

交通运输

行业研究/点评报告

离岛免税扩容，行业整体受益

点评报告/交通运输

2020年06月30日

一、事件概述

财政部、海关总署等发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，公告内各项规定自2020年7月1日起执行。

二、分析与判断

➤ 公告细则变化：行邮税取消、件数限制+品类增加、经营主体限制放宽

本次公告调整在此前公告的免税购物总额由3万提升至10万的基础上，进一步聚焦四个方面：(1) 取消单件商品8000元限制，这一规定相当于取消了原来的行邮税限制，亦可理解为行邮税起征点由8000元，提升至10万元；(2) 化妆品购物件数限制由12件，增加至30件，香水不限件数，同时增加酒类商品，包括洋酒，但不含白酒（合计不超过1500毫升，相当于4瓶人头马），增加电子产品（手机4件）；(3) 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体，可按规定，参与海南离岛免税经营。

➤ 客单价有望迎来大幅提升，预计离岛免税销售额有望突破400亿元

我们预计，受益化妆品购物件数放宽至30件，以及行邮税限制取消，原先仅占海南离岛免税销售收入不到20%的精品类产品销售量有望快速提升，从而拉动客单价出现明显抬升。我们预计，2021年客单价将有望至少增加至7800元/+120%，而在最乐观情景下，我们预计客单价有望达到1.7万元/+1250%，以上两种情景对应的2021年销售额预计在400-800亿区间，较2019年150亿的规模大幅提升。

➤ 离岛免税蛋糕扩大，有限竞争格局无碍龙头成长

对龙头中免而言：我们仍重申过往观点，即市场对于牌照垄断为龙头护城河的认知，主要源自中国免税业在初级发展阶段的特点。在当前时点下，免税运营商对供给端的把控，是其运营的免税渠道能否取得持续增长的关键。中免集团依托目前已取得的先发优势、规模，其核心竞争优势不会因为短期的牌照放开而被稀释。此外，拉回更为宏观的视角审视，我们认为免税业作为政府引导消费回流的微观调控工具，其To C而非To B的属性以及局内“玩家”的企业性质，决定了行业的竞争格局难以重演韩国免税业的价格战之殇。因而，基于整体市场规模大幅增长的预期，我们认为离岛免税竞争格局的有限放开，将为中国中免的离岛免税销售规模带来大幅增长，而其盈利能力受到的影响则较为有限。

对其他免税运营商：目前国内具有免税品经销资格的经营主体，除中免系外，还包括中出服、珠免、深免、王府井四家企业，伴随此次离岛免税新政实施，以上企业均有望分享离岛免税政策红利。

三、投资建议

参考澳门博彩业开放的案例，我们认为在离岛免税市场步入高速增长阶段，整体市场蛋糕的扩大，对行业内各公司均是利好。在这一阶段，我们优先推荐龙头公司中国中免，同时推荐拟收购珠海免税的格力地产，建议关注王府井（拥有免税品经营资质）、凯撒旅游、众信旅游。

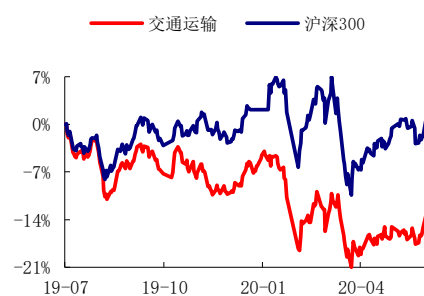
四、风险提示：

客单价提升幅度不及预期；竞争格局变化进展不及预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

- 1.行业周（月）报：假期旅游市场表现平稳，免税快递维持高景气
- 2.行业周（月）报：离岛免税政策调整在即，客单价增长空间几何？

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 6月29日	EPS			PE			评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
601888	中国中免	140.03	2.38	1.96	3.59	58.8	71.4	39.0	推荐
600185	格力地产	11.61	0.27	0.18	0.41	43.0	64.5	28.3	推荐
600859	王府井	41.41	1.24	0.87	1.40	11.3	47.6	29.5	未评级
002707	众信旅游	7.18	0.08	-0.04	0.17	80.0	-189	43.2	未评级
000796	凯撒旅游	9.49	0.16	0.12	0.34	58.2	72.8	27.2	未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司来自 Wind 一致预测

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。