

超配（维持）

高端零售率先复苏，免税景气向好

免税行业深度报告

2026 年 1 月 28 日

投资要点：

分析师：邓升亮

SAC 执业证书编号：

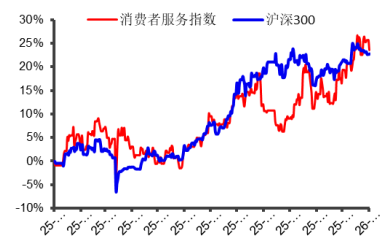
S0340523050001

电话：0769-22119410

邮箱：

dengshengliang@dgzq.com.cn

中信消费者服务指数走势



资料来源：iFind，东莞证券研究所

相关报告

■ 压制中国免税行业崛起的主要因素均被扭转，布局中国免税拐点。复盘2020年后免税行业的走势，实际上免税走弱是受到了多重因素的影响。一是疫情期间日韩等国采取了高额返佣的模式导致竞争压力增加，而国内免税商同样加大了折扣力度导致利润下降。二是国内居民家庭收入预期出现了阶段性的波动，暂时影响了消费意愿，导致居民家庭“有钱不敢花”。三是供给的稀缺，过去中国免税店以海南离岛免税和口岸免税为主，离岛免税场景过去存在“离岛不离境”的限制，服务的游客数量较少，而口岸免税店受限于经营面积和有限的购物时间缺乏足够的增长潜力。2024年以来，政策支持力度加码，居民收入预期改善叠加外部竞争压力缓解，中国免税行业底部拐点已确立。

■ 高端零售消费力仍存，信心修复后旅游零售率先复苏。整体来看，2023年以来政策对消费的刺激力度持续加大，以旧换新等短端政策带动消费意愿稳步复苏，“924”后消费预期指数也呈现逐步上升趋势，意味着长端消费信心改善。分结构来看，“924”后国内一线城市房价开始止跌，2025年四季度PPI同比降幅逐渐收窄，对收入预期更为敏感的中高收入家庭或将受益于宏观经济环境进一步改善，免税等中高端零售渠道有望领先于大众消费复苏。而2025年以来奢侈品品牌和国际高端香化品牌在亚太地区收入逐季上升，印证中高端零售渠道率先复苏趋势。

■ 口岸及市内免税：随着我国免签朋友圈的扩大与文化软实力的提升，“China Travel”在国际游客中的吸引力持续提升，出入境游持续增长带动口岸及市内免税客流修复。2025年底首都机场和上海两场启动的新一轮免税招标引入了全球旅游零售龙头和“高固定费低抽成”的新模式，政策方向上看旨在通过合理竞争引导口岸免税做大市场规模。2026年1月21日，财政部等多部门印发《关于口岸进境免税店有关事宜的通知》，将新设41家口岸进境免税店，口岸免税市场将迎来快速扩容。

■ 离岛免税：国内免税市场核心的离岛免税在2025年四季度迎来海南自贸港封关和离岛免税新政双重利好。新政生效首周海口海关共监管海南省离岛免税购物金额5.06亿元，同比增长34.86%。海南封关首月海口海关共监管离岛免税购物金额48.6亿元，同比增长46.8%；购物人数74.5万人次，

同比增长30.2%；购物件数349.4万件，同比增长14.6%。政策利好带动海南离岛免税销售额底部反弹并保持快速增长趋势。

- **投资策略：**“924”以来免税指数走势扭转，2025年四季度起离岛免税销售额同比增速转正，我们复盘发现压制免税基本面的三大因素均已改善。目前中国免税零售商外部竞争压力大幅缓解并通过境外并股逐步布局东南亚市场，政策发力与经济环境改善增强居民消费信心、提升可选消费潜力，2026年1月21日财政部宣布将新设41家口岸进境免税店后完成了对口岸、离岛和市内免税店的扩容和政策更新。预计中国免税市场规模将迎来新一轮扩张期，长期看免税景气度持续向好。
- **风险提示：**宏观经济波动、行业政策变化、自然灾害影响、行业竞争加剧。

目录

1、复盘免税走势，布局拐点	4
2、高端零售修复	4
3、口岸及市内免税：出入境旅游持续复苏，中免收购 DFS 大中国区资产加速境外布局	7
4、离岛免税：外部冲击减弱，政策支持落地	12
5、投资策略	15
6、风险提示	16

插图目录

图 1：2021 年以来免税店指数走势	4
图 2：消费意愿稳步复苏	5
图 3：消费者预期自“924”以来逐步提升	5
图 4：消费意愿稳步复苏	5
图 5：2025 年四季度 PMI 回升	5
图 6：70 个大中城市新建住宅价格指数对比二手	6
图 7：70 个大中城市新建商品住宅价格指数分级	6
图 8：LVMH 2025M9 分地区业绩同比变化（%，同价）	6
图 9：LVMH 2025M9 分品类业绩同比变化（%，同价）	6
图 10：欧莱雅分地区销售同比变化（%，同价）	6
图 11：欧莱雅分品类销售同比变化（%，同价）	6
图 12：首都机场国际航线客流量对比 2019 年（人次）	7
图 13：浦东机场国际旅客吞吐量（国际+地区，万人次）	7
图 14：中国各季度出入境总人数（亿人次）	8
图 15：中国各季度外国人出入境人数（亿人次）	8
图 16：北京首都机场免税项目分别由中免和王府井中标	8
图 17：上海浦东、虹桥机场三个标段分别由杜福睿和中免中标	9
图 18：迪斐世香港广东道店	10
图 19：中免集团逐步构建全球化布局	10
图 20：《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》要点	11
图 21：财政部等五部门联合印发通知新设 41 家进境免税店	12
图 22：韩国免税店游客数逐步增长（人次）	12
图 23：韩免国际游客销售额持续下滑	12
图 24：海南离岛免税新政要点	14
图 25：海南离岛免税购物人次（万人次）	14
图 26：海南离岛免税购物额（亿元）	14
图 27：海南接待国内过夜游客总人数（万人次）	15
图 28：海南离岛免税客单价（元）	15

表格目录

表 1：2024 年前三季度韩国四大免税商均亏损（百万韩元）	13
表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2026/1/27）	15

1、复盘免税走势，布局拐点

压制中国免税行业崛起的主要因素均被扭转，布局中国免税拐点。通过复盘 2021 年后免税行业的走势，可以发现实际上免税走弱是受到了多重因素的影响。一是疫情期间日韩等国采取了高额返佣的模式导致竞争压力增加，而国内免税商同样加大了折扣力度导致利润下降。二是国内居民家庭收入预期出现了阶段性的波动，暂时影响了消费意愿，导致居民家庭“有钱不敢花”。三是供给的稀缺，过去中国免税店以海南离岛免税和口岸免税为主，离岛免税场景过去存在“离岛不离境”的限制，服务的游客数量较少，而口岸免税店受限于经营面积和有限的购物时间缺乏足够的增长潜力。随着 2024 年“924”政策转向后大量刺激消费政策陆续出台，居民收入预期改善消费复苏，入出境免签朋友圈扩大带动入出境游持续增长，外部竞争环境也随着疫情结束逐步回归正常化。

图 1：2021 年以来免税店指数走势



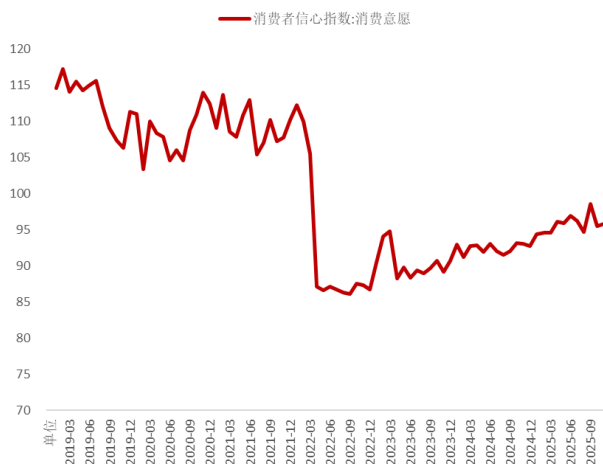
资料来源：Wind，东莞证券研究所

2、高端零售修复

924 后消费者意愿与消费预期迎来稳步复苏。在政策持续发力托底促消费的背景下，2023 年以来消费者意愿稳步提升，居民对消费环境的悲观情绪正在缓解。消费者预期更是在“924”后开始震荡上升，尽管受到就业与收入波动扰动，但整体趋势向上。政策组合拳

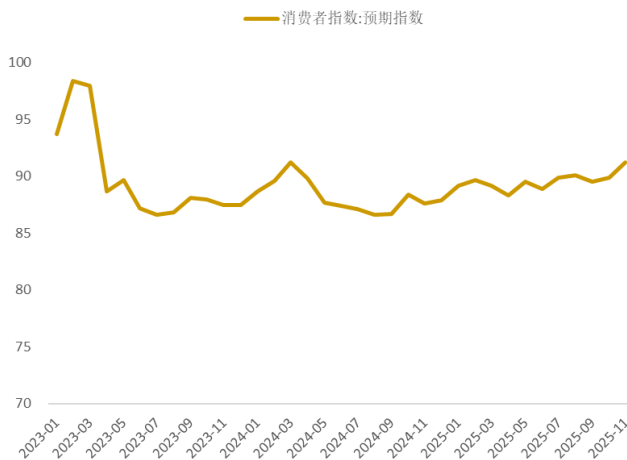
的发力成功扭转居民对未来收入和经济环境的预期，限制消费的因素逐步消散。

图 2：消费意愿稳步复苏



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 3：消费者预期自“924”以来逐步提升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

免税等中高端零售复苏或领先于大众消费。与大众消费更多受当期收入约束不同，中高收入群体的消费受收入预期影响较大，消费决策更依赖对未来收入稳定性与资产价格走势的判断。自 2025 年下半年以来，中国 PPI 同比降幅逐步收窄，工业品价格体系边际改善，叠加制造业 PMI 在 2025 年四季度出现回升，显示企业端预期正在企稳回暖。在价格信号与景气指标同步改善的背景下，居民对收入稳定性与就业环境的信心边际修复使消费复苏呈现 K 型分化特征，免税等中高端零售率先复苏。房地产价格作为居民最重要的资产价格，对消费信心的影响尤为直接。目前新房和二手房价格同比仍在负区间，但自 2024 年下半年开始，降幅明显收窄，2025 年以来逐步走向企稳。一线城市率先止跌，二线城市同步改善，三线城市虽然仍偏弱，但下行速度已经放慢。这意味着房地产对居民资产负债表的拖累正在减轻，且一线城市房价企稳有助于释放消费潜力，后续若资产价格企稳回升有望带动免税消费增长。

图 4：消费意愿稳步复苏

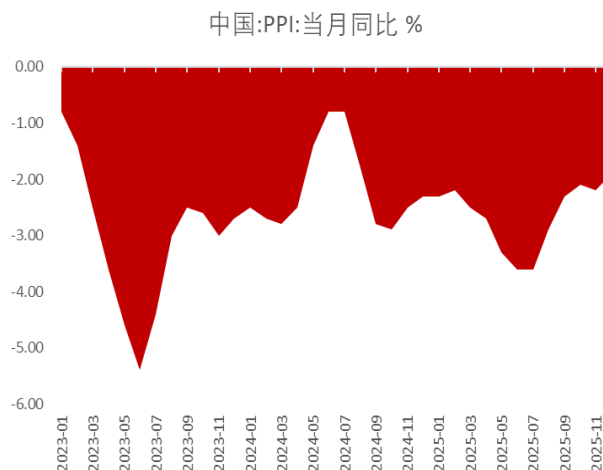
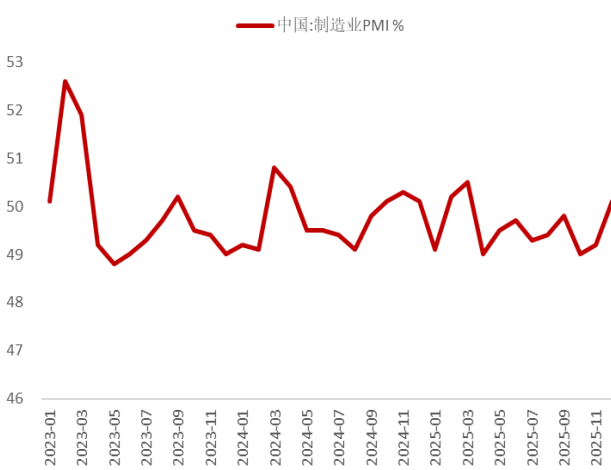


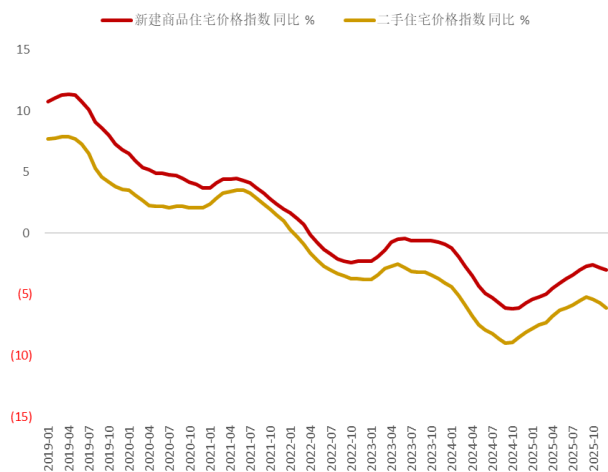
图 5：2025 年四季度 PMI 回升



资料来源：Wind，东莞证券研究所

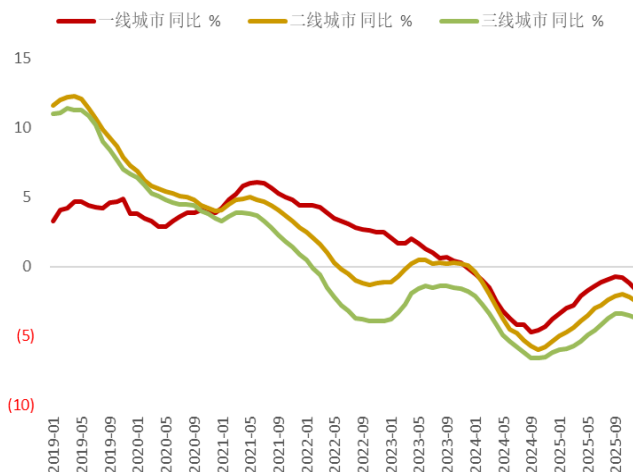
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 6： 70 个大中城市新建住宅价格指数对比二手



资料来源：Wind，东莞证券研究所

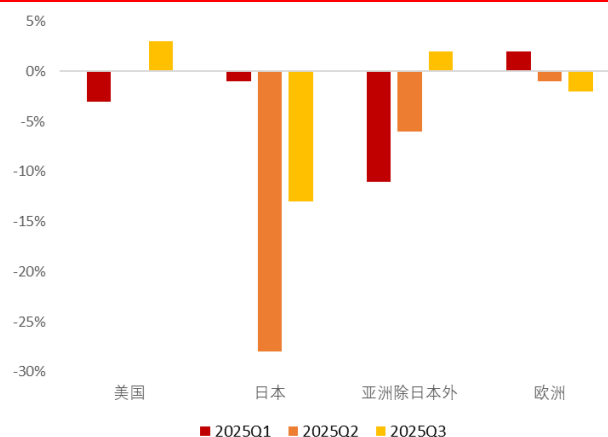
图 7： 70 个大中城市新建商品住宅价格指数分级



资料来源：Wind，东莞证券研究所

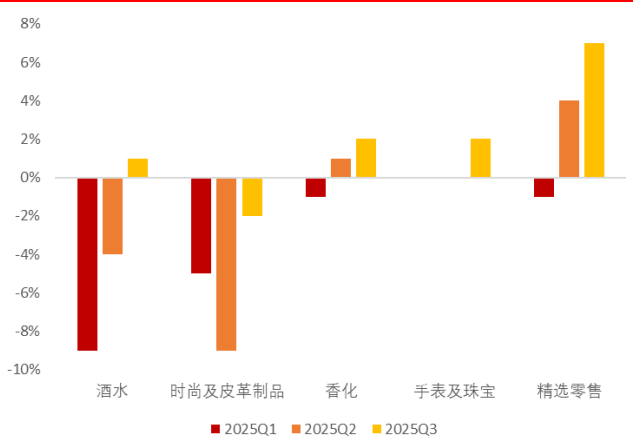
2025 年前三季度，高端零售与奢侈品消费迎来逐季修复。LVMH 财报显示，除时尚及皮革制品以外，其余业务板块在 2025 年三季度均实现同比正增长；亚洲（除日本）地区在经历上半年承压后，三季度重新回到同比增长区间；欧美地区则在前三季度整体保持相对稳定的修复节奏，北美在三季度同样转正。从业务结构看，LVMH 酒水板块在上半年承压较重，但三季度已同比转正；时尚及皮革制品仍处于调整阶段，但 Q3 边际改善显著；香化、手表及珠宝、精品零售在三季度均实现正增长，且改善节奏更为明确。欧莱雅各销售部门在 2025 年前三季度均保持增长趋势，北亚地区 2025 年三季度已重回正增长。LVMH 与欧莱雅的业绩表现改善，均验证了全球尤其是亚洲地区的消费者信心改善与消费力的复苏，中高端收入家庭居民消费显现复苏趋势。

图 8： LVMH 2025M9 分地区业绩同比变化（%，同价）



资料来源：LVMH，东莞证券研究所

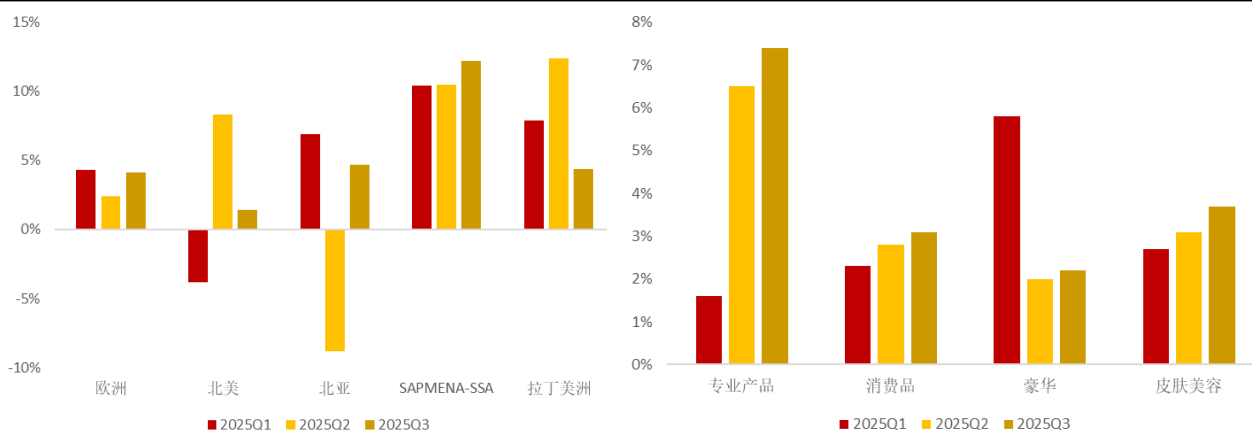
图 9： LVMH 2025M9 分品类业绩同比变化（%，同价）



资料来源：LVMH，东莞证券研究所

图 10： 欧莱雅分地区销售同比变化（%，同价）

图 11： 欧莱雅分类别销售同比变化（%，同价）



资料来源：欧莱雅，东莞证券研究所

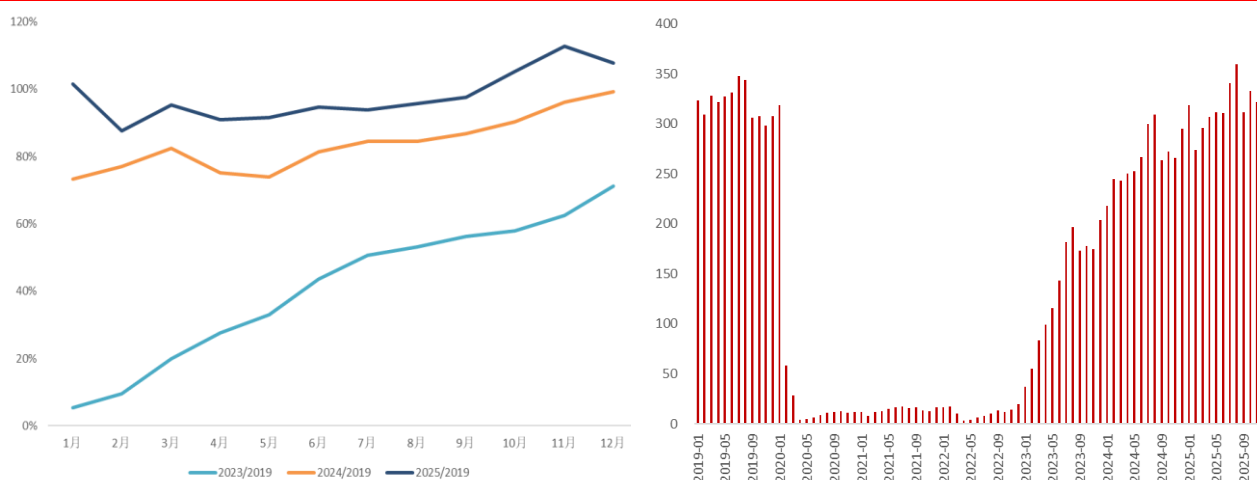
资料来源：欧莱雅，东莞证券研究所

注：SAPMENA-SSA 指南亚太、中东、北非、撒哈拉以南非洲

3、口岸及市内免税：入出境旅游持续复苏，中免收购 DFS 大中国区资产加速境外布局

入出境游持续复苏。随着免签朋友圈的持续扩大和过境免签 240 小时政策的推出，2024 年以来我国出入境旅客数量持续增长。2025 三季度中国出入境人数达到 1.78 亿人次，同比增长 12.9%，外国人 2013.4 万人次、同比上升 22.3%，其中免签入境外国人 724.6 万人次、占入境外国人 72.2%、同比上升 48.3%。受国际客流快速增长带动，2024 年以来国际航班持续恢复，2025 年 12 月首都机场国际航线客流量已恢复至 2019 年同期的 108%，浦东机场国际旅客吞吐量较 2019 年同期增长 1.99%。从客流来看，国际客流已基本恢复并有望进一步增长，口岸免税店及市内免税店有望受益。

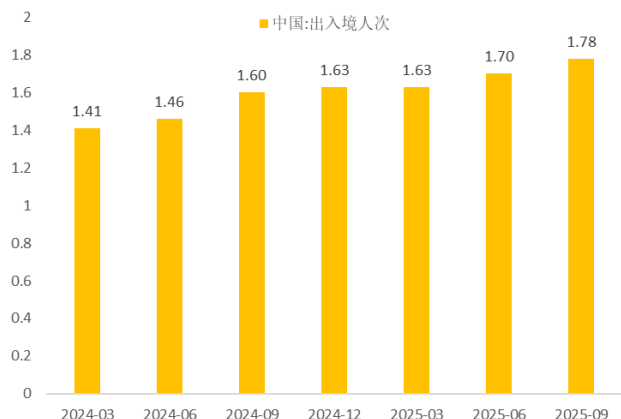
图 12：首都机场国际航线客流量对比 2019 年（人次） 图 13：浦东机场国际旅客吞吐量（国际+地区，万人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

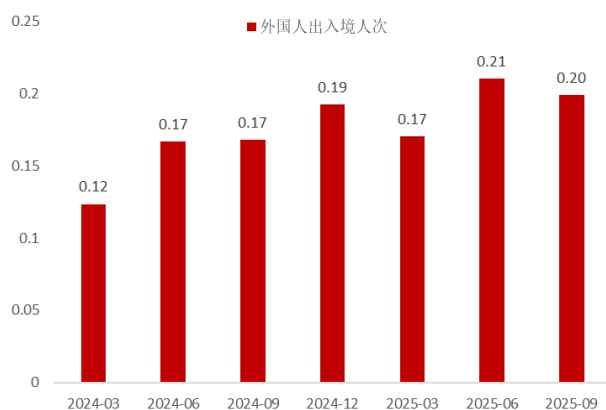
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：中国各季度出入境总人数（亿人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 15：中国各季度外国人出入境人数（亿人次）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

枢纽机场招标新模式促进合理竞争。2025 年首都机场、上海两场分别启动新一轮机场免税招标。与上一轮招标相比，本次招标出现了新的变化，主要是不再允许独家经营和修改了合同模式。本轮招标中，首都机场、上海浦东机场均限制投标人仅能中标一个标段且不接受联合体投标，打破了过往的独家经营模式并引入全球旅游零售龙头杜福睿（Avolta），且新合同采用“固定费用+分品类提成模式”，引入合理竞争加上高固定费用更低提成的模式预计将有效引导中标免税商优先做大免税规模以分摊高额固定费用。此外，上海机场采用参股 49%的方式与中标免税商设立合资公司参与免税经营，整体来看本轮枢纽机场免税招标采用的新模式旨在引导免税商做大销售规模，并通过合资方式增加投资收益。

图 16：北京首都机场免税项目分别由中免和王府井中标

北京首都国际机场免税项目中标结果公告

(招标编号：TC25050AM)

北京首都国际机场免税项目确定中标人如下：

一、中标人信息：

01 标段中标人：中国免税品（集团）有限责任公司

01 标段中标价格：首年保底经营费 48027 万元，首年销售额提成比例 5%

02 标段中标人：王府井集团股份有限公司

02 标段中标价格：首年保底经营费 11300 万元，首年销售额提成比例 5%

资料来源：中国招标投标公共服务平台，东莞证券研究所

图 17：上海浦东、虹桥机场三个标段分别由杜福睿和中免中标

2 中标结果

标段一：上海浦东国际机场（T1航站楼及S1卫星厅国际区域场地）的进出境免税店进行合格运营商的招标：

月实收费用=月固定费用+ Σ （各品类月销售额×各品类提成比例）

- （1） 中标单位名称：杜福睿（上海）商业有限公司
- （2） 中标内容：上海浦东国际机场（T1航站楼及S1卫星厅国际区域场地）的进出境免税店经营权
- （3） 中标金额：月固定费用（单价）¥ 3141元/㎡/月，各品类提成比例8%-24%
- （4） 经营权转让期限

1) 整体经营权转让期限

本合同经营权转让期限为3+5年，自2026年1月1日起至2033年12月31日止。其中上海浦东国际机场T1航站楼免税店（含进出境免税店）如需运营调整，招标人将提前6个月通知。各场地交付时间以招标人实际交付时间为准，但合同终止时间均为 2033年12月31日止。

2) 分阶段经营权转让期限

第一阶段：经营权转让期限为3年，自2026年1月1日起至2028年12月31日止。在合同履行第2年结束后，若通过甲方考核，则续约第二阶段合同，反之则合同终止。

第二阶段：经营权转让期限为5年，自2029年1月1日起至2033年12月31日止。

标段二：上海浦东国际机场（T2航站楼及S2卫星厅国际区域场地）的进出境免税店进行合格运营商的招标：

月实收费用=月固定费用+ Σ （各品类月销售额×各品类提成比例）

- （1） 中标单位名称：中国免税品（集团）有限责任公司
- （2） 中标内容：上海浦东国际机场（T2航站楼及S2卫星厅国际区域场地）的进出境免税店经营权
- （3） 中标金额：月固定费用（单价）¥ 3090元/㎡/月，各品类提成比例8%-24%
- （4） 经营权转让期限

1) 整体经营权转让期限

本合同经营权转让期限为5+3年，自2026年1月1日起至2033年12月31日止（具体场地移交日期经双方书面确认后由甲方提前3个工作日发出书面通知）。各场地交付时间以招标人实际交付时间为准，但合同终止时间均为 2033年 12月31日止。

2) 分阶段经营权转让期限

第一阶段：经营权转让期限为5年，自2026年1月1日起至2030年12月31日止。在合同履行第4年结束后，若通过甲方考核，则续约第二阶段合同，反之则合同终止。

第二阶段：经营权转让期限为3年，自2031年1月1日起至2033年12月31日止。

标段三：上海虹桥国际机场（T1航站楼国际区域场地）的进出境免税店进行合格运营商的招标：

月实收费用=月固定费用+ Σ （各品类月销售额×各品类提成比例）

- （1） 中标单位名称：中国免税品（集团）有限责任公司
- （2） 中标内容：上海虹桥国际机场（T1航站楼国际区域场地）的进出境免税店经营权
- （3） 中标金额：月固定费用（单价）¥ 2827元/㎡/月，各品类提成比例8%-22%
- （4） 经营权转让期限

1) 整体经营权转让期限

本合同经营权转让期限为5+3年，自2026年1月1日起至2033年12月31日止（具体场地移交日期经双方书面确认后由甲方提前3个工作日发出书面通知）。各场地交付时间以招标人实际交付时间为准，但合同终止时间均为 2033年 12月31日止。

2) 分阶段经营权转让期限

第一阶段：经营权转让期限为5年，自2026年1月1日起至2030年12月31日止。在合同履行第4年结束后，若通过甲方考核，则续约第二阶段合同，反之则合同终止。

第二阶段：经营权转让期限为3年，自2031年1月1日起至2033年12月31日止。

资料来源：中国招标投标公共服务平台，东莞证券研究所

收购 DFS 部分资产，中国免税商加速境外布局。2026 年初中国中免公告实施跨境并购，

将通过全资孙公司中免国际以不超过 3.95 亿美元现金方式，收购 DFS 大中华区旅游零售业务相关股权及资产。DFS 为 LVMH 集团旗下全球领先的旅游零售与高端奢侈品零售商，拥有超过 60 年的运营历史，在全球主要旅游目的地及国际机场布局完善。其长期服务于国际高净值与中高收入客群，在高端品牌资源、奢侈品零售管理及境外会员体系方面积累了丰富的丰富经验。本次收购包括 DFS 在港澳地区拥有的 9 家旅游零售门店及无形资产，相关资产的注入将显著补充中免在港澳地区的门店布局，有助于中免快速确立在港澳免税及高端旅游零售市场的优势地位。DFS 成熟的高端零售运营体系、优质品牌资源及境外游客会员网络，将与中免在中国出境客群与供应链端的规模优势互补形成协同效应。本次交易或是中免从中国旅游零售龙头走向全球旅游零售龙头的全球化布局实质性一步。

图 18：迪斐世香港广东道店



资料来源：DFS 香港官网，东莞证券研究所

图 19：中免集团逐步构建全球化布局



资料来源：中免消费白皮书，东莞证券研究所

财政部等多部门进一步完善免税店政策、优化监管措施，支持免税店发展。2025 年 10 月 30 日财政部等多部门印发《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》，进一步发挥免税店政策支持提振消费的作用，引导海外消费回流，吸引外籍人员入境消费，明确自 2025 年 11 月 1 日起完善免税店政策。《通知》提出：（1）优化国内商品退（免）税政策管理，积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品。（2）进一步扩大免税店经营品类，新增手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等商品。整合优化口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店经营品类清单。鼓励通过联合采购等方式，吸引更多国际品牌将最新商品、热销商品等投入我国免税店销售，扩大免税店实际销售商品种类。（3）放宽免税店审批权限，下放口岸出境免税店设立、口岸出境免税店及口岸进境免税店经营主体确定方式变更等审批权限至省级。优化口岸出境免税店、口岸进境免税店经营面积确定方式。（4）完善免税店便利化和监管措施，旅客可根据出入境行程安排，提前在口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店网上窗口预订免税商品，允许旅客在市内免税店预订后在口岸进境免税店提货。

图 20：《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》要点

优化退（免）税政策、支持国产品	积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品，鼓励免税店引入更多能够体现中华优秀传统文化的特色优质产品，增加国产品在免税店的销售
扩大免税品类	新增手机、微型无人机、运动用品、保健食品、非处方药、宠物食品等热销商品
放宽免税店审批权限	放宽免税店审批权限，下放口岸出境免税店设立、口岸出境免税店及口岸进境免税店经营主体确定方式变更等审批权限，优化口岸出境免税店、口岸进境免税店经营面积确定方式，支持地方因地制宜整合优化免税店布局
免税店便利化	支持口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店提供网上预订服务，允许旅客在市内免税店预订后在口岸进境免税店提货，持续提升旅客免税购物体验

资料来源：财政部，东莞证券研究所

大量新设口岸进境免税店，做大免税市场规模。2026 年 1 月 21 日，财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局联合印发《关于口岸进境免税店有关事宜的通知》，设立调整一批口岸进境免税店，在武汉天河国际机场等 41 个口岸各新设 1 家口岸进境免税店，大幅增加了我国口岸进境免税店的数量，使得口岸进境免税店覆盖范围更加广泛。同时，对于一些经营合同即将或者已经到期、所处口岸客运功能发生变化的口岸进境免税店，《通知》对其进行了调整优化。本次新设进境口岸免税店仅允许原有经国务院批准具有免税品经营资质的企业参与投标，包括：中免集团、深免集团、珠免集团、

中出服、港中旅、王府井。本次通知大幅增加了我国口岸进境免税店数量，配合此前市内免税店的快速扩张，预计我国入出境免税市场规模将快速壮大。

图 21：财政部等五部门联合印发通知新设 41 家进境免税店

财政部等五部门联合印发通知设立调整口岸进境免税店

2026年1月21日 来源：关税司

近日，财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局联合印发《关于口岸进境免税店有关事宜的通知》（以下简称《通知》），设立调整一批口岸进境免税店。《通知》提出，在武汉天河国际机场等41个口岸各新设1家口岸进境免税店，大幅增加了我国口岸进境免税店的数量，使得口岸进境免税店覆盖范围更加广泛。同时，对于一些经营合同即将或者已经到期、所处口岸客运功能发生变化的口岸进境免税店，《通知》对其进行了调整优化。

口岸进境免税店是设立在对外开放的机场、水运或者陆路口岸隔离区内，按规定向进境旅客销售免税商品的商店。本次设立调整口岸进境免税店，旨在进一步便利进境旅客免税购物消费，充分发挥免税店支持提振消费的作用，促进免税商品零售业务健康有序发展。

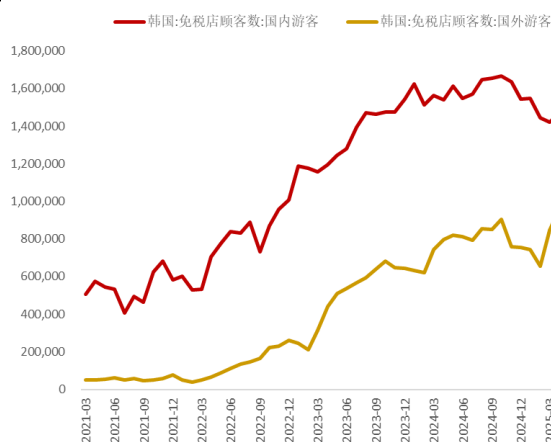
资料来源：财政部，东莞证券研究所

4、离岛免税：外部冲击减弱，政策支持落地

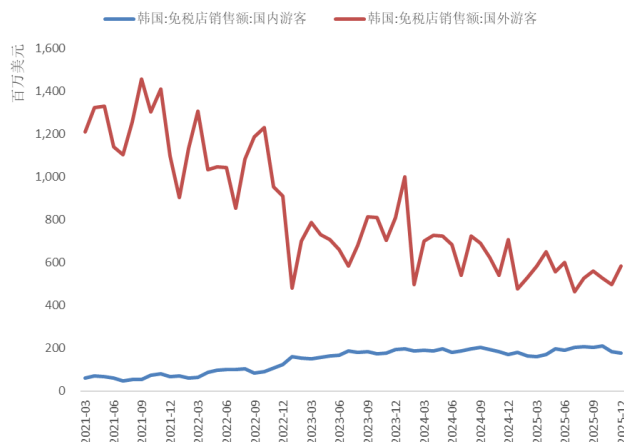
代购等外部渠道对离岛免税影响减弱。自萨德事件以来，韩国免税商通过经销商返佣模式低价销售的免税商品通过代购和电商渠道流入国内，对国内免税商形成了一定的价格冲击。由于口岸免税的购物场景具有封闭性和时间限制，韩免代购商品流入国内后离岛免税首当其冲。疫情暴发后韩国免税渠道为解决库存积压问题提高了面向大型代购商的折扣力度，折扣视采购规模可达到 35%-50%，使外国人在韩国的免税销售额占比一度达到 97.23%。近年来国内奢侈品和进口香化品消费需求减少，高折扣下韩国免税商销售额快速下降、利润承压。2024 年前三季度韩国四大免税商均面临利润同比大幅下降的情况。随着全球旅游出行的正常化，疫情期间的特殊模式已成为旅游零售的负累，免税商开始回归正常的旅游零售模式。作为全球旅游零售商排名第四位的乐天免税店已于 2024 年底通知其转售商终止 MG 代购模式，尽管 2025 年 6 月乐天免税因销售额大幅下滑而重启代购业务，但基于盈利的目标导致折扣力度收窄。整体来看，韩免等免税商无法长期维持高折扣力度的经销商模式，正逐步调整销售结构回归机场免税等常规渠道，对中国免税商的影响逐步减弱。

图 22：韩国免税店游客数逐步增长（人次）

图 23：韩免国际游客销售额持续下滑



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

表 1: 2024 年前三季度韩国四大免税商均亏损 (百万韩元)

	销售额			利润		
	3QYTD2024	3QYTD2023	同比增长	3QYTD2024	3QYTD2023	同比
乐天免税	2,447,818	2,244,625	9.10%	-92,216	31,779	转亏
新罗免税	2,522,994	2,181,884	15.60%	-37,349	45,290	转亏
新世界免税	1,452,897	1,433,983	1.30%	-427	77,808	转亏
现代免税	709,150	763,492	-7.10%	-17,054	-15,561	增亏

资料来源: 穆迪达维特, 东莞证券研究所

封关+新政双重利好离岛免税。2025 年 10 月 17 日, 财政部官网发布了《调整海南离岛旅客免税购物政策, 满足消费者多元化购物需求》的公告, 调整主要为扩大离岛免税商品范围, 允许服装服饰等国内商品进入离岛免税店销售并退(免)增值税、消费税, 明确一个自然年度内有离岛记录的岛内居民, 在本自然年度内可按“即购即提”提货方式有关要求, 不限次数购买离岛免税商品。新政放宽了离岛免税的商品范围和离境要求, 并允许一个自然年度内有离岛记录的岛内居民, 在本自然年度内可按“即购即提”提货方式有关要求, 不限次数购买离岛免税商品, 总体看将增加商品供给, 改善消费者购物体验, 提升岛内居民获得感。据海口海关统计, 11 月 1-7 日, 海口海关共监管海南省离岛免税购物金额 5.06 亿元, 购物人数 7.29 万人次, 同比分别增长 34.86%、3.37%。其中, 新增的宠物用品、可随身携带的乐器等品类(包括小家电、电子消费品类)共销售 1488 件, 购物金额 274.68 万元。离境旅客购买离岛免税商品 886 件, 购物人数 255 人, 购物金额 220.47 万元。岛内居民“即购即提”购物人数 138 人, 购物件数 403 件, 购物金额 35.61 万元。2025 年 12 月 18 日起海南已正式启动“一线放开、二线管住”的封关模式, 放开后有望持续吸引游客和商业, 促进离岛免税发展。据海口海关统计, 自 2025 年 12 月 18 日至 2026 年 1 月 17 日, 海口海关共

监管离岛免税购物金额 48.6 亿元，同比增长 46.8%；购物人数 74.5 万人次，同比增长 30.2%；购物件数 349.4 万件，同比增长 14.6%。海南封关带动离岛免税大幅增长。

图 24：海南离岛免税新政要点

新政实施后

调整为

- ✓ 购买年龄需年满**18**周岁
- ✓ 已购买离岛机票、火车票、船票，并持有有效身份证件（国内旅客持居民身份证、港澳台旅客持旅行证件、国外旅客持护照）
- ✓ 离开海南本岛的国内外旅客（含国内离岛和离境），包括海南省居民。
- ✓ **新增：将离境旅客纳入离岛免税的享惠主体范围，包括离境的国人、港澳台人士以及境外旅客。**

新政实施前

原规定

- ✓ 购买年龄需年满**16**周岁
- ✓ 已购买离岛机票、火车票、船票，并持有有效身份证件（国内旅客持居民身份证、港澳台旅客持旅行证件、国外旅客持护照）
- 离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民

新政实施后

商品种类变为**47**大类

调整为

- 第32类，小家电品类**（增加扫地机器人、吸尘器等）
- 第41类，平板电脑**（增加鼠标、键盘等数码配件）
- 第42类，电子消费产品**（增加数码摄影摄像器材及配件、微型无人机（限两件））

新增品类：

1. 宠物用品
2. 可随身携带的乐器

新政实施前

商品种类为**45**大类

原规定

1. 第32类，家用空气净化器及配件
2. 第41类，平板电脑
3. 第42类，穿戴设备等电子消费产品

注：金银等贵金属及其制品仅限离岛不离境旅客购买。

新政实施后

调整为

- ✓ **一个自然年度内有离岛记录的岛内居民，在本自然年度内可不限次数购买“即购即提”提货方式下的离岛免税商品，全年额度10万元。**

新政实施前

原规定

- ✓ 离岛旅客每次离岛前购买本公告附件清单所列免税品时，对于单价不超过2万元（不含）的免税品，可以按照每人每类免税品限购数量的要求，选择“即购即提”方式提货
- ✓ 离岛旅客支付货款后可现场提货，离岛环节海关不验核实物

允许“即购即提”方式提货的离岛免税商品清单

即购即提 离岛旅客在线下门店购买单价不超过**2万元**（不含）的免税品，按照每人每类免税品限购数量的要求限购，即可“即购即提”。

选购渠道 离岛旅客每次离岛前，凭有效身份证件和离岛信息在海南离岛免税商店进行选购。

选购清单

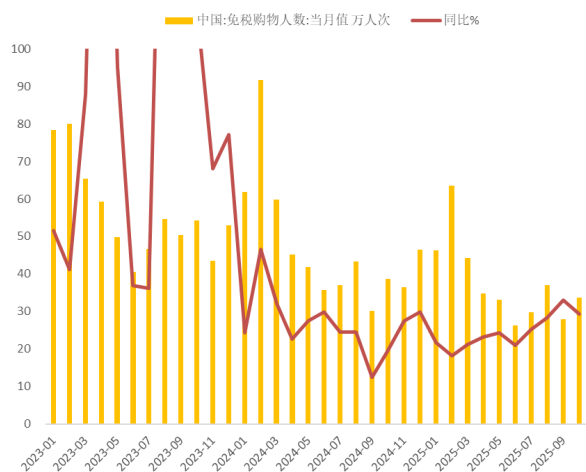
化妆品5件 单一品牌限1件	香水 1瓶	太阳眼镜 1副	服装服饰 1件	丝巾 1件
鞋帽 1件	箱包 1件	尿不湿 3包	婴幼儿配方奶粉 3罐（包）	糖果 3件
剃须刀 1件	转换插头 1个	体育用品 1个	玩具（含遥控车） 1件（套）	皮箱 1件

资料来源：中免海南公众号，东莞证券研究所

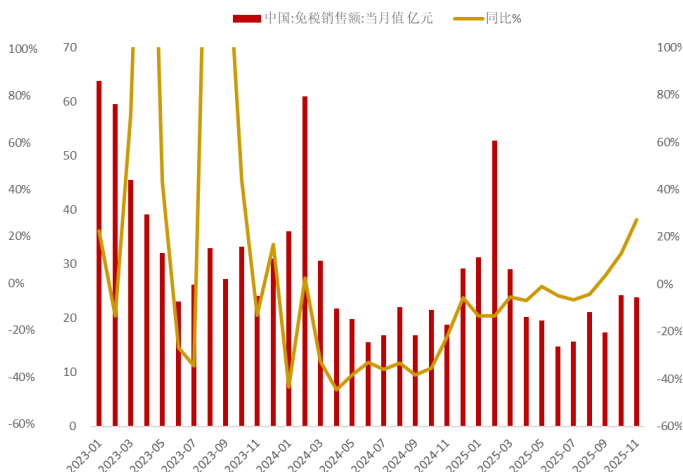
海南免税销售额反弹。海南离岛免税销售在 2023 年后逐渐下降，2025 年二季度起离岛免税销售额降幅已降至个位数。但受到封关与新政双重政策利好刺激，离岛免税销售已表现出明确的见底反弹信号，免税购物人数同比仍有下降但降幅收窄，客单价保持正增长，2025 年 11 月客单价为 7227 元，同比增长 15%。随着海南过夜游客人数超越 2019 年同期和自贸港政策利好落地，2025 年四季度离岛免税销售额已实现正增长并展现向好趋势。长期来看离岛免税底部修复趋势确立。

图 25：海南离岛免税购物人次（万人次）

图 26：海南离岛免税购物额（亿元）



资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所



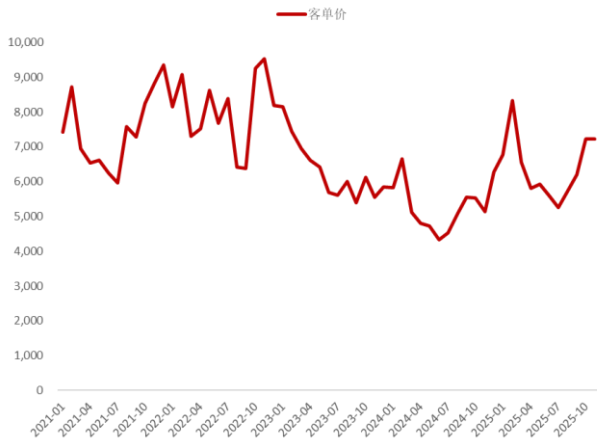
资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所

图 27：海南接待国内过夜游客总人数（万人次）

图 28：海南离岛免税客单价（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：海口海关，Wind，东莞证券研究所

5、投资策略

维持对行业“超配”的投资评级。“924”以来免税指数走势扭转，2025 年四季度起离岛免税销售额同比增速转正，我们复盘发现压制免税基本面的三大因素均已改善。目前中国免税零售商外部竞争压力大幅缓解并通过境外并股逐步布局东南亚市场，政策发力与经济环境改善增强居民消费信心、提升可选消费潜力，2026 年 1 月 21 日财政部宣布将新设 41 家口岸进境免税店后完成了对口岸、离岛和市内免税店的扩容和政策更新。预计中国免税市场规模将迎来新一轮扩张期，长期看免税景气度持续向好。

表 2：重点公司盈利预测及投资评级（截至 2026/1/27）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2024A	2025E	2026E	2024A	2025E	2026E		
601888	中国中免	90.80	2.06	1.92	2.22	44.08	47.29	40.90	买入	上调

600859	王府井	15.11	0.24	0.22	0.34	62.96	68.68	44.44	买入	首次
--------	-----	-------	------	------	------	-------	-------	-------	----	----

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6、风险提示

（1）**宏观经济波动**。免税行业的本质为旅游零售业，国民整体消费水平决定了旅游消费水平，若宏观经济出现波动，可能影响整体消费水平。

（2）**行业政策风险**。免税行业受政策影响较大，若我国免税行业政策发生重大变化，可能对免税运营商造成深远的影响。

（3）**市场竞争加剧**。免税行业商品同质化导致竞争激烈，若后续政府增发免税特许经营牌照或恢复出入境游，可能加剧免税行业竞争。中国免税商逐步加快境外布局可能导致竞争压力增大。

（4）**自然灾害影响**。离岛免税店可能受到海南自然气候如台风等异常天气影响导致营业天数减少。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内

行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn