（中国）51%和日上（上海）51%的股权。
- **2019 年，剥离国旅总社，全面聚焦免税主业。**
- **2020 年，收购海南免税 51%的股权，公司市占率（中免+日上+海免）达 91%。**
- 2020 年 6 月，公司证券简称正式由中国国旅变更为中国中免。

图1：公司发展历程



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图2：公司雄厚的央企背景



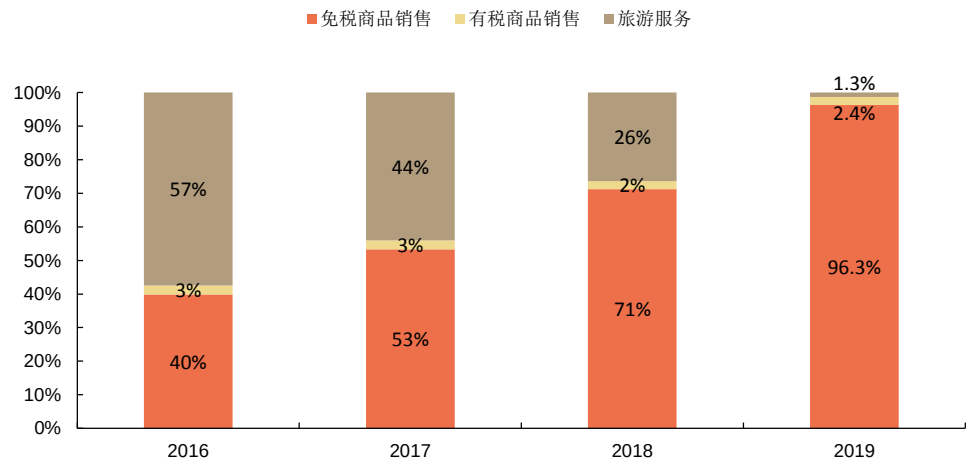
资料来源：公司公告，申港证券研究所

1.2 经营业务变化：形成以免税为主业的格局和经验丰富的管理运营团队

2019 年 1 月把旅游业务完全剥离后，公司以免税为主业的格局基本形成。2019 年以前，中国中免以旅游服务和商品销售业务（主要为免税商品销售）为主。从 2017 年开启免税并购扩张之路后，免税业务营收占比开始大幅超过旅游服务营收。具有强大央企背景的中国中免是拥有出入境免税、离岛免税和离境市内免税的全牌照公司，拥有 1000 多家的品牌供应商，240 多家门店。

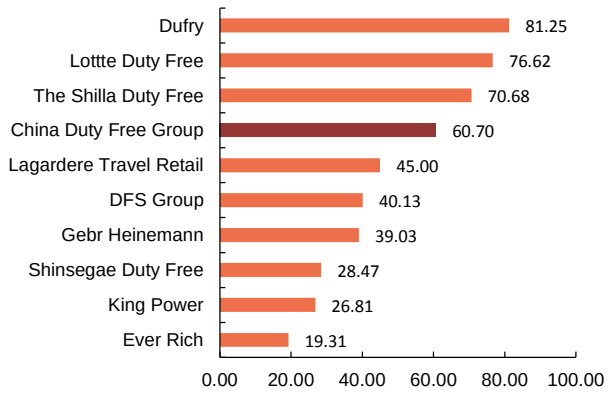
根据 Moodie Davitt Report 的数据，2019 年公司免税营收位列全球第四；2020 年上半年，公司成为全球营收最大的免税零售商；2020 年全年，公司预计登上全球免税零售商排行榜榜首。在全国范围内，公司是市占率超过 90%的免税霸主，也是国内唯一具备完整免税供应链的供应商。

图3：2019 年形成以免税为主业的格局



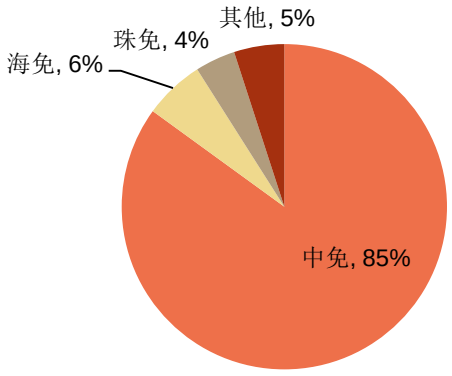
资料来源：wind，申港证券研究所

图4：2019 年全球旅游零售商营收规模排名（单位：亿欧元）



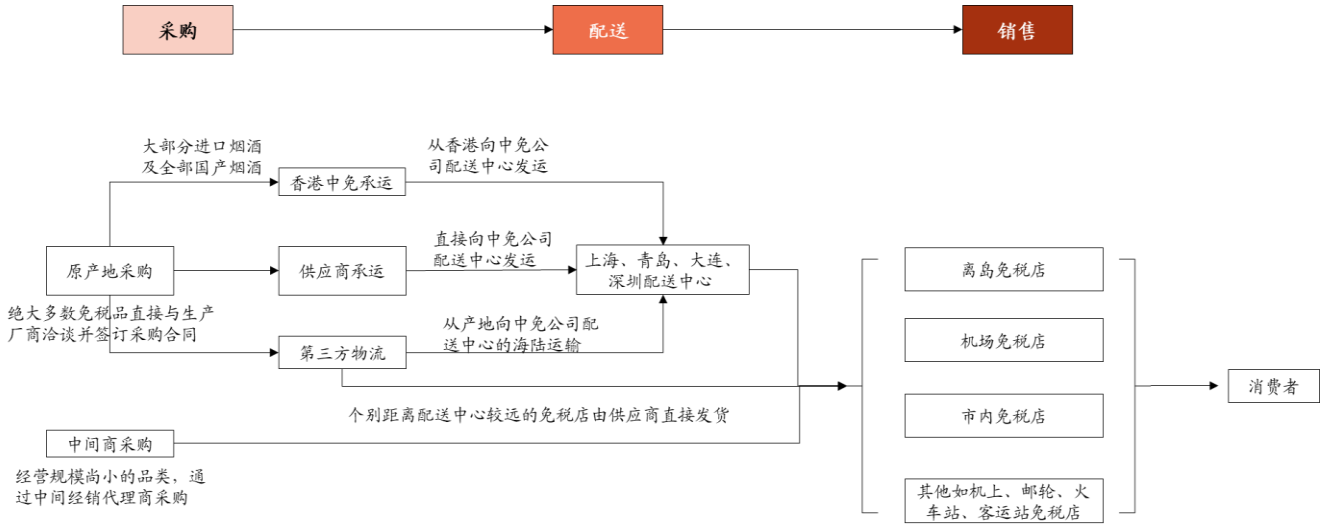
资料来源：Moodie Davitt Report，申港证券研究所

图5：2019 年中免和海免市占率合计达 91%



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图6：公司免税供应链



资料来源：招股说明书，申港证券研究所

中国中免的管理团队拥有丰富的免税运营经验。公司高管大多有中免公司长期任职经验，对免税业务和公司发展的深刻理解与丰富的经验有助于公司坚定以免税业务为主的战略方向。

表1：经验丰富的管理运营团队

姓名	年龄	职位	主要工作经历
彭辉	58	董事长	曾任中免公司副总经理、总经理、董事、董事长，国旅集团董事、党委常委，中国中免副总经理、总经理。
陈国强	56	董事、总经理	EMBA，曾任中免公司总监、副总经理、董事、总经理，海棠湾项目组组长。
薛军	57	董事	曾任国家旅游局资源开发管理处、计划处副处长，中免公司总经理，国旅集团总经理助理、董事会秘书，中国中免副总经理、董事会秘书。
张音	45	董事	曾任高盛美国总部投行并购部分析员、ASIA ALTERNATIVES 投资总监、WILSHIRE PRIVATE MARKETS 董事总经理、亚太区负责人。除担任公司职务外，现还任中国旅游集团资本运营部总经理、港中旅金控董事。
王轩	52	副总经理	曾任中国远望（集团）总公司企业管理部副总经理，华润双鹤投资发展部副经理，中免公司总经理助理、总监、副总经理。
赵凤	50	副总经理	曾任中免公司人力资源部总监、中免公司总经理助理、副总经理。
王延光	52	副总经理	曾任国旅总社总经理助理、副总经理，中免公司副总经理。
常筑军	47	副总经理、董事会秘书	曾任北中免公司总监、总经理助理。现任中国中免副总经理、董事会秘书，兼任中免国际总经理。

资料来源：公司年报，申港证券研究所

1.3 财务分析：公司近五年发展健康 疫情下表现优异

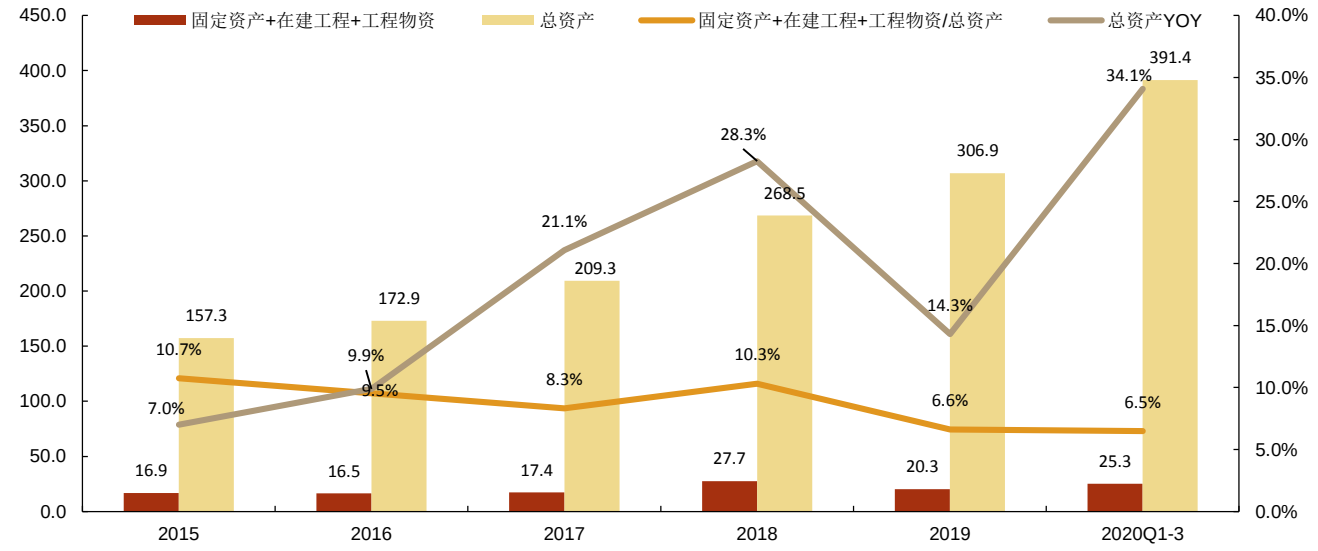
公司扩张实力良好，偿债风险低，稳坐行业龙头。

- 固定及相关资产占总资产比例自 19 年起保持在 10%以下，公司为轻资产类公司。总资产增长态势良好，19 年总资产的同比增长率下降主要原因为剥离旅游业务。
- 公司资产负债率在 2019 年之前都在 30%左右，2020 年前三季度增长至超过 40%，主要由于其他应付账款里计提尚未支付的经营场所租金（机场扣点）增加导致。

公司货币资金充裕，有息负债有略微增长，主要是因为短期借款里接受控股股东委托贷款所致，但有息负债体量较小几乎可以忽略不计。整体来看，公司基本没有偿债风险。

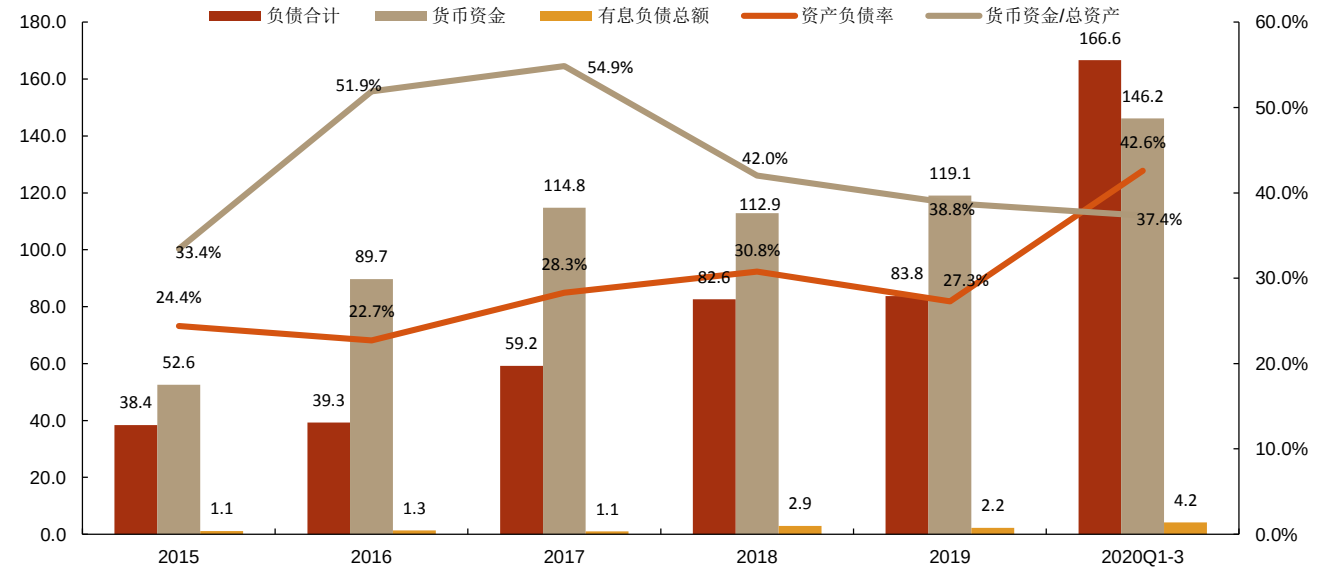
- （应付+预收）-（应收+预付）的数值较为健康，应收账款占总资产的比例和应收账款占营业收入的比例都极低，说明中免占用上下游资金的能力不断变强，行业地位较为稳固。

图7：总资产&固定及相关资产（单位：亿元，%）



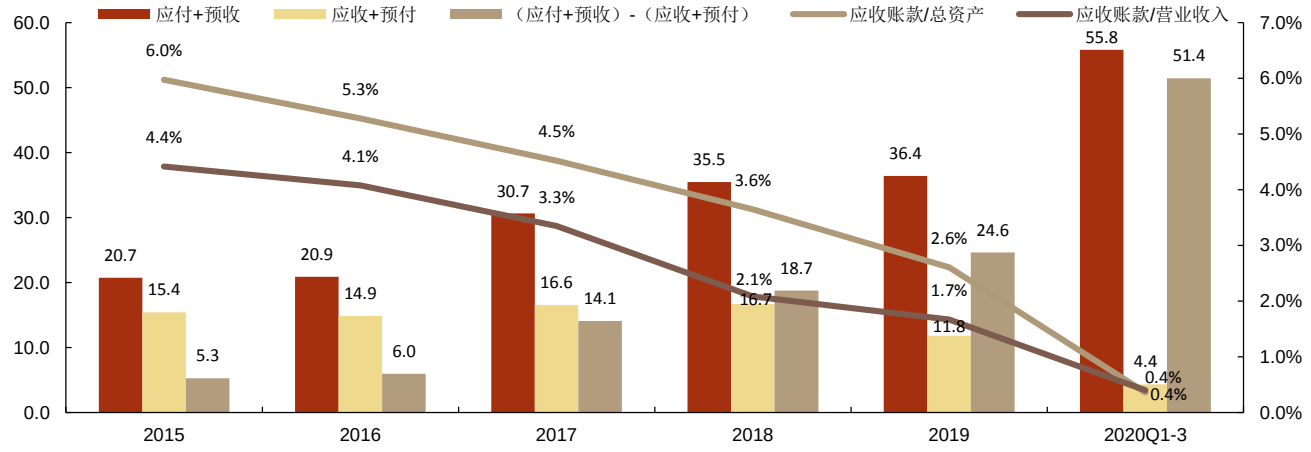
资料来源：wind，申港证券研究所

图8：公司偿债能力（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图9：公司占用上下游资金能力不断变强（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

疫情影响下，2020 年业绩表现仍旧优异。公司成长态势良好，扩张期费用率上升属于正常。

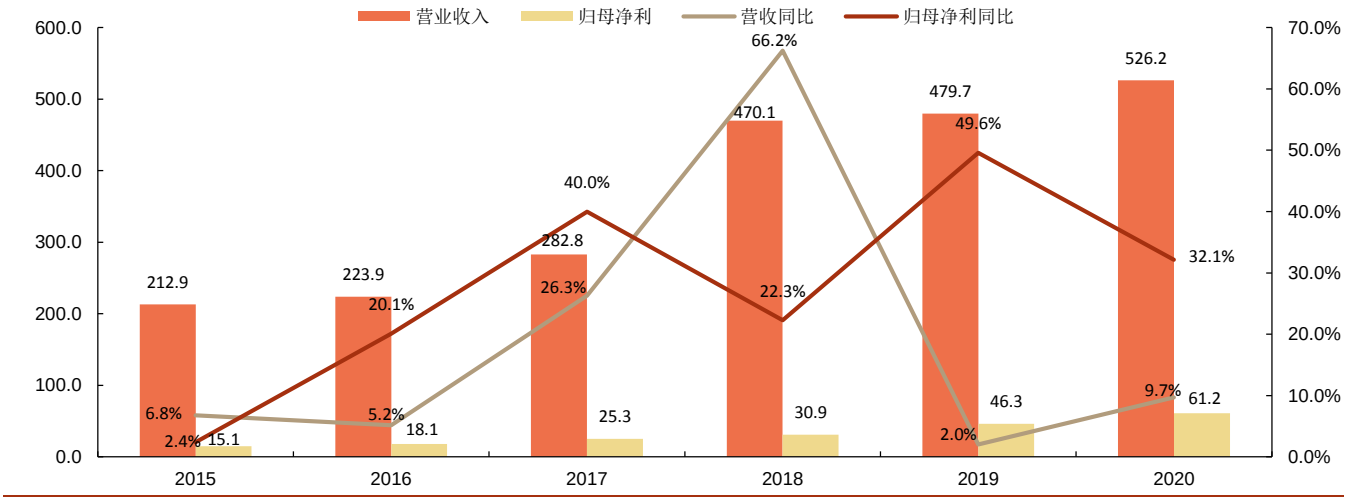
- **公司近几年营收和业绩都保持较好增速，归母净利 2015-2019 年实现复合年均增速 32.4%。**由于并购扩张，公司 2017 年和 2018 年的营收同比增长较高，18 年达到 66.2%。2019 年因剥离旅游业务，营收增长速率有所下降，但商品销售类主营业务收入一直保持着较好增速。

- 2020 年一季度受疫情影响，中免机场免税与离岛免税业务受到重挫。二季度开始，公司线上补购与直邮积极推动，线下离岛免税扩容，环比实现大幅改善。2020 年上半年海免并表，2020H1 海免营收 30.3 亿元，归母净利 1.4 亿元以及公司在上半年收到 1.58 亿财政扶持。

- **2020 年下半年开始，受益于海南离岛免税新政，公司业绩表现优异。根据公司 1 月 30 日公布的业绩快报，2020 年公司营收 526.2 亿元，同比增长 9.7%**（若考虑 2019 年业绩追溯，同比增长 8.2%），**归母净利 61.2 亿元，同比增长 32.1%。2020 年四季度，公司营收 174.8 亿元，同比增长 41.2%，归母净利 29.5 亿元，同比增长 581.3%**（若考虑 2019 年业绩追溯，营收同比增长 40.3%，归母净利同比增长 608.3%）。（以上财务数据均为初步核算数据，可能与公司 2020 年年度报告中披露的数据存在差异，但预计差异幅度不会超过 10%）。

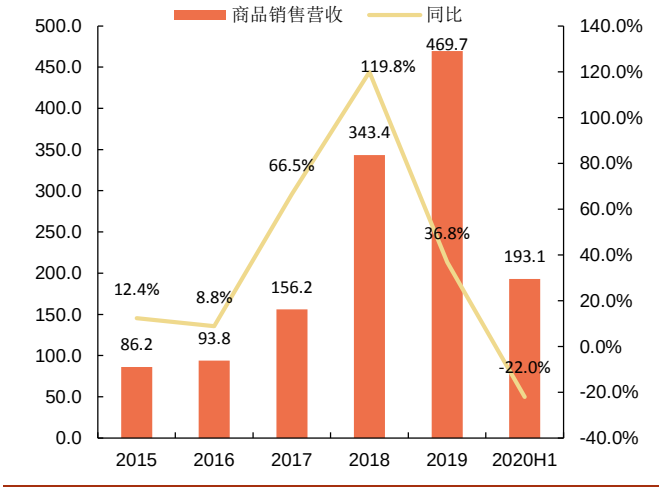
- **公司 2020 年四季度业绩表现优异，主要因：1）公司离岛免税业务实现较大幅度增长**，特别是毛利率较高的奢侈品箱包、腕表和贵重珠宝；**2）上海机场免税店 2020 年应付租金大幅减少带来部分费用冲回**，公司销售费用有所降低；**3）参考历史年度，历年四季度因资产减值、集中计提奖金和集中计提存货跌价准备等导致基数相对较低。**

图10：公司近五年营业收入和归母净利（单位：亿元，%）



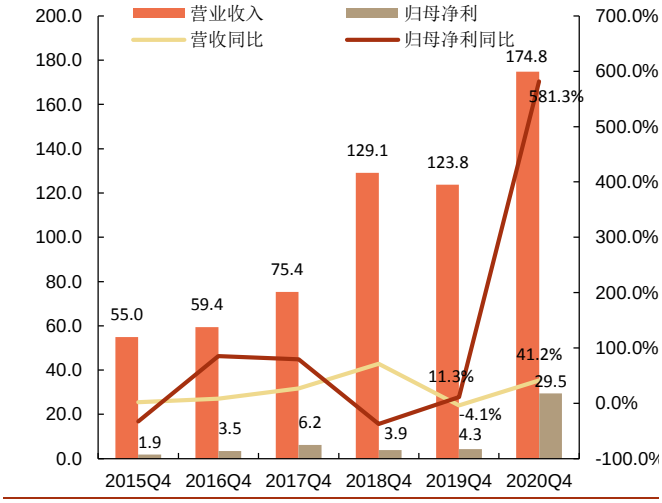
资料来源：wind，申港证券研究所

图11：公司近五年商品销售营收（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图12：公司单季度营收和归母净利（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

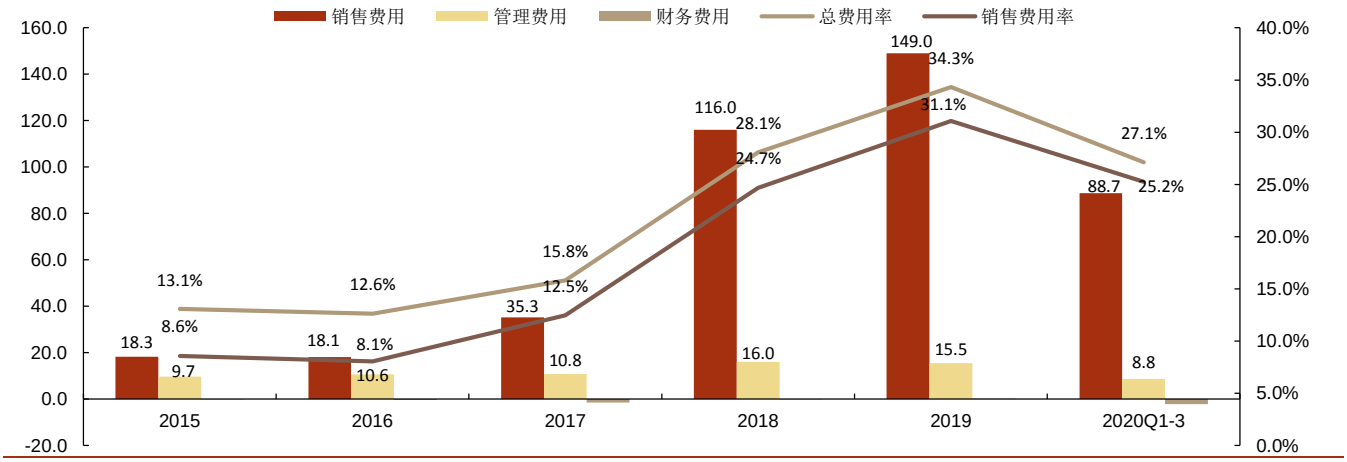
- **费用方面，中免在高速扩张结束后，总费用率与销售费用率能保持在稳定水平，公司综合管理能力优秀。**从总费用率方面看，自 2017 年起不断攀升，这期间以销售费用增长为主，尤其是销售费用中的机场租赁费用。公司在 17-18 年在机场免税业务上进行并购扩张，销售费用中的机场租赁费用随之上升。另 2019 年北京机场和上海机场都采取了更高的新扣点，故 19 年销售费用依旧有所增长。销售费用率从 17 年 12.5%增长 18.6pct 至 2019 年的 31.1%。

- 2020 年前三季度总费用率 27.1%，销售费用率 25.2%，较 2019 年均有明显下降，主要因机场租赁费用绝对额有明显下降，同时第三季度离岛营收扩大，费用占比降低。2020 年前三季度管理费用与费用率有所下降，主要是 19 年剥离国旅总社以及管理提效进行控费的作用。中免具有央企特有的资金成本优势，有息负债较低，且货币资金存款利息收入较高，公司财务费用率长期维持在 0 左右。2020 年前三季度财务费用-2.2 亿元，其中有因人民币升值带来的汇兑损益。

- **2020 年，因疫情影响，上海机场国际航班锐减，上海机场免税店客源同比大幅下降，经与上海机场协商确认，公司与机场签署租金补充协议，对租金计算规则**

进行修订，销售费用率将进一步降低。

图13：公司各项费用及费用率（单位：亿元，%）



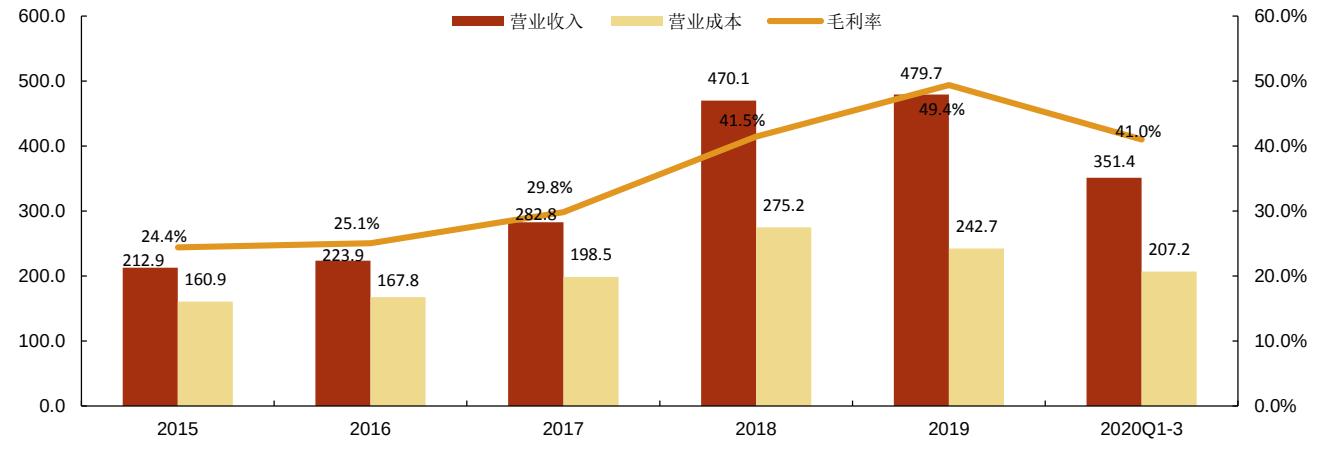
资料来源：wind，申港证券研究所

- **19 年剥离旅游业务后，中免聚集在毛利率水平较高的免税品销售市场，故 2019 年毛利率达到近几年峰值 49%。2020 年前三季度毛利率较 2019 年下降 8.37pct 至 41%，**主要是因为 1）离岛新政后，销售品类结构调整，相对高毛利率的香化销售占比下降，而低毛利的奢侈品销售占比提升；2）上半年为应对疫情开展商品折扣促销活动，但第三季度，部分品牌开始减少优惠幅度；3）线上直邮和离岛补购补缴三税，影响成本。

- **公司归母净利润在 2015-2019 年稳步增加，CAGR 为 32%。归母净利率虽有波动，但整体呈现稳中有升。**2018 年归母净利率下滑，主要是日上并表后机场免税的净利率较低拉低整体水平。未来随着公司免税规模不断扩大，规模优势提升，公司归母净利率有望继续稳中有升。

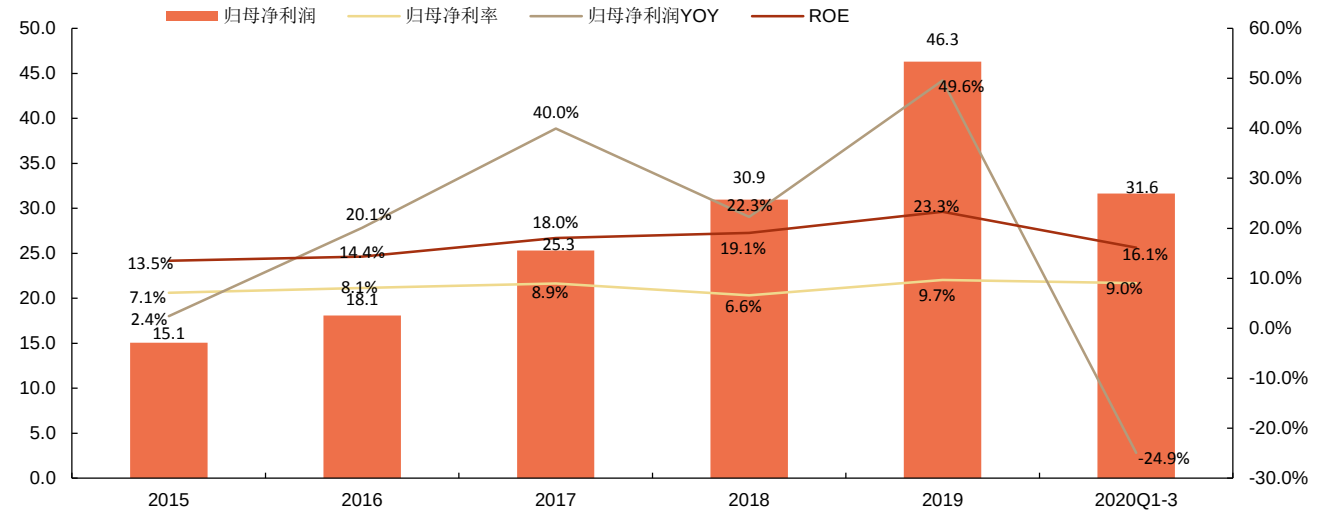
- **公司 2015-2019 年 ROE 持续上升，资本获利能力逐渐变强，投资价值不断提高，2019 年突破 20%达 23%。**2020 年前三季度，归母净利率和资产周转率的下滑导致 ROE 下滑。未来疫情影响消散，公司提高经营管理水平，营收继续扩大，归母净利润继续回升，同时适当提高财务杠杆增加权益乘数，ROE 有望重回 20%以上的水平。

图14：公司营业收入及成本&毛利率（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

图15：公司归母净利润，归母净利率以及 ROE（单位：亿元，%）



资料来源：wind，申港证券研究所

2. 免税行业：政策利好下长期受益于消费回流 市场空间广阔

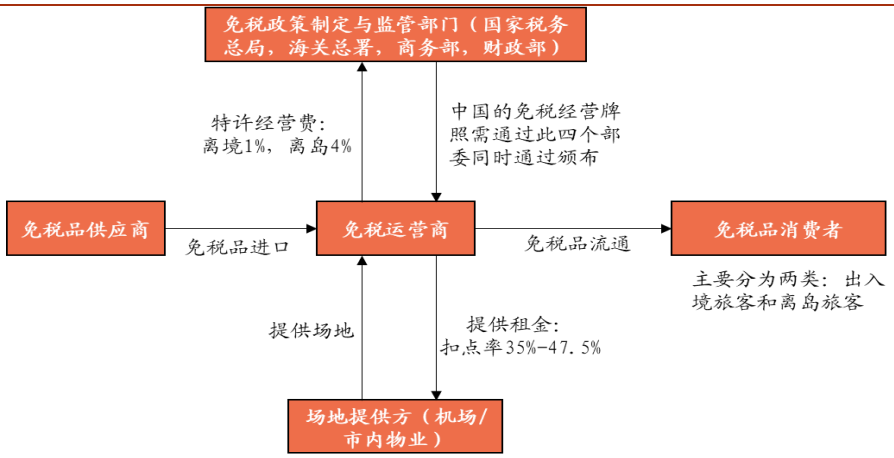
2.1 免税是消费回流的重要抓手

2.1.1 免税渠道质价具优

从消费者角度出发，商品的价格和品质是购买商品的主要考虑因素，免税商品具有明显价格优势，同时保证正品，质价具优。因此免税是引导消费回流的重要抓手。

免税运营商是经国务院或者其授权部门批准，具备开展免税品业务经营资格的企业。按照海关总署核准的经营品种，免税运营商向免税品供应商购买商品，免去进口环节的关税、消费税和增值税，在免税商店以免税价格卖给免税品消费者。经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1%，经营离岛免税业务企业需按免税商品销售收入的 4%，向国家上缴特许经营费。

图16：免税产业链



资料来源：财政部，申港证券研究所

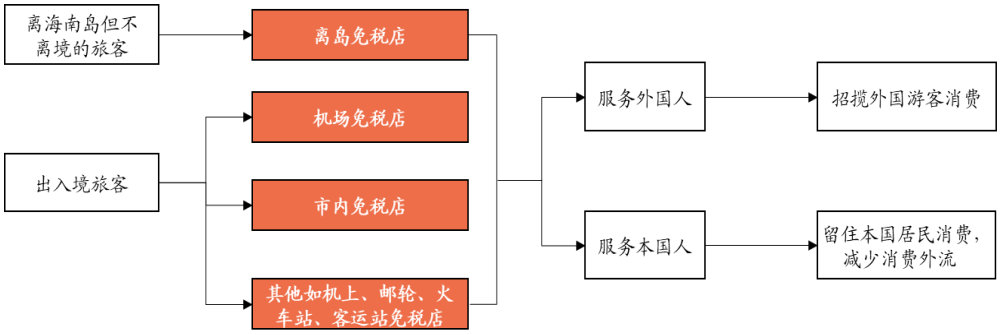
国内免税主要包括出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税两大方面。

离岛免税指海南离岛免税，本国人和外国人均可购买。目前拥有离岛免税牌照的公司有中免、海免（中免控股）、中出服、海发控、海旅投和深免，包括三亚、海口市内免税店和海口美兰机场免税店等。

出入境离境免税主要包括两类：

- **一类是传统机场、口岸、港口、机上免税等形式**，出入境的本国人和外国人均可购买。国内目前有竞标资格的仅中免、深免、珠免、中出服 4 家。
- **另一类是出入境市内免税店**，目前我国拥有针对出入境游客开展市内免税业务牌照的公司仅有中免、中出服和中侨。其中，中出服和中侨拥有我国仅有的两块入境市内免税牌照，中侨仅在哈尔滨开设免税店。中免拥有我国唯一的出境市内免税牌照。

图17：免税店业态及适用消费群体



资料来源：中国产业信息网，申港证券研究所

表2：出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税对比

分类	说明	针对人群	国际对标
出入境免税	机场/口岸/港口/机上免税	离境的本国人和外国人	国际惯例，欧美日韩皆有
	市内免税-离境市内免税店（机场提货）-中免	目前仅针对离境外国人	日韩：离境本国人/外国人皆可
	市内免税店-中出服/中侨免税店	出境归国的特定人群-本国人	
离岛免税	机场免税-海口美兰机场/三亚凤凰机场免税	离岛的本国人和外国人	日韩
	市内免税店（机场提货）-三亚、海口皆有	离岛的本国人和外国人	日韩

资料来源：公司公告，公司官网，商务部，穆迪报告，申港证券研究所

表3：出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税额度对比

	2011	2012-15	2016-17	2018-2020	2020.07 起
离境免税额度（单位：元）	5000 元/人/年	5000 元/人/年	8000 元/人/年	8000 元/人/年	8000 元/人/年（市内免税 5000 元/人/年）
离岛免税额度（单位：元）	累计限额 5000 元	累计限额 8000 元，有件数限制	累计限额 1.6 万元，单件限额 8000 元，有件数限制	累计限额 3 万元，单件限额 8000 元，有件数限制	累计限额 10 万元，取消单件限额，取消件数限制，离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种

资料来源：财政部，商务部流通业务发展司，申港证券研究所

免税商品具备质价具优的特点。其明显的价格优势，主要得益于免去了进口环节的关税、消费税和增值税（国产烟酒可参考退税方式，免除相应消费税、增值税等），超出额度的部分需额外缴纳行邮税。同时，免税商向品牌商直采的模式省去了层层分销加价。

对比免税、跨境电商、海淘、代购和有税等渠道，商品价格方面，免税店>跨境电商>有税零售（一般贸易进口）。

- 有税零售包括线下有税和线上电商，通常采取一般贸易进口报关。
- **免税商品通过减免 2-3 项税种，整体能创造 20%以上的价格优势。**以热门免税商品，香化、手表以及烟酒品类为例，高档香化进口综合税率在 34-40%，高档国产护肤品税率 33%，高档手表综合税率在 41%-48%，首饰综合税率在 28-38%，箱包在 20-24%，烟酒综合税率在 50%以上（未考虑从量征收部分）。
- 跨境电商在一定额度内免征关税，消费税和增值税打 7 折，因此跨境电商综合税收优惠一般优于线下有税零售，但次于免税。
- 海淘在国外电商购买时需交税（所处国/州消费税或增值税，免税日或免税州除外），通过转运公司邮寄回国涉及高额邮费，同时转运公司代为报税或自行承担（可能被海关抽查）。海淘与个人代购渠道的核心在于品牌原产地或洲际定价的差异，而非可能规避的税额。
- 个人代购的征税情况取决于海关抽查概率以及单次携带商品是否在 8000 元额度内，抽查后补缴行邮税。同时，代购涉及代购费和物流费，其中部分商品若采购于免税店，转售时价格通常高于免税店。

表4：部分商品的进口关税、进口消费税以及进口增值税

品类	进口最惠国关税	消费税	增值税	累计税负（粗略估计）
高档进口香水	3%	15%	13%	37%
高档进口化妆品	5%	15%	13%	40%
高档进口护肤品	1%	15%	13%	34%
高档国产护肤品	-	15%	13%	33%
首饰	8-18%	5-10%	13%	28-38%
箱包	6-10%	0%	13%	20%-24%
高档手表	8-15%	20%	13%	41%-48%
衣物服饰	6-12%	0%	13%	20%-25%
太阳镜	7%	0%	13%	20%
白酒	10%	20%+0.912 元/升	13%	55%（简化处理）
其他酒	5%-10%	20%+0.912 元/升	13%	55%（简化处理）
烟草	10%-25%	30-56%	13%	60%-95%

资料来源：中国海关总署，国家税务总局，财政部，申港证券研究所

对比免税、跨境电商、海淘、代购和有税等渠道，商品品质方面，免税龙头、有税零售>跨境电商、海淘>代购。

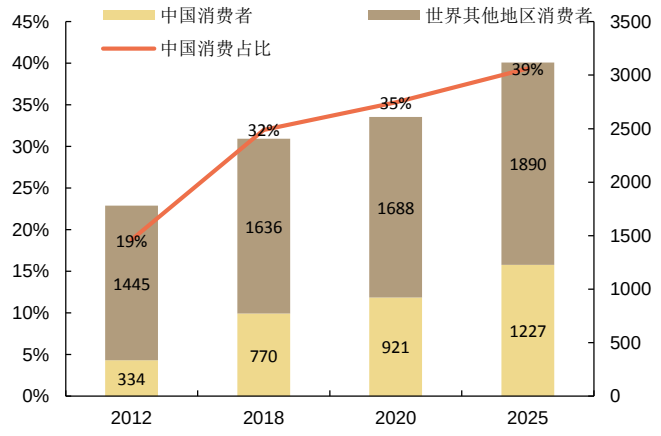
- 免税龙头采取直采模式，均为品牌商原产地采购，保证正品。品牌线下零售的自营直销店也能保证正品。

- 跨境电商里，采取品牌商直采自营或品牌入驻 M2C 模式的，质量能有所保证；通过平行报关代理模式（水货）的，通常也为正品，但若对代理监管不严则存在不确定性；个人代购入驻跨境电商平台模式具有一定不确定性。
- 海淘里，通常亚马逊等大平台自营或官网购买直邮国内的质量有保障，而小平台或非自营的商品存在不确定性。
- 私人代购则主要看代购个人信用，真假不一，通常难以辨别。

2.1.2 国人海外消费规模较大 消费回流为国内免税市场带来巨大增量

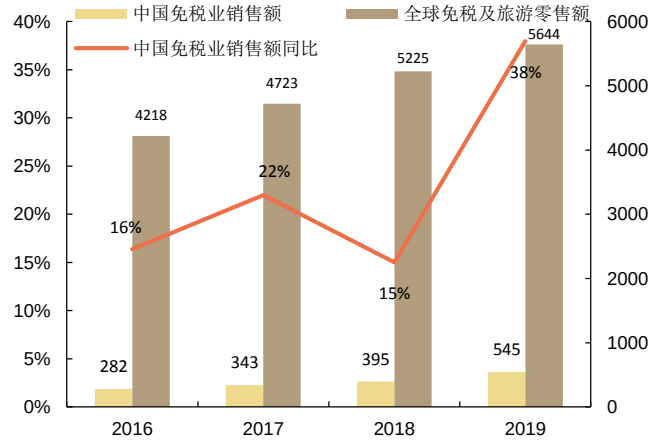
中国免税市场规模较小，中国居民海外消费规模较大，免税作为抓手可以推动境外消费回流。根据瑞典研究机构 Generation Research 发布数据，2019 年预测全球免税及旅游零售销售规模为 818 亿美元（约 5600 亿元）。而 2019 年，中国免税业销售额仅为 545 亿元左右，占全球免税及旅游零售销售规模不到 10%，未来发展空间巨大。根据麦肯锡咨询发布的报告《中国奢侈品报告 2019》，2018 年中国人在境内外的奢侈品消费额达 7700 亿元人民币。预计至 2025 年，消费总额将增长近一倍，达 1.2 万亿元人民币，贡献全球 40%的奢侈品消费额。消费主力富裕家庭与中上收入家庭中有近 70%的人选择在境外购买奢侈品。

图18：中国消费者奢侈品消费不断提升（单位：十亿元）



资料来源：麦肯锡，申港证券研究所

图19：中国免税消费额&全球免税及旅游零售额（单位：亿元）



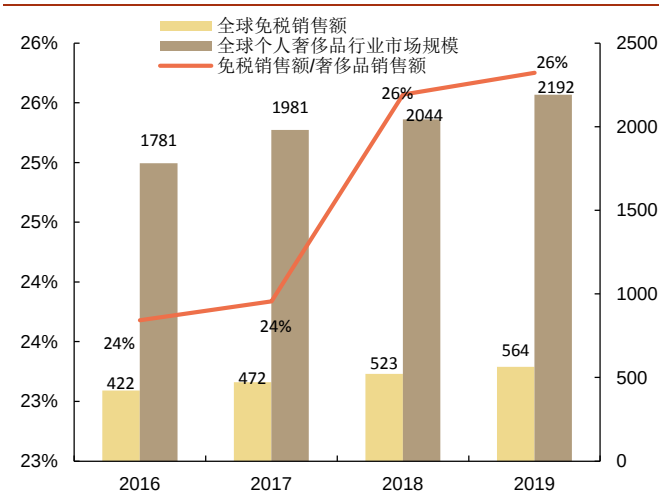
资料来源：Generation Research，贝恩，申港证券研究所

奢侈品消费回流视角下，中性假设，2025 年免税市场空间约 2000 亿元。

根据麦肯锡的数据，预计至 2025 年，中国人在境内外的奢侈品消费额将达 1.2 万亿元人民币。根据贝恩的数据，2018 年中国消费者在内地的奢侈品消费比例由 2015 年的 23%上升至 27%。预计至 2025 年，该比例将达到 50%。2017 年和 2018 年全球免税销售额占全球奢侈品销售额比例为 24%和 26%，假设中国境内免税销售额占中国奢侈品销售额的比例在 2025 年达 28%-32%。

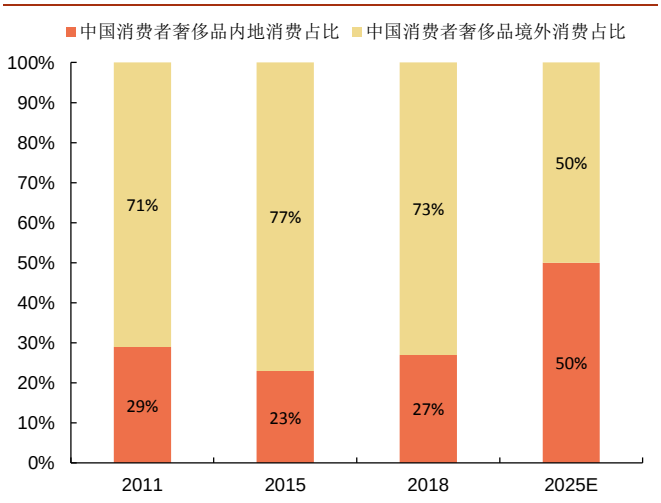
考虑国人不同的奢侈品境内消费比例以及中国境内免税销售额占奢侈品销售额的比例假设，测算 2025 年免税市场空间大约在 1680-2304 亿元之间。

图20：全球个人奢侈品市场规模&全球免税销售额（单位：十亿元）



资料来源：贝恩，申港证券研究所

图21：中国消费者奢侈品消费渠道占比



资料来源：贝恩，申港证券研究所

表5：奢侈品消费回流视角下的免税行业空间测算（单位：亿元）

2025 年中国消费者奢侈品境内消费占比									
		35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%
2025 年免税销售额/奢侈品销售额	26%	1092	1248	1404	1560	1716	1872	2028	2184
	28%	1176	1344	1512	1680	1848	2016	2184	2352
	30%	1260	1440	1620	1800	1980	2160	2340	2520
	32%	1344	1536	1728	1920	2112	2304	2496	2688
	34%	1428	1632	1836	2040	2244	2448	2652	2856

资料来源：申港证券研究所

2.2 政策利好加速免税行业发展

2.2.1 “国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进”推动免税消费

免税业务具有强政策属性。

- 近几年中央不断放宽免税相关政策支持免税业发展，吸引消费回流、消费扩容提质、海南离岛政策等陆续出台。
- 2019 年 1 月 1 日，电商法实施生效，严格监管电商主体登记、税收监管、数据监管、适用规章。长远来看，中央打击非法代购态度坚决，代购可能被挤压离场，利于免税。

2020 年全球疫情爆发，随着中国率先好转，经济领先全球复苏，中央提出利用“国内大循环”释放消费内需潜力。同时，免税相关政策更加密集出台，免税运营牌照增加，在国人海外消费巨大的背景下，免税消费将持续促进境外消费回流，为国内消费增长提供动能。

2020 年 3 月，国家发改委发布《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》，明确了：

- 1）建设中国特色免税体系，服务境外人士和我国出境居民，完善市内免税店政策，建设中国特色市内免税店；

- 2）扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。鼓励对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持；
- 3）调整免税限额和免税品种类，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。

2020 年 3 月，商务部、国家发改委和国家卫健委三部门联合印发《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，再次强调要促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，进一步激发国内消费活力。

2020 年 5 月，中共中央政治局常务委员会会议上，首次提出“加快形成国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进的新发展格局”。国内大循环强调提振内需，境外消费回流是作为提振内需的重要手段。2015 年，国务院首次提出“境外消费回流”概念，通过调整进口关税、增设口岸进境免税店，提高免税购物额等政策促进境外消费回流。2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划的通知》，研究进一步增设口岸进境免税店，引导消费回流。

2020 年 11 月，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》，十四五规划建议再次强调了“形成强大国内市场，构建新发展格局”，“畅通国内大循环”、“促进国内国际双循环”“全面促进消费”等被作为小节重点展开。**预计十四五期间，将有一系列政策沿着“双循环”政策思路出台，较多细分领域将在此背景下获得加速发展，免税业将是政策利好下的黄金赛道。**

表6：2020 年国家及地方政府出台免税相关政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2020 年 3 月	国家发改委	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	建设中国特色免税体系，坚持服务境外人士和我出境居民，重完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。 鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点，扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。 适时研究调整免税限额和免税品种类，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品
2020 年 3 月	商务部、国家发改委、国家卫健委	关于支持商贸流通企业复工营业的通知	促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，进一步激发国内消费活力。
2020 年 3 月	珠海市商务局	珠海市关于进一步优化供给促进消费增长的若干措施	加快发展免税购物，提升外来消费吸引力。 鼓励机场、海陆口岸等免税店加快发展，探索发展市内免税店。 加强境外旅客购物离境退税政策宣传推广，扩大离境退税商店数量规模。对设立离境退税商店给予每个 1 万元的奖励
2020 年 4 月	上海市人民政府	上海市人民政府关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施	推动发展免税经济——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。 加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020 年 5 月	湖北省人民政府	提振消费促进经济稳定增长若干措施	完善消费设施，倡导消费新模式等配套措施。 加快全省主要城市市内及空港免税店落地。
2020 年 5 月	中共中央政治局常务委员会会议		首次提出“加快形成国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进的新发展格局”

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2020 年 6 月	广东省商务厅	广东省加快发展流通促进商业消费政策措施	建设国际消费中心城市，支持有条件的地市争取设立市内免税店。
2020 年 6 月	财政部	关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知	授予王府井免税品经营资质，允许经营免税品零售业务
2020 年 11 月	中共中央	关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议	再次强调了“形成强大国内市场，构建新发展格局”，“畅通国内大循环”、“促进国内国际双循环”“全面促进消费”等被作为小节重点展开。

资料来源：国务院，商务部，财政部，发改委，各省政府官网，申港证券研究所

2.2.2 离岛政策放开打开免税销售额与客单价优化空间

游客是免税购物的基础，扩大游客基数将提升离岛免税规模空间。海南省政府不断积极推动旅游产业发展，扩大海南省旅游客群基数。海南省委书记表示，2019 年海南接待游客 8311 万人次，未来有望每年接待游客 2-3 亿人次。目前海南省旅游收入在 1000 亿元左右，至 2025 年有望达 2500 亿-3000 亿元。

根据《中华人民共和国海南自由贸易港法（草案）》，海南被定位为国际旅游消费中心，将利用环岛旅游公路建设全域旅游，优化游客布局。海南省委书记提到，全域旅游将海南全省建设为一个大景区，实现行行搞旅游，处处有旅游。

海南将建设一条环岛旅游公路及国家热带雨林公园，未来环岛旅游公路、中部热带雨林公园和农村、三亚等传统旅游目的地将各吸引 1/3 的游客。环岛旅游公路工程已于 2020 年 12 月 31 日开工，总线约 1000 公里，贯穿海口、三亚、琼海等沿海 12 个市县。

- 2018 年 4 月，中央发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，里面提出海南战略定位为国际旅游消费中心，强调拓展旅游消费发展空间，提升旅游消费服务质量，大力推进旅游消费国际化。
- 2019 年 10 月，《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》提出利用 5 年左右时间基本形成综合性国际消费中心城市的工作目标。
- 2020 年 3 月，海南省政府提出振兴旅游业三十条行动措施，助推疫后旅游业重振。
- 2021 年 1 月，根据《中华人民共和国海南自由贸易港法（草案）》，海南被定位为国际旅游消费中心，将利用环岛旅游公路建设全域旅游，优化游客布局。

表7：海南省旅游相关政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2018 年 4 月	中共中央国务院	关于支持海南全面深化改革开放的指导意见	创新促进国际旅游消费中心建设的体制机制政策 拓展旅游消费发展空间。实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。 提升旅游消费服务质量。 大力推进旅游消费国际化。
2019 年 5 月	海南省旅游	海南省旅游电子行	加强旅游电子行程监管服务平台的管理，保障旅游者和旅游经营者的合法

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
	协会	程监管服务平台管理办法	权益，维护旅游市场秩序，促进我省旅游业健康发展。 海南省旅游协会负责建立全省统一的旅游电子行程监管服务平台，通过信息科技手段，实现旅游团队全要素、全过程动态监管。
2019 年 10 月	商务部等 14 部门	关于培育建设国际消费中心城市的指导意见	利用 5 年左右时间，指导基础条件好、消费潜力大、国际化水平较高、地方意愿强的城市开展培育建设，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市。 带动形成一批专业化、特色化、区域性国际消费中心城市，使其成为扩大引领消费、促进产业结构升级、拉动经济增长的新载体和新引擎。
2020 年 2 月	海南省人民政府	海南省应对新型冠状病毒肺炎疫情支持海南旅游企业共度难关六条措施	实施援企稳岗。 延长办理社保业务期限。 减免房屋租金。 降低运营成本。 减免、延期缴纳相关税费。 强化财政金融支持。
2020 年 3 月	海南省人民政府	海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施（2020-2021 年）	加大财税金融扶持力度，提振市场信心。 促进旅游项目落地，打造核心吸引物。 加大推广营销力度，刺激旅游消费。 深入推进“旅游+”，促进产业高度融合。 提升旅游国际化水平，蓄势发展入境游。 加大人才培养力度，提升旅游服务质量。
2020 年 10 月	海南省工信厅	海南省关于加快区块链产业发展的若干政策措施	推广旅游消费区块链积分，稳步推进基于区块链技术的海南旅游消费积分建设，实现公共交通、酒店住宿、餐饮购物、旅游景区、文化娱乐等领域不同商家消费积分的互通互兑，助力旅游产业各环节企业实现用户共享、营销共推、服务互动，融合“信用游海南”品牌，逐步实现“一链游海南”。
2021 年 1 月	全国人大常委会	中华人民共和国海南自由贸易港法(草案)	海南被定位为国际旅游消费中心，将利用环岛旅游公路建设全域旅游，优化游客布局。

资料来源：中国政府网，海南省政府官网，商务部，海南省工信厅，申港证券研究所

海南自贸港建设助力海南全面开放，公司离岛免税收入规模有望快速提升。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》，海南自贸港建设推进将分步骤实施零关税、低税率、简税制，助推海南全面开放。

- **关税方面，**全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税。
- **税收政策方面，**从方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。作为海南省产业鼓励类企业，免税店或将充分受益。

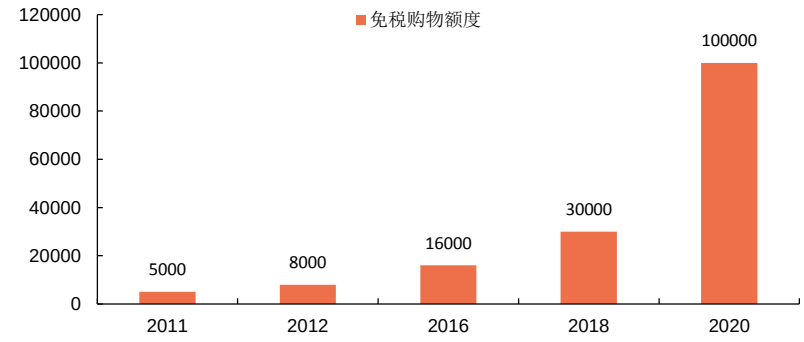
随后财政部、海关总署和税务总局共同发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。公告明确了：

- 离岛旅客免税购物额度从每年每人 3 万元增加至 10 万元，不限次数。
- 取消单件商品 8000 元消费限额。

- 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品。
- 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。
- 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。

目前海南离岛免税政策宽松程度已经超越境外离岛免税的程度，成为亚洲最宽松的政策。2011-2020 年间，海南离岛免税政策历经 7 次调整，不断放宽对购物年龄、离岛方式、购物次数、购物限额、商品品种的限制。其中购物限额调整有 5 次，2020 年 7 月为额度调整幅度最大的一次。

图22：历年来 5 次免税购物额度调整（单位：元）



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

2021 年 2 月 2 日，财政部、海关总署、税务总局联合发布公告，增加海南离岛旅客免税购物提货方式，进一步优化离岛免税购物体验。

- **离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货。**离岛旅客凭有效身份证件和离岛信息，在离岛旅客免税店（含经批准的网上销售窗口）购买免税品时，除在机场、火车站、码头指定区域提货外，可选择邮寄送达方式提货。
- **岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。**返岛提取免税品时须提供本人有效身份证件和实际离岛行程信息。岛内居民包括持有海南省身份证、海南省居住证或社保卡的中国公民，以及在海南省工作生活并持有居留证的境外人士。

表8：持续放宽的海南离岛免税政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2011 年 3 月	财政部	关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	免税试点试运行。 政策适用对象 18 周岁。 免税购物金额 5000 元（同时指单件商品和累计额度）。
2012 年 10 月	财政部	关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	政策适用对象年龄调整为 16 周岁。 增加 3 类免税品种。 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。
2015 年 3 月	财政部	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	增加离岛免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 11 种热销商品的单次购物数量限制。
2016 年 1 月	财政部	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政	非岛内居民取消购物次数限制，额度不超过 16000 元。 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
		策的公告	
2016 年 2 月	财政部 商务部 海关总署 国家税务总局 国家旅游局	关于口岸进境免税店政策的公告 关于印发《口岸进境免税店管理暂行办法》的通知	在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。 国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。
2017 年 1 月	财政部	关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告	海南铁路离岛纳入离岛免税政策范围内。
2018 年 4 月	国务院	关于支持海南全面深化改革开放的指导意见	奖励更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018 年 12 月	财政部 海关总署 税务总局	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。 增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。
2020 年 6 月	中共中央国务院	海南自由贸易港建设总体方案	对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。 放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。 对注册在海南自由贸易港并实质性语音的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。
2020 年 7 月	财政部 海关总署 税务总局	关于海南离岛旅客免税购物政策的公告	离岛旅客免税购物额度从每年每人 3 万元增加至 10 万元，不限次数。取消单件商品 8000 元消费限额。 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品。 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。单次限购数量：化妆品 30 件，手机 4 件，酒类 1500ml，其他品类不限件数。超出免税限量的部分，照章征收行邮税。 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。
2020 年 7 月	海南省财政厅 商务厅 市场监管局	根据财政部《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》等相关规定发布公告	按照经营品牌、品种、价格和国际三同步的原则，采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。
2021 年 2 月	财政部 海关总署 税务总局	关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告	增加海南离岛旅客免税购物提货方式：离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货；岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。

资料来源：海南省政府官网，财政部官网，商务部官网，发改委官网等，申港证券研究所

表9：亚洲四大离岛免税政策对比

地区	客群	运营商	次数	额度	品种
海南	飞机、火车、轮船	中免（1 机场+3 市内）	不限	10 万元	香化、精品、食品、电子产品及酒类，不包括烟草等 45 大类商品

地区	客群	运营商	次数	额度	品种
韩国济州岛	飞机、轮船	JDC（1 机场+2 港口）、JTO（市内）	6 次	600 美元（4000 元）	烟酒、香化、精品、食品等 15 内大类商品
日本冲绳	飞机、轮船	DFS（1 机场+1 市内）	不限	20 万日元（11500 元）	酒类、香化、精品、食品，不包括烟草
台湾金门马祖	飞机、轮船	昇恒昌免税行在内多家免税店	12 次	100 万新台币（21 万元）	烟酒、香化、精品、食品

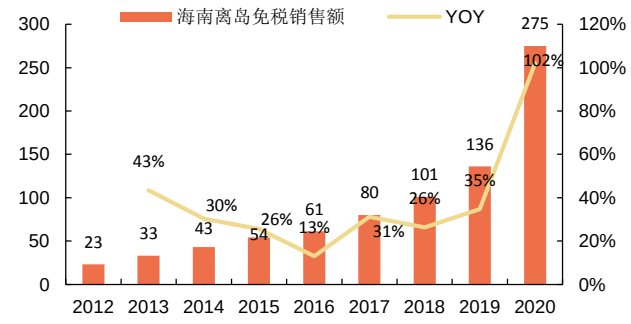
资料来源：wind，公开资料整理，申港证券研究所

2020 年，离岛免税在政策催化下表现优异，提前完成海南省委省政府年初提出的全年 300 亿元销售目标。根据海口海关和海南省商务厅，2020 年海南离岛免税销售额为 275 亿元，同比增长 102%；若加上有税，销售总额为 327 亿元，同比增长 127%。2012-2019 年的年均复合增速仅为 28.9%。

2020 上半年，在国内疫情逐步向好和海外疫情爆发情况下，海南离岛免税市场承接大量消费需求，离岛免税实现 14%的同比增长，销售额 74.9 亿元。2020 下半年，离岛免税新政落地，不仅有效消化疫情导致的不利影响，还抓住了疫情下海外消费回流的大好时机，进一步释放国内免税消费潜力，销售额达 199.9 亿元，同比增长 192%。自 7 月 1 日实施离岛免税新政以来，月免税销售额实现稳步增长。12 月免税销售额达 42.6 亿元，同比增长 143%。

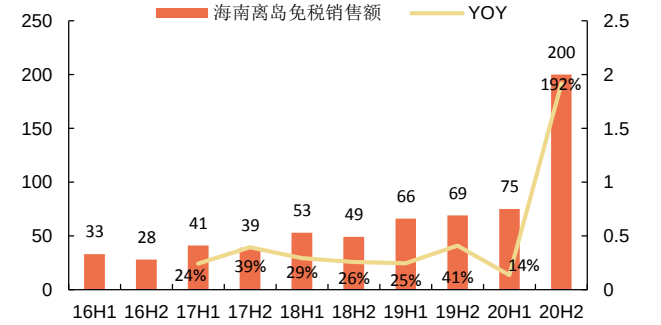
今年元旦期间（2021 年 1 月 1 日-3 日），海关共监管销售离岛免税品 66.9 万件，购物人数 7.6 万人次，销售金额 5.4 亿元人民币，较去年同期增长 200%、80.9%和 195.2%，再创历年元旦假期新高。

图23：分年海南离岛免税销售额（单位：亿元，%）



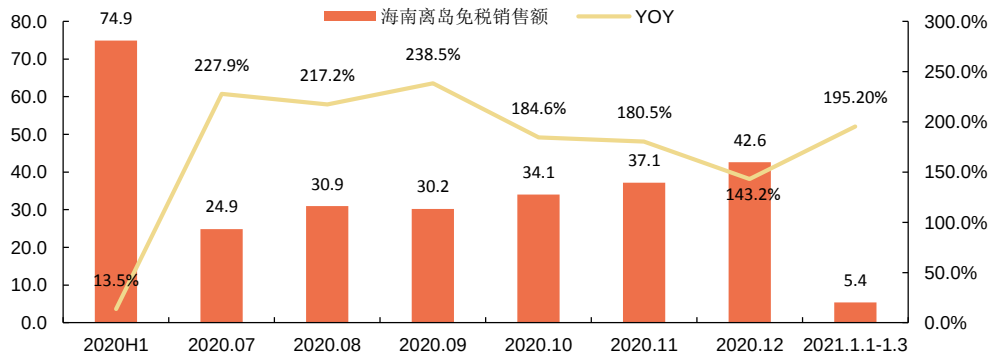
资料来源：海口海关，海南省统计局，海南日报，申港证券研究所

图24：分半年海南离岛免税销售额（单位：亿元，%）



资料来源：海口海关，海南日报，中新网，申港证券研究所

图25：分月海南离岛免税销售额（单位：亿元，%）

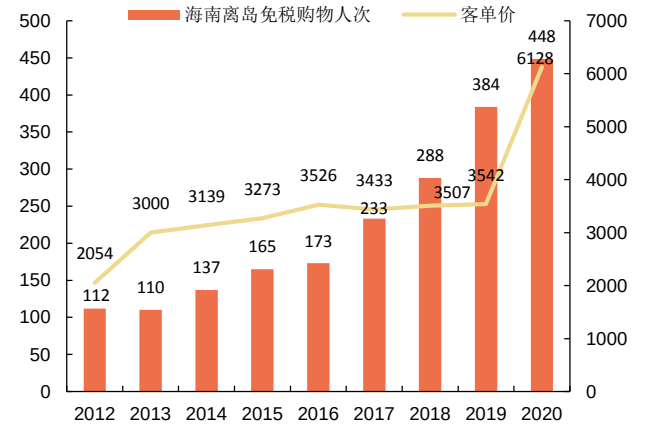


资料来源：海口海关，海关总署，申港证券研究所

2020 年香化品销售额从过去占总销售额的 75%下降至 50%，手表首饰、服装服饰销售额占总销售额的比例均超 10%。

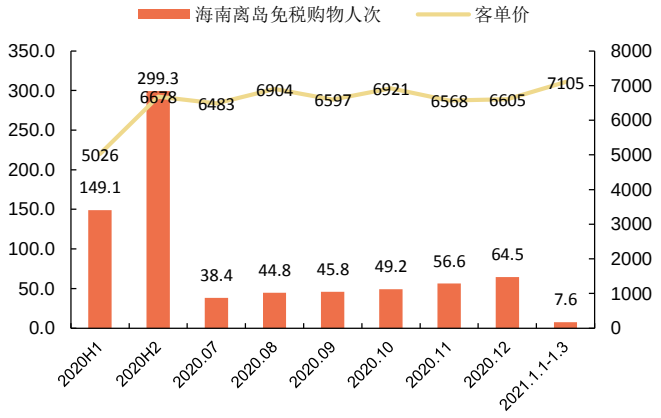
免税新政对额度的调整力度加大后，拉高客单价全年水平，同时将持续打开客单价成长空间，促进产品结构向高档商品升级。2020 年，离岛免税购物人数 448.4 万人次，同比增长 17%；客单价 6128 元,同比增长 73%。2012-2019 年客单价的年均复合增速仅为 8%。2020 年 7 月以后，客单价均在 6000 元以上，2021 年元旦假期客单价再上新高，达 7105 元。新政调整后，每人每年的免税购物额度增至 10 万元，客单价仍有较大上升空间。

图26：分年海南离岛免税购物人次及客单价（单位：万人，元）



资料来源：海口海关，申港证券研究所

图27：分月海南离岛免税购物人次及客单价（单位：万人，元）



资料来源：海口海关，申港证券研究所

2.2.3 2025 年离岛免税市场空间在乐观假设下达 2000 亿元

2020 年 12 月 30 日，海南省委书记沈晓明在专访中表示，目前国人免税消费规模在 1 万亿元左右，海南省免税规模目标为，至 2022 年达 1000 亿元，即国人境外免税消费规模的 10%。至 2030 年，国人免税消费达 1.5 万亿元，海南有望占 50%以上，即 7000 亿-8000 亿元。

2021 年 1 月 24 日，海南省代省长冯飞在作政府工作报告时宣布了海南 2021 年目标。冯飞表示，在离岛免税“邮寄送达”、本岛居民“离岛寄存、返岛提取”和免税购买进境商品等政策下，海南 2021 年免税销售目标为突破 600 亿元。

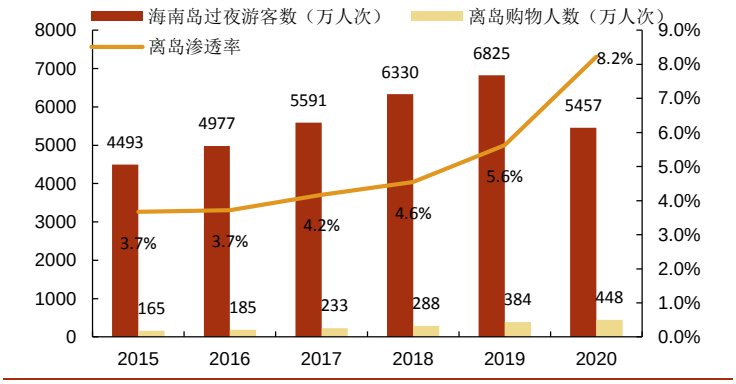
根据海南省统计局和海口海关数据，2020 年海南岛过夜游客 5457 万人次，较去年同期减少 20%。2015-2019 年，海南岛过夜游客数由 4493 万人次增长至 6825 万人次，复合年均增长率为 11%。假设海南岛过夜游客数于 2021 年恢复至疫情前水平，之后保持疫情前增长水平，则 2025 年海南岛过夜游客数约为 10360 万人次。

离岛购物渗透率由 2015 年的 3.7%稳步增长至 2019 年的 5.6%，由于 2020 年离岛免税政策的大力推动，2020 年免税渗透率达 8.2%。预计未来五年，海南离岛免税购物的渗透率在 10%-14%之间。2020 年客单价为 6128 元，同比增长 73%。2012-2019 年客单价的年均复合增速为 8%，未来随着免税新政的红利持续释放，

客单价增速或会继续加快。预计 2021-2025 年客单价的年均复合增速在 10%-25%

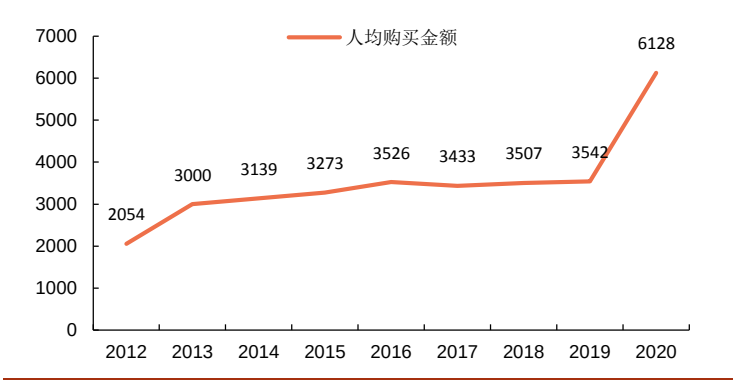
参照以上假设条件，考虑客单价与渗透率不同增长幅度，测算 2025 年离岛免税市场空间约在 1125-2054 亿元。

图28：海南岛离岛免税渗透率（单位：%）



资料来源：海南省统计局，海口海关，申港证券研究所

图29：海南岛离岛免税人均购买金额（单位：元）



资料来源：海南省统计局，海口海关，申港证券研究所

表10：2025 年离岛免税空间测算（单位：亿元）

		2025 年离岛免税购物渗透率				
		10%	11%	12%	13%	14%
客单价（单位：元）	6128	635	698	762	825	889
	9869	1022	1125	1227	1329	1431
	12326	1277	1405	1532	1660	1788
	15248	1580	1738	1896	2054	2212
	18701	1937	2131	2325	2519	2712
	22753	2357	2593	2829	3064	3300

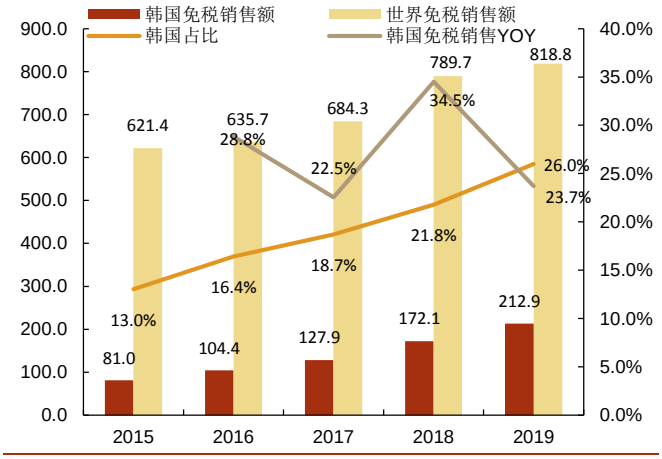
资料来源：申港证券研究所

2.3 以韩为鉴看免税

韩国免税的发展之路对我国免税业发展有一定参考意义。

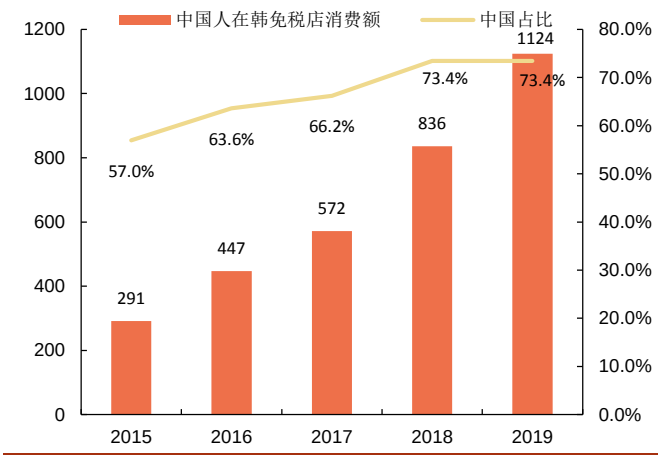
- **韩国是全球免税品销售第一大国。**据韩国免税店协会，2019 年韩国免税销售额达到 213.2 亿美元，同比增长 23.7%，在全球免税市场中占比 26.0%。
- **韩国与我国的主要免税消费群体均为中国人。**据韩国关税厅，2019 年中国人在韩免税店消费额为 1124 亿元，占韩国免税销售额的 73.4%。在海外消费回流趋势下，这部分中国游客的消费回流将大幅提振国内免税品消费。
- **韩国的免税品销售种类深受中国游客喜爱。**韩国免税品的销售结构以及宣传渠道可为我国免税品销售提供参考。
- **韩国免税业发展也经历了放开牌照、购物额度逐步提升的过程，**对我国免税政策的放开具有借鉴意义。

图30： 世界与韩国免税销售额及韩国占比（单位：亿美元，%）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

图31：中国人在韩免税店消费额及占比（单位：亿元，%）



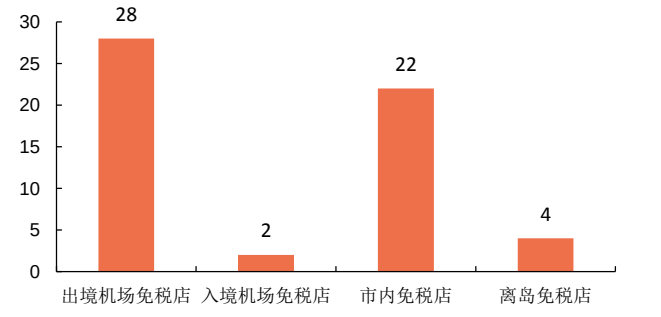
资料来源：韩国关税厅，申港证券研究所

2.3.1 增加免税业态 提升购物额度 推动境外消费回流

韩国免税行业起步于 1967 年在金浦机场开设了第一家机场免税店，此后韩国政府通过：

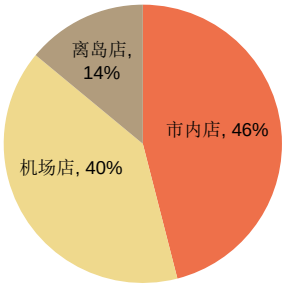
- **增加免税业态及渠道，扩大免税店数量，助力免税业发展。**1979 年，韩国在首尔开放市内免税店。2000 年，东和、乐天、新罗等试点网上免税店。2002 年，韩国在济州岛开启离岛免税政策大门。2009 年，济州岛地方国企开立离岛市内免税店。2019 年，韩国仁川机场开设第一家机场入境免税店。据韩国免税店协会，**目前韩国拥有超过 30 家机场免税店、22 家市内免税店、4 家离岛免税店，**主要集中于首尔明洞、仁川机场、济州岛等地。目前市内店是韩国国人免税品消费的主要渠道，**韩国国人在市内店、机场店和离岛店的消费占比为 46%，40%和 14%。**

图32：韩国各业态免税店数量（单位：个）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

图33：韩国国人在各免税渠道消费占比（单位：%）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

- **提升免税购物额度，推动境外消费回流。离境方面，**1985 年，韩国国人购买免税品额度从 500 美元增至 1000 美元。1995 年，购买限额从 1000 美元增至 2000 美元。1997 年，受金融危机影响，购买额度降低至 400 美元。2001 年，购买额度回调至 2000 美元。2006 年，额度从 2000 美元上调至 3000 美元。2019 年，韩国国人免税购买额度提升至 5000 美元。**入境方面，**在 2014 年将免税额度从 1995 年的 400 美元提升至 600 美元。**离岛方面，**在 2015 年将免税额度从每次 400 美元（全年限 6 次）提升至 600 美元（全年限购 6 次）。

表11：韩国免税购物额度逐渐提升

	1979	1985	1995	2006	2014	2015	2019
离境免税额度（单位：美元）	500	1000	2000	3000	3000	3000	5000
入境免税额度（单位：美元）			400	400	600（额外可购买一瓶或一升酒、60 毫升香水、一条香烟）		
离岛免税额度（单位：美元）				每人每年限购 6 次，每次不超过 400 美元，酒不超过 1 瓶，烟草不超过 1 条。	每人每年限购 6 次，每次不超过 600 美元，酒不超过 1 瓶，烟草不超过 1 条。		

资料来源：Moodie Davitt Report，韩国免税店协会，申港证券研究所

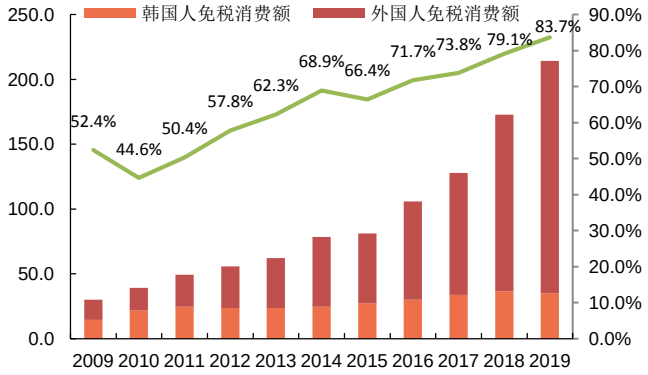
2.3.2 从释放国人免税消费潜力到促进外国游客免税消费

2000 年至 2012 年，韩国免税在政策利好以及市内免税渠道支撑下，释放了韩国国人的免税消费潜力。在 2010 年，韩国免税销售超过 4.5 万亿韩元（约 38.5 亿美元），成为世界第一。同时韩国出现全球排名前十的免税巨头，如：乐天（排名第 4），新罗（排名第 6）。

2012 年至今，韩国免税行业主要由外国游客免税消费推动。2019 年，中国人在韩免税消费占韩国免税销售额的 73.4%，外国游客在韩免税消费占 83.7%。这主要得益于韩国旅游业进一步发展，韩国本土品牌崛起（如：爱茉莉、LG 等集团旗下品牌如雪花秀、Whoo 后等），以及代购的兴起。

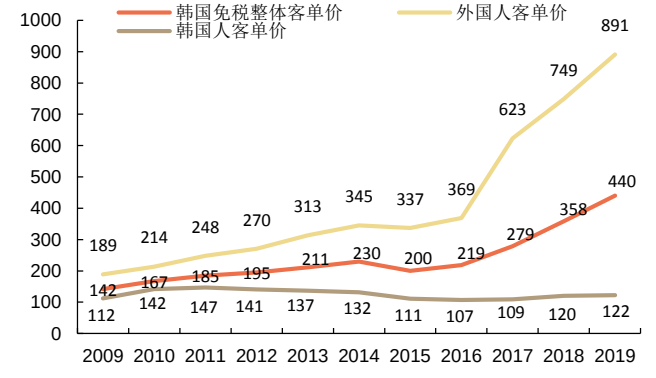
- **2012 年，中国人在韩免税消费开始爆发。**2015 年，韩国娱乐文化成功输出，韩国旅游业蓬勃发展，中国人在韩消费继续推动免税消费额上升。
- **2017 年至 2019 年，代购兴起。**根据 The Moodie Davitt Report，在 2019 年 1 月 1 日实施新电商法之前，大型代购占韩国免税销售额的 20%左右。新电商发展实施后，大型代购为了支付税款和摊薄成本而扩大订单规模，2019 年代购比例升至 40%左右，代购的大额订单使外国人客单价上升至 891 美元/人，韩国本国居民仅 122 美元/人。而在疫情期间，大型代购在韩国免税销售额的占比甚至飙升至 90%。

图34：韩国免税销售韩国人与外国人比较（单位：亿美元，%）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

图35：韩国人与外国人免税消费客单价比较（单位：美元/人）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

2.3.3 韩国免税业三大特征

1）韩国免税业目前呈现乐天、新罗、新世界三巨头并进的行业格局，其中以乐天为首。

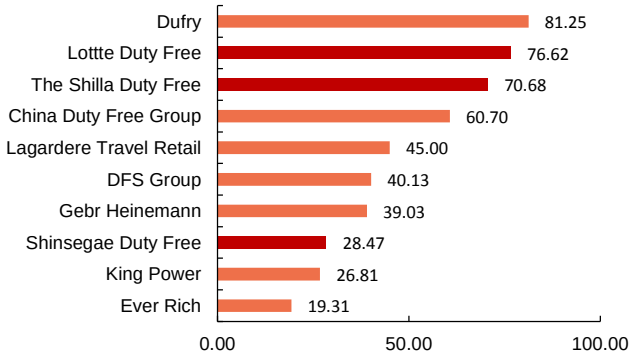
韩国免税业从 2013 年开始，经历了向中小企业大量发放免税牌照并延长其牌照期限，促进行业适度竞争的过程。**目前，韩国政府共颁发 66 个免税牌照，其中大型集团 30 个，中小企业 32 个，公共牌照 4 个。中小免税运营商虽然有政策扶持，但是由于品牌规模小、运营能力弱等原因，仍无法在韩国免税市场上获取较大份额，更无法与三巨头抗衡。**

- 2013 年韩国政府向中小免税运营商发放 9 个市内免税牌照，并将大型集团的免税牌照经营期限从 10 年缩短为 5 年。
- 2015 年，市内免税牌照由过去的自动续约改为公开招标。
- 2016 年，市内免税牌照经营期限由 5 年改为 10 年；发放 6 个市内免税店牌照，其中 3 个由中小运营商获得。
- 2018 年，规定中小企业可以两次续约市内免税牌照，牌照有效期长达 15 年。

三巨头均背靠企业财团，凭借品牌渠道优势和优越的地理位置，多元化经营协同发展。乐天免税背靠韩国第五位财团乐天集团，是旗下乐天酒店的业务分支。新罗免税隶属于上市公司新罗酒店，新罗酒店是韩国第一财团三星集团的子公司。新世界免税的母公司则是新世界集团，其百货业务与乐天在韩国并驾齐驱。其中，乐天集团和新世界集团均为多元化经营集团，旗下拥有百货、酒店、免税等业务。

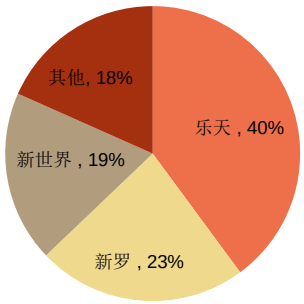
2019 年，全球免税行业前十销售规模达 488 亿欧元，乐天、新罗和新世界分别以 76.6 亿欧元,70.68 亿欧元和 28.47 亿欧元排名第 2，第 3 和第 8。2019 年，乐天、新罗和新世界三巨头在韩国免税市场的市占率之和超过 80%。

图36：2019 年全球旅游零售商营收规模排名（单位：亿欧元）



资料来源：Moodie Davitt Report，申港证券研究所

图37：韩国免税运营商市占率（单位：%）



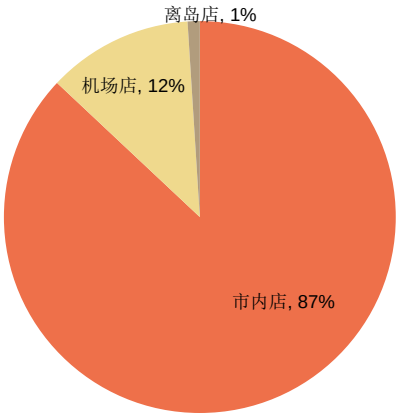
资料来源：公司公告，中国产业信息网，Moodie Davitt Report，申港证券研究所

2）市内免税店是韩国免税商品销售的主要渠道。

根据韩国免税店协会数据，从韩国免税销售渠道占比来看，2019 年市内店占 87%，机场店占 12%，离岛店仅占 1%。市内免税渠道成为销售主力的原因有：

- **国家层面，**韩国大量发放市内免税牌照，前期旨在留住韩国国人免税消费，促进境外消费回流，后期吸引外国游客在韩免税消费。
- **消费者层面，**市内免税店有更丰富的产品，和更充裕的购物时间，购买便捷，取货方便，消费者购买需求被最大化满足。
- **免税运营商层面，**市内免税店不需要支付机场高额的租金扣点，租金成本比机场免税店低。同时市内免税店位于城市中心，交通便捷、人流量大，可以有效增加购买人次，增加营收。并且市内免税店因所有顾客都可进店参观，还可以起到引流和营销的效果。

图38：2019 年韩国免税销售渠道占比（单位：%）



资料来源：韩国免税店协会，申港证券研究所

3）代购兴起助推韩国免税行业发展。

根据 The Moodie Davitt Report，在 2019 年 1 月 1 日实施新电商法之前，大型代购占韩国免税销售额的 20%左右。新电商发展实施后，大型代购为了支付税款和摊薄成本而扩大订单规模，2019 年代购比例升至 40%左右。在疫情期间，大型代购在韩国免税销售额的占比甚至飙升至 90%。韩国通过返利的形式吸引大型代购，返利点可高达 50%，对于较小规模的代购，返利点大约为 10-15%。

- 免税运营商层面：可以扩大市场份额，增加营收。故目前韩国免税三巨头均为代购提供高额返点，使其成本降低，以吸引更多代购；
- 消费者层面：首先，代购能给外国消费者提供优惠的价格选择，使更多的消费者愿意通过代购渠道购买韩国免税产品。同时，代购也受部分韩国人青睐，因市内免税店可以直接提货，代购在大量低价进货后可转手当地韩国人。其次，韩国高端本土品牌（如：Whoo 后、雪花秀等）深受中国消费者喜爱，消费者愿意以代购的形式购买原产国产品。

2.4 国内免税行业格局将呈现一超多强

2.4.1 全国免税牌照情况

2020 年以前，中国仅有七张国资背景的免税牌照，分别由中免集团、日上免税行、海南免税、珠海免税、深圳免税、中出服和中侨免税持有。公司于 2017 年收购日上（中国）和日上（上海）的股权（离境免税市场最大的竞争对手），于 2020 年纳

入海南免税 51%的股权（离岛免税市场最大的竞争对手）。**公司从此成为唯一拥有全牌照的公司，在免税行业一家独大，2019 年市占率达 91%（加上海免）。**

截至目前，全国共有 8 家免税商，中免（含日上、海免），深免，珠免，中出服，中侨，王府井，海旅投和海发控。其中王府井，海旅投和海发控为 2020 年新晋免税商。除此之外，凯撒旅业参股中出服免税店同时和中出服深度捆绑，众信旅游与中免集团达成长期战略合作，格力地产拟通过收购珠海免税加入免税市场。

不同免税牌照可经营的免税业态不同。出入境免税和离岛免税的头部市场均由中免系（含日上、海免）运营。

- 出入境免税业务方面，国内目前免税运营商除深免、珠免、中出服 3 家外，2020 年新增王府井 1 家。
- 离岛免税业务方面，2020 年新增海旅投，海发控，中出服和深免 4 家运营商。
- 市内免税业务方面，目前仅中免（5 家店），中出服（8 家店）和中侨（1 家店）具备运营资格，全国仅 14 家店。其中，中出服和中侨拥有入境市内免税牌照，中免拥有出境市内免税牌照。

随着政策利好加速，未来或将开放国内居民出境前购买，市内免税将成蓝海。2020 年 6 月，王府井获得免税经营资质后，7 月有 12 家公司陆续宣布已提交免税经营资质申请，其中多为区域型零售百货公司。

表12：免税原有运营商

运营商	成立时间	背景	经营区域	牌照	备注
中免集团	1984 年	2004 年与中国国旅重组合并	全国范围：机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮、外交人员、邮轮、市内、离岛全类型，合计 240 多家	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照，离境外国人市内免税店牌照	
日上	2005 年	中免持股 51%	北京、上海国际机场	北京、上海机场出入境免税店牌照	2017-18 年 7 月中免收购日上（中国）和日上（上海）控股股权
中出服	1983 年	中国医药集团	全国范围：北京、上海、南京等部分市内店，重庆机场进境店，天津邮轮进境店等。	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照，出境归国市内免税店牌照	
中侨	1991 年	港中旅	哈尔滨 1 家	出境归国市内免税店牌照	
深免	1984 年	深圳市国资委	深圳各边境口岸免税店、西安机场进境店、霍尔果斯边境口岸免税店、瑞丽口岸免税店	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照	
珠免	1987 年	珠海市国资委	珠海各边境口岸免税店、天津机场进境店、海南（新设）	出入境免税牌照	在海南成立子公司，计划经营离岛免税店业务 拟借格力地产

运营商	成立时间	背景	经营区域	牌照	备注
					上市
海免	2011 年	中免持股 51%，海南国资持股 49%	海南省范围内：海口美兰机场免税店、海口日月广场市内免税店、琼海博鳌市内免税店	海南离岛免税牌照	2018 年 10 月海南省国资委将其持有的海免公司 51%股权无偿划转给中国旅游集团

资料来源：wind，公司官网，申港证券研究所

表13：免税新晋参与者

运营商	成立时间	参与方式	优势
王府井	1993 年	新获得免税经营资质	王府井主营百货零售，是全国性连锁零售企业。 核心竞争力在于全国多家市内百货门店，具备天然的品牌和供应商，有成熟可复制的商品分销和零售经验，有利于市内免税店发展。
海旅投	2019	新获海南离岛免税牌照	背靠海南省国资委，与拉加代尔建立合作关系
海发控	2005	新获海南离岛免税牌照	背靠海南省国资委，与 Dufry 建立合作关系
众信旅游	2008 年	与中免战略合作	众信旅游通过与中免集团达成长期战略合作协议，正式进入免税和购物领域。双方将共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。 众信旅游凭借自身流量和旅行社门店渠道，与中免集团互补，为免税店导流，针对性地输送出境、国内团客及自由行游客客源，协助中免集团国内业务。 双方合作方式包括资源导流、共同开发、股权深度合作等。
格力地产	1999 年	拟收购珠海免税	上市公司格力地产收购珠海免税计划，使得珠海免税有望成为国内新一家上市免税企业，同时具备良好盈利能力的珠海免税可以改善上市公司盈利，同时扩大上市公司商业版图。 免税店扩建，商品结构、客单价以及转化率均有较大空间。 珠海战略意义重大，人工岛具备自贸区先天条件，有衍生价值。
凯撒旅业	1993 年	参股中出服免税店，开始布局海南	2019 年 6 月，凯撒旅业与中出服共同组建天津中服免税有限公司，凯撒旅业持股 49%，中出服持股 51%，主要负责天津国际邮轮母港进境免税店。 2019 年 11 月，凯撒旅业购买北京寺库持有的江苏中服免税 20%的股权，入股江苏南京市内国人免税店。 2020 年 3 月，凯撒旅业增资中出服子公司嘉宝润成，获得 40%股权，该公司主要负责经营中出服北京市内免税店，增资款项用于迁新店。 2019 年 11 月用自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司，定位为第二总部，与北京总部一起协同发展；2020 年 3 月与三亚市政府签署了深度合作协议，三亚市政府为其在三亚的落地发展提供便利政策及基金投资，进一步助推公司免税业态落实布局与发展；2020 年 4 月宣布变更公司注册地址以及增资海南凯撒集团。

资料来源：公司公告，公开资料整理，申港证券研究所

2.4.2 海南离岛免税步入新格局

2020 年以前，海南存量免税店共 4 家，均由中免运营。其中海口美兰机场开业最早，经营面积 1.4 万平方米，2019 年免税营收约 23 亿元。2019 年海口日月广场店和琼海博鳌店开业，日月广场免税店经营面积 2.2 万平方米，2019 年免税营收约 10 亿元。2019 年，三亚海棠湾实现免税营收约 101.7 亿元，占海南全岛免税营收

的 75%。

2020 年 12 月 28 日，经国务院批准，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局等四部委正式批复，海南将新设立 6 家离岛免税店，兼顾市区、机场等核心区位，经营面积将增加超 22 万平方米。

- 其中 3 家位于三亚，分别是中免三亚凤凰机场免税店、三亚海旅免税城、中服三亚国际免税购物公园，已于 2020 年 12 月 30 日正式开业。
- 另外新增的 3 家免税店位于海口，其中海发控海口日月广场全球精品离岛免税店与深免观澜湖免税店已于 2021 年 1 月 31 日开业，美兰机场（二期）免税店待美兰机场（二期）运营后开业。

此外，中国中免正加紧海口国际免税城的建设，预计于 2022 年开业，其建成后免税部分的营业面积是三亚海棠湾的 2 倍，将成为亚洲最大的免税商城。

截至目前，海南正式营业的离岛免税店已增至 9 家。

表14：此前 4 家存量离岛免税店

城市	免税店	运营商	开业时间	19 年免税营收（单位：亿元）	经营面积(单位：万平方米)
三亚	三亚国际免税城	中免	2014 年 9 月	101.7	7.2
海口	海口美兰机场免税店	海免（中免控股）	2011 年 12 月	23.11	1.4
	海口日月广场免税店	海免（中免控股）	2019 年 1 月	10.25	2.2（首期 1.3）
博鳌	琼海博鳌免税店	海免（中免控股）	2019 年 1 月	0.995	0.42

资料来源：中国中免年报，海口海关，海航基础年报，申港证券研究所

表15：新开业&即将开业的 6 家离岛免税店

城市	免税店	运营商	开业时间	经营面积(单位：平方米)	合作方	备注
三亚	三亚凤凰机场免税店	中免	2020 年 12 月 30 日	一期 800，共约 6800	自有采购团队	“即购即提”模式；备货金额超 5000 万元
	三亚海旅免税城	海旅投	2020 年 12 月 30 日	一期 5 万，共约 9.5 万	拉加代尔	Iphone12 离岛免税首发；备货金额超 4 亿元
	中服三亚国际免税购物公园	中出服	2020 年 12 月 30 日	一期 1.5 万，共约 4.3 万	自有采购团队+Dufry	引入大健康类产品，包括保健品、医疗器械、按摩仪等；备货金额约 2 亿元
海口	海口日月广场全球精品离岛免税店	海发控	2021 年 1 月 31 日	一期 3000，共约 3.9 万	Dufry	项目分为三期，一期摩羯座 1 层于 1 月 31 日正式开业；二期水瓶座 1-3 层将于 2021 年第二季度完开业；2021 年第三季度完成摩羯座 1-2 层重奢馆改造；首日销售突破 2285 万元。
	海口观澜湖离岛免税店	深免	2021 年 1 月 31 日	一期 2 万，共约 10 万	自有采购团队+DFS	1 号楼二层为国内名优特馆，包括海参、燕窝、参制品、茶叶和海南特产等商品；3 号楼为“世界之窗”，融入了 DFS 集团在威尼斯、巴

城市	免税店	运营商	开业时间	经营面积(单位：平方米)	合作方	备注
						黎、澳门等地的免税店元素，提供美容、钟表和珠宝等世界知名品牌产品。
	海口美兰机场（二期）离岛免税店	中免	预计 2021 年	9000	自有采购团队	

资料来源：公司官网，公司官微，DFE，21 世纪经济报道，海南日报等，申港证券研究所

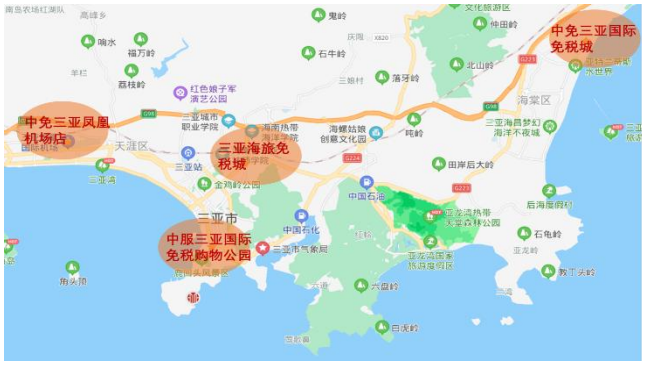
中出服的三亚国际免税购物公园位于三亚市天涯区鸿洲广场，地处大东海核心商圈，位于三亚鸿洲海天盛筵港商业区，紧邻三亚国际购物中心，毗邻鸿洲国际游艇码头，与鹿回头景区隔岸相望。周边酒店资源丰富，步行 15 分钟可至酒吧一条街。

海旅投的三亚海旅免税城位于三亚市迎宾路，邻三亚千古情景区。迎宾路为三亚市主干道，西侧直通三亚湾，东连亚龙湾景区。三亚海旅免税城距离机场、火车站分别仅 5、15 公里。

深免的海口观澜湖免税店位于海口观澜湖度假村，集娱乐、购物、休闲、餐饮及文化于一体，拥有丽思卡尔顿等高端酒店群、会议中心、保龄球馆等内容，毗邻全球最大的公众高尔夫球场及观澜湖华谊冯小刚电影公社。

海发控的海口日月广场免税店位于海口日月广场水瓶座，临近中免的日月广场免税店。

图39：2021 年三亚离岛免税店



资料来源：百度地图、三亚发布，DFE，21 世纪经济报道，申港证券研究所

图40：2021 年海口离岛免税店



资料来源：百度地图、三亚发布，DFE，21 世纪经济报道，申港证券研究所

海南省委书记沈晓明在专访中表示，海南自贸港计划在 2023 年年底前具备封关运作的硬件条件，再用 1-2 年的时间做软件上的完善，在 2025 年之前完成封关。中央印发的《海南自由贸易港建设总体方案》提到，要将海南自由贸易港打造成为引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户，到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。海南不仅零关税+低税收优惠，同时贸易、投资、资金、运输、人员往来、互联网数据等全部对外开放，整套经济管理制度全面对标港澳。“全岛封关”之后，海南将“管住二线，放开一线”。

2.4.3 行业未来呈现“一超多强”：“一超”中免龙头地位稳固

2020 年起，免税牌照逐渐放开，国家做大做强免税行业的趋势可以确定。做大免

税行业将更偏向于对产业链进行政策支持，放开牌照形成良性竞争；做强将更偏向于重点扶持行业龙头，提高其与国际品牌商的议价能力，使国内免税品具有价格优势。**最终国内免税市场将形成“一超多强”格局，“一超”中免带路，多强紧随，补充遗漏，共同做大做强国内免税市场，促进境外消费回流。**

未来市场竞争较为充分情况下，龙头强大的规模效应和供应链效应会更加凸显。参照韩国，随着免税市场的逐步成熟，行业马太效应明显。2019 年韩国三大免税巨头合计市占率超 80%。因此，我们判断“一超”中免龙头地位稳固。

中免稳坐免税龙头，其规模效应护城河已成为国内其他竞争对手难以逾越的鸿沟。中免在 2017 年以前依靠稀缺免税牌照发展壮大，占据全国 200+个机场、口岸免税店和三亚海棠湾店。2017 年之后通过收购日上，基本覆盖全国机场、口岸免税店的核心渠道；通过收购海免，拥有海南所有存量离岛免税店，在离岛市场一家独大。至此，中免已和国内一线核心机场签订合约，且皆 2024 年及之后到期，提前占据机场免税未来几年的主要市场。2020 年离岛免税政策放开后，中免又提前抢占凤凰、美兰两大核心机场渠道，同时 2021 年将开业的海口国际免税城是亚洲最大的离岛免税商城。

- **强大的规模效益和丰富的运营经验，使中免对产业链上下端都有较强议价能力，拥有远高于行业平均的毛利率和更低的费用率，从而有更广的定价空间。**中免（日上）凭借规模优势可向品牌商直采，毛利率可达 50%，而其他中小免税商则部分与第三方合作采购（如：Dufry，DFS，拉加代尔等），毛利率约 35-45%。
- **规模带来的品牌价值和成本优势又反向促进公司规模扩张，形成良性循环。**对于机场而言，与大免税商合作能保证保底租金稳定性、带动客流和丰富商业业态。因此，中免在机场渠道的开拓上具有比较优势。但机场免税因机场高扣点率，盈利能力并不突出，因此公司通过没有高扣点影响的离岛免税将规模带来的成本优势变现。

在规模效应的基础上积累供应链效应和管理运营能力，中免强者恒强。不同于有税供应链主要与品牌商的海外市场部对接，从中国分子公司或中国总代进货，渠道建立相对容易，中免率先建立了完善的免税直采供应链，逐个与各品牌商的免税部门对接，打通海外直采，形成超高的竞争壁垒。

- **中免与国内外品牌商通过直接长期合作，建立起具有品牌资源丰富，采购能力强的全品类供应链优势。**这种供应链优势不仅体现在商品价格更低，更体现在更丰富的商品及商品组合、更热销的商品、更充足有效的供给甚至优先供给、以及相对更为灵活的支付流。
- **中免的供应链整体效率、与供应商之间的合作信用基本比肩国际免税巨头 Dufry 和新罗。**对比国际免税巨头 2019 年的数据，存货周转天数中免为 101 天，新罗 89 天，Dufry 109 天，中免的存货周转率低于新罗，但高于 Dufry；应付账款周转天数中免为 44 天，新罗 43 天，Dufry 67 天，中免的应付账款周转天数高于新罗，但低于 Dufry。

3. 公司核心业务分析：深耕机场+把握离岛+布局市内=三业态协同发展

公司目前共计有 240 多家机场、离岛、市内、边境、机上、客运站、火车站、外轮供应、邮轮、外交人员免税店等，覆盖国内 30 多个省、市、自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨。

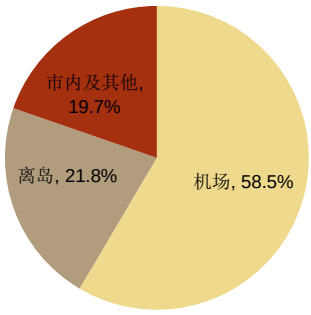
公司免税业务的业态布局主要分为三种，离岛免税，机场免税，市内免税及其他。2019 年，公司北上广以及香港机场免税店实现营收 280.62 亿元，占公司总营收的 58.5%；离岛免税店（仅含三亚海棠湾店）实现营收 104.65 亿元，占公司总营收的 21.8%；市内免税及其他占公司总营收的 19.7%。

2020 年上半年，受疫情影响，公司北京和上海机场免税店实现营收 87.17 亿元，占公司总营收的 45.1%；**随着国内疫情防控持续向好叠加离岛免税政策利好，离岛免税店（三亚海棠湾+海免）实现营收 90.08 亿元，占公司总营收的 46.7%，超过机场免税营收的占比**；市内及其他占公司总营收的 8.2%。

2020 年疫情影响下，公司积极开拓了线上渠道，包括：增加离岛免税补购功能，即离岛旅客在 180 天内可在补购线上平台继续选购；增加线上直邮，如推出北京、上海日上直邮，cdf 会员购等平台。

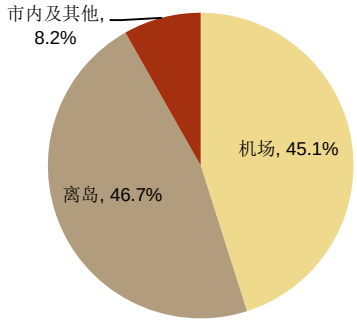
根据估算，公司各渠道的净利率水平约为：离岛免税（加上批发业务利润后，在 25%-30%）>市内免税（20-25%）>线上直邮（15%-20%）>机场免税（3%-6%）。其中，机场免税净利率水平较低，主要因为机场高扣点（如：上海机场免税店综合扣点率 42.5%（2020 年租金补充协议之前），北京机场免税店综合扣点率 42.5%-47.5%）；线上直邮属于跨境电商通道，需补缴税，税负约 20%-23%。市内免税和离岛免税有租赁或物业折旧成本，约 15%-20%。

图41：2019 年公司免税业务收入结构（单位：%）



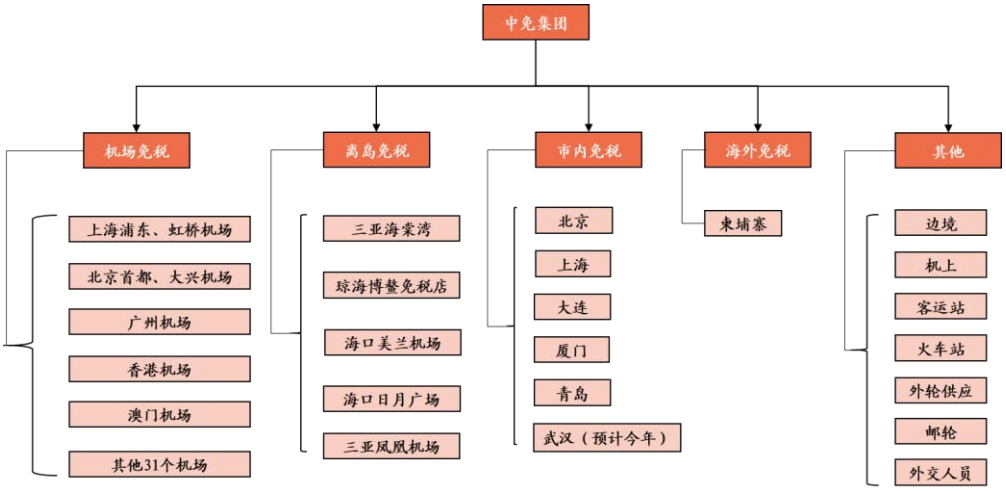
资料来源：公司年报，申港证券研究所

图42：2020H1 公司免税业务收入结构（单位：%）



资料来源：公司年报，申港证券研究所

图43：公司旗下各大类型免税店



资料来源：公司官网，申港证券研究所

3.1 离岛免税：离岛新政利好 业绩持续高增长

2020 年 5 月，中免收购海免 51%股权，并完成海免并表，实际控制当时海南所有存量离岛免税店，包括三亚国际免税城、海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店。海免全资拥有海口日月广场店及琼海博鳌店，以及海口美兰机场免税店 51%的股权（海航 49%）。并表后，海免 2020H1 实现营收 30.31 亿元，同比增长 136.35%（19 年 2 月海免并表集团，19 年系 2-6 月数据），实现归母净利 1.45 亿元；2019 年实现营收 32.3 亿元，归母净利 2.6 亿元。

2020 年 9 月，公司与三亚凤凰国际机场有限公司的全资子公司三亚临空实业投资开发有限公司共同出资设立中免凤凰机场免税店有限公司，**三亚凤凰机场免税店已于 2020 年 12 月 30 日正式开业。**

在海口市商务局印发的《海口市落实海南省促消费七条措施的工作方案》中提到，将在海口美兰机场二期扩建免税店，营业面积 9 千平方米。**美兰机场二期预计将于 2021 年投入使用，机场计划与公司联手打造国内最大的机场免税店。**

公司目前正在加紧建设海口市国际免税城项目，预计 2022 年开业。海口免税城总投资 128.6 亿元，占地 32.4 万平方米，总建面 69.3 万平方米，东临滨海大道，西与新海港对接，涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等。海口国际免税城规划免税营业面积约 8.9 万平方米，海口国际免税城建成后将成为亚洲最大的免税商城。

3.1.1 三亚：海棠湾店是公司利润的强支柱 机场店开业完善公司三亚布局

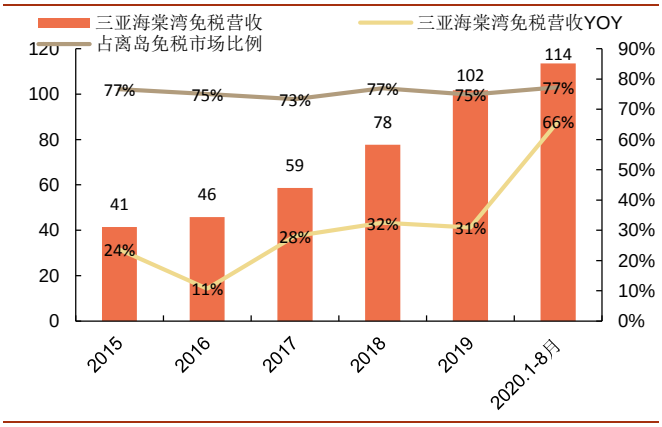
2014 年 9 月 1 日，三亚国际免税城（以下简称“海棠湾店”）开业。2019 年免税营收 101.7 亿元，同比增长 30.9%，占海南离岛免税市场的 74.8%，15-19 年免税营收的复合年均增长率为 25.2%。2020H1 实现营收 59.8 亿元，同比增长 12.16%。2016 年受到暂停与旅行社合作影响，三亚海棠湾购物人数从 101 万下滑至 97 万，免税收入增速从 23.6%放缓至 10.7%。

海棠湾店盈利强劲，是公司利润增长的强有力支柱，2020H1 对公司的归母净利贡

献率高达 63.9%。2015-2019 年，海棠湾归母净利从 4.7 亿增至 14.2 亿，复合年均增长率为 31.7%；归母净利率从 11.1%增长至 13.6%。2020H1，为应对疫情的影响，公司开展折扣、满减、赠券等活动，海棠湾归母净利为 5.96 亿元，同比下滑 28.42%。海棠湾店对公司的净利润贡献率从 19 年的 30.7%增长至 63.9%，主要因机场免税受疫情影响营收大幅下降，同时具有高扣点成本，而离岛免税政策利好下使得离岛免税营收大幅提升，同时离岛免税的净利率为三种免税业态中最高。（以上提到的净利润均未包括批发利润）

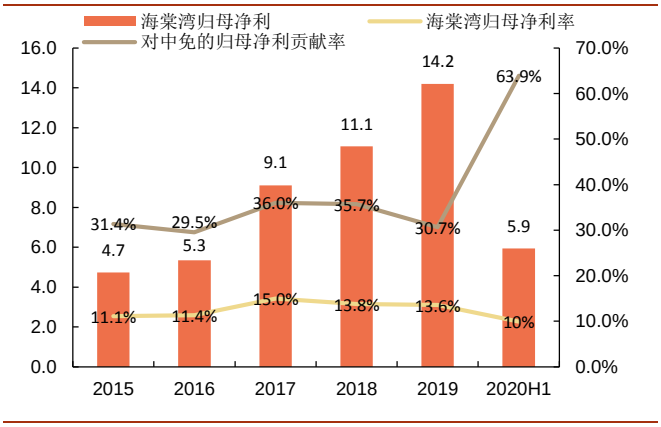
海棠湾店的购买渗透率与客单价逐年上升，至 2019 年分别为 9.5%和 4822 元，均显著高于海南离岛免税整体。2015-2019 年，海棠湾店的购买渗透率从 6.8%稳步上升至 9.5%，对比之下，海南整体仅从 3.7%上升至 5.6%。海棠湾店的客单价也显著增长，同时显著高于海南整体，至 2019 年已达 4822 元。

图44：海棠湾店免税营收&占离岛免税市场比（单位：亿元，%）



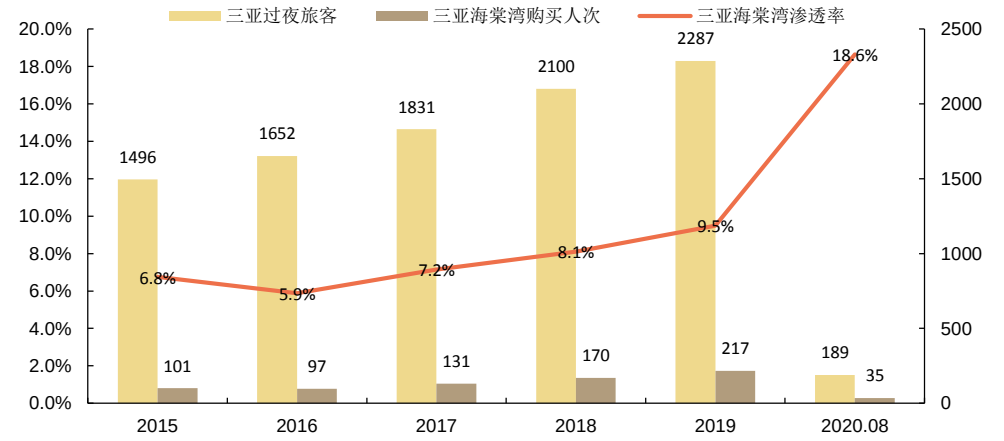
资料来源：公司公告，三亚发布，申港证券研究所

图45：海棠湾店归母净利&对中免的贡献率（单位：亿元，%）



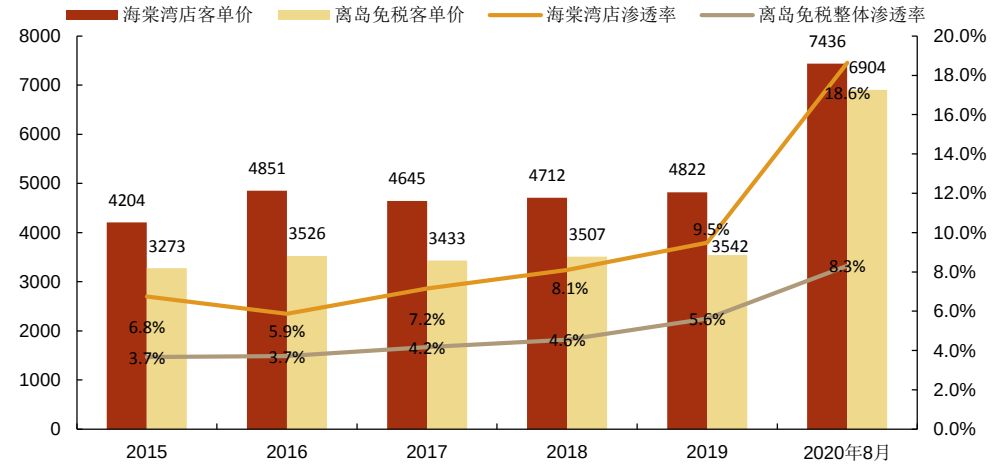
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图46：海棠湾店游客购买渗透率（单位：万人次，%）



资料来源：海南省统计局，公司公告，公开资料整理，申港证券研究所

图47：海棠湾店与离岛整体的免税购买渗透率及客单价对比（单位：%，元）



资料来源：公司公告，海南省统计局，海口海关，三亚发布，申港证券研究所

三亚国际免税城二期河心岛项目（海棠湾二期）于 2020 年 1 月正式开业，引入了各类优质休闲娱乐商家，完善配套设施，延长客户在海棠湾整体停留时间。二期总建筑面积 6.5 万平方米，地上两层 3.5 万平方米，地下一层 3 万平方米，其中商业面积 3.2 万平方米，共建设 13 栋主体建筑，并设有三个联桥通往一期项目。二期项目不能销售免税品，但却对一期有休闲功能补充作用，在增加顾客购物停留时间的同时，也增加免税以外的有税以及其他旅游消费。

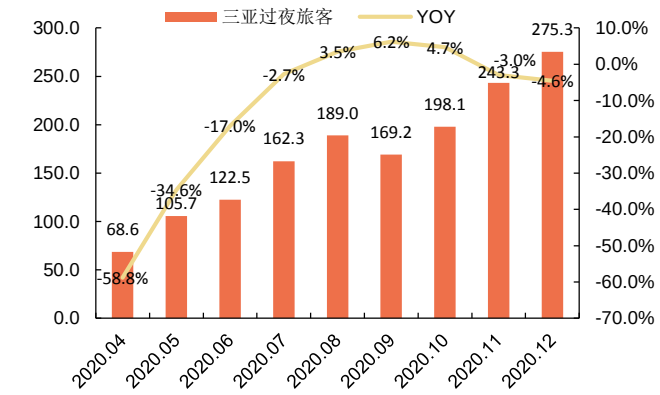
三亚凤凰机场免税店一期于 2020 年 12 月 30 日正式开业，将与海棠湾店一起完善公司在三亚的免税布局。

- 海棠湾店主要覆盖三亚东部海棠湾区域（亚特兰蒂斯，蜈支洲岛等）的游客以及三亚市高端住宅区域（碧桂园、万达、恒大、保利等），定位高端休闲。
- 凤凰机场店主要覆盖三亚中部和西部区域，包含凤凰机场、三亚站和亚龙湾高铁站等交通枢纽，南山、天涯海角、三亚湾、亚龙湾、鹿回头和大东海等著名旅游景点。

三亚凤凰机场免税店共分 2 期建设，一期 800 平方米，总面积约 6800 平方米。机场店目前设有电商体验区和产品展示区，入驻品牌有雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、SK-II、资生堂、兰蔻、圣罗兰等，涵盖香化、箱包、手表、珠宝手饰和酒类等。机场店采用“即购即提”的模式，方便快捷。

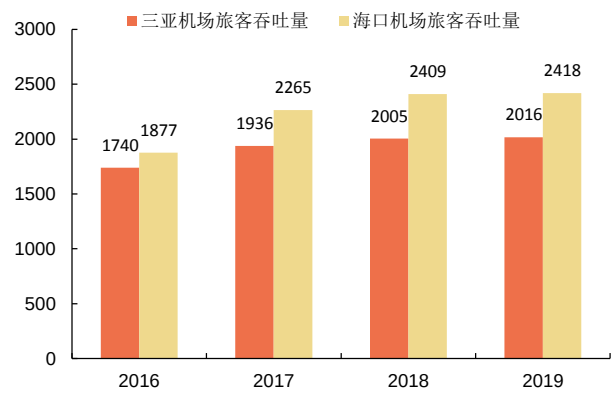
据三亚机场官网，三亚机场目前可满足年旅客吞吐量 2000-2500 万人次。2015 年至 2019 年，三亚机场旅游吞吐量从 1619 万人次增加到 2016 万人次，年均复合增速达 5.64%。三亚机场的旅客吞吐量虽小于海口机场的吞吐量，但三亚的旅游与旅游购物属性均强于海口。在 2020 年 7 月离岛新政颁布后，三亚过夜旅客数一度实现同比正增长。目前即使疫情反复，三亚过夜旅客数已基本恢复至去年同期水平。

图48：三亚过夜旅客数（单位：万人次，%）



资料来源：海南省统计局，申港证券研究所

图49：三亚机场和海口机场旅客吞吐量（单位：万人次）



资料来源：美兰空港公告，三亚机场官网，三亚市统计局，申港证券研究所

三亚海棠湾店和三亚凤凰机场店营收预测

三亚海棠湾店营收=三亚过夜旅客数*渗透率*客单价，假设：

- 2020 年三亚过夜旅客数 1755.2 万人次，同比下降 24.1%。2021-2023 年，全球疫情影响或持续，出境游继续转化为国内游。预计 2021 年三亚过夜旅客数恢复至疫情前水平，增速达 30%，2022-2023 年增速略微放缓。据国际航协的数据，全球航空客运量至少 2024 年后才能恢复至疫情前水平。出境游开始恢复后，对三亚有所分流，三亚过夜旅客数年增速维持在 10%左右。
- 受益于离岛免税新政和出境游转国内游，海棠湾店的购物渗透率在 2020 年 8 月已达 18%，预计 2020 年全年在 19%。2021-2022 年渗透率继续上升，2023 年出境游开始复苏，但经过几年发展，海南离岛免税店在品类和价格上的竞争力有所提升，预计 2023 年开始购买渗透率小幅下降至 18.5%，2024-2025 年维持在 18.5%水平。
- 同样受益于离岛免税新政对于额度和单价限额的放开，2020 年客单价预计增长 54%。2021-2024 年，客单价继续上升，但增速放缓，2025 年维持在年增速 10%的水平。

参考以上假设，三亚海棠湾店 2020-2025 年营收预测结果为：

表16：三亚海棠湾店营收预测

三亚海棠湾（已含线上离岛补购）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**8010.4**	**10464.6**	**24732.2**	**42900.3**	**64350.4**	**80727.9**	**97680.8**	**118193.7**
YOY	32%	31%	136%	73%	50%	25%	21%	21%
三亚过夜旅客（万人次）	2099.7	2286.6	1755.2	2281.8	2852.2	3280.0	3608.0	3968.8
YOY	15%	9%	-23%	30%	25%	15%	10%	10%
购物人数（万人次）	170.0	217.0	332.6	443.8	554.8	605.2	665.7	732.3
YOY	30%	28%	53%	33%	25%	9%	10%	10%
渗透率	8.1%	9.5%	19.0%	19.5%	19.5%	18.5%	18.5%	18.5%
客单价（元）	4712	4822	7436	9667	11600	13340	14674	16141
YOY	1%	2%	54%	30%	20%	15%	10%	10%

资料来源：公司公告，海南省统计局，申港证券研究所

三亚凤凰机场店营收=三亚机场旅客吞吐量*渗透率*客单价，假设：

- 2021-2025 年，三亚机场旅客吞吐量的增速参考上文中三亚过夜旅客的增速，分别为 30%/25%/15%/10%/10%。
- 因凤凰机场店于 2020 年年底开业，且海棠湾店对凤凰机场店存在分流，故 2021 年，凤凰机场店的购物渗透率参考海口美兰机场店的早期水平 3%。2023 年，运营更加成熟，渗透率小幅提升至 4%左右。
- 2021 年，凤凰机场店的客单价参考海口美兰机场店 2020 年的水平 2554 元。2021-2025 年，客单价继续上升，但增速不及海棠湾店，同时增速逐年放缓。

参考以上假设，三亚凤凰机场店 2021-2025 年营收预测结果为：

表17：三亚凤凰机场店营收预测

三亚凤凰机场	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**1591.9**	**2288.4**	**3868.6**	**4468.2**	**5037.9**
YOY		44%	69%	16%	13%
三亚机场旅客吞吐量（万人次）	2096.6	2620.8	3013.9	3315.3	3646.8
YOY	30%	25%	15%	10%	10%
购物人数（万人次）	62.3	77.9	119.7	131.7	144.9
YOY		25%	54%	10%	10%
渗透率	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%
客单价（元）	2554	2937	3231	3392	3477
YOY		15%	10%	5%	3%

资料来源：三亚机场官网，申港证券研究所

3.1.2 海口：并购海免控制三家免税店 海口国际免税城将带来巨大利润增量

2020 年 5 月，中免收购海免 51%股权，并完成海免并表。海免全资拥有海口日月广场店及琼海博鳌店，以及海口美兰机场免税店 51%的股权（海航 49%）。并表后，海免 2020H1 实现营收 30.31 亿元，实现归母净利 1.45 亿元。2019 年海免实现营收 32.3 亿元，实现归母净利 2.6 亿元，其中海口美兰机场于 2011 年开业，经营面积 1.4 万平方米，2019 年免税营收约 23 亿元；海口日月广场店和琼海博鳌店于 2019 年 1 月开业，日月广场免税店经营面积 2.2 万平方米，开业一年后营收约 10 亿元。

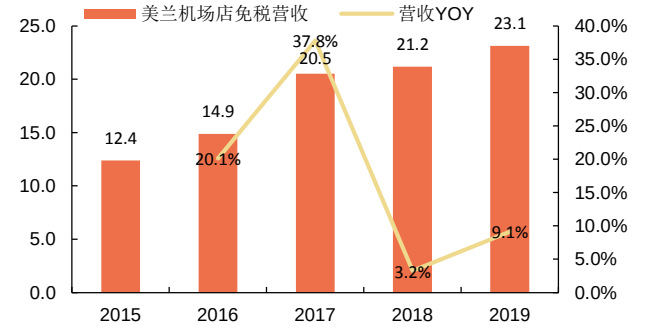
海口美兰机场店是海南第一家机场免税店，支持即购即提，购物便捷度高。海口日月广场店也支持即购即提，但仅供飞机离岛旅客，同时需加付 10%-30%的税款担保金，再到机场提货点退税。

根据美兰空港的财报，美兰机场店 2015-2019 年免税营收从 12 亿元增加到 23 亿元，年均复合增速 16.9%。2015-2019 年购物人次从 64 万人次增加到 127 万人次，年均复合增速 18.5%。免税营收和购物人次均从 2018 年开始增速放缓，我们判断日月广场店开业产生一定分流。客单价一路下降，从 2015 年的 1930 元降至 2019 年的 1824 元。2020H1，美兰机场店营收 12.55 亿元，购物人次 44.77 万人次，客单价为 2803 元。

2015-2019 年美兰机场旅客吞吐量从 1617 万人次增加到 2422 万人次，年均复合增速为 10.6%。2018-2019 年旅客吞吐量增速放缓，承载能力接近瓶颈。2015-2019 年购买渗透率小幅上升，从 4%升至 5.2%，2020H1 购买渗透率达 7.4%。

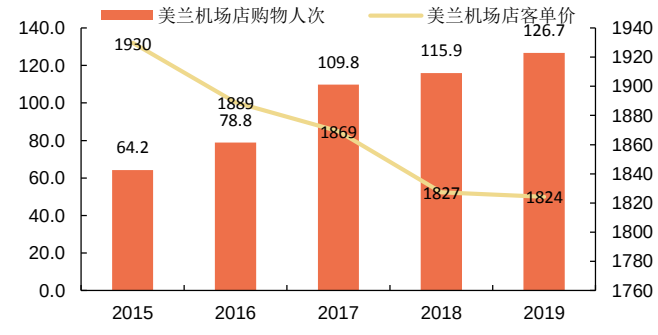
据海口日报，2021 年美兰机场二期扩建项目预计将交付使用，届时最大容量为 4500 万人次，将有效缓解机场负荷。同时美兰机场二期将扩建免税店，营业面积 9 千平方米，机场计划与公司联手打造国内最大的机场免税店。同时，公司收购海免后，美兰机场免税店的供货由公司提供，成本将大幅下降，商品品类大幅提升，物流效率增强，届时美兰机场店将更充分享受政策红利，打开客单价上升空间，同时提高旅客购买渗透率。

图50：美兰机场店免税营收（单位：亿元，%）



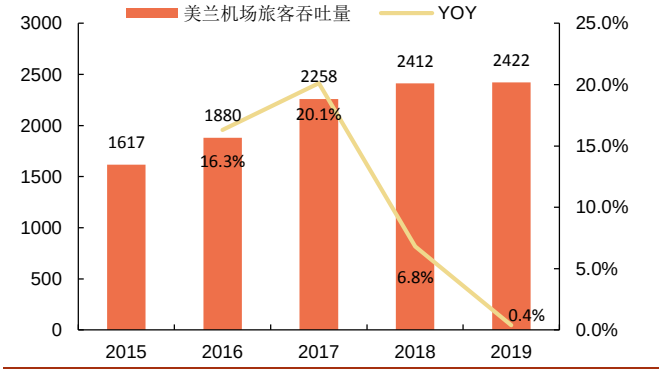
资料来源：美兰空港年报，申港证券研究所

图51：美兰机场店免税购物人次和客单价（单位：万人次，元）



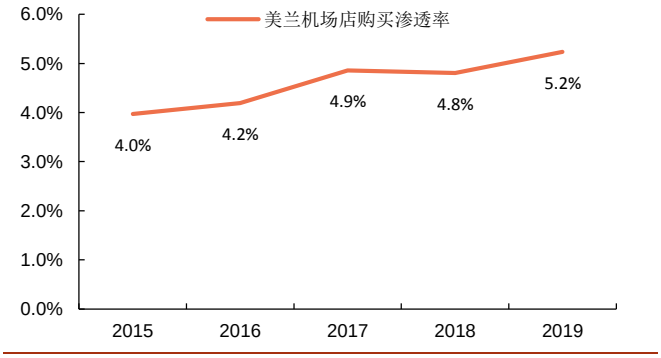
资料来源：美兰空港年报，申港证券研究所

图52：美兰机场旅客吞吐量（单位：万人次，%）



资料来源：美兰空港年报，申港证券研究所

图53：美兰机场店旅客免税购买渗透率（单位：%）



资料来源：美兰空港年报，申港证券研究所

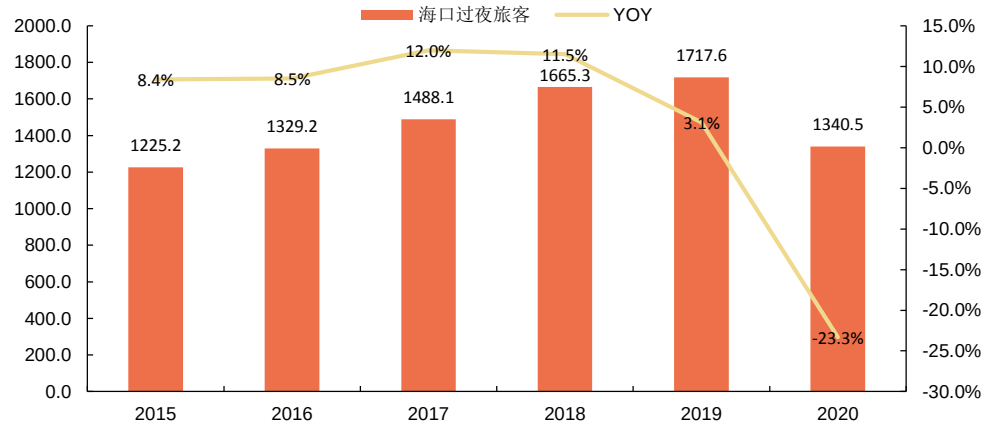
海口日月广场免税店于 2019 年 1 月开业，位于海口市 CBD 核心区日月广场西射手座 L 层、西双子座 L 层，经营面积达 2.2 万平方米（1 期 1.3 万平方米），免税商品包括香化、箱包、手表、首饰等 45 类商品，已引进国际知名奢侈品牌近 200 个。据海口海关统计，海口日月广场免税店开业一周年以来，免税营收达 10.25 亿元，购物人次达 42 万，客单价 2440 元，高于美兰机场店客单价（2019 年为 1824 元）。

海口日月广场店相较于美兰机场店，配套服务设施更完善，同时位于市中心交通便利，可服务对象更为广泛，包括港口和高铁离岛的旅客以及岛内居民。2020 年 7 月 25 日，海口首家城市候机楼在日月广场开通，美兰机场直达班车停靠点包括日月广场免税店，将为离岛免税购物的旅客缩短出行时间，提供更加宽松的购物体验。**同时，海发控的日月广场免税店已于 2021 年 1 月 31 日开业，未来可与公司的日月广场免税店形成协同效应。**

公司目前正在加紧建设海口市国际免税城项目，建成后将成为亚洲最大的免税商城。海口国际免税城预计 2022 年开业，未来将成为公司离岛免税业绩的另一增长点。海口免税城总投资 128.6 亿元，占地 32.4 万平方米，总建面 69.3 万平方米，免税营业面积约 8.9 万平方米。免税城东临滨海大道，西与新海港对接，涵盖免税商业、有税商业、办公、酒店、人才公寓等。

自驾游和高铁旅客均需要在海口港以轮渡的方式出岛和入岛，根据海口统计年鉴数据，2019 年海口港口旅客吞吐量达 1516 万人次，其中离岛旅客为 779 万人次。海口国际免税城将能更好地服务这部分离岛旅客，提高其购买渗透率。同时，海口国际免税城未来也将吸引更多海口的过夜旅客进行免税消费。

图54：海口过夜旅客数（单位：万人次，%）



资料来源：海南省统计局，申港证券研究所

海口美兰机场店、海口日月广场店、琼海博鳌店和海口国际免税城营收预测

海口美兰机场店营收=美兰机场旅客吞吐量*渗透率*客单价，假设：

- 2018-2019 年，美兰机场旅客吞吐量增速放缓，承载能力接近瓶颈。2020 年，预计旅客吞吐量下降 20%。2021 年，美兰机场二期将投入使用，预计将有效缓解机场负荷，旅客吞吐量增速达 30%。2022-2025 年，美兰机场旅客吞吐量的增速参考上文中三亚过夜旅客的增速，分别为 25%/15%/10%/10%。
- 2021 年，美兰机场二期交付使用时，美兰机场二期扩建的免税店也将开业，营业面积 9 千平方米，届时美兰机场一期+二期免税店总经营面积达 2.3 万平方米，是目前免税店经营面积的 1.64 倍，预计美兰机场店的购买渗透率达 9.5%。2023 年，出境游开始复苏，预计购买渗透率小幅下滑至 9.3%，之后稳定在该水平。
- 同样，受益于离岛免税新政以及免税经营面积增加，美兰机场店客单价打开上升空间，但预计增速逐年放缓。2020-2025 年，美兰机场店客单价的增速分别为 40%/20%/15%/10%/5%/3%。

参考以上假设，海口美兰机场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表18：海口美兰机场店营收预测

海口美兰机场	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**2118.1**	**2311.5**	**4227.0**	**7365.9**	**10588.5**	**13043.6**	**15065.3**	**16986.2**
YOY	3%	9%	83%	74%	44%	23%	16%	13%
美兰机场旅客吞吐量（万人次）	2412.4	2421.7	1937.3	2518.5	3148.2	3620.4	3982.4	4380.7
YOY	7%	0%	-20%	30%	25%	15%	10%	10%
购物人数（万人次）	115.9	126.7	165.5	240.3	300.4	336.4	370.1	407.1
YOY	6%	9%	31%	45%	25%	12%	10%	10%
渗透率	4.8%	5.2%	8.5%	9.5%	9.5%	9.3%	9.3%	9.3%
客单价（元）	1827	1824	2554	3065	3525	3877	4071	4173
YOY	-2%	0%	40%	20%	15%	10%	5%	3%

资料来源：美兰空港年报，申港证券研究所

海口日月广场店营收=海口过夜旅客*渗透率*客单价，假设：

- 2020 年海口过夜旅客数为 1340.5 万人次，同比下滑 22%。2021-2025 年，海口过夜旅客的增速参考上文中三亚过夜旅客的增速，分别为 30%/25%/15%/10%/10%。
- 2020 年 7 月，海口日月广场开通海口首家城市候机楼，美兰机场直达班车停靠点包括日月广场免税店，将为离岛免税购物的旅客缩短出行时间，提供更加宽松的购物体验。同时，海发控的日月广场免税店已于 2021 年 1 月 31 日开业，免税经营面积共计约 3.9 万平方米，首期开业 3000 平方米，未来两家免税店将形成协同效应。2022 年海口国际免税城开业，或会分流日月广场店，购买渗透率将小幅下滑。
- 海口日月广场店客单价增速参考三亚海棠湾店，客单价逐年上升，但增速逐年放缓。

参考以上假设，海口日月广场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表19：海口日月广场店营收预测

海口日月广场	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**932.9**	**3663.3**	**5748.8**	**7959.8**	**10526.8**	**12737.5**	**14711.8**
YOY		293%	57%	38%	32%	21%	16%
海口过夜旅客（万人次）	1717.6	1340.5	1742.6	2178.3	2505.0	2755.5	3031.1
YOY	3%	-22%	30%	25%	15%	10%	10%
购物人数（万人次）	38.2	93.8	113.3	130.7	150.3	165.3	181.9
YOY		145%	21%	15%	15%	10%	10%
渗透率	2.2%	7.0%	6.5%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%
客单价（元）	2440	3904	5075	6090	7004	7704	8089
YOY		60%	30%	20%	15%	10%	5%

资料来源：海南省统计局，海口海关，申港证券研究所

琼海博鳌店 2020-2025 年营收预测结果为：

表20：琼海博鳌店营收预测

琼海博鳌店	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**83.7**	**108.8**	**130.6**	**143.6**	**150.8**	**158.4**	**166.3**
YOY		30%	20%	10%	5%	5%	5%

资料来源：海口海关，海航基础年报，申港证券研究所

海口国际免税城营收=海口过夜旅客*渗透率*客单价，假设：

- 预计海口国际免税城在 2022 年 6 月或之后开业。2022-2025 年，海口过夜旅客的增速参考上文中三亚过夜旅客的增速，分别为 25%/15%/10%/10%。
- 海口国际免税城建成后会成为亚洲最大的免税商城，其免税经营面积，配套设施，商品品牌及品类都使其吸引力远超海口日月广场店。但其建成后需经一定时间才能积累起知名度及口碑，所以海口国际免税成的旅客购买渗透率早期将低于早期三亚海棠湾店，但高于早期海口日月广场店，约为 5%，之后渗透率将逐年增长。（2022 年假设 6 月开业，故 2022 年购买人数为海口过夜旅客*渗透率/2。）
- 预计开业初期，海口国际免税城客单价略低于三亚海棠湾店目前水平，约为 6000 元。2023-2024 年，免税城成长期，其配套设施及商品品牌品类均在完善中，客单价增速约 10%。2025 年免税城已经较为成熟，预计客单价增速加快，约为 20%。

参考以上假设，海口国际免税城 2022-2025 年营收预测结果为：

表21：海口国际免税城营收预测

海口国际免税城	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**3267.4**	**9920.0**	**14003.7**	**23766.2**
YOY		204%	41%	70%
海口过夜旅客（万人次）	2178.3	2505.0	2755.5	3031.1
YOY	25%	15%	10%	10%
购物人数（万人次）	54.5	150.3	192.9	272.8
YOY		176%	28%	41%
渗透率	5.0%	6.0%	7.0%	9.0%
客单价（元）	6000	6600	7260	8712
YOY		10%	10%	20%

资料来源：海南省统计局，申港证券研究所

3.1.3 离岛免税总结：不断优化升级 未来将继续提高购买渗透率和客单价

- **增速明显加快。**离岛免税购物政策自 2011 年实施以来，通过 7 年的积累，2018 年免税销售突破百亿大关，达 101 亿元。仅通过 2 年时间，免税销售再次突破 200 亿大关，2020 年达 275 亿元。
- **品牌更加丰富。**公司不断引进重奢、轻奢、家居生活等品牌。2020 年，海口日月广场免税店新入驻宝格丽、欧米茄、蒂芙尼、普拉达、周大福等高档品牌；三亚国际免税城装修翻新古驰、卡地亚等品牌店面，引进江诗丹顿、名仕、加拿大鹅、MOSCHINO 等品牌；海口美兰机场新引进肖邦、万国、积家等高档腕表品

牌；公司还在各免税店引入马爹利、人头马、芝华士、拉菲等高端进口酒品牌。

- **销售结构不断优化。**2020 年，香化品销售额从过去占总销售额的 75%下降至 50%，手表首饰、服装服饰销售额占总销售额的比例均超 10%。免税商品的销售结构从香化产品一品独大，逐步优化为香化、手表首饰、服装服饰协调发展。
- **线上线下加速融合。**2019 年，海南省四家免税店线上销售约 10 亿元。截至 2020 年 12 月 14 日，2020 年线上销售约 50 亿元，同比增长超 400%。
- **营销方式更多样。**如：联合航空公司、OTA、旅行社、主流媒体及品牌等全面宣传离岛免税新政和优惠促销信息；通过海南“消费一码通”给每位购物旅客发放 100 元购物券；开展各类推广促销活动等。
- **服务质量提升。**

1）**扩大了经营场所和提货点窗口，增加客服人员数量。**三亚机场在原“免税提货点①”和“免税提货点②”的基础上，新增“免税提货点③”，位于三亚机场 T1 航站楼 110 至 113 登机口附近，新增提货点共计 10 个窗口。美兰机场新增 1 处提货点。三亚凤凰机场、海口美兰机场和海口新海港提货点的面积由 284 平米扩建至 770 平米，提货窗口从 29 个增加至 74 个，有效解决等待时间过长的问题。目前，通常情况购物旅客可在 2 分钟之内完成提货，客流高峰时段提货排队时间不超过 20 分钟。

2）根据客流量和客流动线，公司合理增设收银柜台和快速收银通道，引入移动收银技术，分流结账排队人群；

3）公司在各免税店中庭增设香化综合区，集中销售爆款商品；

4）公司针对孕妇、军人等特殊群体设置专属绿色通道，提供人性化服务。

- **海南离岛旅客免税购物提货方式增加。**离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货。岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。离岛免税购物体验的进一步优化，将持续打开购买渗透率与客单价的进化空间。

3.2 机场免税：通过并购完成扩张 卡位全国核心枢纽机场

机场免税是公司免税业务的重要组成部分。2019 年，北上广以及香港机场免税店实现营收 280.62 亿元，占公司总营收的 58.5%。2020 年上半年，受疫情影响，客源大幅下降，北京和上海机场免税店实现营收 87.17 亿元，占公司总营收的 45.1%。

2017-2018 年，公司先后收购日上（中国）和日上（上海）51%的股权，占据中国最核心的机场资源，独享北上广出入境免税市场。国内剩余的其他机场免税店也大多由公司经营，个别机场免税店由珠免、深免和中出服经营。

占据各大核心机场的意义重大，即使机场收取的保底销售提成以及高扣点费用使机场免税的净利润率相较于离岛免税更低。

- 占据核心机场资源为的是扩大规模优势，从而提高公司对免税商品的议价能力。
- 核心机场客流丰富，对于品牌商而言是天然广告位，有利于公司向品牌方获取更

高折扣。

表22：公司机场免税经营权中标情况

地点	机场	标段	目前经营方	经营期限	经营面积（m²）
上海	上海浦东机场	T1 入境	日上上海（中免持股 51%）	2022-2025	821
		T1 出境			2465
		T2 入境		2019-2025	1136
		T2 出境			3431
		S1 卫星厅出境		启用日-2025	4678
		S2 卫星厅出境			4384
	上海虹桥机场	T1 入境		2019-2025	2088
		T1 出境			
北京	北京首都机场	T2 入境	中免	2018-2025	417
		T2 出境			3186
		T3 入境	日上中国（中免持股 51%）		1939
		T3 出境			9461
	北京大兴机场	烟酒、食品标段	中免	2019-2029	1666
		香化、精品标段			3467
广州	广州白云机场	T1 入境	中免	2018-2024（可再延 3 年）	400
		T2 入境			700
		T2 出境		2018-2026（可再延 2 年）	3544
香港	香港机场	烟草酒水标段	中免-拉格代尔合资公司	2017-2024	3400

资料来源：公司公告，申港证券研究所

3.2.1 上海机场免税店：强大客流量奠定销售规模 疫情影响下租金重议

2018 年 3 月，中免以 15.05 亿现金收购日上（上海）51%的股权。2018 年 7 月，日上（上海）中标上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场从 2019 年至 2025 年的免税业务经营权，浦东机场 T1 免税店除外。浦东 T1 免税店因上一份合同未到期，故目前经营期限为 2022 年至 2025 年。

根据日上（上海）与上海机场签订的原租金合同，浦东机场合同期内保底销售提成 410 亿元，虹桥机场合同期内保底销售提成 20.71 亿元。**上海机场的综合扣点率为 42.5%（浦东 T1 2021 年前为 35%旧扣点率，2022 年开始为 42.5%新扣点率），香化、烟酒、食品扣点率为 45%，百货类扣点率为 25%。**上海机场的提成方式为保底销售提成法和扣点率法二者取其高。

2021 年 1 月 30 日，日上（上海）与上海机场签订了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》（以下简称“《补充协议》”）。《补充协议》自 2020 年 3 月 1 日起实施，至 2025 年 12 月结束（本合同期满）。根据协议，公司 2020 年应付租金 11.56 亿元，较原合同应付租金减少约 70%。，根据此前合同，2020 年保底提成为 41.58 亿元。

《补充协议》中规定：

1） **当月实际国际客流≤2019 年月均实际国际客流×80%时，**“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，“月实际销售提成”按以下公式确定：

月实际销售提成＝人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数

- “人均贡献”，参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元；
- “客流调节系数”，根据当月实际国际客流与 2019 年同月实际国际客流之比的大小决定，比值越小，客流调节系数越大（比值从低于 30%至高于 120%分别对应不同系数）；
- “面积调节系数”根据实际开业面积与免税场地总面积之比的大小决定，比值越小，面积调节系数越大（比值从低于 10%至高于 70%分别对应不同系数）。

两个系数可在极端情况下（客流较少或免税店开业面积较少）保护上海机场的利润，但当实际开业面积占免税场地总面积的比例为 0 时，面积调节系数为 0。

2） **当月实际国际客流＞2019 年月均实际国际客流×80%时，**“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”按以下公式确定：

月保底销售提成＝当年保底销售提成÷12 个月 （当年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩国际客流挂钩。）

此次租金调整，变成了“上有封顶，下有空间”，将租金与国际客流挂钩。未来当国际客流恢复超预期时，租金将有封顶（此前的保底租金为封顶）；当国际客流恢复低于预期时，租金将根据实际客流情况有所下调。

表23：《补充协议》中 2020-2025 年应交免税租金（单位：亿元）对应的年实际国际客流（单位：万人次）

年份	年实际国际客流 X（单位：万人次）							
	X≤3081	3081<X≤4172	4172<X≤4404	4404<X≤4636	4636<X≤4868	4868<X≤5100	5100<X≤5360	X>5360
2020	135.28* 实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数	35.25	41.48	41.58	41.58	41.58	41.58	41.58
2021		35.25	41.58	45.59	45.59	45.59	45.59	45.59
2022		43.75	51.60	56.58	62.88	62.88	62.88	62.88
2023		43.75	51.60	56.58	62.88	68.59	68.59	68.59
2024		43.75	51.60	56.58	62.88	68.59	74.64	74.64
2025		43.75	51.60	56.58	62.88	68.59	74.64	81.48

资料来源：上海机场公告，申港证券研究所

表24：原租金合同中上海机场免税店保底扣点情况

机场	标段	目前经营方	经营期限	保底销售提成	扣点率	提成方式
浦东机场	T1 入境	日上上海（中免持股 51%）	2022-2025	合同期内保底销售提成总额 410 亿元	综合 42.5%（浦东 T1 2021 年前为 35%旧扣点率，2022 年开始为 42.5%新扣点率） 香化、烟酒、食品 45% 百货 25%	保底/扣点取其高
	T1 出境					
	T2 入境		2019-2025			
	T2 出境					
	S1 卫星厅出境		启用日-2025			
	S2 卫星厅出境					
虹桥机场	T1 入境		2019-2025	合同期内保底销售提成总额 20.71 亿元		
	T1 出境					

资料来源：公司公告，申港证券研究所

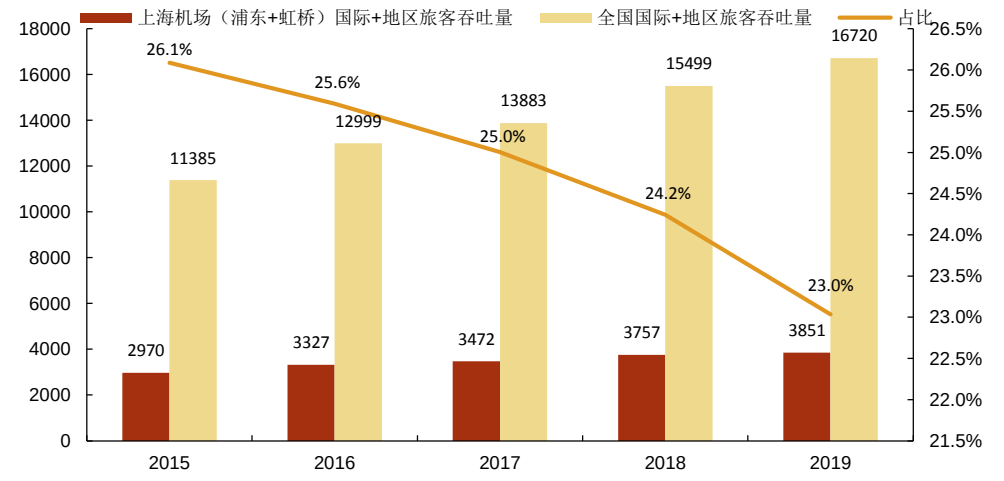
上海机场强大的客流奠定了巨大免税销售规模，2019 年贡献公司 33%的免税营收。

因机场高扣点，2019 年，日上（上海）机场免税店净利率仅 5.8%，其归母净利润对公司归母净利润的贡献率仅 9.7%。

- 上海浦东国际机场和虹桥国际机场国际+地区的旅客吞吐量从 2015 年的 2970 万人次增长至 2019 年的 3851 万人次，年均复合增长率达 6.7%，2019 年占全国国际+地区旅客吞吐量的 23%。
- 18 年 3 月日上（上海）机场免税店并表，2018，2019 和 2020H1 分别实现免税营收 104.5 亿元，151.5 亿元和 68.67 亿元，分别占公司免税营收的 31%、33%和 36%；实现净利润 9.2 亿元，8.8 亿元和 1.1 亿元；净利率分别为 8.8%，5.8%和 1.6%。因 19 年采取新扣点率 42.5%，而 2015-2018 年的综合扣点率仅为 28%，故净利率从 2018 年的 8.8%降至 5.8%。
- 日上（上海）2018，2019 和 2020H1 实现归母净利 4.7 亿元、4.5 亿元和 0.6 亿元，分别贡献公司归母净利的 15.1%、9.7%和 6%。
- 日上(上海)机场免税店客单价(免税营收/上海机场国际+地区旅客吞吐量）2018，2019 和 2020H1 分别为 278 元,393 元和 1636 元。2020 年上半年客单价陡增至 1636 元，主要因为日上（上海）线上直邮贡献大量销售额，而出入境旅客吞吐量受疫情影响大幅下滑。

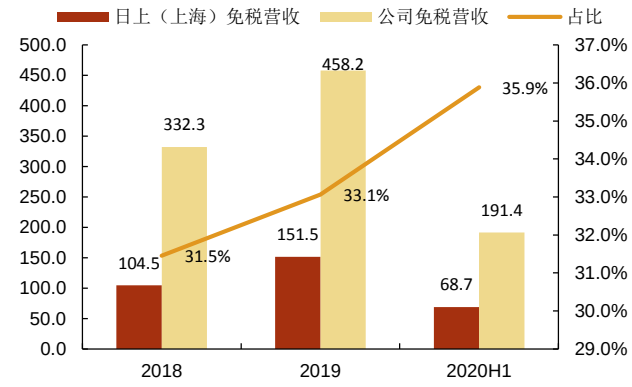
2020 年，虽然上海机场租金费用的降低使得销售费用有所减少，但受疫情影响，机场国际及地区旅客吞吐量明显下滑，2020H1 日上（上海）机场免税店营收和净利润均出现大幅下滑。同时，线上直邮业务采用跨境电商额度（个人年额度 2.6w），本质是有税业务，其大量商品供应来源于机场免税店，售价和进货渠道均与线下机场免税店保持一致，由运营商自行补税，让利消费者，故而对利润也有一定影响。未来随着线上直邮业务持续开展，覆盖人群更广，后续预计将对营收和利润有可观的贡献。长期来看，未来疫情影响逐步消散，随着销售规模的稳步增长，议价能力的提升，上海机场店的盈利仍有成长空间。

图55：上海机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）



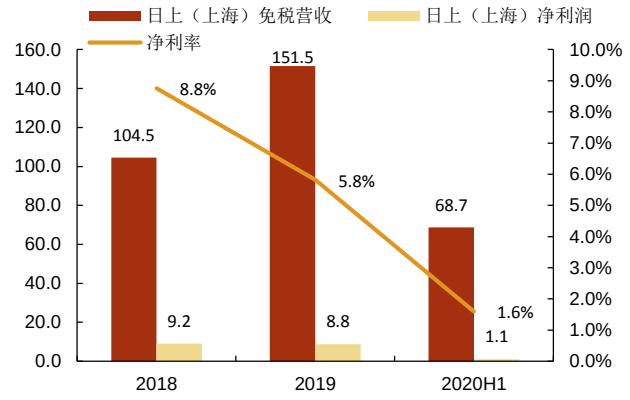
资料来源：上海机场公告，中国民航局，申港证券研究所

图56：日上（上海）营收及对公司的贡献率（单位：亿元，%）



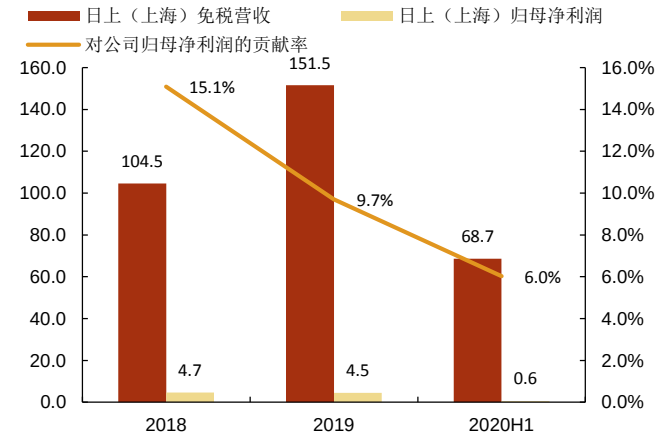
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图57：日上（上海）净利润及净利率（单位：亿元，%）



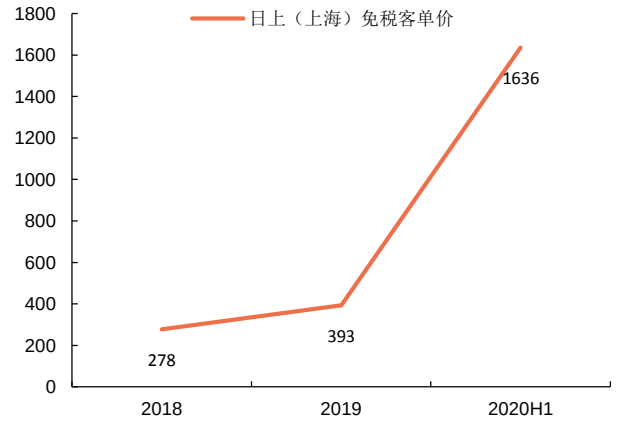
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图58：日上(上海)归母净利润及对公司贡献率(单位:亿元,%)



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图59：日上（上海）免税客单价（单位：元）



资料来源：公司公告，上海机场公告，申港证券研究所

上海机场免税店营收预测：

上海机场店营收=上海机场（浦东+虹桥）出入境旅客吞吐量*客单价，假设：

- 2020 年，受全球疫情影响，上海机场（浦东+虹桥）出入境旅客吞吐量仅 486.4 万人次，同比下滑 87%。预计至 2024 年才能恢复至疫情前水平，2024 年增速为 57%。2025 年增速放缓，约为 10%。
- 2020 年，受疫情影响，出入境旅客大幅下滑，同时免税商品采取打折促销等手段，故 2020 年客单价小幅下降。2021 年开始，疫情情况有所好转，客单价预计小幅提升 5%。

参考以上假设，上海机场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表25：上海机场免税店营收预测

上海机场免税店(18 年 3 月并表)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**10451.4**	**15148.5**	**1817.4**	**3434.9**	**6131.4**	**10622.6**	**17491.6**	**20202.8**
YOY		45%	-88%	89%	79%	73%	65%	16%
上海机场（浦东+虹桥）出入境旅	3757.4	3851.2	486.4	875.4	1488.3	2455.6	3851.0	4236.1

上海机场免税店（18 年 3 月并表）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
客吞吐量（万人次）								
YOY	8%	2%	-87%	80%	70%	65%	57%	10%
客单价（元）	278	393	374	392	412	433	454	477
YOY		41%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，上海机场公告，申港证券研究所

3.2.2 北京机场免税店：一市两场带动免税销售成长

2017 年 3 月，公司以现金 0.39 亿元收购日上（中国）51%的股权。2017 年 7 月，公司和日上（中国）分别中标首都机场 T2 和 T3 免税业务的经营权，经营期限为 8 年。**T2 和 T3 的首年保底销售提成为 8.3 亿元和 22 亿元，综合扣点率为 47.5%和 43.5%，高于上海机场的 42.5%。**

2019 年 3 月，公司中标大兴机场第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段的免税业务经营权，经营期限为 10 年。**第一标段烟酒、食品标段的基准年保底销售提成为 2.3 亿元，烟酒和食品类商品扣点率均为 49%；第二标段香化、精品标段的基准年保底销售提成为 4.16 亿元，其中香化类商品扣点率为 46%，精品类商品扣点率为 20%。**

表26：北京机场免税店保底扣点情况

机场	标段	目前经营方	经营期限	保底销售提成	扣点率	提成方式
首都机场	T2 入境	中免	2018-2025	首年保底费用 8.3 亿元	综合 47.5%	保底/扣点取其高
	T2 出境					
	T3 入境	日上中国（中免持股 51%）		首年保底费用 22 亿元	综合 42.5%	
	T3 出境					
大兴机场	烟酒、食品标段	中免	2019-2029	基准保底费用 2.3 亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	烟酒、食品 49%	
	香化、精品标段			基准保底费用 4.16 亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	香化 46% 精品 20%	

资料来源：公司公告，申港证券研究所

首都机场国际+地区旅客吞吐量稳步上升，带动免税成长。

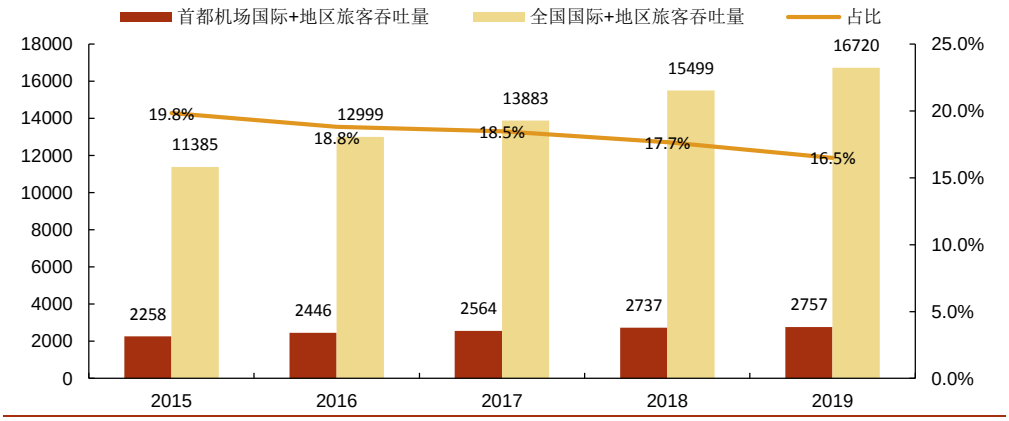
- 2015-2019 年首都机场国际+地区的旅客吞吐量由 2258 万人次增长至 2757 万人次，复合年均增长 5.1%。2019 年因机场跑道维护和任务保障影响，国际+地区的旅客吞吐量同比增速有所放缓。
- 2019 年北京机场免税店（首都机场 T2、T3 航站楼免税店和大兴机场免税店）共实现免税营收 85.9 亿元，同比增长 16.2%，占公司免税营收的 19%。2017-2019 免税营收年均复合增长率达 41%。
- 2017-2019 年日上（中国）运营的首都机场 T3 免税店实现营收 43.1 亿元，67.4 亿元和 74.8 亿元，年均复合增长率达 32%；实现净利润 4.0 亿元，3.4 亿元和 2.7 亿元；净利率分别为 9.3%，5.1%和 3.7%。2018 年净利率开始下滑，主要

是实行新扣点导致销售费用增加。

- 2017-2019 年日上（中国）运营的首都机场 T3 免税店实现归母净利润 2.0 亿元，1.8 亿元和 1.4 亿元，分别贡献公司归母净利的 8.1%、5.7%和 3%。
- 2020 年上半年，在疫情影响，客流大幅下降，刚性保底租金费用不减，推动线上直邮业务的情况下，北京机场免税店（首都机场 T2、T3 航站楼免税店和大兴机场免税店）共实现营收 18.50 亿元，同比下滑 57.61%。其中日上（中国）运营的首都机场 T3 免税店实现营收 16.1 亿元，归母净利-3.1 亿元。
- 北京机场免税客单价（北京机场免税店营收/首都机场国际+地区旅客吞吐量）在 2019 年为 311 元，2017-2019 年均复合增长 36.1%。2020 年上半年客单价陡增至 652 元，原因同上海机场免税店，主要因线上直邮贡献大量销售额，而出入境旅客吞吐量受疫情影响大幅下滑。

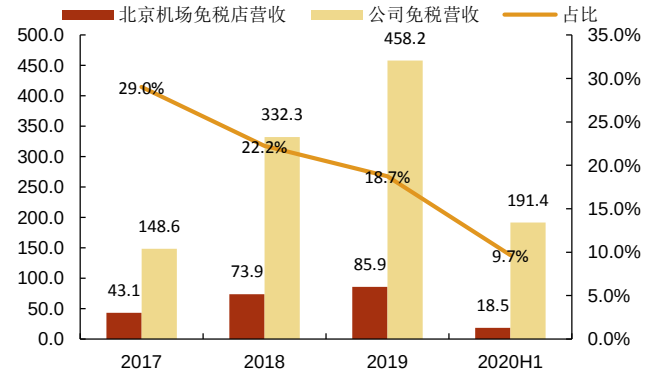
2019 年 9 月大兴机场已投入使用，未来首都机场与大兴机场协调发展，国际+地区的旅客吞吐量提升可期。据民航局规划，到 2025 年大兴机场旅客吞吐量达 7200 万人次。根据《协调方案》，大兴机场和首都机场功能定位接近，取 19 年首都机场国际+地区旅客在首都机场旅客的占比 28%，2025 年北京大兴机场国际+地区的旅客吞吐量预计达 2016 万人次。至 2025 年，首都机场与大兴机场国际+地区的旅客吞吐量合计预计可达 3496 万人次，2019-2025 年的复合年均增长率可达 4%。

图60：首都机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）



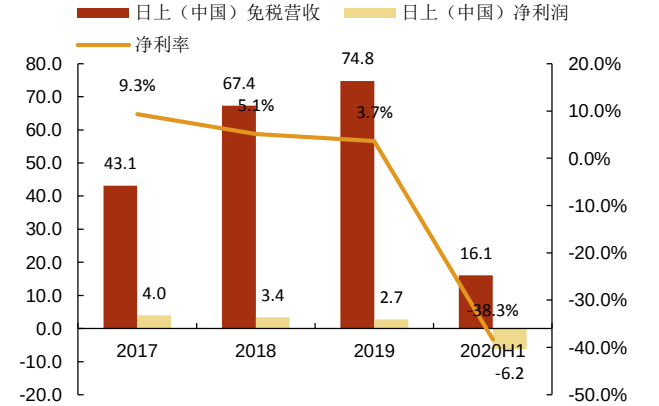
资料来源：首都机场公告，中国民航局，申港证券研究所

图61：北京机场免税营收及对公司贡献率（单位：亿元，%）



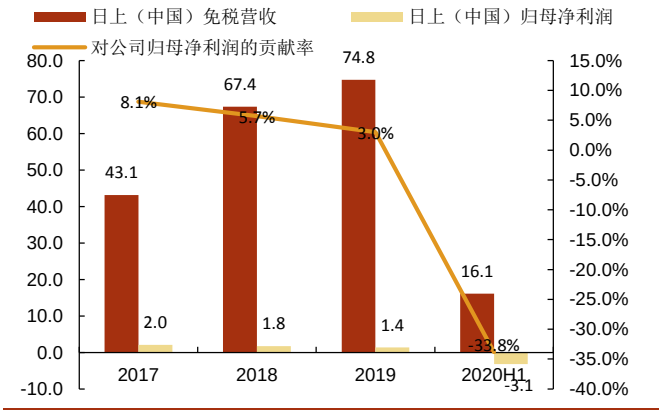
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图62：日上（中国）净利润及净利率（单位：亿元，%）



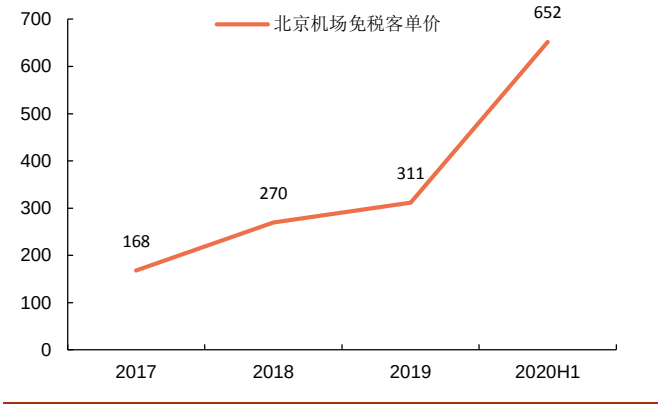
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图63：日上（中国）归母净利润及对公司贡献率（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

图64：北京机场免税客单价（单位：元）



资料来源：公司公告，申港证券研究所

北京机场免税店营收预测：

北京机场店营收=北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量*客单价，假设：

- 2020 年，北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量同比下滑 75%。预计至 2024 年才能恢复至疫情前水平，2024 年增速为 23%。2025 年增速继续放缓，约为 10%。
- 2020 年，受疫情影响，出入境旅客大幅下滑，同时免税商品采取打折促销等手段，故 2020 年客单价小幅下降。2021 年开始，疫情情况有所好转，客单价预计小幅提升 5%。

参考以上假设，北京机场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表27：北京机场免税店营收预测

北京机场免税店（首都+大兴）（日上中国 17 年 3 月并表）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**7389.0**	**8589.0**	**2039.9**	**3427.0**	**5397.5**	**7651.0**	**9918.0**	**11455.3**
YOY	71%	16%	-76%	68%	58%	42%	30%	16%
北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量（万人次）	2736.8	2757.4	689.4	1103.0	1654.5	2233.5	2757.4	3033.2
YOY	7%	1%	-75%	60%	50%	35%	23%	10%
客单价（元）	270	311	296	311	326	343	360	378
YOY	61%	15%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，首都机场公告，中国民航局，申港证券研究所

3.2.3 广州机场免税店：潜力有待释放 香港机场免税店打造国际化品牌

2017 年，中免先后中标广州白云机场 T1 进境、T2 进境和 T2 出境免税店，2018 年 4 月白云机场 T2 启用。T2 启用前，T1 进境店扣点率为 39%，**T2 启用后，T1 和 T2 的进境店扣点率均为 42%，T2 出境店扣点率 35%。**根据白云机场披露的经营合作协议，入境和出境免税店合同期内预计将为白云机场带来 21 亿元和 12.65 亿元的营收（扣点后），对应 50.7 亿元和 36.1 亿元的免税销售额。

表28：广州白云机场免税店保底扣点情况

机场	标段	目前经营方	经营期限	保底销售提成	扣点率	提成方式
白云机场	T1 入境	中免	2018-2024（可再延 3 年）	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。	T2 启用前：39% T2 启用后：42%	保底/扣点取其高
	T2 入境			首年保底销售额 3533 万元/月，按年递增。	42%	
	T2 出境		2018-2026（可再延 2 年）	18 年 8 月起，保底销售额 3292 万元/月，按年递增。	35%	

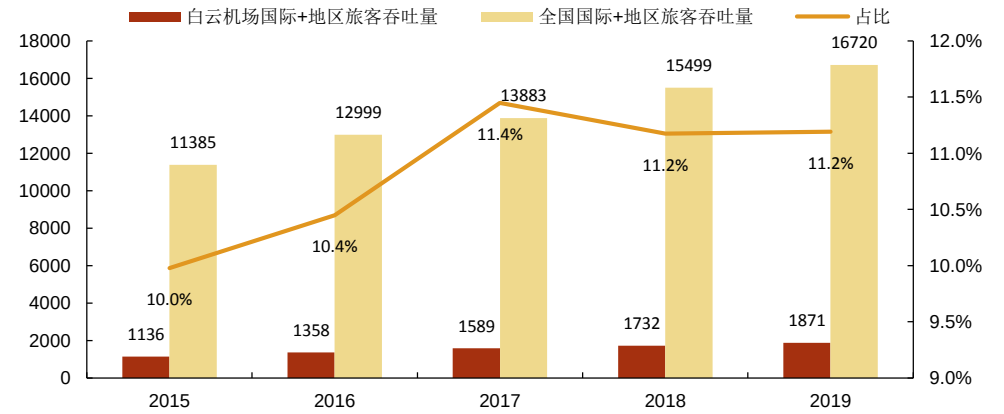
资料来源：公司公告，申港证券研究所

广州白云机场国际旅客吞吐量有望持续增长。2019 年广州白云机场国际+地区的旅客吞吐量达 1871 万人次（占白云机场总旅客吞吐量的 25%），2015-2019 年的复合年均增长率高达 13.3%，远超上海和北京机场，国际枢纽建设略见成效。同时，根据白云机场的《广州白云国际机场三期扩建工程实施策划咨询服务招标公告》，可以知道白云机场的扩建计划将在 2030 年预计实现年旅客吞吐量 1.2 亿人次。按照 2019 年国际+地区旅客的占比，2030 年白云机场国际旅客吞吐量有望达到 3060 万人次，2019-2030 年的复合年均增长率为 4.6%。

广州机场免税店潜力有待释放。航站楼历史设计原因叠加区位因素，白云机场国际旅客吞吐量相比北京和上海机场存在一定差距，故免税店收入也会跟北京和上海机场的免税店收入有所差距。

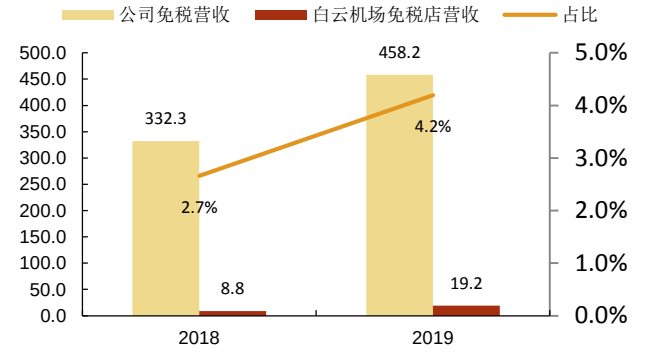
- **2019 年白云机场免税营收和客单价均较上年翻倍，主要由于免税经营面积和免税商品丰富度的提升。**2019 年白云机场免税营收 19.2 亿，同比增长 117.5%。2019 年白云机场客单价 103 元，同比增长 102%
- **2018 年 4 月开始，伴随 T2 免税店启用，未来白云机场免税店营收有望持续快速成长。**2018 年和 2019 年白云机场国际+地区旅客吞吐量均占全国的 11.2%，而其免税营收对公司贡献占比由 2.7%提升至 4.2%，有了显著提升。但是，2019 年白云机场国际+地区旅客吞吐量占全国的 11.2%，但免税营收仅贡献 4.2%，与北京和上海相比存在巨大差距，故白云机场免税店的潜力还有待大幅释放。

图65：广州白云机场国际+地区旅客吞吐量及占全国比例（单位：万人次，%）



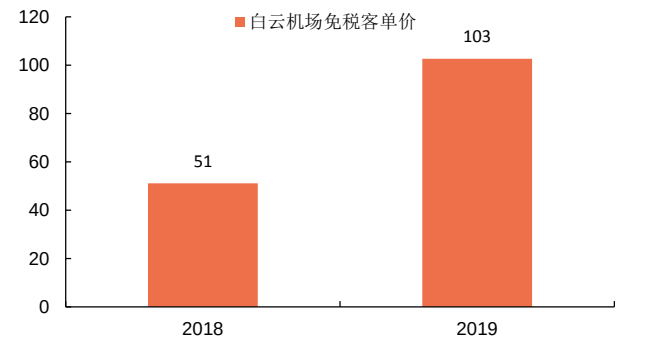
资料来源：白云机场公告，中国民航局，申港证券研究所

图66：白云机场免税营收及对公司贡献率（单位：亿元，%）



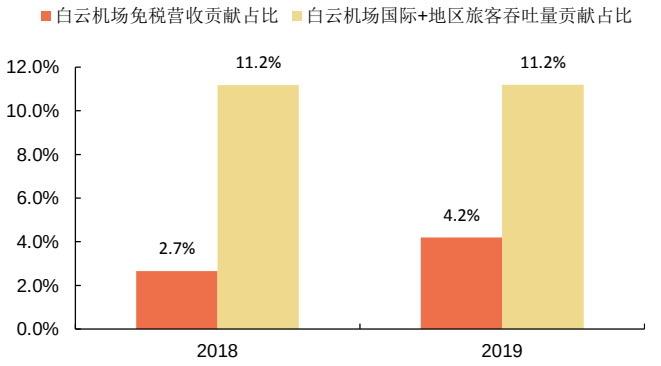
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图67：白云机场免税客单价（单位：元）



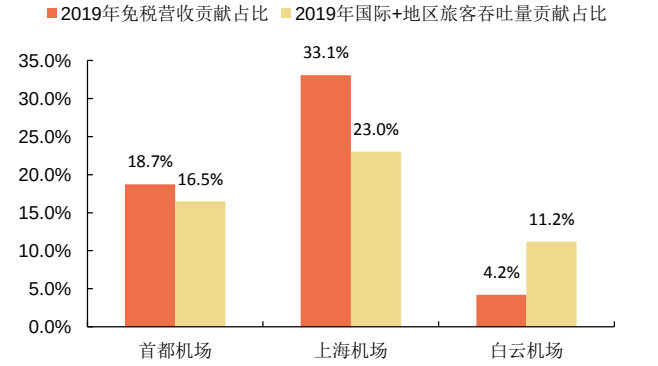
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图68：2018-2019 年白云机场免税营收对公司贡献占比&国际+地区旅客吞吐量对全国贡献占比（单位：%）



资料来源：公司公告，白云机场公告，中国民航局，申港证券研究所

图69：2019 年主要机场免税营收对公司贡献占比&国际+地区旅客吞吐量对全国贡献占比（单位：%）



资料来源：公司公告，白云机场公告，首都机场公告，上海机场公告，中国民航局，申港证券研究所

中免和拉格代尔成立合资公司，中标香港机场烟草酒水标段的免税经营权，打造国际化免税品牌。2017 年 4 月，中免与全球第四大免税运营商拉格代尔成立合资公司中免-拉格代尔有限公司中标 2017 年 11 月-2024 年 9 月香港机场烟草酒水标段的免税经营权，经营面积为 3400 平方米，涉及 8 家店面，综合扣点率达 48%。这标志着中免拥有首个国际化大型免税零售平台，向国际化迈出关键一步。

借助香港机场的渠道影响力和市场规模，未来中免在免税商品议价能力、品牌引进、盈利能力等方面均有望继续提升。香港国际机场作为国际及区域航空枢纽，连接全球 190+个航点，2019 年旅客吞吐量为 7154 万人次。中免的香港机场免税店实现营业收入 24.02 亿元，同比增长 14.54%。

广州机场免税店营收预测：

广州机场店营收=广州白云机场出入境旅客吞吐量*客单价，假设：

- 2020 年，广州白云机场出入境旅客吞吐量同比下滑 60%。预计至 2024 年才能恢复至疫情前水平，2024 年增速为 11%。2025 年增速继续放缓，约为 7%。
- 2019 年，广州白云机场店客单价较上年翻倍，主要由于免税经营面积和免税商品丰富度的提升。2020 年，受疫情影响，出入境旅客大幅下滑，同时免税商品

采取打折促销等手段，故 2020 年客单价小幅下降。2021-2023 年，客单价继续释放上升动能，预计提升 30%/20%/10%。2024 年开始，客单价增速维持在 10%水平。

参考以上假设，广州机场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表29：广州机场店营收预测

广州机场免税店	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**883.8**	**1922.0**	**730.4**	**1424.2**	**2136.3**	**2819.9**	**3446.4**	**4047.7**
YOY		117%	-62%	95%	50%	32%	22%	17%
广州白云机场出入境旅客吞吐量（万人次）	1731.9	1871.3	748.5	1122.8	1403.5	1684.2	1871.2	1997.9
YOY	9%	8%	-60%	50%	25%	20%	11%	7%
客单价（元）	51	103	98	127	152	167	184	203
YOY		101%	-5%	30%	20%	10%	10%	10%

资料来源：公司公告，白云机场公告，申港证券研究所

香港机场店营收预测：

香港机场店营收=香港机场出入境旅客吞吐量*客单价，假设：

- 2020 年，香港机场出入境旅客吞吐量同比下滑 60%。预计至 2024 年才能恢复至疫情前水平，2024 年增速为 11%。2025 年增速继续放缓，约为 7%。
- 2020 年，2020 年客单价小幅下降。2021 年开始，疫情情况有所好转，客单价预计小幅提升 5%。

参考以上假设，香港机场店 2020-2025 年营收预测结果为：

表30：香港机场店营收预测

香港机场免税店	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**2188.0**	**2402.0**	**912.8**	**1437.6**	**1886.8**	**2377.4**	**2773.7**	**3109.6**
YOY		10%	-62%	58%	31%	26%	17%	12%
香港机场出入境旅客吞吐量（万人次）	7467.2	7154.3	2861.7	4292.6	5365.7	6438.9	7154.3	7638.7
YOY		-4%	-60%	50%	25%	20%	11%	7%
客单价（元）	29	34	32	33	35	37	39	41
YOY		15%	-5%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，香港机场管理局，申港证券研究所

3.3 市内免税：政策利好有望加速 公司占据先发优势

过去市内免税店发展受政策限制，出境国人未包含在市内免税店针对人群里，仅中出服和中侨两家拥有针对入境中国籍旅客的市内免税牌照，合计 9 家免税店（中出服 8 家店，中侨 1 家店），和中免拥有针对出境外国人的市内免税牌照（中免 5 家店）。参考市内免税发达的韩国，其购买对象包含了本国居民以及外国游客。

表31：入境/出境市内免税政策对比

	入境市内免税政策	出境市内免税政策
购买资格	1、持中国护照等有效证件的入境旅客，包括因公、因私出国人员等年满 16 周岁以上的各类中国籍旅客； 2、华侨、台胞（持台胞证）、港澳同胞等中国籍非居民旅客和外籍华人； 3、证件有效期：入境 180 天内有效 （今年政策调整，延长消费者购物护照有效期，最长延至 17 个月。意味着 2019 年 8 月 1 日以后入境的中国籍回国人员，均可凭有效护照在 2020 年 12 月 31 日前至中服免税旗下所有市内免税店购物。）	1、持海外护照的外国人； 2、持海外护照的外籍华人； 3、在海外长期居住权的华侨； 4、持回乡证的台湾同胞 （未来将会向国人放开）
购物限额	每张护照的购物限额为 5000 元。店内共分三种商品。 第一种（红点商品）：单价 1000 元以上的商品，每本护照限购一件； 第二种（黄点商品）：折扣商品，每本护照限购 2000 元； 第三种（白点商品）：原价商品无特别限购； 三种商品加起来每张护照上限金额为 5000 元。	购买次数和购买额度均无限制，但具体到不同商品有购物限量
购买流程	在验证柜台验证护照➞领红色的购物卡➞在各柜台选货，将选中的货物告诉店员，店员通过刷购物卡将选好的商品记录在内➞选购完毕后，持购物卡在收银台结账➞回各个柜台凭票取货	店内选购预订，机场提货点提货
口岸扣点	由于消费者是在免税店当场提货，无须给口岸扣点	由于消费者是在口岸提货点提货，须给口岸扣点
特许经营方	中出服（在多城市开店） 中侨（仅在哈尔滨设店）	中免集团

资料来源：中出服官网，中免官网，申港证券研究所

表32：中韩市内免税店政策对比

	韩国市内免税店	中国归国人员市内免税店	中国出境市内免税店
针对人群	针对出入境的国内外居民，出境前和入境后可在市内免税店购物	针对年满 16 周岁，180 天内有出入境记录（非港澳）的中国公民	针对出境的外国居民
提货方式	出入境时机场提货	当场提货	机场保税区提货
免税限制	国内居民额度为 5000 美元，国外居民出境无限额；国内外居民入境时额度均为 600 美元。	免税额度为 5000 元人民币，高额商品需缴纳行邮税	不限额
运营商	乐天、新罗、新世界等	中出服、中侨	中免

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

2020 年 3 月，国家发改委发布《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》，明确了要建设中国特色免税体系，坚持服务境外人士和我出境居民，重完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。同时，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等。此后，多地政府部门多次表态支持市内免税店建设，同时王府井新获免税牌照，市内免税政策有望放宽。

公司目前在积极布局市内店项目，2019 年，在青岛、厦门、大连、北京、上海先后开设五家市内店，对口岸出境免税店形成有效补充，提升出境外籍和港澳台旅客的免税购物体验。2020 年，中免已经和武汉港发集团、西安中大国际达成战略合作，将在华中、西北地区设立免税店。

表33：公司已开业市内免税店

中免已开业的市内免税店	商圈	面积（m²）	开业时间	针对人群
青岛市内免税店	CBD 核心区卓越大融城	355	2019/5/1	即将出境的外国居民
厦门市内免税店	中华城购物中心	331	2019/5/1	
大连市内免税店	新星·星海中心	500	2019/5/26	
北京市内免税店	蓝色港湾	513	2019/5/30	
上海市内免税店	尚悦湾	874	2019/8/23	

资料来源：公司官网，申港证券研究所

对标韩国：我国的市内免税短期分流机场免税，长期将占据大量市场份额，盈利增长可期。

我国和韩国的市内免税略有差异，我国的市内免税主要功能还是推动境外消费回流。韩国的市内免税店里，中国人为主要购买力，同时主力带动本土入境游和香化产业。而我国市内免税主要还是截留出境人群的消费，同时我国上游香化产业不比韩国，无法通过免税收益。

中国市内免税店的营业利润率可参考韩国市内店的营业利润率加上返点率。韩国市内店的高返点率拉低整体盈利水平，若加上代购返点，韩国市内店营业利润率可达15%-25%。根据韩国先驱报数据，2018 年乐天世界塔店和 Coex 店的返点率达 21%，同期新罗市内店的返点率超过 11%。2019 年新罗免税业务的营业利润率约 5.1%，新世界免税业务的营业利润率约 3.6%.

我国市内免税处于竞争蓝海，但公司龙头地位依旧稳固。首先公司具有先发优势，深耕优质点位；其次目前公司霸主地位使其规模优势明显，业务经营方面具备核心竞争力。参考韩国免税龙头新罗，在 2013-2016 年免税牌照逐步放开的环境下，市占率依旧稳定在 30%左右，同时受益于规模效应，毛利率稳定在 30%左右。

短期来看，因未来我国市内店购物人群为本国出境国民，与机场店的客流高度重合，预计市内免税店对机场免税店造成一定分流。长期来看，市内免税销售规模扩大，与机场免税错位发展，盈利可期。目前因品牌方担心市内店影响周边有税渠道销售，公司引入的服饰、箱包类奢侈品品牌较少，因此预计早期市内店销售额中香化占比较高，与机场产品结构类似，会造成一定分流。但因市内店租金成本远低于机场扣点，免税运营商或会采取打折促销、提升产品丰富度等措施向市内店主动引流。长期来看，市内免税店的购买限额预计会逐步提升，同时随着公司奢侈品品牌谈判能力提升，市内店奢侈品销售有望增加，与机场店错位发展，规模进一步扩大。

上海市内免税店和北京市内免税店营收预测

上海市内免税店营收=上海机场（浦东+虹桥）出入境旅客吞吐量*渗透率*客单价，假设：

- 上海机场（浦东+虹桥）出入境旅客吞吐量预测参考上文分析。
- 2021 年，上海市内免税店的购买渗透率参考海口日月广场店开业第一年的渗透率水平，约 2.2%。2022-2025 年，渗透率稳步上升至 4.2%。

- 2021 年，上海市内免税店的客单价同样参考海口日月广场店开业第一年的水平，2022-2025 年，客单价增速维持在 5%的水平。

参考以上假设，上海市内免税店 2021-2025 年营收预测结果为：

表34：上海市内免税店营收预测

上海市内免税店（假设 2021 年开始）	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**480.3**	**1247.1**	**2160.7**	**4669.7**	**5393.5**
YOY		160%	73%	116%	16%
上海机场（浦东+虹桥）出入境旅客吞吐量（万人次）	875.4	1488.3	2455.6	3851.0	4236.1
YOY	80%	70%	65%	57%	10%
购物人数	19.3	47.6	78.6	161.7	177.9
YOY		147%	65%	106%	10%
渗透率	2.2%	3.2%	3.2%	4.2%	4.2%
客单价（元）	2494	2619	2750	2887	3031
YOY	0%	5%	5%	5%	5%

资料来源：上海机场公告，申港证券研究所

北京市内免税店营收=北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量*渗透率*客单价，假设：

北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量预测参考上文分析。北京市内免税店购买渗透率与客单价的假设均与上海市内免税店相同。

参考以上假设，北京市内免税店 2021-2025 年营收预测结果为：

表35：北京市内免税店营收预测

北京市内免税店（假设 2021 年开始）	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
营收（百万元）	**605.2**	**1386.4**	**1965.2**	**3343.6**	**3861.9**
YOY		129%	42%	70%	16%
北京机场（首都+大兴）出入境旅客吞吐量（万人次）	1103.0	1654.5	2233.5	2757.4	3033.2
YOY	60%	50%	35%	23%	10%
购物人数	24.3	52.9	71.5	115.8	127.4
YOY		118%	35%	62%	10%
渗透率	2.2%	3.2%	3.2%	4.2%	4.2%
客单价（元）	2494	2619	2750	2887	3031
YOY		5%	5%	5%	5%

资料来源：首都机场公告，中国民航局，申港证券研究所

3.4 线上业务：大势所趋 潜力巨大

疫情影响下，公司线上业务加速布局，包括：增加离岛免税补购功能，即离岛旅客在 180 天内可在补购线上平台继续选购；同时增加线上直邮，如推出北京、上海日上直邮，cdf 会员购等平台，大部分针对有出入境记录的人群，限制单次购买的金额，商品件数以及额度（占用跨境电商额度 2.6 万/人/年）。

线上直邮业务采用跨境电商额度，本质是有税业务，其大量商品供应来源于机场免税店，售价和进货渠道均与线下机场免税店保持一致，由运营商自行补税，让利消费者。跨境电商的综合税负约 20%-23%，低于几大枢纽机场的扣点率，我们判断，线上直邮业务的净利率在 15%-20%。同时，公司利用自身规模、渠道以及会员优势，未来线上业务持续发展，潜力巨大。

表36：公司线上业务渠道

分类	渠道	购买资格	购买数量限制	限购额度	提货方式
海南离岛免税补购	cdf 会员购海南（公众号）；海南免税离岛补购旗舰店（飞猪、淘宝）	180 天内已乘飞机/火车/轮船离岛，在海南购买过离岛免税商品且尚未使用完的离岛免税额度的旅客	不限购物件数	占用离岛免税总额度	包邮到家，大陆地区
日上上海直邮	日上会员（APP）	日上会员+购买优选会员购物券，需优惠券编码	直邮券单张限 20 件	不同券注册各有差异：1500 元起，上限 16000 元	直邮到家，大陆地区
日上北京直邮	cdf 会员购北京（小程序）	经平台综合评估的符合购物资格且有 90 天内国际航班回程信息的常旅客、中免会员、日上会员等。	同款单品限 8 件	每单订购限额 5000 元，占用跨境电商年度个人额度 26000 元。	直邮到家，大陆地区
CDF 会员购	cdf 会员购（小程序）	通过中免集团旗下境内免税店店员或其他内部渠道获得会员邀请码的注册会员，提供 2019 年 7 月 1 日起至今的历史出入境记录。	不限购物件数	每单订购限额 5000 元，占用跨境电商年度个人额度 26000 元。	直邮到家，大陆地区
	cdf 会员购广州、cdf 会员购杭州、cdf 会员购沈阳、cdf 会员购南京、cdf 会员购厦门、cdf 会员购武汉、cdf 会员购长沙（小程序）	拥有员工账号下单或拥有购物邀请码	不限购物件数	不限额度（但每位内部员工每日下单金额不超过 6 万元）	直邮到家，大陆地区

资料来源：各公众号，日上会员 APP，各小程序，申港证券研究所

4. 盈利预测及投资建议

我们将公司业务分为商品销售业务、旅游服务业务和其他业务。其中，商品销售业务有 4 个主要组成部分：离岛免税、核心机场免税、市内免税和其他免税店合计。

- 离岛免税：海南将被定位为国际旅游消费中心，免税旅游双向促进。海南自贸港计划和离岛免税新政的实施，将加大离岛免税的供给，进一步释放我国离岛免税市场空间。凤凰机场店开业、美兰机场店扩容、日月广场店与海发控的日月广场店形成协同效应、海口国际免税城将于 2022 年下半年开业等一系列驱动力将不断提振公司离岛免税业绩。
- 核心机场免税：与上海机场签署的租金补充协议缓解了公司保底租金的压力。同

时，线上直邮业务及时发力，疫情下为公司机场免税业务开拓新业绩。预计全球旅客吞吐量于 2024 年恢复。未来，线上业务发展为常态、上海机场的免税租金“上有封顶，下有空间”、北京一市两场旅客吞吐量增速提升、广州白云机场潜力释放等驱动因素使公司机场免税业务线上与线下齐头并进，有望继续开拓出入境免税市场空间。

- 市内免税：市内免税政策利好有望在今年加速，政策的放开预计将释放出入境国人免税消费空间。公司已占据先发优势，目前在积极布局市内店项目。
- 其他免税店：包括公司其他机场、港口、邮轮等免税店。受疫情影响，预计 2020 年营收下滑 65%，2021-2022 年保持 55%的增速，2023-2025 年增速约 13%。

汇总上文各单店 2020-2025 年的营收预测，结果如下：

表37：2020-2025 年公司营收预测拆分（单位：百万元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
公司总收入	**47007.3**	**47966.5**	**52617.6**	**84547.5**	**124966.2**	**165249.5**	**206508.5**	**249136.5**
YOY	-	2%	10%	61%	48%	32%	25%	21%
离岛免税合计	**10128.5**	**13792.6**	**32731.3**	**57737.4**	**88598.2**	**118237.7**	**144113.8**	**178862.1**
YOY	-	36%	137%	76%	53%	33%	22%	24%
三亚海棠湾	8010.4	10464.6	24732.2	42900.3	64350.4	80727.9	97680.8	118193.7
YOY	32%	31%	136%	73%	50%	25%	21%	21%
三亚凤凰机场	-	-	-	1591.9	2288.4	3868.6	4468.2	5037.9
YOY	-	-	-	-	44%	69%	16%	13%
海口美兰机场	2118.1	2311.5	4227.0	7365.9	10588.5	13043.6	15065.3	16986.2
YOY	3%	9%	83%	74%	44%	23%	16%	13%
海口日月广场	-	932.9	3663.3	5748.8	7959.8	10526.8	12737.5	14711.8
YOY	-	-	293%	57%	38%	32%	21%	16%
琼海博鳌店	-	83.7	108.8	130.6	143.6	150.8	158.4	166.3
YOY	-	-	30%	20%	10%	5%	5%	5%
海口国际免税城	-	-	-	-	3267.4	9920.0	14003.7	23766.2
YOY	-	-	-	-	-	204%	41%	70%
核心机场免税合计	**20912.3**	**28061.5**	**17776.7**	**22613.8**	**29086.6**	**37682.3**	**48551.6**	**54483.4**
YOY	-	34%	-37%	27%	29%	30%	29%	12%
上海机场免税店	10451.4	15148.5	1817.4	3434.9	6131.4	10622.6	17491.6	20202.8
YOY	-	45%	-88%	89%	79%	73%	65%	16%
北京机场免税店	7389.0	8589.0	2039.9	3427.0	5397.5	7651.0	9918.0	11455.3
YOY	71%	16%	-76%	68%	58%	42%	30%	16%
广州机场免税店	883.8	1922.0	730.4	1424.2	2136.3	2819.9	3446.4	4047.7
YOY	-	117%	-62%	95%	50%	32%	22%	17%
香港机场免税店	2188.0	2402.0	912.8	1437.6	1886.8	2377.4	2773.7	3109.6
YOY	-	10%	-62%	58%	31%	26%	17%	12%
线上直邮（日上+cdf会员购）	-	-	12276.3	12890.1	13534.6	14211.3	14921.9	15668.0
YOY	-	-	-	5%	5%	5%	5%	5%

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
市内免税合计	**-**	**-**	**-**	**1085.5**	**2633.6**	**4125.9**	**8013.3**	**9255.4**
YOY	-	-	-	-	143%	57%	94%	16%
上海市内免税店	-	-	-	480.3	1247.1	2160.7	4669.7	5393.5
YOY	-	-	-	-	160%	73%	116%	16%
北京市内免税店	-	-	-	605.2	1386.4	1965.2	3343.6	3861.9
YOY	-	-	-	-	129%	42%	70%	16%
其他免税店合计	**3294.3**	**5113.0**	**1789.6**	**2774.6**	**4294.8**	**4833.0**	**5440.7**	**6127.1**
YOY	4%	55%	-65%	55%	55%	13%	13%	13%
旅游服务业务	**12289.5**	**599.2**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
YOY	0%	-95%	-	-	-	-	-	-
其他业务	**382.8**	**400.2**	**320.1**	**336.1**	**352.9**	**370.6**	**389.1**	**408.6**
YOY	0%	5%	-20%	5%	5%	5%	5%	5%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

投资建议：国内大循环持续推动境外消费回流，政策利好加速免税行业发展，打开离岛免税和市内免税的进化空间。目前，离岛免税新政红利正处于快速释放阶段，同时海外疫情的不确定性也加速了境外消费回流，离岛免税市场空间巨大。公司稳坐免税龙头，在政策催化下首先受益，而未来在市场竞争较为充分情况下，其强大的规模效应、供应链效应和管理运营能力会更加凸显。公司将与其他免税运营商形成“一超多强”的免税行业格局，“一超”中免带路，多强紧随，补充遗漏，共同做大做强我国免税市场，促进境外消费回流。

预计公司 2020-2022 年营业收入约为 526 亿元/845 亿元/1250 亿元，同比增速 10%/61%/48%。归母净利约为 61 亿元/101 亿元/138 亿元，同比增速 32%/65%/37%。每股收益为 3.13 元/5.18 元/7.08 元，对应 PE 为 106 /64 /47 倍。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

5. 风险提示

1. 宏观系统性风险，居民消费不达预期。
2. 疫情反复风险，机场国际+地区客流恢复不达预期。
3. 免税政策支持力度不达预期，市内免税政策落地不达预期。
4. 免税行业竞争加剧，盈利不达预期。

表38：公司盈利预测表

利润表					单位:百万元	资产负债表					单位:百万元
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47007.32**	**47966.50**	**52617.64**	**84547.49**	**124966.16**	**流动资产合计**	**19578.0**	**22245.73**	**26063.58**	**38661.78**	**58334.47**
营业成本	**27518.33**	**24272.79**	**29472.78**	**46137.74**	**69315.61**	货币资金	11289.14	11905.95	15398.11	20645.26	30514.92
营业税金及附加	659.36	771.82	846.66	1360.44	2010.81	应收账款	978.57	800.08	986.51	1585.16	2342.96
营业费用	11600.65	14904.08	12102.06	19445.92	28742.22	其他应收款	566.82	875.58	960.48	1543.33	2281.14
管理费用	1601.12	1549.38	1420.68	2282.78	3374.09	预付款项	693.36	381.03	184.00	(124.44)	(587.82)
研发费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	存货	5943.13	8059.77	8075.83	12642.20	18993.16
财务费用	(6.98)	10.69	(60.42)	30.92	360.84	其他流动资产	66.86	180.13	458.59	2370.20	4790.02
资产减值损失	298.31	(378.23)	(260.30)	(113.40)	(113.40)	**非流动资产合计**	7269.37	8441.52	8769.73	8928.96	9001.38
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	**284.33**	**254.69**	**254.69**	**254.69**	**254.69**
投资净收益	50.63	965.28	597.92	597.92	597.92	固定资产	1932.17	1631.76	1554.25	1915.52	2265.85
营业利润	**5426.25**	**7108.61**	**9694.11**	**16001.01**	**21873.93**	无形资产	1202.02	2504.36	2453.92	2308.53	2127.68
营业外收入	25.35	66.37	40.58	40.58	40.58	商誉	822.46	822.46	822.46	822.46	822.46
营业外支出	115.60	14.50	62.88	62.88	62.88	其他非流动资产	1261.03	514.97	0.00	0.00	0.00
利润总额	**5336.00**	**7160.48**	**9671.81**	**15978.71**	**21851.63**	**资产总计**	**26847.43**	**30687.26**	**34833.31**	**47590.74**	**67335.85**
所得税	1400.84	1745.77	2417.95	3994.68	5462.91	**流动负债合计**	**7793.35**	**7961.47**	**7444.70**	**12338.61**	**21329.99**
净利润	**3935.16**	**5414.71**	**7253.86**	**11984.04**	**16388.72**	短期借款	289.05	223.95	0.00	3457.97	10505.95
少数股东损益	840.41	785.72	1136.19	1877.09	2567.01	应付账款	2859.49	3537.47	3628.55	5680.26	8533.80
归属母公司净利润	3094.75	4628.99	6117.67	10106.95	13821.72	预收款项	687.47	104.63	(278.59)	(894.36)	(1804.50)
EBITDA	6806.48	9809.58	9961.63	16376.71	22575.95	一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EPS（元）	**1.59**	**2.37**	**3.13**	**5.18**	**7.08**	**非流动负债合计**	**469.77**	**415.43**	**318.52**	**318.52**	**318.52**
主要财务比率						长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力						**负债合计**	**8263.11**	**8376.90**	**7763.22**	**12657.13**	**21648.52**
营业收入增长	66.21%	2.04%	9.70%	60.68%	47.81%	少数股东权益	2349.01	2420.70	3556.89	5433.98	8000.99
营业利润增长	40.81%	31.00%	36.37%	65.06%	36.70%	实收资本（或股本）	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48
归属于母公司净利润增长	32.16%	65.21%	32.16%	65.21%	36.75%	资本公积	3843.80	3851.89	3851.89	3851.89	3851.89
获利能力						未分配利润	9643.45	12912.10	15080.64	18663.27	23562.68
毛利率(%)	41.46%	49.40%	43.99%	45.43%	44.53%	归属母公司股东权益合计	16235.31	19889.65	23388.61	29375.03	37561.75
净利率(%)	8.37%	11.29%	13.79%	14.17%	13.11%	**负债和所有者权益**	**26847.43**	**30687.26**	**34833.31**	**47590.74**	**67335.85**
总资产净利润(%)	11.53%	15.08%	17.56%	21.24%	20.53%	**现金流量表**					单位:百万元
ROE(%)	19.06%	23.27%	26.16%	34.41%	36.80%		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
偿债能力						**经营活动现金流**	**2722.23**	**2926.03**	**5956.34**	**5829.30**	**8656.18**
资产负债率(%)	30.78%	27.30%	22.29%	26.60%	32.15%	净利润	3935.16	5414.71	7253.86	11984.04	16388.72
流动比率	2.51	2.79	3.50	3.13	2.73	折旧摊销	1387.21	2690.27	0.00	99.39	110.33
速动比率	1.75	1.78	2.42	2.11	1.84	财务费用	(6.98)	10.69	(60.42)	30.92	360.84
营运能力						应付帐款减少	0.00	0.00	(186.43)	(598.64)	(757.80)
总资产周转率	1.97	1.67	1.61	2.05	2.17	预收帐款增加	0.00	0.00	(383.22)	(615.77)	(910.14)
应收账款周转率	48.84	53.94	58.90	65.75	63.63	**投资活动现金流**	**(1905.96)**	**(1098.79)**	**194.14**	**111.32**	**161.32**
应付账款周转率	18.35	15.00	14.69	18.17	17.58	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股指标（元）						长期股权投资减少	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	3.13	5.18	7.08	投资收益	50.63	965.28	597.92	597.92	597.92
每股净现金流(最新摊薄)	-0.17	0.09	1.79	2.69	5.05	**筹资活动现金流**	**(1148.59)**	**(1646.02)**	**(2658.32)**	**(693.47)**	**1052.14**
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.98	15.05	19.24	应付债券增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率						长期借款增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/E	208.84	139.62	105.64	63.95	46.76	普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	39.81	32.49	27.63	22.00	17.21	资本公积增加	1.60	8.09	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	93.34	64.69	63.33	38.41	27.74	**现金净增加额**	**(332.33)**	**181.22**	**3492.16**	**5247.16**	**9869.65**

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上