

离岛机场市内免税三重布局，疫情不改公司长期增长逻辑

——中国国旅(601888.SH)首次覆盖报告

公司深度

● 免税行业绝对龙头，业绩10年增15倍，保持长牛趋势

中国国旅主要从事免税业务，是国内免税行业的霸主，国内市场份额为84%。2009-2019年，公司营收从60.65亿元增至479.66亿元，年均复合增长率达23%；归母净利润从3.13亿元增至46.29亿元，年均复合增长率达30.2%，均保持了长期高增长趋势。其中，免税收入从22亿元增长至458亿元，累计增幅超20倍。2015-2019年公司毛利率从20%稳步提升至50%，ROE也逐年提高并突破20%。公司经营质地优良，发展势头强劲。

● 国人境外免税消费回流是大趋势，回流空间预期700亿元以上

2018年我国居民境外购买免税商品总规模达1800亿元，是国内免税市场规模(395亿)的4.55倍。相比于国人境外的免税商品消费，国内市场的规模仍然偏小，但近年来，国内免税政策不断放宽、购物环境不断改善，境外免税消费回流空间巨大。我们测算5大国人出境旅游目的地(日韩欧美和香港地区)的免税消费回流规模超过700亿元，若叠加自然增长率计算，有望超过1000亿元。这也预示国内免税行业的发展仍处在高增长阶段。

● “离岛+机场+市内”三重布局，公司业务稳健且兼具弹性

公司免税业务主要有三大布局：离岛免税店、机场免税店和市内免税店。三亚离岛免税店2015-2019年净利润从4.73亿元增至14.2亿元，复合增速为31.6%，盈利强劲。公司正在加紧海口免税城建设，未来将成公司业务新增长点。2019年上海、北京、广州机场店分别为公司贡献收入151.5亿、85.9亿、19.2亿元，占公司免税收入的56%。机场店规模效应有望持续显现，提升毛利率。市内店是公司未来发力重点之一，购物对象放宽至国人可期，我们预测京沪市内免税店营收初期可达30亿元以上，中长期可达百亿。

● 疫情不改公司中长期高增长逻辑，首次覆盖给予“推荐”评级

我们预计公司2020-2022年实现营收分别为293.64亿元、561.36亿元、671.69亿元，同比增长-38.78%、91.18%、19.65%；归母净利润分别为22.18亿元、57.17亿、69.14亿元，同比增长-52.07%、157.77%、20.93%。对应2020-2022年PE分别为84、32、27倍。尽管受疫情影响，但公司龙头地位稳固、竞争优势明显，免税政策红利和消费回流趋势不改，看好公司中长期高增长逻辑，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	47,007	47,966	29,364	56,136	67,169
增长率(%)	66.2	2.0	-38.8	91.2	19.7
净利润(百万元)	3,095	4,629	2,218	5,717	6,914
增长率(%)	22.3	49.6	-52.1	157.8	20.9
毛利率(%)	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
净利率(%)	6.6	9.7	7.6	10.2	10.3
ROE(%)	21.2	24.3	10.7	23.6	23.5
EPS(摊薄/元)	1.59	2.37	1.14	2.93	3.54
P/E	46	56	84	32	27
P/B	8.4	10.7	9.0	7.4	6.0

资料来源：Wind、新时代证券研究所预测

敬请参阅最后一页免责声明

推荐(首次评级)

姚轩杰(分析师)

010-69004656

yaoxuanjie@xsdzq.cn

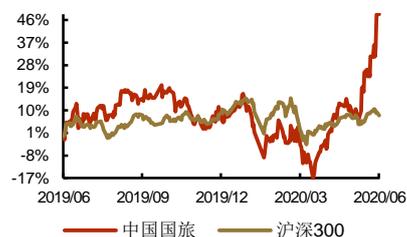
证书编号：S0280518010001

市场数据

时间 2020.06.15

收盘价(元):	120.0
一年最低/最高(元):	66.5/128.5
总股本(亿股):	19.52
总市值(亿元):	2,342.97
流通股本(亿股):	19.52
流通市值(亿元):	2,342.97
近3月换手率:	42.48%

股价一年走势



相关报告

盈利预测、估值与目标价、评级

我们预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 293.64 亿元、561.36 亿元、671.69 亿元，同比增长-38.78%、91.18%、19.65%；归母净利润分别为 22.18 亿元、57.17 亿、69.14 亿元，同比增长-52.07%、157.77%、20.93%。对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.14 元、2.93 元、3.55 元，对应 PE 分别为 84、32、27 倍。

我们认为，尽管公司受疫情影响，免税销售业务 2020 年会有较大下滑，但公司龙头地位稳固、竞争优势明显，免税政策红利和免税消费回流趋势不改，看好公司中长期高增长逻辑，首次覆盖给予“推荐”评级。

关键假设

1、免税政策：国家支持免税行业发展的政策不发生重大变化，免税牌照放开短期内不会有实质行动。

2、免税消费发展趋势：国内免税消费规模尚小，随着国内免税购物的环境不断改善，和政策不断放宽，境外免税消费回流空间巨大，且趋势不可阻挡。公司作为免税行业龙头持续受益。

3、离岛免税店：随着国人免税消费能力提升，和海南自贸港建设不断推进，公司的离岛免税业务保持量价齐升的态势不变，三亚和海口的离岛免税业务持续稳健增长。疫情影响有限。

3、机场免税店：随着京津冀、长三角、珠三角三大经济圈的发展，出入境旅客人次将稳步提升，公司在北上广三大核心枢纽机场的免税业务同样稳步增长，且随着规模效应显现，公司机场免税的毛利率有望提升。疫情影响是短期的。

5、市内免税店：未来市内店政策朝着宽松趋势发展，公司布局的市内免税店可以带来较大业务新增量。

我们与市场的观点的差异

1、市场一些观点认为，国人免税消费回流未来可能的空间相对模糊且分歧较大，是否未来存在良好的免税消费回流空间存在不确定性。本篇报告通过对国人免税消费五大目的地（韩日欧美和香港地区）免税消费回流空间进行测算，从各地免税消费体量、免税销售结构以及旅游人次等角度进行合理分析考虑，得出的结论是：5 大国人出境游目的地的免税消费回流空间超过 700 亿元。若再假设每年 6% 左右的自然增长，那未来 5 大出境旅游地的免税消费回流空间将超 1000 亿元。

2、市场一些观点认为，免税牌照放开对中免竞争优势的威胁较大。本篇报告对此进行了专门论述。短期来看，牌照放开对中免在海南离岛免税市场独家经营带来一定压力。但免税牌照的放开不会一蹴而就，最有可能的是牌照逐渐放开、有限度放开。长期来看，免税公司的竞争能力是其经营优势形成的长期壁垒，牌照放开并不能轻易打破其竞争力。换言之，市场竞争加剧，公司最终拼的是服务和经营，而不是牌照。中免公司在海南离岛免税的经营已经建立起先发优势、占据三亚和海口优越地理位置的免税店、强大的采购渠道和供应链体系，具有长期竞争力。

3、未来市内店国人购物政策开放存在不确定性，市内免税店能够带来的经营业绩增量规模并不明朗。本篇报告从扩大内需、促进居民消费角度论证，市内免税店放宽至国人的政策有较大可能落地。此外，本篇报告参考三亚店、现有机场免税店渗透率、客单价等运营数据以及韩国免税相关数据，围绕不同假设情况下分别测

算京沪市内免税店的初期、中期规模成长空间，我们认为市内免税店未来有巨大发展潜力，得出的结论是：在政策宽松预期和免税消费需求叠加的背景下，初期京沪市内店规模可达到 30 亿元以上，中期规模有望达到 160 亿元以上。

股价上涨的催化因素

- 1、公司免税业务二季度开始恢复增长的速度超出市场预期。
- 2、国家和各地政府出台针对国内免税购物利好政策与措施，免税政策进一步放宽，促进公司业务增长。

投资风险

政策风险、疫情及宏观经济风险、汇率风险。

表1: 公司收入历史、预测的详细拆分

业务类别		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商品销售:						
三亚免税城	收入(亿元)	80.1	104.65	104.38	166.59	200.50
	YOY	31.66%	30.65%	-0.26%	59.60%	20.36%
上海机场免税店	收入(亿元)	104.51	151.49	57.57	128.45	148.05
	YOY		44.95%	-62.00%	123.13%	15.26%
首都机场免税店	收入(亿元)	73.89	85.89	32.66	72.86	85.47
	YOY	71.40%	16.24%	-61.98%	123.13%	17.30%
	YOY	29.18%	62.21%	-40%	60%	20%
海免公司	收入(亿元)			32.69	50.49	68.18
	YOY				54.45%	35.04%
旅游服务	收入(亿元)	122.89	5.99	0	0	0
其他业务	收入(亿元)	3.83	4	3.6	4.68	5.15
	YOY	-0.52%	4.44%	-10%	30%	10%
合计	总收入(亿元)	470.07	479.66	293.64	561.36	671.69
	YOY	66.21%	2.04%	-38.78%	91.18%	19.65%

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所测算

表2: 公司盈利预测表

预测内容	细分项目	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率	商品销售	49.55%	46.50%	50.50%	50.50%	52.24%
	旅游服务	11.44%	0.00%	0.00%	0.00%	10.01%
	合计	49.40%	46.50%	50.50%	50.50%	41.45%
费用 (亿元)	销售费用	116.01	149.04	93.96	174.02	201.51
	管理费用	16.01	15.49	8.81	19.65	22.84
	财务费用	-0.07	0.11	0.32	0.31	0.34
	其他成本	9.49	0.73	2	1	1
净利润 (亿元)	利润总额	53.36	71.6	31.43	88.49	113.52
	所得税	14.01	17.46	6.29	20.36	28.38
	净利润	39.35	54.15	25.14	68.13	85.14
	少数股东权益	8.4	7.86	2.96	10.96	16
	归母净利润	30.95	46.29	22.18	57.17	69.14

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所测算

目 录

1、 公司是国内免税行业绝对龙头，市场份额达 84%.....	9
1.1、“剥离+并购”，十年发展成就国内最大免税公司.....	9
1.2、 公司为旅游央企、A 股核心资产，吸引外资持股升至第二位.....	10
1.3、 公司覆盖免税全业务形态，机场和离岛免税是重点.....	10
2、 公司财务：营收和净利开启高增长.....	11
2.1、 公司业绩持续稳健快速增长，净利润 11 年增 14 倍.....	11
2.2、 毛利率从 20%稳步提升至 50%，未来或维持高位.....	13
2.3、 费用率上升受免税业务扩张影响，未来有望稳定.....	13
2.4、 公司 ROE 逐年提高，已突破 20%.....	14
3、 行业分析：国人免税消费规模超 2000 亿，境外回流是大趋势.....	15
3.1、 国人境外免税商品消费达 1800 亿，回流空间巨大.....	15
3.2、 国人境外免税消费有 5 大目的地，回流规模预期 700 亿以上.....	16
3.2.1、 韩日欧美及香港是国人境外免税消费的主阵地.....	17
3.2.2、 韩国：中国居民在韩免税消费 880 亿元，价格优势明显.....	18
3.2.3、 日本：最受国人欢迎目的地，在日免税消费体量 390 亿.....	19
3.2.4、 欧美：国人在欧美免税消费约 300 亿，奢侈品价差达 50%.....	20
3.2.5、 香港地区：内地游客在港免税消费约 216 亿，价格优势逐渐减弱.....	21
3.2.6、 5 大主要目的地消费回流空间或超 700 亿.....	23
3.3、 中国免税行业仍处在快速成长期，龙头企业强者恒强.....	23
3.3.1、 中国出境游渗透率仅 11%，未来提升空间巨大.....	23
3.3.2、 全球免税行业保持 10%以上增长，中国市场处于快速发展的成长期.....	24
3.3.3、 免税行业集中度高，中免为国内霸主，竞争优势显著.....	24
4、 公司业务看点：离岛+机场+市内三重布局，未来可期.....	26
4.1、 三亚离岛免税店：盈利强劲，二期项目开业促收入上台阶.....	26
4.1.1、 8 年 6 次放宽免税政策，持续释放增长动力.....	26
4.1.2、 三亚店：受益免税政策盈利强劲，未来购物人次提升仍是增长动力源.....	28
4.1.3、 三亚国际免税城二期已开业，未来将是三亚免税业务增长的新引擎.....	31
4.1.4、 三亚离岛免税店的收入预测.....	32
4.2、 海口离岛免税店：2022 年建成综合体，有望带来新利润增长点.....	33
4.2.1、 公司控股海免，统一海南离岛免税市场.....	33
4.2.2、 海口机场店：中免接管供货，迎来客流及收入改善空间.....	33
4.2.3、 海口市内店：开业首年实现销售 10 亿元，表现超预期.....	34
4.2.4、 海口新海港 2022 年将建成免税综合体，带来新利润增长点.....	35
4.2.5、 海口离岛免税店收入预测.....	36
4.2.6、 政策变化：免税牌照放开或是短期利空，长期看经营壁垒.....	37
4.3、 机场免税店：占据核心枢纽机场，做大规模提高毛利率.....	38
4.3.1、 公司北上广三大机场免税店收入占比达 54%，但净利率低于 6%.....	38
4.3.2、 核心机场店规模效应持续放大，毛利率有望提升.....	38
4.3.3、 上海机场免税店：面积扩大 1 倍，扣点率提高，净利率或降至 5-6%.....	39
4.3.4、 上海机场免税店的收入预测.....	40
4.3.5、 北京机场免税店：中标大兴机场，面积及扣点优于 T2，净利率约 5%.....	41
4.3.6、 北京进入双枢纽时代，大兴机场店有望 2025 年实现收入近 60 亿元.....	42
4.3.7、 北京机场免税店收入预测.....	43
4.3.8、 广州机场免税店：国内第三大机场，免税规模基数小增长潜力大.....	43

4.3.9、 广州机场免税店收入预测	44
4.3.10、 香港机场免税店：只经营烟酒，扣点高达 48%，盈利周期变长	45
4.4、 市内免税店：购物对象有望放宽至国人，中长期规模可达百亿	45
4.4.1、 中免重启市内免税店，已布局京沪等 5 大城市	45
4.4.2、 市内免税店政策松绑可期，购物对象有望放宽至本国入	46
4.4.3、 京沪市内店收入预测：初期超 30 亿，中期超 160 亿	47
5、 盈利预测及投资建议	48
5.1、 盈利预测	48
5.1.1、 公司收入预测	48
5.1.2、 公司净利润预测	49
5.2、 投资建议	50
6、 风险提示	51
财务预测摘要	52

图表目录

图 1： 公司上市以来发展历程	9
图 2： 2018 年中免公司跻身全球免税运营商第 4 名（亿欧元）	10
图 3： 2009-2019 年公司营收（亿元）及增速	12
图 4： 2009-2019 年公司主营业务构成（亿元）	12
图 5： 2009-2019 年公司归母净利润（亿元）及增速	12
图 6： 2009-2019 年公司免税业务营收及同比增速	12
图 7： 2009-2019 年公司免税业务毛利及同比增速	12
图 8： 2009-2019 年公司各业务毛利率情况	13
图 9： 2009-2019 年公司期间费用率	13
图 10： 2009-2019 年公司三大费用率	13
图 11： 2015-2019 年销售费用及同比增速	14
图 12： 2015-2019 年公司销售费用—职工薪酬及增速	14
图 13： 2015-2019 年公司销售费用—租赁费用及增速	14
图 14： 2015-2019 年公司整体净利率	15
图 15： 2015-2019 年公司 ROE	15
图 16： 2009-2018 年中国免税行业销售收入（亿元）及增速	16
图 17： 2018 年国人免税消费境内外规模（亿元）	16
图 18： 2009-2019 年国内居民出境人数和赴港人数及同比增速	18
图 19： 2012-2018 韩国免税业规模及全球占比	18
图 20： 2017-2019 年中国在韩免税消费金额（亿元）	18
图 21： 韩国免税销售品类结构	19
图 22： 2015-2019 年中国访日游客人次（万人次）及增速	19
图 23： 2018 年 Dufry 销售结构	21
图 24： 2009-2019 年我国出境旅游人次增长情况	24
图 25： 2009-2019 年我国出境游客渗透率	24
图 26： 2010-2018 全球免税业规模	24
图 27： 2018 年全球各大洲免税销售同比增长情况	24
图 28： 2016-2018 年行业 TOP5\10\25 公司免税销售	25
图 29： 2016-2018 年行业集中度持续提升	25
图 30： 国内免税业市场各公司占比	25

图 31:	2012-2019 年海南免税销售额及增长率.....	28
图 32:	2012-2019 年海南免税购物人次及增速.....	28
图 33:	2012-2019 年海南免税客单价及增长率.....	28
图 34:	2012-2019 年海南免税业渗透率.....	28
图 35:	2019 年海南免税销售额结构 (亿)	29
图 36:	2015-2019 年三亚免税店营收与净利及同比增速.....	29
图 37:	2015-2019 年三亚免税店购物人数及增长率.....	30
图 38:	2015-2019 年三亚免税店客单价及增速.....	30
图 39:	三亚免税城二期景观图.....	32
图 40:	国旅与海免股权图.....	33
图 41:	海口与三亚店购物人次对比.....	34
图 42:	海口与三亚店客单价对比.....	34
图 43:	海口免税店所处地理位置.....	35
图 44:	海口国际免税城项目规划面积.....	35
图 45:	海口国际免税城项目地块规划情况.....	35
图 46:	2019 前三季度海口免税销售占旅游总收入比例.....	36
图 47:	2019 前三季度三亚免税销售占旅游总收入比例.....	36
图 48:	2014-2019 年海南机场客运量与旅客量情况.....	36
图 49:	2014-2019 年经由海口港离岛旅客情况.....	36
图 50:	公司 2019 年北上广机场店收入占比情况.....	38
图 51:	2019 年京沪机场店净利 (亿元) 及占比情况.....	38
图 52:	2018-2019 年日上上海的业绩及净利率变化 (单位: 亿元)	40
图 53:	2018-2019 年日上中国业绩及净利率情况 (单位: 亿元)	41
图 54:	民航局关于首都机场及大兴机场客运量规划 (万人次)	42
图 55:	2018-2019 年白云机场免税店收入及增长情况.....	44
图 56:	香港国际机场旅客吞吐量同比增速.....	45
图 57:	2018-2019 年香港机场免税店营收及增速.....	45
图 58:	韩国市内免税店政策发展历程.....	46
图 59:	2019 年韩国免税渠道占比.....	46
表 1:	公司收入历史、预测的详细拆分.....	4
表 2:	公司盈利预测表.....	4
表 3:	前十大股东 (2020 年一季报)	10
表 4:	国内免税运营商牌照情况.....	11
表 5:	公司免税业务分类及介绍.....	11
表 6:	2019 年出境购物热门国家排行榜.....	17
表 7:	2019 年出境购物九大免税店.....	17
表 8:	国人在日免税消费体量测算.....	19
表 9:	国人在欧美免税消费规模测算.....	20
表 10:	2018 年 TOP10 免税运营商欧美地区销售额.....	21
表 11:	国人在欧美免税店的消费规模.....	21
表 12:	国人在港免税消费规模测算.....	22
表 13:	DFS 香港市内店最低价格保障清单 (单位: 人民币)	22
表 14:	五大出境目的地免税消费回流市场空间测算.....	23
表 15:	部分商品各国免税店价格对比 (人民币元, 价格受汇率影响会有波动)	25
表 16:	2011-2019 年海南离岛免税政策脉络.....	27

表 17: 亚洲四大离岛免税政策对比.....	27
表 18: 三亚免税店经营数据.....	29
表 19: 三亚免税店购物转化率及渗透率数据.....	30
表 20: 客单价与免税额度及品类保持正相关.....	31
表 21: 三亚免税店营收预测.....	32
表 22: 海口免税店经营数据.....	33
表 23: 海口市内店开业一周年经营数据.....	34
表 24: 海口离岛免税店收入预测表.....	37
表 25: 北上广三大机场营运情况.....	39
表 26: 上海机场免税店经营面积.....	39
表 27: 上海机场对应分类销售提成比例.....	40
表 28: 上海机场免税店收入测算.....	40
表 29: 北京首都机场免税经营面积、保底经营费及扣点情况.....	41
表 30: 大兴机场扣点提成.....	42
表 31: 大兴机场出入境吞吐量测算.....	43
表 32: 大兴机场免税店销售额估算（亿元）.....	43
表 33: 北京机场免税店收入测算.....	43
表 34: 白云机场进境/出境免税店经营条件.....	44
表 35: 广州机场免税店收入测算.....	44
表 36: 市内免税店介绍.....	45
表 37: 中免公司旗下市内免税店一览.....	46
表 38: 我国离境市内免税店政策预期.....	47
表 39: 京沪市内免税店初期销售额估算情况（单位：亿元）.....	47
表 40: 京沪市内免税店中期销售额估算情况（单位：亿元）.....	48

1、公司是国内免税行业绝对龙头，市场份额达 84%

1.1、“剥离+并购”，十年发展成就国内最大免税公司

中国国旅主要从事免税业务，是国内免税行业的霸主。中国国旅免税业务主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。此外，公司还从事以免税业务为核心的商业综合体投资开发业务。公司下属全资子公司中免公司、国旅投资公司分别负责公司的免税业务、商业综合体投资开发业务。

公司成立于 2008 年，由中国国旅集团有限公司以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，并联合华侨城集团共同发起设立。公司于 2009 年登陆 A 股上市。彼时，公司业务双轮驱动，以旅行社业务和免税业务为主营业务。2011 年 4 月海南正式实施离岛旅客免税购物政策。公司把握政策机会，开设三亚市内免税店，并于 2012 年建设三亚海棠湾国际免税城项目。2014 年三亚国际免税城正式开业。

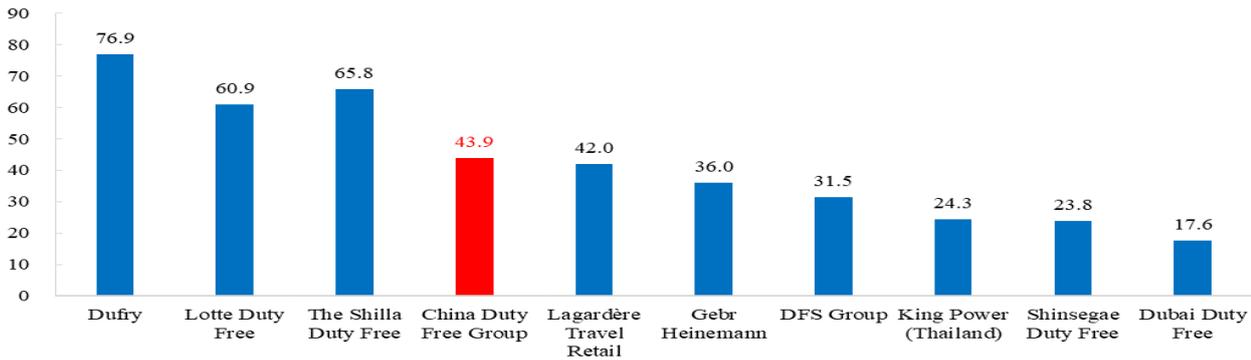
自 2017 年起，公司加强并购整合国内免税同行。2017 年子公司中免公司收购日上免税行（中国）51% 股权；同年，投资建设三亚海棠湾河心岛项目，助力三亚免税城业务增长。2018 年中免公司并购日上免税行（上海）51% 股权，再度扩张免税业务规模。公司对日上的并购举措，直接促使公司掌握北京首都机场、上海虹桥机场、上海浦东机场三大机场免税业务，进一步巩固了行业龙头地位，国内市场份额达到 84%，在全球免税运营商的排名跃升至第 4 名，业内知名度大幅提升。2018 年末，公司竞得海口市国有建设用地使用权，开始筹备建设海口市国际免税城。

2019 年剥离旅行社聚焦免税行业。2019 年 1 月，公司将子公司国旅总社 100% 股权转让给控股股东中国旅游集团，正式剥离旅行社业务，开启以免税业务为单一核心业务的新篇章。未来，公司将聚焦免税主业，进一步提升公司在全中国免税行业的市场地位与盈利能力。

图1：公司上市以来发展历程



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图2： 2018年中免公司跻身全球免税运营商第4名（亿欧元）

资料来源：Moodie Davitt Report，新时代证券研究所

1.2、公司为旅游央企、A股核心资产，吸引外资持股升至第二位

公司经历重组上市、股东重组及股权转让，目前，总股本约 19.52 亿股，公司控股股东为中国旅游集团有限公司，持有公司股份 53.30%；公司实际控制人是国务院国有资产管理委员会。

值得注意的是，公司作为优质的中国核心资产，业务盈利能力强、未来发展空间大、行业龙头地位稳固，吸引外资通过陆股通持续增持。截至 2020Q1，代表外资的香港中央结算公司已成为公司第二大股东。

表3： 前十大股东（2020年一季报）

排序	股东名称	持股数量	持股比例(%)
1	中国旅游集团有限公司	1,040,642,690	53.30
2	香港中央结算有限公司	279,406,648	14.31
3	中国证券金融股份有限公司	58,442,931	2.99
4	潘斐莲	33,100,000	1.70
5	海南省旅游投资发展有限公司	32,283,026	1.65
6	中央汇金资产管理有限责任公司	14,602,800	0.75
7	陈发树	14,468,148	0.74
8	安本标准投资管理（亚洲）有限公司 - 安本标准 - 中国 A 股股票基金	13,976,608	0.72
9	梁瑞安	8,586,190	0.44
10	中国工商银行 - 上证 50 交易型开放式指数证券投资基金	7,884,773	0.40
	合计	277,965,742	32.02

资料来源：Wind，新时代证券研究所

1.3、公司覆盖免税全业务形态，机场和离岛免税是重点

中免集团是国内牌照齐全的免税公司。免税行业属于特许经营行业，需要申请特许经营牌照。中免集团公司是国内牌照齐全的免税公司，拥有机场、口岸、港口出入境免税牌照、海南离岛免税牌照、市内离境免税牌照，覆盖免税行业全业务形态。

公司全资子公司中免集团公司在全国 33 个省、市、自治区（包括香港和澳门

地区)、柬埔寨设立涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的 200 多家免税店，已发展成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，拥有目前全球最大的免税商业综合体，并建立起全国唯一的免税物流配送体系。

公司免税业务主要分为三块：机场免税店、离岛免税店和其他传统免税店业务。机场免税店是指在机场口岸经营的出入境免税店。中免公司已覆盖北上广三大枢纽机场和其他国内大型国际机场。目前，公司机场免税业务收入占公司免税业务总收入的比例超过 60%，是最大的收入来源。不过，机场高额的扣点率使得机场店利润贡献较低，约为 30%。

离岛免税店是指海南岛离岛免税店，采用“店内购物、机场提货”的运营模式，向通过飞机、火车、轮船等交通工具进入海南岛的国内外游客销售免税商品。公司离岛免税业务收入占比近 30%，利润贡献占比超过 60%，是公司主要盈利点。

其他传统免税业务是指公司在境内外开设的市内免税店；以及公司在边境口岸、邮轮等经营的免税业务等。这部分业务基数较低，占比低于 10%。不过，国内北京、上海等大城市的市内店业务是公司未来发展的一个重点方向。

表4：国内免税运营商牌照情况

免税运营商	牌照及主营业务
中免	机场、港口、口岸出入境免税、海南离岛免税、市内离境免税
日上	机场出入境免税：上海虹桥、上海浦东、北京首都
深免	机场、口岸出入境免税
珠免	机场、口岸出入境免税
海免	海南离岛免税
中出服/中侨	机场、市内入境免税

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

表5：公司免税业务分类及介绍

免税业务分类	介绍
机场免税店	是指在机场口岸经营的出入境免税店。中免集团已覆盖北上广三大枢纽机场和其他国内大型国际机场。
离岛免税店	是指海南岛离岛免税店，采用“店内购物、机场提货”的运营模式，向通过飞机、火车、轮船等交通工具进入海南岛的国内外游客销售免税商品。
其他传统免税店	是指公司在境内外开设的市内免税店；以及公司在边境口岸、邮轮等经营的免税业务等。

资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

2、公司财务：营收和净利开启高增长

2.1、公司业绩持续稳健快速增长，净利润 11 年增 14 倍

公司净利润 11 年增长 14 倍，保持业绩长牛。公司自 2009 年上市以来，业绩持续稳健增长。2009 年公司收入 60.65 亿元，归母净利润 3.13 亿元；到 2019 年公司实现收入 479.7 亿元，归母净利润 46.3 亿元。11 年间，公司收入增长了 7 倍，净利润更是增长了 13.8 倍。

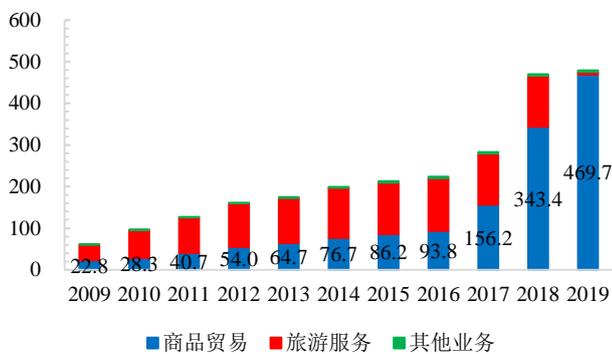
2009-2019 年，公司营业收入年均复合增长率达 23%；归母净利润年均复合增长率达 30.2%，均保持了长期高增长趋势，体现了公司基业长青、业绩长牛。

图3: 2009-2019 年公司营收(亿元)及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图4: 2009-2019 年公司主营业务构成(亿元)



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

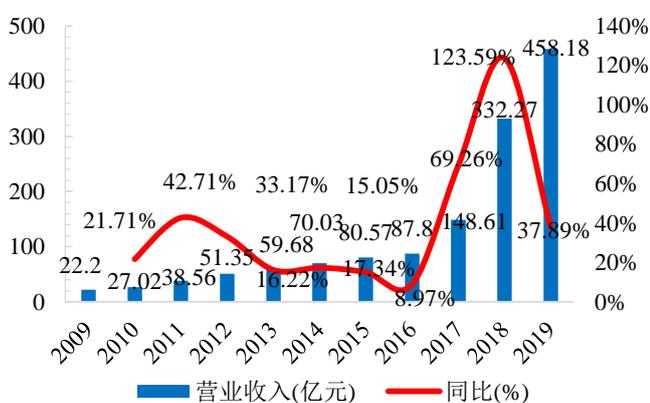
图5: 2009-2019 年公司归母净利润(亿元)及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

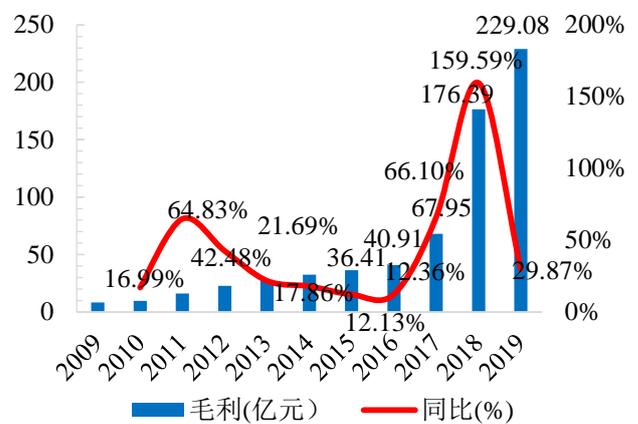
免税业务11年间毛利增幅高达27倍,成长性惊人。由于免税业务具有高毛利、高增长的特点,公司自2014年开始全面发力免税业务,2017-2018年相继并购日上(中国)和日上(上海),成就行业霸主地位。公司免税业务收入从2009年的22亿元增长至2019年的458亿元,累计增幅近20倍;毛利也从8亿元增长至229亿元,累计增幅更是高达27倍以上。

图6: 2009-2019 年公司免税业务营收及同比增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图7: 2009-2019 年公司免税业务毛利及同比增速



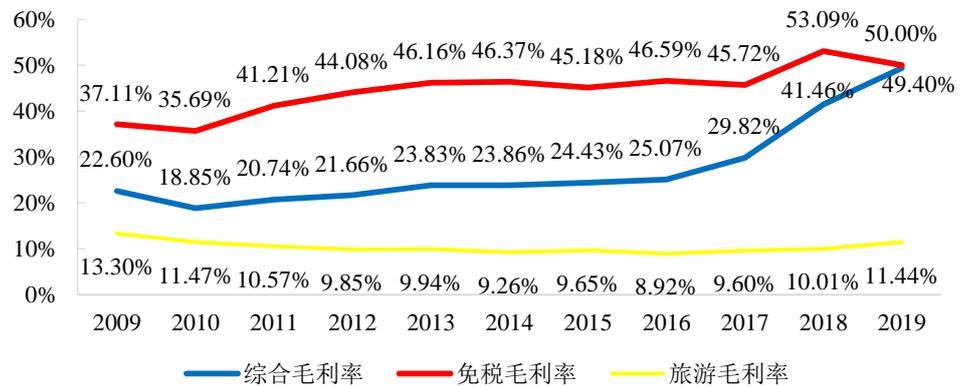
资料来源: Wind, 新时代证券研究所

2.2、毛利率从 20% 稳步提升至 50%，未来或维持高位

公司整体毛利率稳步提升。2015-2019 年公司综合毛利率分别为 24.43%、25.07%、29.82%、41.46%、49%。其中，免税业务毛利率分别为 45.18%、46.59%、45.72%、53.09%、50%，旅游业务毛利率分别为 9.65%、8.92%、9.6%、10.01%、11.44%。

聚焦免税业务，毛利率将维持高位。公司综合毛利率从 2017 年开始大幅提升，这主要是因为公司免税业务大幅扩张，且免税业务毛利率远高于旅游业务。目前，公司已剥离旅游业务，核心业务聚焦免税业，因此预期未来公司综合毛利率将维持高位。

图8： 2009-2019 年公司各业务毛利率情况

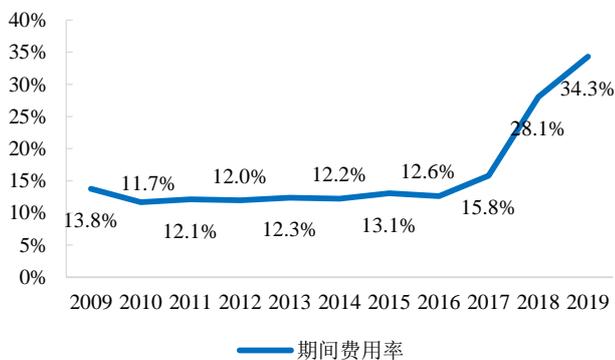


资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2.3、费用率上升受免税业务扩张影响，未来有望稳定

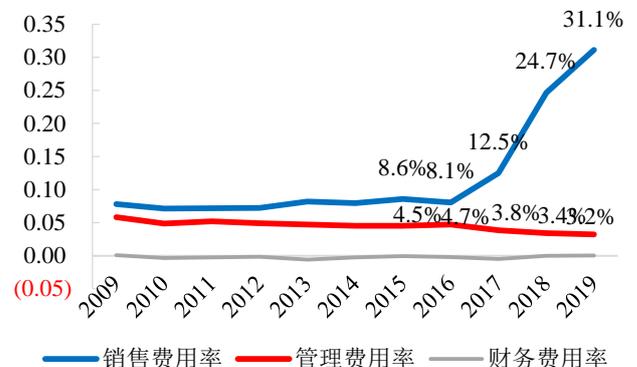
费用率自 2016 年起逐渐上升。从期间费用率来看，公司自 2016 年费用率不断上升，2016-2019 年期间费用率分别为 12.63%、15.8%、28.1%、32.7%、34.3%。由于公司有息负债低，且货币资金存款利息收入较高，公司财务费用率长期维持在 0 左右，因此，公司期间费用以销售费用及管理费用为主。2016-2019 年公司销售费用率分别为 8.1%、12.5%、24.7%、30.3%、31.1%，管理费用率分别为 4.7%、3.8%、3.4%、2.3%、3.2%。

图9： 2009-2019 年公司期间费用率



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图10： 2009-2019 年公司三大费用率



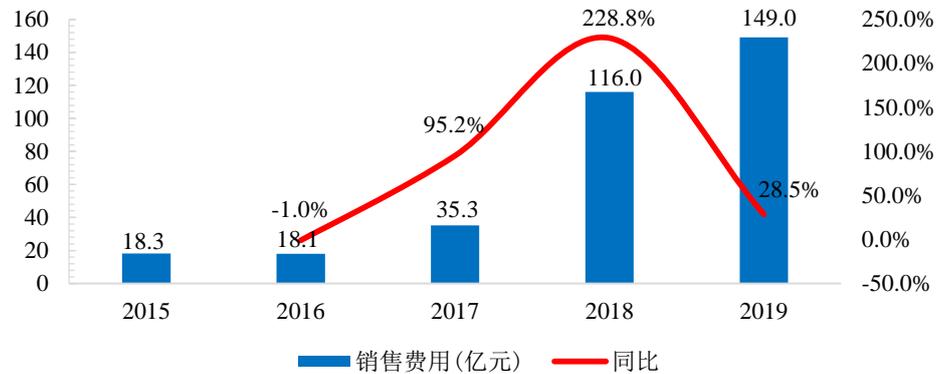
资料来源：Wind，新时代证券研究所

免税店扩张导致销售费用率上升明显，后续或企稳。可以发现，公司期间费用

率提升由销售费用率提升导致。从销售费用结构上看，公司销售费用以销售人员职工薪酬和租赁费用为主，两项占比超过90%。公司近年来职工薪酬和租赁费用的大幅增长直接推动了公司销售费用率的提升。

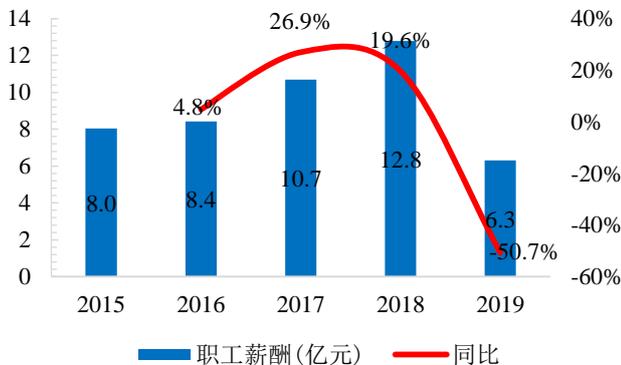
但销售费用的增长与公司大举扩张免税店数量及规模的战略举措相适应，并非销售运营不恰当导致的费用增加。我们预期，随着新开免税店面逐步走上正轨后，公司销售费用率也将逐步企稳。

图11: 2015-2019年销售费用及同比增速



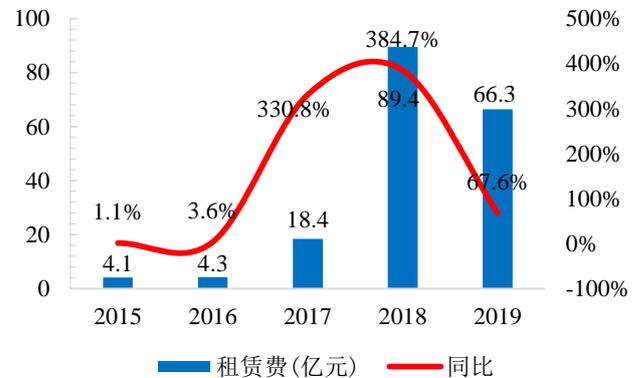
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图12: 2015-2019年公司销售费用—职工薪酬及增速



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

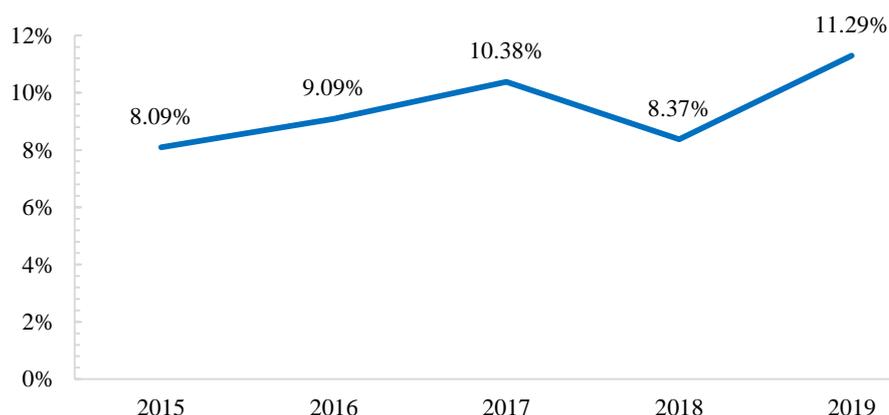
图13: 2015-2019年公司销售费用—租赁费用及增速



资料来源：Wind，公司公告，新时代证券研究所

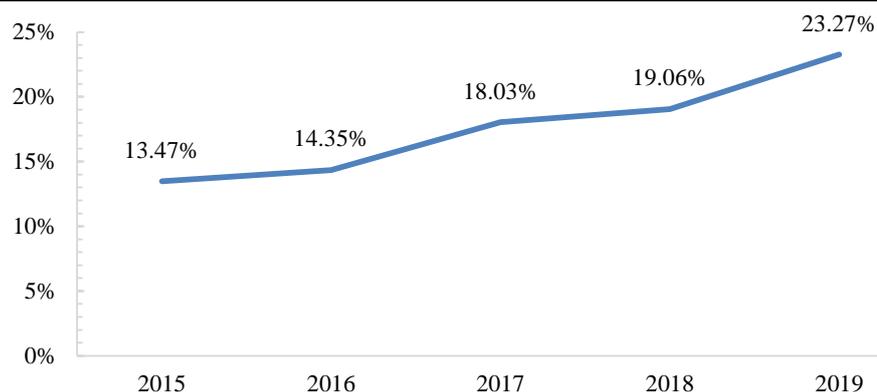
2.4、公司 ROE 逐年提高，已突破 20%

公司整体净利率稳中有升。2015-2019年公司净利率分别为8.09%、9.09%、10.38%、8.37%以及11.29%。可以看到，公司净利率虽有波动，但总体呈现稳中有升。2018年净利率下滑，主要与日上并表后机场免税较低的净利率拉低整体净利率有关。未来随着公司免税规模不断扩大，规模优势提升，公司净利率有望继续稳中有升。

图14: 2015-2019年公司整体净利率

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

公司 ROE 逐年提高, 突破 20%。2015-2019 年, 公司 ROE 分别为 13.47%、14.35%、18.03%、19.06%、23.27%。对公司来说, ROE 提升主要与净利率提高有关, 资产周转率和权益乘数基本保持相对稳定。未来, 我们认为, 除了继续提高净利率水平外, 公司也可以通过提高经营管理水平加快周转率提升、适当提高财务杠杆增加权益乘数, 来保持较高水平的 ROE。

图15: 2015-2019年公司 ROE

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

3、行业分析: 国人免税消费规模超 2000 亿, 境外回流是大趋势

3.1、国人境外免税商品消费达 1800 亿, 回流空间巨大

国内免税规模近 400 亿, 十年复合增长超 20%。2018 年中国免税市场销售规模达 395 亿元, 同比增长 26.52%, 近十年复合增长 22.2%, 这受益于出境游人次增长、消费水平的提升。但是, 相比于国人境外的免税商品消费, 国内市场的规模仍然偏小, 仅占全球免税行业的 7%, 免税消费外流的情况十分突出。

国人境外免税消费超 1800 亿, 是国内的 4.5 倍, 回流空间大。据商务部数据显示, 2018 年我国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元, 是当年国内免税市场规模 (395 亿) 的 4.55 倍。国人在境外购买免税商品的金额远高于境内, 这

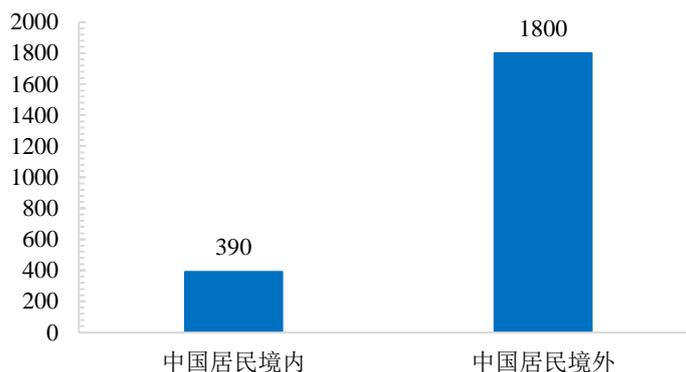
与我国免税行业的发展尚不成熟有直接关系，免税购买政策较严、商品价格较高、免税品类和规模较小、营销政策和本土品牌较弱、代购和跨境电商分流等是制约境外消费回流的主要因素。

图16: 2009-2018年中国免税行业销售收入(亿元)及增速



资料来源: Wind, 新时代证券研究所

图17: 2018年国人免税消费境内外规模(亿元)



资料来源: 商务部, 新时代证券研究所

尽管有这些制约因素，但从另一个层面正好说明，随着这些制约因素的改进，境外免税消费回流空间巨大，未来国内免税行业发展潜力可期。近两年来，国内免税购物的环境确实在不断改善，比如免税政策放宽、扩充免税品类及规模、提高免税价格优势、加大营销力度等，在海南离岛免税和北上广机场免税店都在持续提升。

3.2、国人境外免税消费有5大目的地，回流规模预期700亿以上

要测算国人免税消费回流的规模有多大，需要回答三个问题：1) 国人出境购买免税商品的主要国家或地区是哪些；2) 国人分别在这些国家或地区购买免税商品的金额是多少；3) 这些国家或地区的消费金额能够回流国内的合理比例是多少。

以下部分，我们通过逻辑和数据来一一回答上述三个问题，并最终推导测算出国人免税消费回流的规模。

3.2.1、韩日欧美及香港是国人境外免税消费的主阵地

中国出境旅游人数逐年增长，中国旅游研究院数据显示，2019年我国公民出境旅游人数达到1.55亿人次，比上年同期增长3.3%，稳居全球出境旅游的第一位。

购物一直是国人出境游的主要消费形式。携程旗下旅行购物服务平台“全球购”的数据显示，2019年中国人境外购物，最热门的10个国家是日本、阿联酋、英国、法国、新加坡、美国、西班牙、韩国、意大利、澳大利亚。

免税店是国人最爱。从消费特点来看，全球各地的免税店始终是国内游客的最爱。2019年，国人境外购物TOP10热门商户分布在阿联酋、日本、英国、法国、新加坡、美国和意大利等地的免税店，迪拜国际机场免税店首次跃居第一，成为最大的黑马。

赴港旅游占境外游50%以上。此外，中国香港地区在2019年以前一直是内地居民出境游购物消费的重要目的地之一，每年内地居民赴港旅游人次在4000-5000万人次左右，且持续多年占比出境游50%以上。后因香港社会风波事件导致内地居民赴港旅游消费锐减。

综上，我们可以看出，韩日欧美及香港5大目的地是国人境外免税消费的主阵地。

表6：2019年出境购物热门国家排行榜

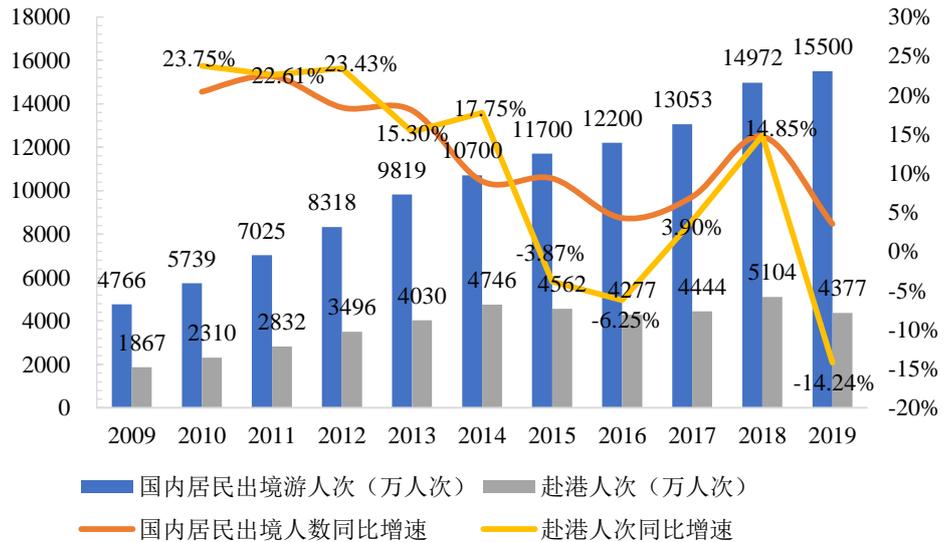
名次	国家
1	日本
2	阿联酋
3	英国
4	法国
5	新加坡
6	美国
7	西班牙
8	韩国
9	意大利
10	澳大利亚

资料来源：携程全球购，新时代证券研究所

表7：2019年出境购物九大免税店

名次	免税店
1	迪拜国际机场 T3 免税店
2	高岛屋（大阪店）
3	巴黎河谷购物村
4	日本近铁百货
5	巴黎老佛爷百货（奥斯曼旗舰店）
6	新加坡樟宜机场新罗免税店
7	伦敦比斯特购物村
8	DFS 旗下 T 广场（夏威夷店）
9	The Mall Firenze（佛罗伦萨店）

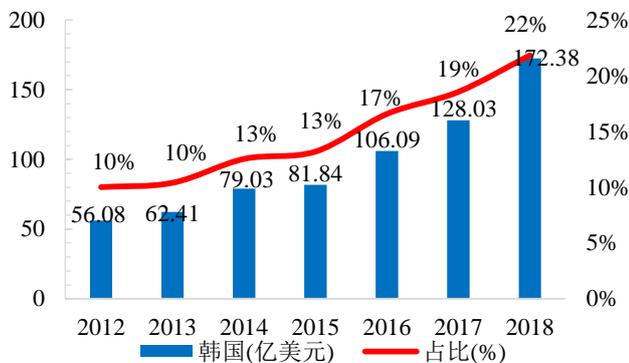
资料来源：携程全球购，新时代证券研究所

图18: 2009-2019 年国内居民出境人数和赴港人数及同比增速

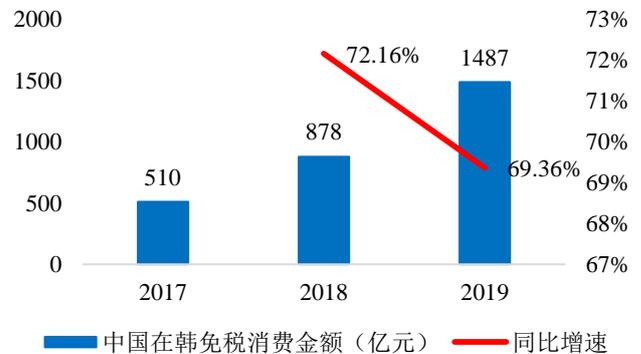
资料来源: Wind, 香港旅发局, 新时代证券研究所

3.2.2、韩国: 中国居民在韩免税消费 880 亿元, 价格优势明显

韩国是全球最大免税市场, 中国人贡献超七成。2018 年韩国免税收入整体达到约 172 亿美元, 占全球免税行业的 21.8%, 已成全球最大的免税市场。2018 年中国人占韩国入境旅游人次的 31%, 但中国人在韩国的免税消费约占韩国免税业总规模 72%, 是绝对的消费主力。据此计算, 中国人在韩免税消费金额已达 125 亿美元, 约合人民币 878 亿元。

图19: 2012-2018 韩国免税业规模及全球占比

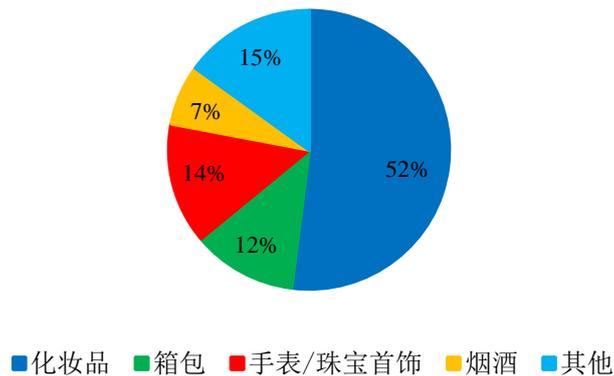
资料来源: KDFA, Moodie Davitt, 新时代证券研究所

图20: 2017-2019 年中国在韩免税消费金额 (亿元)

资料来源: Wind, KDFA, 新时代证券研究所

化妆品占韩国免税品比例超 50%。中国游客境外购物, 化妆品的购买比例是最高的。而韩国与中国文化相近, 且颜值经济更为发达, 化妆品在韩国免税品中占比超过 50%, 且韩国国产品占比接近 40%, 同时价格优势明显。

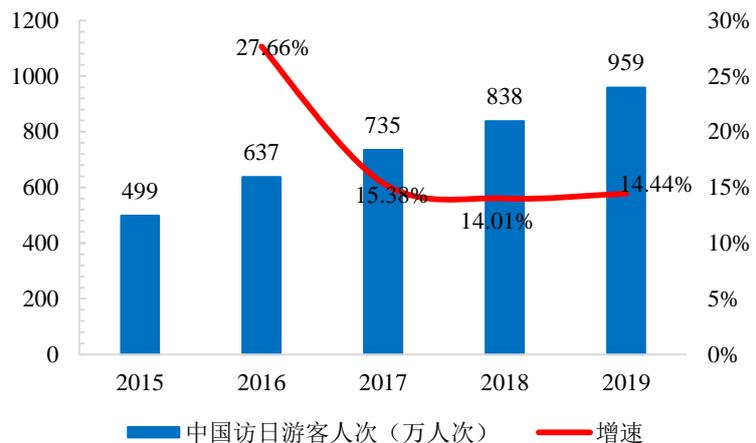
比如, 韩国免税龙头乐天免税店共拥有超 4 万种韩国当地品牌产品, 其中价格区间低于 50 美元的商品数占 50% 以上, 可以说是物美价廉, 对中国游客非常有吸引力。

图21: 韩国免税销售品类结构

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

3.2.3、日本: 最受国人欢迎目的地, 在日免税消费体量 390 亿

日本为国人第一出境旅游目的地。在日本入境游人次和消费规模上, 中国居民的占比都位列第一。自 2015 年起中国游客赴日旅游人次稳步增长, 至 2019 年已累计增长近一倍。日本观光厅的数据显示, 2019 年全年中国游客入境人次 959 万, 同比增长 12%; 中国游客消费额达 1182 亿元。

图22: 2015-2019 年中国访日游客人次 (万人次) 及增速

资料来源: Wind, 日本观光厅, 新时代证券研究所

国人在日免税消费体量约 390 亿。根据近 3 年数据分析, 中国游客消费规模中, 购物消费占比为 55%。从购物场所来看, 机场免税店是中国游客的主要购物场所, 占比达到 78.9%; 其次是超市和购物中心, 占比 74.2%; 百货店排名第三, 占 68.1% (多选)。

根据上述数据, 我们假设中国游客在日本的消费金额中有 55% 用于购物消费, 购物消费中 60% 为免税店消费, 则预计中国人在日本的免税消费体量在 390 亿元 (1182 亿元 \times 55% \times 60%) 左右。

表8: 国人在日免税消费体量测算

国人在日免税消费体量	
2019 年赴日旅游消费金额	1182 亿元
中国游客消费规模购物消费占比	55%

国人在日免税消费体量	
购物消费中免税店消费占比	60%
国人在日免税消费体量	390 亿元

资料来源：日本观光厅，新时代证券研究所测算

退税购物为日本特色，美妆、药品受国人青睐。国外游客在日本购物一般通过两个途径：退税购物（退增值税和消费税）和免税购物（免进口关税）。日本以退税店为主。近年来，日本政府为了吸引外国游客，拉动消费，降低了申请“退税店”的要求，并积极鼓励土特产店、食品店等申请退税店。

从中国游客购物品类来看，日本的化妆品、药品、日用品、土特产等受青睐，且价格对比国内优势明显，但部分电子产品价格甚至高于中国国内，价格竞争力较弱。

3.2.4、欧美：国人在欧美免税消费约 300 亿，奢侈品价差达 50%

国人在欧美旅游消费超 3000 亿，50%用于当地购物。中国旅游研究院的数据显示，2019 年上半年，中国游客赴欧洲旅游达到 300 万人次，同比增长 7.4%；预计 2019 年全年国人赴欧旅游达到 625 万人次。

携程旅游数据显示，中国游客欧洲游人均花费超过 25000 元（3268 欧元），2018 年总旅游消费额达到 1520 亿元人民币（195 亿欧元），其中 50%以上属于在欧洲当地购物消费。

据美国国家旅游办公室（NTTO）的数据显示，2018 年中国赴美旅游的人数降到 290 万人，同比下降 5.7%，是自 2003 年以来首次下降；中国游客在美旅游消费规模约 237 亿美元（折合人民币 1540 亿元）。

国人在欧美免税消费预测约 300 亿。我们假设：1）中国游客在欧美的总旅游消费额中，50%属于购物消费；2）欧美机场免税业态发展成熟，国人在免税店中购物金额占比 20%，据此可以测算出，中国人在欧洲和美国的免税消费规模在 152 亿元和 154 亿元左右。

表9：国人在欧美免税消费规模测算

	欧洲	美国
国人赴欧美旅游总消费	1520 亿元	1540 亿元
购物消费占比	50%	50%
购物消费中免税占比	20%	20%
免税消费金额	152 亿元	154 亿元

资料来源：携程旅游，NTTO，新时代证券研究所测算

对于该预测数据，我们还可以通过拆分主要免税运营商在不同区域的免税销售额进行交叉验证，结果表明：

1) 2018 年，规模 TOP10 的免税运营商在欧美地区的销售额合计为 950 亿人民币左右；

2) 中国人在欧美机场的国际客流总占比一般在 5%左右，但预计贡献销售额 25-35%之间。（参考迪拜市场，2018 年中国游客占迪拜国际游客总人次的 5%，但贡献了迪拜机场免税店 16%的销售额。且国人在欧美购物消费远高于迪拜。）

则国人在欧美免税店的消费规模在 230-330 亿元之间。

表10: 2018年TOP10免税运营商欧美地区销售额

	2018年销售规模 (亿欧元)	2018年销售规模 (亿元)	欧美地区销售额 (亿元)
Dufry	77	588	353
拉加代尔	42	332	232
DFS	37	292	102
乐天	61	466	47
新罗	55	419	42
TOP10其他免税 运营商	30	237	166
合计	302	2334	942

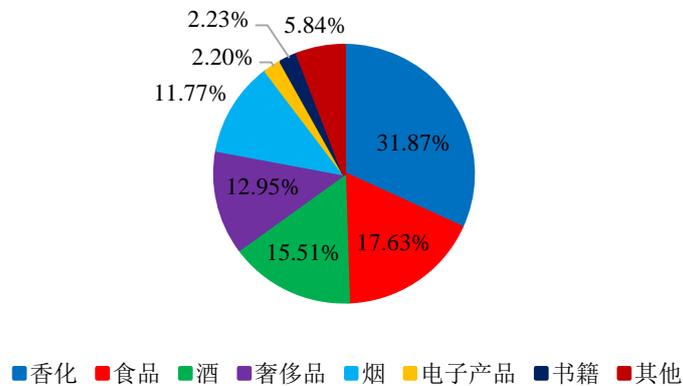
资料来源: 穆迪, 新时代证券研究所

表11: 国人在欧美免税店的消费规模

	金额及比例		
TOP10免税运营商在欧美地区的销售额		950亿元	
中国人预计贡献销售额	25%	30%	35%
国人在欧美免税店的消费规模	237.5亿元	285亿元	332.5亿元

资料来源: 穆迪, 新时代证券研究所测算

价格优势明显, 国人主要在欧美买奢侈品。品类结构上, 由于欧美系主要奢侈品发源地, 客户需求偏好多元化。参考 Dufry2018 年的产品销售情况, 香化、食品、奢侈品分别占据 32%/18%/13% 的份额。

图23: 2018年Dufry销售结构

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

同时, 欧洲享有全球最低的奢侈品定价, 且中国旅客在欧洲主要国家可享受退税政策, 欧洲平均最高可享受退税率为 16.22%, 再次降低了中国旅客的实际购买价格。从欧洲主要奢侈品品牌的最新全球售价来看, 欧洲与中国价差最大, 达到 50%, 价格优势非常显著。中国内地消费者购买奢侈品 73% 发生在境外。

3.2.5、香港地区: 内地游客在港免税消费约 216 亿, 价格优势逐渐减弱

赴港免税购物主要途径是市内店。香港作为知名的购物天堂, 品牌店、珠宝手表店、药妆店等零售业态颇为丰富。免税店业态上, 香港有机场免税店和三家市内免税店 (DFS 经营)。对于内地居民而言, 去香港购物主要途径是市内商店, 机场店较少。因此, 我们重点测算香港市内免税店的销售收入, 来判断未来回流内地的

规模。

香港三家市内免税店，分别位于尖沙咀的太阳广场，尖东的华懋广场，铜锣湾的希慎广场，经营面积均在 6000 平方米左右。经营业态接近于正常药店店，化妆品部分有强势产品保证亚洲最低价格。

香港免税规模预计 270 亿，内地居民贡献八成。参考业态相近的韩国市内免税店坪效，2018 年，乐天明洞店坪效 203 万元/平米、新世界明洞店坪效 130 万元/平米、乐天 Coex 店坪效 93 万元/平米，香港三家 DFS 免税店开业时间较长，内地游客数量高于韩国，因此我们设定香港市内店坪效为 150 万元/平米，则 2018 年香港市内免税店的销售规模在 270 亿元左右。

香港市内免税消费占入境总消费比例约 11%。由于香港购物天堂的定位，有税与免税价差不明显。香港旅发局的数据显示，2018 年香港入境旅游总消费达 3282 亿港元。除去机场免税店 110 亿左右规模（中免香港机场店只经营烟酒，2018 年销售收入 22 亿元，烟酒占比约 20%，可以推导机场免税店总规模约 110 亿元），我们可以测算出，香港市内免税消费占入境总消费比例约 11%。

根据香港旅游发展局的数据，内地游客占香港旅游消费市场的 80% 左右，因此内地居民在香港市内免税消费规模预计为 216 亿元。

表12: 国人在港免税消费规模测算

	金额及比例
香港市内店坪效	150 万元/平米
香港三家市内店面积	6000 平方米
香港免税消费规模	270 亿元
内地游客占香港旅游消费市场	80%
国人在港免税店的消费规模	216 亿元

资料来源：香港旅发局，新时代证券研究所测算

香港价格优势降低，向内地回流。从比较角度来看，香港 DFS 市内店部分化妆品价格基本与国内的日上免税店持平，奢侈品的价格优势开始下降并。香港奢侈品消费历史时间久，机制成熟，包袋、太阳镜、手表等高端奢侈品定价占优。但近年来，受内地访港游客减少、欧洲奢侈品调价等因素影响，香港奢侈品的价格优势趋于减弱。这也是香港免税消费回流的重要原因。

表13: DFS 香港市内店最低价格保障清单（单位：人民币）

品牌	商品名称	DFS 价格	日上价格	折扣	国内专柜	折扣
兰蔻	小黑瓶 100ml	917	883	103.82%	1720	53.3%
兰蔻	小黑瓶眼霜 30ml	579	563	102.75%	560	103.3%
雅诗兰黛	小棕瓶 100ml	908	864	105.07%	1700	53.4%
雅诗兰黛	肌透修护眼部精华露 15ml 双瓶套装	672	665	101.05%	490	137.13%
娇兰	御庭兰花面霜及眼霜套装	3827	3416	112.03%	4500	85.04%
科颜氏	金盏花植物精华爽肤水	369	353	104.63%	550	67.15%
海蓝之谜	精华面霜 100ml	2937	2826	103.93%	3900	75.31

资料来源：DFS，新时代证券研究所

3.2.6、5大主要目的地消费回流空间或超700亿

我们认为，对不同国家和地区的免税回流空间的测量，应该考虑两个因素：1）出境游自然增速（决定居民在不同国家的免税消费体量）；2）不同旅游目的地的比较优势（可量化的合理回流规模）。

由于不同出境游目的地的比较优势不同，具备价格优势、品类优势和当地供应链优势的目的地消费的可回流空间相对有限。根据上文5大目的地（韩日欧美和香港地区）的分析比较，我们估算，在不考虑出境游自然增速的情形下，上述不同目的地的回流比例如下：

（1）**韩国，回流比例35%**，其化妆品在价格、品种及供应链方面优势明显；

（2）**日本，回流比例40%**，除化妆品和日用品外，电子产品和奢侈品等价格优势不明显；

（3）**欧洲，回流比例40%**，奢侈品价格优势明显，化妆品其次，其他品类不明显；

（4）**美国，回流比例50%**，奢侈品价格优势明显，其他品类优势减弱，且中美关系受到一定程度影响；

（5）**香港地区，回流50%**，各类商品的价格优势在减弱，内地赴港旅游受到香港社会风波影响较大。

据此测算，5大国人出境游目的地的免税消费回流空间超过700亿元。若再假设每年6%左右的自然增长，那未来5大出境旅游地的免税消费回流空间将超1000亿元。

当然，投资者需要客观看待，消费回流是一个自然的、逐步的过程，要经历一个较长的时间周期，不会一蹴而就，但其趋势不可阻挡。

表14：五大出境目的地免税消费回流市场空间测算

国人在当地的免税消费体量(亿元)假设可回流空间比例 预计可回流空间(亿元)			
韩国	878	35%	307
日本	390	40%	156
欧洲	152	40%	61
美国	154	50%	77
中国香港	216	50%	108

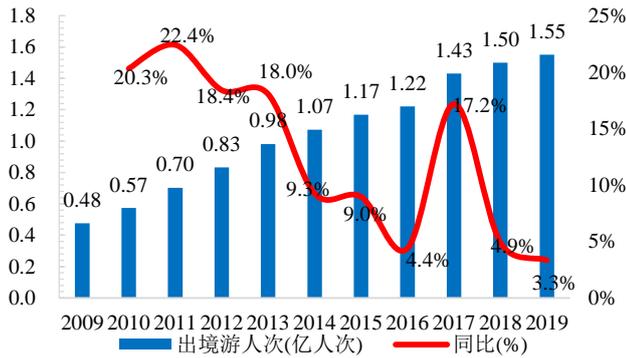
资料来源：KDFA，日本观光厅，携程旅游，香港旅发局，新时代证券研究所测算

3.3、中国免税行业仍处在快速成长期，龙头企业强者恒强

3.3.1、中国出境游渗透率仅11%，未来提升空间巨大

出境游是免税购物的重要推动力，国人的渗透率仅11%。文旅部数据显示，2014-2018年中国出境游人数复合年均增长率为8.6%。受部分境外地区社会动荡影响，2019年中国公民出境旅游人次达到1.55亿，同比增长3.3%，增速有所回落。

但目前中国持有有效因私普通护照仅有1.3亿人，占总人口比例不足10%；出境游人次占总人口的比例也仅11%，未来出境渗透率仍有巨大提升空间。

图24： 2009-2019 年我国出境旅游人次增长情况

资料来源：文旅部，新时代证券研究所

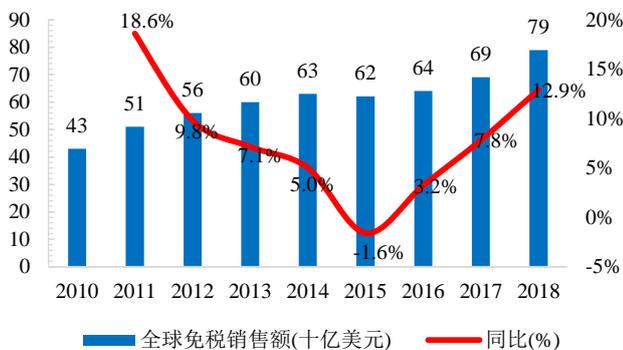
图25： 2009-2019 年我国出境游客渗透率

资料来源：文旅部，新时代证券研究所

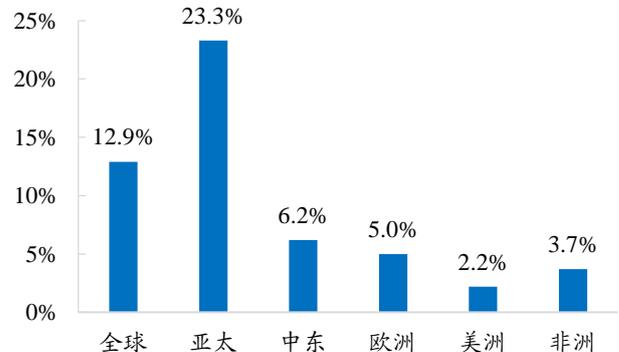
3.3.2、全球免税行业保持 10% 以上增长，中国市场处于快速发展的成长期

全球免税业保持稳健增长趋势。 Generation Research 数据显示，全球免税业规模从 2010 年的 430 亿美元增长至 2018 年的 790 亿美元，累计增幅 84%，从长期看一直保持稳健增长。在 2018 年全球经济放缓的情况下，全球免税销售额的同比增速达 12.9%。

中国是免税业务增速最快的国家。 从全球各大洲/地区来看，亚太地区同比增长最为强劲，达 23.3%。其中，中国的增长达到 27%，是增速最快的国家。中国免税市场 2018 年的规模为 395 亿元，仅占全球市场的 7%，但中国有 3 亿以上的中产阶级人口，是全球最大的消费市场，我们预计未来 5-10 年，中国免税行业有望继续保持快速发展的成长期，免税规模及占比都将持续提升。

图26： 2010-2018 全球免税业规模

资料来源：Generation Research，新时代证券研究所

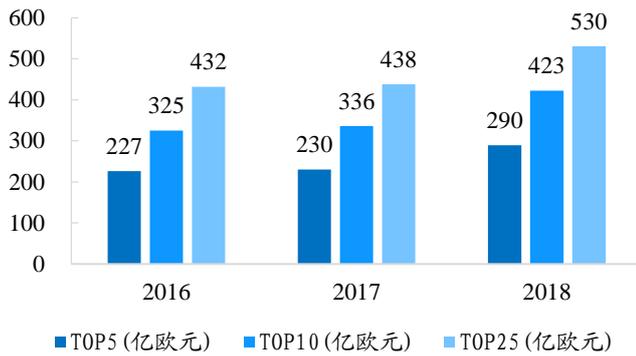
图27： 2018 年全球各大洲免税销售同比增长情况

资料来源：Generation Research，新时代证券研究所

3.3.3、免税行业集中度高，中免为国内霸主，竞争优势显著

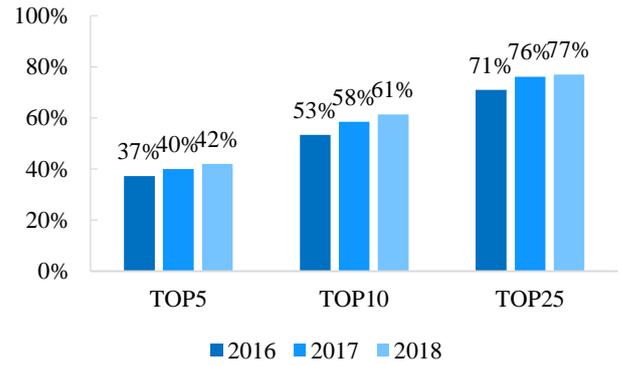
全球免税业呈现出集中度提高的趋势。 2018 年全球 TOP 5 免税运营商合计销售额达到 289.5 亿欧元，集中度约为 43.68%，TOP 10 免税运营商合计销售额达 422.6 亿欧元，集中度约为 63.76%，TOP 25 免税运营商合计销售额达 530.5 亿欧元，集中度达 77%。

图28: 2016-2018 年行业 TOP5\10\25 公司免税销售



资料来源: Moodie Davitt Report, 新时代证券研究所

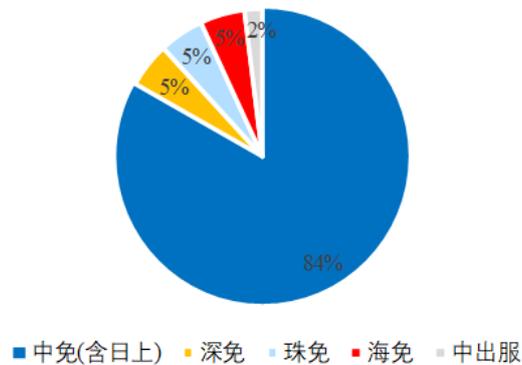
图29: 2016-2018 年行业集中度持续提升



资料来源: Moodie Davitt Report, 新时代证券研究所

在国内免税业市场, 中免公司占据霸主地位。2018 年中免公司实现免税销售 332.27 亿元, 国内市占率达到 84%。

图30: 国内免税业市场各公司占比



资料来源: 商务部, Moodie Davitt, 新时代证券研究所

中免规模优势明显, 部分香化商品价格全亚洲最低。行业龙头地位能形成规模效应, 提升公司对供货商的议价能力, 使得公司在保证较高的毛利率的情况下, 其免税店还能提供具有竞争力的免税品价格, 而且日上免税店长期有 95 折、96 折优惠券, 离岛也常在节假日推进促销活动。

在不考虑免税店优惠活动或其他返现、返券活动情况下, 部分品牌如被国人广泛购买的雅诗兰黛、兰蔻等, 其免税店价格几乎可以做到全亚洲最低价。韩国价格较低主要是受免税店活动及其他合作方返券、返点优惠的影响, 但在不考虑各种活动情况下, 中免公司的价格相对更优。价格优势将为消费回流提供支持。

表15: 部分商品各国免税店价格对比 (人民币元, 价格受汇率影响会有波动)

商品 括号内为折扣价	中免(日上 95 折/三亚/白云/萧山等)	韩国(新世界/新罗/乐天)	日本(关西/名古屋等)	中国香港 (DFS)	泰国(王权)	新加坡(樟宜/DFS)	英国(希斯罗/World Duty Free 等)
雅诗兰黛小棕瓶眼霜(2 瓶装)	667	880 (550)	693	700	730 (695)	750	680 (610)

商品 括号内为折扣价	中免(日上 95 折/三亚/白 云/萧山等)	韩国(新世界 /新罗/乐天)	日本(关西/名 古屋等)	中国香港 (DFS)	泰国(王权)	新加坡(樟宜 /DFS)	英国(希斯罗 /World Duty Free 等)
雅诗兰黛小棕 瓶精华(2 瓶装) 	1480	2260 (1450)	1990	1720	1620 (1540)	1770	1835
兰蔻小黑瓶精 华(2 瓶装) 	1780	2200 (1365)	2160 (2000)	1820	1950	1860	--
兰蔻眼部精华(2 瓶装) 	822	860 (540)	900 (835)	920	--	--	740 (670)
资生堂红腰子 	570	740	730 (680)	775	625 (580)	725	680
海蓝之谜传奇精 华面霜 	1776	2025 (1300)	2070 (1930)	2400	1940 (1845)	2070	1880 (1690)
海蓝之谜修护眼 霜 	1130	1350 (861)	1440 (1340)	1580	1240 (1175)	1280	1250 (1120)
伊丽莎白雅顿金 胶 90 粒 	640	700 (425)	840 (785)	790	660 (630)	746	600 (545)
SKII 神仙水(2 瓶 装) 	1810	2040 (1470)	2400 (2230)	2100	1990 (1670)	2160	1970
娇兰蜂皇精华 	1206	1370 (840)	1360 (1260)	1470	1675 (1250)	1375	1100

资料来源: Jessica's Secret, 日上免税店 APP, 新时代证券研究所

4、公司业务看点: 离岛+机场+市内三重布局, 未来可期

4.1、 三亚离岛免税店: 盈利强劲, 二期项目开业促收入上台阶

4.1.1、 8 年 6 次放宽免税政策, 持续释放增长动力

政策放宽是离岛免税发展的重要动力源。2011 年 4 月 20 日起, 海南试点执行离岛免税政策, 成为继日本冲绳、韩国济州岛和中国台湾的马祖、金门之后, 第四个实施该政策的区域。

经过 8 年 6 次对购物年龄、离岛方式、购物次数、购物限额、商品品种进行调整放宽, 目前海南离岛免税政策已经超越境外离岛免税的宽松程度, 显示出我国加强旅游消费回流的政策方向和打造海南国际消费旅游中心的决心。

2020 年 6 月, 我国正式对外发布《海南自由贸易港建设总体方案》, 提到将放

宽离岛免税购物额度，由现在的每年每人3万元放宽到10万元，同时扩大免税商品种类。这预示着海南离岛免税政策将进一步放宽，离岛免税的竞争力进一步提升，免税消费市场活力增强，利好免税龙头中国国旅。

表16: 2011-2019年海南离岛免税政策脉络

实施日期	适用对象	限额及次数	商品品种	限购数量	渠道及提货
		限额 5000 元/人;		化妆品 5 件、香水 2 件、小皮件 4 件、手表 2 件	
2011/4/20	年满 18 周岁,乘机离岛旅客; 也包括岛内居民	离岛旅客 2 次/年; 岛内居民 1 次/年	首饰、手表、香水、化妆品、服装、箱包等 18 种商品。	三亚市内免税店购买, 机场提货	
2011/12/21					海口机场免税店开业
2012/11/1	旅客年龄下调至 16 周岁	限额提高到 8000 元/人	共 21 中商品, 增加美容及化妆品 8 件、香水 5 件、小皮件 4 件、手表 4 件		
2015/3/20			增至 38 中商品, 增加婴儿化妆品 12 件、香水 奶粉、咖啡、保健品、家用 8 件、小皮件 6 件、医疗器械等 17 中商品。	手表 6 件	
2016/2/1		限额提高至 16000 元/人; 离岛旅客不限次			增加三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店网上销售窗口
2017/1/15	增加铁路离岛旅客				增加海口火车站提货点
2018/4/24					增加琼州博鳌机场提货点
2018/12/1		限额提高至 30000 元/人; 岛内居民不限次	家用医疗器械子类增加视力训练仪、助听器、矫形固医疗器械 2 件定器械等。		
2018/12/28	增加乘轮船离岛旅客				增加秀英港、新海港提货点
2019/1/19					海口市市内店及博鳌市内店开业
现行政策	年满 16 周岁的空铁海离岛旅客, 也包括岛内居民	累计 30000 元/人; 不限次	38 类商品	化妆品 12 件、香水 8 件、小皮件 6 件、三亚市内、三亚机场、海口机场、手表 6 件、医疗器械 2 件	海口市市内及博鳌市内店

注: 单件超过 8000 元的商品每年限购 2 件, 每次限购 1 件; 超过 8000 元的部分缴纳行邮税 (13%、20%、50%三档税率)

资料来源: 财政部, 新时代证券研究所

表17: 亚洲四大离岛免税政策对比

	客群	运营商	次数	额度	品种
海南	飞机、火车、中免 (1 市内)、海免 轮船 (1 机场+2 市内)		不限	30000 元	香化、精品、食品, 不包括研究等 38 大类商品
韩国济州岛	飞机、轮船	JDC (1 机场+2 港口)、 JTO (市内)	6 次	600 美元 (4000 元)	烟酒、香化、精品、食品等 15 内大类商品
日本冲绳	飞机、轮船	DFS (1 机场+1 市内)	不限	20 万日元	酒类、香化、精品、食品,

客群	运营商	次数	额度	品种
绳			(11500元)	不包括烟草
台湾金门马祖	昇恒昌免税行在内地多家免税店	12次	100万新台币 (21万元)	烟酒、香化、精品、食品

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

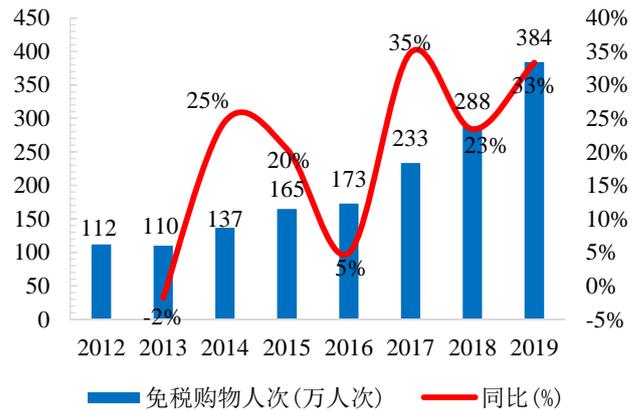
海南离岛免税销售额已达136亿元, 7年增6倍。2012-2019年, 海南全省免税销售额从23亿元提升至136亿元, 年均复合增长率约29%; 全省免税购物人次从112万人次增至384万人次, 年均复合增长率约19%; 客单价从2054元/人增至3542元/人, 年均复合增长率约8%。

图31: 2012-2019年海南免税销售额及增长率



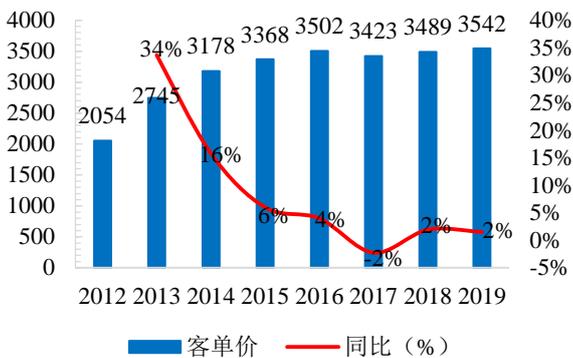
资料来源: 商务部, 海南省统计局, 新时代证券研究所

图32: 2012-2019年海南免税购物人次及增速



资料来源: 商务部, 海南省统计局, 新时代证券研究所

图33: 2012-2019年海南免税客单价及增长率



资料来源: 商务部, 海南省统计局, 新时代证券研究所

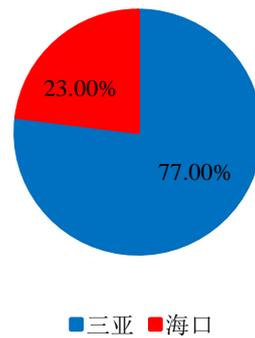
图34: 2012-2019年海南免税业渗透率



资料来源: 商务部, 海南省统计局, 新时代证券研究所

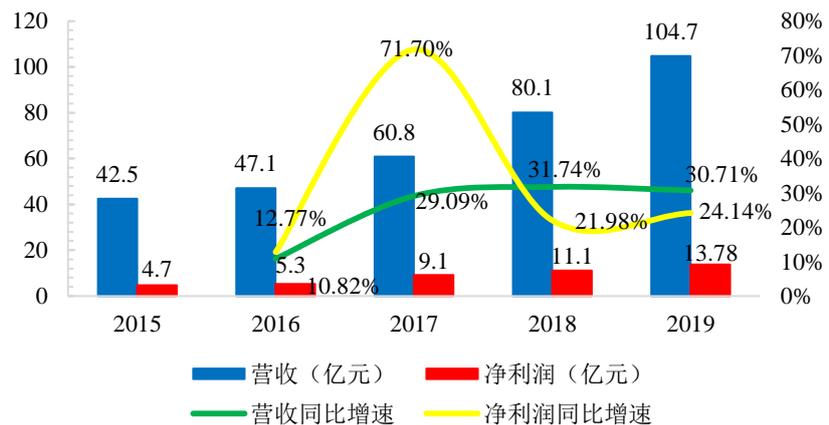
4.1.2、三亚店: 受益免税政策盈利强劲, 未来购物人次提升仍是增长动力源

三亚是海南岛最重要的旅游胜地, 2019年其过夜旅客占全岛的1/3, 旅游收入占全岛的1/2以上。三亚游客基数大, 消费能力强, 免税业收入显著高于海口。从2019年海南离岛免税收入来看, 三亚占比77%, 海口占比23%。

图35: 2019年海南免税销售额结构(亿)

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

三亚免税店净利已达14亿, 4年复合增长超30%。三亚免税店自2014年9月开业以来, 营业收入和净利润保持稳健快速增长。2015-2019年实现营业收入从42.5亿元增至104.65亿元, 复合增速为25.3%; 实现净利润从4.73亿元增至14.2亿元, 复合增速为31.6%。

图36: 2015-2019年三亚免税店营收与净利及同比增速

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

三亚店真实利润贡献占比超六成。但实际上, 三亚店上述披露的净利润要比其真实利润少。主要原因是中免总部向三亚店子公司供货需要收取10%左右的批发扣点。2015-2018年, 三亚店的净利润率在11-14%之间, 若加回10%的批发扣点, 其真实净利润率可达21-24%之间。三亚店在公司报表端的净利贡献在35%左右, 加回批发扣点后的真实净利贡献一直超过60%, 是中免公司名副其实的利润中心。

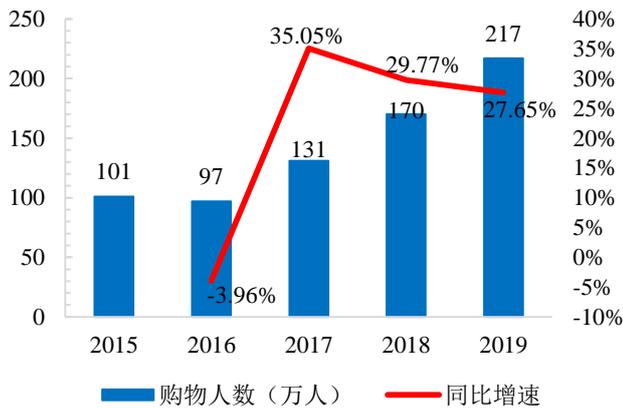
表18: 三亚免税店经营数据

	2015	2016	2017	2018	2019
营收 (亿元)	42.5	47.1	60.8	80.1	104.7
净利润 (亿元)	4.73	5.34	9.11	11.06	13.78
净利率	11.12%	11.78%	12.45%	13.74%	14.12%
批发扣点	10%	10%	10%	10%	10%
扣点后真实净利率	21.42%	22.04%	22.76%	23.76%	24.01%
对中免净利的贡献度	60.08%	60.97%	62.53%	65.35%	67.22%

资料来源: Wind, 公司公告, 新时代证券研究所

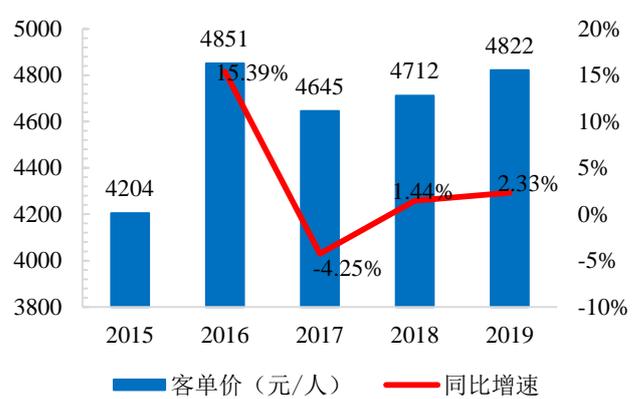
购物人次快速增长是三亚免税店收入增长的主要动力。依据公式： $\text{免税收入} = \text{购物人次} \times \text{客单价}$ ，三亚店的收入增长由购物人次和客单价两个因子同步增长而驱动。2015-2019年，三亚店的购物人次分别为101万、97万、131万、170万和217万，复合增长率14%；客单价分别为4204元、4851元、4644元、4712元和4822元，复合增长率2.9%。由此可见，购物人次的快速增长是免税收入增长的主要动力，客单价增长贡献相对有限。这主要是由我国免税行业处在成长期，购物人次规模较小，免税购物渗透率较低的原因所致。

图37: 2015-2019年三亚免税店购物人数及增长率



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图38: 2015-2019年三亚免税店客单价及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

我们具体从购物人次及客单价增长的驱动因素来预判三亚免税店的未来成长空间。

(1) 购物转化率从21%升至28.5%，是购物人次增长的主因

依据公式： $\text{购物人次} = \text{进店人次} (\text{过夜人次} \times \text{进店率}) \times \text{购物转化率}$ ，要保持购物人次的增长，需要提高进店率和购物转化率。

进店率：2014-2019年，三亚店的进店率稳定在30%左右。

购物转化率：2016年之前，三亚店的转化率水平一直在21-22%之间波动，2017年公司通过品类SKU等的不断丰富优化和一线营销人员激励强化，转化率提升至24%，2018年大幅升至28.5%，2019年升至29.7%，呈现明显上升趋势。

由此可见，购物转化率的提升是购物人次增长的主要因素。我们认为，随着免税限额、商品品种和限购数量扩大，公司优化运营保持商品价格竞争力等政策措施的完善，三亚店的购物转化率将持续上升，从而促进购物人次增长。

表19: 三亚免税店购物转化率及渗透率数据

	2015	2016	2017	2018	2019
过夜旅客 (万人次)	1496	1652	1831	2076	2379
进店旅客 (万人次)	488	451	551	597	731
进店率 (进店/过夜)	32.62%	27.30%	30.09%	28.76%	30.72%
购物旅客 (万人次)	101	97	131	170	217
转化率 (购物/进店)	20.70%	21.51%	23.77%	28.48%	29.69%
渗透率 (购物/过夜)	6.75%	5.87%	7.15%	8.19%	9.12%
客单价 (元)	4204	4851	4645	4712	4822
营收 (亿元)	42.5	47.1	60.8	80.1	104.7

资料来源：Wind，三亚市统计局，新时代证券研究所

三亚免税购物渗透率不足 10%处于较低水平，未来提升空间大。依据公式： $渗透率 = \text{购物人次} / \text{过夜旅客人次} = \text{进店率} \times \text{购物转化率}$ ，我们可以跟踪到三亚旅游的过夜旅客人次规模。根据三亚市旅游局数据，2014-2019 年，三亚过夜旅客人次分别为 1353 万/1496 万/1652 万/1831 万/2076 万/2396 万。那么，2014-2019 年前往三亚免税店的渗透率分别为 6.6%、6.8%、5.9%、7.2%、8.2%、9%，虽稳步提升但不足 10%，处于很低水平。从进店率与转化率角度看，进店率平稳，购物转化率提升是渗透率增长的主要原因。

(2) 客单价与免税额度及品类保持正相关

免税额度提升及品类、件数等放宽促进客单价提升。其中，2012 年 11 月，离岛免税额度由 5000 元提至 8000 元，增加购买品类和件数等，2013 年客单价提升约 39%；2015 年 3 月，可售品类扩大至 38 类，客单价上涨约 12%；2016 年 1 月免税额度由 8000 元提升 16000 元、单件不超 8000 元，2016 年客单价提升 15%；2017 年客单价略微下降主要是因为相对低客单价的香化产品的占比进一步上升（目前香化占比超 50%）；2018 年客单价为 4712 元，提升 1%；2018 年底离岛免税总额度从 1.6 万提至 3 万，但化妆品件数未调整，2019 年客单价为 4822 元，提升 2.3%，增幅有限。

表 20: 客单价与免税额度及品类保持正相关

免税额度及品类	客单价
2012 年 11 月，离岛免税额度由 5000 元提至 8000 元，增加购买品类和件数等	2013 年客单价提升约 39%
2015 年 3 月，可售品类扩大至 38 类	2015 年客单价上涨约 12%
2016 年 1 月免税额度由 8000 元提升 16000 元，单件不超 8000 元	2016 年客单价提升 15%； 2017 年客单价略微下降，因为相对低客单价的香化产品的占比上升
2018 年底离岛免税总额度从 1.6 万提至 3 万，但化妆品件数未调整	2018 年客单价提升 1% 2019 年客单价提升 2.3%，增幅有限

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

三亚店未来 3-5 年的增长空间仍来自购物人次的提升。整体来看，近年来三亚免税店的收入增长主要来自购物人次驱动（免税政策持续放宽与公司经营能力提升是主因），客单价贡献有限（与免税额度及品类扩充正相关）。我们认为，三亚店未来 3-5 年的增长空间仍然来自于购物人次的提升。随着离岛免税政策扩容（限额提升、品类扩充、件数放宽、提货渠道增加等），可购买人群扩大，叠加公司经营激励的逐步优化和购物转化率的持续提升，购物人次仍有持续提升空间。

4.1.3、三亚国际免税城二期已开业，未来将是三亚免税业务增长的新引擎

备受投资者关注、也被公司寄予厚望的三亚国际免税城二期（河心岛项目）已于 2019 年 12 月 30 日正式开业，这将快速推动购物人次的增长，未来将成为三亚免税店增长的新引擎。

一二期联动，拓宽免税商圈休闲服务业态。三亚国际免税城二期，位于现在三亚店（一期）西侧，并设有联桥互通，是三亚国际免税城商圈的重要组成部分。该项目于 2017 年动工，计划总投资约 12 亿元，占地 68 亩，总建筑面积 6.5 万平方

米，其中地上面积 3.5 万平方米，地下 3.0 万平方米；共建设 13 栋主体建筑。项目包括 4 个主题区：奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华、国际美食市集；与免税购物中心业态互补，拓宽免税商圈休闲服务业态，形成联动效应。

图39： 三亚免税城二期景观图



资料来源：公司官网，新时代证券研究所

二期未来将成三亚免税店增长的新引擎。我们认为， 三亚国际免税城二期将是三亚免税店提升购物人次，促进业绩持续强劲增长的新动力源。首先，二期项目能够提供多元化的休闲服务，与三亚免税城形成协同效应，吸引更多游客进店消费；其次，二期项目完善的商圈业态可以增加游客停留时间，有利于游客购物消费金额的增长，间接带动免税购物的人流和客单价的提升；最后，该项目也能为公司带来非免税业务收入，如商铺租金等。

4.1.4、 三亚离岛免税店的收入预测

假设条件：

1) 购物人次：在大力开展线上销售以及公司和政府各项政策措施努力下，公司二季度购物人次明显增长，航班量也恢复明显，预计全年能实现 5% 正增长，2021-2022 年快速反弹，增速分别为 52%、18%。

2) 客单价：受疫情影响，促销加大，客单价 2020 年预计出现负增长为 -5%，2021-2022 年有望继续稳健增长，预计增速为 5%、2%。

表21： 三亚免税店营收预测

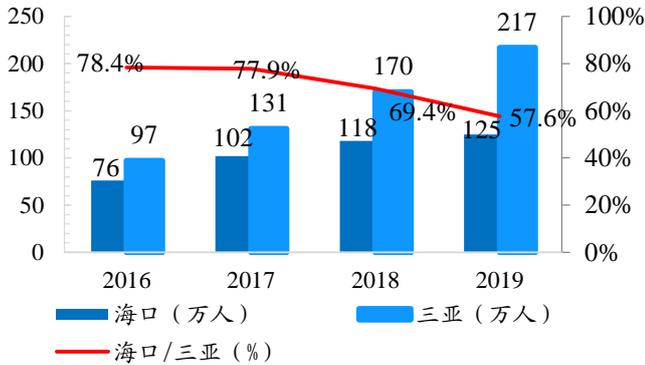
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	
购物人次（万人次）	170	217	227.85	346.33	408.67	
yoy		29.80%	27.60%	5%	52%	18%
客单价（元/人）	4712	4822	4581	4810	4906	
yoy		1.40%	2.30%	-5%	5%	2%
营收（亿元）	80.1	104.65	104.38	166.58	200.50	
yoy		31.70%	30.70%	-0.26%	59.60%	20.36%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所测算

	2016	2017	2018	2019
渗透率（购物/过夜）	5.72%	6.85%	7.1%	7.28%
客单价（元）	1933	1984	1769	1808
销售收入（亿元）	14.69	20.24	20.88	22.6

资料来源：海南省统计局，公司公告，新时代证券研究所

图41: 海口与三亚店购物人次对比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图42: 海口与三亚店客单价对比



资料来源：Wind，新时代证券研究所

此外，海口机场店的利润率也偏低。根据中国国旅公告，2018年海口美兰机场免税店收入20.88亿元，净利润1.11亿元，净利率仅5.3%。我们认为，这与两方面原因有关：1）海口机场店此前一直由DFS供货，而DFS的批发提点较高（估算15%以上）；2）尽管机场扣点不高，但海免经营管理逊于中免，费用率偏高。

海免被中免接管后，2019年起由中免供货，且2020年海免控股权被中免收购后下半年有望并表，在供货批发提点和经营管理上都将获得实质性改善，从而提高销售业绩和盈利水平。

4.2.3、海口市内店：开业首年实现销售10亿元，表现超预期

2019年1月，海免100%控股的海口日月广场市内免税店开业，地处海口CBD核心区，距离机场、高铁、港口均约40分钟车程，经营面积2.2万平方米，首期面积1.3万平方米于2019年1月开业，二期0.9万平方米于2019年6月开业，吸引近200个品牌入驻。日月广场店暂定为吸引商旅人士和岛内居民的临时店，2022年将搬迁至建设中的位于新海港的海口国际免税城。

根据海口海关统计，海口市内店开业一周年（2019.1.19-2020.1.19）累计实现销售收入10.25亿元，购物人次达42万人次。因此，我们可以计算出其客单价为2440元，高出美兰机场店（1800元）35.6%。

表23: 海口市内店开业一周年经营数据

	2019.1.19-2020.1.19
收入（亿元）	10.25
购物人次（万人次）	42
客单价（元）	2440

资料来源：海口海关，新时代证券研究所

尽管是开业首年，业务尚在培育期，海口市内店能取得超预期的销售业绩，我

们认为有两个主要原因:1)日月广场店位于成熟的 CBD 商圈,且邻近空铁海口岸,地理位置优越;2)消费群体较广(商旅人士、轮船离岛游客和省内居民),且消费能力较强。未来,随着海口市内店业务逐渐成熟,不断深挖消费群体潜力,购物人次将保持较快增长态势。

4.2.4、海口新海港 2022 年将建成免税综合体,带来新利润增长点

海口免税城将成世界上最大的单体免税店。公司于 2018 年末竞得海口市国有建设用地使用权,开始筹备建设海口市国际免税城,预计 2022 年建成。该项目占地面积 32.4 万平方米,包含商业、住宅、商务设施、旅馆用地,预计总投资 128 亿元。其中,海口免税商业综合体占地面积达到 8.86 万平方米,超越三亚海棠湾成为世界上最大的单体免税店。

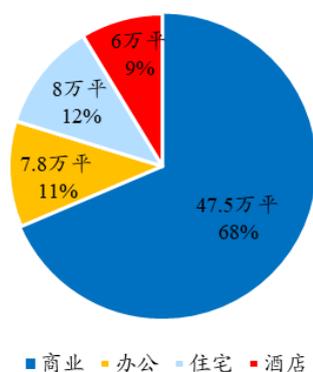
海口免税城交通便利,未来将成公司业绩新增长点。海口国际免税城位于海口市西海岸粤海铁路港口区域,西侧与新海港无缝对接;东临城市主干道滨海大道,距南港约 500m,接驳海秀快速路、新海港,近海南环岛高铁,是港口离岛游客必经之路。交通便捷,20 分钟抵达海口核心生活圈,半小时覆盖琼州海峡交通圈,2 小时通达全岛。

图43: 海口免税店所处地理位置



资料来源:公司官网,新时代证券研究所

图44: 海口国际免税城项目规划面积



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

图45: 海口国际免税城项目地块规划情况



资料来源:公司公告,新时代证券研究所

从海口免税收入/旅游收入比例、经由铁路及港口离岛客流量、项目有税商业前景等方面,我们认为海口国际免税城项目有望成为公司未来业绩新亮点。

第一，海口免税收入占比有望稳步提高。根据海口海关监管数据，2019 年前三季度海口美兰机场、日月广场免税店销售合计 21.6 亿元。截至 2019Q3 海口旅游收入为 205.82 元，海口免税收入占旅游总收入比重为 10.49%。同期，三亚免税城共销售免税品 70.5 亿元，旅游总收入 393.30 亿元，免税销售收入占比为 17.93%。我们认为海口免税城开业后，有望复制三亚路径，免税收入占比有望逐步提升到 15% 以上。

图46: 2019 前三季度海口免税销售占旅游总收入比例

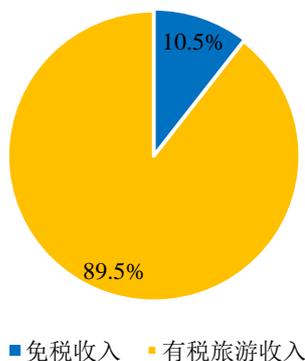
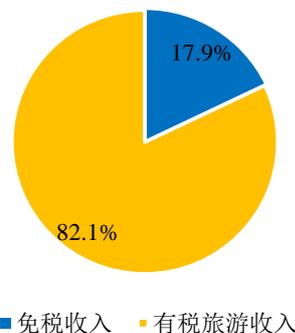


图47: 2019 前三季度三亚免税销售占旅游总收入比例



资料来源: 海口海关, 海口统计局, 新时代证券研究所

资料来源: 海口海关, 三亚统计局, 新时代证券研究所

第二，海港离岛游客购物的优势独特。从游客出入海南岛方式看，目前离岛方式包括飞机、轮船、火车及自驾，其中火车及自驾均通过轮船运输离岛，必须经由海口港离开海南省。2016-2018 年经由海口港离港的旅客逐年增长，分别为 674 万人、754 万人、774 万人，占全岛接待旅客总人数比例分别为 11.2%、11.2%、10.2%。海口免税城项目与新海港航站楼无缝对接，距离秀英港车程 30 分钟，距离海口南港车程 10 分钟，交通便捷，将有效满足经由港口离岛的旅客的购物需求。

图48: 2014-2019 年海南机场客流量与旅客量情况



资料来源: 海南省统计局, 新时代证券研究所

图49: 2014-2019 年经由海口港离岛旅客情况



资料来源: 海南省统计局, 新时代证券研究所

第三，有税商业收入持续释放。海口免税城项目除免税店外，还包括了住宅、酒店、办公子项目。海口免税城项目将填补西部港口附近缺乏大型购物休闲综合体的空白，增厚公司有税商业收入。

4.2.5、海口离岛免税店收入预测

假设条件:

(1) 购物人次：2020 年受疫情影响，海口机场店购物人次预计出现负增长为 -5%，2021-2022 年快速反弹，增长 50%、26%；市内店有省内居民消费支撑，疫情影响相对小，公司也发力线上销售，二季度购物人次增长 20% 以上，预计 2020 年增长 22%；2021-2022 年回升，增长 35%、30%。

(2) 客单价：海口机场店疫情下公司会促销，2020 年客单价预计下降 5%，2021-2022 年回升，均增长 5%；海口市内店品类在扩充完善，促销下顾客购物数量和品类会增加，2020 客单价预计微增 2%，2021-2022 年回升，增长 10%、8%。

(3) 博鳌市内店：博鳌店基数小，2019 年销售不足 1 亿元。促销会增加省内居民消费，疫情预计导致 2020 年下滑 25%；2021-2022 年回升，增长 67%、30%。

表24：海口离岛免税店收入预测表

免税店	收入构成	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
海口机场店	购物人次 (万人)	118	125	119	178	224
	YOY	15.69%	5.93%	-5%	50%	26%
	客单价 (元)	1769.5	1808	1718	1803	1894
	YOY	-10.81%	2.18%	-5%	5%	5%
	收入 (亿元)	20.88	22.60	20.40	32.12	42.50
	YOY	3.22%	9.54%	-9.75%	57.50%	32.30%
海口市内店	购物人次 (万人)	-	38.5	46.97	63.41	82.43
	YOY	-	-	22%	35%	30%
	客单价 (元)	-	2300	2489	2738	2957
	YOY	-	-	2%	10%	8%
	收入 (亿元)	-	8.86	11.69	17.36	24.38
	YOY	-	-	32.03%	48.51%	40.40%
博鳌市内店	收入 (亿元)	-	0.80	0.60	1.00	1.30
	YOY	-	-	-25.00%	66.67%	30.00%
海口免税店合	总收入 (亿元)	20.88	32.26	32.69	50.49	68.18
计	YOY	3.18%	54.48%	1.34%	54.45%	35.04%

资料来源：公司公告，海口海关，新时代证券研究所测算

4.2.6、政策变化：免税牌照放开或是短期利空，长期看经营壁垒

牌照的放开一直是投资者对中国国旅竞争壁垒主要担忧点。据中新社 3 月 25 日报道，海南省商务厅表示目前正在配合海口海关等部门，与中央有关部委沟通对接，争取更开放的离岛免税政策，引进世界著名免税销售集团在海南开设免税店，布局大型精品旗舰店，引入高端消费品牌。

免税牌照放开会对中免公司带来何种影响，我们认为需要从短期和长期两个维度来分析。

短期来看，牌照放开对中免在海南离岛免税市场独家经营带来一定压力。但免税牌照的放开对离岛免税行业发展来讲是一个牵一发而动全身的敏感事情，不会一蹴而就。牌照数量、资格审批、经营事项的条件的谈判等都需要较漫长的过程。最有可能的是牌照逐渐放开、有限度放开。因此，就算是放开牌照，对中免的影响也是渐进的，不会是严重冲击。

长期来看，免税公司的竞争能力是其经营优势形成的长期壁垒，牌照放开并不能轻易打破其竞争力。换言之，市场竞争加剧，公司最终拼的是服务和经营，而不

是牌照。中免公司在海南离岛免税的经营已经建立起先发优势，包括占据了三亚、海口等地理位置最优的免税店；建立了强大的采购渠道和供应链体系；培养了庞大的会员群体等。即使未来免税政策放开，市场利润率回落，中免也有望通过较低的采购成本和规模扩张，实现利润的平稳过渡。

4.3、机场免税店：占据核心枢纽机场，做大规模提高毛利率

4.3.1、公司北上广三大机场免税店收入占比达 54%，但净利率低于 6%

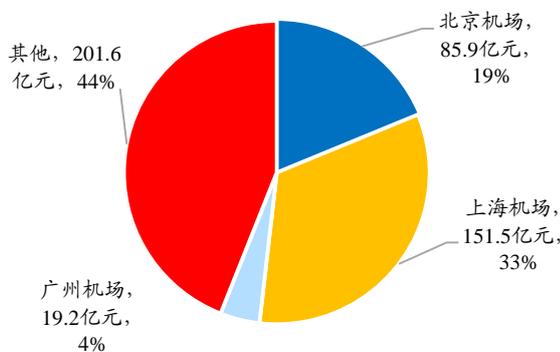
中免已获北上广三大枢纽机场免税店未来 7-8 年运营权。机场免税尤其核心枢纽机场免税在免税行业里占据非常重要的地位，尽管机场保底租金和扣点率较高，但机场因人流量大免税销售规模非常可观，免税公司对机场免税店都会大力争取。

中免公司通过招标谈判，获得了未来 7-8 年北上广三大核心航空枢纽的机场免税店运营权。其中，北京首都和大兴机场店由中免和日上中国运营；上海虹桥和浦东机场店由日上上海运营；广州白云机场店由中免运营。具体情况如下：

2019 年上海、北京、广州机场免税店分别为公司贡献收入 151.5 亿、85.9 亿、19.2 亿元，占公司免税收入的 56%。

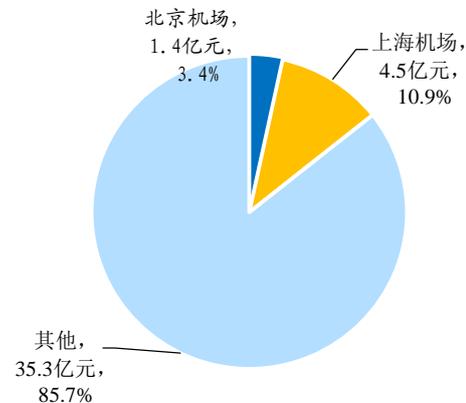
根据公司披露的日上上海和日上中国的财务数据来看，京沪机场店的毛利率为 55-60%，但 2019 年京沪机场店并表的归母净利润只有 1.4 亿元和 4.5 亿元，分别占中免公司净利润的 3.4% 和 10.9%，净利贡献较低。由于机场的甲方地位，免税店需要向机场缴纳 40-45% 左右的高额扣点，因此京沪机场店的归母净利率仅为 3.72% 和 5.81%；按 51% 并表的归母净利率仅有 1.9% 和 3%。

图50：公司 2019 年北上广机场店收入占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图51：2019 年京沪机场店净利（亿元）及占比情况



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.3.2、核心机场店规模效应持续放大，毛利率有望提升

北上广机场占据全国 50% 以上出入境客流。北上广机场作为中国吞吐量前三的机场，具备国际航线多、出入境人次多、国际中转旅客多的特点。根据三大机场年报数据，2019 年，北上广机场出入境旅客吞吐量分别 2756/3851/1794 万人次，占全国出入境旅客吞吐量（1.68 亿人次）的 51%。

三大机场承载着我国经济最活跃的京津冀、长三角、珠三角都市圈的国际客流，未来随着京津冀协同发展、长三角一体化发展和粤港澳大湾区建设三大国家战略的推进，北上广三大枢纽机场的出入境客流量将持续增长。这是机场免税店持续扩大销售规模的长期红利。

表25: 北上广三大机场营运情况

国际机场	北京首都	上海浦东	广州白云
出入境旅客吞吐量	2756 万人次	3851 万人次	1794 万人次
占全国出入境客流比	16.67%	23.21%	10.71%
航站楼数量	3 (大兴 1)	2	2
设计总产能及实际负荷率	8500 万 (118%) 大兴 7200 万 (2025 年)	8000 万 (93%)	8000 万 (87%)
出入境连通城市数量	144	124	89
所属经济圈	京津冀	长三角	珠三角
经济圈人口数量	11270 万	16212 万	11346 万

资料来源: 中国民航局, 新时代证券研究所

机场免税销售促进采购规模效应, 提高毛利率。由于机场提供庞大客流量而处于强势地位, 扣点率难以有下降的空间。但从成本端来说, 因机场免税销售的扩大可以带动商品集中采购规模的扩大, 从而提升对上游供货商的议价权, 降低销售成本, 提高毛利率。对于中免公司来说, 暂且不算未来销售规模的自然增长, 就以现在 250 亿的机场免税销售为基础, 每提高 1pct 的毛利率, 就意味着多 2 个亿的毛利。

考虑到我国机场免税店仅有 10-20% 的渗透率, 毛利率处于 50-55% 之间还有较大提升的空间 (对标业界机场免税龙头 Dufry 2018 年 70% 的毛利率), 中免有动力做大机场免税业务, 通过规模效应提升毛利率, 提高净利润贡献度, 也可以在一定程度上抑制机场提高扣点率的空间。

4.3.3、上海机场免税店: 面积扩大 1 倍, 扣点率提高, 净利率或降至 5-6%

日上上海运营的免税店中, 虹桥机场现有免税经营面积 2088 平方米, 浦东机场免税经营面积 7853 平方米。2019 年 9 月浦东机场 S1 和 S2 卫星厅投入使用, 出境店面积分别为 4678 平方米和 4384 平方米, 免税面积增加 1 倍左右; 且卫星厅免税店主要是精品类的展示和销售, 有望进一步提升渗透率和客单价。

表26: 上海机场免税店经营面积

所属区域	区域性质	面积 (m2)	合同期
虹桥机场	进出境店/提货点	2088	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 30 日
浦东 T1 航站楼	进境点/提货点	821	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	2465.3	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
浦东 T2 航站楼	进境点/提货点	1136	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	3431.07	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
S1 卫星厅	出境店	4678	2019 年 9 月-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	2019 年 9 月-2025 年 12 月 31 日
总计	-	19003.37	-

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

根据最新的谈判结果, 上海机场的综合扣点率为 42.5%, 适用周期为 2019-2025 年。其中, 浦东 T1 航站楼 2019-2021 年沿用老扣点 (估算为 35% 的扣点率)。整体来看, 上海机场免税店扣点率走高, 将逐步降低免税销售的净利率水平。

公司财报显示, 2018-2019, 日上上海的收入分别为 125 亿元、151.5 亿元; 净利润分别为 10.95 亿元、4.5 亿元, 净利率分别为 8.8%、5.8%, 下降原因就是浦东

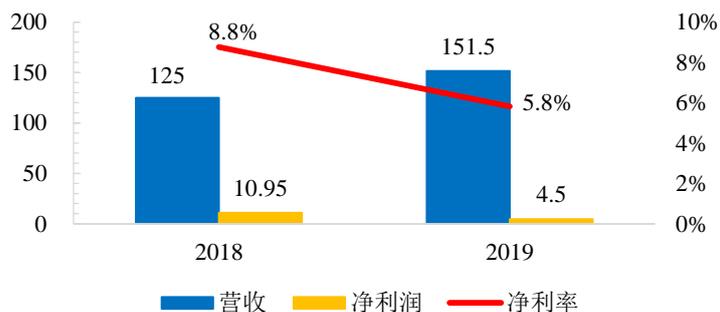
T2 执行新扣点规则所致。根据我们的测算，从 2022 年开始 T1\T2 和卫星厅全部执行新扣点后，上海机场免税店的净利率或降至 5-6%。

表27: 上海机场对应分类销售提成比例

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例	品类预计占比
香化、烟酒、食品	42.5%	45%	87.5%
百货		25%	12.5%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图52: 2018-2019 年日上上海的业绩及净利率变化 (单位: 亿元)



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.3.4、上海机场免税店的收入预测

假设条件:

(1) 出入境旅客: 虽增加了卫星厅, 但疫情导致国际航班大幅下降, 公司发力线上销售回补, 2020 年出入境客流预计下滑 60%, 2021-2022 年大幅回升, 增速 100%、13%;

(2) 免税购物渗透率: 上海机场 2019 年为 16%, 促销会增加顾客消费欲望, 但受疫情影响, 预计 2020 年渗透率不增长, 2021-2022 年提升 1pct 至 17%;

(3) 客单价: 2019 年上海客单价为 2459 元, 2020 年虽受疫情影响但疫情下公司会促销, 2020 年客单价预计下降 5%, 2021-2022 年回升, 增长 5%、2%。

表28: 上海机场免税店收入测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
出入境旅客 (万)	3757	3851	1540	3081	3481
YOY	-	2.50%	-60%	100%	13%
购物渗透率	15.10%	16%	16%	17%	17%
购物旅客 (万)	567	616	246	524	592
YOY	-	8.61%	-60%	112.5%	13%
客单价 (元)	2200	2459	2336	2453	2502
YOY	-	11.77%	-5%	5%	2%
合计免税销售额 (亿)	124.81	151.51	57.58	128.46	148.07
YOY	-	21.40%	-62.00%	123.13%	15.26%

资料来源：公司公告，上海机场，新时代证券研究所测算

4.3.5、北京机场免税店：中标大兴机场，面积及扣点优于 T2，净利率约 5%

2017 年 6 月，中免公司中标首都机场 T2 标段（由中免首都机场公司运营，中免持股 51%，中信 49%），日上中国中标 T3（中免控股 51%）。合同年限为 8 年（2018.2.11-2026.2.10），其中 T2 的首年保底经营费为 8.3 亿元，扣点为 47.5%；T3 的首年保底经营费为 22 亿元，扣点为 43.5%。具体收费原则为保底经营费与销售金额提取比例两者取高。

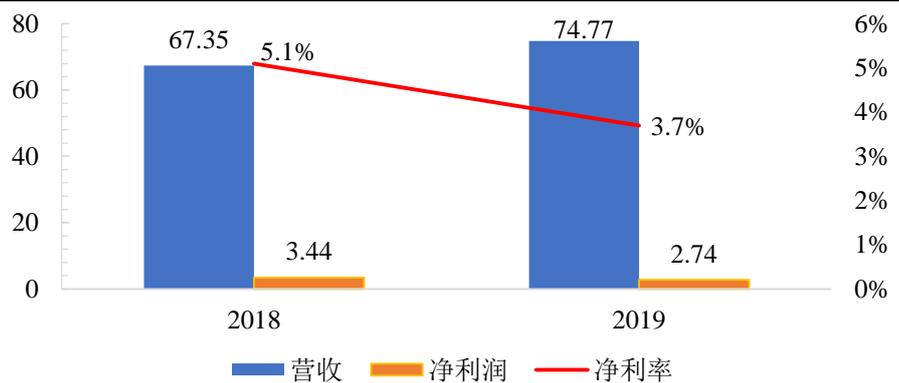
表29：北京首都机场免税经营面积、保底经营费及扣点情况

所属区域	区域性质	面积 (m ²)	首年保底经营费 (亿元)	扣点	合同期
T2 航站楼	进境店	416.56	8.3	47.5%	2018.2.11-2026.2.10, 合计 8 年
	出境店	3186.09			
T3 航站楼	进境店	1938.72	22	43.5%	
	出境店	9461.43			
总计	出境/入境店	15002.80	30.3	45.3%	

资料来源：采购与招标网，新时代证券研究所

根据财报显示，2018-2019 年日上中国的营收分别为 67.35 亿元、74.77 亿元；净利润分别为 3.44 亿元、2.74 亿元，净利率分别为 5.1%、3.7%，出现下滑现象，主要是扣点提高。

图53：2018-2019 年日上中国业绩及净利率情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

2019 年 3 月，中免中标大兴机场免税店 10 年（2019-2029 年）运营权，其中烟酒、食品标段提成比例 49%，香化、精品标段提成比例 46%，精品品类提成 20%。按照机场店烟酒食品 20%、香化 75%和精品 5%的比例测算，大兴机场店综合扣点 45.3%，较首都 T2 低 2.2pct，较首都 T3 高 1.8pct。

此外，大兴机场的两标段首年保底合计 6.46 亿元，低于 T2 的保底 8.30 亿元；两标段经营面积 5133 平方米，高于 T2。

换言之，大兴机场店相比首都 T2，在免税面积增加 42%的情况下，总保底降低了 22%，综合扣点率下降 2.2pct，虽有新机场因素，但在后续 T2 国际航班转场大兴机场的背景下，对中免综合盈利能力更为有利。

我们认为，在大兴机场的扣点水平下，大兴机场免税店的利润率预计在 5%以上，接近上海机场免税店。

表30: 大兴机场扣点提成

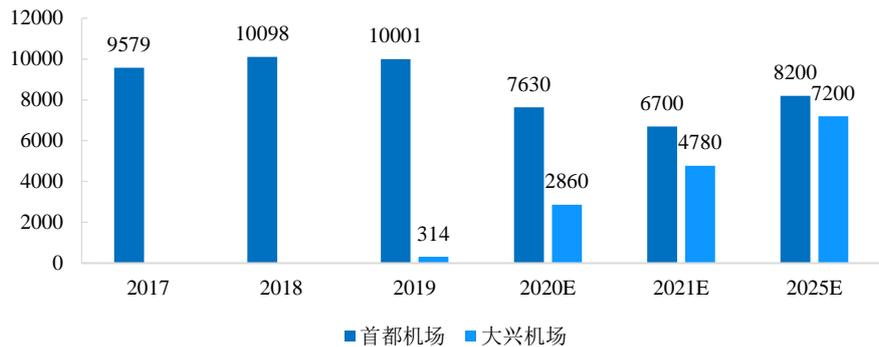
城市/机场	出入境	中标情况	首年保底租金 (亿元)	扣点率	面积 (m ²)	合同期限
北京/大兴烟酒食品段	出入境	中免	2.3	49%	1666	自项目正式运营
北京/大兴香化段	出入境	中免	4.16	46%	3467	日起 10 年
北京/大兴精品段	出入境	中免		20%		

资料来源: 中国通用招标网, 公司公告, 新时代证券研究所

随着 2019 年 10 月大兴机场国际航线开始运营, 大兴机场免税店也已于 2019 年 11 月 18 日正式运营。我们预计, 北京大兴机场国际客流量的快速增长, 大兴机场店有望为公司带来可观的利润增量。

4.3.6、北京进入双枢纽时代, 大兴机场店有望 2025 年实现收入近 60 亿元

北京进入双枢纽时代, 大兴机场客运量将快速提升。2019 年初, 中国民航局印发关于一市两场的《配置方案》和《协调方案》, 明确了北京大兴国际机场转场投运计划, 其中, 南航、东航集团相关航空公司、部分外国航空公司等转场至北京大兴国际机场, 5 年内完成转场, 预计大兴机场在 2021 年和 2025 年分别实现旅客吞吐量 4500 万和 7200 万人。

图54: 民航局关于首都机场及大兴机场客运量规划 (万人次)

资料来源: 中国民航局, 新时代证券研究所

至于分流问题, 我们认为影响有限。首都机场设计的总负荷为 8500 万人次, 从 2014 年来一直是超负荷运营, 到 2018 年客流更是超过 1 亿人次, 达到设计负荷的 118%, 因此才有大兴机场的建设运营。根据民航局的预测, 大兴机场会分流一部分首都机场的客流, 但整体影响不大, 到 2025 年首都机场的客流量依然维持在 8000 万以上。

首都机场 2018 年出入境人次 2736 万, 占总客流量的比例约 27%。如果 2025 年大兴机场出入境比例为 30%, 那么出入境人次将在 2160 万左右。按照出入境客流占比、单位旅客消费金额 (免税销售额/总出入境人次) 等假设条件, 我们可以做大兴机场免税店销售规模的敏感性分析:

- 1) 大兴机场出入境客流占比 20%、25%、30%;
- 2) 大兴机场单位旅客消费金额与首都机场的相同、+5%、-5%;

我们预计在单位旅客消费不变的情况下, 若 2025 年大兴机场出入境吞吐量为 2160 万人, 则大兴机场店免税销售规模应在 48-50 亿元左右。

表31: 大兴机场出入境吞吐量测算

假设条件	大兴机场出入境吞吐量测算
2025 年客流量	7200 万
2025 年出入境比例	30%
2025 年出入境吞吐量	2160 万

资料来源: Wind, 新时代证券研究所

表32: 大兴机场免税店销售额估算(亿元)

大兴机场出入境客流占 比	大兴机场出入境旅客吞吐量 (万人次)	大兴机场单位旅客消费金额假设(较2018年首都机场)单位: 元		
		-5%	不变	+5%
		256.5	270	283.5
20%	1440	36.9	38.9	40.8
25%	1800	46.2	48.6	51.0
30%	2160	55.4	58.3	61.2

资料来源: 公司公告, 中国民航局, 新时代证券研究所测算

4.3.7、北京机场免税店收入预测

假设条件:

(1) 出入境旅客: 虽增加大兴机场, 疫情导致国际航班大幅下降, 公司发力线上销售回补, 但2020年出入境客流预计下滑60%, 2021-2022年大幅回升, 增速100%、15%;

(2) 免税购物渗透率: 2019年首都机场为16%, 促销会增加顾客消费欲望, 但受疫情影响, 预计2020年渗透率不增长, 2021-2022年提升1pct至17%;

(3) 客单价: 2019年北京客单价为1948元, 疫情下公司会进行促销, 2020年客单价预计下降5%, 2021-2022年回升, 增长5%、2%。

表33: 北京机场免税店收入测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
客单价(元)	1802	1948	1851	1943	1982
YOY	-	8.10%	-5%	5%	2%
出入境旅客(万)	2736	2757	1103	2206	2536
YOY	-	0.77%	-60%	100%	15%
购物渗透率	15.00%	16%	16%	17%	17%
购物旅客(万)	410	441	176	375	431
YOY	-	7.49%	-60.00%	112.50%	15.00%
合计免税销售额(亿)	73.89	85.89	32.65	72.86	85.46
YOY	-	16.24%	-61.98%	123.13%	17.30%

资料来源: 公司公告, 首都机场, 新时代证券研究所测算

4.3.8、广州机场免税店: 国内第三大机场, 免税规模基数小增长潜力大

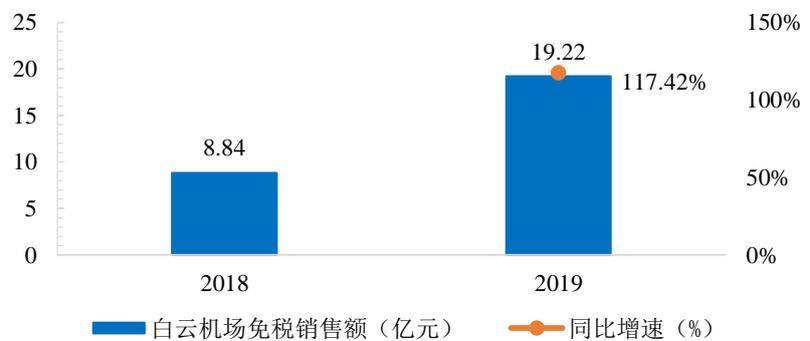
2019年广州白云机场客运量7338万人次, 排名国内第三。此前中免公司一直经营白云机场T1航站楼出境免税店, 2017年5月中标T1+T2航站楼入境免税店, 扣点高达42%, 2017年10月通过谈判方式取得T2出境店, 提成比例降至35%。2018年2月全面投入运营。

表34: 白云机场进境/出境免税店经营条件

	免税店	面积 (m ²)	首年月保底销售额	提成比例	运营起始时间
出境免税店	T1 航站楼	1000	年销售额近3亿元	-	-
	T2 航站楼	3544	3292 万元/月	35%	2018 年 2 月
入境免税店	T1 航站楼	400	T2 启用前: 3244 万元/月	39%	2017 年四季度
	T2 航站楼	700	T2 启用后: 2356 万元/月	42%	2018 年 2 月
			3533 万元/月	42%	

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所 (注: 年度保底销售递增额为以下两者取其高: (上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额) × 20% 或上一年度月保底销售额 × 6%)。

随着白云机场 T2 航站楼启用, 免税店不仅面积显著改善, 且位置等设计更加方便合理, 有助于免税销售额成长。T2 启用后, 白云机场入境店面积为 1100 平米 (T1 400+T2 700); 出境店面积为 4544 平米 (T1 1000+T2 3544)。2019 年白云机场免税收入 19.2 亿元, 同比增长 117.42%。

图55: 2018-2019 年白云机场免税店收入及增长情况

资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

我们认为, 白云机场作为国内第三大机场, 也是粤港澳大湾区核心枢纽机场, 国际客流有望追平北京和上海, 其机场免税店收入目前基数偏小, 未来销售规模可以对标北京和上海, 增长潜力较大。

4.3.9、广州机场免税店收入预测

假设条件:

(1) 出入境旅客: 疫情导致国际航班大幅下降, 公司发力线上销售回补, 但2020年出入境客流预计下滑60%。广州机场基数低, 2021-2022年大幅回升后, 预计增速130%、20%。

(2) 免税购物渗透率: 受疫情影响, 2020年渗透率维持12%不增长, 2021-2022年分别提升至14%、15%。

(3) 客单价: 2019年广州客单价为894元, 疫情下公司会进行促销, 2020年客单价预计下降5%。广州机场基数低, 2021-2022年回升, 将均增长5%。

表35: 广州机场免税店收入测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
客单价 (元)	511	894	849	807	766
YOY	-	-	-5%	5%	5%
出入境旅客 (万)	1732	1794	718	1650	1981

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
YOY	-	3.6%	-60%	130%	20%
购物渗透率	10%	12%	12%	14%	15%
购物旅客(万)	173	215	86	231	297
YOY	-	24.3%	-60.00%	168.33%	28.57%
合计免税销售额(亿)	8.84	19.22	7.31	18.64	22.77
YOY	-	117.42%	-61.95%	154.92%	22.14%

资料来源：公司公告，白云机场，新时代证券研究所测算

4.3.10、香港机场免税店：只经营烟酒，扣点高达48%，盈利周期变长

2017年4月，中免持股80%的中免一拉格代尔有限公司获得香港机场烟酒产品经营牌照，经营面积3400平方米，经营期限从2017年11月18日至2024年9月30日（近7年）。由于只经营烟酒业务，与香化相比，国产烟酒毛利高，进口烟酒毛利低，且机场的扣点高达48%，因此中免在香港机场店盈利空间有限。

香港机场是大中华区最核心的国际枢纽机场之一（亚洲第四大机场），连接了世界上190多个目的地，具有庞大的国际客流。自2016年起，香港机场的客运量超过7000万人次。

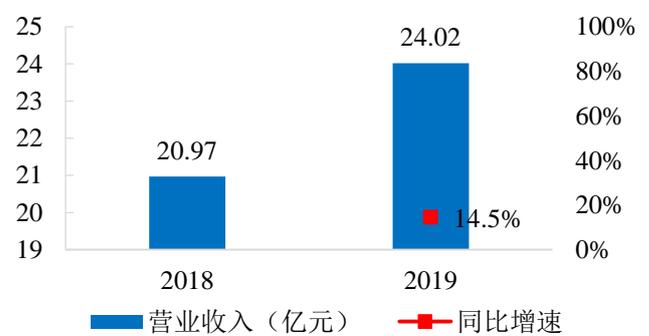
根据公司财报，2018-2019，香港机场免税店收入分别为20.97亿元、24.02亿元，虽受到修例风波影响但依然保持了14.54%的增长，非常不易。2011年以来，香港机场客流增速保持2%-6%的中低速增长，2019年受修例风波影响，香港机场客流下滑4.2%。2020年又受到疫情影响，客流量下滑明显，但公司仍需支付保底租金，或继续亏损。

图56：香港国际机场旅客吞吐量同比增速



资料来源：Wind，新时代证券研究所

图57：2018-2019年香港机场免税店营收及增速



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.4、市内免税店：购物对象有望放宽至国人，中长期规模可达百亿

4.4.1、中免重启市内免税店，已布局京沪等5大城市

现阶段，我国市内免税店分为两种，出境市内免税店和进境市内免税店，分别针对入境游的外籍人士和归国中国居民。中免公司持有出境市内免税店牌照，而进境市内免税店则由主要由中出服运营。下文所称市内免税店指出境市内免税店。

表36：市内免税店介绍

分类	运营商	适用对象
出境市内免税店	中免	外籍入境游客，凭有效证件及离境航班信息购物。采用“店

分类	运营商	适用对象
		内买单，“口岸提货”模式，到店消费的顾客应至少在航班起飞前24小时完成购物，再到口岸隔离区内的提货点，将所购的免税商品一次性全部携带出境。
进境市内免税店	中出服 中侨	持护照入境年满16周岁的中国籍旅客，自入境之日起180天内，均可凭本人护照一次性购买海关规定的限值限量范围内的免税外汇商品。

资料来源：免税零售专家，新时代证券研究所

中免公司于2019年逐步恢复运营出境市内免税店。此前，公司曾设立上海、大连、北京市内免税店，但由于经营不佳，在2016-2017年期间陆续注销上海和大连市内免税店，北京市内免税店也停止营业。2019年五一假期，随着厦门和青岛市内免税店的开业，中免公司正式重启市内免税商业布局。截至目前，已开业市内免税店有厦门、青岛、大连、北京、上海5家，中免还在香港设立了免税美妆旗舰店，并计划于明年在澳门开业澳门葡京免税店。

表37：中免公司旗下市内免税店一览

城市	开业时间	经营商品品类	运营面积	位置
厦门	2019年5月	香化、太阳镜、手表、箱包等	331平方米	思明南路中华城购物中心
青岛	2019年5月	香化、太阳镜、手表、箱包等	355平方米	CBD核心区卓越大融城购物
大连	2019年5月	香化、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电等	500余平方米	沙河口区新星·星海中心
北京	2019年5月	香化、太阳镜、手表、箱包等	513平方米	朝阳公园蓝色港湾购物中心
上海	2019年8月	香化、太阳镜、手表、箱包等	874平方米	浦东新区尚悦西广场S2商墅
香港	2019年8月	香化、太阳镜、手表、箱包等	1000余平方米	大屿山东涌达东路东荟城名店仓
澳门	预计2020年	香化、手表、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等	7500平方米	上葡京综合度假村内的购物中心

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

4.4.2、市内免税店政策松绑可期，购物对象有望放宽至本国入

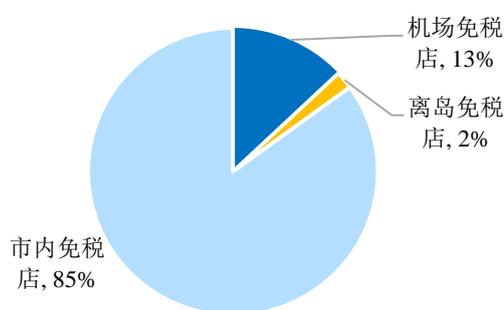
市内免税店是全球免税业最大的业态，销售占比达到39%。作为免税规模全球第一的韩国，2019年免税市场规模达到213亿美元，市内免税销售180亿美元，占比高达85%，具有绝对主导地位。这主要得益于韩国政府重视市内免税店发展，政策支持力度大。

图58：韩国市内免税店政策发展历程



资料来源：韩国海关总署，新时代证券研究所

图59：2019年韩国免税渠道占比



资料来源：KDFA，新时代证券研究所

韩国于1979年率先推出市内免税店政策，旅客凭借护照和出境机票可在市内店购货，并在指定的保税区域（机场及港口提货处）领取，1995年、2006年和2019

年韩国海关分别将国民出境免税限额提升至 2000 美元、3000 美元和 5000 美元。韩国创新的免税制度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，做大做强本土免税市场。

值得注意的是，韩国免税销售对象中，70%为中国人。这部分消费回流值得期待。根据我国实际情况来看，免税消费的主力还是本国人（参考三亚海棠湾免税店，购物者 90%以上为国人），因此，若市内免税店能放宽购物对象至本国人，那未来市内免税销售的规模将呈现非常大的增长空间（中国国内的消费市场远超韩国）。此外，从免税限额来看，目前市内与出入境免税购物共享 8000 元的额度，属较低水平，未来有望提升。

表38: 我国离境市内免税店政策预期

政策类型	现行政策规定	政策宽松预期
免税群体	离境外国公民	增加离境本国公民
免税限额	市内与出入境免税购物共享 8000 元的额度	逐步提升免税限额

资料来源：财政部，新时代证券研究所

4.4.3、京沪市内店收入预测：初期超 30 亿，中期超 160 亿

市内免税店具有高规模与高盈利的双重优势。在客流方面，市内店既有京沪等一线城市庞大的出入境客流，较离岛店有规模优势；同时不占用机场营业面积，不需要支付 40%以上高额的扣点率，仅向机场分享因提货发生的提成比例（远低于扣点率），因此净利率远高于机场店。

目前，中免有 5 家市内店，考虑京沪两地出入境客流占比 80%以上，我们认为京沪市内店收入增长规模可以代表中免市内店业务未来发展潜力。在政策宽松预期和免税消费需求叠加的背景下，我们根据出入境客流、购物渗透率、客单价指标来做京沪市内店收入规模的敏感性分析：

(1) 出入境客流量：京沪机场是我国最主要的国际航空港，随着经济增长，其客流量将持续增长，参考近三年京沪机场出入境吞吐量增速，预计 2020-2024 年的 5 年内累计增长 10%；2025-2029 年的 5 年内累计增速为 5%。

(2) 购物渗透率：我们参考海口市市内店，2019 年首年开业实现购物人次达 42 万人次，若不考虑本地居民仅以当年海口过夜旅客人次 1717 万来计算，渗透率为 2.4%。而三亚海棠湾免税城发展相对成熟，渗透率为 8%。我们预计，京沪市内店发展初期渗透率在 2-4%，中期会达到 8-10%。

(3) 客单价：海口市市内店开业首年客单价达到 2440 元，而三亚店客单价已接近 5000 元。由于京沪市内店免税限额低于 8000 元，但京沪消费能力强于海口三亚，我们预计初期客单价为 1000-2000 元，中期有望上升到 2500-4000 元。

表39: 京沪市内免税店初期销售额估算情况（单位：亿元）

京沪机场旅客吞吐量（万人次）	渗透率假设	京沪市内店游客流量（万人次）	客单价假设（元）			
			1000	1300	1600	2000
7269（按 2019 年京沪机场出入境旅客吞吐量 6608 万 × 110% 计算）	2%	145.38	14.54	18.90	23.26	29.08
	3%	218.07	21.81	28.35	34.89	43.61
	4%	290.76	29.08	37.80	46.52	58.15
	5%	363.45	36.35	47.25	58.15	72.69

资料来源：首都机场，上海机场，新时代证券研究所测算

表40：京沪市内免税店中期销售额估算情况（单位：亿元）

京沪机场旅客吞吐量（万人次）	渗透率假设	京沪市内店游客流量（万人次）	客单价假设（元）			
			2500	3000	3500	4000
7632（按2024年京沪机场出入境旅客吞吐量7629万×105%计算）	6%	457.95	114.49	137.38	160.28	183.18
	7%	534.27	133.57	160.28	187.00	213.71
	8%	610.60	152.65	183.18	213.71	244.24
	9%	686.92	171.73	206.08	240.42	274.77
	10%	763.25	190.81	228.97	267.14	305.30

资料来源：首都机场，上海机场，新时代证券研究所测算

综上，我们估算京沪两地初期市内免税店销售总额约为30-45亿元。中期来看，考虑度过店面推广及客户培养期，离境人次增长、离境渗透率提高、客单价提升，京沪两地市内免税店营收有望达到亿元160-200亿元。

5、盈利预测及投资建议

5.1、盈利预测

5.1.1、公司收入预测

目前，公司业务分为商品销售和其他业务两大块。其中，商品销售主要指免税商品销售业务；其他业务主要指与免税店相关的商业投资开发业务。商品销售业务占比98%。因此，我们主要对公司免税业务进行收入预测，包括海南离岛免税业务、机场免税业务和其他渠道免税业务三个部分。

在上文第4章节中，我们对公司的主要免税店收入进行了详细预测，对客单价、客流量、渗透率等具体假设条件做了说明，包含三亚免税城、上海机场店、北京机场店、广州机场店、海免公司等。

海免、其他渠道免税业务及其他业务收入预测的相关假设条件如下：

（1）海免公司：公司收购其51%股权预计2020年下半年并表。

（2）香港机场店：与北上广三大枢纽机场类似，2020受疫情影响收入预计下降60%；2021-2022年回升，增长110%、10%。

（3）中免及其他免税店：中免本部及其他免税受疫情影响也会下滑，但线上销售发力及中免批发业务会抵消部分影响，预计2020年下降40%，小于机场店降幅；2021-2022年回升，增长60%、20%。

（4）其他业务：国旅投资的商业开发业务因疫情受到一定影响，但二季度业务已基本恢复，预计2020年下降10%；2021-2022年回升，增长30%、10%。

表41：公司收入预测表

业务分类	单位：亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
商品销售（中免公司）	小计	343.35	469.67	290.04	556.68	666.54
	YOY		119.81%	36.79%	-38.25%	91.93%
其中：						
	三亚免税城	80.1	104.65	104.38	166.59	200.50

业务分类	单位: 亿元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
	yoy	31.66%	30.65%	-0.26%	59.60%	20.36%
上海机场		104.51	151.49	57.57	128.45	148.05
	yoy		44.95%	-62.00%	123.13%	15.26%
首都机场		73.89	85.89	32.66	72.86	85.47
	yoy	71.40%	16.24%	-61.98%	123.13%	17.30%
广州机场		8.84	19.22	7.31	18.64	22.77
	yoy		117.42%	-61.95%	154.92%	22.14%
香港机场		20.97	24.02	9.61	20.18	22.19
	yoy		14.54%	-60%	110%	10%
中免本部及其他免税		63.88	103.62	62.17	99.48	119.37
	yoy	29.18%	62.21%	-40%	60%	20%
海免公司				32.69	50.49	68.18
	yoy				54.45%	35.04%
旅游服务(国旅总社)		122.89	5.99	0	0	0
其他业务(国旅投资等)		3.83	4	3.6	4.68	5.15
	yoy	-0.52%	4.44%	-10%	30%	10%
公司总收入	合计	470.07	479.66	293.64	561.36	671.69
	YOY	66.21%	2.04%	-38.78%	91.18%	19.65%

资料来源:公司公告,新时代证券研究所

5.1.2、公司净利润预测

毛利率方面,公司已聚焦免税业务,毛利率稳定且有提升空间。因疫情影响,2020年公司毛利率预计下滑3pct至46.5%,2021-2022年回升,均为50.5%。

费用项目预测假设如下:

(1)销售费用:因疫情促销会增加营销推广,预计2020年公司销售费用率会提升1pct至32%,2021-2022年逐年下降1pct,至31%、30%。

(2)管理费用:公司管理费用率低且较稳定,2020年因疫情影响管理费用会减少,管理费用率预计微降至3%,2021-2022年回升,分别为3.5%、3.4%。

(3)财务费用:公司资金压力很小,财务费用率一般为负数。2020年受疫情影响公司有向大股东借款,预计财务费用率增至0.1%,2021-2022年下降,均为0.05%。

(4)其他成本:根据公司近两年情况,其他成本稳定较低,预计2020年其他成本为2亿元,2021-2022略有下降,均为1亿元。

净利润预测相关假设如下:

(1)所得税率:受疫情影响,且减税降费政策加强,公司2020年利润减少会带来所得税/利润总额比值下降,参考过往情况,预计降至20%;2021-2022年回升,分别为23%、25%。

(2)少数股东损益:少数股东损益主要是日上上海、日上中国、海免公司等,

参考过往情况，预计 2020 年因公司利润下滑明显，少数股东损益下降至 3 亿元；2021-2022 年回升，分别为 11 亿、16 亿元。

表42: 公司毛利率、费用及净利润预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
毛利率					
商品销售	52.24%	49.55%	46.50%	50.50%	50.50%
旅游服务	10.01%	11.44%	0.00%	0.00%	0.00%
合计	41.45%	49.40%	46.50%	50.50%	50.50%
毛利 (亿元)					
商品销售	179.37	232.72	134.87	281.12	336.60
旅游服务	12.30	0.69	0.00	0.00	0.00
合计	194.84	236.95	136.54	283.49	339.20
费用 (亿元)					
销售费用	116.01	149.04	93.96	174.02	201.51
销售费用率	24.68%	31.07%	32.00%	31.00%	30.00%
管理费用	16.01	15.49	8.81	19.65	22.84
管理费用率	3.41%	3.23%	3.00%	3.50%	3.40%
财务费用	-0.07	0.11	0.32	0.31	0.34
财务费用率	-0.01%	0.02%	0.10%	0.05%	0.05%
其他成本	9.49	0.73	2	1	1
净利润 (亿元)					
利润总额	53.36	71.6	31.43	88.49	113.52
所得税	14	17.46	6.29	20.36	28.38
所得税/利润总额	26.24%	24.39%	20.01%	23.00%	25.00%
净利润	39.36	54.15	25.14	68.13	85.14
少数股东损益	8.4	7.86	2.96	10.96	16
归母净利润	30.96	46.29	22.18	57.17	69.14
YOY	22.37%	49.48%	-52.07%	157.77%	20.93%

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

5.2、投资建议

我们预计公司 2020-2022 年实现营收分别为 293.64 亿元、561.36 亿元、671.69 亿元，同比增长-38.78%、91.18%、19.65%；归母净利润分别为 22.18 亿元、57.17 亿、69.14 亿元，同比增长-52.07%、157.77%、20.93%。对应 2020-2022 年 EPS 分别为 1.14 元、2.93 元、3.54 元，对应 PE 分别为 84、32、27 倍。

我们认为，尽管公司受疫情影响，免税销售业务 2020 年会有较大下滑，但公司龙头地位稳固、竞争优势明显，免税政策红利和免税消费回流趋势不改，看好公司中长期高增长逻辑，首次覆盖给予“推荐”评级。

6、风险提示

1. 政策风险

离境市内免税店暂未对国人开放，未来相关政策落地不能如期到来，或免税额度、提前购物时间低于市场预期。同时，如果免税经营牌照放宽，海南自由贸易港建设放开免税经营条件，将加剧行业竞争。因此，公司面临政策风险。

2. 疫情及宏观经济风险

疫情全球流行尚未得到有效控制、宏观经济承压、国内消费持续疲软，出境游人次减少，出境旅客购买力及边际消费倾向下降，渗透率降低，客单价回落，将不利于公司业绩增长。

3. 汇率风险

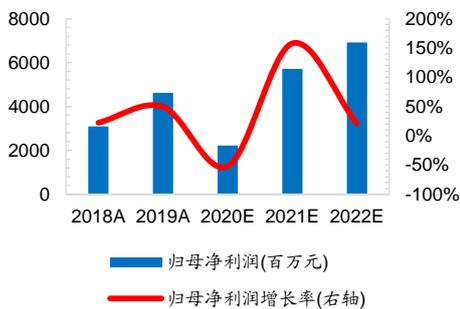
人民币对美元贬值，免税品采购以美元计价，将导致公司经营成本提高。

财务预测摘要

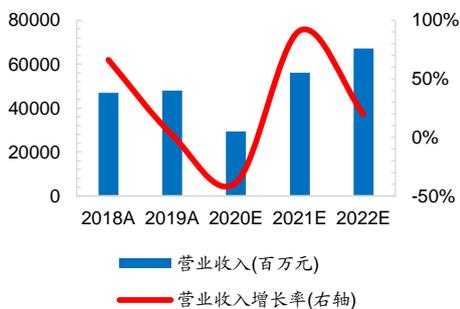
1、毛利率、EBIT率、净利率



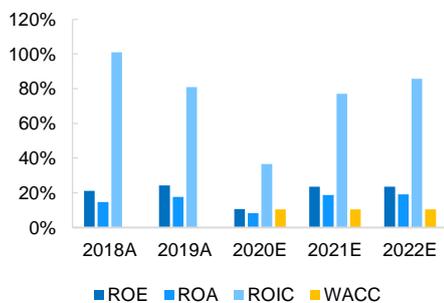
2、净利润及其年度增长率



3、营业收入及其年度增长率



4、资本回报率



利润表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	47007	47966	29364	56136	67169
营业成本	27518	24273	15710	27787	33248
折旧和摊销	371	408	401	486	603
营业税费	659	772	392	779	963
销售费用	11601	14904	9396	17402	20151
管理费用	1601	1549	881	1965	2284
财务费用	-7	11	32	31	34
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	51	965	75	212	314
营业利润	5426	7109	3184	8767	11267
利润总额	5336	7160	3143	8849	11352
少数股东损益	840	786	296	1096	1600
归属母公司净利润	3095	4629	2218	5717	6914

资产负债表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总资产	26847	30687	30712	36334	44628
流动资产	19578	22246	23409	27460	35134
货币资金	11289	11906	13304	15166	19577
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	979	800	800	830	855
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	607	919	15	1770	366
存货	5943	8060	8833	8534	13632
可供出售投资	1	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	284	255	258	287	349
固定资产	1932	1632	549	1765	2091
无形资产	1202	2504	2735	2975	3272
总负债	8263	8377	7293	7464	8458
无息负债	7783	7834	6740	6894	7871
有息负债	480	542	553	569	587
股东权益	18584	22310	23419	28870	36170
股本	1952	1952	1952	1952	1952
公积金	3844	3852	3852	3852	3852
未分配利润	9643	12912	13913	16905	20730
少数股东权益	2349	2421	2717	3813	5413

现金流量表 (百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2722	2926	1938	5047	6495
净利润	3935	5415	2514	6813	8514
折旧摊销	371	408	401	486	603
净营运资金增加	828	1818	860	2035	2286
其他	-2412	-4714	-1837	-4287	-4908
投资活动产生现金流	-1906	-1099	887	-1809	-853
净资本支出	1582	1498	-1216	1506	503
长期投资变化	9	7	-3	-31	-62
其他资产变化	-316	406	-333	-334	-412
融资活动现金流	-1149	-1646	-1427	-1376	-1230
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2342	114	-1084	171	994
无息负债变化	2078	52	-1094	154	977
净现金流	-247	267	1398	1862	4412

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

关键指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	66.2	2.0	-38.8	91.2	19.7
净利润增长率	34.1	37.6	-53.6	171.0	25.0
EBITDA 增长率	43.5	34.1	-55.7	179.2	28.2
EBIT 增长率	43.5	35.9	-58.9	201.9	28.5
估值指标					
PE	46.4	56.1	83.6	32.4	26.8
PB	8.4	10.7	9.0	7.4	6.0
EV/EBITDA	32.9	24.4	54.8	19.5	15.0
EV/EBIT	35.3	25.9	62.6	20.7	15.8
EV/NOPLAT	47.9	34.2	82.9	27.4	21.1
EV/Sales	3.8	3.7	6.0	3.1	2.6
EV/IC	10.6	8.6	8.3	6.8	5.5
盈利能力 (%)					
毛利率	41.5	49.4	46.5	50.5	50.5
EBITDA 率	11.5	15.1	10.9	15.9	17.1
EBIT 率	10.7	14.2	9.5	15.1	16.2
税前净利润率	11.5	14.8	10.8	15.6	16.8
税后净利润率 (归属母公司)	4.9	7.3	5.7	7.7	7.7
ROA	14.7	17.6	8.2	18.8	19.1
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.2	24.3	10.7	23.6	23.5
经营性 ROIC	101.0	80.9	36.5	77.0	85.7
偿债能力					
流动比率	2.5	2.8	3.4	3.9	4.4
速动比率	1.7	1.7	2.1	2.5	2.6
归属母公司权益/有息债务	33.8	36.7	37.4	44.0	52.4
有形资产/有息债务	44.8	44.0	43.3	51.4	63.5
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	1.59	2.37	1.14	2.93	3.54
每股红利	0.55	0.72	0.70	0.62	0.65
每股经营现金流	1.74	1.53	0.99	2.59	3.33
每股自由现金流(FCFF)	0.71	1.44	1.47	1.70	3.06
每股净资产	8.32	10.19	10.60	12.83	15.75
每股销售收入	24.08	24.57	15.04	28.75	34.40

资料来源: Wind, 新时代证券研究所预测

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

姚轩杰，社服行业首席分析师，2017年加入新时代证券，5年投资研究经验，擅长扎实的基本面研究和行业趋势把握，精于挖掘具有中长期投资价值的优质个股。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕莅琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyuqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>