中国中免（601888）

免税鎏金时代，龙头摩厉以须同风起

买入（上调）

2020 年 08 月 16 日

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,966	50,142	79,879	107,393
同比（%）	2.0%	4.5%	59.3%	34.4%
归母净利润（百万元）	4,629	4,688	8,465	11,255
同比（%）	49.6%	1.3%	80.6%	33.0%
每股收益（元/股）	2.37	2.40	4.34	5.76
P/E（倍）	87.42	86.32	47.80	35.95

投资要点

- **中国中免：先发优势掘金免税，规模扩张奠定霸主地位。**先发布局、外延并购下成就国内唯一拥有离岛、机场、市内、境外等全牌照免税经营资质的公司。剥离国旅总社后，19 年实现营收 479.7 亿（假设 18 年剔除国旅总社，+38.2%），归母净利 46.3 亿（+49.6%）。疫情下发力线上，20Q2 预计实现营收 116.7 亿，环比增长 53%，归母净利由负转正。

- **中国免税行业政策为纲，牌照为王，中免稳居龙头。**免税行业是特许经营行业，政策属性强，国内目前仅有 8 家免税运营商。19 年中国免税市场规模预计 564 亿，近三年 CAGR 达 26.1%。国内呈现一超多强竞争格局，中免合并海免后预计市占率达 91%，稳居龙头。近期利好政策密集出台，积极引导消费回流、离岛免税额度大幅放宽，打开免税增量空间。

- **未来展望：国人境外消费体量庞大，消费回流空间广阔。**“十三五”规划明确提出“积极引导海外消费回流”。中国消费者境外消费奢侈品体量大，回流趋势明显，贝恩预计 2025 年境内奢侈品消费比例将从 15 年的 23%上升至 50%，经测算通过奢侈品消费回流的免税增量空间将至少达 2,100 亿元。

- **免税龙头：多层次+多渠道立体免税体系，持续构筑长期竞争优势。**

1）离岛：卡位免税优质点位，直接受益离岛政策放开。三亚海棠湾店 19 年免税销售额达 101.74 亿（+30.92%），贡献公司三成以上业绩，盈利强劲。公司 20 年 6 月收购海免，完善离岛免税业务布局，拥有目前海南存量全部四家免税店，龙头地位稳固。

2）机场：外延并购卡位机场免税，占据北上广三地核心枢纽机场，占据全国 50%以上出入境客流，具备强大的客户资源基础和采购规模优势，19 年实现收入 151.5 亿（+45%）。

3）市内店：顶层设计提出促进消费扩容提质，坚持服务境外人士和我出境居民并重，国人免税店呼之欲出。中免提前布局，已拥有五家市内免税店，并将进一步布局华中、西北地区，静待政策催化落地。

4）线上业务：疫情倒逼线上免税电商发展，线上业务销售额占比达 50%。

- **空间测算：**根据客流、客单价假设，2025 年机场免税空间预计达 640 亿元，市内免税规模达 674 亿元，离岛免税规模预计超 1,800 亿元，总规模将突破 3,000 亿元。

- **盈利预测与投资评级：**收购海免后，预计公司 20-22 年实现总营收 501.4/798.8/1,073.9 亿元，实现归母净利润 46.9/84.7/112.6 亿元。当前股价对应动态 PE 为 86、48、36 倍，长期看好免税行业巨大增量空间，公司龙头地位稳固，长期竞争优势显著，上调至“买入”评级。

- **风险提示：**疫情持续反复带来宏观经济波动；政策落地不及预期；行业竞争加剧风险。

证券分析师 汤军
执业证号：S0600517050001
021-60199793
tangj@dwzq.com.cn
研究助理 樊荣
fanr@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	207.25
一年最低/最高价	66.25/249.00
市净率(倍)	20.38
流通 A 股市值(百万元)	404650.56

基础数据

每股净资产(元)	10.17
资产负债率(%)	26.89
总股本(百万股)	1952.48
流通 A 股(百万股)	1952.48

相关研究

1、《中国国旅（601888）：19 经营稳健，后疫情下看好消费提质与回流》2020-04-25

2、《中国国旅（601888）：Q3 业绩符合预期，看好免税龙头持续增长》2019-10-30

3、《中国国旅（601888）：免税龙头保持高增长，期待市内免税店政策落地》2019-09-01

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 中国中免：先发优势掘金免税，规模扩张奠定霸主地位 5
1.1. 唯一全牌照免税运营商，管理团队蓄积深厚，坚定聚焦免税主业 5
1.2. 盈利表现亮眼，三亚海棠湾+北上机场夯实业绩 7
2. 免税行业：黄金赛道高速成长，消费回流空间广阔 8
2.1. 全球免税市场规模可观，机场免税店成最受欢迎消费场景 8
2.2. 中国免税行业政策为纲，牌照为王，中免稳居龙头 10
2.3. 未来展望：国人境外消费体量庞大，消费回流空间广阔 12
3. 免税龙头：多层次+多渠道立体免税体系，构筑长期竞争优势 14
3.1. 离岛：卡位免税优质点位，直接受益离岛政策 14
3.1.1. 三亚海棠湾店：流量 C 位，成就业绩担当 14
3.1.2. 收购海免，占据先发优势，巩固龙头地位 15
3.1.3. 离岛政策经七次调整，大幅放宽超预期，打开免税进化空间 17
3.2. 机场：外延并购卡位机场免税渠道，占据北上广三地核心枢纽机场 19
3.2.1. 上海机场：区位优势打开增量空间，业绩表现亮眼 20
3.2.2. 北京机场：“一市两场”协同发展，扣点率高于上海机场 21
3.2.3. 广州机场潜力逐步释放，香港机场开启国际化新阶段 23
3.3. 市内：中免抢占先机提前布局，静待政策催化落地 25
3.3.1. 政策风口显现，国人市内店呼之欲出 25
3.3.2. 中免积极布局市内店，新玩家陆续入场 26
3.3.3. 对标韩国：市内店已成最主要渠道，牌照放开不改强者恒强格局 27
3.4. 线上渠道：疫情催生新模式，免税电商破局行业低谷 28
4. 财务分析：规模效应提升毛利，未来净利提升可期 30
5. 空间测算：三驾马车齐发力，市场空间广袤 32
6. 盈利预测与投资建议 34
7. 风险提示 36

图表目录

图 1：公司发展历程，逐步聚焦免税主业，全方位布局成就免税龙头 5
图 2：雄厚的央企背景 6
图 3：公司业绩稳健增长 7
图 4：公司 2019 年归母净利增速达 49.6% 7
图 5：19 年免税商品销售收入占比 95.5% 7
图 6：19 年三亚店+北上机场贡献 70%以上免税收入 7
图 7：免税品与正常商品在进口和流通环节产生价差 8
图 8：全球免税市场持续发展，2000-2018CAGR 超 8.4% 8
图 9：亚太地区发展为免税规模最大地区（十亿美元） 9
图 10：近年来亚太地区免税规模占比最高 9
图 11：2018 年香化类产品销售额占比最高 9
图 12：机场免税店成为规模最大的免税销售渠道 9
图 13：全球 TOP25 免税运营商，16-18 年行业集中度上升（单位：百万欧元） 10
图 14：国内免税行业市场规模，CAGR 超过 22% 10
图 15：出境游人次持续高增长，19 年达 1.55 亿人次 10
图 16：免税行业产业链 11
图 17：免税支持政策密集出台，促进行业发展 11
图 18：2019 年中免+海免合计市占率超 90% 12
图 19：中国顾客奢侈品消费总额占全球市场份额提升 13
图 20：中国消费者奢侈品渠道，消费回流趋势明显 13
图 21：奢侈品角度测算免税消费回流规模（单位：亿元） 13
图 22：中免集团旗下拥有九大类型免税店 14
图 23：2019 年公司离岛、机场、市内店收入结构 14
图 24：三亚过夜客流量持续增长，2019 年达到 2,287 万人次 14
图 25：三亚海棠湾 19 年收入突破 100 亿 15
图 26：三亚海棠湾业绩贡献率达三成以上 15
图 27：三亚海棠湾客单价持续增长，渗透率高于海南离岛免税整体渗透率 15
图 28：公司旗下四家离岛免税店区位分布 16
图 29：海口市接待过夜旅客数占海南省 25%以上 16
图 30：四家离岛免税店免税销售额（单位：百万元） 17
图 31：四家离岛免税店客单价情况（单位：元/人次） 17
图 32：12-19 年海南离岛免税销售额 CAGR 达 28.9% 19
图 33：19 年离岛免税客单达 3,500 元以上，渗透率 5%以上 19
图 34：15-19 年我国民航运输机场国际+地区航线旅客吞吐量 CAGR 为 10% 19
图 35：2018 年 3 月，中免公司收购日上上海 51%股份 20
图 36：上海机场出入境旅客数占全国 20%以上 21
图 37：上海机场免税店业绩表现亮眼 21
图 38：2017 年 3 月，中免公司收购日上中国 51%股份 22
图 39：首都+大兴机场免税店营业收入逐年提升 23
图 40：受扣点率影响，日上中国盈利下降 23
图 41：首都机场国际+地区旅客吞吐量稳定 23
图 42：白云机场国际航线旅客吞吐量占比高于 20% 24

图 43：白云机场免税店收入最低（单位：百万元）.....24
图 44：19 年香港机场免税店收入达 24 亿.....25
图 45：香港机场免税店示意图.....25
图 46：2020 年以来我国市内免税店相关政策密集出台.....26
图 47：市内免税为韩国免税最主要渠道.....27
图 48：韩国市内免税店牌照逐渐放开.....27
图 49：韩国免税牌照放开对新罗毛利率基本无影响.....27
图 50：2020 年以来公司线上销售额占比持续提升.....29
图 51：20 年 Q2 营收、归母净利恢复至 19 年水平.....29
图 52：20 年 Q2 业绩环比大幅增长.....29
图 53：中免销售体量遥遥领先（单位：百万元）.....30
图 54：中免免税商品毛利率远高于有税商品毛利率.....30
图 55：三公司净利润（百万元）及净利率（右）.....30
图 56：公司销售费用率显著增长.....31
图 57：17 年后机场扣点率拉动公司租赁费大幅上升.....31

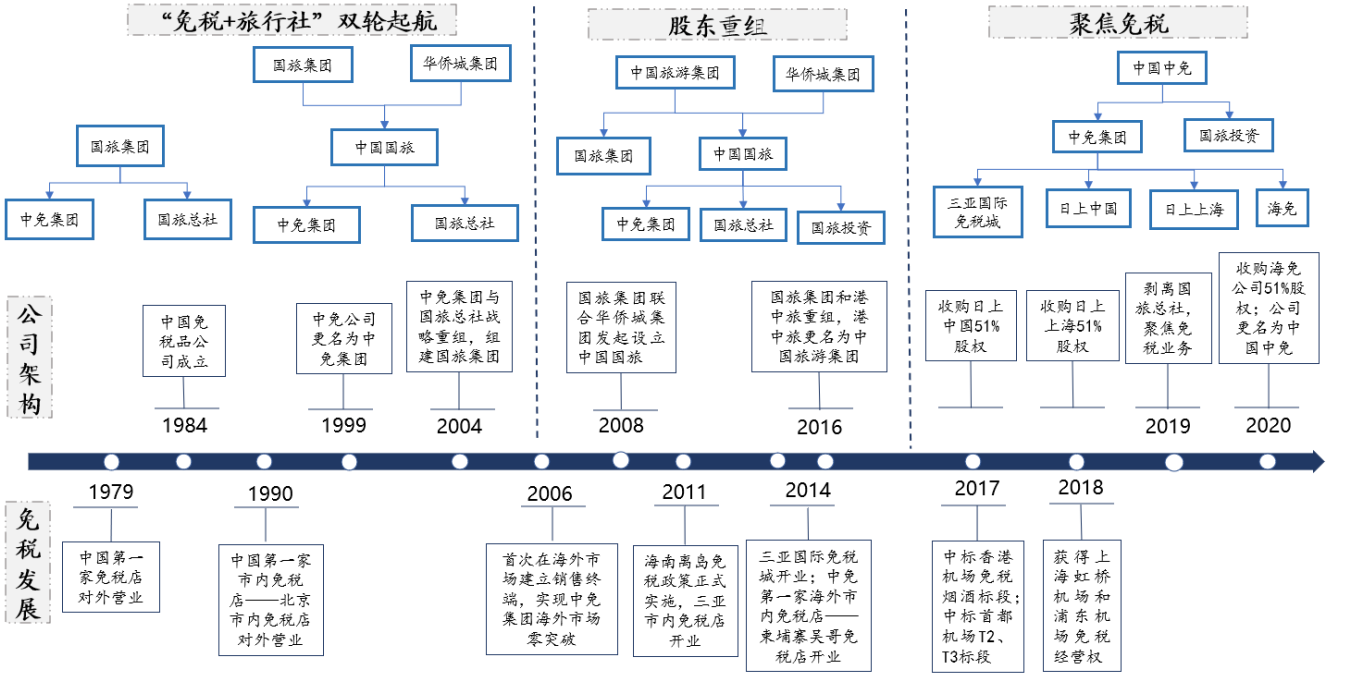
表 1：高管团队拥有丰富的免税行业经验，引领公司转型升级.....6
表 2：国内主要免税运营商一览.....11
表 3：目前存量海南离岛免税店情况一览.....16
表 4：海南离岛政策变化，不断放宽免税购物额度、品类限制.....17
表 5：公司占据一类枢纽机场.....20
表 6：上海机场免税店协议一览.....21
表 7：北京机场免税店协议.....22
表 8：广州机场免税店协议一览.....24
表 9：中韩市内免税店政策对比.....25
表 10：中免目前已开业市内免税店一览.....26
表 11：疫情后中免推出线上平台，破局行业低谷.....28
表 12：公司销售净利率有上升空间.....31
表 13：免税行业市场规模测算.....33
表 14：收入分布预测.....34
表 15：海免收入分布预测.....35

1. 中国中免：先发优势掘金免税，规模扩张奠定霸主地位

1.1. 唯一全牌照免税运营商，管理团队蓄积深厚，坚定聚焦免税主业

公司成立于 2008 年，以“旅行社+免税”双轮驱动，旗下拥有国旅总社和中免集团两家全资子公司。2011 年，公司把握海南离岛免税政策风口，开设中国首家离岛免税店——三亚市内免税店。2014 年，三亚国际免税城盛大开业，公司第一家海外市内免税店——柬埔寨吴哥免税店开业。2017 年起，公司先后并购日上中国 51%和日上上海 51%的股权，积极布局机场免税业务，先后中标首都机场、上海机场免税经营权。**2019 年公司剥离国旅总社，聚焦免税主业。**2020 年正式收购海免 51%股权后，拥有目前海南存量的全部四家离岛免税店，多层次立体免税经营体系逐渐成型。6 月，公司证券简称正式由中国国旅变更为中国中免，体现专注免税业务的未来战略方向。

图 1：公司发展历程，逐步聚焦免税主业，全方位布局成就免税龙头

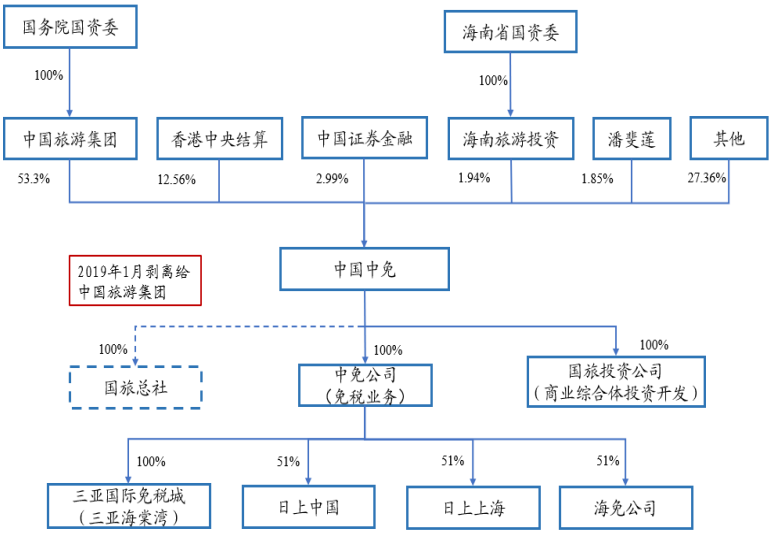


数据来源：公司官网，公司年报，东吴证券研究所

央企脱钩改制转换而来，雄厚背景助力公司发展。2008 年，国旅集团以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，联合华侨城集团，共同发起设立中国国旅。后国旅集团与港中旅重组，港中旅更名为中国旅游集团，国旅集团成为中国旅游集团子公司。截至 2019 年底，公司实控人为国务院国资委，中国旅游集团持有公司 53.3%股份。强大的央企背景增强公司运营实力，助力公司成为目前国内唯一拥有离岛、机场、市内、境外等全牌照免税经营资质的公司。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：雄厚的央企背景



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

管理团队具有丰富的免税运营经验。目前，公司高管大多有中免公司长期任职经验，对免税业务有深刻的理解和丰富的经验，引领公司转型升级，助推资源整合，坚定免税为主的战略方向。

表 1：高管团队拥有丰富的免税行业经验，引领公司转型升级

姓名	年龄	职位	履历
彭辉	58	董事长	曾任中免公司副总经理、总经理、董事、董事长，国旅集团董事、党委常委，中国中免副总经理、总经理。研究生毕业于中欧国际工商管理学院，经济师。
陈国强	56	董事、总经理	EMBA，曾任中免公司总监、副总经理、董事、总经理，海棠湾项目组组长。
薛军	57	董事	曾任国家旅游局资源开发管理处、计划处副处长，中免公司策划发展部总经理、总经理助理，国旅集团总经理助理、董事会秘书，中国中免副总经理、董事会秘书。毕业于复旦大学中文系。
张音	45	董事	曾任高盛美国总部投行并购部分析员、ASIA ALTERNATIVES 投资总监、WILSHIRE PRIVATE MARKETS 董事总经理、亚太区负责人。除担任公司职务外，现任中国旅游集团资本运营部总经理、港中旅金控董事。
王轩	52	副总经理	曾任中国远望（集团）总公司企业管理部副总经理，华润双鹤投资发展部副经理，中免公司副总经理。
赵凤	50	副总经理	曾任中免公司人力资源部总监、中免公司总经理助理、副总经理。硕士毕业于北京师范大学。
王延光	52	副总经理	曾任国旅总社中国公民旅游部高级经理、门市部总经理，北京广之旅常务副总经理，国旅总社总经理助理，国旅集团上海有限公司总经理，中免公司副总经理。
常筑军	47	副总经理、董事会秘书	曾任北京市内免税店策划培训部经理，中免公司总经理助理。现兼任中免国际总经理。

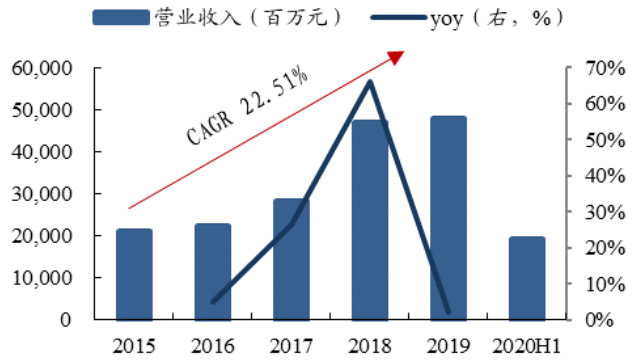
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

1.2. 盈利表现亮眼，三亚海棠湾+北上机场夯实业绩

业绩持续稳健增长，聚焦免税后盈利表现亮眼。公司营收从 2015 年的 212.9 亿增至 2019 年的 479.7 亿，15-19 年 CAGR 达 22.5%。受公司转让国旅总社 100%股权影响，19 年营收同比增速降至 2.04%。在毛利率较高的免税品零售业务拉动下，17/18/19 年实现归母净利 25.3/30.9/46.3 亿，2019 年同比增速达 49.6%。

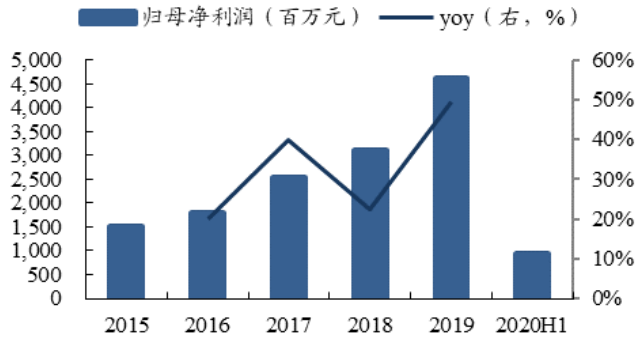
逆势发展体现业务韧性，20Q2 业绩恢复良好。受疫情影响，免税线下门店客源大幅下降，公司 20 年上半年预计实现营收 193.1 亿元（-22%），归母净利 9.3 亿元（-71.7%）。得益于线上持续发力，二季度单季预计实现营收 116.7 亿元（+5.4%），环比大幅增长 53%；归母净利较一季度由负转正，实现 10.5 亿元（+6.6%）。

图 3：公司业绩稳健增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

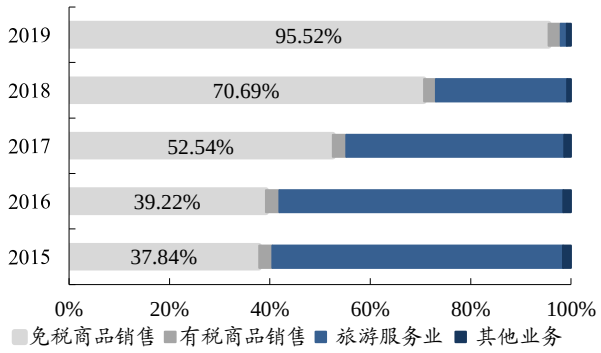
图 4：公司 2019 年归母净利增速达 49.6%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

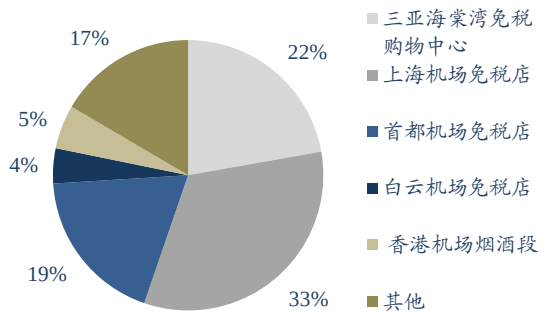
剥离国旅总社后免税业务占比超九成，三亚海棠湾+北上机场店贡献七成以上免税收入。受益于国内免税品零售市场规模持续增长，公司 19 年免税销售收入达 458 亿，占比 95.5%。免税业务中，三亚国际免税城和上海机场、北京机场免税店 19 年合计贡献 74%的收入，其中三亚国际免税城和上海机场贡献 40%的归母净利。

图 5：19 年免税商品销售收入占比 95.5%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 6：19 年三亚店+北上机场贡献 70%以上免税收入



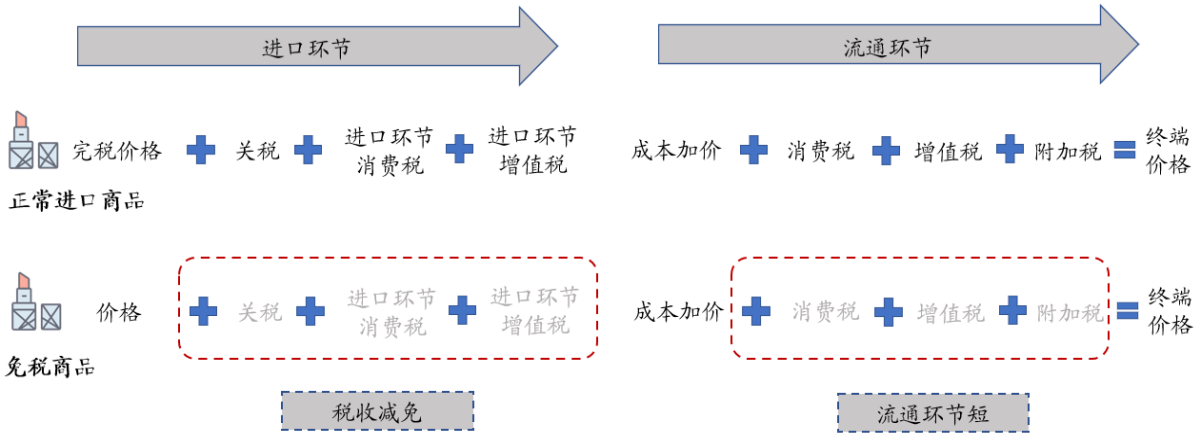
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

2. 免税行业：黄金赛道高速成长，消费回流空间广阔

2.1. 全球免税市场规模可观，机场免税店成最受欢迎消费场景

免税品价格优势来源于税收减免和较短的流通渠道。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税或免税（增值税、消费税）进入免税店销售的国产商品，价格优势明显。免税品供货渠道与专柜商品一致，且流通渠道短，受到消费者欢迎。

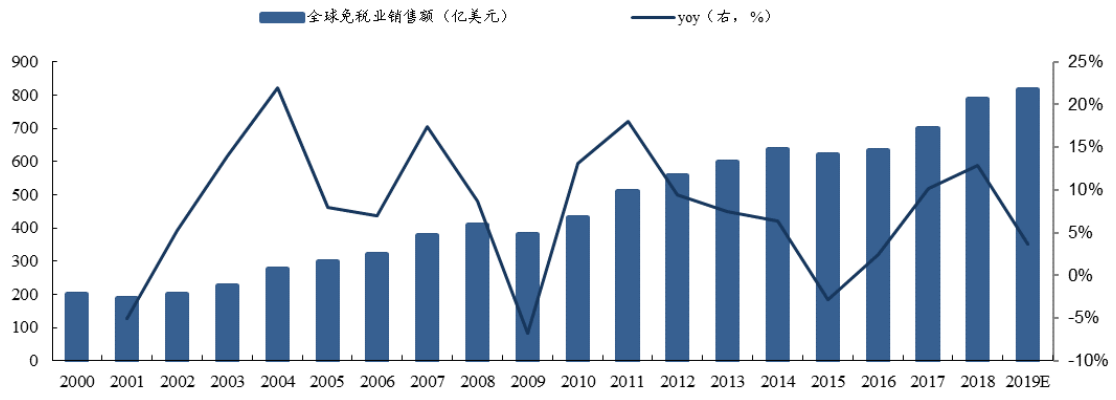
图 7：免税品与正常商品在进口和流通环节产生价差



数据来源：海关总署，东吴证券研究所

全球免税市场持续增长，规模预计突破 800 亿美元。伴随全球经济迅速发展及旅游业的兴旺，2000-2018 全球免税市场规模从 200 亿美元增至 790 亿美元，年复合增长率超过 8.4%，根据 Generation Research 预计，2019 年将达到 818 亿美元。

图 8：全球免税市场持续发展，2000-2018CAGR 超 8.4%

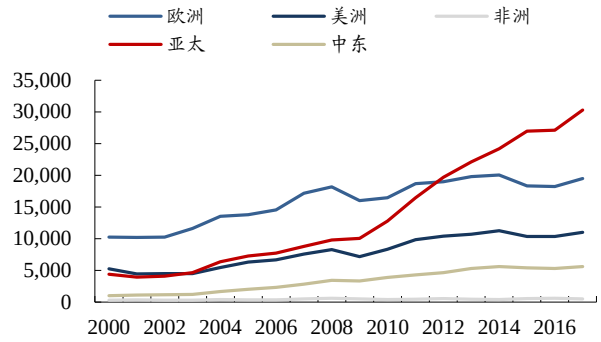


数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

起源欧洲，重心逐步向亚太转移，近年来亚太地区成为最重要的增长引擎。免税品销售最早发源于二战后的爱尔兰机场，欧美经济的迅速崛起催生大量中产阶级，爆发式增长的旅游、消费需求带动免税行业迅速发展。20 世纪 80 年代后，随着亚洲四

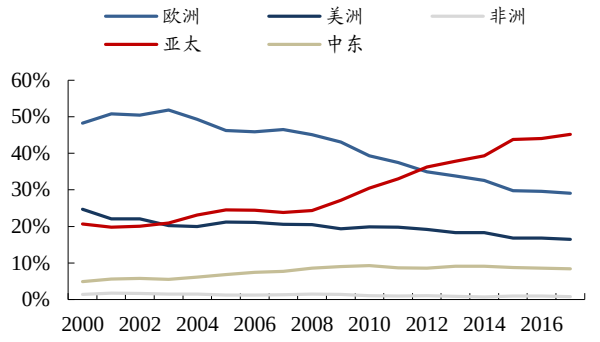
小龙的崛起，DFS、乐天免税、新罗免税和中国免税集团等亚洲企业相继切入市场，亚太地区免税市场规模一路攀升。2000-2017 年亚太地区免税销售额复合增速 12%，占全球免税额比例从 20%提升至 45%，为全球免税业提供强劲增长动力。2018 年，亚太地区免税销售额达 388 亿美元，同比增长 23.3%，占比达 49%。

图 9：亚太地区发展为免税规模最大地区（十亿美元）



数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

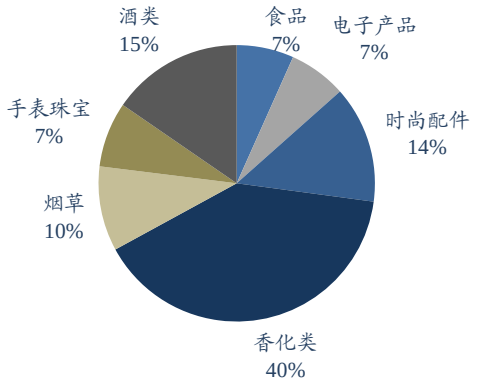
图 10：近年来亚太地区免税规模占比最高



数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

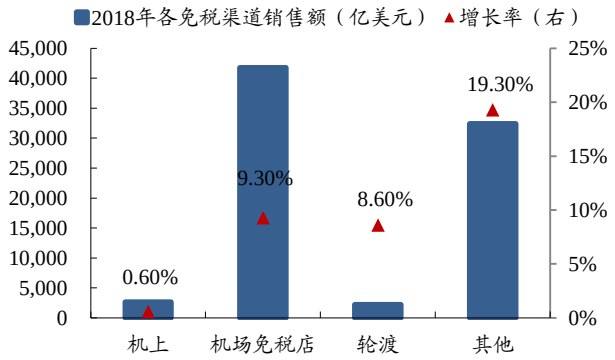
香化类产品最受欢迎，机场免税店销售额贡献最大。伴随免税发展日趋成熟，免税商品的品类和场景逐渐多元化，由烟酒类拓展到奢侈品、香水、食品等多种品类，经营场所由机场、飞机发展至轮船、市内免税店等多种形式。2018 年，香化类产品占免税销售额约 40%，增速高达 23.5%；机场免税渠道占主导地位，占比 53%。

图 11：2018 年香化类产品销售额占比最高



数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

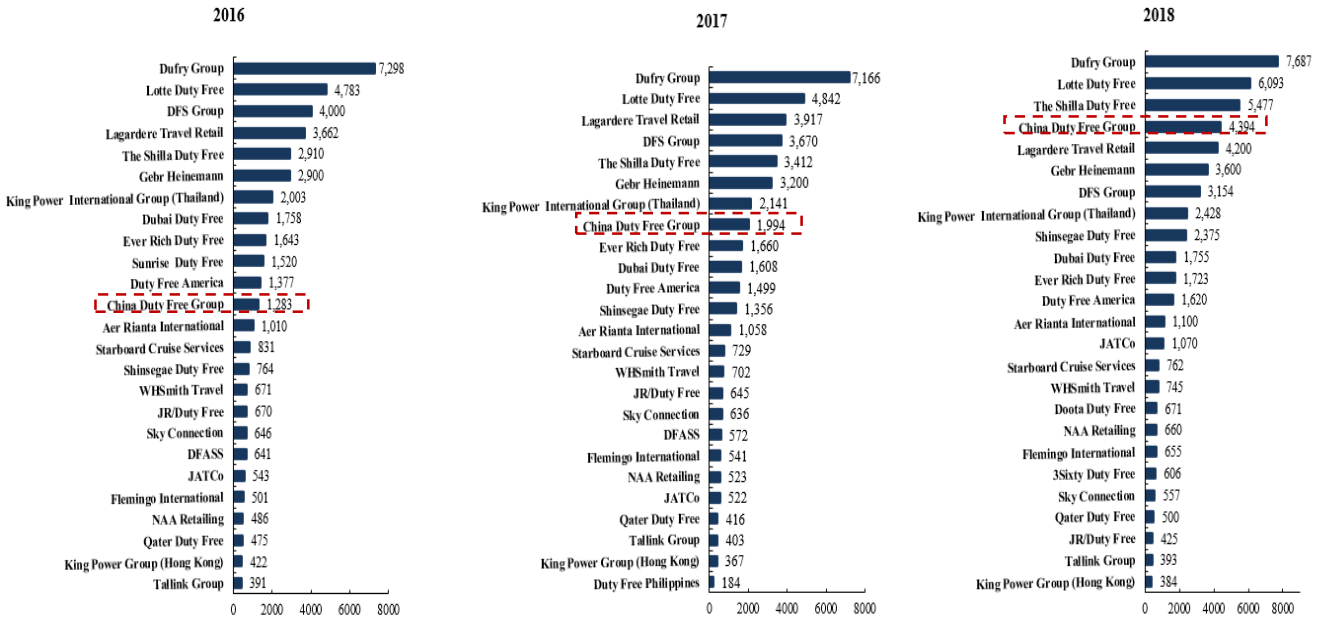
图 12：机场免税店成为规模最大的免税销售渠道



数据来源：Generation Research，东吴证券研究所

16-18 年全球免税行业集中度持续上升。根据穆迪报告，2018 年瑞士运营商 Dufry、韩国运营商乐天和新罗分别以 76.87 亿欧元、60.93 欧元和 54.77 欧元的体量位列全球免税运营商前三名。中国中免随着近年来免税业务持续高速发展，18 年已跻身全球第四大免税运营商。另一方面，全球免税业规模效应带来竞争优势趋势明显，16-18 年免税市场 CR5、CR10、CR25 逐步提高，集中度呈上升趋势。

图 13：全球 TOP25 免税运营商，16-18 年行业集中度上升（单位：百万欧元）

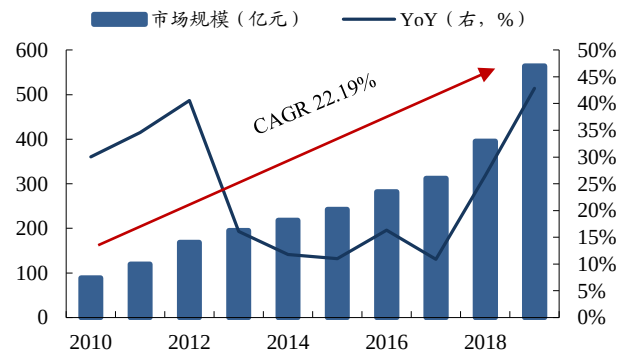


数据来源：穆迪，东吴证券研究所

2.2. 中国免税行业政策为纲，牌照为王，中免稳居龙头

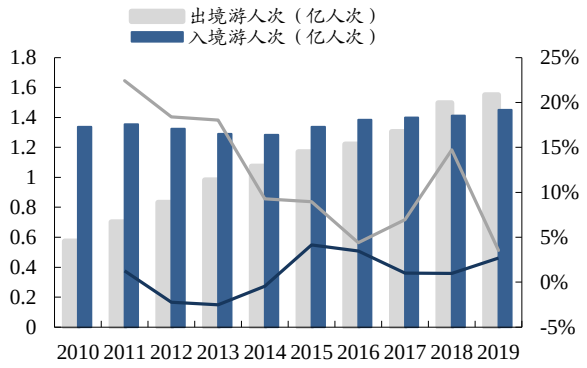
2019 年中国免税市场规模预计 564 亿元，出入境人次持续增长带动免税行业发展。根据中国中免业绩及市场份额测算，我们预计 2019 年免税行业市场规模约 564 亿元，2010 至 2019 年 CAGR 达 22.2%。伴随消费升级，我国出境游人次在近十年保持高增长，CAGR 达 11.67%，直接带动免税行业持续发展。2019 年出境游人次已经达到 1.55 亿人次，超过入境游人次。据世界旅游组织预计，2027 年中国居民出境游人数将达 3 亿人次，出国率 20%。世界旅游组织数据显示我国是世界最大出境游消费国，2018 年出境游总支出已达 2,770 亿美元，人均消费超过 1,800 美元，庞大的消费需求将为免税市场的蓬勃发展打下坚实基础。

图 14：国内免税行业市场规模，CAGR 超过 22%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 15：出境游人次持续高增长，19 年达 1.55 亿人次



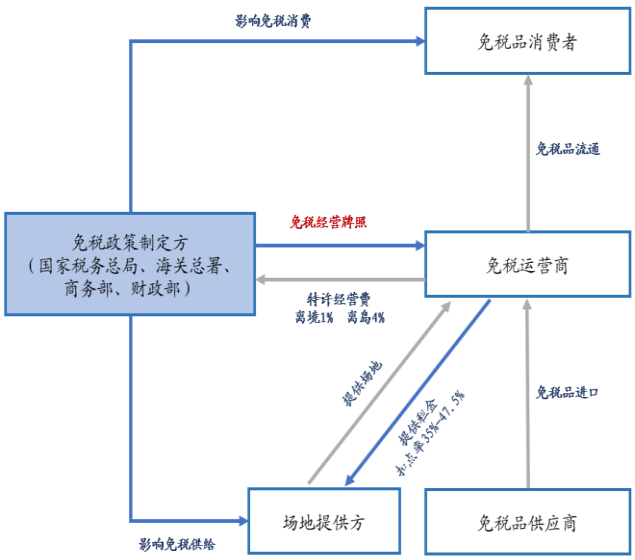
数据来源：文化和旅游部，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

政策属性强，运营商是免税产业的核心关键。税务总局、海关总署、商务部、财政部四大部委作为免税政策制定方，在需求层面规定消费者的购物资质、限额、购买品类和数量等，在供给层面对于免税店的设立和招标有明确规定。免税产业链中，免税供应商提供免税品给运营商，运营商进行成本加价后出售给消费者赚取价差，同时支付租金给场地提供方，处于重要地位。

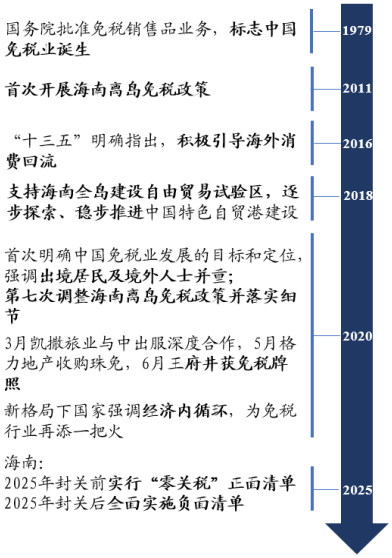
利好政策密集出台，打开免税进化空间。2016 年以来，国家多举措支持免税业发展，海外消费回流、海南自贸港建设、消费扩容提质、鼓励发展市内店、海南离岛政策全面放宽、增加免税运营牌照等政策陆续出台。政策持续加持下促进行业共荣，充分打开免税增量空间，引入更多参与者，市场活力进一步被激活。

图 16：免税行业产业链



数据来源：东吴证券研究所整理

图 17：免税支持政策密集出台，促进行业发展



数据来源：东吴证券研究所整理

国内免税经营牌照稀缺，目前仅 8 家免税运营商。中国对免税业务实行垄断经营和集中统一管理，管制严格，牌照具有稀缺性，获取难度大。目前国内主要免税运营商包括中国中免、海南免税、珠海免税、深圳免税、日上免税行及中出服、中侨、王府井等，其中王府井于 6 月取得免税经营资质，但目前尚未实际经营免税品业务。

表 2：国内主要免税运营商一览

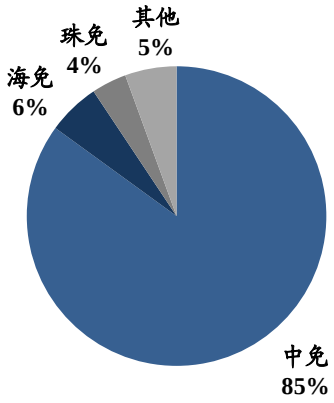
免税经营主体	所属公司	经营范围	门店类型
中免	中国旅游集团	大陆、港澳、柬埔寨等	机场、市内、边境、机上、客运站、邮轮上、外轮供应等
日上（中国+上海）（**中免持股 51%**）		北京、上海	机场免税店
海免（**中免持股 51%**）		海南	离岛免税店
中侨		哈尔滨	1 家位于哈尔滨的入境市内店

免税经营主体	所属公司	经营范围	门店类型
深免	深圳市国资委	深圳、西安、瑞丽、霍尔果斯	深圳 7 家口岸免税店、深圳宝安机场免税店
珠免	珠海市国资委	珠海、天津	珠海 7 家口岸免税店，天津机场店
中出服	国药集团	全国境内	拥有 6 家市内/机场/港口/边境入境口岸店，另外 5 家免税店即将开业
王府井	北京市人民政府	全国境内	尚未实际经营免税品业务

数据来源：财政部，公司官网，公司公告，东吴证券研究所

国内竞争格局一超多强，中国中免龙头地位稳固。公司 20 年 5 月正式并购海免，若假设 2019 年中免与海免收入合计，则中免市占率达到 91%，远超国内其他运营商。中免公司目前是国内唯一全国布局的免税运营商，也是免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。

图 18：2019 年中免+海免合计市占率超 90%



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

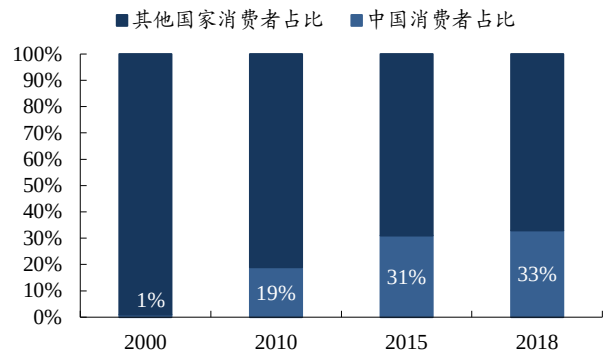
2.3. 未来展望：国人境外消费体量庞大，消费回流空间广阔

政策支持，力促消费回流。“十三五”规划明确指出要“不断增强消费拉动经济的基础作用”、“积极引导海外消费回流”。商务部、发改委和卫健委于 2020 年 3 月下旬联合发布《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，提出“促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，推动境外消费回流，进一步激发国内消费活力”。疫情影响下，国际航班大面积停运，出境游受限，客观上为推动溢出型消费回归国内市场提供了机遇，消费回流正当其时。

境外消费体量庞大，回流趋势明显。从奢侈品角度看，根据贝恩数据，中国消费者在全国奢侈品市场所占份额从 2000 年的 1%提升至 2018 年的 33%，18 年境外消费奢侈品约 5,000 亿元，体量庞大。在中国政府下调进口关税、加强监管灰色市场、各大奢侈品市场持续调整国内外市场价差等因素的共同作用下，越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品。2018 年，中国消费者在内地的奢侈品消费比例由

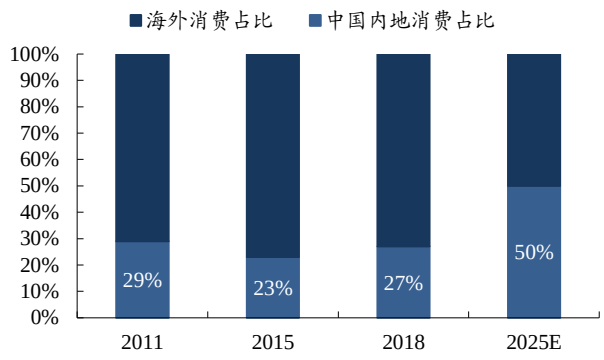
2015 年的 23%上升至 27%，贝恩预计 2025 年将达到 50%，而整体中国居民奢侈品消费额将达到 1.2 万亿。

图 19：中国顾客奢侈品消费总额占全球市场份额提升



数据来源：贝恩，东吴证券研究所

图 20：中国消费者奢侈品渠道，消费回流趋势明显



数据来源：贝恩，东吴证券研究所

政策加持助力产品结构升级，或在奢侈品领域实现突破。海南离岛免税行邮税限额取消后，高档精品百货如箱包、手表等将大幅受益，迅速打开销售空间，加速离岛免税产品结构提升，向奢侈品转型升级，享受消费回流增量空间。

在中性假设下，参考 2015 和 2018 年全球免税销售额占全球奢侈品销售额比例分别为 21%/26%，假设 2025 年中国境内免税占中国奢侈品消费比例提升至 35%，**对应消费回流将带来免税市场增量约 2,100 亿元**，18-25 年复合增速约 27%，较 2018 年仍有约 1,705 亿元提升空间，未来可期。

图 21：奢侈品角度测算免税消费回流规模（单位：亿元）

境外消费占比 / 境内免税/奢侈品	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%
26%	2028	1872	1716	1560	1404	1248	1092
29%	2262	2088	1914	1740	1566	1392	1218
32%	2496	2304	2112	1920	1728	1536	1344
35%	2730	2520	2310	**2100**	1890	1680	1470
38%	2964	2736	2508	2280	2052	1824	1596
41%	3198	2952	2706	2460	2214	1968	1722
44%	3432	3168	2904	2640	2376	2112	1848

数据来源：东吴证券研究所测算

3. 免税龙头：多层次+多渠道立体免税体系，构筑长期竞争优势

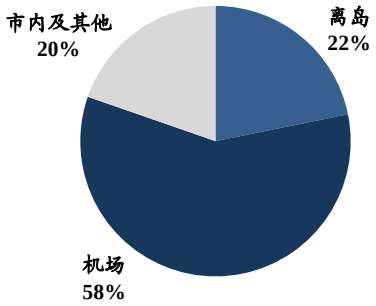
离岛+机场+市内多业态布局，全牌照免税龙头。公司全资子公司中免集团经过30余年的快速发展，已在全国30多个省、市、自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨等地设立涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型的240多家免税店，先后与全球逾1,000家世界知名品牌建立长期稳定的合作关系。销售渠道覆盖北京机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内大型枢纽机场，香港机场、澳门机场等亚太国际机场，以及三亚国际免税城、海口日月广场等离岛免税店，每年为近2亿国内外游客提供免税商品服务。

图22：中免集团旗下拥有九大类型免税店



数据来源：中免集团官网，东吴证券研究所

图23：2019年公司离岛、机场、市内店收入结构



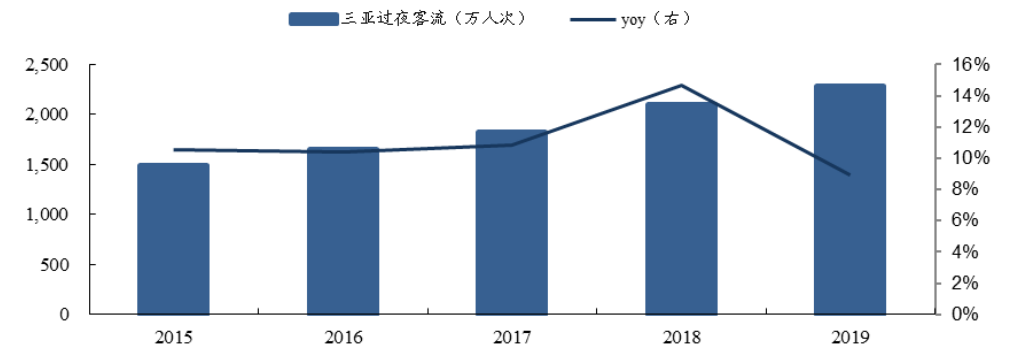
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.1. 离岛：卡位免税优质点位，直接受益离岛政策

3.1.1. 三亚海棠湾店：流量C位，成就业绩担当

区位优势明显，离岛免税核心地标。三亚海棠湾免税店于2014年9月1日开业，标志着中免离岛免税购物迈入新台阶。作为目前业态全、规模大、国际品牌多的单体免税店，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，是目前三亚唯一一家离岛免税店，19年吸引到2,287万人次。

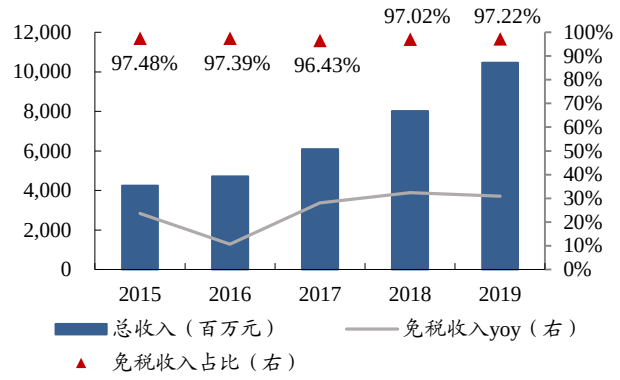
图24：三亚过夜客流量持续增长，2019年达到2,287万人次



数据来源：海南省统计局，东吴证券研究所

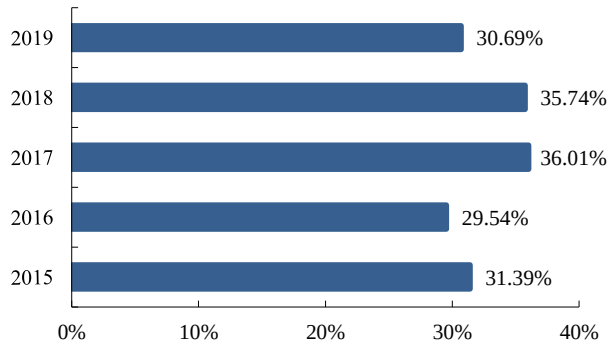
客单价+渗透率提升助力三亚海棠湾免税收入快速增长。17-19 年在离岛政策持续加持下，三亚海棠湾购物人数渗透率稳步上升，19 年达到 9%，显著高于海南整体渗透率，叠加客单价持续增长，推动免税销售收入占比维持在 96%以上，增速维持在 20%以上，19 年达到 101.74 亿（+30.92%）。16 年受到暂停与旅行社合作影响，三亚海棠湾购物人数从 101 万人次下滑至 97 万人次，导致免税收入增速从 23.6%大幅放缓至 10.7%。**三亚海棠湾支撑公司三成以上业绩，盈利强劲。**15-19 年，三亚海棠湾店的归母净利从 4.73 亿增至 14.2 亿，CAGR 达 31.7%。除 16 年外，三亚海棠湾对中免的净利贡献率均高于 30%。

图 25：三亚海棠湾 19 年收入突破 100 亿



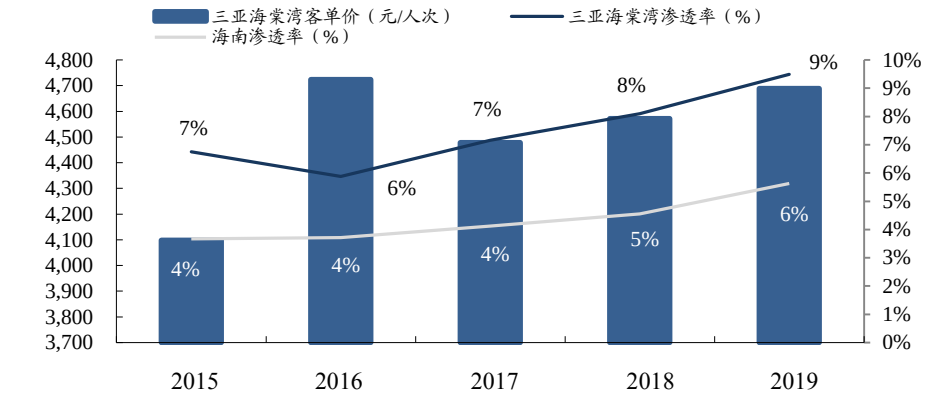
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 26：三亚海棠湾业绩贡献率达三成以上



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 27：三亚海棠湾客单价持续增长，渗透率高于海南离岛免税整体渗透率



数据来源：公司年报，海南省统计局，东吴证券研究所

3.1.2. 收购海免，占据先发优势，巩固龙头地位

2019 年 1 月，海南省国资委将其持有的海免 51%股权无偿划转至公司股东中国旅游集团；2019 年 3 月，为避免同业竞争，中国旅游集团与公司、海免签署《股权委托管理协议》，约定由公司受托管理海免公司。2019 年，海免逐步通过中免集团采购，金额达 23.6 亿元，实现业务协同发展。2020 年 5 月 8 日，公司全资孙公司中免

海南公司拟以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团持有的海免公司 51%股权，对价为 20.65 亿元，预计海免将可借助公司与品牌商的议价优势实现盈利能力提升。

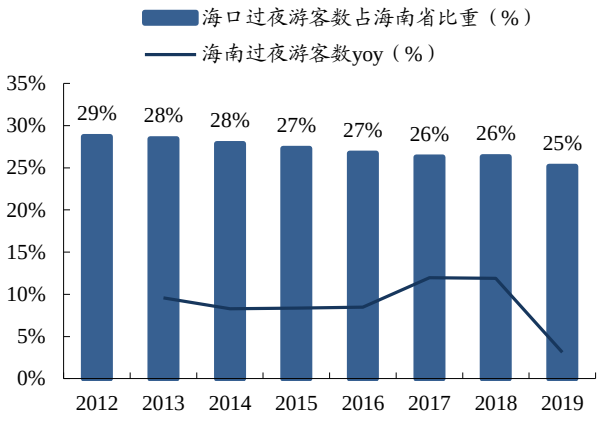
海口旅游市场规模可观，为免税市场奠定基础。海免公司是海南地区领先的免税品销售企业，19 年实现营收 32.3 亿，归母净利 2.6 亿。海免公司经营区域位于海口市，具有显著的区位优势。作为海南省省会城市，海口市占据交通枢纽，是重要的旅游目的地，12-19 年接待过夜旅客数占海南省比重超 25%，19 年达到 0.17 亿人次。

图 28：公司旗下四家离岛免税店区位分布



数据来源：谷歌地图，东吴证券研究所

图 29：海口市接待过夜旅客数占海南省 25%以上



数据来源：wind，海南省统计局，东吴证券研究所

完善离岛免税业务布局，巩固公司优势地位。海免全资拥有海口日月广场店及琼海博鳌店，同时控股海口美兰机场免税店 51%股权。中免海免合并后，公司拥有目前海南存量的全部四家离岛免税店。凭借长期深耕海南免税市场取得的显著先发优势，提前卡位优质的免税点位，直接受益于海南政策，免税龙头地位进一步巩固。

表 3：目前存量海南离岛免税店情况一览

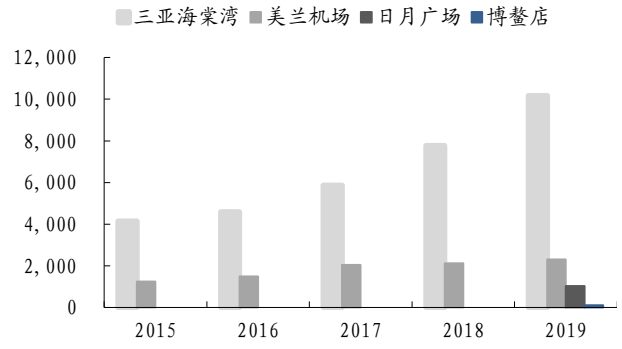
免税店	股权情况	开业时间	19 年收入（百万元）	经营面积(m^2)	经营品类
海口美兰机场免税店	海免 51% 海航基础 49%	2011 年 12 月	2311.5	1.4 万	经营 38 类免税商品，以香化、手表、箱包等产品为主
海口日月广场免税店	海免 100%	2019 年 1 月	1025	2.2 万（首期 1.3 万）	涵盖香化、箱包、手表、首饰等 38 类免税商品，已引进香奈儿、迪奥等近 200 个国际知名品牌
琼海博鳌免税店	海免 100%	2019 年 1 月	99.5	4,200	

三亚海棠湾免税店	中免 100%	2014 年 9 月	10174	国际免税城内 7 万+	引进近 300 个国际知名品牌，超 10 万个时尚单品

数据来源：中国中免官网，中国中免年报，海口海关，海航基础年报，东吴证券研究所

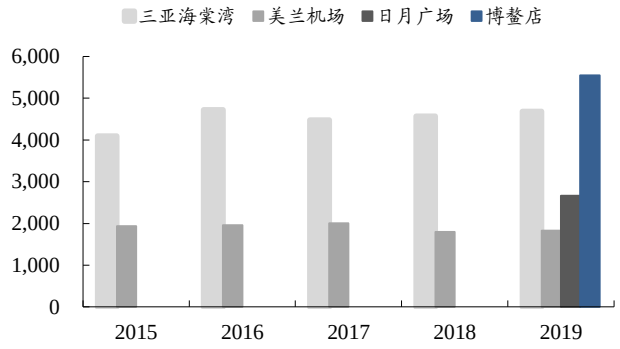
美兰机场免税销售额稳定，琼海博鳌客单价亮眼。美兰机场开业最早，15-18 年贡献 20%以上的海南离岛免税销售额。19 年新开两家免税店，导致消费者部分分流，美兰机场免税收入贡献率降至 17%。日月广场、琼海博鳌免税店开业一年客单价分别达到 2,662 元/人次、5,546 元/人次。

图 30：四家离岛免税店免税销售额（单位：百万元）



数据来源：公司年报，商务部，东吴证券研究所

图 31：四家离岛免税店客单价情况（单位：元/人次）



数据来源：公司年报，商务部，东吴证券研究所

3.1.3. 离岛政策经七次调整，大幅放宽超预期，打开免税进化空间

2011 年以来，我国正式开启离岛免税时代。海南离岛免税政策共经七次调整，不断放宽免税购物额度、品类限制。2020 年 6 月，海南离岛免税新政落地，大幅宽松超预期，免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元；离岛免税品品种由 38 种增至 45 种，新增电子消费产品、酒类（不包括白酒）等；取消单件商品 8,000 元免税限额规定；大幅减少单次购买数量限制的商品种类。

表 4：海南离岛政策变化，不断放宽免税购物额度、品类限制

时间	政策	内容
2011 年 3 月	财政部《关于开展**海南离岛旅客免税购物**政策试点的公告》；海关总署《关于海南省离岛旅客免税购物监管事宜》	离岛免税政策适用**年满 18 周岁**、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民，免税商品**限定 18 种**，非岛内居民旅客每人每年最多可以享受 2 次离岛免税购物政策，岛内居民旅客每人每年最多可以享受 1 次，**每人每次免税购物金额为人民币 5000 元以内**。
2012 年 10 月	财政部《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》；海关总署《中华人民共和国海关对海南离岛旅客免税购物监管暂行办法》	将海南离岛免税政策适用对象的年龄条件调整为**年满 16 周岁**，增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类免税商品品种，免税品种**扩大至 21 种**，将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元，**即单价 8000 元以内（含 8000 元）的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 8000 元**。

时间	政策	内容
2015 年 3 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	**增加离岛免税品种类**，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。**放宽**香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 11 种热销商品的**单次购物数量限制。**
2016 年 1 月	财政部《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整离岛免税购物限额管理方式，**取消对非岛内居民旅客购物次数限制**，每人每年累计**免税购物限额从 8000 人民币调整为 16000 元人民币**。同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2017 年 1 月	财政部《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	将海南铁路离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围。**政策适用对象将由“乘飞机离岛旅客”扩大到“乘火车离岛旅客”。**
2018 年 4 月	中共中央 国务院发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见 》	奖励更加开放便利的离岛免税购物政策，**实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。**
2018 年 11 月	财政部、海关总署、税务总局联合有关部门发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	**离岛旅客（含岛内居民）每人每年累计免税购物限额提升至 3 万元，不限次**；增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。
2020 年 6 月	财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	明确海南离岛免税政策细节并将自 20 年 7 月 1 日起正式实施。主要政策调整包括：**免税购物额度提升至每年 10 万元，取消单件商品 8000 元的免税限额，免税商品品类从由 38 种增至 45 种、大幅减少有单次购买数量限制的商品种类。**

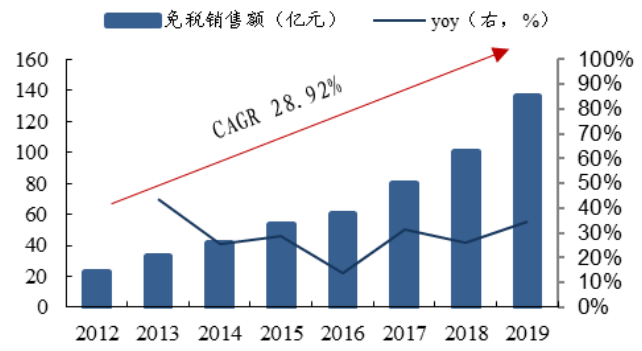
数据来源：海南省政府官网，发改委、财政部、商务部官网，东吴证券研究所

海南自贸港建设推进，分步骤实施零关税、低税率、简税制，助推海南全面开放。2020 年 6 月 1 日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，标志着海南自由贸易港建设进入全面实施阶段，明确实施范围为海南岛全岛。**关税方面，**2025 年前，做好封关运作准备工作，实行“零关税”正面清单。2025 年后，全岛封关运作、简并税制，对进口征税商品目录以外、允许海南自贸港进口的商品免征进口关税。**税收政策方面，**方案发布之日起，对注册在海南自贸港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15%征收企业所得税。**作为海南省产业鼓励类企业，三亚免税城或将充分受益。**

离岛销售表现亮眼，新政下成长空间广阔。12-19 年海南离岛免税销售额从 23 亿增至 136 亿，平均年复合增长率达 28.9%，19 年同比增长 34.8%。海南省购物人数从 12 年的 112 万人次增至 19 年的 384 万人次，渗透率从 3.4%增至 5.6%。政策推动下，客单价也持续攀升，19 年达到 3,544 元/人。7 月 1 日至 27 日，海南新政实施首月，海关共监管离岛免税销售额 22.2 亿元、购物旅客 28.1 万人次，较去年同期分别增长 234.2%和 42.7%，环比增长 45.5%和 12.6%，得益于行邮税取消，客单价增长至 7,897 元/人次。**新政将持续打开客单价成长空间，促进产品结构向高档商品升级，海南自贸港建设助力海南全面开放，公司离岛免税收入规模有望快速提升。**

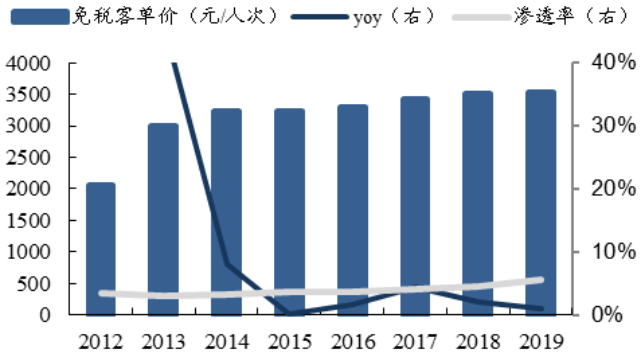
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 32：12-19 年海南离岛免税销售额 CAGR 达 28.9%



数据来源：海南省政府官网，东吴证券研究所

图 33：19 年离岛免税客单超 3,500 元，渗透率超 5%

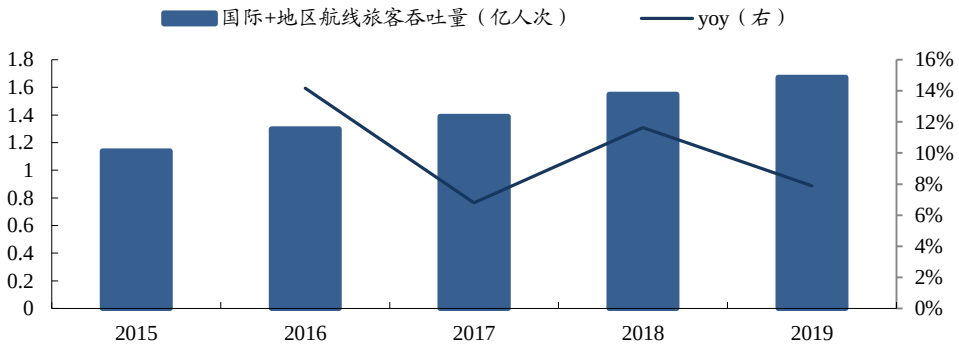


数据来源：海南省政府官网，东吴证券研究所

3.2. 机场：外延并购卡位机场免税渠道，占据北上广三地核心枢纽机场

民航国际及港澳线旅客吞吐量上涨为机场免税提供肥沃土壤，免税租金已成机场业绩增长驱动力。15-19 年，我国民航运输机场旅客吞吐量稳步增长，其中国际和地区航线旅客吞吐量年复合增长率 10%，19 年达到 1.67 亿人次。作为拉动区域经济增长的通道和促进城市发展的基础设施，**机场聚集优势资源，在免税业务上占据主导地位，收取较高的保底租金和扣点费用，导致机场免税相对于离岛免税净利率较低。**

图 34：15-19 年我国民航运输机场国际+地区航线旅客吞吐量 CAGR 为 10%



数据来源：中国民用航空局，东吴证券研究所

机场免税收入贡献大，公司卡位北上广三地核心枢纽机场。18 年以来，机场免税逐渐超越离岛免税业务，成为公司免税收入占比最大的渠道，19 年北上广三地机场免税店合计为公司贡献 56%的免税收入。根据最新国内机场分类目录，公司机场免税点位均位于一类机场，国际及港澳线旅客吞吐量大，占据交通枢纽位置，辐射京津冀、长三角、珠三角经济圈，出入境连通城市数量可观。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：公司占据一类枢纽机场

机场类别	机场	分类标准	
一类 1 级	**北京首都、上海浦东、广州** 3 个机场	单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量 4%以上	国际及港澳线换算旅客吞吐量占其机场全部换算旅客吞吐量的 25%及以上
一类 2 级	深圳、成都、**上海虹桥** 3 个机场		国际及港澳线换算旅客吞吐量占其机场全部换算旅客吞吐量的未及 25%
二类	昆明、重庆、西安、杭州、厦门、南京、郑州、武汉、青岛、乌鲁木齐、长沙、海口、三亚、天津、大连、哈尔滨、贵阳、沈阳、福州、南宁 20 个机场	单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量 1%-4%	
三类	除上述一、二类机场	单个机场换算旅客吞吐量占全国机场换算旅客吞吐量 1%以下	

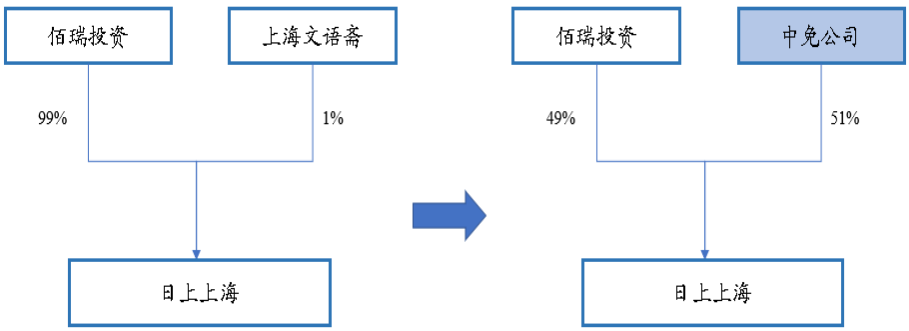
数据来源：《民用机场收费标准调整方案》，东吴证券研究所

3.2.1. 上海机场：区位优势打开增量空间，业绩表现亮眼

2018 年 3 月，公司全资子公司中免公司以 15.05 亿现金收购日上上海 51%的股份，旨在进一步扩大免税市场份额。**2018 年 7 月，日上上海中标上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场 7 年免税业务经营权。**

因上份合同尚未到期，浦东机场 T1 出入境免税合同期为 2022 年 1 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日；S1、S2 卫星厅合同期为启用日至 2025 年 12 月 31 日。浦东机场合同期内保底销售提成 410 亿，折算每年需达 58.6 亿；虹桥机场合同期内保底销售提成 20.71 亿，折算每年需达 3 亿元。扣点率方面，上海机场综合扣点率 42.5%，百货类扣点率 25%，香化、烟酒、食品扣点率 45%。

图 35：2018 年 3 月，中免公司收购日上上海 51%股份



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

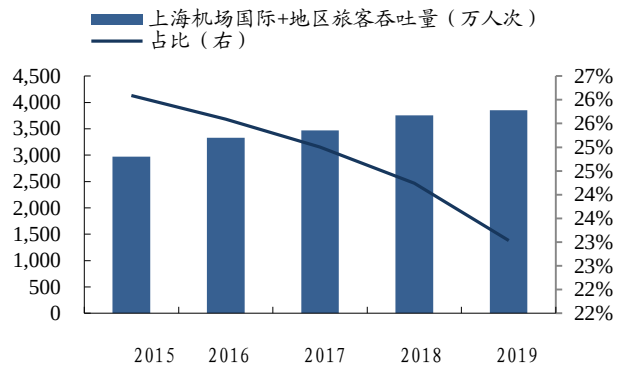
表 6：上海机场免税店协议一览

机场	标段	中标人	中标日期	面积（m^2）	保底销售额	综合扣点率	分类扣点率	合同期
浦东机场	T1 入境	日上上海	18 年 7 月	821	合同期内保底销售提成 410 亿	42.50%	百货类：25% 香化、烟酒、食品类：45%	22 年 1 月 1 日-25 年 12 月 31 日
	T1 出境	日上上海	18 年 7 月	2465		42.50%		
	T2 入境	日上上海	18 年 7 月	1136		42.50%		19 年 1 月 1 日-25 年 12 月 31 日
	T2 出境	日上上海	18 年 7 月	3431		42.50%		
	S1 卫星厅出境	日上上海	18 年 7 月	4678		42.50%		启用日-25 年 12 月 31 日
	S2 卫星厅出境	日上上海	18 年 7 月	4384		42.50%		
虹桥机场	T1 入境	日上上海	18 年 7 月	2088	合同期内保底销售提成 20.71 亿	42.50%		19 年 1 月 1 日-25 年 12 月 31 日
	T1 出境	日上上海	18 年 7 月			42.50%		

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

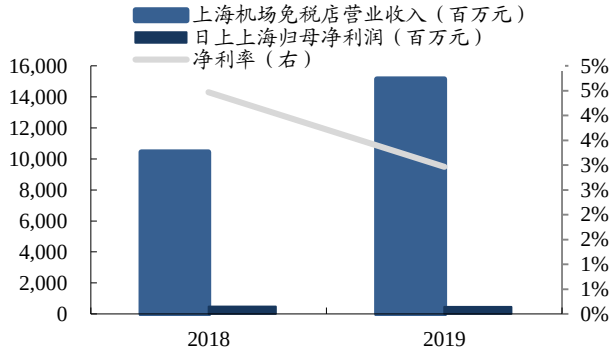
上海机场具有强大的客户资源基础和采购规模效应，业绩表现亮眼。上海浦东国际机场和虹桥国际机场出入境客流量从 15 年的 0.3 亿增至 19 年的 0.4 亿，占全国的比重 20%以上，客流稳定。日上上海与雅诗兰黛、欧莱雅、路易威登等国际奢侈品供应商保持良好的合作关系，采购规模优势下议价能力显现。18 年 3 月上海机场免税店并表，18/19 年实现营业收入 104.5 亿/151.5 亿元，日上上海实现归母净利 4.67 亿/4.49 亿元，分别贡献公司 15%和 10%的净利，19 年采取新扣点导致净利率从 4.5%降至 3%，但长期仍将持续为公司贡献高盈利。

图 36：上海机场出入境旅客数占全国 20%以上



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 37：上海机场免税店业绩表现亮眼

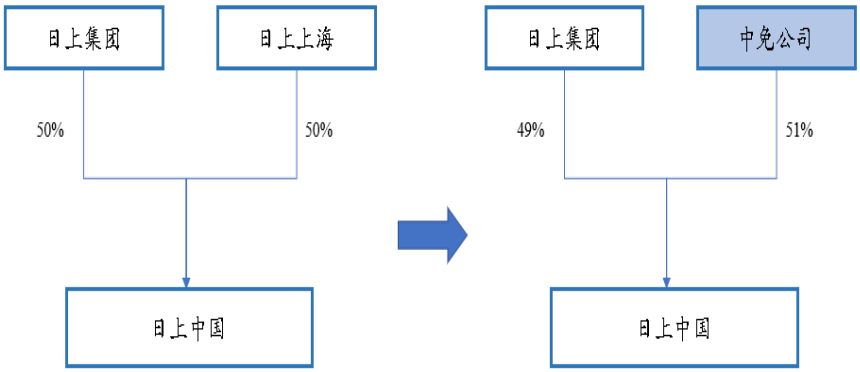


数据来源：公司年报，东吴证券研究所

3.2.2. 北京机场：“一市两场”协同发展，扣点率高于上海机场

2017 年 3 月，为加大首都机场 T2、T3 航站楼免税业务中标机会，中免公司以现金 0.39 亿收购日上中国 51%的股权。2017 年 7 月，中免公司和日上中国分别中标首都机场 T2 和 T3 免税店经营权，合同期限 8 年。T2/T3 首年保底费用为 8.3 亿/22 亿，综合扣点率 47.5%/43.5%，高于上海机场（42.5%）。

图 38：2017 年 3 月，中免公司收购日上中国 51%股份



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2019 年 3 月，中免公司中标大兴机场第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段，经营期限十年。第一标段烟酒、食品标段基准年保底经营费用 2.3 亿元，其中烟酒类商品扣点率 49%，食品类商品扣点率 49%；第二标段香化、精品标段基准年保底经营费用 4.16 亿元，其中香化类商品扣点率 46%，精品类商品扣点率 20%。

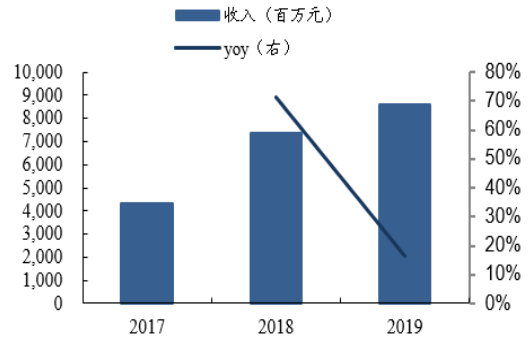
表 7：北京机场免税店协议

机场	标段	中标人	中标日期	面积（m^2）	保底销售额	综合扣点率	分类扣点率	合同期
大兴机场	烟酒、食品标段	中免公司	19 年 3 月 13 日	1666	基准保底费用 2.3 亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	-	49%	10 年
	香化、精品标段	中免公司		3467	基准保底费用 4.16 亿，按实际年客流量比基准年客流量增减率调整	-	香化 46% 精品 20%	
首都机场	T2 入境	中免公司	17 年 6 月 30 日	417	首年保底费用 8.3 亿元	47.50%	-	8 年
	T2 出境	中免公司		3186				
	T3 入境	日上中国		1939	首年保底费用 22 亿元	43.50%		
	T3 出境	日上中国		9461				

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

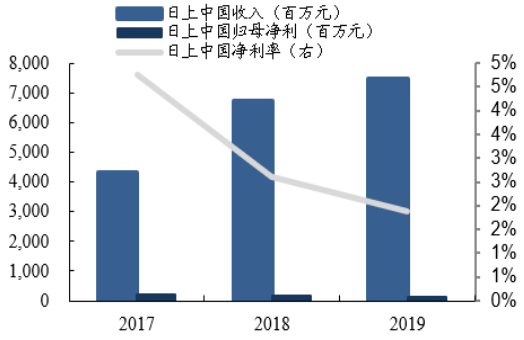
17/18/19 年北京机场免税店合计产生营业收入 43.1/73.9/85.9 亿元，日上中国实现收入 43.1/67.4/74.8 亿元，贡献 2/1.8/1.4 亿归母净利，盈利下降主要由于实行新扣点，销售费用提高。

图 39：首都+大兴机场免税店营业收入逐年提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 40：受扣点率影响，日上中国盈利下降

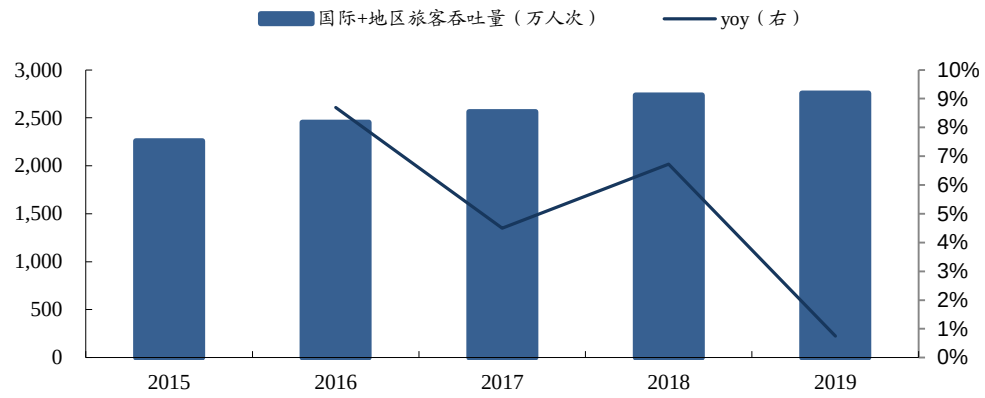


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

*17 年 4 月日上中国并表

首都机场国际旅客占比持续提升，“一市两场”新格局下协同发展。受益于旅客出行需求持续旺盛，北京首都机场国际和港澳台地区旅客吞吐量平稳增长，同时不断优化业务结构，17/18/19 年国际旅客吞吐量取得 5.7%/7.2%/2.7%的增长。2019 年 9 月大兴机场投入使用，部分航班陆续转场，首都机场国际+地区交通流量增速放缓。预计未来在“双枢纽”资源配置下，两场协调发展、适度竞争，未来旅客吞吐量空间可期，带动免税销售进一步成长。

图 41：首都机场国际+地区旅客吞吐量稳定



数据来源：北京首都机场股份年报，东吴证券研究所

3.2.3. 广州机场潜力逐步释放，香港机场开启国际化新阶段

2017 年，中免公司先后中标白云机场入境和 T2 出境免税项目。在此之前，中免已经负责运营 T1 出境免税店。T2 启用前，T1 入境店扣点率为 39%；T2 启用后，扣点率升至 42%。T2 出境店经营权通过谈判方式取得，扣点率降至 35%。根据白云机场披露的经营合作协议，入境/出境免税店合同期内预计将为白云机场带来 21 亿和 12.65 亿元营业收入，**对应 50.7 亿和 36.1 亿元免税销售额。**

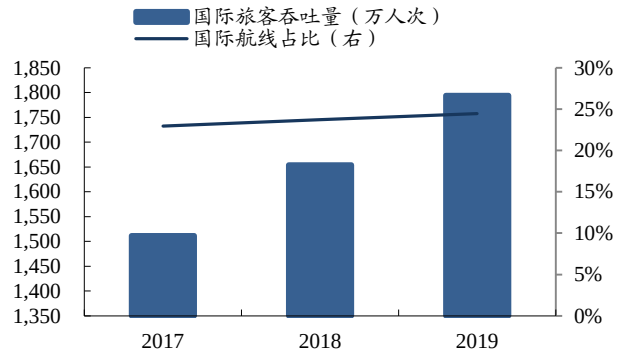
表 8：广州机场免税店协议一览

机场	标段	中标人	中标日期	面积（m^2）	保底销售额	综合扣点率	合同期
广州机场	T1 入境（T2 启用前）	中免公司	17 年 5 月	400	首年保底销售额 3244 万元/月，按年递增	39%	T2 启用日起六年（24 年 2 月底，通过协议的考核评定，同意协议期延长三年），经营总期限最长不得超过 10 年
	T1 入境（T2 启用后）	中免公司		400	首年保底销售额 2356 万元/月，按年递增	42%	
	T2 入境	中免公司		700	首年保底销售额 3533 万元/月，按年递增	42%	T2 启用日起六年（24 年 2 月底，通过协议的考核评定，同意协议期延长三年）
	T2 出境	中免公司	17 年 10 月	3544	18 年 8 月起月保底销售额从 3292 万元/月按年递增	35%	18 年 2 月 1 日至 26 年 1 月 31 日

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

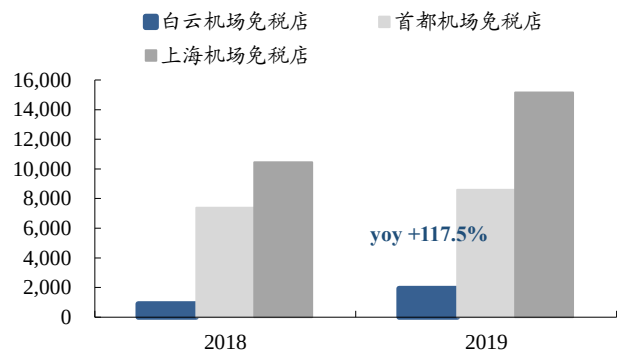
国际化步伐加快，免税收入体量仍落后于上海、北京机场。17-19 年白云机场国际航线旅客吞吐量占比保持在 20%以上，19 年达到 1,794 万人次，国际枢纽建设实现突破。航站楼历史设计原因叠加区位因素，白云机场国际旅客吞吐量相比北京、上海机场仍存在较大差距，18 年免税收入仅为北京机场的 12%，上海机场的 8%。伴随**T2 航站楼启用，免税店面积和位置设计更加合理，19 年白云机场免税店实现营收 19.2 亿，同比大幅增长 117.5%，未来有望持续快速成长。**

图 42：白云机场国际航线旅客吞吐量占比高于 20%



数据来源：白云机场年报，东吴证券研究所

图 43：白云机场免税店收入最低（单位：百万元）



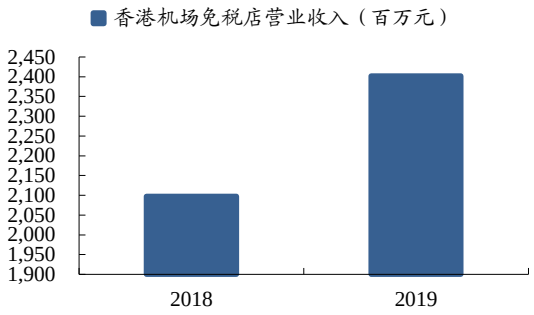
数据来源：公司年报，东吴证券研究所

中标香港机场，向国际化迈进。2017 年 4 月，中免公司与全球第四大免税运营商拉格代尔旅游零售成立的合资公司中免-拉格代尔有限公司在激烈的竞争中获得了 17 年 11 月至 24 年 9 月香港机场烟草酒水标段的免税经营牌照，涉及 8 个店面约 3,400 平方米的经营面积。

汇聚双方优势，渠道影响力强，打造全球烟酒免税新标杆。香港国际机场作为国际及区域航空枢纽，连接全球逾 190 个航点，2019 年旅客吞吐量 7,154 万人次。中标

香港机场烟草酒水标段经营权，标志着公司拥有首个国际化大型免税零售平台，国际化迈出关键一步。结合中免在国内免税业务上的渠道优势和拉格代尔在全球旅游零售界的丰富经验，香港机场免税店 19 年实现营业收入 24.02 亿元。**借助香港机场的渠道影响力和市场规模，公司在免税商品议价能力、品牌引进、盈利能力方面均有望得到提升。**

图 44：19 年香港机场免税店收入达 24 亿



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 45：香港机场免税店示意图



数据来源：香港机场官网，东吴证券研究所

3.3. 市内：中免抢占先机提前布局，静待政策催化落地

3.3.1. 政策风口显现，国人市内店呼之欲出

对于消费者，市内免税店可提供更丰富的产品、更充裕的购物时间，所有顾客均可进店参观，起到良好的引流和营销效果。**对于免税运营商**，市内店相比机场免税店提供更低的租金成本，有望为运营商带来收入端和利润端的双重增长。

现阶段出境国人未包含在市内免税店适用对象内，中出服和中免是主要的市内店免税运营商。我国市内店主要分为归国人员市内免税店和出境市内免税店两类，分别针对 180 天内有出入境记录的中国公民和离境的外国公民。而韩国市内免税店的购物对象包括本国居民和外国游客。目前我国仅有中免、中出服与中侨获得市内免税店牌照。中出服在全国运营 12 家归国人员市内免税店，中免主要服务离境外国居民。

表 9：中韩市内免税店政策对比

	韩国市内免税店	中国归国人员市内免税店	中国出境市内免税店
适用范围	针对准备离境的国内外居民销售免税商品，离境出发前可在市内免税店购物	针对年满 16 周岁，180 天内有出入境记录（非港澳）的中国公民	针对离境的外国居民
提货方式	离境时机场提货	当场提货	机场保税区提货
免税限制	国内居民额度为 5000 美元，国外居民出境无限额；国内外居民入境时额度均为 600 美元	免税额度为 5000 元人民币，高额商品需缴纳行邮税	不限额
运营商	新罗、乐天等	中出服、中侨、港中旅	中免

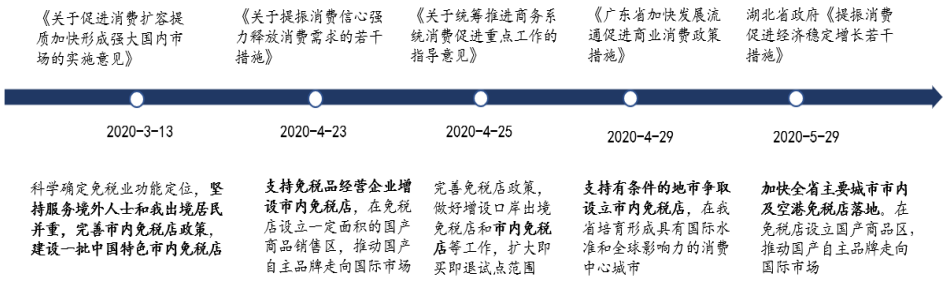
数据来源：中出服官网，韩国海关总署，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

国人市内店松绑可期，静待政策落地。2020 年 3 月 13 日，国家发改委、财政部、商务部等二十三个部门联合发布《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》，提出**坚持服务境外人士和我出境居民并重**，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。针对国人的离境市内免税政策有望尽快落地。

市内店目标截留体量更大的国人外流消费。参考韩国市内店政策，国人市内免税店模式可能为出境前店内买单，回国时口岸提货。同时，参考韩国本土居民免税销售的格局，市内免税店占本土居民免税销售额约 50%，国人市内店发展空间广阔。市内店低租金和高客单价将有望成为免税业的新增长点。

图 46：2020 年以来我国市内免税店相关政策密集出台



数据来源：国务院，财政部，商务部，广东省政府，湖北省政府，东吴证券研究所

3.3.2. 中免积极布局市内店，新玩家陆续入场

中免紧盯市内店政策，重点布局市内店项目。公司 19 年重新布局市内免税店，在青岛、厦门、大连、北京、上海先后开设五家市内店，对口岸出境免税店形成有效补充，提升出境外籍和港澳台旅客的免税购物体验。20 年中免集团已与武汉港发集团、西安中大国际形成战略合作，将在华中、西北地区设立免税店。针对市内店重点项目，公司积极开展组织架构设计、人员招聘配置、薪酬制度建立及岗前培训等相关工作，为市内店布局做好支持保障。

表 10：中免目前已开业市内免税店一览

城市	面积（m^2）	开业时间	商圈
北京	513	2019/5/30	蓝色港湾
上海	1200	2019/8/23	尚悦湾
青岛	355	2019/5/1	CBD 核心区卓越大融城
厦门	331	2019/5/2	中华城购物中心
大连	500	2019/5/26	新星·星海中心

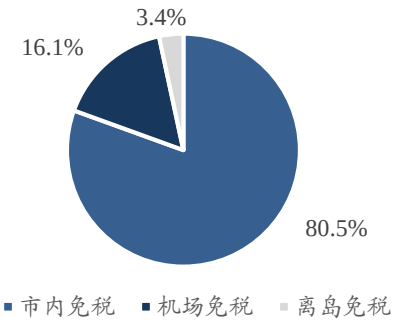
数据来源：公司官网，东吴证券研究所

牌照或迎放松，激活市内免税活力，共同做大市场规模。20 年 3 月，凯撒旅业参股中出服北京市内店运营主体，形成深度绑定，凯撒旅业将免税投资延伸至北京区域。20 年 6 月，王府井获得免税品经营资质。这是自上世纪 80 年代以来，继海南离岛免税政策之后，第一次正式批准新的免税零售经营牌照，具有标志性意义。7 月王府井设立免税品经营公司，将推进免税业务。综合来看，市内免税政策有望加速落地。

3.3.3. 对标韩国：市内店已成最主要渠道，牌照放开不改强者恒强格局

市内免税店占据韩国免税市场主导地位，形成特色渠道。关注到市内店对旅游市场的提振，韩国政府将政策向市内免税倾斜，造就韩国免税市场的独特生态。从业务构成上看，韩国市内免税店、机场免税店和离岛免税店分别贡献 80.5%/16.1%/3.4%的市场份额，与全球市场机场免税贡献 52.9%份额形成鲜明对比。

图 47：市内免税为韩国免税最主要渠道



数据来源：Generation research，东吴证券研究所

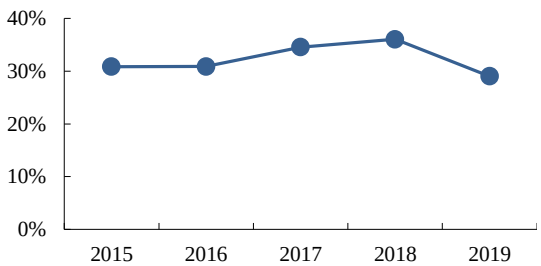
适度竞争做大免税蛋糕，中国中免龙头地位稳固。短期内，牌照逐步放开，公司作为全牌照龙头先发优势明显，深耕优质点位，受影响不大。**长期下，**消费升级叠加境外回流，新入局者预期扩张中国免税市场空间，吸纳未能消化的免税购物需求。同时，免税运营商的核心竞争力在于业务经营实力。对比韩国 13-16 年免税牌照逐步放开的过程中，龙头企业新罗市占率稳定在 30%左右，受益于规模效应，毛利率不降反升。公司规模优势明显，免税业务经验丰富，构筑强竞争壁垒，市占率有稳定支撑力。

图 48：韩国市内免税店牌照逐渐放开



数据来源：穆迪，东吴证券研究所

图 49：韩国免税牌照放开对新罗毛利率基本无影响



数据来源：新罗年报，东吴证券研究所

3.4. 线上渠道：疫情催生新模式，免税电商破局行业低谷

疫情下积极布局电商业务创新。受疫情影响，旅游业受到严重冲击，免税消费承压。公司迅速调整经营策略，开展线上促销活动，推出海南离岛补购、CDF 会员购、日上直邮等线上平台。其中，海南离岛补购平台上线 4 天销售额突破 800 万元，上线一个月达到 8,112 万元。三亚国际免税城推出一系列促销活动，包括雅诗兰黛 3 件 6 折、部分品牌 3 件 7.5 折、部分单品 5 件 8 折等。5 月三亚国际免税城网上商城促销第 1 天销售额突破 4,000 万元，创下单日销售额纪录。

三亚新增两家免税体验店。2020 年 4 月，公司位于三亚红树林度假酒店和南山旅游景区内的两家免税体验店同步开业，开创了线下免税品展示、线上购买的离岛免税新模式，为消费者免税购物再添新选择。

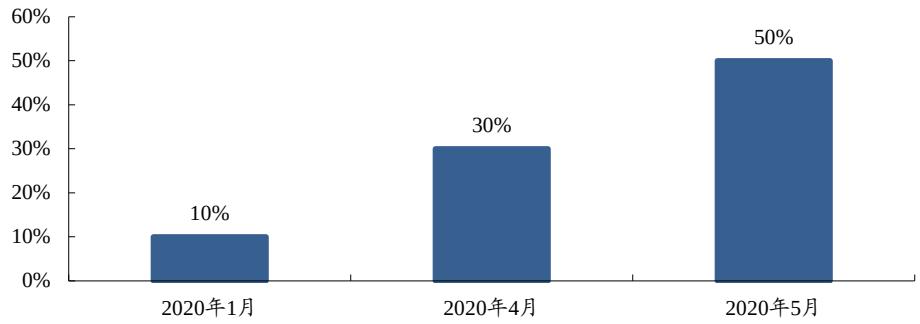
表 11：疫情后中免推出线上平台，破局行业低谷

免税直邮项目	线上渠道	购买资格	购买数量限制	限购额度
海南离岛补购	微信公众号：海南离岛补购官方商城；淘宝：海南离岛补购旗舰店(限于乘坐飞机离岛的旅客)	年满 16 周岁，自离岛之日起不超过 180 天且在海南购买过离岛免税商品的旅客	不限件数	个人年度离岛免税总额度 10 万元-个人年度累计使用免税额度-个人年度累计已使用补够额度
CDF 会员购	微信小程序：cdf 会员购以及各地 cdf 会员购（北京、广州、杭州、沈阳、南京、武汉、厦门、长沙）	出示 2019 年 7 月 1 日以来的历史出入境记录以及出示邀请码	不限件数	每单订购限额为 5,000 元，占用跨境电商年度个人额度（个人年度限制 26,000 元）
日上免税直邮	微信小程序：旅购	购买权益券获取一次购物资格（第一个权益包 218 元/第二、三个仅 168 元）	单品上限 5 件，总件数上限 20 件	金额不限（一次购物最低限额 1,500 元）
		满 613 积分抢得优选券，可购 188/288 元券	188/288 元券同款限 5/8 件，总件数上限 20/28 件	下限 1500 元，不同金额的权益券金额上限不同（12,000/16,000 元）
		持有浦发信用卡，购买优选券	单件上限 4 件，总件数上限 15 件	下限 1,500 元，总价不限

数据来源：公司官方微信号，公司小程序，小红书，东吴证券研究所

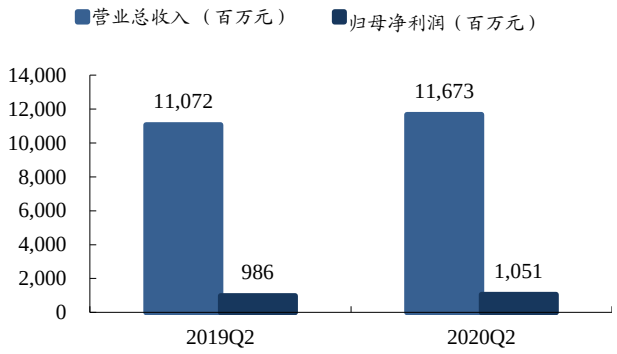
线上发力，20 年 Q2 业绩表现亮眼。2020 年 1 月至 5 月，线上业务销售额占比从 10%增至 50%。线上新渠道发力导致二季度表现亮眼，单季营收同比增长 5.4%，环比增长 53%；归母净利同比增长 6.6%。

图 50：2020 年以来公司线上销售额占比持续提升



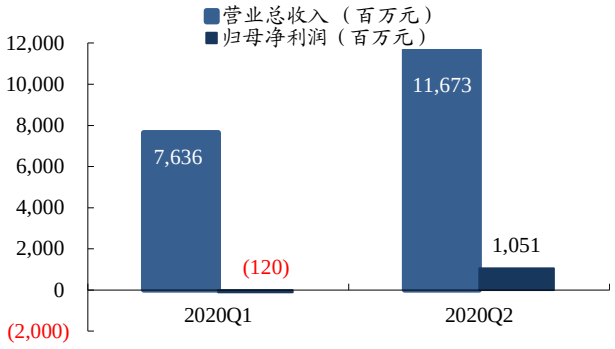
数据来源：穆迪，东吴证券研究所

图 51：20 年 Q2 营收、归母净利恢复至 19 年水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 52：20 年 Q2 业绩环比大幅增长

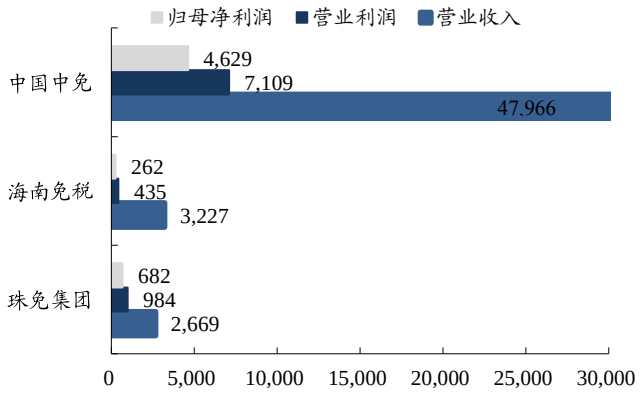


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

4. 财务分析：规模效应提升毛利，未来净利提升可期

对比海南免税和珠免集团，**公司销售体量遥遥领先**。18 年以来，伴随免税销售收入占比提升，**规模效应下采购议价能力增强**，公司免税商品销售毛利率高于 50%，明显高于有税商品销售毛利率，聚焦免税将有助于公司维持高毛利。

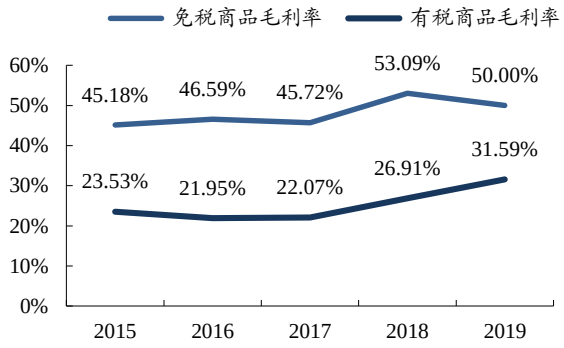
图 53：中免销售体量遥遥领先（单位：百万元）



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

*备注：珠海免税数据为剔除股权转让收益后的备考数据

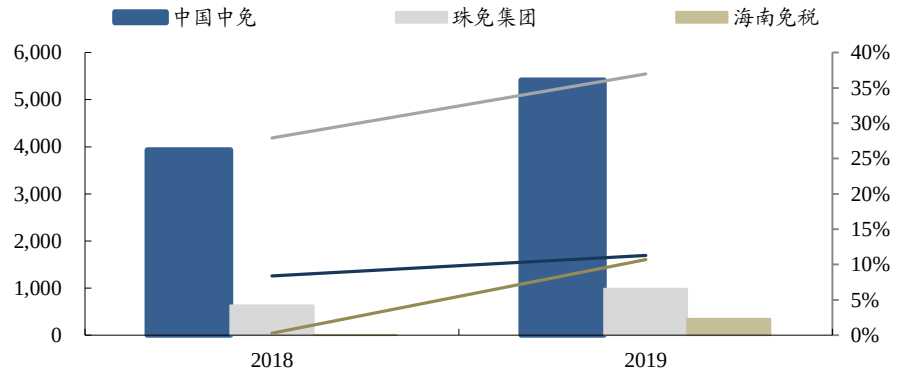
图 54：中免免税商品毛利率远高于有税商品毛利率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

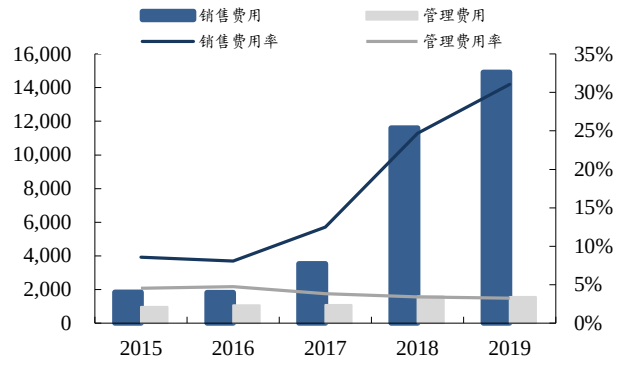
公司净利率低于珠免集团，高于海南免税。17 年后公司积极布局机场免税业务，高扣点率拉动租赁费用率从 15 年的 1.9%增至 19 年的 25.7%，销售费用率从 15 年的 8.6%增至 19 年的 31%，导致公司毛利率高但净利率在 10%左右水平。珠免拥有扣点租金优势，19 年租赁费用率仅为 3%左右，拉动净利率高达 37%。未来伴随公司在离岛免税和市内免税的收入占比提升，利润率将有较高的提升空间。

图 55：三公司净利润（百万元）及净利率（右）



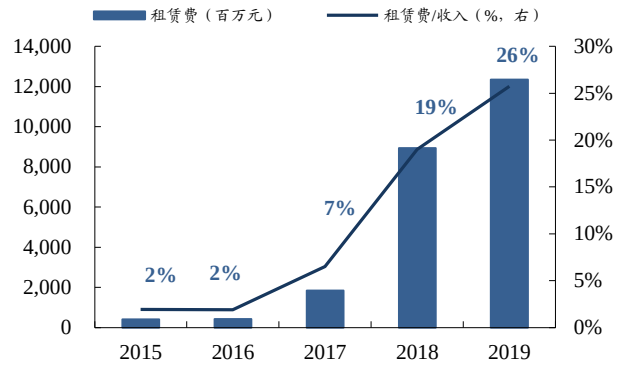
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 56：公司销售费用率显著增长



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

图 57：17 年后机场扣点率拉动公司租赁费大幅上升



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

公司销售净利率处于较低水平，海免高杠杆高周转带动高 ROE，珠免集团盈利能力优势明显。公司 2019 年度 ROE 为 25.63%，略高于珠海免税。而海免 ROE 达到 52.83%，主要由高杠杆和高周转所带动。受益于租金优势，珠海免税净利率优势显著。公司经营稳健，杠杆率水平较低，未来有望通过发挥规模效应降低扣点率，通过更完善的供应链管理提升仓储效率，驱动 ROE 水平提升。

表 12：公司销售净利率有上升空间

杜邦分析	中国中免	珠海免税*	海南免税
ROE（%）	**25.63%**	**20.47%**	**52.83%**
销售净利率（%）	11.29%	26.69%	10.70%
归母净利润/净利润(%)	85.49%	95.71%	75.96%
权益乘数	1.59	1.22	3.03
资产周转率	1.67	0.65	2.14

数据来源：公司公告，wind，东吴证券研究所

*备注：珠海免税数据为剔除股权转让收益后的备考数据

5. 空间测算：三驾马车齐发力，市场空间广袤

核心假设如下：

1. 机场+市内免税：

1）2020 年上半年航空客运恢复情况比此前市场预期更加悲观。根据国际航空运输协会预测，2020 年全球客运量预计同比 2019 年下降 55%，2021 年相比 2019 年下降 30%，国际航线恢复至疫情前水平需到 2024 年。参照历史增速，预计 2022-2025 年国际旅客吞吐量每年增长 10%-15%。

2）预计机场免税渗透率在 2019 年平均渗透率的基础上每年小幅增长 1%。

3）受疫情影响，预计机场客单价 2019-2020 年保持原有水平，2021-2025 年随客流逐步恢复保持稳定增长，2025 年预计达 950 元/人次。

4）市内店 2019 年渗透率参考三亚国际免税城早期水平，预计在 2%，预计 2025 年达到海南目前渗透率水平 6%。

5）2019 年市内店客单价预计为 2,143 元/人次，预计 2020 年下半年国人市内店政策落地后增至 2,500 元/人次。政策落地后伴随市内店陆续开放，客单价逐年提升，预计至 2025 年将达到韩国市内店目前客单价水平 6,000 元/人次。

2. 离岛免税：

1）预计 2020 年 7 月海南接待过夜游客数恢复至疫情前同期 70%水平，至 12 月疫情恢复叠加海南旅游旺季影响，预计接待过夜游客数达到 2019 年同期的 120%。预计 2021 年过夜游客数同比 2019 年增长 5%。2022-2025 年游客数参照历史增速水平每年增长 10%-15%。

2）受到线上免税电商影响，2020 年上半年海南离岛免税渗透率预计达到 9.9%，随下半年线下业务恢复，2020 年全年渗透率预计达到 8%。2021-2025 年渗透率水平增至 9%-10%。

3）2020 年上半年客单价约为 4,991 元/人次，7 月客单价为 7,897 元/人次。参照历史增速，预计 2020 年 8-12 月每月客单价增长 10%-15%。伴随海南离岛政策红利释放，行邮税取消，额度放开，或在奢侈品领域实现突破，实现产品结构升级，享受消费回流增量市场，预计 2021-2025 年客单价每年增长 10%-25%。

表 13：免税行业市场规模测算

免税规模测算	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
机场+市内							
机场出入境客流（万人次）	16,720.30	7,524.14	11,704.21	13,459.84	15,478.82	17,026.70	18,729.37
yoy	*7.88%*	*-55.00%*	*55.56%*	*15.00%*	*15.00%*	*10.00%*	*10.00%*
机场渗透率	30%	31%	32%	33%	34%	35%	36%
机场购物人数（万人次）	5,093.64	2,332.48	3,745.35	4,441.75	5,262.80	5,959.34	6,742.57
机场客单价（元/人次）	700	700	750	800	850	900	950
机场免税规模（亿元）	**356.55**	**163.27**	**280.90**	**355.34**	**447.34**	**536.34**	**640.54**
市内店渗透率	2%	3%	3%	4%	4%	5%	6%
市内店购物人数（万人次）	334.41	188.10	351.13	471.09	619.15	851.33	1123.76
市内店客单价（元/人次）	2,143	2,500	3,500	4,000	4,500	5,000	6,000
市内店免税规模（亿元）	**71.66**	**47.03**	**122.89**	**188.44**	**278.62**	**425.67**	**674.26**
海南离岛							
接待过夜游客数（万人次）	6,824.51	4,977.78	7,165.74	8,240.60	9,229.47	10,152.41	11,167.66
离岛购物人数（万人次）	384.00	373.33	609.09	782.86	876.80	1015.24	1,116.77
yoy	*33.33%*	*-2.78%*	*63.15%*	*28.53%*	*12.00%*	*15.79%*	*10.00%*
离岛渗透率	6%	8%	9%	10%	10%	10%	10%
离岛客单价（元/人次）	3,544.27	7,773.71	9,717.14	11,660.56	13,409.65	14,750.61	16,225.67
离岛免税市场规模	**136.10**	**290.22**	**591.86**	**912.85**	**1,175.76**	**1,497.54**	**1,812.03**
免税市场总规模（亿元）	**564.32**	**500.52**	**877.04**	**1,456.63**	**1,901.71**	**2,459.55**	**3,126.83**

数据来源：公司年报，东吴证券研究所测算

注*：2019 年机场和市内免税店渗透率、客单价为估计值，机场和市内免税规模为测算所得

经测算，至 2025 年，机场免税规模将达 640.5 亿，市内店免税规模达到 674.3 亿，海南离岛免税规模将达 1,812 亿，免税市场总规模突破 3,000 亿元。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

6. 盈利预测与投资建议

盈利预测：采用客流量*渗透率*客单价计算方法。根据不同扣点率对机场航站楼进行详细拆分。

1）三亚海棠湾：参考 2020 年上半年三亚游客客流量水平，预计下半年处于爬坡期，至 20 年 12 月恢复至去年同期 110%水平；渗透率与客单价以海南离岛免税空间测算为依据，历史数据显示，三亚海棠湾客单价/海南离岛整体客单价稳定在 130%左右。测算得三亚海棠湾 22 年收入 342.7 亿元。

2）上海机场：依据浦东机场 T1、浦东机场 T2+虹桥机场航空公司分布情况，预计免税收入分布。**北京机场：**依据日上中国数据得到首都机场 T3 航站楼收入，倒算出 T2 航站楼免税收入。**白云机场：**根据白云机场披露的免税经营合同，从合同期内预计为机场带来的收入倒算出预计免税收入。

预计 20-22 年商品销售业务实现收入 425、623、824 亿元，19 年剥离国旅总社后预计旅游服务业务不再产生收入，随着市内店政策落地，市内店收入在其他业务中占比将持续提升。

3）海免并表：参考上半年海口过夜游客数和美兰机场国际旅客吞吐量，预计 2020-2022 年旅客量，依据以往客单价与海南整体客单价的关系预计未来客单价水平。

据此，公司与海免并表后预计 2020-2022 年产生 501、799、1,074 亿元营收，对应增速为 4.5%、59.3%、34.4%。

表 14：中免（除海免）盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
商品销售业	**46,967.19**	**42,491.65**	**62,320.10**	**82,411.66**
成本	23,696.36	21,011.87	30,572.55	39,806.66
毛利率	49.55%	50.55%	50.94%	51.70%
三亚海棠湾	10,465.00	26,435.30	28,559.57	34,271.48
毛利率	47.10%	52.00%	50.00%	50.00%
渗透率（%）	9.49%	10.00%	10.00%	10.00%
客单价(元/人次）	4,823	10,883	10,689	11,661
上海机场免税店	15,149.00	3,579.83	11,664.73	15,397.44
毛利率	53.00%	55.00%	55.60%	56.20%
渗透率（%）	35.00%	30.00%	35.00%	40.00%
客单价(元/人次）	1,124	1,124	1,236	1,360
首都机场免税店	8,589.00	729.18	4,324.53	6,348.55
毛利率	53.00%	55.00%	56.00%	57.00%
白云机场免税店	1,922.00	538.20	1,749.02	3,347.62
毛利率	53.00%	54.00%	55.00%	56.00%
渗透率（%）	25.00%	20.00%	25.00%	30.00%

客单价(元/人次）	429	300	557	808
香港机场烟酒段	2,402.00	236.89	1,758.33	3,077.07
毛利率	53.00%	50.00%	52.00%	54.00%
渗透率（%）	3.00%	1.50%	3.00%	4.00%
客单价(元/人次）	1,119	900	1,170	1,229
其他商品销售	8,440.19	10,972.25	14,263.92	19,969.49
毛利率	39.82%	45.00%	46.00%	47.00%
旅游服务业	**599.15**	-	-	-
毛利率	11.44%	-	-	-
其他业务	**400.16**	**424.16**	**449.61**	**476.59**
毛利率	88.56%	87.00%	87.00%	87.00%

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

注*：其他商品销售包括柬埔寨、澳门等免税店收入及市内免税店收入

表 15：海免部分盈利预测拆分

单位：百万元	2019	2020E	2021E	2022E
海口美兰机场免税店				
收入	2,311.47	5,306.89	12,311.84	15,291.30
渗透率	5.23%	5.00%	5.50%	6.00%
客单价(元/人次）	1,824	4,018	4,621	5,083
海口日月广场免税店				
收入	1,025.00	1,680.25	3,894.25	7,037.47
购物人数（百万人次）	0.39	0.30	0.60	0.99
客单价(元/人次）	2,662	5,626	6,470	7,117
琼海博鳌免税店				
收入	99.53	238.93	902.88	2,175.52
购物人数（百万人次）	0.02	0.03	0.10	0.20
客单价(元/人次）	5,546	8,000	9,000	11,000

数据来源：公司年报，东吴证券研究所

投资建议：测算得到免税市场空间广阔，中免稳居龙头地位，先发优势和规模效应显著，直接受益于政策利好。考虑海南离岛免税和市内店的成长空间，根据盈利预测，20/21/22 年 EPS 2.40/4.34/5.76，对应 PE 分别为 86.3/47.8/36.0。免税龙头市占率稳定，享受政策红利，多层次+多渠道立体免税体系构筑长期竞争优势，看好公司发展前景，上调至“买入”评级。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

7. 风险提示

疫情持续反复带来宏观经济波动，导致机场国际、地区航线恢复效果不如预期。机场免税和市内免税业务与出入境客流量息息相关，疫情持续蔓延可能影响客流与整体消费复苏进度。

政策可能存在波动，影响公司业务。免税行业政策为纲，若市内店政策落地不达预期，影响公司业务和发展规划。

行业竞争加剧风险。免税政策放宽会出现大量新竞争者，加剧行业竞争，恶化行业利润空间的可能。颁发牌照，鼓励新竞争者进入，公司市场占有率有受损风险。

中国中免三大财务预测表

资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	**22,246**	**25,804**	**39,442**	**50,622**
现金	11,906	14,736	16,264	28,550
应收账款	800	1,428	2,122	2,651
存货	8,060	8,634	17,945	17,292
其他流动资产	1,480	1,005	3,110	2,129
非流动资产	**8,442**	**9,963**	**10,601**	**10,936**
长期股权投资	255	295	335	375
固定资产	1,632	1,765	1,841	1,856
在建工程	399	307	245	197
无形资产	2,504	2,862	3,359	3,999
其他非流动资产	3,652	4,734	4,821	4,508
资产总计	**30,687**	**35,767**	**50,043**	**61,557**
流动负债	**7,961**	**8,506**	**13,326**	**12,631**
短期借款	224	0	0	0
应付账款	3,537	3,617	6,350	5,395
其他流动负债	4,200	4,889	6,976	7,236
非流动负债	**415**	**415**	**415**	**415**
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	415	415	415	415
负债合计	**8,377**	**8,922**	**13,742**	**13,047**
少数股东权益	2,421	3,673	6,089	9,614
归属母公司股东权益	19,890	23,172	30,213	38,897
负债和股东权益	**30,687**	**35,767**	**50,043**	**61,557**

现金流量表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2,926	6,147	3,927	15,560
投资活动现金流	-1,099	-1,914	-1,130	-928
筹资活动现金流	-1,646	-1,403	-1,269	-2,347
现金净增加额	267	2,830	1,529	12,286
折旧和摊销	408	470	570	672
资本开支	1,498	1,390	410	450
营运资本变动	-2,150	41	-7,290	411

利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	**47,966**	**50,142**	**79,879**	**107,393**
减:营业成本	24,273	25,041	39,870	52,856
营业税金及附加	772	984	1,696	2,321
营业费用	14,904	14,875	22,094	30,313
管理费用	1,549	1,883	2,669	3,582
财务费用	11	-226	-155	-224
资产减值损失	-378	150	50	50
加:投资净收益	965	78	78	78
其他收益	0	0	0	0
营业利润	**7,109**	**7,512**	**13,732**	**18,573**
加:营业外净收支	52	13	15	21
利润总额	**7,160**	**7,525**	**13,747**	**18,594**
减:所得税费用	1,746	1,585	2,866	3,814
少数股东损益	786	1,253	2,415	3,525
归属母公司净利润	**4,629**	**4,688**	**8,465**	**11,255**
EBIT	6,966	7,299	13,592	18,370
EBITDA	7,374	7,769	14,161	19,042

重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
每股收益(元)	2.37	2.40	4.34	5.76
每股净资产(元)	10.19	11.87	15.47	19.92
发行在外股份(百万股)	1952	1952	1952	1952
ROIC(%)	25.8%	24.1%	34.6%	36.4%
ROE(%)	24.3%	22.1%	30.0%	30.5%
毛利率(%)	49.4%	50.1%	50.1%	50.8%
销售净利率(%)	9.7%	9.3%	10.6%	10.5%
资产负债率(%)	27.3%	24.9%	27.5%	21.2%
收入增长率(%)	2.0%	4.5%	59.3%	34.4%
净利润增长率(%)	49.6%	1.3%	80.6%	33.0%
P/E	87.42	86.32	47.80	35.95
P/B	20.34	17.46	13.39	10.40
EV/EBITDA	53.67	50.70	27.88	20.27

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn