



休闲服务

优于大市（维持）

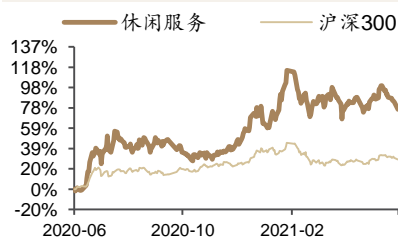
证券分析师

郑澄怀

资格编号：S0120521050001

邮箱：dengch@tebon.com.cn

市场表现



相关研究

免税行业深度：政策东风起，龙头多点开花尤可期

投资要点：

- 导语：**本篇报告从顶层政策出发，深入底层逻辑多维度剖析免税行业增长潜力以及未来竞争格局，并以长期视角，核心梳理各渠道未来发展趋势，看海南+市内+线上多点开花下免税龙头护城河越筑越深。
- 消费回流背景下，奢侈品理论上仍有千亿回流空间，政策显著扩容免税步入全新纪元。**我国国人奢侈品购买力强，但外流现象尤其严重。根据麦肯锡以及贝恩咨询，2018年中国人奢侈品消费额达到7700亿元（预计2025年将达到1.2万亿），但仅有不到30%发生在国内，超过70%奢侈品消费额外流至国外；同时在免税渠道方面，根据世界免税协会数据，2019年中国人境外购买免税品规模超过1800亿元，同期中国免税市场规模仅为545亿元，我国免税市场规模与国人超强购买力匹配度明显较低，仍有广阔的回流空间，根据海南省委书记专访，2030年仅海南离岛免税预计吸引回流7000-8000亿。与专柜商品相比，免税品能节省15%-50%的税费，价格具有明显优势；同时与跨境电商相比，品牌直采质量得到保证，质价俱优免税成为回流主要抓手。消费回流趋势下政策不断放开，红利释放免税迎来全新纪元，考虑到长期以来奢侈品消费能够保值跑赢通胀，未来免税增长空间潜力值得期待。
- 全新变局中，免税行业竞争格局如何：规模效应释放盈利能力凸显，品牌+SKU齐全助力龙头强者恒强。**过去政策从严背景下，牌照为入行绝对壁垒；牌照相对放开的新阶段中，免税运营主体将从牌照转向供应链、渠道、卡位、运营能力的竞争，而规模效应将赋能免税商构筑起全方位竞争优势。**①规模效应仍为核心壁垒：**免税行业本质属于高端零售业，规模加持下与品牌供应商谈判拿货更具谈资，无论是商品价格还是自身盈利能力都更有优势。中免通过内生+外延迅速扩张，2017/2018年先后收购日上中国&上海，营收由2017年的283亿元增长至2018年的470亿元，增幅超过60%，同时规模效应加持下，中免毛利率由2017年的29.8%提升至2019年的49.4%，盈利能力显著优化。**②品牌+SKU为护城河：**免税从属于旅游零售业，旅客在有限的时间内会优先选择品牌和SKU更齐全、购物体验更好的免税商店，而品牌铺设相对齐全尤其是精品的引入，至少需要3年以上的时间，免税龙头凭借多年积累与品牌商建立了良好的合作关系，地位难被打破。**③渠道+卡位：**优质卡位+渠道能够全方位最大程度触达消费者，保证销量；此外未来市内+线上渠道或将成为海南免税市场外的发力点。
- 免税各渠道未来发展趋势如何：离岛免税持续放量，国人离境市内免税+线上渠道或为中长期下一增长点，机场免税盈利能力有望迎来转机。****①离岛免税：**2020年离岛免税迎来新政放量，从购物额度、商品品类、单件额度限制等全方面放开，叠加政府预期（2021年突破600亿、2022年目标1000亿），离岛免税经营主体在有序竞争中有望共同做大离岛免税蛋糕。此外，国外免税市场虽有回暖迹象，考虑到出境游解除限制尚需较长时间+海南旅客人数疫情前保持平稳增长+离岛免税购物优势不断显现+海南购物习惯逐渐形成，我们认为国际通道一定程度的放开对海南免税的影响整体可控。**②市内免税：**目前针对国人离境的市内免税政策还未放开，但中央地方政府多政策表明国人市内免税政策有望渐行渐近，在北京/上海出境人数恢复至2019年水平、客单价7000元、渗透率为10%的前提下，北京上海国人离境市内免税规模为253亿元，而在长期中性成熟状态下我们预计市内免税规模或可达500亿元。**③线上渠道：**初期供应商或认为线上渠道会一定程度影响品牌形象/冲击专柜销售，但考虑到线上消费已为大势所趋（其他线上渠道销售体量大，2020年中国跨境进口零售电商市场规模达到4453亿元，直播带货2020年GMV达400-500亿元），我们认为线上或为各家免税商未来中长期的另一增长极。**④机场免税：**机场免税虽然扣点率高一定程度上拖累机场免税店盈利能力，但初期更看



重机场免税带来的规模的提升。此外，政策指引下避免“价高者得”，叠加疫情下租金协议重签，未来机场免税盈利能力有望改善。

- **以韩为鉴，看我国免税发展潜力如何。**①**维度一，回流空间**：韩国免税客群中中国籍旅客贡献超过 70%，2019 年中国在韩免税店消费金额达到 1124 亿元，而同年我国免税行业市场规模仅为 545 亿元，由此可见我国消费回流潜力巨大；此外，考虑到我国免税行业与韩国在品牌、价格、购物体验等多方面的差距逐渐拉小甚至反超，为消费回流提供硬性抓手和保障。②**维度二，牌照放开后规模为核心优势不改龙头长期逻辑**：韩国免税初期牌照相对集中，培育了乐天、新罗免税龙头；后期牌照放开，鼓励中小企业入局竞争。但龙头规模优势下，品牌、SKU 丰富度均优于中小企业，即使在代购高返点下亦能正常经营，而相比之下部分中小企业无法与之抗衡最终选择黯然退场。③**维度三，市内免税空间值得期待**：韩国各免税渠道中市内店为主要渠道，2019 年占比 87%。市内店凭借核心区+空间大+购物体验佳，客单+盈利能力高于机场免税店，后续看好我国国人市内免税政策落地后的发展空间。
- **投资建议**：免税政策扩容升级，红利加速释放，免税行业进入全新发展阶段，消费回流趋势下顶层设计支持力度有望加强，市内免税或将加速落地，免税发展空间潜力巨大。免税龙头在前期牌照垄断下凭借先发优势累积体量，规模效应释放带来供应链、运营能力、渠道卡位等全方位竞争优势，马太效应显著未来有望强者恒强。重点推荐中国中免，建议关注王府井。
- **风险提示**：新冠疫情反复；免税政策红利低于预期；免税市场竞争加剧

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS			PE			投资评级	
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	上期	本期
601888.SH	中国中免	3.14	5.97	8.03	89.82	49.86	37.07	-	-
600859.SH	王府井	0.5	1.21	1.45	65.39	24.20	20.19	-	-

资料来源：wind，德邦研究所

注：上述标的的盈利预测均为 wind 最新一致预期，PE 使用 2021 年 6 月 15 日收盘价计算

内容目录

1. 消费回流+政策利好，免税质价俱优大有可为	9
1.1. 免税行业：从属于旅游零售服务业，包括免税&退税两种模式	9
1.2. 机场口岸为主流，离岛市内可期空间大	9
1.3. 免税 VS 有税专柜&跨境电商：免征三税价格优，品牌直采质量佳	13
1.3.1. 免税&跨境电商 VS 有税专柜：价格优势凸显	14
1.3.2. 免税 VS 跨境电商：品牌直采+旅游属性赋能打造深厚护城河	16
1.4. 消费回流趋势下政策红利释放，中国免税驶入快车道	17
1.4.1. 全球免税稳步发展，中国免税增速亮眼	17
1.4.2. 国人购买力强+顶层设计支持，消费回流趋势下免税发展迎来机遇	18
1.4.3. 奢侈品长期增长空间可期，免税作为回流抓手大有可为	22
2. 竞争如何：规模效应提质增利，品牌+SKU 为护城河	23
2.1. 竞争格局：行业一超多强，中免一家独大	23
2.2. 牌照垄断格局打破，规模效应构筑核心竞争壁垒	25
2.3. 规模效应释放下，运营能力提升水到渠成	27
2.3.1. 中免跻身国际大型免税运营商，具有世界一流运营能力	27
2.3.2. 王府井免税业务核心团队完成组建，有税板块赋能运营优势显著	30
2.4. 渠道+卡位竞争下，免税商争流量保销量各显神通	31
2.4.1. 机场+口岸是免税业务主要渠道，始终为兵家必争之地	32
2.4.2. 市内免税先发+卡位至关重要，离岛免税竞争主体多元化	33
2.4.3. 疫情加速免税商拓宽渠道，线上场景渐入佳境	37
3. 政策可期，看免税各渠道发展趋势如何	40
3.1. 离岛免税：政策扩容，有序竞争下共享增量蛋糕	40
3.1.1. 政策持续放宽，红利快速释放	40
3.1.2. 政策利好下离岛免税迅速放量，经营主体有望共同做大增量蛋糕	41
3.1.3. 离岛免税消费习惯正逐步形成，海外疫情回暖影响相对可控	43
3.2. 市内免税：政策呼之欲出，出境游放开将成为下一增量市场	46
3.3. 线上销售大势所趋，未来免税电商有望成为下一发力点	49
3.4. 机场免税：初期构筑规模基石，未来扣点合理化下盈利能力有望向好	49
4. 以韩为鉴，把握我国免税发展机遇	52
4.1. 从韩国免税发展要素看：我国免税回流空间广阔	52
4.1.1. 韩国免税规模连续多年领先全球，我国免税规模有望快速增长	52
4.1.2. 2019 年中国人贡献韩国免税销售额超 7 成，未来回流空间大	53

4.1.3. 我国免税在政策+价格+购物体验方面逐步完善有望反超.....	54
4.2. 从韩国免税发展历程看：规模优势下免税龙头地位稳固不可替代.....	58
4.2.1. 从培育龙头到鼓励竞争，不改免税行业竞争格局.....	58
4.2.2. 从韩国免税龙头崛起来看，规模构筑核心壁垒，.....	59
4.3. 从韩国市内免税店看：市内空间可期.....	62
5. 投资建议.....	64
6. 风险提示.....	65

图表目录

图 1：我国免税店可分为五大类九个渠道.....	10
图 2：口岸进境&出境免税政策发展历程.....	10
图 3：乐天网上免税店.....	11
图 4：深免 X DFS 离岛免税小程序.....	11
图 5：2019 年全球免税业零售渠道分布.....	12
图 6：全球免税业各地区销售渠道占比（%）.....	12
图 7：中国免税行业零售渠道分布.....	13
图 8：全球免税销售额品类分布.....	13
图 9：中国免税销售品类分布.....	13
图 10：中国消费者出境购物主要渠道为专柜&免税店.....	14
图 11：跨境电商主要模式.....	14
图 12：免税直采模式商品质量有保证.....	17
图 13：2011-2019 全球免税行业销售规模.....	17
图 14：2019 年全球免税业销售额分地区占比.....	17
图 15：亚太地区销售额及增速.....	18
图 16：亚太地区免税销售额占比.....	18
图 17：中国免税行业销售规模及增速.....	18
图 18：我国居民购买力不断增强（元）.....	19
图 19：2025 年中国人将贡献全球 40%奢侈品消费额.....	19
图 20：中国人仅有不到 30%选择在国内购买奢侈品.....	19
图 21：2019 年中国人免税品消费外流超过 1800 亿元.....	19
图 22：国际+地区航线客运量恢复仍需要一定时间.....	20
图 23：疫情下出境游受到抑制.....	20
图 24：我国免税政策走向逐渐由严趋宽.....	20

图 25: 奢侈品在经济不确定背景下仍多次提价	22
图 26: 消费能力较高的群体收入增速高于平均增速	22
图 27: 免税行业竞争格局	24
图 28: 2019 年中国免税行业市场份额构成	25
图 29: 2019 年全球前十大免税运营商营收规模 (亿欧元)	25
图 30: 2020 年中免销售额跃居为全球第一	25
图 31: 中免内生增长沿革	26
图 32: 中免通过外延壮大自身规模	26
图 33: 内生+外延助力中免规模不断增长	27
图 34: 规模效应带来盈利能力的提升	27
图 35: 免税行业供应链	28
图 36: 中免高端品牌布局更加完备	29
图 37: 中免七大物流监管中心	29
图 38: 中免具有高效运营能力	30
图 39: 王府井已与众多一线品牌形成合作	31
图 40: 王府井自营逐渐受到重视助力运营能力更上一层楼	31
图 41: 中免覆盖九大类型免税渠道	32
图 42: 疫情前 2019 年中国主要机场出入境客流对比	32
图 43: 珠免体量位居全国第二	33
图 44: 珠免免税店占据珠海主要口岸	33
图 45: 中服免税目前已在 12 个城市布局归国人员市内免税店	34
图 46: 中免成都市内店靠近春熙路地理位置具有优势	35
图 47: 中免天津市内免税店毗邻“天津之眼”	35
图 48: 王府井北京门店具有卡位优势	35
图 49: 北京环球度假区概念图	35
图 50: 海南离岛免税店区位图	37
图 51: 中免离岛补购平台	38
图 52: 深免网上商城包括跨境电商+免税预定两种模式	38
图 53: 珠海免税 MALL 品类齐全	38
图 54: 王府井网上商城	38
图 55: 2011-2021 年离岛免税政策变化主要内容	41
图 56: 2011-2020 年离岛免税购物金额	42
图 57: 2011-2020 年离岛免税购物人次&购物件数	42

图 58: 免税新政推行以来离岛免税购物金额不断创新高	42
图 59: 免税新政推行以来购物件数&购物人次情况	42
图 60: 随着离岛免税购物额度不断放开, 客单价随之水涨船高(单位: 元).....	42
图 61: 三亚海棠湾离岛免税销售额市占率超 7 成.....	43
图 62: 出境游还需较长恢复时间	43
图 63: 海南省接待游客数量增长平稳.....	44
图 64: 国内疫情得到控制下海南旅客并未出现爆发式增长	44
图 65: 自贸港建设方案将集结资源助推离岛免税更进一步	44
图 66: 海棠湾高级酒店密集, 基础设施不断完善.....	45
图 67: 海南交通运输便利	45
图 68: 海南购物节重庆推广活动	45
图 69: 杨幂、李现、宋祖儿等明星现身海棠湾免税店.....	45
图 70: 中免海口国际免税城效果图.....	46
图 71: 海口国际免税城区位图.....	46
图 72: 疫情后选择继续在海南购物的人数占比 71%	46
图 73: 疫情过后选择到海南旅游的游客比重为 40%	46
图 74: 市内免税店购物体验更佳	47
图 75: 中服北京市内免税店位于前门商圈交通便利	47
图 76: 疫情下奢侈品消费线上渠道占比显著提升(单位: %).....	49
图 77: 日上上海营收&净利润情况.....	50
图 78: 日上中国营收&净利润情况.....	50
图 79: 韩国免税规模稳步增长.....	52
图 80: 韩国出入境人数稳步增加	53
图 81: 韩国入境游客数量中中国人占比居高	53
图 82: 韩国免税店客群以外国人为主.....	53
图 83: 中国人为韩国免税消费主力军.....	53
图 84: 2017 年后韩国免税多依靠中国代购.....	54
图 85: 韩国免税政策沿革	54
图 86: 韩国免税香化品类占比 65%.....	55
图 87: 韩国本土香化品牌助力免税店销量.....	55
图 88: 三亚免税城各品类入驻品牌数量 (单位: 个)	56
图 89: 三亚国际免税城网上商城预购时间.....	56
图 90: 韩国乐天免税店开通了“3 小时前商店”	56

图 91: 韩国市内免税牌照数量.....	58
图 92: 韩国市内免税店牌照共 26 张, 其中 SME 拥有 12 张.....	58
图 93: 韩国多家免税店陷入生存危机引发“关店潮”.....	59
图 94: 2012 年乐天+新罗+新世界合计占据 83% 市场份额.....	59
图 95: 2018 年乐天+新罗+新世界合计占据 81% 市场份额.....	59
图 96: 乐天免税历史沿革.....	60
图 97: 新罗免税历史沿革.....	61
图 98: 乐天规模不断扩张.....	62
图 99: 新罗始终稳居韩国免税第二名.....	62
图 100: 韩国市内免税渠道占比最大, 规模不断增长.....	62
图 101: 金浦机场免税店经营面积、品牌种类较少.....	63
图 102: 乐天明洞市内免税店面积更大, 品牌更多.....	63
图 103: 外国游客赴韩市内免税店购物人次达 98.16 万人.....	63
图 104: 外国游客市内免税店客单价高达 1370 美元.....	63
表 1: 免税与离境退税模式对比.....	9
表 2: 国内主要免税渠道对比.....	12
表 3: 免税与跨境电商主要模式对比.....	15
表 4: 跨境电商综合税率较一般贸易模式具有一定优势.....	16
表 5: 免税&跨境电商&品牌官网价格对比.....	16
表 6: 2011 年以来免税政策走向不断放宽.....	21
表 7: 2020 年以来主要免税政策梳理.....	22
表 8: 我国免税运营商业覆盖范围.....	24
表 9: 中免采购团队经验丰富.....	28
表 10: 北京王府井免税品公司核心团队.....	31
表 11: 中免主要机场免税店情况.....	33
表 12: 珠免口岸免税店情况.....	33
表 13: 中免不断加码布局市内免税店.....	35
表 14: 海南离岛免税店汇总.....	36
表 15: 各家免税运营商主要线上商城模式对比.....	39
表 16: 2011-2018 年离岛免税政策梳理.....	40
表 17: 2020 年离岛免税新政前后对比.....	41
表 18: 央地合力推进市内免税店政策有望加快落地.....	47

表 19: 多地积极布局市内免税.....	48
表 20: 市内免税空间测算参考基数.....	48
表 21: 市内免税空间测算结果.....	48
表 22: 布局线上平台的奢侈品品牌不完全统计	49
表 23: 中免主要机场免税店扣点情况.....	50
表 24: 上海机场租金补充协议规定租金与实际客流挂钩.....	51
表 25: 政策指引, 机场租金避免“价高者得”.....	51
表 26: 韩国免税店国际一线奢侈品品牌云集.....	55
表 27: 三亚国际免税城与乐天免税店部分商品价格对比.....	57
表 28: 乐天免税店分布及品牌.....	60
表 29: 新罗免税店分布.....	61
表 30: 韩国拥有完备的市内免税政策.....	63
表 31: 相关标的盈利预测.....	64

1. 消费回流+政策利好，免税质价俱优大有可为

1.1. 免税行业：从属于旅游零售服务业，包括免税&退税两种模式

免税行业是旅游行业的一个子行业，指各个国家和地区按照相关法律和规定，向国际旅客或特定旅客销售免税商品的旅游零售服务业务。免税店所销售的免税商品包括免征关税、增值税和消费税的进口商品以及实行退（免）税（增值税、消费税）进入免税店销售的国产商品。

国际上免税市场的销售模式主要分为免税（Duty Free）和退税（Tax Free）两类，相比免税我国离境退税市场规模目前较小。离境退税是指境外旅客在离境口岸离境时，对其在退税商店购买的退税物品退还增值税的政策。与免税购物相比，离境退税政策主要为推动我国特色商品的出口而设定，其服务对象主要针对离境的境外人士和港澳台同胞，退还的税种为增值税，且旅客在购买商品时所支付的价格为含税价格，退税需要至退税机构单独办理（目前部分城市开展“即买即退”业务试点）。根据国家税务总局，截至 2021Q1，实施离境退税政策的地区共有 27 个。目前我国离境退税规模相比免税市场规模而言较小，根据海关数据，2018 年北京海关共办理离境退税海关现场核验业务 4552 票，涉及退税商品销售额 1.75 亿元，退税金额仅为 0.19 亿元；2019 年三亚海关监管离境退税 339 票，退税商品金额仅 108.6 万元。

表 1：免税与离境退税模式对比

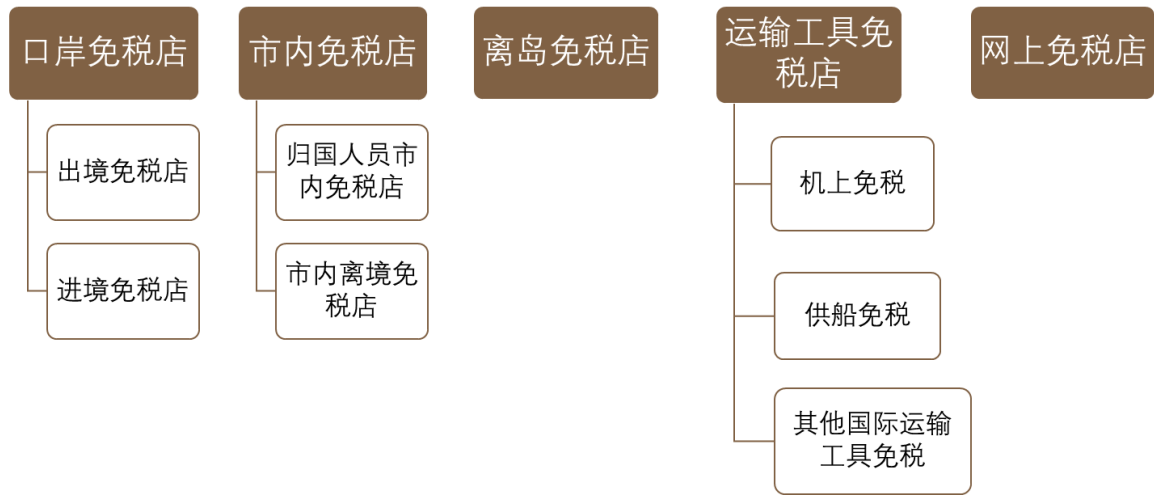
	免税	离境退税
政策目标	开办免税业务最初的目的，是为了适应改革开放的需要，完善旅游购物环境，增加发展，推动我国特色商品的出口，完善增值税出口退税制度。	进一步促进旅游业健康发展的需要，完善旅游购物环境，增加发展，推动我国特色商品的出口，完善增值税出口退税制度。
服务对象	有出入境或离岛行为的游客，包括国内外游客。	境外旅客，即在我国境内连续居住不超过 183 天的外国人和港澳台同胞。
税种及税率	免征关税、进口环节税的进口商品；退（免）税（增值税、消费税）进入免税店销售的国产商品。	退还增值税，针对适用增值税税率为 13% 和 9% 的物品，退税率分别为 11% 和 8%。
适用物品	进境免税店包括烟、酒、香化等 14 个品类；离岛免税店包括 45 种品类。	退税物品包括服装、鞋帽、化妆品等 21 大类，不包括《中华人民共和国禁止、限制进出口物品表》所列的物品，如食品、饮料、水果、烟、酒、汽车等。
适用条件	(1) 出境免税店购买免税品并无严格限制，但需按照到达国家的要求进行购买； (2) 进境免税店购买免税品时，连同境外免税购物额总计不能超过 8000 元人民币； (3) 海南离岛免税店每人每年累计免税购物限额为 10 万元人民币。	(1) 同一境外旅客同一日在同一退税商店购买的退税物品金额达到 500 元人民币； (2) 退税物品尚未启用或消费； (3) 离境日距退税物品购买日不超过 90 天； (4) 所购退税物品由境外旅客本人随身携带或随行托运出境。
购物流程	旅客购买价即为免税价格，无需单独办理。	旅客购买价为含税价格，需在指定退税商店申请退税，随后在代理机构进行退税，目前北京、上海等部分城市开展“即买即退”服务试点。

资料来源：财政部、国家税务总局、海关总署等政府官网，品橙网，德邦研究所

1.2. 机场口岸为主流，离岛市内可期空间大

根据开锐咨询，当前我国境内的免税店根据销售场所及供应对象的不同，可以分为五大类九个渠道，包括口岸免税店（出境免税店、进境免税店）、市内免税店（归国人员市内免税店、市内离境免税店）、离岛免税店、运输工具免税店（机上免税、供船免税及其他国际运输工具免税等）、网上免税店。

图 1：我国免税店可分为五大类九个渠道



资料来源：开锐咨询，德邦研究所

①口岸免税店：主要包括机场、陆路和水路口岸免税店，其中以机场免税店为主，口岸免税店亦分为进境和出境免税店。**1) 出境口岸免税店：**2019 年之前除部分特定区域外出境口岸免税店运营资质由中免垄断，2019 年 7 月财政部、商务部等四部门颁布《口岸出境免税店管理暂行办法》，一定程度上放开口岸出境免税经营资质，除中免外，珠免、深免、中出服也具备竞标资格。**2) 入境口岸免税店：**为服务境外人士，我国入境免税店数量少于出境免税店数量。自 1997 年后除北京上海外未再新批设立入境免税店；根据中国民航网，2016 年之前几乎所有国际机场均设有出境免税店，但只有北京、上海、海口、三亚、厦门等重要国际机场设有进境免税店。2015 年底政策重启，12 月国务院批复同意增设 13 个机场口岸和 6 个水路口岸进境免税店，2016 年相继放开经营免税店的地域和类别限制，提高进境免税购物额度，进一步发挥补充消费的场所作用，横向上对现存客流再次开发。

图 2：口岸进境&出境免税政策发展历程



资料来源：各政府官网，德邦研究所

②市内免税店：市内免税店主要包括两种，一是针对中国籍旅客的归国人员入境市内免税店，涉及对象范围较窄，主要由中出服运营；二是针对外籍人士和

港澳台同胞的境外人员离境市内免税店，目前由中国中免运营，2019年青岛、厦门、大连、北京、上海五家市内免税店相继恢复开设。但当前针对国人离境市内免税政策还未完全放开，未来期待政策赋能市内免税迅速成长。

③离岛免税店：离岛免税是指对乘飞机、火车、轮船离岛（不包括离境）旅客实行限值、限量、限品种免进口税购物，是利用特殊地理环境发展起来的市内免税的延伸，2011年4月海南离岛免税政策正式落地，随后政策不断放开，目前离岛免税购物额度已经提升至10万元，商品品类提升至45大类，我国离岛免税欣欣向荣。目前我国离岛免税有中免、海免、海旅投、海发控、中出服五家主体，初步形成有序竞争格局。

④运输工具免税店：运输工具上免税店也称机上免税店或船上免税店，设在往来国际或地区的运输工具上，向搭乘该运输工具的进出境旅客销售。经营总类包括香烟、酒类、皮具、香水、化妆品、珠宝首饰、手表、食品、儿童玩具、服饰等。由于机上空间、载重有限，机上免税品种类相对较少，多为体积占地面积较小的香化、香烟、手表等商品。

⑤网上免税店：多家免税运营商设立网上免税店，为顾客提供“网上订货、机场取货”的便利服务。顾客可通过网上免税店在出行前一定时间内预定商品，出境当天在机场或码头办完出境手续到专用柜台领取所购买的免税商品，如韩国乐天免税店推出的网上免税店以及中国中免推出的离岛免税预定等。此外，受益于离岛免税“邮寄送达”政策，深免与DFS联手推出离岛免税小程序，可线上选购免税商品，完善离岛信息后可选择邮寄提货方式实现免税品线上购买直邮到家的服务。

图 3：乐天网上免税店



资料来源：乐天网上免税店，德邦研究所

图 4：深免 X DFS 离岛免税小程序



资料来源：微信公号，德邦研究所
注：邮寄条件需要乘坐飞机离岛的旅客购买免税品

表 2：国内主要免税渠道对比

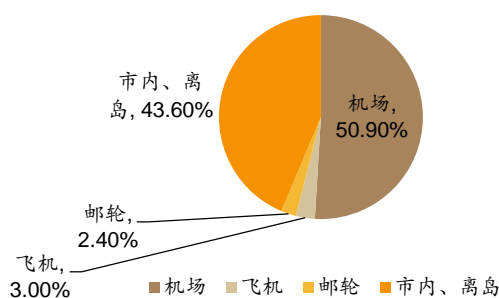
	市内免税店		口岸免税店		离岛免税
	归国人员市内免税店	市内离境免税店	口岸进境免税店	口岸出境免税店	
购物资格	年满 16 周岁的中国籍旅客，自入境之日起 180 天内	仅限于即将出境的境外人员	尚未办理海关进境手续的旅客	已办妥出境手续，即将登机、上船、乘车前往境外及出境交通工具上的旅客	年满 16 岁，乘飞机、火车或轮船，离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括岛内居民
免税额度	2000-5000 元	暂无免税额度限制，需要满足到达国家要求	在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变的基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币	暂无免税额度限制，需要满足到达国家要求	每人每年 10 万元
提货方式	即购即提	机场隔离区提货	口岸提货	口岸提货，出境可以提前预定，归国后提货	邮寄送达、口岸等指定区域提货
主要经营主体	中出服	中免	中免、深免、珠免、中出服		中免、海免、海旅投、海发控、中出服
代表门店	中服上海、北京、重庆市内店等	中免北京、上海、青岛、大连、厦门市内免税店	日上上海、日上中国、广州机场免税店等		三亚海棠湾、海口日月广场免税店、三亚海旅免税城等

资料来源：海关总署，商务部，中服免税店，德邦研究所

注：受疫情影响，归国人员市内免税店在购物条件上有所放宽，在持本人有效期内护照的前提下，从原有的“入境之日 180 天内”，变为“2019 年 8 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日期间入境”，如有未使用过的出入境购买记录，2021 年 6 月 30 日前可凭有效证件到店购物。额度方面，千元内香化免税额度为 2000 元，部分商品如服装、箱包等不占用此额度，整体购物金额预计可达 5000 元左右（根据中服免税店整理）。

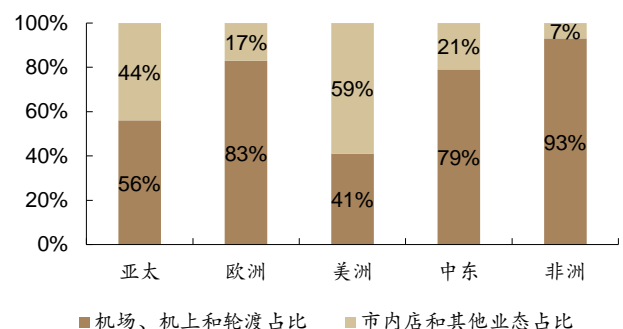
机场和市内免税店是免税商品主要销售渠道，2020 年疫情期间离岛免税表现亮眼。根据 Generation Research 统计数据，2019 年在全球免税零售渠道中，机场渠道销售规模占比达到 50.9%，其次是市内和离岛渠道，占比为 43.6%。我国免税渠道主要以机场免税和离岛免税为主，根据中国报告网数据，2018 年我国免税行业销售额达到 395 亿元，其中，机场、口岸与机上免税销售规模为 294 亿元，占比 74.4%，离岛免税销售规模达为 101 亿元，占比 25.6%，市内免税占比不足 1%。考虑到 2020 年受到疫情影响我国多数机场免税店闭店，而离岛免税受益于消费回流+国家政策支持，成为国内主要免税渠道之一。

图 5：2019 年全球免税业零售渠道分布



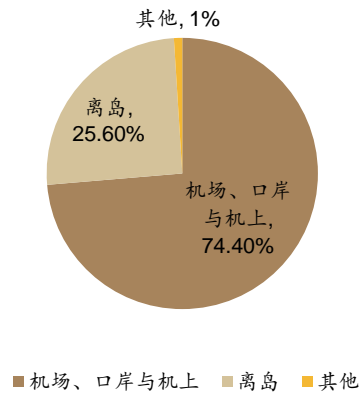
资料来源：Generation Research，前瞻产业研究院，德邦研究所

图 6：全球免税业各地区销售渠道占比（%）



资料来源：前瞻产业研究院，德邦研究所

图 7：中国免税行业零售渠道分布

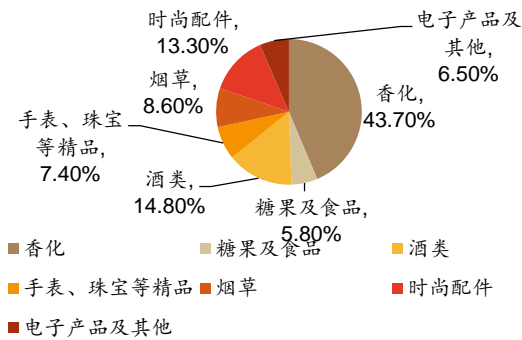


资料来源：中国报告网，德邦研究所

1.3. 免税 VS 有税专柜&跨境电商：免征三税价格优，品牌直采质量佳

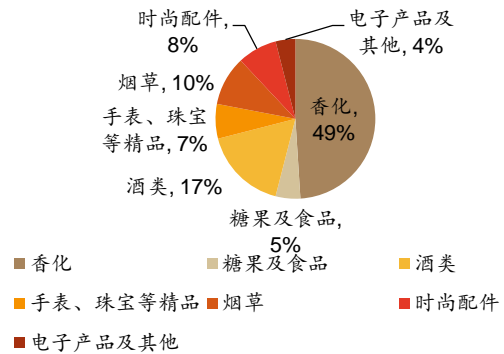
免税商品品类主要包括烟草制品、葡萄酒及烈酒、香水化妆品、时尚品及配件、腕表珠宝及高级书写工具、糖果及食品、旅行用品及其他等七大类型，多为高端奢侈品。根据 Generation Research，2019 年全球免税业以香化产品为主，占比高达 43.7%，位列所有品类之首，大幅领先于其他品类，排在第二位的为酒类产品，占比约 14.8%；时尚配件、手表等精品占比超过 20%。以香化产品为主的奢侈品的购买，主要有以下几个渠道：含税专柜、跨境电商、免税/退税店、代购等。

图 8：全球免税销售额品类分布



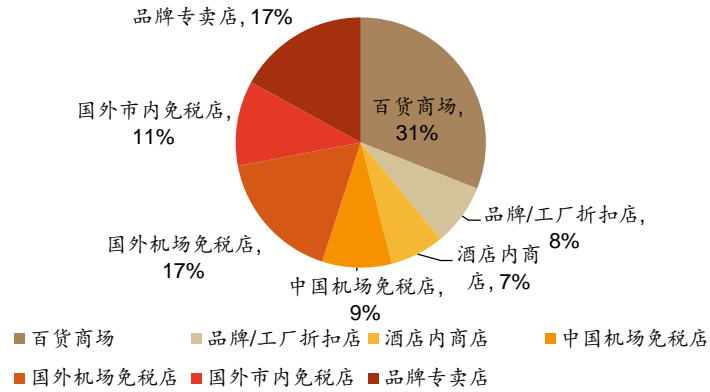
资料来源：Generation Research，德邦研究所

图 9：中国免税销售品类分布



资料来源：中国产业信息网，德邦研究所

图 10：中国消费者出境购物主要渠道为专柜&免税店

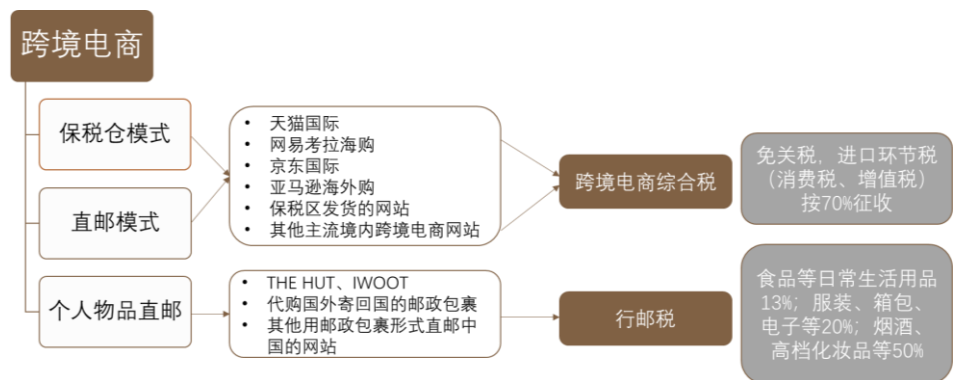


资料来源：Oliver Wyman，前瞻产业研究院，德邦研究所

1.3.1. 免税&跨境电商 VS 有税专柜：价格优势凸显

跨境电商：保税+直邮构成其主要模式，限额内免征关税。跨境电商与免税相比主要有以下几个方面不同，①**物流模式**：根据 TMO Group，跨境电商的物流模式主要包括保税仓模式和直邮模式，这也是跨境电商的主要模式，适用的缴税模式为跨境电商综合税模式；同时加上行邮模式，也就构成了当前跨境电商的三大模式，国内主流电商如天猫国际、网易考拉海购、京东国际等均为跨境电商综合税模式。②**税负方面**：跨境电商与商品专柜所销售的商品均需承担一定的进口税费，但是跨境电商享受一定的税收优惠，在限额内免关税，进口环节增值税、消费税按照 70%征收。③**客源限制方面**：免税对购买群体和购买额度有严格的限制，跨境电商没有客群限制，但每人每年仅有 2.6 万元的跨境电商额度。

图 11：跨境电商主要模式



资料来源：海关总署，国家税务总局，TMO Group，55 海淘，德邦研究所
注：行邮税并不会占用跨境电商综合税的年度 26000 元的额度

表 3：免税与跨境电商主要模式对比

	跨境电商模式		免税店模式	商品专柜
	保税仓模式	直邮模式	以离岛免税为例	一般贸易模式
业务模式	先进口再补税出售	先出售再进口	先进口再零售	先进口再零售
客源限制	无		有离岛行为的旅客	无
销售额限制	2.6 万元/年，单笔不超过 5000 元		离岛免税额度 10 万元	无
商品品类	1413 种商品		离岛免税 45 大类商品	无
商品税负	免关税，进口环节税（消费税、增值税）按 70% 征收		无税负	关税、增值税、消费税
税制	跨境电商综合税		--	--
下单后收到货物时间	2-7 天	5-12 天	即买即提	即买即提

资料来源：政府网站，值得买科技，德邦研究所

跨境电商零售进口商品应纳税额计算规则如下：

$$\text{应纳消费税} = [\text{进口货物完税价格} / (1 - \text{消费税税率})] \times \text{消费税税率}$$

$$\text{应纳增值税} = (\text{进口货物完税价格} + \text{消费税税额}) \times \text{增值税税率}$$

$$\text{跨境电商综合税} = (\text{消费税} + \text{增值税}) \times 70\%$$

$$\text{即应纳税额} = \text{进口货物完税价格} \times [(\text{增值税税率} + \text{消费税税率}) / (1 - \text{消费税税率})] \times 70\%$$
一般贸易模式进口商品应纳税额计算规则：

$$\text{应纳关税} = \text{关税完税价格} \times \text{关税税率}$$

$$\text{应纳消费税} = [(\text{关税完税价格} + \text{关税}) / (1 - \text{消费税税率})] \times \text{消费税税率}$$

$$\text{应纳增值税} = (\text{关税完税价格} + \text{关税} + \text{消费税}) \times \text{增值税税率}$$

专柜价格高出免税店和跨境电商 20%-70% 不等，免税店和跨境电商价格极具优势。以完税价格为 1000 元的高档香水 (≥ 10 元/ml) 为例，离岛免税渠道下应纳税额为 0，在跨境电商模式下需要缴纳的税费为 231 元，而一般贸易模式下需要缴纳的税费 369 元（以最惠国关税税率计算），免税店和跨境电商模式相较一般贸易模式在价格方面具有绝对优势。以不同平台具体价格来看，专柜价格高出免税店和跨境电商 20%-70% 不等。

表 4：跨境电商综合税率较一般贸易模式具有一定优势

商品品类	一般贸易税			跨境电商 综合税率 (%)	一般贸易 综合税率 (%)
	最惠国关税 率 (%)	增值 税率 (%)	消费 税率 (%)		
婴儿奶粉	15	13	0	9.1	29.95
成人奶粉	10	13	0	9.1	24.3
纸尿裤	4	13	0	9.1	17.52
保健品	12	13	0	9.1	26.56
麦片、薯片、膨化食品、巧克力、软糖、黑糖、 面食、饼干等	10	13	0	9.1	24.3
橄榄油、亚麻籽油	15	9	0	6.3	25.35
葡萄酒、葡萄酒	14	13	10	17.9	43.13
啤酒	0	13	0	9.1	13
面膜(片装)<15元/片、护肤品(非片装面膜) <10元/g或<10元/ml、	1	13	0	9.1	14.13
面膜(片装)>=15元/片、护肤品(非片装面 膜)>=10元/g或>=10元/ml	1	13	15	23.1	34.27
化妆品/彩妆(片装)<15元/片、化妆品/彩妆 (非片装)<10元/g或<10元/ml	5	13	0	9.1	18.65
化妆品/彩妆(片装)>=15元/片、化妆品/彩 妆(非片装)>=10元/g或>=10元/ml	5	13	15	23.1	39.59
香水<10元/ml	3	13	0	9.1	16.39
香水>=10元/ml	3	13	15	23.1	36.93
手机、平板电脑、耳机、音箱、键盘、鼠标、 相机及镜头、视频游戏及配件	0	13	0	9.1	13
吹风机、电饭锅、咖啡机、面包机、榨汁机	7	13	0	9.1	20.91
女装、男装、内衣	10	13	0	9.1	24.3
包、钱包、箱包	6	13	0	9.1	19.78
完税价格小于1万元手表	8	13	0	9.1	22.04
完税价格大于等于1万元手表	8	13	20	28.9	52.55

资料来源：海关总署，京东国际，德邦研究所

注：综合税率为简化计算，不考虑从量定额版发的应税消费品的应纳税额的计算

表 5：免税&跨境电商&品牌官网价格对比

单位：元	品牌官网	天猫旗舰店	CDF 海南免税 官方商城	天猫国际	考拉海购(自 营)	京东国际
雅诗兰黛第七代小棕瓶修复 精华	9.47/ml	9.47/ml	6.97/ml	无单品	7.25/ml	8.99/ml
海蓝之谜 浓缩修护精华露 50ml	4250	4250	2973 (暂缺货)	--	2649	2750
兰蔻 玫瑰露清滢柔肤粉水 400ml	435	435	263 (三件 85 折)	249	225	自营无单品
SK-II 肌因光蕴环采钻白精 露 50ml	1540	1540	948 (三件 85 折)	1299	1109	1389
资生堂 红妍肌活精华露 100ml	9.83/ml	9.83/ml	6.43/ml	13/ml	11/ml	自营无单品
乔治·阿玛尼 权利权力粉底 液红标 30ml	600	600	323	自营无单品	418	408
SAINT LAURENT PARIS 圣 罗兰 黑管唇釉 #416	335	335	187 (三件 85 折)	自营无单品	279	235
CPB 肌肤之钥 黑长管隔离 乳打底霜 37ml	540	540	395	485	349	319
Armani 阿玛尼女士手表 AR1909	3790	3200	3040	3072	2999 (暂缺货)	3070

资料来源：品牌官网，天猫旗舰店，CDF 海南免税商城，天猫国际，考拉海购，京东国际，德邦研究所

注：数据截止到 2021 年 6 月 10 日，网易考拉海购、天猫国际以及京东国际平台入驻商家较多，在此选取平台自营价格进行对比；此外考虑到 618，跨境电商平台折扣力度较大。

1.3.2. 免税 VS 跨境电商：品牌直采+旅游属性赋能打造深厚护城河

免税基于多年供应商合作基础，品牌正式授权+直接采购商品质量得以保证。

与跨境电商相比，考虑到免税店需要支付高昂的运营租金，免税店部分商品价格相比跨境电商虽然具有一定的优势但是价差并不显著。而根据艾媒咨询，跨境电商在一定程度上假货风险相对较高，购物体验比较单调，难以满足用户的需求。考虑到免税店经营模式多为公司统一向品牌供应商直接采购，品牌授权商品质量得以保证，叠加免税商品价格相较有税专柜极具优势，免税渠道难以替代。此外免税业务拥有旅游属性，价格优势+品质保证+旅游引流多重赋能下免税行业护城河深厚。

图 12：免税直采模式商品质量有保证



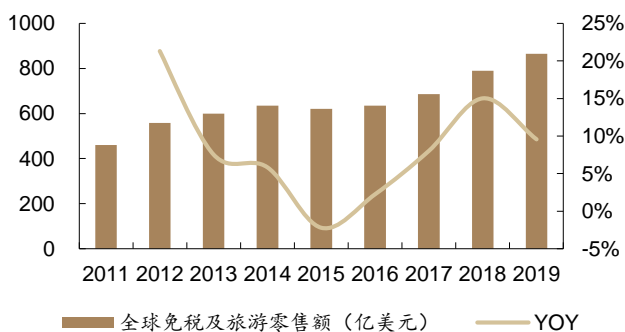
资料来源：德邦研究所整理

1.4. 消费回流趋势下政策红利释放，中国免税驶入快车道

1.4.1. 全球免税稳步发展，中国免税增速亮眼

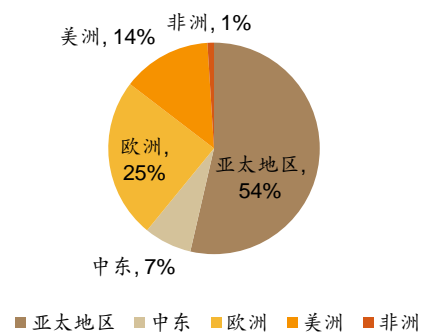
全球免税市场稳步发展，亚太地区成为主要增长引擎。随着国际旅游业的发展而兴起，免税行业已经形成了一个独特的旅游消费市场。根据瑞典研究机构 Generation Research 数据显示，2011-2019 年全球免税及旅游零售销售规模由 460 亿美元增长至 864 亿美元，年复合增速约为 8.2%。分地区来看，亚太地区成为推动全球免税业市场增长的主要力量。2019 年亚太、欧洲、美洲、中东和非洲地区免税销售占比分别为 54%、25%、14%、7%、1%，亚太地区贡献全球免税超过一半的销售总额。

图 13：2011-2019 全球免税行业销售规模



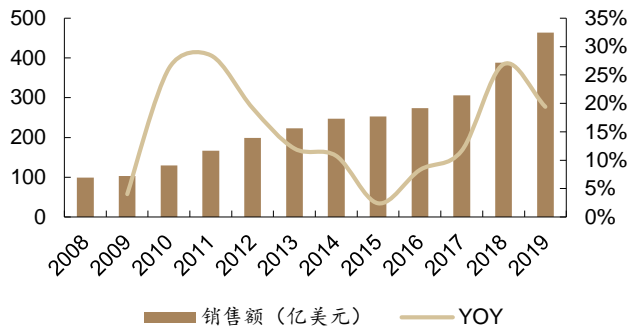
资料来源：Generation Research，德邦研究所

图 14：2019 年全球免税业销售额分地区占比



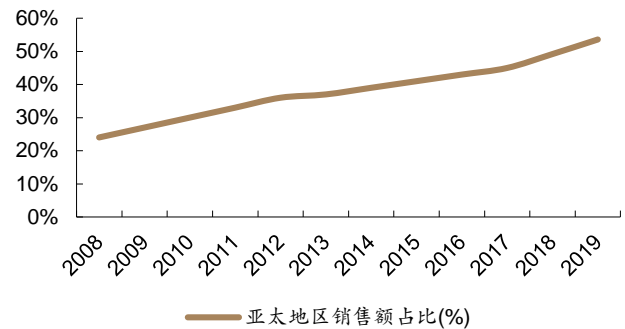
资料来源：Generation Research，德邦研究所

图 15: 亚太地区销售额及增速



资料来源: Generation Research, 德邦研究所

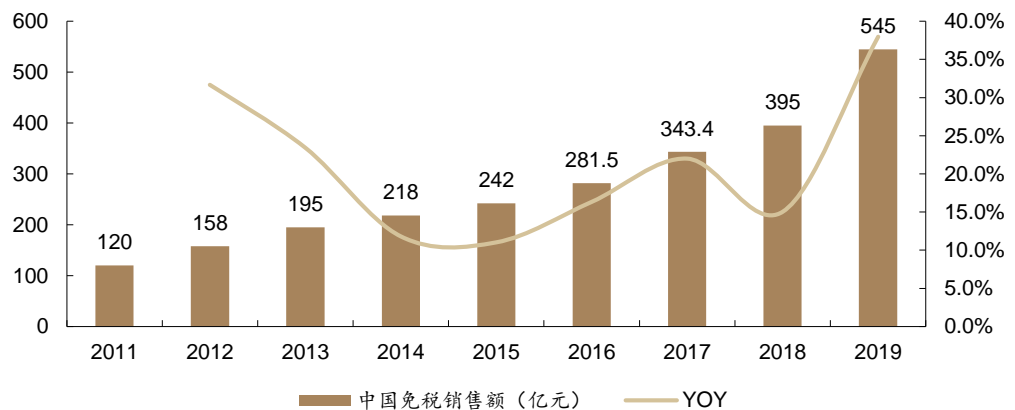
图 16: 亚太地区免税销售额占比



资料来源: Generation Research, 德邦研究所

中国免税行业步入快车道飞速发展，增速远超全球，未来有望成为全球最重要的免税市场之一。中国近年来免税业销售额增长明显，根据商务部以及前瞻产业研究院数据，我国免税行业销售规模由 2011 年的 120 亿元提升至 2019 年的 545 亿元左右，CAGR 约为 20.8%，远超全球免税增速。受新冠肺炎疫情影响，全球各国政府实施国际旅行限制+机场、邮轮和其他渠道暂时关闭，导致全球免税断崖式下跌。根据韩国免税店协会，占据全球四分之一免税市场份额的韩国全年客流量仅为 2019 年的 22%，总销售额同比 2019 年减少 37.7%；全球领先旅游零售商 Dufry 2020 年营业额仅为 27.37 亿美元/YOY-71.1%。疫情期间我国加大力度刺激消费回流，顶层设计支持免税行业发展，离岛免税进入黄金时代，未来中国有望成为全球最重要的免税消费市场之一。

图 17: 中国免税行业销售规模及增速



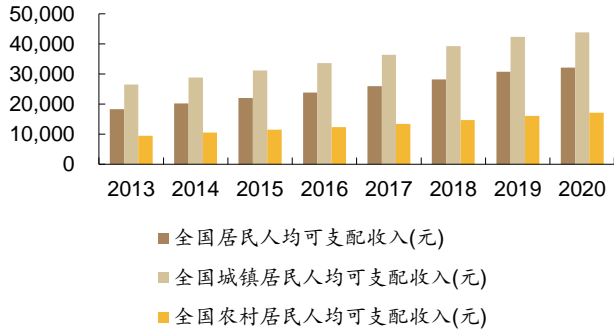
资料来源: 商务部, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

1.4.2. 国人购买力强+顶层设计支持，消费回流趋势下免税发展迎来机遇

国人购买力强成为全球奢侈品消费增长贡献主要力量，但我国奢侈品消费外流现象严重。近年来中国中上收入家庭数量急剧增长，根据麦肯锡数据，2018-2025 年该群体年复合增速将达到 28%，即家庭可支配月收入在 1.75-2.62 万元的人口将达到 6500 万人。中国奢侈品购买能力随之迅速提升，根据麦肯锡，2018 年中国人奢侈品消费额为 7700 亿元人民币，约占全球奢侈品消费的三分之一；预计 2025 年国人奢侈品消费总额将达到 1.2 万亿人民币，贡献全球 40% 的奢侈品消费额。但我国奢侈品消费外流严重，根据观研天下，我国国人仅有不到 30% 选择在国内购买奢侈品，超过 70% 的奢侈品消费均外流至国外。免税渠道消费同样

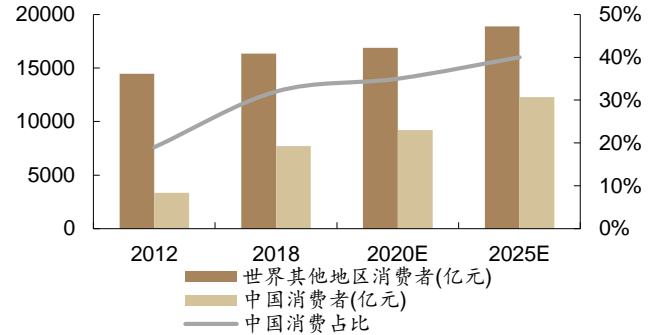
外流严重，根据世界免税协会数据，2019年中国人消费了全球40%的免税品，其中境外购买免税品整体规模超过1800亿元，撑起全球免税消费近半壁江山，而同时期我国免税市场规模仅为545亿元，占全球免税销售份额的8%，我国免税市场规模与国人超强购买力匹配度明显较低，未来仍有较大的回流与成长空间。

图 18：我国居民购买力不断增强（元）



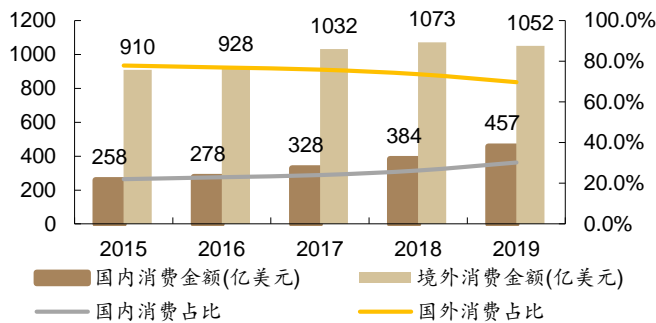
资料来源：国家统计局，德邦研究所

图 19：2025 年中国人将贡献全球 40% 奢侈品消费额



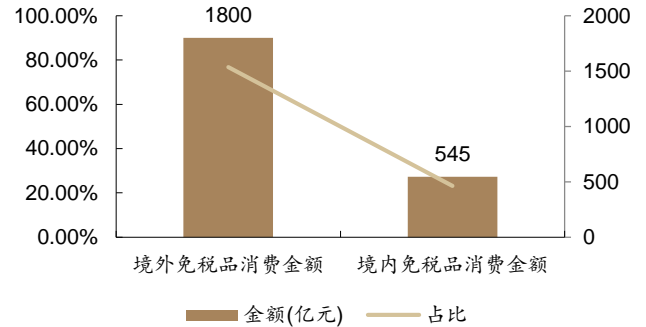
资料来源：麦肯锡，德邦研究所

图 20：中国人仅有不到 30% 选择在国内购买奢侈品



资料来源：观研天下，德邦研究所

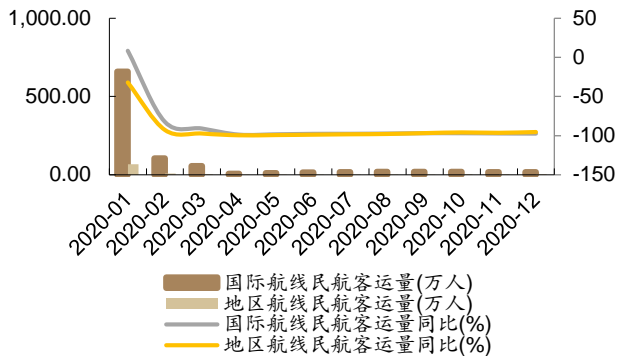
图 21：2019 年中国人免税品消费外流超过 1800 亿元



资料来源：世界免税协会，德邦研究所

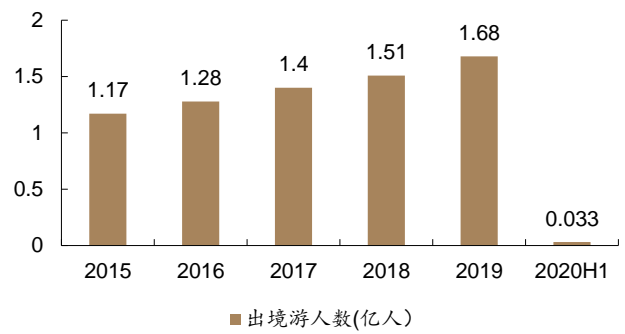
免税价格优势+消费升级赋能+疫情率先回暖，我国积极转变客源输出国角色吸引消费回流，消费回流已成为大势所趋，免税将成首要抓手。我国奢侈品消费外流严重，一方面在于出境旅游越来越寻常带动国人境外消费的增长；而根本原因在于国内长期以来的税制导致国内外存在一定价差以及奢侈品品牌、数量、种类等难以满足国人需求。近年来随着我国免税政策的不断放宽，免税额度、商品品类大幅提升，不断调整和完善以满足消费者需求，叠加免税本身独特的运营模式+价格优势，未来有望成为引领消费回流的重要引擎。考虑到疫情下出境游受到抑制仍需时间恢复，国内游将成为有力替代载体，未来国人购买力有望在国内大幅释放，在此背景下消费回流已成为大势所趋。

图 22：国际+地区航线客运量恢复仍需要一定时间



资料来源：wind，德邦研究所

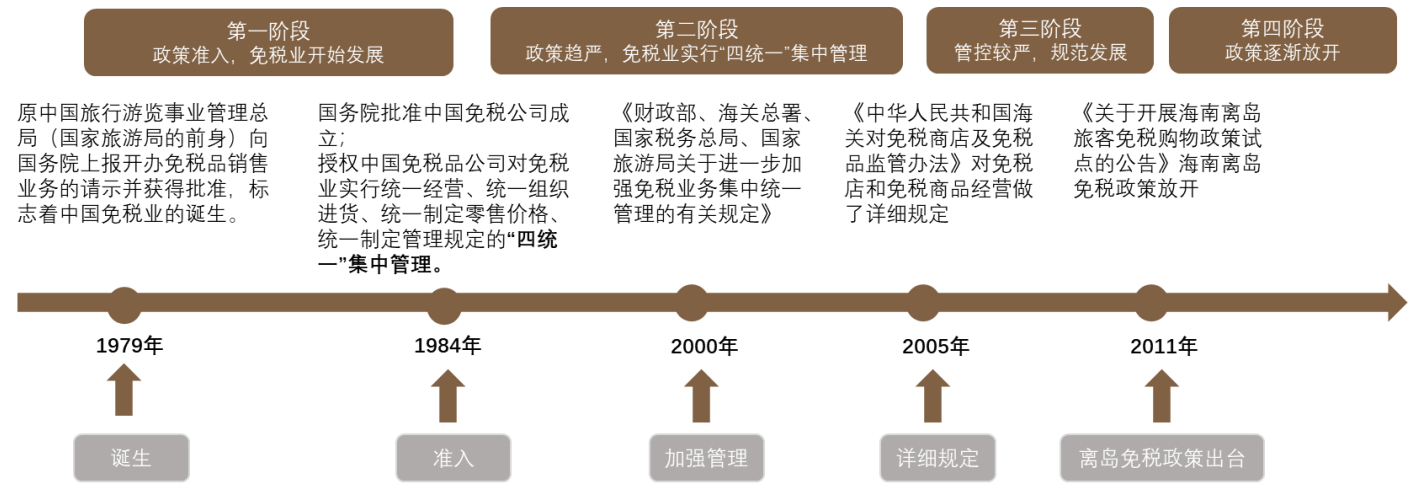
图 23：疫情下出境游受到抑制



资料来源：艾媒咨询，德邦研究所

国家意志促进消费回流，免税政策不断放宽，疫情下动作加快，红利释放助力未来成长空间无可限量。中国免税业发展政策导向性明显，总体来说可以分为四个发展阶段：第一阶段为 1979-1984 年，政策批准免税行业发展，免税品经营公司开始成立；第二阶段为 1985-2004 年，政策监管严格，对免税商品销售业务实行“四统一”方针管理；第三阶段为 2005-2010 年，免税行业实力不断增强，多个政策出台详细规定对免税商店及免税品的监管方法；第四阶段为 2011 年至今，2011 年随着离岛免税政策的出台，我国免税行业政策整体逐渐走向宽松，政策利好不断显现。

图 24：我国免税政策走向逐渐由严趋宽



资料来源：政府网站，德邦研究所

表 6：2011 年以来免税政策走向不断放宽

时间	部门	文件	主要内容
2011 年	财政部	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	海南自 2011 年 4 月 20 日起执行离岛免税政策，适用对象为年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客；免税试点商品为 18 种；每人每次免税购物限 5000 元；海口、三亚各开一家免税店试点
2015 年	国务院	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	适度增设口岸进境免税店
2016 年	财政部	《口岸进境免税店管理暂行办法》	决定增设和恢复口岸进境免税店；规定免税购物限额联通境外免税购物额总计不超过 8000 元
2018 年	国务院	《关于支持海南全面深化改革的指导意见》	更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛乘客全覆盖，提高免税购物限额
2019 年	财政部、商务部	《口岸出境免税店管理暂行办法》	对口岸出境免税店实行特许经营，免税商品的经营范围限于海关核定的品类；口岸出境免税店由招标人或口岸业主通过招标方式确定经营主体

资料来源：财政部、国务院、商务部等政府网站，德邦研究所

疫情下为刺激消费回流，政策频出利好不断涌现，免税发展迎来全新变局。
 免税作为消费回流的第一抓手，国家层面高度重视：

2020 年 3 月 13 日，23 部门联合印发《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》，进一步完善免税业政策；

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》，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；

2020 年 6 月 9 日，《财政部关于王府井集团股份有限公司免税品经营资质问题的通知》，王府井获得免税经营资质，继海南离岛免税政策之后，国家第一次正式批准新的免税零售经营牌照；

2020 年 6 月 29 日，财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，免税额度提升至 10 万元，商品品类增加至 45 种，取消单件商品 8000 元限额规定，鼓励适度竞争；

2021 年 2 月 2 日，财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》，离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货；岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。

表 7：2020 年以来主要免税政策梳理

时间	部门	文件	主要内容
2020 年 3 月 13 日	发改委、商务部、财政部等 23 部门	《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》	1) 进一步完善免税业政策；2) 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；3) 扩 大口岸免税业务，增设口岸免税店；4) 适时研究调 整免税限额和免税品种类；5) 引导免税店成为扶持 国货平台。
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》	1) 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；2) 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。
2020 年 6 月 9 日	财政部	《财政部关于王府井集团 股份有限公司免税品经营 资质问题的通知》	授予王府井免税品经营资质，允许公司经营免税品零 售业务。
2020 年 6 月 29 日	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》	1) 离岛旅客每人每年免税购物额度从 3 万元提至 10 万元；2) 购物凭证从 38 种增至 45 种；3) 取消单件 商品 8000 元免税限额规定；4) 大幅减少单次购买数 量限制；5) 鼓励适度竞争。
2021 年 2 月 2 日	财政部、海关 总署、税务总 局	《关于增加海南离岛旅客 免税购物提货方式的公 告》	1) 离岛旅客凭购买免税品可选择邮寄送达方式提 货；2) 岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提 取。

资料来源：各政府网站，德邦研究所

1.4.3. 奢侈品长期增长空间可期，免税作为回流抓手大有可为

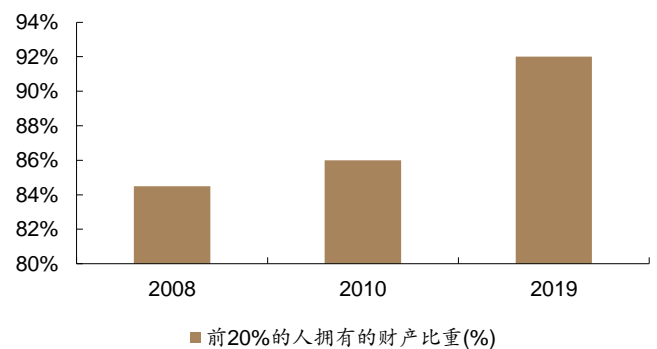
奢侈品在疫情期间接连涨价，长期视角看奢侈品具有“抗通胀”属性，免税作为奢侈品消费回流的主要渠道长期有望稳定增长。疫情期间，经济不确定性较高的背景下，奢侈品并没有降低价格，反而进行了多轮提价，以香奈儿经典款 2.55 中号口盖包为例，价格由 2019 年 5 月的 3.81 万元历经三次价格调整一路涨至 5.15 万元，涨幅超过 35%。长期看奢侈品价格提升速度快于通胀率，未来即使在“黑天鹅”冲击影响，需求相对疲软的情况下也有望保持稳定的增长速度。根据招商银行金葵花数据报告，2008 年 20% 的人拥有约 85% 的财产，而 2019 年 20% 的人拥有高达 92% 的财产，考虑到免税客群多对应消费能力较高的群体，随着这部分群体的收入以高于平均增速的速度增长，未来有望带动奢侈品市场规模持续扩张，而作为重要渠道的免税市场规模长期亦有望稳定增长。

图 25：奢侈品在经济不确定背景下仍多次提价

	2.55 口盖包 16 × 24 × 7.5 cm —(C) 315300, 393, 23%	2019.5 ¥38100	2019.11 ¥42600	2020.5 ¥48900	2020.11 ¥51500
	大号 2.55 口盖包 19.5 × 28 × 7.5 cm —(C) 315300, 393, 23%	2019.5 ¥42500	2019.11 ¥47100	2020.5 ¥53500	2020.11 ¥56100
	Maxi 2.55 手袋 20 × 31.5 × 10 cm —(C) 315300, 393, 23%	2019.5 ¥46000	2019.11 ¥51200	2020.5 ¥57500	2020.11 ¥60500

资料来源：远川研究所，德邦研究所

图 26：消费能力较高的群体收入增速高于平均增速



资料来源：招商银行金葵花数据报告，德邦研究所

2. 竞争如何：规模效应提质增利，品牌+SKU 为护城河

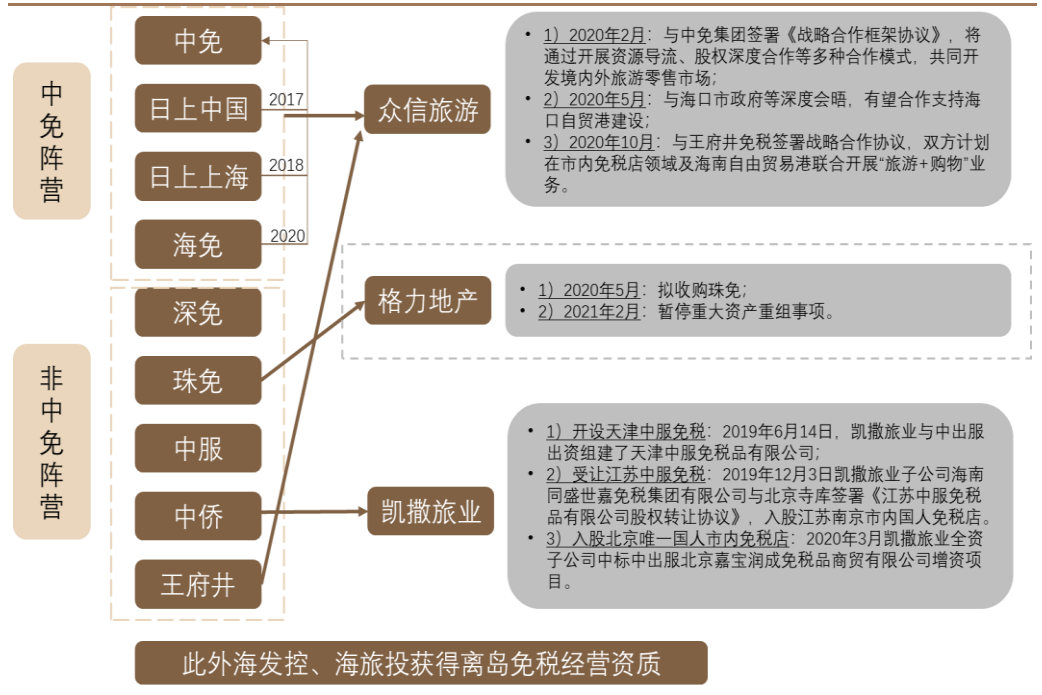
过去牌照从严背景下，免税垄断造就行业龙头：中免通过内生+外延厚积薄发不断壮大自身运营实力，在国内免税行业中形成绝对霸主地位，市占率超过 85%；

未来牌照相对放开，适度竞争趋势将成必然，龙头地位有望长期维持：未来各大免税商竞争将以规模为核心，进而延伸至供应链、渠道+卡位等运营能力全方位的挑战。①规模效应为绝对王牌：免税行业本质属于高端零售业，规模加持下与品牌供应商谈判拿货更具谈资，压低进货价格后保证更高毛利率助推盈利能力更进一步。同时规模效应释放下赋予免税商强大运营能力，打造全方位核心竞争力夯实行业地位。②品牌+SKU 为护城河：旅客会在有限的旅游时间内优先选择品牌和 SKU 更齐全、购物体验更好的免税商店，而品牌铺设相对齐全尤其是精品的引入，至少需要 3 年以上的时间，免税龙头凭借多年积累与品牌商建立了良好的合作关系，地位难被打破。

2.1. 竞争格局：行业一超多强，中免一家独大

国家政策鼓励免税适度竞争，牌照新发+多玩家入局注入市场活力共享增量蛋糕。免税经营涉及到国家出让税收收入，因此我国对免税业严格控制实行特许经营模式，即只有经国务院或授权部门批准获得免税经营牌照，才能参与运营免税业务。□2020 年之前取得免税牌照、具有免税经营资质的企业共有七家：中国中免、日上免税行（日上上海&日上中国）、珠海免税、深圳免税、海南免税、中国进出口服务总公司（以下简称中服）和港中旅旗下中侨。其中，日上中国、日上上海以及海免分别于 2017、2018、2020 年被中免收购。□2020 年之后国家鼓励免税行业适度竞争，免税再添新牌照：2020 年 6 月 9 日，王府井发布公告获得免税品经营资质。□多家企业战略布局免税共享增量市场：2019 年 6 月以来凯撒旅游牵手中服先后以参股形式布局天津、江苏、北京三家免税店，切入免税业态；众信旅游于 2020 年 2 月、10 月先后战略合作中国中免&王府井共同开发境内外旅游零售市场；2020 年 5 月格力地产拟收购珠免进军免税行业，但由于公司自身原因暂停重大资产重组事项。□离岛免税新增多主体形成有序竞争：除了原来具有免税品经销资格的经营主体能够申请离岛免税外，海南省额外批准海发控&海旅投享有离岛免税经营资质。随着多个玩家切入免税业态，以牌照为主的垄断竞争格局逐渐被打破，我们认为未来免税经营主体运营实力占优者为王。

图 27：免税行业竞争格局



资料来源：各公司公告，德邦研究所

表 8：我国免税运营商业务覆盖范围

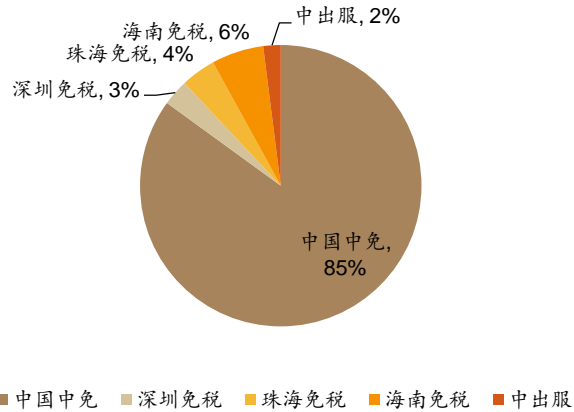
免税运营商	股东	成立时间	2019 年营收(亿元)	业务覆盖
中国中免	中国旅游集团	1984	480 亿元	口岸免税店： 拥有北京、上海、广州、香港等核心机场免税店以及除深免、珠免的所有口岸免税店 离岛免税店： 拥有三亚海棠湾、海口日月广场、博鳌、美兰机场等离岛免税店 市内免税店： 拥有北京、上海、大连、青岛、厦门五家离境市内免税店 交通工具免税店
日上上海	中国中免	1999		2018 年被中免收购
日上中国	中国中免	1999		2017 年被中免收购
海免	中国中免	2011	32.3 亿元	2020 年被中免收购
深免	深圳国资委	1980	--	口岸免税店： 深圳罗湖、皇岗等 8 大口岸，西安、威海、深圳机场免税店 离岛免税店： 深免海口观澜湖免税城 交通工具免税店
珠免	珠海市国资委	1987	26.7 亿元	口岸免税店： 拥有拱北关外、九州港关外、横琴关外、天津机场等口岸出境&进境免税店 市内免税店： 拥有 10+家归国人员市内免税店 口岸免税店： 先后中标重庆、大连、南昌、泉州等机场免税店以及营口港出境免税店 离岛免税店： 中服三亚国际免税购物公园 市内免税店： 哈尔滨进境市内免税店
中出服	国药集团	1983	--	口岸免税店： 先后中标重庆、大连、南昌、泉州等机场免税店以及营口港出境免税店 离岛免税店： 中服三亚国际免税购物公园 市内免税店： 哈尔滨进境市内免税店
中侨	中国旅游集团	1991	--	市内免税店： 哈尔滨进境市内免税店 DFE 预测王府井大概率获得免税零售全牌照
王府井	首旅集团	1955	267.89 亿元	离岛免税店： 海控全球精品(海口)免税城 离岛免税店： 三亚海旅免税城
海发控	海南省国资委	2005	--	
海旅投	海南省国资委	2005	--	

资料来源：各公司公告，各公司官网，德邦研究所
注：其中珠免 2019 年营收来源于格力地产公告

免税行业一超多强，中免占据绝对霸主地位，并购海免市占率超 90%。在我国免税运营商中，中国中免免税牌照齐全+规模最大，成为行业绝对龙头。根据贝壳投研数据，2019 年中国中免营收达到 480 亿元，占据国内免税行业 85% 市场

份额，若考虑 2020 年 5 月收购海免，中免市占率超过 90%。深免、珠免和中出服规模较小，共占据不到 10% 的市场份额。

图 28：2019 年中国免税行业市场份额构成

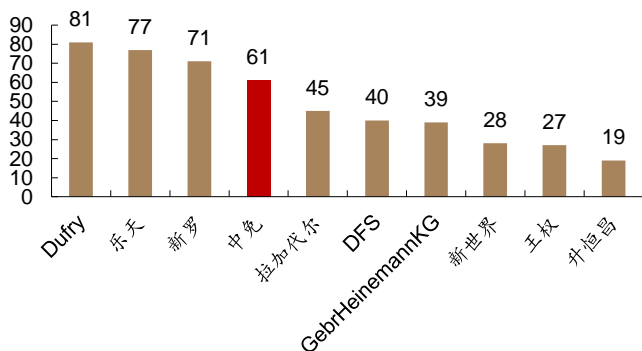


资料来源：贝壳投研，德邦研究所

2.2. 牌照垄断格局打破，规模效应构筑核心竞争壁垒

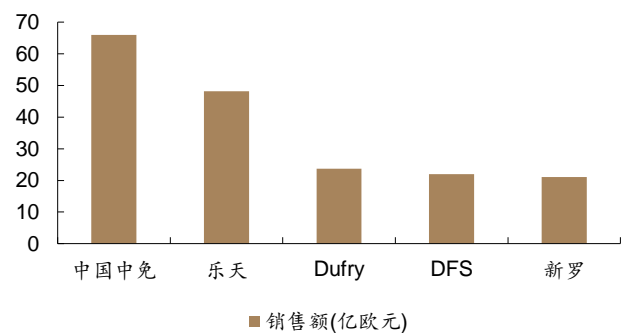
规模至上：中免内生+外延，扩体量成就“霸主”之业。免税行业本质为旅游赋能的高端零售业，在政策红利释放的背景下，随着免税龙头不断的扩张，规模效应将作为核心筹码助力提升渠道终端议价能力话语权，进而助推盈利能力高升。中国中免利用内生增长+外延赋能，在免税变革之年强化“霸主地位”，体量带来的规模效应构建坚不可摧护城河。中国中免最早起源于 1979 年国务院批准并授权中国旅游服务公司下设的免税处，1984 年中国免税品公司正式成立。在剥离旅行社业务之前采取“旅行社+免税”业务并进的策略，从事旅行社业务、免税业务及商业综合体投资开发业务，旅行社和免税业务分别由国旅总社、中免公司负责；2019 年剥离旅行社核心聚焦免税业务，并于 2020 年 6 月更名为中国中免。发展 30 余年，中免凭借内生扩张+外延赋能，打造中国第一的免税龙头规模优势，构筑免税核心壁垒。根据 Moodie Davitt 报告，2019 年按照营业收入排名，中免为全球第四名；受疫情影响，2020 年中免营业收入已经超过 Dufry、乐天和新罗，成为全球最大的免税运营商，韩国乐天将变成第二名，Dufry、DFS 以及新罗分别为第 3/4/5 名。相比中免，目前国内其他免税商规模较小，市占率共计不到 10%。

图 29：2019 年全球前十大免税运营商营收规模（亿欧元）



资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

图 30：2020 年中免销售额跃居为全球第一

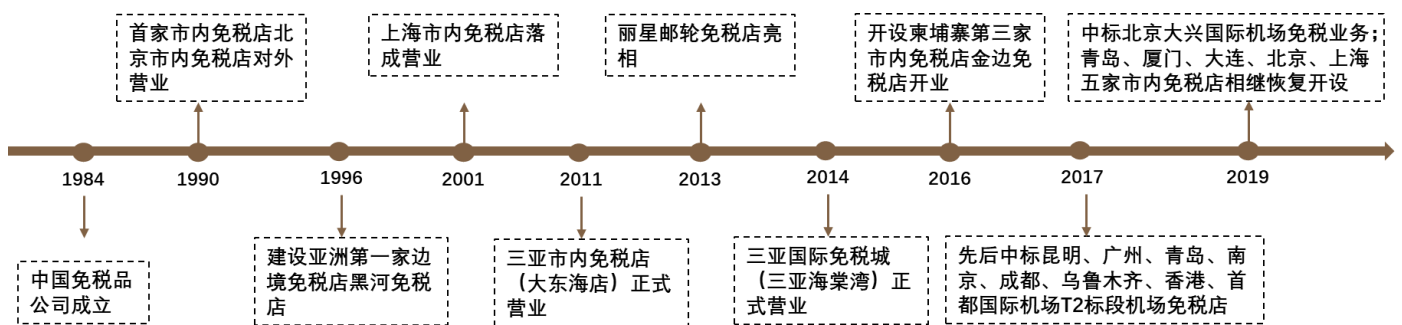


资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

①内生：离岛免税布局遇机遇迎来高速增长+机场连连中标巩固龙头地位。中免

拥有市内、离岛、口岸交通工具全牌照，在初期牌照垄断下中免积极布局各大免税业态：1990年首家市内免税店北京市内免税店对外营业；1996年建设亚洲第一家边境免税店黑河免税店；2001年上海市内免税店落成营业；2011年三亚市内免税店（大东海店）正式营业；2013年丽星邮轮免税店亮相，标志着中免已健全九种免税类型；2014年三亚国际免税城（三亚海棠湾）正式营业；2016年开设柬埔寨第三家市内免税店金边免税店开业；2017年中免先后中标昆明、广州、青岛、南京、成都、乌鲁木齐、香港、首都国际机场T2标段机场免税店；2019年中标北京大兴国际机场国际区免税业务，同年青岛、厦门、大连、北京、上海五家市内免税店相继恢复开设。中免深耕免税业态，经过多年内生增长覆盖九种免税店类型，龙头地位不可撼动。

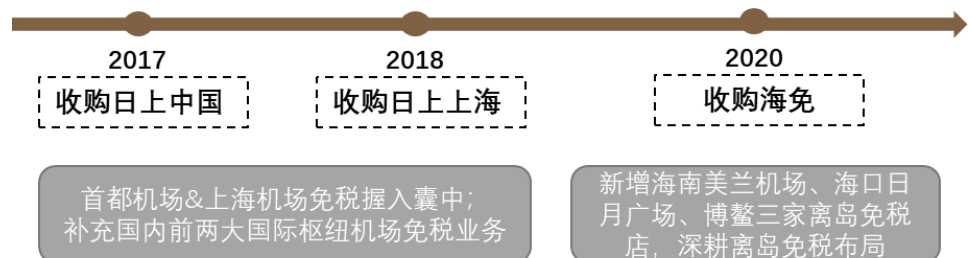
图 31：中免内生增长沿革



资料来源：公司官网，公司公告，德邦研究所

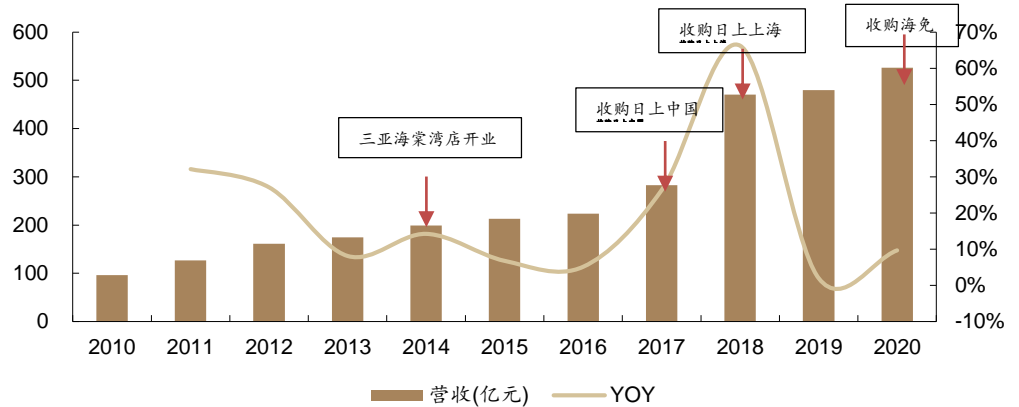
②外延：收购日上+海免增体量强化规模效应。中国中免分别于2017、2018年收购日上中国和日上上海，获得首都国际机场以及上海浦东&虹桥机场免税店经营权，至此中免已经取得国内吞吐量排名最大的两个机场免税店经营权，市场份额飞跃式提升。此外2020年5月中免发布公告收购海免51%股权，外延扩张赋能将直接助力中免规模做大，进而提升中免对品牌供应商的拿货采购议价能力，规模效应进一步强化。

图 32：中免通过外延壮大自身规模



资料来源：公司公告，德邦研究所

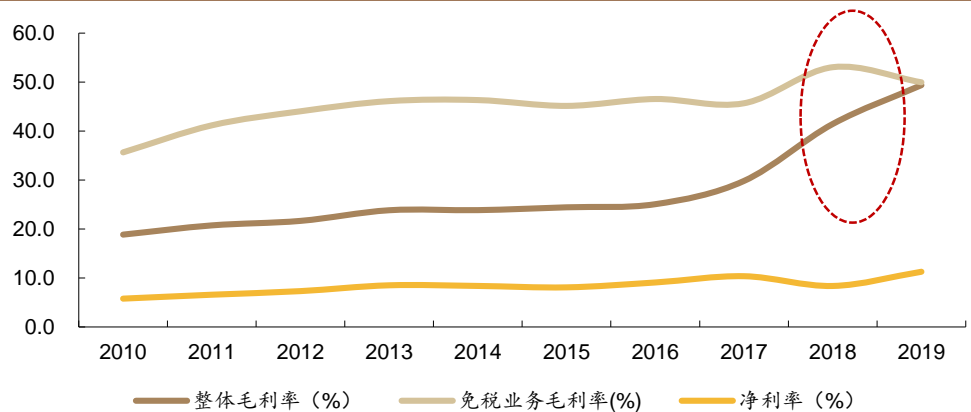
图 33: 内生+外延助力中免规模不断增长



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

规模效应释放盈利能力凸显, 空间任翱翔未来仍可期。免税属于高端零售业, 规模效应带来的议价能力将构筑免税核心竞争力, 规模提升后带来的免税采购力提升+议价能力的质变, 将有力助推免税商毛利率等盈利能力迈向新台阶。中免2017、2018年收购日上中国&日上上海后, 公司对采购渠道进行整合, 对上游议价采购能力得到显著优化, 毛利率由2017年的29.82%提升11.64pct至2018年的41.46%, 其中免税业务毛利率由45.72%提升7.37pct至53.09%, 规模效应释放下盈利能力得到显著提升。

图 34: 规模效应带来盈利能力的提升



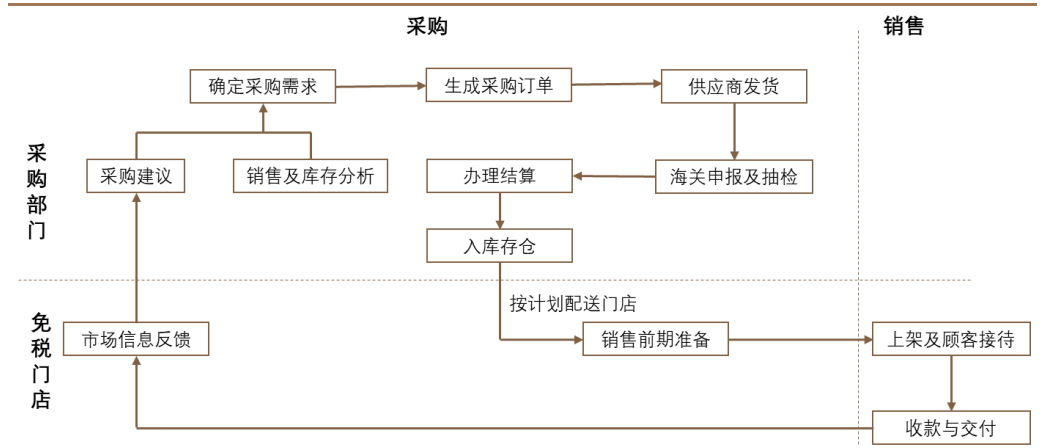
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2.3. 规模效应释放下, 运营能力提升水到渠成

2.3.1. 中免跻身国际大型免税运营商, 具有世界一流运营能力

30+年免税运营经验, 中免已经建立起包括招商、采购、物流配送、下游零售营销在内的完整免税供应链, 马太效应逐渐增强有望助力中免坐稳世界第一宝座。

图 35：免税行业供应链



资料来源：格力地产公告，德邦研究所

① 经验丰富采购团队助增商品采买议价话语权

根据免税零售专家微信公号，中免在控股日上中国&日上上海后对北京机场以及上海机场业务进行整合，综合日上市场优势、销售渠道等无形资产的价值及公司的盈利能力。同时集结精英采购功能重组，所有品类采购业务均由重组后的新团队统一负责，其中不乏具有国际背景的采购高管以及具有丰富采购管理经验的本土精英。新采购团队的组建，增加了中免在商品采买层面的话语权，助推议价能力提升。同时新的采买战略将有利于中免发挥规模采购优势，为公司毛利率提升和未来构建全球免税行业竞争优势奠定良好基础。

表 9：中免采购团队经验丰富

品类	负责人
香水、化妆品	Terry Chua
进口烟酒、糖果食品和旅行配饰	Luke Chang
精品、手表、珠宝、太阳眼镜	Lee Meili
国产烟酒四大品类	Li Jian

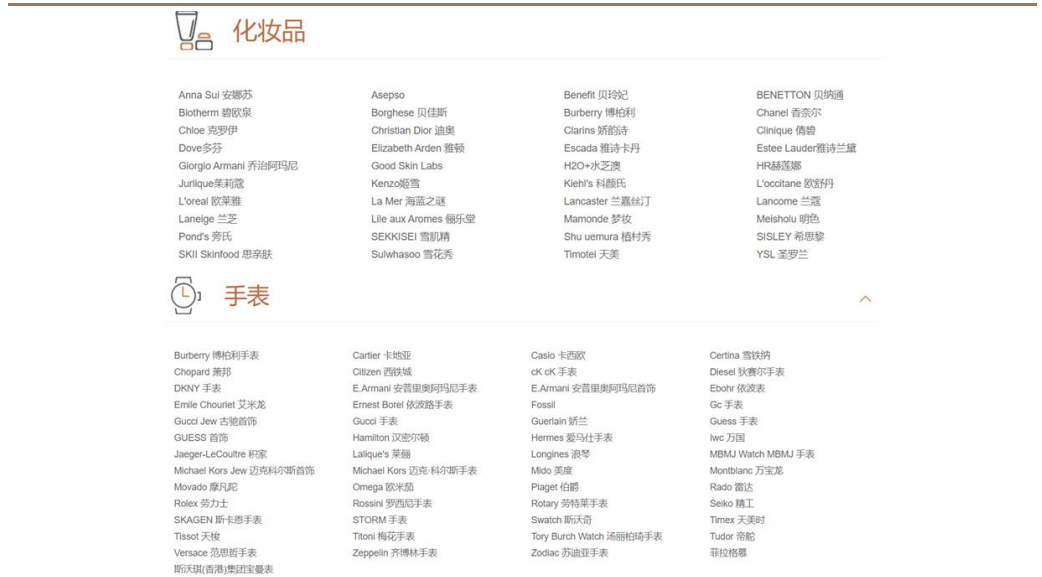
资料来源：免税零售专家微信公号，德邦研究所

注：其中 Terry Chua 已经于 2021 年 4 月离职

② 品牌商合作稳定+爆款商品优先权保证商品品类资源

免税店招商能力一方面取决于免税商规模和运营实力，是否能成功为品牌实现引流；另一方面取决于免税店的面积与卡位，是否符合奢侈品品牌形象定位。中免凭借免税龙头地位与规模优势&多年运营经验，通过资源共享和优势互补，已经与全球逾 1000 个世界知名品牌建立了长期稳定的合作关系，高端品牌布局更加完备。此外密切沟通+共赢合作，中免有望摆脱“平销”、“滞销”产品供应壁垒，获得更多热销产品授权，同等条件下有望获取爆款商品拿货优先权，丰富品类资源。

图 36：中免高端品牌布局更加完备



资料来源：公司官网，德邦研究所

③七大监管物流中心打通渠道提升产品供给灵活性

中免业务发展壮大助推物流体系逐步成长并建立起全国范围的免税物流配送体系。目前中免已经在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建有覆盖全国的 7 大海关监管物流中心，形成了覆盖全国的免税品配送体系，有效解决中小免税店精品香化产品种类、订货数量以及通关难题，保证重点免税店供应需求，使中免旗下免税店分享规模效应实现供应链价值最大化。

图 37：中免七大物流监管中心

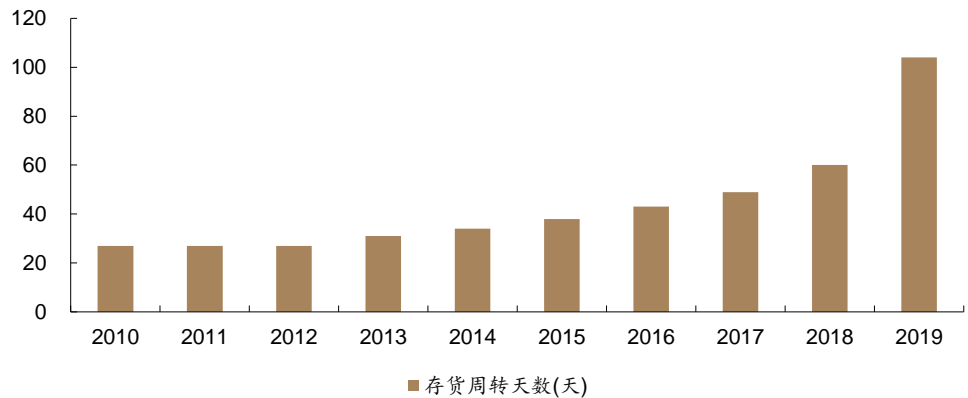


资料来源：公司官网，高德地图，德邦研究所

④轻资产投入高效运营，线上助力减库存

中免整体资产结构简单，2019 年货币资产及存货占比超六成，轻资产运营流动性充足。此外，公司运营效率优势显著，2015 年至 2019 年公司平均存货周转天数为 59 天，2019 年剥离不需要库存的旅行社业务，虽然存货周转天数达到 104 天大幅提升，但仍低于 Dufry (109 天)，运营效率可以比肩国际一流免税商。

图 38：中免具有高效运营能力



资料来源：公司公告，德邦研究所

2.3.2. 王府井免税业务核心团队完成组建，有税板块赋能运营优势显著

深耕零售 65 年，自营占比提升+整合首商资源运营能力进一步强化，有税板块协同赋能夯实未来免税运营基础。王府井成立于 1955 年，经营零售业务 65 年，经过长期的发展，王府井集团形成了供应商、开发商和顾客等方面的资源，与超过 2000 家国内外知名零售品牌商、功能服务合作商、地产商形成了长期稳定互利共赢合作关系，基于其在中国有税市场的丰富运营经验，王府井未来的免税零售业务协同优势显著。

①品类重合下品牌方合作经验丰富：王府井原有业态主营产品类多为服装、高端香化等，截至 2020 年末，香化已成为百货业态第一大品类，加上女装、男装、珠宝和运动品类，前 5 类商品在百货业态总销售中占比达到 69%。在商品品类方面与免税业务存在高度重合。凭借 65 年零售深耕经验王府井积累众多一线高端品牌资源，品牌合作经验丰富未来有望提升免税业态招商能力。

②自营模式受到重视有望进一步提升经营能力：王府井经营模式主要包括联营模式、自营模式和租赁模式，其中联营模式为王府井旗下商场与供应商签订联营合同，向供应商提供经营场地，供应商提供商品并拥有商品所有权，王府井旗下商场统一收取商品的销售货款，并根据合同约定与供应商分享联营商品的经营利润；自营模式是王府井及其各下属企业选择适合的供应商及商品，自主采购并向消费者销售。近年来王府井自营模式逐渐受到重视，考虑到自营模式是商业零售行业企业提升经营能力、掌握经营主动权的重要经营模式，未来王府井运营能力有望进一步得到夯实。

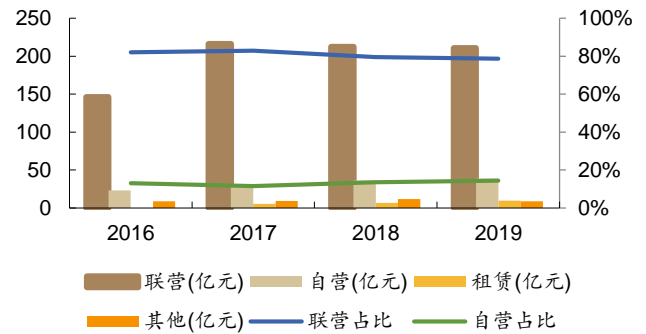
③整合首商壮大商业资源：王府井和首商股份均为股东首旅集团旗下商业板块，根据公司公告，王府井拟以换股方式吸收合并首商股份。王府井将吸收整合王府井营销资源、顾客资源、供应商渠道资源，优化资产配置，完善业务运营和公司治理，公司运营能力有望进一步提升。供应链积累丰富经验，成熟经营管理模式+经验丰富运营管理团队+良好品牌合作关系，协同效应显著。

图 39: 王府井已与众多一线品牌形成合作



资料来源: 公司官网, 德邦研究所

图 40: 王府井自营逐渐受到重视助力运营能力更上一层楼



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

集团总经理亲自挂帅免税业务, 调集资源组建核心团队配合免税高效率运营。2020年7月8日, 王府井集团投资设立全资子公司——北京王府井免税品经营公司。根据免税零售专家微信公号, 北京王府井免税品公司已于8月初完成核心团队的组建, 由集团总裁、董事尚喜平先生亲自挂帅全面负责免税业务; 集团副总裁曾群女士任免税副总经理, 负责免税业务政策研究、政府对接、人力资源、集团内部资源协调等; 李文欣先生任副总经理, 负责免税商品中心、运营中心等免税业务等。根据免税零售专家微信公号与王府井微信平台前期招聘信息显示, 其免税经营公司下设8大中心, 其中包括综合管理中心、采购中心、财务管理中心、市场拓展中心、营运管理中心、人力资源中心、仓储物流中心、数字化科技信息中心, 高效团队加持夯实未来免税经营基础。

表 10: 北京王府井免税品公司核心团队

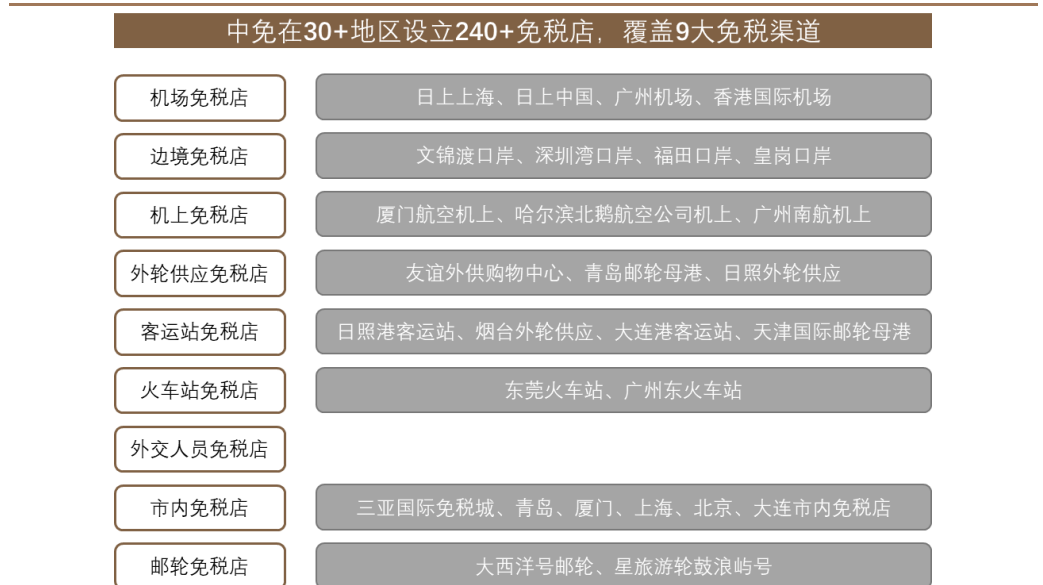
职位	高管	简介
总经理	尚喜平先生	王府井集团总裁、董事, 集团总经理亲自挂帅从零开始的免税业务, 保证调集资源配合免税业务发展呈现高效率。
副总经理	曾群女士	研究生学历, 王府井集团副总裁, 资深政府工作背景, 负责政策与政府沟通, 确保具有强烈政府监管特征的免税零售业务具有良好的经营环境。
副总经理	李文欣先生	研究生学历, 在香水化妆品、精品、烟酒等品类方面, 与品牌具有深度合作与零售运营经验。

资料来源: 免税零售专家微信公号, 德邦研究所

2.4. 渠道+卡位竞争下, 免税商争流量保销量各显神通

从市场上几大免税运营商来看, 中免最全类型免税渠道+先发卡位优势凸显, 其他免税商各显神通。目前中免已经在全国30多个省、市、自治区(包括香港、澳门、台湾地区)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、邮轮和市内九大类型240多家免税店。王府井凭借有税先发赋能占据核心商圈黄金地段, 卡位优势显著; 中服深耕国人入境市内免税店; 珠免口岸免税业务销售体量位居全国第二位。

图 41：中免覆盖九大类型免税渠道

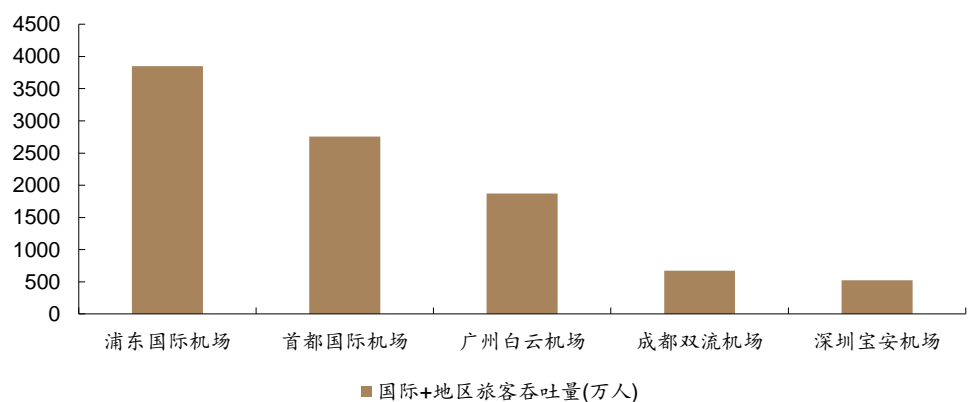


资料来源：公司官网，德邦研究所

2.4.1. 机场+口岸是免税业务主要渠道，始终为兵家必争之地

机场免税店得天独厚地理位置自带天然客流，无需额外引流，成为兵家必争之地。机场作为旅客的第一以及最后一站，对免税店来说具有重要的引流作用。目前旅客吞吐量排名前三的机场分别为上海浦东国际机场、首都国际机场以及广州白云机场，疫情前 2019 年国际及地区客流吞吐量分别为 3851、2757、1871 万人次。中免通过收购日上中国&日上上海补全大型机场渠道积极拓展机场免税，目前已经在北京机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内主要大型枢纽机场以及香港机场、澳门机场等亚太国际机场均完成了业务布局，核心机场渠道已率先收入囊中。

图 42：疫情前 2019 年中国主要机场出入境客流对比



资料来源：wind，各公司官网，各公司公告，德邦研究所
注：其中宝安机场仅包括国际旅客吞吐量

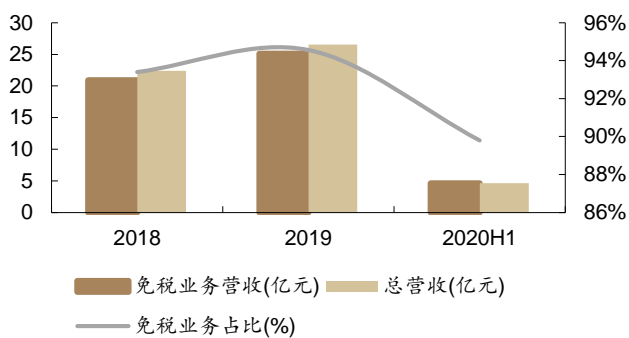
表 11：中免主要机场免税店情况

机场	中标标段	经营面积	经营期	2019 年营业额
首都国际机场	T2 航站楼	进港 416.56 m ² ；出港 3186.09 m ²	2017-2025 年（8 年）	85.89 亿元
	T3 航站楼	进港 1,938.72 m ² ；出港 9,461.43 m ²		
大兴机场	烟酒&香化标段	烟酒、食品标段：1666 m ² ；香化、精品标段：3467.4 m ²	2019-2029 年（10 年）	
浦东国际机场	T1 航站楼	3286.3 m ²	2018-2015 年（7 年）	151.49 亿元
	T2 航站楼	4567.07 m ²		
	S1、S2 卫星厅	9062 m ²		
虹桥机场	--	2088 m ²		
白云机场	T1、T2 航站楼进境	400+700 m ²	2017-2023 年（6 年，可延长 3 年）	19.22 亿元
	T2 航站楼出境	3544 m ²	2018-2016 年（8 年）	
香港机场	烟酒	3400 m ²	2017-2024 年（7 年）	24.02 亿元

资料来源：中国中免公司公告，德邦研究所

珠免深耕口岸免税业务，销售体量跃居全国第二。珠免有五大免税店，其中四家雄踞珠海各大口岸，其中拱北口岸为国内最大的陆路口岸，地处珠海与澳门纽带之上，出境即是澳门陆地相连，地理位置得天独厚。珠免目前已在珠海市的拱北口岸、港珠澳大桥口岸、横琴口岸、九州港口岸等开设并经营出境及进境免税商店，并在天津机场开设了进境免税商店，在售商品涵盖烟类、酒类、香水化妆品等多个品类，2018 年、2019 年免税商品销售收入占营业收入的比例均超过 90%。

图 43：珠免体量位居全国第二



资料来源：格力地产公司公告，德邦研究所

图 44：珠免免税店占据珠海主要口岸



资料来源：高德地图，德邦研究所

表 12：珠免口岸免税店情况

珠免运营的免税店	特点
拱北口岸免税店	国内最大的陆路口岸免税店
横琴口岸免税店	珠海与澳门的 24 小时通关口岸免税店
九州港口岸免税店	珠海与香港相连的水路口岸免税店
港珠澳大桥珠港口岸免税店	与粤港澳大湾区经济互利共赢的新载体
天津滨海国际机场免税店	珠海免税首个珠海外+机场免税店

资料来源：格力地产公司公告，德邦研究所整理

2.4.2. 市内免税先发+卡位至关重要，离岛免税竞争主体多元化

目前我国传统市内免税店主要有归国人员入境市内免税店和出境市内免税店

两大类，其中后者仅针对外籍人士，国人离境市内免税政策有望渐行渐近。中服深耕归国人员市内免税店近 40 年历史，中免激活并不断加码布局离境市内免税，新入局者王府井凭借有税业态先发赋能在后续布局市内免税店时区位优势非常显著。

①中服深耕归国人员市内免税：中国出国人员服务总公司（简称中服）于 1983 年经国务院批准成立，专门向离境回国人员提供免税商品服务。目前运营归国人员入境市内免税店的仅有中服和中侨，其中中服是目前唯一一家在全国范围内经营国人市内免税店的企业（中侨仅在哈尔滨开设免税店）。截至目前，中服共在哈尔滨、大连、北京、青岛、郑州、上海、杭州、南京、合肥、南昌、重庆、昆明 12 个城市布局市内免税店，国人市内免税运营已有近 40 年历史，已与全球超过 300 家供应商形成深度合作，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 45：中服免税目前已在 12 个城市布局归国人员市内免税店



资料来源：微信公众号，德邦研究所

②中免加码离境市内免税布局：早在 1990 年中免便开设了国内第一家市内免税店——北京市内免税店，而后由于历史因素中止；2019 年青岛、厦门、大连、北京、上海市内免税门店纷纷重启，均占据主要城市核心商圈优质位置。此外，中免不断在全国核心城市加码市内免税布局，预计分别在武汉长江航运中心商圈、天津河北区、成都锦江区春熙路新开设市内免税店。新布局市内免税店占据核心区位，且在店面规模以及商品品类等方面预计都将超过原有市内免税店。

表 13: 中免不断加码布局市内免税店

城市	地址	开业时间	面积
青岛	青岛市市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层	2019 年 5 月 1 日	355 m ²
厦门	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	2019 年 5 月 1 日	331 m ²
大连	大连市沙河口区新星·星海中心	2019 年 5 月 26 日	500+m ²
北京	北京市朝阳区朝阳公园路 6 号蓝色港湾 F2	2019 年 5 月 30 日	513 m ²
上海	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅	2019 年 8 月 23 日	874.4 m ²
武汉	武汉长江航运中心大厦	2021 年	8000 m ²
天津	天津市河北区李公祠大街海河黄金岸线(毗邻天津之眼)	预计 2021 年项目落地	地上面积约 3 万 m ²
成都	成都市锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域(毗邻春熙路与千年东大街)	预计 2021 年落地	--
长沙	-	-	-
福州	-	-	-

资料来源: 公司官网, 微信公众号, 央广网, 天津河北区媒体中心, 锦江区商务局, 红网, 德邦研究所

图 46: 中免成都市内店靠近春熙路地理位置具有优势



资料来源: 澎湃新闻, 德邦研究所

图 47: 中免天津市内免税店毗邻“天津之眼”



资料来源: 天津广播, 德邦研究所

③王府井门店布局覆盖全国, 卡位优势显著: 王府井自 2020 年 6 月拿到免税牌照后, 有序布局免税业务, 其中北京是其免税业务的重点布局地区。王府井有税业态历史悠久, 率先占据北京王府井核心商圈黄金地段, 先发卡位优势赋能下有望为免税业态引流。此外王府井还计划在北京环球度假区打造免税、奥莱、购物中心一体化的商业综合体, 不断发力市内渠道。

图 48: 王府井北京门店具有卡位优势



资料来源: 高德地图, 德邦研究所

图 49: 北京环球度假区概念图



资料来源: 百度, 德邦研究所

离岛免税: 运营主体日趋多元化, 有序竞争格局逐步形成。2020 年之前海南

仅有四家免税店，分别为三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店以及博鳌免税店，均为中免、海免运营。2020年7月10日，海南省财政厅、商务厅、市场监管局等部门根据财政部《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》等相关规定，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。截至目前，海南离岛免税市场主体除了中免、海免外，还增加了中出服、深免、海旅投以及海发控四家经营主体，同时新增六家免税店，并于2020年底以及2020年1-2月集中开业。但目前新增免税店供应链能力建设方面仍处于前期拓展阶段，在品牌铺设、SKU、客流量以及销售额方面相比中免较为弱势。根据海口海关，21Q1海南离岛免税销售额达到139亿元，中免在海南收入达128亿元，市占率90%+，其他免税运营商市场份额仍然较小。

表 14：海南离岛免税店汇总

分类	免税店	运营主体	位置	面积	开业时间
原有免税店	三亚海棠湾免税店	中免	海南省三亚市海棠区海棠北路118号	总建筑面积12万m ² ，商业面积7.2万m ²	2014年
	海口日月广场免税店	海免	海口市日月广场双子座1、2层和射手座L层	经营面积2.2万m ²	2019年
	海口美兰机场免税店	海免	海口市美兰机场国内候机楼隔离区内	营业面积1.4万m ²	2011年
	琼海博鳌免税店	海免	琼海市博鳌景区内	经营面积4200m ²	2019年
新增免税店	海控全球精品（海口）免税城	海发控	海口市国兴大道日月广场东区	总建筑面积3.89万m ² ，首期开业面积3000m ²	2021.1.31
	深免海口观澜湖免税购物城	深免	海口市羊山大道观澜湖新城	总营业面积10万m ² ，第一期营业面积2万m ²	2021.1.31
	中免海口美兰机场T2航站楼免税店	中免	海口市美兰机场T2航站楼	免税商业面积达1.06万m ²	海口美兰机场T2航站楼运营时开业
	三亚海旅免税城	海旅投	三亚市迎宾路303号	经营面积9.5万m ²	2020.12.30
	中服三亚国际免税购物公园	中服	三亚市解放一路鸿洲广场	总面积4.3万m ² ，首期开放1.5万m ²	2020.12.30
	中免三亚凤凰机场免税店	中免	三亚市凤凰机场	总面积6800m ² ，首期开放面积800m ²	2020.12.30

资料来源：各公司官网，三亚发布，德邦研究所

图 50：海南离岛免税店区位图



资料来源：高德地图，德邦研究所

2.4.3. 疫情加速免税商拓宽渠道，线上场景渐入佳境

为应对疫情影响，多家免税商纷纷推出线上购物渠道：

- **中免离岛补购+日上直邮，多渠道实现线上引流**

为应对疫情影响，2020年4月中免推出离岛免税补购活动，上线了离岛补购商城“cdf会员购海南”，已经离岛的顾客在180天内可将尚未使用完的离岛免税额度在补购线上平台继续选购，以邮寄方式提货。此外，日上上海&日上中国亦开启“直邮之路”。

- **深免推出i免税海外购精选电商，免税预定+跨境电商双管齐下：**

2017年5月深免打造多线电商运营平台“i免税海外购”，基于近40年免税行业深耕积淀与成熟的免税消费大数据，以新生代家庭及都市品质人群为核心受众，在原有免税业务基础上补充跨境商品服务，创新将免税线上预定&跨境完税直邮两种购物场景融合于一个平台。此外，深免联合DFS推出离岛免税小程序，可以提前预定线下提货点提货或者选择邮寄送达。

- **珠免推出品牌商业线上综合运营平台“珠海免税 Mall”：**

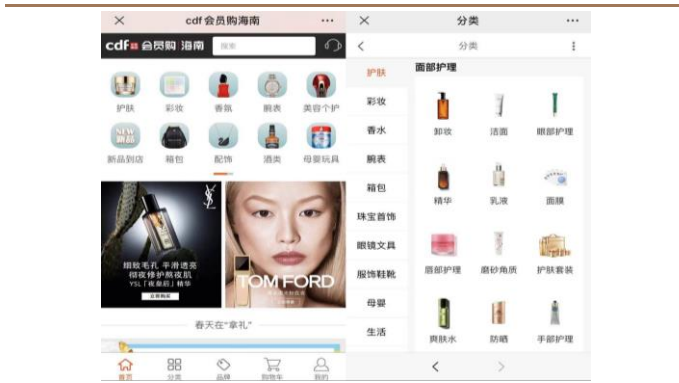
珠海免税网上商城是珠海免税集团旗下的品牌商业线上综合运营平台，由格力地产旗下海控科技有限公司自主研发。“珠海免税 MALL”始于防疫物资&农产品销售平台，随后不断扩容覆盖衣食住行娱等品类，承载大量优质品牌资源。2020年10月上线“珠免国际”，推出跨境电商板块，打造国营免税跨境一站式全球购服务。

- **王府井疫情期间发力线上运营奠定基础：**

根据王府井公告，疫情期间公司加快线上运营，打造“云购物”概念，通过快

速组建微信群，加大微商城运营，开拓直播平台、抖音小店运营等多种手段，形成线上流量矩阵，深度运营私域流量，积极开拓公域流量，取得了良好的效果。公司旗下门店建立各类微信群已达近 2000 个，并在此基础上持续深耕私域流量运营；45 家门店累计直播 1650 余场，实现近千万观看人次，带货直播和“非带货”直播穿插举行，在有效提升在线顾客的粘性 & 活跃度的基础上带动销售提升。其中“超级品牌月”的全国七城 13 店联播；东安市场联合抖音开展的连续 24 小时直播；北京 6 家门店联合开展的“京范儿 Fun”直播节，都受到市场关注与好评。下半年王府井“超级品牌月”陆续开展数场全国联动直播，与抖音共同开展的任务挑战赛，微博渠道“为美好生活代言”的超级话题亦持续引发粉丝共鸣。私域+公域流量积累下，为未来免税线上奠定深厚粉丝基础。

图 51：中免离岛补购平台



资料来源：微信公众号，德邦研究所

图 52：深免网上商城包括跨境电商+免税预定两种模式



资料来源：“i 免税”APP，德邦研究所

图 53：珠海免税 MALL 品类齐全



资料来源：微信小程序，德邦研究所

图 54：王府井网上商城



资料来源：微信小程序，德邦研究所

线上商城运营各有差异，模式主要包括免税预定、免税邮寄送达、跨境电商以及一般贸易模式。①中免：中免线上商城数量总类较多，包括 cdf 会员购、cdf 会员购海南、日上上海以及日上北京直邮。其中 cdf 会员购海南为中免推出的离岛补购平台，游客只需在半年内去过海南且在海南购买过离岛免税商品就可以在线上买免税商品，并且直邮到家，采取一般贸易模式运营，部分商品占用离岛免税 10 万元购物额度；日上上海&日上北京推出直邮服务，分别采取一般贸易模式与跨境电商模式。得益于中免强大的规模优势+采购能力，即使采用一般贸易模式 & 跨境电商模式在产生税费的情况下，旅客也可以享受与免税店价格差距不大的商品，极具价格优势。②深免：i 免税海外购主要分为两个板块，其一为免税预定，即旅客可在网上商城选购商品，但需要亲临口岸免税店线下提货；其二为跨境电

商板块，为完税商品。此外，深免还推出离岛免税小程序，得益于“邮寄送达”政策，旅客可在小程序选购免税商品并直邮到家。③珠免：珠免 MALL 主要有珠免国际&自营两个板块，前者为海外直采珠海保税仓发货，属于跨境电商模式；后者主要为进口完税商品。

表 15：各家免税运营商主要线上商城模式对比

运营主体	网上商城	销售模式	送达方式
中免	cdf 会员购	跨境电商	邮寄
	cdf 会员购海南(离岛补购平台)	一般贸易模式	邮寄
	日上上海	一般贸易模式	邮寄
	日上北京	跨境电商	邮寄
深免	i 免税海外购	免税线上预定	线下口岸免税店自提
	离岛免税小程序	跨境电商	邮寄
珠免	珠免国际	离岛免税邮寄送达	邮寄
	珠免自营	跨境电商	邮寄
		一般贸易模式	邮寄

资料来源：各网上商城、微信小程序、微信公众号，德邦研究所整理

3. 政策可期，看免税各渠道发展趋势如何

3.1. 离岛免税：政策扩容，有序竞争下共享增量蛋糕

3.1.1. 政策持续放宽，红利快速释放

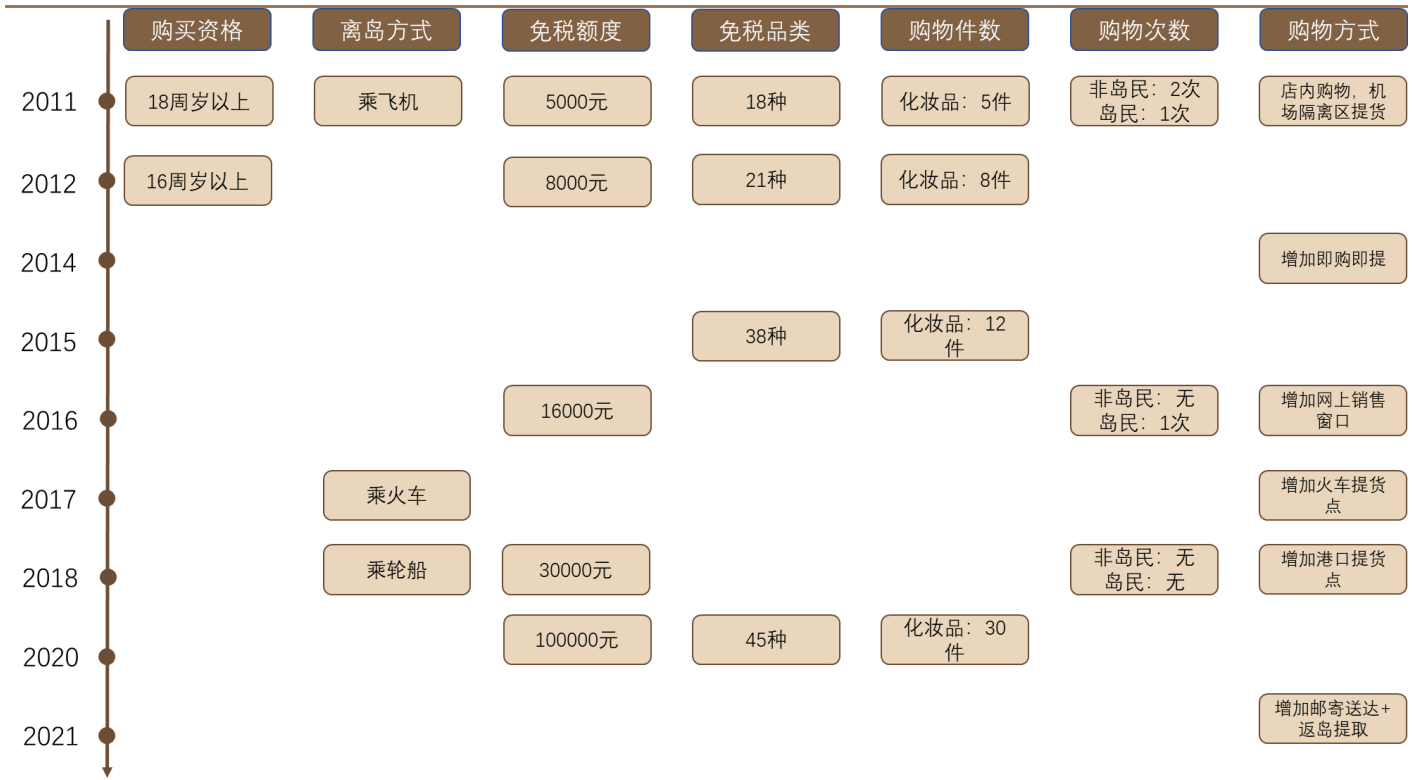
2011年离岛免税政策正式落地，后续不断放宽。2011年3月《财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》发布，国家决定在海南省开展离岛旅客免税购物政策试点，3月23日，海关总署制定了《中华人民共和国海关对海南省旅客免税购物监管暂行办法》，规定自2011年4月20日起，海南省开始试点执行离岛免税政策，我国离岛免税政策正式落地。至2020年，离岛免税政策九年九调，商品购物额度、品类以及购物件数等全面放开，此外，2021年2月推出邮寄送达提货方式，进一步优化免税购物体验。

表 16：2011-2018 年离岛免税政策梳理

文件	购买资格	离岛方式	购物方式	购物次数	免税品类	购物件数	免税额度	单品免税额度
2011年《财政部关于开展海南离岛免税购物政策试点的公告》	乘飞机离岛但不离境的18周岁以上的国内外旅客（包括岛内居民）	乘飞机离岛旅客	店内购物、机场隔离区提货	非岛内居民2次/年；岛内居民1次/年	18种	化妆品、笔、服装服饰、糖果5件，小皮件4件、其余各品类均为2件	5000元/人/年	5000元
2012年11月《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	16周岁以上	—	—	—	新增3种，共21种	化妆品、糖果8件；其余商品上调至4或5件	8000元/人/年	8000元
2014年1月	—	—	增加即购即提	—	—	—	—	—
2015年3月《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	—	—	—	—	新增17种商品，共计38种	提高香水、化妆品、手表、服饰服装、小皮件等10种热销商品限购件数	—	—
2016年1月《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	—	—	新增网上销售窗口	取消非岛内居民限购次数	—	—	16000元/人/年	—
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》	—	新增乘火车离岛旅客	新增海口火车提货点	—	—	—	—	—
2018年12月1日《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	—	—	—	取消岛内居民购物限制次数	增加部分家用医疗器械商品	新增家用医疗器械商品每人每次限购2件	30000元/人/年	—
2018年12月28日《关于将乘轮船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》	—	新增轮船离岛旅客	新增海口秀英港、新海港提货点	—	—	—	—	—
2020年6月29日《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	—	—	—	—	增加至45种	化妆品30件	10万元/人/年	取消行邮税限制
2021年2月《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	—	—	新增邮寄送达方式	—	—	—	—	—

资料来源：各政府官网，德邦研究所

图 55：2011-2021 年离岛免税政策变化主要内容



资料来源：各政府网站，德邦研究所

表 17：2020 年离岛免税新政前后对比

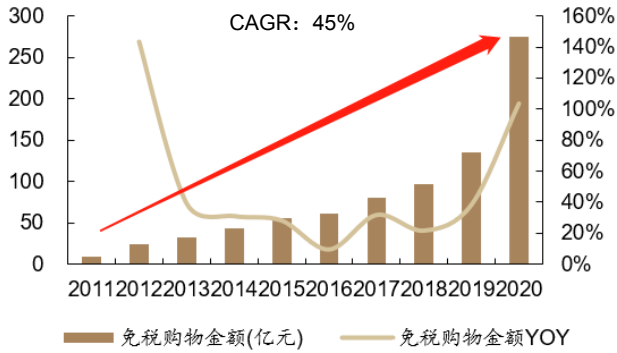
	新政前	新政后
额度	岛内外旅客免税额 3 万元/人/年	岛内外旅客免税额 10 万元/人/年
行邮税	单件 8000 元以上征税且每人每次只能买 1 件	免税购物额度 10 万元，取消行邮税限制
免税品品类	共 38 大类	共 45 大类，将酒类、手机、穿戴设备等电子消费产品、天然蜂蜜、茶及茶制品等品类纳入免税商品范围。
限购	化妆品每次离岛购买 12 件/人，腕表、香水、珠宝等各限购 6 件、8 件、6 件/人	化妆品每次离岛购买 30 件/人、手机每次离岛购买 4 件/人、酒类每次离岛购合计不超过 1500ML，其他免税品类不限购件数

资料来源：财政部，德邦研究所

3.1.2. 政策利好下离岛免税迅速放量，经营主体有望共同做大增量蛋糕

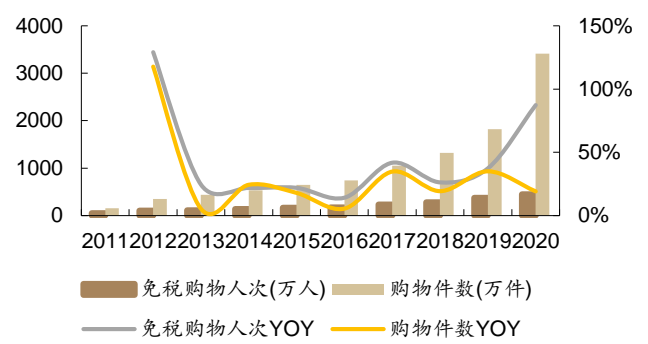
自 2011 年离岛免税政策落地以来，海南离岛免税政策历经多次调整，不断放宽对离岛免税的购物条件、免税金额、商品品类的限制，旅客购物热情被激发，红利释放下离岛免税销售额持续创新高。根据海口海关统计，离岛免税销售额由 2011 年的 9.71 亿元提升至 2020 年的 274.79 亿元，年复合增速高达 45.0%；离岛免税购物人次由 2011 年的 48.7 万人提升至 448.37 万人，年复合增速约为 28.0%；离岛免税购物件数由 2011 年的 153 万件提升至 2020 年的 3410 万件，始终保持高速增长态势。

图 56: 2011-2020 年离岛免税购物金额



资料来源: 海口海关, 德邦研究所

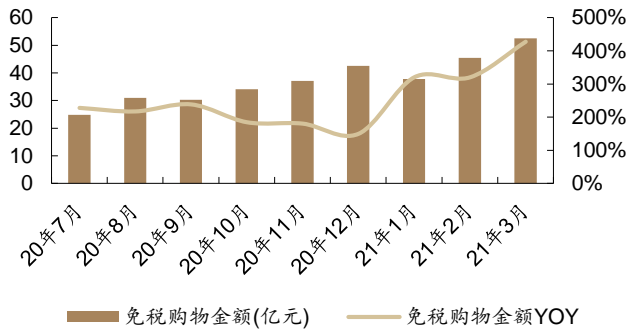
图 57: 2011-2020 年离岛免税购物人次&购物件数



资料来源: 海口海关, 德邦研究所

免税新政下加速放量, 助推客单价+渗透率大幅提升, 离岛免税迈入新篇章。根据海关数据, 离岛免税销售额方面, 2020 年下半年离岛免税销售额为 199.86 亿元, 同比增幅近 200%, 占全年销售额比重达 73%。随着离岛免税额度由 3 万元提升至 10 万元, 客单价随之水涨船高, 2020 年离岛免税客单价达到 6129 元, 相比 2019 年的 3587 元同比增幅为 70.9%, 其中新政实施以来的下半年客单价为 6678 元。政策红利持续释放, 2021 年海南免税销售数据连续再创新高, 21Q1 离岛免税销售额达 136 亿元/+356%, 客单价为 7599 元; 五一小长假期间全国游客恢复至 2019 年同期水平下, 离岛免税客单价达 8207 元, 未来 6-7 月份有望维持淡季不淡, 21Q4 旺季或将再次迎来放量增长。

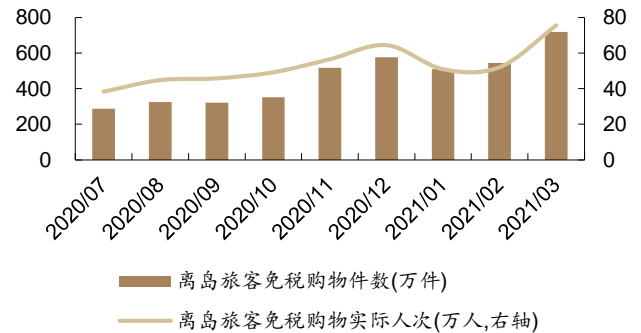
图 58: 免税新政推行以来离岛免税购物金额不断创新高



资料来源: 海口海关, 德邦研究所

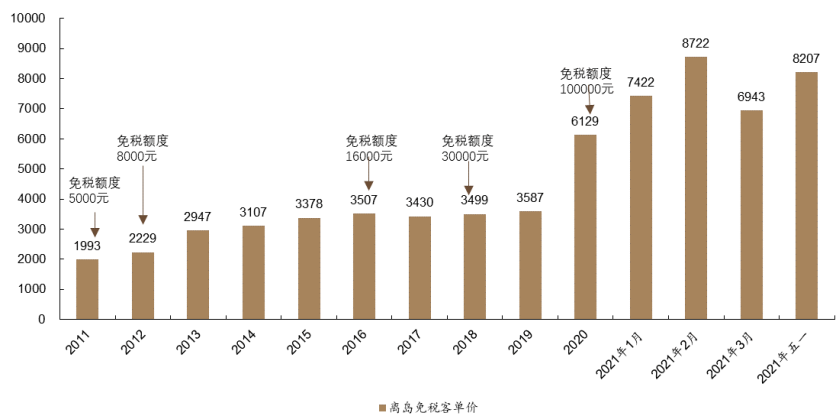
注: 考虑到去年春节错峰影响, 离岛免税销售额 2021 年 1+2 月同比增速约 320%

图 59: 免税新政推行以来购物件数&购物人次情况



资料来源: 海口海关, 德邦研究所

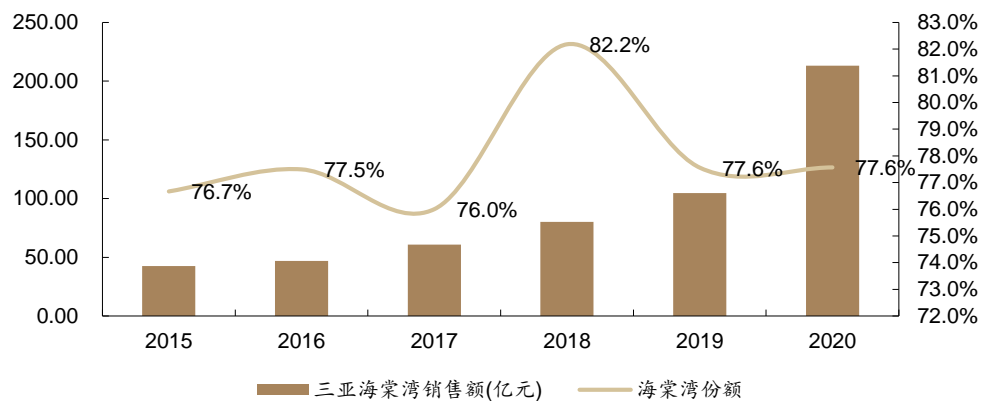
图 60: 随着离岛免税购物额度不断放开, 客单价随之水涨船高(单位: 元)



资料来源：海口海关，德邦研究所

离岛免税虽处于有序竞争格局，但存量门店中海棠湾体量最大，中免市场份额仍保持绝对优势。2020年新政放开之前，海南省共有4家免税店，分别为三亚海棠湾免税店、海口日月广场免税店、博鳌免税店以及海口美兰机场免税店，其中三亚海棠湾每年市场份额均超70%。新政放开后免税运营主体逐渐多元化，但中免整体龙头地位仍难打破，根据海关数据，21Q1中免市占率约为92%（海南离岛免税整体销售额139亿元，中免海南收入为128亿元），考虑到22年中/底海口国际免税城&海棠湾一期2号地即将开门迎客，中免龙头地位有望进一步巩固。未来海南离岛免税持续扩容下，运营主体有望有序竞争共同做大离岛免税蛋糕。

图 61：三亚海棠湾离岛免税销售额市占率超 7 成



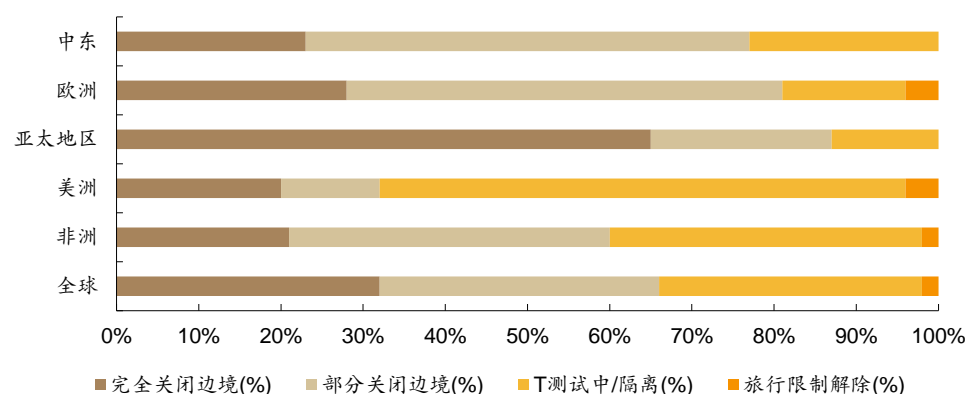
资料来源：中国中免公司公告，海口海关，德邦研究所

注：海棠湾份额为海棠湾店销售额/海南离岛免税销售额测算得出；其中三亚海棠湾销售额来源于中国中免公司公告，海南离岛免税销售额来源于海口海关。

3.1.3. 离岛免税消费习惯正逐步形成，海外疫情回暖影响相对可控

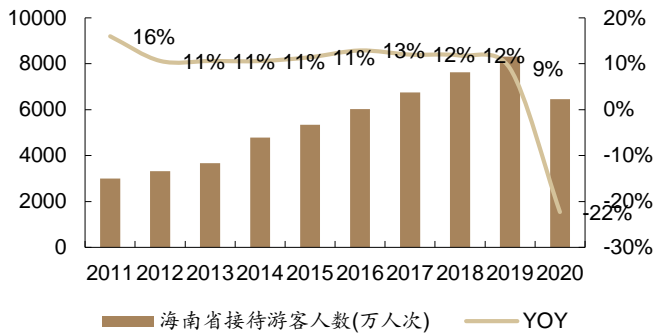
考虑到海南旅客数量往年平稳增长态势，预计国外免税逐渐回暖下不会对海南免税产生重大冲击。随着疫苗普及以及疫情逐渐得到控制，海外免税销售有所回暖，根据韩国免税协会(KDFA)，1月韩国免税销售中外籍游客消费金额12.3亿美元，同比下降16.4%，但环比20年12月YOY-37.2%显著修复。国际通道或逐渐打开，但完全恢复尚需一定时间（根据UNWTO数据，截至2021年2月，全球旅行限制解除的国家所占比重仅为2%，而亚太地区旅行限制解除的国家为0）。此外考虑到海南旅客数量多年以来增长态势较为平稳，在国内疫情恢复后海南省游客人数也并未出现爆发式增长，因此预计后疫情阶段海南客流也并不会因为国外旅游的复苏而出现明显的下滑。

图 62：出境游还需较长恢复时间



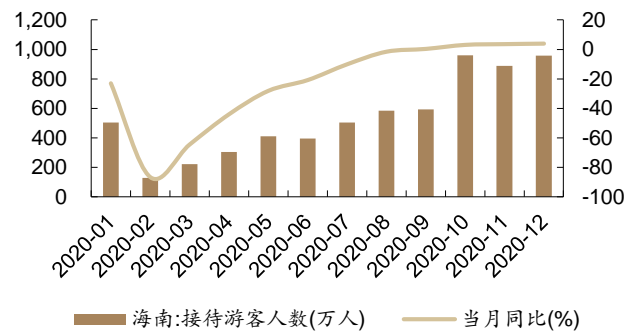
资料来源：UNWTO，德邦研究所

图 63：海南省接待游客数量增长平稳



资料来源：阳光海南网，德邦研究所

图 64：国内疫情得到控制下海南旅客并未出现爆发式增长



资料来源：海南旅游局，德邦研究所

自贸港建设集结资源持续赋能，海南旅游零售有望继续蓬勃发展。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》，通过“6+1+4”制度设计，明确到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到 2035 年，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动；到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。国家顶层支持海南自由贸易港建设，未来多方面资源集结下，免税有望乘风更上一层楼。

图 65：自贸港建设方案将集结资源助推离岛免税更进一步



资料来源：中共中央、国务院，德邦研究所

周边旅游基础设施不断完善+交通运输网络不断优化升级，未来客流有望持续增长。旅游业是海南十二大重点产业之首，目前海南省有 6 大省级旅游园区、9 个成熟滨海旅游度假区以及 25 个重点旅游度假区。此外，海南有 2 个国际机场，其中美兰机场二期扩建项目于 2015 年 10 月底动工，建设目标为 2025 年满足年旅客吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40 万吨，已于 2020 年 12 月 31 日分阶段、分批次、分区域投入运营。海南旅游+交通+基础设施条件不断优化，有望持续引流助力消费回流。

图 66: 海棠湾高级酒店密集, 基础设施不断完善



资料来源: 马蜂窝, 德邦研究所

图 67: 海南交通运输便利



资料来源: 海南自由贸易港官网, 高德地图, 德邦研究所

终端市场宣传推广+品牌、品类、服务不断完善+三亚免税扩容升级&海口国际免税城渐行渐近, 海南离岛免税有望逐步形成消费习惯。免税政策红利不断释放下, 免税品消费热情激发, 多方面齐发力打造海南成为全球免税购物天堂愿景渐行渐近。①**终端市场宣传推广不断发力:** 2020年7月6日第二届海南免税购物节在三亚海棠湾免税店拉开帷幕, 并开始在重庆、成都、西安、长沙等多地开展免税城市推广活动, 拓展海南与其他城市之间的沟通交流。此外, 流量明星实力引流助阵海南离岛免税, 2020年12月杨幂、李现、宋祖儿齐聚三亚国际免税城参加雅诗兰黛产品发布会, 知名艺人现场阵容+精彩品牌快闪店活动为游客创造别开生面难忘体验。此外, 2021年5月7-10日海南省举办中国国际消费品博览会, 期间约70个国家和地区的近1500家国内外参展企业将亮相海口, 海南有望成为中国消费者心中的首选购物胜地。②**品牌、品类、服务不断完善:** 海南免税新政落地, 免税店配合政策全面提升销售服务水平、免税品品质品类, 同时增加海口美兰机场提货窗口、开通邮寄送达服务, 最大程度为游客带来满意的旅游购物体验, 提升复购率。③**投资海棠湾一期二号地+海口国际免税城22年中有望开业:** 中国中免3月18日发布公告, 公司拟投资37亿元建设海棠湾一期2号地项目, 定位为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目, 弥补三亚海棠湾免税城经营面积不足, 引进高奢品牌丰富品类, 实现海棠湾店全面升级。同时, 亚洲最大免税城海口市国际免税城预计于2022年中开门迎客。海口国际免税城免税商业体部分总建筑面积达29万平方米, 建成后营业面积是海棠湾店的2倍, 未来游客在享受高端免税购物的同时还能尽享文化艺术饕餮盛宴, 或将成为国际旅游消费中心的“金名片”。

图 68: 海南购物节重庆推广活动



资料来源: 中新网, 德邦研究所

图 69: 杨幂、李现、宋祖儿等明星现身海棠湾免税店



资料来源: 北青网新闻, 德邦研究所

图 70：中免海口国际免税城效果图



资料来源：DFE，德邦研究所

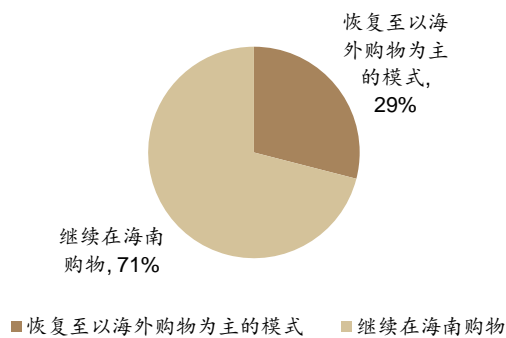
图 71：海口国际免税城区位图



资料来源：DFE，德邦研究所

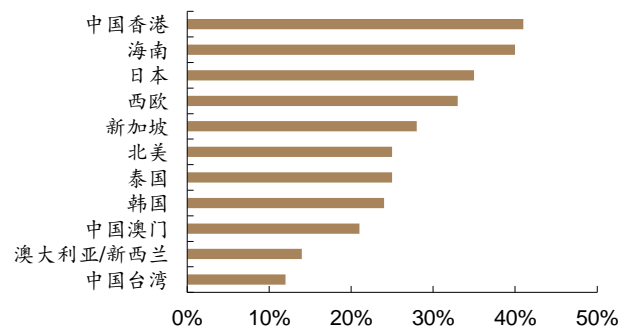
根据奥纬咨询最新研究预计，疫情完全得到控制后，中国恢复至全球各地的旅游，首选海南作为旅行目的地的消费者将占到 40%，仅次于香港（41%）；且在到过海南的游客中，未来在出境游放开后仍愿意将海南作为排名前三的旅游目的地的消费者占比为 48%，海南旅游仍拥有较高的粘性；在全球旅游恢复后，约 71% 的受访者选择继续在海南购物而取代海外购物。由此可见海南游+海南购物即使未来在出境游放开后仍有望维持高景气度。

图 72：疫情后选择继续在海南购物的人数占比 71%



资料来源：奥纬咨询，德邦研究所

图 73：疫情过后选择到海南旅游的游客比重为 40%



资料来源：奥纬咨询，德邦研究所

3.2. 市内免税：政策呼之欲出，出境游放开将成为下一增量市场

市内免税店对机场免税店虽会形成一定分流，但二者购物场景不同，更多系优势互补。若国人市内免税店政策放开，可能会对机场免税店形成一定的分流。但二者未来的购物场景或将差异化发展，对于在转机候机时打发闲暇时光的商务人士来说，机场免税店是上好的消费场景；而对于有明确购物需求和目标的游客，市内免税店凭借位置佳+空间大+无时间限制的良好购物体验独具优势。机场位置寸土寸金，免税店或因受制于面积而不得不减少商品品类，相比之下，市内免税店往往位于城区商圈，附近交通便利，同时面积较大商品品类更多元；不受值机时间限制将拥有更充足的购物时间，因此购物体验方面，市内免税更有吸引力。

图 74：市内免税店购物体验更佳



资料来源：中免官网，德邦研究所

图 75：中服北京市内免税店位于前门商圈交通便利



资料来源：高德地图，德邦研究所整理

央地合力推进，国人市内免税政策或将渐行渐近。2020 年 3 月发改委等 23 部门发布《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建设》，其中提到要进一步完善免税业政策，坚持服务境外人士和我国出境居民并重，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。国家顶层设计明确支持国人离境市内免税店发展，随后各地方政府积极响应，国人离境市内免税政策已在考虑之中。

表 18：央地合力推进市内免税店政策有望加快落地

时间	部门	文件	主要内容
2020 年 3 月 13 日	发改委等 23 部门	《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》	1) 以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计，破除行业发展障碍，提高行业发展质量和水平； 2) 科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系，进一步完善免税业政策； 3) 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。
2020 年 4 月 11 日	青岛市政府办公厅	《青岛市 2020 年激发消费潜力促进消费增长专项行动计划》	积极争取政策支持建设中国特色市内免税店，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。支持在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020 年 5 月 8 日	广州市商务局、发改委	《关于提振消费促进市场繁荣的若干措施》	积极争取政策突破设立市内免税店，引导消费回流，释放免税消费潜力。
2020 年 5 月 22 日	湖北省政府办公厅	加快全省主要城市市内及空港免税店落地。	在免税店设立国产商品区，销售推介省内品牌产品。
2020 年 8 月 19 日	浙江省政府办公厅	《关于促进消费扩容提质加快激发居民消费潜力的实施意见》	支持发展免税店业务，鼓励有条件的地区建设市内免税店。扩大口岸免税业务，支持符合条件的口岸争取增设免税店。
2020 年 8 月 28 日	国务院批复同意	《深化北京市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。
2020 年 9 月 17 日	济南市商务局、市中区商务局、市中区融媒体中心	在“品质市中金秋消费季”（以下简称“‘消费季’”）启动仪式中提出争取第一家市内免税店落户绿地中心。	
2021 年 1 月 29 日	上海市商务工作会议	力争在 2021 年实现市内免税店新政策落地。	

资料来源：各政府网站，德邦研究所

多地战略布局，全力争取市内免税店项目落地。除了成都、天津、武汉、长

沙、福州等地积极与中免对接布局市内免税店外，深圳罗湖区披露产业发展“十四五”规划，多处提及免税经济、此外根据中国旅游集团微信公号，中国旅游集团投资运营有限公司以底价 83.95 亿元拿下广州花都区两宗地块，打造免税商业文旅综合体，市内免税呼之欲出。此外，根据我们测算，在出境人数恢复至 2019 年水平下，在客单价 7000 元、渗透率为 10% 的前提下，北京上海两地国人离境市内免税规模为 253 亿元，未来长期成熟状态下有望达到 500 亿元。

表 19：多地积极布局市内免税

时间	城市	事件
2020 年 7 月	武汉	武汉港航发展集团有限公司与中免签订《战略合作意向备忘录》，拟在长江航运中心大厦开设中部首家“CDF 市内免税店”
2021 年 2 月	天津	天津河北区以对外开放为驱动、以招商引资为抓手，进一步聚合商贸发展要素，积极对接中免集团，引入市内免税店消费新模式。
2021 年 2 月	成都	成都市锦江区正积极对接中免，引入成都首家市内免税店，并力争在 2021 年内落成开业。
2021 年 4 月	长沙	湖南湘江新区发展集团有限公司与中免在长沙签署战略合作协议，双方将共同推进长沙首家市内免税店落地。
2021 年 4 月	福州	福建省旅游发展集团与中免签署合作协议，计划总投资 25 亿元在福州市区设立大型城市免税店。
2021 年 3 月	深圳	深圳罗湖区产业发展“十四五”规划（征求意见稿）当中提到，拟打造跨境消费中心，加快推进国贸免税城项目，建设粤港澳大湾区免税城。积极争取市内免税政策落地，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质。
2021 年 4 月	广州	中国旅游集团投资运营有限公司以底价约 83.95 亿元拿下广州花都区两宗地块，打造免税商业文旅综合体。

资料来源：武汉港发官网，天津本地宝，锦江区商务局，红网，腾讯新闻，DFE，德邦研究所

表 20：市内免税空间测算参考基数

	参考基数		
	2018	2019	2020
海南旅客总人数(万人次)	7627.39	8311.20	6455.09
离岛免税购物人次(万人次)	278.59	376.19	448.37
离岛免税渗透率(%)	3.7%	4.5%	6.9%
海南离岛免税销售额(亿元)	97.47	134.92	274.79
离岛免税额度(元)	30000	30000	100000
海南离岛免税客单价(元)	3498.74	3586.49	6128.70

资料来源：海口海关，海南省统计局，德邦研究所

表 21：市内免税空间测算结果

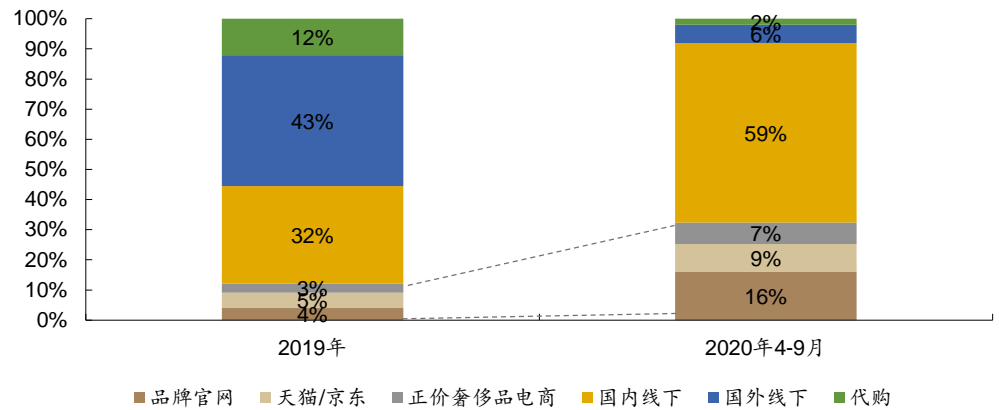
核心假设：							
1.根据边检总站，2019 年北京/上海出入境人次分别为 2667/4570 万人，假设 2019 年北京上海两地出境人数为 $(2667+4570)/2=3619$ 万人；							
2.现有跨境电商额度为 2.6 万元，考虑到刺激消费回流初衷，假设国人离境市内免税额度为 3 万元；							
3.考虑到出境游至少还需 2-3 年时间恢复，假设在出境人数恢复至 2019 年，在客单价 7000 元、渗透率为 10% 的前提下，北京上海国人离境市内免税规模为 253 亿元，在长期成熟状态下有望达到 500 亿元。							
		渗透率					
市场规模(亿元)		7.0%	9.0%	10.0%	11.0%	13.0%	15.0%
客单价							
4000	101.32	130.27	144.74	159.21	188.16	217.11	
6000	151.98	195.40	217.11	238.82	282.24	325.67	
7000	177.31	227.97	253.30	278.62	329.28	379.94	
8000	202.64	260.53	289.48	318.43	376.32	434.22	
9000	227.97	293.10	325.67	358.23	423.36	488.50	
10000	253.30	325.67	361.85	398.04	470.41	542.78	

资料来源：德邦研究所测算

3.3. 线上销售大势所趋，未来免税电商有望成为下一发力点

疫情倒逼线上业务加速发展，线上不间断引流丰富免税销售渠道。线上化趋势受到疫情影响加速发展，根据 BCG 发布的《2020 奢侈品消费者调研》，截至 2020 年 9 月线上渠道占比由 2019 年的 12% 提升至 32%，疫情催化下奢侈品线上消费接受度提升。

图 76：疫情下奢侈品消费线上渠道占比显著提升(单位：%)



资料来源：BCG，德邦研究所

多个奢侈品牌纷纷布局社交电商平台，未来免税线上平台有望成为下一看点。疫情催化下，多个奢侈品牌主动入驻电商平台，如 2020 年 2 月 Prada 入驻天猫，3 月 LV 入驻微信视频号，随后 Dior、Prada 也相继入驻，4 月 Gucci 先后入驻微信视频号、抖音等，品牌商或逐步认识到线上化趋势为大势所趋，未来线上渠道有望成为海南离岛免税外的另一支撑点。

表 22：布局线上平台的奢侈品品牌不完全统计

时间	事件
2020 年 2 月 24 日	Prada 入驻天猫
2020 年 3 月 7 日	LV 成为首个入驻微信视频号的奢侈品牌，随后 Dior、Prada 相继入驻
2020 年 4 月	Gucci 先后入驻微信视频号、抖音
2020 年 6 月	Chanel 入驻微信视频号 Dior 成为首个入驻 B 站的奢侈品牌 Dior 入驻天猫，开售香氛、彩妆及高端护肤系列

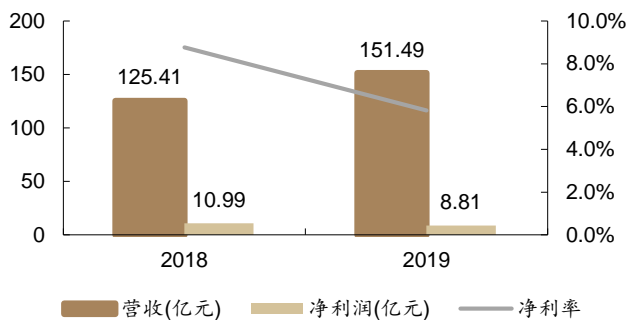
资料来源：远川研究所，德邦研究所

3.4. 机场免税：初期构筑规模基石，未来扣点合理化下盈利能力有望向好

初期机场免税高扣点拖累盈利能力，但更看重机场体量下规模效应释放的长期利好。机场免税为重要的免税消费场景，在免税行业中的地位举足轻重。目前中免已率先占据北京、上海、广州、香港等主要机场渠道，其中北京上海机场体量规模最大。机场免税业务合作模式主要为特许经营，特许经营合同一般由保底租金及销售额扣点率组成，通常取二者孰高。机场扣点率较高拖累免税店净利率，2018 年 7 月日上上海中标上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场免税业务经营权，根据当时日上上海与上海机场签订的租赁合同，浦东、虹桥机场合同期内（2019-2025 年）保底销售提成总额分别为 410 亿元以及 20.71 亿元，综合销售提成高达 42.5%。受高扣点拖累，即使日上上海 2018、2019 年营收分别达到 125 亿元以及 151 亿元，但净利率仅为 8.8% 以及 5.8%，同期三亚海棠湾店净利率分别为 13.8% 以及 13.6%，机场免税店盈利能力较弱。同时首都国际机场第一、二标段保底经营费用分别为 8.3 亿元、22 亿元，销售额提取比例为 47.5% 以及 43.5%，同样处于高扣点水平。即使机场高额销售费用导致机场免税店盈利能力欠佳，但应更加看重未来核心机场免税店体量下规模效应释放对集团整体运营的意

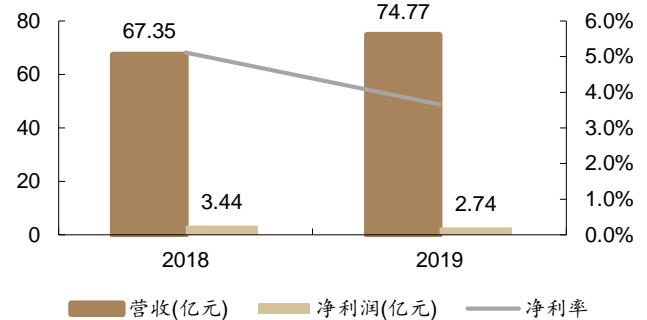
义。中免 2018 年完成收购日上上海，当年营收同比增速高达 66%，同时市占率由不足 50% 跃升至 84%。此外规模提升下，中免上游拿货议价能力大大提升，运营实力不断增强，毛利率由 2017 年的 29.8% 提升至 41.46% (YOY+11.6pct)。

图 77：日上上海营收&净利润情况



资料来源：中国中免公司公告，德邦研究所

图 78：日上中国营收&净利润情况



资料来源：中国中免公司公告，德邦研究所

表 23：中免主要机场免税店扣点情况

	保底租金	销售提成比例
上海浦东国际机场	7 年合计 410 亿元	42.50%
上海虹桥国际机场	7 年合计 20.7 亿元	42.50%
首都机场-T2 航站楼	8.3 亿元	47.50%
首都机场-T3 航站楼	22 亿元	43.50%
大兴机场-烟酒、食品标段	2.3 亿元	49%
大兴机场-香化标段	4.16 亿元	46%
大兴机场-精品标段	4.16 亿元	20%
白云机场-进境 T1	0.24 亿元/月	39%
白云机场-进境 T2	0.35 亿元/月	42%
白云机场-出境 T2	0.33 亿元/月	35%

资料来源：中国中免公司公告，德邦研究所

疫情影响下，上海机场租金协议重签，机场免税租金扣点逐步合理盈利能力有望提升。根据中国中免 2021 年 1 月 30 日公告，日上上海与上海机场签署《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同之补充协议》，对机场免税店租金进行重新调整，将机场租金与实际国际客流挂钩，具体而言：

1、当月实际国际客流 \leq 2019 年月均实际国际客流 \times 80%时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，月实际销售提成=人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数；

其中“人均贡献”参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元，“客流调节系数”按月实际国际客流与 2019 年同月实际国际客流之比从低于 30% 至高于 120% 分别由高到低递减对应不同系数，“面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于 10% 至高于 70% 分别由高到低递减对应不同系数，当实际开业面积占免税场地总面积的比例为 0 时，面积调节系数为 0。

2、当月实际国际客流 $>$ 2019 年月均实际国际客流 \times 80%时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，月保底销售提成=当年保底销售提成 \div 12 个月，当年保底销售提成与当年实际国际客流挂钩。

表 24：上海机场租金补充协议规定租金与实际客流挂钩

年度	年实际国际客流 X(万人次)	年保底销售提成(万元)
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

资料来源：上海机场公司公告，德邦研究所

政策指引避免“价高者得”，招标租期小于十年实则利好免税龙头。2016年财政部、商务部等五部门联合印发《口岸进境免税店管理暂行办法》，其中规定招标人或口岸业主与免税品经营企业每次签约的经营期限不超过10年，协议到期后不得自动续约，应该重新确定经营主体；此外2018年3月五部门印发《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》中强调合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。同时财务指标在评标中占比不得超过50%，技术指标在评标中占比不得低于50%。一方面政策指引下疫情后机场免税扣点未来或将逐步趋于合理化，助推机场免税店盈利能力逐步好转；另一方面，政策虽然规定经营主体十年一换，但同时也强调经营主体在品牌招商、运营以及市场营销等能力，未来运营能力强的龙头企业仍有望在竞标中拔得头筹。

表 25：政策指引，机场租金避免“价高者得”

财务指标	租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。	≤50%
技术指标	店铺布局和涉及规划(占比20%) 品牌招商(占比30%) 运营计划(占比20%) 市场营销及客户服务(占比30%)	≥50%

资料来源：财政部，德邦研究所

4. 以韩为鉴，把握我国免税发展机遇

韩国免税起源于 1964 年，近 60 年的发展历史，韩国已经连续超过 10 年稳坐世界免税销售额第一名的宝座。以韩为鉴，从以下几个维度剖析韩国免税的发展要素，看我国免税未来发展潜力。

维度一，从韩国免税行业的规模与客群看：①从韩国免税客群结构来看：韩国免税销售额中中国籍旅客贡献超过 70%，2019 年中国在韩免税店消费金额达到 1124 亿元，而同年我国免税行业市场规模仅为 545 亿元，由此可见我国消费回流空间潜力巨大。②免税发展要素对比：我国免税行业与韩国在品牌、价格、购物体验等多方面的差距逐渐拉小甚至反超，为消费回流提供硬性抓手和保障。

维度二，从韩国免税龙头发展历程来看：以 2013 年为节点，在此之前韩国免税牌照比较集中，之后政府不断新增免税运营牌照，且政策在一定程度上向中小企业倾斜鼓励入局免税赛道。尽管竞争有所加剧，但乐天&新罗免税龙头凭借先发优势积极外延式扩张累积体量，在规模、品牌商谈判、卡位、运营能力等方面具备全方位优势，成功跻身于韩国前二、世界前五，相比之下中小企业难以打破行业竞争格局，2018 年三大龙头市场份额仍高达 81%，相较 2012 年仅下降 2pct。我国虽有多家企业切入免税赛道，但对标韩国免税发展历程，我国免税行业竞争格局短期内同样较难被打破，未来仍然继续看好免税龙头发展优势。

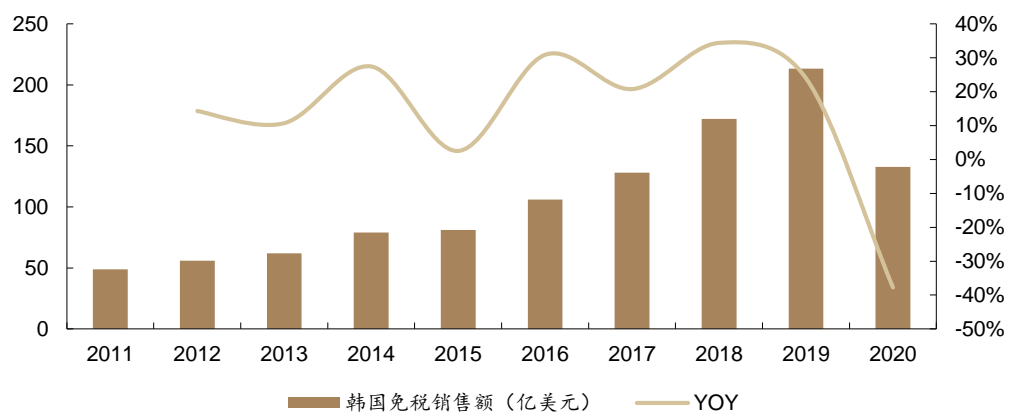
维度三，从韩国市内免税空间来看：相比机场免税店，市内免税店购物时间灵活+商品品类丰富+交通便利，购物体验更佳。2019 年韩国市内免税店销售额占整体免税收入的 85%，对应市场规模约 180 亿美元，同时外国游客在韩国市内免税店客单价更是高达 1370 美元。考虑到韩国免税中中国人消费金额占据绝对地位，若我国针对国人离境市内免税政策放开，未来我国市内免税店将成为截留消费的有效途径之一。

4.1. 从韩国免税发展要素看：我国免税回流空间广阔

4.1.1. 韩国免税规模连续多年领先全球，我国免税规模有望快速增长

韩国免税飞速发展，稳居世界之首。韩国免税韩国旅游业兴起于 20 世纪 60 年代，免税随之受益迅猛发展。韩国免税销售额 2009 年超过英国，占全球免税份额的 8% 成为全球第一大免税市场，此后连续 10 余年稳居世界免税行业之首。2016 年韩国免税市场销售额突破 10 万亿韩元，仅用三年成功实现翻番，2019 年韩国免税市场销售额突破 20 万亿韩元（约 213.2 亿美元），占据全球免税 26% 的市场份额。在 2019 年全球免税集团排行中，韩国乐天、新罗两大免税集团位居世界免税第二、第三名。

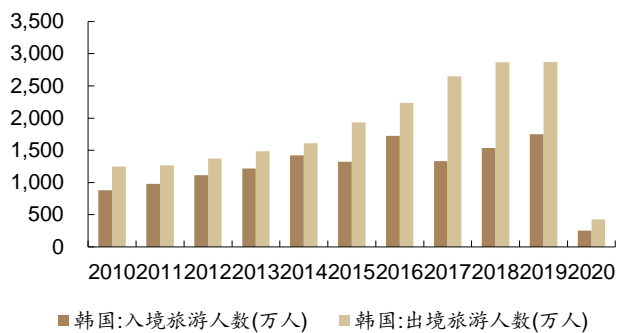
图 79：韩国免税规模稳步增长



资料来源：Moodie Report，韩联社，德邦研究所

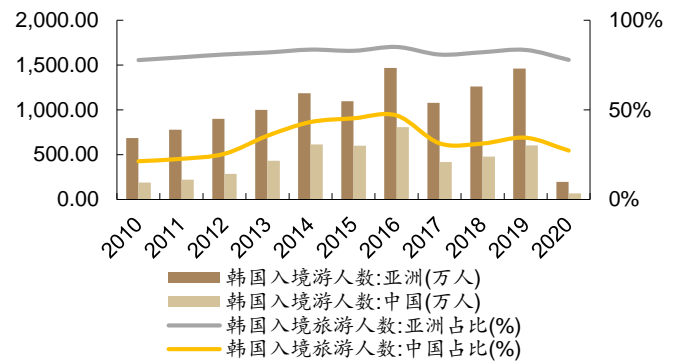
出入境旅游市场的壮大奠定客源基础,助力免税规模迅速发展。根据韩联社,2017年韩国人均年出境游达到2.6次,实现四年翻一番。与此同时,根据智研咨询,2009-2018年韩国居民境内免税购物渗透率均保持在70-80%,韩国居民出境游为韩国免税业的发展奠定了客源基础。此外,韩国地处朝鲜半岛南半部,拥有优美的自然环境,其中汉城、济州、庆州和釜山等地都是久负盛名的旅游圣地,吸引大批国外游客前来观光,入境游的发展进一步推动韩国免税业的迅速壮大。韩国入境游旅客中,亚洲为其主要客源地,贡献超过8成。其中尤其以中国旅客居多,2019年韩国入境旅客中中国游客为602万,占比超过30%,我国已成为韩国入境旅游第一大客源地。

图 80: 韩国出入境人数稳步增加



资料来源: wind, 德邦研究所

图 81: 韩国入境游客数量中中国人占比居高

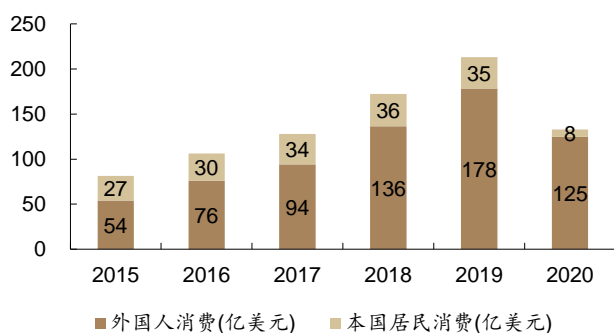


资料来源: wind, 德邦研究所

4.1.2. 2019年中国人贡献韩国免税销售额超7成,未来回流空间大

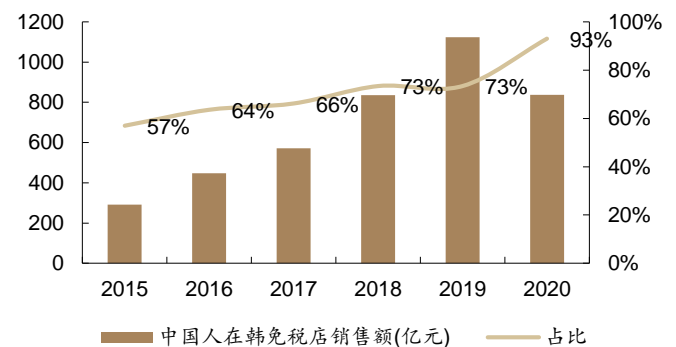
从韩国免税客群构成来看,外国游客消费能力远高于本土居民,尤以中国消费者为主力军,未来我国免税消费回流潜力巨大。根据前瞻产业研究院,2019年,韩国免税市场规模达到213亿美元,其中韩国国民消费35亿美元,占比约16.4%,近10年年均复合增速为9%;国外旅客消费178亿美元,占比约83.6%,近10年年均复合增速高达27%,海外游客构成韩国免税市场的主要消费力。从单客消费来看,外国游客人均购物628美元(约人民币4400元),远高于本地居民的174美元。韩国免税行业销售额中外国人免税消费额占比近8成,其中,尤以中国人贡献居多。2019年中国人在韩国免税店购物额达到1124亿元,为韩国免税店消费的绝对主力军,占比超过70%,远超我国同期免税市场规模(2019年我国免税市场规模仅为545亿元左右),2020年疫情期间占比更是高达93%,从这一方面来看我国免税市场未来仍有较大的回流空间。

图 82: 韩国免税店客群以外国人为主



资料来源: 前瞻产业研究院, 韩联社, 德邦研究所

图 83: 中国人为韩国免税消费主力军

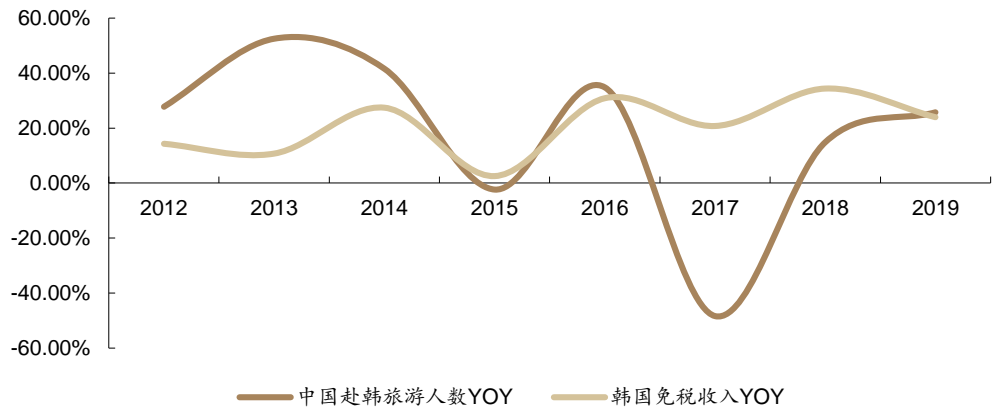


资料来源: 韩国免税店协会, 德邦研究所

萨德事件导致中国赴韩游客剧减,而中国代购风波兴起,韩国免税依赖性过高,中国消费者或将逐渐回流至国内。根据韩联社,受2016年“萨德”反导系统入韩引起的中韩关系紧张影响,赴韩中国团体游客数量大幅减少,但与此同时韩

国免税店销售额破纪录，中国人在韩免税店消费额也大幅增加，这归因于中国代购购物量剧增抵消了萨德事件影响。根据 DFE 以及《亚洲日报》报道，2018 年韩国免税销售额达到 19 万亿韩元，其中中国代购贡献过半；2020 年韩国免税店总销售额中中国消费者贡献更是高达 93%，代购大军一定程度上拯救了韩国免税行业。韩国免税行业收入结构严重外化，发展较为被动。未来随着海南离岛免税发展日益繁荣，叠加中国市内免税政策有望渐行渐近，疫情结束后中国消费者或将更多回流至国内免税市场。

图 84：2017 年后韩国免税多依靠中国代购

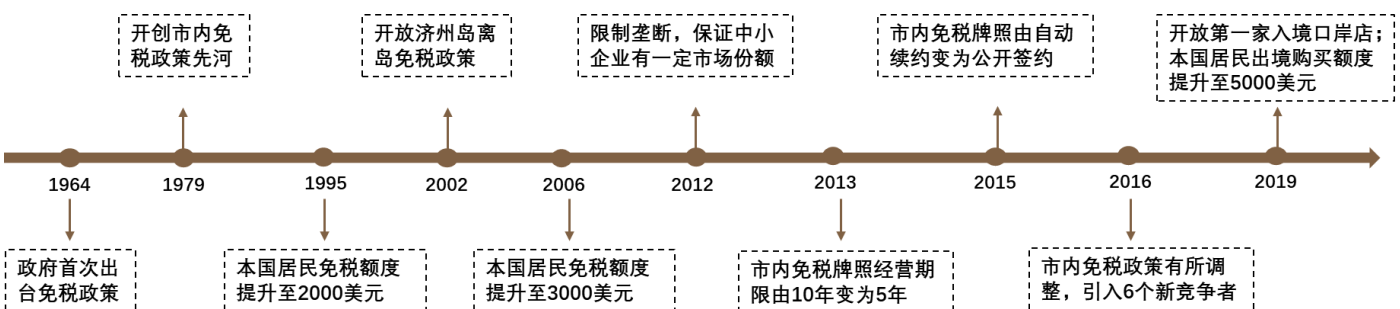


资料来源：wind, Moodie Davitt, 德邦研究所

4.1.3. 我国免税在政策+价格+购物体验方面逐步完善有望反超

韩国免税政策灵活且不断创新，持续注入增长动力。韩国免税崛起，很大程度上得益于免税政策的不断创新，其首创离境市内免税店以及离岛免税，充分挖掘本国居民境内免税的消费潜力，不断增加免税购物额度，同时注重打造优良免税购物环境以吸引境外游客免税消费，迅速推动免税行业起飞。

图 85：韩国免税政策沿革



资料来源：智研咨询，德邦研究所

国际品牌云集，本土香化崛起助力韩国免税引流。早在 20 世纪 80 年代，韩国乐天免税店就引进了 LV、爱马仕、香奈儿等一线品牌，与众多国际奢侈品品牌建立起长期合作关系。目前韩国乐天免税店以及新罗免税店分别汇集 1200、1300+ 国际高端奢侈品品牌，种类丰富。外国游客在韩免税店消费品类主要为香化类产品，根据智研咨询，2019Q1 韩国免税消费中香化合计占比 65%。其中韩国本土香化品牌崛起，受到世界尤其是中国旅客喜爱。根据乐天免税店官网，2021 年 3 月乐天免税店畅销榜中，最受欢迎的品牌前两名为 Whoo 后以及雪花秀，均为韩

国本土品牌。韩国本土香化品牌与免税零售渠道联动发展相辅相成，一方面香化品牌免税渠道价格较专柜来说更具吸引力，吸引大量国外游客到韩国免税店购物实现引流；另一方面，免税渠道成为本土香化品牌销售的重要销售渠道，助推业绩增长。根据智研咨询，爱茉莉太平洋免税渠道 2018 年销售额为 1.27 万亿韩元（约 7.5 亿美元），免税渠道营收占比已达到 24%，成为爱茉莉太平洋韩国内销售占比最大的渠道。

表 26：韩国免税店国际一线奢侈品品牌云集

	明洞乐天	蚕室乐天	新罗	新世界	东和
LV	√	√	√	√	
迪奥	√		√	√	
爱马仕	√	√	√		√
香奈儿	√	√	√		√
PRADA	√	√	√		√
FENDI	√	√	√	√	√
MCM	√	√	√	√	√
CELINE	√	√	√	√	
BV	√	√	√	√	√
菲拉格慕	√	√	√	√	√
LOEWE	√	√	√		√
BURBERRY	√	√	√	√	
GUCCI	√	√	√	√	
宝格丽	√	√	√	√	√
BALLY	√	√	√	√	
YSL	√		√	√	
CHLOE	√	√		√	
范思哲					
巴黎世家	√			√	
纪梵希	√	√	√	√	√
劳力士	√	√	√		√
欧米茄	√	√	√	√	√
万国	√	√	√	√	
浪琴	√	√	√	√	√
天梭	√	√	√	√	√
卡地亚	√	√	√	√	
蒂芙尼	√	√	√	√	
梵克雅宝			√	√	

资料来源：小红书，德邦研究所

注：①时间截止至 2019 年；②根据 DFE，LV 正逐步退出市内免税店的大部分业务，包括其在韩国的市内免税店面，并于 2021 年 5 月通知韩国旅游零售商。

图 86：韩国免税香化品类占比 65%

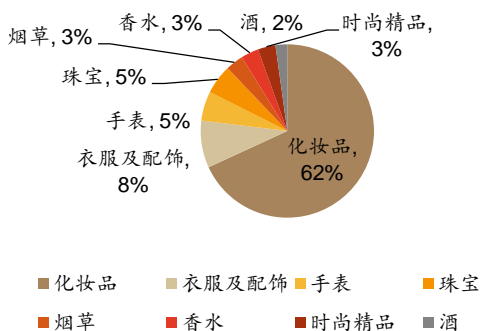


图 87：韩国本土香化品牌助力免税店销量



资料来源：智研咨询，德邦研究所

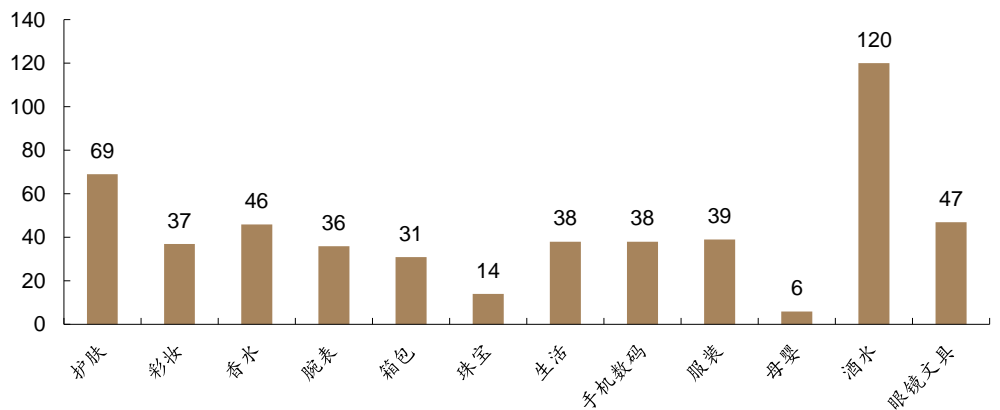
资料来源：乐天、新罗免税店官网，德邦研究所
注：数据截至 2021 年 3 月 23 日

政策、品类、价格等多维度对比下，我国免税回流有望加快脚步。以海南离岛免税为例，与韩国免税进行多维度对比：

①购物品类&额度方面，受益于政策红利释放，离岛免税购物品类与额度不断放宽，目前离岛免税购物品类共包含 45 大类，新增酒类、电子等商品，不断完善产品种类满足购物需求；额度放宽至每人每年十万元人民币，取消单件商品 8000 元的免税限额规定，不断满足旅客需求进而提升客单价。

②品牌方面，目前国内免税品牌方面较韩国等免税产业成熟的国家来说处于劣势端，服饰箱包等缺乏头牌，但根据中国中免 3 月 18 日公告，公司拟投资建设三亚国际免税城一期 2 号地项目，扩建免税营业面积，引进高端奢侈品牌，未来不排除重奢品牌的入驻，高端品牌矩阵有望进一步完善。此外，根据韩联社，2020 年 10 月韩国化妆品巨头爱茉莉太平洋与中免签署战略合作伙伴协议，进一步加强与中免的合作关系，我们认为未来随着中国免税市场地位的不断提升，与品牌商谈判能力将进一步增强，品牌方面的差距将不断缩小。

图 88：三亚免税城各品类入驻品牌数量（单位：个）



资料来源：三亚免税城官网，德邦研究所

③购物便利性：目前国内离岛免税店（如三亚海棠湾）飞机起飞前 6 个小时需要完成购物（若起飞地点为海口需要提前 12 小时完成购物），同时在网上商城预定需要在起飞前 12 小时提前下单；而韩国免税店供货系统十分高效，乐天免税网上商城开通了“3 小时前商店”，即直至出境前 3 小时为止均可在网上购物，延长购物时间方便游客购物。但 2021 年 2 月财政部等三部门联合发布《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》，海南离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货，岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取，购物便利程度逐步提升。

图 89：三亚国际免税城网上商城预购时间

提货地点	网上商城预购时间限制
三亚国际免税城	<ul style="list-style-type: none"> 下单时段 00:00-06:00，离岛时间是当日 18:00 之后； 下单时段 06:00-20:00，需提前 12 小时下单； 下单时段 20:00-24:00，离岛时间是次日 18:00 之后。
海口美兰机场、海口火车站、新海港	<ul style="list-style-type: none"> 下单时段 00:00-10:00，离岛时间是次日 10:00 之后； 下单时段 10:00-20:00，需提前 24 小时下单； 下单时段 20:00-24:00，离岛时间是后日 10:00 之后。
博鳌	<ul style="list-style-type: none"> 至少提前 40 小时下单。
海口美兰机场	<ul style="list-style-type: none"> 三亚：需提前 48 小时下单； 海口：需提前 24 小时下单；

图 90：韩国乐天免税店开通了“3 小时前商店”



资料来源：三亚国际免税城微信公众号，德邦研究所

资料来源：乐天免税网上商城，德邦研究所

④价格方面，截至 2021 年 6 月，三亚国际免税城绝大多数商品价格相比乐天免税店同型号商品来说具有显著的价格优势。综上所述我们认为，未来随着国内免税店逐渐填补奢侈品头牌空缺以及发力逐渐提升购物体验，我国免税店竞争力将不断提升成为引导消费回流的强劲之力。

表 27：三亚国际免税城与乐天免税店部分商品价格对比

品牌	商品	示意图	三亚国际免税城价格(元)	乐天免税店价格
海蓝之谜	海蓝之谜修护精萃液 150ml 保湿精华水		860	\$162(约 ¥1033.56)
兰蔻	兰蔻新精华肌底液 100ML		1050	\$204(¥1301.52)
雅诗兰黛	雅诗兰黛特润修护精华眼霜 15ml 两支装		680	\$142(¥905.96)
SK-II	SK-II 小灯泡光蕴环采钻白精华 50ml		1115	\$196(¥1250.48)
雪花秀	雪花秀致美养肤气垫粉底液 21 号 2 件正装+2 件替换装		530	\$90(¥574.2)
后	Whoo 后 天气丹系列套装		1420	\$259(¥1652.42)
苏秘 37°	苏秘 37° 惊喜水分三件套		598	\$109(¥695.42)
资生堂	资生堂新红妍肌活精华露 100ML【红腰子】		1070	\$174(¥1110.12)
阿玛尼	Armani/阿玛尼大师粉底液造型紧颜粉底液 3		470	\$66.5(¥424.27)
迪奥	迪奥小姐淡香水 50ML		586	\$95(¥606.1)

施华洛世奇 施华洛世奇 Iconic Swan 链坠

640 \$66.5(¥424.27)



资料来源：三亚国际免税城、乐天免税店官方商城，德邦研究所
注：数据截至 2021 年 6 月 7 日，未考虑满减折扣等。

4.2. 从韩国免税发展历程看：规模优势下免税龙头地位稳固不可替代

4.2.1. 从培育龙头到鼓励竞争，不改免税行业竞争格局

韩国免税行业按照竞争格局发展可以以 2013 年为分界点划分为两个阶段。根据韩国关税厅，在 2013 年之前，免税店经营者每隔 10 年选定一次，并且一般情况下经营时间都可再延长。在此背景下韩国市内免税店始终维持 10 张免税牌照，免税竞争格局处于双寡头状态，即乐天和新罗两家占据绝对市场份额。

2013 年韩国对关税法进行修订，规定每隔五年对市内免税店与机场免税店特许权进行一次审查，由自动续约变成竞标。并且希望通过免税产业带动中小企业发展，将为中小企业运营免税店提供相关优惠政策、提供更多招标机会等。至此韩国免税竞争格局被打破，当年新增 7 张市内免税牌照，并且全部颁发给中小企业。

2015 年 1 月韩国批准在首尔新增 3 家免税店、在济州岛增加 1 处市内免税店。其中首尔为 15 年以来第一次新增市内免税牌照。首尔新增的三张免税牌照中，其中两张颁发给了大型企业 HDC 新罗和韩华公司，另一张由 SME（中小型企业）获得。

同时 2015 年首尔有四张免税牌照到期，根据 2013 年韩国修订的《关税法》，到期免税牌照需要重新招标，2015 年 11 月，韩国关税厅公布招标结果，新世界集团和斗山集团成为最大赢家：新世界集团不仅再次获得釜山免税店经营权，并且击败 SK 集团获得华克山庄免税店经营权；此外，斗山获得世界大厦免税店牌照（原运营主体为乐天），而乐天则维持乐天明洞店牌照。即首尔四张免税牌照到期后新营运商均为大企业。

2016 年 6 月 3 日，韩国关税厅在官方网站上发布经营权申请公告表示，为促进观光产业发展，扩大投资及雇佣，将在首尔市新增 4 家，釜山市及江原地区分别新增 1 家，共 6 家市内免税店。其中首尔新增的四家免税店分别为大企业运营的 HDC 新罗 IPARK 店、63 大厦内韩华 GALLERIA 免税店、南大门新世界免税店以及一家由中小企业运营的东大门斗山 Doota(都塔)免税店。根据 Moodie Davitt，截至 2019 年 H1，韩国已批准的免税牌照数据（包括新增牌照）为 60 个（机场 29 个、市内 26 个、特定地区 4 个以及外交人员免税店 1 个），按公司类别划分，包括大公司 25 个、中小型企业 31 个以及国营公司 4 个；26 个市内免税店牌照中 14 家由大公司经营，12 家由小公司经营。

图 91：韩国市内免税牌照数量

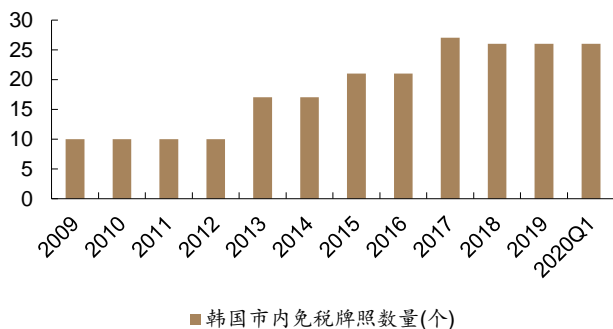
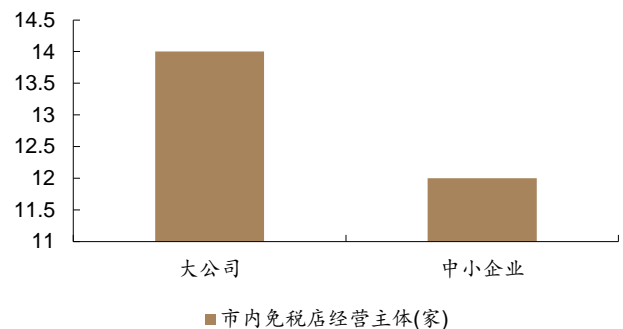


图 92：韩国市内免税店牌照共 26 张，其中 SME 拥有 12 张



资料来源：韩国关税厅，Moodie Davitt，中国产业信息网，德邦研究所

资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

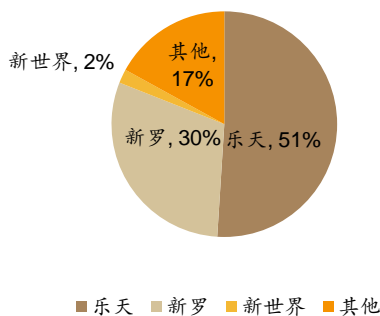
增发牌照鼓励竞争，但长期不改免税巨头地位和行业格局。近年来韩国频繁增发免税牌照，并且鼓励中小企业参与免税经营，但并不会从根本上改变韩国免税行业竞争格局。虽然韩国引入多个参与者布局免税赛道，但由于相对大型企业而言部分主体运营能力较弱而陷入亏损&生存危机，接连引发关店潮：根据韩国关税厅，2017年9月1日韩亚免税店因营业状况不佳，提出闭店申请，成为八年中首个申请自主闭店的免税店；韩华集团旗下 Gallria 免税店也无法承受亏损，于2019年9月30日关停位于首尔 63 大厦的免税店；斗山集团于2019年10月决定退还免税店经营权，并于2020年4月30日正式停止经营首尔市内都塔免税店；由于受到疫情冲击，韩国最大旅行社“哈拿多乐”旗下 SM 市内免税店宣布于2020年4月底停业，并且将不再续签仁川国际机场免税店合约，彻底放弃免税店业务。反观韩国免税龙头乐天、新罗以及新世界，根据 Moodie Davitt，2012年乐天+新罗+新世界共占据 83% 市场份额，截至 2018 年三者市占率仍为 81%，仅下降 2pct，由此可见在有序竞争情况下，免税龙头仍然凭借先发优势累积规模，构筑运营核心竞争力进而保证市场份额与地位。

图 93：韩国多家免税店陷入生存危机引发“关店潮”



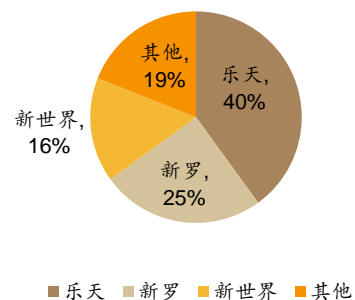
资料来源：韩国关税厅，韩联社，德邦研究所

图 94：2012 年乐天+新罗+新世界合计占据 83% 市场份额



资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

图 95：2018 年乐天+新罗+新世界合计占据 81% 市场份额



资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

4.2.2. 从韩国免税龙头崛起来看，规模构筑核心壁垒，

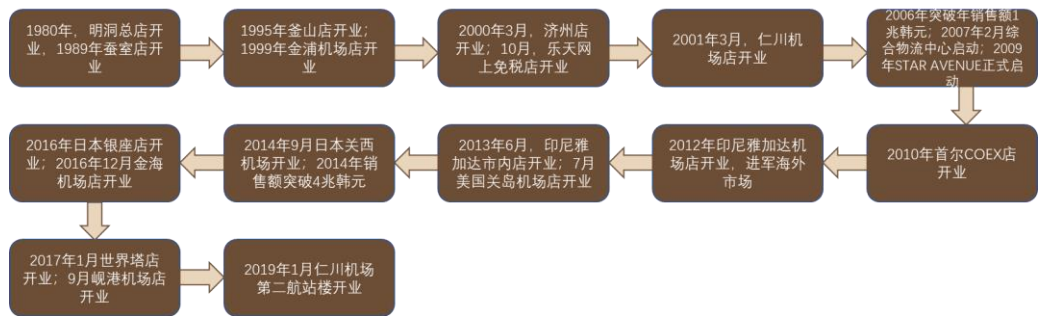
● 乐天：先发优势奠定龙头规模，品牌壁垒构建深厚护城河

乐天免税店是最早拿到免税牌照的韩国首家综合免税店，并且最早引进百货商店式卖场区域划分的精品风格。1980 年乐天免税从首尔明洞总店起步，之后相

继开放世界大厦店、釜山店、仁川机场店等，目前在韩国共经营有 8 家实体店。品牌方面，乐天奢侈品品牌齐全，根据立鼎立产业研究院，乐天于 1984 年引进 LV，1985 年引进爱马仕，1986 年引进香奈儿，是韩国最早成功吸引三大国际奢侈品品牌的免税店。

海外布局方面，乐天免税店积极进军海外，以 2013 年印度尼西亚雅加达市内店为开端，相继在关岛、日本、越南等地经营卖场，扩大事业范围。作为唯一将事业版图拓展至大洋洲的韩国免税店，目前已经在澳洲和新西兰分别运营有 4 家和 1 家分店。网上免税店方面，乐天免税店领先业内，开放了第一家网上及手机免税店，目前运营有韩语、中文、日语、英语、越南语 5 种语言的网站。

图 96：乐天免税历史沿革



资料来源：公司官网，立鼎产业研究院，德邦研究所

表 28：乐天免税店分布及品牌

地区	类型	门店	简介
韩国	市内店	首尔店	汇聚 LV、Prada、香奈儿、古驰等顶级奢侈品品牌精品店以及多种多样的国际美妆品牌的盛宴
	市内店	济州店	畅享爱马仕和香奈儿精品等顶级的国际奢侈品品牌购物，拥有济州岛免税店最大规模的奢华腕表卖场以及被认证的世界最高水准的新罗化妆品、香水卖场
	机场店	济州机场店	济州国际机场内唯一一家免税店
	机场店	仁川机场店	位于仁川机场 T2 航站楼内
	机场店	金浦机场店	位于首尔江西区金浦国际机场 3 楼国际航线出境大厅
新加坡	机场店	樟宜机场店	有 T1、T2、T3、T4 航站楼，包括彩妆、手表、Duplex 等多种卖场
中国	机场店	香港机场店	位于亚洲 3 大枢纽机场之一，不仅有最高端的全球品牌，还有来自日本及韩国独特的美妆品牌，啊 hi 有特色男士美妆区域
	机场店	澳门机场店	主要运营化妆品、香水卖场，从海外国际化妆品到韩国本土人气化妆品，汇聚多种美妆品牌
泰国	市内店	普吉店	新罗免税店与泰国内地公司共同合作成立，入驻多种奢侈品牌及时装，化妆品品牌，更有优质的泰国当地土特产品

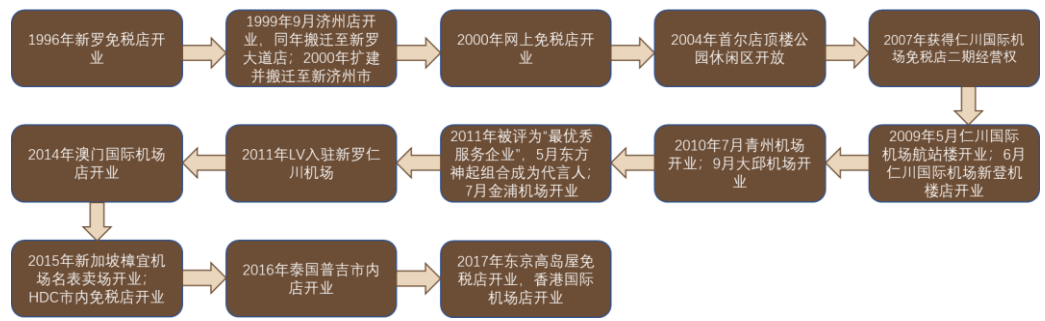
资料来源：公司官网，立鼎产业研究网，德邦研究所

注：其中仁川国际机场经营租约于 2021 年 2 月 28 日到期，乐天未再续约

● 新罗：市内+机场双渠道渗入，增规模扩版图

新罗免税店成立于 1985 年，属于新罗酒店旗下旅游零售部门，是韩国免税市场排名第二的免税龙头企业，仅次于乐天免税。1986 年新罗获批首尔市新罗酒店附近开设市内免税店，从此开启免税之旅。新罗早期主要依托市内免税店打下根基，先后开设首尔市内免税店&济州市内免税店；随后 2008 年第一家机场免税店仁川机场店开业后开始逐步渗入机场免税业务，免税业务开始快速增长。2011 年起新罗开始将业务范围扩展到海外，相继在中国澳门、新加坡、泰国等地成立免税店和化妆品卖场等。

图 97：新罗免税历史沿革



资料来源：公司官网，立鼎产业研究院，德邦研究所

表 29：新罗免税店分布

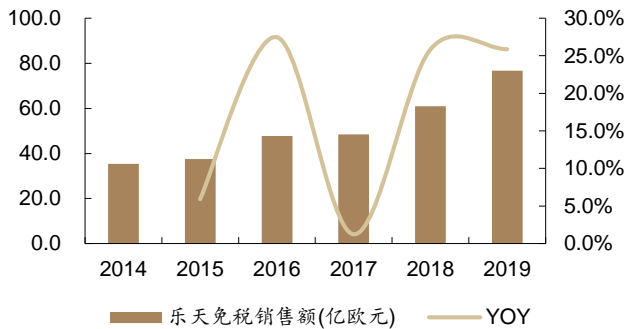
地区	类型	门店	简介
韩国	市内店	首尔店	汇聚 LV、Prada、香奈儿、古驰等顶级奢侈品品牌精品店以及多种多样的国际美妆品牌的盛宴
	市内店	济州店	畅享爱马仕和香奈儿精品等顶级的国际奢侈品品牌购物，拥有济州岛免税店最大规模的奢华腕表卖场以及被认证的世界最高水准的新罗化妆品、香水卖场
	机场店	济州机场店	济州国际机场内唯一一家免税店
	机场店	仁川机场店	位于仁川机场 T2 航站楼内
	机场店	金浦机场店	位于首尔江西区金浦国际机场 3 楼国际航线出境大厅
新加坡	机场店	樟宜机场店	有 T1、T2、T3、T4 航站楼，包括彩妆、手表、Duplex 等多种卖场
中国	机场店	香港机场店	位于亚洲 3 大枢纽机场之一，不仅有最高端的全球品牌，还有来自日本及韩国独特的美妆品牌，啊 hi 有特色男士美妆区域
	机场店	澳门机场店	主要运营化妆品、香水卖场，从海外国际化妆品到韩国本土人气化妆品，汇聚多种美妆品牌
泰国	市内店	普吉店	新罗免税店与泰国内地公司共同合作成立，入驻多种奢侈品牌及时装，化妆品品牌，更有优质的泰国当地土特产品

资料来源：公司官网，德邦研究所

注：其中仁川国际机场经营租约于 2021 年 2 月 28 日到期，新罗未再续约

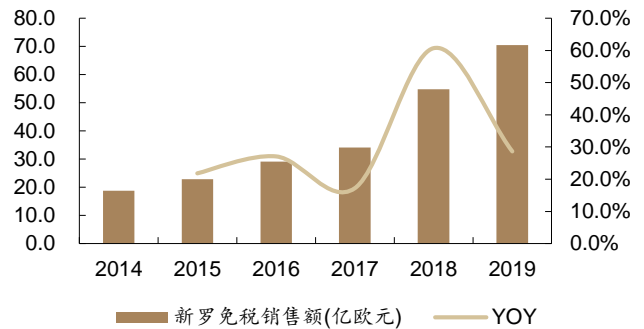
背靠财阀规模不断扩张，规模优势下地位稳固中小企业难以抗衡。乐天依托韩国财团乐天集团，新罗属于韩国三星财团，大型财团助力下，乐天&新罗规模保持高速扩张，市场地位稳固，始终位列韩国免税第一、第二名。规模优势下，乐天、韩国运营能力超强，即使在高返点代购模式兴起下亦能够正常经营并盈利。相比之下，中小企业进入免税行业时间晚，难以获得规模效应，虽然在一定程度上受到政府政策倾斜，但运营能力较弱，无论是在品牌方合作、产品丰富度以及价格等方面都处于明显的劣势端，不具有与大企业抗衡的核心竞争力，最终部分企业不得不选择黯然离场。

图 98：乐天规模不断扩张



资料来源：Moodie Davitt, 德邦研究所

图 99：新罗始终稳居韩国免税第二名

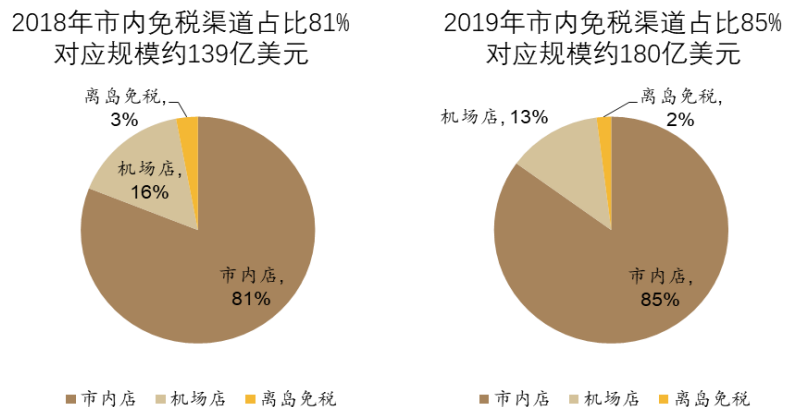


资料来源：Moodie Davitt, 德邦研究所

4.3. 从韩国市内免税店看：市内空间可期

购物体验佳+卡位优势+交通便利，市内免税空间更大。市内免税为韩国最大的免税销售渠道，自1979年开设第一家市内免税店以来，截止到2019年，韩国市内免税店销售额占整体免税收入的85%，对应市场规模约180亿美元。相比机场免税，市内免税在经营面积、商品品类、购物时间、通行便利等方面具有明显优势。
 ①购物体验：机场免税店受限于经营面积，商品品类更多配置面积小以及周转率较高下香化，消费者选择范围有限；相比之下，市内免税店面积更大，商品品牌&品类更加齐全，价格层次结构有一定区分，顾客选择面更加广泛，购物体验感更好。
 ②通行便利，延长购物时间：机场免税店购物时间更加集中，游客更多的利用候机时间进行购物。但受到赶赴机场、办理登记手续、安检等环节的影响，机场免税店购物时间更加紧张；市内免税店购物时间更加灵活，并且多位于核心商圈出行交通便利，对于有购物计划的游客来说提供了更加理想的消费场所。以乐天明洞总店来看，明洞位于首尔市核心CBD，属于首尔中区代表的购物街，为韩国旅游必要的“打卡”之地。
 ③市内免税无高额租金：根据中国产业信息网，疫情前全球机场免税店的平均扣点率约为45%，高额扣点压低机场免税盈利空间，市内免税租金与一般大型商场持平，低于机场扣点，市内免税店或为盈利抓手。

图 100：韩国市内免税渠道占比最大，规模不断增长



资料来源：KDFA, 前瞻产业研究院, 德邦研究所

5. 投资建议

免税政策扩容升级，红利加速释放，免税行业进入全新发展阶段，消费回流趋势下免税发展空间潜力巨大。免税龙头在前期牌照垄断下凭借先发优势累积体量，规模效应释放带来供应链、渠道卡位等全方位竞争优势，马太效应显著未来有望强者恒强。重点推荐中国中免，建议关注王府井。

中国中免：消费回流趋势下政策红利不断释放，离岛免税仍有充足发展空间，未来多点开花增后业绩。 1) 离岛红利仍在释放，海南竞争地位有望维持：中国中免凭借早期牌照垄断+内生外延增长，规模效应释放下议价能力更强，长期积累了全方位的竞争优势，而考虑到海南其他免税运营品牌/SKU 铺设较慢（尤其是精品），未来仍需 2-3 年提升购物体验，中免海南地位有望得到保证。2) 长期消费回流空间广阔，市内+线上多点开花增厚业绩：2018 年国人奢侈品消费 7700 亿元（预计 25 年将达到 1.2 万亿元），其中仅 30% 发生在国内，且考虑到奢侈品消费“抗通胀”属性，免税市场规模未来有望稳定增长。此外消费回流趋势下市内免税政策渐行渐近，中免多点布局抢占先机；叠加成立电商平台发力线上，未来市内+线上有望成为业绩护城河。

王府井：吸收合并首商，整合北京地区商业资源，有税协同下重点发力免税，继续看好公司成长空间。 1) 短期：吸收合并首商股份，整合北京地区核心商业资源，北京零售业务布局有望得到进一步强化，规模优势将更加显著；2) 中长期：公司于 2020 年 6 月获得免税牌照，7 月投资设立北京王府井免税品公司，同时计划在北京环球度假区打造有税和免税一体化的商业综合体，重点推进北京地区的口岸免税和市内免税项目。此外公司合资设立海南岛免税经营公司，布局海南岛民+离岛免税业态，未来或将逐步在全国范围内推进。凭借多年深耕有税协同优势显著，叠加首旅集团赋能，消费回流趋势下未来免税+有税发展潜力巨大。

表 31：相关标的盈利预测

股票 代码	股票 名称	EPS			PE		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
601888.SH	中国中免	3.14	5.97	8.03	89.82	49.86	37.07
600859.SH	王府井	0.5	1.21	1.45	65.39	24.20	20.19

资料来源：wind，德邦研究所

注：上述标的的盈利预测均为 wind 最新一致预期，PE 使用 2021 年 6 月 15 日收盘价计算

6. 风险提示

(1) **新冠肺炎疫情反复**: 新冠肺炎疫情反复下影响海南游客人数导致海南免税销售额不及预期。

(2) **免税政策红利低于预期**: 国人市内免税政策落地以及支持力度不达预期。

(3) **免税市场竞争加剧**: 免税牌照发放范围进一步增加导致免税市场竞争加剧。

信息披露

分析师与研究助理简介

郑澄怀，德邦证券研究所商贸零售&社会服务首席分析师，伦敦政治经济学院金融学，杜伦大学计算机学双硕士，曾任安信证券商社团队高级分析师。2020年新财富商社第六名&最具潜力奖核心成员，第二届新浪金麒麟新锐分析师第一名核心成员。2021年加入德邦证券研究所。擅长消费产业趋势分析及公司和行业的深度基本面研究，核心覆盖：酒店、免税、人力资源、餐饮、旅游、医美、化妆品、茶饮、零售等多个板块。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准：	类别	评级	说明
以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	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%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。