2021 年 01 月 26 日

证券研究报告•公司研究报告

中国中免（601888）休闲服务

买入（首次）

当前价：308.00 元

目标价：367.50 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

全渠道深化布局，免税龙头规模优势渐成

投资要点

- **推荐逻辑：**1）2020 年离岛免税政策超预期放宽支持下，免税蛋糕持续做大，2020 年海南离岛免税品销售规模达到 274.8 亿元，同比增长 103.7%。公司作为免税行业龙头优先享受行业红利；2）短期来看，公司在疫情后期发力离岛免税补购及线上直邮等线上销售渠道取得良好成效，离岛补购线上平台上线 4 天销售额就突破了 800 万元，线上业务将充分弥补线下客流下降的损失、挖掘潜在消费需求，对短期业绩形成支撑；3）长期来看，免税行业趋于良性竞争，公司作为行业龙头采购的规模壁垒较高，对上游品牌商议价能力较强，伴随线上销售的供应链管理逐渐理顺，公司的免税龙头壁垒有望进一步夯实。

- **规模壁垒突出，盈利增长强劲的免税龙头。**公司实际控制人为国务院国资委。强大的央企背景给公司带来得天独厚的政策优势。2013 年至 2019 年公司营业收入年复合增长率为 18.4%，其中免税业务复合增速达到 40.5%，公司免税业务蓬勃发展支撑公司营业收入保持快速增长。2019 年公司收入 479.7 亿元，同比增长 2%，由于年内剥离子公司国旅总社业务，免税业务占比大幅提升达到 95.5%。专注免税业务后公司盈利能力再度提升，2019 年公司毛利率达到 49.4%（7.9pp），净利率达到 9.7%（+3.1pp）。2020 年公司采取拓宽线上渠道、加强主动营销等手段应对疫情影响，叠加离岛免税政策在下半年超预期放宽，公司单季度盈利能力持续改善，Q1-Q3 净利率分别达到-6.2%，10.8%和 15.1%。

- **免税消费加速回流+政策超预期放宽，龙头优先受益。**中国免税品消费外流现象严重，但近年来免税品境内消费占比逐步提高。世界免税协会数据显示，2019 年，中国免税品消费额约占全球免税品的 40%，销售规模约为全球销售规模的 9.6%（前值 7.5%），远低于消费规模的占比，侧面证明免税品消费外流现象严重；但与 2018 年相比中国免税品销售额占比较快提升，且在疫情影响下消费需求有望加速回流。2020 年 7 月离岛免税政策超预期放宽，购物限额从 5000 元/人逐步放宽至 10 万元/人并取消单件商品 8000 元免税限额规定，带动海南免税商品销售规模大幅增长，2020 年 7-9 月单月同比增速均超过 200%，10-12 月海南进入旅游旺季，在十一黄金周和双十一等购物节营销活动密集推出的背景下，单月免税额仍保持 150%以上的高增长，离岛免税有效吸纳了回流的消费需求，并通过线上消费等多元渠道创造出新的消费场景。

- **一体三翼深化免税布局，规模优势渐成。**1）离岛免税：限额放宽后离岛免税客单价天花板打开，2020 年海南免税消费客单价达到 6128.8 元/人，同比增长 69.4%，公司未来有望凭借线上推出离岛补购政策+线下多业态综合店布局，较快提升客单价水平；2）机场免税：机场免税在各免税渠道中份额最高，2018 年占比达到 73.2%；其中中免系已包揽北上广核心机场的免税经营权。在全国有免税店运营的 65 家机场中占有 58 家。疫情影响下机场店线下客流量大幅下滑，公司推出日上直邮有税业务，充分发挥协同采购的规模优势，有效弥补了线下客流不足的损失；3）市内免税：20 年公司重启 5 家市内免税店抢先布局市内免税，形成了对口岸出境免税店的有效补充，并在全国重点布局城市开展选址调研，尽管公司目前在市内已有的免税门店布局未占有明显优势，但已开始加速扩张步伐，市内免税业务仍具备较大想象空间。

西南证券研究发展中心

分析师：蔡欣

执业证号：S1250517080002

电话：023-67511807

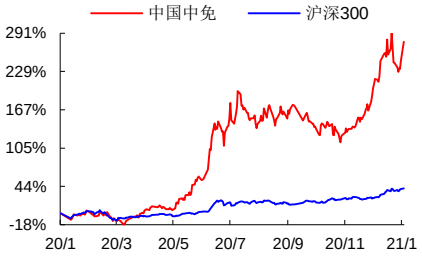
邮箱：cxin@swsc.com.cn

联系人：赵兰亭

电话：023-67511807

邮箱：zhlt@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	19.52
流通 A 股(亿股)	19.52
52 周内股价区间(元)	67.2-319.1
总市值(亿元)	6,013.62
总资产(亿元)	391.41
每股净资产(元)	10.07

相关研究

- **盈利预测与投资建议。**公司作为免税商品销售行业龙头，线上渠道深化布局构成新成长驱动力，长期在规模优势下议价能力优越。预计 2020-2022 年 EPS 分别为 3.17、5.25、7.31 元，未来三年净利润复合增速为 45.5%。考虑到 2020 年政策超预期放宽背景下，公司铺开线上渠道销售额快速提升，且市内免税店已加速布局，增长仍具潜力，给予 2021 年 70 倍 PE，对应目标价 367.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**疫情影响扩大使海南过夜旅客数量下滑，行业竞争加剧，海外疫情加剧、出境游减少使机场免税店收入恢复不及预期。

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47966.50	57943.34	80472.49	111488.00
增长率	2.04%	20.80%	38.88%	38.54%
归属母公司净利润（百万元）	4628.99	6191.79	10246.81	14268.69
增长率	49.58%	33.76%	65.49%	39.25%
每股收益 EPS（元）	2.37	3.17	5.25	7.31
净资产收益率 ROE	24.27%	26.25%	32.21%	33.38%
PE	130	97	59	42
PB	30.23	24.93	18.79	14.19

数据来源：Wind，西南证券

目 录

1 公司概况：规模壁垒突出，盈利增长强劲的免税龙头 1

1.1 国资委控股背景雄厚，全牌照优势奠定免税霸主地位 1

1.2 整合业务专注免税赛道，收购扩张打造超强阵容 2

1.3 龙头规模效应不断凸显，盈利增长进入快车道 3

2 行业分析：免税消费加速回流+政策超预期放宽，龙头优先受益 7

2.1 免税市场规模高增长，境内消费占比提升 7

2.2 免税牌照稀缺壁垒高筑，龙头领先优势稳固 9

2.3 疫情加速免税需求释放，竞争格局优化 11

2.4 政策超预期放宽，支持离岛免税蛋糕做大 11

3 公司分析：一体三翼深化免税布局，规模优势渐成 13

3.1 离岛免税：政策成就增长新动能，有望成为份额最高的免税渠道 13

3.2 机场免税：经营规模扩大，占据头部市场份额 17

3.3 市内免税：前瞻性布局市内免税，长期成长空间充分 19

4 盈利预测与估值 22

4.1 盈利预测 22

4.2 相对估值 22

5 风险提示 23

图 目 录

图 1：公司股权结构 1
图 2：公司发展历程 3
图 3：2013-2020Q3 公司营业收入及增速情况 4
图 4：2013-2020Q3 公司归母净利润及增速情况 4
图 5：2018-2020Q3 公司单季度毛利率及归母净利率情况 4
图 6：2013-2019 年免税业务营收及增速 4
图 7：公司免税业务占比不断提升 5
图 8：2013-2019 免税业务、旅游业务及整体毛利率变化 5
图 9：2013-2020Q3 公司费用率变化 6
图 10：经营活动净现金流稳健 6
图 11：2013-2020Q3 公司摊薄 ROE 变化情况 6
图 12：2013-2020Q3 公司平均 ROE 拆分 6
图 13：免税店九种经营渠道 7
图 14：全球免税业零售渠道分布 7
图 15：免税商品七大品类 8
图 16：2018 年全球免税市场分区域销售额占比 8
图 17：全球免税市场规模及增速 8
图 18：中国免税市场规模及增速 8
图 19：中国消费者奢侈品消费总额占全球市场份额 9
图 20：2018 年各主要国家奢侈品消费总额占全球市场比例 9
图 21：2011-2020 年中国消费者奢侈品消费渠道细分 9
图 22：2011-2020 年中国内地奢侈品市场规模 9
图 23：2019 年国内免税市场份额分布情况 10
图 24：2019 年全球 Top10 免税商销售额排名（亿欧元） 11
图 25：2015-2020 年海南离岛免税品销售规模及增速 12
图 26：2015-2020 年海南离岛免税购物人次及增速 12
图 27：2020 年 7-12 月海南离岛免税品销售规模及增速 13
图 28：2020 年 7-12 月海南离岛免税购物人次及增速 13
图 29：2015-2020 海南免税销售客单价（元/人） 13
图 30：2020 年海南免税销售占全国比例 13
图 31：三亚国际免税城营业收入及增速 14
图 32：三亚国际免税城全年接待顾客人次及进店率 14
图 33：三亚国际免税城进店顾客购物转化率 14
图 34：三亚国际免税城客单价及增速 14
图 35：三亚与海口过夜旅客数量及增速 17
图 36：三亚与海口免税品销售规模对比 17
图 37：2018 年机场免税市场规模占比 18
图 38：北京及上海机场免税店收入规模 18
图 39：上海浦东及虹桥机场旅客吞吐量对比（万人次） 18

图 40：首都机场与大兴机场旅客吞吐量对比（万人次）.....18
图 41：2019 年北上广港四地机场销售收入对比（亿元）.....19
图 42：白云机场与首都/浦东机场旅客吞吐量对比.....19
图 43：韩国市内免税与其他免税渠道市场份额.....20
图 44：韩国免税业销售规模及增速.....20
图 45：公司 2018 年至今 PE/PB Band.....23

表 目 录

表 1：公司高管团队情况.....2
表 2：中国持有免税经营牌照的 10 家公司概况.....10
表 3：海南离岛免税政策梳理.....12
表 4：三亚国际免税城收入规模测算.....15
表 5：海南免税店概况.....16
表 6：公司各机场经营概况.....17
表 7：国内市内免税店政策梳理.....20
表 8：国内市内免税店经营概况.....21
表 9：收入成本拆分.....22
附表：财务预测与估值.....24

1 公司概况：规模壁垒突出，盈利增长强劲的免税龙头

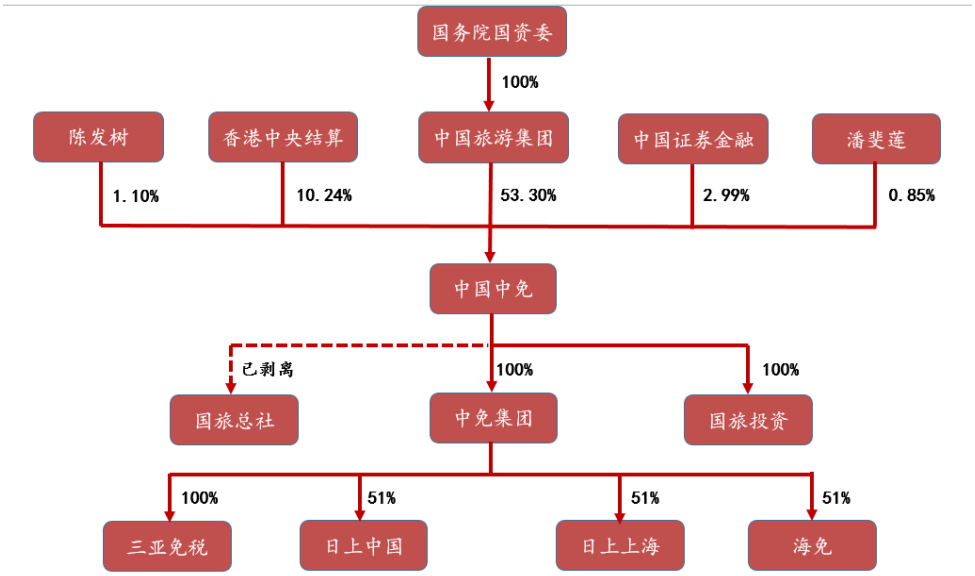
1.1 国资委控股背景雄厚，全牌照优势奠定免税霸主地位

中国旅游集团中免股份有限公司（原中国国旅股份有限公司）为中国旅游集团有限公司控股上市公司，是聚焦于旅游零售业务（免税）的大型股份制企业，由国旅集团于 2008 年以国旅总社和中免公司出资，联合华侨城集团公司共同设立。公司于 2009 年在上海证券交易所 A 股上市。公司所属行业为旅游业，主要从事免税业务和旅游商业综合体开发业务。公司下属全资子公司中免集团是国内最大的免税运营商，从事烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务；子公司国旅投资公司负责旅游目的地商业综合体投资开发业务。

国资委控股背景雄厚，国旅集团助力深耕免税。公司母公司中国旅游集团有限公司是目前中国最大的旅游央企，2016 年由港中旅集团与中国国旅集团合并重组而来，旗下汇聚了港中旅、中国国旅、中国中旅、中国中免等子公司。2019 年 3 月，中国旅游集团将总部从北京迁入海南省海口市，成为首家总部进驻海南的央企，将享受原税率计算基础上将近 40%的税收优惠。国务院国有资产监督管理委员会控股中国旅游集团有限公司 100%的股权，母公司持有公司 53.3%的股份，中国中免的实际控制人为国务院国资委。强大的央企背景给公司带来得天独厚的政策优势，母公司总部进驻海南助力公司深耕海南免税，巩固在免税市场的龙头地位。

剥离整合解决母子公司同业竞争，双方协同效应更加明显。2019 年，公司将旅行社业务剥离给母公司，母公司也将其持有的海免公司 51%股权委托给公司进行管理，解决了母子公司之前同业竞争的问题。公司是中国旅游集团子公司中唯一 A 股上市的公司，在母公司的资源支持下专注免税业务，是目前唯一以免税业务为主业的上市公司。公司的全资子公司中免公司是中国免税行业代表企业，在大品牌供应商中的知名度高，积累了较强的品牌资源。2018 年中免公司收购日上中国、日上上海后，公司在免税行业的品牌优势进一步提升。

图 1：公司股权结构



数据来源：公司年报，西南证券整理

公司的管理团队有在集团长期任职的经验，在市场营销、进出口采购业务、投资管理等重要业务板块都有经验丰富、专业性强的高管负责，整个团队对免税业务都有长期工作经验和深刻了解，这为公司进一步发展免税业务提供雄厚的人才实力基础。

表 1：公司高管团队情况

姓名	职位	年龄	工作经历
彭辉	董事长	57	曾任中免公司市场部干部、国产品部副经理、国产品营销分公司总经理，中免公司总经理助理兼免税品营销中心总经理等职务。现任公司董事长、党委书记。
陈国强	董事、总经理	55	曾任中免公司采购部副经理、业务部副经理，进出口部总经理，酒水营销分公司总经理兼进出口业务分公司总经理，中免欧洲办事处首席代表，香港中权公司采购副总监，中免公司市场部副总监、总监、奥运项目部总监，旅游零售部总监，海棠湾项目组工作组长等职务。现任公司董事、总经理、党委副书记。
薛军	董事	56	曾任国家旅游局资源开发管理处、计划处副处长，中免公司策划发展部总经理、总经理助理。现任公司董事、党委副书记。
张音	董事	44	曾任高盛美国总部投行并购部分析员、MAVERON VENTURES 基金投资经理、APAX PARTNERS 投资经理、OMIDYARNETWORK 基金高级投资经理、HORSLEYBRIDGE PARTNERS 投资总监、WILSHIRE PRIVATE MARKETS 董事总经理、亚太区负责人。现任公司董事，中国旅游集团资本运营部总经理，香港中旅金融投资控股有限公司董事。
常筑军	副总经理	46	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，销售部华北/东北区销售经理，营运部酒水采购经理、高级经理，中免公司香化食品营销部总监，进口烟酒营销部总监，进口烟酒食品营销部总监、中免公司总经理助理等职务。现任公司副总经理、董事会秘书，兼任中免国际总经理。
陈文龙	总会计师	50	曾任中国冶金科工集团公司财务与资产管理部副部长兼资金管理处处长、计划财务部部长，中国冶金科工股份有限公司计划财务部部长，公司副总会计师兼财务管理部总监。现任公司总会计师、党委委员。
王轩	副总经理	51	曾任中国远望（集团）总公司企业管理部副总经理，北京双鹤药业股份公司投资发展部副经理，中免公司总经理助理兼投资管理部总监。现任公司副总经理、党委委员。
赵凤	副总经理	49	曾任中免公司人力资源部主管、烟草酒水营销部总监，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。现任公司副总经理、党委委员。
王延光	副总经理	51	曾任北京大学对外汉语教学中心助教，国旅总社中国公民旅游部高级经理，北京广之旅国际旅行社有限公司常务副总经理，国旅总社出境游总部总监，国旅总社总经理助理，中免公司纪委书记、副总经理、党委委员等职务。现任公司副总经理、党委委员。

数据来源：公司年报，西南证券整理

1.2 整合业务专注免税赛道，收购扩张打造超强阵容

在公司发展初期，传统旅游、免税商品和旅游投资三大业务板块齐头并进，由旗下全资子公司国旅总社、中免集团和国旅投资运营。为优化业务结构，专注免税赛道，公司剥离旅行社业务，陆续收购日上（中国）、日上（上海）和海免，大幅扩张在全国免税市场布局，合计海免收入后，中免市占率将达到 91%，远超国内其他运营商。2020 年 6 月，公司由“中国国旅”更名为“中国中免”，突出免税业务核心价值，成为国内免税行业领军者。

公司发展历程可大致分为三个阶段：

第一阶段（2008-2010）：公司的免税和旅行社业务并重，共同稳步发展。公司成立以来，从事的主要有免税业务、旅行社业务和商业综合体投资开发业务，其中子公司中免集团负责免税板块，经营烟酒、香化等免税商品的批发、零售业务；国旅总社负责旅行社板块，经营出入境旅游、国内旅游、签证服务等；国旅投资公司负责商业综合体投资开发板块，经营旅游项目投资与管理、旅游设施开发与经营、旅游产业研究等。2009 年，公司在 A 股上市，以商品销售（免税）和旅游服务为公司主要业务。

第二阶段（2011-2018）：抓住利好政策布局海南免税，加强收购整合以扩大免税市场份额。2011 年，财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，公司抓住政策利好，在三亚开设市内免税店和建设三亚海棠湾国际免税城，优先占领海南免税发展高地。2014 年，公司在柬埔寨开设首个海外市内免税店，布局海外免税市场。2017 年开始，公司加强免税行业内的收购整合业务，先后收购了日上中国和日上上海 51%的股权，巩固了公司在首都机场、上海机场的免税业务。

第三阶段（2019 至今）：聚焦免税业务升级产业链，突出免税特征并提高品牌辨识度。2019 年以后，公司以免税业务为核心提升价值链，将免税以外的业务剥离整合。为解决公司与控股股东之间的同业竞争问题，专注于免税主业，2019 年，公司将主营旅行社业务的全资子公司国旅总社 100%股权转让给控股股东中国旅游集团有限公司，中国旅游集团也将所持海免公司 51%股权注入中国中免。2020 年 5 月，公司收购控股股东持有的海南省免税品有限公司 51%股权。2020 年 6 月 12 日，公司名称由中国国旅股份有限公司变更为中国旅游集团中免股份有限公司，公司证券简称由“中国国旅”变更为“中国中免”，进一步突出公司免税主业特征，提高公司品牌辨识度。中国中免将以“旅游零售”为延伸升级产业链，进一步打造世界一流的全球化旅游零售运营商。

图 2：公司发展历程



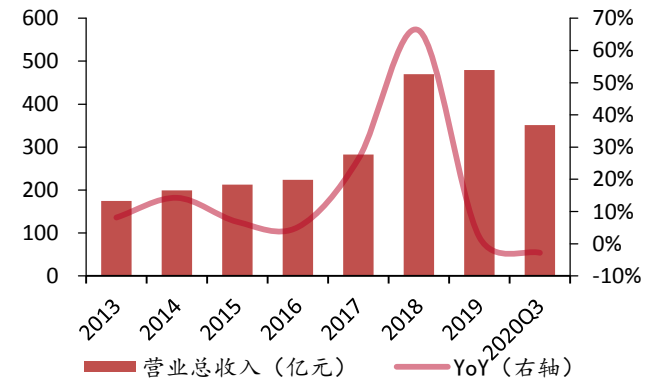
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.3 龙头规模效应不断凸显，盈利增长进入快车道

收入快速爬坡，利润表现亮眼。从 2013 年至 2019 年，公司营业收入年复合增长率为 18.4%，归母净利润年复合增长率为 23.7%，其中免税商品销售收入复合增速达到 40.5%，整体维持较快增长。2019 年公司收入 479.7 亿元，同比增长 2%，相比于 2018 年（+66%）

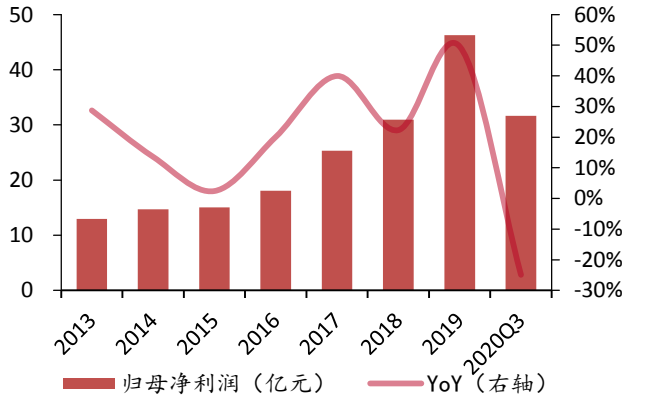
增速大幅下降，主要由于公司在 2019 年剥离子公司国旅总社后，旅游服务板块的收入不计入当年营业收入；但 2019 年归母净利润同比增速达到 49.6%，增速远高于收入增速，主要由于免税业务盈利能力高于旅游服务等其他业务板块，2019 年剥离旅游服务业务、专注于毛利率水平较高的免税品零售市场后公司盈利能力整体改善。

图 3：2013-2020Q3 公司营业收入及增速情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

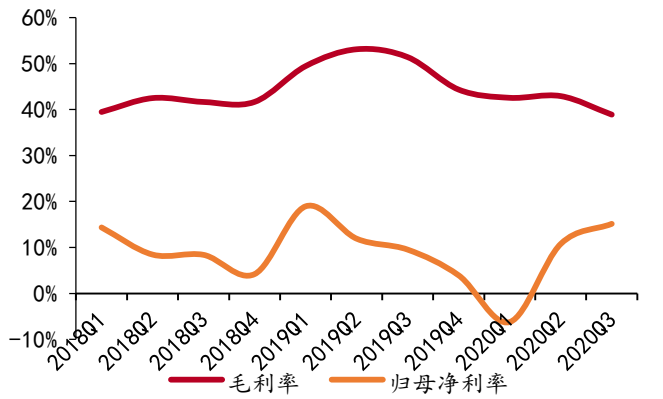
图 4：2013-2020Q3 公司归母净利润及增速情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

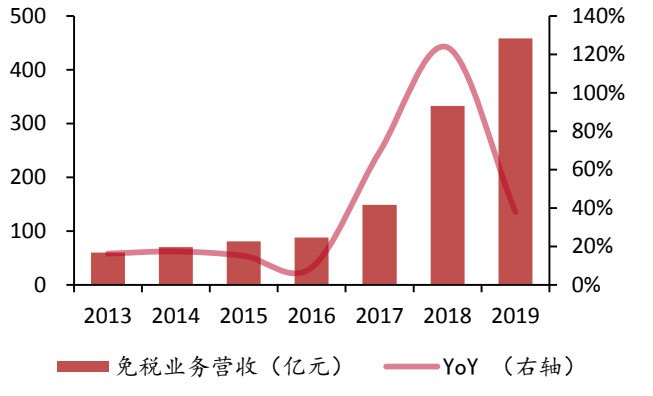
离岛免税持续升温，疫情期间业绩迅速回暖。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，我国国内、出入境旅游市场大幅下滑，旅游景气指数处于较低水平，公司免税业务受到较大冲击。面对不利局面，公司大力发展线上业务，激活离岛免税市场。从单季度收入看，2020 年 Q1、Q2、Q3 收入分别为 76.4 亿元（同比-44.2%）、116.7 亿元（同比+5.4%）、158.3 亿元（同比+39%），收入逐季快速恢复。Q3 归母净利率回升至 15.1%，达到疫情前的正常水平。**业绩迅速回暖的主要原因是：**1）大力发展线上业务，线上直邮销售成为业绩新增长点；2）海南离岛免税购物新政放宽购物限制，离岛免税市场量价齐升，高毛利奢侈品销售拉动利润增长；3）海内外疫情差异加速消费回流，公司开展大规模折扣促销活动拉动消费增长。

图 5：2018-2020Q3 公司单季度毛利率及归母净利率情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 6：2013-2019 年免税业务营收及增速



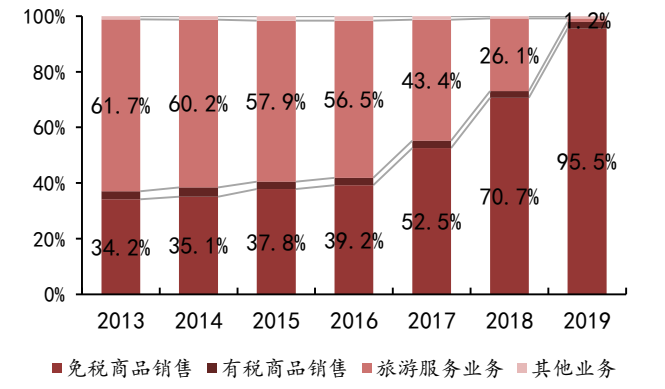
数据来源：公司年报，西南证券整理

聚焦高毛利免税业务，龙头规模优势明显。从业务端看，公司逐步聚焦免税板块，免税业务收入占比呈现大幅提升趋势，2019 年剥离国旅总社后，免税业务占比上升至 95.5%。从 2013 年至 2019 年，公司免税业务营收年复合增长率为 40.5%，公司采取收购并购快速

扩张战略，进一步巩固免税龙头地位。公司免税业务的经营模式为：中免公司统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。免税业务由于中间环节少、流通成本低，因此毛利率较高，公司作为行业龙头，对供应商议价能力强，规模效应显著，能以较低成本采购并获取高毛利。

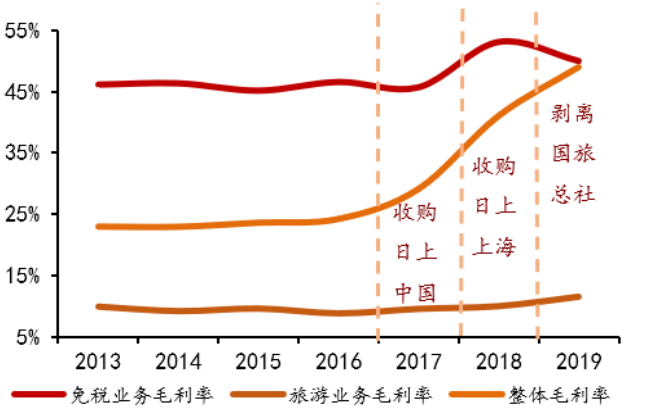
随着高毛利免税业务占比提高，公司整体毛利显著提升。免税业务具有高毛利的特点，公司 2013 年-2016 年免税业务毛利率保持在 45%水平，2017、2018 年分别收购日上中国和日上上海后，公司规模效应和议价能力进一步提升，2019 年免税业务毛利率上升至 50%。旅游服务业务毛利率相对较低，维持在 10%左右。公司整体毛利率从 2013 年的 23.1%攀升至 2019 年的 49.1%，主要由于收购整合后免税业务占比提升，2019 年 1 月剥离负责旅游服务业务的子公司国旅总社后，公司全面聚焦高毛利的免税业务，拉动整体毛利率趋于免税业务毛利率水平。

图 7：公司免税业务占比不断提升



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 8：2013-2019 免税业务、旅游业务及整体毛利率变化

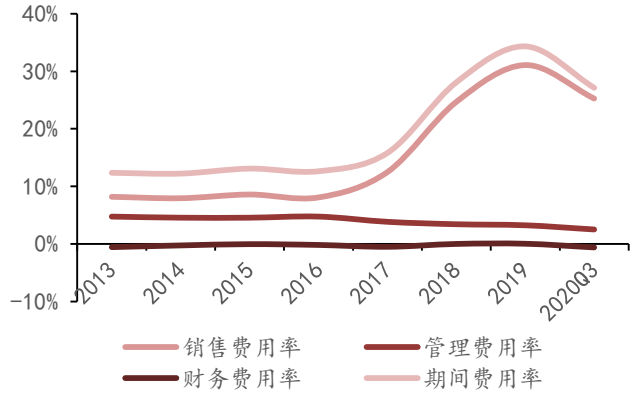


数据来源：公司年报，西南证券整理

2013 年-2016 年，公司期间费用率维持在 12%左右的平稳水平；2017 年-2020 年 Q3，期间费用率从 12.6%陡升至 2019 年的 34.3%，在 2020 年 Q3 回落到 27.1%，主要是由于销售费用率的变化引起的。销售费用率从 2017 年开始呈显著上升趋势，在 2019 年达到 31.1%的峰值，系收购日上中国和日上上海带来的销售费用增量，以及机场免税业务扩展导致高额租赁费的增加所致，2020 年 Q3 销售费用率回落是由于重点机场渠道销售获得租金减免政策，提成的租金费用降低，并且销售费用相对较低的线上直邮补购销售占比扩大。

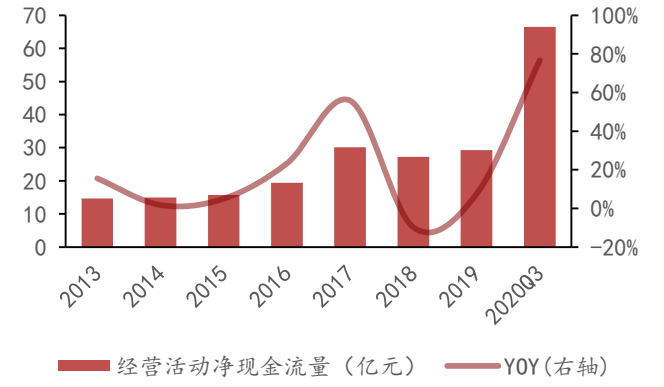
公司现金流情况稳健，受益于高毛利免税业务的快速增长，近年来经营活动净现金流增长较快，2020 年 Q3 升至 66.5 亿元，同比增长 76.7%，主要是本期支付的经营场所租金大幅降低所致。

图 9：2013-2020Q3 公司费用率变化



数据来源：公司年报，西南证券整理

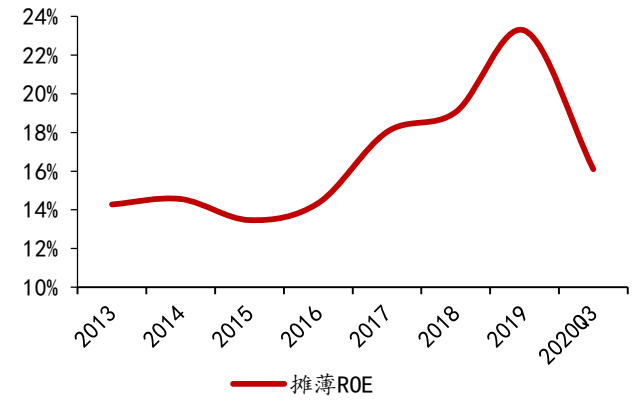
图 10：经营活动净现金流稳健



数据来源：公司年报，西南证券整理

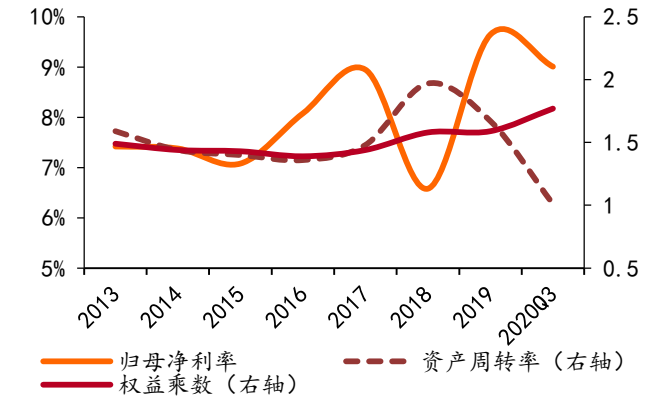
ROE 稳步提升，投资回报可观。公司摊薄 ROE 从 2013 年的 14.3%攀升至 2019 年的 23.3%，2020 年 Q3 受新冠疫情影响回落至 16.1%。拆分平均 ROE 来看，ROE 提升主要由于高盈利免税业务占比提升带动整体净利率提升；权益乘数在 2013 年-2019 年稳定在 1.4-1.6 的区间；资产周转率从 2013 年-2019 年稳步上升至 1.7，主要由于免税业务资产周转率更高，剥离旅游业务后整体资产周转率提升所致。整体来看公司盈利能力较强，随着疫情有效控制后旅游业回暖和离岛免税市场爆发，公司 ROE 有望迅速回升。

图 11：2013-2020Q3 公司摊薄 ROE 变化情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

图 12：2013-2020Q3 公司平均 ROE 拆分



数据来源：公司年报，西南证券整理

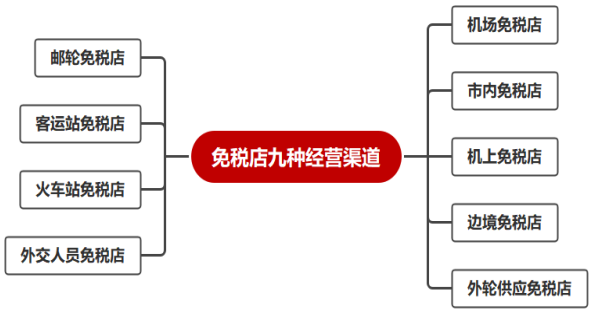
2 行业分析：免税消费加速回流+政策超预期放宽，龙头优先受益

2.1 免税市场规模高增长，境内消费占比提升

免税行业是旅游行业的一个子行业，是各个国家和地区按照相关法律和规定，向国际旅客或特定旅客销售免税商品的旅游零售服务业务。我国免税业务的商业模式是拥有免税经营牌照的公司直接向品牌方采购免税商品后，利用特许经营权销售利润较高的高端商品，免去许多中间环节从而降低中间成本，达到促进消费回流的目的，我国免税行业具有高进入壁垒和高经营壁垒的特点。

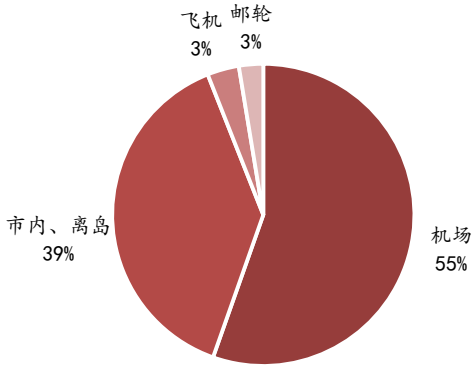
免税店业态包括出入境免税店（含机场免税、市内免税等）和离岛免税两大方面，分别为出入境旅客和离岛旅客提供免税服务。根据销售场所及供应对象的不同，全球常见的免税店分为：机场免税店、机上免税店、边境免税店、外轮供应免税店、客运站免税店、火车站免税店、外交人员免税店、市内免税店、邮轮免税店等九大类型。从全球免税业零售渠道分布来看，机场渠道占比最大，为 55.4%，其次是市内、离岛渠道，占比 38.6%，飞机、邮轮渠道占比分别为 3.4%和 2.6%。

图 13：免税店九种经营渠道



数据来源：公司年报，西南证券整理

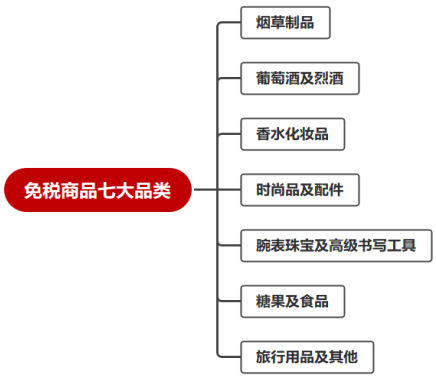
图 14：全球免税业零售渠道分布



数据来源：Generation Research，前瞻产业研究院，西南证券整理

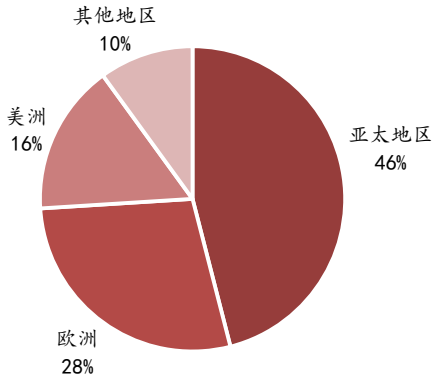
免税店所销售的免税商品是指免征关税、进口环节增值税和消费税的进口商品以及实行退（免）税（增值税、消费税）进入免税店销售的国产商品。免税商品品类主要包括烟草制品、葡萄酒及烈酒、香水化妆品、时尚品及配件、腕表珠宝及高级书写工具、糖果及食品、旅行用品及其他等七大类型。

图 15：免税商品七大品类



数据来源：公司年报，西南证券整理

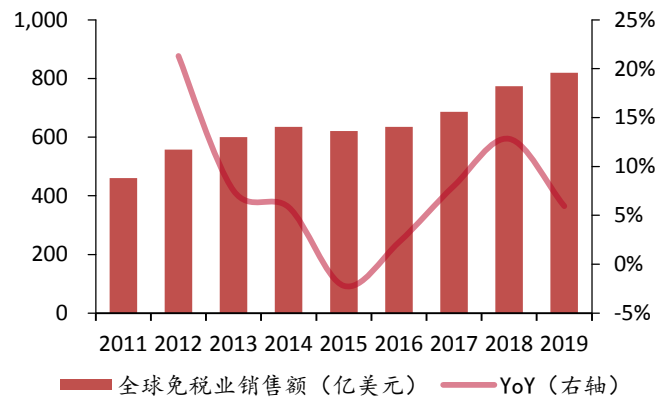
图 16：2018 年全球免税市场分区域销售额占比



数据来源：GenerationResearch，Moodie davitt report，西南证券整理

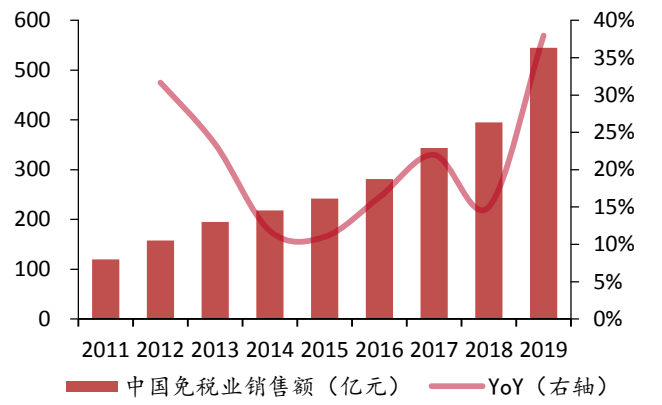
全球免税商品销售规模总体增长平稳，中国免税规模增速超全球平均水平。2011-2019 年全球免税品销售额从 460 亿美元增长至 820 亿美元，年均复合增长率为 7.5%，2015 年同比增长率突减至-2.2%，是由于 MERS 疫情影响下出现的短暂波动。亚太地区是推动全球免税业市场增长的主要力量，销售额及增速领先于其他区域。根据瑞典研究机构 Generation Research 的测算，2019 年，全球免税及旅游零售额将达到 820 亿美元，同比增长 5.9%。目前，全球免税行业主要呈现以下发展趋势：一是行业集中度日益提升；二是中国消费者成为影响全球免税及旅游零售业的核心驱动力；三是香化等品类比重持续提升；四是线上业务和电商重要性日益凸显；五是市内免税店高速增长。

图 17：全球免税市场规模及增速



数据来源：Generation Research，前瞻产业研究院，西南证券整理

图 18：中国免税市场规模及增速



数据来源：Generation Research，前瞻产业研究院，西南证券整理

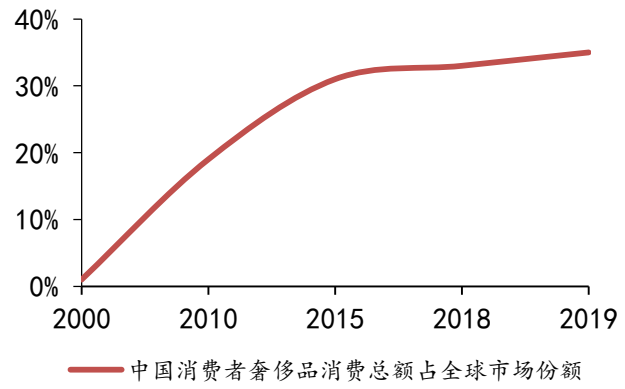
2011-2019 年中国免税业销售规模的从 120 亿元增长至 545 亿元，2019 年同比增速高达 38%，2011 年-2019 年中国免税业年均复合增长率为 20.8%，高于全球免税销售额 7.5%的年复合增速。2020 年在新冠疫情的影响下旅游业持续低迷，全球免税市场尤其是机场渠道收到严重的冲击和挑战，中国疫情的有效控制让国内旅游业回暖速度和规模远超国际市场，随着国家为吸引海外消费回流不断推出利好政策，海南自贸区建设的加速实施带动离岛免税持续放量，中国免税市场未来发展前景广阔。

中国免税品消费外流现象严重，但近年来免税品境内消费占比逐步提高。世界免税协会数据显示，2019 年，中国人消费了全球免税品的 40%，其中境外购买免税品整体规模超 1800

亿元。从免税品销售规模来看，2019 年中国和全球免税品销售额分别为 545 亿元及 820 亿美元，按 1 美元兑 6.8 元，中国免税品销售规模约为全球销售规模的 9.6%（前值 7.5%），远低于消费规模的占比，侧面证明免税品消费外流现象严重；但与 2018 年相比中国免税品销售额占比较快提升，消费需求加速回流。

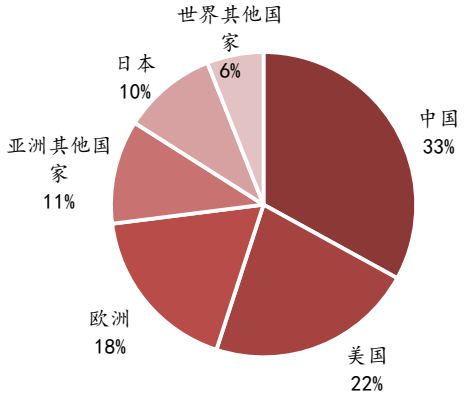
中国消费者是全球奢侈品市场的主力军，消费需求增长动力充分。中国消费者奢侈品消费总额占全球市场份额不断提高，从 2000 年的 1%上升到 2019 年的 35%，2000-2010 年、2010-2015 年和 2015-2019 年的 CAGR 分别为 33%、19%和 3.1%，由高速增长转为稳步增长状态。2018 年全球奢侈品市场消费总额 2600 亿欧元，其中中国消费者占比最大，达到 33%，中国消费者消费能力不断提升，正在成为全球奢侈品市场的中坚力量，预计免税品消费回流后这部分高端消费者有望支撑国内免税销售规模提升。

图 19：中国消费者奢侈品消费总额占全球市场份额



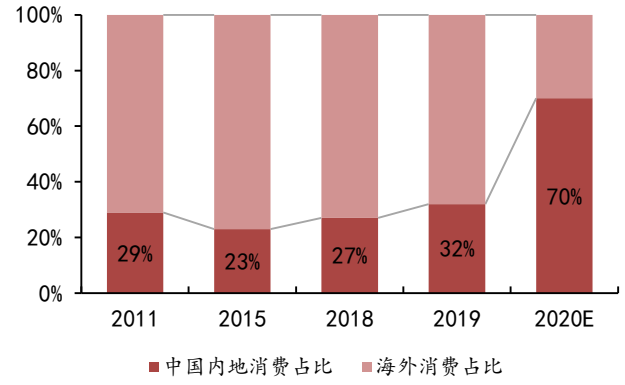
数据来源：贝恩咨询，麦肯锡，西南证券整理

图 20：2018 年各主要国家奢侈品消费总额占全球市场比例



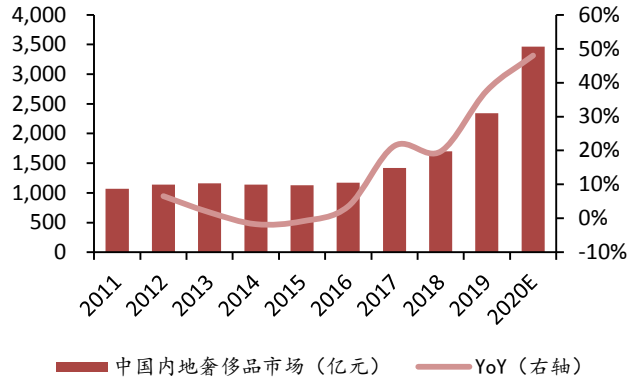
数据来源：贝恩全球奢侈品报告，西南证券整理

图 21：2011-2020 年中国消费者奢侈品消费渠道细分



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

图 22：2011-2020 年中国内地奢侈品市场规模



数据来源：贝恩咨询，西南证券整理

2.2 免税牌照稀缺壁垒高筑，龙头领先优势稳固

免税牌照资源稀缺，全牌照优势奠定免税霸主地位。中国的免税行业实行国家特许经营，国家集中统一管理、发放经营牌照，获得免税品经营资质须经财政部、国税总局、海关总署等部门的审核批准，牌照具有稀缺性，获取难度很大。目前中国仅有十张免税牌照，而中国

中免拥有三张，分别是中免集团、日上免税行、海南免税，渠道优势明显。其他七张为深圳免税、珠海免税、中出服免税、中侨免税、王府井、海旅投和海南发展，这七家公司虽都具有免税牌照，但各自的免税牌照所允许的经营区域并不相同。其中，可以在全国范围内经营免税业务的牌照运营商只有中免和中出服免税。中国中免依托雄厚的央企背景，拥有机场、口岸免税店、离岛免税店、离境市内免税等全方位牌照，并且在机场免税和离岛免税的头部市场占有绝对优势（日上机场免税、海免离岛免税），奠定其在免税行业的绝对龙头地位。

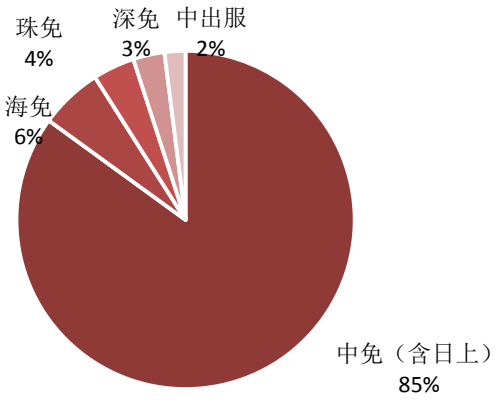
表 2：中国持有免税经营牌照的 10 家公司概况

公司	控股股东	成立时间	牌照性质	经营区域	免税店类型
中免集团	中国中免	1984	全国性	全国、柬埔寨	机场、口岸、市内、离岛、其他免税店
日上免税行	中国中免	1999	机场专营	北京、上海机场免税	机场免税店：首都机场、上海浦东、虹桥机场
海南免税	中国中免	2011	区域性	海南离岛免税	离岛免税店：海南美兰机场、市内免税店：海口
深圳免税	深圳国资委	1980	区域性	深圳、西安、瑞丽、霍尔果斯	口岸免税店：深圳、机场免税店：西安、深圳机场入境店
珠海免税	格力地产	1987	区域性	珠海、天津	口岸免税店、机场免税店：天津机场入境店
中出服免税	国药集团	1983	区域性	全国	市内免税店、机场免税店：大连、重庆机场入境店
中侨免税	中国旅游集团	1991	市内专营	哈尔滨	市内免税店：哈尔滨
海旅投	海南省国资委	2019	离岛专营	海南省	离岛免税店
海南发展	海南省国资委	2005	离岛专营	海南省	离岛免税店
王府井	首旅集团	1955	DFE 预测有望为全牌照		

数据来源：公司官网，中商产业研究院，西南证券整理

我国免税行业呈现一超多强的竞争格局，中免龙头地位稳固。从免税销售额来看，中国中免（含日上）的市场份额最高，市占率达到 85%，海免占比次之，为 6%。2020 年 5 月中国中免收购海免，将海免并表计算后中国中免的市占率将达到 91%，规模优势更加显著。珠免、深免和中出服的市占率分别为 4%、3%和 2%。

图 23：2019 年国内免税市场份额分布情况



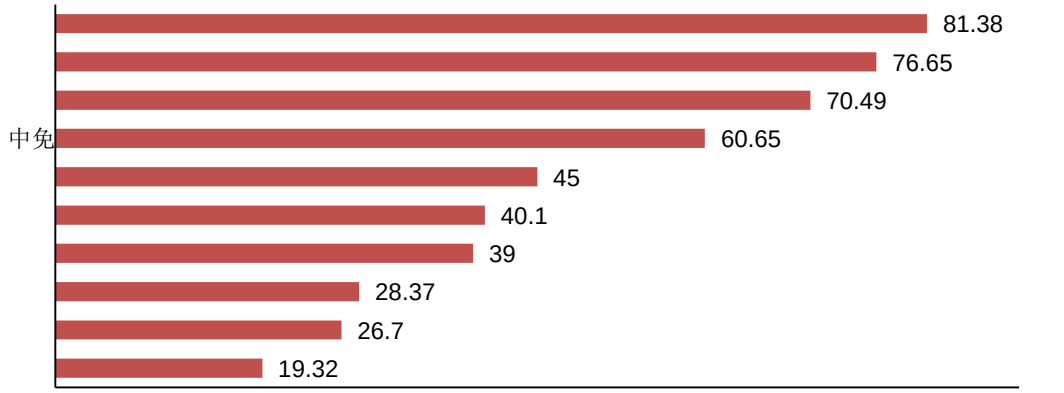
数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

2.3 疫情加速免税需求释放，竞争格局优化

疫情促进消费回流，且长期来看国内免税需求韧性较强。2020 年疫情影响下出境游减少，消费回流带动境内免税消费增长创新高。进一步比较中国消费者奢侈品消费在境内和海外的占比变化，可以发现消费回流的趋势日益显现。根据贝恩咨询发布的《全球奢侈品报告》，从 2011 年至 2019 年，中国境内奢侈品消费占比从 29%上升至 32%，中国内地奢侈品市场规模从 2011 年的 1070 亿元增长至 2019 年的 2340 亿元，2019 年同比增长率达到 27.7%，贝恩咨询预计 2020 年中国个人奢侈品市场增长 48%，市场规模可达 3463.9 亿元。这是由于近年来中国政府不断下调进口关税、加强对灰色市场的管控、奢侈品国内外价差逐渐缩小，导致中国消费者在内地消费的占比不断提升。

疫情之下中免逆势上扬，跃居全球免税龙头地位。2019 年，中国中免的全资子公司中免集团实现销售额 474 亿元，排名稳居全球免税运营商第四位。2020 年上半年，中免集团营收 193.1 亿元（约 28.6 亿美元），而根据免税与旅游零售行业媒体 Moodie Davitt 发布的报告，受疫情影响 2019 年位居免税零售商排名第一的 Dufry，2020H1 营收为 15.9 亿瑞士法郎（约 17.3 亿美元），2019 年份额第二位的 Lotte 的销售额为 12.5 亿美元，中免在 2020H1 跃升至全球免税运营商销售规模榜首。在全球免税市场惨淡经营的背景下，中国中免逆势上扬得益于中国本土免税市场的快速复苏。中国人是全球旅游消费市场的主要客源输出国，在今年的疫情影响下，国内疫情有效控制而国外疫情持续恶化，出入境客流量急剧下降，出境旅游减少带动消费回流，随着海南离岛免税的爆发，中国本土的奢侈品免税消费市场快速兴起。疫情影响下消费回流带动中免销售额在全球排名进一步上升。

图 24：2019 年全球 Top10 免税商销售额排名（亿欧元）



数据来源：Moodie Davitt Report，西南证券整理

2.4 政策超预期放宽，支持离岛免税蛋糕做大

2011 年 3 月 23 日，海关总署制定了《中华人民共和国海关对海南省旅客免税购物监管暂行办法》，规定自 2011 年 4 月 20 日起，海南省开始试点执行离岛免税政策，标志我国离岛免税政策正式落地。从离岛免税政策实施至今免税政策进经历 9 次调整，在购物额度、次数、商品品类等方面逐步放宽购物限制，释放离岛免税市场消费潜力。从 2011 年到 2020 年，离岛免税购物限额从 5000 元/人逐步放宽至 10 万元/人，取消单件商品 8000 元免税限

额规定；免税商品品类从 18 种扩大到 45 种，非岛内居民旅客购物次数从 2 次/年放宽至无限次，购买及提货渠道也更加多元和便捷。

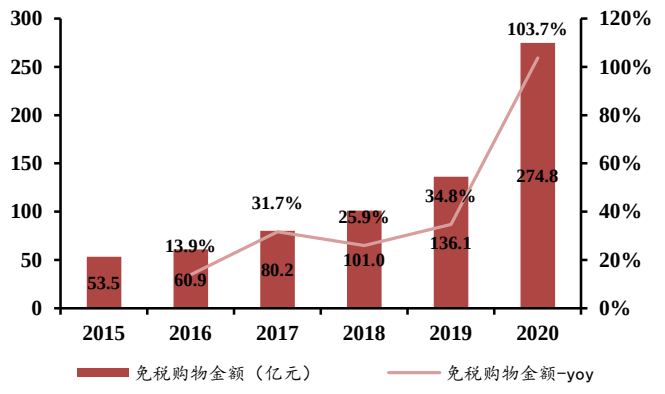
表 3：海南离岛免税政策梳理

实施日期	适用对象	购物限额	购物次数	可购品种及数量	购买及提货渠道
2016.02.01		16000 元/人	非岛内居民旅客：不限次，岛内居民旅客：1 次/年		增加三亚海棠湾免税店和美兰机场店的网上销售窗口
2017.01.15	扩大至年满 16 岁铁路离岛旅客				增加海口火车站提货渠道
2018.12.01		30000 元/人	非岛内居民旅客：不限次，岛内居民旅客：不限次	家用医疗器械部分子项增加：助听器、矫形固定器、视力训练仪等，各子项目可够 2 件	2018 年 4 月增加博鳌机场提货点
2018.12.29	扩大至年满 16 岁乘坐轮船的离岛旅客				增加新海港、秀英港提货点
2020.06.01		100000 元/人		取消单件商品 8000 元免税限额规定；由 38 种增加至 45 种免税商品，增加电子消费产品、酒类等 7 类免税商品；化妆品（30）、手机（4）、酒类不超过 1.5 升，其他商品不限数量	海口美兰机场店、海口日月广场店、琼海博鳌免税店、三亚海棠湾免税店

数据来源：海关总署，财政部，西南证券整理

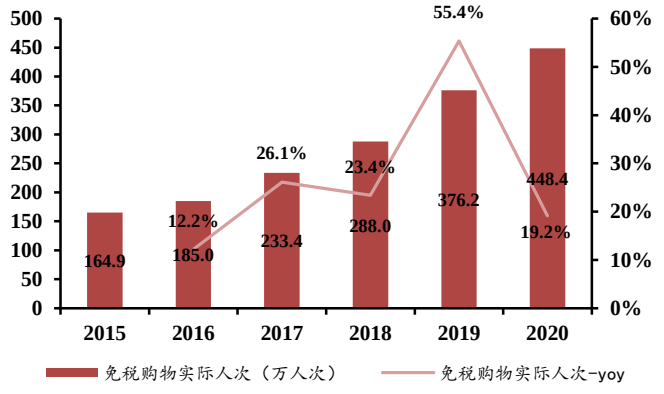
离岛免税新政实施以来，海南免税品销售规模及购物人次快速增长。据海口海关统计，2020 年海南离岛免税品销售规模达到 274.8 亿元，同比增长 103.7%；海南离岛免税购物人次达到 448.4 亿人，同比增长 19.2%。从单月销售额来看，2020 年 7 月后增长尤其明显，7-9 月单月同比增速均超过 200%，10-12 月在海南进入旅游旺季及十一黄金周和双十一等购物节营销活动密集推出的背景下，单月免税额仍保持 150%以上的高增长。从客单价来看，单件商品消费限额取消后海南免税消费客单价快速提升，2020 年达到 6128.8 元/人，同比增长 69.4%。

图 25：2015-2020 年海南离岛免税品销售规模及增速



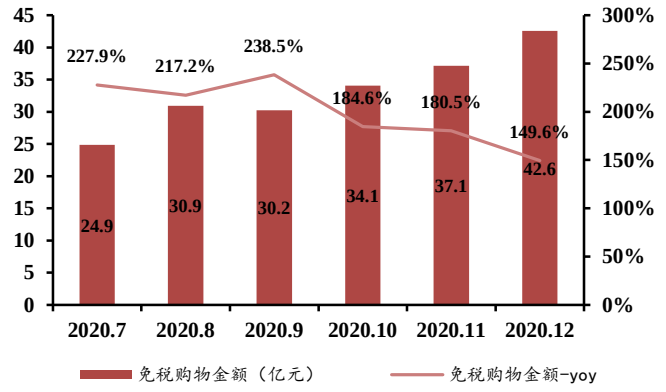
数据来源：海南省财政厅，海口海关，西南证券整理

图 26：2015-2020 年海南离岛免税购物人次及增速



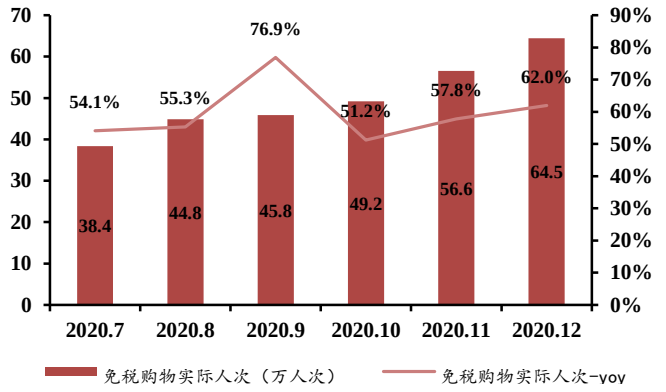
数据来源：海南省财政厅，海口海关，西南证券整理

图 27：2020 年 7-12 月海南离岛免税品销售规模及增速



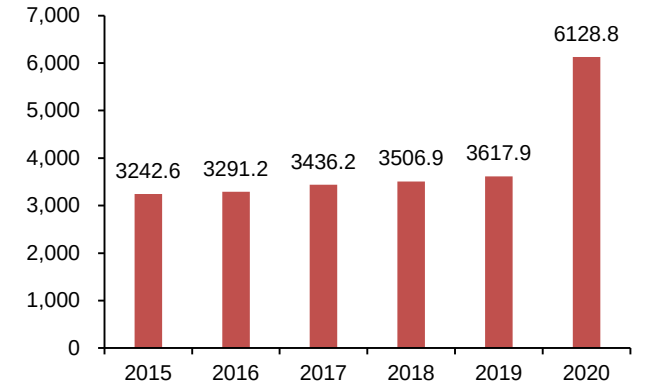
数据来源：海口海关，西南证券整理

图 28：2020 年 7-12 月海南离岛免税购物人次及增速



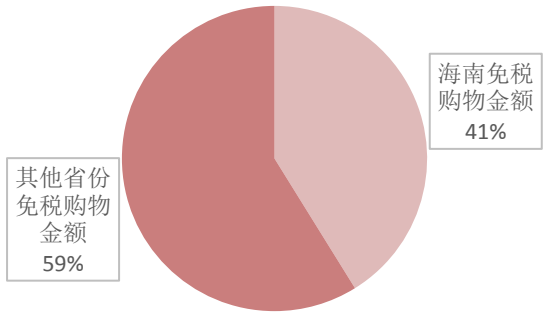
数据来源：海口海关，西南证券整理

图 29：2015-2020 海南免税销售客单价（元/人）



数据来源：海南省财政厅，前瞻产业研究院，西南证券整理

图 30：2020 年海南免税销售占全国比例



数据来源：海口海关，前瞻产业研究院，西南证券整理

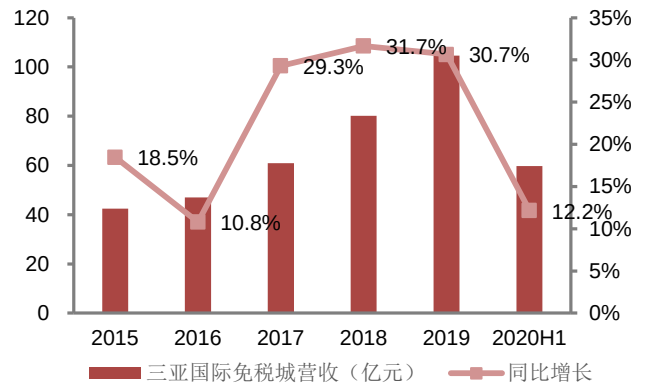
3 公司分析：一体三翼深化免税布局，规模优势渐成

3.1 离岛免税：政策成就增长新动能，有望成为份额最高的免税渠道

3.1.1 三亚国际免税城：打造免税生态标杆，虹吸效应初显

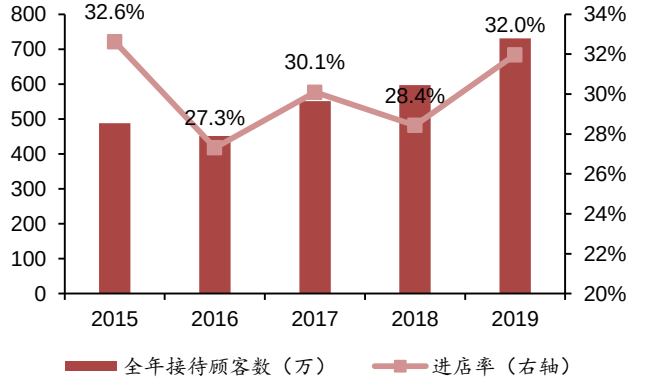
最大规模单体免税店打造行业标杆，成为公司营业收入支柱。三亚海棠湾免税购物中心于 2014 年 9 月 1 日开业，为全球规模最大的单体免税店，三亚海棠湾免税购物中心总建筑面积约 12 万平方米，商业面积达 7.2 万平方米。除了路易威登、普拉达、乔治阿玛尼等 300 多个国际顶级品牌入驻外，还融入户外运动、美食、儿童乐园等娱乐休闲区域，形成多业态融合的免税购物生态。2015-2019 年三亚国际免税城逐渐成长为公司主要收入来源，2019 年占公司总收入比例达到 22%。伴随疫情缓和及政策红利持续释放，公司通过营销活动常态化快速扩大三亚国际免税城的影响力，吸引回流的消费需求，线下客流逆势增长。2020 年上半年三亚国际免税城收入达到 59.8 亿元，占公司总收入比例扩大为 31%，同比增长 12.2%，在疫情影响下仍保持了较快增长态势。

图 31：三亚国际免税城营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 32：三亚国际免税城全年接待顾客人次及进店率

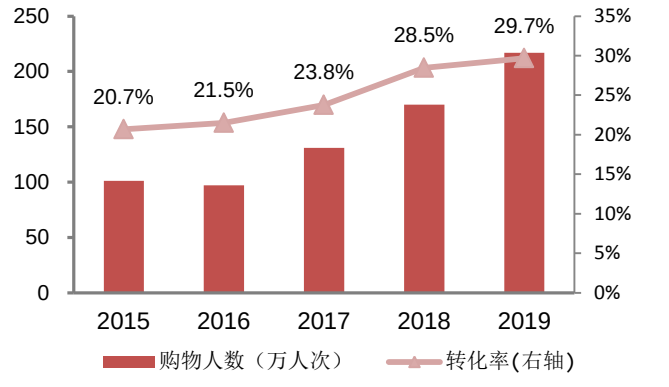


数据来源：公司公告，Wind，西南证券整理

拆分三亚国际免税城的收入增长要素，我们认为在多业态融合建设及强营销策略催化下，三亚国际免税城的购物转化率较快提升，进店率和客单价仍有较大提升空间。**2020 年伴随公司主动营销的持续投入、三亚国际免税城二期投入使用及免税消费限额提升，三亚国际免税城的多元消费业态进一步成熟，进店率和客单价的成长空间持续释放。**预计在政策支持下三亚国际免税店有望在全岛形成示范作用，未来有望与公司托管的海免旗下市内免税店及机场店形成协同，吸引更多国际品牌进驻并提升消费流量。

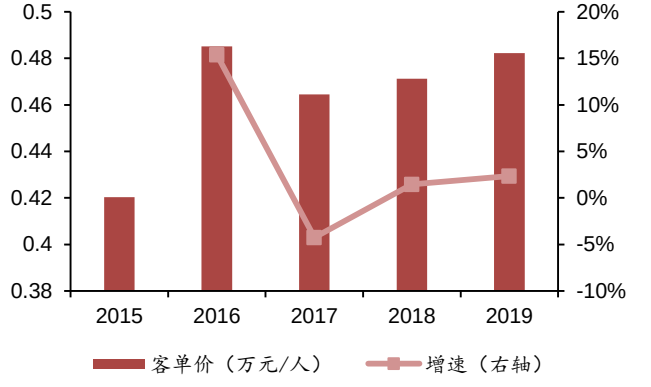
进店率：营销活动常态化，与大品牌合作引流。2014 年 9 月 1 日三亚市内免税店整体搬迁至国家海岸海棠湾后，在接待能力、品牌阵容、业态种类等诸多方面强势升级。一方面经营面积扩大提升了游客接纳能力，减少顾客在各门店拥挤排队带来的不良体验；另一方面引进新品牌、改造品牌店面及营销活动常态化等手段使三亚国际免税城的知名度逐渐提升。按照三亚国际免税城接待顾客人次/三亚接待过夜游客人数计算，三亚国际免税城 2019 年进店率达到 32%，预计 20 年起在政策超预期放宽的背景下进店率将较快提升。

图 33：三亚国际免税城进店顾客购物转化率



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 34：三亚国际免税城客单价及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

转化率：打造舒适便捷的购物体验，延长消费者滞留时间。2015-2019 年通过开展多种形式的营销活动、完善会员系统建设，不断提升顾客的购物体验和消费粘性，转化率持续提升。按照实际购物人数/接待顾客人次计算，三亚国际免税城 2015-2019 年转化率从 20.7%提升至 29.7%。此外，三亚国际免税城二期于 2019 年底正式营业，经营领域以精品购物、

休闲娱乐、餐饮美食、生鲜市集等有税业务为主，与一期免税业务形成补充，打造了以旅游购物为目的的休闲度假商业综合体。餐饮娱乐等休闲业态有效延长了消费者滞留时间，从而提高店内消费的频率，购物转化率有望进一步提升。

客单价：消费限额提升与离岛补购等促销活动推动客单价提升。2015-2019 年三亚国际免税城客单价缓慢增长，按照免税城收入/实际购物人数计算，2019 年客单价约为 4800 元，高于全岛平均客单价水平，同比增长 2.4%。客单价的增长缓慢主要受免税消费限额及免税店经营品种、款式限制。2020 年 6 月离岛旅客每年每人免税购物额度由 3 万元上调为 10 万元人民币，取消单件商品 8000 元消费限额，充分激活消费潜力；此外，公司于 2020 年 4 月推出离岛补购政策，已经离岛的旅客在 180 天内可将尚未使用完的离岛免税额度在线上补购平台继续选购，方便已进店但未能选购到合适商品或出行时间不足的旅客充分利用免税额度，离岛补购线上平台上线 4 天销售额就突破了 800 万元。离岛补购与进店消费形成良好补充，有望充分挖掘离岛旅客消费需求，带动客单价迎来较快增长。

表 4：三亚国际免税城收入规模测算

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	6084.0	8010.0	10465.0	19015.2	25468.9	33952.3
yoy	29.3%	31.7%	30.7%	81.7%	33.9%	33.3%
三亚接待过夜旅客人数	1831	2100	2287	1601	2081	2497
yoy	10.9%	14.7%	8.9%	-30%	30%	20%
进店率	30.1%	28.4%	32.0%	40%	36%	37%
全年接待顾客数（万）	551	597	731	640	749	924
转化率	23.8%	28.5%	29.7%	33%	34%	35%
购物人数（万）	131	170	217	211	255	323
客单价（元/人）	4644.27	4711.76	4822.58	9000	10000	10500

数据来源：公司公告、西南证券

3.1.2 收购海免巩固离岛免税优势地位，规模优势扩大

离岛免税进入良性竞争阶段，中免系仍占据主导地位。2020 年 5 月公司收购海免 51%股权，其旗下目前已拥有的美兰机场免税店、海口市内免税店、琼海博鳌市内免税店等免税店由公司托管。收购海免后，中免系在离岛免税市场市占率优势进一步稳固，并通过统一采购扩大规模优势。目前海南正在运营或即将交付使用的免税店共有 10 家，中免及中免托管的海免旗下免税店共有 6 家，销售规模占据绝对优势；10 家免税店中 6 家于 2020 年 12 月至春节前新开，新行业参与者加速入局，海南离岛免税购物市场进入良性竞争阶段，长期来看有助于海南离岛免税产业的健康发展，共同做大离岛免税蛋糕。对消费者而言，更多的免税店意味着更多的购物选择，商品品类更加丰富，购物体验有望提升。

表 5：海南免税店概况

免税店	所属公司	地理位置	销售规模（亿元，2019）	主营产品
三亚国际免税城	中免	三亚市海棠湾区海棠北路 118 号	104.65	近 300 个国际知名品牌，涵盖了香水化妆品、服装服饰、皮具箱包、手表首饰、食品百货等众多品类，商品数量多达数十万种
美兰机场免税店	海免，中免控股 51%	海口市美兰国际机场候机楼隔离区内 17 号-20 号登机口周围	23.11	共经营 38 类免税商品，以化妆品、香水、手表、箱包、服装服饰、太阳镜、糖果等产品为主，汇聚葆蝶家、范思哲、爱马仕、古驰、普拉达、欧米茄等 300 多个国际知名品牌
海口日月广场免税店	海免，中免控股 51%	海口市日月广场西区射手座 L 层、双子座 1+2 层	约 8.1	香水、化妆品、箱包、手表、首饰、服饰食品等免税商品，引进了雅诗兰黛、香奈儿、纪梵希、万宝龙等国际知名品牌
博鳌市内免税店	海免，中免控股 51%	琼海市远洋大道博鳌亚洲论坛永久会址景区内	约 0.7	香水、化妆品、箱包、手表、首饰、食品等 38 大类免税商品，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、SK-II、资生堂等近两百个国际知名品牌
三亚凤凰机场免税店	中免	三亚市凤凰路凤凰国际机场 T1 航站楼西扩（206-208 登机口）	2020 年 12 月 30 日营业	化妆品、香水、太阳镜、手表、箱包、进口酒类等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、迪奥、兰蔻、海蓝之谜等国际知名品牌
三亚海旅免税城	海旅投	三亚市吉阳区迎宾路303号	2020 年 12 月 30 日营业	经营近 350 个国际知名品牌，涵盖手表、首饰、箱包、香水、化妆品、电子产品、进口酒等 45 大类免税商品
三亚国际免税购物公园	中服，国药集团旗下	三亚市解放一路 16 号鸿洲广场	2020 年 12 月 30 日营业	商品涵盖国际知名品牌的香水化妆品、珠宝首饰、箱包皮具、服装服饰、手表钟表、酒类、3C 数码、运动户外、大健康等品类，以国药健康产品为特色开辟免税新品类
美兰机场(二期)免税店	中免	海口市美兰国际机场新建 T2 航站楼	预计 2021 年开业	目前已引进 548 个国际知名品牌商家
海口全球精品免税城	海发控	海口市日月广场东区的水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层	预计 2021 年春节前、6 月、9 月分批开业	Dufry 作为核心品类供货服务商，一期已有 252 家品牌确定入驻，全店将超过 350 家品牌入驻，包含香化、酒水、轻奢箱包、太阳镜数码电子产品等，已有海蓝之谜、古驰、爱马仕、轩尼诗干邑等国际知名品牌入驻
海口观澜湖免税店	深免、DFS 集团	海口市观澜湖旅游度假区	预计 2021 年 1 月底开业	依托深圳免税集团的全球免税商品直接采购渠道，涵盖商品类型有国际酒类、名表、珠宝首饰、箱包皮具、美妆香化、时装配饰，以及智能手机等高科技电子产品及其它精品等，近两万种商品

数据来源：公司公告，西南证券整理

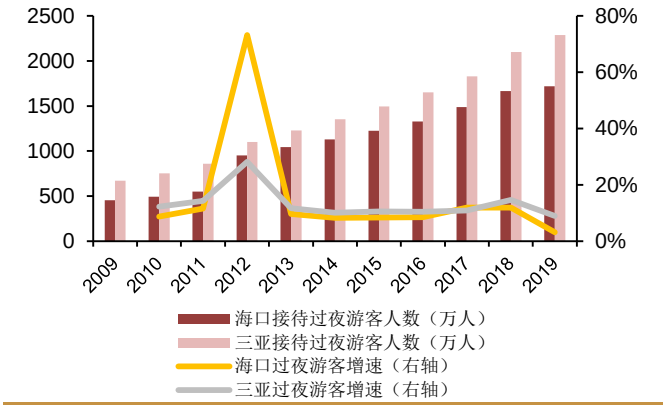
3.1.3 海口国际免税城：开辟海口新市场，有望延续三亚免税城成长路径

海口旅客数量增速稳健，免税需求增长潜力较大。2019 年海口接待的过夜旅客数量约为 1717.6 万，约为三亚过夜旅客的 75%，历年增速基本与三亚保持一致的稳健增长态势。但从免税商品销售规模来看，2019 年海口免税商品销售规模约为 33.2 亿元，仅为三亚免税商品销售规模（以三亚国际免税城销售规模计算）的 32.6%，增长空间依然可观。

海口国际免税城已于 20 年底封顶，有望复制三亚国际免税城的增长曲线。海口市国际免税城项目规划总建筑面积约 92.6 万平方米，其免税商业中心总建筑面积 29 万平方米，2022 年 6 月 30 日投入使用后预计营业面积是三亚免税城的 2 倍。海口国际免税城所处位置在港口离岛游客必经之地，可 20 分钟抵达海口核心生活圈，同时毗邻旅游产业及中心总部经济区，可同时承接面向岛内与岛外的服务职能，具备明显的地理优势。根据三亚国际免税

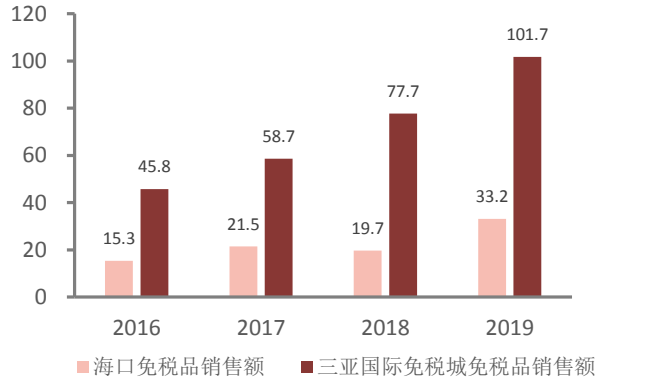
城迁址并扩大营业面积后打开业绩天花板的成功经验，预计海口国际免税城建成之后有望复制三亚国际免税城的成长路径，与海口美兰机场形成共振，收入弹性较大。

图 35：三亚与海口过夜旅客数量及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

图 36：三亚与海口免税品销售规模对比



数据来源：公司公告、海南海关，西南证券整理

3.2 机场免税：经营规模扩大，占据头部市场份额

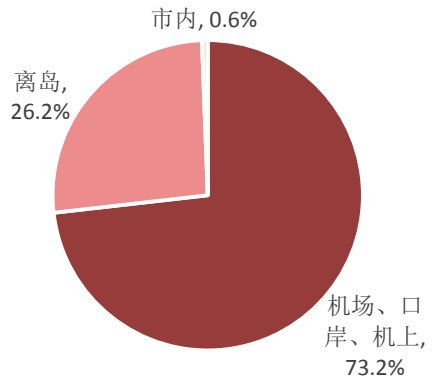
机场免税份额最高，中免系占据绝大部分头部市场。机场免税的市场规模在各免税渠道中占比最高，2018 年占比达到 73.2%。伴随公司先后收购日上中国和日上上海，及首都机场、大兴机场、虹桥机场及浦东机场免税店项目先后中标，中免系已包揽北上广核心机场的免税经营权。在全国免税店运营的 65 家机场中，中免系运营其中的 58 家（截至 2021 年 1 月），市场份额位居第一，且在客流量更大、国际航班吞吐量更大的头部机场市场中占绝对优势。

表 6：公司各机场经营概况

机场	中标标段	面积（平方米）	经营期	年保底经营费	销售额提取比例	提取方式
首都机场	T2 航站楼	3602.65	经营区域交付之日起 8 年	8.3 亿元（首年），其余每年根据实际浮动	47.5%	合同年保底经营费与销售额提取比例两者取高
	T3 航站楼	11400.15		22 亿元（首年），其余每年根据实际浮动	43.5%	
大兴机场	烟酒、食品标段	1666	经营区域交付之日起 10 年	2.3 亿元（年）	均为 49%	保底经营费与实际销售额提成两者孰高额计算
	香化、精品标段	3467.4		4.16 亿元（年）	香化：46%，精品：20%	
上海虹桥			2019.1.1-2025.12.31	20.71 亿元（合同期）	42.5%	实际销售提成和保底销售提成两者取高
上海浦东	T1 航站楼	3286.3	2022.1.1-2025.12.31	410 亿元（合同期）	42.5%	实际销售提成和保底销售提成两者取高
	T2 航站楼	4567.07	2019.1.1-2025.12.31			
	S1、S2 卫星厅	9062	启用日-2025.12.31			
香港机场	免税烟草酒水等		2017.7.11-2024.9.30			

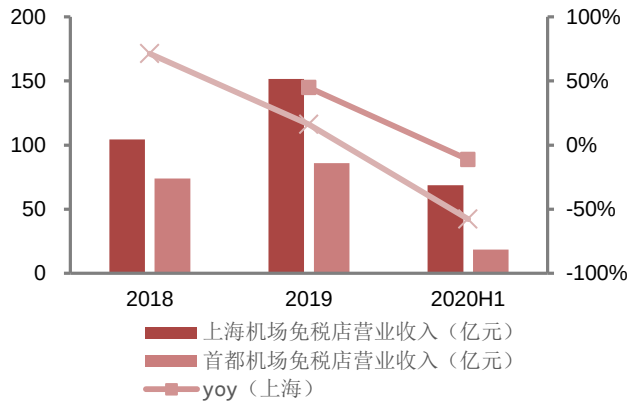
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 37：2018 年机场免税市场规模占比



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 38：北京及上海机场免税店收入规模

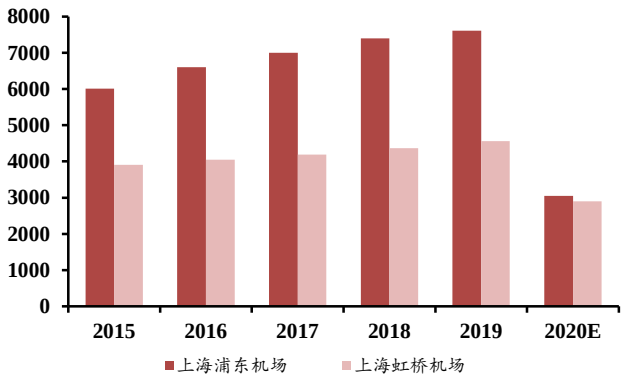


数据来源：公司公告，西南证券整理

北京&上海机场：营业面积扩大，收入进入快速扩张区间。2017 年公司相继收购日上中国、日上上海后，机场经营面积大幅增长。其中仅上海浦东国际机场免税店单个项目就扩大了接近 1.7 万平方米的经营面积，商业店铺及客流容纳能力均大幅提升。2019 年 9 月浦东机场卫星厅投入使用，其免税商业规模是航站楼的 1.7 倍，面积近 1 万平方米，浦东机场单机场免税规模因此跃升为境内第一。公司同时有针对性地推出新营销策略，价格力争实现“亚太机场免税店最佳价格”，提升旅游消费吸引力。2019 年上海机场免税店（含浦东国际机场和虹桥机场免税店）实现营业收入 151.5 亿元，同比增长 45%，在强营销策略与经营面积扩大的双向拉动下收入快速释放。

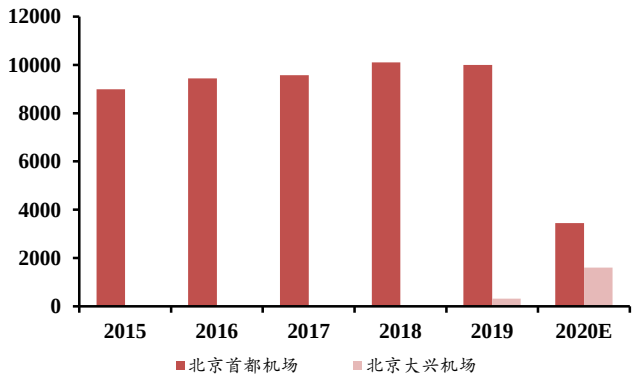
此外，大兴机场的消费潜力仍未完全释放。2019 年 9 月大兴机场首次通航以来，大兴机场的旅客吞吐量快速增长，2020 年上半年在疫情影响下依然达到 1600 万，约为首都机场的一半左右。国际机场协会(ACI)数据显示，北京大兴机场定位为大型国际航空枢纽，到 2025 年规划旅客吞吐量可达到 7200 万人，预计伴随疫情缓解后大兴机场旅客数量逐渐达到建设目标，大兴机场的免税收入规模仍有较大成长弹性。2019 年首都机场免税店（含 T2、T3 航站楼和大兴机场免税店）实现营业收入 85.9 亿元，同比增长 16.3%，收入规模增长较快。

图 39：上海浦东及虹桥机场旅客吞吐量对比（万人次）



数据来源：中国民用航空局、民航资源网，西南证券整理

图 40：首都机场与大兴机场旅客吞吐量对比（万人次）

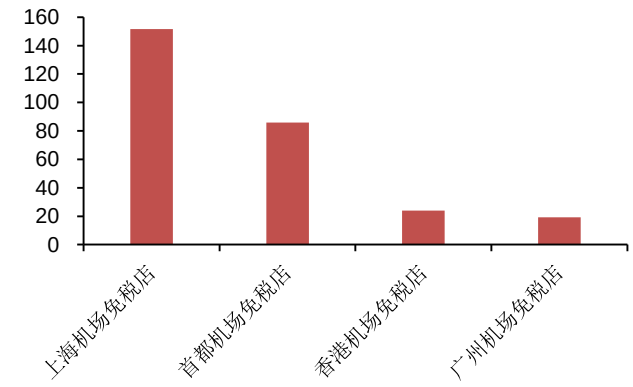


数据来源：中国民用航空局、民航资源网，西南证券整理

开放直邮缓冲疫情冲击，消费场景进一步拓宽。2020 年上半年受疫情影响机场旅客流量大幅下滑，4 月起为应对机场客流缩减，日上上海逐步开放直邮业务。消费者参与线上直邮购买日上商品主要有两种形式，通过成为日上免税会员或通过购买优选券获得购买权力，而优选券在不同平台的售价在 100-300 元不等，且不需要入境机票等证明，消费群体相对于机场免税店的目标群体更加广泛。尽管直邮属于有税业务，但由于与免税商品采用一体化供应体系，享受采购规模优势，且没有机场的固定扣点及人工等费用，净利率相对于机场店更为可观。客单价方面，由于优选券有一定门槛，消费者往往会更充分利用免税额度，客单价更高。目前来看线上直邮不仅缓冲了疫情带来的机场客流下降的影响，而且进一步拓宽消费场景，挖掘了潜在的消费需求。预计直邮业务开放后单月销售额可保持 15-20 亿元的规模，已超过上海机场免税点平均单月销售额的最高水平，将成为机场业务的有效补充。

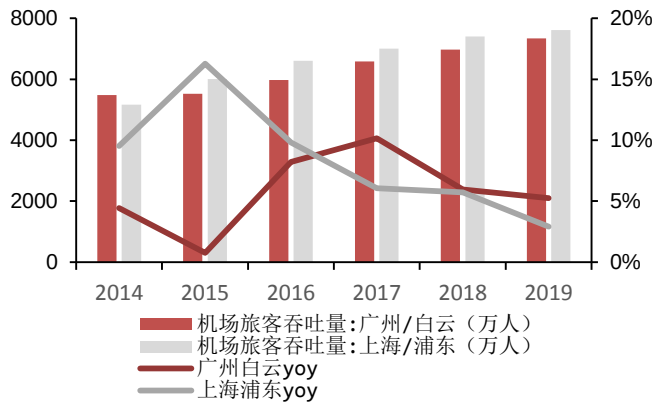
广州机场：新店进入增长期，对标北上机场规模尚小弹性较大。2018 年广州机场 T2 出境店、进境店顺利开业后，广州机场销售额逐渐进入快速增长期，2019 年广州机场免税店实现营业收入 19.2 亿元，同比增长 117.5%。对标上海浦东机场来看，广州机场的旅客吞吐量接近浦东机场，2019 年已超过 7300 万人次，且近年旅客吞吐量增速高于浦东机场，预计伴随疫情后广州机场客流量恢复增长及新店培育期过后，广州机场免税店有望逐渐进入放量期。

图 41：2019 年北上广港四地机场销售收入对比（亿元）



数据来源：中国民用航空局、民航资源网，西南证券整理

图 42：白云机场与首都/浦东机场旅客吞吐量对比

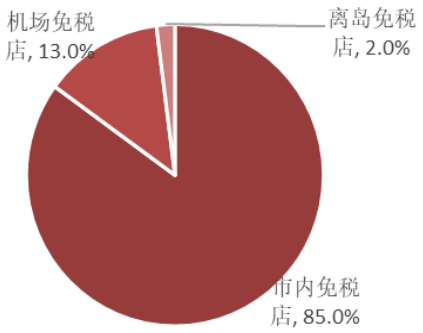


数据来源：中国民用航空局、民航资源网，西南证券整理

3.3 市内免税：前瞻性布局市内免税，长期成长空间充分

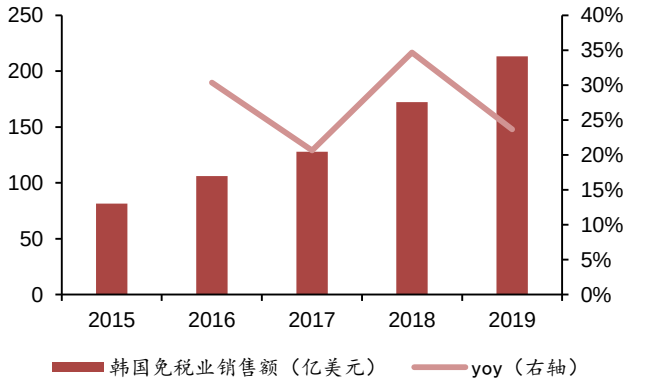
市内免税规模天花板高，长期增长动力强劲。市内免税店由于地理位置优越，游客进店率更高，营销宣传难度小；且市内免税店店租成本和运营费用更低，因此尽管进店客户的转化率较低，但相比于扣点率较高的机场店盈利能力更强。对标免税行业发达的韩国来看，韩国市内免税市场规模已经超过机场免税，成为份额最高的免税渠道，2019 年市内免税店的份额占比达到 85%，长期来看市内免税店销售规模天花板相对于机场免税店更高。

图 43：韩国市内免税与其他免税渠道市场份额



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

图 44：韩国免税业销售规模及增速



数据来源：前瞻产业研究院，西南证券整理

市内免税政策渐近，抢先布局 5 家市内店打开想象空间。2020 年 3 月和 9 月市内免税相关政策相继出台，政策提出优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策，长期来看市内免税店在政策支持下有望快速发展，与各地机场店形成协同，带动非核心枢纽城市的免税规模增长。2020 年公司重启 5 家市内免税店抢先布局市内免税，2020 年 5 月，青岛、厦门、大连、北京市内免税店相继开业；8 月，上海市内免税店实现开业，5 家市内免税店的开业，形成了对口岸出境免税店的有效补充，全方位提升购物体验。公司目前对现有 5 家市内免税店的改扩建计划和经营策略进行研究，并在全国重点布局城市开展选址调研，为新增市内免税店布局做好准备。预计尽管公司目前在市内已有的免税门店布局未占有明显优势，但已开始加速扩张步伐，市内免税业务仍具备较大想象空间。

表 7：国内市内免税店政策梳理

时间	我国市内免税店政策
2000 年	财政部、海关总署等发布《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》出台，明确规定“开办市内免税店，由中国免税品(集团)总公司提出申请，财政部会同海关总署、国家旅游局和国家税务总局提出意见报国务院审批”。
2005 年	海关总署出台《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》，对包括市内免税店在内的各类免税店的设立和终止、销售对象等方面进行了规范。
2011 年	财政部发布了《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，在 2011 年 4 月 20 日试运行“离岛免税”政策，5 月 1 日起正式实施，市内免税店迎来了发展的生机。
2012 年	财政部发布《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，对离岛免税政策部分内容进行调整，重点调整了政策适用对象、增加了 3 类免税商品品种：每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。
2019 年	财政部、商务部等发布《口岸出境免税店管理暂行办法》，规定机场口岸业主或招标人不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立免税商品提货点的排他协议。
2020 年	国家发改委、商务部等 23 个部门联合发布《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建议》，提出要进一步完善免税业政策，包括完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店，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； 国务院发布《深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案》，提出优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。

数据来源：商务部、财政部、海关总署官网，西南证券整理

表 8：国内市内免税店经营概况

免税店	所属公司	经营范围	开业时间	经营面积
重庆市内免税店	中服	化妆品、精品配饰、腕表、食品等多个品类国际品牌，已入驻 97 个品牌，最后将有 150 个品牌入驻	2021.1.1	1400
大连市内免税店	中服	化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、手表、日化用品、特色工艺品、儿童用品等多种商品，娇韵诗、雪花秀等众多一线香化品牌，Bally、APM、LACOSTE 等时尚精品品牌先后入驻	2019.6.7	~2000
北京市内免税店	中服	涵盖香水、化妆品、太阳镜、皮具、箱包、服饰、食品、工艺品、日化用品等免税商品品类，汇集全球 200 多个知名品牌、3000 多款商品	2020.12.22	
上海市内免税店	中服	香水、化妆品、钟表、皮具、太阳镜、母婴产品、小家电、食品、家用品、旅行用品等产品，包括雅诗兰黛、海蓝之谜茱莉蔻、欧舒丹、Bally 等国际品牌	2016.8.8	3300
杭州市内免税店	中服	香水、化妆品、太阳镜、首饰、服装鞋帽等精品、巧克力、玩具、生活百货、工艺品、服装箱包。已入驻 BALLY、LV、娇韵诗等品牌，单品达 1000 多种	2019.12.25（试营业） 2020.2 月底（正式营业）	1872/~3000
郑州市内免税店	中服	化妆品、护肤品、香水、时尚生活坊、童趣健康层、大牌包包、配饰、手表、玩具、巧克力糖果、进口小零食等品类，包括了牛油果乳液、菲洛嘉、雪花秀、娇诗韵、安娜苏等品牌	2020.6.18	
南京市内免税店	中服	化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、健康品等多个品类，包括娇韵诗、雪花秀、黛珂、菲洛佳等品牌	2019.9.28	
哈尔滨市内免税店	中服	香水、化妆品、太阳镜、婴儿奶粉等 3000 余种商品，包含娇韵诗、菲洛嘉、古驰、范思哲、菲拉格慕等品牌	2012.8.18	~1000
上海市内免税店	中免	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进诸多国际知名品牌，如阿玛尼、碧欧泉、普拉达、古驰等	2019.8.23	874.4
北京市内免税店	中免	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、资生堂等国际知名品牌	2019.5.30	513
大连市内免税店	中免	香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电等商品品类，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、天美时、施华洛世奇、普拉达、纪梵希等国际知名品牌	2019.5.26	~500
厦门市内免税店	中免	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际知名品牌	2019.5.1	331
青岛市内免税店	中免	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际知名品牌	2019.5.1	335

数据来源：各公司官网，西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：海南免税额度上限取消政策下客单价持续提升，2020-2022 年海南离岛免税客单价分别达到 6500、6800、7500 元；

假设 2：公司直邮及离岛补购业务推出后线上业务占比提升，对标韩国目前的线上免税销售比例（约为 30%），考虑到中国消费者对线上消费模式依赖度更高，线上业务推广速度更快，预计 2020-2022 年线上收入占比分别达到 20%、22%、25%；

假设 3:2020-2022 年三亚国际免税店进店消费者的实际购物转化率分别达到 33%、34%、35%。

表 9：收入成本拆分

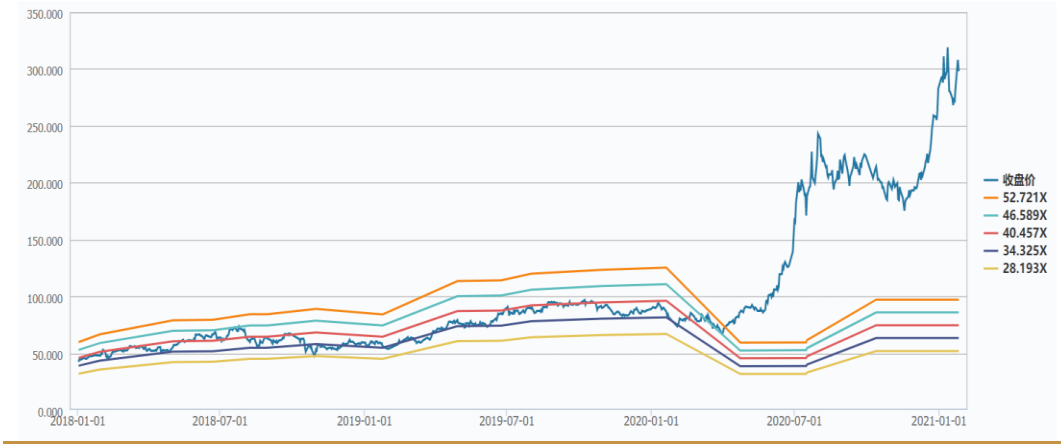
百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入	47,966.5	57943.3	80472.5	111488.0
yoy	2.0%	20.8%	38.9%	38.5%
营业成本	24,272.8	27970.7	35877.3	50054.4
毛利率	49.4%	51.7%	55.4%	55.1%
离岛免税				
营业收入	10465.0	25015.2	36268.9	51232.3
yoy	30.6%	139.0%	45.0%	41.3%
毛利率	52.0%	56.0%	58.0%	56.7%
营业成本	5023.2	11006.7	15232.9	22202.7
机场免税（含直邮）				
收入	28060.0	25274.9	34639.8	47379.1
yoy	57.3%	-9.9%	37.1%	36.8%
毛利率	48.4%	48.9%	53.9%	54.2%
营业成本	14483	12908	15963	21711
市内免税				
收入		100	500	2000
yoy			400%	300%
毛利率		47%	52%	54%
营业成本		53	240	920
其他				
收入	9,441.5	7553	9064	10877
yoy	-55.4%	-20%	20%	20%
毛利率	49.5%	47%	51%	52%
营业成本	4,766.1	4,003.2	4,441.3	5,220.8

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

公司作为免税商品销售行业龙头，线上渠道深化布局构成新成长驱动力，长期来看公司规模优势明显，支撑采购端议价能力保持竞争优势。预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.17、5.25、7.31 元，未来三年净利润复合增速为 45.5%。从历史估值水平来看，2019 年剥离旅游业务后公司估值水平从 30 倍左右上升至 40 倍左右，2020 年 4 月以来伴随国内疫情先于海外缓解，及离岛免税政策超预期落地，公司估值溢价空间打开，当前 PE-TTM 为 161.7 倍。参考免税行业龙头公司 Dufry 来看，根据 Wind 数据，2019 年末 Dufry 的 PE-TTM 为 67.6 倍。由于目前 A 股上市公司中几家持有免税牌照的上市公司估值可比性不强，暂不做可比公司比较。考虑到 2020 年政策超预期放宽背景下，公司作为行业龙头优先享受快速释放的行业红利，且通过铺开线上渠道、市内免税店加速布局，销售额增长潜力较大，给予一定龙头估值溢价，给予 2021 年 70 倍 PE，对应目标价 367.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图 45：公司 2018 年至今 PE/PB Band



数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

疫情影响扩大使海南过夜旅客数量下滑，行业竞争加剧，海外疫情加剧、出境游减少使机场免税店收入恢复不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	47966.50	57943.34	80472.49	111488.00
营业成本	24272.79	27970.72	35877.31	50054.36
营业税金及附加	771.82	853.49	1212.42	769.27
销售费用	14904.08	17383.00	24544.11	34561.28
管理费用	1549.38	1796.24	2494.65	3344.64
财务费用	10.69	274.88	404.32	549.42
资产减值损失	-378.23	0.00	0.00	0.00
投资收益	965.28	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	7108.61	9665.01	15939.69	22209.03
其他非经营损益	51.87	-7.36	-1.43	5.47
利润总额	7160.48	9657.64	15938.26	22214.50
所得税	1745.77	2414.86	3952.15	5523.85
净利润	5414.71	7242.78	11986.10	16690.65
少数股东损益	785.72	1050.99	1739.29	2421.96
归属母公司股东净利润	4628.99	6191.79	10246.81	14268.69

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	5414.71	7242.78	11986.10	16690.65
折旧与摊销	407.90	560.48	581.06	596.19
财务费用	10.69	274.88	404.32	549.42
资产减值损失	-378.23	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	-1981.03	881.32	-934.08	-1277.85
其他	-548.00	-24.92	-184.61	96.46
经营活动现金流净额	2926.03	8934.54	11852.79	16654.88
资本支出	539.29	-110.00	-110.00	-110.00
其他	-1638.08	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-1098.79	-110.00	-110.00	-110.00
短期借款	-65.11	-223.95	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	8.09	0.00	0.00	0.00
支付股利	-1073.86	-1838.66	-2359.88	-3901.99
其他	-515.14	-399.47	-404.32	-549.42
筹资活动现金流净额	-1646.02	-2462.08	-2764.21	-4451.41
现金流量净额	266.62	6362.46	8978.59	12093.47

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	11905.95	18268.41	27247.00	39340.47
应收和预付款项	2056.70	2805.84	3631.87	5071.23
存货	8059.77	7433.29	10299.91	14476.05
其他流动资产	223.31	269.76	374.65	519.04
长期股权投资	254.69	254.69	254.69	254.69
投资性房地产	1385.28	1385.28	1385.28	1385.28
固定资产和在建工程	2030.85	1890.55	1729.67	1553.66
无形资产和开发支出	3326.82	3067.74	2808.67	2549.59
其他非流动资产	1443.89	1392.79	1341.68	1290.58
资产总计	30687.26	36768.36	49073.42	66440.59
短期借款	223.95	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	5674.19	6385.36	8392.11	11765.48
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	2478.76	2793.11	3465.21	4670.34
负债合计	8376.90	9178.47	11857.32	16435.82
股本	1952.48	1952.48	1952.48	1952.48
资本公积	3851.89	3851.89	3851.89	3851.89
留存收益	13960.70	18313.83	26200.76	36567.45
归属母公司股东权益	19889.65	24118.19	32005.12	42371.81
少数股东权益	2420.70	3471.70	5210.99	7632.95
股东权益合计	22310.36	27589.89	37216.11	50004.77
负债和股东权益合计	30687.26	36768.36	49073.42	66440.59

财务分析指标	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
销售收入增长率	2.04%	20.80%	38.88%	38.54%
营业利润增长率	31.00%	35.96%	64.92%	39.33%
净利润增长率	37.60%	33.76%	65.49%	39.25%
EBITDA 增长率	30.00%	39.50%	61.19%	37.99%
获利能力				
毛利率	49.40%	51.73%	55.42%	55.10%
三费率	34.32%	33.57%	34.10%	34.49%
净利率	11.29%	12.50%	14.89%	14.97%
ROE	24.27%	26.25%	32.21%	33.38%
ROA	17.64%	19.70%	24.42%	25.12%
ROIC	79.78%	100.36%	171.93%	217.23%
EBITDA/销售收入	15.69%	18.12%	21.03%	20.95%
营运能力				
总资产周转率	1.67	1.72	1.87	1.93
固定资产周转率	26.92	35.41	50.36	75.05
应收账款周转率	53.94	57.70	58.01	59.69
存货周转率	3.36	3.52	4.00	4.02
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.84%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	27.30%	24.96%	24.16%	24.74%
带息债务/总负债	2.67%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	2.79	3.28	3.63	3.71
速动比率	1.78	2.44	2.73	2.80
股利支付率	23.20%	29.70%	23.03%	27.35%
每股指标				
每股收益	2.37	3.17	5.25	7.31
每股净资产	10.19	12.35	16.39	21.70
每股经营现金	1.50	4.58	6.07	8.53
每股股利	0.55	0.94	1.21	2.00

业绩和估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
EBITDA	7527.20	10500.37	16925.07	23354.65
PE	129.91	97.12	58.69	42.15
PB	30.23	24.93	18.79	14.19
PS	12.54	10.38	7.47	5.39
EV/EBITDA	77.66	55.05	33.62	23.85
股息率	0.18%	0.31%	0.39%	0.65%

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

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

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

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

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

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn