

免税扬帆起 乘风万里航

——凯撒旅业 (000796.SZ)

休闲服务/旅游综合



投资摘要：

2020年公司战略转型逐步到位。公司在今年引入一系列实力战投，10月高层调整，凸显未来多业态融合发展的战略意图。随着战略部署到位，公司将在聚焦核心业务的同时（旅游服务&配餐服务），加强免税、金融、线上、海外、产业基金等业务布局，乘着海南自贸港政策东风，发展重心不断往海南迁移。

公司存量主营业务（旅游服务&配餐服务）恢复可期，均存在新的利润增长点。旅游服务方面，公司自2020年开始调整战略方向，从以出境游为主调整为降维布局国内游，同时与海南方面多次建立深入合作。配餐服务方面，公司开始从空中向地面转型，向社会化餐饮服务方向延伸。另预测新冠疫苗将尽快向社会开放，基于此，旅游服务业务有望加速回暖。**公司作为传统出境游龙头，在旅游服务业务方面长期具备以下四个优势：**

- ◆ 丰富的上游资源从航空、酒店、邮轮、景点、地接和签证六个维度不断积累拓展。
- ◆ 建立了多元化产品体系同时积极进行产品创新。
- ◆ 领先的旅游目的地服务和运营能力。
- ◆ 强劲的线上+线下的下游渠道销售网络。

公司增量主营业务（免税业务）即将为公司利润带来边际改善。公司从2019年开始在免税业务方向发力，这既是在公司业务链条中进行横向打通，也是在纵向延伸。消费内循环引导境外消费回流，免税行业作为抓手，具有巨大发展空间，同时兼具利润空间。公司积累了庞大的出境游客资源和导游资源，通过免税可以充分将其进行变现。

公司通过与市内免税龙头中出服合作经营免税店的方式参与免税业务，已经与中出服完成三次深度合作。中出服是我国最大的入境市内免税运营商，已有机场口岸出入境免税业务和入境市内免税业务，未来也有望落地离岛免税业务，作为市内免税龙头，中出服选择与公司合作有以下几大原因：

- ◆ 公司从导流、营销、运营等各方面持续为免税店赋能，共享优质资源，协同发展“旅游+免税”业务。
- ◆ 公司利用自身旅游产业上下游资源，协助提高免税店的销售效率，同时提高免税购买渗透率。
- ◆ 公司与三亚方面不断深入的合作为公司和中出服二者合力在离岛免税发力提供基础。
- ◆ 公司与京东的深度合作将为免税店带来更多利润增长点，如：共同构建智慧门店、免税体验店全面实现线上下单、和充分发挥京东物流仓储的优势等。

公司与中出服在免税上战略合作，二者形成差异化竞争力，在免税增量市场上持续攻城略地。免税业作为境外消费回流政策利好下的黄金赛道，保守预计五年内，市内免税市场可达500亿元，离岛免税市场五年内可达1400亿元。

投资建议：综合考虑公司存量主营业务恢复可期，以及免税业务的边际改善，同时市场悲观预期释放逐步到位，预计公司2020-2022年营业收入同比增速为-74.6%、225.9%和63.2%。每股收益分别为-0.28元、0.51元和0.93元。2021-2022对应PE为26倍和14倍。给予公司2021年PE39-46倍，合理股价范围为19.68-23.62元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

风险提示：宏观风险及疫情反复风险；免税政策具有一定不确定性；与中出服合作深度不达预期；公司存量主营业务营收不达预期；免税行业盈利不达预期。

评级

买入（维持）

2020年11月10日

曹旭特

分析师

SAC执业证书编号：S1660519040001

交易数据

时间 2020.11.09

总市值/流通市值 (亿元)	105.84/105.78
总股本 (万股)	80,300.03
资产负债率 (%)	56.03
每股净资产 (元)	2.75
收盘价 (元)	13.18
一年内最低价/最高价 (元)	6.11/24.6

公司股价表现走势图



资料来源：申港证券研究所

相关报告

1、《凯撒旅业 (000796.SZ) 三季报点评：悲观预期释放 边际改善可期》

2020-11-02

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	8,179.62	6,035.55	1,535.71	5,004.25	8,167.78
增长率 (%)	1.67%	-26.21%	-74.56%	225.86%	63.22%
归母净利润 (百万元)	194.14	125.65	(224.60)	505.23	924.04
增长率 (%)	-12.03%	-35.28%	-278.75%	-324.95%	82.90%
净资产收益率 (%)	8.76%	5.25%	-10.41%	17.72%	24.48%
每股收益(元)	0.24	0.16	(0.28)	0.51	0.93
PE	54.51	84.22	(47.12)	25.86	14.14
PB	4.77	4.43	4.90	4.58	3.46

资料来源：公司财报、申港证券研究所

内容目录

1. 凯撒旅业长期深耕旅游 不断拓展免税	6
1.1 以旅游服务为主 配餐服务为辅的传统出境游龙头	6
1.2 引入战投&高层变更凸显战略意图	6
1.3 受疫情影响 2020 年业绩承压	8
2. 旅游&配餐服务业务实力雄厚 免税业务蓄势待发	10
2.1 旅游服务业务	10
2.1.1 丰富的上游资源从六个维度不断积累拓展	12
2.1.2 建立多元化产品体系同时积极进行产品创新	13
2.1.3 领先的服务与运营能力	15
2.1.4 强劲的线上+线下的下游渠道销售网络	15
2.1.5 政策利好下与海南方面开展长期深度合作	16
2.2 配餐服务业务	18
2.3 免税业务	20
2.3.1 2019 年绑定中出服开始涉足免税业务	20
2.3.2 中出服是我国最大的入境市内免税商	20
2.3.3 出入境免税方面公司与中出服已完成三次深度合作	23
2.3.4 中出服有望落地离岛免税业务	24
3. 免税行业欣欣向荣 迎来发展机遇	26
3.1 免税业是境外消费回流政策下的黄金赛道	27
3.2 市内免税业尚在初期 五年后市场空间达 500 亿元	29
3.3 离岛免税迎来春天 五年后市场空间达 1400 亿元	31
3.3.1 离岛政策放开打开免税销售额与人均购买金额优化空间	31
3.3.2 2020 年离岛免税迎来新气象	34
3.3.3 五年后离岛免税市场空间在中性假设下可达 1400 亿元	36
3.4 免税行业玩家概况	37
4. 盈利预测及投资建议:	39
4.1 存量主业盈利预测	39
4.2 免税业务盈利预测	39
4.3 公司盈利预测及投资建议	43
5. 风险提示:	43

图表目录

图 1: 公司主营业务成分占比	6
图 2: 公司营业收入 (单位: 亿元)	8
图 3: 公司毛利率与两大主营业务毛利率	8
图 4: 公司费用率情况	9
图 5: 公司归母净利润 (单位: 亿元) 和归母净利率	9
图 6: 公司 ROE	9
图 7: 旅游服务三类细分业务营业收入 (单位: 亿元)	10
图 8: 旅游服务三类细分业务营收占比	11
图 9: 旅游服务三类细分业务毛利率	11
图 10: 产业链上的四大优势	11
图 11: 多元化产品体系	13

图 12: 配餐服务两大细分业务营业收入 (单位: 亿元)	18
图 13: 配餐服务两大细分业务营收占比	18
图 14: 配餐服务两大细分业务毛利率	18
图 15: 中出服股权结构	21
图 16: 免税产业链	26
图 17: 中国消费者奢侈品消费不断提升 (单位: 十亿元)	28
图 18: 中国免税业消费额&全球免税及旅游零售额 (单位: 亿元)	28
图 19: 全球个人奢侈品市场规模&全球免税销售额 (单位: 十亿元)	28
图 20: 中国消费者奢侈品消费渠道占比	28
图 21: 历年来 5 次免税购物额度调整 (单位: 元)	33
图 22: 海南离岛免税销售额 (单位: 亿元) 及同比增速	35
图 23: 分季度海南离岛免税销售额 (单位: 亿元) 及同比增速	35
图 24: 分月份海南离岛免税销售额 (单位: 亿元) 及同比增速	35
图 25: 海南离岛免税购物人次 (单位: 万人次) 及人均购物金额 (单位: 元)	36
图 26: 海南岛离岛免税渗透率	37
图 27: 海南岛离岛免兽数均购买金额 (单位: 元)	37
图 28: 三亚海棠湾免税营收 (单位: 亿元) 和占离岛免税市场比	40
图 29: 三亚海棠湾营收、营业利润 (单位: 亿元) 和营业利润率	40
图 30: 三亚海棠湾与离岛整体的免税购买渗透率及人均消费金额 (单位: 元) 对比	40
图 31: 三亚过夜旅客、三亚海棠湾购买人次 (单位: 万人次) 以及三亚海棠湾购买渗透率	41

表 1: 非公开发行股份的拟认购情况	7
表 2: 丰富的旅游产业上游资源	12
表 3: 曾四度服务奥运会	14
表 4: 自 2019 年起公司与海南方面的深度合作事件	17
表 5: 公司下辖的 7 家航空配餐公司及合作航司	19
表 6: 中出服国内免税店一览	21
表 7: 国内 6 家免税牌照商概况	22
表 8: 出入境离境免税 (含市内免税) 和离岛免税对比	22
表 9: 入境/出境市内免税政策对比	22
表 10: 公司已参股三家中出服免税店	24
表 11: 离境免税与离岛免税额度对比	27
表 12: 奢侈品消费回流视角下的免税行业空间测算 (单位: 亿元)	29
表 13: 2020 年国家及地方政府出台免税相关政策	30
表 14: 中韩市内免税店政策对比	30
表 15: 2025 年市内免税空间测算 (单位: 亿元)	31
表 16: 海南省旅游政策	31
表 17: 持续放宽的海南离岛免税政策	33
表 18: 亚洲四大离岛免税政策对比	34
表 19: 2025 年离岛免税空间测算 (单位: 亿元)	37
表 20: 免税市场原有参与者	37
表 21: 免税市场新晋参与者	38
表 22: 目前 4 家存量离岛免税店	39
表 23: 2021 年中出服三亚免税店营收测算 (单位: 亿元)	41
表 24: 2025 年中出服三亚免税店营收测算 (单位: 亿元)	42
表 25: 2021 年公司从中出服三亚免税店可获净利润测算 (单位: 亿元)	42

表 26: 中出服北京市内免税店营收及净利润预测	43
表 27: 公司盈利预测表	44

1. 凯撒旅业长期深耕旅游 不断拓展免税

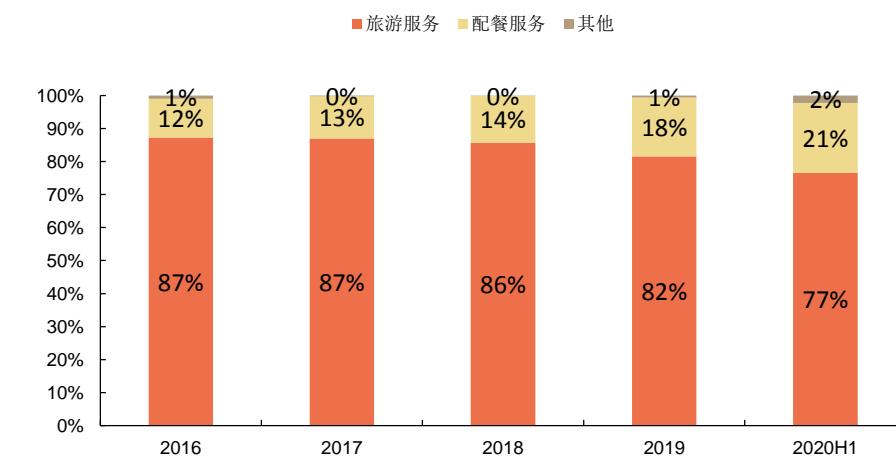
1.1 以旅游服务为主 配餐服务为辅的传统出境游龙头

公司是集批发、零售和接待为一体，全产业链运营的传统出境游龙头，是全国旅行社 10 强，出境游 5 大运营商之一。

- ◆ 公司由陈小兵于 1993 年创立，从欧洲地接社起家。2011 年 6 月，海航旅游集团以 2.8 亿元收购凯撒同盛 51% 股权，控股凯撒旅业。海航入主后，与凯撒旅业共同开发航线，探索出“航空+旅游”的发展模式。
- ◆ 2015 年 9 月，凯撒旅业借壳海航旗下的易食股份上市，登陆资本市场，此后易食股份更名凯撒旅业，突出旅游服务主业，配餐服务为辅。
- ◆ 2019 年 9 月，因“海航系”债务危机，海航旅游被动减持公司股份的 1.55%，持股比例降至 28.73%。陈小兵系重回公司第一大股东，持股比例为 28.98%，陈小兵成为公司实际控制人。

公司目前两大主营业务为旅游服务和配餐服务，配餐服务业务占比逐步提升，同时公司正积极布局免税市场，未来免税业务将发力明显。2020 年上半年，旅游服务业务营收占比降至 8 成以下，配餐业务占比提升至 2 成。

图1：公司主营业务成分占比



资料来源：wind，申港证券研究所

1.2 引入战投&高层变更凸显战略意图

2020 年，公司引入一系列实力战投，凸显聚焦核心业务，积极推动免税布局，形成多业态融合的发展战略意图。

2020 年 2 月，控股股东世嘉弘奇与世嘉元冠将所持 1330 万股（占 1.66%），转让给战略投资者建投华文，同时签署一致行动人协议，转让后控股股东凯撒世嘉及一致行动人（陈小兵系）持股比例仍为 28.98%。

2020年4月，公司拟非公开发行股份募集11.6亿元，用以补充流动资金，发行价格为6.16元/股，发行对象为文远基金（建投华文 GP+ 三亚市政府 LP）、宿迁涵邦（京东系）、华夏人寿、上海理成和青岛浩天，同时公司与后四者签订战略合作协议。宿迁涵邦在完成定增后将成为公司持股5%以上的股东，华夏人寿为公司持股5%以上的股东。

表1：非公开发行股份的拟认购情况

认购人	拟认购金额	拟认购股数	比例
文远基金	30,000	48,701,298	25.86%
宿迁涵邦	45,000	73,051,948	38.79%
华夏人寿	20,000	32,467,532	17.24%
上海理成	15,000	24,350,649	12.93%
青岛浩天	6,000	9,740,259	5.17%
合计	116,000	188,311,686	100.00%

资料来源：公司公告，申港证券研究所

- 公司有望借助建投华文在资金和产业方面的优势，在免税、旅游金融等领域布局，实现项目落地。建投华文为国资背景，最终控制人为国务院，是聚焦文化传媒、消费品及服务、医疗健康等领域的战投及运营专家，已投项目包括文投控股、芒果TV、华策影视和顺丰速运等。建投华文以往通过地区产业基金等合作模式与各地政府建立了良好的合作关系，同时旗下的资管平台建投文远具有较强的资金募集能力。双方未来合作模式包括且不限于：股权财务型投资、联合并购、产业整合、产业信息资源共享、商业网络资源协同等。
- 引入文远基金可以进一步强化公司与三亚市政府的合作，有助于公司未来在海南进一步发展，加强在免税和旅游金融等方面的布局。文远基金为建投华文控制的合伙企业，此前已入股公司旗下专注于免税业务的海南同盛免税，持股25%。同时，三亚市国资委为文远基金的有限合伙人，持有文远基金30%的股权。定增完成后文远基金持股4.91%，同时与控股股东凯撒世嘉为一致行动人。
- 京东的加入将为公司旅游免税零售业务带来活力，有利于公司获得线上导流，同时长期涉及建设智慧门店、互联网改造和后台技术平台支撑等。宿迁涵邦（京东全资子公司，实控人为刘强东）是中国领先的技术驱动型电商和零售基础设施服务商，认购股份后持股比例为7.37%，将成为公司前十大股东，同时与公司签订战略合作协议。公司将商旅方面的大出行产品与精神消费类产品纳入京东生态系统，补充京东旅行频道上的二级频道“商旅”频道下的产品供应链，包括向京东的用户、员工、合作方等提供出境游、免税商品采购、餐饮、金融等服务。同时，京东将利用其线上平台的渠道资源，和公司共同建立“互联网+门店”的营销模式。
- 华夏人寿将与公司在资源、品牌及营销、产品代售、产品价格优惠等方面进行合作，有助于降低公司经营推广的成本费用，提高销售能力等。华夏人寿在此次认购前即为公司重要股东，定增后股份持有比例将提升至7.33%。资源方面，双方拟打通会员体系，共享目标客户资源，公司可为华夏人寿员工、客户、合作方等提供出境游、免税商品采购、餐饮等服务，华夏人寿则可提供保险产品服务。其他方面，双方可以互为对方做品牌推广，利用彼此的销售人员交叉销售，为对方的员工、客户、合作方等提供产品服务优惠。
- 上海理成拟参与公司在上海的四代店建设，共建产业基金等。青岛浩天或与公司

未来在东南亚布局形成战略协作。上海理成主要覆盖一二级投资私募，定增后持股比例为 2.46%。青岛浩天的执行合伙人控股股东为中唐天承实业有限公司，在东南亚布局了贸易及相关产业，并初步探索在当地旅游相关产业的布局。青岛浩天定增完成后持股比例为 0.98%。

2020 年 10 月公司高层调整，将加强免税业务的布局与规划。

- ◆ 2020 年 10 月 13 日，公司实际控制人陈小兵辞去公司董事长、董事及在董事会各专门委员会相关职务，刘江涛被选举为新任董事长，金鹰被聘为首席执行官。
- ◆ 陈小兵在 2019 年重获实控权后，大力发展免税、食品、金融等辅业，而此次辞职是为了公司战略发展、创新业务的规划和培育需要，同时为增强公司高管团队的业务管理经验，促成公司旗下业务板块的融合与协同。
- ◆ 新任董事长刘江涛曾任海航旅游集团有限公司副董事长及亿利资源集团有限公司常务董事，主要负责业务与计划投资等相关，并曾在多家“海航系”企业任高管。刘江涛任董事长后，公司将更趋向于加强免税，同时多业态融合发展。

综合来看，随着战略部署逐步到位，公司未来将强化免税、金融、线上、海外、产业基金等业务的布局，乘着海南自贸港的政策东风，发展重心将不断往海南迁移。

1.3 受疫情影响 2020 年业绩承压

2015-2017 年公司营收维持较高增速，复合年均增速可达 28%，主要得益于主营业务中的旅游服务业务高速增长。

2018-2019 年，受宏观因素，行业竞争加剧和部分不可控目的地风险（18 年泰国线扰动等）影响，公司营收增速放缓，在 2018 年达到近五年峰值 81.8 亿元。随后，2019 年旅游服务业务开始下滑导致整体营收下滑至 60.4 亿元，同比下降 26%。

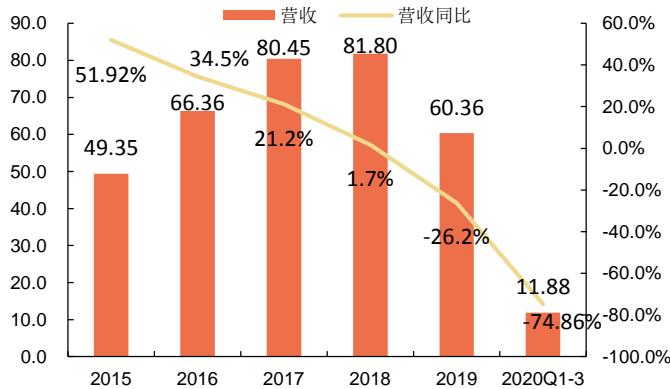
2020 年前三季度业绩承压，实现营收 11.88 亿元，同比下降 74.86%。受疫情影响，公司出境游及“机票+酒店”等旅游产品营收大幅下降，同时航空铁路客流减少导致公司配餐业务营收下降。

公司整体毛利率在 2015-2018 年稳定在 18% 左右，2019 年出现明显上升，主要得益于旅游服务业务中的公民批发业务，毛利率陡增至 24.9%（口径收入计算调整，部分按净额计算）。同时 2019 年，因配餐业务中铁路配餐业务尚未发展成熟，且新线路服务人员配置标准和经营管理费用等营业成本提升，所以配餐业务毛利率整体下滑 7.6pct。

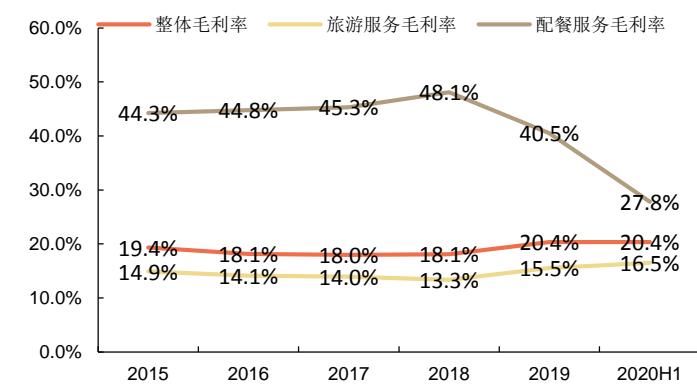
2020 年前三季度，公司整体毛利率维稳，为 19.6%。上半年整体毛利率为 20.4%，配餐业务因营收下降而营业成本中存在工资、能源和动力、折旧摊销等固定成本支出，毛利率有明显下滑，后续随着营收逐步恢复，毛利率也会随之回升。旅游服务业务毛利率小幅上升 1pct，主要来源于旅游服务业务中的企业会奖业务的毛利率增强（加强大客户业务）。

图2：公司营业收入（单位：亿元）

图3：公司毛利率与两大主营业务毛利率



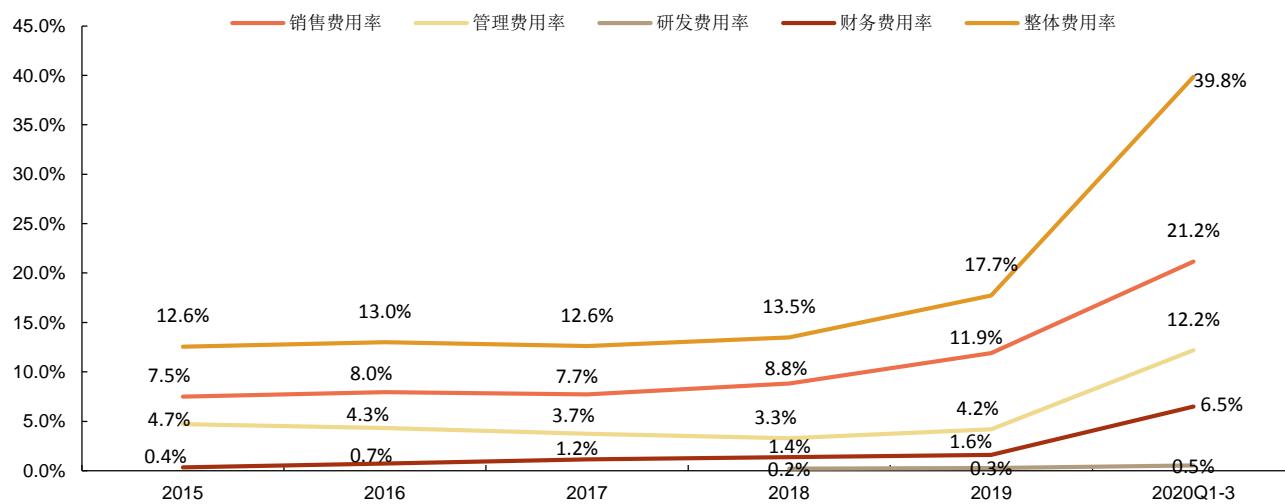
资料来源: wind, 申港证券研究所



资料来源: wind, 申港证券研究所

费用率方面, 2015-2018 年公司维持较为稳定。2019 年, 销售费用率和管理费用率明显上升, 主要因为公司为应对下行旅游行业环境, 加大销售职工薪酬和广告宣传费用所致。2020 年前三季度, 公司各项费用率均出现大幅上升, 主要因收入大幅降低, 而企业人工成本, 场地租赁费用以及利息支出仍旧较大。

图4: 公司费用率情况



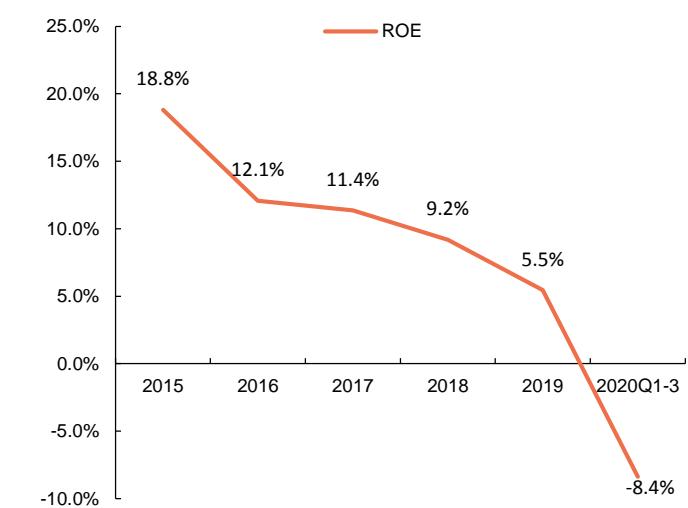
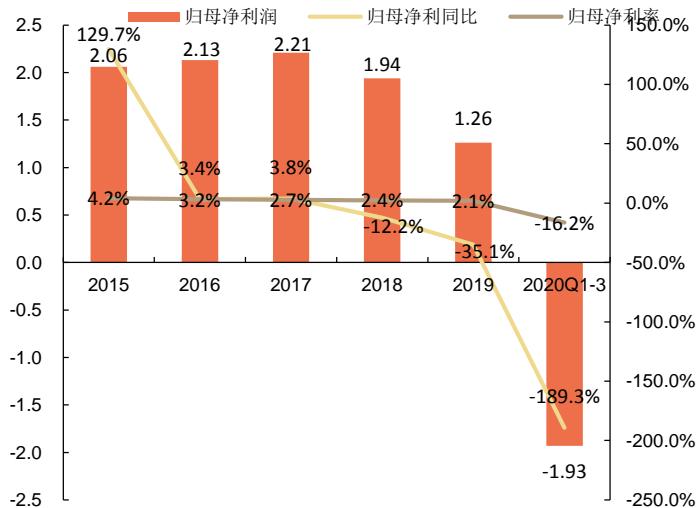
资料来源: wind, 申港证券研究所

因营收下滑, 公司归母净利润自 2018 年起下滑, 2020 年承压更明显, 前三季度亏损 1.93 亿元, 同比下降 189.3%。归母净利率在 2019 年已下降至 2.1%, 2020 年前三季度为-16.2%。公司 ROE 持续走低, 主要因营收下降而导致的资产周转率下降和费用率逐步攀升而导致的归母净利率下降。2020 年前三季度, 公司 ROE 为-8.4%, 其中资产周转率已低至 0.19, 同时归母净利率为负。

图5: 公司归母净利润 (单位: 亿元) 和归母净利率

敬请参阅最后一页免责声明

图6: 公司 ROE



资料来源：wind，申港证券研究所

资料来源：wind，申港证券研究所

2. 旅游&配餐服务业务实力雄厚 免税业务蓄势待发

2.1 旅游服务业务

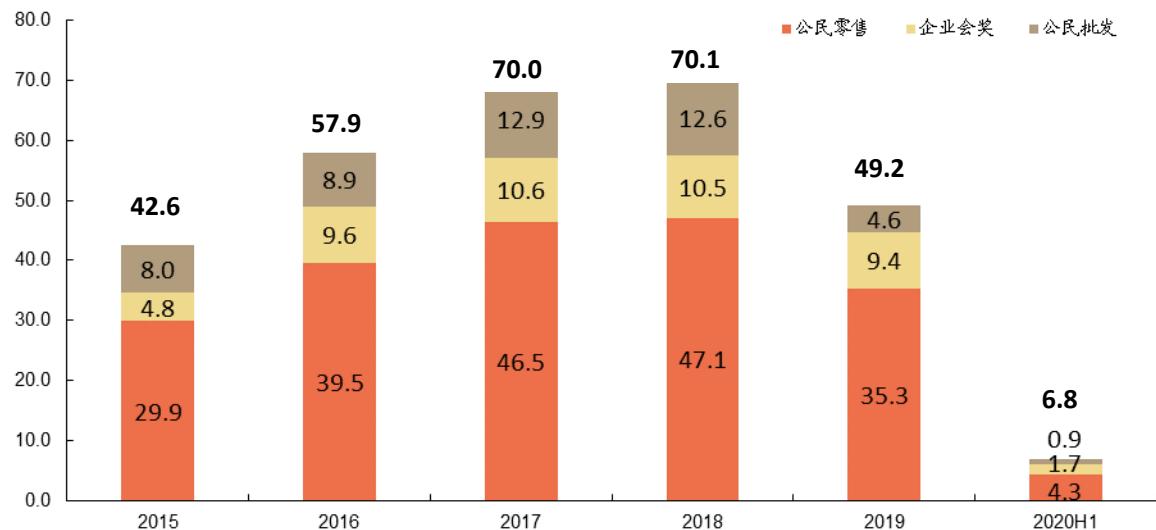
旅游服务业务可细分为三大类业务：公民零售、企业会奖和公民批发。

2015至2017年公司旅游服务业务高速增长，平均年增速可达28%，2017年达70亿元。2018至2019年，随着行业竞争加剧和宏观经济承压影响，18年营收增速放缓，19年营收开始下滑至49.2亿元。2020年上半年因疫情影响，旅游服务营收继续受挫至6.8亿元。

公司具有大量线下门店业务，故而公民零售是公司旅游服务业务的主要构成，近5年平均占比69%。2019年开始，企业会奖成为旅游服务业务的第二大构成，超过公民批发。至2020年上半年，企业会奖占比已达25%，公民批发占比13%。

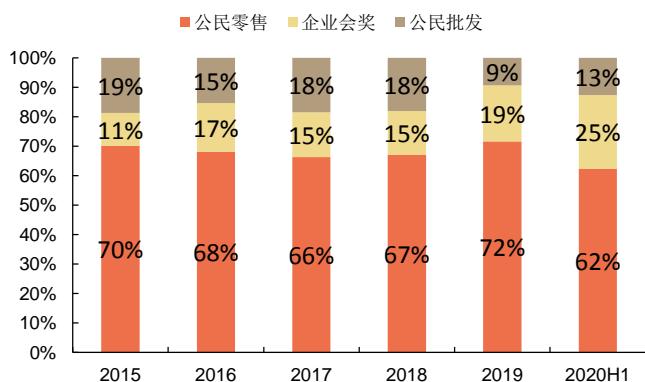
盈利部分，2015-2019年，公民零售的毛利率最高，维持在16%左右，且在行业下行时较批发业务和企业会奖业务更承压。三者毛利率表现为公民零售>企业会奖>公民批发。2019年公民批发的口径收入计算调整，部分按净额计算，故毛利陡增至24.9%。2020年上半年，三大细分业务毛利率已趋于均衡，均在16%-17%。

图7：旅游服务三类细分业务营业收入（单位：亿元）



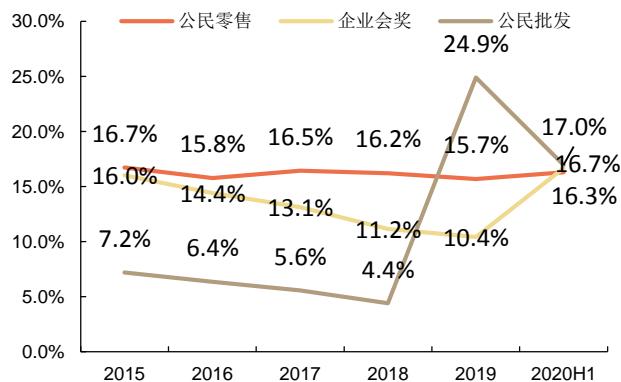
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图8：旅游服务三类细分业务营收占比



资料来源：公司公告，申港证券研究所

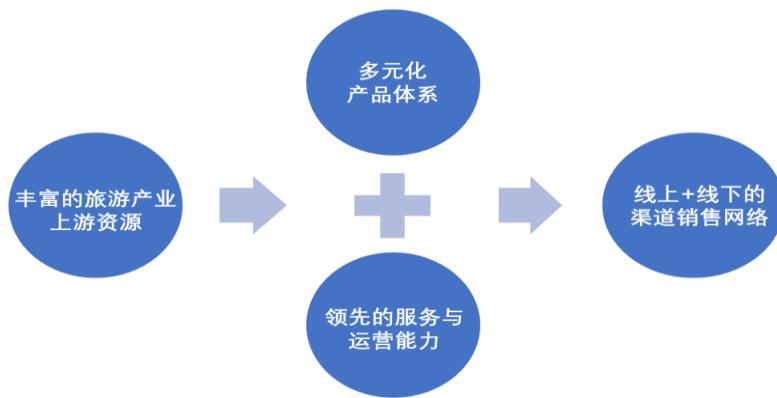
图9：旅游服务三类细分业务毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司旅游服务业务以出境游为主，全产业链布局，具备资源、产品、服务和渠道四大优势。

图10：产业链上的四大优势



资料来源：申港证券研究所

2.1.1 丰富的上游资源从六个维度不断积累拓展

历经 27 年，公司在上游资源方面积累了大量高品质供应商，确保公司成本把控能力，同时完善细化的供应商体系保证了产品质量。

- ◆ 航空方面，公司与国内、国际的 150 多家航空公司建立了密切合作关系；
- ◆ 酒店方面，直签酒店达 13600 家，与万豪、希尔顿、洲际、文华东方等知名酒店集团达成合作；
- ◆ 邮轮方面，与 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，涉及母港、海外及极地环球航线；
- ◆ 境外景点方面，与瑞士少女峰、铁力士雪山、塞纳河游船、新加坡环球影城等建立了良好的直采关系；
- ◆ 地接方面，在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶、华盛顿及东京 8 个海外核心城市建立了旅游目的地接待公司，并与全球 100 多个国家和地区的境外接待机构建立合作关系。
- ◆ 签证方面，公司在国内多个城市实现自主送签，可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签，优势突出。

2019 年 11 月，公司参股旅悦集团，加强整合目的地上游资源。

- ◆ 旅悦集团是集酒店管理、信息技术、采购贸易于一体的旅游互联网全产业链集团，由携程集团战略投资。
- ◆ 旅悦集团在全球开业和签约的酒店超 1900 家，分布于日本、韩国、泰国、印度等 10 余个国家，超 200 个目的地。旗下设有多个档次的酒店品牌以及旅行预订与定制平台花筑旅行 APP。
- ◆ 二者合作一方面凯撒可以为旅悦导流，另一方面借助入股旅悦，凯撒进一步实现上游目的地资源布局，特别是去年凯撒在日本开设分公司，而日本是旅悦集团海外布局的重要目的地。

2019 年 12 月，公司收购香港历史最悠久，最具规模旅行社之一的康泰旅行社 100% 的股权。此次收购有利于加强华南、香港等地业务布局和境外组团能力，降低产品开发成本。康泰旅行社拥有丰富的长线旅游经验，在粤、港、澳三地均设有子公司，香港康泰和澳门康泰在香港、澳门当地均拥有较高的市场占有率。

表2：丰富的旅游产业上游资源

资源类别	具体合作方
航空	公司与国内、国际的 150 多家航空公司建立了密切合作关系，其中包括海南航空，中国国际航空公司，中国东方航空，德国汉莎航空集团（汉莎航空、瑞士航空、奥地利航空），芬兰航空，北欧航空，美联航，美国航空，卡塔尔航空，阿联酋航空，日本航空，新加坡航空，泰国航空，加拿大航空，以色列航空等
酒店	公司直签酒店达 13600 家，与国内、国际多家知名酒店集团达成合作关系，其中包括喜达屋，万豪，希尔顿，洲际，雅高，百乐，费尔蒙，文华东方，悦榕庄等

资源类别	具体合作方
邮轮	公司与皇家加勒比游轮、歌诗达邮轮、公主邮轮、MSC 地中海邮轮、丽星邮轮、夸克邮轮等 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，推出“全系列”邮轮产品，涉及母港、海外及极地环球航线，目的地覆盖亚洲、欧洲、美洲、大洋洲、非洲及南北极等。
景点	公司与境外景点建立了良好的直采关系，其中包括瑞士少女峰、铁力士雪山、塞纳河游船、新加坡环球影城等。未来公司将与更多的景点、景区等展开更深入的合作。
地接	公司在汉堡、慕尼黑、法兰克福、巴黎、伦敦、洛杉矶、华盛顿及东京 8 个海外核心城市建立了旅游目的地接待公司，并与全球各大洲 100 多个国家和地区的境外接待机构建立了合作关系。2019 年获得日本东京市政府发放的“旅游行业经营许可证”，在日本开设公司在海外的第八家分支机构。
签证	公司在北京、上海、广州、沈阳、成都、天津、杭州、西安、长春、哈尔滨、大连等多个城市实现自主送签，是可在欧美主要旅游目的地国家使领馆备案并送签的旅行社，优势突出。公司专业签证子品牌“签动全球”业务覆盖全球 105 个国家和地区，致力于为中国游客出境旅游提供完善的、专业的、一体化的签证服务。

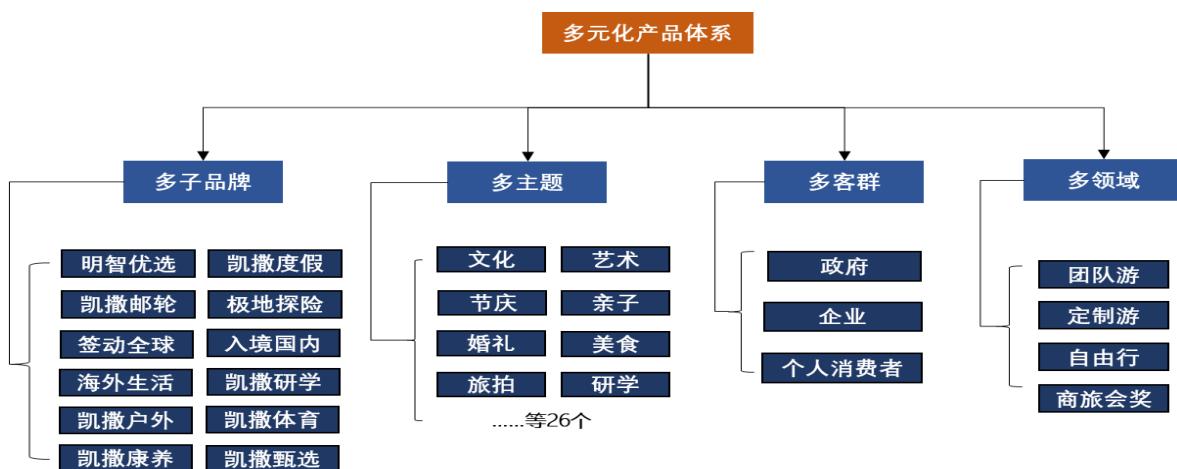
资料来源：申港证券研究所

2.1.2 建立多元化产品体系同时积极进行产品创新

多元化产品体系覆盖全球，12 个子品牌实现了多领域多主题多客群，原创产品实现个性化、多样化和体验化。

- ◆ 公司产品研发的核心在于以消费者需求为导向，为产品注入文化、艺术、音乐、体育等内涵，为游客提供高端精神消费体验。目前公司拥有覆盖全球 152 个国家和地区、超过 20,000 种服务于不同人群的自主开发旅游产品。
- ◆ 子品牌有明智优选、凯撒度假、凯撒邮轮、极地探险、签动全球、入境国内、海外生活、凯撒研学、凯撒户外、凯撒体育、凯撒康养及凯撒甄选等 12 个，涉及文化、艺术、节庆、亲子、婚礼、美食、旅拍等 28 个旅游主题，面向客群包括政府、企业和个人消费者，深耕细分领域包括团队游、定制游、自由行、商旅会奖等。

图11：多元化产品体系



资料来源：申港证券研究所

公司深耕体育旅游细分领域，具有独家优势。公司根据世界杯、奥运会、欧洲、美洲的篮球、足球、高尔夫等多项国际顶级赛事的观赛游和大型体育赛事参赛游打造

了体育旅游大 IP。在奥运旅游方面，已四度服务奥运会，具有独家优势。2018 年 10 月，公司确认成为 2019-2020 年中国体育代表团票务销售及接待服务供应商，为 2019-2020 年中国奥委会票务独家代理机构，在中国奥委会辖区内负责推广、销售及分配东京奥运会门票，并提供相关接待、保障等服务。

表3：曾四度服务奥运会

奥运会	体育旅游服务
2008 年北京奥运会	参与北京奥运会旅游接待服务，荣膺“服务奥运先锋集体”
2012 年伦敦奥运会	作为伦敦奥运会中国大陆地区独家票务代理商及接待服务供应商，引领数千名游客亲赴伦敦奥运赛场
2016 年里约奥运会	成为里约奥运会中国奥委会票务代理及接待服务供应商合作伙伴，全面推广里约奥运观赛系列产品
2018 年平昌冬奥会	成为平昌冬奥会中国奥委会官方票务服务机构及接待服务供应商、中国奥委会辖区票务独家代理机构
2021 年东京奥运会	确认成为 2019-2020 年中国体育代表团票务销售及接待服务供应商，为 2019-2020 年中国奥委会票务独家代理机构，在中国奥委会辖区内负责推广、销售及分配东京奥运会门票，并提供相关接待、保障等服务。

资料来源：公司官网，申港证券研究所

公司坚持出境游、入境游、国内游协同发力，聚焦旅游业内循环，打造高品质国内游。依据疫情形势，公司迅速做出调整，借助以往多元的产品体系，高水平的境外游运营及丰富的服务经验，以及优质的客户基础，开始降维布局国内旅游，尤其是周边游及本地休闲文化产品。

- ◆ **本地游方面**，公司围绕本地历史文化、地域特色文化、民族民俗文化等，推出非遗系列手作课、情满四合院等本地文化消费产品。2020 年上半年，公司发布以“国色·东方”为主题的本地游产品矩阵，针对不同目的地的人文特色，打造了如北京地区的“漫步北京”、“故宫以东”等主题鲜明的项目。
- ◆ **周边游方面**，公司覆盖北京、上海、广东、天津、陕西、辽宁等多个省市，打造了幸福定制、闺蜜去旅行、凯撒亲子营、食味中国、露营生活、趣游房车、随心而驾共计 7 个主题产品系列，在全国推出了 2500 多条旅游线路，为跨省团队游的逐步放开做好全面准备。

公司正积极探索更加多元且符合不同人群出行需求的公务机消费新场景和服务新模式，如面向高净值人群推出公务机系列，云端之梦—海南三亚 787 梦想客机私密尊享之旅。2020 年 4 月，公司与金鹿公务签订战略合作协议，共同研发针对高净值人群的高端定制商旅产品及服务；同时，金鹿公务将为公司客户提供私人飞机托管、包机运营、飞机租赁等服务。

公司尝试从新零售角度开发文旅融合新业态和休闲消费新模式。公司利用餐饮作为流量入口，构建本地高频消费场景，营造多元融合的文化空间，打造本地休闲生活场景和品质生活方式。2020 年 5 月，多元融合文化空间“觅 MI LOUNGE”第一家店在北京正式营业，集茶、咖啡、酒、餐、文旅活动于一体，可举办茶会、轻课、商业洽谈、主题沙龙等活动。

2020 年 8 月，公司与景区资源丰富的武汉三特索道达成战略合作，未来将聚焦创新旅游产品开发，为消费者打造新的旅行体验，包括整合三特索道旗下的各大景区资源，推出新海岛度假、网红打卡、户外新玩法、芳华驿站等多种旅游线路，推出克什克腾旗草原文化、美食、摄影、自驾、户外轻徒步等特色主题产品。

值得一提的是，2020年3月，公司与多家机构联合推出公益直播讲坛，通过搭建线上研学资源平台，多元化布局输出研学内容，有效拓展“世界做课堂，旅途见成长”的应用场景。经过此次大规模的使用和体验，公司未来将会带来更多优质的“直播+研学”类创新产品，加大与立思辰等头部教育机构的密切合作，为广大学生带来更丰富、多元化的直播课程与知识补给。

2.1.3 领先的服务与运营能力

公司打造了“境内外零时差一体化”以及“线上线下一体化”的服务体验。在领先的服务水平和运营能力得到市场的认可下，已连续三年承接世界旅游城市联合会香山旅游峰会项目，并且多次在各种高规格国际交流活动中执行接待服务，包括杭州B20峰会、“一带一路”国际合作高峰论坛等。

在目的地服务领域，公司完善了从旅游到移民养老的服务闭环。2019年12月，公司向参股公司真享悦理增资。真享悦理提供投资移民、税务规划、养老医疗、留学规划、房产维护、物业服务等全方位境外服务。此次增资完善了凯撒境外服务闭环，为客户提供更多增值服务，有效提高客户粘性。

疫情期间，公司产品以“安全”为第一目标，主打精致小团、私家团、自驾游等亲近自然、人员密度较低的旅游产品，并在途中为游客做好安全保障。在周边游方面，除为大巴消毒，保障空座率50%以外，还为游客准备手套、纸巾、备用口罩等健康包；同时推出健康免疫信息收集、绿色健康线路指引等，确保游客出行畅快和安全；在酒店住宿方面，推出无接触办理CHECKIN、绿色健康线路指引、景点景区代预约等。

2.1.4 强劲的线上+线下的下游渠道销售网络

公司依托分公司及门店结构，打造线上线下一体化的营销网络。

- ◆ 线下渠道方面，截至2020年10月19日，营销及服务中心已经覆盖全球50余座城市的200余个高端商业中心或核心社区，拥有175家门店。
- ◆ 线上渠道方面，公司开发了官方网站、移动端APP、微商等线上营销通道；打造了旅游业务信息化管理和服务平台；通过建立客户管理体系，运营线上大客户专区渠道；开发多样线上营销工具如会员积分体系，极大的促进了流量与转化。同时公司通过信息化手段赋能销售人员，高效进行营销并实现转化。

面对行业变化和疫情影响，公司积极向场景营销形式转型，强化私域流量的运营，通过社群营销，将高黏性的用户沉淀为会员，强化自有会员体系。通过“直播+旅游”的场景化探索，

- ◆ 一方面，在疫情期间保持了与用户的接触，进行更可视化的营销；
- ◆ 另一方面，通过直播平台拓展年轻化用户，实现了品牌年轻升级。

2020年5月，公司与途牛旅游达成战略合作，搭建多元化资源共享平台。这标志着公司将为更广泛的消费者提供更便捷和顺畅的线上+线下服务体验。

- ◆ 途牛旅游将发挥其互联网平台入口、信息技术、流量资源及本地营销等优势，公

司将发挥全国直营门店、线下销售能力、会员资源等优势，二者产品互售、活动互办、联合营销，促进线上线下业务融合发展。

- ◆ 二者将合作提升采购能力、产品设计开发能力、盈利能力，共同研发高品质国内游产品，提升国内旅游市场的接待、管理等服务水平及双方品牌影响力，带动疫后旅游市场的建设和优化升级。
- ◆ 二者还将围绕免税店业务，“线上+线下”新零售业务及金融业务等方面展开合作。

2020年5月，公司子品牌凯撒体育与京东集团旗下京东运动达成合作意向，凯撒体育将在京东商城平台开设“凯撒体育旗舰店”，利用京东线上平台的渠道资源优势，拓展凯撒体育线上线下融合的新零售服务场景。

- ◆ 未来东京奥运会观赛游、全球主流赛事门票及观赛游，以及国内外体育赛事线上报名入口等体育主题产品和服务，将陆续上线京东平台。
- ◆ 此外，依托自身所拥有的上下游优质体育资源，凯撒体育将把更多国内外优质体育类商户引入京东平台；双方还将整合全国优质体育场馆资源，基于京东的高科技智能预订系统，共同搭建体育场馆预订平台。

公司于**2020年9月**增持活力天汇股份，增持后占比达**16.96%**。本次增持有利于公司提升**B端**销售能力，同时增强资源端议价地位。活力天汇是目前国内领先的在线票务查询及预订服务平台，主营“航班管家”和“高铁管家”出行服务，主要包括机票及车票等票务预订、住宿预订、销售旅行保险和在线订车服务等。通过为用户提供全过程的出行服务，获得大量高质量的消费用户和场景。此外，活力天汇还自营电商以及向商家提供数据解决方案。公司与活力天汇在差旅业务、业务资源共享等方面的合作已全面展开。

公司还在加强异业合作力度，依托全国线上线下服务网路，与光大银行、民生银行等金融机构达成战略合作，对双方产品共同进行推广。

2.1.5 政策利好下与海南方面开展长期深度合作

公司与海南方面自**2019年**开始从各方面开展深度合作。

- ◆ **2019年5月**，与海南省旅文厅签署战略合作协议，在入境入岛旅游、产业投资基金、境内外推广等领域推进海南发展。
- ◆ **2019年11月**，在海口市设立海南同盛世嘉免税作为其免税业务的控股管理平台，同时以同盛免税为主体收购江苏中服免税 20%股权。
- ◆ **2019年11月**，在海口市设立第二总部海南凯撒集团，围绕海南当地的高端旅游、医疗康养旅游进行了挖掘和探索。

2020年，公司继续深入推进与海南方面的合作。

- ◆ **2020年3月**，公司与三亚市政府签署合作协议，后者将支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展，促进凯撒旅业在三亚的落地。
- ◆ **2020年**公司与背靠建投华文及三亚发控的文远基金展开多次深度合作，未来将

继续合力推进在三亚的免税项目。

公司借助海南自贸港建设的东风，正在从入境入岛、体育、康养、会展旅游、免税，文化演出活动，食品配餐，旅游金融等各个层面加快在海南的布局。2020年6月1日，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，对建设海南自由贸易港作了全面部署和具体安排，海南自贸港建设进入加速期。《海南自由贸易港建设总体方案》的出台更是助力海南免税市场发展。

表4：自2019年起公司与海南方面的深度合作事件

日期	与海南方面深度合作的事件
2019年5月	与海南省旅文厅在京签署战略合作协议，双方将在总部经济、入境入岛旅游、产业投资基金、境内外推广等领域开展紧密合作，共同推进海南“三区一中心”建设。
2019年8月	与海南省新闻出版局、国家外文局等共同签署战略合作协议。该合作将促成享誉世界的“杜蒙-阅途”口袋书出版8个语种的“海南”专辑，并延伸为凯撒旅游集团的高端文化旅游产品。
2019年11月	以自有资金2亿元在海口市设立海南同盛世嘉免税集团有限公司，同时以同盛免税为主体收购江苏中服免税20%股权，交易价格为1200万元。
2019年11月	公司与凯撒集团共同出资设立海南凯撒世嘉旅文发展集团有限责任公司，将定位为第二总部，与北京总部一起，形成协同发展之效。
2019年11月	公司深度参与首届“海南岛国际图书（旅游）博览会”，为该博览会外宾的接待服务商，并参展其中，正进一步深化在海南的文旅布局。
2019年12月	举办首届“凯撒会员杯”高尔夫邀请赛，以此契机发掘海南高尔夫旅游市场，深化会员服务，是凯撒旅游布局海南体育市场的重要实践。
2020年3月	公司与三亚市政府签署合作协议，双方将共同推进旅游业务合作，通过高效整合三亚市旅游、产品和市场等资源要素，为境外游客提供高规格的入境国际化旅游产品、接待及管理服务； 公司将为国内游客提供高端国内精品游，海岛康养、度假游，助力三亚市旅游业务的快速发展； 双方就打造当地具有国际知名度的文体IP、丰富三亚市国际会议会展产业以及推动三亚市“邮轮经济”产业链的建设等达成合作共识，将进一步拓展在旅游领域的深度发展； 未来三亚市政府将通过鼓励产业基金投资凯撒旅业重点项目、支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展；同时为凯撒旅业在获取授信、办公用地、设立企业方面提供便利政策等多种形式，促进公司在三亚的落地发展。
2020年4月	公司与文远基金对同盛免税共同增资，公司持有同盛免税3亿元注册资本，文远基金持有1亿元注册资本； 建投华文投资有限责任公司及全资子公司作为其普通合伙人及有限合伙人通过投资文远基金参与增资； 三亚市政府国有独资企业——三亚发展控股有限公司也作为文远基金的有限合伙人参与增资。
2020年4月	公司变更公司注册地址为海南省三亚市，表明将加大对海南发展投入的力度； 同时公司及下属全资子公司香港凯撒以自有资金与凯撒集团共同向海南凯撒集团增资2亿元，持续夯实海南布局。
2020年4月	公司和文远基金在共同增资海南同盛世嘉免税集团有限公司后再次深度合作，文远基金拟认购公司2020年度非公开发行的A股股票3亿元。本次发行完成后，文远基金将成为凯撒旅业的关联方； 文远基金入股公司后，其有限合伙人三亚市政府国有独资企业三亚发展控股有限公司也将持续发挥雄厚资源背景，促使公司获得充分的战略资源和资金支持，加码三亚免税业务。
2020年6月	凯撒集团海南总部与海南雅居乐签署战略合作协议，双方将充分发挥各自资源优势，共同推动海南旅游市场高质量发展，助力海南自由贸易港建设； 双方将在推广与接待、项目开发合作、康养旅游、免税及体育旅游产业等领域积极探索，并在此基础上开展广泛深入的合作，共同提升双方的行业竞争力与影响力。
2020年6月	海南省旅文厅与凯撒世嘉股权投资管理股份有限公司产业基金签署合作协议，双方将共同发起设立海南旅游文化体育产业投资基金，促进海南省旅游、文化、体育产业发展升级及国际旅游消费中心建设； 此次产业基金的设立，成为海南省旅文厅与凯撒集团进一步探索产业运营经验、持续夯实海南旅游及相关文化体育市场业务的重要举措。

日期	与海南方面深度合作的事件
2020年7月	公司与海南橡胶达成战略合作共识，将携手探索海南产业发展新模式，未来将依托海南自由贸易港建设利好政策，充分发挥各自产业优势，在健康文旅、产业基金、旅游购物等方面，开展深层次、多维度、多领域的合作，发展新产业、新业态，助力推动海南自由贸易港建设和国际化进程； 此外，公司与海南橡胶还将围绕产业基金等领域紧密合作，未来或将通过其自身或关联合作方共同设立投资基金的方式，促进大农业、健康文旅等产业发展，进一步助力海南经济培育新的增长点。
2020年8月	公司与博鳌乐城先行区管理局签署战略合作协议，并成为博鳌乐城医疗健康产业促进会的常务副理事长单位。博鳌乐城先行区是全国唯一的国际医疗旅游先行区，此次合作为公司在康养方面的布局延伸，同时也是对海南市场布局的进一步深入，对医疗健康旅游融合业态的新探索。

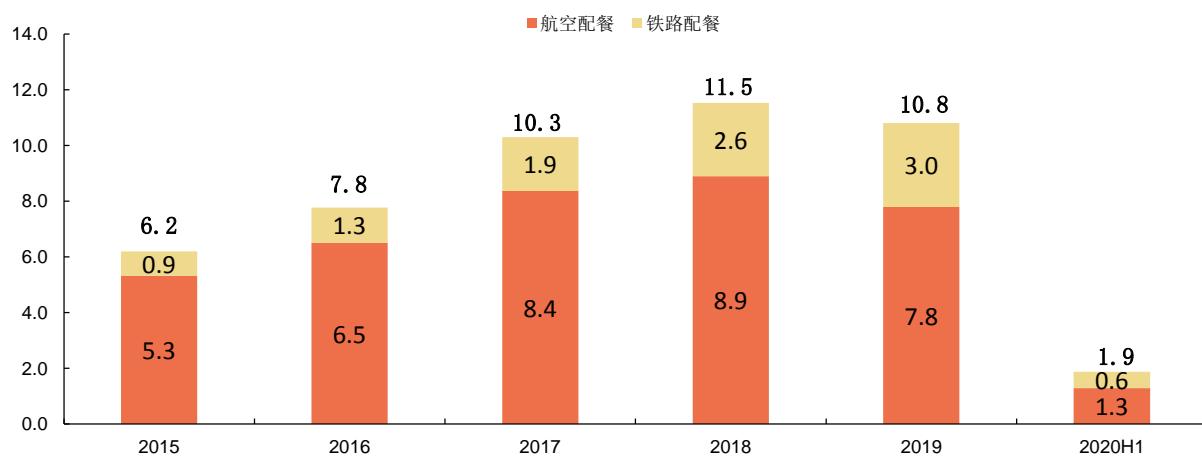
资料来源：公司公告，申港证券研究所

2.2 配餐服务业务

配餐业务分为两大细分业务：航空配餐和铁路配餐。2015-2017 年配餐行业繁荣，公司配餐业务营收增速平均每年达 29%。2018 年，因宏观经济承压，航司收缩配餐服务，航食配餐营收增速放缓，但铁路配餐相对支撑。2019 年，民航局下发的相关意见影响，各航司为降本增效而对部分航线进行转型并调下航食配餐标准，同时叠加航空市场竞争加剧，公司航空配餐营收有所下滑。2020 年上半年，受疫情影响，航空铁路客流减少导致配餐量大幅下降，营收继续收窄。

- ◆ 从收入占比来看，航空配餐占比逐步下降，铁路配餐占比不断提升。至 2020 年上半年，航空配餐占比已低于 7 成。
- ◆ 从盈利能力来看，铁路配餐的毛利率在 2018 年以前都维持在 60%左右的高毛利状态，2019 年随着铁路配餐新路线服务人员配置标准和经营管理费等营业成本提升，导致毛利率下滑至 38%。航空配餐的毛利率在疫情前，维持在较为稳定的 40%上下，2020 年上半年因营收下降而营业成本中存在工资、能源和动力、折旧摊销等固定成本支出，毛利陡然下滑 16 个 pct。后续随着营收逐步恢复，毛利也会随之回升。

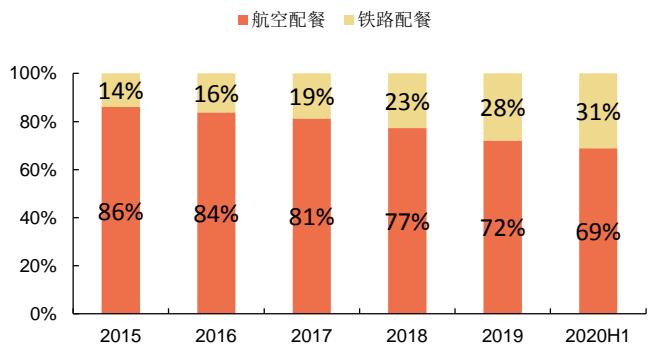
图12：配餐服务两大细分业务营业收入（单位：亿元）



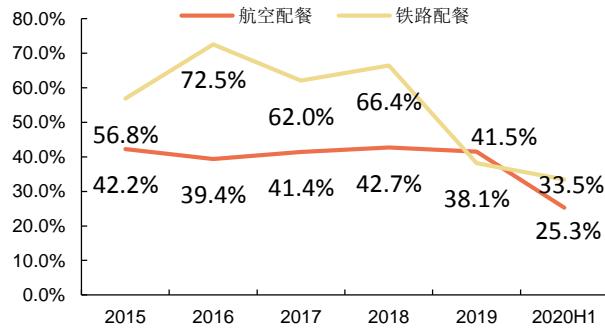
资料来源：公司公告，申港证券研究所

图13：配餐服务两大细分业务营收占比

图14：配餐服务两大细分业务毛利率



资料来源：公司公告，申港证券研究所



资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司坚持高质量餐食，疫情下从航空配餐&铁路配餐方向往社会化餐饮服务方向延伸。这种从空中到地面的转型，将为企业在餐饮方向提供新的盈利增长空间。

公司子公司易食控股是国内唯一一家业务同时涵盖航空配餐和铁路餐饮的企业，配餐业务以航空配餐为主。截至 2019 年，航空配餐方面，易食控股下辖 7 家航空配餐公司，同时与 40 多家航空食品企业建立了业务合作关系，在航空领域跻身国内四大航空。铁路配餐方面，公司下辖 13 个铁路配餐运营基地，承担 7 家铁路局 140 条运营线路，推出了以“舌尖上 de 旅途”为品牌的线上服务平台。

表5：公司下辖的 7 家航空配餐公司及合作航司

航食公司	合作航空公司
新华航食	海南航空、首都航空、祥鹏航空、香港航空、四川航空等
海南航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、香港航空、国际航空、东方航空等
新疆航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、乌鲁木齐航空、上海航空等
三亚航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、西部航空、春秋航空等
甘肃航食	海南航空、首都航空、天津航空、祥鹏航空、西部航空、国航、东航、川航等
内蒙航食	海南航空、首都航空、天津航空、上海航空、四川航空、西部航空等
宜昌航食	海南航空、祥鹏航空、北部湾航空、东航武汉、上海航空、中国国航等

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司坚持高质量餐食，截至目前，公司下属航食公司已通过 GB31641-2016《食品安全国家标准航空食品卫生规范》达标认证工作，且公司全资孙公司新华航食是中国大陆唯一一家拥有犹太餐生产资质的企业，拥有亚洲最大的犹太厨房，为世界一流的航空企业提供犹太餐食，同时，三亚汉莎航食引入了德国汉莎空厨生产运营标准及经营理念，实现了公司航食多元化发展。

公司依托航空资源和航空配餐的高标准、流程化加工优势，同时为应对因疫情导致各航司均大幅缩减航空配餐需求的影响，已逐步向社会化餐饮服务方向延伸，包括社会团餐、净菜加工、产业链整合等，实现资源共享，发挥集约效应。

- ◆ 2020 年 4 月，公司与中国团餐第一品牌千喜鹤集团签约，将在团餐、供应链等领域合作。
- ◆ 截至目前，公司旗下包括新华航食、海南航食、三亚航食、甘肃航食、宜昌航食在内的五家航食企业已获得社会餐饮业务资质，新华航食已经与多家大型商超、

精品超市等达成合作意向，即将入驻销售。

- ◆ 新疆航食目前也已经为机场附近社区、机场驻场单位，提供汇集各地特色的美食。
- ◆ 宜昌航食与宜昌万兴餐饮管理有限公司签订战略合作协议，双方在长江景区旅客餐饮供应及服务方面建立战略合作关系。
- ◆ 未来公司还将通过线上多渠道开展社会餐饮业务。

2.3 免税业务

2.3.1 2019 年绑定中出服开始涉足免税业务

公司自 2019 起在免税业务方面发力，这既是在业务链条中的横向打通，也是在纵向延伸。

- ◆ **横向方面**，消费回流的政策支持下，免税市场的空间正在扩充，且利润空间较大。同时随着海南自贸区建设推进，离岛免税业务将进一步发展，免税高地态势更加明显。但免税本身属于垄断属性，故而目前入局者包括潜在入局者并不算多，公司尽早进入开始卡位，抢占市场份额，这将持续为公司带来新的业务和利润增长点。
- ◆ **纵向方面**，免税业务是旅游增值服务中心价值较高的业务，有助于公司与旅游零售产业上下游的有效合作。免税业务将是公司业务链条的纵向延伸，也是不同环节间彼此赋能做大价值的手段，进而推动公司业务的多元化发展。

公司作为传统出境游企业，通过深度绑定免税运营商中出服，以合作经营的方式涉足免税业务有以下几大原因：

- ◆ 1) 传统出境游企业在旅游产业链中具备强中介属性，毛利率和净利率都较低，利润增长的突破点要在产业链上纵向延伸。
- ◆ 2) 公司积累了庞大的出境游客资源和导游资源，通过免税可以充分将其进行变现；
- ◆ 3) 消费内循环引导境外消费回流，免税行业作为抓手，具有巨大发展空间，同时兼具利润空间；
- ◆ 4) 免税业务具有垄断性质，国内免税牌照稀缺，选择市内免税龙头中出服合作经营是公司参与免税业是最便捷最合理的方式。

2.3.2 中出服是我国最大的入境市内免税商

中出服在目前仅有的 6 家免税商（中免（含日上、海免）、深免、珠免、中出服、中侨、王府井）里具有独家优势，是我国最大的入境市内免税运营商。

中出服隶属于中国国药集团。1983 年，经国务院批准，中国出国人员服务有限公司注册成为全国首家免税商品专营企业，2010 年央企整合后直接隶属于中国医药集团。根据全球免税业知名研究机构 Moodie Davitt Report（穆迪戴维）于 2018 年 11 月发布的报告，国药控股及其子公司已与中国所有主要省市签署了 110 项战略合作框架协议，免税业务是这些协议的关键部分之一。

中出服目前拥有市内、机场口岸、陆路口岸、邮轮、境外等多类型免税店。

- 国内网络覆盖东北、华北、华东、西南区域，在中国境内经营 16 家免税店，包括 12 家市内店，2 家机场口岸店，1 家邮轮口岸免税店和 1 家陆路口岸免税店。在境外拥有迪拜和日本东京 2 家境外店。
- 中出服与全球超过 300 家供应商有深度合作，为消费者提供超过 800 个品牌、14 个大类的进口免税商品，包括香化、配饰、箱包、服饰、食品、日化、钟表、烟、酒等，覆盖了免税经营的所有品类。

图15：中出服股权结构



资料来源：天眼查，申港证券研究所

表6：中出服国内免税店一览

地区	开业时间	类型	具体地址
北京	2009.06	市内	北京市朝阳区富盛大厦 2 座
上海	2016.08.08	市内	上海市静安区曹家渡悦达 889
重庆	未开业	市内	重庆市渝中区民权路 89 号日月光中心广场 1 楼
合肥	2018.10.17	市内	安徽省合肥市政务区潜山路与休宁路交口
大连	2019.09.16	市内	大连市西岗区五四路 66 号恒隆广场东区 1-2 层
郑州	未开业	市内	河南自贸试验区郑州片区绿地中央广场南地块 2 号楼绿地天空之城
南京	未开业	市内	南京金奥国际购物中心
哈尔滨	未开业	市内	哈尔滨南岗区中兴大道 168 号哈西万达广场一层
青岛	2018.10.08	市内	青岛市市南区香港中路 2 号海航万邦购物中心一楼
杭州	2020.08	市内	杭州市滨江区滨盛路 1766 号星光大道二期 1-2F
昆明	未开业	市内	昆明市吴井路 21 号
南昌	未开业	市内	南昌市红谷滩新区世贸路 94 号远帆大厦 A 座
大连	2017.12	机场	大连国际机场航站楼 1 楼国际到达区
重庆	2018.08.29	机场	重庆市江北国际机场 T3A 航站楼
黑河	2018.01.09	陆路口岸	黑龙江省黑河口岸进境大厅
天津	2019.10.10	邮轮口岸	天津港东疆港区南段，毗邻东疆保税港区

资料来源：天眼查，申港证券研究所

中出服具备机场、口岸出入境免税牌照，入境市内免税牌照。

国内免税主要包括出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税两大方面，其中出入

境离境免税主要包括两类：

- 一类是传统机场、口岸、港口、机上免税等形式，出入境的本国人和外国人均可购买。随着 2016-2019 年出入境免税政策调整，中出服可以开始参与竞标国内出入境机场、口岸免税业务。在出入境免税业务方面，国内目前有竞标资格的仅中免、深免、珠免、中出服 4 家。
- 另一类是出入境市内免税店，目前我国拥有针对出入境游客开展市内免税业务牌照的公司仅有中免集团、中出服和中侨。其中，中出服和中侨拥有我国仅有的两块出入境市内免税牌照，中侨仅在哈尔滨开设免税店。中免拥有我国唯一的出境市内免税牌照。

中出服拥有的入境市内免税牌照相对独家，入境市内免税店的针对人群为出国归国人员，在 180 天内持护照可购买免税品（额度一般为 5000 元）。今年政策调整，延长消费者购物护照有效期，最长延至 17 个月。意味着 2019 年 8 月 1 日以后入境的中国籍回国人员，均可凭有效护照在 2020 年 12 月 31 日前至中服免税旗下所有市内免税店购物。

中出服在 2019 年 5 月中标天津国际邮轮母港进境免税店的运营资格，已于 2019 年 9 月开业。此前还曾中标重庆和大连的国际机场进境免税店，两家机场进境免税店已于 2018 年和 2017 年开业。

表7：国内 6 家免税牌照商概况

免税运营商	牌照及主要经营区域
中免（含日上、海免）	机场、口岸出入境免税店，海南离岛免税店，市内出境免税店
深免	机场、口岸出入境免税店
珠免	机场、口岸出入境免税店
中出服	机场、口岸出入境免税店，市内入境免税店
港中旅（中侨）	市内入境免税店
王府井	---

资料来源：各公司官网，申港证券研究所

表8：出入境离境免税（含市内免税）和离岛免税对比

分类	说明	针对人群	国际对标
出入境免税	机场/口岸/港口/机上免税	离境的本国人和外国人	国际惯例，欧美日韩皆有
	市内免税-离境市内免税店（机场提货）-中免	目前仅针对离境外国人	日韩：离境本国人/外国人皆可
	市内免税店-中出服/中侨免税店	出境归国的特定人群-本国人	
离岛免税	机场免税-海口美兰机场免税	离岛的本国人和外国人	日韩
	市内免税店（机场提货）-三亚、海口皆有	离岛的本国人和外国人	日韩

资料来源：公司公告，公司官网，商务部，穆迪报告，申港证券研究所

表9：入境/出境市内免税政策对比

入境市内免税政策	出境市内免税政策
购买资格 <ul style="list-style-type: none"> 1、持中国护照等有效证件的入境旅客，包括因公、因私出国人员等年满 16 周岁以上的各类中国籍旅客； 2、华侨、台胞（持台胞证）、港澳同胞等中国籍非居民旅客和外籍华 	1、持海外护照的外国人； 2、持海外护照的外籍华人； 3、在海外长期居住权的华侨；

入境市内免税政策		出境市内免税政策	
人:	3、证件有效期: 入境 180 天内有效	4、持回乡证的台湾同胞	(未来将会向国人放开)
	(今年政策调整, 延长消费者购物护照有效期, 最长延至 17 个月。 意味着 2019 年 8 月 1 日以后入境的中国籍回国人员, 均可凭有效护照在 2020 年 12 月 31 日前至中服免税旗下所有市内免税店购物。)		
购物限额	每张护照的购物限额为 5000 元。店内共分三种商品。 第一种 (红点商品): 单价 1000 元以上的商品, 每本护照限购一件; 第二种 (黄点商品): 折扣商品, 每本护照限购 2000 元; 第三种 (白点商品): 原价商品无特别限购; 三种商品加起来每张护照上限金额为 5000 元。	购买次数和购买额度均无限制, 但具体到不同商品有购物限量	
购买流程	在验证柜台验证护照→领红色的购物卡→在各柜台选货, 将选中的货 物告诉店员, 店员通过刷购物卡将选好的商品记录在内→选购完毕后, 持购物卡在收银台结账→回各个柜台凭票取货	店内选购预订, 机场提货点提货	
口岸扣点	由于消费者是在免税店当场提货, 无须给口岸扣点	由于消费者是在口岸提货点提货, 须给口岸扣点	
特许经营方	中出服 (在多城市开店) 中侨 (仅在哈尔滨设店)	中免集团	

资料来源: 中出服官网, 中免官网, 申港证券研究所

据 Moodie Davitt Report (穆迪戴维) 于 2018 年 11 月发布的报告, 中出服目前占据国内市内免税 70% 的市场, 未来计划 5 年新开 40 家免税店, 销售规模破百亿。

截至目前, 国内市内免税店中出服拥有 12 家, 中免 5 家, 中侨 1 家。据穆迪戴维, 中出服计划在 2020 年之前升级 11 家店铺, 仅在 2018 年, 公司翻新了大连、重庆、南京、郑州、杭州和哈尔滨的市内免税店, 后续还将翻新北京、青岛、昆明、合肥及南昌的市内免税店。中出服计划在 2019-2023 年新开 40 家免税店, 将在机场、陆地边境口岸进行公开投标, 甚至通过“一带一路”沿线国家向海外扩张, 至 2023 年, 销售额预期将超 100 亿元, 努力跻身国际免税品行业十大零售商之列。

2.3.3 出入境免税方面公司与中出服已完成三次深度合作

获取资质与开店布点是参与市内免税业战局的起点, 打通货源与客源, 具备良好的运营能力, 同时平衡市内免税和有税商业才是未来长期发展的关键。中出服选择与公司携手共进, 公司将为中出服免税店有效导流, 并利用自身优势协助中出服提高销售效率同时提高购买渗透率。

- ◆ 2019 年 6 月, 公司与中出服共同组建天津中服免税有限公司, 负责运营天津国际邮轮母港进境免税店, 凯撒旅业持股 49%, 中出服持股 51%。
- ◆ 2019 年 11 月, 公司设立海南同盛世嘉免税集团, 并收购江苏中服免税 20% 的股权, 入股江苏南京市内国人免税店。
- ◆ 2020 年 3 月, 凯撒旅业增资中出服子公司嘉宝润成, 获得 40% 股权, 将免税业务延伸至北京区域, 该公司主要负责经营中出服北京市内免税店, 增资款项用于迁新店。此次增资协议中还提到, 后续公司不能与其他国内免税商合作, 中出服在国内落地新项目也要优先考虑凯撒, 二者相当于进行了深度绑定。

表10：公司已参股三家中出服免税店

时间	参股免税店	持股情况	免税店位置	面积 (m ²)	经营品类	免税额度 (元)	备注
2019 年 6 月	天津国际邮轮母港免税店	中出服持股 51%，凯撒持股 49%	天津国际邮轮母港口岸	255	香烟、酒水、香水、化妆品、精品、食品等	8000	天津国际邮轮母港为北方最大的邮轮旅客枢纽，2010 年开港运营以来累计接待国际邮轮游客 413 万人次。
2019 年 11 月	南京市内免税店	江苏中服免税股东变更：中出服持股 70%，凯撒持股 20%，南京冠晴持股 10%	南京市建邺区金奥国际购物中心中服免税店	3000	国际一线、二线品牌，包括香化、太阳镜、日本日用百货、瓷器、红酒、食品等	5000	江苏中出服旗下主要运营中出服南京市内免税店。
2020 年 3 月	北京市内免税店	嘉宝润成股东变更：中出服持股 60%，凯撒持股 40%	老店：惠新东街 新店：前门北京坊	新店：约 1800 (不含库房和办公区)	香水、化妆品、皮具、服饰、太阳镜、首饰、手表、食品等生活精品	5000	嘉宝润成主要负责运营中出服北京市内免税店。

资料来源：公司公告，申港证券研究所

公司为天津邮轮母港进境店从销售效率和购买渗透率两方面进行赋能，效果显著。公司的邮轮旅游资源丰富，已与 11 家全球性邮轮公司达成深度合作，邮轮客流优势将持续为天津国际邮轮母港进境免税店导流。同时公司协助母港邮轮店将导购前置，重塑购物流程。公司利用导游优势发展“导游即导购”，促进游客邮轮线上下单，线下免税店提货，大幅提高销售效率；另也给予游客充分的选购时间，有效提高购买渗透率。

公司为中出服北京市内免税店从导流、营销、运营等各方面持续赋能。北京市内免税店老店规模较小的直接原因是位置不佳面积小并且宣传不到位导致的购物人次较少。公司增资后迁新店，助其扩大经营规模也深度参与运营以提高运营效率。凯撒总部位于北京，主营中高端出境游产品，每年超 50%的营收都来自北京大区，在本地拥有庞大的高净值会员数，可以直接为免税店导流，同时公司还通过各类营销手段提高客人到店的购买渗透率。

目前国内出入境口岸免税店的核心渠道基本已被中免收入囊中且合同期均较长，但中出服可以进行差异化布局，拓展中小型免税渠道，在广阔的增量市场中分得一杯羹。除此之外，中出服入境市内免税牌照含金量较高，随着市内免税店政策有望进一步放宽，公司未来势必将在全国多个城市继续开设市内新店，凯撒作为中出服的战略合作伙伴，有望和中出服一起开拓免税增量市场，未来具有超大想象空间。

2.3.4 中出服有望落地离岛免税业务

2020 年 8 月，海南省商务厅表示，海南将争取在今年内于三亚新设 3 家免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店，并保证今年内能够验收开业。随后，海南两家企业获得离岛免税品经营资质，分别为海南旅游投资发展有限公司的全资子公司海南旅投免税品有限公司（海南旅投），和海南省发展控股有限公司（海发控）的全资子

公司全球消费精品（海南）贸易有限公司。两家新获离岛免税运营资质的企业实控人均为海南省国资委。剩下一家拟按照是否具备丰富的免税经营经验、稳定的国际品牌合作资源、较强的投资能力、诚信守法经营等标准，采用招标等市场化竞争方式，从省外具有免税品经营资质的企业中择优选定1个企业，作为三亚市内1家离岛免税店经营主体。我们判断，中出服作为市内免税龙头，已有机场口岸出入境免税业务和入境市内免税业务，在免税行业经验丰富，有概率能获得第三家离岛免税牌照。

若布局离岛免税业务，我们判断中出服会凭借区位优势与中免形成差异化定位，中出服或将侧重点放在布局三亚中心城区的市内离岛免税店，同时经营围绕需求更集中且相对更有利润空间的香化和精品两类。我们判断，海南旅投或也将市内免税店布局三亚中心城区，海发控在凤凰机场店新增机场免税店。今年计划新增的两家市内免税店位置均位于三亚城中心，并且较三亚海棠湾免税店离凤凰机场更近。二者今年底均有望营业，届时可形成集群效应，吸引更多客流。

公司与三亚市政府深度合作的优势，在旅游产业积累的丰富资源，以及合作伙伴京东拥有的线上渠道、智慧零售以及物流仓储优势将极大赋能中出服免税店。

一、公司与三亚方面不断深入的合作为公司和中出服二者在离岛免税合力发力提供基础。

- ◆ 自2019年起，从与海南省旅文厅签署战略合作协议，在入境入岛旅游、产业投资基金、境内外推广等领域推进海南发展，到在海口市设立海南同盛世嘉免税作为其免税业务的控股管理平台，再到在海口市设立第二总部海南凯撒集团，经营围绕海南当地的高端旅游、医疗康养旅游。
- ◆ 2020年继续深入合作，3月，公司与三亚市政府签署合作协议，后者将支持凯撒旅业在三亚的旅游、免税等业务发展，促进凯撒旅业在三亚的落地。在4月引入实力战投，背靠建投华文及三亚发控的文远基金。
- ◆ 乘海南自贸港建设东风，公司已经在入境入岛、体育、康养、会展旅游，免税，文化演出活动，食品配餐，旅游金融等各个层面在海南布局。

二、公司自有的旅游产业上下游资源将从各个方面为中出服离岛免税店赋能。

- ◆ 公司的优质旅游服务产品将会为免税店带来更多优质客流，同时公司常年积累的旅游产业上游资源和导游资源将极大地提高免税店的销售效率和客户购买渗透率。
- ◆ 自疫情以来，公司开始大力深耕国内游，凭借其多年积累的行业资源，客户资源和导游资源，未来将和中出服在离岛免税领域进行有效合作，共享优质资源，协同发展“旅游+免税”业务。

三、公司与京东的深度合作将为离岛免税店带来更多利润增长点。2020年4月公司引入战投，京东系的宿迁涵邦。5月又与途牛旅游达成战略合作。未来将围绕免税店业务，共同搭建多元化资源共享平台，为消费者提供更便捷顺畅的线上+线下服务体验。具体可体现在：

- ◆ 1) 借助京东线上资源构建智慧门店。利用京东线上平台的渠道资源，开拓市场

空间，同时结合自身线下门店的优势，公司与京东共同探索“互联网+门店”的营销模式。后续将此“智慧门店”运营模式运用到免税店中，可提升购物体验与管理效率。

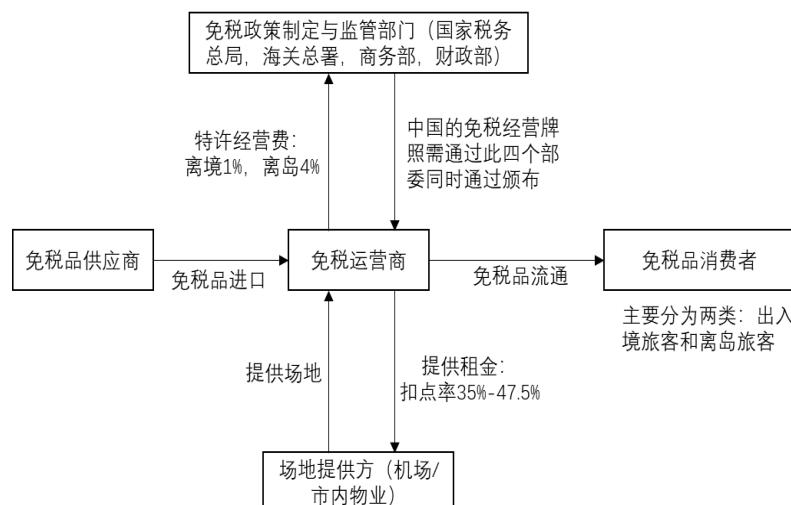
- **2) 共同构建免税体验店，全面实现线上下单。** 开设免税体验店的流程较开设免税店更为简便，构建大量免税体验店，实现更多线上下单，机场提货，可有效扩大销售规模。
- **3) 京东在物流仓储方面的优势未来或将直接影响免税。** 以往因品牌的货物库存在香港和新加坡的中心集散中心，故而会导致供货的速度赶不上前端销售速度。未来海南离岛免税市场发展越发成熟，品牌商们或会直接在海南构建商品前置仓。京东目前在物流仓储市场的领先优势，未来将直接赋能免税业务。

我们判断中出服此次切入海南离岛免税市场，将侧重点放在布局三亚中心城区市内离岛免税店，利用区位优势与中免形成差异化的定位，同时经营围绕需求更集中且相对更有利润空间的香化和精品两类。未来结合公司与三亚市政府深度合作的优势，公司合作伙伴京东拥有的线上渠道、智慧零售以及物流仓储优势，以及公司在旅游产业积累的丰富资源，二者合力 $1+1>2$ ，在离岛免税市场形成差异化竞争力，持续在增量市场上攻城略地。

3. 免税行业欣欣向荣 迎来发展机遇

免税品是免税经营单位按照海关总署核准的经营品种，免税运进专供免税商店向规定的对象销售的进口商品。我国对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理，免税品经营企业是经国务院或者其授权部门批准，具备开展免税品业务经营资格的企业。免税商店是经海关总署批准，由经营企业在国务院或者其授权部门批准的地点设立符合海关监管要求的销售场所和存放免税品的监管仓库，向规定的对象销售免税品的企业。国家规定，经营离境免税业务企业需按免税商品销售收入的 1%，经营离岛免税业务企业需按免税商品销售收入的 4%，向国家上缴特许经营费。

图16：免税产业链



资料来源：财政部，申港证券研究所

免税的购买额度受到监管政策的限制。免税行业包含免税购物和退税购物两种形式，其中免税购物指免去商品进口环节的关税、消费税以及增值税等。所以，因为政府的让税，使得免税店所售商品相比有税渠道所售商品更具有价格优势，故免税店一般卖税负较高的奢侈品、烟酒等，同时也会对购买额度进行限制。

表11：离境免税与离岛免税额度对比

	2011	2012-15	2016-17	2018-2020	2020.07 起
离境免税额度 (单位：元)	5000 元/次	5000 元/次	8000 元/次	8000 元/次	8000 元/次
离岛免税额度 (单位：元)	5000 元	8000 元，有件数限制	1.6 万元，单件限额 8000 元，有件数限制	3 万元，单件限额 8000 元，有件数限制	10 万元，取消单件限额，取消件数限制，离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种

资料来源：财政部，商务部流通业务发展司，申港证券研究所

3.1 免税业是境外消费回流政策下的黄金赛道

2020 年全球疫情爆发，随着中国率先好转，经济领先全球复苏，中央提出利用“国内大循环”释放消费内需潜力。同时国人海外消费巨大，免税作为抓手可以推动境外消费回流。

2020 年 3 月，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，明确了：

- ◆ 1) 建设中国特色免税体系，服务境外人士和我国出境居民，完善市内免税店政策，建设中国特色市内免税店；
- ◆ 2) 扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。鼓励对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持；
- ◆ 3) 调整免税限额和免税品种类，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。

2020 年 3 月，商务部、国家发改委和国家卫健委三部门联合印发《关于支持商贸流通企业复工复业的通知》，再次强调要促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作，进一步激发国内消费活力。

2020 年 5 月，中共中央政治局会议上，首次提出“加快形成国内大循环为主题，国内国际双循环互相促进的新发展格局”。国内大循环强调提振内需，境外消费回流是作为提振内需的重要手段。2015 年，国务院首次提出“境外消费回流”概念，通过调整进口关税、增设口岸进境免税店，提高免税购物额等政策促进境外消费回流。2016 年 12 月，国务院印发《“十三五”旅游业发展规划的通知》，研究进一步增设口岸进境免税店，引导消费回流。

2020 年 11 月，中共中央发布《关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标的建议》，十四五规划建议再次强调了“形成强大国内市场，构建新发展格局”，“畅通国内大循环”、“促进国内国际双循环”“全面促进消费”等被作为小节重点展开。预计十四五期间，将有一系列政策沿着“双循环”政策思路出

台，较多细分领域将在此背景下获得加速发展，免税业将是政策利好下的黄金赛道。

中国居民海外消费规模较大。根据麦肯锡咨询发布的报告《中国奢侈品报告 2019》，2018 年中国人在境内外的奢侈品消费额（包含奢侈品和轻奢品牌，品类包括成衣、配饰、珠宝、腕表、美妆）达到 7700 亿元人民币，占到全球奢侈品消费总额的三分之一。预计至 2025 年，消费总额将增长近一倍，达 1.2 万亿元人民币，贡献全球 40%的奢侈品消费额。消费主力富裕家庭与中上收入家庭中有近 70%的人选择在境外购买奢侈品。根据智研咨询，国人偏好在海外购买奢侈品和高端化妆品，2018 年国人奢侈品消费中有约 5621 亿元发生在境外。

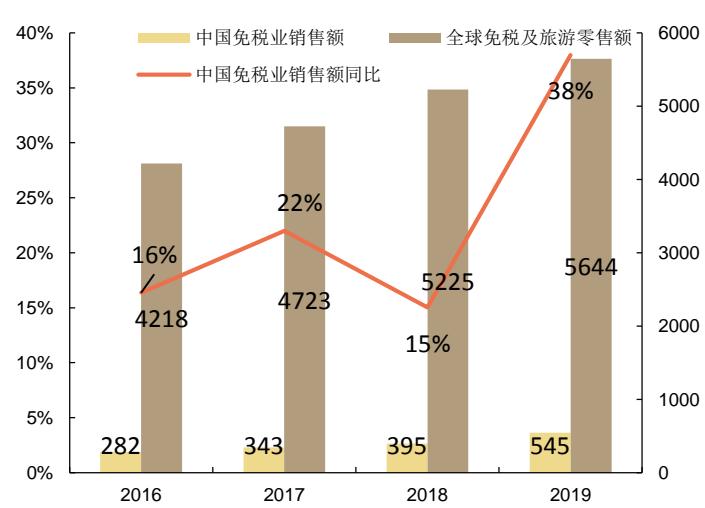
中国免税市场规模较小，与海外消费市场相对不匹配。根据瑞典研究机构 Generation Research 发布数据显示，2018 年全球免税及旅游零售销售规模为 789.6 亿美元（约 5200 亿元），2019 年预测为 818 亿美元（约 5600 亿元）。而 2019 年，中国免税业销售额为 545 亿元左右，同比增长 38%，但占全球免税及旅游零售销售规模不到 10%，未来发展空间巨大。

图17：中国消费者奢侈品消费不断提升（单位：十亿元）



资料来源：麦肯锡，申港证券研究所

图18：中国免税业消费额&全球免税及旅游零售额（单位：亿元）



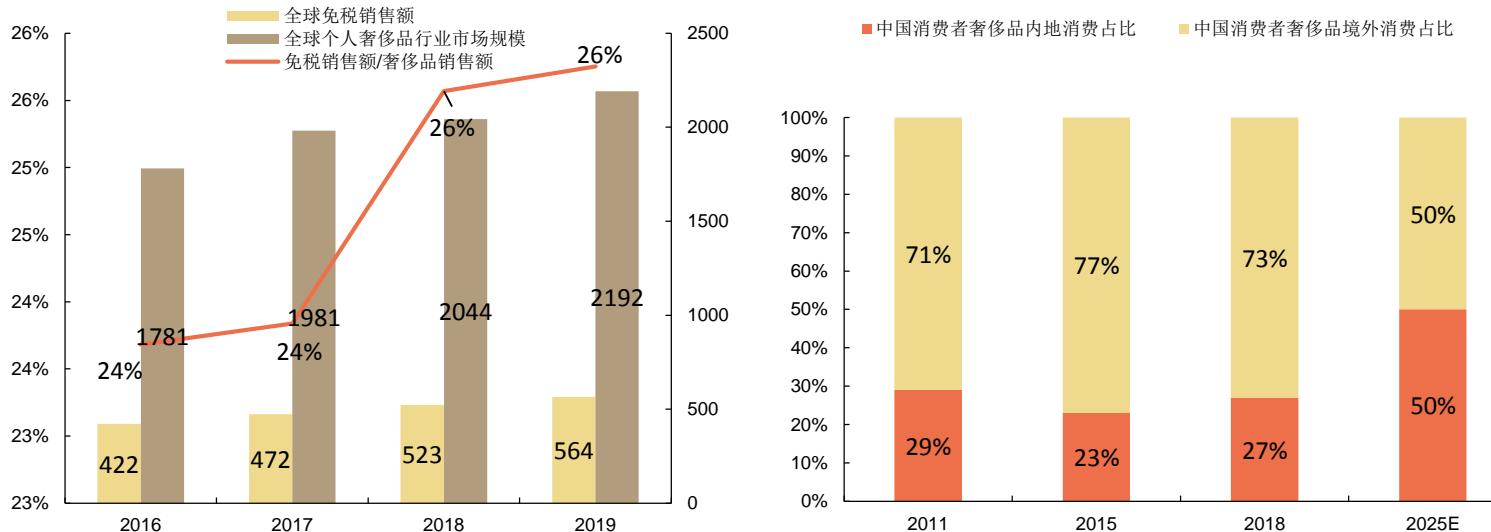
资料来源：Generation Research, 贝恩, 申港证券研究所

奢侈品消费回流视角下，中性假设，2025 年免税市场空间约 1800 亿元。

根据麦肯锡的数据，预计至 2025 年，中国人在境内外的奢侈品消费额将达 1.2 万亿元人民币。根据贝恩的数据，2018 年中国消费者在内地的奢侈品消费比例由 2015 年的 23% 上升至 27%。预计至 2025 年，该比例将达到 50%。2017 年和 2018 年全球免税销售额占全球奢侈品销售额比例为 24% 和 26%，假设中国境内免税销售额占中国奢侈品销售额的比例在 2025 年达 28%-32%。考虑国人不同的奢侈品境内消费比例以及中国境内免税销售额占奢侈品销售额的比例假设，测算 2025 年免税市场空间大约在 1500-2100 亿元之间，较 19 年的 545 亿元有 955-1555 亿元的增长空间。

图19：全球个人奢侈品市场规模&全球免税销售额（单位：十亿元）

图20：中国消费者奢侈品消费渠道占比



资料来源：贝恩，申港证券研究所

资料来源：贝恩，申港证券研究所

表12：奢侈品消费回流视角下的免税行业空间测算（单位：亿元）

2025年中国消费者奢侈品境内消费占比									
	30%	35%	40%	45%	50%	55%	60%	65%	
2025年免税销售额/奢侈品销售额	26%	936	1092	1248	1404	1560	1716	1872	2028
	28%	1008	1176	1344	1512	1680	1848	2016	2184
	30%	1080	1260	1440	1620	1800	1980	2160	2340
	32%	1152	1344	1536	1728	1920	2112	2304	2496
	34%	1224	1428	1632	1836	2040	2244	2448	2652

资料来源：申港证券研究所

3.2 市内免税业尚在初期 五年后市场空间达500亿元

对标韩国，市内免税未来或将开放国内居民出境前购买，相较机场/口岸免税店和离岛免税店，市内免税店在我国处于发展初期阶段，发展空间巨大。全球疫情背景下，2020年免税相关政策更加密集出台，市内免税将成为引导消费回流的重要抓手。

2020年3月，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，明确了要建设中国特色免税体系，坚持服务境外人士和我出境居民，着重完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店；同时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；适时研究调整免税限额和免税品种类，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品。

- ◆ **国家层面**，积极的市内免税政策导向是为了更好地引导境外消费回流。
- ◆ **消费者层面**，市内免税店有更丰富的产品，和更充裕的购物时间，购买便捷，取货方便；同时开放国内居民出境前购买，消费者购买需求被最大化满足。
- ◆ **免税运营商层面**，市内免税店的租金成本比机场免税店低，同时市内免税店可以有效增加购买人次，增加营收。因所有顾客都可进店参观，还可以起到引流和营销的效果。

表13: 2020年国家及地方政府出台免税相关政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2020年3月	国家发改委	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场实施意见	建设中国特色免税体系，坚持服务境外人士和我出境居民，重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，扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。 适时研究调整免税限额和免税品种类，在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品
2020年3月	珠海市商务局	珠海市关于进一步优化供给促进消费增长的若干措施	加快发展免税购物，提升外来消费吸引力。 鼓励机场、海陆口岸等免税店加快发展，探索发展市内免税店。 加强境外旅客购物离境退税政策宣传推广，扩大离境退税商店数量规模。对设立离境退税商店给予每个1万元的奖励
2020年4月	上海市人民政府	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	推动发展免税经济——支持免税品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年5月	湖北省人民政府	提振消费促进经济稳定增长若干措施	完善消费设施，倡导消费新模式等配套措施。 加快全省主要城市市内及空港免税店落地。
2020年6月	广东省商务厅	广东省加快发展流通促进商业消费政策措施	建设国际消费中心城市，支持有条件的地区争取设立市内免税店。

资料来源：发改委，商务局，各省政府官网，申港证券研究所

对标韩国，我国的市内免税短期分流机场免税，长期将占据大量市场份额。

韩国为全球最大市内免税市场。根据 Generation Research，2017 年韩国市内免税店销售额达 98 亿美元，占全球的 37%。根据韩国免税店协会，2020 年 2 月，韩国共有市内店 21 家，市内免税店销售额占韩国免税销售额的 86%。市内免税店因购买时间充足，品类品牌丰富使得购物体验更好，购买渗透率更强，人均购买金额更高。比如，乐天旗下的明洞市内店是全国最大的市内免税店，经营面积达 16115 平方米，拥有 LV、CHANEL、HERMES 等最知名奢侈品品牌。2018 年门店总销售额 260.9 亿元，人均购买金额是机场免税店的 8-9 倍。

表14：中韩市内免税店政策对比

韩国市内免税店	中国归国人员市内免税店	中国出境市内免税店
针对人群	针对出入境的国内外居民，出境前和入境后可在市内免税店购物	针对年满 16 周岁，180 天内有出入境记录（非港澳）的中国公民
提货方式	出入境时机场提货	当场提货
免税限制	国内居民额度为 5000 美元，国外居民出境无限额；国内外居民入境时额度均为 600 美元。	免税额度为 5000 元人民币，高额商品需缴纳行邮税
运营商	新罗、乐天等	中出服、中侨

资料来源：中出服官网，韩国海关总署，申港证券研究所

我国和韩国的市内免税略有差异，我国的市内免税主要功能还是推动境外消费回流。韩国的市内免税店主力带动本土入境游和香化产业，中国人为主要购买力。而我国

市内免税主力为了截留出境人群的消费，同时我国上游香化产业不比韩国，无法通过免税收益。

短期来看，因未来我国市内店购物人群为本国出境国民，与机场店的客流高度重合，预计市内免税店对机场免税店造成一定分流。长期来看，市内免税销售规模扩大，与机场免税会错位发展。目前因品牌方担心市内店影响周边有税渠道销售，市内免税店引入的服饰、包包类奢侈品品牌较少，因此预计早期市内店销售额中香化占比较高，与机场产品结构类似，会造成一定分流。但因市内店租金成本远低于机场扣点，免税运营商或会采取打折促销、提升产品丰富度等措施向市内店主动引流。长期来看，市内免税店的购买限额预计会逐步提升，同时商品品类将与机场店错位发展。

中性假设下，2025年市内免税市场空间大约在500亿元。

未来我国市内店购物人群为本国出境国民，与机场店的客流高度重合。预估至2025年国际+地区的旅客吞吐量约为22254万人次。市内免税购物渗透率按照三亚海棠湾免税城的渗透率，2019年海南岛过夜旅客为6825万人，海棠湾免税购买人次为217万，渗透率约3%。市内免税购物渗透率从2020年开始每年增长1%-2%，至2025年渗透率在8%-13%。人均购买金额参照三亚机场与三亚海棠湾，倍数在2-2.5倍，那么至2025年市内免税客单价在2000-2500之间。

参照以上假设条件，考虑人均购买金额与渗透率的不同增长幅度，测算2025年市内免税市场空间大约在401-641亿元之间。

表15：2025年市内免税空间测算（单位：亿元）

		2025年市内免税购物渗透率				
		8%	9%	10%	12%	13%
人均购买金额 (单位：元)	2000	356	401	445	534	579
	2200	392	441	490	588	636
	2400	427	481	534	641	694
	2600	463	521	579	694	752
	2800	498	561	623	748	810

资料来源：申港证券研究所

3.3 离岛免税迎来春天 五年后市场空间达1400亿元

3.3.1 离岛政策放开打开免税销售额与人均购买金额优化空间

海南省政府不断积极推动旅游产业发展，扩大海南省旅游客群基数。2018年4月，中央发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，里面提出海南战略定位为国际旅游消费中心，强调拓展旅游消费发展空间，提升旅游消费服务质量，大力推进旅游消费国际化。2019年10月，《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》提出利用5年左右时间基本形成综合性国际消费中心城市的工作目标。2020年3月，海南省政府提出振兴旅游业三十条行动措施，助推疫后旅游业重振。

表16：海南省旅游政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2018年4	中共中央国	关于支持海南全面	创新促进国际旅游消费中心建设的体制机制政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
月	务院	深化改革开放的指导意见	拓展旅游消费发展空间。实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。 提升旅游消费服务质量。 大力推进旅游消费国际化。
2019 年 5 月	海南省旅游协会	海南省旅游电子行程监管服务平台管理办法	加强旅游电子行程监管服务平台的管理，保障旅游者和旅游经营者的合法权益，维护旅游市场秩序，促进我省旅游业健康发展。 海南省旅游协会负责建立全省统一的旅游电子行程监管服务平台，通过信息科技手段，实现旅游团队全要素、全过程动态监管。
2019 年 10 月	商务部等 14 部门	关于培育建设国际消费中心城市的指导意见	利用 5 年左右时间，指导基础条件好、消费潜力大、国际化水平较高、地方意愿强的城市开展培育建设，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市。 带动形成一批专业化、特色化、区域性国际消费中心城市，使其成为扩大引领消费、促进产业结构升级、拉动经济增长的新载体和新引擎。
2020 年 2 月	海南省人民政府	海南省应对新型冠状病毒肺炎疫情支持海南旅游企业共度难关六条措施	实施援企稳岗。 延长办理社保业务期限。 减免房屋租金。 降低运营成本。 减免、延期缴纳相关税费。 强化财政金融支持。
2020 年 3 月	海南省人民政府	海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施 (2020-2021 年)	加大财税金融扶持力度，提振市场信心。 促进旅游项目落地，打造核心吸引物。 加大推广营销力度，刺激旅游消费。 深入推进“旅游+”，促进产业高度融合。 提升旅游国际化水平，蓄势发展入境游。 加大人才培养力度，提升旅游服务质量。
2020 年 10 月	海南省工信厅	海南省关于加快区块链产业发展的若干政策措施	推广旅游消费区块链积分，稳步推进基于区块链技术的海南旅游消费积分建设，实现公共交通、酒店住宿、餐饮购物、旅游景区、文化娱乐等领域不同商家消费积分的互通互兑，助力旅游产业各环节企业实现用户共享、营销共推、服务互动，融合“信用游海南”品牌，逐步实现“一链游海南”。

资料来源：海南省政府官网，商务部，海南省工信厅，申港证券研究所

海南自贸港建设助力海南全面开放，公司离岛免税收入规模有望快速提升。2020 年 6 月 1 日，中共中央国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，海南自贸港建设推进将分步骤实施零关税、低税率、简税制，助推海南全面开放。

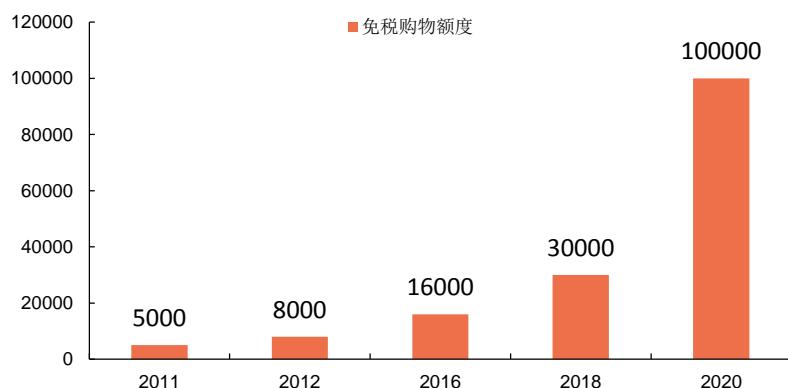
- ◆ **关税方面**，全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税。
- ◆ **税收政策方面**，从方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。作为海南省产业鼓励类企业，免税店或将充分受益。

随后财政部、海关总署和税务总局共同发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。公告明确了：

- ◆ 离岛旅客免税购物额度从每年每人 3 万元增加至 10 万元，不限次数。
- ◆ 取消单件商品 8000 元消费限额。
- ◆ 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品。
- ◆ 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。
- ◆ 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。

目前海南离岛免税政策宽松程度已经超越境外离岛免税的程度，成为亚洲最宽松的政策。2011-2020 年间，海南离岛免税政策历经 7 次调整，不断放宽对购物年龄、离岛方式、购物次数、购物限额、商品品种的限制。其中购物限额调整有 5 次，2020 年 7 月为额度调整幅度最大的一次。

图21：历年来 5 次免税购物额度调整（单位：元）



资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

表17：持续放宽的海南离岛免税政策

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
2011 年 3 月	财政部	关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	免税试点试运行。 政策适用对象 18 周岁。 免税购物金额 5000 元（同时指单件商品和累计额度）。
2012 年 10 月	财政部	关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	政策适用对象年龄调整为 16 周岁。 增加 3 类免税品种。 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元。
2015 年 3 月	财政部	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	增加离岛免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围。 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 11 种热销商品的单次购物数量限制。
2016 年 1 月	财政部	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	非岛内居民取消购物次数限制，额度不超过 16000 元。 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2016 年 2 月	财政部 商务部 海关总署 国家税务总局	关于口岸进境免税店政策的公告	在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。

发布日期	发布单位	政策名称	核心内容
局	国家旅游局	免税店管理暂行办法》的通知	国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。
2017 年 1 月	财政部	关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告	海南铁路离岛纳入离岛免税政策范围内。
2018 年 4 月	国务院	关于支持海南全面深化改革开放的指导意见	奖励更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
2018 年 12 月	财政部 海关总署 税务总局	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	将离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。 增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。
2020 年 6 月	中共中央国务院	海南自由贸易港建设总体方案	对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。 放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。 对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。
2020 年 7 月	财政部 海关总署 税务总局	关于海南离岛旅客免税购物政策的公告	离岛旅客免税购物额度从每年每人 3 万元增加至 10 万元，不限次数。取消单件商品 8000 元消费限额。 离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种，增加电子消费、酒类等 7 类商品。 以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。
2020 年 7 月	海南省财政厅 商务厅 市场监管局	根据财政部《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》等有关规定发布公告	按照经营品牌、品种、价格和国际三同步的原则，采用招标等市场化竞争方式选择并确定新增加的海南离岛免税购物经营主体。

资料来源：海南省政府官网，财政部官网，商务部官网，发改委官网等，申港证券研究所

表18：亚洲四大离岛免税政策对比

地区	客群	运营商	次数	额度	品种
海南	飞机、火车、轮船	中免（1 机场+3 市内）	不限	10 万元	香化、精品、食品、电子产品及酒类，不包括烟草等 45 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 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（11500 元）	酒类、香化、精品、食品，不包括烟草
台湾金门马祖	飞机、轮船	昇恒昌免税行（内多家免税店）	12 次	100 万新台币（21 万元）	烟酒、香化、精品、食品

资料来源：wind，公开资料整理，申港证券研究所

3.3.2 2020 年离岛免税迎来新气象

根据海口海关的数据，2020 年前三季度，海南离岛免税销售额为 172.1 亿元，同

比增长 87%，增长速度远超 12-19 年的年均复合增速 28.9%，受上半年疫情影响后交出的答卷依旧十分优异。

据海关总署的数据，离岛免税购物新政落地后的首个中秋国庆长假表现继续亮眼，达到约 1.3 亿元/天的离岛免税销售额。海口海关共监管海南离岛免税购物金额 10.4 亿元、旅客 14.68 万人次、件数 99.89 万件，同比分别增长 148.7%、43.9%、97.2%，继续保持高增长。

- ◆ 拆分季度来看，受疫情影响一季度离岛免税销售额为 29.87 亿元，同比下降 30.3%。二季度离岛免税逐步摆脱疫情影响，销售额反弹速度加速，在出行解封叠加几个小长假以及大力促销的影响下，销售额达 55.94 亿元，同比增长 144.6%。三季度在离岛免税购物新政的刺激下，销售额继续大幅增长，达 86.1 亿，同比增长 227.5%。
- ◆ 其中，4 月/5 月/6 月/7 月海南离岛免税市场销售额分别同比增长 64%/148%/235%/270%，逐月加速，8 月和 9 月同比增速虽略微放缓，但仍处于高位，海南离岛免税市场承接消费回流的效应仍能显著体现。国庆假期的免税销售额增速未能达到 2 倍以上，但依然实现了近 1.5 倍的增长。随着中免促销活动的持续推进，以及海南冬季避寒游的人群逐渐增多，后续的销售动力依然强劲。

图22：海南离岛免税销售额（单位：亿元）及同比增速



资料来源：海南省财政厅，三亚发布，申港证券研究所

图23：分季度海南离岛免税销售额（单位：亿元）及同比增速

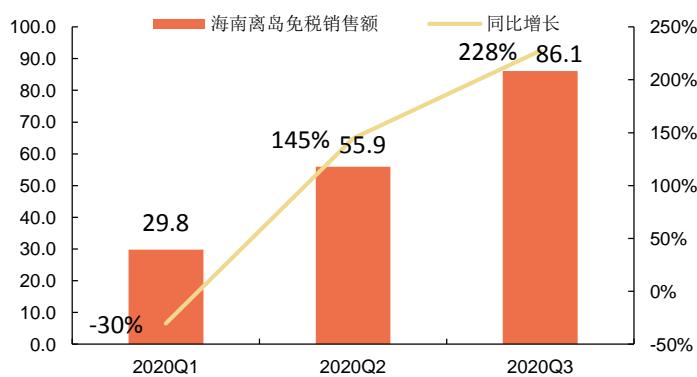
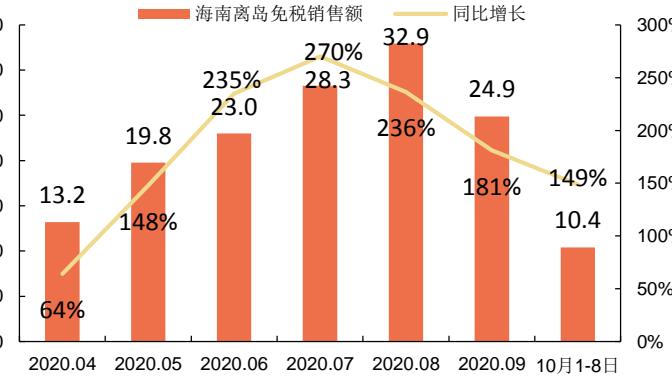


图24：分月份海南离岛免税销售额（单位：亿元）及同比增速



资料来源：海南省统计局，申港证券研究所

资料来源：海南省统计局，申港证券研究所

2020 年的免税新政将持续打开客单价成长空间，促进产品结构向高档商品升级。近五年人均购买金额的年均复合增速为 14%。2020 年 7 月，因新政对额度的调整力度加大，拉高客单价全年水平，1-9 月的人均购买金额上升至 6188 元，较 2019 年的 3542 增长了 75%。新政后的首个中秋国庆小长假客单价继续大幅攀升至 7084 元。随着疫情影响继续消散，出行与购物继续反弹，叠加离岛政策放宽的利好，海南离岛免税商品销售规模及人均购买金额后续有望持续保持较高增长。

图25：海南离岛免税购物人次（单位：万人次）及人均购物金额（单位：元）



资料来源：海口海关，申港证券研究所

3.3.3 五年后离岛免税市场空间在中性假设下可达 1400 亿元

2025 年离岛免税市场空间大约在 1032-1914 亿元之间，较 19 年的 136 亿元有 7.5 到 14 倍的增长空间。

根据海南省统计局和海口海关数据，2020年上半年，海南岛过夜游客 1736 万人次，较去年同期减少 44.5%，8 月海南岛过夜游客 524.4 万人次，较去年同期减少 0.1%，降幅大幅收窄。2015-2019 年，海南岛过夜游客数由 4493 万人次增长至 6825 万人次，复合年均增长率为 11%。假设海南岛过夜游客数于 2021 年恢复至疫情前水平，之后保持疫情前增长水平，则 2025 年海南岛过夜游客数约为 10360 万人次。

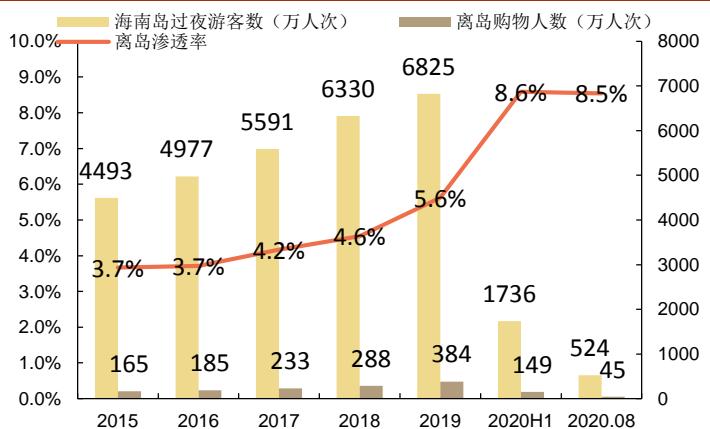
离岛购物渗透率由 2015 年的 3.7% 稳步增长至 2019 年的 5.6%，由于 2020 年离岛免税政策的大力推动，2020 年 8 月，免税渗透率达 8.5%。预计未来五年，海南离岛免税购物的渗透率在 9%-13% 之间。

因离岛免税新政刺激，2020 年前三季度人均购买金额达 6188 元，较 2019 年增长了 75%。近五年人均购买金额的年均复合增速达 14%。未来随着免税新政的红利持续释放，人均购买金额有望持续稳定增长，增速或会继续加快。预计 2020-2025 年人均购买金额的年均复合增速在 10%-25%

参照以上假设条件，考虑人均购买金额与渗透率的不同增长幅度，测算 **2025 年离岛免税市场空间大约在 1032-1914 亿元之间，较 19 年的 136 亿元有 7.5 到 14 倍**

的增长空间。

图26：海南岛离岛免税渗透率



资料来源：海南省统计局，海口海关，三亚发布，申港证券研究所

图27：海南岛离岛免税人均购买金额（单位：元）



资料来源：海南省统计局，海口海关，三亚发布，申港证券研究所

表19：2025年离岛免税空间测算（单位：亿元）

2025年离岛免税购物渗透率					
	9%	10%	11%	12%	13%
人均购买金额 (单位：元)	6188	548	641	705	769
	9966	882	1032	1136	1239
	12446	1102	1289	1418	1547
	15398	1363	1595	1755	1914
	18884	1672	1956	2152	2348
	22976	2034	2380	2618	2856

资料来源：申港证券研究所

3.4 免税行业玩家概况

目前全国仅有6家免税商，中免（含日上、海免），深免，珠免，中出服，中侨和王府井，其中王府井为新晋免税商。2020年以来免税市场新晋多名玩家，免税行业步入全新时代，除了凯撒旅业参股中出服免税店同时和中出服深度捆绑外，众信旅游与中免集团达成长期战略合作，格力地产拟通过收购珠海免税加入免税市场。

随着政策利好加速，未来或将开放国内居民出境前购买，市内免税将成蓝海，各路新玩家或陆续入场。2020年6月，王府井获得免税经营资质。王府井是一家专注于百货业态的全国性连锁零售企业，主营百货零售，与历史资质企业的主营业务完全不同，这是国家对免税资质审批条件和方向的重要变化。近期，百联股份、岭南控股、鄂武商A、大商股份、步步高和中百集团等多家上市公司密集开展免税经营资质申请，主营业务多集中于百货商超、旅游公司等。

表20：免税市场原有参与者

运营商	成立时间	背景	经营区域	牌照	主要客户群体	备注
中免集团	1984年	2004年与中 国国旅重组 合并	全国范围：机场、机上、边 境、客运站、火车站、外轮、 外交人员、邮轮、市内、离 岛全类型，合计240多家	出入境免税牌照，海 南离岛免税牌照，离 境外国人市内免税店 牌照	以各类重要机场、 边境口岸免税店顾 客为主，兼顾市内 境外旅客服务	

运营商	成立时间	背景	经营区域	牌照	主要客户群体	备注
日上	2005 年	中免持股 51%	北京、上海国际机场	北京、上海机场出入境免税店牌照	经北京、上海机场出入境旅客	2017-18 年 7 月中免收购日上 (中国) 和日上 (上海) 控股股权
中出服	1983 年	中国医药集团	全国范围: 北京、上海、南京等部分市内店, 重庆机场进境店, 天津邮轮进境店等。	出入境免税牌照, 出境归国市内免税店牌照	出境归国游客、外交人员、留学人员等入境旅客	
中侨	1991 年	港中旅	哈尔滨 1 家	出境归国市内免税店牌照	出境归国人员	
深免	1984 年	深圳市国资委	深圳各边境口岸免税店、西安机场进境店、霍尔果斯边境口岸免税店、瑞丽口岸免税店	出入境免税牌照	深圳各口岸出入旅客、深圳机场国际出入境旅客、西安机场国际出入境旅客、深圳港口出入境旅客、新疆霍尔果斯及云南瑞丽边境出入境旅客	
珠免	1987 年	珠海市国资委	珠海各边境口岸免税店、天津机场进境店、海南 (新设)	出入境免税牌照	珠海各口岸出入旅客、天津机场国际入境旅客	在海南成立子公司, 计划经营离岛免税店业务拟借力上市
海免	2011 年	中免持股 51%, 海南国资持股 49%	海南省范围内: 海口美兰机场免税店、海口日月广场市内免税店、琼海博鳌市内免税店	海南离岛免税牌照 (无出入境免税牌照)	赴海南岛旅游旅客、海南省居民	2018 年 10 月海南省国资委将其持有的海免公司 51% 股权无偿划转给中国旅游集团

资料来源: wind, 公司官网, 申港证券研究所

表21: 免税市场新晋参与者

运营商	成立时间	参与方式	优势
王府井	1993 年	新获得免税经营资质	王府井主营百货零售, 是全国性连锁零售企业。核心竞争力在于全国多家市内百货门店, 具备天然的品牌和供应商, 有成熟可复制的商品分销和零售经验, 有利于市内免税店发展。
众信旅游	2008 年	与中免战略合作	众信旅游通过与中免集团达成长期战略合作协议, 正式进入免税和购物领域。双方将共同在境内外尤其是“一带一路”沿线国家和地区开展“旅游+购物”业务。众信旅游凭借自身流量和旅行社门店渠道, 与中免集团互补, 为免税店导流, 针对性地输送出境、国内团客及自由行游客客源, 协助中免集团国内业务。双方合作方式包括资源导流、共同开发、股权深度合作等。
格力地产	1999 年	拟收购珠海免税	上市公司格力地产收购珠海免税计划, 使得珠海免税有望成为国内新一家上市免税企业, 同时具备良好盈利能力的珠海免税可以改善上市公司盈利, 同时扩大上市公司商业版图。免税店扩建, 商品结构、客单价以及转化率均有较大空间。珠海战略意义重大, 人工岛具备自贸区先天条件, 有衍生价值。

运营商	成立时间	参与方式	优势
凯撒旅业	1993 年	参股中出服 免税店, 开始布局海南	2019 年 6 月, 凯撒旅业与中出服共同组建天津中服免税有限公司, 凯撒旅业持股 49%, 中出服持股 51%, 主要负责天津国际邮轮母港进境免税店。 2019 年 11 月, 凯撒旅业购买北京寺库持有的江苏中服免税 20% 的股权, 入股江苏南京市内国人免税店。 2020 年 3 月, 凯撒旅业增资中出服子公司嘉宝润成, 获得 40% 股权, 该公司主要负责经营中出服北京市内免税店, 增资款项用于迁新店。 2019 年 11 月用自有资金设立海南同盛世嘉免税集团有限公司, 定位为第二总部, 与北京总部一起协同发展; 2020 年 3 月与三亚市政府签署了深度合作协议, 三亚市政府为其在三亚的落地发展提供便利政策及基金投资, 进一步助推公司免税业态落实布局与发展; 2020 年 4 月宣布变更公司注册地址以及增资海南凯撒集团。

资料来源：公司公告，公开资料整理，申港证券研究所

4. 盈利预测及投资建议：

4.1 存量主业盈利预测

公司存量主业以旅游服务和配餐服务为主。2019 年营收和净利有所下滑后, 2020 年受疫情影响, 前三季度仅实现营收 11.88 亿元和归母净利润-1.93 亿元, 后续仍需跟踪海外疫情的控制节奏。据国际航协的数据, 全球航空客运量至少 2024 年后才能恢复至疫情前水平。日本东京奥运会延迟至 2021 年 7 月, 观众参与方式还未确定, 届时或采取现场或线上方式。但预测新冠疫苗将会尽快向社会开放, 基于此, 旅游业务恢复有望。

同时, 公司自 2020 年开始调整战略方向, 大力降维布局国内游。2020 年 10 月 28 日, 文化和旅游部、国家发展改革委和财政部三部门发布通知, 将开展文化和旅游消费试点示范工作, 目标是到 2022 年, 建设 100 个试点城市、30 个示范城市, 示范城市居民人均文化娱乐支出占消费支出比例超过 6%, 旅游收入增速保持两位数以上增长。公司从出境游降维转战至国内游, 或将为公司旅游服务业务找到突破点。配餐服务方面, 公司开始从空中向地面转型, 向社会化餐饮服务方向延伸, 或将在配餐服务方面找寻到新的利润增长点。

综合考虑, 预测公司存量主业营收方面, 2020 年同比下滑 75% 至 15.4 亿元, 2021-2025 年同比上升 34%/34%/32%/20%/20%。归母净利方面, 2020 年同比下滑 279%, 亏损 2.2 亿元。2021 年恢复至正值, 约 1.3 亿元。此后两年, 随着旅游业务转型升级逐步完成, 每年以 50% 左右的速度增长, 之后维持 20% 的增速。

4.2 免税业务盈利预测

中免收购海免后, 拥有海南目前所有 4 家存量离岛免税店, 分别为三亚海棠湾免税城, 海口美兰机场免税店, 海口日月广场免税店, 琼海博鳌免税店。将位于三亚的三亚海棠湾免税店作为参考标的, 对中出服的三亚离岛免税店营收进行大致测算。

表22：目前 4 家存量离岛免税店

免税店	股权情况	开业时间	19 年免税营收 (单位: 亿元)	经营面积(单位: 万平方米)
海口美兰机场免税店	海免 51% 海航 49%	2011 年 12 月	23.11	1.4

免税店	股权情况	开业时间	19年免税营收 (单位: 亿元)	经营面积(单位:万平方米)
海口日月广场免税店	海免 100%	2019年1月	10.25	2.2 (首期 1.3)
琼海博鳌免税店	海免 100%	2019年1月	0.995	0.42
三亚海棠湾免税城	中免 100%	2014年9月	101.74	7.2

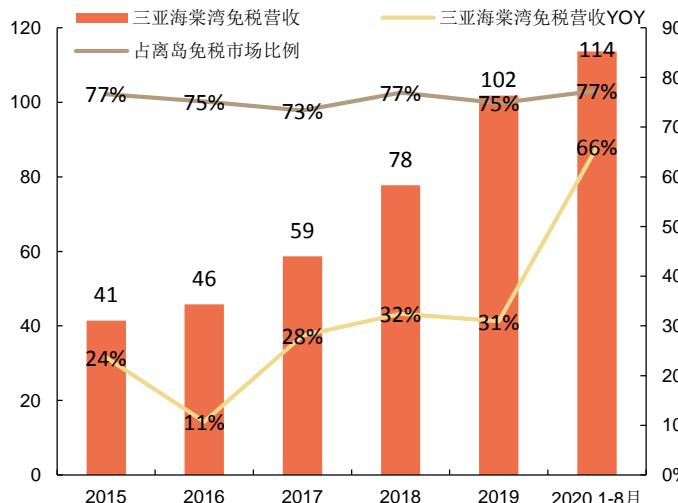
资料来源：公司公告，wind，申港证券研究所

三亚海棠湾免税店于2014年9月1日开业，截至目前仍为三亚唯一的离岛免税店。2020年1-8月实现营收113.6亿元，已经超过2019年全年营收，同比增长66%。2019年免税商品销售实现营收101.7亿元，同比增长30.9%，占海南离岛免税市场的74.8%，15-19年免税营收的复合年均增长率为25.2%。

三亚海棠湾免税店盈利强劲，营业利润复合年均增长31.1%。2015-2019年，三亚海棠湾免税店的营业利润从6.3亿元增至18.6亿元，复合年均增长31.1%；营业利润率从14.8%增长至17.8%。2020年上半年，为应对疫情的影响，公司开展折扣、满减、赠券等活动，三亚海棠湾的营业利润8亿元，营业利润率为13.4%，较2019年下滑4.4pct。

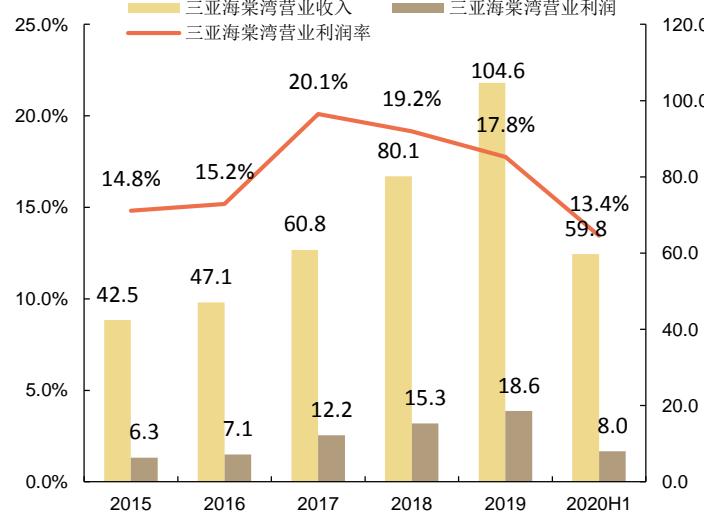
三亚海棠湾免税店的购买渗透率与客单价逐年上升，至2019年分别为9%和4688元，均显著高于海南离岛免税整体。2020年离岛免税新政实施后，8月最新的渗透率和客单价大幅上升至15.7%和7436元。2015-2019年，三亚海棠湾免税店的购买渗透率从7%稳步上升至9%，对比之下，海南整体仅从4%上升至6%。三亚海棠湾免税店的客单价也显著增长，同时显著高于海南整体，至2019年已达4688元。

图28：三亚海棠湾免税营收（单位：亿元）和占离岛免税市场比



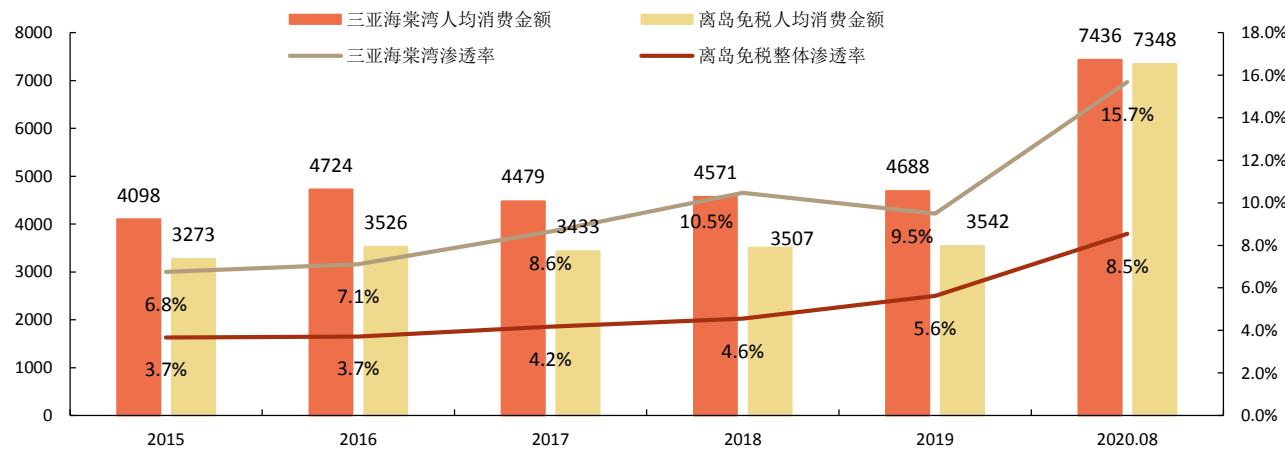
资料来源：公司公告，三亚发布，申港证券研究所

图29：三亚海棠湾营收、营业利润（单位：亿元）和营业利润率



资料来源：公司公告，申港证券研究所

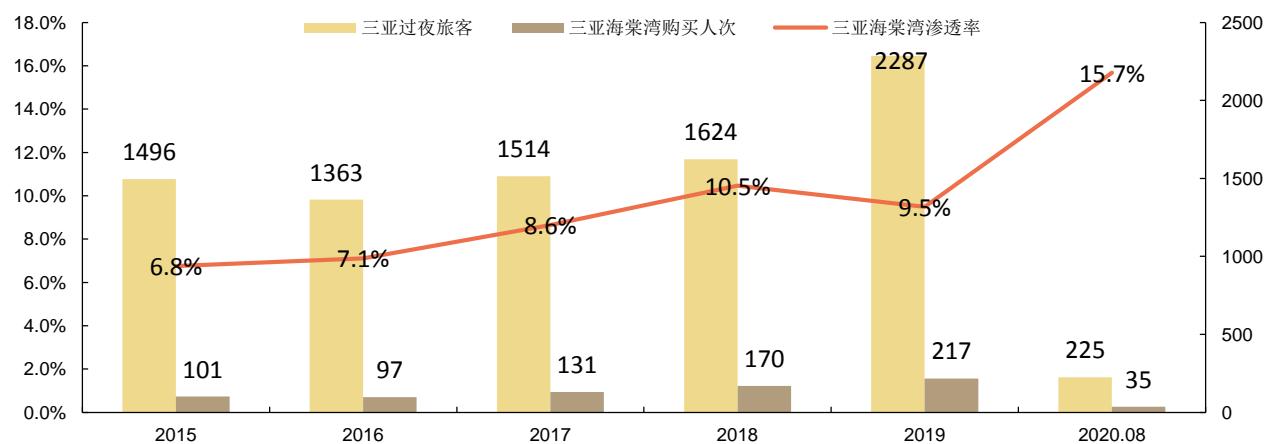
图30：三亚海棠湾与离岛整体的免税购买渗透率及人均消费金额（单位：元）对比



资料来源：公司公告，海南省统计局，海口海关，三亚发布，申港证券研究所

假设中出服三亚免税店 2020 年可以正式投入运营，2021 年的购买渗透率参照三亚海棠湾早期水平 6%-8%。中出服三亚免税店早期经营以香化产品居多，假设客单价在 4000-6000 元。三亚的过夜旅客数 2020 年预计同比减少 20%，2021 年恢复至 2019 年的水平，为 2287 万人次。考虑不同程度的购买渗透率和人均购买金额，预计 2021 年中出服三亚免税营收在 59-86 亿元，中性假设下为 72 亿元。

图31：三亚过夜旅客、三亚海棠湾购买人次（单位：万人次）以及三亚海棠湾购买渗透率



资料来源：海南省统计局，公司公告，公开资料整理，申港证券研究所

表23：2021 年中出服三亚免税店营收测算（单位：亿元）

	2021 年中出服三亚免税店渗透率				
	6.0%	6.5%	7.0%	7.5%	8.0%
4000	55	59	64	69	73
4500	82	67	72	77	82
5000	91	74	80	86	91
5500	101	82	88	94	101
6000	110	89	96	103	110

资料来源：申港证券研究所

中出服三亚免税店的渗透率与客单价的增长速度参照三亚海棠湾，同时考虑免

税新政的影响,至2025年渗透率在13%-15%,客单价的复合年均增长率为15%-25%,2025年达8000-12000元。三亚的过夜旅客数从2021年开始,按照2015-2019年均复合增长率11%的水平增长,至2025年约为3471万人。考虑不同程度的购买渗透率和人均购买金额,预计至2025年,中出服三亚店销售收入在406-573亿元,中性假设下为486亿元。

表24: 2025年中出服三亚免税店营收测算(单位:亿元)

		2025年中出服三亚免税店渗透率				
		12%	13%	14%	15%	16%
人均购买金额 (单位:元)	8000	333	361	389	417	444
	9000	375	406	437	469	500
	10000	417	451	486	521	555
	11000	458	496	535	573	611
	12000	500	541	583	625	666

资料来源:申港证券研究所

2021年,假设中出服三亚免税店的净利率参照三亚海棠湾的营业利润率水平,在13%-17%,则中出服三亚免税店的净利润在7.7-14.6亿元,中性假设下为10.8亿元。假设公司依然通过股权投资的方式参与中出服三亚免税店业务,股权占比在20%-40%,则公司可获净利润2.5-4亿元,中性假设下为3.2亿元。

表25: 2021年公司从中出服三亚免税店可获净利润测算(单位:亿元)

		2021年中出服三亚免税店净利率				
		13.0%	14.0%	15.0%	16.0%	17.0%
公司占中出服三亚免税店 股权比例	20%	1.9	2.0	2.2	2.3	2.4
	25%	3.1	2.5	2.7	2.9	3.1
	30%	3.7	3.0	3.2	3.5	3.7
	35%	4.3	3.5	3.8	4.0	4.3
	40%	4.9	4.0	4.3	4.6	4.9

资料来源:申港证券研究所

市内免税方面,推测2020年中出服北京市内免税店营收约7852万元,净利润约1324万元;2021年营收1.57亿元,净利润2648万元。

公司2020年3月发布公告,公司入股的北京市内免税店2018年实现营业收入4637万元,净利润为490万元;2019年1-9月实现营业收入4,530万元,净利润为604万元(经审计)。由此推测,2019年全年北京市内免税店营收约6040万元,净利润约805万元,净利同比增长64.3%。结合中免成长期2013-2015年净利润年均增长率达160%,故北京市内免税店64.3%的成长性维持2-3年相对可靠且可持续。经测算,2020年北京市内免税店营收约7852万元,净利润约1324万元。

至2025年,中出服北京市内免税店营收约3.8亿元,净利润约6444万,公司可获净利润约2500万元。公司于2020年3月增资中出服北京市内免税店后,该免税店将迁址扩容,并占据独栋建筑,经营面积翻倍至1800平米的同时,更有利于免税经营与品牌形象树立。基于此面积翻倍,推测迁址后首年营收利润情况翻倍(2021年起),其后2022-2023年成长期,利润保持年均30%的增长率,2024-2025步入

成熟期，利润保持年均 20% 的增长率，至 2025 年预计营收可达 3.8 亿元，净利润 6444 万元。公司投资 8000 万元，持股 40%，至 2025 年可获净利润约 2500 万元。

表26：中出服北京市内免税店营收及净利润预测

年份	营业收入（万元）	净利润（万元）	净利率
2021	15704	2648	17%
2022	20415	3442	17%
2023	26540	4475	17%
2024	31848	5370	17%
2025	38217	6444	17%

资料来源：申港证券研究所

4.3 公司盈利预测及投资建议

综合对公司存量主营业务，和对中出服离岛免税和市内免税业务的预测，可知公司存量主营业务（旅游服务&配餐服务）恢复可期，而与中出服相关免税业务的落地，将为公司带来边际改善，也为公司未来多主业成长提供良好基础。同时，市场悲观预期释放已逐步到位。

预计公司 2020-2022 年营业收入约为 15.4 亿元、50.0 亿元和 81.7 亿元，同比增速为-74.6%、225.9% 和 63.2%。归母净利润约为-2.2 亿元、5.1 亿元和 9.2 亿元。每股收益为-0.28 元、0.51 元和 0.93 元。2021-2022 的 PE 为 26 倍和 14 倍。我们给予公司 2021 年 PE 在 39-46 倍，合理股价范围为 19.68-23.62 元。首次覆盖公司，给予“买入”评级。

5. 风险提示：

1. 宏观系统性风险及疫情反复风险
2. 免税政策具有一定不确定性
3. 与中出服在免税业务方面的合作深度不达预期
4. 旅游行业竞争持续加剧，公司存量主营业务营收不达预期
5. 免税行业竞争加剧，免税业务盈利不达预期

表27：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元					资产负债表					单位:百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	8179.62	6035.55	1535.71	5004.25	8167.78	流动资产合计	4581.24	3914.36	3072.40	4500.88	6233.20				
营业成本	6699.22	4805.04	1229.90	3413.39	5434.76	货币资金	1527.40	843.64	691.07	1251.06	1333.43				
营业税金及附加	19.36	15.02	3.73	12.30	19.95	应收账款	1003.92	1000.57	652.15	721.90	1178.26				
营业费用	722.46	718.50	322.50	518.86	846.87	其他应收款	184.46	167.42	330.96	1078.48	1760.25				
管理费用	251.85	237.95	184.29	175.69	286.75	预付款项	726.42	1591.60	1106.91	1130.63	1800.18				
研发费用	17.56	15.71	15.71	18.85	24.51	存货	13.24	25.82	26.96	18.34	74.16				
财务费用	112.09	97.11	50.17	65.01	67.26	其他流动资产	950.19	33.87	15.36	50.04	81.68				
资产减值损失	82.98	0.00	0.00	0.00	0.00	非流动资产合计	1518.73	2600.59	2823.61	2803.48	2791.79				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	长期股权投资	23.40	817.42	1031.53	1031.53	1031.53				
投资净收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00	固定资产	253.54	228.04	198.74	169.44	140.14				
营业利润	302.27	205.50	(230.26)	831.10	1518.02	无形资产	135.24	133.21	133.12	133.05	142.29				
营业外收入	1.15	2.04	2.04	2.04	2.04	商誉	126.15	140.39	189.94	189.94	189.94				
营业外支出	2.90	4.50	4.50	4.50	4.50	其他非流动资产	5.28	32.65	4.65	15.15	24.73				
利润总额	300.51	203.04	(232.72)	828.64	1515.56	资产总计	6099.96	6514.96	5896.01	7304.35	9024.99				
所得税	81.91	50.84	0.00	216.68	396.30	流动负债合计	2900.73	3780.34	3410.20	3997.48	4578.92				
净利润	218.61	152.20	(232.72)	611.97	1119.27	短期借款	715.34	683.59	859.00	1136.46	969.22				
少数股东损益	24.46	26.55	(8.12)	106.74	195.22	应付账款	827.68	985.41	707.61	553.18	880.77				
归属母公司净利润	194.14	125.65	(224.60)	505.23	924.04	预收款项	624.61	598.52	152.29	496.25	809.96				
EBITDA	582.06	465.40	(130.70)	945.48	1635.34	一年内到期的非流动负债	44.38	720.97	498.71	498.71	498.71				
EPS(元)	0.24	0.16	(0.28)	0.51	0.93	非流动负债合计	813.67	145.56	138.68	159.46	179.39				
主要财务比率						长期借款	0.00	0.28	0.28	0.28	0.28				
2018A 2019A 2020E 2021E 2022E						应付债券	696.64	0.00	0.00	0.00	0.00				
成长能力						负债合计	3714.40	3925.90	3548.88	4156.94	4758.31				
营业收入增长	1.67%	-26.21%	-74.56%	225.86%	63.22%	少数股东权益	168.81	197.50	189.38	296.12	491.34				
营业利润增长	-11.98%	-32.01%	-212.05%	-460.94%	82.65%	实收资本(或股本)	803.00	803.00	803.00	991.31	991.31				
归属于母公司净利润增长	-12.03%	-35.28%	-278.75%	-324.95%	82.90%	资本公积	645.61	634.20	634.20	634.20	634.20				
获利能力						未分配利润	697.16	824.81	600.21	1105.43	2029.48				
毛利率(%)	0.18	0.20	0.20	0.32	0.33	归属母公司股东权益合计	2216.75	2391.56	2157.76	2851.30	3775.34				
净利率(%)	2.67%	2.52%	-15.15%	12.23%	13.70%	负债和所有者权益	6099.96	6514.96	5896.01	7304.35	9024.99				
总资产净利润率(%)	3.18%	1.93%	-3.81%	6.92%	10.24%	现金流量表						单位:百万元			
ROE(%)	8.76%	5.25%	-10.41%	17.72%	24.48%	2018A 2019A 2020E 2021E 2022E									
偿债能力						经营活动现金流	226.15	(404.95)	214.28	148.94	316.52				
资产负债率(%)	60.89%	60.26%	60.19%	56.91%	52.72%	净利润	218.61	152.20	(232.72)	611.97	1119.27				
流动比率	1.58	1.04	0.90	1.13	1.36	折旧摊销	50.88	47.86	49.38	49.37	50.06				
速动比率	1.57	1.03	0.89	1.12	1.35	财务费用	112.09	97.11	50.17	65.01	67.26				
营运能力						应付帐款减少	51.53	3.35	348.42	(69.74)	(456.36)				
总资产周转率	1.34	0.96	0.25	0.76	1.00	预收帐款增加	(63.06)	(26.09)	(446.23)	343.96	313.71				
应收账款周转率	7.94	6.02	1.86	7.28	8.60	投资活动现金流	(969.69)	(99.14)	(253.73)	(10.50)	(19.58)				
应付账款周转率	9.18	6.66	1.81	7.94	11.39	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
每股指标(元)						长期股权投资减少	(5.98)	(794.02)	(214.11)	0.00	0.00				
每股收益(最新摊薄)	24.18%	15.65%	-27.97%	50.97%	93.21%	投资收益	15.46	72.58	20.00	20.00	20.00				
每股净现金流(最新摊薄)	(1.11)	(0.86)	(0.19)	0.56	0.08	筹资活动现金流	(149.43)	(183.36)	(113.12)	421.55	(214.57)				
每股净资产(最新摊薄)	276.06%	297.83%	268.71%	287.63%	380.84%	应付债券增加	0.97	(696.64)	0.00	0.00	0.00				
估值比率						长期借款增加	0.00	0.28	0.00	0.00	0.00				
P/E	54.51	84.22	(47.12)	25.86	14.14	普通股增加	0.00	0.00	0.00	188.31	0.00				
P/B	4.77	4.43	4.90	4.58	3.46	资本公积增加	0.00	(11.41)	0.00	0.00	0.00				
EV/EBITDA	18.06	23.95	(86.08)	14.23	8.07	现金净增加额	(892.97)	(687.44)	(152.57)	559.99	82.37				

资料来源：公司财报，申港证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15%以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5%以上
