

# 中国中免 (601888.SH)

## 好风凭借力：中免的底牌是什么？

### 报告要点

#### 长期看国策：消费回流 蛋糕做大

免税竞争格局有序，政策加码消费回流。免税品的中国境内消费是引导消费回流的重要推力，中国经济长期向好的趋势从未改变，国民的高品质消费需求将不断释放，海南“十四五”免税业发展目标是吸引免税购物回流 3000 亿元，离岛免税贸易实现倍增，共同做大蛋糕。

#### 中期看格局：零售龙头 壁垒极强

免税行业由规模效应决定进店转化率和议价能力，并构筑企业护城河。中国中免历史可追溯到 1984 年，央企背景，旅游资源雄厚，公司于 2020 年登顶全球最大旅游零售运营商并三年蝉联第一。截至 2023 年底，中免设立约 200 家免税店，覆盖超过 100 个城市。据沙利文报告，中国中免的国内免税销售额于 2018 年后占比均达 85% 以上，海旅免税紧随其后（9.3%），中国免税业呈现一超多强格局。同时，公司加速线上有税业务发展，在过去几年仍实现营收增长。

#### 短期看盈利：机场降本 周转提速

签订机场租金补充协议，保底与扣点双降。2023 年底，公司与上海及首都机场签订租金补充协议，保底租金大幅下降（上海机场 7.07 亿元、首都机场 5.58 亿元），远低于 2021 年以前（上海机场约 60 亿，首都机场约 30 亿），综合扣点率由 2019 年约 45% 降至约 28%-32%，若国际客流持续修复，机场渠道免税净利率将比疫前大幅提高；公司周转率水平行业内全球领先，受全球经济影响 2023 年公司存货周转率为 1.88 次/年，仍处于恢复阶段。

我们与市场不同的观点：牌照放开，实则利好。以史为鉴，韩国放开牌照后行业竞争加剧，后续小型免税企业被清退，龙头免税企业市占率恢复度较高（乐天和新罗的市场份额从 2012 年的 81% 被小规模企业挤占后降低，小规模企业陆续出清后市占率于 2018 年恢复至 65%），但龙头企业的营业额随着韩国免税业总体量的扩大而增长，因此牌照放开只会加速小规模企业出清，另有政策叠加决定恶性竞争或不可持续，牌照放开实则利好龙头企业。

盈利预测、估值与评级。公司作为旅游零售行业龙头，将显著受益于出入境客流的恢复和市内免税政策的陆续落地，同时随着海南自贸港的建设推进，公司规模优势和卡位优势将大幅提升公司竞争力。2024-2026 年归母净利润分别为 79/96/109 亿元，对应 PE 分别为 23/19/17x，首次覆盖，给予“持有”评级。

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (亿元)	675	798	929	1,030
增长率 (%)	24.1%	18.2%	16.4%	10.9%
归属母公司所有者净利润 (亿元)	67	79	96	109
增长率 (%)	33.5%	17.9%	20.9%	14.2%
每股收益 (元)	3.245	3.825	4.625	5.284

**风险提示：** 1、行业竞争加剧；2、海南封关政策不确定性；3、新项目经营不及预期；4、汇率波动风险。

### 休闲服务

评级：持有 首次覆盖

日期：2024.05.17

分析师 何晓敏

登记编码：S0950523110001

☎：(021) 6139 2631

✉：hexiaomin@w kzq.com.cn

公司基本数据	2024/5/17
总股本 (万股)	206,885.90
流通 A 股/B 股 (万股)	195,247.55
资产负债率 (%)	23.21
每股净资产 (元)	27.14
市盈率 (当前)	68.61
市净率 (当前)	2.82

### 公司表现 2024/5/16



资料来源：Wind，聚源

## 内容目录

一、行业领军者，旅游零售业龙头 .....	5
1.1 公司背景概述：央企背景，全球免税 NO.1.....	6
1.2 公司免税业务：免税稳步修复，市内免税地基夯实.....	8
1.3 公司有税业务：线上零售价格竞争力足，跨境进口电商逻辑独立.....	9
二、聚焦全球免税市场 .....	14
2.1 购物渠道对比，免税是众望所归.....	14
2.2 中国：促消费回流，旅游零售市场加速成长.....	15
2.2.1 2023 年，中国奢侈品市场迎来复苏和过渡之年.....	16
2.3 海南：政策+扩容，打造全球免税业灯塔.....	17
2.3.1 海南 2025 年封关计划.....	18
2.3.2 海南离岛免税新政.....	21
2.3.3 海南免税规划与展望 .....	21
三、    各国免税模型对比分析，都有较强的借鉴意义 .....	24
3.1 欧美：Avolta（原 Dufry）并购为王，规模制胜.....	24
3.2 亚太：韩国系全球免税 NO.1，政策支持做大，并辐射周边.....	25
四、传统业务优势尽显，面对挑战固壁清野 .....	28
4.1 底牌 1：长期深耕免税领域，营运能力全面升级.....	28
4.2 底牌 2：规模优势显著，强议价能力提升竞争力.....	29
4.3 面对质疑：免税牌照放开，中免能否维持霸主地位？ .....	32
五、公司核心盈利店面分析与展望 .....	34
5.1 离岛免税，海南布局正完善.....	34
5.2 口岸免税，恢复弹力强.....	38
5.3 市内免税，潜力无限空间广.....	41
六、盈利预测与投资建议 .....	42
风险提示： .....	42

## 图表目录

图表 1: 公司 2017-2023 营收及增速 (单位: 亿元)	5
图表 2: 公司 2017-2023 年归母净利润及增速 (单位: 亿元)	5
图表 3: 公司免税与有税商品销售百分比	5
图表 4: 公司 2017-2023 年毛利率与净利率情况	5
图表 5: 2016 年变化后股权框架如下	6
图表 6: 截至 2024 年 2 月中国中免股权结构图	6
图表 7: 中国中免阶段性成就列表	7
图表 8: 中国中免集团办公楼	7
图表 9: 中国中免机场免税店	7
图表 10: 日上免税行 (口岸免税)	8
图表 11: 三亚免税城 (海南离岛)	8
图表 12: 市内免税店	9
图表 13: 柬埔寨西岗免税店 (海外免税店)	9
图表 14: 中免大力发展线上购物平台	9
图表 15: 2018-2023 中国跨境进口电商市场规模 (亿元人民币)	10
图表 16: 2018-2023 中国货物进口额及其占进出口额的比例	10
图表 17: 2021-2022 中国消费者进口产品消费渠道热度对比	11
图表 18: 2023 中国跨境进口电商交易份额	11
图表 19: 中免系线上购物平台的价格优势 (以香化产品为例)	11
图表 20: 中国中免会员权益说明	12
图表 21: 会员制度对比	13
图表 22: 会员数增长	13
图表 23: 中国进口商品购买渠道优劣势对比	14
图表 24: 中国主要免税店的经营形式	15
图表 25: 2015-2022 海南与韩国离岛免税销售额对比 (单位: 亿美元)	16
图表 26: 2011-2023 中国内地奢侈品消费市场销售额 CAGR	16
图表 27: 中国内地个人奢侈品市场同比增速, 按品类划分 (%)	17
图表 28: 海南的发展优势	17
图表 29: 2017-2026 年海南旅客规模 (及预测) (单位: 百万人次)	18
图表 30: 新业态、热点下的不同旅游模式	18
图表 31: 《海南自由贸易港建设总体方案》方案概要	18
图表 32: 国家对海南省相关政策支持	19
图表 33: 自贸港建设制度设计	20
图表 34: 海南封关前后零售业态税务处理	20
图表 35: 海南离岛免税政策调整情况	21
图表 36: “十四五”未来海南机场、港口规划	22
图表 37: 海南现有及预计新增免税店	23
图表 38: 海南离岛免税销售额预测 (人民币亿元)	24
图表 39: 海南离岛免税购物渗透率预测	24
图表 40: DUFY LOGO	24
图表 41: DUFY LOGO	24
图表 42: Dufy 发展线路图	25
图表 43: 韩国市内免税店牌照数量	26
图表 44: 2019 年韩国免税店牌照数量	26
图表 45: 韩免退出事件 (部分)	26

图表 46: 韩国免税业销售额（十亿美元）及全球占比.....	27
图表 47: 2017-2019H1 乐天、新罗、新世界韩国市场市占率变化.....	27
图表 48: 2016-2019 乐天免税销售额.....	27
图表 49: 2016-2019 新罗免税销售额.....	27
图表 50: 公司核心能力.....	28
图表 51: 中免毛利率显著高于海旅免税.....	28
图表 52: 公司采购回扣金额逐年上升.....	28
图表 53: 主流免税品供应商.....	29
图表 54: 免税店 TOP40 热门单品最低价分布.....	30
图表 55: 中国中免主要机场免税店经营权及详情.....	30
图表 56: 全球出行扰动因素后公司机场免税收入占比不断下降（亿元，%）.....	31
图表 57: 各公司免税牌照经营范围.....	32
图表 58: 2023 中国中免及中国其他免税零售商零售门店数量.....	33
图表 59: 三亚国际免税城美食区（摄于 2024 年 2 月 5 日）.....	33
图表 60: 海口国际免税城（摄于 2024 年 2 月 5 日）.....	33
图表 61: 三亚国际免税城一期（正面）.....	35
图表 62: 三亚国际免税城二期.....	35
图表 63: 三亚过夜游客数.....	36
图表 64: 三亚国际免税城营收（亿元）.....	36
图表 65: 海口国际免税城外观航拍.....	36
图表 66: 海口国际免税城 AURA 天际秘林主题中庭.....	36
图表 67: 美兰机场旅客吞吐量（万人次）.....	37
图表 68: 美兰机场免税店营收（亿元）.....	37
图表 69: cdf 海口国际免税城俯瞰图.....	38
图表 70: cdf 海口国际免税城内部图.....	38
图表 71: 2023 年全国旅客量前十机场（单位：万人次）.....	38
图表 72: 上海机场国际旅客吞吐量（万人次）.....	39
图表 73: 上海机场客单价（元）.....	39
图表 74: 日上上海营业收入预测.....	39
图表 75: 北京首都机场国际旅客吞吐量（万人次）.....	40
图表 76: 北京首都机场客单价（元）.....	40
图表 77: 日上中国营业收入预测.....	40
图表 78: 中国市内免税店相关政策.....	41
图表 79: 公司主营业务盈利预测（亿元）.....	42

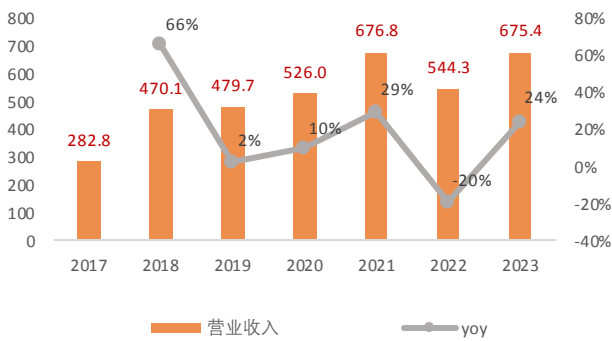
## 一、行业领军者，旅游零售业龙头

中国中免（601888.SH）主要从事以免税为主的旅游零售业务，包括烟酒、香化、精品、服饰、电子产品等免税及有税商品的批发、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、中免投资公司分别负责公司的免税业务、旅游目的地商业综合体投资开发业务。

公司的经营模式为：公司全资子公司中免公司统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税及有税商品，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。部分距离配送中心地理位置较远的免税店，考虑到运输成本等原因，由供应商直接向这些免税店发货，再由中免系统下属免税店销售给出入境或海南离岛旅客。

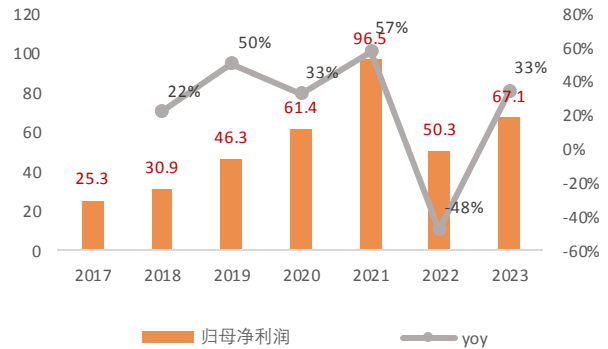
除线下销售渠道外，公司还通过打造一体化线上平台充分发展线上业务，创新开展数字化营销模式，实现线上线下销售渠道的有效衔接，高效赋能企业提质增效。

图表 1：公司 2017-2023 营收及增速（单位：亿元）



资料来源：同花顺 if ind, 五矿证券研究所

图表 2：公司 2017-2023 年归母净利润及增速（单位：亿元）

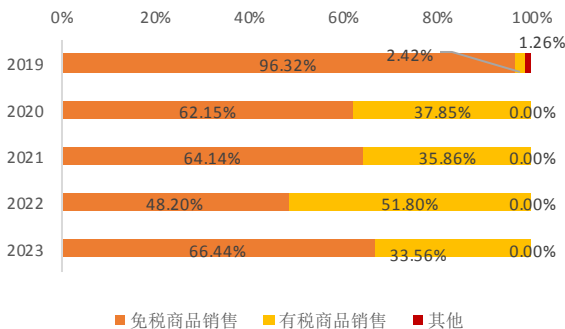


资料来源：同花顺 if ind, 五矿证券研究所

**营收稳步提升，净利润环比回暖。**得益于免税行业的持续发展和公司的持续并购扩张，中国中免保持稳健发展步伐，公司 2023 年收入 675.4 亿元，同比+24.08%，2017-2023 年年复合增长率 15.61%；归母净利润 67.14 亿元，同比+33.46%，处于持续恢复过程中。

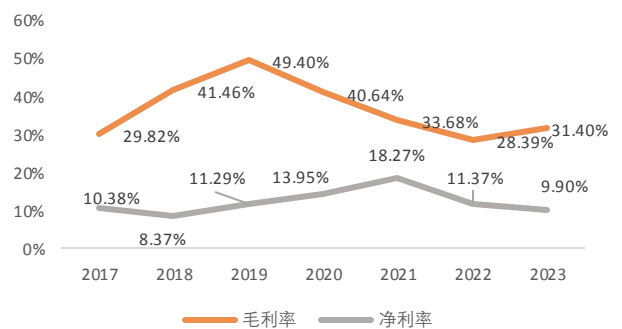
**疫后有税商品占比降增加。**从业务划分来看，公司的收入主要来源于商品销售和其他收入，其中商品销售包括有税与免税品销售，其他收入则主要来自广告租金和海南物业的租金收入。2019 年以前，公司收入主要来自于免税品销售，占比为 96.3%，2020 年以后，随着线上业务的发展和综合商业体陆续落地，公司有税商品业务持续发展，2023 年，有税业务占比超过 33.56%。

图表 3：公司免税与有税商品销售百分比



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 4：公司 2017-2023 年毛利率与净利率情况



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

公司的毛利率主要与免税产品销售占比有关。2019年以前，公司毛利升高的主要原因为经营重心转向商品销售业务，公司商品销售业务占比由2017年的56%提升至2018年的74%，并且于2019年1月将国旅总社的股权转让给控股股东中国旅游集团，专注于毛利率较高的免税品零售市场。2020-2022年毛利下降主因公司积极拓展线上业务，有税商品销售实现大幅增长，公司免税商品销售占比下降。公司2023年毛利率31.4%，净利率9.9%，毛利率水平较2022年有所提升。

公司净利率主要和机场租金挂钩。2018年公司收购日上上海，公司销售费用同比增长228.8%（机场租赁费）以及管理费用同比增长47.9%，降低了公司净利率，2019-2021净利率上升，主因公司持续推进内部管理整合，提升管理效益，控制非必要的费用支出。2021年之后公司净利率下降主因全球出行干扰影响，机场客流大幅减少，并于2021年与机场签订补充协议，减少租金支出，后于2023年12月签订补充协议，大幅度降低保底租金。

### 1.1 公司背景概述：央企背景，全球免税 NO.1

国资委为实控人，内部动能激化。中国旅游集团中免股份有限公司成立于1984年，由中国国务院正式授权成立中国免税品公司（中免集团前身），在全国范围内开展业务。于2008年3月，中国国旅股份有限公司（2020年改名为中国中免）成立，注册资本为人民币660百万元，由中国国旅集团（主要从事旅游业务、免税业务及房地产开发及管理的国有企业）及华侨城集团（主要从事旅游服务、房地产及酒店发展的国有企业）发起及出资。

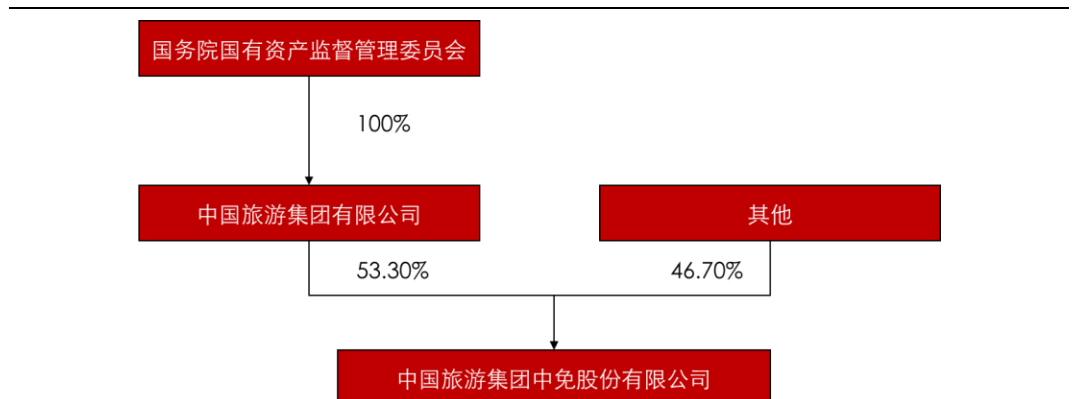
中国中免于2009年10月在上海证交所上市（股票代码：601888），发行股本2.2亿股，注册资本为人民币976.2百万元。2016年7月，中国国旅集团与中国旅游集团（主要从事旅游及观光服务的国有企业）订立股份转让协议，将中国国旅集团当时持有的全部55.30%公司股权转让至中国旅游集团。

图表 5：2016 年变化后股权框架如下

股东名称	持有的 A 股数目	股权百分比 (%)
中国旅游集团	539,846,100	55.30
华侨城集团	39,850,455	4.08
其他股东	396,541,217	40.62
合计	976,237,772	100.00

资料来源：公司 H 股招股书，五矿证券研究所

图表 6：截至 2024 年 2 月中国中免股权结构图

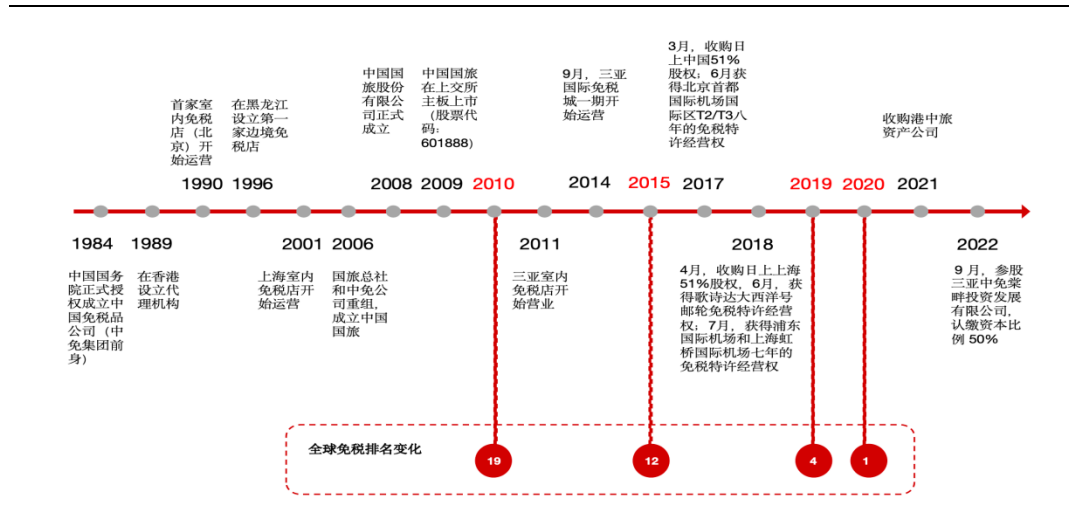


资料来源：公司 H 股招股书，公司公告，五矿证券研究所

公司于 2017、2018 年先后收购日上中国、日上上海 51% 股权，且 17 年中标香港机场烟酒段；18 年集团设立海南总部，收购海免 51% 股权；19 年剥离国旅总社，全面聚焦免税业务。

**央企经营和市值考核压力强化，有望进一步激发公司未来管理势能。**考虑央企市值考核要求，我们预计公司未来将会进一步提高经营管理效率，扩大利润规模，以最终提升市值表现。市值考核政策一方面杜绝企业打价格战，不良竞争；一方面强力促使企业关注市值表现，企业管理动能将被进一步激化。

图表 7：中国中免阶段性成就列表



资料来源：公司 H 股招股书，公司公告，五矿证券研究所

**全方位 NO.1 旅行购物经营者，奖项不断。**历经近 40 年的发展，中国中免已于 2020 年跃升全球第一免税零售服务商，并于 2021、2022、2023 年三年蝉联。根据弗若斯特沙利文，2021 年中免占据全球免税零售行业市场份额的 24.6%，近四分之一。

**全渠道、多地区覆盖免税业务。**中免集团在全国 30 多个省、市、自治区、特别行政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（离岛、离境）等类型的 200 余家免税店。主要销售渠道覆盖北京、上海、广州、成都、杭州等地的中国大型枢纽机场，香港、澳门等地的亚太国际机场，北京、上海、青岛、厦门、大连、香港、澳门等地的市内免税店，歌诗达大西洋号、鼓浪屿号邮轮免税店，中国主要边境口岸以及海南地区等。其免税店品牌有“cdf 中国免税”、“日上免税行”和子品牌“DUTY ZERO by CDF”、“cdf Beauty”，有税店品牌有“Lile Du Luxe”。

图表 8：中国中免集团办公楼



资料来源：中国中免官方网站，五矿证券研究所

图表 9：中国中免机场免税店



资料来源：中国中免官方网站，五矿证券研究所

## 1.2 公司免税业务：免税稳步修复，市内免税地基夯实

免税业务历来为公司业务核心，涵盖机场口岸出入境免税、海南离岛免税及市内免税业务

**口岸免税店：**公司在中国及亚太地区主要航空枢纽有经营免税店的专营权，包括截至 2023 年 11 月旅客吞吐量前三的广州白云国际机场（6316 万人次）、上海浦东国际机场（5448 万人次）和北京首都国际机场（5288 万人次）三大机场，以及香港国际机场及澳门等亚太国际枢纽机场。公司 2023 年成功中标天津滨海国际机场、大连周水子国际机场、云南天保口岸、云南瑞丽口岸、云南畹町口岸等免税店经营权及成都双流国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、哈尔滨太平国际机场、广州南站等有税项目经营权，进一步巩固公司在国内大中型机场及口岸的渠道优势。海外渠道方面，公司有序推进海外项目拓展及免税经营权投标工作，成功获取柬埔寨暹粒吴哥国际机场免税店经营权并实现开业，中标新加坡樟宜机场麒麟精品店经营权，实现“爱达·魔都号”“地中海号”邮轮免税店开业。

2023 年 12 月，中免与首都机场、上海浦东和上海虹桥国际机场重新修改了机场租金合同。重新约定了每月机场租金的收取方式为年保底经营费和年实际销售额提成两者取高的模式。据中免公告，本次补充协议的签署有利于其机场免税业务的持续健康发展，巩固免税行业优势地位。

**海南离岛店：**离岛免税业务常年为公司贡献 60% 以上的业绩，且公司离岛免税店充分占据了海南免税销售的核心渠道，在全岛有策略地布局机场免税店、旅游零售综合体、市内店和体验中心。

2011 年海离岛免税政策推出，公司在海南设立了第一家离岛免税店。2020 年全球出行干扰影响下，政策大力支持消费回流，离岛免税成为业绩贡献主体。同时，公司在近几年收购海免、增设三亚凤凰机场免税店、海口国际免税城也于 2023 年 1 月开业。政策加自身成长扩张，公司离岛免税地位有望进一步提升。

图表 10：日上免税行（口岸免税）



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 11：三亚免税城（海南离岛）



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

**市内免税店：**近年来政策支持市内免税店发展，旅游零售商纷纷布局。2019 年，公司在青岛、厦门、大连、北京的市内免税店先后开业，2021 年公司收购港中旅，2023 年收购中出服股份，补充回国补购型市内免税店，为市内免税业务日后的增长奠定基础。

**海外免税店：**公司中标香港国际机场出售的免税烟酒特许权，并获得了澳门国际机场免税经营牌照。此外，公司还于香港和澳门分别运营一家市内免税店，于柬埔寨的三大重要城市（金边、暹粒和西哈努克）运营三家市内免税店。2024 年 2 月 7 日，公司在新加坡樟宜机场开



设 Qeelin 品牌专卖店并投入运营。海外店铺有助公司积累更多海外运营经验，为公司扩大全球布局开通道路。

图表 12：市内免税店



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 13：柬埔寨西岗免税店（海外免税店）



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

### 1.3 公司有税业务：线上零售价格竞争力足，跨境进口电商逻辑独立

线上有税业务借势公司免税业务与品牌方积累的议价能力争取到足够的低价，乘上电商蓬勃发展的东风，于 2020 年开始业绩爆发。

为契合时代发展，公司积极布局零售新业态。公司于 2018 年搭建线上平台“CDF 会员购”，针对过去 180 日内曾到访海南的顾客提供离岛补购等业务（因此此项销售收入属于“离岛店销售”），根据弗若斯特沙利文，公司是全国第一个搭建线上预订平台、线上会员购平台的免税运营商。

线上业务的拓展使中国中免在全球出行受限期间营收依然实现了正增长，营业额一举超过其他全球顶级免税集团（《穆迪戴维特报告》涵盖的其他顶级旅游零售商还包括乐天免税店、新罗免税店、杜福睿集团、拉格代尔旅游零售和 DFS 集团）。

图表 14：中免大力发展线上购物平台

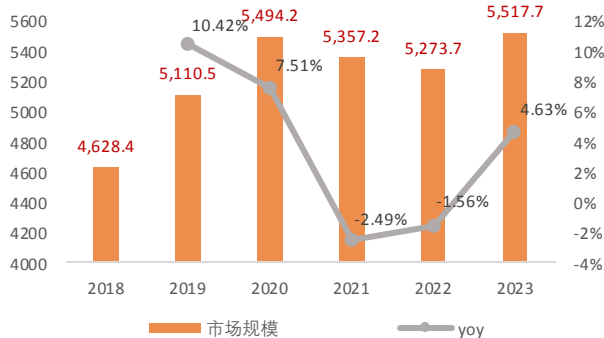
分类	CDF 会员购海南	CDF 会员购	日上免税行上海	CDF 会员购北京	CDF 中免国际
购买资格	年满 16 周岁，乘飞机、火车或轮船，并持有有效身份证件（国内旅客持居民身份证），离开海南本岛但不离境的国内旅客。持有护照、港澳通行证可线上购买，可前往线下实体店购买。	持有中国大陆身份证的居民；且 90 天内有入境记录的中国公民；单笔交易价格不超过 5000 元。	进出境旅客持进出境有效证件和登机牌购买免税商品。（进出境有效证件指护照、往来港澳通行证或往来台湾通行证，以及当日有效登记牌）。	目前仅服务中国大陆公民，实名注册成为会员后即可购物	内陆/港澳均可购买
购物数量限制	单次限购数量：化妆品 30 件（套装商品按包装内所含商品的实际件数计算额度），手机 4 部，酒类 1500ml，其他品类不限件数。超出免税限量的部分，照章征收进境物品进口税。	具体商品有限购要求，平台没有统一规定。	根据海关对入境旅客携带物品的规定，每位入境旅客可携带： 总金额 ≤ 8000 元人民币（每位入境旅客享有最多 8000 元免税额）； 酒精饮料 ≤ 2 瓶	每单订购限额为人民币 5000 元，年度交易限额为人民币 26000 元，同款商品若无商品限购，最多可购买 8 个，超出限购将无	无（部分热销商品有数量限制）

	购买跨境严选商品需进行实名认证校验，根据相关海关政策，跨境电子商务零售进口商品的单笔交易限值为5000元，个人年度交易限值为26000元。	(合计不超过1.5升)； 香烟≤2条(合计不超过400支)； 雪茄≤100支； 烟丝≤500克。	法下单购买商品		
限购额度	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币，不限次数，此外，单价10万元以上商品，每年每次不限购买数量，并在扣减未使用的免税额后缴纳进境物品进口税，最高扣减免税额度为10万元。(同一旅客在同一年度内乘飞机、火车和轮船免税购物金额合计计算)。	单笔交易限值为人民币5000元，个人年度交易限值为人民币26000元。如您的单次交易超5000元，可分单购买。每年一月一日更新额度。(境内特选商品不计入这一额度)。	总金额 ≤ 8000元人民币(每位入境旅客享有最多8000元免税额)。	每单订购限额5000元，占用跨境电商年度个人额度(年度限额26000元)。	不受额度限制
提货方式	离岛自提、返岛自提、邮寄。	深圳前海保税仓发货，京东快递包邮到家。	回程从浦东、虹桥机场入境的旅客，可享受“入境提货服务”。客人在国际出发店选购和预定商品，入境时在入境提货处付款和提货。	订单支付成功后，平台会在3-7个工作日内发货(顺丰、邮政)	自提、邮寄
促销	每月22号为会员日，持续约一周；每年9-10月周年庆，力度较大	每月9号为会员日，持续约一周；每年6月周年庆，活动力度大	目前进行情人节促销活动，香化类、精品类和酒、食品类打折、满减。	不定期秒杀活动	不定期优惠活动
分类	CDF 会员购海南	CDF 会员购	日上免税行上海	CDF 会员购北京	CDF 中免国际

资料来源：公司H股招股书，弗若斯特沙利文，五矿证券研究所

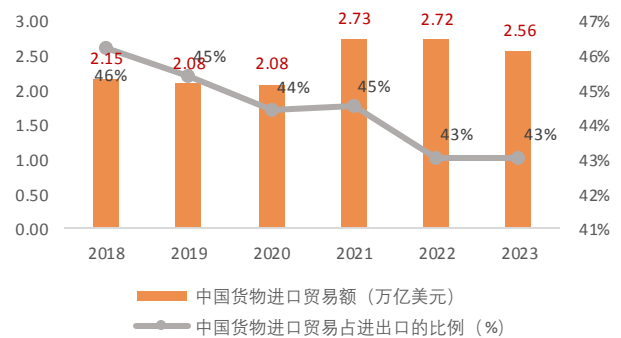
中免线上平台不仅仅是对免税销售渠道的拓宽，更是一个跨境电商平台。中免集团的线上平台销售占比大头是有税商品，有税业务市场即为跨境进口电商市场。

图表 15：2018-2023 中国跨境进口电商市场规模 (亿元人民币)



资料来源：易观分析，五矿证券研究所

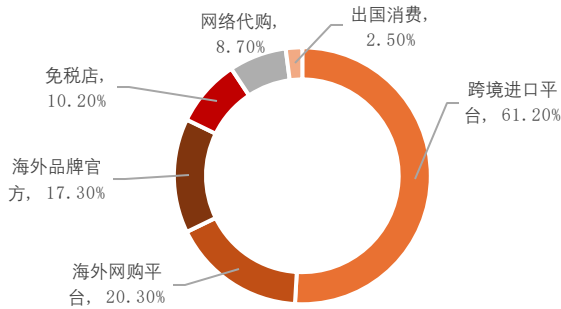
图表 16：2018-2023 中国货物进口额及其占进出口额的比例



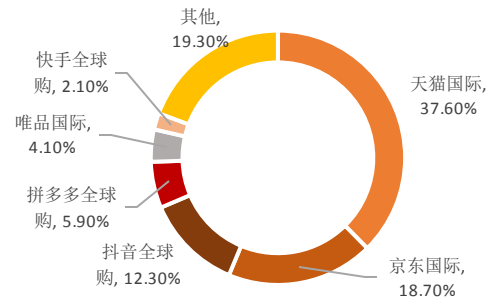
资料来源：艾瑞咨询，五矿证券研究所

根据易观分析数据,2023年中国跨境进口电商规模已经达到5517.7亿元,同比增长4.63%。较2021、2022年,第一次出现正向增长。这反映了当下消费者对于多元化、高品质消费品的强烈消费欲望。同时,2018年以来,中国货物进口额也一直保持2万亿美元以上的规模。可以预见,随着消费者的消费欲望逐渐回暖,对于进口商品的消费需求会持续增长,中国跨境进口市场会更加火热。

图表 17: 2021-2022 中国消费者进口产品消费渠道热度对比



图表 18: 2023 中国跨境进口电商交易份额



资料来源: 亿欧智库, 五矿证券研究所

资料来源: 易观分析, 五矿证券研究所

根据亿欧智库数据,2021-2022年中国消费者进口产品消费渠道热度对比中,跨境进口平台以超过半数的热度占据了绝对优势,可预期在未来的相当一段时间内,跨境进口平台仍然将是中国消费者购买进口产品的主要途径。

**在众多跨境进口电商平台中,中免系线上平台具有明显价格优势。**因中免多年与各大品牌方的紧密联系与之足够强的议价能力,中免的拿货成本足够低,因此,中免发展线上有税平台的拿货成本也有极强的价格优势,因此中免售卖的同类产品价格比其他电商平台更低。以2024年2月的数据为例,通过比较国内知名电商平台淘宝、京东、丝芙兰、海旅免税城、李佳琦直播间(2023年双十一价格)和中免旗下三个线上购物平台(中免日上、CDF会员购海南、CDF会员购)各香化大牌代表性产品的价格,可以发现中免售价明显更加低廉。中免P平台上的大部分产品价格比2023年中国跨境进口电商交易份额中占大市场的天猫国际(37.6%)和京东国际(18.7%)都明显有优势。

**囤货式购物新趋势,中免线上价格优势凸显。**具体说来,考虑到中免线上平台作为中免线下免税店的延伸,迎接了很多线下购物后折返而来二次购物的消费者。这些消费者的购物行为在一定程度上会重复他们在线下免税店的购物模式,即大批量的囤货式购物。

在此情景下,分析中免系购物平台的价格优势时,做出以下假设:已知中免旗下的线上平台有限购规定:例如cdf会员购海南单次限购数量化妆品30件(套装商品按包装内所含商品的实际件数计算额度),假设最大购物量是一次性购入30件。

图示为选择中免系线上平台购物会收获的最大优惠:

图表 19: 中免系线上购物平台的价格优势(以香化产品为例)

大单品价格横向对比(2024.2)	单品	中免系最低价(价格/容量)(元)	实际最低价(元)	购入单件产品,中免比淘宝天猫优惠金额(元)	购入单件产品,中免比京东优惠金额(元)
欧莱雅/L'oreal	黑精华	327.7/115ml	淘宝: 309元/ (75ml+75ml)	-90.80	-25.63

雅诗兰黛/Estee Lauder	小棕瓶精华液	1506.8/ (100ml+100ml)	李佳琦直播间: 1140 元 / (100ml+60ml)	809.87	793.20
兰蔻/Lancome	小黑瓶肌底液	1628/ (100ml+100ml)	中免系已是最低价	2772.00	477.77
资生堂/Shiseido	红腰子	745/100ml	中免系已是最低价	1221.67	1205.00
SK-II	神仙水	1848/ (230ml+230ml)	中免系已是最低价	1532.00	46.47
海蓝之谜/La Mer	精粹水	741.28/150ml	中免系已是最低价	848.73	841.23
法国娇兰/Guerlain	蜜护日晚霜	2189/ (50ml+50ml)	中免系已是最低价	861.00	856.00
圣罗兰/YSL	明彩粉光轻垫粉 底液	407/12g	中免系已是最低价	278.00	273.00
3CE	九宫格眼影	-	李佳琦直播间: 295.65/37ml	/	/
肌肤之钥/CPB	长管隔离	295.65/37ml	中免系已是最低价	244.37	239.37
倩碧黄油 /CLINIQUE	黄油	193/ (125ml+125ml)	中免系已是最低价	1.20	1.17
迪奥/Dior	蓝金唇膏 999	-	淘宝/天猫: 400 元	/	/
阿玛尼/Giorgio Armani	哑光唇釉 crush 321	250.2	中免系已是最低价	129.80	124.80
魅可/Mac	大子弹头口红 666	138	中免系已是最低价	37.00	37.00
纪梵希/Givenchy	四色散粉 1 号	366.6	中免系已是最低价	223.40	218.40
香奈儿/Chanel	洁面乳	-	京东: 485	/	/
汤姆福特/Tom Ford	黑管哑光口红斯 嘉丽红	329	中免系已是最低价	171.00	166.00
祖玛珑/Jo Malone	英国梨与小苍兰 香水	800/100ml	中免系已是最低价	600.00	5.97

资料来源: 淘宝平台, 京东平台, 中免系各平台, 直播间整理价格, 五矿证券研究所

注: 价格会变动, 此为统计日价格

**中免系线上购物平台在物流方面占据天时地利。**公司持续升级后台供应链及信息系统, 在全国 8 大海关监管物流中心的基础上, 进一步优化调拨, 实现低成本、高效率的货品送达。

**中国中免会员完善的会员制度是公司重要竞争力, 能够为会员营造更加综合和个性化的服务体验, 为消费者带来更多持续关怀和回馈, 提高客户黏性。**中国中免会员设有 5 档会员级别, 累计分别达到 0 元、5000 元、1 万元、5 万元、10 万元可成为普通会员、银卡会员、金卡会员、铂金卡会员、钻石卡会员, 分别享受 1 倍、1.2 倍、1.5 倍、2 倍、2.5 倍积分。基础积分规则为消费满 30 元积 1 分, 1 分可抵扣 1 元现金。

图表 20: 中国中免会员权益说明

会员等级	升级需求	会员权益
普通会员	免费注册	1 倍积分; 生日享生日礼券包
银卡会员	3 个自然年内消费满 5 千元	1.1 倍积分; 生日享生日礼券包

金卡会员	3个自然年内消费满1万元	1.2倍积分;生日享生日礼券包
铂金VIP	3个自然年内消费满5万元	1.3倍积分;生日享生日礼券包;快速结账、专用客户服务热线、专属接待厅、专属机场接送(每年两次)
钻石VIP	3个自然年内消费满10万元	1.5倍积分;生日享生日礼券包;快速结账、专用客户服务热线、专属接待厅、私人购物伴侣、专属机场接送(每年五次)

资料来源:公司官网,五矿证券研究所

注:100元1积分,1积分抵扣1元,有效期3年

海旅免税将会员分为三档,最低升级门槛为消费满1万元享受1.5倍积分,1分可抵扣1元现金。中服免税最低升级门槛为消费满5000元享受1.2倍积分、消费满6.5万元享受2倍积分,同样基础积分规则为香化品类满30元积1分、其余品类满50元积1分,同样是1分可抵扣1元现金。整体看,中免会员体系升级门槛相对较低,现金返还力度较高,优势明显,有助于提升复购率。

图表 21: 会员制度对比

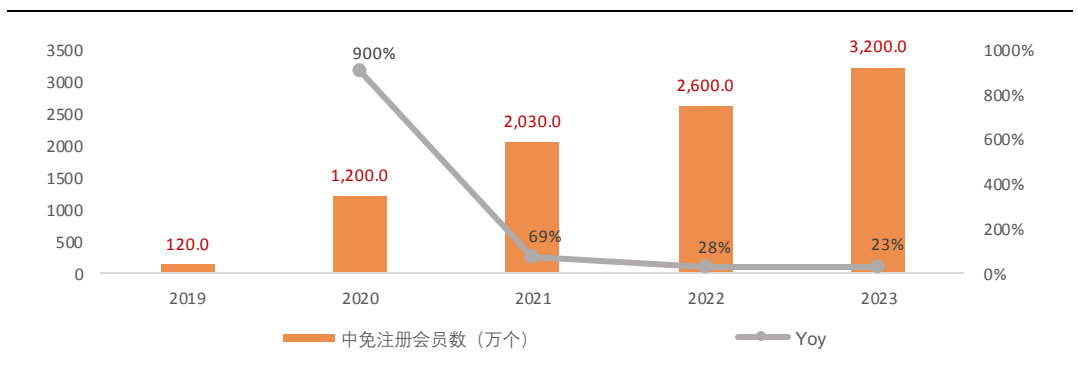
中免				海旅				国药中服			
会员等级	3年内累计消费	消费可享	生日当月	会员等级	3年内累计消费	消费可享	生日当月	会员等级	3年内累计消费	消费可享	生日当月
普通会员	≥0	1倍	1倍	VIP会员	≥0	1倍	2倍	普通会员	≥0	1倍	2倍
银卡	≥5000	1.1倍	1.1倍	白金卡	≥1万	1.5倍	2.5倍	银卡	≥5000	1倍	2.4倍
金卡	≥1万	1.2倍	1.2倍	黑卡	≥4万	2倍	3倍	金卡	≥1.5万	1倍	3倍
铂金卡	≥5万	1.3倍	1.3倍					铂金卡	≥6.5万	2倍	4倍
钻石卡	≥10万	1.5倍	1.5倍					钻石卡	≥16.5万	2倍	4倍
*每100元积1分,1积分=1元				*每30元积1份,1积分=1元				*香化每30元积1份,其他每50元积1分,1积分=1元			

资料来源:各公司官网,五矿证券研究所

公司致力于为会员提供独家销售和福利来提高客户忠诚度,包括为高级会员提供贵宾休息室、优先提货、优先售后、海南购物客的交通服务及主要城市的豪华客车接送服务、生日和其他特殊场合的优惠券以及每12月的年度会员之夜等活动。

中免为消费者量身定制会员体系,会员数量增长迅速;2019、2020、2021、2022,以及2023,公司会员数分别为120万、1200万、2030万,2330万以及3200万人,2019至2023年复合年增长率为127.24%。

图表 22: 会员数增长



资料来源:公司招股书,五矿证券研究所

官方表示，随着更多品牌授权线上销售以及客群线上购物接受度提高，“会员购”线上业务将会持续增长，截至2023年，中免会员数已超过3,200万。受线上业务带动，到2023年年中，有税商品的收入比重提升到30%+。因为销售渠道独立且富竞争力的价格，在全球出行受限影响褪去后，公司的线上有税业务并不会回落到扰动因素发生前的水平，而是会对免税形成强有力的补充，作为公司的第二增长曲线发展下去。

## 二、聚焦全球免税市场

### 2.1 购物渠道对比，免税是众望所归

**免税经济由于免去了中央税收，本质是国家让利。**免税品主要为免征进口关税、增值税和消费税的进口产品，同时也包括实行免（退）消费税、增值税进入免税店销售的国产商品。销售对象为离境或者离岛（海南）不离境旅客，销售地点主要在机场、港口海关之外，或者在运行的国际交通工具上。从税务角度看，若境外人员在一国逗留期间没有享受到本国福利，则不应该承担相应的纳税义务，因此应该退还商品中原本已经缴纳的增值税和消费税等，同时，离境区域或特定口岸商品的交易视同境外交易行为，也不需要缴纳进口关税。

**免税幅度范围较大。**免税品品种一般具有特定限制，烟酒、高档化妆品等免税幅度多在25-50%，最高可达300%。口岸入境免税店经营品类限制为14类，包括烟、酒、香化产品、美容美发及保健器材、手表、眼镜、一二类家用医疗器械、纺织品和鞋子、小皮件和箱包、首饰和工艺品、食品和保健食品、婴儿配方奶粉或辅食、尿不湿以及其他百货。离岛免税商品品种限定为45类，还包含了消费电子产品等。在各类免税品中，烟草、酒类、高档商品等由于关税、消费税较高，免征幅度相对较大。

图表 23：中国进口商品购买渠道优劣势对比

	免税	有税零售	跨境电商	个人代购	出境购买
简介	消费者凭借国际/地区机票，护照在机场，口岸，市内免税店购买商品；离岛免税凭进出海南岛的机票在机场、市内店购买商品	消费者在中国的旗舰店，百货专柜以及电商渠道购买商品	消费者通过中国的跨境 B2C 电商网站购买商品	消费者通过中国外个人或买手直接购买海外商品	消费者在国外专柜、购物中心购买商品
物流时效	除了市内免税店需要机场提货外，可即买即提	海外仓集货模式时间较长，保税仓发货时间最短	时间较长	时间较长	即买即提
通关速度	最快	较快	较慢	/	快
报关概率	不报关，抽查	报关	不报关，抽查	/	不报关，抽查
税收方式	限额以内免税，超过限额部分需要加纳行邮税	足额交税	限额以内消费税和增值税 7 折，超过限额一般按照贸易全额交税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税
货品正品概率及可信度	完全正品	完全正品	取决于跨境电商平台的正规程度，但	取决于代购本人的情况，但是水货假货也	完全正品

			是水货和假货难以杜绝	难以杜绝	
商品丰富度	畅销商品、爆品丰富，供货充足；但小众品牌，小众商品相对不足	供货充足	大牌爆品，畅销品一般拿到的量有限，但海外小众商品的丰富度较高	取决于代购本人情况	供货充足
定价策略	免税商有较大的定价自主权，能够采取低价策略	售价受到品牌商的严格管控，主要的折扣方式是买赠等	平台方有较大的定价自主权，可以定价至跟免税渠道差不多	代购有较大的定价自主权，可以定价至跟免税渠道差	如果是官方渠道，价格也受到严格管控

资料来源：公司H股招股书，公司官网，五矿证券研究所

对比不同渠道购物方式：免税、有税零售、跨境电商、出境购买和代购，在物流时效、通关速度、报关概率、税收方式、货品正品概率及可信度、商品丰富度以及定价策略上，免税渠道是全方位性价比之王，不仅可以即买即提，通关速度最快，不报关、不抽查，100%正品，货品种类丰富，最重要是：免税商品依然具备较强的价格优势。

中国主要免税店经营形式包括口岸免税店、运输工具免税店、市内免税店、外交人员免税店、供船免税店、离岛免税店。

图表 24：中国主要免税店的经营形式

免税店类型	销售对象	示例
口岸免税店	出境口岸的销售对象限于已经办理出境手续、即将前往境外的人员；入境口岸限于尚未办理入境的人员	北京首都国际机场T3航站楼免税店
运输工具免税店	销售对象限于搭乘运输工具的出入境人员	南航机上免税店
市内免税店	出境市内店销售对象限于即将出境的境外人员；入境市内店销售对象限于持中华人民共和国护照入境，年满16周岁以上的中国公民	上海市内免税店
外交人员免税店	销售对象限于外国驻华外交代表和领事机构及其外交人员和领事官员	北京外交人员免税店
供船免税店	销售对象限于出境的国际航行船舶上的船员	深圳盐田港外轮供应免税店
离岛免税店	对乘飞机及火车离岛的旅客实行限次等免进口税购物	三亚海棠湾免税购物中心

资料来源：公司官网，北京首都机场官网，外交服务网，五矿证券研究所

## 2.2 中国：促消费回流，旅游零售市场加速成长

在全球扰动因素出现之前，全球旅游零售市场增长稳定。由2017年的人民币4,697亿元增至2019年的人民币5,991亿元，复合年增长率为12.9%。自2020年起，全球消费疲软严重影响了全球旅游及零售市场，其市场规模大幅下降至2021年的人民币2,721亿元。

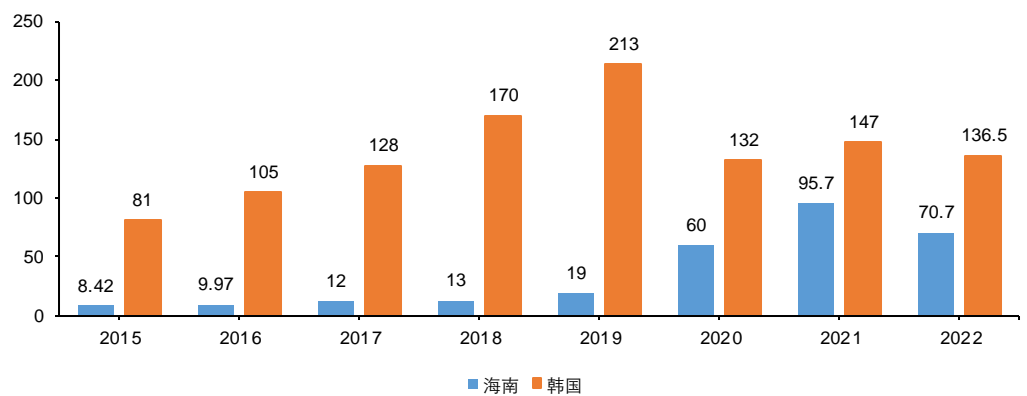
2023年以来，旅游行业市场开始加速复苏。据文旅部数据，2023年，国内出游人次48.91

亿，比上年同期增加 23.61 亿，同比增长 93.3%。国内游客出游总花费 4.91 万亿元，比上年增加 2.87 万亿元，同比增长 140.3%。总体说来，2023 年的旅游经济稳步进入“供需两旺，加速回暖”的复苏向上通道。

随着中国经济的发展和人均 GDP 的提升，人们对高端香化产品、时尚品及配饰和烟酒的需求逐步上升，这些产品恰是中国中免经营的核心产品。另外，中国旅游零售市场受益于群体庞大的 1980 到 1995 年出生的 Y 世代和 1995 年到 2010 年出生的 Z 世代的消费群体。Y 世代是旅游零售市场的核心消费群体，具有强大的购买力和购买意愿，此外，随着受互联网影响的 Z 世代步入职场，其在购物习惯和消费理念的改变和购买力的提高，将给中国旅游零售市场特别是免税市场带来进一步增长的潜力。

**从中长期看，中国经济长期向好的趋势没有改变，国民的高品质消费需求将不断释放，中国奢侈品市场将保持较高增速。**贝恩公司的研究显示，未来海南将成为新兴奢侈品消费圣地，海南离岛免税购物飞速增长。2023 年海南离岛免税销售额 437.6 亿元，增长率 25.71%，2023 年海南免税奢侈品销售额占中国境内奢侈品市场总销售额约 7.20%。穆迪·戴维特报告认为，海南将在未来五年内将成为世界上最大的旅游零售市场。

图表 25：2015-2022 海南与韩国离岛免税销售额对比（单位：亿美元）



资料来源：《海南自贸港旅游白皮书 2022 版》，五矿证券研究所

注：2021 年海南销售额 94.7 亿美元包含了有税收入 15.3 亿美元

### 2.2.1 2023 年，中国奢侈品市场迎来复苏和过渡之年

**中国奢侈品消费力量不容小觑。**根据贝恩发布的《2023 年中国奢侈品市场：复苏和过度之年》，2022 年因为疫情出现下滑的中国内地奢侈品市场在 2023 年迎来复苏，预计将实现 12% 的同比增长；长远来看，中国奢侈品消费的基本面依然强劲，2024 年中国内地的奢侈品市场预计将取得中等个位数增长。

图表 26：2011-2023 中国内地奢侈品消费市场销售额 CAGR

年份	销售额 CAGR
2011-2018	~5%
2018-2021	~40%
2021-2023E	~(1%)
2022-2023E	~12%

资料来源：贝恩《2023 年中国奢侈品市场：复苏和过度之年》，五矿证券研究所



图表 27：中国内地个人奢侈品市场同比增速，按品类划分（%）

	2020-2021	2021-2022	2022-2023E
美妆	20-25%	(6)%	8%
时装和生活方式	40-45%	(15)-(20)%	15-20%
皮具	45-50%	(10)-(15)%	10-15%
珠宝	50-60%	(10)-(15)%	15-20%
腕表	30-35%	(20)-(25)%	5-10%

资料来源：贝恩《2023年中国奢侈品市场：复苏和过度之年》，五矿证券研究所

**2023年，所有奢侈品类均迎来反弹。**根据贝恩《2023年中国奢侈品市场：复苏和过度之年》，美妆品类增长稳健，其中香水和彩妆两大子品类涨势尤为强劲。时装和生活方式、珠宝和皮具品类复苏态势良好，其中皮具表现稍弱于其他两大品类，主要是因为购物者消费多集中于价格较低的箱包。以点见面，以管窥豹，可预测2023年及以后，奢侈品各大品类普遍会迎来反弹。

**中国的奢侈品市场前景广阔。**根据要客研究院的《中国奢侈品报告》预测，2024年中国奢侈品市场增速将在12%左右，与全球奢侈品行业增速基本持平。未来几年，中国奢侈品市场占中国人奢侈品消费额的比重将进入常态化区间60%-65%。随着门店数字化的推进和线上业务的快速增长，中国奢侈品市场的线上销售额占比也将持续提升。考虑到高端奢侈品行业本身就是毛利率较高的高盈利行业，持续扩张的市场规模更将助力于高奢行业的企业进一步发展。

**事实上，由于境内奢侈品品类不全、与境外价格差异较大，免税一直是亚洲居民偏爱的奢侈品消费购物渠道。**中国的关税、消费税和增值税合计占总成本的比例为20%-40%，由于免税商品享受豁免进口关税、增值税和消费税的政策优惠，因此相比较于高级购物中心、品牌专柜的高端商品以及奢侈品的价格有十分强的优势。因此，将免税业作为引导消费回流的重要手段。政策支持之下，中国免税业适度开放是大势所趋，越来越多的城市正在出台政策，加速布局免税消费市场。

### 2.3 海南：政策+扩容，打造全球免税业灯塔

**海南是中国最大的经济特区，具有实施全面深化改革和试验最高水平开放政策的独特优势。**海南省位于中国南部，海域面积广阔，靠近东南亚各国，具有和东南亚地区开展合作的巨大优势。此外，海南省是中国一带一路海上经济带的重要枢纽，是推动“一带一路”沿线国家和地区政策沟通、设施联通、贸易畅通、资金融通、民心相通的战略支点。

图表 28：海南的发展优势

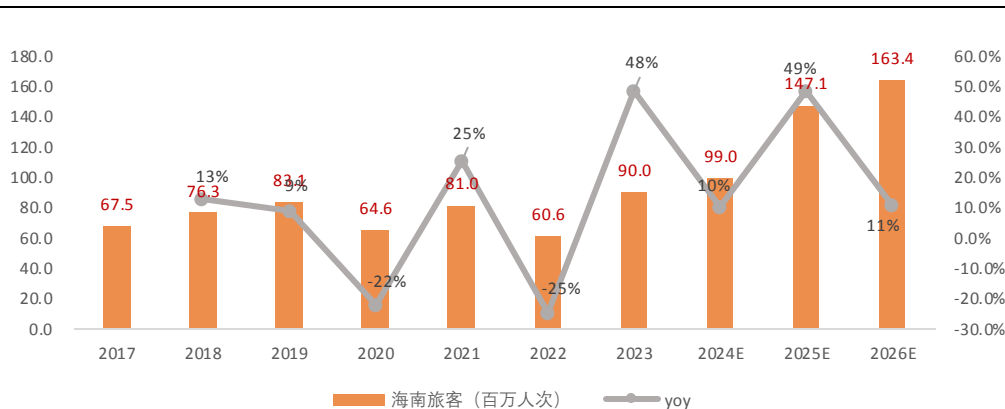
旅游资源得天独厚	离岛免税	品质酒店遍布全岛	59国免签政策
中国唯一的热带海岛省份	中国为数不多的游客不出国就能享受免税购物的省份之一	100家获评品质酒店	59国人员免签入境
海域面积最大的省份，高品质的热带海岛风光	世界上最大的免税店——价格比零售价低15%到35%	94家国际品牌酒店	自2023.3.15恢复免签政策至2024.1.15，全省共接待免签入境外国游客9.2万余人次

资料来源：安永《2022中国旅行购物白皮书》，五矿证券研究所

同时，海南的地址位置得天独厚，它是中国唯一的热带海岛省份，拥有高品质的热带海岛风

光，还拥有 100 家品质酒店、94 家国际品牌酒店。海南还获得了 59 国人员免签入境政策优势，自 2023 年 3 月 15 日恢复免签政策至 2024 年 1 月 15 日，全省共接待免签入境外国游客 9.2 万余人次。完美的地理位置决定了海南是全球的旅游胜地。

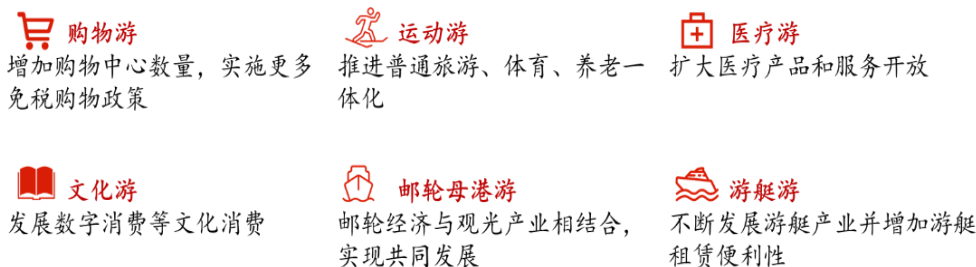
图表 29：2017-2026 年海南旅客规模（及预测）（单位：百万人次）



资料来源：公司 H 股招股书，五矿证券研究所预测

海南的新业态、热点、豪华旅游消费也将得到大力推动，提升整体旅游产业。

图表 30：新业态、热点下的不同旅游模式



资料来源：安永《2022 中国旅游购物白皮书》，五矿证券研究所

### 2.3.1 海南 2025 年封关计划

作为中国最大的经济特区，海南占据着全面实施政策、深化改革及试验最高水平开放政策的独特优势。为实现到 2025 年初步建立以贸易投资自由化便利化为重点的自由贸易港政策体系的目标，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，其中包含十一个部分，涵盖投资、社会治理和法律法规体系建设等内容。

图表 31：《海南自由贸易港建设总体方案》方案概要

板块	方案概要
旅游业	旅游业是海南发展最重要的行业之一，坚持生态优先、绿色发展，围绕国际旅游消费中心建设，推动旅游与健康 and 体育等深度融合，支持建设文化旅游产业园，培育旅游新业态新模式，创建全局旅游示范省。
现代服务业	针对现代服务业，总体方案提出海南将集聚全球创新要素，深化对外开放，吸引跨国公司设立区域总部。此外，海南建设了国际设计岛、理工农医类国际教育创新岛，将有效扩大专业服务业对外开放。

海南以物联网、人工智能、区块链、数字贸易等为重点发展信息产业；依托文昌国际航天高新技术产业城、三亚深海科技城，布局建设重大科技基础设施和平台，培育深海深空产业；围绕生态环保、生物医药、新能源汽车、智能汽车等壮大先进制造业，建设智慧海南。

资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》，安永《2022 中国旅游购物白皮书》，五矿证券研究所

海南政府倾力打造国际化、法制化、便利化的营商环境，对标国际高标准贸易投资规则，形成具有国际竞争力的开放政策和制度安排，是海南自由贸易港建设的重中之重。海南政府的政策可以概括为两点：一是营造法制化营商环境；二是围绕营商环境做好制度集成创新。

**海南自贸港是中国政府实现将旅游消费留在中国并带动内循环的一个关键。**海南免税市场扮演者双重角色，一是可以将消费留在中国，二是为中国消费者提供了一个巨大的展示平台。在中央部委大力支持和全省上下不懈努力下，围绕海南自贸港建设已有 180 多个政策文件陆续出台，初步形成具有竞争力的政策和制度体系。

图表 32：国家对海南省相关政策支持

时间	部门	政策	具体内容
2009 年 12 月 31 日	国务院	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	充分发挥海南的区位和资源优势，建设海南国际旅游岛，打造有竞争力的旅游胜地；战略定位世界一流的海岛休闲度假旅游目的地。
2018 年 4 月 14 日	中共中央、国务院	《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；战略定位“三区一中心”，打造海南为国际旅游消费中心，大力推进旅游消费领域对外开放，积极培育旅游消费新热点，下大力气提升服务质量和国际化水平，打造业态丰富、品牌聚集、环境舒适、特色鲜明的国际旅游消费圣地。
2020 年 6 月 1 日	中共中央、国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	聚焦发展旅游业、现代服务业和高新技术产业，加快培育具有海南特色的竞争优势；建设生态优先、绿色发展，围绕国际旅游消费中心建设，推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合。
2021 年 9 月 29 日	中共中央、国务院	《海南自由贸易港优化营商环境条例》	对标国际高水平营商环境规则和中国先进经验，以打造法治化、国际化、便利化的营商环境为目标，从优化市场环境、政务环境、法治环境等方面作出了 39 条规范
2023 年 8 月 19 日	国务院	《关于调整海南自由贸易港交通工具及游艇“零关税”政策的通知》	进口半挂车用的公路牵引车、机坪客车、全地形车、9 座及以下混合动力小客车（可插电）等 22 项商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。

资料来源：政府网站，五矿证券研究所

2021 年 9 月 29 日海南省第六届人民代表大会常务委员会第三十次会议通过的《海南自由贸易港优化营商环境条例》（以下简称《营商环境条例》），作为《中华人民共和国海南自由贸易港法》颁布实施以来海南制定出台的首批配套法规之一，《营商环境条例》从总体层面布局谋局优化自贸港营商环境。而同期通过的《海南自由贸易港公平竞争条例》，更进一步将公平竞争审查工作纳入营商环境、法治政府等考核评价体系。简言之，自贸港正积极利用立法优势，不断夯实法制化营商环境基础，为贸易发展和市场建设提供坚实法律保障。

**海南封关政策将使海南零售环境达到世界先进水平。**预计到2026年，累计免税商店零售区规模将从约26万平方米增长到70万平方米，这是为了响应消费需求增长，并确保免税运营商可以进一步加强对关键销售点和客流量的控制，提高他们在海南岛上的竞争优势。2025年全岛封关，进一步降低税负，品牌方可以从中大大受益，在获得更大的利润空间的同时也获得了更多的定价控制权。

图表 33: 自贸港建设制度设计

制度设计	具体内容
“一线”放开	在海南自由贸易港与中华人民共和国关境外其他国家和地区之间设立“一线”。制定海南自由贸易港进口征税商品目录，目录外货物进入自由贸易港免征进口关税
“二线”管住	在海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区之间设立“二线”。货物从海南自由贸易港进入内地，原则上按进口规定办理相关手续，照章征收关税和进口环节税
零关税	全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税
低税率	对在海南自由贸易港实质经营的企业，实行企业所得税优惠税率。对符合条件的个人，实行个人所得税优惠税率
简税制	改革税种制度，降低间接税比例

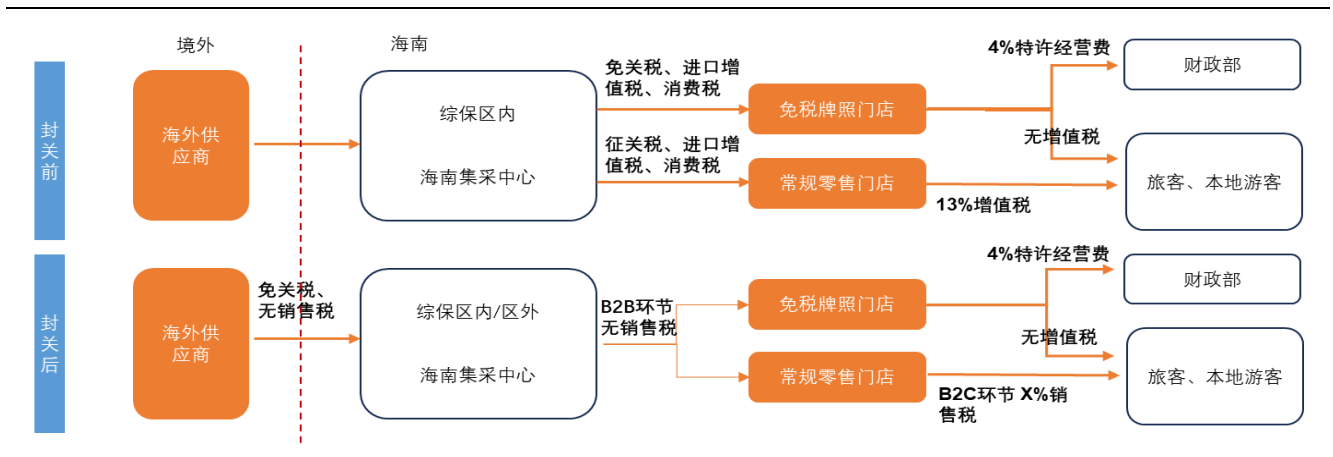
资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》，《海南自贸港旅游零售市场白皮书 2022 版》，五矿证券研究所

**税务简并有利于综合零售体发展。**在封关后，有税商品进入海南免收关税，因此，有税商品价格也会大幅下降。相较之下，免税商品仍有价格优势，但优势缩小。

封关前，有税商品需要缴纳关税、消费税和增值税，而只有拥有免税牌照的运营商才享有关税、消费税和增值税全免的政策在销售环节则需要被征 13%的增值税（免税商收取 4%的免税商品特许经营费）。

封关后，免税持牌商向消费者销售商品仍旧享受关税、消费税和增值税的全免。而普通零售商向消费者销售商品仅免除关税，仍要征收一定额度的销售税（消费税+增值税）；总而言之，封关后的有税商品价格将低于内地价格，但高于免税价格。

图表 34: 海南封关前后零售业态税务处理



资料来源：公司公告，五矿证券研究所

对于免税商而言，由于有税商的税额下降导致其定价降低，因而免税商相对价格优势会降低，考虑到消费者选择消费地点有多方面因素，对于离岛免税综合体而言，免税综合体不仅仅局限于购物，同样有十分丰富的娱乐场景。其核心竞争力不仅限于价格优势，因此我们认为免税综合体受到的影响相对较小。

### 2.3.2 海南离岛免税新政

2020年7月1日出台的海南离岛免税新政，将免税购物限额由每人每年3万元人民币（4705美元）提至10万元人民币（15685美元），并允许岛内居民同等享受免税政策。《海南自贸港旅游零售白皮书2021》评价道：“在任何关于旅游零售业历史的记录中，这一政策肯定会被列为有史以来最有远见的、有利于消费者的、支持商业的措施之一，其成效是显而易见的”。

**海南是免税行业的门户窗口，样板市场。**海南离岛免税政策自2011年4月实施以来经过了数次调整，政策进一步放宽，政策含金量不断加大。11年间，离岛旅客免税购物额度由最初的5000元提高到10万元，免税品类由18类提升至45大类；从飞机离岛到新增火车、轮船、汽车自驾等实现离岛旅客全覆盖；允许经营主体开设网上销售窗口，新增“邮寄送达”、“返岛提取”、“担保即提”和“即购即提”提货方式，为满足海南离岛免税市场需求，促进境外消费回流，海南积极推进免税品品牌、品种、价格与国际“三同步”，离岛免税购物呈现品牌更加丰富、购物环境优化、营销方式多样、购物便利性提升等特点。

图表 35：海南离岛免税政策调整情况

时间	年龄	品种	次数	单次金额	总金额	数量
2011	18	18	岛内1次，非岛内2次	5000	5000	香水2件、化妆品5件
2012	16	21	岛内1次，非岛内2次	8000	8000	香水5件、化妆品8件
2015	16	38	岛内1次，非岛内2次	8000	8000	香水8件、化妆品12件
2016	16	38	岛内1次，其他无次数限制	8000	岛民8000，其他居民16000	香水8件、化妆品12件
2018	16	38	无次数限制	8000	30000	增加部分家用医疗器械商品 香水不限、化妆品30件、手机4件、酒类1500ml,增加部分3C、酒类、保健品等7种商品
2020	16	45	无次数限制	100000	100000	

资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，海口海关，五矿证券研究所

新政实施以来，海南免税消费持续上升。**国际品牌与海南免税店将形成互惠互利关系。**一方面，更多国际品牌考虑进驻海南免税店，有助于增加政策含金量。另一方面，此举也能吸引更多愿意购买高附加值免税商品的中国外游客，拉动海南单客消费。海南免税店将得到更多中国消费者的认可。

### 2.3.3 海南免税规划与展望

海南省第六届人大会议《政府工作报告》指出，海南“十四五”期间要完善全岛免税销售网

络，实现国外商品和中国购买力充分对接，吸引免税购物回流 3000 亿元，同时，利用好担保即提”、“即购即提”等提货方式和免税购买进境商品等政策，力争免税销售突破 600 亿元。就 2024 年而言，根据政府工作报告，2024 年海南省将全面完成封关软硬件建设，推动自贸港政策优化扩效，扩大高水平对外开放，促进离岛免税店销售额增长 10%。

图表 36：“十四五”未来海南机场、港口规划

机场/港口	规划定位	规划方向	规划目标
<b>机场</b>			
海口美兰机场	国家明确提出建设的区域枢纽机场	利用试点开放第七航权的政策优势，打造面向太平洋、印度洋的国际航空枢纽	2025 年进出境旅客将达 367 万人次，进出口货物达 4 万吨；离岛至内地旅客达 1800 万人次，离岛至内地货物达 18.5 万吨
三亚凤凰机场	共建丝绸之路经济带、21 世纪海上丝绸之路的海上合作战略支点	利用开放第七航权的政策优势，打造国际门户机场	2025 年进出境旅客将达 361 万人次，进出口货物达 1.57 万吨；离岛到内地旅客达 1023 万人次，离岛到内地货物达 15 万吨
琼海博鳌机场	海南岛第三个民用机场	保障博鳌亚洲论坛，作为美兰机场、凤凰机场的有效补充，打造成为海南东部航空枢纽中心	2025 年进出境旅客达 4 万人次，进出境货物低于 0.01 万吨；离岛到内地旅客达 60 万人次，离岛到内地货物达 0.13 万吨
儋州机场	军民合用机场	近期主要为中国航线，未来建成面向东南亚以及海南诸国、具有国际标准，通达东南亚地区的国际航线	2035 年旅客吞吐量 200 万人次，货邮吞吐量 7000 吨
东方机场	国际航空货运枢纽	面向太平洋、印度洋的区域性国际货运枢纽机场，海南自贸港航空物流集散中心，“陆海空”一体交通物流节点枢纽	2035 年旅客吞吐量 450 万人次，货邮吞吐量 50 万吨；2050 年旅客吞吐量 1000 万人次，货邮吞吐量 120 万吨
三亚新机场	泛南海航空枢纽	计划通过填海建设 28 平方公里大型国际空港，建成后将成为中国首个海上机场	2035 年旅客吞吐量达 5600 万人次，货邮吞吐量 170 万吨
<b>重点港口</b>			
三亚港	海南省地区性重要港口，海南建设国际旅游消费中心的重要支撑	重点打造国际邮轮母港、游艇示范基地和深海科考船舶基地	<p>三亚港区：2025 年三亚凤凰岛邮轮港旅客吞吐量约为 20 万人次，三亚鸿洲游艇会码头旅客吞吐量约为 2000 人次</p> <p>清水湾港区：2025 年游艇码头进出境及离岛到内地的游艇约 300 艘次，旅客吞吐量将达 3000 余人</p>
海口新海港	海南岛与内地的重要运输通道	打造成为海南自贸港人流、车流、物流最密集的关口	2025 年旅客吞吐量超 800 万人次，离岛至内地的旅客超 400 万人次；货物吞吐量将超 4000 万吨，离岛至内地货物吞吐量超 2000 万吨

资料来源：海南省发展和改革委员会，五矿证券研究所

注：三亚新机场运行后将关闭三亚凤凰机场

截至 2024 年 1 月底，海南地区共有 12 家免税店，包括海口 6 家、三亚 4 家、琼海 1 家、万宁 1 家，其中既有免税专营店，也有涵盖有税、免税商品的综合零售体。

图表 37：海南现有及预计新增免税店

区域	门店	运营商	经营面积	开业/预计时间
三亚	三亚国际免税城	中免	7.2 万平方米	2014 年 9 月
	三亚凤凰机场免税店	中免	一期 800 平方米；二期法式花园 5000 平方米；三期项目 1000 平方 米	2020 年 12 月 30 日
	三亚海旅免税城	海旅投	9.5 万平方米	2020 年 12 月 30 日
	中服三亚国际免税购物公园	中免（控股中出服）	首期 1.5 万平方米；升级后 4.3 万平方 米	一期 2020 年 12 月 30 日；2021 年 10 月 1 日升级
海口	海口美兰机场免税店（T1、T2）	中免（控股海免）	一期 1.3 万平方米；二期 9313 平方 米	一期 2011 年 12 月 21 日；二期 2021 年 12 月 2 日
	海航中免美兰机场免税店	海航中免免税品有限公司	600 平方米	2020 年 12 月 31 日
	海口日月广场免税店	中免（控股海免）	2.2 万平方米	2019 年 1 月 19 日；2019 年 6 月 1 日 启动二期
	海控全球精品免税城	海发控	一期 3000 平方米；二期 3 万平方 米；三期 6250 平方米	一期 2021 年 1 月 31 日；二期 2021 年 8 月 30 日；三期 2022 年 10 月 26 日
	海口观澜湖免税店	深免	一期 2 万平方米	2021 年 1 月 31 日
	海口国际免税城	中免	一期约 15 万平方米；二期扩展项目 8 万平方米	一期 2022 年 10 月 28 日
	琼海	琼海博鳌免税店	中免（控股海免）	4200 平方米
万宁	万宁王府井国际免税港	王府井	项目总经营面基 10.25 万平方米	2023 年 1 月

资料来源：各公司官网，公司公告，五矿证券研究所

海南现有免税店面积共约 67 万平方米，其中中免免税店面积约 42 万平方米，占比约 62%。可以看出，中免起步早、发展快，早早占据海南离岛免税市场的核心位置，在诸多关键场所布置卡位。对于未来的海南离岛免税业务发展，中免占据天时地利，先发优势明显。

### 我们对未来五年海南离岛免税市场规模进行了测算：

#### (1) 基本公式：

离岛免税市场规模=海南离港旅客量\*免税购物渗透率\*客单价=进店购物人数\*客单价

#### (2) 关键因素：

**海南离港旅客量：**据海南省统计局数据，全球出行扰动因素出现前（2014 年-2019 年），海南省离港旅客量的年复合增长率 CAGR 约为 8%；受全球出行扰动因素影响，2020 年海南离港旅客吞吐量同比增长-26%；因全球出游扰动因素得到有效控制，海南旅游人数得到恢复，2021 年恢复到 2019 年全球出游扰动因素前的 78%，2022 及 2023 数据分别为 1,564 和 3,134 万人次，旅客量恢复超预期。

**渗透率：**2014 年-2019 年海南离岛免税实际购物人次的年复合增长率 CAGR 为 22%，受到全球出行扰动因素冲击，2020 年海南离岛免税实际购物人次同比增长率降至 19%，因全球出行扰动因素得到有效控制，2021 年海南离岛免税实际购物人次为 671 万，同比增长 50%，2022 年因放开管控，海南离岛免税实际购物人次为 422.4 万，2023 年恢复至 675.6 万人次，因此 2020-2023 年渗透率分别为 21%、30%、27%、22%。

**客单价：**根据海南省公布的离岛免税数据，海南省离岛免税购物金额 2014-2019 年复合增长

率为 26%。， 2019 年客单价为 3587 元。因全球出行扰动因素影响，公司大力发展线上业务，极大促进了客单价，2020-2023 年客单价分别为 6129、7367、8261、6473 元。

(3) 基本假设:

1. 假设 2024-2026 年海南离岸旅客人数年复合增长率分别为 7%、6%、5%，则 2026 年海南离岸旅客人数将达到 3732 万人次；假设 2024-2026 实际购物人次将按照 10%、9%、8% 增速增长，则 2026 年购物人次达到 874.9 万人次。

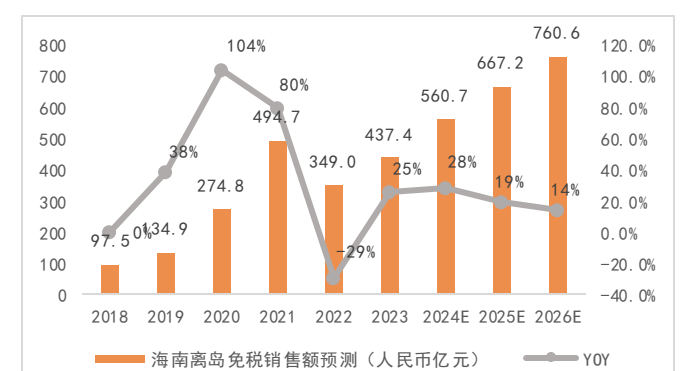
2. 假设客单价 2024、2025、2026 年均按照 7% 的增长率增长，则 2026 年客单价将达到 7930 元。

(4) 主要结论:

1. 2026 年海南免税市场规模将达到 760.6 亿元，2021-2026 年复合增速约为 6.3%。

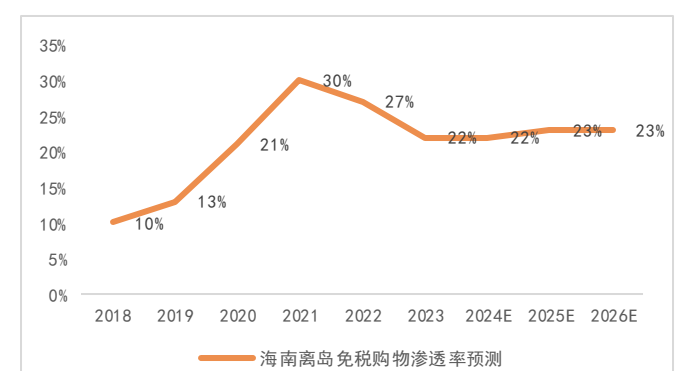
2. 海南离岸旅客人数、购物金额、客单价、渗透率等指标决定了海南离岛免税市场的规模及增速，在海南政府大力支持促消费回流的政策下，中国奢侈品市场不断增长，海南省免税市场规模不断扩大，免税产品不断丰富，海南离岛免税市场有望进一步扩大。

图表 38: 海南离岛免税销售额预测 (人民币亿元)



资料来源: wind, 五矿证券研究所预测

图表 39: 海南离岛免税购物渗透率预测



资料来源: wind, 五矿证券研究所预测

### 三、各国免税模型对比分析，都有较强的借鉴意义

对比全球各国免税市场发展历史、竞争优势和挑战，从而预测中国免税行业格局变化并寻找中国免税业可借鉴之处。

#### 3.1 欧美: Avolta (原 Dufry) 并购为王，规模制胜

图表 40: DUFYR LOGO



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

图表 41: DUFYR LOGO



资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所



欧美免税店龙头 Avolta（原 Dufry）的成长核心是**并购扩张和成为品牌代理**。

公司于 1948 年全球免税行业兴起的时候开始切入免税业务，到 1952 年，Dufry 在巴黎开设了第一家免税商店。之后，公司通过一系列资本运作手段加速发展，公司先后收购了 Hudson、HDFS、NUANCE、WDF，使集团在欧洲、北美市场的地位得到了极大加强。

公司的并购核心在于：扩规模，跨区域，产业链。公司的并购扩张路径首先由并购小规模公司到并购大规模公司，且由并购优势地区公司到布局薄弱地区，同时还通过并购相关标的弥补产业链短板，强化并购整合。凭借庞大的市场规模，公司拥有了强大的议价能力，并且也与供应商拥有着良好的关系，成为了很多品牌的代理商，一家独大。

图表 42：Dufry 发展线路图

时间	被并购公司	金额	具体内容
1952	/	/	免税零售业务起步，在发过勒布尔歇开设第一家免税店，是世界上的第二个免税店运营者（第一家免税店是 Regan 于 1974 年在爱尔兰香农机场开设，此后免税店开始流行）。
2004	Dufry 股权变更	/	以 Advent International 为主导的财团收购 Dufry 75% 的股份，Dufry 决定聚焦于旅游零售业务并致力于成为真正的国际一流企业，剥离批发及非战略性业务。
2005	Dufry 上市	/	公司在瑞士证券交易所上市，以 Advent International 为主导的财团收购剩余 25% 股份。
2006	巴西的 Brasif 及 Eurotrade	/	南美 Dufry 在巴西证券交易所上市，收购巴西旅游零售商 Brasif 及其物流平台 Eurotrade，进军南美。
2007	Luis Bared 集团	1.57 亿美元	2007 年收购波多黎各和加勒比海的机场免税零售商 Luis Bared 集团，共 23 家门店。
2008	美国 Hudson	0.53 亿欧元	2008 年收购美国 Hudson 100% 股权，在美国和加拿大 69 个机场航站楼和交通枢纽增加了 550 家店铺。
2010	南美 Dufry	0.36 亿欧元	与南美 Dufry 合并，将加勒比海地区的 Colombian Emeralds International 纳入麾下。
2011	多国机场免税店	9.57 亿美元	2011 年收购阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔和亚美尼亚内的涉及 10 个机场的 21 家免税店，
2012	俄罗斯 Regstaer		与俄罗斯 Regstaer 成立合资公司，持 51% 股份，且 Regstaer 将在机场不同的航站楼新增 9 个免税店。
2013	希腊 Folli Follie 集团	2.005 亿欧元 +1.75 亿欧元	4 月收购希腊 Folli Follie 集团旗下 Hellenic Duty Free 51% 的股份，12 月完成剩余 41% 的收购。HDF 集团在希腊有 111 家店铺，超过 1.8 万平的零售空间。进军亚洲，在中国、韩国、台湾、巴利岛等地
2014	瑞士 Nuance	15.5 亿瑞士法郎（约合美元 17 亿）	收购竞争对手 Nuance，Nuance Group 在 19 个国家有 66 处、350 间免税店，总面积达 75000 平方米。双方合并后每年可以节省 7000 万瑞士法郎运营费用，将在 5 大洲 63 个国家 239 个机场拥有近 1750 家店铺，占据 15% 市场份额。
2015	World Duty Free	36 亿欧元	2015 年 3 月 28 日，Dufry 以每股 10.25 欧元获得 World Duty Free SpA 50.1% 股份，总价值 13 亿欧元。收购完成后，Dufry 一跃成为全球最大的免税集团，独占 25% 的市场份额。WDF 在 20 个国家有 550 多个商店及免税店，主要分布在西班牙、美国、中东、南美和拉丁美洲。
2023	跨国旅游餐饮公司 Autogrill(合并)	整合相关成本 约为 5000 万 瑞士法郎	与跨国旅游餐饮公司 Autogrill 合并，意大利贝纳通家族控股公司为新集团最大股东。2023 年 11 月 3 日的临时股东大会上，Dufry-Autogrill 业务获得股东批准合并为新名称 Avolta。

资料来源：Dufry 公司官网，五矿证券研究所

除了收并购，公司着重打造 Dufry(Avolta) 品牌文化，发展至今，公司拥有常规零售店 800 余家、Dufry 购物中心、Dufry 便利商店、Dufry 品牌店以及 670 余家 Dufry 主题店。

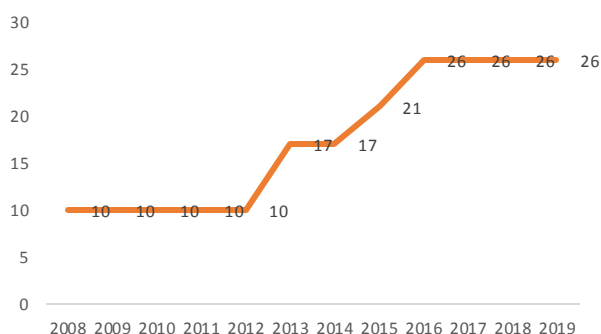
### 3.2 亚太：韩国系全球免税 NO.1，政策支持做大，并辐射周边

韩国免税业始于1964年韩国免税政策出台，1967年首尔机场首家机场免税店设立，1979年引进室内免税店制度，此时的免税业务规模较小，消费人群主要为本国居民。1989年韩国人均GDP突破5000美元，韩国出境游迎来爆发，为**减少消费外流**，提高对入境游客的吸引力，韩国通过创新推出离境市内免税店与离岛免税政策，吸引韩国国民与日本赴韩游客。1985年至1995年，韩国居民离境免税购物的额度从500美元提升至2000美元，1997年因金融危机冲击降低至400美元。

从2000年起，韩国免税行业迅速发展，2000年全球首家网上免税店乐天网上免税店开业，2001年韩国居民离境免税额度恢复至2000美元，2006年上升至3000美元。韩国免税市场迅速发展，2012、2013年，中国遍地都是韩国免税代购的宣传，中国消费者在韩国免税业占比越来越高。2019年韩国居民离境免税额度提升至5000美元，并在2020年取消5000美元的免税购物额度限制，出境公民可在免税店不受限制地购物，仅维持600美元的个人携带物品免税额度。

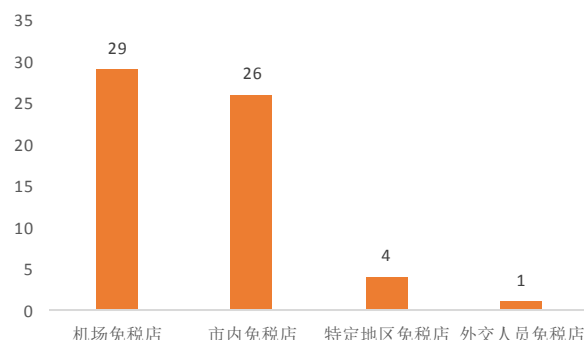
韩国从2013年起，韩国关税厅宣布开放免税牌照。同年即新增7家免税牌照。此后数年免税牌照持续增加，截至2019年，韩国免税牌照总体达到60张，其中，韩免主要业务部分市内免税牌照达到26张。

图表 43: 韩国市内免税店牌照数量



资料来源: 观研天下, 五矿证券研究所

图表 44: 2019年韩国免税店牌照数量



资料来源: 穆迪戴维特, 五矿证券研究所

韩国官方放开免税牌照本意是为了促进韩国免税行业的发展，鼓励中小型企业进入免税市场参与竞争。然而不过数年时间，新进入的中小型免税商便纷纷因经营亏损退出市场。

图表 45: 韩免退出事件 (部分)

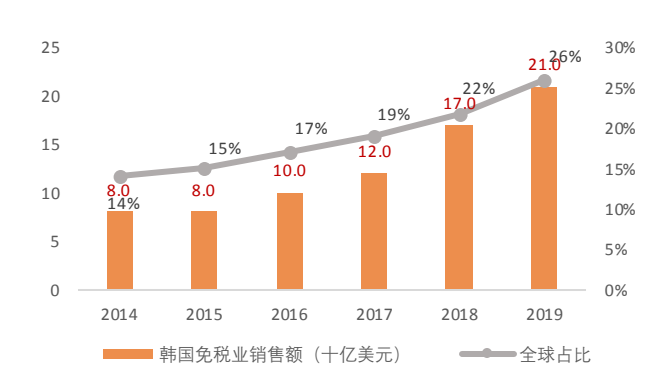
时间	韩免退出 (部分)
2017	韩亚免税店申请自主闭店
2018	格乐丽雅亏损闭店
2020	乐天放弃仁川机场免税店经营权
2020	SM免税店宣布停止经营
2020	都塔免税停止经营

资料来源: 公司官网, 五矿证券研究所

2014年以前，乐天、新罗双寡头市占率超85%，随后新世界入场不断抢占乐天、新罗的市场份额。到2019年，乐天和新罗合计市占率约60%。在这几年间，韩国免税本身的规模在增长（从2014年的80亿美元飞速升至2019年的210亿美元，CAGR21.3%），并且乐天

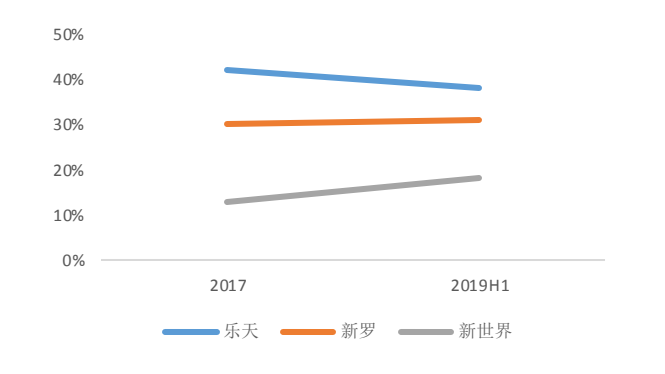
和新罗的销售额在被新兴企业挤占的同时仍增幅明显。乐天的销售额从2016年的4,783百万欧元增长至2019年的7,665百万欧元，CAGR为17.02%，新罗的销售额从2016年的2,910百万欧元增长至2019年的7,049百万欧元，CAGR为34.3%。而新世界能在免税市场站稳脚跟，有韩国国情的特殊原因。

图表 46： 韩国免税业销售额（十亿美元）及全球占比



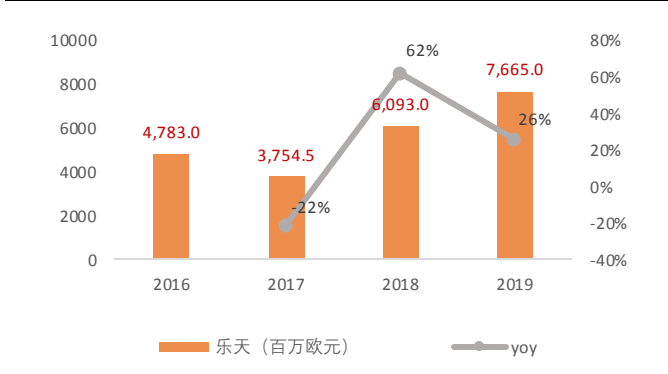
资料来源：Moodie Davitt Report, 五矿证券研究所

图表 47： 2017-2019H1 乐天、新罗、新世界韩国市场市占率变化



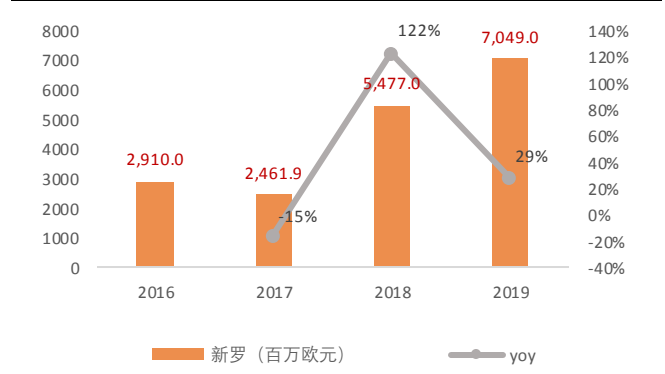
资料来源：Moodie Davitt Report, 五矿证券研究所

图表 48： 2016-2019 乐天免税销售额



资料来源：Moodie Davitt Report, 五矿证券研究所

图表 49： 2016-2019 新罗免税销售额



资料来源：Moodie Davitt Report, 五矿证券研究所

**韩国免税业在发展过程中形成对中国消费者的高度依赖。**根据韩国免税店协会和韩国关税厅数据,海外消费者在韩国免税店消费额从2016年占总销售额的72%上升至2020年的94%。其中,2020年中国消费者贡献了海外消费额的93%,成为韩国免税消费的绝对主力军。

过度依赖中国消费者的脆弱性在全球出游扰动因素下彻底爆发,根据韩国免税店协会,2020年韩国免税销售额同比减少了38.07%,顾客数量同比下降77.98%;韩国关税厅数据显示,韩国免税店2023Q1销售额同比减少26%,为3.1万亿韩元,仅占2019Q1的55%。2021年韩国市场通过其高额的返点方式吸引大批海外代购,将销售额提高至155.73亿美元,同比增长17.96%,其中海外游客免税消费额达148.51亿美元,占比95%,消费额恢复至2019年的83.24%。

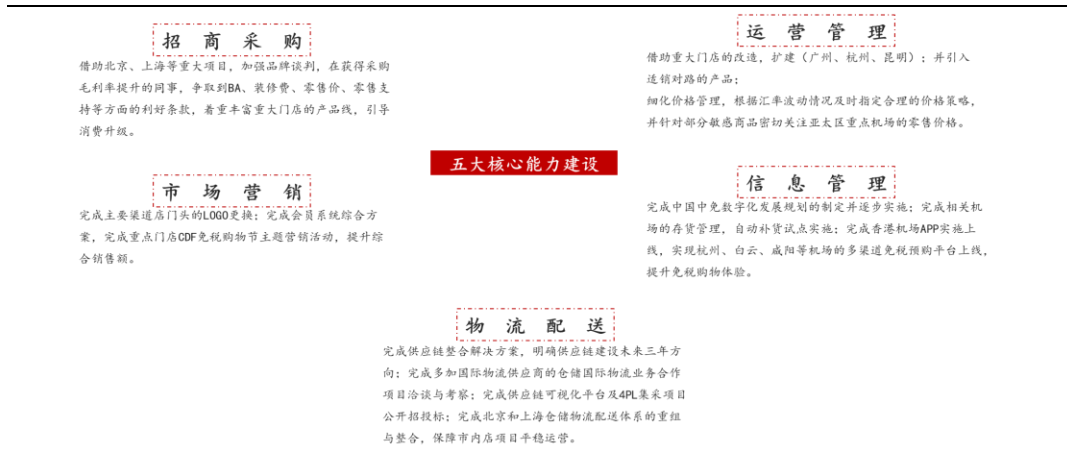
**中国免税业发展加速,逐渐替代韩国市场。**2019年以来,因中国人出入境受限,同时,中国直播电商、跨境电商、线上免税商城等线上免税渠道的新业态发展,进一步挤压了韩国免税的市场份额,中国的韩国代购客源松动。2023年海南离岛免税购物金额43.8亿元,同比增长25.5%,免税商品购买件数5130万件,同比增长3.76%。

## 四、传统业务优势尽显，面对挑战固壁清野

### 4.1 底牌 1：长期深耕免税领域，营运能力全面升级

公司在核心业务能力建设方面不断取得新进展、新突破，包括招标采购、运营管理、市场营销、信息管理以及物流配送。40年来，公司坚持直营所有的零售门店，由总部负责一切标准化程序的制定、协调商品向各个门店的分配和交付、监管督促零售网络的运作，以及管理人力资源、信息技术、仓储物流、财务法律等事宜。公司形成了自己独特的运营管理体系。公司关注“采、供、销”关键业务环节，围绕数字化运营模式持续升级，提高管理效能力，不断提升运营效率。

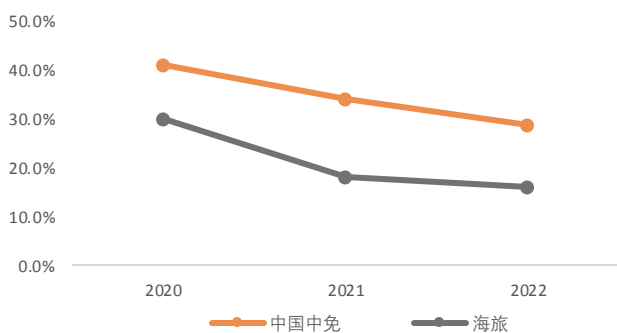
图表 50：公司核心能力



资料来源：公司官网及 2021 年年报，五矿证券研究所

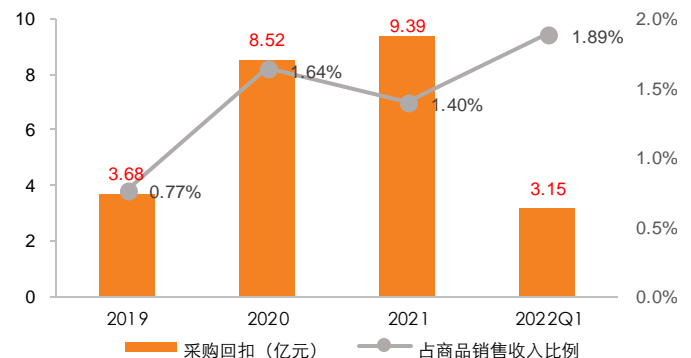
**招标采购和运营管理方面**，公司在长期深耕免税领域的过程中，与全球超过 1,400 个全球知名品牌建立了长期稳定的合作关系，而同样是免税业巨头的王府井免税截至 2023 年 11 月，仅与 1,000 个品牌建立合作关系。中国中免目前大多采用集中采购的方式，国内其他免税商则多采用战略合作的方式。公司规模效应决定了公司和供应商签订长期合约、进行价格谈判的优势。由于公司规模优势，一般能获得更大采购折扣，包括销售回扣或者额外的价格折扣，从而降低公司成本，公司也能向顾客提供更低的价格。

图表 51：中免毛利率显著高于海旅免税



资料来源：各公司公告，五矿证券研究所

图表 52：公司采购回扣金额逐年上升



资料来源：公司 H 股招股书，五矿证券研究所

市场营销方面，公司深度参与消博会、中国品牌博览会、TFWA 亚太展览会等行业活动，夯实公司品牌优势地位。2023 年，公司扎实开展管理服务提升行动，对标一线品牌运营及服务标准开展“S 店” (Super Service)项目，共打造 14 家 S 店，健全完善服务标准体系。公司还打造离岛免税购物节及年终盛典等活动 30 余场，持续提供受消费者欢迎的产品和服务。

信息管理方面，公司加速推进数字化转型，强化客户导向、业务导向的科技赋能，加强信息系统与业务融合，持续优化完善大会员、采购分销、大数据等数字化平台建设，增强数字化运营水平。

物流体系建设方面，公司建立连接仓储、运输和店内零售的可持续物流链，在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港、北京和海口设立了覆盖全国的 8 大海关监管物流中心，打造智慧供应链，进一步降低物流成本且提高了运输效率。2020-2023 公司存货周转率分别为 2.74 次/年、2.61 次/年、1.64 次/年、1.88 次/年，即使全球出行扰动因素影响，公司存货周转率在全球头部旅游零售商中仍处于领先水平。

## 4.2 底牌 2：规模优势显著，强议价能力提升竞争力

公司从 1979 年发展至今，成为全国免税行业龙头。1979 年中国免税品公司成立；2009 年中国国旅于上交所主板上市；2014-2019 年公司开始并购步伐，积极拓展机场免税业务，先后收购日上上海及日上中国；2021 年，据弗若斯特沙利文，中国中免是全球最大旅游零售商，全国占比高达 86%，全球占比 27.5%。

规模效应转化为成本优势和供应链优势。公司规模优势转换为强议价能力，与供应商的议价能力也大大决定了免税运营商的毛利率。

### 与品牌方的议价能力

图表 53：主流免税品供应商

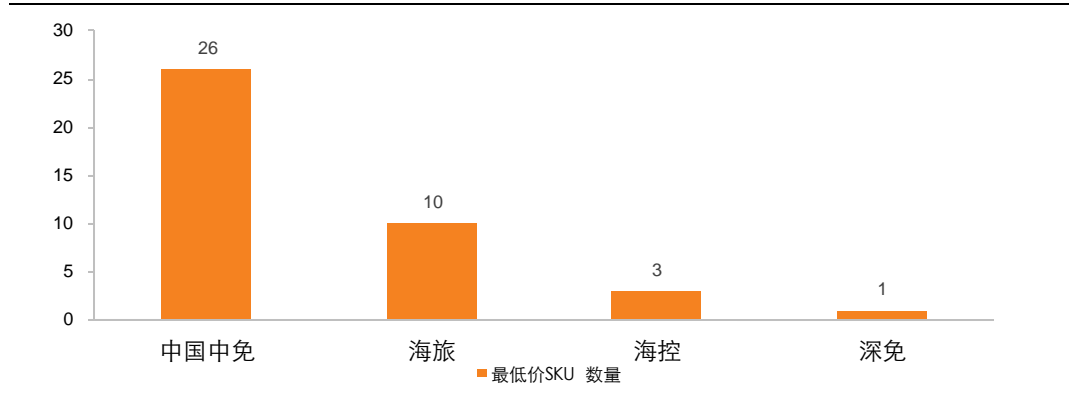


资料来源：公司官网，五矿证券研究所

由于中免的体量和旅游零售渠道的重要性，例如雅诗兰黛这样的品牌商会跟中免签署一些独家条款，内容包括：供给旅游零售定制装，畅销品的充足供货，独家条款，所辖区域内最低价条款等。

中国中免的商品在各大免税集团占据绝对优势。对于消费者，价格优势更能增强消费者的用户黏性，据统计，各大免税集团，在香化品热门单品 top40 之中，有过半商品均来自中免集团，中免集团的价格优势十分显著。

图表 54：免税店 TOP40 热门单品最低价分布



资料来源：杰西卡的秘密，五矿证券研究所（数据统计时间为 2024 年 4 月 1，统计产品均为香化品类）

### 与上游机场运营方的议价能力

国际枢纽机场，其口岸地理条件带来的优质国际客流和天然购物场所等优势突出，在与免税商议价中占据绝对主动权，通常可以通过公开招标方式筛选免税运营商，并采取保底租金+提成租金孰高模式收取租金，因此**综合租金水平通常较高**。其对免税运营商的评判包括财务分（保底租金+提成租金）+技术分（免税运营商在竞标门店区域客群优势或品类方面的过往优势衡量、针对性的竞标方案衡量、能否有助于提升机场购物的整体形象和规模等等诸多方面），因此，国际枢纽机场最终也倾向于排名靠前的国际免税龙头。

图表 55：中国中免主要机场免税店经营权及详情

机场	标段	经营方	经营期限	经营面积（平方米）	保底经营费	提成比例	经营费收取方式
北京首都机场	T2 出入境	中免	2017-2025	进港 417	首年 8.3 亿元， 后按照国际旅客 流量调整	47.50%	保底经营 费、销售额 提取比例两 者取高
				出港 3186			
	T3 出入境	日上中国	2017-2025	进港 1939 出港 9461	首年 22 亿元，后 按照国际旅客流 量调整	43.50%	
北京大兴机场	烟酒、食品	中免	2019-2029	1666	基准年 2.3 亿 元，后按照实际 年客流量调整	49.00%	
	香化、食品			3467	基准年 4.2 亿 元，后按照实际 年客流量调整	香化 46%， 精品 20%	
上海虹桥机场	T1 出入境	日上上海	2019-2025	2088	合同期内 20.71 亿元	42.50%	
	T1 入境/提货点		2022-2025	821			
	T1 出境		2022-2025	2645			
上海浦东机场	T2 入境/提货点		2019-2025	1136	合同期内 410 亿 元	42.50%	
	T1 出境		2019-2025	3431			
	S1 卫星厅出境		启用日-2025	4678			
	S2 卫星厅出境		启用日-2025	4384			

资料来源：公司公告，公司 H 股招股书，五矿证券研究所

公司 H 股招股书表示，2019 年机场免税营收人民币 310.08 亿元，占公司总收入的 64.6%，2020 年全球出行扰动因素发生之后，各大机场的旅客吞吐量同比下滑约 80%，出入境旅客锐减导致公司对应机场免税收入下滑至 2020 年约人民币 197.05 亿元、2021 年约人民币 168.83 亿元，2022 年持续下降，占公司总营收下滑至约 23%，其中机场免税收入包括全球出行扰动因素发生期间发展的包邮线上销售服务。

图表 56：全球出行扰动因素后公司机场免税收入占比不断下降（亿元，%）

	2019/12/31		2020/12/31		2021/12/31		2022/3/31	
	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比	营业收入	占比
机场	310.08	64.58%	197.05	37.46%	168.83	24.95%	41.27	22.76%
陆路边境及其他	8.29	1.73%	2.95	0.56%	1.29	0.19%	0.64	0.35%
口岸免税店小计	318.37	66.31%	200.00	38.02%	170.12	25.14%	41.90	23.11%
离岛店	132.50	27.60%	299.62	56.96%	470.58	69.53%	131.07	72.28%
市内免税店	7.59	1.58%	10.27	1.95%	10.69	1.58%	3.35	1.85%
其他	21.67	4.51%	16.09	3.06%	25.37	3.75%	5.01	2.76%
合计	480.13	100.00%	525.98	100.00%	676.76	100.00%	181.34	100.00%

资料来源：公司公告，公司 H 股招股书，公司 2022 年第一季度报告，五矿证券研究所

公司机场营收大大下降，机场免税业务相应严重承压，因此公司陆续与北京首都机场、上海机场、广州白云机场等积极进行商议并签订租金调整协议。**租金重议一方面部分回补机场免税业务损失，另一方面体现公司作为免税龙头具备足够强的议价能力。**

**2023 年 12 月，公司发布公告表示，其与上海机场、首都机场分别签订补充协议，约定了最新的机场免税店租金计算方式，其中上海机场自 2023 年 12 月 1 日起实施，首都机场自 2024 年 1 月 1 日起实施。**

协议概述：

上海机场：根据中国中免与上海机场的约定，当月实际客流量>23Q3 月均客流的 80%，则浦东机场月保底提成为 5245 万元，虹桥机场 647 万元；如果月实际客流量≤23Q3 月均客流的 80%，则保底提成=5245 万元(647 万元)\*月实际客流/23Q3 月均客流的 80%调节系数。

首都机场：当年实际客流量>960 万人次，则年保底提成为 5.58 亿元（每月为 4652 万元）；如果年实际客流量≤960 万人次，则年保底提成=5.58 亿元（年实际客流量÷960 万人次）×调节系数。

其中，月/年实际提成额=月/年品类净销售额×品类提成比例，香化、烟、酒、百货、食品品类提成比例 18-36%。月实收费用为月保底销售提成和月实际销售提成两者取高。

概括来看：

中免与上海机场和首都机场签署的新租金协议类似，都回到了全球出行扰动因素发生前“**保底+提成**”的模式，不过与全球出行扰动因素发生前的协议相比，**保底租金均远低于全球出行扰动因素发生前**，上海机场保底租金约 7.07 亿（全球出行扰动因素发生前约 60 亿），首都机场年保底租金约 5.58 亿（全球出行扰动因素发生前约 31 亿）。

**销售提成模式**：实际销售提成=品类销售额×品类提成比例，香化、烟、酒、百货、食品品类提成比例 18-36%，各品类提升比例在 18-36%，远低于全球出行扰动因素发生前的提成比例（全球出行扰动因素发生前上海机场提成比例为 42.5%、首都 T3 为 43.5%、T2 为 47.5%）。

简而言之，通过最新的补充协议中免与机场的业绩绑定得更深了。将“**低保底、抽成封顶**”

的合作模式变更为更低的保底、更低的扣点比例、但扣点金额上不封顶，机场能获得多少抽成完全取决于客流量和消费力的恢复程度。

### 4.3 面对质疑：免税牌照放开，中免能否维持霸主地位？

免税政策是行业政策，有很强的政策属性，允许各免税商在公平的条款下进行竞争，主要通过招标的方式确定机场及口岸免税店的经营权。

近年国家政府相关部门陆续出台了一系列政策，逐渐放宽市场免税牌照的资质，2020年国家下发了王府井、海旅投和海发控三张免税牌照，通过新参与者的引入推动免税市场良性竞争，释放市场活力。截至2023年末，中国有十家企业拥有免税牌照，分别是中免（中国免税品集团）、日上（日上中国&日上上海）、海免（海南省免税品有限公司）、深免（深圳免税集团）、珠免（格力地产）、中出服（中国出国人员服务有限公司）、中侨（吉林中侨免税外汇上品有限公司）和王府井。此外，中百集团、步步高、百联股份等也在申请免税牌照中。

图表 57：各公司免税牌照经营范围

运营商	成立年份	所属公司	出入境口岸 免税	离岛免税	出入境市内 免税	机上、游轮 免税
中免集团	1984		有	有	有	有
日上免税行	1999	中国中免	有	有	有	有
海南免税	2011		有	有	有	有
深圳免税	1980	深圳国资委	有	有		
珠海免税	1987	格力地产	有	有		
中出服免税	1983	国药集团	有	有	有	
中侨免税	1991	中国旅游集团			有	
海旅投	2019	海南省国资		有		
海南发展	2005	委		有		
王府井	1955	首旅集团	有	有	有	

资料来源：各公司官网，五矿证券研究所

新玩家的入场，无疑会加剧市场竞争，但中国中免仍拥有行业最全牌照，在国内免税市场上的优势较为明显。随着中免先后收购日上、海免，公司目前已经先后中标中国香港机场烟酒段、首都机场、白云机场、澳门机场、上海机场免税以及中国其他机场口岸免税店。根据弗若斯特沙利文的统计，2023年中国免税行业CR5约为98.5%，而中国中免2022年国内市占率达86.0%，仍是中国免税行业绝对龙头。

具体说来，牌照放开不会影响中免龙头地位，具体原因有：

1) **借鉴韩国市场发展历史：价格战导致一损俱损，利润诉求或将终结低价竞争。**以乐天为例，2017年韩国免税市场规模120亿美元，乐天韩国市占率42%，可得乐天的市场规模约为50.4亿美元，若乐天保持营收，当2019年韩国免税市场规模扩大至210亿美元时，乐天只需保持24%的市占率即可。然而面临新世界等一系列竞争者的冲击，乐天的市占率还有38%。由此可见，免税牌照放开，大批竞争者涌入会促进行业发展，行业蛋糕扩大；但后入者对于先发者的威胁有限，此消彼长之下，免税牌照放开利远大于弊。

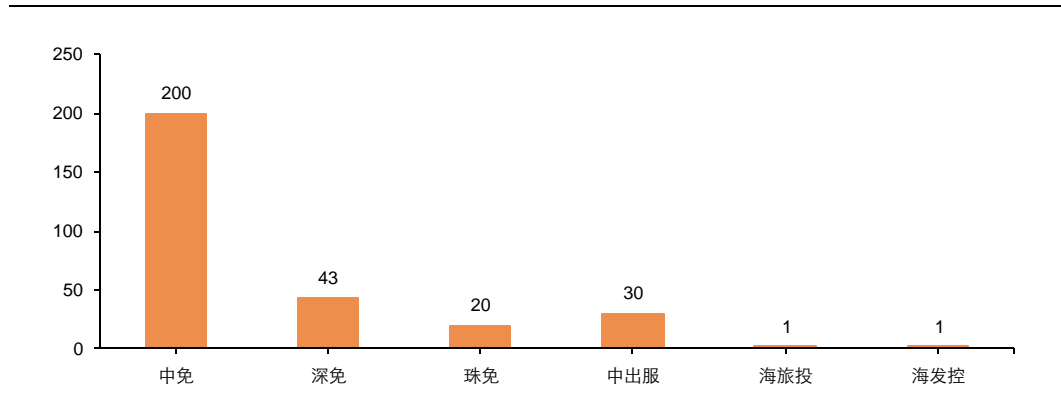
行业规模扩大可以抵消市占率降低的负面影响。类比韩国乐天，2023年中免的海南部分免税营收为415亿元，根据我们预测的2026年海南免税市场规模总体可以达到656亿



元，若要求中免保持 2023 年的免税营收，到 2026 年，中免能保持 63%市占率即可维持免税营收。

- 2) **卡位关键区域且配套设施完善**：中免恰好集中了乐天、新罗老牌免税商久耕免税业的卡位优势和新世界作为最大零售商的后发优势。据中免 H 股招股书以及各公司公告，目前中国国内深免、珠免、中出服、海旅投、海发控分别拥有 70+家、20+家、15 家、1 家、1 家门店，中免门店数共 193 家，超过了中国其他免税运营店铺数量之和。

图表 58：2023 中国中免及中国其他免税零售商零售门店数量



资料来源：公司 H 股招股书，公司公告，五矿证券研究所

截至 2024 年 1 月底，海南地区共有 12 家免税店，中免覆盖其中 7 家，在海南离免税布局十分全面，包括了免税专营店，也涵盖了有税、免税商品的综合零售体，布局十分全面，且把握了海南几个重要的人流密集区。其中，海南美兰机场和凤凰机场旅客吞吐量在海南整体旅客吞吐量中占比达到了 73%左右，机场是大部分旅客入岛和离岛的第一站和最后一站，能够帮助中免获得更高的转化率。同时，公司岛内的免税店也处于岛内核心地段，综合免税城不仅销售免税产品，更引入美食、娱乐等其他业态，为消费者提供完整的一站式服务，加强转化率的同时提高用户粘性。

图表 59：三亚国际免税城美食区（摄于 2024 年 2 月 5 日）



资料来源：五矿证券研究所

图表 60：海口国际免税城（摄于 2024 年 2 月 5 日）



资料来源：五矿证券研究所

- 3) **价格优、会员粘性高**：中免的规模优势毫无疑问让其在与供应商、品牌方议价的时候，拥有更多主动权，便于其以更低的价格拿到更丰富的产品。这样的价格优势利于中免在消费者群体中打出口碑，塑造品牌形象；同时，中免设计有层级分明的会员制度，3 年内消费者有消费记录即可成为正式中免会员，入会后根据消费额度累积，还可以享受更多

优惠福利。消费额度越多，会员权益越充实。2019、2020、2021、2022，以及 2023，公司会员数分别为 120 万、1200 万、2030 万，2330 万以及 3200 万人，2019 至 2022 年复合年增长率为 178.8%。

4) **奢侈品品类布局完善，毛利不断提高**：2023 年 10 月，路易威登三亚国际免税城二期店正式揭幕，同期 alexanderwang、Celine、Fred、LA PERLA、Maje、Ports、Sandro、Southcape 等众多国际知名品牌已相继登陆，二期有税商业整体零售业态的重奢领头布局雏形已初步显现，重奢品牌矩阵也将持续扩充。根据要客研究院发布的《中国奢侈品报告》显示，海南省已经成为 2023 年中国奢侈品消费排行第三的省份，主要消费额贡献来自于三亚市和海口市。中免持续引进重奢品牌，布局顶奢引领旅游零售新格局，在收获更高毛利的同时，也将吸引更多客流，促进其他产品的销售，打造更具有话语权的免税品牌。

5) **学习国际巨头 Avolta(Dufry)收并购，盲点补充愈加完善**：

2018 年收购日上免税 51%股权。日上免税店是经中国政府批准的专业经营机场免税店的外资企业，1999 年成立，1999 年起陆续获得了北京机场和上海机场为期 10 年的免税业务度假经营权。

2020 年收购海南省免税品有限公司 51%股权。2018 年 10 月，海南省国资委无偿划转旗下控股海免公司 51%的股权给中国旅游集团，2020 年中国中免又以 20.65 亿定价收购中国旅游集团的海免公司所有股权

2021 年 12 月，中免收购中侨免税 100%股权。中侨最大优势是可以经营外汇免税商店，即回国补购型市内免税店，中免正式整合了中侨才获得国人入境市内免税的牌照。

2023 年收购中服免税 49%股权。17 年以来，中免进入了产业并购的快速成长阶段，管理层一直强调产业链的相关并购。2023 年年中，中免宣布收购中服免税 49%股权，参股中服免税将为双方赋能，强化运营和规模优势。

借鉴 Avolta 发展历史，在陆续收购各大零售及免税品公司之后，毛利率一度跃升至 65%左右，与之对比中免有很大提升空间。

## 五、公司核心盈利店面分析与展望

在收入预测方面，我们将中国中免业务拆分为以下几大部分：1) 离岛渠道，包括海免公司、三亚免税城、海口免税城收入；2) 口岸渠道，主要由日上上海、日上中国以及其他收入构成；3) 市内及其他收入。

### 5.1 离岛免税，海南布局正完善

**中国离岛免税店规模增长迅速**。离岛免税店市场规模由 2017 年的人民币 80 亿元增至 2019 年的人民币 135 亿元，复合年增长率为 29.7%。随着全球出行扰动因素在中国大致受控，加上中国政府旨在发展免税品市场及扩大消费的有利政策，中国离岛免税店的销售额大幅增长，2021 年销售收入达到人民币 452 亿元，2019 年至 2021 年期间按复合增长率 83.0% 增长。2023 年中国离岛免税商品销售市场规模为人民币 437.6 亿元，同比增加 25.4%。

从离岛免税市场看，公司拥有海南美兰机场、三亚凤凰机场、全球最大旅游零售单体三亚海棠湾免税店以及 2022 年新开业的海口国际免税城的免税经营权，占据中国核心的免税客流。

### 三亚国际免税城一家独大，全球旅游综合体龙头

公司于 2014 年在三亚海棠湾开设三亚国际免税城，是中国免税行业旅游零售综合体先驱，也是海南旅游的一个新地标，三亚国际免税城一期投入人民币 30 亿元，建筑面积约 120,000 平方米，于 2014 年 9 月开始营业，二期投入人民币 13 亿元，建筑面积约 65,000 平方米，于 2020 年 1 月投入运营。其营收 2016-2019 年复合增长率为 31%，于 2019 年达到 104.6 亿元。据中国中免 H 股招股书，2023 年，三亚国际免税城收入规模达人民币 283.6 亿元，销售规模于中国购物中心排行第一。

公司贯彻给客户良好的综合体验的目标，综合体汇集五大分区，即世界各地商品、海南本土产品、户外运动、美食及客户服务，以及儿童玩乐区，三亚国际免税城已成为海南新旅游地标。

图表 61：三亚国际免税城一期（正面）



资料来源：公司 H 股招股书，五矿证券研究所

图表 62：三亚国际免税城二期



资料来源：公司 H 股招股书，五矿证券研究所

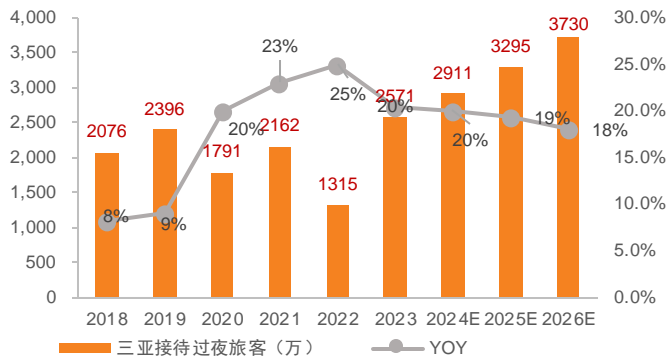
**客流方面：**三亚是中国内外知名的旅游度假圣地，接待游客数 2016-2019 年 CAGR 为 13%，2020 年受全球出行扰动因素影响增长率为 -25%，2021 年快速恢复 21%，2021 年过夜游客数为 2162 万人。2023 年出行逐渐放宽，游客数恢复至 2571 万人/yoy96%；假设 2024-2026 为 2016-2019 的 CAGR13%，则 2024-2026 年游客数为 2911/3295/3730 万人次；

**进店购物人次方面：**2022 年受出行限制影响，进店购物人数同比降低 34%，据统计，2023 年 7 月-8 月，三亚国际免税城进店客流量超 180 万人次/yoy60%。我们预测 2024-2026 购物客流量分别恢复至 583/640/677 万人次；

**渗透率方面：**按照“渗透率=三亚国际免税城实际购物人次/三亚过夜游客数\*100%”，我们预计 2024-2026 渗透率分别为：15%/16%/18%；

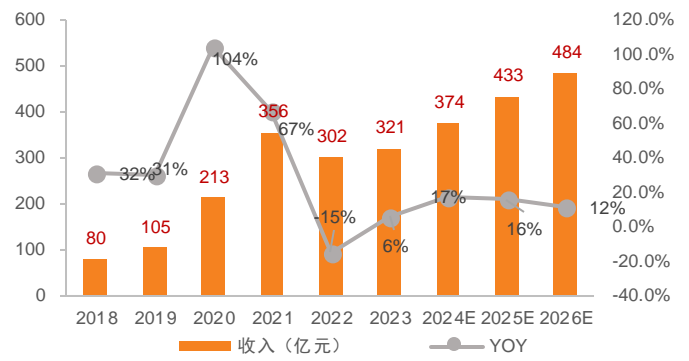
**客单价方面：**三亚国际免税城 2019 年客单价为 2782 元，2020-2022 年因全球出行扰动因素影响，旅客无法出境，旅客消费更多地转向国内，加上公司大力发展线上业务，客单价在 2022 年达到最高值，客单价分别提升至 4754/5184/7161 元。考虑到海棠湾游客的消费能力较高，三亚国际免税城客单价要高于海南全省离岛免税客单价。预计在引入顶奢且扩展经营面积后，客单价将持续恢复，因此我们假设 2024-2026 年客单价恢复至 7148/8251/8705/元。

图表 63: 三亚过夜游客数



资料来源: 公司 H 股招股书, 公司公告, 五矿证券研究所预测

图表 64: 三亚国际免税城营收 (亿元)



资料来源: 公司 H 股招股书, 公司公告, 五矿证券研究所预测

### 海口国际免税城独占鳌头

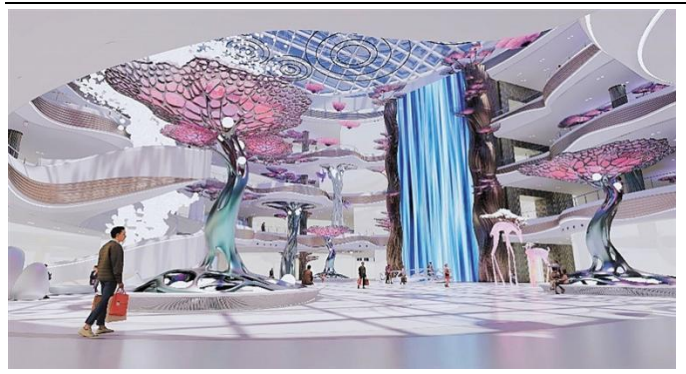
2023 年, 海口国际免税城为海口国际免税城首个完整年度, 收入贡献达 68.38 亿元。2022 年 10 月 28 日, 中国中免倾力打造的位于海口西海岸, 紧邻琼州海峡南岸的海口新海港、海口火车站, 与广东省湛江市雷州半岛隔海相望的全球最大单体免税店“CDF 海口国际免税城”正式开业, 免税城占拥有海口陆海大通道的“地利”优势, 向内可联动粤港澳大湾区、泛珠江三角洲经济区, 向外对接东南亚各国, 将为海南畅通中国国际双循环提供高质量发展的持续动力。

图表 65: 海口国际免税城外观航拍



资料来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 五矿证券研究所

图表 66: 海口国际免税城 AURA 天际秘林主题中庭



资料来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 五矿证券研究所

免税城建筑面积 28 万平方米。免税城聚集了 800 多个中国外知名品牌, 包括 25 个海南免税店首进品牌以及 78 个中免集团独家品牌。

CDF 海口国际免税城单层面积三万平方米, 设置了全球旅游零售面积最大、品类最全的免税购物天堂, 为消费者提供了虚拟试妆、美妆课堂等创新互动体验, 免税城还为消费者提供多种独家定制服务、引进“国风”概念体验店、设立了全球最大的威士忌博物馆等, 迎合了消费能力日益增长的“Z 世代”的独特需求。免税城不仅有集高奢、典雅、艺术、潮流为一体购物中心, 还涵盖了有税商业、高档办公、高端酒店、人才社区等多种业态, 具备商旅休闲、度假居住、办公艺展等复合功能。CDF 海口国际免税城的复合业态不仅激发了消费动力, 还形成了商业闭环, 为海南全局旅游发展积蓄了动能, 免税城将成为海南的新地标, 进一步优化海南省全局旅游格局。

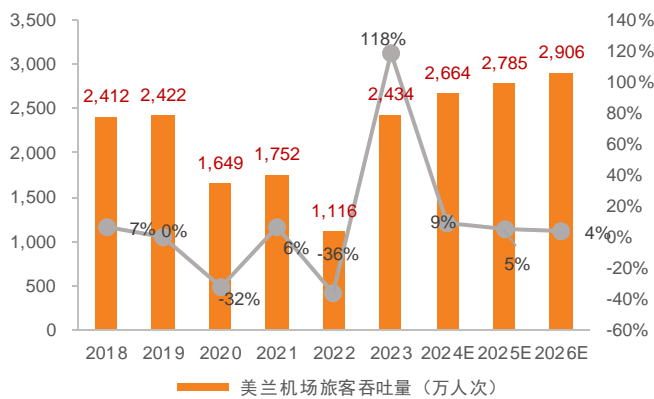
## 美兰机场

2020年6月，中国中免收购控股股东中国旅游集团手中全部51%的海免公司股权，海免门店有海口美兰机场免税店（T1于2022年12月开始营业、T2于2021年开始营业）、海口日月广场免税店（2019年1月开始营业），以及琼海博鳌免税店。美兰机场是海免重要盈利端，下面来分析美兰机场盈利模式及其展望。

**客流方面：**2016-2019 美兰机场旅客人数年复合增长率为 9%，2019 年达到了 2422 万人次，之后受到全球出行扰动因素影响，2020 年为 1649 万人次/yoy-32%；2023 年恢复到 2434 万人次/yoy118%；已恢复到 2019 年全球出行扰动因素发生前水平，我们预计 2024-2026 美兰机场旅客吞吐量恢复至 2019 的 110%/115%/120%，对应人次分别为 2664/2785/1906 万人次。

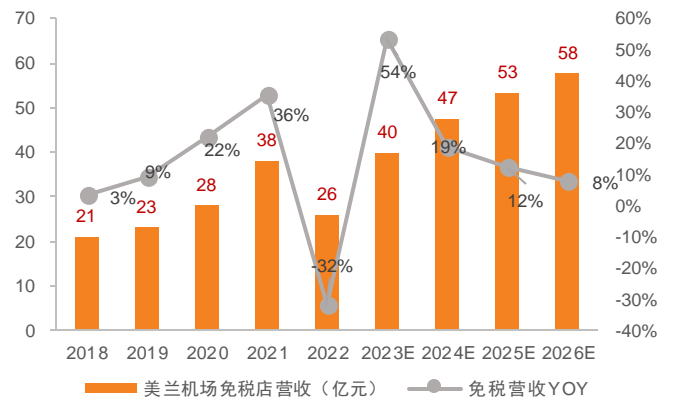
**进店购物人次方面：**2016-2019 年美兰机场进店购物人数年复合增长率为 17%，于 2019 年达到了 127 万人次，全球出行扰动因素影响下，2020、2021、2022、2023 年进店购物人次分别为 89 万/yoy-30%、101 万/yoy13%、68 万/yoy-33%；受益于美兰机场旅客吞吐量的恢复，我们预计 2024-2026 美兰机场店内购物人次恢复至 2019 的 106%/114%/118%，对应店内购物人次为 120/135/140 万人次。

图表 67：美兰机场旅客吞吐量（万人次）



资料来源：WIND，公司公告，五矿证券研究所预测

图表 68：美兰机场免税店营收（亿元）



资料来源：WIND，公司公告，五矿证券研究所预测

**渗透率方面：**由于美兰机场客流不以购物为主要目的，且后续渗透率保持稳定，按照渗透率=美兰机场免税实际购物人次/机场旅客人次\*100%计算，2016-2019 年海南美兰机场渗透率平均为 5%左右，预计美兰机场免税店后续渗透率维持稳定在 5%。

**客单价方面：**2019-2022 年海口美兰机场客单价分别为 1818.9 元、3168.5 元、3785.2 元、3832.4 元，考虑到出入境政策放宽之后出国购物客流恢复，调查显示，由于去年存在报复性消费加之代购现象比较严重等原因，客单价上涨较多，因此我们预计 2024-2026 客单价同比变动-13%/5.5%/4.5%，对应客单价分别为 3518/3676/3841 元。

2016-2019 美兰机场线下免税收入年复合增长率为 16%，2019 年已达到人民币 23 亿元，2020 以及 2021 年，虽受全球出行扰动因素影响机场吞吐量减少，但机场购物红利频出，线下免税销售额大幅提升，2020 年线下免税销售额为人民币 28.20 亿元/yoy22%，2021 年为人民币 38.23 亿元/yoy36%。由于出入境政策放宽之后出国购物客流恢复，2022 全年机场免税营收下降为人民币 26.06 亿元/yoy-32%，略高于全球出行扰动因素发生前水平。**综合以上假设，由“免税销售额=客单价\*进店人数”公式预测，2024-2026 年美兰机场线下免税销售收入分别为人民币 47.5/53.3/57.6 亿人民币。**

新海港顺利开业，海南免税市场竞争加剧。2022年10月28日海口国际免税城正式开业，建筑面积28万平方米，据中免方面介绍，将有超800个国内外知名品牌入驻cdf海口国际免税城。开业当天，海口国际免税城客流量超4.4万人次，销售额达6000万元。

图表 69: cdf 海口国际免税城俯瞰图



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

图表 70: cdf 海口国际免税城内部图



资料来源：公司官网，五矿证券研究所

## 5.2 口岸免税，恢复弹力强

中国中免拥有全国最优质的机场免税网点，包括2019年全球出行扰动因素爆发前出境旅客吞吐量前十大机场中的9个机场，尤其是北京首都国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场以及广州白云国际机场，以上四处机场服务出境旅客占同年自中国经机场出入境旅客总数的50%以上。

图表 71: 2023 年全国旅客量前十机场 (单位: 万人次)

名次	机场	2023 年旅客吞吐量	2019 年旅客吞吐量	同比 2019 年恢复程度
1	广州/白云	6316.28	7,337.85	86.08%
2	上海/浦东	5452.77	7,615.35	71.60%
3	北京/首都	5285.34	10,001.36	52.85%
4	深圳/宝安	5272.37	5,293.19	99.61%
5	成都/天府	4472.17	/	/
6	重庆/江北	4463.02	4,478.67	99.65%
7	上海/虹桥	4248.94	4,563.79	93.10%
8	昆明/长水	4192.52	4,807.60	87.21%
9	西安/咸阳	4134.99	4,722.05	87.57%
10	杭州/萧山	4116.95	4,010.84	102.65%

资料来源：中国民用航空局，五矿证券研究所

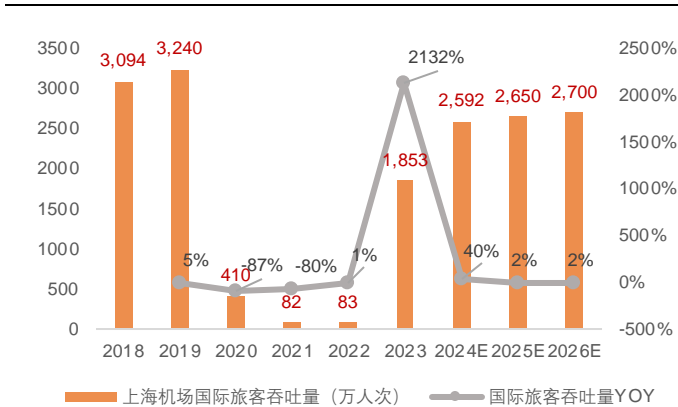
下面对中国中免重点口岸免税店的业绩进行分析及展望：

### 日上上海：

(1) 出入境旅客吞吐量：根据上海市人民政府交通委数据，2023年在上海浦东国际机场和虹桥国际机场两大口岸，累计查验出入境人员1906万人次，出入境航班14.9万余架次。目前，浦东机场口岸出入境日均客流量恢复至全球出行扰动因素发生前（2019年）水平70%，虹桥机场口岸日均客流量已恢复至全球出行扰动因素发生前水平。我们预测，2024国际客

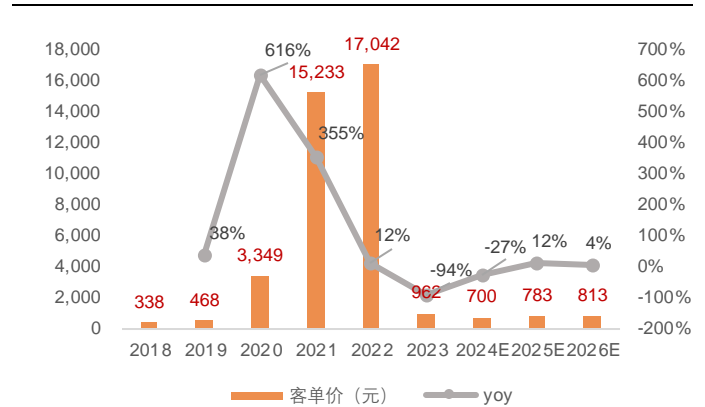
流有望逐步恢复到2019年的80%，并且预计2024-2026年，上海机场国际旅客吞吐量将按照40%/2%/2%的增长率增长。

图表 72：上海机场国际旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测

图表 73：上海机场客单价（元）

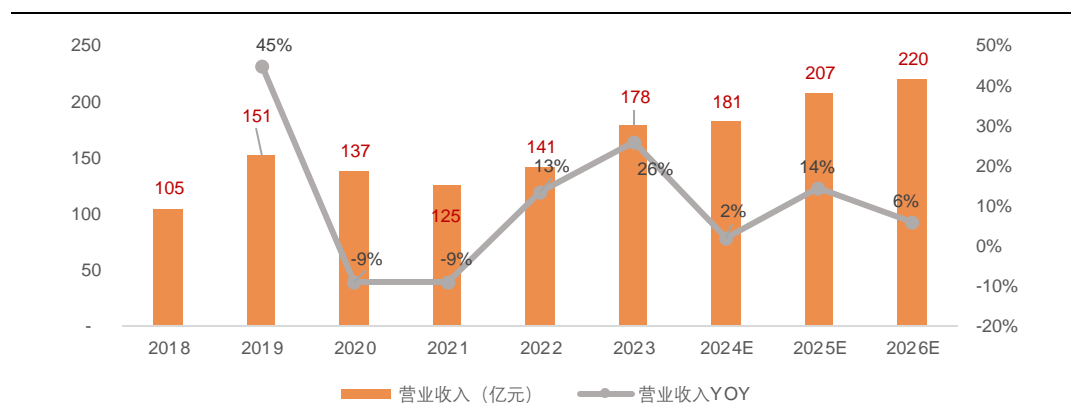


资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测

(2) **客单价**：全球出行扰动因素发生前上海机场免税销售体量及人均消费水平均领跑中国机场。2008-2019年，上海浦东机场免税销售额CAGR为27%。基于2019年日上上海的免税营收/国际客流数，客单价在467.5元左右，2020年因全球出行扰动因素影响开始线上直邮，客单价大幅提升。随着全球出行逐渐恢复，日上直邮销量将逐渐缩减。受线上业务发展影响，我们预计2024-2026年客单价分别为700/783/813元，

(3) **租赁费用**：全球出行扰动因素发生前机场租金扣点导致高额销售费用，全球出行扰动因素发生后机场租金降低极大改善了机场免税店的盈利能力。2023年12月，随着全球出行扰动因素的影响逐渐淡去，日上上海又与上海机场相关方对原合同及原补充协议重新进行修订，并签署相关补充协议。双方同意自2023年12月1日起，月实收费用采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式计算。

图表 74：日上上海营业收入预测



资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测

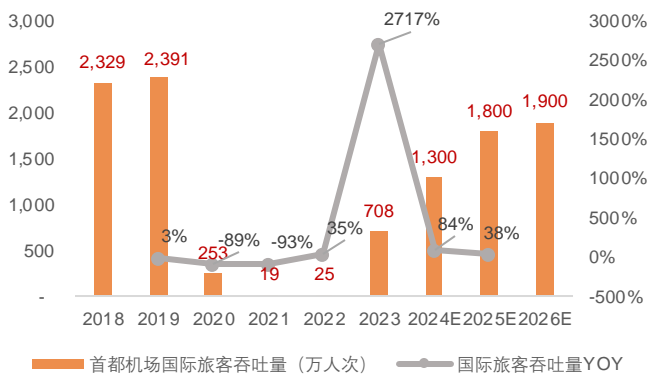
## 日上中国：

(1) **出入境旅客吞吐量**：2023年以来，国家出入境政策逐步放宽，首都机场国际航空市场

有序恢复。据首都机场消息，1月-11月首都机场国际及地区旅客量达到671万人次，预计2023年国际及地区旅客将接近800万人次。2024年，首都机场还将联合国航、海航等航空公司，新开并加频达卡、利雅得、爱丁堡、河内等国际航线，预计全年国际及地区旅客吞吐量将以50%的增长率增长至超过1200万人次。届时，北京首都机场国际旅客吞吐量将达到全球出行扰动因素发生前的80%。并且我们预计2026年，国际旅客吞吐量可以达到1900万人次。

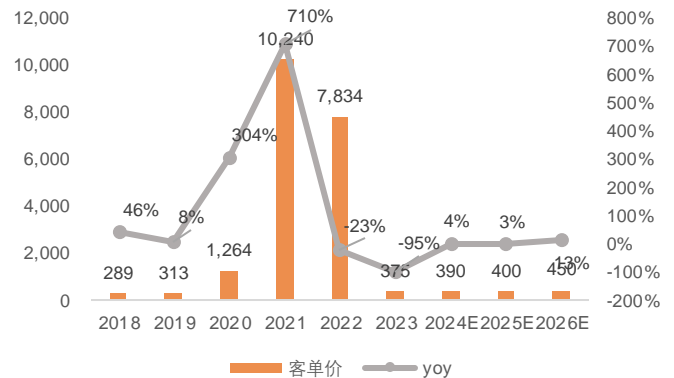
(2) 客单价：2019年首都机场免税客单价为312.7元，由于全球出行受阻期间采取线上直邮销售模式，客单价大幅提升。随着全球出境游恢复，线下客流增多，客单价有望稳步增长。以2019年的客单价为基准，我们预测2024-2026的客单曲线将如下所示。预计2026年北京首都机场客单价为450元。

图表 75：北京首都机场国际旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测

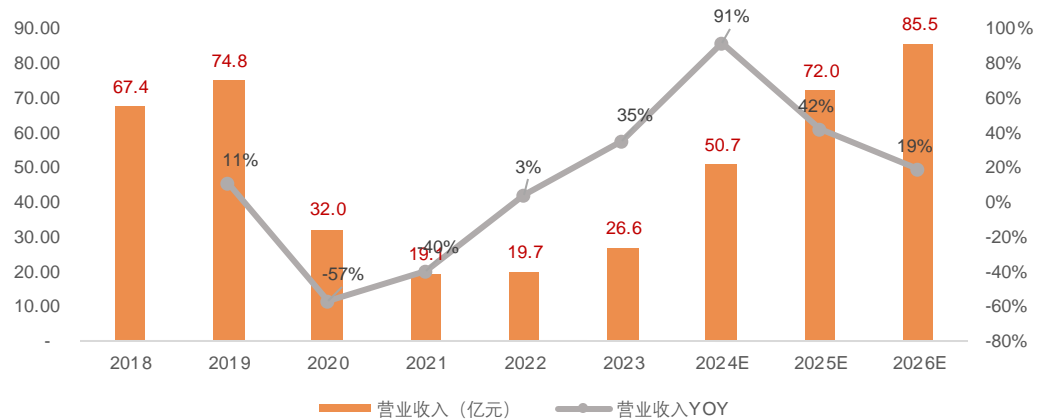
图表 76：北京首都机场客单价（元）



资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测

(3) 租赁费用：2023年12月，中国中免公司下属子公司与首都机场相关方一致同意对原首都机场T2和T3航站楼国际出境隔离区域及国际入境区免税店经营权合同条款进行修订、优化，并签订补充协议。各方同意原合同项下经营费及计费相关的客流量、经营面积均合并计算，年度经营费采取年保底经营费和年实际销售额提成两者取高的模式计算。

图表 77：日上中国营业收入预测



资料来源：公司H股招股书，公司公告，五矿证券研究所预测



### 5.3 市内免税，潜力无限空间广

市内店一般指获得具有有效身份证明文件及出境交通证即将出境的外籍人士，以及本国人士自国外返回一段时间内光顾、位于市中心的旅游零售商店。

图表 78：中国市内免税店相关政策

时间	发布部门	政策文件	重要内容
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	关于促进消费扩容提质加快形成强大中国市场的实施意见	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020.4	上海市人民政府	关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施	支持免税经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际化市场。加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020.9	国务院	深化北京新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021.3		中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案	在广州北站商务区（T4 航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.3	陕西省商务厅、发改委	陕西省商务发展“十四五”规划	加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等中国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。
2021.7	深圳市人民政府	关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021-2023 年）	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策，支持出境免税店经营国产品实行退（免）税政策，鼓励老字号产品进入免税店，打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和中国精品展销平台。
2023.3	海关总署、财政部、税务总局	关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告	为支持海南自由贸易港建设，增加“担保即提”和“即购即提”提货方式，进一步提升离岛旅客购物体验。

资料来源：各省人民政府，国务院，财政部，商务部，海关总署，税务总局，五矿证券研究所

**政策逐步放开，市内免税迎来发展新机遇。**2020年2月《关于促进消费扩容提质加快形成强大中国市场的实施意见》出台，鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。随后，广州、上海、北京等地相继出台市内免税店政策支持，推进市内免税店布局。**市内免税能够对机场形成有效补充，提高消费体验。**参照韩国发展经验，2009-2019年韩国市内免税店在政策支持以及旅游业发展的推动下，免税销售额快速增长，复合年增长率达21.5%，且市内免税规模占比约90%。随着国家大力支持，中国市内免税市场空间巨大，潜力无限。

## 六、盈利预测与投资建议

**口岸免税端：**因 2023 年年初起全球出行扰动因素得到基本控制，旅游零售行业恢复增长，则预计 2024 至 2026 年口岸免税端营收分别为人民币：290 亿元、349 亿元、381 亿元，增速分别为：13.4%、20.4%、9.1%。

**离岛免税端：**海口国际免税城的开业以及三亚海棠湾二期工程的竣工有望给离岛免税端带来可观收益提升。假设 2024 年旅游零售行业持续恢复增长，则预计 2024 至 2026 年离岛免税端营收分别为人民币：501 亿元、569 亿元、627 亿元，增速分别为：20.6%、13.5%、10.2%。

**市内免税端：**中国出台多个政策及条例大力扶持市内免税，预计 2024 至 2026 年市内免税端营收分别为人民币：7 亿元、11 亿元、22 亿元，增速分别为：75.0%、57.1%、100.0%。

图表 79：公司主营业务盈利预测（亿元）

时间	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
总收入	677	544	675	798	929	1030
Yoy	28.70%	-19.60%	24.1%	18.2%	16.4%	10.9%
归母净利润	97	50	67.2	80.8	93.6	105.8
口岸渠道						
口岸总收入	170	179	256	290	349	381
Yoy	-14.90%	5.20%	43.0%	13.4%	20.4%	9.1%
占总收入比例	25.1%	32.9%	37.8%	35.0%	35.8%	36.6%
离岛渠道						
离岛总收入	470	364	415	501	569	627
Yoy	57.10%	-22.70%	14.1%	20.6%	13.5%	10.2%
占总收入比例	69.4%	66.9%	61.6%	62.8%	61.2%	60.9%
市内渠道及其他						
市内及其他总收入	36	2	4	7.00	11	22
Yoy	36.90%	-95.50%	100.0%	75.0%	57.1%	100.0%
占总收入比例	5.3%	0.4%	0.6%	0.9%	1.2%	2.1%

资料来源：wind，公司公告，五矿证券研究所预测

综上，我们预计公司 2024-2026 年营收分别为 798.0/928.5/1030.0 亿元，分别同比 +18.2%/+16.4%/+10.9%。归母净利润分别为 79.0/96.0/109 亿元，分别同比 +17.9%/+20.9%/14.2%，当前股价对应 PE 分别为 23/19/17x。公司作为旅游零售行业的龙头，有望受益于后续出入境客流的持续修复和市内免税政策的落地，首次覆盖，给予“持有”评级。

### 风险提示：

1、行业竞争加剧：如果免税牌照进一步放宽，免税商为了抢夺市场份额，可能会发生价格

战，导致公司经营波动；

- 2、**海南封关政策不确定性**：2025 海南封关政策暂未出台，海南未来发展路线有不确定性；
- 3、**新项目经营不及预期**：海口国际免税城于 2022 年 10 月 28 日 开业，新店爬坡期面临不确定性较大，可能会导致经营不及预期；
- 4、**汇率波动风险**：公司采购支付方式主要为美元或欧元，国际政治形势震荡，可能导致人民币汇率大幅贬值，毛利率下降。

#### 主要财务指标

	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	675	798	929	1,030

增长率(%)	24.1%	18.2%	16.4%	10.9%
归属母公司所有者净利润(百万元)	67	79	96	109
增长率(%)	33.5%	17.9%	20.9%	14.2%
每股收益(元)	3.245	3.825	4.625	5.284
净资产收益率(%)	12.5%	12.8%	13.4%	13.3%

**财务报表及指标预测**

利润表(百万元)					资产负债表(百万元)				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	<b>675</b>	<b>798</b>	<b>929</b>	<b>1,030</b>	货币资金	318	378	458	565
营业成本	460	531	602	660	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>215</b>	<b>267</b>	<b>327</b>	<b>370</b>	应收账款	1	2	2	2
%营业收入	31.8%	33.5%	35.2%	35.9%	存货	211	287	326	348
营业税金及附加	16	18	19	21	预付账款	5	5	6	7
%营业收入	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%	其他流动资产	49	50	53	55
销售费用	94	120	153	175	<b>流动资产合计</b>	<b>585</b>	<b>722</b>	<b>845</b>	<b>977</b>
%营业收入	13.9%	15.0%	16.5%	17.0%	可供出售金融资产				
管理费用	22	22	25	26	持有至到期投资				
%营业收入	3.3%	2.8%	2.7%	2.5%	长期股权投资	22	27	32	36
财务费用	-9	1	1	1	投资性房地产	16	17	19	20
%营业收入	-1.3%	0.1%	0.1%	0.1%	固定资产合计	63	76	89	99
资产减值损失	-6	0	0	0	无形资产	21	20	18	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	8	8	8	8
投资收益	1	1	1	2	递延所得税资产	12	12	12	12
<b>营业利润</b>	<b>87</b>	<b>110</b>	<b>132</b>	<b>151</b>	其他非流动资产	62	57	46	38
%营业收入	12.8%	13.7%	14.2%	14.7%	<b>资产总计</b>	<b>789</b>	<b>939</b>	<b>1,070</b>	<b>1,208</b>
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	4	1	-3	-9
<b>利润总额</b>	<b>86</b>	<b>110</b>	<b>132</b>	<b>151</b>	应付款项	64	83	95	101
%营业收入	12.8%	13.7%	14.2%	14.7%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	14	18	22	26	应付职工薪酬	5	6	7	7
净利润	73	92	110	126	应交税费	26	38	42	47
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>67</b>	<b>79</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	其他流动负债	54	62	70	76
少数股东损益	6	13	14	16	<b>流动负债合计</b>	<b>153</b>	<b>190</b>	<b>210</b>	<b>223</b>
<b>EPS(元/股)</b>	<b>3.245</b>	<b>3.825</b>	<b>4.625</b>	<b>5.284</b>	长期借款	25	35	35	35
					应付债券	0	0	0	0
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	18	28	28	28
					<b>负债合计</b>	<b>197</b>	<b>254</b>	<b>274</b>	<b>286</b>
					归属于母公司	538	620	715	825
					少数股东权益	53	66	81	97
					<b>股东权益</b>	<b>592</b>	<b>686</b>	<b>796</b>	<b>922</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>789</b>	<b>939</b>	<b>1,070</b>	<b>1,208</b>
					<b>基本指标</b>				
						<b>2023A</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>	<b>2026E</b>
					EPS	3.245	3.825	4.625	5.284
					BVPS	26.02	29.95	34.57	39.86
					PE	25.79	22.87	18.92	16.56
					PEG	0.77	1.28	0.90	1.16
					PB	3.22	2.92	2.53	2.20
					EV/EBITDA	16.33	12.48	9.95	8.03
					ROE	12.5%	12.8%	13.4%	13.3%

资料来源: Wind, 五矿证券研究所

## 分析师声明

作者在中国证券业协会登记为证券投资咨询(分析师),以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。作者保证:(i)本报告所采用的数据均来自合规渠道;(ii)本报告分析逻辑基于作者的职业理解,并清晰准确地反映了作者的研究观点;(iii)本报告结论不受任何第三方的授意或影响;(iv)不存在任何利益冲突;(v)英文版翻译与中文版有所歧义,以中文版报告为准;特此声明。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现,也即以报告发布日后的6到12个月内的公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中:A股市场以沪深300指数为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在20%及以上;
		增持	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于5%~20%之间;
		持有	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报介于-10%~5%之间;
		卖出	预期个股相对同期相关证券市场代表性指数的回报在-10%及以下;
		无评级	预期对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
行业评级	看好	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;	
	中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%~10%之间;	
	看淡	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。	

## 一般声明

五矿证券有限公司(以下简称“本公司”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告即视其为客户,本报告仅在相关法律许可的情况下发放,并仅为提供信息而发放,概不构成任何广告。本报告的版权仅为本公司所有,未经本公司书面许可,任何机构和个人不得以任何形式对本研究报告的任何部分以任何方式制作任何形式的翻版、复制或再次分发给任何其他人。如引用须联络五矿证券研究所获得许可后,再注明出处为五矿证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。在刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的同时,也应注明本报告的发布人和发布日期及提示使用证券研究报告的风险。若未经授权刊载或者转发本报告的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告,则由该机构独自为此发送行为负责。

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,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入或将产生波动;在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改,投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。在任何情况下,报告中的信息或意见不构成对任何人的投资建议,投资者据此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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利,不与投资者分享投资收益,也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。本公司及作者在自身所知情范围内,与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

五矿证券版权所有。保留一切权利。

## 特别声明

在法律许可的情况下,五矿证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此,投资者应当考虑到五矿证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突,投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 联系我们

上海	深圳	北京
地址:上海市浦东新区东方路69号裕景国际商务广场A座2208室 邮编:200120	地址:深圳市南山区滨海大道3165号五矿金融大厦23层 邮编:518035	地址:北京市海淀区首体南路9号4楼603室 邮编:100037

## Analyst Certification

The research analyst is primarily responsible for the content of this report, in whole or in part. The analyst has the Securities Investment Advisory Certification granted by the Securities Association of China. Besides, the analyst independently and objectively issues this report holding a diligent attitude. We hereby declare that (1) all the data used herein is gathered from legitimate sources; (2) the research is based on analyst's professional understanding, and accurately reflects his/her views; (3) the analyst has not been placed under any undue influence or intervention from a third party in compiling this report; (4) there is no conflict of interest; (5) in case of ambiguity due to the translation of the report, the original version in Chinese shall prevail.

## Investment Rating Definitions

The rating criteria of investment recommendations		Ratings	Definitions
The ratings contained herein are classified into company ratings and sector ratings (unless otherwise stated). The rating criteria is the relative market performance between 6 and 12 months after the report's date of issue, i.e. based on the range of rise and fall of the company's stock price (or industry index) compared to the benchmark index. Specifically, the CSI 300 Index is the benchmark index of the A-share market. The Hang Seng Index is the benchmark index of the HK market. The NASDAQ Composite Index or the S&P 500 Index is the benchmark index of the U.S. market.	Company Ratings	BUY	Stock return is expected to outperform the benchmark index by more than 20%;
		ACCUMULATE	Stock relative performance is expected to range between 5% and 20%;
		HOLD	Stock relative performance is expected to range between -10% and 5%;
		SELL	Stock return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%;
		NOT RATED	No clear view of the stock relative performance over the next 6 months.
	Sector Ratings	POSITIVE	Overall sector return is expected to outperform the benchmark index by more than 10%;
		NEUTRAL	Overall sector expected relative performance ranges between -10% and 10%;
		CAUTIOUS	Overall sector return is expected to underperform the benchmark index by more than 10%.

## General Disclaimer

Minmetals Securities Co., Ltd. (or "the company") is licensed to carry on securities investment advisory business by the China Securities Regulatory Commission. The Company will not deem any person as its client notwithstanding his/her receipt of this report. The report is issued only under permit of relevant laws and regulations, solely for the purpose of providing information. The report should not be used or considered as an offer or the solicitation of an offer to sell, buy or subscribe for securities or other financial instruments. The information presented in the report is under the copyright of the company. Without the written permission of the company, none of the institutions or individuals shall duplicate, copy, or redistribute any part of this report, in any form, to any other institutions or individuals. The party who quotes the report should contact the company directly to request permission, specify the source as Equity Research Department of Minmetals Securities, and should not make any change to the information in a manner contrary to the original intention. The party who re-publishes or forwards the research report or part of the report shall indicate the issuer, the date of issue, and the risk of using the report. Otherwise, the company will reserve its right to taking legal action. If any other institution (or "this institution") redistributes this report, this institution will be solely responsible for its redistribution. The information, opinions, and inferences herein only reflect the judgment of the company on the date of issue. Prices, values as well as the returns of securities or the underlying assets herein may fluctuate. At different periods, the company may issue reports with inconsistent information, opinions, and inferences, and does not guarantee the information contained herein is kept up to date. Meanwhile, the information contained herein is subject to change without any prior notice. Investors should pay attention to the updates or modifications. The analyst wrote the report based on principles of independence, objectivity, fairness, and prudence. Information contained herein was obtained from publicly available sources. However, the company makes no warranty of accuracy or completeness of information, and does not guarantee the information and recommendations contained do not change. The company strives to be objective and fair in the report's content. However, opinions, conclusions, and recommendations herein are only for reference, and do not contain any certain judgments about the changes in the stock price or the market. Under no circumstance shall the information contained or opinions expressed herein form investment recommendations to anyone. The company or analysts have no responsibility for any investment decision based on this report. Neither the company, nor its employees, or affiliates shall guarantee any certain return, share any profits with investors, and be liable to any investors for any losses caused by use of the content herein. The company and its analysts, to the extent of their awareness, have no conflict of interest which is required to be disclosed, or taken restrictive or silent measures by the laws with the stock evaluated or recommended in this report.

Minmetals Securities Co. Ltd. 2019. All rights reserved.

## Special Disclaimer

Permitted by laws, Minmetals Securities Co., Ltd. may hold and trade the securities of companies mentioned herein, and may provide or seek to provide investment banking, financial consulting, financial products, and other financial services for these companies. Therefore, investors should be aware that Minmetals Securities Co., Ltd. or other related parties may have potential conflicts of interest which may affect the objectivity of the report. Investors should not make investment decisions solely based on this report.

## Contact us

### Shanghai

Address: Room 2208, 22F, Block A, Eton Place, No.69 Dongfang Road, Pudong New District, Shanghai  
Postcode: 200120

### Shenzhen

Address: 23F, Minmetals Financial Center, 3165 Binhai Avenue, Nanshan District, Shenzhen  
Postcode: 518035

### Beijing

Address: Room 603, 4F, No.9 Shoutinan Road, Haidian District, Beijing  
Postcode: 100037