

中國：策略
2021年3月18日

王濤 CFA FRM
qingwang@yuanta.com

蘇冠力
Colin.Su@yuanta.com

Bloomberg code: YUTA

資訊更新：

- ▶ 2020年離島免稅銷額同比+105.4%，客單價為6128元。
- ▶ 隨離島郵寄政策放開，2021年春節期間離島客單價提升至7500元，免稅明顯受政策驅動。

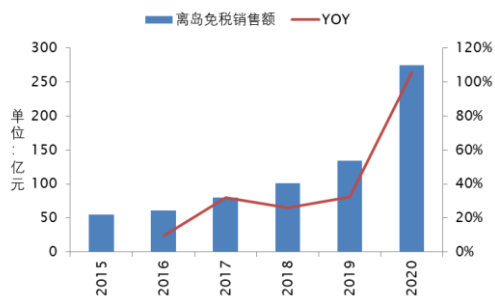
市場展望：

- ▶ 短期看，2021年國際旅遊或難以完全恢復，離島免稅景氣度有望延續；長期看，免稅行業存在積極的政策預期，未來銷額的規模可觀。
- ▶ 建議關注：全牌照且競爭優勢顯著的中國中免。

圖 1：關注個股

公司代碼	公司簡稱	收盤價 (3/17)	YTD%
601888.SH	中國中免	308.1	9.07%
600859.SH	王府井	30.3	-7.00%

資料來源：Wind、元大

圖 2：2020 離島免稅銷額同比+105.4%


資料來源：海南海關總署

《投資中國系列》

內循環下政策積極支持，免稅銷額未來規模可觀

十四五全面促消費，消費升級消費回流將帶動免稅品需求：十四五期間，中國將建設雙循環體系全面促進消費。據全球免稅協會，中國人2019年境內免稅消費額約為500億元，僅佔中國人在全球免稅消費總額的27.8%，消費向境內回流的潛力巨大。同時，90後及00後傾向在免稅店購買奢侈品，隨著該部分人群收入提升及中國中產階級增加，免稅品的需求有望由居民消費升級帶動。

免稅行業受政策驅動，2025年境內免稅銷額或達3554億元：中國免稅運營商有8個，牌照為王的邏輯不變。2020年7月離島免稅新政實施，海南全年實現免稅銷額274.8億元，同比+105.4%，其中7-12月佔比72.7%，銷額的增長明顯受政策驅動。中央和地方態度積極，免稅政策預期將進一步放開，2025年免稅銷額有望達3554億元：1) 離島免稅短期仍將受益於國際旅遊受限，考慮到未來海南機場輸送量將增加至9200萬人，在開放第七航權、擴建新免稅店、增加旅遊設施後，2025年預期實現2099億元銷額；2) 市內免稅潛力巨大，地方政府態度積極，政策可能在2022年放開，保守估計放開後將帶來406億元的銷額；3) 機場免稅受疫情影響大但香化品類價格優勢不變，預期將隨國際客流恢復而顯著恢復，2025年銷額達672億元；4) 島內免稅“一正三負”清單即將出台，預期在2021年實施，據此測算免稅銷額或達63億元。

中國免稅運營商競爭優勢凸顯，供需有望逐步優化：中國運營商近年規模快速提升，自身的盈利能力和對上游的議價能力越來越強，中免淨利率領先全球對手8bp，中外免稅品價差從35%縮小至15%，目前中免的香化品類已達到全球最低價，核心競爭力凸顯。2020年運營商開始發展線上免稅零售模式，成熟後有望推動整體銷額提升。從供需端看，當前免稅店仍存在缺少頂級奢侈品品牌或品類、消費者購物體驗不高等問題，但各運營商正積極引入LV、Hermes等頂級奢侈品品牌，離島郵寄政策效果顯著，問題正得到逐步解決。因此在積極的政策預期下，免稅行業前景可觀。建議關注：全牌照且競爭優勢顯著的中國中免(601888.SH)。

分析師聲明及重要披露事項請參見附錄 A。

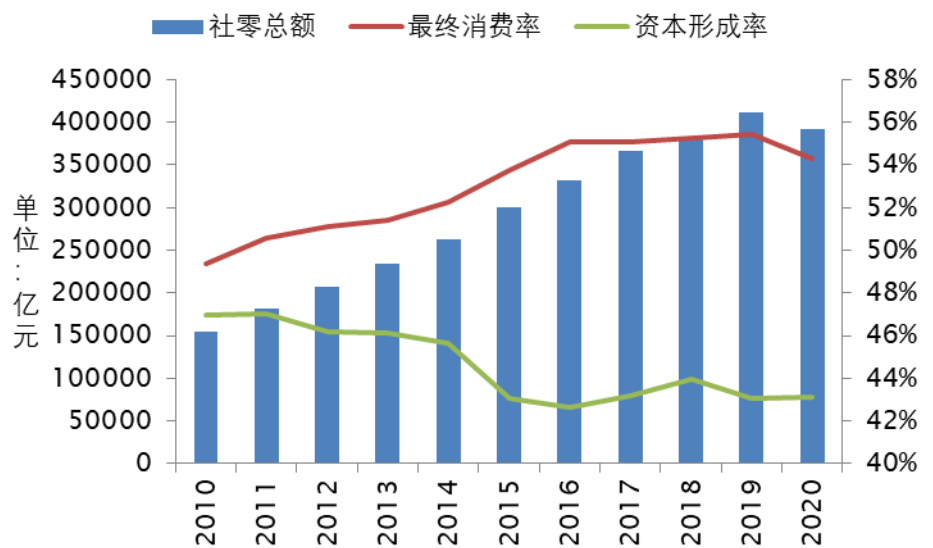
元大與其研究報告所載之公司行號可能於目前或未來有業務往來，投資人應瞭解本公司可能因此有利益衝突而影響本報告之客觀性。投資人於做出投資決策時，應僅將本報告視為其中一項考量因素。

內循環下政策積極支持，免稅銷額未來規模可觀

十四五全面促消費，消費升級消費回流將帶動免稅品需求

十四五將建設雙循環體系，消費有望繼續拉動經濟增長：十四五期間，中國將建設國內國外雙循環，全面促進消費，消費在經濟社會發展中的重要性被進一步強調。近十年消費對經濟的拉動作用日益明顯，中國最終消費率自 2010 年的 49.3% 提高至 2019 年的 55.4%，儘管 2020 年受到新冠疫情的嚴重影響，但最終消費率仍有 54.3%；與之相對的是由於投資拉動 GDP 增速的邊際效應遞減，資本形成率自 2010 年來逐步下降，已由 2010 年的 47.0% 下降至 2020 年的 43.1%。在此基礎上，中國提出供給側改革、提高人均收入水準、全面激發農村消費活力等發展目標，未來中國消費市場規模有望進一步擴大，並且繼續成為拉動經濟增長的重要引擎。

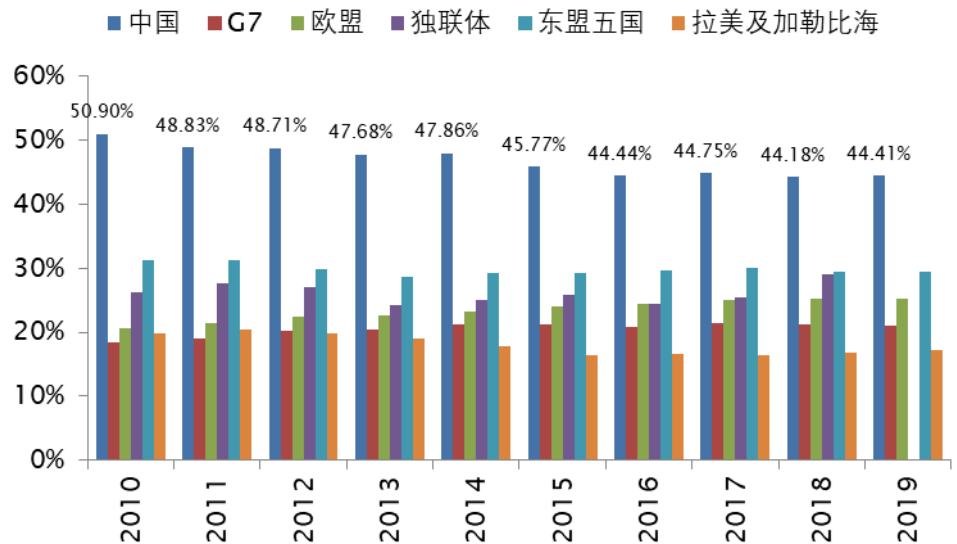
圖 3：2020 年最終消費率為 54.3%，較 2010 年提高 4.9pct



資料來源：國家統計局、元大

中國總儲蓄率 44.4% 全球最高，內循環有望激發消費活力：面對當前民粹主義抬頭、貿易保護主義盛行、中美對立加深等國際形勢，中國將在十四五期間開始建設內循環體系用以形成產業鏈閉環、激發消費潛力和引導消費回流。根據國家統計局，2019 年中國總儲蓄率為 44.4%，雖隨著居民收入增長近十年來保持下降趨勢，但受到房價和物價相對偏高、中國人傳統的存錢觀念等因素的制約仍遠高於全球主要經濟體，但預期隨著供給側和需求側優化，儲蓄率有望逐步下行，消費意願有望獲得提升。在此背景下，中央經濟工作會議指出，要進一步推動國內總需求中長期提升的戰略部署，因此預期十四五至 2035 年期間，人均消費支出的提升將有效帶動消費升級，同時，引導內循環下消費回流的進程或從最直接的吸引出國旅遊、消費的居民轉向國內旅遊、消費，再到國產品牌崛起實現市佔率擴張或開拓新藍海從而替代部分外國品牌等形式演變，全面促消費的背景下消費升級和消費回流帶來的市場規模的變化值得期待。

圖 4：2019 年中國總儲蓄率 44.4%，為全球第一



資料來源：國家統計局，世界銀行、元大

2019 年中國人境內免稅消費佔比僅 27.8%，免稅消費回流受政策支持：據全球免稅協會，中國人 2019 年境內免稅消費額約為 500 億元，僅佔中國人在全球免稅消費總額的 27.8%，免稅消費外流嚴重，具有非常可觀的回流潛力。根據貝恩諮詢，中國人海外用於購物的支出佔比自 2017 年的 34.3% 下降至 2019 年的 16.4%，出現了明顯的下滑，同期中國人境內免稅消費額卻實現了年均 20% 以上的高增（受益於韓國部署薩德系統導致中國去韓國的旅遊人數大幅減少及海南離島免稅政策逐步放開），消費回流明顯。而自 2020 年 7 月海南進一步放開離島免稅單人購物金額上限至 100000 元後，2020 年全年離島免稅銷額同比 +105.4%，政策紅利持續釋放未見衰減。同時，國家及地方對免稅店的發展高度重視（國務院於 2020 年 12 月表示“要加快出台海南離島免稅購物新政策，進一步推進部分進口商品零關稅，有效推動貿易投資自由化便利化”；海南省在今年 1 月剛結束的海南省兩會上定下 2025 年實現 3000 億左右的免稅+有稅銷額的目標），因此以免稅吸引消費回流的預期積極。

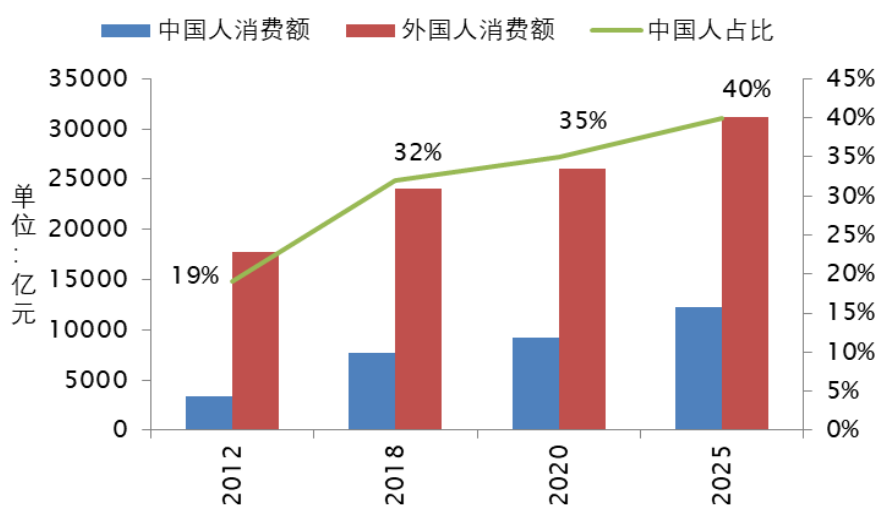
圖 5：2019 年中國人境內免稅消費額約 500 億元，佔中國人全球免稅消費額的 27.8%



資料來源：全球免稅協會，貝恩諮詢、元大

2019 年中國人全球奢侈品消費額佔比提升至 32%，消費升級帶動免稅消費增長：免稅店的主要銷售商品為香化、奢侈品、高級腕表等單價較高且稅率較高的商品，隨著中國近年人均收入增長，中國人的奢侈品消費額逐年遞增。根據麥肯錫諮詢，中國人個人奢侈品消費額從 2012 年的 3340 億元提升至 2018 年的 7700 億元，在全球個人奢侈品市場的佔比由 19% 提升至 32%，該比重預期在 2025 年將進一步提升至 40%，消費升級趨勢明顯。同時，若僅以奢侈品腕表為例，高端腕表在免稅店的售價相對於有稅專櫃優惠 29%-32% 左右，免稅奢侈品的價格更具誘惑力，根據麥肯錫的中國奢侈品行業報告，受訪的中國 90 後年輕人中有 20% 在免稅店購買奢侈品，該比例遠高於 80 後的 14% 及 65 後的 4%，隨著 90 後及 00 後逐步獲得穩定收入，免稅店對奢侈品消費的重要性將越發凸顯。因此，中國免稅市場規模有望隨著中國人對高端香化、奢侈品的消費增長以及中國免稅政策放開、免稅店增加等因素而擴張。

圖 6：2018 年中國人對全球奢侈品消費的貢獻率提升至 32%



資料來源：麥肯錫諮詢、元大

免稅行業受政策驅動，2025 年境內免稅銷售規模有望達 3554 億元

牌照為王邏輯不變，8 個玩家適度競爭：中國目前的免稅店經營形式包括離島免稅、市內免稅、機場免稅。其中，離島免稅政策已於去年 7 月先行放開，放開後取得了良好效果，目前政策尚未更改的有市內免稅、機場免稅。在離島免稅新政實施前，中國擁有牌照的免稅運營商僅有中免（包括日上、海免）、中出服、深免、珠免、中僑 5 家，牌照稀缺，競爭較小。在 2020 年 7 月離島免稅新政實施後，海旅投、海發控、王府井 3 家公司獲得部分免稅牌照，運營商增加至 8 個，免稅運營商之間向適度競爭演變。儘管如此，由於各家獲批的經營範圍不同（離島免稅 6 家、機場免稅 4 家、市內免稅 4 家），免稅牌照依然稀缺，牌照為王的邏輯並未改變。

圖 7：中國目前有 8 家免稅運營商，牌照為王邏輯不變

運營商	控股方背景	牌照
中免（包括日上、海免）	中國旅遊集團（國務院國資委）	機場免稅、海南離島免稅、離境外國人市內免稅
中出服	國藥集團（國務院國資委）	機場免稅、海南離島免稅、入境國人市內免稅
深免	深圳國資	機場免稅、海南離島免稅
珠免	珠海國資（格力地產擬入股）	機場免稅、海南離島免稅
海旅投	海南國資	海南離島免稅
海發控	海南國資	海南離島免稅
王府井	北京國資	免稅經營牌照（目前只公佈局島內免稅）
中僑	中國旅遊集團（國務院國資委）	入境國人市內免稅

資料來源：公司公告、元大

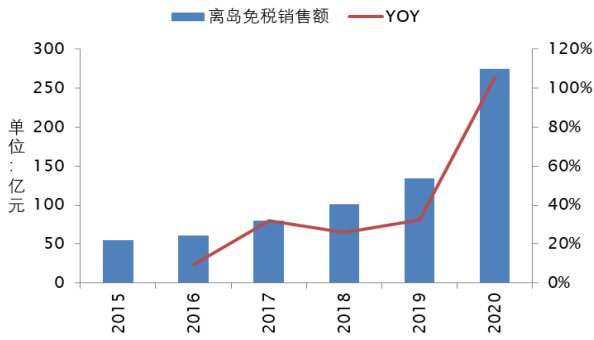
免稅行業受政策驅動，離島免稅新政實施後海南全年免稅銷額同比+105.4%：2020 年 7/1 日海南實施離島免稅新政，新政放寬了原先每人每年 30000 元的免稅購物額度至 100000 元，增加了 7 個免稅品類至 45 個，取消單件商品 8000 元的購物規定，但仍然限制化妝品、手機、酒類的單次購買數量。新政實施後激發了國內居民的消費意願，同時因新冠疫情限制境外游，海南成為了國人免稅品購物的最佳地點，政策紅利持續釋放。據海南省海關總署，2020 年海南實現免稅品銷額 274.8 億元，同比+105.4%，其中 7-12 月實現 199.9 億元銷額，佔全年的 72.7%，銷額的增長顯著受到新政的刺激；客單價方面，由於大幅提高了限額，客單價由 2019 年的 3691 元提升至 2020 年 7-12 月的 6686 元，並且在 2021 年離島郵寄政策實施後，春節期間客單價再提高至 7500 元。因此，免稅品的銷售表現受政策的驅動較為明顯，而從中央及地方的態度看，免稅的重要性不言而喻，未來免稅行業仍將受益於積極的政策實現規模擴張。

圖 8：2020 年 7 月海南提高每人每年離島免稅購物額度至 100000 元

時間	政策
2011 年 4 月	海南開始試點對離島不離境的旅客購買規定品種的商品限額限量給予免進口稅（含關稅、進口環節增值稅、消費稅）的稅收優惠。試點實施時免稅購物限額為 500 元，免稅商品品種為首飾、香水、化妝品等 18 種商品。免稅購物限額由 5000 元提高到 8000 元，購物旅客的年齡限制由 18 周歲以上放寬至 16 周歲以上，免稅商品品類增加美容及保健器材、餐具及廚房用品、玩具（含童車）等 3 類，由 18 類增加至 21 類。
2012 年 11 月	免稅商品品類增加零售包裝的嬰兒配方奶粉、咖啡、保健食品等 17 類，由 21 類增加至 38 類；適當放寬香水、化妝品等 10 類熱銷品類的單購物數量限制。
2015 年 3 月	針對非島內居民旅客，取消購物次數限制，將遊客每人每年累計免稅購物額度由 8000 元提升至 16000 元；同意實體免稅店開設網上銷售視窗。
2016 年 2 月	將離島旅客（包括島內居民旅客）每人每年免稅購物額度提升至 30000 元，對島內居民旅客也不再限制購物次數。
2018 年 12 月	將離島旅客（包括島內居民旅客）每人每年免稅購物額度提升至 100000 元，不限購物次數；增加電子消費產品等 7 類免稅商品品類，離島免稅品類由 38 類增加至 45 類；取消單件商品 8000 元免稅限額的規定；僅化妝品、手機、酒類商品設置單次購買數量限制。
2020 年 7 月	離島免稅商品可通過郵寄形式送達消費者；允許海南省居民離島時購物，回島時提貨。
2021 年 2 月	

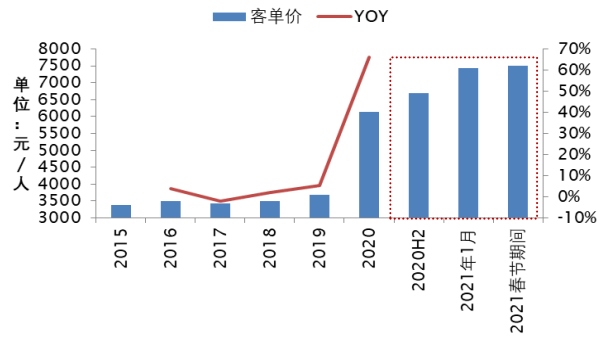
資料來源：財政部、海南省政府、海南海關總署等、元大

圖 9：2020 年離島免稅銷額同比+105.4%



資料來源：海南海關總署、元大

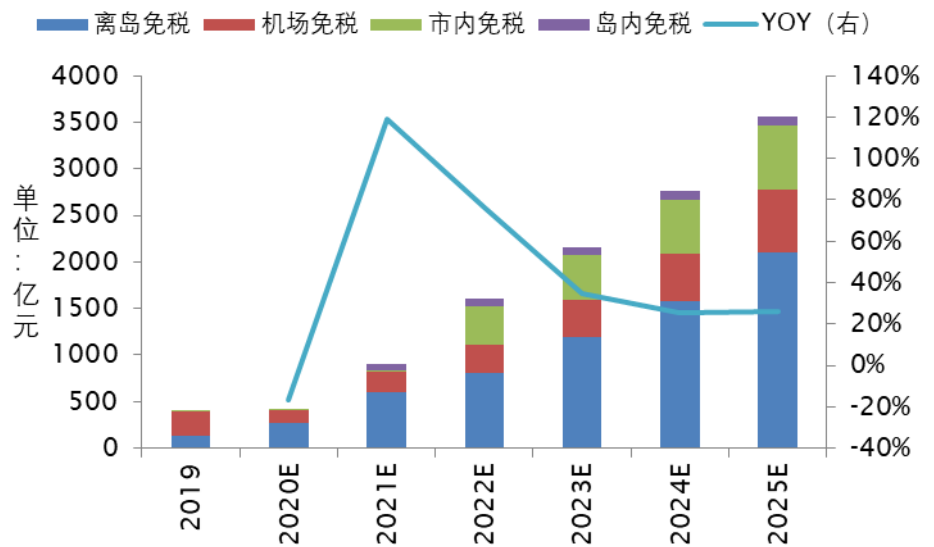
圖 10：2020 年離島免稅客單價同比+65.9%



資料來源：海南海關總署、元大

各免稅店政策放開預期積極，2025 年境內免稅品銷額有望達 3554 億元：當前中國境內免稅政策僅離島免稅在 2020 年 7 月時大幅放開，機場免稅、市內免稅政策並未改變。由於機場免稅及市內免稅的客源為出入境旅客，2020 年在新冠疫情的影響下國際航班數量銳減，因此在一定程度上拖累了 2020 年中國境內免稅銷售規模，測算得到 2020 年中國境內免稅銷額約為 437 億元，同比-16.5%。但免稅政策存在積極的開放預期，疊加新冠疫情的影響將會隨著疫苗接種人數的增加而逐漸降低，國際旅遊恢復同樣存在積極預期，因此測算至 2025 年中國境內免稅市場銷額有望達到 3554 億元。

圖 11：2025 年中國境內免稅銷售規模有望達到 3554 億元



資料來源：商務部、民航局、海南海關總署、中免年報、上海機場年報等、元大

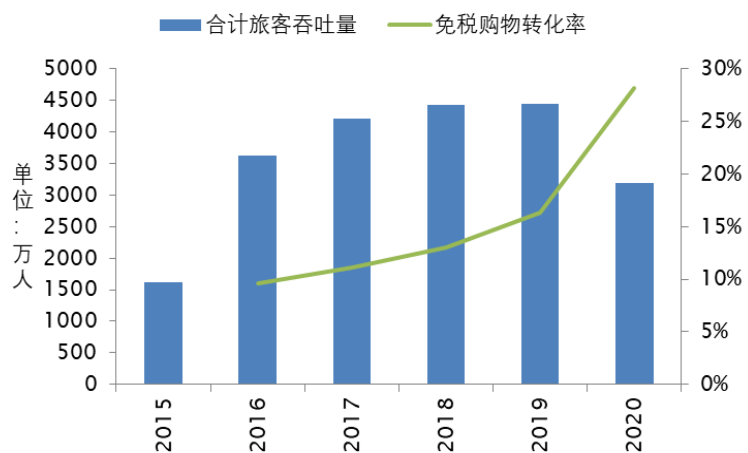
離島免稅 2025 年有望實現 2099 億銷額，機場擴建、新店開業助力實現該目標：海南省規劃 2025 年達到 3000 億元的免稅品銷售額，將較 2020 年提高 10.8 倍。但考慮到未來國外旅遊分流等因素，測算得到 2025 年離島免稅品銷售額為 2099 億元，較 2020 年提高 7.6 倍，仍然具有廣闊的增長空間：

- 1) 離島免稅市場 6 個運營商競爭，中免佔據約 85% 的份額：擁有離島免稅牌照的運營商有中免（包括海免）、中出服、海旅投、海發控、深免、珠免（暫未開店），海南目前開設了 10 家離島免稅店，5 家位於海口，4 家位於三亞，1 家位於瓊海博鰲景區，中免佔有 6 家，並且擁有最大規模的三亞海棠

灣免稅城，根據測算，2020 年中免佔有約 85%的離島免稅品銷售份額，是離島免稅的最大運營商。

- 2) 2025 年旅客輸送量海口美蘭機場擴張至 4500 萬人，三亞兩機場擴張至 4700 萬人：2020 年 7 月以來，美蘭機場、鳳凰機場的旅客輸送量逐步回歸至正常水準，考慮到在國際航班受限的情況下，客運量大部分由國內旅客貢獻，機場承載量仍有進一步提升的需求。因此，美蘭機場宣佈擴建二期，2025 年時將形成 800-1000 萬人的輸送量增量，總運力將提升至 4500 萬人；三亞鳳凰機場將於 2023 年開工建設新航站樓，於 2025 年投運，同時三亞新機場已開始建設，也將在 2025 年投運，屆時三亞兩個機場的總運力將達到 4700 萬人。2020H2 海南機場離島免稅購物轉化率為 30%，較 2016 年提高 19.6bp，未來隨機場承載量增加及海南旅遊配套設施的完善有望逐步提升，帶來巨大消費增量。

圖 12：美蘭機場、鳳凰機場 2020H2 免稅購物轉化率為 30%

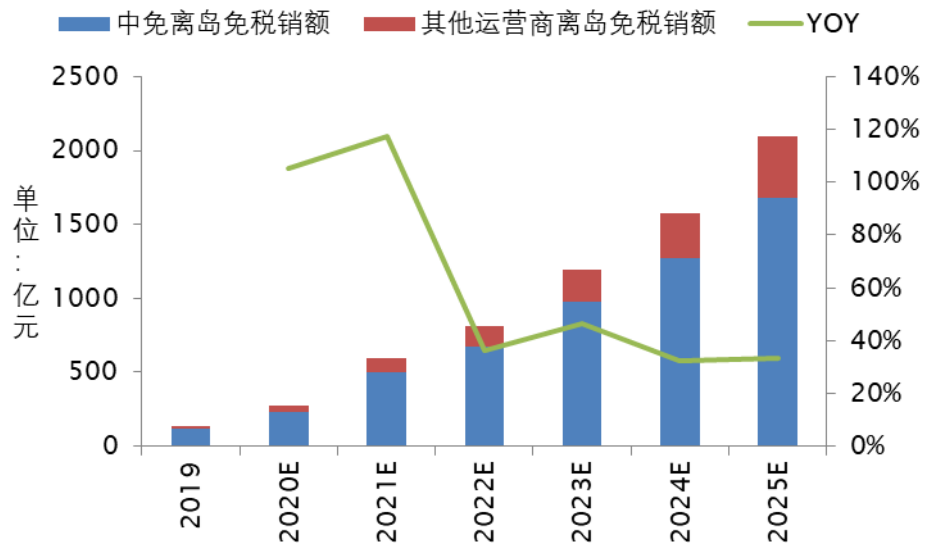


資料來源：交通部，商務部，美蘭機場公告，元大

- 3) 開放第七航權，與機場擴建產生協同性：國務院及交通部支持在海南試點開放第七航權，提出“對位於海南的主基地航空公司開拓國際航線給予支持。允許相關國家和地區航空公司承載經海南至第三國（地區）的客貨業務。允許海南進出島航班加注保稅航油。鼓勵國內外航空公司增加運力投放，增開航線航班在審核外國航空公司國際航線經營許可時，優先簽發至海南的國際航線航班許可”。第七航權的放開是中國目前最高等級的航權開放，有助於海南航空客運和貨運的國際化發展，與美蘭機場、鳳凰機場增加國際客運量的目標一致，有望產生協同性。
- 4) 免稅城加快建設，形成“免稅+有稅+休閒”的一體化購物中心：當前離島免稅面臨的一個問題是免稅店較少但遊客較多引起的購物體驗（如購物排隊時間、單個消費者服務品質等）相對不及普通商場，新免稅城的投運能起到分流作用，提高消費者購物體驗從而提高客單價。全球最大的免稅商場中免海口國際免稅城將於 2022 年開業，預期在牌照稀缺和政府階段性批覆的情況下，未來海南有望進一步加快免稅終端的建設。同時，新免稅城將成為“免稅+有稅+休閒”的一體化購物中心而非單純的商場，根據中免規劃，海口國際免稅城將引入水世界、影院等休閒娛樂專案及設施，在區域上分為免稅購物區、有稅購物區、休閒娛樂區，建成後有望大幅提高遊客停留時間及客單價，帶動免稅銷售額提升。

5) 離島免稅銷額 2020 年實現 274.8 億元，2025 年有望達 2099 億元：受益於離島免稅政策放開和國際旅遊驟減，2020 年全年海南實現離島免稅銷額 274.8 億元，同比+105.4%，海南省規劃 2025 年將實現 3000 億元免稅銷售額，離島免稅銷售規模的快速增長較為確定。考慮到 2021 年下半年起國際旅遊有望逐步恢復，將會對離島免稅形成一定的替代效應，離島免稅規模的增速將因此放緩。綜合考慮海南機場擴建、開放第七航權、增加免稅店、引進高端奢侈品的情況下，預期 2025 年離島免稅銷額或將達 2099 億元，較 2020 年提高 7.6 倍，增速依然可觀，其中，中免在 2021 及 2022 年將憑藉其先發優勢和規模優勢有望保持 85% 以上的市佔率，至 2025 年預期實現 1679 億元的離島免稅銷額。

圖 13：2025 年離島免稅銷額有望達到 2099 億元

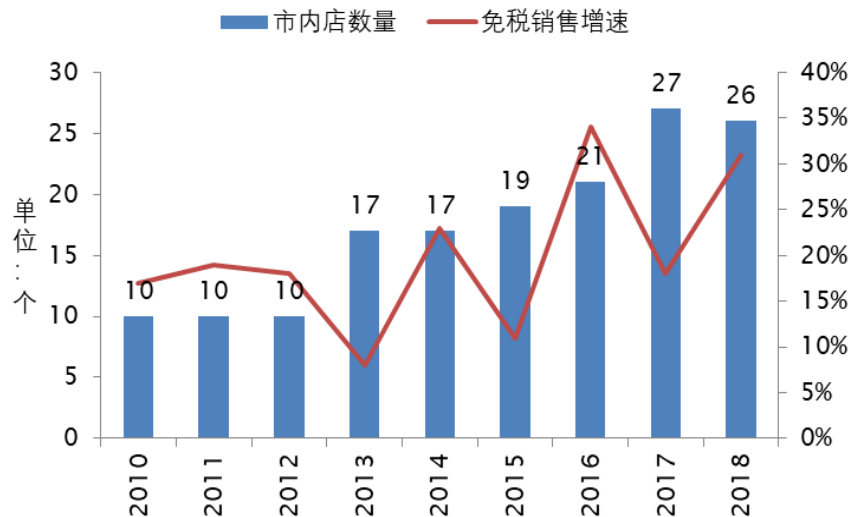


資料來源：商務部、民航局、海南海關總署、中免年報、上海機場年報等、元大

市內免稅政策期待放開，2025 年保守估計達 697 億元銷額：根據韓國免稅的經營經驗，市內免稅店因其相對機場免稅店擁有更低的扣點率、更多的購物時間等優勢，在政策放開後取得了巨大成就，中國若放開市內免稅的政策限制，則市內免稅極有望成為下一個爆發點，2025 年保守估計將達到 697 億元銷額：

1) 韓國市內店免稅銷售額佔比 80%，政策放開顯著提升免稅銷售額規模：韓國 2000 年開放離境市內免稅試點，2012 年起開放市場化，2019 年時已從最開始的試點演變至提升購物限額、引入市場競爭的雙寡頭壟斷局面（樂天、新羅），單店數量增長至 26 家，對韓國免稅銷額的貢獻已達 80%，2009-2018 年韓國整體免稅銷額的 CAGR 為 21%，隨著市內免稅店數量的增長而增長。

圖 14：韓國市內免稅店數量增加至 26 個，2009–2018 年免稅 CAGR 為 21%



資料來源：麥肯錫諮詢，樂天公告，新羅公告、元大

- 2) 市內免稅扣點率僅 10%–20%，消費者購物時間更充裕：相較於機場免稅店，市內免稅店的經營場所為普通商場，因此扣點率更低，根據全球免稅協會，全球機場免稅店平均扣點率為 40%（其中上海機場為 42.5%、仁川機場為 40%），但市內店扣點率則為 10%–20%，對免稅經營商來說具有較強吸引力。相較於機場免稅購物時受到航班起飛時間制約，市內免稅購物時間更充裕，消費者有更多時間挑選商品，根據艾瑞諮詢，有購物意願的消費者在普通商場的平均逗留時間為 2–3 小時，遠高於機場的逗留時間，同時室內免稅店採用 10%–40% 的返點促銷手段，更容易吸引消費者從而提升銷售規模。首爾樂天免稅店的 SKU 有 40000 個左右，其中 20000 個為單價小於 50 美元的韓國本土低價商品（如指甲刀、面膜、藥妝等），有效促進本土品牌發展。
- 3) 韓國市內免稅政策齊全，中國暫未放開本國人出境和外國人入境政策：韓國市內免稅目前實行 4 種政策，本國人出境免稅限額 5000 美元、入境累計 600 美元，外國人出境免稅無限額、入境累計 600 美元，對本國人的免稅限額較為寬鬆，免稅消費回流效果顯著。對比韓國，中國目前尚未完全放開市內免稅政策，暫時僅允許入境本國人和出境外國人在市內店購物，沒有放開中國人離境的免稅購物政策限制，因此與韓國相比缺少了一個免稅消費管道。

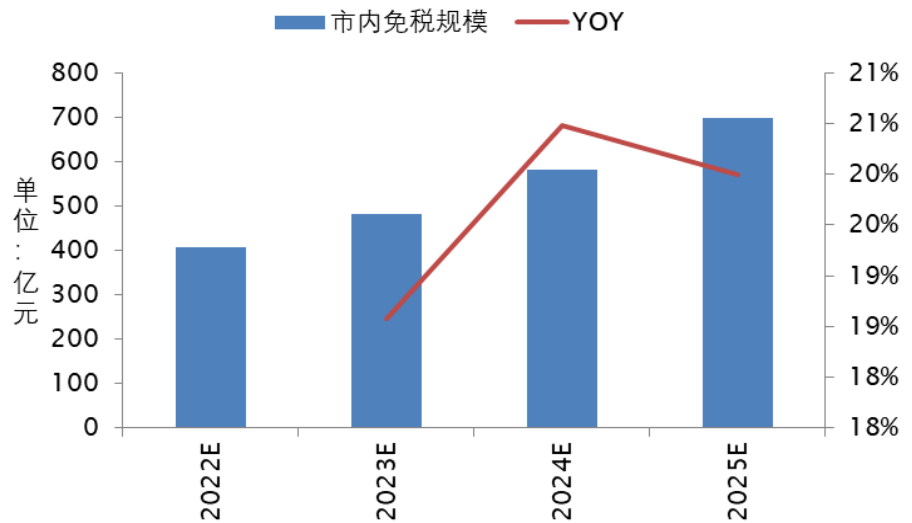
圖 15：韓國市內免稅政策全放開且限額高於中國市內免稅

		本國人	外國人
韓國	出境	5000 美元（韓國產品不限額）	無限制
	入境	600 美元（包括國內外購買的商品總額）	600 美元（包括國內外購買的商品總額）
中國	出境	未放開	5000 元，離境退 11% 增值稅（僅在指定商店）
	入境	5000 元（僅生活用品、工藝品、服飾鞋帽、藝術品）	未放開

資料來源：中國海關總署，韓國免稅協會、元大

- 4) 預期政策或在 2022 年前後放開，2025 年規模有望達 697 億元：市內免稅主要針對離境入境旅客，但在新冠疫情的影響下，國際客運量顯著減少，民航局顯示 2020 年全年中國國際航線客運量同比-87.1%，市內免稅的目標客群缺失。目前有多個城市如上海、北京、成都、深圳等政府陸續表態支援市內免稅店的建設，市內免稅政策的放開預期積極。從中免 1 月與上海機場簽訂的機場免稅補充協定來看，國際航空客運量的恢復預期將延後至 2022 年，因此市內免稅政策或有極大可能會在 2022 年前後放開，若按首爾樂天市內店類比計算，在假設客單價與上海機場相似、國際航班客運量恢復至正常年份的 7 成的情況下，中國市內免稅政策若放開，保守估計銷額達 406 億元左右，2025 年增長至 697 億元。

圖 16：2022 年市內免稅政策有望放開，保守估計銷額達 406 億元左右



資料來源：商務部、上海機場公告、首都機場公告等、元大

- 5) 中國運營商加速佈局，中免將成為唯一市內免稅全牌照運營商：以當前時點看，市內免稅運營商有中免、中出服、王府井、中僑 4 家。其中，中免持有離境免稅牌照，中出服及中僑持有入境牌照，王府井暫不清楚牌照類型。中免已在北京、上海、大連、青島、廈門開設了 5 家店，中出服已在全國開設了 13 家店，王府井於 2020 年 8 月宣佈將重點佈局市內免稅業務（王府井現運營 53 家商場），中僑運營瀋陽入境免稅店，4 家公司均已啟動在各城市調研選址新商場的工作，其中，中免宣佈其在天津、成都、武漢等地的市內免稅店將在 2021 年年內開業，運營商在市內店的佈局正加速進行。值得注意的是，中僑是中國旅遊集團的子公司，與中免屬於同一個控股體系，中免為避免同業競爭能夠通過資產劃轉等方式輕鬆地將中僑合併，從而取得入境市內免稅經營牌照，若政策放開，中免則會成為唯一一個市內全牌照經營的免稅運營商，牌照為王的邏輯凸顯。

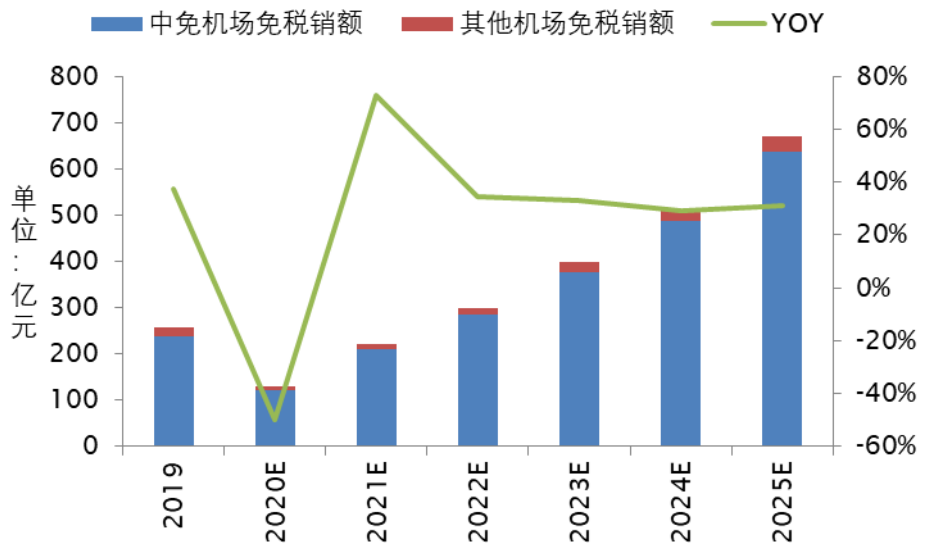
機場免稅銷額隨國際客流恢復而恢復，2025 年有望達 672 億元：根據貝恩諮詢，2019 年機場免稅銷額佔全球免稅銷額的比例為 55.4%，機場免稅是全球免稅經營的主要形式，但 2020 年受到疫情影響，國際航班運行受限，各國出境旅遊人數急劇下降，對機場免稅造成了較大衝擊，但機場免稅客流將會隨國際客流的恢復而恢復，測算得到 2025 機場免稅銷額有望達 672 億元：

- 1) 2019 年機場免稅銷額佔境內免稅銷額的 54%，中免佔有 96% 的份額：統計得到 2019 年中國機場免稅銷售額為境內免稅銷售總額的 54%，與世界

機場免稅店貢獻率的分佈一致，機場免稅地位重要。目前持有機場免稅牌照的運營商有中免、深免、珠免、中出服 4 家，其中中免佔有旅客輸送量超 2500 人次的 16 個機場的免稅店中的 15 個，旗下的浦東機場免稅店（日上上海，佔境內免稅銷額 31%）、首都機場免稅店（日上中國，佔境內免稅銷額 19%）、白雲機場免稅店（日上中國，佔境內免稅銷額 2%）在 2019 年貢獻了 52% 的境內免稅銷售額，中免在機場免稅方面佔有絕對優勢。

- 2) 機場免稅銷額將隨國際客流恢復而恢復，2025 年預期規模為 672 億元：根據全球旅遊協會預計，國際旅遊活動有望自 2021 年下半年開始陸續重啟，假設 2021 年機場國際客流恢復至常年的 50%，2022 年恢復至 70%，2023 年完全恢復，在考慮到浦東機場 T2 航站樓衛星廳擴建、T3 航站樓增加值飛比例，以及北京大興機場 2022 年客運量增加至 4500 萬人次、2025 年增加至 7200 萬人次的情況下，中國機場免稅銷額至 2025 年有望達到 672 億元，其中擁有北上廣機場免稅經營權的中免將貢獻 638 億元的銷額。

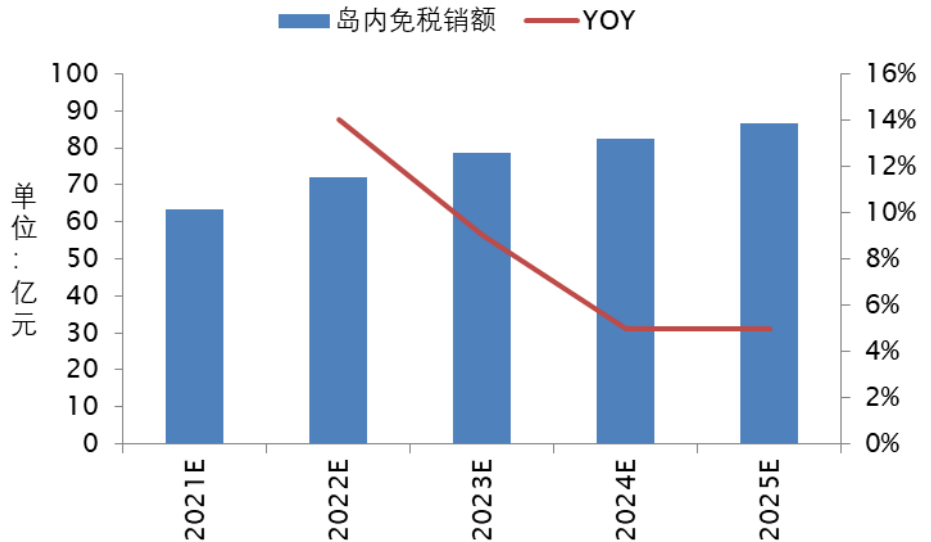
圖 17：2025 年機場免稅銷額預期達 638 億元



資料來源：日上上海、日上中國等、元大

島內免稅佈局啟動，有望實現差異化發展：2021 年 1 月，海南省宣佈即將出台“一正三負”清單為島內居民在不離島的情況下購買進口免稅商品提供管道，隨後王府井公佈將與海南橡膠合資設立子公司開展島內免稅業務，成為第一個成立島內免稅店的公司。從海南省兩會上提出的規劃看，島內免稅或將走出與離島免稅不同的路徑：1) 島內免稅主要經營日用品等價格較低的商品而非中高端商品；2) 島內免稅僅針對海南省居民。因此預期島內免稅的購物限額、客單價、購物人數將遠低於離島免稅。2019 年海南省常住人口為 945 萬人，2020 年海南居民人均可支配收入為 2.79 萬元，若假設島內免稅在 2021 年暫時只放開日用品的購買，以社零日用品消費佔比測算，則島內免稅購物限額或為 1500-2000 元，在僅考慮日用品放開的情況下，島內免稅銷額約為 63 億元，2025 年規模達 87 億元，雖然規模不及離島免稅，但未來有望隨著清單品類的拓展而逐步擴大，仍然存在一定潛力。

圖 18：島內免稅有望今年放開，銷額估計為 63 億元



資料來源：國家統計局、海南海關總署等、元大

中國免稅運營商競爭優勢凸顯，供需有望逐步優化

中國運營商並非相互競爭，而是協同發展：從離島新政實施後看，國內免稅運營商之間的競爭關係並不明顯，反而更多地表現出協作關係，意味著中國免稅運營商是作為一個整體參與到全球競爭中而非國內相互競爭：

- 1) 2021 年元旦前海旅投、中出服、中免海棠灣 3 家離島免稅店在海南開業，市場原本預期適逢元旦節各公司會做出比開業時更大的降價促銷動作，但海旅投元旦期間香化 3 件 8 折（開業時 3 件 7 折）、中出服香化 3 件 8.5 折（開業時 3 件 7 折）、海棠灣 3 件 8.5 折（開業時 3 件 7 折），三家新店同步降低折扣力度，意味著免稅運營商更願意採取協同擴張的模式而非打價格戰。
- 2) 中免與王府井達成協議，計畫組織中小免稅運營商在 2021 年 5 月舉行的消博會上進行聯合採購，一起加強對上游供應商的議價能力，相互合作的意願明顯。

價格是免稅運營商的核心競爭力之一，中免已在香化品類上具備全球價格優勢：免稅品吸引消費者的最重要因素是相對便宜的價格，未來中國的關稅將進一步下調，引起市場對境內免稅品競爭力的擔憂，但測算得到就算關稅進一步下調，境內免稅品與有稅品的價差仍會存在，免稅品的競爭力仍將保持；而國際免稅品市場方面，中國免稅運營商借疫情關鍵視窗期提升對上游供應商的議價能力，中免目前在香化品類上已經佔有全球價格優勢，未來隨各運營商的規模提升有望將該優勢擴散到其他品類。

- 1) 中國未來將進一步降低關稅，但與有稅品相比免稅品的價格優勢仍大：中國對進口商品徵收進口關稅、增值稅、消費稅，但消費者在免稅店購買免稅品時則不用繳納以上三種稅費，商品價格隨即降低，因此綜合稅率可以看做免稅品與有稅品之間的價差。以免稅店經營的主要商品做測算，在不考慮商家折扣的情況下，免稅品與有稅品的價差在 16% 以上，其中高檔手錶、進口酒類更是能分別優惠 29%-32%、25%，價格優勢明顯。中國未來有望進一

步下降關稅以吸引外資，市場存在關稅下降後免稅品價格優勢會不存在的觀點，但若假設關稅為 0，免稅品與有稅品的價差仍將保持在 12%以上，免稅商品的價格優勢仍存，因此無需過於擔心關稅下降對免稅品帶來的衝擊。

圖 19：免稅店銷售的部分主要進口商品價格較普通商場優惠達 16%以上

品類	進口最惠國關稅	增值稅	消費稅	綜合稅率
以最惠國關稅計算				
香化	1%-5%	13%	15%	22%-25%
箱包	6%-10%	13%	0	16%-19%
高檔手錶	8%-15%	13%	20%	29%-32%
進口酒	10%	13%	10%	25%
服飾	6%-12%	13%	0%	16%-20%
假設關稅為 0				
香化	0%	13%	15%	22%
箱包	0%	13%	0%	12%
高檔手錶	0%	13%	20%	25%
進口酒	0%	13%	10%	19%
服飾	0%	13%	0%	12%

資料來源：海關總署、元大

2) 中外免稅品價差縮小至 15%，中免香化品類在全球已形成價格優勢：根據全球免稅協會，中國境內免稅市場銷售規模自 2012 年的 210 億元增長至 2019 年的 500 億元，僅佔全球免稅市場的 8%，但中國人卻貢獻了全球 40%的免稅品銷額，免稅品消費多在海外發生。引起這種現象的一個重要原因是前幾年中國免稅品的價格較海外更高，對消費者的吸引程度有限。但根據貝恩諮詢，2012 年中外免稅品價差達 35%左右，2019 年時已縮小至 15%左右，中國免稅運營商的議價能力逐年提高，境內免稅品對消費者的吸引力逐年增加。2020 年在疫情的衝擊和離島免稅新政的刺激下，中國免稅市場逆勢擴張，中國免稅運營商借此再次優化對上游供應商的議價能力，逐步縮小在售品類與海外的價差，目前中免在售的大部分香化、首飾已達到全球最低價，核心競爭力凸顯，未來隨著運營規模擴大有望擴散至其他品類。

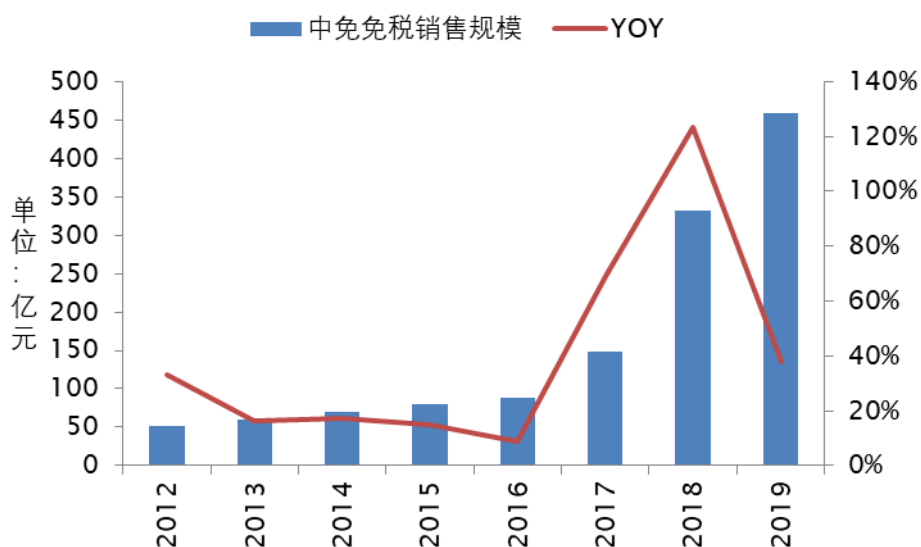
圖 20：中國香化品類價格具有全球競爭力

商品（單位：元）	上海日上	北京日上	三亞國際免稅城	香港機場	韓國樂天
海藍之謎精華面霜 60ml	1869	1869	2146	NA	2120
海藍之謎精粹液 150ml	854	854	860	910	744
SKII 小燈泡 50ml	1115	1142	1115	NA	1228
雅詩蘭黛小棕瓶 100ml*2	1790	1790	1790	2150	2344
SKII 神仙水 230ml*2	1904	1904	2058	2363	2286
蘭蔻小黑瓶 100ml	1040	NA	1050	NA	1185
Armani 黑鑰匙 50ml	943	943	943	1102	1101
Chanel 山茶花 150ml	392	392	395	NA	369
卡地亞藍氣球腕錶	NA	NA	30800	30478	NA
PRADA L`HOMME 香水 100ml	580	580	NA	659	654
Chanel 五號 50ml	745	NA	NA	NA	757

資料來源：Jessica's Secret、元大，註：在售商品價格按 3/4 日匯率折算成人民幣

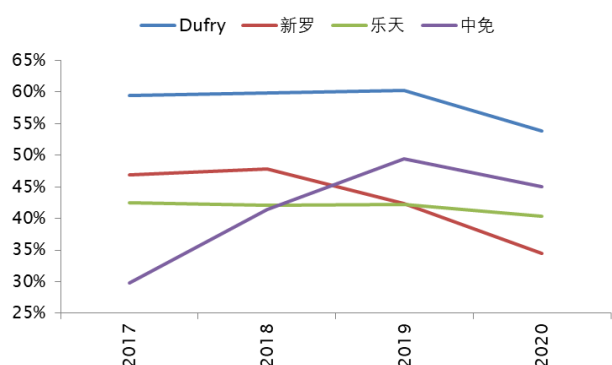
規模優勢是免稅運營商的核心競爭力之一，中免淨利率領先對手超 8bp：免稅運營商的規模不僅決定了對上游供應商的議價能力，同樣決定了在售品類能否通過集採以達到降低成本增厚利潤的目的。中國免稅運營商的規模近年來迅速增長，其中，中免的免稅銷售收入自 2012 年的 51 億元提高至 2019 年的 458 億元，而規模的增長則顯著帶動了盈利能力的提升。中免的毛利率自 2017 年的 29.8% 提升至 2019 年的 49.4%，已超過韓國的新羅和樂天，但低於瑞士的 Dufry，仍然存在提升空間。中免的淨利率自 2017 年起一直保持在 10% 左右，2020 年則因上海機場免稅補充協議將原本應該大幅下降的淨利率拉回到歷史水準，但反觀韓國及 Dufry 三家競爭對手，新羅和樂天因為韓國免稅牌照過多導致免稅店之間競爭激烈，因此經常使用促銷手段吸引客流，兩家的淨利率在 2020 年之前最高均不超過 2%，2020 年則分別降至 -6.9%/-1.2%；而 Dufry 雖然是全球最大佈局區域最廣的免稅運營商，但其正常年份的淨利率也僅有 1% 左右，在 2020 年則因機場免稅的業績遭到重創而降至 -48.9%。因此，中免有望憑藉規模擴張加強上游集採能力進而提高毛利率，並且預期有較高淨利潤貢獻率的離島免稅在未來的高增長將繼續使中免保持盈利能力的優勢。

圖 21：中免免稅銷額由 2012 年的 51 億元提升至 2019 年的 458 億元



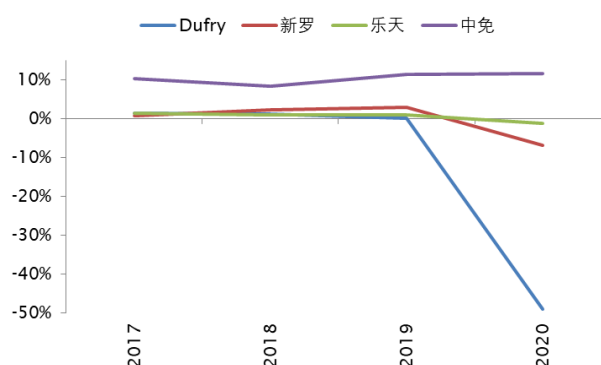
資料來源：中免公告、元大

圖 22：中免 2019 年毛利率為 49%，呈逐年提升趨勢



資料來源：中免公告、Dufry 公告、樂天公告、新羅公告、元大

圖 23：中免淨利率高出國際競爭對手 8bp

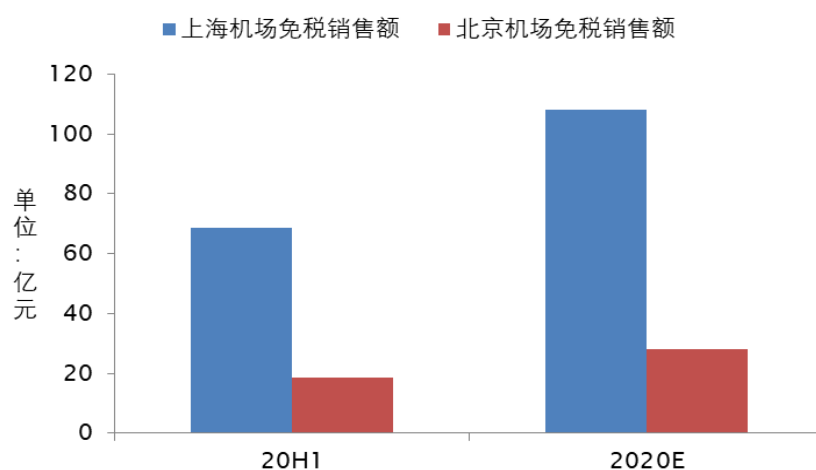


資料來源：中免公告、Dufry 公告、樂天公告、新羅公告、元大

免稅運營商積極拓展線上零售模式，與傳統電商的競爭預期較小：疫情期間部分免稅運營商開放線上直郵，線上免稅零售模式正加速建立。而免稅運營商的線上競爭對手是阿里、京東等電商，但考慮到跨境電商免稅品的銷售限制較多，免稅運營商的價格優勢依然巨大，同時，免稅的政策導向決定了非國企的入局難度較大。因此，認為免稅運營商的線上零售模式不易受到電商的衝擊，並且電商將更多地通過合作的方式分得免稅市場的蛋糕：

- 1) 日上上海開放線上直郵，線上免稅零售模式加速建立：日上上海於 2020 年 3 月開放線上直郵到家服務，消費者可以在日上上海 APP 註冊會員並通過購買消費券進行購物，價格與日上上海機場免稅店的價格一致。受此推動，20H1 日上上海免稅營收為 68.7 億元，而未開放線上直郵的日上中國（首都機場）同期營收則為 18.5 億元，線上直郵對營收的提振作用明顯，線上零售模式正在加速建立。

圖 24：受線上直郵推動，日上上海 20H1 營收為 68.7 億，遠高於北京日上中國



資料來源：各免稅店官網、元大

- 2) 線上將與電商競爭，免稅運營商的價格優勢仍存：對於線上零售來說，免稅運營商的競爭對手是阿里、京東等電商企業，阿里、網易、京東均有佈局跨境電商業務以銷售免稅商品，但當前跨境電商免稅品的銷售限制較多，具體為每人每年限額 25000 元、免關稅但增值稅和消費稅需按 7 折繳納。在此條件下，測算得到免稅店的折扣力度較跨境電商的更高，免稅店的商品仍然具有價格優勢，對消費者的吸引力更高。值得注意的是，電商同樣有望參與到免稅的競爭中去，2020 年底阿里宣佈與 Dufry 合資成立免稅公司，意在進入中國免稅市場，短期來看，考慮到免稅的政策導向強，牌照或可能仍只對國有企業批覆，非國企短期或很難拿到免稅牌照，無法正式加入競爭，免稅運營商的線上銷售模式還有一定的塑形時間；長期來看，電商可以通過合作的形式加入到免稅競爭中（如京東與海旅投），免稅運營商的線上零售模式有望得到優化。

圖 25：免稅店銷售的主要進口商品價格較跨境電商優惠更高

品類	進口最惠國關稅	增值稅	消費稅	優惠幅度
免稅店				
香化	1%-5%	13%	15%	22%-25%
箱包	6%-10%	13%	0	16%-19%
高檔手錶	8%-15%	13%	20%	29%-32%
進口酒	10%	13%	10%	25%
服飾	6%-12%	13%	0%	16%-20%
跨境電商				
香化	1%-5%	13%	15%	8%-12%
箱包	6%-10%	13%	0%	9%-12%
高檔手錶	8%-15%	13%	20%	15%-20%
進口酒	10%	13%	10%	14%
服飾	6%-12%	13%	0%	9%-14%

資料來源：海關總署、元大

供給端缺少奢侈品品牌，奢侈品入駐有望帶動客單價提升：當前中免 SKU 超 1 萬個，海旅投、海發控均超 1000 個，但中國免稅店整體仍存在缺少頂級奢侈品品牌支撐的問題，若奢侈品品牌入駐增加，客單價有望獲得提升：

- 1) 中免 SKU 超 1 萬個，但免稅店整體缺少頂級奢侈品品牌：統計得到中免目前在售商品 SKU 超 1 萬個，覆蓋香化、箱包、服飾、表等主要免稅商品品類，但缺少頂級奢侈品品牌如 Chanel、Dior、Hermes、Rolex、LV 的全品類或核心品類入駐，如 Hermes 暫未開始銷售其核心的皮具、箱包。

圖 26：各免稅運營商的在售品類中缺少頂級奢侈品品牌的核心品類

在售品類	Chanel	Dior	Hermes	Rolex	LV
中免	香化	香化、太陽鏡	香化、首飾、太陽鏡	---	---
深免	---	太陽鏡	首飾	---	---
海旅投	---	---	---	---	---
中出服	---	太陽鏡	---	---	---
海發控	---	太陽鏡	---	---	---

資料來源：各免稅店官網、元大

- 2) 頂級奢侈品具有強吸引力，入駐後顯著提升客單價：據德勤中國免稅消費者調查顯示，消費者對免稅品的購買欲望隨免稅後與免稅前的價差擴大而增加，當商品單價大於 500 元時該趨勢顯著。奢侈品高昂的定價決定了免稅後與免稅前的價差巨大（例如 Gucci 1955 Horsebit Bag 免稅後較免稅前低 2000 元），對消費者的吸引程度也相對較大。以韓國經驗看，仁川機場在 2011 年引入韓國首家 LV 免稅店開始銷售其核心箱包品類，2011 年仁川機場輸送量為 3506 萬人，同比+5.3%；免稅銷售額為 15.3 億美元，同比+21.5%，客單價同比+17.2%，奢侈品對免稅銷額和客單價提升的作用顯著。
- 3) 2021 年奢侈品集體漲價，中免正積極引入 LV、Hermes 核心品類：2021 年 1 月以來各奢侈品品牌均宣佈提價（例如 Hermes 上調 5%、Bottega Veneta 上調 3%-10%），再次凸顯免稅管道的價格優勢。目前中免正積極引入頂級奢侈品品牌，但根據各國經驗，奢侈品免稅店從招商至開業至少需要 1 年時間，因此短期內中國免稅市場或不會享受奢侈品核心品類入駐帶來的紅利，但長期看在免稅政策的不斷催化下隨著中國免稅品銷售規

模、中國奢侈品銷售規模的不斷提升，免稅運營商的招商能力也將同步提升，頂級奢侈品品牌免稅店入駐的可能性將越來越大，從而進一步吸引消費者，推動整體客單價提升。

需求端購物體驗有待優化，離島郵寄政策實施後客單價提高至 7500 元：因 2020 年以來離境免稅幾乎停滯，此處僅以離島免稅作說明。根據調研，離島免稅存在人流量大、購物排隊時間長、導購服務時間較少、離島提貨排隊時間長等問題，抑制了消費者的購買欲望，對銷售額的提升在一定程度上產生了負面影響。針對其中離島提貨排隊時間長的問題，2021 年 2 月起海南允許通過以郵寄的方式將消費者購買的免稅品送達至消費者家中，中國郵政為物流供應商。政策實施後，海南離島免稅客單價得到了顯著提升，客單價從 2020H2 的 6682 元提升至 2021 年春節期間的 7500 元，消費者的購買欲望得到釋放；針對離島提貨排隊時間長的問題，中免於 2/23 日起在海口新海港新增 11 個提貨視窗至 22 個，而未來機場提貨視窗有望隨著美蘭、鳳凰新航站樓的投入使用而同步提高，消費者提貨排隊時間也有望同步減少，帶來購物意願的提升。預期未來隨著免稅運營商的經營能力提高及新免稅店陸續開業分流，影響消費者購物體驗的因素或會得到逐步優化，促進客單價及銷售額提升。

綜合來看，未來免稅品需求將受到消費回流和消費升級的持續推動，中國免稅店具有特許經營屬性，免稅運營商較少，競爭適度。各運營商正逐步加強管道管理能力，在售商品與海外的價差正逐步縮小，客單價逐步提升，預期免稅政策陸續放開有望持續推動免稅銷售規模擴張，建議關注：全牌照經營且競爭優勢顯著的中國中免（601888.SH）。

圖 27：關注個股

公司代碼	公司簡稱	股價 (3/17)	市值(十 億)	PE		營收 YOY			淨利潤 YOY			EPS	
				2021F	2022F	21Q1F	2021F	2022F	2020F	2021F	2022F	2021F	2022F
601888.SH	中國中免	308.1	601.5	52.31	38.75	147.1%	59.8%	37.3%	32.1%	88.0%	34.9%	5.89	7.95
600859.SH	王府井	30.3	23.5	24.02	18.86	86.3%	40.8%	21.7%	-	136.0%	27.3%	1.26	1.61
免稅概念													
600185.SH	格力地產	6.2	12.8	13.20	11.52	59.3%	22.0%	9.3%	28.8%	43.5%	14.5%	0.32	0.37

資料來源：Wind、元大，註：格力地產擬入股珠免，但因資金問題暫時擱置，故列入免稅概念

關注個股

中國中免（601888.SH）：

免稅成為承載消費回流的重要載體，海南計畫 2025 年實現 3000 億元免稅銷售額：2020 年 7/1 日起海南實施免稅新政，2020H2 海南實現 2382 萬件免稅品銷售、實現免稅銷售金額 199.9 億元、吸引旅客 299.3 萬人次，同比分別增長 158.2%、191.6%和 59.3%，在出境遊因新冠受限的情況下，海南免稅成為了重要的消費回流承載載體。同時，1 月海南省兩會上提出 2022 年離島免稅銷售額目標 1000 億元，2025 年目標為 3000 億元，2030 年為 7000-8000 億元。預期在離島免稅規模不斷做大、市內、島民免稅政策有望開放、機場免稅回暖的背景下，整體市場規模有望加大。

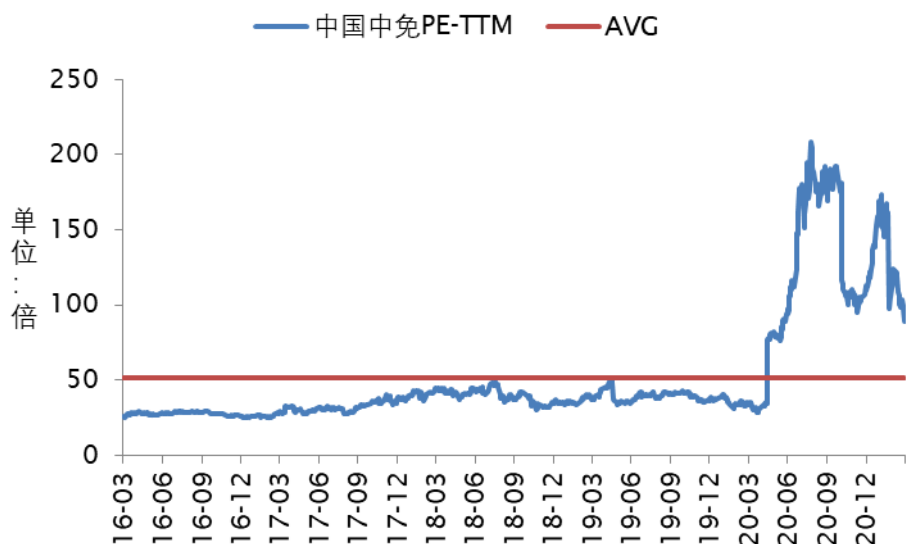
中免市佔率約 90%，管理、供應鏈等競爭優勢顯著：中免 2020 年免稅銷額市佔率約 90%，是中國免稅市場的絕對龍頭。相對於同業的海旅投、海發控等競爭對手，中免具有管理、供應鏈等競爭優勢，具體來看，中免目前的管理團隊從基層做起，瞭解免稅的具體情況；中免因其大體量擁有較高的議價能力，因此中

免在售商品 SKU 較同業多出約 10 倍，並且大部分商品的價格較競爭對手更低，甚至達到全球最低價，具有對消費者良好的價格吸引能力，從而實現更高的銷額。

公司 2020 年營收同比+8.2%，上海機場協議利好未來利潤提升：2020 年營收 526.2 億元，同比增加 8.2%；歸母淨利 61.2 億元，同比增加 32.1%。2020Q4 營收 174.8 億元同比+40.3%，歸母淨利 29.6 億元同比+609%，符合預期。1 月中免與上海機場簽訂機場免稅補充協定，合同期為 2020 年 3 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日，修訂後將以實際客流為計算依據，租金以月實際國際客流為劃分依據，月實際國際客流小於 2019 年月均國際客流的 80%（256.76 萬人次）時，按照人均貢獻×月實際國際客流×客流調節係數×面積調節係數的實際銷售提成計提租金；月實際國際客流大於 2019 年月均國際客流的 80%時，按照月保底銷售提成計提租金，考慮到距新冠得到控制仍需時日，未來中免有望大幅減少機場免稅店的銷售費用，從而增厚利潤率。

中免估值為 98X，當前股價的 PE-Forward 處於正常水準：截至 3/17 日，免稅龍頭中國中免的 PE-TTM 回檔至 98X，股價為 308.07 元，中免近 5 年的 PE 均值為 51.56X，當前估值大幅高於歷史均值，若對標國際競爭對手，DUFRY 的 PE-TTM 為-2.3X，歷史均值為 20X，估值因盈利虧損而轉負。從長期視角考慮，海南 21 年目標實現 600 億元離島免稅銷額，較 20 年翻 1 倍，22 年目標突破 1000 億元，作為免稅最大運營商的中免也將顯著受益於免稅市場規模的提升而實現 EPS 的提升，Wind 市場預期的中免 21 年/22 年 EPS 分別為 5.89 元/7.95 元，對應當前股價的 PE-Forward 分別為 52X/38X，估值處於正常水準，但 DUFRY 在 21 年/22 年的 PE-Forward 則分別為-11X/26X，國際同業估值仍然需要時間消化。因此，以長期視角看，因存在免稅規模擴張、免稅政策放開等積極預期，中免具有較高的成長性，股價長期存在上看空間。

圖 28：3/17 日中免 PE-TTM 回檔至 98X 但高於 5 年歷史均值



資料來源：Wind、元大

附錄 A：重要披露事項

分析師聲明

主要負責撰寫本研究報告全文或部分內容之分析師，茲針對本報告所載證券或證券發行機構，於此聲明：(1) 文中所述觀點皆準確反映其個人對各證券或證券發行機構之看法；(2) 研究部分析師於本研究報告中所提出之特定投資建議或觀點，與其過去、現在、未來薪酬的任何部份皆無直接或間接關聯。

投資評等說明

買進：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持正面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中增持該股。

持有-超越大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力高於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

持有-落後大盤：本中心認為根據目前股價，該檔個股基本面吸引力低於大盤。此一觀點係基於本中心對該股發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。

賣出：根據本中心對該檔個股投資期間絕對或相對報酬率之預測，我們對該股持負面觀點。此一觀點係基於本中心對該股之發展前景、財務表現、利多題材、評價資訊以及風險概況之分析。建議投資人於投資部位中減持該股。

評估中：本中心之預估、評等、目標價尚在評估中，但仍積極追蹤該個股。

限制評等：為遵循相關法令規章及/或元大之政策，暫不給予評等及目標價。

註：元大給予個股之目標價係依 12 個月投資期間計算。大中華探索系列報告並無正式之 12 個月目標價，其投資建議乃根據分析師報告中之指定期間分析而得。

總聲明

© 2021 元大版權所有。本報告之內容取材自本公司認可之資料來源，但並不保證其完整性或正確性。報告內容並非任何證券之銷售要約或邀購。報告中所有的意見及預估，皆基於本公司於特定日期所做之判斷，如有變更恕不另行通知。

本報告僅提供一般資訊，文中所載資訊或任何意見，並不構成任何買賣證券或其他投資標的之要約或要約之引誘。報告資料之刊發僅供客戶一般傳閱用途，並非意欲提供專屬之投資建議，亦無考慮任何可能收取本報告之人士的個別財務狀況與目標。對於投資本報告所討論或建議之任何證券、投資標的，或文中所討論或建議之投資策略，投資人應就其是否適合本身而諮詢財務顧問的意見。本報告之內容取材自據信為可靠之資料來源，但概不以明示或默示的方式，對資料之準確性、完整性或正確性作出任何陳述或保證。本報告並非（且不應解釋為）在任何司法管轄區內，任何非依法從事證券經紀或交易之人士或公司，為於該管轄區內從事證券經紀或交易之遊說。

元大研究報告於美國僅發送予美國主要投資法人（依據 1934 年《證券交易法》15a-6 號規則及其修正條文與美國證券交易委員會詮釋定義）。美國投資人若欲進行與本報告所載證券相關之交易，皆必須透過依照 1934 年《證券交易法》第 15 條及其修正條文登記註冊之券商為之。元大研究報告在台灣由元大證券投資顧問股份有限公司發佈，在香港則由元大證券(香港)有限公司發佈。元大證券(香港)係獲香港證券及期貨事務監察委員會核准註冊之券商，並獲許從事受規管活動，包括第 4 類規管活動（就證券提供意見）。非經元大證券(香港)有限公司書面明示同意，本研究報告全文或部份，不得以任何形式或方式轉載、轉寄或披露。

欲取得任何本報告所載證券詳細資料之香港人士，應透過下列方式聯絡元大證券(香港)有限公司：

致：研究部
元大證券(香港)有限公司
香港夏愨道 18 號
海富中心 1 座 23 樓