行业研究
行业专题报告
证券研究报告

黄金赛道，穿越牛熊

——免税行业专题报告系列一

强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 29 日

行业核心观点：

对比我国居民境外消费规模与国内免税市场规模，我国免税市场有巨大提升空间，近年来国家积极制定政策，引导境外消费回流，利好免税行业。未来我国免税行业的看点主要是两个方面：**一是离岛免税业务依托海南自贸港建设迎来快速发展时期；二是市内免税业务尚处早期，政策松绑有望激活这一极具潜力市场。**我国免税业务实行国家专营管理制度，国企垄断经营符合我国免税行业利益最大化原则，免税牌照放开的概率低。**规模庞大的增长空间+引导消费回流的政策背景+国企垄断经营，免税行业是当之无愧的黄金赛道，建议关注免税行业龙头企业。**

投资要点：

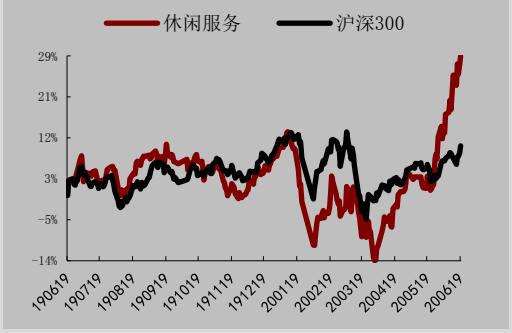
- **空间巨大，增速远高于全球水平。**目前我国每年有超过 6000 亿人民币的奢侈品消费流入境外，而我国免税业务规模约 400 亿人民币左右，按照外流规模来计算，我国免税业务尚有巨大提升空间。2016-2018 年我国免税市场年复合增速+15.63%，高于全球同期 9.73 个 pct，预计我国免税市场在未来几年仍将呈现 10%-20%的增速。

- **牌照稀缺，放开概率低。**我国免税采用国企专营牌照管理，具有免税品经营资质的企业只有 8 家，包括中免集团（全国运营），深免、珠免、海免集团（区域运营），中出服、中侨(市内运营)，王府井(最新发放，类型未知)。从政策背景和免税商品类型分析，国企垄断经营符合我国免税行业利益最大化原则，我国免税牌照放开的概率低。

- **近年免税企业纷纷发力资本市场。**中免集团是我国最早实现 100%上市的免税企业，处于国内免税行业绝对龙头地位；日上免税、海免集团先后注入中免集团，实现强强联合和间接上市；中出服与凯撒旅业联手，深入探索国人入境市内免税业务；格力地产拟收购珠海免税 100%股权。

- **依托海南自贸港建设，离岛免税大发展。**目前海南离岛免税占我国免税市场约 3 成比例，海南自贸港建设总体方案落地，离岛免税看点包括：1）预计海南旅游人数将快速增长，提升免税购物人数；2）将提高免税额度至 10 万元/每人每年，增加免税品种，显著提升

休闲服务行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 06 月 29 日

相关研究

分析师： **陈雯**
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： **李滢**
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

研究助理： **王鹏**
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

客单价和免税收入；3）预计免税店将加快扩容。

- **市内免税尚处早期，政策松绑呼之欲出。**相比传统的机场免税店，市内免税店的购物体验更好，租金远低于机场免税店扣点率。我国市内免税业务由于购物资格、免税额度、免税种类等限制，在国内免税市场中占比不足 1%，相较于韩国 80%的占比，还存在巨大的开发空间，从政策导向，以及免税企业动向来看，市内免税政策松动呼之欲出，有望激活这一极具潜力市场。

- **风险因素：**1、疫情控制不及预期导致免税需求下降风险。2、市内免税政策进展不及预期风险。3、海南离岛免税发展不及预期风险。4、免税牌照放开导致竞争加剧风险。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

目录

1 概念厘清 5
1.1 我国免税市场发展历程 5
1.2 两种免税模式：免税购物和退税购物 5
1.3 免税店主要有四类经营渠道 7
1.4 免税商品与非免税商品价格对比测算 8
2 我国免税市场增速远高于全球水平，牌照稀缺 10
2.1 增速远高于全球水平 10
2.2 牌照稀缺，免税企业发力资本市场 13
3. 千亿级黄金赛道，政策为主要驱动因素 16
3.1 我国免税规模 VS 奢侈品消费外流规模，反差巨大 16
3.2 托海南自贸港建设，离岛免税大发展 18
3.3 市内免税尚处早期，政策松绑呼之欲出 23
4. 投资建议 26
5. 风险提示 27

图表 1：中国免税行业发展历程 5
图表 2：离境退税和免税购物的差异 6
图表 3：口岸进境免税店经营品类 7
图表 5：我国免税品销售额品类分布 9
图表 6：世界免税品销售额品类分布 9
图表 7：免税店免除进口关税、消费税、增值税 9
图表 8：免税商品价格优势明显（以进口高端化妆品为例） 10
图表 9：2020 年 4 月部分商品线上线下价格比较　单位：元 10
图表 10：全球免税品销售总额及增速 11
图表 11：中国免税行业销售收入及增速 11
图表 12：2018 全球免税集团排名 12
图表 13：韩国免税品销售额及增速 12
图表 14：国内免税业务企业基本信息 13
图表 15：2018 年国内免税市场份额情况 14
图表 16：天津中服免税品有限公司股权结构 15
图表 17：江苏中服免税品有限公司股权结构 15
图表 18：格力地产股份有限公司股权结构 16
图表 19：珠海市免税企业集团有限公司股权结构 16
图表 20：我国出境旅游人次及增速 16
图表 21：我国入境旅游人次及增速 16
图表 22：2018 年奢侈品市场消费情况 17
图表 23：中国免税店分得奢侈品市场 5%份额 17
图表 24：消费者考虑进口奢侈品购买的主要因素 18
图表 25：海南省入境过夜游客数量及增速 18
图表 26：海南自由贸易港建设相关政策 19
图表 27：海南离岛免税相关政策 20

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表 28：2012-2018 年离岛免税购物人次及增速 21
图表 29：2012-2018 年离岛免税销售额及增速 21
图表 30：三亚海棠湾免税店客单价 22
图表 31：海南免税店开设情况 23
图表 32：2018 年中国免税业收入渠道分布 24
图表 33：2018 年韩国免税品销售渠道分布 24
图表 34：国内市内免税现状 24
图表 35：国内市内免税店分布城市情况 25
图表 36：中韩市内免税政策对比 26

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1 概念厘清

1.1 我国免税市场发展历程

我国免税业起始于1978年。为了避免外汇外流以及维护国家形象，国家授权中国人员服务公司（后更名中国出国人员服务有限公司）为外国人、归国人员和港澳同胞等提供免税外汇商品服务。迄今为止，中国免税运营商已经在全国近100个省、市、自治区的港口、机场、口岸以及市内建立了百余家免税店。

免税行业最早开始于欧洲。业内普遍认为，爱尔兰香侬机场免税店的设立是现代免税业的开端。1947年，爱尔兰香侬机场作为欧美航线的重要中转站，为吸引在此中转停留的游客消费，当地政府出台法令允许在机场建立免税店，并很快被其他国家效仿。**随着旅游业的发展，近些年免税行业迎来了井喷式增长。**

图表1：中国免税行业发展历程

时间	发展情况
1979 年	随着我国改革开放政策的实施，为适应我国旅游事业的发展，开拓旅游购物消费市场，吸引更多国际游客，争取更多外汇，原中国旅行游览事业管理总局（国家旅游局的前身）向国务院上报开办免税品销售业务的请示报告并经批准，标志着中国免税业的产生。
1979-1984 年	经过 5 年的探索时期，我国先后在出入境机场、车站、港口开办了 31 家免税商店并在北京开设了“驻华外交人员免税点”，经营情况良好，积累了一定的管理经验。1984 年，“中国免税品公司”作为国家免税品专营公司正式成立，标志着我国免税业进入正规化、专业化发展的新时期。
1984-1993 年	免税业在我国出入境旅游的推动下，免税业务自成格局，销售额从 1050 万美元增长到 1 亿美元，这种快速增长的发展态势，表明免税业已经成为我国旅游相关产业中快速发展的行业之一。
1994-2000 年	免税业开始逐步走向市场化，零售网络扩张、经营形式、购物环境、商品结构和经营管理等方面均发生了质的飞跃，行业整体实力迅速提升，销售额已位居世界前列。
2000 年以来	受经济持续、稳定增长，出入境旅游迅速发展，机场、口岸建设升级，市内免税店的开设等因素的影响，我国免税品行业增长迅速，明显快于同期全球免税业的增长。据统计，2018 年我国免税业收入已经达到 395 亿元。

资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

1.2 两种免税模式：免税购物和退税购物

目前国际免税市场的模式主要有两类，分别是免税购物和退税购物，我国以免税购物为主。免税购物是指在购买指定商品并达到一定金额后，可直接在支付时免付这些商品的进口关税等税费。**退税购物**是指消费者在购买商品先行缴纳货品的含税费用，然后在离境时提供相关凭证，即可对满足退税金额且在可退税名单内的货物退还增值税和消费税。一般而言，**退税的税收减免程度弱于免税购物**（不退关税，且退消费税还需要扣减退税手续费等），且有起征点等要求，购买流程更加复杂。**退税购物主要在欧洲、日本、新加坡等境内较普遍，我国免税店采用的是免税购物模式。**

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

我国也有离境退税，但涉及销售规模较小。截至目前，在我国实施离境退税政策的地区共有26个，包括北京、上海、天津、安徽、福建、四川、厦门、辽宁、青岛、深圳、江苏、云南、陕西、广东、黑龙江、山东、新疆、河南、宁夏、湖南、甘肃、海南、重庆、河北、广西、江西。但由于针对的只是离境的外国人和港澳台同胞，涉及人数较少，且税率减免程度低于免税购物，操作流程相对免税购物复杂，因此涉及商品金额较少。例如，2019年，三亚海关监管离境退税339票，退税商品金额仅有108.6万元。

图表2：离境退税和免税购物的差异

	离境退税	免税购物
针对人群	**离境退税的主体为境外旅客。**例如海南的离境退税政策是针对在我国境内连续居住不超过183天，并在海南乘飞机离境的外国人和港澳台同胞，目前符合这样条件的旅客很少，只占3%左右。	**免税购物的主体为国内旅客及境外旅客。**例如海南的离岛免税购物政策针对在海南乘飞机离岛不离境的中外旅客，包括海南本岛居民。符合这样条件的游客很多。
购物限额	离境退税就退税资质设置最低购物限额而不设置上限，如目前海南离境退税的起退点为500元人民币。	免税购物对购物免税额度设置上限而不设置下限。如韩国济州岛规定每人每次购物40万韩元内可免税。海南的免税税额则为每人每年3万元人民币，根据最新的海南自贸港建设方案，即将提升到每人每年10万元。
退税项目	离境退税通行做法只退增值税。如海南规定离境退税税种为增值税，退税率统一为11%，自2019年4月1日起，将退税物品的退税率由原11%一档调整为11%和8%两档。国际上离境退税税率集中在5-20%左右。	免税购物对进口货物免关税及进口环节税（增值税、消费税），对国产货物免增值税、消费税。国际上，免税减免税率集中在20-100%。
货物性质	离境退税所指向的货物均为完税商品	免税购物的均为免税品，是免税店的经营范畴。
特性	离境退税作为国家出口退税政策在旅游零售业上的体现，本质上是国家出口退税政策对境外旅客入境消费在制度形式上的变通。	免税购物不论其主体如何，均具有“境内关外”的特性。所谓“境内关外”经营模式，即在国家的政治管辖之内，处在关境之外无贸易限制的关税额免地区。
实施范围	离境退税在经过局部试点后往往会上升为国家旅游政策，具有相应条件的旅游地区均可实施。地域适用性较为广泛，多种类型商店与旅馆都可申请退税资格。	免税购物由于其具有“境内关外”的特性，其实施往往局限于一国某一特定区域，并且具有海关隔离，对于使用的地域性限制明显。
政策商品范围	从涉及的商品范围来看，离境退税政策往往涵盖了各类含税个人消费品与服务（国家限制出口的除外），主要为本国产品。	免税购物的政策商品通常为国外品牌为主，对国内游客和第三国旅客都具有较强吸引力。
操作流程	离境退税政策是由境外旅客在指定退税商店购物并申请退税。本人携带退税物品在离境时经海关核验确认，退税代理机构退税。一般旅客的购买价是含税价。	免税购物政策的基本操作流程，是先由离境旅客在离境免税店内付款，其后再在机场隔离区提货离境，一般旅客的购买价就是免税价格。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

区域	欧洲、日本等国境内以退税为主。美国各州税法不一，存有差异。日本众多“免税店”本质系退税店。	全球机场/边境口岸免税同行，亚洲部分区域离境/离岛市内免税店。

资料来源：网络资料整理，万联证券研究所

1.3 免税店主要有四类经营渠道

免税行业属于国家特许经营行业。政府授予一家或几家零售商免税经营牌照，在进口环节对货物免除关税和进口环节税，对国产货物免除消费税及增值税。**并非所有人都有资格在免税店购买商品**，只有那些持有相关凭证（如有效护照、机票、船票等）、一定年龄以上、符合国籍要求和其他相关规定的消费者，才能在不超过购买额度和购买数量的情况下，在免税店进行消费。

目前，我国免税经营渠道主要有四类，分别是离岛免税、口岸免税、运输工具免税和市内免税：

- **离岛免税：**指对满足相关规定的离岛不离境的旅客进行限制性免进口税购物，旅客在岛内免税店付款购物，在离境隔离区提货离岛的一种税收优惠政策。目前，我国只有海南岛设立了离岛免税店，主要面向年满十六周岁，乘交通工具离开海南本岛但不离境的国内外旅客及海南当地居民。据海口海关统计，自2011年4月20日海南离岛免税购物政策实施，截至2020年第一季度，海关共监管销售离岛免税品7200万件，销售金额551亿元人民币，购物人数1610万人次。
- **口岸免税：**是面向进出境的人员的一种税收优惠政策。已办理出境手续即将前往境外的人员以及尚未办理进境手续的人员，可以出示其搭乘交通工具的凭证或进出境的有效证件在免税店购买免税商品，规定的免税额度不得超过8000元人民币的售价。口岸免税又分为**口岸出境免税**及**口岸进境免税**。其中口岸出境免税设立在口岸的离境区域，主要面对离境的中外游客，口岸进境免税（**免税品种：关税、进口环节增值税和消费税**）设立在口岸的进境区域，面向的是入境的顾客。**在2016年之前，我国的口岸免税主要为出境免税，随着2016年2月《口岸进境免税店管理暂行办法》的发布，开始增设和恢复口岸进境免税店。**

图表3：口岸进境免税店经营品类

品类	商品范围	备注
烟		2 条（合计不超过 400 支）
酒		2 瓶（合计不超过 1.5 升）
香化产品	彩妆、护肤品、香水	
美容美发及保健器材	剃须刀、化妆工具、美容及保健器材	
手表	手表、表带、表链	
眼镜	眼镜、太阳镜、眼镜片、眼镜框	
一、二类家用医疗器械	血糖计、血糖试纸、电子血压计、红外形人体测温仪	已取得进口医疗器械注册证或备案凭证

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

纺织品和鞋子	服装、湿巾、围巾、领带、手套、手帕、皮带、袜子、鞋子、帽子、其他棉制品、其它毛织品	
小皮件和箱包	小皮件、箱包	
首饰和工艺品	首饰、工艺品、摆件、挂件	
食品和保健食品	饼干、干果、果脯、保健品、蜂蜜、咖啡、咖啡豆、谷物片、奶茶、巧克力、糖果、蜂王浆制剂、西洋参胶囊（冲剂）、红参胶囊（冲剂）、鱼油、维生素、钙片、胶原蛋白	参制品、保健食品、蜂蜜、蜂王浆制剂须为非首次进口，即已取得进口保健食品批准证书
婴儿配方奶粉或辅食	零售包装的婴幼儿配方奶粉及辅食	婴幼儿配方奶粉应符合《进出口乳制品检验检疫监督管理办法》【国家质监总局 2013 年第 152 号令】的要求，限购 4 件且合计重量不超过 5 千克
尿不湿	尿不湿	
其它百货	笔、玩具（含童车）、转换插头	

资料来源：海关总署，万联证券研究所

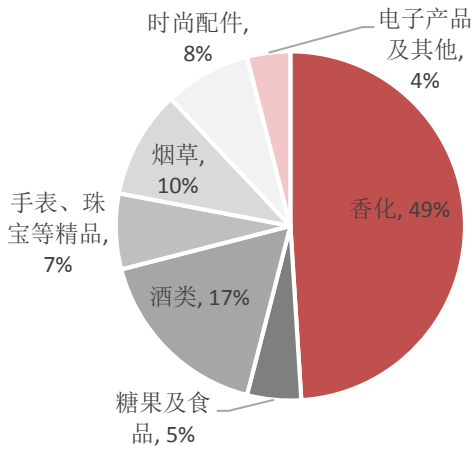
- **运输工具免税：**销售对象限于搭乘进出境运输工具的进出境人员。免税商店销售免税品限运输工具在国际（地区）航行期间经营。免税商店应当向主管海关交验由运输工具负责人或者其代理人签字的《免税品销售明细单》。
- **市内免税：**销售对象限于即将出境的人员，免税商店凭其出境有效证件及机（船、车）票销售免税品，并且应当在口岸隔离区内将免税品交付购买人员本人携带出境。

1.4 免税商品与非免税商品价格对比测算

从免税销售品类上看，我国香化类免税商品销售占比最高。根据数据显示，我国免税品中香化类产品销售最多，占比49%，其次为酒类、烟草等受管控较严的产品，占比分别为17%和10%。世界免税品销售分布，香化产品为40%，酒类15%、烟草10% 。整体来说，我国免税品销售在化妆品上占比明显高于世界平均水平，说明国人对国外的化妆品需求较高。

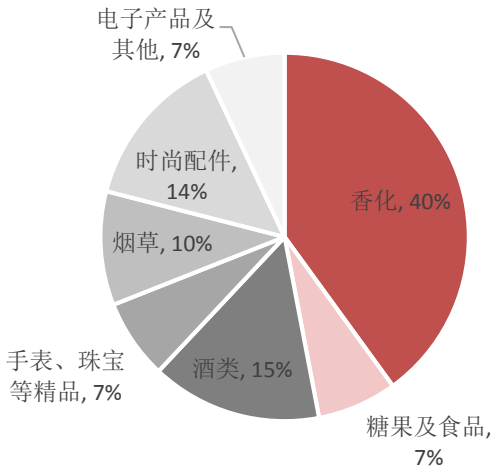
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表4：我国免税品销售额品类分布



资料来源：Generation Research，万联证券研究所

图表5：世界免税品销售额品类分布



资料来源：Generation Research，万联证券研究所

免税购物是指免去商品部分或全部的关税、进口环节消费税和增值税三税。免税商品包括**免征关税、进口环节税的进口商品**和**实行退免税增值税、消费税进入免税店销售的国产商品。**免税商品免税额的具体计算公式如下：**免税商品免除的税额=完税价格×关税税率+（完税价格+关税税额）/（1-消费税率）*消费税+（完税价格+关税税额）/（1-消费税率）*增值税率。**根据我国的关税、消费税和增值税税率，**护肤品、香水、彩妆、烟酒的免税价格比起国内市场价基本都低20%以上，部分商品甚至便宜40%至50%，免税商品价格优势明显。**

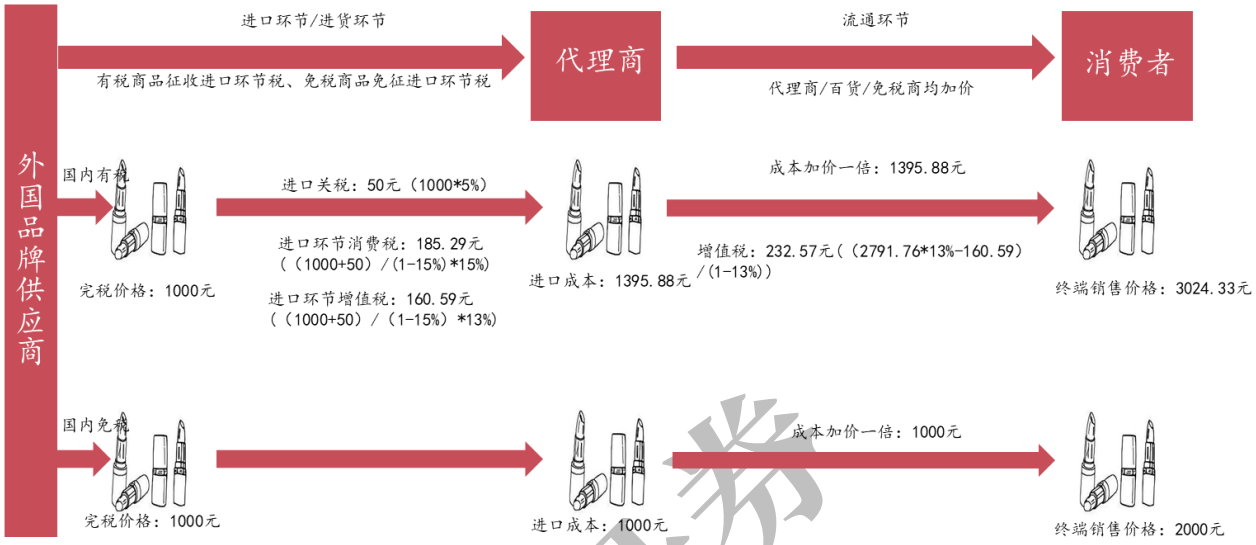
图表6：免税店免除进口关税、消费税、增值税

品类	进口关税（按最低标准算）	进口消费税	进口增值税	累计税负
香水·高档	3%	15%	13%	**37%**
化妆品·高档	5%	15%	13%	**40%**
护肤品·高档	1%	15%	13%	**34%**
首饰	8%	5%	13%	**28%**
白酒	10%	20%	13%	**55%**
其他酒	0%	10%	13%	**26%**
烟草	10%	43%	13%	**118%**
箱包	6%		13%	**20%**
高档手表	8%	20%	13%	**52%**
普通手表	8%		13%	**22%**

资料来源：海关总署等，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表7：免税商品价格优势明显（以进口高端化妆品为例）



资料来源：海关总署等，万联证券研究所

注：消费税在流通环节不再重复征收，增值税在流通环节抵扣进口环节增值税，本计算为简化模型

图表8：2020年4月部分商品线上线下价格比较　　单位：元

品类类别	产品名称	天猫旗舰店	品牌官网	三亚国际免税城官网	日上免税店官网	日上上海
美妆及香水	雅诗兰黛特润修护肌透精华露 50ML	850	850	645	645	-
	海蓝之谜精华面霜 30ML	1450	1450	1192	1192	985
	香奈儿五号香水（经典）100ML	1520	1520	1070	1080	1071
	海蓝之谜修护精萃液 150ML	1100	1100	860	918	-
箱包	博柏利女士手提包 8019627	7400	7400	6400	-	-
腕表及珠宝	范思哲 AUDREY V.WATCH 精钢表石英 VELR00419	7800	7800	6150	-	-
	施华洛世奇项链 5512095	999	999	740	-	660

资料来源：品牌官网，天猫旗舰店，三亚国际免税城官网，万联证券研究所

2 我国免税市场增速远高于全球水平，牌照稀缺

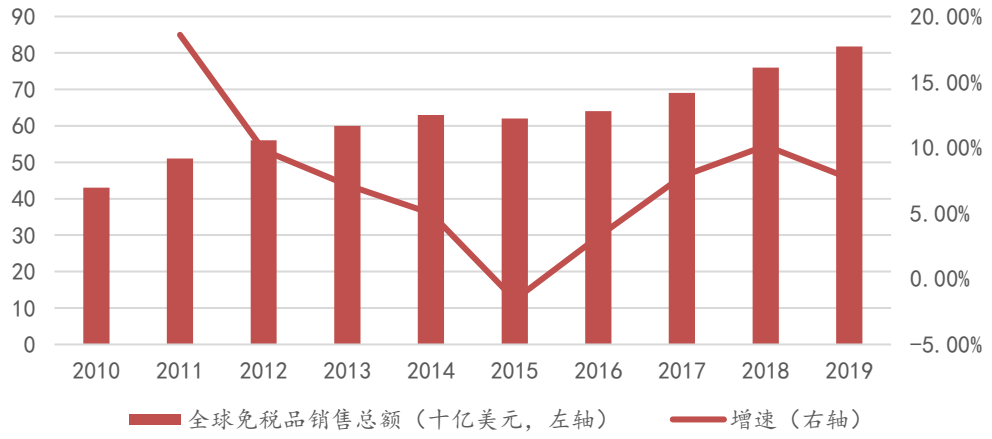
2.1 增速远高于全球水平

我国免税业CAGR高于全球增速9.73pct。根据Generation Research的数据显示，

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

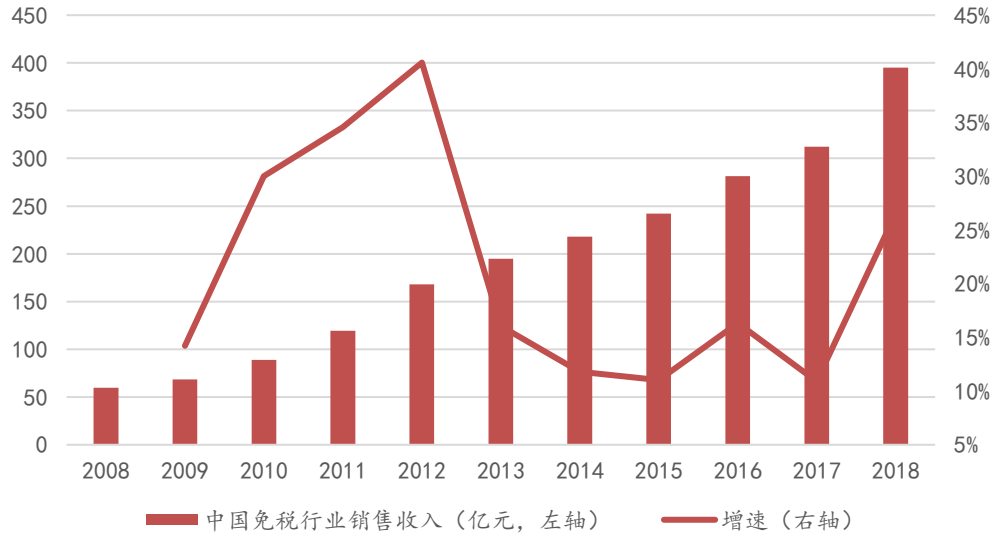
2018年全球免税销售总额达757亿美元，同比增长10.15%，2016-2018年平均每年复合增长率约为6%，总体来说保持着较高的增长速度。根据商务部以及中国产业信息网数据显示，**2018年中国免税市场规模为395亿元，同比增长26.51%，2016-2018年平均每年复合增长率为15.63%，高于同期全球增速（5.90%）9.73pct。预计我国免税市场在未来几年仍将呈现10%-20%的增速。**

图表9：全球免税品销售总额及增速



资料来源：Generation Research，万联证券研究所

图表10：中国免税行业销售收入及增速



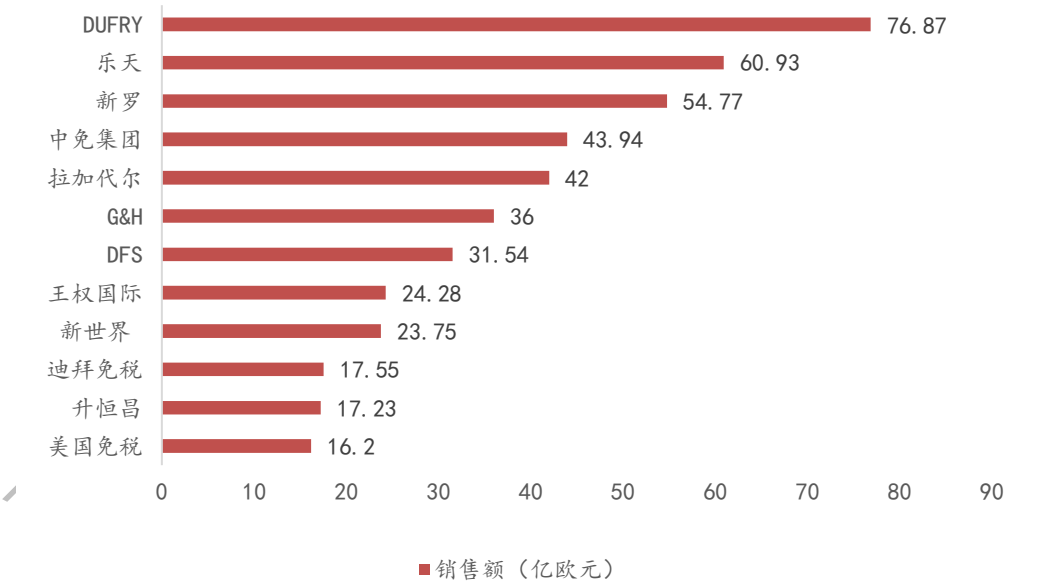
资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

中国中免全资子公司中免集团在全球免税集团销售额排名中位列第四。智研咨询数据显示，2018年全球免税集团排名中，瑞典DUFRY以76.87亿欧元的销售额名列榜首，中免集团以43.94亿欧元排名第四。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

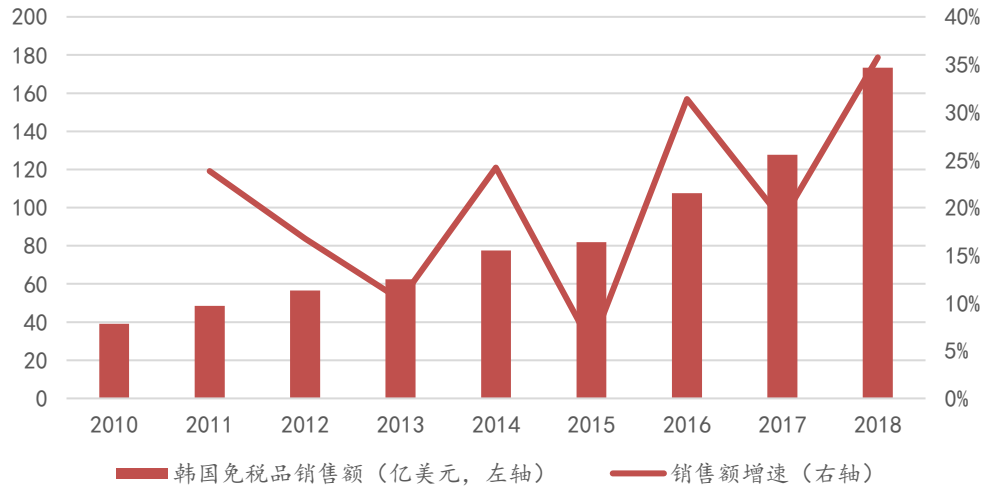
同为亚太地区的韩国有三家供应商位列前十。乐天以60.93亿欧元位列第二，新罗以54.77亿欧元位列第三以及新世界第九。韩国市内免税店历史悠久，牌照额度不断放开，先是吸引本土居民进行免税购物，后带动中国等全球游客到韩国免税消费，做大本土免税市场。据Generation Research数据显示，2018年韩国免税品销售额为173.28亿美元，同比上升35.75%。与韩国对比，我国免税业规模相对较小，还有很大的上升空间。

图表11：2018全球免税集团排名



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表12：韩国免税品销售额及增速



资料来源：Generation Research，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2.2 牌照稀缺，免税企业发力资本市场

我国免税采用国企专营牌照管理，具有免税品经营资质的企业有8家。我国免税采用国企专营牌照管理，行业准入壁垒高且集中度高，信用风险较低。目前8家具备免税品经营资质的企业分别是：中免集团、日上免税行（中免控股51%）、深免集团、珠免集团、海免集团（中免控股51%）、中出服、中侨（中国港中旅控股70%），以及近期刚刚获得免税品经营资格的王府井。

所具备的免税牌照各有不同。其中，**中免集团**是唯一具备全国性运营商资格的免税企业，包括出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、离境外国人市内免税店牌照；**日上免税行**是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，包括在首都国际机场和上海国际机场开设出境和进境店的日上（中国）和日上（上海），分别于2017年和2018年被中免收购51%的股权；**深免、珠免、海免集团**是区域性运营商，可在所在区域经营免税业务，其中海免2020年6月被中免收购51%的股权，珠免2020年6月公告注入格力地产；**中出服和中侨**为市内运营商，其中中出服具有出入境免税牌照和归国人员市内入境免税店牌照，中侨具有归国人员市内入境免税店牌照（目前只在哈尔滨有1家店）；王府井目前还未公告免税牌照类型，但我们预计公司可能拿到的是市内免税店牌照。

我国免税牌照放开的概率低，国企垄断经营符合我国免税行业利益最大化原则。王府井的免税资格获批，显示严控多年的免税牌照有所松动，市场预计在其他一线城市，可能也会给国资百货商场发放若干个免税牌照，但数量仍会十分有限。主要原因包括：① 为了吸引消费回流，我国免税行业的竞争对手是海外免税巨头，支持龙头做大做强，符合这一目标，因此我们看到中免集团近年来相继收购日上、海免，收购之后国际排名有明显提升；② 我国免税商品以进口产品为主，支持免税龙头做大，可以增加对上游的议价能力，提升国内免税企业盈利能力，把尽量多的利润留存在国内，如果放开竞争，利润可能就流失到上游外资产品提供方。我们看到，中免通过收购做大之后，对上游的议价能力提升，毛利率有明显提高。

图表13：国内免税业务企业基本信息

名称	种类	牌照	主要经营范围	门店数量
中免集团	全国性运营商	出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、离境外国人市内免税店牌照	在全国范围内设立覆盖机场、边境、客运站、火车站、邮轮等九大类型 200 多家免税店，拥有海南离岛免税店经营资格	240+
日上免税行	特殊运营商	机场出入境免税牌照（中免控股 51%）	北京首都国际机场 T3、上海浦东机场、虹桥机场出入境免税店	3
深免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	深圳各口岸、西安机场	11
珠免集团	区域性运营商	出入境免税牌照	珠海各口岸出境店、天津机场入境店	5
海免集团	区域性运营商	海南离岛免税牌照（中免控股 51%）	海南美兰国际机场	3

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

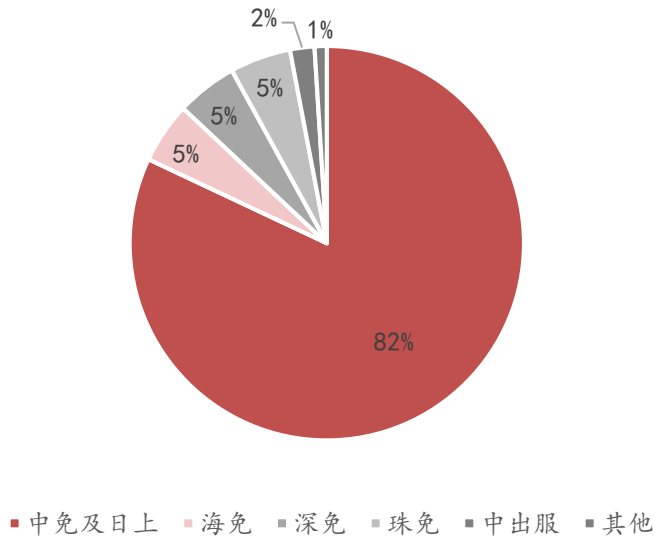
中出服	市内运营商	出入境免税牌照、归国人员市内入境免税店牌照	北京、上海等城市市内店	15
中侨	市内运营商	归国人员市内入境免税店牌照	隶属港中旅，开展哈尔滨市内免税店	1
王府井	未明确	未明确	未明确	暂无

资料来源：各公司官网，万联证券研究所

中免集团是我国最早实现100%上市的免税企业，处于国内免税行业绝对龙头地位。中免集团是我国最大的免税企业，为中国中免全资子公司，2009年中国中免上市，公司因此登陆资本市场，到目前为止，都是我国唯一实现全面上市的免税企业。目前已在全国30多个省、市、自治区（包括香港、澳门、台湾地区）和柬埔寨等地设立了涵盖机场、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240多家免税店，与1000多个品牌供应商建立深入合作关系，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，以及香港机场、澳门机场等亚太国际机场。**根据前瞻产业研究院统计数据，2018年中免在国内免税市场份额占比高达82%。**

日上免税、海免集团先后注入中免集团，实现强强联合和间接上市。国资委于2018年7月提出“以拥有优势主业的企业为主导，加快推进免税业务等专业化整合”的新思路。**中免集团于2017年-2018年完成对我国第二大免税企业日上的合并**，先后收购日上中国和日上上海51%的股权，全球排名上升至第4位，**2020年6月完成对我国第三大免税企业海免集团的合并，收购海免集团51%的股权。**中免集团通过收购提升资源配置能力，使集团商品采购渠道得到优化，议价能力增强，并促进整个国内免税行业的发展。

图表14：2018年国内免税市场份额情况

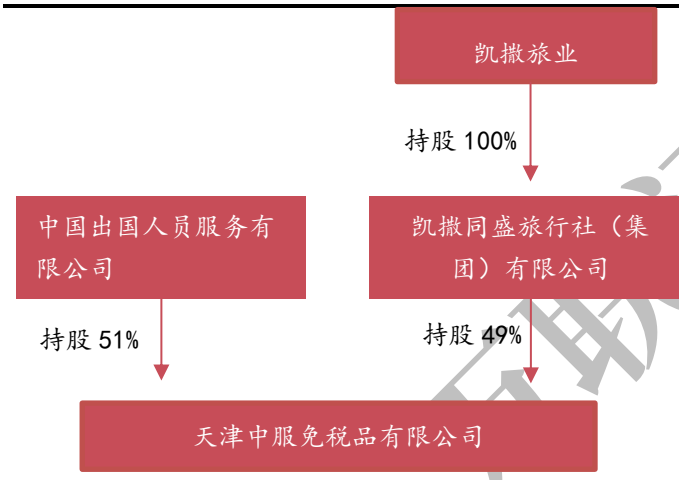


资料来源：前瞻产业研究院，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

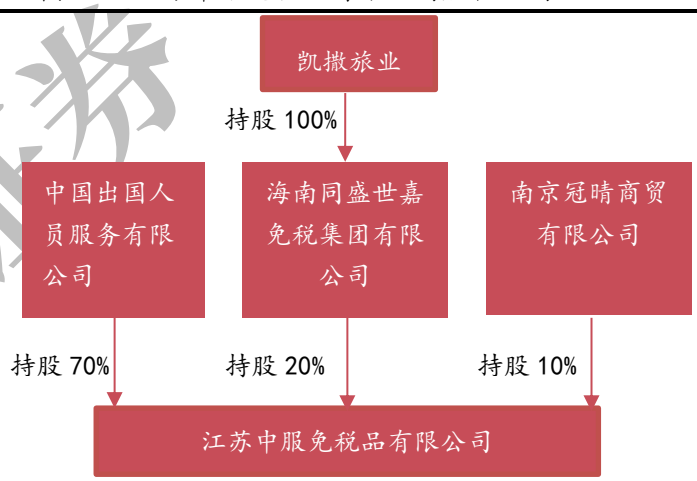
中出服与凯撒旅业联手，深入探索国人入境市内免税业务。中出服是我国第一家从事免税业务的企业，**是我国唯一在多地区开展国人归国入境市内免税业务的免税商。**公司在改革开放初期便已成立，一直稳步发展，后来在2010年并入国药旗下。受政策影响市场份额不多，如果市内免税政策放开，中出服将可能跻身成为大的免税运营商。目前，中出服在中国境内经营16家归国人员入境免税店，其中有部分店在开业筹备中。2019年，为进一步抢占免税市场份额，与凯撒旅业建立了深度合作。**凯撒旅业先后与中出服合作建设天津国际邮轮母港进境免税店，收购江苏中服20%股权布局南京市内免税店，入股中出服北京免税店运营公司。**

图表15：天津中服免税品有限公司股权结构



资料来源：天眼查，万联证券研究所

图表16：江苏中服免税品有限公司股权结构

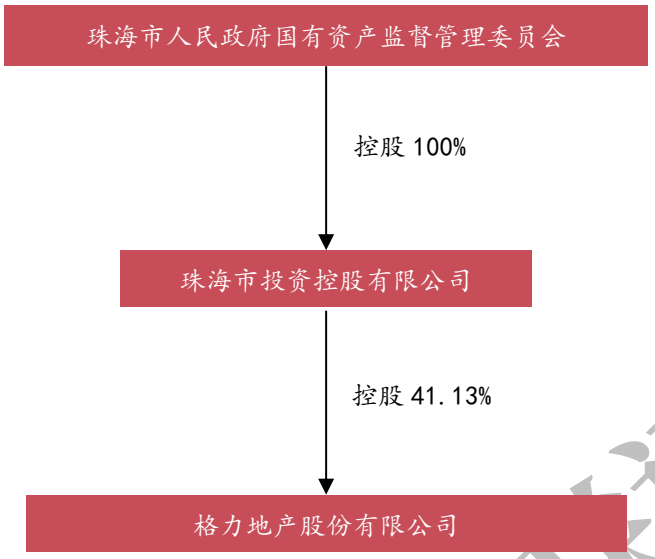


资料来源：天眼查，万联证券研究所

格力地产拟收购珠海免税100%股权，珠免或将成为我国第二家100%上市的免税运营商。珠海免税集团是我国唯一一家全资拥有免税、有税、保税（跨境）三大业务的运营商，占据中国免税市场5%的份额，与深免、海免并列第二。珠海市免税企业集团有限公司成立于八十年代初，经过三十年的发展，珠海免税现已成为以口岸免税品供应服务为龙头，集百货零售、商业物业经营、国内外贸易、仓储物流、市场经营管理及输澳鲜活农产品供应为一体的集团式企业。**格力地产是一家集房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业以及现代服务业、现代金融业于一体的集团化企业。**格力地产和珠免的实际控制人均是珠海市国资委，如若资产重组成功，珠免将成为我国第二家100%上市的免税运营商，进一步形成规模优势。

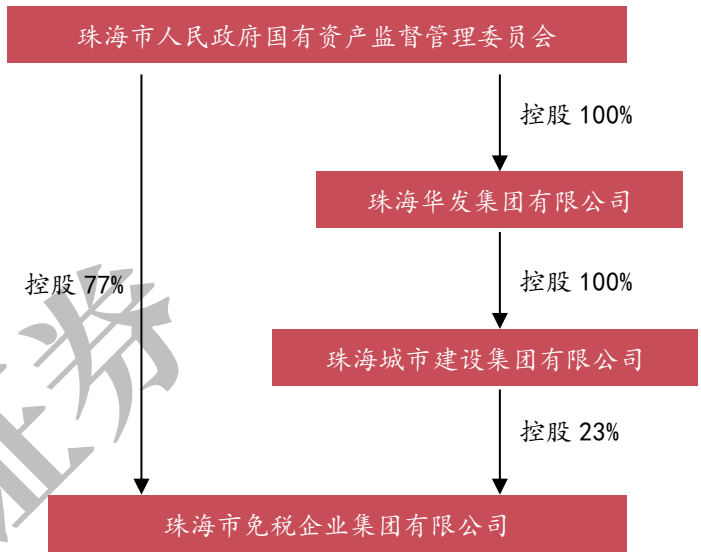
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

图表17：格力地产股份有限公司股权结构



资料来源：wind，万联证券研究所

图表18：珠海市免税企业集团有限公司股权结构



资料来源：wind，万联证券研究所

3. 千亿级黄金赛道，政策为主要驱动因素

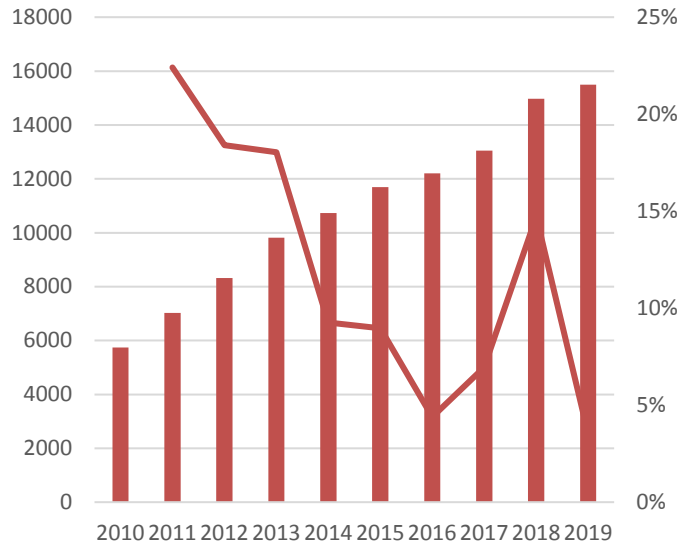
3.1 我国免税规模 VS 奢侈品消费外流规模，反差巨大

我国出境旅游人群数量庞大，免税业务具备客流量支撑。据文化与旅游部不完全统计，我国2019年出境旅游人次达到1.55亿人次，同比增长3.53%，入境旅游1.45亿人次，同比增长2.69%。出入境旅游人群数量庞大，消费需求也不断增长，为机场免税、市内免税业务发展提供客流量支撑。

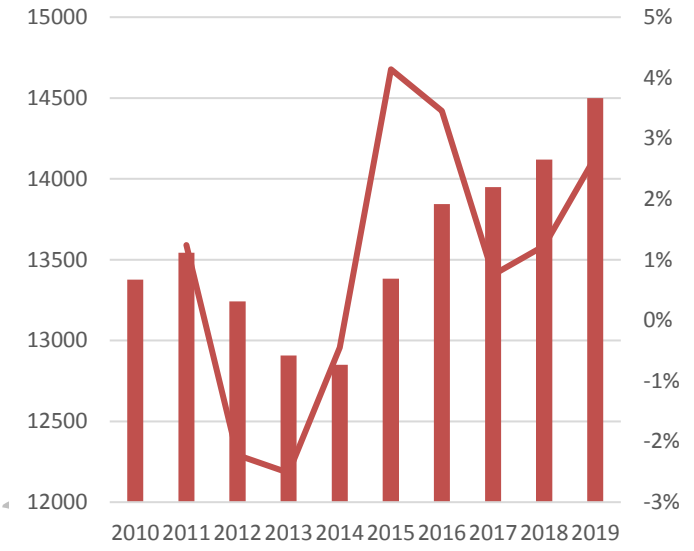
图表19：我国出境旅游人次及增速

图表20：我国入境旅游人次及增速

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)



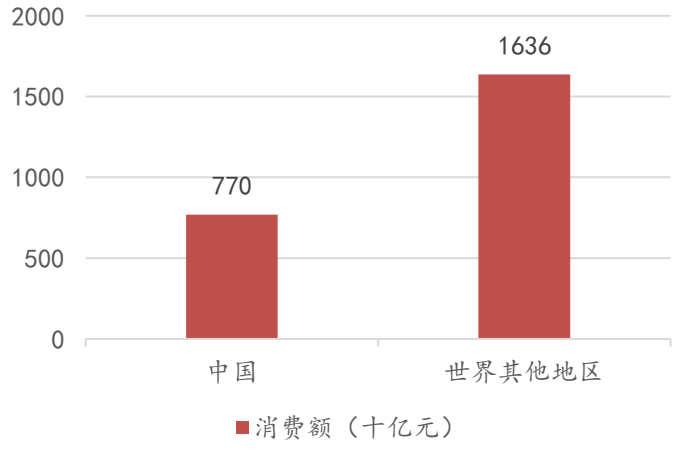
资料来源：文化与旅游部，万联证券研究所



资料来源：文化与旅游部，万联证券研究所

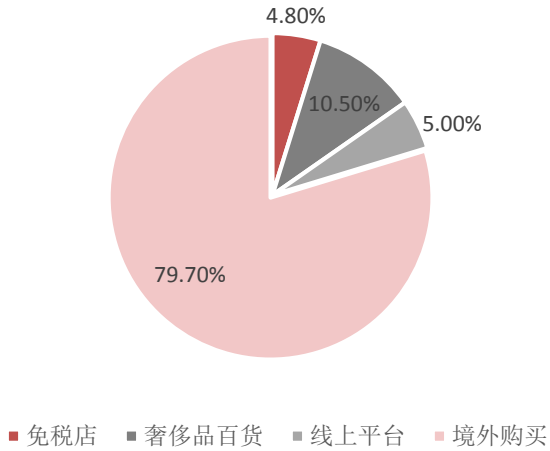
我国居民8成奢侈品消费在境外渠道进行，国内免税渠道仅分得4.80%。随着国内消费升级，对奢侈品和高端化妆品的需求也不断上升。据麦肯锡统计，2018年我国居民全球奢侈品（包含奢侈品和轻奢品牌，品类包括美妆、成衣、配饰、珠宝、腕表）消费7700亿元，占全世界消费的32%，其中境外购买占比近80%，约6200亿元，只有20%在国内消费，而其中我国免税店销售额385亿元，仅分得国人奢侈品消费市场的4.80%，我国居民奢侈品消费需求与国内免税市场规模严重不匹配。假设20%的消费回流到国内，就是千亿级的增量空间。

图表21：2018年奢侈品市场消费情况



资料来源：麦肯锡，万联证券研究所

图表22：中国免税店分得奢侈品市场5%份额



资料来源：开锐咨询，万联证券研究所

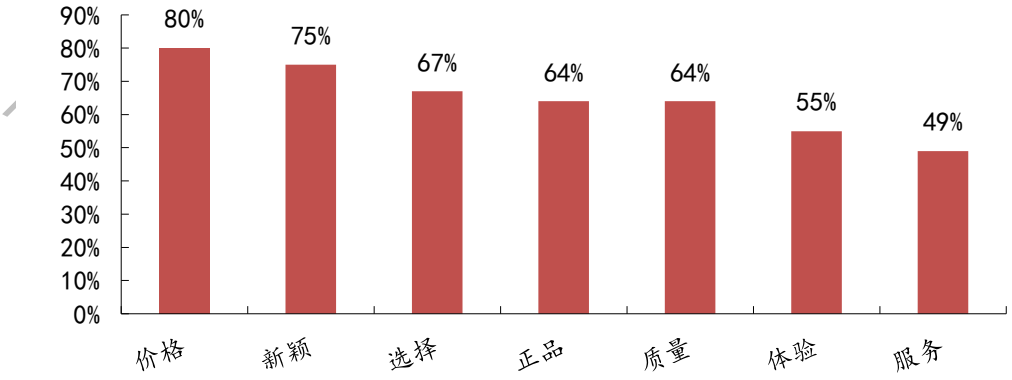
振兴内需重要性凸显，政府积极制定各项政策引导消费回流。消费、投资、出口是拉动经济的三驾马车，为了应对日益严重的消费外流，有效的引导海外消费回流，振兴国内消费需求。我国政府出台了一系列降低关税、增设口岸免税店、减少免税品限制、提高免税额度等政策，来吸引消费回流。2011年国家放开口岸出境免税

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

店，2015-2016年增设口岸入境免税店，2018年提高离岛免税额度，2020年发布海南自贸港建设方案等。

免税店是吸引消费回流的重要渠道，具备价格优势和品牌保证。在影响消费者考虑购买因素中，**价格是首要因素**，免税店的价格优势明显。虽然我国从2017年12月1日起，降低食品、保健品、药品、日化用品、衣着鞋帽、家用设备等187中消费品关税，平均税率由17.3%将至7.7%，但进口增值税、消费税负担依然较重。免税店里经营出售的商品大多数为烟草、酒水、化妆品、手表等消费税率较高的商品，因此对于进口商品，免税店销售的商品与国内售价相比较，仍有约30%-50%的折价。**是否正品也是重要考量因素**，免税店的品牌优势明显。免税店合作品牌均为国际知名品牌，且从供应商直接采购，能够保证品质过关。

图表23：消费者考虑进口奢侈品购买的主要因素



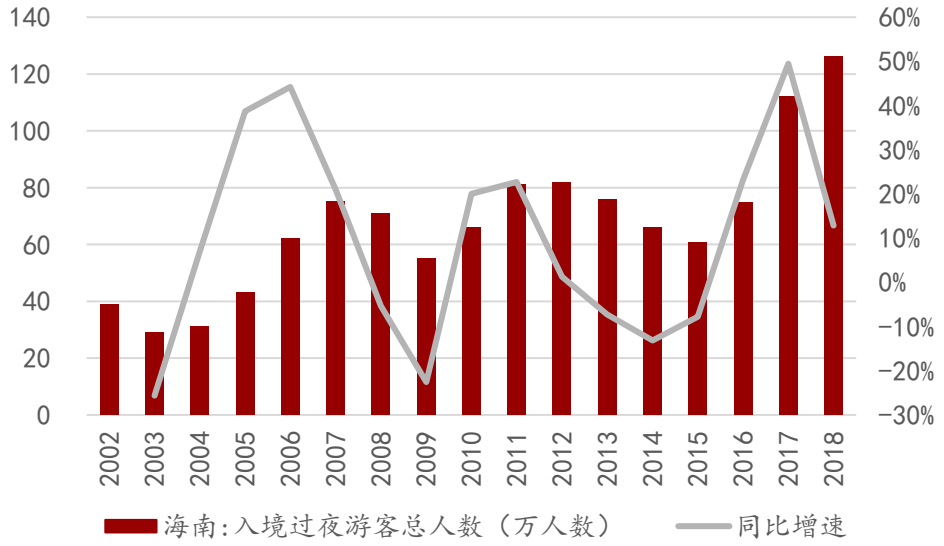
资料来源：麦肯锡，万联证券研究所

3.2 托海南自贸港建设，离岛免税大发展

政策助力海南旅游业蓬勃发展，过夜游客保持10%左右增速。近年来，国家及海南省政府积极发展海南旅游产业，力图打造世界知名的国际旅游岛。相关部门制定并落实了一系列政策，为海南旅游的发展减轻阻力并取得了良好的效果。近年来，海南省过夜游客增速保持在10%以上。

图表24：海南省入境过夜游客数量及增速

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)



资料来源：wind，万联证券研究所

海南自由贸易港建设方案落地，海南旅游业迎新机遇，利好免税业务发展。近年来，中央政府大力推进海南旅游和免税业务，“十三五”规划里也明确指出要“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”、“ 以重要旅游目的地城市为依托，优化免税店布局，培育发展国际消费中心。”2020年6月1日，中共中央、国务院正式印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出分三个阶段建设海南自由贸易港，聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%征收企业所得税，实施更加便利的免签入境措施。在多项政策的联动下，海南旅游业迎来新的机遇，利好海南离岛免税业务的发展。

图表25：海南自由贸易港建设相关政策

发布时间	政策名称	主要内容
2013.5	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要（2010-2020）》	对海南旅游的空间发展、产业发展、基础建设等提出具体计划
2015.12	《海南省提高旅游国际水平和促进入境旅游发展实施方案》	重视发挥市场主体的作用，支持鼓励相关旅游企业积极组织客源、加大营销力度、提升服务水平
2017.3	《海南省全域旅游建设发展规划（2016-2020）》	提出 2020 年前将海南岛建成世界一流休闲度假旅游目的地
2017.12	《海南省旅游发展总体规划（2017-2030）》	提出 2020 年前基本建成国际旅游岛，2030 年建成世界一流的国际旅游目的地
2018.4	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	赋予海南经济特区改革开放新使命，建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港。在旅游业方面提出推动旅游业转型升级，加快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旅游产业体系，推进全域旅游发展。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

2018.10	《关于同意设立中国（海南）自由贸易试验区的批复》、《中国（海南）自由贸易试验区总体方案》	《总体方案》第四章专门提出加快服务业创新发展，提升高端旅游服务能力，并在邮轮、医疗旅游等领域提出具体实施方案。
2020.6	《海南自由贸易港建设总体方案》	分三个阶段建设海南自由贸易港，聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业。

资料来源：政府官网，万联证券研究所

海南免税政策多次调整，逐步放宽限制。从2011年4月20日离岛免税政策在海南正式实施以来，已经历了五次调整，从最开始的每人免税额购物上限5000元、仅含飞机离岛旅客，到现在的含所有交通方式离岛的旅客以及岛内居民，每人每年免税购物上限30000元。今年6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，提出“放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类”。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》，自7月1日起实施。公告明确：**离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元，不限次；扩大免税商品种类，增加电子消费产品等7类消费者青睐商品，免税商品从38种增至45种；仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量，取消单件商品8000元免税限额规定。并且此次政策，鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。**每一次调整对我国免税行业都是一次历史性的重大突破，刺激消费增长，带动更多的销售收入。

图表26：海南离岛免税相关政策

阶段	时间	政策名称	政策限制对象	免税品种类和布局	购买次数及额度
初步政策	2011年4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》	年满18岁周岁、乘飞机离岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	首饰、工艺品、香水、化妆品、皮带等18种免税品	岛内居民每年最多1次，免税额度5000元；非岛内居民每年2次，免税额度5000元
第一次调整	2012年12月	《财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策公告》	调整为年满16周岁	免税试点商品增至21类，新增美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具三种免税品	免税额度提升至8000元
第二次调整	2015年3月	《财政部关于进一步调整海南岛离岛旅客免税购物政策的公告》		免税试点商品增至38类，新增零售包装的婴儿奶粉、咖啡、保健食品等17种免税品	放宽香水、化妆品等10种热销商品的单次购物数量限制
第三次调整	2016年2月	《财政部关于进一步调整海南岛离岛旅客免税购物政策的公告》			对非岛内居民旅客取消购物次数限制；每人每年累计免税购物限额不超过16000元；开设网上销售窗口

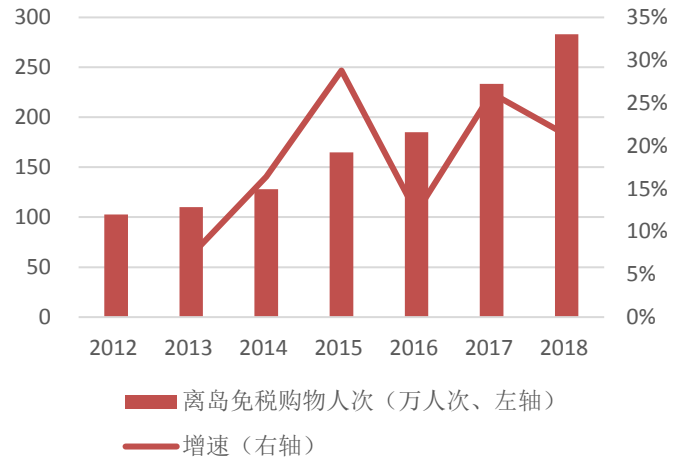
万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

第四次调整	2017年1月	《关于将铁路离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	**增加年满16周岁的乘火车离岛旅客**		
第五次调整	2018年12月	《财政部发布关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	**增加年满16周岁的乘船离岛旅客，岛内居民享受与岛外旅客同等待遇**	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	**离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到3万元，不限次**
第六次调整	2020年7月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》		免税商品从38种增至45种，扩大免税商品种类，增加电子消费产品等7类消费者青睐商品；仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量。取消单件商品8000元免税限额规定。	**放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，不限次**

资料来源：政府官网，万联证券研究所

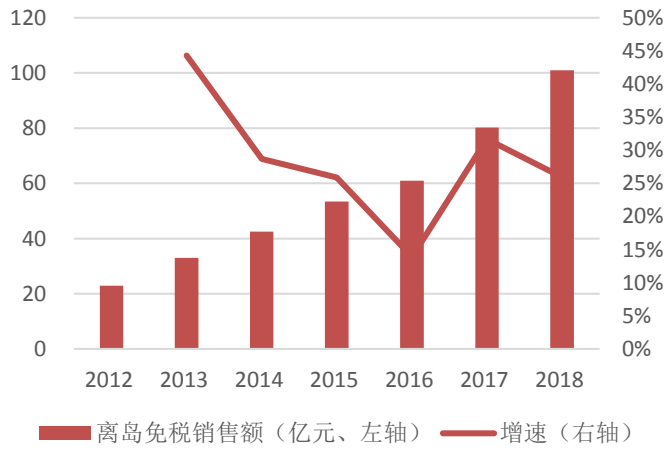
海南离岛免税业务近6年年复合增速在20%以上。海南离岛免税政策逐步放开对于免税对象、免税商品、免税限额、免税次数等的限制，离岛免税体系日益完善，离岛免税购物人次和销售额正保持着高速增长，2018年，海南离岛免税销售额达到101亿元，同比增长25.94%，2012-2018年CAGR高达23.64%。

图表27：2012-2018年离岛免税购物人次及增速



资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图表28：2012-2018年离岛免税销售额及增速

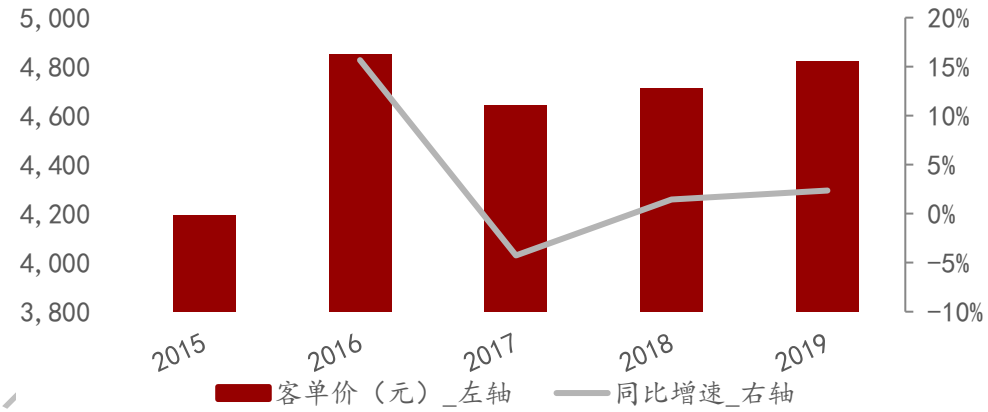


资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

预计将提高免税额度至10万元，可能催生离岛免税代购热潮，显著提升客单价和免税收入。2016年海南岛离岛免税额度从8000元大幅提升至16000元，促进三亚免税店客单价从2015年的4194元提升了16%至2016年的4851元。2019年免税额度提升至3万元，但从实施效果看，三亚免税店2019年客单价4823元，同比仅提升了2.35%，我们认为可能仅仅额度的小幅提升作用面临瓶颈，还需要结合其他促销政策才能发挥作用。如果免税额度提高到10万元，代购将有利可图，加上境外疫情限制境外免税购买，可能会催生海南离岛免税代购热潮，将大幅提升客单价和免税收入。

图表29：三亚海棠湾免税店客单价



资料来源：公司年报，万联证券研究所

离岛免税加速扩容，免税企业布局海南离岛免税业务。中免集团于2009年于三亚开设首家离岛免税店，海免集团于2011年在海口美兰机场开设首家机场离岛免税店，在此后多年，海南省一共只有这两家免税店。但随着国家大力发展离岛免税业务，海南离岛免税店开始扩容。2019年初，海免分别在海口和博鳌新开2家市内免税店，同年中免集团海口投资建设体量8倍于海棠湾免税城的海口国际免税城，预计2023年开业。免税企业为了充分抓住海南离岛免税业务的发展机遇，加大布局，如中国中免和凯撒旅业均将总部从北京迁至海口。

目前，海南目前有4个已经运营的免税店，还有1个在建的免税店，为中免集团和海免集团运营：

1) **三亚海棠湾免税店：**为全球最大的免税商业综合体，2014年9月建成开业，总建筑面积约12万平方米，位于三亚市海棠湾，是以免税为主题，融商业、餐饮、娱乐、休闲、购物于一体的大型综合性旅游项目，是目前全球品牌最多、业态最全、规模最大的单体免税店。

2) **海口美兰机场免税店：**由海南省组建并自主经营管理的首家机场离岛免税的店，属于海免集团，2011年12月开业，位于海口美兰机场候机楼隔离区内，总营业面积1.4万平方米，共设东街、中街、西街及海口航空旅游城免税店，旅客购物可“即购即提”。

3) **海口日月广场免税店：**由海免设立的全资子公司，2019年1月开业，位于海口

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

日月广场双子座1-2层、射手座L层，经营面积2.2万平方米，首期开业面积1.3万平方米，引进一百多个国际知名品牌，涵盖香水化妆品、精品、食品百货等38大类免税商品。

4) **博鳌免税店：**由海免设立的全资子公司，与海口日月广场免税店同一天开业，位于琼海市博鳌亚洲论坛景区内，经营面积4200m²。店内经营涵盖香水、化妆品、箱包、手表、首饰、食品等38大类免税商品。

5) **海口国际免税城：**海口国际免税城位于海口市西海岸，紧邻海口新海港，地上建筑面积约63万平方米，由国旅集团投资110亿元巨资倾力打造，作为海南省重点项目的海口国际免税城堪称“规模最大、最国际、商业生态系统最完善的大型国际免税综合体”，业态配置包括免税商业、有税商业、特色餐饮、儿童乐园、休闲娱乐、写字楼、酒店等。该项目总占地面积675亩，总建筑面积92.6万平方米，拟投资128.6亿元，是省级重点项目。项目以免税为核心，涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等众多元素，其体量是三亚海棠湾免税城的8倍之大。该项目于2019年开工，预计2023年底竣工开业。

图表30：海南免税店开设情况

名字	地点	所属免税集团	开店时间	面积
三亚国际免税城	三亚市海棠区	中免集团	原三亚免税店于 2009 年 9 月 1 日投入营业，于 2014 年 9 月 1 日搬迁至海棠湾	总建筑面积约 12 万平方米，商业面积达 7.2 万平方米
海口美兰机场免税店	海口美兰机场候机楼隔离区内	海免集团	2011 年 12 月 21 日	14000 平方米
海口日月广场免税店	海口市 CBD 核心区域日月广场射手座、双子座 L 层	海免集团	2019 年 1 月 19 日	2.2 万平方米，首期开业面积 1.3 万平方米
博鳌免税店	琼海市博鳌亚洲论坛景区内	海免集团	2019 年 1 月 19 日	4200 平方米
海口国际免税城（在建）	海口西海岸新海港东侧	中免集团	建设期限为 2019 年 3 月至 2023 年 12 月。	总占地约 675 亩，建设用地约 485 亩，拟建设规模约 90 万平方米

资料来源：网络资料，万联证券研究所

3.3 市内免税尚处早期，政策松绑呼之欲出

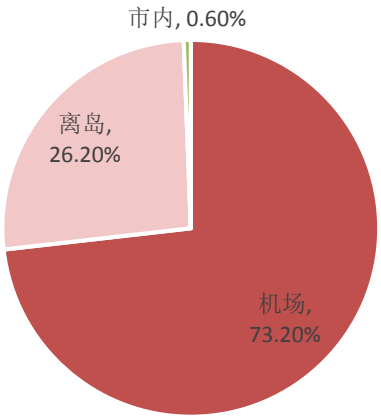
市内免税店存在诸多优势，为韩国最主要的免税渠道。相比传统的机场免税店，市内免税店的购物体验更好，购物时间和方式相对灵活，有利于进一步刺激出入境旅客的购物需求。此外，市内免税店租金远低于机场免税店扣点率，盈利能力更好。

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

1979年，韩国开始发展市内免税店，2018年其市内免税店收入占比高达80.53%。

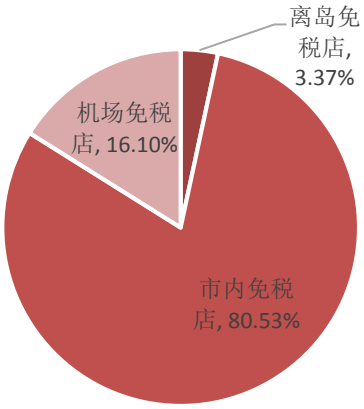
我国市内免税占比极低，开发程度远远不足。据智研咨询数据显示，我国2018年机场免税店收入占比达到73.2%，离岛免税店占比26.20%，而市内免税店收入占比仅0.60%。韩国免税市场则以市内免税店为主，机场免税店占比16.10%，离岛免税店占比3.37%，市内免税店占比80.53%。相比之下，我国的市内免税店市场开发还远远不足。**究其原因，我国市内免税店在购物资格、免税额度、免税种类、免税店数量等方面有诸多限制，抑制了需求。**

图表31：2018年中国免税业收入渠道分布



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

图表32：2018年韩国免税品销售渠道分布



资料来源：智研咨询，万联证券研究所

按照购买人群的资格，**目前我国市内免税店主要分为两类，归国人员入境市内免税店和境外人员离境市内免税店。**由于政策暂未放开，**目前国人暂不能在离境时在市内免税店进行购物。**目前，我国目前拥有针对出入境游客开展市内免税业务牌照的公司仅有中免集团、中出服和中侨，其中：中出服和中侨拥有我国“归国人员入境市内免税”牌照，中免拥有我国唯一的“境外人员离境市内免税”牌照。

图表33：国内市内免税现状

	离境	入境
中国游客	**政策未放开**	**经营主体：**中出服、中侨 **提货方式：**现场提货 **政策日期：**1996 年政策出台 **购买资格：**持中国护照入境的 16 周岁以上中国公民 **时间限制：**自入境之日起 180 天内 **品类和额度：**单独 5000 元额度，精品超 1000 元需交纳行邮税

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

外国游客	**经营主体：**中免集团 **提货方式：**机场隔离区提货 **1989 年政策出台：**品类包含首饰、工艺品、香水、化妆品等 16 种 **1990 年品类调整：**品类增加高档名牌手表、糖果 **2012 年规定了限额和次数，增加了品类：**额度为 5000 元/年；次数为每年一次；品类增加食品、厨房用具、母婴用品、健康产品 等 21 种	国际上未有先例

资料来源：中国产业信息网，万联证券研究所

两种牌照无论从购买资格、购物限额，还是购买流程和口岸扣点等各方面都存在较大差异。归国人员入境市内免税店允许年满16周岁中国籍游客在入境180天以内在店内购买不超过5000元额度的商品，目前国内该类型市内店共计只有17家，除中侨免税在哈尔滨开设了1家免税店外，其他16家均由中出服经营（除北京和上海店外，其余店基本均为中出服与外部企业合资的形式持有）。**境外人员离境市内免税店**仅针对境外人士出境前购物，提货点一般设立在机场关外隔离区，且额度与口岸出入境的8000元共享，目前由中免运营，目前只有5家。

图表34：国内市内免税店分布城市情况

类型	运营商	已开城市	购物限制	提货点
归国人员入境市内免税	中出服	北京、上海、重庆、哈尔滨、重庆、青岛、郑州、合肥、上海、杭州、南昌、昆明等地	180 天内入境的年满 16 周岁中国籍游客单独 5000 元额度，精品超 1000 元需交纳行邮税	支持店内即买即提
	中侨	哈尔滨		
境外人员离境市内免税	中免	北京、上海、青岛、厦门、大连	境外人士凭护照及航班信息在出发前 48 小时完成购物，与出入境共享 5000+3000 元	需至机场隔离区提取

资料来源：公司公告，中国产业信息网，万联证券研究所

对比韩国，我国市内免税政策有很大的松绑空间。在购买人群资格方面：韩国放开了本国居民的离境市内免税政策，极大吸引国民在本国免税店消费，而中国的国民离境市内免税政策仍为空白。**在免税额度方面：①韩国本国居民的离境免税额度**多次上调，2006年上调至3000美元，2019年上调至5,000美元，韩国免税运营商（东和、乐天和新罗等）还在2000 年推出了网上免税购物业务，大大促进了韩国本国居民在本国免税店消费，加上韩国居民收入水平和出境游人次的提升，韩国本国居民成为韩国2000年-2006年免税业务发展的主要贡献力量，**2000年时，韩国市内免税店销售只有20%为韩国本国人贡献，2006年时，这一比例上升至60%。②韩国境外游客离境市内免税额度**限制不高（仅烟酒或部分进口商品有要求），而中国对于境外

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

游客离境免税有额度限制，与出入境共享5000+3000元。由于宽松的免税政策，以及韩国旅游业的开放，境外游客在韩国的免税消费规模快速提升，成为2006年至今韩国免税业务规模快速增长的主要贡献力量，尤其是中国游客，2013年中国游客超过韩国本国居民，成为其第一客源国，此后占比不断提升，**到2018年韩国免税规模中，中国游客贡献占比达80%。**

借鉴韩国的经验，市内免税店的发展是吸引消费回流和增加我国旅游吸引力的重要手段。从韩国市内免税业务发展经验来看，放开本国居民市内免税政策，能有效吸引国人消费，减少消费外流；放开境外游客离境免税政策，作为旅游产业链的一环，能增加旅游吸引力，并有效促进外国游客在本国的消费。我国80%奢侈品消费在境外进行，并贡献了韩国免税市场80%的规模，我国免税市场有做大做强的巨大潜力，借鉴韩国的经验，市内免税店的发展是吸引消费回流和增加我国旅游吸引力的重要手段。

种种迹象表明，我国市内免税政策即将松动。今年3月，国家发改委、商务部等23个部门联合发布《关于促进消费扩容提质，加快形成强大国内市场的实施意见建议》，其中提到进一步完善免税业政策，包括**完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店**，扩大口岸免税业务，增设口岸免税店，适时研究调整免税限额和免税品种类。此前中免集团曾先后在北京、上海、大连开设过市内免税店公司，由于政策限制较多，经营业绩不佳，上海市内店和大连市内店先后注销。**2019年中免重新开始布局市内免税店**，5月，青岛、厦门、大连、北京市内免税店相继开业，8月，上海市内免税店实现开业，5家市内免税店的陆续开业，预示着市内免税政策即将松动。

图表35：中韩市内免税政策对比

项目	韩国本国人离境免税	韩国境外游客离境免税	中国国人入境免税	中国境外游客离境免税
购买资格	韩国本国居民	境外游客	中国本国公民自入境日起180 天内具有购买资格	境外游客
免税额度	最初 500 美元/次，2006 年调至 3000 美元/次后，2019 年调高至 5000 美元/次	对外国人的额度限制不高（仅烟酒或部分进口商品有要求）	5000 人民币	与出入境共享5000+3000 元

资料来源：公开资料整理，万联证券研究所

4. 投资建议

对比我国居民境外消费规模与国内免税市场规模，我国免税市场有巨大提升空间，近年来国家积极制定政策，引导境外消费回流，利好免税行业。未来我国免税行业的看点主要是两个方面：**一是离岛免税业务依托海南自贸港建设迎来快速发展时期；二是市内免税业务尚处早期，政策松绑有望激活这一极具潜力市场。**我国免税业务实行国家专营管理制度，国企垄断经营符合我国免税行业利益最大化原则，免税牌照放开的概率极低。**规模庞大的增长空间+引导消费回流的政策背景+国企垄断经营，免税行业是当之无愧的黄金赛道，建议关注免税行业龙头企业。**

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

5. 风险提示

1、疫情控制不及预期导致免税需求下降风险。国内外疫情将影响宏观经济，如果疫情控制不及预期，宏观经济增速放缓，国民收入受影响将降低奢侈品消费需求，同时疫情也将减少人们出境游和岛内游，从而使得免税销售额下降。

2、市内免税政策进展不及预期风险。市内免税政策的放开将极大促进我国免税业发展，市内免税进展不及预期，将影响我国免税行业的增长预期。

3、海南离岛免税发展不及预期风险。海南离岛免税额度提升以及免税商品品类增加的幅度和节奏不及预期风险，离岛免税店建设不及预期风险，离岛代购不及预期风险。

4、免税牌照放开导致竞争加剧风险。如果免税牌照大幅放开，可能会使得行业竞争加剧，盈利能力下降。

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

万联证券

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(薛崴:xuewei@wlzq.com.cn)