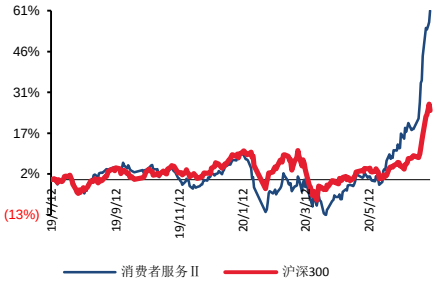
太平洋证券 PACIFIC SECURITIES

2020-07-12
行业点评报告
看好/调整
消费者服务 II

可选消费 消费者服务 II

对市内免税行业的理解和推断

■ 走势比较



■ 子行业评级

酒店、餐馆与休闲 III	看好
综合消费者服务 III	看好

相关研究报告：

《社会服务行业周报 20200705：离岛免税政策放宽 免税行业迎发展机遇》--2020/07/05

《离岛免税政策点评：限额提高品类扩容 取消行邮税限制》--2020/06/30

《社会服务行业周报 20200628：端午旅游客流持续恢复 西安千古情开业》--2020/06/28

证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL：wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

报告摘要

6 月 10 日王府井公告拿到国内第 8 块免税牌照，此后一个月股价涨幅 170%。同时，商业零售板块中各地连锁零售龙头开启了价值重估的过程。报告从现有数据出发，结合多国家政策方向的理解，对市内免税未来的发展方向，市场空间及目前的标的进行了梳理。

3 月 13 日，国家发改委等部门印发了《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》，提出建设中国特色免税体系，可以看做是未来国内免税业发展的纲领性文件。虽然政策细节尚未落地，但通过对文件的逐句分析，我们看到了国家发展市内免税的目标方向和政策力度。

拉动海外消费回流是免税业发展的核心逻辑。我国已经连续多年蝉联全球最大的奢侈品消费国，超过 7 成的奢侈品消费是在境外完成的，造成每年超 2000 亿美元的旅游服务贸易逆差。近年来，中国经济增速有所回落。在国内消费低迷的同时，海外消费却持续增长，政府层面明确提出“积极引导海外消费回流”。通过政策引导国内供给结构调整，改善国内商品的价格和丰富度，吸引消费者将消费留在国内的比挖掘新消费潜力更容易。免税行业天然具有价格优势，品类与海外购物重合度高，适合承担海外消费回流重任。

预计到 2025 年国内免税消费额达到约 3000 亿，年复合增长率 40%，行业整体利润 600 亿元。假设给予行业整体 15 倍 PE，市值达到 9000 亿。除去目前中国中免近 4000 亿市值，还有 5000 亿市值的体量，参考目前各地龙头零售商的市值情况，市内免税的发展空间短期会大幅上移商贸零售板块的估值中枢和风险偏好。未来拿到免税牌照的企业会实现业绩和市值的飞升。

以王府井作为标杆评估牌照价值，参考当地口岸出入境客流情况和经济发达程度估算二三线城市牌照价值，推算可能获得牌照的潜在标的以及潜在标的的上涨空间。得到结论，从免税牌照获得的可能性角度看，百联股份、广百股份、鄂武商 A、银座百货、重庆百货获得牌照的可能性较大。从未来市值上涨空间看，广百股份、银座百货的空间突出。

风险提示：国家市内免税政策何时落地，未来牌照是否能够继续发放及发放多少，存在政策上的不确定性。企业能否拿到免税牌照，可能与多方面因素相关。海外消费回流速度的进展速度与海外疫情进展，国内政策力度，免税运营商营销策略密切相关，存在不确定性。

目录

一、怎么理解国家发展免税行业的政策方向 4
1、纲领性文件解读 4
2、海外消费回流的必要性和可行性 5
3、关于未来市内店政策的几点预测 6
二、免税市场整体规模推断 6
三、市内免税可能标的选择 7
四、风险提示 9

图表 1：现有口岸进境免税店 5
图表 2：未来五年国内免税行业发展空间估算 6
图表 3：零售龙头企业市值情况 7
图表 4：各地机场口岸出入境人数 8
图表 5：潜在公司的空间估算 8

一、怎么理解国家发展免税行业的政策方向

1、纲领性文件解读

3月13日，国家发改委等23个部门联合印发了《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》，其中关于免税行业提到以下几点：

1） 以建设中国特色免税体系为目标，**加强顶层设计，破除行业发展障碍，**提高行业发展质量和水平。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。

2） 完善市内免税店政策，**建设一批中国特色市内免税店**。

3） 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。

4） 扩大口岸免税业务，**增设口岸免税店**。

5） 根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究**调整免税限额和免税品种类**。

从个人理解的角度对以上条款做一个逐条解读：

1） 什么是国内免税行业的发展障碍？

首先是现有的牌照制度。国内原有的几块免税牌照（除了海免2011年因为开展离岛免税业务拿到牌照）都可以追溯到2000年以前，除了中免、日上规模体量较大外，其余几个运营商基本处于偏安一隅的状态，从采购、渠道、管理等各方面看短期内难以迅速发展壮大，承担承接海外消费回流的重任，所以需要挑选有渠道有规模有能力的企业，给他们发牌照。

其次是现有的免税限额。最高8000元（包含口岸进境免税店的3000元额度）的免税购物额度已经很难满足目前国内居民的消费水平，对国内免税销售额构成压制。

再次是免税购物的时间、空间和品类以及便利性。机场免税店购物时间受到航班起降时间限制，很多机场由于建设较早，规划的零售空间有限，能给免税店发挥的余地有限。面积不足以及限额较低导致出售品类受限，基本以香化、烟酒、食品为主。发展市内免税店，放开国人购物限制能够解决。

2） 建设一批中国特色市内免税店，关注重点词“一批”。推断只要有出入境口岸，有足够的出入境客群，有消费能力的地区，都可以设立市内免税店。

3） “有条件的城市”印证 2）的推断

4） “增设口岸免税店”，口岸免税店分为口岸出境免税店和口岸进境免税店，基

本所有的口岸都开有出境免税店，而口岸进境免税店比较稀缺，除北京上海外，2016年国家批准了19个口岸进境免税店。为了方便市内免税店购物提货，“增设口岸免税店”应该是口岸进境免税店，数量会有大幅增长。

5）调整限额和品类是破除制约国内免税行业发展的关键之一。口岸进境免税店现有品类与海南离岛免税对比，缺少电子消费产品和茶类，未来品类有望继续扩容。

图表1：现有口岸进境免税店

广州白云机场	深圳宝安机场	沈阳仙桃机场	深圳沙头角	北京首都机场
杭州萧山机场	昆明长水机场	西安咸阳机场	深圳文锦渡口岸	上海浦东机场
成都双流机场	重庆江北机场	乌鲁木齐地窝堡	珠海闸口口岸	上海虹桥机场
青岛流亭机场	天津滨海机场	深圳福田口岸	黑河口岸	北京大兴机场
南京禄口机场	大连周水子机场	深圳皇岗		

资料来源：国家税务总局网站，太平洋研究院整理

2、海外消费回流的必要性和可行性

海外消费造成巨额的旅游服务贸易逆差。我国已经连续多年蝉联全球最大的奢侈品消费国，根据麦肯锡《中国奢侈品报告2019》，2018年中国人在境内外的奢侈品消费额达到7700亿元人民币，占到全球奢侈品消费总额的三分之一，而其中超过7成的奢侈品消费是在境外完成的，消费品类主要集中在服饰、香化、箱包、珠宝、手表等。大量的海外购物造成了每年超2000亿美元的旅游服务贸易逆差，消耗了我国大量的外汇储备。

经济增速放缓，国内消费待提振。近年来，中国经济进入新常态，经济增速有所回落。在国内消费低迷的同时，海外消费却持续增长，引起政府层面的重视。“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”。

消费的转移比消费的挖掘更“容易”。巨额海外消费一方面说明国人可支配收入提升，有能力购买奢侈品，另一方面也说明了国内供给结构不合理，高端商品市场发展不充分，未能有效满足中高收入阶层的需求，导致这部分消费者舍近求远的转向国外消费。那么这部分消费通过改善国内商品的价格和丰富度，是很容易留在国内的。

免税行业适合承担海外消费回流重任。价差是海外消费的主因，免税商品具有天然的价格优势，上游采购更可控，有正品保障，且商品结构与海外消费更接近。免税针对特定的消费人群，不会对全国零售业态造成大规模冲击，是承接海外消费回流的重要抓手。

3、关于未来市内店政策的几点预测

6月10日王府井公告公司获得免税牌照，参考王府井的背景情况，我们对市内免税政策做出推断：

1） **免税牌照会继续分批发放。**第一批发放给以王府井为代表的全国布局的国有连锁零售企业。第二批发放给省级具有竞争优势的国有连锁零售龙头。未来有可能做到主要出入境口岸所在的城市都有市内免税店。

2） **从国内地理大区之间均衡的角度考虑牌照的发放。**我们一般将国内从地理上划分为东北、华北、华东、华南、华中和西南几大区域，从各地区均衡性及充分拉动各地区消费需求的角度考虑，牌照发放首先应该覆盖以上几大区域，然后从大区内选取有竞争力的零售龙头，在出入境客流量高，经济发展水平高的口岸当地及周边开设市内免税店。

3） **市内免税店在监管下实现有序竞争。**持有免税牌照的商家开设免税店要报部委审批，部委根据区域购物人数、消费能力等因素综合绝对开店数量、位置、规模，实现有限的可控的竞争，保证国家、渠道和消费者利益。

4） **国有地方商业龙头拿到牌照的可能性更大。**从国家利益最大化的角度考虑，牌照会主要发给全国或者省内在当地具有明显竞争优势的国有商业零售连锁龙头。

5） **增设进境口岸免税店。**除了现有的23个进境口岸外，会增设更多的进境口岸免税店，与市内免税店相对应，方便市内店提货。

二、免税市场整体规模推断

根据麦肯锡，2018年中国居民境内外奢侈品消费7700亿人民币，做出如下假设

（1）国人奢侈品消费总额每年自然增长6%，

（2）政策拉动下，未来5年境内奢侈品消费占比达到50%，免税销售占国内奢侈品消费的50%。

（3）免税行业整体利润率20%。参考中免2019整体利润率9.3%（机场租金大幅拉低整体利润率），三亚市内店净利率超过30%（含批发加回），珠免整体净利率26%-29%，考虑到未来的增量主要来自离岛免税和市内免税，假设行业整体利润率20%。

图表2：未来五年国内免税行业发展空间估算

	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
国人奢侈品消费额（亿）	7700	8162	3529	9171	9721	10304	10923	11578
国内消费占比	27%	28%	70%	33%	37%	41%	46%	50%
境内消费额（亿）	2079	2285	2471	3026	3597	4225	5024	5789
免税消费占比	19%	24%	17%	32%	36%	40%	45%	50%
境内免税消费额（亿）	395	550	420	968	1295	1690	2261	2894

资料来源：海关数据，太平洋研究院整理

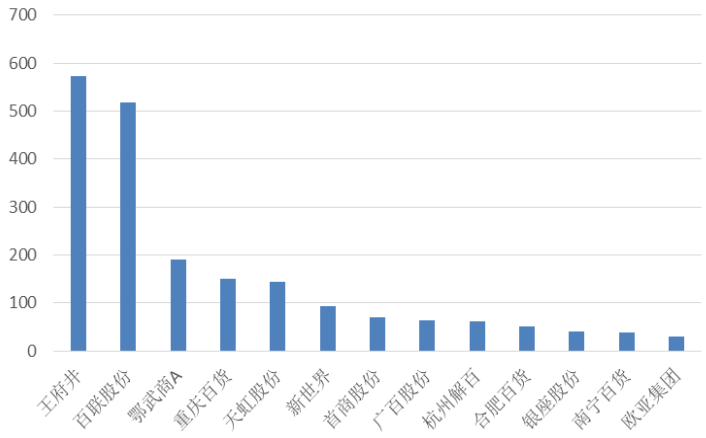
结论：

（1） 到2025年国内免税消费额达到约3000亿，年复合增长率40%

（2） 行业整体利润3000*20%=600亿元。

（3） 假设给予行业整体15倍PE，市值达到9000亿。除去目前中国中免近4000亿市值，还有5000亿市值的体量，参考目前各地龙头零售商的市值情况，**市内免税的发展空间短期会大幅上移商贸零售板块的估值中枢和风险偏好。未来拿到免税牌照的企业会实现业绩和市值的飞升。**

图表3：零售龙头企业市值情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

三、市内免税可能标的选择

以王府井作为标杆评估牌照价值。王府井免从税概念启动前的12块涨到目前74，刨去启动前的市值，约有480亿的市值涨幅可以看做是牌照价值，不排除后面继续上涨的可能性，但目前阶段暂时把500亿作为一线出入境城市牌照价值的一个参考。

参考当地出入境客流情况和经济发达程度估算二三线城市牌照价值。随着居民可

支配收入的提升，二三线城市加速机场建设，通航国家和航线数量逐年增长，带动出境人数大幅增加。在评估其他二三线牌照价值时，主要参考机场的出入境客流情况和当地的经济发达程度，客流情况决定了潜在购物人群数量，经济发达程度决定了客单价水平。

图表4：各地机场口岸出入境人数

	机场口岸	2019年出入境客流	占比			机场口岸	2019年出入境客流	占比
1	首都机场	2757	16.5%		12	重庆江北	340	2.0%
2	浦东机场	3851	23.0%		13	天津滨海	351	2.1%
3	白云机场	1871	11.2%		14	武汉天河	336	2.0%
4	成都双流	700	4.2%		15	长沙黄花	326	1.9%
5	深圳安宝	591	3.5%		16	西安咸阳	300	1.8%
6	杭州萧山	580	3.5%		17	福州长乐	225	1.3%
7	上海虹桥	480	2.9%		18	大连周水子	200	1.2%
8	昆明长水	456	2.7%		19	宁波栎社	164	1.0%
9	厦门机场	366	2.2%		20	海口美兰	149	0.9%
10	青岛流亭	419	2.5%		21	南宁吴圩	120	0.7%
11	南京禄口	360	2.2%		22	合肥	88	0.5%
	全国	16720	100%					

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

根据以上两点，我们通过计算个股目前市值中的牌照价值，对比估算的牌照价值，得出潜在牌照获得者的可能上涨空间，计算方法如下：

上涨空间=（估算牌照价值-目前市值中的牌照价值）/当前市值

综上，从免税牌照获得的可能性角度看，百联股份、广百股份、鄂武商A、银座百货、重庆百货获得牌照的可能性较大。从未来市值上涨空间看，广百股份、银座百货的空间突出。

图表5：潜在公司的空间估算

代码	公司	实际控制人	市值（亿）	启动前市值（亿）	涨幅	目前牌照价值（亿）	估算牌照价值（亿）	可能空间
600859	王府井	北京市国资委	573	95	503%	478	500	4%
600827	百联股份	上海市国资委	518	143	262%	375	600	43%
002187	广百股份	广州市国资委	64.2	23	179%	41.20	350	481%
000501	鄂武商A	武汉市国资委	191	85	125%	106	200	49%
600723	首商股份	北京市国资委	70	35.5	97%	34.5	200	236%
600814	杭州解百	杭州市国资委	61	34	79%	27.00	150	202%
600858	银座股份	山东省国资委	40.5	23.4	73%	17.10	150	328%

600712	南宁百货	南宁市国资委	39	25.6	52%	13.40	80	171%
000417	合肥百货	合肥市国资委	51.47	35.88	43%	15.59	150	261%
600729	重庆百货	重庆市国资委	151	126	20%	25	150	83%
600697	欧亚集团	长春市国资委	28.73	24	20%	4.73	80	262%
600628	新世界	上海黄浦区国资委	93.8	78	20%	15.8	200	196%
002419	天虹股份	国务院国资委	143	120	19%	23	200	124%

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

四、风险提示

国家市内免税政策何时落地，未来牌照是否能够继续发放及发放多少，存在政策上的不确定性。企业能否拿到免税牌照，可能与多方面因素相关。海外消费回流速度的进展速度与海外疫情进展，国内政策力度，免税运营商营销策略密切相关，存在不确定性。本文仅根据现有数据来源，结合个人理解和思考的角度给出投资参考。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平－5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销 售 团 队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售副总	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com

华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。