

601888.SH

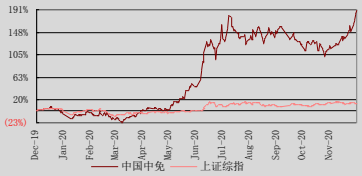
买入

原评级: 未有评级

市场价格:人民币 252.20

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	181.1	30.4	18.3	190.3
相对上证指数	172.1	31.6	14.0	177.5

发行股数(百万)	1,952
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	492,414
3 个月日均交易额(人民币 百万)	2,509
净负债比率(%)(2020E)	净现金
主要股东(%)	
中国旅游集团有限公司	53

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以 2020 年 12 月 24 日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

休闲服务：旅游综合

证券分析师： 林琳
(8621)20328527
lin.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

中国中免

免税龙头地位稳固，疫情业绩逆势上扬

公司是中国免税业龙头企业，多年深耕国内及海外免税业务，2019 年已经成为全球第四大免税企业，在中国免税行业的市占率已超过 80%，积累了较强的采购议价能力。公司免税牌照齐全并持续在机场、离岛、市内免税市场发力。公司离岛免税业务在疫情中的逆势上扬，进一步证明离岛免税未来的发展潜力。在海南自贸岛建设推进，重点城市刺激消费回流政策出台，出入境旅游政策进一步便利的前提下，公司未来的发展可期。

支撑评级的要点

- **剥离旅行社业务，摆脱盈利受限压力。**2018 年公司旅游服务的营收占比从 2017 年的 43.41%下降到 26.14%，且公司旅游业务毛利率常年维持在 10%左右，与商品贸易业务 40%-50%的毛利率具有差距。公司剥离旅游服务业务后，能够摆脱传统旅游市场竞争激烈且利润空间不断被压缩的困境，同时也解决了公司与国旅集团旗下其他旅行社间的同业竞争问题。
- **聚焦免税业务，牌照齐全共同发力。**公司主营业务商品贸易在 2019 年的收入占比为 97.92%，其中免税业务占商品贸易收入的比例为 95.52%。2018 年、2019 年免税业务的毛利率达到 53.09%和 50%，对公司净利润的提升贡献明显。目前，公司是国内免税牌照覆盖面较广的旅游零售企业，在公司重启重点城市市内免税店后，公司“离岛+机场+市内”的免税业务布局更为完善。
- **相关政策支持，叠加消费回流。**相关部门数次调整离岛免税购物限制政策，各地逐步完善营商和消费环境，出入境旅游政策及签证利好，不断为公司免税业务发展营造良好政策环境。同时，由于疫情等原因形成的境外消费回流趋势下，公司可能获得更多的购物流量。

估值

- 公司龙头地位明显，免税牌照齐全，免税店布局合理，我们预计 2020 年至 2022 年 EPS 分别为 2.98 元、5.07 元、6.80 元，对应的 PE 分别为 85X、50X、37X，首次覆盖给予**买入**评级。

评级面临的主要风险

- 疫情再次爆发风险；免税政策不及预期风险；出境游恢复，境外免税商折扣促销分流风险。

投资摘要

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入(人民币 百万)	47,007	47,966	60,337	96,324	121,080
变动(%)	66	2	26	60	26
净利润(人民币 百万)	3,095	4,629	5,823	9,929	13,343
全面摊薄每股收益(人民币)	1.585	2.371	2.982	5.086	6.834
变动(%)	22.3	49.6	25.8	70.5	34.4
全面摊薄市盈率(倍)	159.1	106.4	84.6	49.6	36.9
价格/每股现金流量(倍)	180.9	168.3	117.1	61.4	45.6
每股现金流量(人民币)	1.39	1.50	2.15	4.11	5.53
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.5	74.0	56.1	30.3	22.1
每股股息(人民币)	0.550	0.720	0.895	1.780	2.734
股息率(%)	0.2	0.3	0.4	0.7	1.1

资料来源：公司公告，中银证券预测

目录

1 免税行业现状与发展前景分析 6

1.1 全球免税行业现状：免税行业稳定增长，业务易受宏观环境影响 6
1.2 中国免税行业现状：占全球免税销售份额较低，未来离岛免税强势发展 7
1.3 我国出入境旅游发展情况：出境人数稳居世界第一，出入境政策逐渐放开 8

2 中国中免市场竞争分析 12

2.1 国内免税行业龙头：从“中国国旅”到“中国中免”，凸显核心业务价值 12
2.2 免税牌照的激烈争夺：中国中免拥有免税业务先发优势 13
2.3 旅游央企属性，主板核心资产 15

3 中国中免核心业务分析：发力离岛、聚焦机场、重启市内 16

3.1 离岛免税 16
3.2 机场免税：北、上、广核心机场出入境提前布局 30
3.3 市内免税店：若面向国人开放，将成为中免免税业务的新增长点 40

4 盈利预测及投资建议 47

4.1 盈利预测 47
4.2 投资建议 49

5 风险提示 50

图表目录

股价表现.....1
投资摘要.....1
图表 1. 全球免税商品销售规模.....6
图表 2. 中国境内免税商品销售规模.....6
图表 3. 中国境内免税品市场销售份额.....7
图表 4. 2018、2019 年中国境内与境外免税品销售对比.....7
图表 5. 中国出入境旅游人次统计.....8
图表 6. 中国出入境旅游花费统计.....8
图表 7. 中国出境游客与全球国际旅游人次对比.....8
图表 8. 中国出境游花费与国际游客旅游花费统计.....8
图表 9. 对中国游客免签的国家及地区统计.....9
图表 10. 对中国游客免签的国家及地区统计.....9
图表 11. 办理 144 小时免签的城市、口岸及免签活动范围.....10
图表 12. 办理 72 小时免签的城市、口岸及免签活动范围.....10
图表 13. 中免在免签城市、口岸及相关活动区域的免税店布局.....11
图表 14. 中国中免上市发展路径.....13
图表 15. 中国免税牌照基本情况.....14
图表 16. 2019 年全球免税企业营收排行.....14
图表 17. 中国中免十大（流通）股东.....15
图表 18. 中共中央、国务院有关海南旅游发展重要政策梳理.....16
续图表 18. 中共中央、国务院有关海南旅游发展重要政策梳理.....17
图表 19. 海南离岛免税政策文件梳理.....18
图表 20. 亚洲四大离岛免税实施区域政策一览.....19
图表 21. 海南离岛免税销售规模.....20
图表 22. 海南离岛免税购物人数.....20
图表 23. 海南离岛免税人均消费.....20
图表 24. 海南离岛免税商品销售数量.....20
图表 25. 海南离岛免税购物渗透率.....20
图表 26. 三亚市内店营业收入与净利润.....21
图表 27. 三亚市内免税店购物人数.....21
图表 28. 三亚市内免税店客单价.....21
图表 29. 三亚市内免税店相关购物情况.....22

图表 30. 三亚海棠湾国际免税城一期 23
图表 31. 三亚国际免税城二期河心岛项目 23
图表 32. 三亚市内免税店收入预测 23
图表 33. 三亚与海口机场旅游吞吐量对比 24
图表 34. 三亚市内免税店客单价 24
图表 35. 海口机场旅客吞吐量 25
图表 36. 海口机场免税店销售收入 25
图表 37. 海口机场免税店购物人次及渗透率 25
图表 38. 海口机场免税店客单价 25
图表 39. 海口机场店与三亚市内店购物人次对比 26
图表 40. 海口机场店与三亚市内店客单价对比 26
图表 41. 三亚市内店营业收入与净利润 27
图表 42. 海口国际免税城地块说明 28
图表 43. 海口国际免税城地块分布 28
图表 44. 海口港口旅客吞吐量及离岛旅客吞吐量 28
图表 45. 海口免税店收入预测 29
图表 46. 中国香港与海南入境（岛）旅游人数对比 29
图表 47. 中国香港与海南社会消费品零售额对比 29
图表 48. 2019 年机场免税店营收占比情况 30
图表 49. 2019 年日上上海、日上中国净利润贡献率 30
图表 50. 三大机场 2019 年出入境旅客吞吐量及占比 31
图表 51. 三地主要机场基本信息及未来发展规划 31
图表 52. 上海机场免税店中标情况 32
图表 53. 日上上海 2018 年、2019 年、20H1 营收与利润 32
图表 54. 上海机场免税店收入测算 33
图表 55. 北京机场免税店中标情况 33
图表 56. 日上中国营业收入及利润 34
图表 57. 首都机场超负荷运行情况 34
图表 58. 大兴机场免税店销售敏感性分析 35
图表 59. 北京机场免税店收入测算 35
图表 60. 广州机场出入境旅客吞吐量占比情况 36
图表 61. 广州机场免税店营收情况 36
图表 62. 广州机场免税店中标情况 36
图表 63. 2019 年三大机场免税商品销售坪效对比 36
图表 64. 白云机场免税店收入测算 37

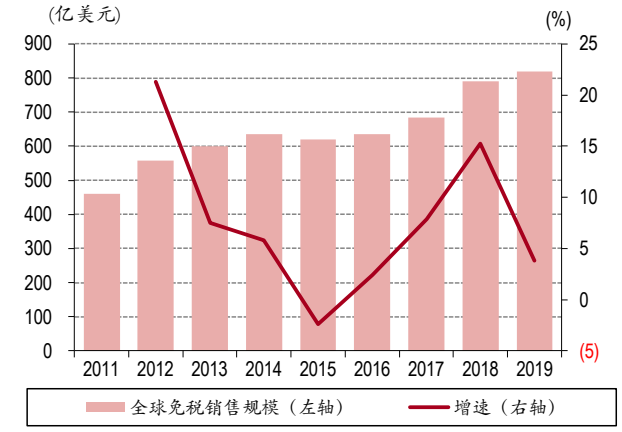
图表 65. 中国香港机场吞吐量及增速 37
图表 66. 中国香港入境及内地入境中国香港游客及增速 37
图表 67. 2019 年入境中国香港游客客源地排名占比 37
图表 68. 中国香港入境旅游消费规模 38
图表 69. 中国内地游客入境中国香港旅游消费规模 38
图表 70. 内地游客在中国香港购物比例 39
图表 71. 内地不过夜游客客单价变化趋势 39
图表 72. 内地游客入境中国香港购物花费测算 39
图表 73. 公司中国香港机场免税店营业收入 39
图表 74. 中国香港机场免税店收入预测 40
图表 75. 我国市内免税店对比 41
图表 76. 中免旗下境内市内免税店一览 41
图表 77. 韩国市内免税店发展路径 42
图表 78. 全球与韩国免税销售额及韩国占比 43
图表 79. 2019 年韩国免税销售渠道占比 43
图表 80. 韩国免税品本国人与外国人销售比较 44
图表 81. 韩国免税品本国人与外国人购买人次比较 44
图表 82. 海口接待过夜游客数量及增速 44
图表 83. 三亚过夜游客接待量及购物渗透率 44
图表 84. 上海市内免税店短期营业收入预测 45
图表 85. 上海市内免税店中长期营业收入预测 45
图表 86. 北京市内免税店短期营业收入预测 46
图表 87. 北京市内免税店中长期营业收入预测 46
图表 88. 中国中免主要业务营收预测 47
图表 89. 中国中免利润预测 49

1 免税行业现状与发展前景分析

1.1 全球免税行业现状：免税行业稳定增长，业务易受宏观环境影响

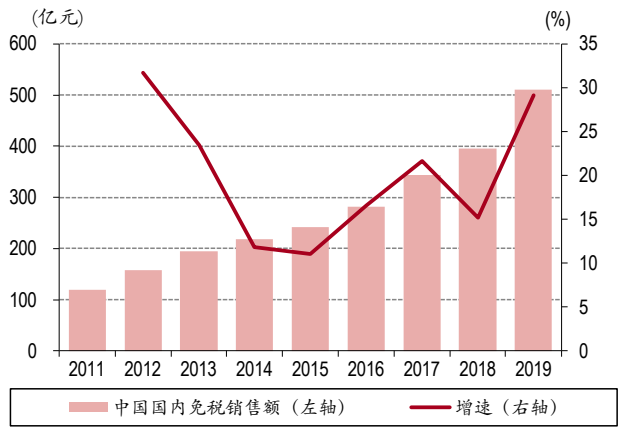
旅游形式多元化，免税购物具有吸引力。从旅游主要的组成部分来看，可以分为食、住、行、游、购、娱等六大要素，每一个要素都是旅游者在旅游中必须经历且必不可少的组成环节。随着大众旅游时代的结束，越来越多的旅游形式开始出现，例如一日游、定制游、自驾游、自助游、微旅游等，不同旅游形式促使旅游者对六要素的需求出现差异。以一日游为例，旅游者几乎不需要考虑住宿问题，同时其旅游的目的性可能会更加聚焦。从旅游的本质来看旅游购物，一开始仅表现为购买具有当地特色的旅游纪念品或者土特产，但随着国际旅游的发展，免税购物也成为了吸引国际旅客到访的重要因素之一，例如中国香港和韩国就是以优质的服务和丰富的免税商品而成为国际上著名的购物圣地。现代免税行业起源于二战后的爱尔兰的香农机场过境区域，因为这类区域已经不属于爱尔兰的一部分，因此相关人士提出应该豁免这类区域的消费产生的任何税收，此举在获得爱尔兰政府通过法律后，使香农机场成为世界上第一个免税口岸。随着二战的影响逐渐消退，各国的经济获得恢复和进一步发展的稳定外部环境，国际间的旅游发展再次兴起，免税业也因此成为国际旅游花费重要的组成部分。由于免税产品通常能够豁免关税、增值税等税种，并且可以较大程度地减少多层级的代理商，往往免税品的价格比正式进入销售国市场的产品价格低，免税店成为游客在国际旅行当中必不可少的旅游消费场景。

图表 1. 全球免税商品销售规模



资料来源：Moodie，中银证券

图表 2. 中国境内免税商品销售规模



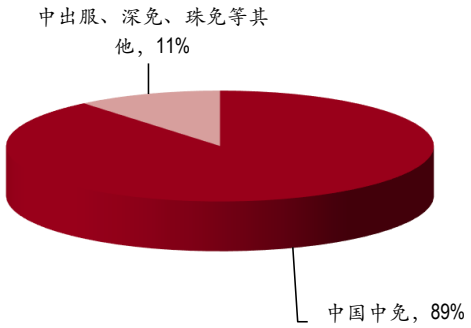
资料来源：Moodie，中银证券

全球免税业务保持增长，但易受相关因素影响。从 Moodie 的免税报告来看，2011 年至 2019 年期间，全球免税商品销售额从 460 亿美元增加到 820 亿美元，年均复合增速为 7.50%，保持了较为稳定的增长速度。期间全球免税商品销售额唯一出现负增长出现在 2015 年，销售规模为 620 亿美元，同比下降 2.36%，其主要原因为 2015 年爆发的中东呼吸综合征（MERS）在韩国以及我国广东等地的传播影响，中国赴韩国旅游的人数锐减，韩国免税店销售受到中国游客购买人数减少而出现负增长。

1.2 中国免税行业现状：占全球免税销售份额较低，未来离岛免税强势发展

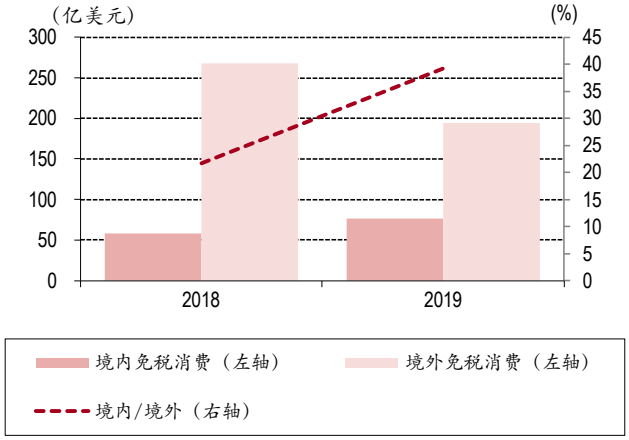
中国免税销售额稳步增长，未来发展潜力巨大。Moodie 数据显示，中国国内免税品销售额 2011 年为人民币 120 亿元，到 2019 年达到了人民币 510 亿元，年均复合增速为 19.83%，其中 2019 年海南离岛免税品销售额占总销售的 24%，约为人民币 122.4 亿元，根据 Morgan Stanley 预测，到 2025 年中国境内免税品销售额将达到约人民币 1,106 亿元（165 亿美元）的规模，其中海南离岛免税预计会贡献超过 49%的销售收入，达到人民币 542 亿元，甚至超过了 2019 年中国境内免税品销售的总收入。2016 年，中国免税品销售额达到人民币 282 亿元，超过英国和美国，成为全球第二大免税商品销售国，排名仅次于韩国。公司公告显示，2019 年中国中免的免税商品销售额达到 458.18 亿人民币，占整个中国境内免税销售市场的约 89%，其余份额由中出服、珠免、深免等其他免税商品经销企业共享，可见中国中免在国内免税市场占有率上的强势地位。

图表 3. 中国境内免税品市场销售份额



资料来源：Moodie，中银证券

图表 4. 2018、2019 年中国境内与境外免税品销售对比



资料来源：Moodie，中银证券

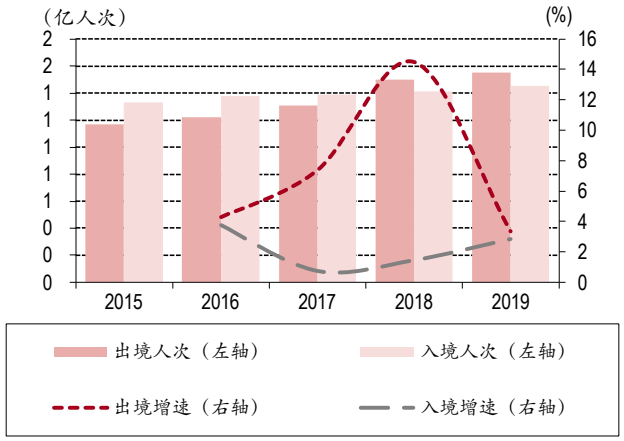
境内免税销售全球占比较小，但消费回流趋势明显。根据 Moodie 报告显示，2019 年中国境内免税品销售额约占全球免税品销售额 9%左右，约 76 亿美元，比 2018 年 58 亿美元的境内免税品销售额提升了 31.03%；值得注意的是，同年 2019 中国国人在境外的免税品消费总额约为 194 亿美元，比 2018 年的数据 268 亿美元减少了约 27.61%。虽然 2019 年中国国人在境外免税商品花费额度仍是境内免税销售的 3.3 倍左右，但不难看出境内免税店销售额的提升以及境外免税消费回流的一定趋势。通过社交平台完成交易的海外代购属于跨境电商经营者，是《电商法》的适用对象，随着《电商法》2019 年 1 月 1 日起开始实施，较大的代购商受到法律的监管，也导致 2019 年中国国人境外免税品购买额度出现一定程度的下滑。另一方面，近两年国内免税行业在政策的支持下发展不断完善，免税商品种类和规模的扩充不断加强，对中国出境游客和外国入境游客的吸引力可能有一定程度的提升，故 2019 年境内免税商品消费同比提升。

扩大内需、需求侧改革，利好旅游及旅游零售发展。中央经济工作会议指出，坚持扩大内需战略基点，形成强大国内市场以构建发展格局的重要支撑。作为能够践行国内大循环的重要领域，旅游业及旅游零售业有望获得更大的发展空间。需求侧改革的提出进一步指明了推动国内总需求中长期提升的战略部署，国人原来在境外旅游的花费和购物可能会随国内需求侧改革进一步回流，并且可能会在国内市场进行释放。国内的免税市场发展随着牌照的扩容，购物限制的放宽，预计具有中长期的稳定发展。

1.3 我国出入境旅游发展情况：出境人数稳居世界第一，出入境政策逐渐放开

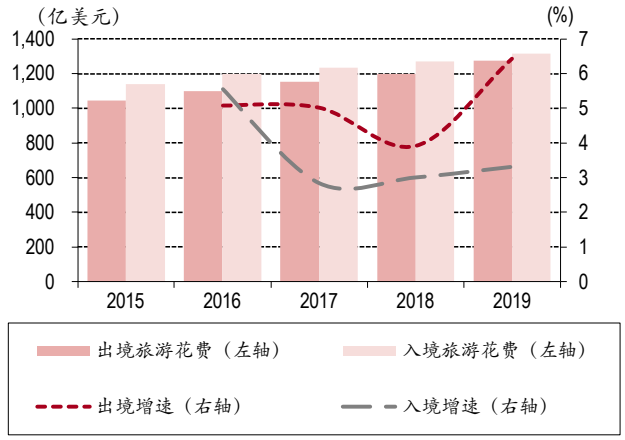
出入境旅游保持增长，境外旅游花费逐年提升。2015 年至 2019 年，我国出入境旅游均保持一定的增速，其中出境旅游人次在 2018 年首次超过入境旅游人次，达到 1.49 亿人次，并在 2019 年达到了 1.55 亿人次；我国出境旅游人数从 2013 年首次跃居世界第一位后，一直稳居世界第一，成为全球最大的出境游市场。出入境旅游花费在 2015 年至 2019 年同样保持低速的增长，其中 2019 年出境旅游花费增速同比达到了 6.30%，出现较为明显的反弹，达到 1,275 亿美元，出境游人均消费达到约 823 美元，超过 2018 年的 800 美元，说明中国出境游客的花费能力也在逐年提升。

图表 5. 中国出入境旅游人次统计



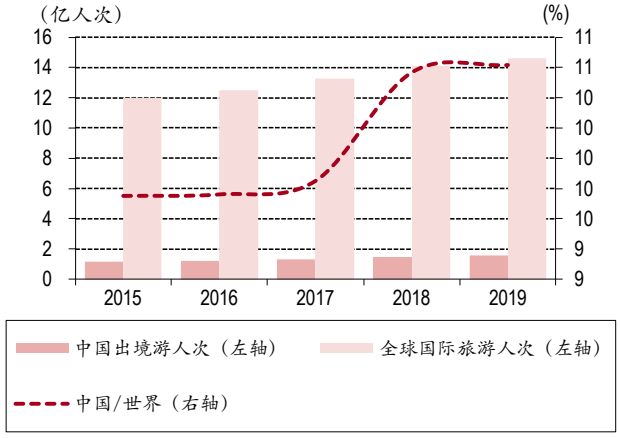
资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 6. 中国出入境旅游花费统计



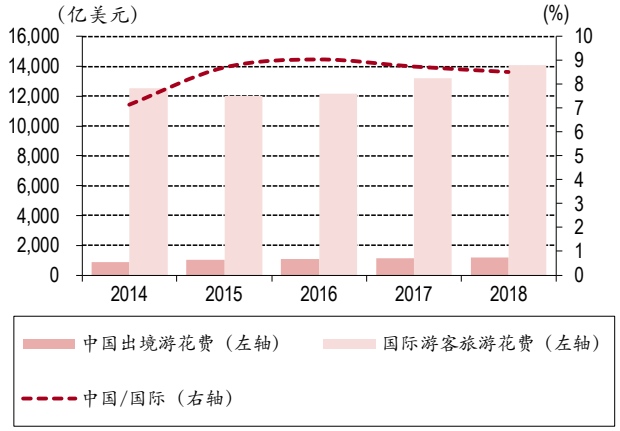
资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 7. 中国出境游客与全球国际旅游人次对比



资料来源：UNWTO，中国旅游研究院，中银证券

图表 8. 中国出境游花费与国际游客旅游花费统计



资料来源：UNWTO，中国旅游研究院，中银证券

从世界旅游组织（UNWTO）最新的统计数据来看，2019 年全球国际旅游人数达到 14.6 亿人次，中国出境旅游人次占全球出境旅游人次为 10.62%，约为全球出境游的 1/10；同时 2015 年至 2019 年的全球国际旅游人次的年均复合增速为 5.02%，低于中国出境旅游 8.80%的年均复合增速。从花费角度来看，中国出境旅游花费从 2014 年的 896 亿美元增长到 2018 年的 1,198 亿美元，年均复合增长率为 7.5%，高于同一统计周期中国际旅游游客花费年均增速的 3.0%；2018 年中国出境旅游花费占国际旅游收入的 8.51%，同比有所下降，但考虑到当年萨德事件的影响。总体上看，中国出境旅游花费一直保持稳定的增长态势。

持有护照渗透率较低，出入境旅游政策持续向好。从公安部国家移民局的统计数据显示，2018 年我国普通护照签发量达到 3,008 万本，持有有效普通护照的总人数超过 1.7 亿人，护照持有率为 12%-13%；同年全球护照含金量较高的日本护照占持有率约为 23%左右，护照持有率方面预计中国仍有较大的提升空间，出境旅游人数也会因为普通护照签发增加而有望获得提升。此外，更多的国家对中国实行互相免签、单方面免签以及单方面落地签政策，不但简化了我国公民出境旅游的手续和流程，同样有望加速中国出境旅游的人次和出境旅游花费一定的增量。

图表 9. 对中国游客免签的国家及地区统计

免签标准	数量（个）	国家及地区
互免签证	16	阿联酋、巴巴多斯、巴哈马、波黑、厄瓜多尔、斐济、格林纳达、毛里求斯、圣马力诺、塞舌尔、塞尔维亚、汤加、白俄罗斯、卡塔尔、亚美尼亚、苏里南（已签署，暂未实施）
单方面免签	18	印度尼西亚、韩国济州岛、黑山（团队游客）、俄罗斯（团队游客）、摩洛哥、突尼斯、萨摩亚、美属北马里亚纳群岛联邦、海地、安提瓜和巴布达、圣基茨和尼维斯、牙买加、多米尼克、英属南乔治亚和南桑威奇群岛、特克斯和凯科斯群岛、伊朗、乌兹别克斯坦、阿尔巴尼亚
单方面落地签	40	阿塞拜疆、巴林、东帝汶、印度尼西亚、老挝、黎巴嫩、马尔代夫、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、泰国、土库曼斯坦、文莱、伊朗、约旦、越南、柬埔寨、孟加拉国、马来西亚、埃及、多哥、佛得角、加蓬、科摩罗、科特迪瓦、卢旺达、马达加斯加、马拉维、毛里塔尼亚、圣多美和普林西比、坦桑尼亚、乌干达、贝宁、津巴布韦、圭亚那、圣赫勒拿、帕劳、图瓦卢、瓦努阿图、巴布亚新几内亚

资料来源：国家移民管理局，中银证券

中国护照“含金量”提升，国人出境旅游更加便利。从上表中免签政策国家的数量上来看，中国的护照的“含金量”在不断增加，同样随着中国综合国力的提升、一带一路战略的不断深入，疫情得到控制后各国对外经贸往来有望恢复和提升，对中国公民实施免签政策的国家有望将进一步增加。上述国家中除了韩国、泰国、卡塔尔等地具有较为明显的免税商品和商店优势以外，中国公民出境到其余各国旅游可能会在中国境内的免税店进行更多消费，从而进一步增加中国境内的免税销售额。我国在吸引入境旅客方面近几年也逐步推进。

图表 10. 对中国游客免签的国家及地区统计

大洲	数量（个）	国家及地区
欧洲申根	39	奥地利，比利时，捷克，丹麦，爱沙尼亚，芬兰，法国，德国，希腊，匈牙利，冰岛，意大利，拉脱维亚，立陶宛，卢森堡，马耳他，荷兰，波兰，葡萄牙，斯洛伐克，斯洛文尼亚，西班牙，瑞典，瑞士，俄罗斯，英国，爱尔兰，塞浦路斯，保加利亚，罗马尼亚，乌克兰，塞尔维亚，克罗地亚，波黑，黑山，马其顿，阿尔巴尼亚，摩纳哥，白俄罗斯
亚洲	6	韩国，日本，新加坡，文莱，阿拉伯联合酋长国，卡塔尔
美洲	6	美国，加拿大，巴西，墨西哥，阿根廷，智利
大洋洲	2	澳大利亚、新西兰

资料来源：国家移民管理局，中银证券

图表 11. 办理 144 小时免签的城市、口岸及免签活动范围

城市	入境口岸	国家及地区
北京	首都国际机场 大兴国际机场 铁路西客站	旅客可从此 6 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为北京市、天津市和河北省
天津	滨海国际机场 天津国际邮轮母港	
石家庄	正定国际机场	
秦皇岛	秦皇岛海港	
上海	浦东国际机场 虹桥国际机场 上海火车站 吴淞口国际邮轮港 上海港国际客运中心	旅客可从此 8 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为上海市、江苏省和浙江省
南京	禄口国际机场	
杭州	萧山国际机场	
宁波	栎社国际机场	
沈阳	桃仙国际机场	旅客可从此 2 个口岸任一口岸入境或出境，免签停留区域为辽宁省
大连	周水子国际机场	
成都	双流国际机场	成都、乐山、德阳、遂宁、眉山、雅安、资阳、内江、自贡、泸州、宜宾
昆明	长水国际机场	昆明市
青岛	流亭国际机场 青岛海港口岸	山东省
厦门	高崎国际机场 厦门海港口岸	厦门市
武汉	天河国际机场	武汉市

资料来源：国家移民管理局，中银证券

图表 12. 办理 72 小时免签的城市、口岸及免签活动范围

城市	入境口岸	免签活动范围
广州	白云国际机场	广东省
重庆	江北国际机场	重庆市
桂林	两江国际机场	桂林市
西安	咸阳国际机场	西安市、咸阳市
哈尔滨	太平国际机场	哈尔滨市
长沙	黄花国际机场	湖南省

资料来源：国家移民管理局，中银证券

签证政策更加便利，促进入境旅游发展。根据国家移民管理局 2019 年 12 月 1 日开始实施的 72 小时/144 小时免签政策显示，共有 53 个国家公民能够享受相关免签政策。随着我国一带一路战略合作项目的增加，以及更多入境旅游便利政策的出台，享受 144 小时和 72 小时免签入境的国家数可能会增加，同时入境口岸以及免签活动范围也可能会扩大。免签政策在 2019 年 12 月 1 日开始实施后，新增加了宁波栎社国际机场口岸，成都双流国际机场入境的外国游客免签活动范围在成都的基础上扩大到乐山、雅安、德阳等十个城市。此外，原 72 小时免签口岸名单中的重庆江北国际机场、西安咸阳国际机场，在 2019 年 12 月 1 日之后将升级成为 144 小时免签城市。重庆近些年在社会、经济、文化方面的发展速度和网红打卡形象深入人心，以及西安在文化和旅游融合方面的底蕴和创新，已经成为游客青睐的旅游目的地。

中免布局重要口岸免税店，规模效应可期。从中免官网的门店网络信息搜寻来看，公司已经在免签城市及口岸布局了多个免税店，再叠加日上中国和日上上海在京、沪两大出入境口岸城市的提前布局，公司在出入境主要口岸的免税战略意图较为清晰。同时公司还在免签活动范围内的其他城市也开设了多家港口、市内、机场、外轮供应等免税店，以此来提升区域内免税点的布局。公司在这些口岸以及活动区域内的深耕，紧跟国家移民管理局免签政策的落地情况，有望对未来进一步扩大入境旅游免税品消费奠定基础。

图表 13. 中免在免签城市、口岸及相关活动区域的免税店布局

免税店	开业日期	免税品范围
广州机场免税店	2008 年 1 月	香水化妆品、腕表首饰、时尚服饰皮具三大商品系列等
广州东火车站免税店	1979 年	烟酒、有税商品等
东莞火车站免税店	1997 年 7 月	烟酒类为主
皇岗口岸免税店	2002 年 8 月	烟酒类为主
罗湖中免免税店	2003 年 9 月	烟酒类为主
福田口岸免税店	2008 年 7 月	烟酒类为主
深圳湾口岸免税店	2008 年 10 月	烟酒类为主
沙头角口岸免税店	2007 年 4 月	烟酒类为主
中国免税（拱北店）	2006 年 12 月	烟酒类为主
揭阳潮汕机场免税店	2013 年 3 月	烟酒类为主
杭州萧山机场免税店	2010 年 1 月（重新开张）	国产烟酒、进口烟酒、进口香化、进口精品、进口食品及百货等
温州中免免税品有限公司	1999 年 9 月	香化、手表、太阳镜、小皮件、箱包、服饰等
南通兴东机场免税店	2018 年 8 月	烟酒、化妆品、食品等
青岛邮轮母港免税店	2016 年 8 月	烟酒、食品、电器、皮具、手表、电子产品、服装鞋帽等
日照客运站免税店	2008 年 2 月	烟酒、食品等
日照外轮供应免税店	2014 年 4 月	烟酒类为主
威海机场免税店	2007 年 2 月	烟酒、香化、食品、百货等
烟台机场免税店	1999 年 1 月	烟酒、食品、香化、精品等
烟台外轮供应免税店	2014 年 10 月	烟酒类为主
大连港中免免税店	2003 年 1 月	烟酒类为主
大连友谊外供购物中心	2006 年 8 月	日本、韩国免税产品等
长沙黄花国际机场免税店	2000 年 11 月	烟酒、香化、箱包、手表、小皮件等
武汉天河机场免税店	2017 年 9 月	烟酒、手表、香化、太阳镜、食品、百货、旅游用品、保健品等
西安咸阳国际机场免税店	2006 年 7 月	烟酒、香化等
无锡机场免税店	2010 年 3 月	烟酒、香化、手表、太阳镜、小皮件、小家电、食品等
宁波外轮供应免税品店	1999 年 6 月	烟酒为主
桂林中免广旅免税店	2016 年 9 月	烟酒、化妆品、食品、保健品您等
厦门中免免税品有限公司	1998 年 8 月	主要以烟酒为主
厦门航空中免免税品有限公司	2015 年 7 月	机上免税产品：烟酒、化妆品、视频、电子产品等
成都双流国际机场免税店	2017 年 9 月	烟酒、香化等
首都机场免税店	2017 年 12 月	烟酒、香化、太阳镜、皮具、手表、服装鞋帽、食品、小家电等
石家庄正定国际机场免税店	1998 年 12 月	烟酒、保健品、小家电、食品等
唐山市中免免税品有限公司	2006 年 8 月	烟酒、香化等
天津国际邮轮母港免税店	2010 年 3 月	烟酒、精品、食品、箱包、香化、手表、太阳镜、小皮件等

资料来源：公司官网，中银证券

2 中国中免市场竞争分析

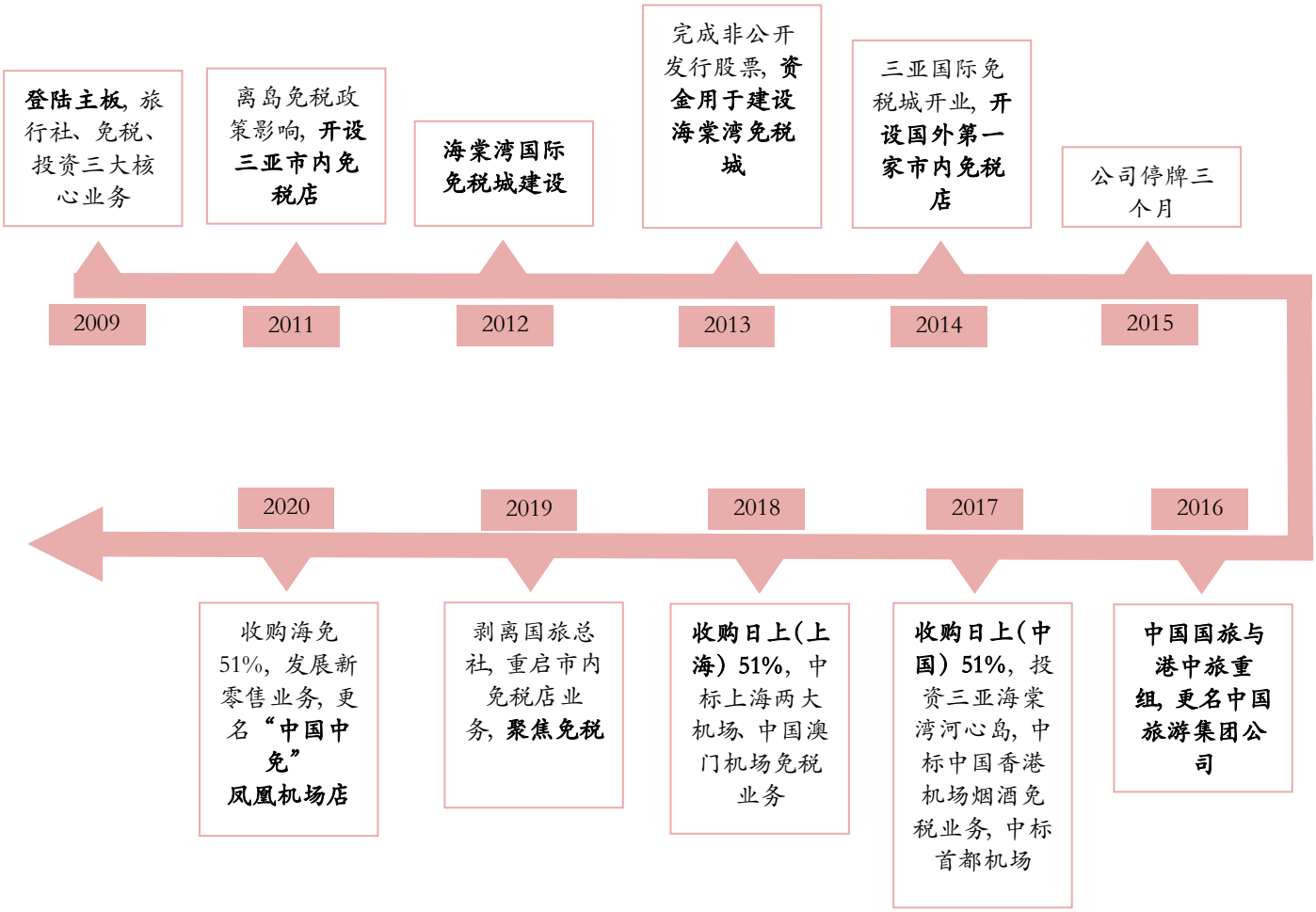
2.1 国内免税行业龙头：从“中国国旅”到“中国中免”，凸显核心业务价值

“传统旅游+经营免税+项目投资”三大业务起家。中国旅游集团中免股份有限公司（曾用名：中国国旅股份有限公司）隶属于旅游业，2008 年成立，由中国国旅集团有限公司中的旅行社、免税等业务及相关资产整体重组改制，联合华侨城集团共同发起成立。在将旅行社业务剥离前，主要从事旅行社业务、免税业务及商业综合体投资开发业务，其中旅行社业务由国旅总社负责，主要包含出入境旅游、国内旅游、签证服务、会展旅游等；免税业务由中免公司负责，主要包含烟酒、香化等；商业综合体投资开发业务由国旅投资公司负责经营，主要包含旅游商品相关项目投资与管理、旅游服务配套设施的开发改造与经营、旅游产业研究与咨询服务等。

“登陆主板+拼图完善+巨头重组”三大发展保障。2009 年 10 月，公司登陆主板，三大核心业务的发展成为公司业绩保持成长的动力，其中免税业务及其相关的投资项目为公司的进一步发展奠定了坚实的基础。2011 年 3 月，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》，4 月海南开始试点，成为继冲绳、济州、马祖、金门后第四个实施离岛免税的区域。公司抓住政策利好的机会，于 2011 年开设三亚市内免税店，于 2012 年参与三亚海棠湾国际免税城的建设，在 2013 年公司完成了非公开增发，主要募集得资金用于免税城建设。2014 年三亚国际免税城正式开业，同年 12 月公司海外第一家市内免税店吴哥免税店在柬埔寨开业。2015 年，公司在三个月停牌期间内业绩表现稳定。2016 年中国国旅集团与中国港中旅集团实施重组，重组后更名为中国旅游集团公司，成为国内旅游行业的领军者。

“收购并购+剥离旅游+深耕免税”三大战略推动。2017 年开始，公司加强了免税行业内的并购和收购。2017 年公司收购了日上免税行（中国）51%的股权，并且参与投资三亚海棠湾河心岛项目。2018 年对日上免税行（上海）51%的股权并购，进一步巩固了公司在首都机场、上海虹桥、浦东机场的免税业务，同年竞拍得海口市的国有建设用地并开始筹备建设海口市国际免税城。2019 年，公司正式剥离国旅总社的旅行社业务，并重启了国内多个城市的市内免税店。2020 年年初三亚海棠湾河心岛项目正式开业，随着《海南自由贸易港建设总体方案》的印发，公司不仅收购了海南省免税品有限公司 51%的股权，随之将证券简称变更为“中国中免”，并与三亚凤凰国际机有限公司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。

图表 14. 中国中免上市发展路径



资料来源：公司公告，中银证券

2.2 免税牌照的激烈争夺：中国中免拥有免税业务先发优势

免税概念受市场关注，牌照授予数量有限。近期，国家出台的相关政策对免税行业的扶持力度明显加强，2020 年市场对具有免税概念以及公布申请免税牌照的上市公司关注度较高，资本市场的关注也使越来越多的零售类和旅游类企业宣布加入申请免税牌照的队伍，如王府井、步步高、中百集团、岭南集团等，其中只有王府井于 2020 年 6 月 9 日收到财政部的批复通知，获得经营免税品零售业务的资格。2020 年 8 月，海南旅投免税品有限公司、全球消费精品（海南）贸易有限公司获批海南离岛免税经营资质并已报财政部备案，显示离岛免税牌照扩容的格局。但我们估计，短时间内国家可能并不会在全国范围内继续扩大授予免税牌照的数量。

中国十张免税牌照，中免拥有三张，行业先发优势显著。截至 2020 年 12 月，中国免税品集团、日上免税行、海南省免税品有限公司、珠海市免税企业集团有限公司、深圳市国有免税商品集团有限公司、中国出国人员服务有限公司、吉林中侨免税外汇商品有限公司、王府井集团股份有限公司、海南旅投免税品有限公司、全球消费精品（海南）有限公司手持全国十张免税牌照，其中公司拥有本公司、日上免税、海免三张免税牌照，成为手握免税牌照数量最多的免税企业。

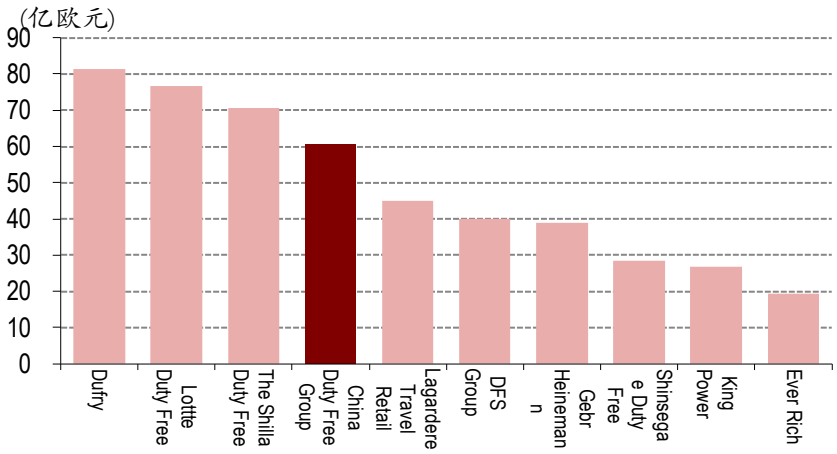
图表 15. 中国免税牌照基本情况

免税集团	成立时间	2019 年营收	经营区域	门店	母公司
中免	1984	479.66 亿	全国	机场免税店：北京、中国香港、广州等 13 家入境店 口岸免税店：除珠免、深免运营外的所有口岸 市内免税店：5 张市内免税店经营牌照 离岛免税店：具有离岛免税店经营资质 其他免税店：交通工具免税店（邮轮）	中国旅游集团
日上	1999	并表中免	北京、上海	机场免税店：首都机场（日上中国）；上海浦东、上海虹桥（日上上海）	中免集团均持有日上中国和日上上海 51%股权
海免	2011	32.3 亿	海南	离岛免税店：美兰机场、海口市内免税	中国中免
深免	1980	约 15 亿	深圳、西安、瑞丽、霍尔果斯	口岸免税店：深圳各口岸经营免税店 机场免税店：中标西安和深圳机场入境店	深圳国资委
珠免	1987	26.7 亿	珠海、天津	口岸免税店：拱北、横琴、九洲等 5 家口岸免税店 机场免税店：中标天津机场入境店	珠海国资委、珠海城建集团
中出服	1983	约 15 亿	全国	市内免税店：全国范围内 12 家市内免税牌照 机场免税店：中标大连和重庆机场入境店	国药集团
中侨	1991		哈尔滨	市内免税店：1 家哈尔滨入境市内店	长春欧亚
王府井	1955	267.89 亿	全国	已获得免税牌照，暂无经营免税业务 零售业务：全国 33 个城市共 54 家，百货、购物中心、奥特莱斯	首旅集团
海旅投免税	2020	-	海南	已获得海南离岛免税牌照，暂未开始经营免税业务 其他业务：海关监管货物仓储、一般销售类业务等	海旅投
消费精品（海南）贸易	2020	-	海南	已获得海南离岛免税牌照，暂未开始经营免税业务 其他业务：海关监管货物仓储、食品经营、进出口代理、日用百货销售、信息咨询服务等	海发控

资料来源：前瞻产业研究院，中银证券

业务优化，渠道拓展，门店数量扩张。根据公司官网介绍，公司全资子公司中免公司在全国 33 个省、市、自治区（包含中国香港和中国澳门）以及柬埔寨设立了涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的 240 多家免税店，从免税店类型、零售网点、免税商业综合体的数量、规模以及运营质量上来看，已经排在全球免税行业前列。公司已经建立起了全国唯一的免税物流配送体系，加上新零售业务和线上预订、线上回购等业务的不断开拓，优化了商品购买的流程。在经营模式方面，公司不断优化供应商产品集中采购，通过配送中心向公司下属免税店批发各类免税商品，再由下属免税店销售给出入境或海南离岛游客。

图表 16. 2019 年全球免税企业营收排行



资料来源：Moodie，中银证券

跻身全球免税集团前四，疫情期间免税销售额全球第一。从 2020 年 Moodie 统计的免税行业数据来看，公司已经成为了在世界具有重要影响力的免税集团，2019 年公司销售数据排在全球前四之列，证明公司免税业务的发展。根据公司官网介绍，鉴于国内疫情控制较好，2020 年上半年，公司荣登全球旅游零售商排行第一位。从近期一系列的国家政策指引来看，海南自贸港建设规划的出台，离岛免税购物额度的提升与购物品类的丰富，以及国内大循环的发展战略背景，免税行业有望成为深挖内需的重点领域。因此，在公司内部治理水平提升，相关政策支持的前提下，公司有望在未来继续在全球免税市场扮演重要角色。

2.3 旅游央企属性，主板核心资产

母公司率先进驻海南，助力公司深耕海南文旅市场。公司经历重组、上市、股权转让，截至目前总股本约 19.52 亿股，中国旅游集团有限公司是公司的控股公司，控股占总股比的 53.3%，作为国务院国有资产监督管理委员会 100%控股的企业，中国旅游集团有限公司一直都是国内旅游行业中的领军者之一，其经营范围也较广，主要涉及旅行社、景区、主题公园、酒店、组织交流、会展、钢铁、房地产开发、进出口业务等不同领域。2019 年 3 月 18 日，中国旅游集团有限公司将总部迁入海南省海口市，成为首家总部进驻海南的央企。此次迁入，可能标志中国旅游集团看好海南文化旅游领域未来的发展，同时也可能意味着中国旅游集团深耕海南的雄心和决心。作为中国旅游集团的控股子公司，也是子公司中唯一一个 A 股上市公司，公司的发展和市场表现在一定程度上代表着中国旅游集团，预计可能会得到集团在资源和投入方面较大的支持。

图表 17. 中国中免十大（流通）股东

十大股东	持有数量（万股）	占总股本比例(%)	增减情况(%)
中国旅游集团有限公司	104,064.27	53.30	未变
中国香港中央结算有限公司（陆股通）	20,000.18	10.24	(2.62)
中国证券金融股份有限公司	5,844.29	2.99	未变
陈发树	2,144.61	1.10	0.36
潘斐莲	1,657.05	0.85	(0.18)
中央汇金资产管理有限责任公司	1,460.28	0.75	未变
中国工商银行股份有限公司-景顺长城新兴成长混合型证券投资基金	1,001.72	0.51	0.04
安本标准投资管理（亚洲）有限公司-安本标准-中国 A 股股票基金	910.92	0.47	(0.19)
梁瑞安	874.28	0.44	0.09
中国工商银行-上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	705.43	0.36	新进

资料来源：公司公告，中银证券

从公司 2020 年三季报的股东明细变化来看，前三大流通股股东中，控股股东中国旅游集团有限公司占股比例维持不变；第二大股东中国香港中央结算有限公司（陆股通）持股比例从 2019 年的 12.56%下降到 10.24%；第三大股东中国证券金融股份有限公司持股数量不变。值得注意的是，陈发树加仓了公司 703.2 万股，持股比例增加至 1.10%，成为公司第四大股东。公司长期经营免税业务积累的优势资源、形成的商业模式、行业的龙头地位以及较大的业务发展空间，可能成为吸引投资者投资的重要因素。未来在政策支持以及自身良性发展的前提下，公司在免税主业继续发力，有望保持较高业绩增长水平，继续成为中国以及全球的重要旅游零售企业。

3 中国中免核心业务分析：发力离岛、聚焦机场、重启市内

3.1 离岛免税

3.1.1 海南旅游发展及离岛免税重要政策文件梳理

图表 18. 中共中央、国务院有关海南旅游发展重要政策梳理

发布日期	文件名称	重点内容
1988 年 8 月 29 日	《国务院办公厅关于海南省人民政府在海口市试办国营外币免税商场的复函》	一、国务院认为，在海南设立各种外汇免税商店，主要是为了适应海南建设经济特区，扩大对外开放的需要，现海南已有口岸免税店和为华侨等五种人服务的免税店，为出国人员服务的免税店也正在准备设立，这些已能解决海南很大部分的需要。为了坚持集中统一管理的原则，这几种免税店不宜改由海南经营，**应继续分别由中国免税品总公司、中国华侨旅游侨汇服务总公司和中国出国人员服务公司统一经营**。 二、考虑到海南的实际情况，国务院同意，按照深圳特区的作法，**在海口市试办国营外币免税商场**。具体事项，请你们与海关总署、经贸部、财政部商定。在试办过程中，要加强管理，认真总结经验，发现问题及时纠正，避免产生漏洞。
2008 年 3 月 28 日	《国务院关于同意将海南省海口市列为国家历史文化名城的批复》	一、**同意将海口市列为国家历史文化名城**。 二、海口市城市发展**历史悠久，文化遗存丰富，历史遗迹保存较好**。海口市历史上作为连接我国内陆与东南亚地区的重要枢纽，形成了特色鲜明的文化积淀。 三、你省及海口市人民政府要根据本批复精神，在充分研究城市发展历史和传统风貌的基础上，**正确处理保护与发展的关系**，编制历史文化名城保护规划，并纳入城市总体规划，以历史文化街区保护为重点，制订严格的保护措施和控制要求。要严格按照规划，加强对老城区传统格局、文物古迹和优秀近现代建筑的保护，完善相关设施，整治文物古迹的周边环境，不得进行任何与历史文化名城环境和风貌不相协调的建设活动。 四、你省和建设部、文物局要加强对海口市国家历史文化名城规划、保护工作的指导、监督和检查。
2010 年 1 月 4 日	《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	一、定位：**我国旅游业改革创新的试验区、世界一流的海岛休闲度假旅游目的地、全国生态文明建设示范区、国际经济合作和文化交流的重要平台**、南海资源开发和服务基地、国家热带现代农业基地。 二、发展目标：**到 2015 年,旅游管理、营销、服务和产品开发的市场化、国际化水平显著提升**。旅游业增加值占地区生产总值比重达到 8%以上,第三产业增加值占地区生产总值比重达到 47%以上,第三产业从业人数比重达到 45%以上,力争全省人均生产总值、城乡居民收入达到全国中上水平,教育、卫生、文化、社会保障等社会事业发展水平明显提高,综合生态环境质量保持全国领先水平。到 2020 年,旅游服务设施、经营管理和服务水平与国际通行的旅游服务标准全面接轨,初步建成世界一流的海岛休闲度假旅游胜地。旅游业增加值占地区生产总值比重达到 12%以上,第三产业增加值占地区生产总值比重达到 60%,第三产业从业人数比重达到 60%,力争全省人均生产总值、城乡居民收入和生活质量达到国内先进水平,综合生态环境质量继续保持全国领先水平,可持续发展能力进一步增强。 三、重点：1、发挥海南特色优势,全面提升旅游业管理服务水平；2、大力发展与旅游相关的现代服务业,促进服务业转型升级；3、积极发展热带现代农业,加快城乡一体化进程；4、加强基础设施建设,增强服务保障能力；5、推进以改善民生为重点的社会建设,加快形成人文智力支撑；6、充分利用本地优势资源,集约发展新型工业
2018 年 4 月 11 日	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	一、定位：全面深化改革开放试验区、国家生态文明试验区、**国际旅游消费中心**、国家重大战略服务保障区 二、发展目标：到 2020 年，与全国同步实现全面建成小康社会目标，确保现行标准下农村贫困人口实现脱贫，贫困县全部摘帽；到 2025 年，经济增长质量和效益显著提高；到 2035 年，在社会主义现代化建设上走在全国前列；到本世纪中叶，率先实现社会主义现代化，形成高度市场化、国际化、法治化、现代化的制度体系，成为综合竞争力和文化影响力领先的地区，全体人民共同富裕基本实现，建成经济繁荣、社会文明、生态宜居、人民幸福的美好新海南。 三、**创新国际旅游消费中心建设**：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

资料来源：中国政府网，中银证券

续图表 18. 中共中央、国务院有关海南旅游发展重要政策梳理

发布日期	文件名称	重点内容
2019 年 5 月 12 日	《国家生态文明试验区（海南）实施方案》	一、战略定位：生态文明体制改革样板区、陆海统筹保护发展实践区、生态价值实现机制试验区、清洁能源优先发展示范区 二、发展目标：到 2020 年，试验区建设取得重大进展，以海定陆、陆海统筹的国土空间保护开发制度基本建立，国土空间开发格局进一步优化；到 2025 年，生态文明制度更加完善，生态文明领域治理体系和治理能力现代化水平明显提高；到 2035 年，生态环境质量和资源利用效率居于世界领先水平，海南成为展示美丽中国建设的靓丽名片。 **三、生态旅游**：促进生态旅游转型升级和融合发展。加快建设全域旅游示范省，充分发挥海南特有的热带海岛旅游资源优势，推动生态型景区和生态型旅游新业态新产品开发建设，构建以观光旅游为基础、休闲度假为重点、文体旅游和健康旅游为特色的生态旅游产业体系。探索建立资源权属清晰、产业融合发展、利益合理共享的生态旅游发展机制，鼓励对农村宅基地、闲置房屋进行改造利用，发展度假民宿等新型住宿业态，建设一批设施完备、功能多样的休闲观光园区、森林人家、渔村渔家、康养基地，创建一批特色生态旅游示范村镇、黎苗文化特色村寨精品旅游线路。
2020 年 6 月 1 日	《海南自由贸易港建设总体方案》	一、基本原则：借鉴国际经验、体现中国特色、符合海南定位、突出改革创新、坚持底线思维 二、发展目标：**到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系**。营商环境总体达到国内一流水平，市场主体大幅增长，产业竞争力显著提升，风险防控有力有效，适应自由贸易港建设的法律法规逐步完善，经济发展质量和效益明显改善。**到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动**。营商环境更加优化，法律法规体系更加健全，风险防控体系更加严密，现代社会治理格局基本形成，成为我国开放型经济新高地。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。 三、制度设计：贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金自由便利、人员出入自由便利、运输往来自由便利、数据安全有序流动、现代产业体系、逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度、形成自由贸易港社会治理体系、营造国际一流的自由贸易港法治环境、建立有效的风险防控体系。 四、分步实施重点：（一）2025 年前重点任务。围绕贸易投资自由化便利化，在有效监管基础上，有序推进开放进程，推动各类要素便捷高效流动，形成早期收获，适时启动全岛封关运作。（二）2035 年前重点任务。进一步优化完善开放政策和相关制度安排，全面实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动，推进建设高水平自由贸易港。

资料来源：中国政府网，中银证券

国家政策支持和指引，海南自贸岛建设逐步实施。海南的总体发展离不开中共中央、国务院重要政策的引导和支持。早在 1988 年国家就已经同意在海南设立免税商场来方便出入境的国内外旅客；2008 年，海南省省会海口市被列为国家历史文化名城，凸显海南省在文化旅游资源挖掘和创新方面的突破；2010 年，《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》的出台，从战略定位、发展目标、实施保障等几个方面，明确了海南旅游创新性发展方向，从目前的发展情况来看，海南也基本实现发展目标；2018 年，在《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》中，对海南发展创新型国际旅游消费中心建设明确了总体要求，深化旅游消费结构的创新，使旅游业成为海南又一重要的发展引擎；2019 年，生态文明建设是海南重点的发展方向，其中对于生态旅游的转型升级和创新方面的要求，将海南的自然旅游资源和人文旅游资源有机结合，形成促进国际旅游岛可持续发展的助力；2020 年，《海南自由贸易港建设总体方案》颁布，海南省各产业都将获得更为高效的发展效率和动力。总体来看，海南旅游业正面临跨越式发展的良好机遇。

海南旅游大发展的格局明确，作为旅游业子行业的免税也可能将能享受到海南国际旅游到建设的推动。目前，海南离岛免税在内循环和消费回流的大背景下，随着国内外疫情逐渐得到有效控制后，海南离岛免税发展有望继续获得成长空间。

3.1.2 海南离岛免税政策梳理

海南入境旅游及离岛免税政策放宽，国内外游客出入岛手续更加便利。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》（以下简称《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，标志我国离岛免税的起点。从离岛免税政策实施至今，相关部门对免税政策进行了共计 6 次的修改，包括对适用对象、限购要求、购物种类、购买数量等方面的逐步放开。不难看出我国政府及相关部门对海南离岛免税发展以及境内免税行业发展的重视。为了进一步配合海南打造国际旅游岛以及国际旅游消费中心的建设进程，海南省公安厅出入境管理局修订了《免签证来琼旅游外国人服务和管理办法》，明确 2018 年 5 月 1 日起，免签国家范围从 26 国扩大至至 59 国，并且将团队免签放宽为个人免签，入境后的停留时间也由原来的 15 天或 21 天统一延长至 30 天。

离岛免税新政颁布，免税购物更具吸引力。2020 年新冠病毒疫情在全球范围内蔓延，影响了世界各国的经济，受到波及的行业和部门非常广泛。为了能够践行习近平总书记提出的"以国内大循环为主、国内国际双循环相互促进的新发展格局"，2020 年 6 月发布的《海南自由贸易港建设总体方案》以及三部门发布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，明确了在继续增加免税商品种类以及取消更多类免税商品购买数量的基础上，离岛免税的购物限制提高至每人每年 100,000 万元。在境外旅游暂未放开、海外购物消费回流以及国内新冠疫情得到有效控制的背景下，海南离岛免税逆势上扬获得了良好的政策支持和外部环境利好。对于早已在海南深耕离岛免税业务的公司而言，离岛免税政策有望提升公司的业绩成长。

图表 19. 海南离岛免税政策文件梳理

实施日期	适用对象	限购要求	可购品种及数量	购买及提货渠道
2011 年 4 月 20 日	**年满 18 周岁**、乘坐飞机离开海南本岛但不离境的境内外旅客，包括海南岛内居民	离岛旅客 **5,000 元/人/年**；离岛旅客每年 2 次，本岛居民每年一次	首饰（2）、工艺品（2）、手表（2）、香水（2）、化妆品（5）、笔（5）、眼镜（2）、丝巾（2）、领带（2）、毛织品（2）、服装服饰（5）、鞋帽（2）、皮带（2）、箱包（2）、小皮件（4）、糖果（5）、体育用品（2）	三亚市内免税店购买，三亚凤凰机场提货；海口美兰机场店购买并提货（2011 年 12 月开业）
2012 年 11 月 1 日	年满 16 周岁、乘坐飞机离开海南本岛但不离境的境内外旅客，包括海南岛内居民	离岛旅客购物限额提高至 **8,000 元/人/年**	**由 18 种商品增加至 21 种商品，增加美容及化妆品、健身器材、餐具及厨房用品、玩具。**提高了相关产品的数量限制：化妆品（8）、香水（5）、手表（4）、服装服饰（4）小皮件（4）、皮带（4）、箱包（4）、眼镜（4），其余不变	原购买及提货渠道不变
2015 年 3 月 20 日	维持 2012 年政策	维持 2012 年政策	**由 21 种商品增加至 38 种商品，增加婴儿奶粉、保健品、家用医疗器械等。**提高了相关产品的数量限制：化妆品（12）、香水（8）、手表（6）、服装服饰（6）小皮件（6），其余不变	2014 年 9 月起增加海棠湾店购物渠道，提货渠道不变
2016 年 2 月 1 日	维持 2015 年政策	**取消离岛旅客购物次数限制，限额提高至 16,000 元/人/年**	维持 2015 年政策	增加三亚海棠湾店和美兰机场店的**网上销售窗口**
2017 年 1 月 15 日	**扩大至乘坐火车离岛的旅客**	维持 2016 年政策	维持 2016 年政策	**增加火车站提货渠道**
2018 年 12 月 1 日	维持 2017 年政策	**取消岛内居民购物次数限制，限额提高至 30,000 元/人/年**	**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，各子项目可购 2 件	2018 年 4 月**增加博鳌机场提货点**
2018 年 12 月 28 日	**扩大至乘坐轮船的离岛旅客**	维持 2018 年政策	维持 2018 年政策	**增加新海港、秀英港提货点**
2020 年 6 月 29 日	维持 2018 年政策不变	**购物限额提高至 100,000 元/人/年**	**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，**其余商品单次没有购买量限制**	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

资料来源：海关总署，财政部，中银证券

离岛免税政策放宽，海南岛竞争力提升。从亚洲四大离岛免税实施区域免税政策内容对比来看，海南离岛免税政策在免税购物额度限制上最为开放，能够满足旅客购买更多免税商品的意愿，同时在使用对象方面不仅放宽至 16 周岁以上的旅客，并且国内外旅客均适用离岛免税政策。未来随着海南自由贸易港建设的不断深入，离岛免税政策有望打造海南的新名片，使海南能够逐渐成为在亚洲、甚至世界上都具有吸引力的国际旅游度假和免税购物胜地。

图表 20. 亚洲四大离岛免税实施区域政策一览

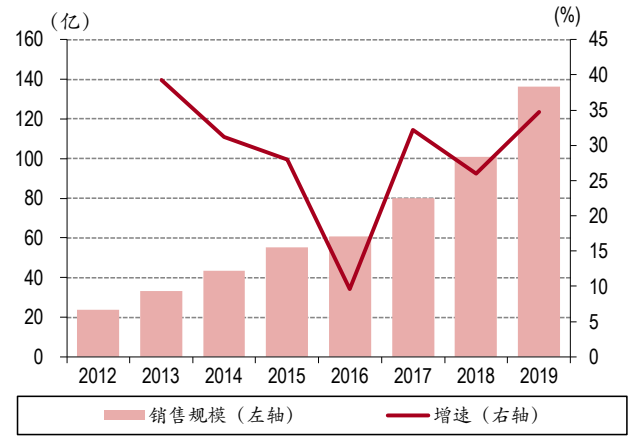
免税区域	适用对象	限购要求	可购品种及数量	免税税种	实施时间
中国海南岛	年满 16 周岁乘坐飞机、轮船、火车离岛的旅客及岛内居民	购物限制每年人民币 10 万/人，不限次数	香水、化妆品、电子消费产品、服装服饰、箱包、手表等 45 种免税商品，除化妆品、收集、酒类有数量限制外，其余商品均无限制	关税、货物税、烟酒税、营业税	2011 年
中国台湾金门妈祖	乘坐飞机、轮船离岛的旅客	限制每年新台币 6 万/人（约人民币 1.4 万元），每年限制 12 次	烟酒、化妆品、香水、珠宝、服装服饰、箱包、手表等	关税、货物税、烟酒税、营业税	2008 年
日本冲绳岛	乘坐飞机、轮船离岛的国际旅客，日本本土居民、岛内居民	限制每年日元 20 万/人，不限次数	酒类、香水、化妆品、精品、食品等进口商品，但烟草除外	关税	1988 年
韩国济州岛	年满 19 周岁乘坐飞机、轮船离岛的境外旅客	限制每年韩元 40 万/人（约人民币 2300 元），每年每人购物 6 次	进口商品、本土商品等 15 类（除纪念品和土特产）	关税、增值税、特种消费品睡	2002 年

资料来源：海关总署，财政部，中银证券

3.1.3 海南离岛免税发展情况：销售规模、购物人次稳步提升

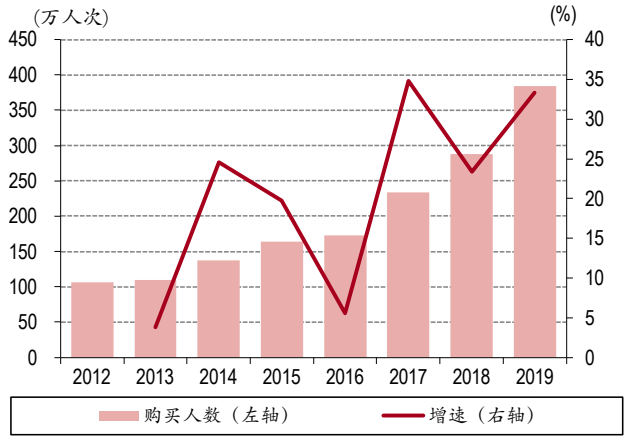
海口海关统计数据显示，2012 年至 2019 年海南离岛免税政策落地后，除 2016 年 9.57%的增速较低外，海南离岛免税销售规模一直保持着比较高速的增长，2013 年的免税品销售额增速最高，达到 39.24%。2012 年海南离岛免税销售额为 23.7 亿元，到 2019 年增加到 134.9 亿元，增长接近 6 倍，年均复合增长率为 28.3%。随着免税产品的不断丰富以及海南旅游的良性发展，2012 年至 2019 年，海南离岛免税购物人次数不断增加，从 2012 年的 106 万人次增加到了 2019 年的 384 万人次，年均复合增长率为 20.19%。离岛免税销售规模和购物人次的提升，除 2017 年人均消费增速为负数以外，离岛免税人均消费保持一定的增速，但可以看到近些年的增速相对放缓。2012 年人均消费约为 2,235 元，2019 年人均消费约为 3,554 元，年均复合增长率为 6.85%。海南离岛免税销售产品数量从 2012 年到 2019 年均保持较高的增速，最高增速为 2017 年的 41.78%，2019 年销售商品达到 1,819.9 万件，约为 2012 年的 5 倍，2012 年至 2019 年年均复合增长率为 26.45%。**据海口海关统计数据显示，新政执行后，海南离岛免税 2020 年 1-11 月销售额达 232.22 亿元，购物人次 383.9 万人，购物件数 2832 万件，同比分别增长 97.0%、14.1%、76.2%；从 7 月起至 11 月，实现单月免税销售额分别为 24.87 亿元、30.95 亿元、30.23 亿元、34.07 亿元、37.15 亿元，几乎实现每天营收 1 亿元。**

图表 21. 海南离岛免税销售规模



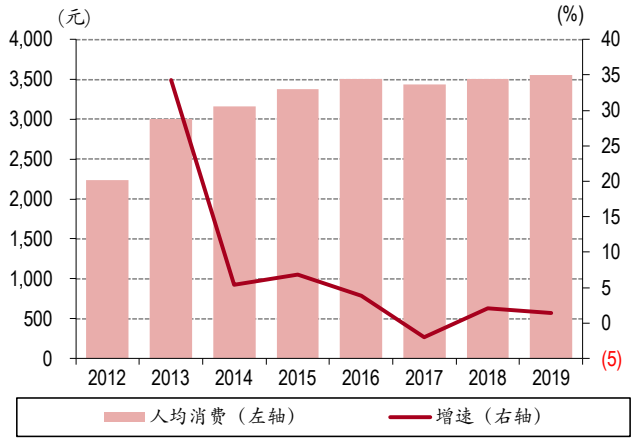
资料来源：海口海关，海南省统计局，中银证券

图表 22. 海南离岛免税购物人数



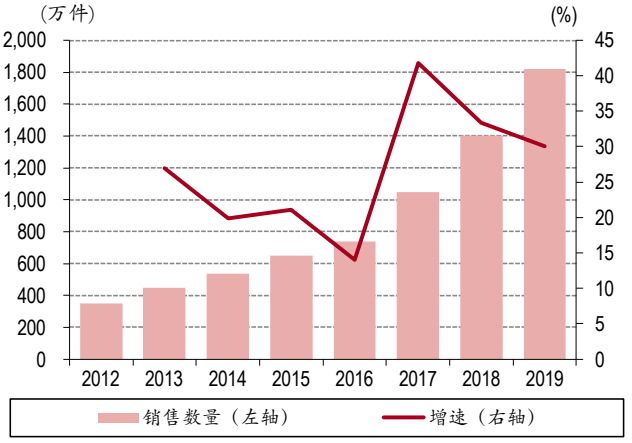
资料来源：海口海关，海南省统计局，中银证券

图表 23. 海南离岛免税人均消费



资料来源：海口海关，海南省统计局，中银证券

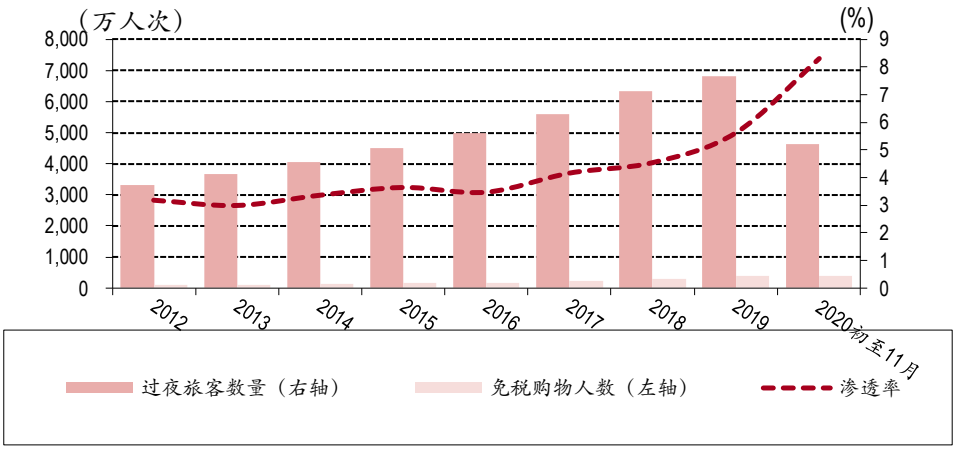
图表 24. 海南离岛免税商品销售数量



资料来源：海口海关，海南省统计局，中银证券

总体来看，离岛免税政策执行后，海南免税产业的发展保持较为稳定的增长，随着适用对象调整、限购要求逐步宽松、客购物种类的不断丰富，叠加 2020 年新冠疫情影响出入境旅游业务，海南离岛免税业务有望获得较好的发展良机。

图表 25. 海南离岛免税购物渗透率

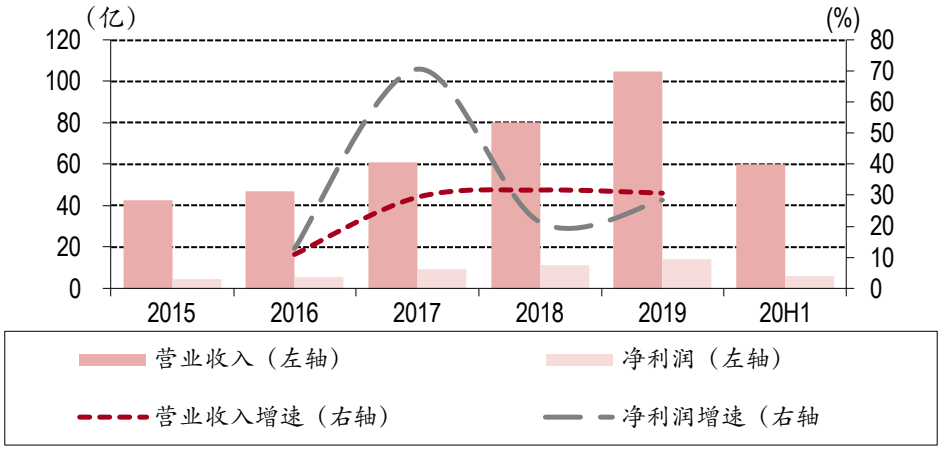


资料来源：海南省文旅厅，中银证券

全省免税购物渗透率在新政实施后提升明显。2012 年至 2019 年海南过夜游客数量不断提升，购物人数也在不断增长，使得离岛免税购物渗透率也逐年提升，从 2012 年的 3.19%提升到了 2019 年的 5.63%。2020 年 1 至 11 月，海南过夜游客 4620.89 万人次，同比下降 23.2%，免税购物人次 383.9 万人次，同比增加 14.1%，免税购物渗透率达到 8.31%。虽然 2020 年 1-11 月海南受到新冠疫情影响，旅游人次下降明显，但离岛免税新政实施促进免税购物人次同比增长，免税购物渗透率也上升明显。

3.1.4 三亚市内免税店：公司离岛免税业务核心板块，净利润贡献大

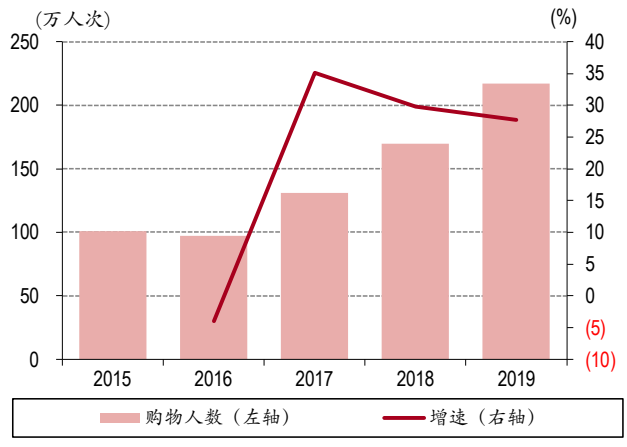
图表 26. 三亚市内店营业收入与净利润



资料来源：公司公告，中银证券

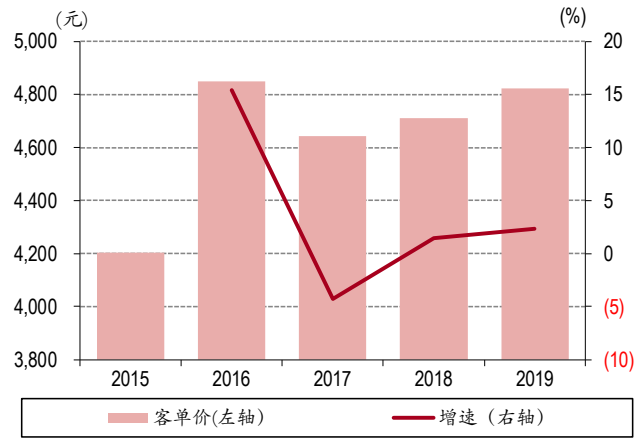
三亚市内店对公司净利润贡献率较高。三亚市内免税店有限公司系公司全资控股孙公司，自 2014 年 9 月开始经营免税业务以来，营业收入保持较高增长，2018 年和 2019 年的营业收入分别为 80.1 亿元、104.65 亿元，同比增速分别为 31.66%和 30.65%，年均复合增长率为 25.30%。免税销售净利润方面，三亚市内免税店同样也表现出较高且稳定的增长率，从 2016 年同比增速 12.9%，经过 2017 年同比增速 70.6%的最高点后，在 2019 年增速达到 28.48%，年均复合增速为 31.65%，在 2019 年的完成 14.21 亿元的净利润，占当年公司免税商品销售净利润的 30.46%。2020 年上半年，在离岛免税新政未出台和执行的情况下，公司三亚市内免税店实现营收 59.77 亿元，同比增长 12.16%，归母净利润 5.95 亿元，同比下降 28.57%，占公司归母净利润 63.91%。

图表 27. 三亚市内免税店购物人数



资料来源：公司公告，中银证券

图表 28. 三亚市内免税店客单价



资料来源：公司公告，中银证券

新政实施有望促进三亚免税店购物人次与客单价提升。根据公司公告财报数据显示，2015 年至 2019 年三亚市内免税店购物人数分别为 101 万人次、97 万人次、131 万人次、170 万人次、217 万人次；增速方面，除 2016 年出现 3.96%的下降以外，其余年份的增速均超过 27%，其中在 2017 年的增速最高，达到 35.05%，5 年间年均复合增长率为 21.1%。从三亚市内免税店客单价来看，2015 年至 2019 年分别为 4,204 元、4,851 元、4,644 元、4,712 元、4,823 元，除 2017 年下降 4.27%以外，其余各年均保持正增长，年均复合增长率为 3.49%。对比三亚市内免税店近五年的营收及其增速来看，由于客单价增幅较小，主要对营收做出贡献的是逐年均有较高提升的购物人次，2020 年虽然受到疫情影响，但离岛免税新政的实施有望提升三亚免税店的购物人次和客单价，三亚免税店的业绩有望实现突破。

图表 29. 三亚市内免税店相关购物情况

相关指标	2015	2016	2017	2018	2019
三亚过夜游客（万人次）	1,495.7	1,651.6	1,831.0	2,099.7	2,294.3
进店人数（万人次）	488	451	551	597	731
购物人数（万人次）	101	97	131	170	217
进店率=进店/过夜（%）	32.63	27.31	30.09	28.43	31.86
转化率=购物/进店（%）	20.70	21.51	23.77	28.48	29.69
渗透率=购物/过夜（%）	6.75	5.87	7.15	8.10	9.46

资料来源：海南省文旅厅，公司公告，中银证券

购物转化率保持稳定增长，新政有望形成提振动力。三亚市内免税店 2015 年至 2019 年的进店人数分别为 488 万人次、451 万人次、551 万人次、597 万人次、731 万人次，年均复合增长率为 10.63%，表现出较为稳定的增长水平。进店率来看，2015 年至 2019 年分别为 32.63%、27.31%、30.09%、28.43%、31.86%，三亚市内免税店进店率变化幅度不大，三亚过夜游客的增加与三亚市内店进店人数增加的幅度较为一致。购物转化率方面，2015 年至 2019 年分别为 20.70%、21.51%、23.77%、28.48%、29.69%，其中 2017 年、2018 年和 2019 年的购物转化率相较前 2 年提升幅度较大，主要受益于免税商品限额从每年 8,000 元/人提升到了每年 30,000 元/人的政策调整。因此，2020 年虽然受到了新冠疫情的影响，但国内旅游已经放开，购物限额提升到了每年 100,000 元/人，购物转化率预计会随着购物限额的放宽而获得提升。渗透率方面，2015 年至 2019 年分别为 6.75%、5.87%、7.15%、8.10%、9.46%，表现出较为稳定的增长趋势。

目前亚洲最大单体免税城，品牌商家入驻较为齐全。三亚海棠湾免税城一期项目于 2014 年 9 月 1 日开业，投资规模达 50 亿元，建筑面积约 12 万平方米，商业面积为 7.2 万平方米，目前是世界上最大单体免税店。据公司官网介绍，三亚海棠湾免税城已经引进了将近 300 个国际知名品牌，其中不乏路易威登（Louis Vuitton）、普拉达（Prada）、阿玛尼（Giorgio Armani）、劳力士（Rolex）等国际一线奢侈品品牌，拥有超过 10 万个时尚单品。香奈儿（Chanel）、迪奥（Dior）、雅诗兰黛（Estee Lauder）、兰蔻（Lancome）等顶级品牌的香水、化妆品旅游零售旗舰店和概念店首次出现在免税城。设计方面从各国特色商品、海南特产、户外运动、美食、顾客服务等 5 个功能出发，满足顾客的不同需求。

图表 30. 三亚海棠湾国际免税城一期



资料来源：公司官网，中银证券

图表 31. 三亚国际免税城二期河心岛项目



资料来源：公司官网，中银证券

二期项目建成对一期具有休闲功能补充作用。三亚海棠湾免税城二期项目于 2017 年动工，2020 年年初正式营业，总投资 12 亿元，建筑面积 6.5 万平方米，包括地上两层 3.5 万平方米和地下一层 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。河心岛项目包含 4 个主题区，分别为奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华、国际美食集市，每个主题区均包含若干商业及配套建筑单体，并设有三个联桥通往一期项目。虽然二期河心岛项目不能销售免税品，但却是对一期项目业态的良好补充。从主题功能区的定位来看，二期河心岛项目突出了旅游购物地的休闲功能，提升三亚国际免税城的整体购物体验，能够实现与一期项目联动发展的总体规划要求。顾客能够在满足免税购物核心需求的前提下，享受三亚国际免税城的多元化休闲服务业态，在增加购物停留时间的基础上，增加免税商品外的其他旅游消费和有税消费，拓宽国际免税城的收入构成。

三亚市内免税店收入预测：

（1）购物人数：疫情中海南离岛免税业务逆势增长，由于境外旅游暂时没有恢复（除中国澳门），三亚购物人数预计在 2020 年的同比增速将达到 50%；2021 年随着疫情恢复会导致增速有所放缓，预计增速为 30%；2022 年购物人数的增速预计也将保持在 20%的水平。

（2）客单价：在免税额度提至每人每年 10 万后，海南离岛免税销售额增速激增，三亚市内店在 2020 年有望实现客单价 60%的增幅；2021 年全球旅游逐步恢复后，预计三亚免税店的客单价增幅为 20%；2022 年趋于稳定，预计增幅为 10%。

图表 32. 三亚市内免税店收入预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
购物人数（万人次）	170	217	325.50	423.15	507.78
YOY(%)	29.77	27.65	50	30	20
客单价（元）	4,711.77	4,822.58	7,715.83	9,258.99	10,184.89
YOY(%)	1.46	2.36	60	20	10
营业收入（百万）	8,010.37	10,464.59	25,115.02	39,179.42	51,716.84
YOY(%)	31.66	30.64	239	56	32

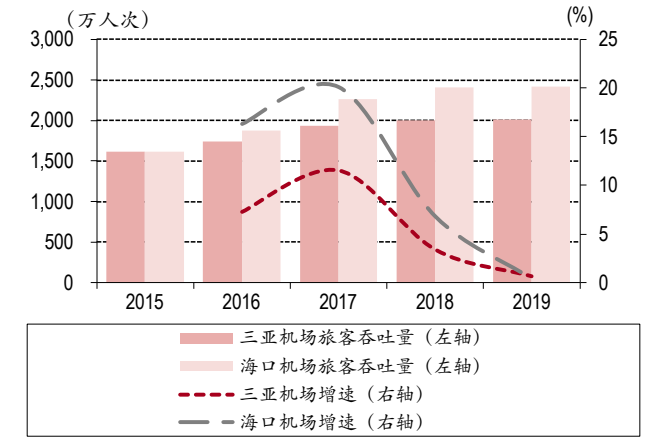
资料来源：公司公告，中银证券

3.1.5 三亚机场免税店：完善三亚免税店布局，便利顾客的购物选择

成立三亚机场免税品公司，积极申请离岛免税经营资质。2020 年 9 月 7 日，公司公告全资孙公司中免集团三亚免税店有限公司与三亚临空实业投资开发有限公司以现金方式共同投资人民币 1 亿元设立中免凤凰机场免税店有限公司，三亚市内店出资 5,100 万元，持股比例 51%，合资公司已按照有关要求正在申请离岛免税经营资质。三亚机场官网显示，三亚机场通航于 1994 年 7 月 1 日，发展至今拥有 T1 航站楼（国内）、T2 航站楼（国际及港澳台）共 10.7 万平方米，可满足年旅客吞吐量 2,000-2,500 万人次。2015 年至 2019 年，三亚机场旅游吞吐量从 1,619 万人次增加到 2016.4 万人次，年均复合增速 5.64%，与海口机场旅客吞吐量规模存在一定的差距；但是三亚机场的旅客的游客属性较强，旅游购物的需求较为强烈。

若机场免税店资质获批，有望完善三亚免税店布局。三亚机场航站楼的商业配套较为丰富，航站楼外有建筑面积达到 17.4 万平方比的三亚航空城，航站楼内也拥有可改造成为免税店的现成店铺，能够保障未来凤凰机场免税店铺的需求。虽然三亚机场免税店的落地运营可能会对三亚市内店造成一定的分流，但预计会更好地完善三亚离岛免税店的布局和辐射区域。三亚市内店地处海棠区，主要辐射三亚东部海棠湾区域的游客和居民，定位较为休闲和高端，主要服务亚特兰蒂斯、蜈支洲岛、海昌海洋公园等知名旅游景区和住宿的游客，以及三亚市内高端住宅集中的区域，包含碧桂园、万达、恒大、保利等地产开发上的业主。而三亚机场免税店的辐射区域主要为中部和西部，包含亚龙湾高铁站、三亚站、凤凰机场三大交通枢纽，以及南山、天涯海角、大小洞天、鹿回头、千古情、三亚湾、大东海、亚龙湾等知名旅游景点和区域。

图表 33. 三亚与海口机场旅游吞吐量对比



资料来源：美兰空港公告，三亚市统计局，中银证券

图表 34. 三亚市内免税店客单价



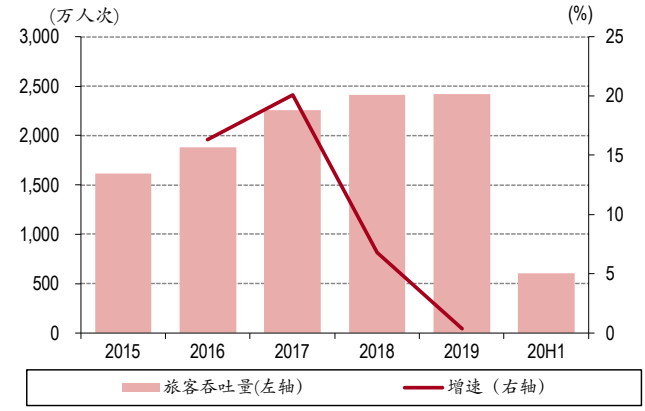
资料来源：公司公告、百度地图，中银证券

三亚新机场的建设受制于环保监管，建设仍存在不确定性。2019 年 9 月 10 日，由于涉嫌违法用海和环评报告书存在较多问题被停滞 2 年多的三亚新机场项目海洋环境影响评价的信息公示重新公告，如果项目能够通过评审并立项，将能满足在 2030 年 5,500 万航空旅客吞吐量的规划要求。三亚新机场项目位于三亚市红塘湾海域，距离市中心 27 公里，距凤凰国际机场 15 公里，离岸 4 公里，包括人工主体工程和对外交通工程 2 个部分。但根据 2020 年 6 月 18 日海南省生态环境厅发布的行政处罚判决书显示，三亚新机场建设投资有限公司因未编制海洋环境影响报告并未经海洋行政主管部门审查批准建设海洋填海工程一案，经现场查取证，决定作出责令停止施工，处建设项目总投资 2 亿元 4%，共计 8 千万人民币的罚款，并恢复原状。

3.1.6 海口机场免税店：首家离岛免税店，母公司并表中免成为新的业务增长点

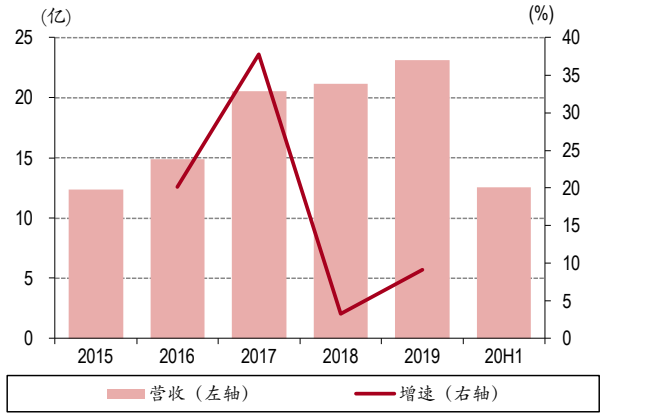
收购海免股权，目前公司在三亚免税市场一家独大。2018 年 10 月，海南省国资委无偿将其持有的海南免税品有限公司 51%的股权划转给公司控股股东中国旅游集团，换取当时名为中国国旅 2%的股权。为了避免海免与公司发生同业竞争，国旅集团立即启动了将所持海免 51%股权注入上市公司的程序。2020 年 5 月公司以 20.65 亿元现金收购控股股东国旅集团所持的海免 51%股权。海免公司成立于 2011 年，经营范围为在海南省范围内从事国家批准的离岛免税品经营、场所建设与场地租赁、经营有税商品批发和零售贸易、仓储、物流、对外贸易等。目前海免持有海口市内免税店和博鳌市内免税店 100%的股权，同时持有海口美兰机场 51%的股权。截至目前，海南离岛免税店现存的 4 家店均已归属公司，中免实际上已经完全控制了海南离岛免税的独家经营权。

图表 35. 海口机场旅客吞吐量



资料来源：美兰空港公告，中银证券

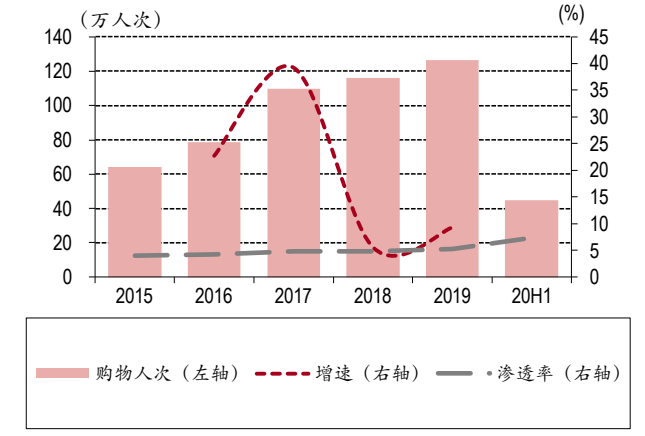
图表 36. 海口机场免税店销售收入



资料来源：美兰空港公告，中银证券

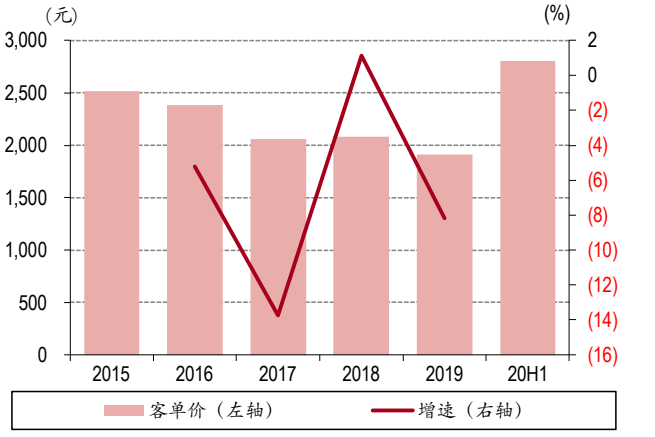
据公司官网消息显示，海口机场免税店是我国首家离岛免税店，于 2011 年 12 月 21 日投入运营，总营业面积 1.4 万平方米，共设东街、西街、中街及海口航空旅欧免税城，共经营 45 类免税商品，汇集了全球 300 多个国际知名品牌。由于离岛免税的特殊属性，海口机场的扣点率较低，经营压力较北京、上海等地的机场免税店小。

图表 37. 海口机场免税店购物人次及渗透率



资料来源：美兰空港公告，中银证券

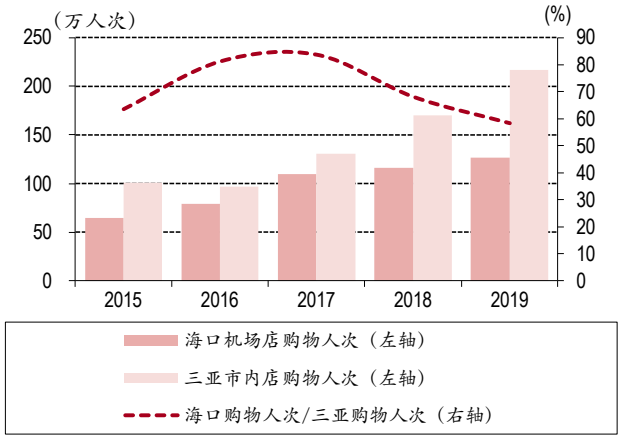
图表 38. 海口机场免税店客单价



资料来源：美兰空港公告，中银证券

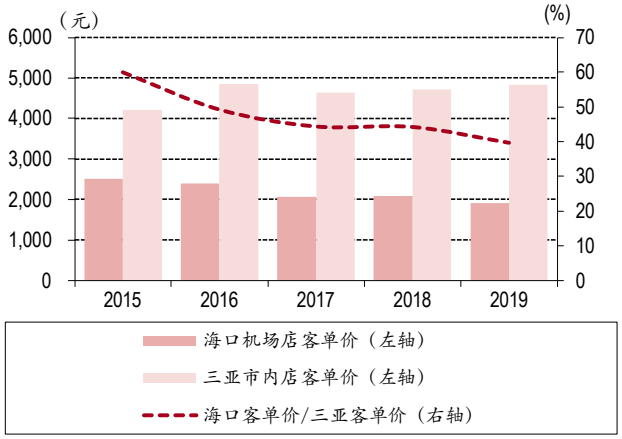
新政实施有望加速提升海口机场免税店客单价和渗透率。根据港股美兰空港公告数据显示，海口机场旅客吞吐量从 2015 年的 1,616.70 万人次，增加到 2019 年的 2,421.66 万人次，年均复合增速为 10.63%；2018 年和 2019 年海口机场游客吞吐量增速放缓，分别为 6.81%和 0.39%。据海口日报消息，2020 年年内海口机场二期扩建项目预计会交付使用，一期、二期 4500 万人次的年旅客吞吐量能够有效缓解机场负荷。2015 年至 2019 年，海口机场免税店销售额从 12.39 亿元增加到 23.11 亿元，年均复合增长率达到 16.86%；2018 年和 2019 年的销售额增速仅为 3.22%和 9.11%，可能是受到 2019 年海口日月广场市内免税店开业对销售额的分流。免税商品购物人次方面，2018 年和 2019 年的购物人次增幅放缓，分别为 5.62%和 9.31%，2019 年购物人次达到 126.71 万人次。2015 年至 2019 年的免税商品购物渗透率分别为 3.97%、4.19%、4.86%、4.81%、5.23%，并没有产生大幅增长。2015 年客单价约为 2,517 元，到 2019 年客单价下降到了 1,911 元，年均复合增长率为-6.65%。客单价趋势上来说总体一定下降，但免税店销售收入的逐年增长，表明购物人次的增加对收入的贡献较大。2020 年上半年，海口机场免税店销售收入 12.55 亿元，购买人次 44.77 万人次，同比增长 11%、下降 30%，渗透率 7.41%，客单价约 2,803.22 元，新政实施后有望提升渗透率和客单价。公司托管海免以后，供货由公司来整体安排，海口机场免税店从品类的丰富程度、物流效率、成本管控、服务质量等方面有望得到较大幅度的提升。

图表 39. 海口机场店与三亚市内店购物人次对比



资料来源：美兰空港公告、公司公告、中银证券

图表 40. 海口机场店与三亚市内店客单价对比



资料来源：美兰空港公告、公司公告、中银证券

与三亚市内店相比存在差距，二期扩容具有发展具有潜力。数据显示，海口机场免税店购物人次与三亚市内免税店购物人次相比存在比较明显的差距，2019 年三亚市内免税店的购物人数达到 217 万人次，反观海口机场购物人数只有 126.71 万人次，三亚市内免税店购物人次是海口机场的 2 倍多。三亚市内免税店客单价在 2019 年约为 4,823 元，并且近几年都维持在一个相对平稳的状态；但海口机场免税店客单价却呈现出逐年递减的趋势，从 2015 年的 2,517 元下降到了 2019 年的 1,911 元，与三亚市内免税店的客单价差距明显。根据海南日报的消息，海口机场将联手公司，以“行云流水、奇幻色彩”为主题在二期项目内打造国内最大的机场离岛免税商业区，其中新建 T2 航站楼商业面积占总建筑面积的 11%，约 3.3 万平方米，免税商业面积约 1 万平方米，目前已引进 548 个品牌商家。二期免税营业面积的增加以及独特的设计，有望提升游客的购物体验，进而形成业绩增长的潜力。

3.1.7 海口市内免税店：海口国际免税城代替三亚成为全球最大单体免税店

图表 41. 三亚市内店营业收入与净利润



资料来源：公司公告，百度地图，中银证券

海口日月广场免税店开业 1 年便实现销售规模突破 10 亿，客单价高于海口机场。地处海口市 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，一期于 2019 年 1 月 19 日开业，面积 1.3 万平方米，二期于 2019 年 6 月开业。店内经营的免税产品涵盖香化、箱包、手表、首饰等 45 类免税商品，已引进国际知名奢侈品牌近 200 个。2020 年 1 月 19 日，据海口海关统计，海口日月广场免税店开业一周年以来，海关监管销售免税商品 174.9 万件、销售规模达到 10.25 亿元，购物人数为 42 万人次，客单价约为 2,440 元，高于海口机场免税店客单价。

海口日月广场免税店开业首年的业绩亮眼，我们认为可能系三方面原因：第一，地处海口核心 CBD 商圈，配套服务设施完善，可能满足顾客免税购物外的更多需求；第二，邻近机场、港口、高铁口岸，位于市中心且交通便利，具有可达性的优势；第三，对海口机场店的补充，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。在离岛新政的推动下，海口市内免税店在商品、品牌以及服务质量的提升下，叠加服务客群不断扩大，购物人次以及客单价有望具有增长空间。

海口市国际免税城建成将超越三亚成为全球最大单体免税商城。2018 年 12 月，公司发布公告，其孙公司国旅（海口）投资发展有限公司成功竞得海口市滨海大道西侧、新港经六街以东共六宗地块国有建设用地用于建设海口国际免税城及其配套项目，该项目总建设用地面积约 32.4 万平方米，规划设计总建筑面积 69.3 万平方米，总投资约 128.6 亿元，建成后将取代三亚国际免税城成为全球最大的单体免税商城。公司可行性报告显示，六宗地块整体以商业用地为主，包含商业、住宅、商务设施、旅馆用地等，其中商业面积为 47.5 万平方米、商务办公面积 7.8 万平方米、住宅面积 8 万平方米、酒店面积 6 万平方米。项目将分为两期进行开发，一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅，具体为地块五、地块二、地块三，预计投资额 58.8 亿元，开发期限为 36 个月；二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店，具体为地块一、地块四、地块六，预计投资额 69.8 亿元，开发期限为 42 个月。

据海南日报消息，2019 年 3 月地块五（免税城商业综合体）已开工建设，主要打造“免税+有税”为主的世界级旅游文化休闲消费体验地，业态以免税为主，并涵盖了冰雪世界、热带雨林、飞行影院等实景娱乐设施以及配套的高端餐饮；2020 年 7 月 30 日上午，海口国际免税城项目地块二、地块三同时动工，比原定施工计划化提早了 3 个月，两处地块投资总规模约 20 亿元。

图表 42. 海口国际免税城地块说明

宗地编号	规划用途	容积率	面积（㎡）	出让年份（年）	成交价（万元）
地块一	商务金融用地（B2）	≤2.5	31,175	40	14,784
地块二	商业用地（B1）	≤2.5	16,561	40	7,872
地块三	二类居住用地（R2）	≤2.8（人才公寓）	28,632	70	19,825
地块四	旅馆用地（B14）	≤2.8	21,256	40	11,074
地块五	商业用地（B1）	≤2.26	88,566	40	41,203
地块六	商业用地（B1）	≤1.7	137,324	40	61,167
合计			323514		

资料来源：公司公告，中银证券

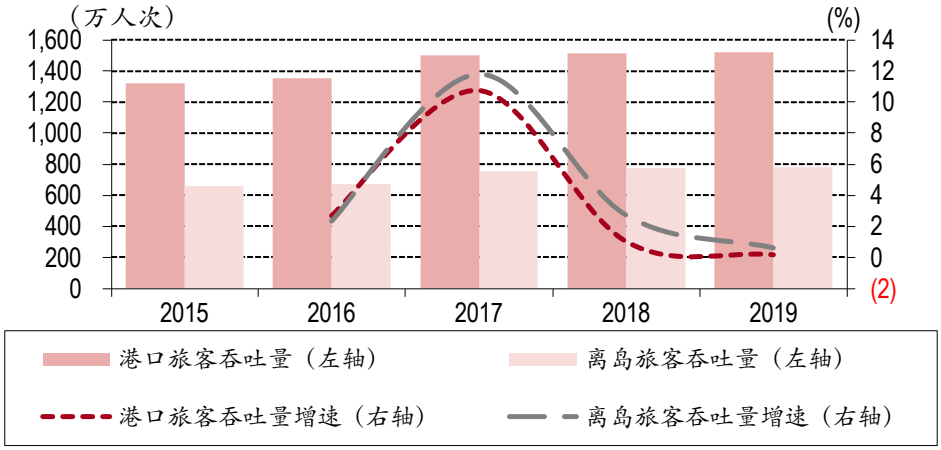
图表 43. 海口国际免税城地块分布



资料来源：公司公告，中银证券

着眼港口离岛免税店的建设，提前布局海口市免税店版图。根据海口统计年鉴数据，2019 年海口港口旅客吞吐量达 1,516.83 万人次，其中离岛旅客为 779.14 万人次，是海口离岛免税购物的主要目标群体之一。由于自驾游旅客、高铁旅客均需要在海口港以轮渡的方式出岛和入岛，因此海口国际免税城项目的落地有望更好地服务港口离岛免税旅客。海口国际免税城项目一期预计将在 2022 年开业，将成为海口市免税店格局平衡发展的重要保障。目前，乘坐轮船和高铁离岛的旅客只能在海口日月广场免税店进行免税购物，海口国际免税城项目的落地和运营，直接能够服务与其相邻的新港口的旅客免税购物需求，同时与秀英港、海口南港的距离较近，能够有效解决目前日月广场免税店距轮船港口较远的现状，方便旅客购物和离岛的时间安排。未来，海口市内店和机场店的职能将更为明确，市内店预计主要服务高铁、自驾游和轮船离岛旅客，机场店预计主要服务航空离岛旅客。

图表 44. 海口港口旅客吞吐量及离岛旅客吞吐量



资料来源：海口统计年鉴，中银证券

海口免税店收入预测：顾客虽不及三亚店具有旅游属性，但存在成长空间

（1）海口机场店：虽然受到 2020 年受疫情影响，但离岛免税政策的放宽叠加免税消费的回流，预计海口机场免税店购物人次预计全年出现 50%左右的增长，2021 和 2022 年保持较快的增长，预计分别为 20%和 20%；由于免税购物种类和限制金额的增加，客单价有望出现 50%左右的增加，2021 和 2022 年，随着全球疫情得到更为有效的控制和恢复，预计客单价有望获得 20%和 15%的增加。

（2）市内免税店：市内免税店受益于岛内居民的消费支撑，叠加国内疫情控制较好，预计 2020 年购物人次将增长 50%，2021-2022 年将保持增长，增长率分别为 25%和 20%；市内免税店的客单价因为受到离岛免税购物额度大幅提升的影响，预计有可能出现 50%左右的提升，2021 和 2022 年公司与 LVMH 及宝格丽谈判可能获得进展，客单价增长率基本持平，均为 20%。

图表 45. 海口免税店收入预测

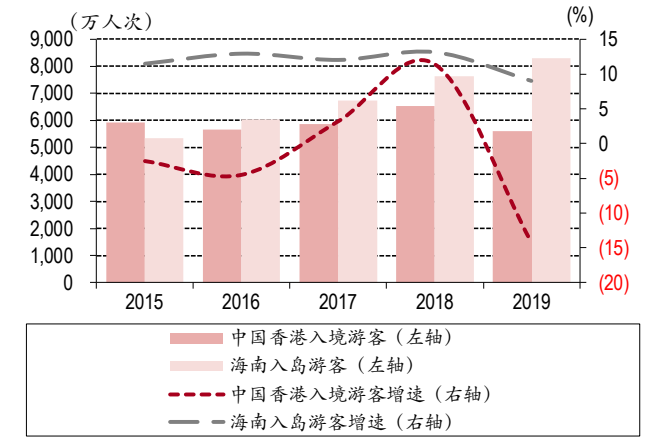
	收入构成	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
海口机场店	购物人数（万人次）	115.92	126.71	190.07	228.08	273.70
	YOY(%)	5.62	9.31	50	20	20
	客单价（元）	2,081.06	1,911.18	2,736.33	3,283.60	3,776.14
	YOY(%)	1.13	(8.16)	50	20	15
	营业收入（百万）	2,118.13	2,311.47	5,200.81	7,489.16	10,335.41
	YOY(%)	3.25	9.13	125	44	38
海口市内店	购物人数（万人次）	-	42.00	63	78.75	94.5
	YOY(%)	-	-	50	25	20
	客单价（元）	-	2,440.00	3,660.71	4,392.86	5,271.43
	YOY(%)	-	-	50	20	20
	营业收入（百万）	-	1,025.00	2,306.25	3,459.38	4,981.50
	YOY(%)	-	-	125	50	44
博鳌市内店	营业收入（百万）	-	84.00	109.2	125.58	138.14
	YOY(%)	-	-	30	15	10
海免营业收入	**总收入（百万）**	**2,118.13**	**3,227.13**	**7,616.26**	**11,074.12**	**15,455.05**
	YOY(%)	**-**	**52.36**	**136.01**	**45.40**	**39.56**

资料来源：公司公告，中银证券

3.1.8 海南离岛免税未来发展：顺势而为、对标中国香港

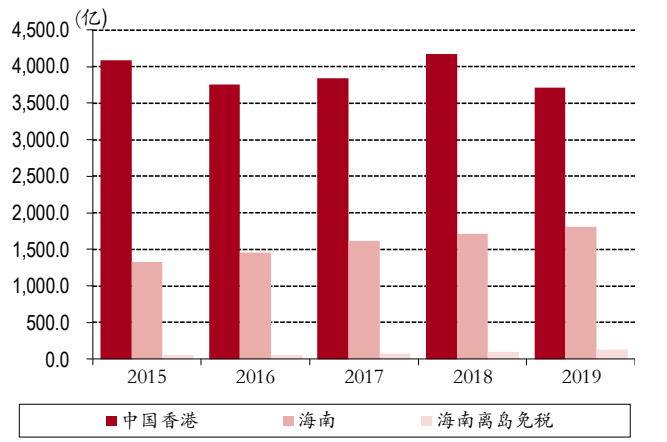
海南发展离岛免税不仅是借力国际自贸港建设和内循环的政策推动，更是打造国际一流旅游目的地的重要组成部分。中国香港是全球著名的自由贸易港，根据中国香港海关规定，中国香港的货物进口与出口均不需要缴纳关税，也不需要任何关税配合和附加税，中国香港也不设置任何增值税或一般服务税，只有酒类、烟草、碳氢油、甲醇需要缴税。

图表 46. 中国香港与海南入境（岛）旅游人数对比



资料来源：中国香港旅游发展局，海南省文旅厅，中银证券

图表 47. 中国香港与海南社会消费品零售额对比



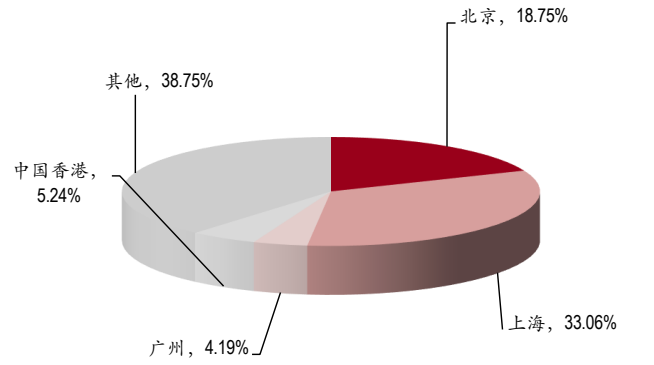
资料来源：中国香港政府统计处，海南省统计局，中银证券

海南全岛免税带来消费增长空间。根据《海南自由贸易港建设总体方案》，2025 年前适时启动海南全岛风管运作，海南将可能在自由贸易方面打开崭新局面，旅游吸引力也可能会得到提升。从海南入岛游客和中国香港入境游客的对比来看，海南入岛游客人次在 2016 年超越中国香港，到 2019 年共接待入岛旅客 8,311.2 万人次，反观中国香港却一直维持在 5,500 万至 6,500 左右的游客接待人次，而海南接待入岛旅客则以 11.78%的年均复合增速稳步提升，中国香港入境游客年均复合增速则为-1.46%。但海南的社会消费品零售额与中国香港相比存在一定差距，中国香港 2015 年至 2019 年的零售额虽然年均复合增速为-2.4%，但总体上保持在 3,700 亿人民币至 4,200 亿人民币之间；海南社会消费品零售额从 2015 年的 1,325 亿人民币增长至 2019 年的 1,808 亿人民币，年均复合增速为 8.08%，相较中国香港显得体量较小，未来可能具有较大的提升空间。自从海南离岛免税政策实施以来，免税销售额不断增长，在 2019 年达到了 136.1 亿元的销售规模，2020 年前 11 个月免税销售额达 232.2 亿元，离岛免税可能成为海南社会消费品零售增长的重要动力。叠加海南岛接待游客量的不断攀升与自由贸易港建设的不断深入，以及从境外回流的消费趋势带动国内购物热情，预计未来海南能够以中国香港为目标在社零和免税方面有较好的发展。

3.2 机场免税：北、上、广核心机场出入境提前布局

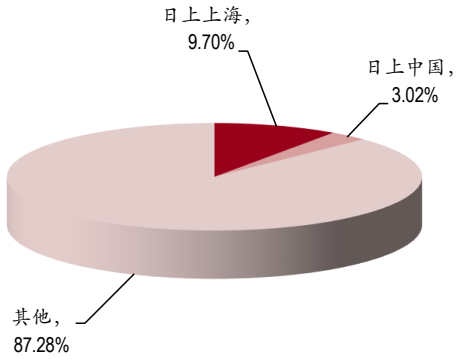
3.2.1 机场免税店营业收入同比提升，但主要机场免税店净利润贡献程度较低

图表 48. 2019 年机场免税店营收占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 49. 2019 年日上上海、日上中国净利润贡献率



资料来源：公司公告，中银证券

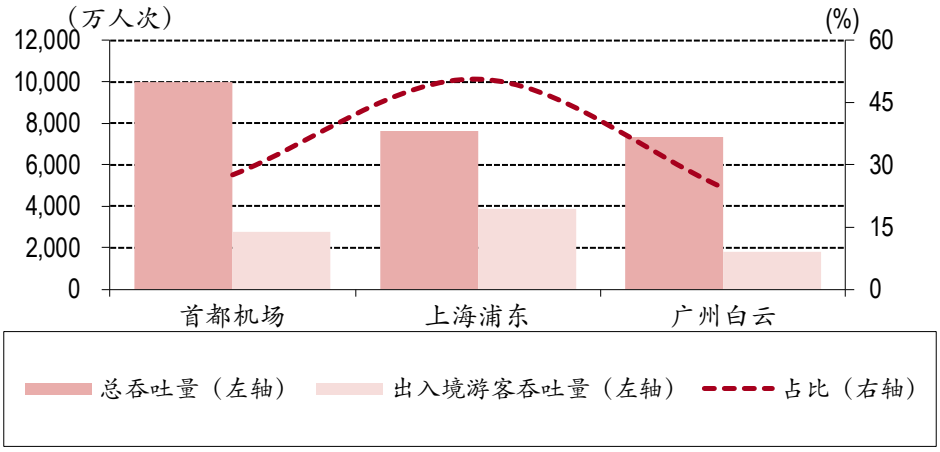
根据公司公告数据显示，2019 年北京（首都国际机场和大兴国际机场）、上海（含浦东国际机场和虹桥国际机场）、广州、中国香港的机场免税店分别实现营业收入为 85.89 亿元、151.49 亿元、19.22 亿元、24.02 亿元，同比均实现增长，其中由于广州机场免税店免税基数较小，同比增幅破百。将四大机场免税店的营业收入加总后，占公司整个免税业务收入的 59.75%。

免税业务有较高毛利率，但净利润贡献幅度较小。根据公司年报披露的相关数据来看，免税业务的总体毛利达到 50.00%，但日上上海和日上中国的归属上市公司股东的净利润只有 4.49 亿元和 1.40 亿元，只占到 2019 年公司净利润的 9.70%和 3.02%，与其对公司在营业收入的贡献程度相比，对净利润的贡献程度较小。原因主要系北京和上海机场的免税店受制于机场扣点较高所致，从中标的机场免税店扣点来看，达到了 40-46%的扣点标准，限制了公司机场免税店的盈利能力。

三大机场区位优势突出，是我国重要的出入境门户。北京机场、上海机场、广州机场分别位于我国京津冀协同发展区域、长三角一体化发展区域、粤港澳大湾区，上述区域是我国经济、社会、文化发展的重要代表地区，也是我国对外开放较早的地区，更是我国出入境的重要门户。由于区域内交通发达、商贸频繁、国际间文化交流合作程度比较深入，国外商务客人、观光旅游客人、留学游学客人等较为青睐从北京、上海和广州等地的机场或口岸出入境。

三大机场出入境旅客吞吐量占全国半壁江山。根据民航总局以及相关公司公告数据显示，2019 年全国机场完成旅客总吞吐量 13.52 亿人次，其中出入境旅客吞吐量为 1.68 亿人次。从总吞吐量的口径来看，首都机场、上海浦东机场、广州白云机场 2019 年旅客总吞吐量分别为 10,001.14 万人次、7,615.35 万人次、7,337.85 万人次，占全国机场旅客总吞吐量的 18.46%，上述机场旅客总吞吐量也位列全国机场前三甲。从出入境吞吐量的口径来看，首都机场、上海浦东机场、广州白云机场 2019 年出入境吞吐量分别为 2,757.43 万人次、3,851.36 万人次、1,794 万人次，占全国机场出入境总吞吐量的 50.01%。首都机场、上海浦东机场、广州白云机场作为国内吞吐量排名前三的机场，凭借其其国际航线众多、区域内基础设施完善，出入境旅客吞吐量方面具有优势。未来叠加未来北京大兴机场运力增加、上海浦东机场跑道和航站楼的扩容、广州白云机场三期扩建等利好，未来三大城市机场的出入境旅客吞吐量将有望进一步得到提升。

图表 50. 三大机场 2019 年出入境旅客吞吐量及占比



资料来源：民航总局，各机场公告，中银证券

图表 51. 三地主要机场基本信息及未来发展规划

机场名称	航站楼数量	出入境连通城市	目前情况	未来发展规划
上海浦东机场	2	124	2019 年上海浦东机场旅客吞吐量 7,615.35 万人次	2035 年以前建成第三航站楼，在建设 3 条跑道，预计每年可增加旅客吞吐量 4,000 万人次
首都/大兴机场	3+1（大兴）	144	2019 年首都机场旅客吞吐量超过 1 亿人次，大兴机场运营 4 个月旅客吞吐量 313.51 万人次	未来主要发力点出现在首都机场向大兴机场转场后。首都机场 2021 年夏秋航季结束前不新增航班时刻。2025 年大兴机场吞吐量增达到 7,200 万人次。
广州白云机场	2	89	2019 年广州白云机场旅游吞吐量为 7,337.85 万人次	2030 年前实现白云机场三期扩建工程，规划机场在 2030 年实现旅客吞吐量 1.2 亿人次。

资料来源：各机场公告，中银证券

3.2.1 上海机场免税店：营业面积得到增加，但机场扣点仍旧高企

控股日上上海及签订新的合同提升公司在上海机场的免税营业面积。根据公司公告，2018 年中免收购了日上上海 51%的股份，同年 7 月日上上海获得上海机场出入境免税店的运营权。免税店经营权除浦东 T1 航站楼因上份合同在 2021 年到期，其余的机场出入境免税店的经营期限都是从 2019 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，总共 7 年。虹桥机场免税店从过去 1,500 平方米增加到了新一轮合同期的 2,088 平方米，浦东机场免税店的经营面积则从招标前的 6,600 平方米增加至 16,915 平方米。可以看出新一轮招标后，作为中标单位的日上上海将能够获得更多的经营面积，增加了商品丰富以及提升购物体验的可能性。

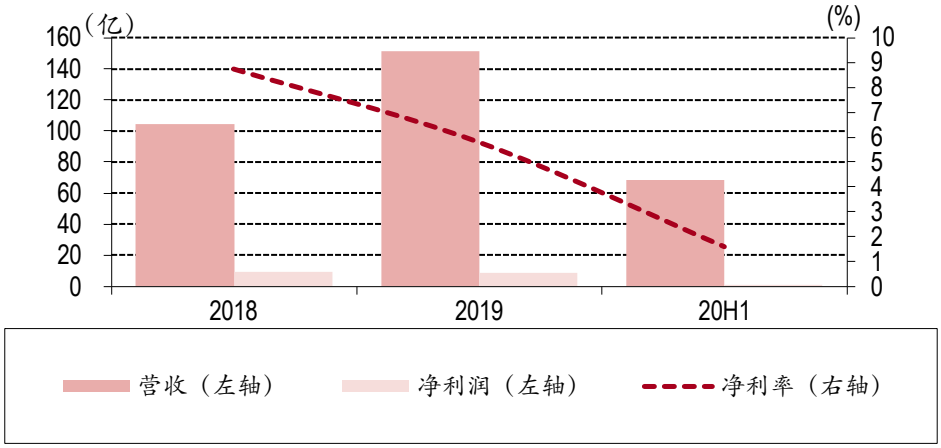
图表 52. 上海机场免税店中标情况

中标机场	经营期限	面积（㎡）	保底租金	扣点	提成方式
上海虹桥 T1 入境/出境	2019-2025	2,088	合同期内保底销售的提成总额为 20.71 亿元	综合扣点率为 42.5%；香化、烟酒、食品段 45%；百货段 25%	保底或扣点高者
上海浦东机场 T1 入境	2022-2025	821	合同期内合计保底销售提成总额为 410 亿元	综合扣点率为 42.5%；香化、烟酒、食品段 45%；百货 25%。浦东机场 T1 航站楼 2021 年前执行 35%扣点	保底或扣点高者
上海浦东机场 T1 出境	2022-2025	2,465			
上海浦东机场 T2 入境	2019-2025	1,136			
上海浦东机场 T2 出境	2019-2025	3,431			
上海浦东机场 S1 卫星厅出境	2019-2025	4,678			
上海浦东机场 S2 卫星厅出境	2019-2025	4,384			

资料来源：公司公告，中银证券

从中标的保底租金来看，上海浦东机场加虹桥机场的合同期内保底租金总共为 430.71 亿元，按照每月销售额折算，日上上海需要每月完成 5.13 亿元的销售额度。从扣点率来看，上海两大机场的综合扣点率为 42.5%，其中香化、烟酒、食品段的扣点率为 45%，百货段为 25%，扣点率的走高可能会在一定程度上影响公司的利润水平。同时，不同的扣点率也可能助力日上上海优化商品销售的结构，尤其是可以在百货和奢侈品的推广和销售方面发力，在丰富产品结构的基础上，以较低扣点率的产品销售提升盈利水平。

图表 53. 日上上海 2018 年、2019 年、20H1 营收与利润



资料来源：公司公告，中银证券

据公司财报显示，日上上海 2018 年、2019 年、20H1 的营收分别为 104.51 亿元、151.49 亿元、68.67 亿元，净利润分别为 9.15 亿元、8.81 亿元、1.10 亿元，净利率分别为 8.76%、5.81%、1.60%。2019 年营收增长的前提下，净利润和净利率同比下滑的最主要原因可能为新的扣点较高所致，20H1 受疫情影响收入与净利润均出现下滑。

上海机场免税店收入预测：

（1）通过上海机场的出入境游客减少：2017 年至 2019 年，上海机场出入境旅客人次逐年提升，虽然增幅较小，但仍成为全国机场出入境口岸中流量第一。然而，2020 年受到新冠疫情的影响，出入境旅客流量预计将出现下降，预估降幅在 50%；由于截至目前，一些国家已经开始接种新冠疫苗，预计明年接种人群扩大，上海机场出入境旅客吞吐量在 2021 年的增速预估为 100%；2022 年出入境旅游以及商务活动预计恢复正常，增速达到 10%。

（2）入境旅客平均客单价受疫情影响：2018 年至 2019 年浦东机场出入境旅客平均客单价分别为 278.16 元、393.33 元，增速达到 33.41%。受疫情和出入境人数减少的影响，商品会有促销和折扣的空间，预计 2020 年客单价将下降 5%；2021 年随着疫情恢复和商品种类的增加，预计提升 5%，2022 年预测新冠疫情能在全球范围内得到有效控制，预计客单价能够提升 5%。

（3）新冠疫情造成上海机场出入境旅客吞吐量锐减，机场免税店的销售业绩受到极大的影响，公司于 2020 年疫情后开始扩大线上直邮电商业务，根据公司在官网、日上 app、浦发银行、携程等渠道宣传的日上直邮政策，针对大陆地区实施不限制入境时间，都可享受免快递费直邮到家，按照预估日上直邮销售额 10 亿元预测（考虑到后续虽有下降可能，但有“双 11”和“双 12”利好，保守以每月 10 亿元估计），2020 年日上直邮将有可能实现线上有税商品收入约 90 亿元左右，随着疫情的好转，公司制定了线下结合线上业务的发展战略，以及优惠力度是在疫情中出台的临时性政策，预计 2021 年和 2022 年日上直邮的销售规模将不会出现大幅增加，预估均会增速 5%左右，达到 94.5 亿元和 99.23 亿元。

图表 54. 上海机场免税店收入测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出入境旅客（万人次）	3,757.35	3,851.36	1,925.68	3,851.36	4,236.50
YOY(%)	-	2.50	(50)	100	10
单位旅客消费（元）	278.16	393.33	373.66	392.35	411.96
YOY(%)	-	33.41	（5）	5	5
营业收入（百万）	10,451.42	15,148.54	7,195.56	15,110.67	17,452.82
YOY(%)	-	44.94	(52.5)	110	15.5
叠加直邮营业收入(百万)	-	-	16,195.56	24,560.67	27,375.82
YOY(%)	-	-	6.91	52	11.46

资料来源：上海机场公告，公司公告，中银证券

注：2020 年直邮在疫情中受益于政策和公司对线上业务的重视，出现较大幅度增加；待疫情过后，预计增速放缓

3.2.2 北京机场免税店：中标大兴机场免税店，航司转场将提升经营水平

中标首都机场免税，扣点率高于上海。根据公司公告，2017 年 7 月公司旗下首都机场免税品公司和日上中国分别中标首都机场 T2 航站楼和 T3 航站楼的免税店经营权，机场免税店总经营面积为 15,003 平方米。合同从 2018 年 2 月 11 日至 2026 年 2 月 10 日，共 8 年时间，合同要求首都 T1、T2 的首年保底经营费为 8.3 亿元，免税商品销售扣点率为 47.5%；首都 T3 的首年保底经营费为 22 亿元，销售扣点率为 43.5%，综合扣点率为 44.9%，扣点率均高于上海机场的 42.5%。

图表 55. 北京机场免税店中标情况

中标机场/标段	经营期限	面积（㎡）	保底租金	扣点	提成方式
首都机场 T1 入境	2018-2025	417	首年 8.3 亿元	扣点率 47.5%	保底或扣点高者
首都机场 T2 出境	2018-2025	3,186			
首都机场 T3 入境	2018-2025	1,939	首年 22 亿元	扣点率 43.5%	
首都机场 T3 出境	2018-2025	9,461			
大兴机场食品、烟酒段	2019-2025	1,666	首年 2.3 亿元	扣点率 49%	保底或扣点高者
大兴机场香化、精品段	2019-2025	3,467	首年 4.16 亿元	扣点率 46%	

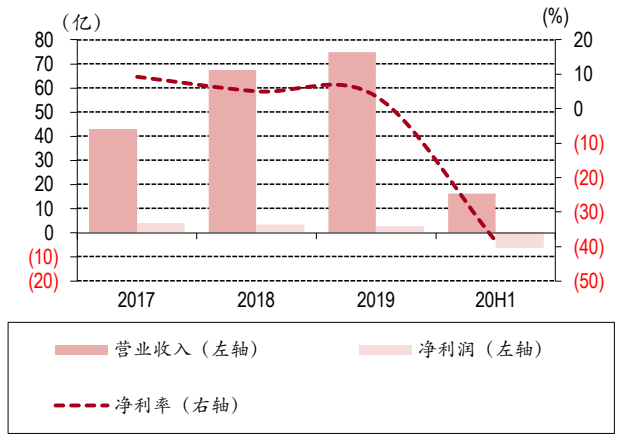
资料来源：公司公告，中银证券

中标大兴机场免税，拓展北京机场免税空间。根据公司公告，2019 年 3 月，公司中标大兴机场免税经营权，期限从 2019 年至 2029 年，共 10 年时间，经营面积为 5,133 平方比。具体中标内容为，烟酒、食品段经营扣点率为 49%，首年保底经营费为 2.3 亿元；香化、精品段扣点率为 46%，首年保底经营费为 4.16 亿元。中免中标大兴机场免税经营面积比首都机场 T2 航站楼免税经营面积增加约 1,530 平方米；同时，合计首年保底经营费为 6.46 亿元，低于首都机场 T2 的保底经营费。此外，按照机场免税品销售占比来看，食品烟酒占约 20%，香化占比约 75%，精品百货占比约 5%，按照大兴机场两标段扣点率测算，大兴机场的综合扣点率为 45.3%，扣点率低于首都机场 T2。此外，大兴机场保底经营费对应的年销售额约为 13.7 亿元，参照首都机场的运营的情况，预计能够顺利完成。

净利率出现下滑趋势，疫情影响北京机场利润。据公司财报披露，日上中国 2017 年至 2019 年的营收分别为 43.11 亿元、67.35 亿元、74.77 亿元，净利润分别为 4.02 亿元、3.44 亿元、2.73 亿元，净利率分别为 9.31%、5.11%、3.66%。2018 年开始净利润下行的主要原因可能系首都机场较高的新扣点和首年保底经营费所致。20H1 受新冠疫情影响，日上中国净利润出现亏损。

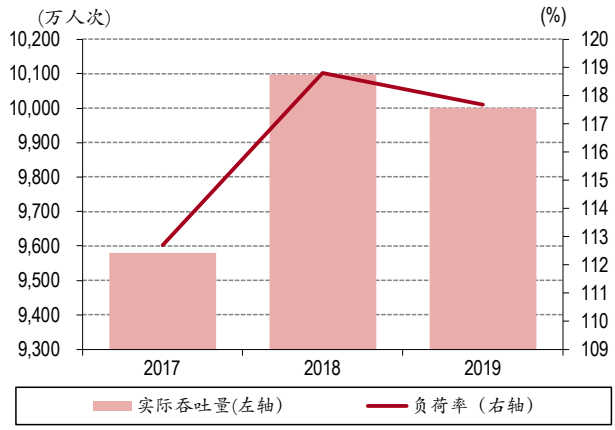
一市两场发展格局，北京机场出入境游客人数有望提升。根据民航局印发的《北京大兴国际机场转场投运及"一市两场"航班时刻资源配置方案》（以下简称《配置方案》）和《北京"一市两场"转场投运期资源协调方案》（以下简称《协调方案》）对北京两大机场的发展进行规划，大兴机场将在 2021 年和 2025 年分别实现旅客吞吐量 4,500 万人次和 7,200 万人次的建设投运目标；首都机场将定位为大型国际航空枢纽，服务首都核心功能，实现旅客吞吐量 8,200 万人次的工作目标。首都机场旅客吞吐量设计负荷为 8,500 万人次/年，2017 年至 2019 年，首都机场旅客吞吐量分别为 9,578.84 万人次、10,098.33 万人次、10,001.14 万人次，负荷率分别达到了 112.69%、118.80%、117.67%。"一市两场"的投运发展规划，一方面能够缓解目前首都机场超负荷运行的现状，另一方面也能够进一步实现京津冀地区机场群协同发展的格局。

图表 56. 日上中国营业收入及利润



资料来源：公司公告，中银证券

图表 57. 首都机场超负荷运行情况



资料来源：首都机场公告，中银证券

大兴机场未来发展有望提升出入境旅客吞吐量。2019 年首都机场出入境旅客吞吐量为 2,757.43 万人次，占当年旅客总吞吐量的约 28%，根据《配置方案》和《协调方案》所规划两场吞吐量的目标以及 2019 年出入境旅客吞吐量占比测算，2021 年、2025 年大兴机场出入境旅客吞吐量预估值分别约为 1,260 万人次和 2,016 万人次，但考虑到疫情的影响，2021 年的出入境旅客吞吐量全面恢复存在不确定性，而 2025 年的发展目标预计能够顺利达成。

大兴机场免税店未来营收值得期待。大兴机场免税店收入的估算可以根据首都机场 2019 年的数据来进行参考和测算，假设大兴机场单位旅客免税品消费额为 2019 年首都机场的消费额 311 元，有可能出现-5%至 10%左右的降幅和增幅情况；同时，大兴机场出入境旅客吞吐量占比以 2019 年首都机场的 28%为参考值，可能会出现-5%至 10%左右的变动情况，根据双因素敏感性分析结果显示，2025 年大兴机场免税品销售收入预计可能在 59 亿元至 93 亿元左右。

图表 58. 大兴机场免税店销售敏感性分析

入境旅客占比（%）	出入境旅客吞吐量（万人次）	单位旅客免税品消费金额 -5%	不变	5%	10%
		295.5	311.0	326.6	342.1
23	1,656	48.9	51.5	54.1	56.7
28	2,016	59.6	62.7	65.8	69.0
33	2,376	70.2	73.9	77.6	81.3
38	2,736	80.8	85.1	89.3	93.6

资料来源：公司公告，中银证券

北京机场免税店收入预测：

（1）首都机场与大兴机场出入境旅客减少：2017 年至 2019 年，北京首都国际机场加 2019 年 9 月 30 开始通航的大兴国际机场出入境吞吐量有小幅攀升，受到新冠病毒疫情的影响预计 2020 年出入境游客吞吐量减少 60%；2021 年预计全球疫情得到较好控制，预计出入境游客吞吐量同比提升 100%；2022 年随着疫情全面得到控制，且文旅部倡导入境旅游服务提升，大兴机场运力增加，预计由北京机场出入境的旅客提升幅度预计为 10%。

（2）首都机场 2017-2019 年出单位出入境旅客消费分别为 221.88 元、269.98 元、311.49 元，增速较为明显。但受到疫情影响，出入境旅客人数减少，同时相比消费，国人更倾向于存款等因素，首都机场的出入境旅客平均客单价在 2020 年将下跌 5%，2021 年疫情得到较好控制客单价提升 5%，2022 年随着疫情全面受控叠加产品种类丰富，预计客单价提升幅度达到 5%。

图表 59. 北京机场免税店收入测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出入境旅客（万人次）	2,736.84	2,757.43	1,102.97	2,205.94	2,426.53
YOY(%)	-	0.75	(60)	100	10
单位旅客消费（元）	269.98	311.49	295.91	310.71	323.14
YOY(%)	-	15.37	(5)	5	5
营业收入（百万）	7,389.00	8,589.00	3,263.80	6,854.08	7,841.10
YOY(%)	-	11.01	(55.83)	110.00	14.40

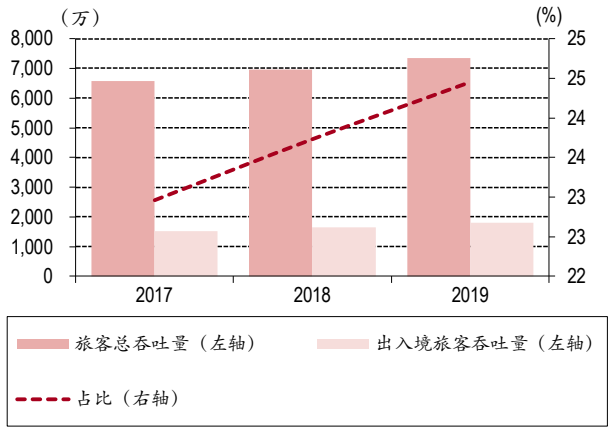
资料来源：公司公告，中银证券

3.2.3 广州机场免税店：免税店经营面积获得增加，基数小、增速快

广州机场出入境旅客吞吐量保持稳定增速，免税店营收同比增幅较大。2017 年至 2019 年广州白云机场旅客总吞吐量分别为 6,580.7 万人次、6,972.04 万人次、7,337.85 万人次，其中出入境旅客吞吐量分别为 15,11.23 万人次、16,54.41 万人次、1,794 万人次，出入境旅客占总吞吐量占比分别为 22.96%、23.73%、24.45%，出现小幅度的增长。广州白云机场作为我国内地出入境游客吞吐量排名第三的机场，免税店的发展一直与首都机场、上海机场存在差距。根据公司公告显示，2018 年、2019 年广州机场免税销售收入分别为 8.45 亿和 19.22 亿元，增长率超过 127%。销售业绩的大幅提升不仅与公司广州机场免税店营业面积得到提升有关，同时也受益于公司在经营中不断丰富的免税商品相关。

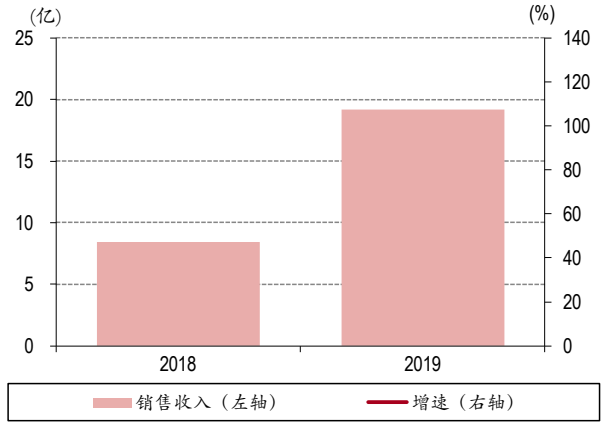
广州机场免税经营合同扣点及保底相对温和。从公司中标广州机场免税品经营合同的内容来看，广州机场 T1 出入境免税店经营面积约 2,000 平方米，其中 T1 入境标段保底月租金在 T2 启用前为 3,244 万元/月，扣点率为 39%；在 T2 启用后月保底租金将减少至 2,356 万元/月，扣点率将执行与 T2 入境相同的 42%。总体来看，相对于广州机场高扣点、高保底经营销售额的入境免税店条款，出境免税店条款中的扣点和月保底经营销售额相对较低。

图表 60. 广州机场出入境旅客吞吐量占比情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 61. 广州机场免税店营收情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 62. 广州机场免税店中标情况

中标机场/标段	经营期限	面积（㎡）	保底月租金	扣点	提成方式
广州机场 T1 出境	-	1,600			
广州机场 T1 入境	2018-2024（可再延 3 年）	400	32,44/2,356 万元	39%/42%	保底或扣点高者
广州机场 T2 出境	2018-2026（可再延 2 年）	3,544	3,292 万元	35%	保底或扣点高者
广州机场 T2 入境	2018-2024（可再延 3 年）	700	3,533 万元	42%	保底或扣点高者

资料来源：公司公告，中银证券

广州机场免税店坪效具有提升的空间。2019 年，三大机场免税店销售收入同比均出现增长，从经营坪效的角度来看，白云机场 30.8 万元/平方米的坪效排名第三，与上海机场的 79.7 万元/平方米与首都机场的 49.8 万元/平方米的经营坪效存在一定的差距。未来，随着广州机场在疫情过后，出入境旅客吞吐量有望恢复并逐步增加，叠加免税店商品的不断丰富，广州机场免税店的坪效有望获得进一步提升，有望向上海机场和北京机场看齐。

图表 63. 2019 年三大机场免税商品销售坪效对比

机场	免税收入（亿元）	经营面积（㎡）	坪效（万元/㎡）
上海机场	151.49	19,003	79.7
首都机场	74.77	15,003	49.8
广州机场	19.22	6,244	30.8

资料来源：公司公告，中银证券

广州机场免税店收入预测：

（1）广州白云机场受疫情影响出入境旅客减少：2017 年至 2019 年，广州白云机场旅客总量均有一定幅度的增加，考虑到新冠病毒疫情对出入境旅游的负面影响，2020 年全年出入境旅客吞吐量将减少 50%，随着全球疫情逐步得到有效控制，预计 2021 年白云机场出入境旅客吞吐量同比提升 100%；2022 年疫情影响基本消退，叠加入境旅游政策支持以及粤港澳大湾区旅游“一站多程”逐步落地，广州机场出入境吞吐量预计将提升 30%。

（2）广州白云机场 2018 年至 2019 年的出入境单位旅客分别为 51.08 元、107.13 元，出现了高于 1 倍的增长，但仍与首都机场和上海机场有明显的差距。考虑到白云机场单位旅客消费基数较低，叠加免税品类及产品有望得到丰富，预计除 2020 年受疫情明显影响以外，2021 年、2022 年将会出现良性的正增长。2020 年预计下降 5%，2021 年预计同比提升 30%，2022 年预计同比提升 20%。

图表 64. 白云机场免税店收入测算

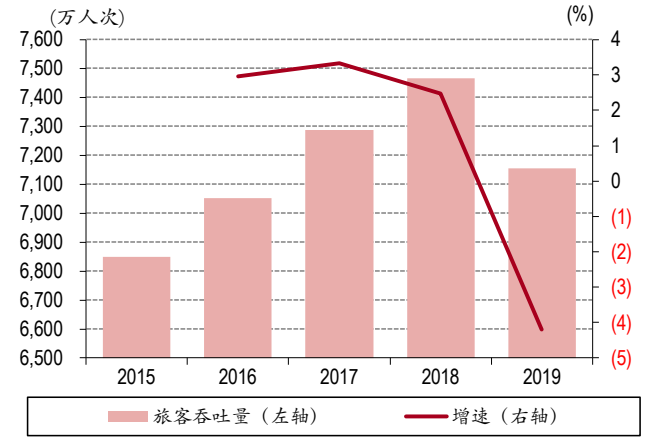
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出入境旅客（万人次）	1,654.41	1,974.00	897.00	1,794.00	2,332.20
YOY(%)	-	8.44	(50)	100	30
单位旅客消费（元）	51.08	107.13	101.77	132.301	158.76
YOY(%)	-	109.73	(5)	30	20
营业收入（百万）	845.00	1,922.00	912.88	2,373.48	3,702.58
YOY(%)	-	127.46	(52.50)	160.00	56.00

资料来源：公司公告，中银证券

3.2.4 中国香港机场免税店：经营品类少，持续盈利空间有限

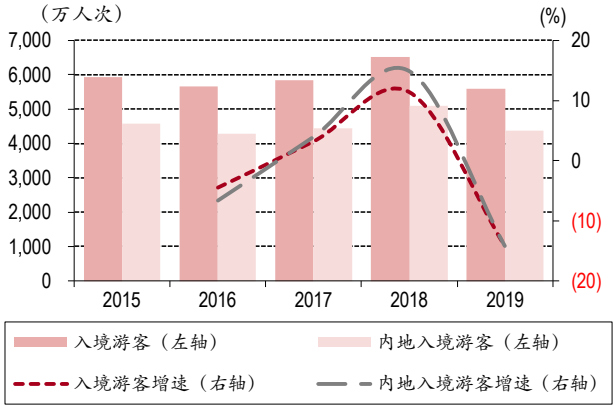
2016 年起，中国香港机场旅客吞吐量首次突破 7,000 万人次大关，并在随后两年保持较好的增长，但由于 2019 年的相关特殊事件的影响，2019 年中国香港机场的吞吐量出现同比 4.2%的降幅，吞吐量为 7,154.3 万人次。

图表 65. 中国香港机场吞吐量及增速



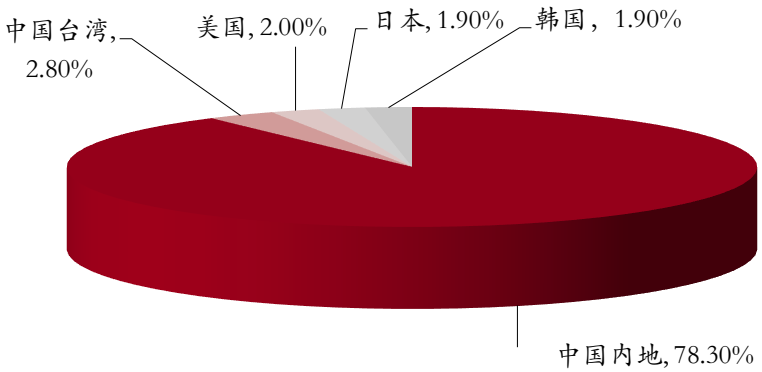
资料来源：中国香港机场，中银证券

图表 66. 中国香港入境及内地入境中国香港游客及增速



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

图表 67. 2019 年入境中国香港游客客源地排名占比



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

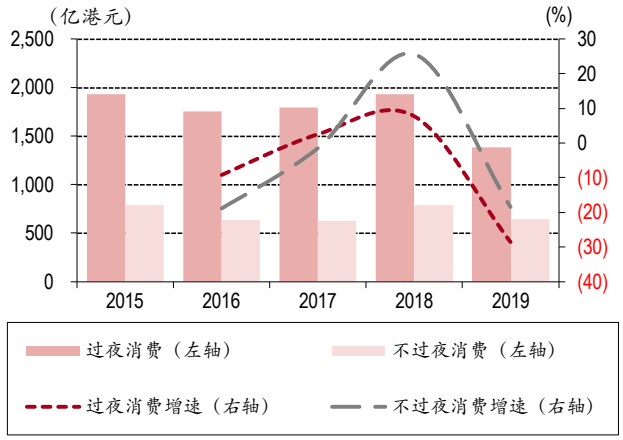
中国香港旅游资源丰富，吸引国内外游客到访，内地游客到访占比最多。2015 年入境中国香港游客数达到 5,930.76 万人次，随后在 2018 年达到 6,514.76 万人次，同比增幅达 11.42%，成为近年来入境游客增幅最大的一年。同样，由于 2019 年中国香港发生相关事件的影响，2019 年的入境旅游人数不升反降，同比跌幅达到 14.18%，入境旅游人次下降到 5,591.26 万人次。中国内地赴港旅游人数也因为上述影响，在 2019 年人数下降到 4,377.47 万人次，同比降幅为 14.23%，与中国香港入境旅游总人数的跌幅接近，入境中国香港旅游人数的减少，在一定程度上影响了当地旅游业的发展。

内地是中国香港旅游最大客源地。从中国香港入境游客客源地构成来看，中国内地近几年都是中国香港最大的客源市场。依据 2019 年的入境旅游客源地数据显示，排名前五的客源地分别为：中国内地游客（78.3%）、中国台湾游客（2.80%）、美国游客（2.00%）、日本游客（1.90%）、韩国游客（1.90%）。

内地游客消费占比高。中国内地不仅是中国香港近些年最主要的客源输出地，更是为中国香港的旅游收入和零售业收入做出了不小的贡献。根据中国香港旅游发展局的统计显示，中国香港过夜游客的旅游消费在 2015 年和 2018 年出现高点，均达到 1,900 亿港元以上，不过夜游客消费数据在 2015 年与 2018 年均超过 780 亿港元；但由于 2019 年的相关事件的影响，中国香港过夜游客消费和不过夜游客消费均出现较大幅度的下滑，分别为 1,382 亿港元、642.1 亿港元，分别同比下降 28.60%、18.47%。在中国香港旅游消费中，内地游客旅游消费的占比最高，2015 年至 2019 年期间，过夜消费额占比均超过 7 成，不过夜消费占比均超过 9 成。

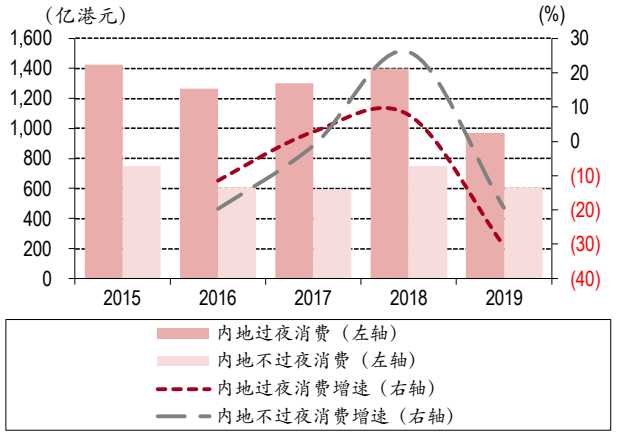
近年来内地游客购物占比出现下滑。内地游客在中国香港旅游消费中购物消费所占比例较高，但 2015-2019 年的购物比例数据下降明显，内地过夜游客购物占旅游消费比例从 2015 年的 68.8%下降至 57.1%，而 2015 年-2019 年内地不过夜游客购物占旅游消费比例从 89.30%小幅下降至 86.60%。不过夜游客购物占旅游消费比例较高的原因可能系这类游客几乎不需要为住宿花费，餐饮消费、娱乐消费、门票等消费也占比较低，其主要旅游目的就是为了购物。中国香港旅游发展局数据显示，2015 年至 2019 年内地不过夜游客的客单价基本维持在 2,100 港元以上，但总体呈现出下降的趋势。下降的原因分为两个方面，一方面可能因为 2019 年中国香港发生相关事件，对内地居民赴港旅游和购物情绪造成一定影响，部分拟赴港游客的购物花费转移到其他国家和地区所致；另一方面，海南离岛免税开始发力，叠加内地百货商品（包含奢侈品）与中国香港销售价的价差在逐步缩小，部分拟赴港购物的游客就近在内地消费所致。

图表 68. 中国香港入境旅游消费规模



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

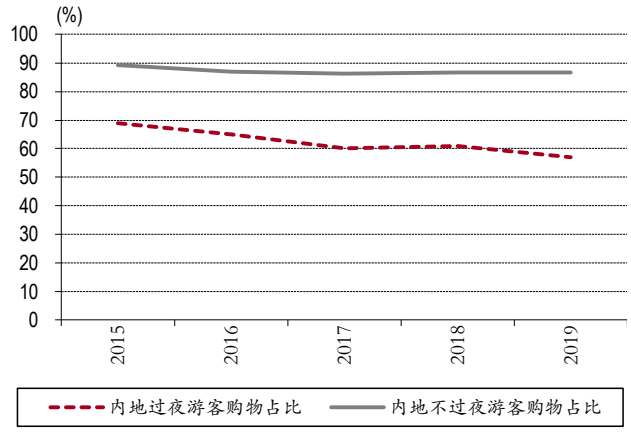
图表 69. 中国内地游客入境中国香港旅游消费规模



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

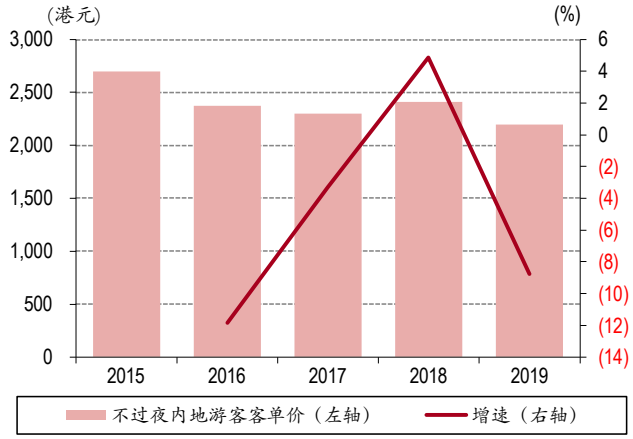
2019 年中国香港社零业销售额出现下滑，2020 年疫情影响加大。从 2019 年内地入境中国香港过夜与不过夜游客的消费额度以及购物在旅游消费中所占的比例来计算，我们可以得出 2019 年内地入境中国香港游客在购物方面的花费约为 883 亿港元。根据中国香港特区政府统计处 2020 年 2 月 4 日公布的数据显示，2019 年中国香港零售业销售额的临时估计数值为 4,312 亿港元，同比下跌 11.%，为中国香港年度零售额 3 年以来的首次下跌。2020 年受到新冠病毒疫情的影响，中国香港特区政府统计处公布 2020 年上半年零售业总销售额数字为 1,608 亿港元，同比下跌 33.33%，上半年总销售量临时估计数字同比下跌 34.9%。

图表 70. 内地游客在中国香港购物比例



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

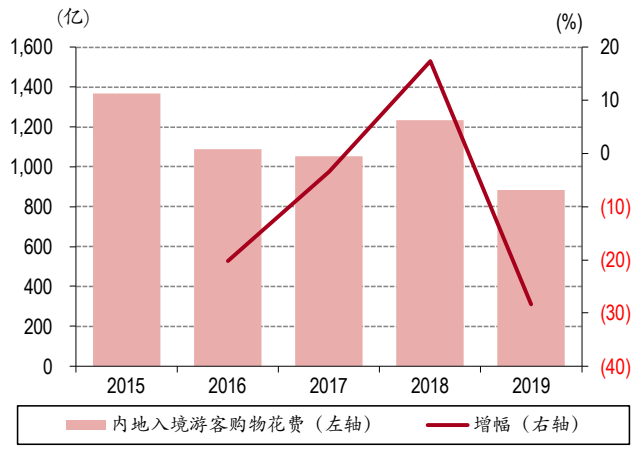
图表 71. 内地不过夜游客客单价变化趋势



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

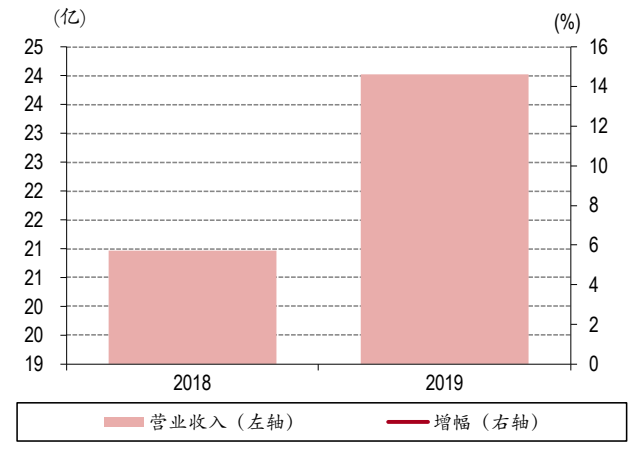
根据公告，2017 年公司中标中国香港机场烟酒和当地特色产品的免税经营牌照，具体中标单位为公司持股 80%，拉格代尔旅游零售持股 20%的“中免-拉格代尔有限公司”。经营期限从 2017 年 11 月 18 日至 2024 年 9 月 30 日，经营总面积为 3,400 平方米，共在中国香港国际机场入境和离境大堂设立 8 家店面。店名为 DUTY ZERO by CDF 的中免香港机场免税店于 2018 年 7 月 12 日开业，主要采用“免税+新零售+场景体验”的模式，为旅客打造优质的免税商品销售和服务。

图表 72. 内地游客入境中国香港购物花费测算



资料来源：中国香港旅游发展局，中银证券

图表 73. 公司中国香港机场免税店营业收入



资料来源：公司公告，中银证券

中国香港机场免税店扣点较高，品类丰富度不够。根据公司公告，2018 年至 2019 年，中国香港国际机场免税店收入分别为 20.97 亿元、24.02 亿元，增幅达到 14.5%。考虑到 2018 年免税店从 7 月开始营业，并且 2019 年受到相关事件影响，14.5%的增幅可能并不能够充分说明公司中国香港机场店的业务情况。不仅如此，考虑到公司中国香港机场店主要经营烟酒业务，并且机场的扣点达到 48%，该店未来的盈利空间可能比较有限。值得注意的是，中国境内免税受益于政策支持和疫情的影响，未来国人境外免税消费有望回流，可能形成对境内免税销售额攀升的支撑。

中国香港机场免税店收入预测：受疫情影响较大，逐步恢复进程稳定

（1）中国香港机场受疫情及相关事件影响出入境游客占比下降：2019 年中国香港机场出入境旅客为 7,154.3 万人次，同比下降 4%，。2020 年新冠疫情的影响，中国香港机场出入境客流预计会有 60%左右的下降；2021 年在全球疫情得到较好控制后，作为亚洲核心机场出入境客流量预计将提升 100%；2022 年在考虑到近些年中国香港机场出入境旅客吞吐量同比增速较低的历史表，预计增速在 30%，出入境旅客吞吐量基本与 2018 年持平。

（2）客单价大幅度提升潜力有限，高扣点仍是发展羁绊：中国香港机场出入境旅客人数较北、上、广机场高，导致相应的单位出入境旅客的客单价较低，同时机场 48%的较高扣点影响公司中国香港机场免税店的盈利水平。因此，我们预计 2020 年由于疫情影响和人流量不足等情况，公司将会采取促销和打折优惠，导致客单价下跌 5%；2021 年疫情得到有效控制，中国香港机场人流量逐步恢复，客单价有望提升 5%；2022 年机场流量恢复正常，客单价有望以 5%的小幅增速。

图表 74. 中国香港机场免税店收入预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出入境旅客（万人次）	7,467.20	7,154.30	2,861.72	5,723.44	7,440.47
YOY(%)		(4)	(60)	100	30
单位旅客消费（元）	28.08	33.57	31.90	33.49	35.16
YOY(%)		20	(5)	5	5
营业收入（百万）	2,097.00	2,402.00	912.76	1,916.80	2,616.43
YOY(%)		14.5	(62)	110	37

资料来源：公司公告，中银证券

3.3 市内免税店：若面向国人开放，将成为中免免税业务的新增长点

3.3.1 我国市内免税店相关情况

我国市内免税店暂时没有面向国人全面开放。我国市内免税店牌照持有者主要为中免、中出服*以及新晋的王府井三家。公司主要运营的是出境前市内免税店，主要适用的对象是即将出境的境外人员；中出服主要运营的是入境后市内免税店，主要针对的对象为持护照入境年满 16 周岁的中国籍人员。但现阶段无论是出境前还是入境后市内店均与离岛免税店以及机场免税店的发展存在差距。其原因主要分为四个方面，一是由于外国免税业发展较早，品类丰富且购物方便，境外人员可能较少在中国进行免税购物；二是入境后免税店由于存在与品牌方在市内的百货店或有税店的购物渠道竞争，可能品牌方入住免税店的意愿不强，导致店内的商品品类不够丰富；三是机场免税店购物方便，消费场景容易激起旅客购物意愿，可能成为市内免税的竞争对手；四是我国入境后市内免税店规定每年每人的购物额度相对较低，可能抑制了购买和消费情绪。

* *注：“中免”为中国免税品（集团）有限责任公司简称；“中出服”为“中国出国人员服务有限公司”简称。*

图表 75. 我国市内免税店对比

免税店类型	购买对象及政策	限额	运营商
出境前市内免税店	购买对象：即将出境的境外人员 购买凭证：有效的出境证件，车、船、机票 提货方式：当场付款，出境时在出境口岸隔离区提货并携带出境	境外人员依据各国规定	中免
入境后市内免税店	购买对象：持有中华人民共和国护照入境的年满16周岁以上的中国籍旅客 购买凭证：自入境之日起归国180天以内 提货方式：当场付款，当场提货	限额每人每年5,000元，可多次入境累计	中出服

资料来源：海关总署，中银证券

公司开始在境内重启市内免税店。根据公司官网介绍，2019年8月23日，公司上海市内免税店正式开业，是继青岛、厦门、大连和北京之后公司在国内恢复运营的第五家市内免税店，据澎湃新闻报道，2021年公司将在武汉落地首个中部地区市内免税店。境外中免也在积极布局市内免税店，目前在中国香港设立了免税美妆市内旗舰店，在柬埔寨设立的吴哥市内免税店、西哈努克港市内免税店，以及即将在中国澳门设立的葡京免税店。

重点城市市内免税店有望获得政策放宽。现阶段，随着我国"一带一路"战略不断深入发展以及相关入境政策的放宽，未来我国入境旅游发展有望获得推动。2020年3月国家发改委、商务部23部委联合发布《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》中指出要进一步加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业体系，完善市内免税店政策，建设一批中国特色的市内免税店，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。公司打造重点城市免税店不仅能够实现旅游产业内业态的提升，也能够增加旅游目的地城市对国内外游客的吸引力，同时市内免税店没有机场免税店的高扣点，有望为公司贡献更高的利润率；因此，公司重启重点城市市内免税店的举动，可能不仅是对我国入境旅游发展空间的看好，也可能是对公司境内免税拼图的完善。同时，值得关注的是，鉴于海南离岛免税购物政策至今6次修改，未来市内出境前免税店有向国人开放的可能，一旦放开将会是对市内免税店的利好，也将在很大程度上一改我国市内免税店发展相对滞后的现状。

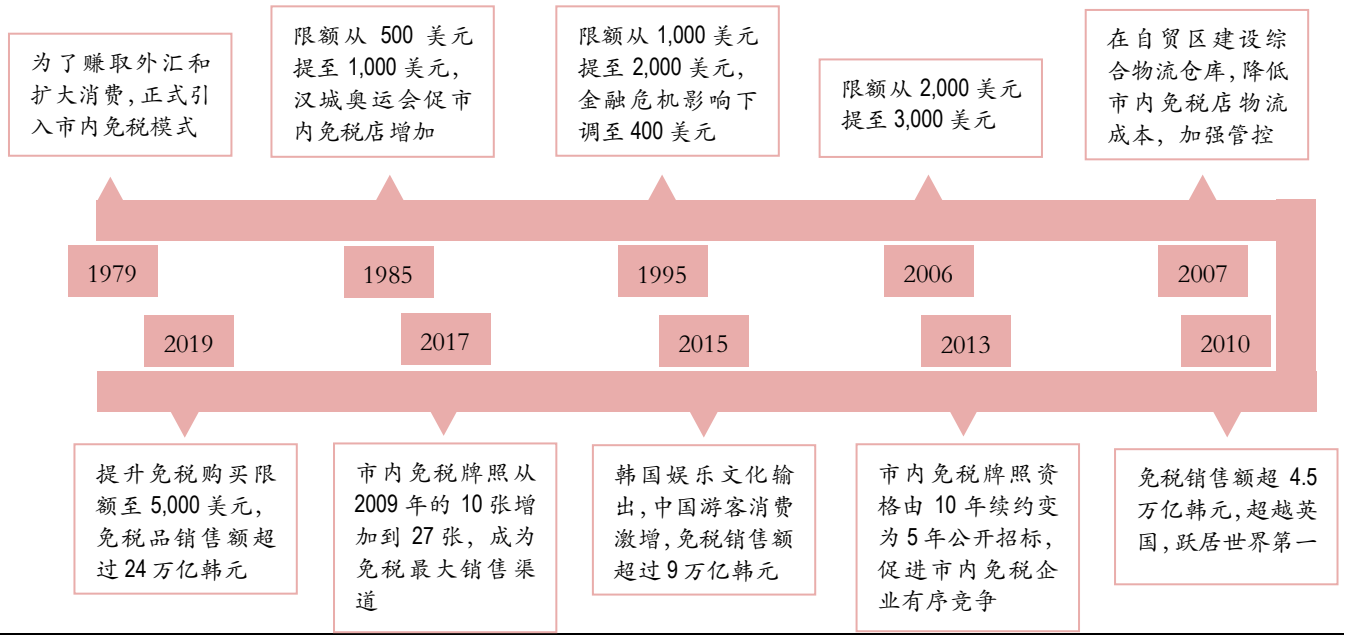
图表 76. 中免旗下境内市内免税店一览

开业日期	城市	面积（㎡）	商品品类	地址
2019年8月23日	上海	874.4	香化、太阳镜、手表、箱包等	浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅
2019年5月30日	北京	513	香化、太阳镜、手表、箱包等	朝阳公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼
2019年5月26日	大连	约500	香化、眼镜、首饰、箱包、美容仪器、小家电等	沙河口区新星星海中心
2019年5月1日	厦门	331	香化、太阳镜、手表、箱包等	思明南路中华城购物中心南区一层
2019年5月1日	青岛	355	香化、太阳镜、手表、箱包等	市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层

资料来源：公司官网，中银证券

3.3.2 我国市内免税店的发展预测

图表 77. 韩国市内免税店发展路径



资料来源：韩国免税店协会，中银证券

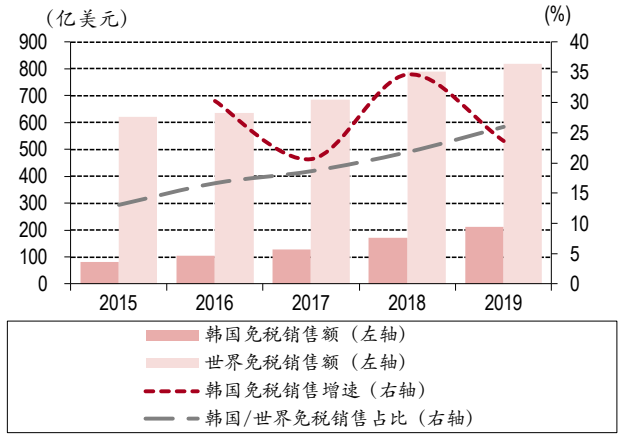
地缘相近，主要消费客群相同，选择韩国作为对标的原因。选择韩国作为中国免税店对标发展的原因主要是以下几个方面。第一，韩国作为目前世界上最大的免税品销售国，其中重要的消费群体之一主要为中国游客，在免税购物回流趋势明确的背景下，这部分中国游客的购物回流有可能提振国内免税品消费。第二，韩国市内免税店的发展模式和政策同样也经历了逐步向国人开放的过程，同样也经历过购物限额逐步提升的过程，对我国市内免税店政策放开具有借鉴意义。第三，韩国与中国地缘相近，销售的免税品种类能够较好满足中国游客需求，对未来我国市内免税店在商品结构以及宣传渠道方面的设计和实施同样具有一定的参考作用。

韩国市内免税店发展有望成为中国未来参考。韩国在 1979 年 7 月正式引入了市内免税店模式，方便了入境游客的免税购物需求。1985 年，韩国国人购买免税品限额从 500 美元增加到了 1,000 美元，并由于 1988 年汉城奥运会的举办以及国人海外旅行自由化，导致出入境旅客的增加，也加速了韩国市内免税店在数量上的急速提升。1995 年，韩国国人免税购买限额从 1,000 美元增加到了 2,000 美元，但由于金融危机的影响，在 1997 年将国人免税品购买限额降低至 400 美元。2001 年，韩国国人免税购买限额回调至 2,000 美元，并由于 2002 年日韩世界杯的有利影响，韩国当年的免税销售额超过 2 万亿韩元（约 17.11 亿美元）。2006 年，韩国国人免税限额从 2,000 美元上调至 3,000 美元。2007 年在自贸区建设综合物流仓库，降低了免税品物流成本，为振兴市内免税店奠定基础。2010 年，韩国免税销售超过 4.5 万亿韩元（约 38.5 亿美元），一举超越英国，跃居世界第一。2013 年，市内免税店牌照资格从满 10 年续约制改为每 5 年公开招标，此举促进了韩国市内免税商的有序竞争。2015 年，由于韩国娱乐文化的成功输出以及中国游客在韩国消费的激增，韩国免税品年销售额超过 9 万亿韩元（约 79 亿美元）。2017 年，韩国市内免税店牌照从 2009 年的 10 块增加到了 27 块，成为韩国免税商品销售的最大渠道。2019 年，韩国免税品销售额超过 24.86 万亿韩元（约 213.18 亿美元），并将韩国国人免税购买限额提升至 5,000 美元。

韩国免税销售位居全球榜首，市内免税店市占率最高。据韩国免税店协会的统计显示，韩国免税销售额从 2015 年的 81.43 亿美元，增加到 2019 年的 212.64 亿美元，年均复合增长率达到了 28.09%，是全球免税商品销售排名第一的国家。根据韩国免税店协会的数据显示，2015 年至 2019 年全球免税品销售额的年均复合增速为 7.24%，远低于韩国。更为重要的是，韩国免税商品销售规模占全球免税商品销售规模的比重在不断地增加，最新数据显示，2019 年该占比达到了 26%，说明全球超过 1/4 的免税商品销售发生在韩国。从韩国免税销售金额的分配比重来看，市内免税店的占比达到 87%，离岛免税加机场免税店的占比仅为 13%，说明以韩国为代表的海外免税销售大国市内免税店贡献率较高。

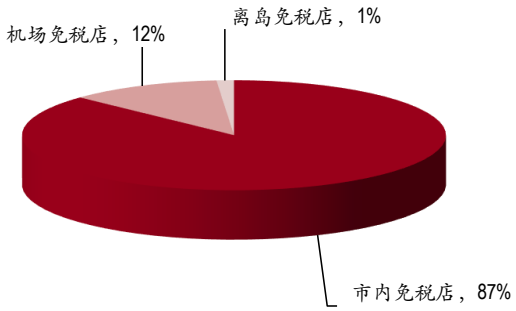
韩国国人免税品消费贡献稳定，外国人免税品消费提升显著。2015 年至 2019 年韩国国人所贡献的免税销售从 27.26 亿美元提升到了 34.76 亿美元，年均复合增速为 6.26%，保持了较为稳定的贡献率；而外国人购买免税商品的贡献相对更大，2015 年至 2019 年外国人创造的免税品销售额从 54.17 亿美元增加到了 178.42 亿美元，年均复合增速为 34.72%，增幅明显。从韩国国人创造的免税品销售收入与外国人创造的免税品销售收入之比可以看出，外国人对韩国免税品市场销售的贡献率越来越高。

图表 78. 全球与韩国免税销售额及韩国占比



资料来源：韩国免税店协会，中银证券

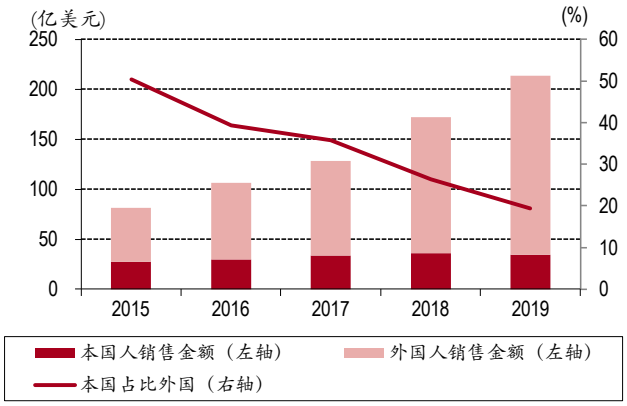
图表 79. 2019 年韩国免税销售渠道占比



资料来源：韩国免税店协会，Moodie，中银证券

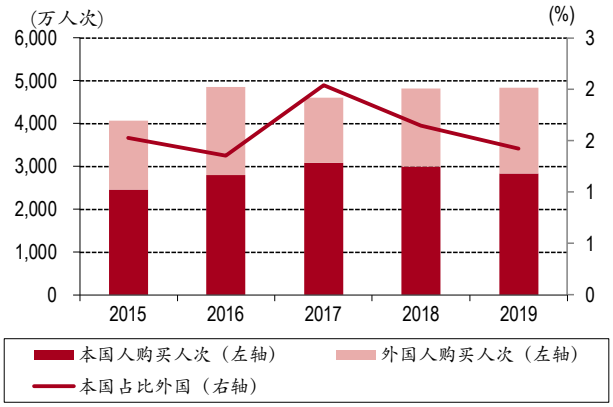
韩国国人免税品购物人次增加显著，外国人免税品购买客单价提升明显。购物人次方面，2015 年至 2019 年韩国国人购买免税商品的人次从 2,458.69 万人次增加到 2019 年的 2,842.74 万人次，年均复合增速 3.70%，韩国国人购买免税品的增速趋缓；外国人在韩国购买免税品人次从 2015 年的 1,608.14 万人次增加到了 2019 年的 2,001.62 万人次，年均复合增速 5.62%，其中在 2017 年外国人购物人次出现下降，主要原因可能系当年“萨德”事件引起的中国游客人数下降所致。2015 年，韩国国人购买免税品人次外国人购买人次的 1.3 倍，至 2019 年这一数据增加到了 2.05 倍，并且韩国国人创造的免税品销售额占外国人创造的免税商品销售额的比重呈逐年下降的趋势，至 2019 年仅为 19%。由此我们可以测算出，2019 年韩国国人购买免税品的客单价约为 122 美元，外国人购买免税品的客单价约为 891 美元，可以看出外国旅客在韩国的免税购物意愿较更为强烈，并且韩国丰富的免税品牌和商品可能推动客单价走高。若未来我国市内免税店能够像韩国一样对国人放开，市内免税店的市场规模可能会具有较大的发展空间。虽然疫情前韩国市内免税店的商品销售规模是我国近期内无法达到的，但对我国市内免税店的发展仍具有参考价值。

图表 80. 韩国免税品本国人与外国人销售比较



资料来源：韩国免税店协会，中银证券

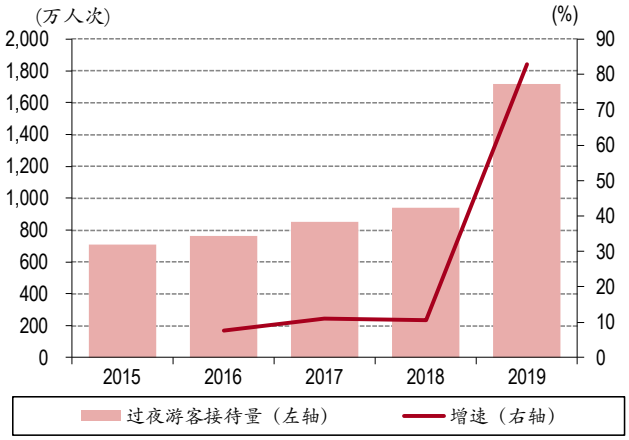
图表 81. 韩国免税品本国人与外国人购买人次比较



资料来源：韩国免税店协会，中银证券

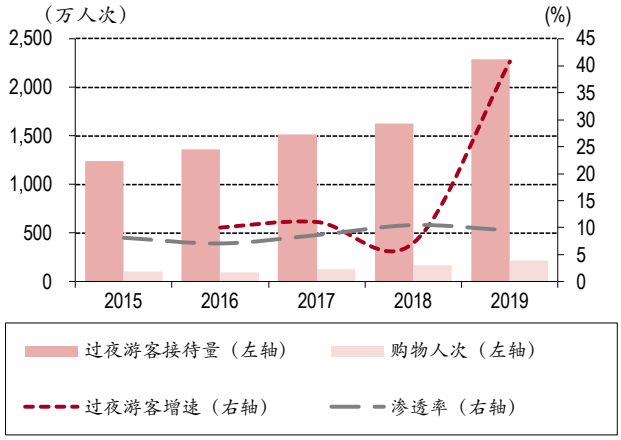
京、沪两大核心市内免税店的发展预测。北京和上海是我国出入境旅客途径的重要口岸，两地经济发展状况在全国领先，具有潜在的免税商品消费能力。由于公司在上海机场和北京机场免税店面临较高的扣点率，若两地的市内免税店购物未来可向国人放开，并且购物额度适当放宽，公司业绩提升有可能得到新的动力。从三亚和海口市内店的相关指标来看，海口日月广场市内免税店开业 1 年取得超过 10 亿的营收，客单价 2,440 元，购物人次 42 万，同年海口接待过夜游客人数为 1,717.60 万人次，在不考岛内居民购物人数的前提下，测算海口市内免税店购物渗透率为 2.45%。考虑到海口市内店经营仅有 1 年的数据参考，故选取三亚海棠湾国际免税城的相关数据作为参考。2015 年至 2019 年，三亚接待过夜旅客从 1,238.64 万人次增加到 2,286.59 万人次，年均复合增速为 16.56%；同样统计区间三亚海棠湾国际免税城的购物渗透率从 8.15%增加到 9.49%，年均复合增速为 3.88%。相较而言，三亚海棠湾市内免税店系公司全资控股，管理效率和经营水平较高，并且由于三亚已经在国内旅游市场形成的度假、休闲、亲子等旅游品牌效应，支撑了其相对较高的购物渗透率。因此，预计未来 1-5 年，京沪市内免税店免税购物渗透率有望接近海口市内店的水平，可能达到 2%-5%；未来 5-10 年有望接近三亚海棠湾免税城的购物渗透率水平，有望达到 6%-10%的水平。

图表 82. 海口接待过夜游客数量及增速



资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 83. 三亚过夜游客接待量及购物渗透率



资料来源：海南省文旅厅，公司公告，中银证券

北京和上海是中国重要的出入境口岸，公司在两地布局的市内免税店在未来预计会对公司的业绩有所贡献。现阶段我国市内免税店的购物限制并没有像离岛免税一样获得较大幅度的放宽，但海口日月广场市内免税店运营后的第一年客单价为 2,440 元，2019 年三亚海棠湾市内免税店客单价为 4,823 元，保持一定幅度的增长。因此，考虑到京、沪两地居民较高收入形成的潜在消费能力力，叠加市内免税店购物环境优于机场店，并且购物时间相对宽松，预计 1-5 年内的客单价为 1,000 元-2,000 元，中期有望实现 2,000-3,500 元的客单价。

根据上海边检总站数据，2015 年经上海口岸出入境的游客从 3,757 万人次，增加到 2019 年的 4,570 万人次，年均复合增速为 5%。考虑到 2020 年疫情影响，预计出现 50%左右的负增长外，其余年份的出入境旅客人次预估可能按照 5%的增速增加；因此，1-5 年内上海口岸预计将录得 4,798 万人次左右的出入境旅客人次，长期预计将录得 5,038 万人次的出入境游客人次。

图表 84. 上海市内免税店短期营业收入预测

购物渗透率预测（%）	上海市内店购物人数预测（万人次）	假设客单价（元）			
		1,000	1,350	1,700	2,000
2	95.96	9.60	12.95	16.31	19.19
3	143.94	14.39	19.43	24.47	28.79
4	191.92	19.19	25.91	32.63	38.38
5	239.9	23.99	32.39	40.78	47.98

资料来源：中国民航网，中银证券

图表 85. 上海市内免税店中长期营业收入预测

购物渗透率预测（%）	上海市内店购物人数预测（万人次）	假设客单价（元）			
		2000	2500	3000	3500
6	302.28	60.46	75.57	90.68	105.80
7	352.66	70.53	88.17	105.80	123.43
8	403.04	80.61	100.76	120.91	141.06
9	453.42	90.68	113.36	136.03	158.70
10	503.8	100.76	125.95	151.14	176.33

资料来源：中国民航网，中银证券

根据测算，未来 1-5 年上海市内免税店若获得放开国人出境前免税店的购买允许，购物人次在 95.96 万人次至 239.9 万人次的区间内，市内店将获得出入境旅客增加带来的流量红利，免税店的销售有望能够达到 9.60 亿至 47.98 亿元的规模。从中长期发展来看，上海市内免税店预计将实现购物人次 302 至 504 万人次的规模，免税店销售规模可能达到 60-176 亿元左右。

综合首都机场公告及北京口岸出入境数据，2015 年经由北京口岸出入境旅客达到 2,258 万人次，到了 2019 年该数据增加到了 2,667 万人次，年均复合增长率为 4.24%，略低于上海口岸出入境旅客人数的增幅。与上海出入境口岸相似，2020 年受到新冠疫情请的影响，北京口岸出入境旅客预计可能出现 50%左右的降幅，但随着全球疫情得到控制，2021 年将预计恢复至 2019 年同期水平。因此，根据年均复合增长率计算，1-5 年内北京口岸出入境旅客预计能够达到 2,780 万人次；随着一市两场发展的不断深入，预计中长期北京口岸出入境旅客增幅将会实现 9%左右的增速，人数预计将达到 3,030 万人次。

图表 86. 北京市内免税店短期营业收入预测

购物渗透率预测（%）	北京市内店购物人数预测（万人次）	假设客单价（元） 1,000	1,350	1,700	2,000
2	55.60	5.56	7.51	9.45	11.12
3	83.40	8.34	11.26	14.18	16.68
4	111.20	11.12	15.01	18.90	22.24
5	139.00	13.90	18.77	23.63	27.80

资料来源：北京边检总站，首都机场公告，中银证券

图表 87. 北京市内免税店中长期营业收入预测

购物渗透率预测（%）	北京市内店购物人数预测（万人次）	假设客单价（元） 2000	2500	3000	3500
6	181.80	36.36	45.45	54.54	63.63
7	212.10	42.42	53.03	63.63	74.24
8	242.40	48.48	60.60	72.72	84.84
9	272.70	54.54	68.18	81.81	95.45
10	303.00	60.60	75.75	90.90	106.05

资料来源：北京边检总站，首都机场公告，中银证券

1-5 年内北京市内免税店购物人次有望达到 55 万人次至 139 万人次之间，在与上海市内免税店相同假设客单价的基础上，北京市内免税店短期内预计将实现约 5 亿至 28 亿左右的销售规模。中长期看，随着大兴机场全面运营，北京口岸出入境人数将获得一定提升，预计市内免税店购物人次将达到约 181 万至 303 万人次，期间可能实现的免税销售规模为 36 亿至 106 亿。值得注意的是，2020 年 9 月国务院有关优化北京市内免税店布局，落实免税店相关政策批复后，中出服、公司已经在北京开设免税店；同时，百货销售经验丰富的王府井也在宣布要深耕北京市内免税店业务，未来公司在北京的市内免税店业务可能面临比上海更激烈的竞争。考虑到公司作为中国免税第一品牌，世界免税知名企业，在免税上游供应商的关系维护以及议价能力的多年积累，以及在北京两大机场免税店的布局和日上中国的控股，北京乃至全国免税市占率龙头地位预计较为稳固。

4 盈利预测及投资建议

4.1 盈利预测

4.1.1 中国中免收入预测

公司转型彰显发展信心，主营业务更加明确。2019 年中国中免将旅行社业务剥离后，其主要的业务剩下商品贸易和其他业务，其中 2019 年商品贸易营收占总营收的 97.9%，为公司最大的营收板块。同样在商品贸易中，2019 年免税业务营收为 458.17 亿元，占当年总营收和商品贸易收入的 95.5%和 97.6%，说明免税业务为公司最为核心的部分。因此，我们在上述章节分别从海南离岛免税、机场免税、市内免税等三个维度对公司核心业务进行收入拆分，以此来剖析公司未来的发展方向。针对其他免税业务、有税商品销售业务、其他业务的营收假设说明如下：

（1）其他免税收入：主要指中免本部相关机场、港口、邮轮等免税店营业收入。2020 年受到疫情影响，包含机场、港口、邮轮等国际运输同比下降明显，预计当年收入下降 35%，到 2021 年恢复 80%，2022 年增长 20%。

（2）有税业务收入：主要指配合公司免税运营的其他有税商品销售收入，包含旅游商品、纪念品、土特产销售以及其他租金及服务收入。受疫情影响，2020 年有税商品销售收入增速下滑至 1%，2021 年与 2022 年增速分别为 20%、10%。

（3）其他业务：主要包括公司国旅投资商业及地产等相关业务。虽然外部疫情影响持续，但国旅投资的重要项目海口国际免税城在国内疫情得到控制后比原计划提前开工，预计受疫情影响较小，根据相关的开发进度及规划，国旅投资收入在 2020 年至 2022 年期间均保持 5%的增长速度。

图表 88. 中国中免主要业务营收预测

业务分类	分项业务收入（百万）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
免税业务	三亚免税城	8,010.37	10,464.59	25,115.02	39,179.42	51,716.84
	YOY（%）	31.66	30.64	140.00	56.00	32.00
	海免免税	2,118.13	3,227.13	7,616.26	11,074.12	15,455.05
	YOY（%）	-	52.36	136.01	45.40	39.56
	上海机场免税店	10,451.42	15,148.54	16,195.56	24,560.67	27,375.82
	YOY（%）	-	44.94	6.91	51.65	11.46
	北京机场免税店	7,389	8,589	3,263.80	6,854.08	7,841.10
	YOY（%）	-	11.01	(62.00)	110.00	14.40
	广州机场免税店	845	1,922.00	912.88	2,373.48	3,702.58
	YOY（%）	-	127.46	(52.50)	160.00	56.00
	中国香港机场免税店	2,097.00	2,402.00	912.76	1,916.80	2,616.43
	YOY（%）	-	14.5	(62.00)	110.00	36.50
	其他免税收入	4,434.54	7,291.80	4,739.67	8,531.41	10,237.69
	YOY（%）	-	64.43	(35.00)	80.00	20.00
	免税业务小计	33,227.33	45,817.93	58,755.94	94,489.98	118,945.51
	YOY（%）	-	37.89	28.24	60.82	25.88
有税业务	有税商品销售	1,107.74	1,149.26	1,160.75	1,392.90	1,671.48
	YOY（%）	-	3.75	1.00	20.00	10.00
商品贸易业务	**小计**	**34,335.07**	**46,967.19**	**59,916.69**	**95,882.88**	**120,617.00**
	YOY（%）	-	**36.79**	**27.57**	**60.03**	**25.80**
旅游服务	旅行社相关服务	12,289.50	599.15	0.00	0.00	0.00
	YOY（%）	-	（95.12）	-	-	-
其他业务	投资等	382.75	400.16	420.17	441.18	463.24
	YOY（%）	-	4.55	5.00	5.00	5.00
全部业务	**总收入**	**47,007.32**	**47,966.50**	**60,336.86**	**96,324.06**	**121,080.23**
	YOY（%）	**-**	**2.04**	**25.79**	**59.64**	**25.70**

资料来源：公司公告，中银证券

离岛免税逆势增长，疫情期间营收仍旧亮眼。根据对公司未来三年的营收预测，2020 年虽然公司受到出入境客流锐减的重要影响，但由于离岛免税在新政后的不断发力，成为公司营收主要增长的动力源泉，同时日上直邮的提前布局也挽回了机场免税店的一定损失；因此，我们预计 2020 年公司营收为 603.37 亿元，同比增速 25.79%。2021 年与 2022 年全球范围内疫情逐步得到有效控制，国际旅游基本恢复正常，机场免税店、港口免税店、邮轮免税店等营收环比均逐步回正，预计营收分别为 963.24 亿元、1,210.80 亿元，同比增速 59.64%、25.70%。

4.1.2 中国中免盈利预测

2020 年虽受到新冠病毒在全球大面积扩散的影响，但是公司所聚焦的免税行业在国内的火热预计能够确保公司的稳定发展；但由于上半年疫情在国内爆发导致免税商店近 2 个月的停摆，以及上半年交通运输、跨省旅游等政策方面的限制，预计对公司的盈利造成一定影响。相关预测如下：

（1）毛利率：免税业务是公司未来发展的核心，可以说在剥离旅行社业务后，公司的类型更加偏向于旅游零售企业。2018 年、2019 年公司免税商品销售的毛率已经达到 53.09%和 50%，商品销售毛率分别为 52.54%、49.55%，公司整体毛利率分别为 41.46%、49.40%。由于疫情的影响，2020 年公司整体毛利率预计下滑至 48.32%，随着疫情得到有效控制，且公司持续发展毛利率本来就高的免税业务，预计 2021 年和 2022 年毛利率分别攀升至 52.21%、55.16%。

（2）销售费用率：2019 年公司销售费用率为 31.07%，虽然公司在 2020 年疫情期间推出各项促销和打折措施，会提升一定的销售费用；但受疫情影响较大的机场免税店营业收入预计下降较为明显，导致经营费用可能不会出现大幅的增加。因此，2020 年我们预计公司销售费用率下降 1pct 至 30.07%，2021 年和 2022 年分别增加至 31%、32%。

（3）管理费用率：公司 2019 年管理费用率为 3.23%，对比 2018 年有所下降，可能得益于公司在管理和人力方面的成本管控成果。2020 年，疫情导致公司上半年业务相对减少，管理费用也随之降低，预计管理费用率降至 3%。2021 年、2022 年随着三亚凤凰机场、海口国际免税城的开业和运营，我们预计管理费用将分别提升至 3.5%和 4%。

（4）财务费用率：公司财务费用一般较小，并且由于主营免税业务能够创造较多的现金流，公司的利息收入以及相关理财的收入使得财务费用出现负数。我们预计 2020 年至 2022 年财务费用率分别为 -0.03%、-0.06%、-0.13%。

（5）其他费用：其他费用包含资产减值损失中较为重要的存货跌价损失，坏账损失、在建工程损失等课目，相对三费而言占营业额比例均较小，我们预测 2020 年至 2022 年其他费用仍相对较小，均为 2.05 亿元。

（6）所得税率：为了应对疫情产生的负面影响，国家针对企业实行了一系列的减免税政策，《海南自由贸易港建设总体方案》的出台，鼓励类企业所得税率将下调。公司 2019 年所得税率为 24.38%，预计减免税政策实施后 2020 年公司所得税率将降至 20%，2021 年至 2022 年所得税率将升至 25%和 26%。

（7）少数股东权益/税后利润率：公司 2016 年至 2019 年少数股东权益/税后利润率分别为 11.16%、13.76%、21.36%、14.51%，随着公司不断在免税行业内寻求合作和扩张，日上上海、日上中国、海免等免税企业接连并表；因此，2020 年至 2022 年少数股东权益/税后利润率按照之前的平均值进行估计，预测为 15%。

图表 89. 中国中免利润预测

业务分类	相关条目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率（%）	商品销售	52.24	49.55	48.00	52.00	55.00
	旅游服务	10.01	11.44	0.00	0.00	0.00
	其他业务	84.04	88.56	89.00	90.00	90.00
	总毛利率	**41.46**	**49.40**	**48.32**	**52.21**	**55.16**
毛利（百万）	商品销售	17,936.85	23,270.83	28,760.01	49,859.10	66,339.35
	旅游服务	1,230.48	68.52	0.00	0.00	0.00
	其他业务	321.66	354.36	373.95	397.06	416.91
	总毛利	**19,488.99**	**23,693.71**	**29,133.96**	**50,256.16**	**66,756.26**
费用（百万）	销售费用率（%）	24.68	31.07	30.07	31.00	32.00
	销售费用	11,600.65	14,904.08	18,143.29	29,860.46	38,745.67
	管理费用率（%）	3.41	3.23	3.00	3.50	4.00
	管理费用	1,601.12	1,549.38	1,810.11	3,371.34	4,843.21
	财务费用率（%）	(0.01)	0.02	(0.03)	(0.06)	(0.13)
	财务费用	(6.98)	10.69	(18.10)	(57.79)	(157.40)
	其他费用及成本率（%）	0.63	(0.14)	(0.34)	(0.21)	(0.17)
	其他费用及成本	298.31	(382.80)	(205.00)	(205.00)	(205.00)
	总费用及成本率（%）	58.54	50.45	51.68	47.79	44.84
	总费用及成本	**27,518.30**	**24,272.80**	**31,182.09**	**46,033.27**	**54,292.38**
利润（百万）	利润总额	5,336.00	7,160.48	8,552.56	15,513.86	21,112.41
	所得税率（%）	26.25	24.38	20.00	25.00	26.00
	所得税	1,400.80	1,745.80	1,710.51	3,878.46	5,489.23
	税后利润	3,935.20	5,414.70	6,842.05	11,635.39	15,623.18
	少数股东损益/税后利润（%）	21.36	14.51	15.00	15.00	15.00
	少数股东损益	840.40	785.70	1,026.31	1,745.31	2,343.48
	归母净利润	**3,094.70**	**4,629.00**	**5,815.74**	**9,890.08**	**13,279.70**
	归母净利润 YOY（%）	**22.29**	**49.58**	**25.64**	**70.06**	**34.27**

资料来源：公司公告，中银证券

4.2 投资建议

根据相关假设，我们预测公司 2020 年至 2022 年将分别实现归母净利润为 58.16 亿元、98.90 亿元、132.80 亿元，同比增幅为 25.64%、70.06%、34.27%。预测 2020 年至 2022 年 EPS 分别为 2.98 元、5.07 元、6.80 元，对应的 PE 分别为 85X、50X、37X。尽管 2020 年公司机场、口岸等免税业务受到疫情影响出现一定下滑，但离岛免税逆势上涨成为公司保持业绩稳定的重要推手，未来随着免税消费回流趋势较为确定，公司在国内免税龙头地位稳固，已经提前布局机场、离岛、市内三项重点免税业务，我们看好公司中长期的稳定增长，首次覆盖公司并给予“买入”评级。

5 风险提示

1、疫情二次爆发风险

虽然我国国内疫情目前得到有效控制，但随着天气转凉且冬季临近，未来可能出现疫情的二次爆发和文旅部对自由行和团队旅游的再一次限制，将可能对公司离岛免税业务造成影响。欧美国家疫情二次爆发可能会增加公司采购免税商品的成本，造成国内免税商品供给不足或供给不及时，降低购物满意度。

2、免税政策不及预期风险

2020 年免税概念成为市场关注的热点，免税牌照的申请和授予成为影响公司较为重要的因素，未来如果免税牌照发放范围增加，将可能对公司造成一定影响，尤其是会使公司在海南离岛免税业务面临更多的竞争。此外，市内免税店向国人开放尚不明确，若相关政策未能颁布，且免税额度未能获得提升，将影响公司未来的预期。

3、出境游恢复，境外免税商折扣促销分流风险

疫苗的面世将成为决定全球各国出入境旅游全面恢复的程度，预计我国出境旅游恢复将依据由近及远的逻辑展开；因此我们预计出境旅游一旦放开，各主要目的地国家免税企业将相继推出吸引国际游客的免税商品购物促销和折扣，可能对公司的免税业务造成一定的影响。

损益表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
销售收入	**47,007**	**47,966**	**60,337**	**96,324**	**121,080**
销售成本	(28,178)	(25,045)	(32,174)	(47,811)	(56,758)
经营费用	(13,129)	(16,428)	(19,625)	(32,839)	(43,117)
息税折旧前利润	**5,701**	**6,493**	**8,537**	**15,674**	**21,205**
折旧及摊销	(371)	(408)	(533)	(598)	(677)
经营利润 (息税前利润)	**5,330**	**6,086**	**8,004**	**15,076**	**20,529**
净利息收入/(费用)	306	309	386	568	838
其他收益/(损失)	(1)	1,086	531	381	431
税前利润	**5,336**	**7,160**	**8,563**	**15,576**	**21,214**
所得税	(1,401)	(1,746)	(1,713)	(3,894)	(5,516)
少数股东权益	840	786	1,028	1,752	2,355
净利润	**3,095**	**4,629**	**5,823**	**9,929**	**13,343**
核心净利润	**3,071**	**4,642**	**5,833**	**9,929**	**13,343**
每股收益 (人民币)	1.585	2.371	2.982	5.086	6.834
核心每股收益 (人民币)	1.573	2.377	2.987	5.086	6.834
每股股息 (人民币)	0.550	0.720	0.895	1.780	2.734
收入增长(%)	66	2	26	60	26
息税前利润增长(%)	53	14	32	88	36
息税折旧前利润增长(%)	52	14	31	84	35
每股收益增长(%)	22	50	26	71	34
核心每股收益增长(%)	22	51	26	70	34

资料来源：公司公告，中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	11,289	11,906	14,084	18,476	23,857
应收帐款	979	800	1,915	1,884	2,690
库存	5,943	8,060	12,742	15,410	19,297
其他流动资产	693	381	1,006	1,298	1,720
流动资产总计	**19,578**	**22,246**	**31,032**	**39,184**	**49,679**
固定资产	2,765	2,031	2,214	2,468	2,783
无形资产	1,202	2,504	2,457	2,404	2,346
其他长期资产	2,142	2,573	1,930	1,975	2,020
长期资产总计	**6,110**	**7,108**	**6,601**	**6,847**	**7,148**
总资产	**26,847**	**30,687**	**38,929**	**47,267**	**57,980**
应付帐款	2,859	3,537	4,697	5,029	4,931
短期债务	289	224	230	230	230
其他流动负债	4,645	4,200	6,292	6,091	6,543
流动负债总计	**7,793**	**7,961**	**11,219**	**11,350**	**11,703**
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	470	415	420	420	420
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
储备	14,258	17,813	21,889	28,343	36,349
股东权益	**16,211**	**19,765**	**23,842**	**30,296**	**38,302**
少数股东权益	2,349	2,421	3,448	5,201	7,555
总负债及权益	**26,847**	**30,687**	**38,929**	**47,267**	**57,980**
每股帐面价值 (人民币)	8.30	10.12	12.21	15.52	19.62
每股有形资产 (人民币)	7.69	8.84	10.95	14.29	18.42
每股净负债/(现金)(人民币)	(5.63)	(5.98)	(7.10)	(9.35)	(12.10)

资料来源：公司公告，中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	5,336	7,160	8,563	15,576	21,214
折旧与摊销	371	408	533	598	677
净利息费用	(7)	11	(28)	(119)	(254)
运营资本变动	976	177	1,253	(1,049)	(966)
税金	(560)	(960)	(1,713)	(3,894)	(5,516)
其他经营现金流	(3,393)	(3,870)	(4,404)	(3,088)	(4,366)
经营活动产生的现金流	**2,722**	**2,926**	**4,204**	**8,024**	**10,789**
购买固定资产净值	1,136	568	500	600	700
投资减少/增加	(751)	995	300	350	400
其他投资现金流	(2,290)	(2,662)	(1,021)	(1,225)	(1,425)
投资活动产生的现金流	**(1,906)**	**(1,099)**	**(221)**	**(275)**	**(325)**
净增权益	(1,074)	(1,406)	(1,747)	(3,475)	(5,337)
净增债务	187	(65)	6	0	0
支付股息	1,074	1,406	1,747	3,475	5,337
其他融资现金流	(1,336)	(1,581)	(1,811)	(3,357)	(5,083)
融资活动产生的现金流	**(1,149)**	**(1,646)**	**(1,805)**	**(3,357)**	**(5,083)**
现金变动	(332)	181	2,178	4,392	5,381
期初现金	11,484	11,289	11,906	14,084	18,476
公司自由现金流	816	1,827	3,983	7,749	10,464
权益自由现金流	996	1,773	3,961	7,630	10,210

资料来源：公司公告，中银证券预测

主要比率 (%)

年结日：12 月 31 日	2018	2019	2020E	2021E	2022E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	12.1	13.5	14.1	16.3	17.5
息税前利润率(%)	11.3	12.7	13.3	15.7	17.0
税前利润率(%)	11.4	14.9	14.2	16.2	17.5
净利率(%)	6.6	9.7	9.7	10.3	11.0
流动性					
流动比率(倍)	2.5	2.8	2.8	3.5	4.2
利息覆盖率(倍)	870.5	475.1	734.7	1,424.9	2,028.5
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	1.8	1.6	2.1	2.6
估值					
市盈率 (倍)	159.1	106.4	84.6	49.6	36.9
核心业务市盈率(倍)	160.3	106.1	84.4	49.6	36.9
市净率 (倍)	30.4	24.9	20.7	16.3	12.9
价格/现金流 (倍)	180.9	168.3	117.1	61.4	45.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	84.5	74.0	56.1	30.3	22.1
周转率					
存货周转天数	59.3	102.0	118.0	107.5	111.6
应收帐款周转天数	7.5	6.8	8.2	7.2	6.9
应付帐款周转天数	19.9	24.3	24.9	18.4	15.0
回报率					
股息支付率(%)	34.7	30.4	30.0	35.0	40.0
净资产收益率 (%)	20.4	25.7	26.7	36.7	38.9
资产收益率 (%)	16.5	16.0	18.4	26.2	28.9
已运用资本收益率(%)	4.6	5.6	5.8	7.8	8.2

资料来源：公司公告，中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371