



买入 (首次)

所属行业: 休闲服务
当前价格(元): 294.18

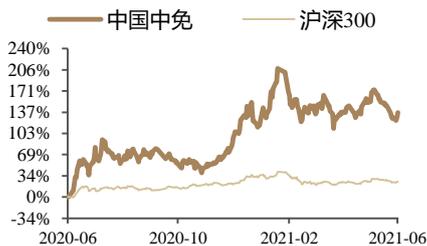
证券分析师

郑澄怀

资格编号: S0120521050001

邮箱: dengch@tebon.com.cn

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-6.30	0.66	-4.39
相对涨幅(%)	-6.56	-0.48	-6.18

资料来源: 德邦研究所, 聚源数据

相关研究

《免税行业深度: 政策东风起, 龙头多点开花尤可期》20210616

中国中免(601888.SH): 免税黄金时代, 中免强者恒强行至千里

投资要点

- 导语: 中免海南离岛免税短期数据在淡季以及广东疫情影响下无需过度担忧, 后续21Q4&22Q1旺季到来+市内店政策有望落地+北京机场租金冲回+顶奢引入+海南所得税优惠实施仍有多个催化, 中长期看离岛+市内+中免电商业务多点开花, 且竞争壁垒在由香化免税向奢侈品免税转型中有望越筑越深, 坚定看好公司未来成长潜力!**
- 牌照垄断打破下, 公司竞争力何在? 规模优势下的议价能力+运营效率是公司长期的核心壁垒所在, 品牌+SKU丰富度则为短中期的引流利器。1) 规模优势:** 公司通过内生发力+外延并购不断扩大自身规模, 在收购日上后年公司毛利率显著提升, 但对标 Dufry 仍有 10 个百分点左右的提升空间 (2020 年公司免税业务毛利率 44.9%, 而 Dufry 仍高达 53.8%)。考虑到公司 2020 年实现营收 526 亿元, 已经超过 Dufry、乐天、新罗跃居成为世界第一大免税商, 未来议价能力有望进一步得到强化。**2) 营运+管理效率:** 公司高管免税运营经验丰富, 且长期深耕积累下的管理经验+更懂奢侈品将赋能公司在中长期的运营中更具优势。**3) 品牌+SKU:** 从海南离岛免税的竞争格局来看, 2020 年新增海旅、海控、中服以及深免四家离岛免税运营商, 打破中免独家经营的垄断格局。但从底层基本面全面对比各家免税商的运营情况, 得到品牌+SKU 是短中期竞争核心要素之一。通过对比我们发现, 新入局者品牌尤其是精品品牌引入速度较慢, 考虑到旅客在有限的时间内会优先选择购物体验更佳、品牌+SKU 更丰富的免税店, 因此即使新入局者前期做了较多的折扣, 引流效果暂不及预期。且品牌引入相对齐全到成熟状态至少还需 2-3 年, 考虑到未来竞争将由香化免税逐渐转向奢侈品免税, 公司在品牌 SKU 具有明显优势下壁垒有望越筑越深, 龙头地位稳固。
- 长期视角下, 出境游逐渐打开, 公司将何以应对? 凭借多年的深耕经验, 公司在各个渠道早有布局, 长期离岛+市内免税+线上渠道多点发力下, 公司护城河将越筑越深。**
 - 1) 离岛免税仍有空间, 客单价+渗透率提升为主要驱动力。**一方面, 我们认为免税行业未来的大趋势将以精品为主, 在 2020 年海南新政放开, 离岛免税购物额度提升至 10 万元/人/年且取消 8000 元单件商品价格限制后, 精品占比的提升带动客单价不断上涨, 2021 年 Q1-Q3 海南离岛免税客单价已经提升至 7598 元, 五一小长假期间达到 8207 元; 而考虑到未来品牌商对海南市场的重视度不断提高, 顶奢品牌的引入有望稳步推进, 由此客单价仍有 70%-80% 的提升空间, 未来或可达 14000-15000 元。另一方面, 海南离岛免税渗透率目前仍然较低, 2019 年为 4.5%, 在 2020 年离岛免税新政全面放开后渗透率也仅为 6.9%; 考虑到旅客对于海南购物的消费习惯逐渐被养成, 叠加海南交通持续完善+购物体验提升, 渗透率提升将带动海南离岛免税市场的加速成长。在离岛免税红利不断释放的背景下, 公司凭借优势始终保持 90%+ 的市占率, 未来在海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地加码布局中, 营业面积扩大+顶奢引入有序推进, 有望最大程度享受红利。
 - 2) 先发优势加码布局, 国人离境市内免税政策有望加速推进。**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加速推进, 在出境人数恢复至 2019 年水平的假设下, 未来在中性成熟状态下 (客单价 15000 元、渗透率为 8%), 全国国人离境市内免税规模为 2100 亿元, 我们预计北京上海两地市内免税规模或可达 1200 亿元。
 - 3) 疫情催化公司布局线上业务, 未来为大势所趋。**疫情催化下, 公司积极布局线上业务, 主要包括 CDF 会员购、日上上海直邮、海南离岛补购等有税跨境电商/一般贸易线上平台, 2020 年公司有税业务实现收入 197 亿元, 同比+1613%。考



考虑到跨境电商销售额以及直播带货 GMV 体量较大 (跨境进口零售电商如天猫国际、京东国际等 2020 年销售额达到 4453 亿元), 未来专柜销售份额下降或为不可避免的趋势, 在此背景下未来品牌商对中免电商渠道的认可和支 持度有望提升, 而考虑到中免线上会员近 2000 万人, 叠加自身平台的不断整合+品牌商后续支持品牌 SKU 不断增加, 未来潜力可期有望增厚业绩。

- **投资建议:** 离岛免税仍有发展空间, 在精品品牌持续完善+议价能力&管理优势壁垒加持, 看好公司长期离岛+市内+线上多点开花下的成长空间。预计公司 2021-2023 年营收分别为 797/1116/1390 亿元, 对应增速分别为 51%/40%/25%, 归母净利润分别为 112/160/190 亿元, 对应增速为 83%/43%/19%。考虑到中国中免长期壁垒坚固+多业绩增长极支撑, 给予中国中免 2022 年目标 PE 为 50 倍, 对应目标市值 8000 亿元, 坚定看好公司未来发展空间, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 新冠肺炎疫情反复; 免税政策红利低于预期; 免税市场竞争加剧

股票数据		主要财务数据及预测				
		2019	2020	2021E	2022E	2023E
总股本(百万股):	1,952.48					
流通 A 股(百万股):	1,952.48	营业收入(百万元)	48,612	52,597	79,680	111,604
52 周内股价区间(元):	117.88-402.35	(+/-)YOY(%)	2.0%	8.2%	51.5%	40.1%
总市值(百万元):	574,379.26	净利润(百万元)	4,632	6,140	11,212	16,009
总资产(百万元):	49,891.04	(+/-)YOY(%)	49.6%	32.6%	82.6%	42.8%
每股净资产(元):	12.90	全面摊薄 EPS(元)	2.37	3.14	5.74	8.20
资料来源: 公司公告		毛利率(%)	49.4%	40.6%	44.3%	47.1%
		净资产收益率(%)	23.3%	27.5%	33.1%	31.8%

资料来源: 公司年报 (2019-2020), 德邦研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润,

内容目录

1. 新政落地风云起，消费回流空间广	8
1.1. 重磅政策频出利好不断，免税步入发展全新纪元	8
1.2. 消费回流奠定免税广阔增长空间，质价俱优把握发展机遇	8
1.2.1. 消费外流严重，奢侈品理论回流空间广阔	8
1.2.2. 免税品质价俱优，成为消费回流有力抓手	9
1.2.3. 过去十年我国免税行业年复合增速 20.8%，未来有望加速扩容	10
1.3. 中国中免作为行业龙头，有望成为免税红利最大受益者	11
2. 先发优势造就龙头地位，规模效应构筑全方位壁垒	13
2.1. 央企控股背景，从“国旅”至“中免”的华丽蜕变	13
2.2. 版图加速扩张，海棠湾为核心驱动力	14
2.2.1. 内生+外延专注免税黄金赛道，增规模、扩版图成就霸主之业	14
2.2.2. 财务数据表现优异，海棠湾为公司业绩核心驱动力	15
2.3. 先发筑体量，规模效应释放公司全方位优势显著	17
2.3.1. 规模效应：强谈判力价格优势显著，未来仍有提升空间	17
2.3.2. 供应链优势：品牌 SKU 齐全，马太效应凸显	19
2.3.3. 全渠道先发优势：线下线上齐发力多点开花增厚业绩	21
2.3.4. 运营能力优势：管理团队经验丰富+营运效率突出	23
3. 离岛免税为业绩核心驱动力，渗透率+客单提升下空间可期	25
3.1. 政策东风来，离岛免税量价齐升	25
3.1.1. 离岛免税政策复盘：9 年 9 调，2020 年迎新机遇	25
3.1.2. 政策东风来，离岛免税量价齐升	26
3.2. 客单价+渗透力驱动下，离岛免税蛋糕有望持续做大	27
3.2.1. 海南游客趋势平稳，海外疫情回暖分流相对可控	27
3.2.2. 公司国际竞争力提升，海南购物消费习惯有望加速形成	28
3.2.3. 渗透率+客单价仍有提升空间，有望成为离岛免税驱动力	29
3.3. 离岛免税竞争格局：公司品牌 SKU 丰富购物体验更佳地位稳固	29
3.4. 海棠湾为离岛免税强支柱，公司或为红利最大受益者	34
3.4.1. 公司离岛免税业务复盘：大东海店起步，海棠湾店强势放量	34
3.4.2. 海棠湾店始终独担大任，公司龙头地位难被超越	35
3.5. 顶奢引入稳步推进，公司加强长远布局继续享受离岛红利	36
4. 国人市内免税政策或加速落地，有望成为业绩增长级	39

4.1. 利好信号频出，国人离境市内免税政策或将加速落地.....	39
4.1.1. 交通便利+购物体验好，市内免税有望成为回流利器.....	39
4.1.2. 我国国人离境市内免税政策尚为空缺，未来有望渐行渐近.....	39
4.2. 率先布局+持续加码，公司抢占市内免税先机.....	40
4.3. 市内免税空间测算：成熟状态下可达 500 亿.....	41
4.3.1. 疫情前出境游势头良好，奠定市内免税发展空间.....	41
4.3.2. 国人离境市内免税空间测算.....	42
5. 机场免税构筑规模基石，线上或为另一增长极.....	43
5.1. 机场免税筑公司体量基石，看重规模效应释放带动整体发展.....	43
5.2. 疫情催化线上加速布局，公司电商平台品牌+SKU 数量领先.....	45
6. 投资建议.....	48
7. 风险提示.....	49

图表目录

图 1：我国居民购买力不断增强.....	8
图 2：2025 年中国人将贡献全球 40% 奢侈品消费额.....	8
图 3：中国人仅有不到 30% 选择在国内购买奢侈品.....	9
图 4：2019 年中国人免税品消费外流超过 1800 亿元.....	9
图 5：免税直采模式省去中间环节商品质量有保证.....	10
图 6：2011-2019 全球免税行业销售规模.....	10
图 7：中国免税行业销售规模及增速.....	10
图 8：国人奢侈品消费预计 2025 年境内占比仍维持 55%+.....	11
图 9：免税行业竞争格局.....	12
图 10：2019 年中国免税行业市场份额构成.....	12
图 11：中国中免股权结构沿革.....	13
图 12：2019 年中国中免剥离旅行社业务聚焦免税.....	14
图 13：公司成立初期以旅行社业务为主，后续逐渐聚焦免税.....	14
图 14：中免内生增长沿革.....	15
图 15：中免通过外延迅速壮大自身规模.....	15
图 16：公司营收快速增长.....	16
图 17：公司 2011-2020 免税业务营收 CAGR 为 27%.....	16
图 18：2011-2020 年公司业绩 CAGR 为 27.6%.....	16
图 19：2020 年三亚海棠湾归母净利润贡献近 50%.....	16

图 20: 公司聚焦免税业务拉动整体毛利率.....	17
图 21: 公司盈利能力稳步提升.....	17
图 22: 2020 年机场租金协议重签, 销售费用有所下降.....	17
图 23: 公司现金流充足.....	17
图 24: 2019 年全球前十大免税运营商营收规模 (亿欧元)	18
图 25: 2020 年中免销售额跃居为全球第一.....	18
图 26: 对标 Dufry, 中免免税业务毛利率水平仍有提升空间.....	18
图 27: 免税行业供应链.....	20
图 28: 中免高端品牌布局更加完备.....	20
图 29: 中免七大物流监管中心, 免税品配送体系覆盖全国.....	21
图 30: 中免免税渠道齐全.....	22
图 31: 核心机场渠道已率先收入囊中.....	22
图 32: 海南离岛免税多方位布局.....	23
图 33: 公司目前已在五个城市核心商区布局市内免税店.....	23
图 34: 日上上海直邮销售额.....	23
图 35: 离岛补购销售额.....	23
图 36: 公司存货周转天数情况.....	24
图 37: 公司应付账款周转天数比较稳定.....	24
图 38: 2011-2021 年离岛免税政策变化主要内容.....	25
图 39: 2011-2020 年离岛免税购物金额.....	26
图 40: 2011-2020 年离岛免税购物人次&购物件数.....	26
图 41: 随着离岛免税购物额度不断放开, 客单价水涨船高 (单位: 元)	27
图 42: 海南省接待游客数量增长平稳.....	27
图 43: 国内疫情得到控制下海南旅客并未出现爆发式增长.....	27
图 44: 目前三亚免税城各品类入驻品牌数量 (单位: 个)	28
图 45: 三亚国际免税城网上商城预购时间仍有一定限制.....	29
图 46: 韩国乐天免税店开通了“3 小时前商店”.....	29
图 47: 2020 年海南离岛免税购物渗透率仅为 6.9%.....	29
图 48: 海南离岛免税店区位图.....	30
图 49: 三亚海棠湾免税城分布.....	31
图 50: 中服三亚免税店品类以香化居多.....	32
图 51: 海控全球精品免税城香化占据了 2/3 的面积.....	33
图 52: 公司海南离岛免税业务发展复盘.....	34

图 53: 海免发展沿革	34
图 54: 三亚海棠湾免税店销售额保持高速增长	35
图 55: 海棠湾离岛免税市占率始终维持至 70% 以上	35
图 56: 2020 年海棠湾购物人次有望保持两位数增长	35
图 57: 海棠湾客单价始终高于海南省离岛免税整体客单价	35
图 58: 海免体量规模较小	36
图 59: 海免盈利能力有所提升	36
图 60: 未来十年海南离岛免税 CAGR 有望达到 38.2%	36
图 61: 项目位于西海岸城市副中心	37
图 62: 海口国际免税城交通便利	37
图 63: 海口国际免税城地块分析	38
图 64: 海口国际免税城效果图	38
图 65: 韩国金浦机场免税店经营面积、品牌种类较少	39
图 66: 乐天明洞市内免税店面积更大, 品牌更多	39
图 67: 我国针对国人市内离境免税政策尚为空缺	40
图 68: 中免成都市内店靠近春熙路地理位置具有优势	41
图 69: 中免天津市内免税店毗邻“天津之眼”	41
图 70: 我国出境游人数不断增长	41
图 71: 疫情前我国居民出境游消费金额加速增长	41
图 72: 2019 年日上中国&日上上海占公司商品贸易销售额比重近一半	43
图 73: 2016 年公司世界排名第 12 名	43
图 74: 2018 年公司世界排名迅速提升至第 4 名	43
图 75: 日上上海营收&净利润情况	44
图 76: 日上中国营收&净利润情况	44
图 77: 2020 年疫情催化下有税业务增长迅猛	45
图 78: 奢侈品线上渠道销售占比显著提升	45
图 79: 2020 年跨境进口零售电商规模达到 4453 亿元	46
图 80: 各免税电商渠道品牌数量(单位: 个)	47
图 81: 各免税商电商渠道 SKU 总数(单位: 个)	47
表 1: 免税利好政策频出, 发展进入新纪元	8
表 2: 免税&跨境电商&品牌官网价格对比	9
表 3: 三亚国际免税城与乐天免税店部分商品价格对比	19

表 4: 中免采购团队经验丰富.....	21
表 5: 公司高管团队免税运营经验丰富.....	24
表 6: 主要地区离岛免税政策对比.....	26
表 7: 美兰机场二期扩建后产能将达到 4500 万.....	28
表 8: 海南离岛免税店汇总.....	30
表 9: 三亚海棠湾免税店国际品牌云集.....	31
表 10: 三亚海旅免税城各楼层品牌.....	32
表 11: 海口国际免税城地块面积与定位.....	37
表 12: 韩国针对本土居民离境市内免税政策较为完善.....	40
表 13: 中免不断加码布局市内免税店.....	41
表 14: 市内免税空间测算参考基数.....	42
表 15: 市内免税空间测算结果.....	42
表 16: 中免主要机场免税店扣点情况.....	44
表 17: 政策指引, 机场租金避免“价高者得”.....	44
表 18: 上海机场租金补充协议规定租金与实际客流挂钩.....	45
表 19: 公司主要电商平台运营模式.....	47
表 20: 可比公司估值.....	48
表 21: 中国中免盈利预测.....	48

1. 新政落地风云起，消费回流空间广

1.1. 重磅政策频出利好不断，免税步入发展全新纪元

2020 年政策频频落地红利加速释放，免税恰逢发展良机迈入新元年。2020 年疫情突如其来，中国防控形势率先好转，政府顶层设计指引下大力支持免税行业发展，政策频频落地带来免税发展新机遇。

表 1: 免税利好政策频出，发展进入新纪元

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 3 月 19 日	商务部、发改委、国家卫健委	《关于支持商贸流通企业复工复产的通知》	促进境外消费回流, 配合财政部完善免税店政策, 做好新增免税品经营资质企业等工作
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。

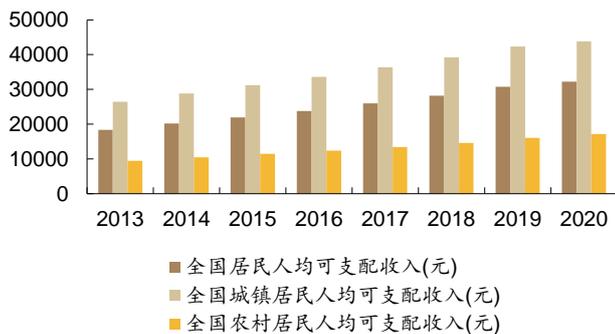
资料来源: 政府网站, 德邦研究所

1.2. 消费回流奠定免税广阔增长空间，质价俱优把握发展机遇

1.2.1. 消费外流严重，奢侈品理论回流空间广阔

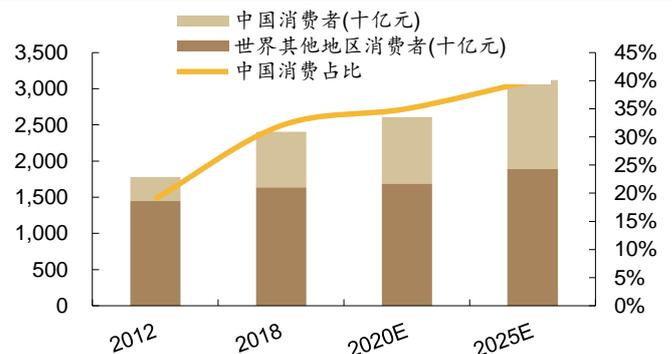
国人消费力超强，但外流现象长期严重，奢侈品理论上仍有千亿回流空间。国人购买力强，成为全球奢侈品消费增长贡献主要力量，但我国奢侈品消费外流现象严重。根据麦肯锡，2018 年中国人奢侈品消费额为 7700 亿元人民币，约占全球奢侈品消费的三分之一；预计 2025 年国人奢侈品消费总额将达到 1.2 万亿美元，贡献全球 40% 的奢侈品消费额。但我国奢侈品消费外流严重，根据观研天下，我国国人仅有不到 30% 选择在国内购买奢侈品，超过 70% 的奢侈品消费均外流至国外。由此可见，从理论上来看我国奢侈品消费仍有 8000 亿回流空间。从免税渠道来看，作为奢侈品消费的重要渠道之一，我国国人免税品消费外流同样也为“重灾区”，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，我国免税市场规模与国人超强购买力匹配度明显较低，国人海外消费规模大，未来消费回流将为免税带来广阔的增量空间。

图 1: 我国居民购买力不断增强



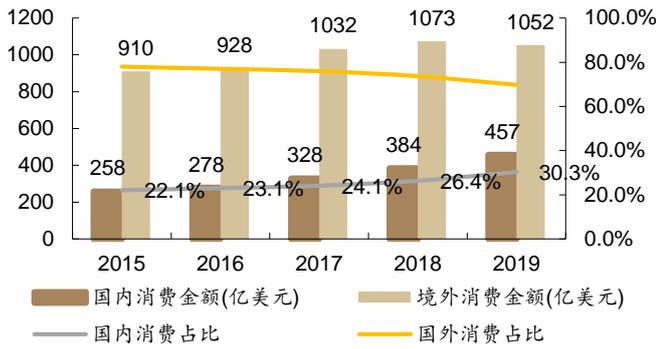
资料来源: wind, 德邦研究所

图 2: 2025 年中国人将贡献全球 40% 奢侈品消费额



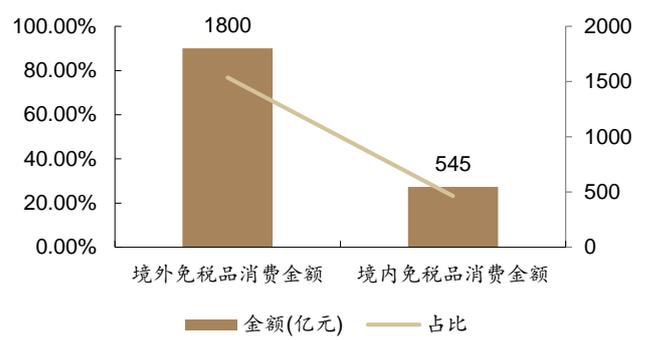
资料来源: 麦肯锡, 德邦研究所

图 3: 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 4: 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

1.2.2. 免税品质价俱优, 成为消费回流有力抓手

免税品免征三税价格具有明显优势, 同时品牌授权+直采质量有保证。

① **价格优势显著:** 奢侈品购买渠道主要包括免税店、跨境电商、有税专柜。免税店与有税专柜相比, 不需征收关税以及进口环节增值税和消费税, 以完税价格为 1000 元的高档香水 (≥ 10 元/ml) 为例, 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。以不同平台具体商品到手价格来看, 专柜价格高出免税店价格 10%-30% 不等。

② **品牌背书质量保证:** 中免各免税店经营模式为公司统一向供应商采购免税商品后, 通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品, 品牌授权+省去中间环节, 商品质量能够得到保证。叠加旅游属性赋能, 免税相比其他奢侈品购买渠道而言具有显著的优势, 免税将成为消费回流的首要抓手。

表 2: 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华露 50ml	1540	1540	948 (三件 85 折)	1299	1109	1389
资生堂 红妍肌活精华露	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。

图 5：免税直采模式省去中间环节商品质量有保证

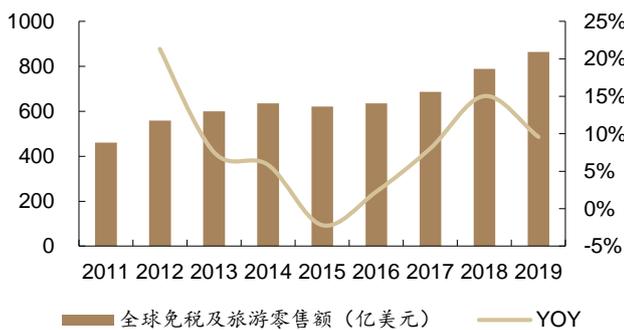


资料来源：德邦研究所整理

1.2.3. 过去十年我国免税行业年复合增速 20.8%，未来有望加速扩容

疫情前中国免税行业规模即呈现出高速增长的态势，消费回流+政策支持，免税行业有望继续加速度扩容。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%。而根据 Generation Research 数据，2011-2019 年全球免税及旅游零售规模由 460 亿美元增长至 864 亿美元，年复合增速约 8.2%，我国免税行业显现出高速增长态势，增速远超全球。疫情期间消费回流成果已经开始显现，根据贝恩咨询，2020 年中国境内奢侈品销售强势反弹，国人海外奢侈品消费逐渐向国内转移，2020 年中国境内奢侈品市场预计同比增长 48% 达到 3460 亿元人民币，境内奢侈品消费额有望占中国消费者奢侈品消费总额的 70%-75%，较去年提升约 40pct。预计 2025 年中国人境内奢侈品消费金额占比有望维持 55% 以上，较往年占比 30% 左右实现大幅提升。在消费回流已呈现出确定性趋势背景下，叠加政府为刺激消费回流不断出台利好政策支持，作为消费回流的强劲抓手，免税行业空间有望加速度扩容。

图 6：2011-2019 全球免税行业销售规模



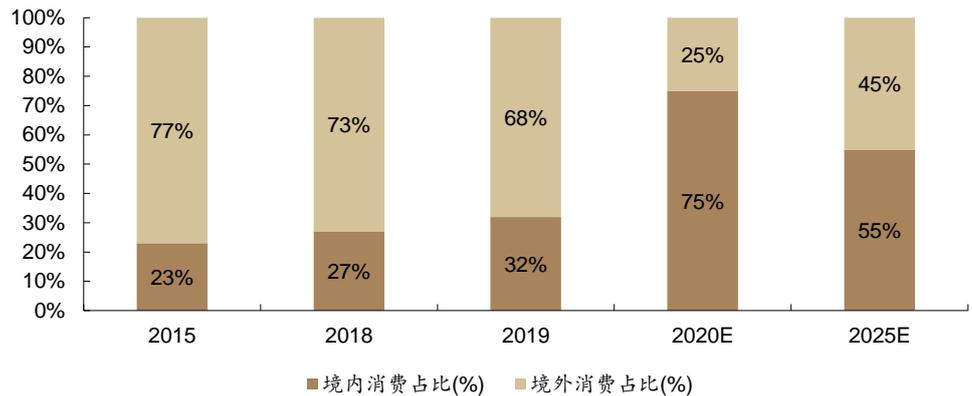
资料来源：Generation Research, 德邦研究所

图 7：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

图 8: 国人奢侈品消费预计 2025 年境内占比仍维持 55%+



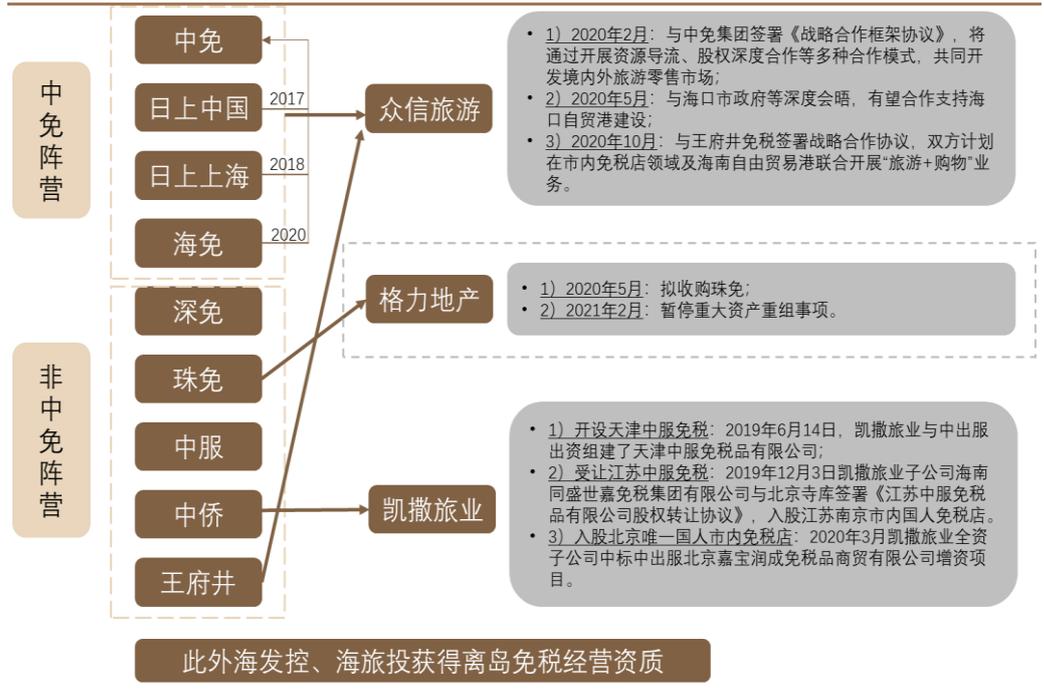
资料来源: 贝恩咨询, 德邦研究所

1.3. 中国中免作为行业龙头, 有望成为免税红利最大受益者

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。长期以来, 我国具备免税品经营资质的企业共有七家, 而随着免税政策的不断放开, 国家鼓励免税行业适度竞争, 新发牌照+战略合作下不断有多玩家切入免税赛道。

- 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。
- 多家企业战略布局共享免税增量蛋糕: 2019 年 6 月以来凯撒旅业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。
- 海南新增两家离岛免税经营企业: 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。

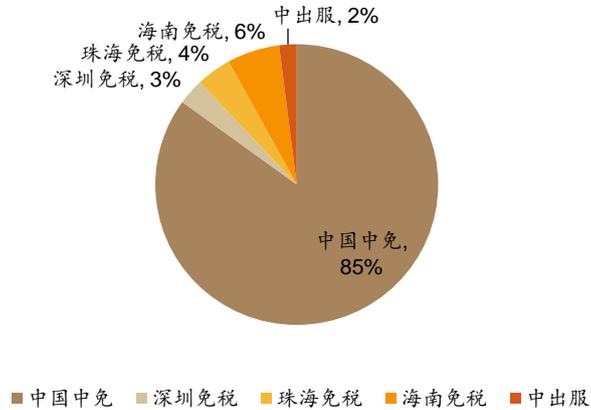
图 9：免税行业竞争格局



资料来源：各公司公告，德邦研究所

中免占据绝对霸主地位，并购海免市占率超 90%，未来有望强者恒强。在我国现有免税运营商中，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，中免市占率将超过 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 10：2019 年中国免税行业市场份额构成



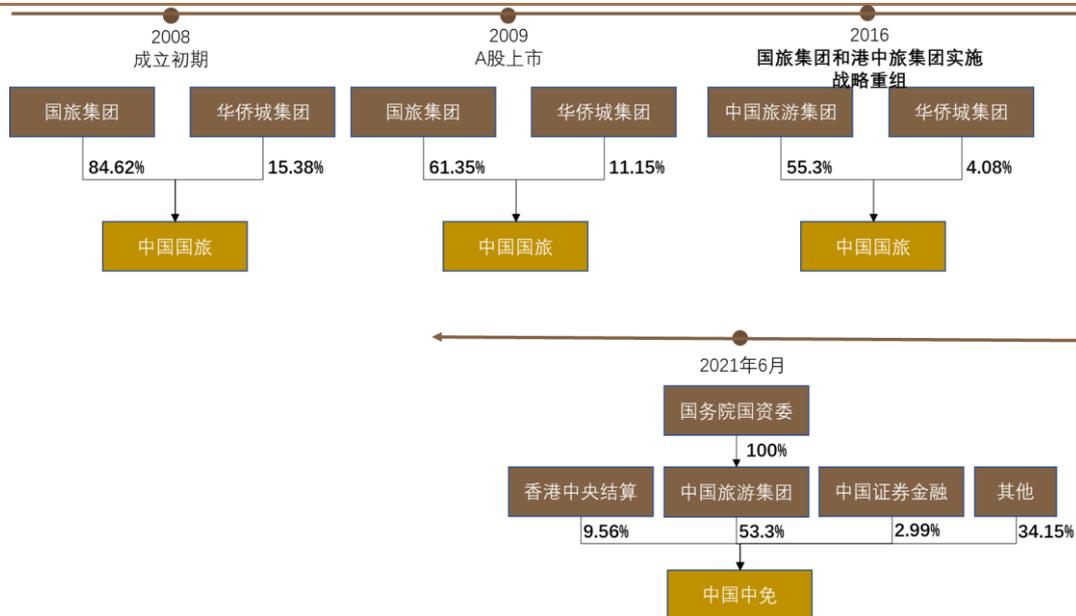
资料来源：贝壳投研，德邦研究所

2. 先发优势造就龙头地位，规模效应构筑全方位壁垒

2.1. 央企控股背景，从“国旅”至“中免”的华丽蜕变

中国中免于 2008 年成立，目前国资委为其实际控制人，央企身份加持背景强大。中国旅游集团中免股份有限公司（原中国国旅股份有限公司）成立于 2008 年，隶属于旅游零售业，是由中国国旅集团有限公司以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，并联合华侨城集团，共同发起设立的公司。2008 年成立初期，公司股东为国旅集团以及华侨城集团，分别持有 84.62% 以及 15.38% 的股份；2009 年于上交所 A 股主板上市后，国旅集团以及华侨城集团分别持有 61.35% 以及 11.15% 的股份。2016 年，国资委将持有的国旅集团全部国有权益无偿划转至港中旅集团，国旅集团和港中旅集团实施战略重组，更名为中国旅游集团，战略重组后中国旅游集团取得国旅集团持有的中国国旅 55.30% 的股份，成为中国中免的第一大股东。母公司中国旅游集团有限公司是目前中国最大的旅游央企，由国务院国有资产监督管理委员会 100% 控股。2019 年 3 月中国旅游集团将总部从北京迁入海南省，旅游资源赋能+总部进驻海南进一步助力中国中免深耕海南免税业务。

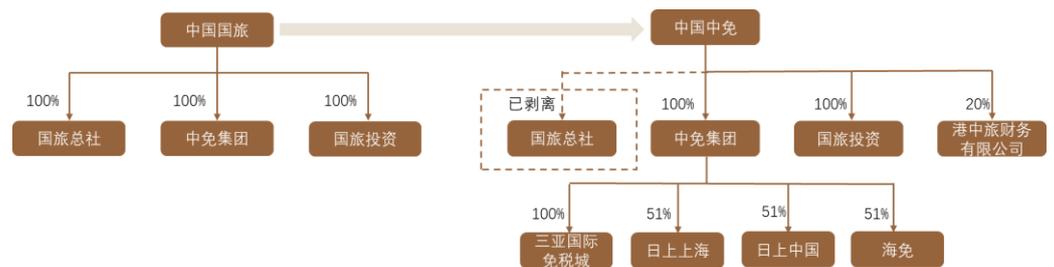
图 11：中国中免股权结构沿革



资料来源：公司公告，德邦研究所

初期覆盖免税、旅行社以及投资开发三大业务，2019 年剥离旅行社业务聚焦免税，实现从“中国国旅”到“中国中免”的完美转变。在剥离旅行社业务之前，公司主要从事旅行社业务、免税业务以及旅游商业综合体投资开发业务，并分别由子公司国旅总社、中免集团以及国旅投资公司负责经营。其中，子公司中免集团成立于 1984 年，为国内最大的免税运营商，是中国免税行业的代表企业，从事烟酒、香化等免税商品的批发、零售业务。2019 年，中国中免将旅行社业务剥离给母公司中国旅游集团，同时母公司将其持有的 51% 海免股权委托给公司进行管理，解决二者同业竞争问题，旅行社业务。2020 年 6 月，公司正式将证券简称由“中国国旅”变更为“中国中免”，聚焦免税业务，成为国内旅游零售行业的领军者。

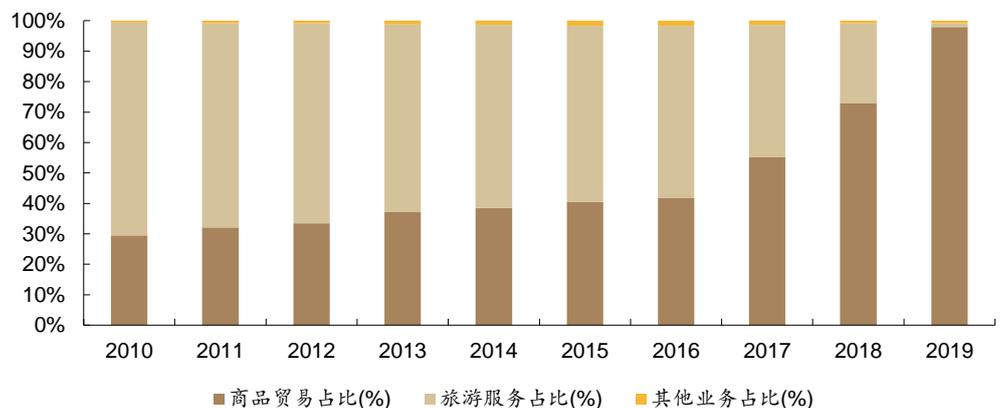
图 12: 2019 年中国中免剥离旅行社业务聚焦免税



资料来源: wind, 公司公告, 德邦研究所

注: 中国中免全资孙公司中免集团(海南)运营总部有限公司直接持有三亚国际免税城、日上上海、日上中国以及海免 100%、51%、51%、51% 股权

图 13: 公司成立初期以旅行社业务为主, 后续逐渐聚焦免税



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2.2. 版图加速扩张, 海棠湾为核心驱动力

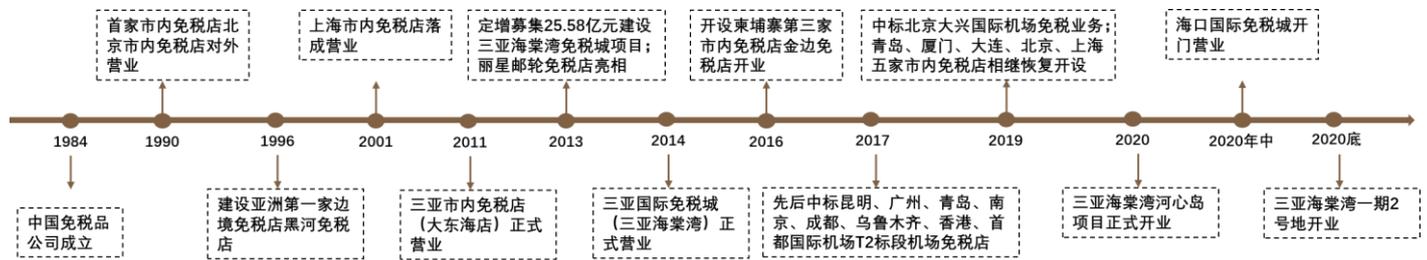
2.2.1. 内生+外延专注免税黄金赛道, 增规模、扩版图成就霸主之业

- 内生增长: 离岛免税政策带来增长机遇, 内生发力积极布局各免税业态

2011年3月, 财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》, 海南离岛免税政策正式实施, 中免集团三亚市内免税店(大东海店)成为中国首家实施离岛免税购物政策的免税店, 对离岛旅客开放。2012年投资建设三亚海棠湾国际购物中心项目建设。2013年完成定增, 主要募集资金用于三亚海棠湾国际购物中心项目的建设; 同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年三亚海棠湾国际免税城正式开业, 同年12月公司第一家海外市内免税店柬埔寨吴哥免税店正式营业。2016年开设柬埔寨第三家市内免税店, 继续完善国外布局。2017年公司先后中标昆明、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, 其中香港机场为亚洲第四大机场, 不断完善国际枢纽机场免税店布局。2018年4月中免集团于皇权澳门成立的合资公司获得澳门国际机场为期5年的免税经营权, 同年6月获得歌诗达大西洋号邮轮免税经营权, 开启邮轮免税业务新篇章。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。2020年初三亚海棠湾河心岛项目正式开业, 与海棠湾免税城一期共同打造世界级旅游休闲购物目的地。此外, 海口国际免税城预计于2022年中开业, 建筑面积

达 26 万平方米，将成为亚洲最大免税城；海棠湾一期 2 号地预计于 2022 年底开业，未来将引进高端奢侈品牌，丰富品类，打造三亚海棠湾一站式高端旅游消费目的地。

图 14：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

● 外延扩张：开启并购之路，增体量把握发展机遇迅速扩大免税市场份额

2017 年开始公司逐渐加强业内并购整合，2017 年 6 月收购日上中国 51% 股权，同时中国中免和日上中国分别中标首都机场 T2/T3 航站楼国际区免税业务经营权。2018 年公司收购日上上海 51% 股权，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，形成北京机场免税店、上海机场免税店、海棠湾免税城、香港机场免税店为主线，在全国 30 个省、市、自治区及港澳台地区，拥有涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、市内和邮轮 9 大类型 200 多家免税店。2020 年 5 月中免发布公告收购海免 51% 股权，外延并购迅速助力公司规模扩张，

图 15：中免通过外延迅速壮大自身规模



资料来源：公司公告，德邦研究所

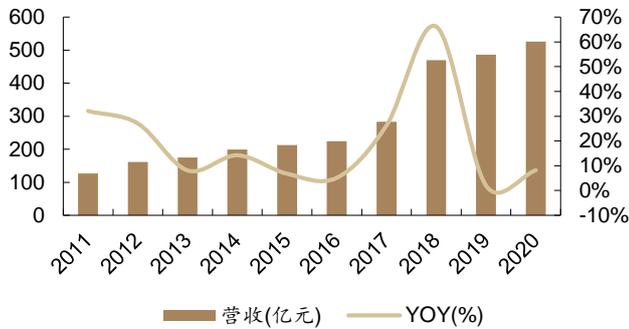
2.2.2. 财务数据表现优异，海棠湾为公司业绩核心驱动力

公司营收快速增长，其中免税业务年复合增速高达 27%。2017 年之前，公司内生发力，营收稳步提升。2017 年之后，公司通过并购外延扩张迅速提升自身规模，2017 年、2018 年先后收购日上中国和日上上海，直接带动公司整体营收规模大幅增长，2017 年和 2018 年分别实现营收 282.82 亿元/YOY+26.32%、470.07 亿元/YOY+66.21%；2020 年公司并表海免，实现营收 525.97 亿元/YOY+8.20%。

拆分来看，免税业务收入增速显著高于整体，2017 年和 2018 年公司免税业

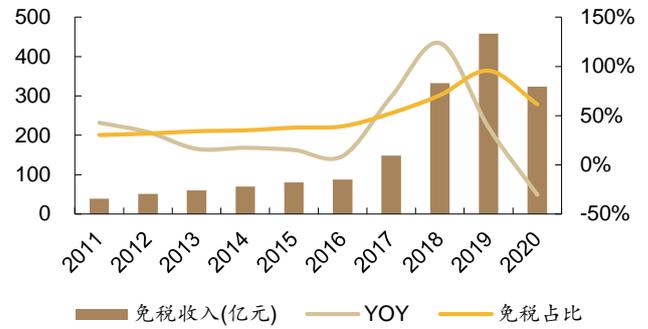
务分别实现营收 148.61 亿元/YOY+69.26%以及 332.27 亿元/YOY+123.59%；同时 2017 年免税业务营收占比为 52.55%，首次突破 50%超过旅游服务业务成为第一大主营业务，2018 年免税占比继续提升至 70.69%。2019 年公司剥离旅行社业务，旅游服务收入不再计入当年营收，2019 年营收增速为 2.04%有所放缓，但同年免税业务收入为 458.18 亿元，同比增速达 37.89%，高基数下继续实现高速发展。

图 16：公司营收快速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

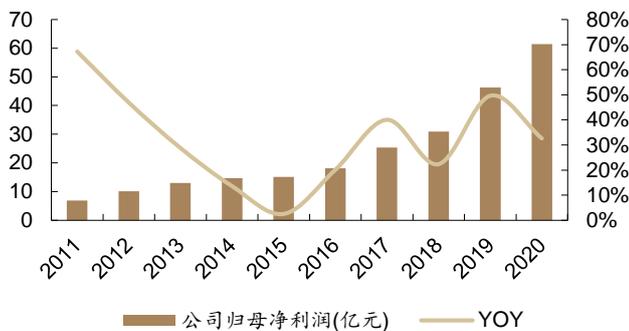
图 17：公司 2011-2020 免税业务营收 CAGR 为 27%



资料来源：公司公告，德邦研究所

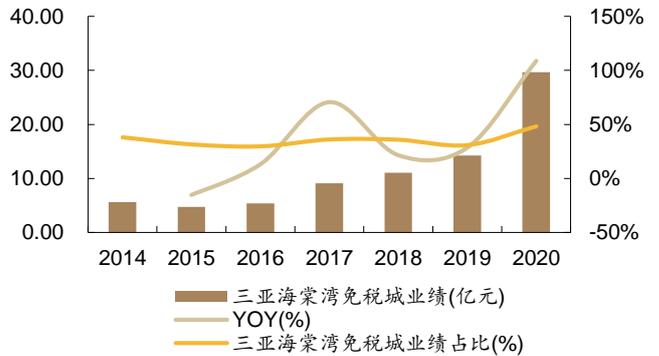
剥离旅行社业务归母净利润增速亮眼，三亚海棠湾免税城为公司业绩核心驱动力，2020 年贡献近五成。公司归母净利润始终保持平稳增长，2011-2020 年 CAGR 为 27.6%；其中 2019 年公司剥离盈利能力较低的旅行社业务后，当年业绩增速高达 49.58%，2020 年受益于离岛免税政策的放宽，公司实现归母净利润 61.4 亿元/YOY+32.6%，保持高增长。拆分来看，三亚海棠湾免税城为公司业绩主要载体，历年贡献均超 30%，2020 年受益于离岛免税新政，海棠湾免税城归母净利润占比达 48%。未来在离岛免税政策大幅放宽的背景下，离岛免税仍然有望保持高速增长，继续驱动公司业绩高速增长。

图 18：2011-2020 年公司业绩 CAGR 为 27.6%



资料来源：公司公告，德邦研究所

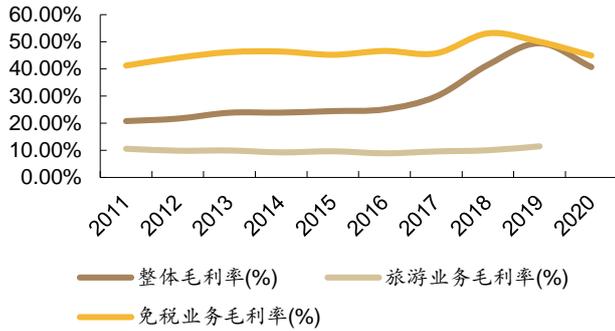
图 19：2020 年三亚海棠湾归母净利润贡献近 50%



资料来源：公司公告，德邦研究所

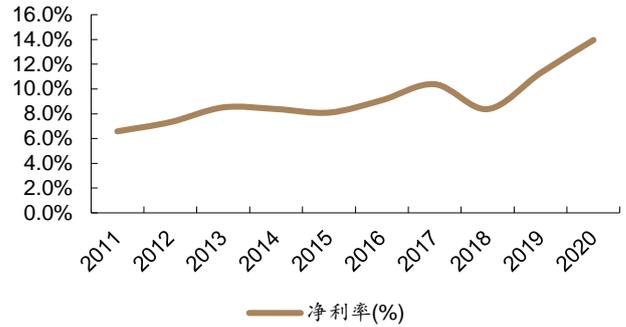
规模扩张+聚焦免税，公司盈利能力显著提升。随着公司逐渐聚焦免税业务，公司整体毛利率显著提升，由 2011 年的 20.74%提升至 2019 年的 49.40%。2017 年和 2018 年公司分别收购日上中国和日上上海，规模显著提升利好议价能力和盈利能力，2017、2018 年公司毛利率分别为 29.82%/YOY+4.75pct、41.46%/YOY+11.64pct，其中免税业务毛利率分别为 45.72%/YOY-0.87pct、53.09%/YOY+7.37pct；2019 年剥离盈利能力较低的旅行社业务，公司整体实现毛利率 49.40%/YOY+7.94pct。此外，公司净利率稳步提升，由 2011 年 6.58%提升至 2020 年 13.95%，盈利能力稳步提升。

图 20: 公司聚焦免税业务拉动整体毛利率



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

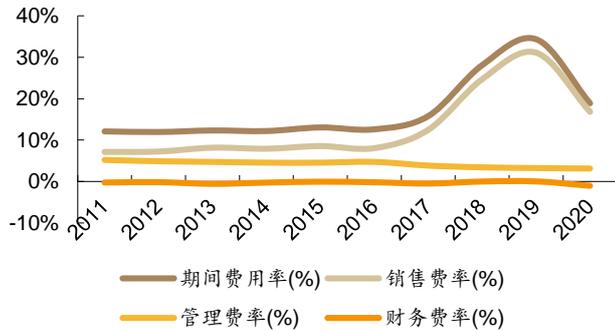
图 21: 公司盈利能力稳步提升



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

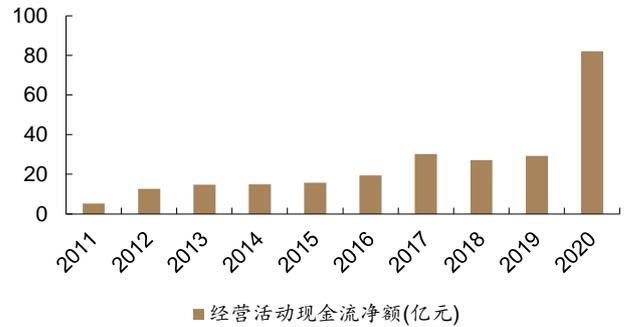
收购日上中国和日上上海, 机场昂贵租金导致销售费用有所提升。2017 年之前, 公司期间费用率始终维持至 13% 左右, 2017 年和 2018 年收购日上中国和日上上海, 期间费用率陡然提升, 主要系机场租金昂贵导致销售费用增加所致。此外, 得益于公司高毛利免税业务的快速成长, 公司现金流充足。

图 22: 2020 年机场租金协议重签, 销售费用有所下降



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 23: 公司现金流充足



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

2.3. 先发筑体量, 规模效应释放公司全方位优势显著

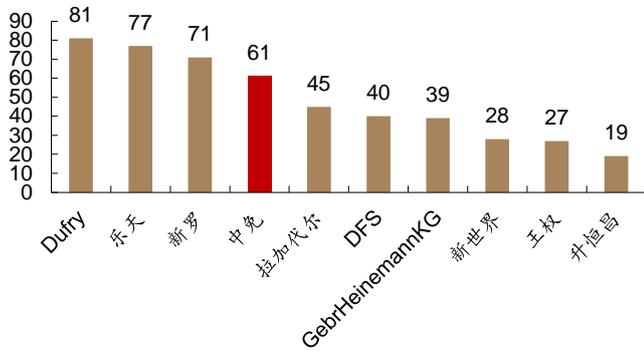
过去牌照从严背景下, 中免通过内生+外延厚积薄发不断壮大自身运营实力, 在国内免税行业中形成绝对霸主地位, 规模优势显著; 未来牌照相对放开, 新增玩家纷纷入局, 适度竞争将成必然趋势, 未来各大免税商竞争将以规模为核心, 进而延伸至供应链、运营能力、渠道+卡位等全方位的挑战。中国中免先发累积体量, 规模效应下议价能力、品牌资源、渠道布局与其他运营商具有明显优势, 同时长期深耕免税积累的供应链能力和运营能力构筑起深厚的竞争壁垒, 短期内难以打破, 公司全方位优势显著未来有望强者恒强。

2.3.1. 规模效应: 强谈判力价格优势显著, 未来仍有提升空间

公司规模国内国际双第一, 规模优势助推上下游议价能力, 价格优势显著吸引更多客流。免税行业从属于旅游零售业, 具备规模优势的运营商将具有更强的终端议价话语权, 进而能以更低的价格采购商品, 自身盈利能力提升的同时能够以绝对的价格优势吸引更多客流。中国中免已经跻身国际大型免税运营商之列, 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。公司国内市占率在考虑并表海免的情况下已超过 90%, 规模优势下, 公司具有较强的品牌商议价能力, 体现在自身的毛利率与终端商品价格上: 一方面, 中免上游议价能力显著提升, 免税业务毛利率水平并表日上上海/中国后有显著的提升, 但

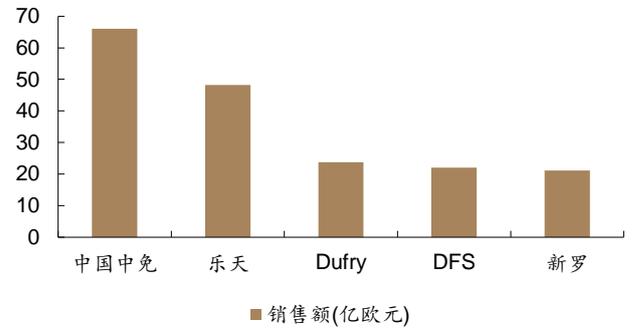
对标海外免税龙头 Dufry 还有提升空间 (2019 年 Dufry 毛利率水平达 60.2%，同年中免免税业务毛利率为 50%，仍有 10 个百分点左右的提升空间)；另一方面体现在终端商品价格上更具优势。未来依托母公司中国旅游集团强大的旅游资源，公司将继续担负起中国免税行业做强、做优、做大的使命，全面整合资源，创新经营机制，稳步推进国际化发展战略，建设成为具有全球竞争力的世界一流旅游零售运营商。

图 24：2019 年全球前十大免税运营商营收规模 (亿欧元)



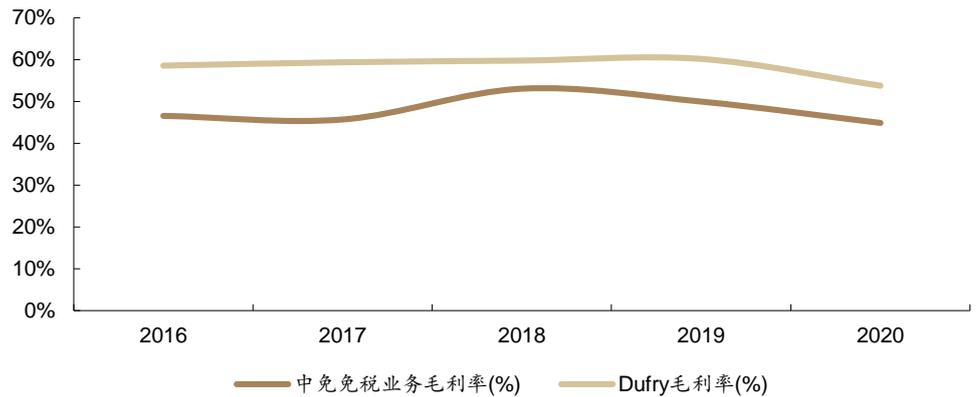
资料来源：Moodie Davitt, 德邦研究所

图 25：2020 年中免销售额跃居为全球第一



资料来源：Moodie Davitt, 德邦研究所

图 26：对标 Dufry，中免免税业务毛利率水平仍有提升空间



资料来源：Dufry、中国中免公司公告，德邦研究所

表 3: 三亚国际免税城与乐天免税店部分商品价格对比

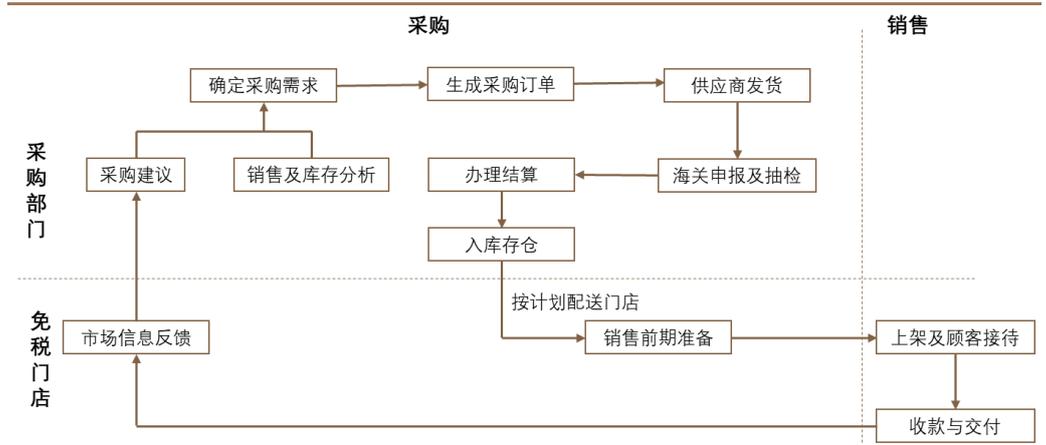
品牌	商品	示意图	三亚国际免税城价格(元)	乐天免税店价格
海蓝之谜	海蓝之谜修护精萃液 150ml 保湿精华水		860	\$162(约 ¥ 1033.56)
兰蔻	兰蔻新精华肌底液 100ML		1050	\$204(¥ 1301.52)
雅诗兰黛	雅诗兰黛特润修护精华眼霜 15ml 两支装		680	\$142(¥ 905.96)
SK-II	SK-II 小灯泡光蕴环采钻白精华 50ml		1115	\$196(¥ 1250.48)
雪花秀	雪花秀致美养肤气垫粉底液 21 号 2 件正装+2 件替换装		530	\$90(¥ 574.2)
后	Whoo 后 天气丹系列套装		1420	\$259(¥ 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。

2.3.2. 供应链优势：品牌 SKU 齐全，马太效应凸显

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。

图 27：免税行业供应链



资料来源：格力地产公告，德邦研究所

➤ 上游：品牌商合作稳定+采购团队经验丰富

品牌商合作稳定+爆款商品优先权保证商品资源。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。中免凭借龙头地位、规模优势和多年的运营经验，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 28：中免高端品牌布局更加完备

!

化妆品

Anna Sui 安娜苏 Biotherm 碧欧泉 Chloe 克洛伊 Dove 多芬 Giorgio Armani 乔治阿玛尼 Jurlique 茱莉蔻 L'oreal 欧莱雅 Laneige 兰芝 Pond's 旁氏 SKII Skinfood 思亲肤	Asepo Borghese 贝佳斯 Christian Dior 迪奥 Elizabeth Arden 雅顿 Good Skin Labs Kenzo 凯卓 La Mer 海蓝之谜 Life aux Aromes 乐乐堂 SEKKISEI 雪肌精 Sulwhasoo 雪花秀	Benefit 贝玲妃 Burberry 博柏利 Clarins 娇韵诗 Escada 雅诗卡丹 H2O+水芝澳 Kiehl's 科颜氏 Lancaster 兰嘉丝汀 Maimonde 梦妆 Shu uemura 植村秀 Timotei 天美	BENETTON 贝纳通 Chanel 香奈尔 Clinique 倩碧 Estee Lauder 雅诗兰黛 HR赫莲娜 L'occitane 欧舒丹 Lancome 兰蔻 Melsholu 明色 SISLEY 希思黎 YSL 圣罗兰
---	---	--	---

🕒

手表

Burberry 博柏利手表 Chopard 萧邦 DKNY 手表 Emile Chouriet 艾米龙 Gucci Jew 古驰首饰 GUESS 首饰 Jaeger-LeCoultre 积家 Michael Kors Jew 迈克科尔斯首饰 Movado 摩凡陀 Rolex 劳力士 SKAGEN 斯卡恩手表 Tissot 天梭 Versace 范思哲手表 斯沃琪(香港)集团手表	Cartier 卡地亚 Citizen 西铁城 E.Armani 艾普里奥阿玛尼手表 Ernest Borel 依波路手表 Gucci 手表 Hamilton 汉密尔顿 Lalique's 莱佛 Michael Kors 迈克科尔斯手表 Omega 欧米茄 Rossini 罗西尼手表 STORM 手表 Tilton 梅花手表 Zeppelin 齐柏林手表	Casio 卡西欧 CK CK 手表 E.Armani 艾普里奥阿玛尼首饰 Fossil Guerlain 娇兰 Hermes 爱马仕手表 Longines 浪琴 Mido 美度 Piaget 伯爵 Rotary 劳特罗手表 Swatch 斯沃奇 Tory Burch Watch 汤丽柏琦手表 Zodiac 苏迪亚手表	Certina 雪铁纳 Diesel 狄赛尔手表 Ebohr 依波表 Gc 手表 Guess 手表 lwc 万国 MBMJ Watch MBMJ 手表 Montblanc 万宝龙 Rado 雷达 Seiko 精工 Timex 天美时 Tudor 帝舵 菲拉格慕
--	--	--	--

资料来源：公司官网，德邦研究所

整合日上采购体系提升采购能力，采购团队经验丰富助增商品采买议价话语权。根据免税零售专家，中免在控股日上中国&日上上海后，2019 年完成对日上中国和日上上海的采购体系整合工作，通过与供应商的再谈判，优化采购条款，持续提升各品类的采购能力，进一步降低采购成本，增加紧俏商品采购量，集中采购优势得到进一步体现。同时公司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 4：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众号，德邦研究所
注：其中 Terry Chua 已经于 2021 年 4 月离职

► 中游：七大监管物流中心打通渠道提升产品供给灵活性

高效物流配送体系解决日常商品物流瓶颈，提升产品供给灵活性。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 29：中免七大物流监管中心，免税品配送体系覆盖全国



资料来源：公司官网，高德地图，德邦研究所

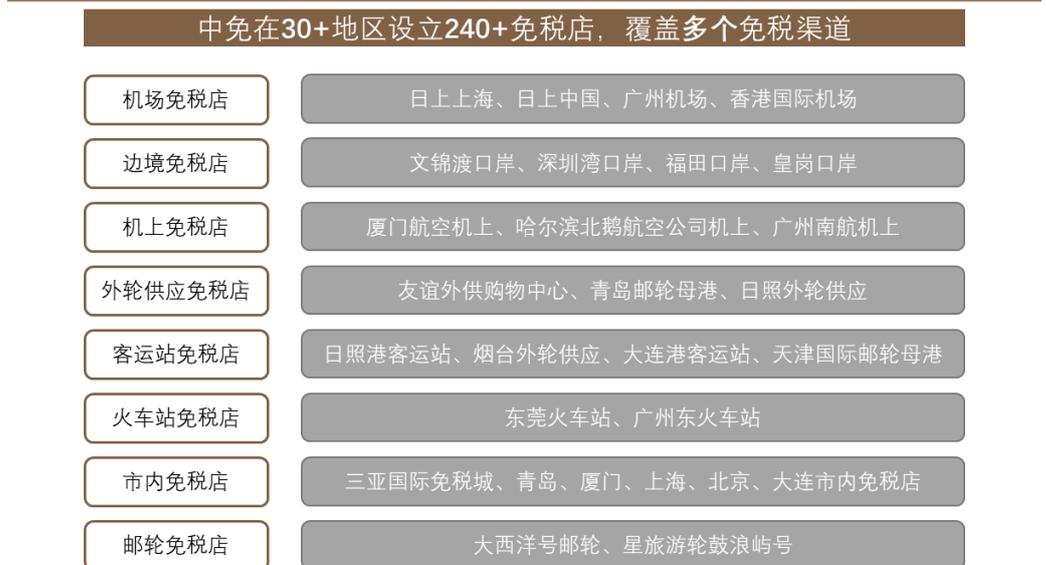
► 下游：注重零售运营数据分析+精准营销推广实现引流

终端市场营销方面，公司不断在三亚等重点门店开展多样化营销推广活动，营业收入实现大幅增长；零售运营方面，公司强化进销存数据分析，完善店铺运营标准化流程，着力提升进店率、转化率和客单价；数字化建设方面，启动大会员平台建设项目，启用商业智能系统 (BI 系统)，从经营、财务、绩效、对标等多个维度实现对各级企业运行的实时监控、预测预警和分析诊断。

2.3.3. 全渠道先发优势：线下线上齐发力多点开花增厚业绩

中免拥有最全类型的免税渠道，最大限度触达消费者保证客流与销量。目前公司已经在全国 30 多个省、市、自治区 (包括中国香港、中国澳门、中国台湾地区) 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、邮轮和市内等多个类型的 240 多家免税店。

图 30: 中免免税渠道齐全

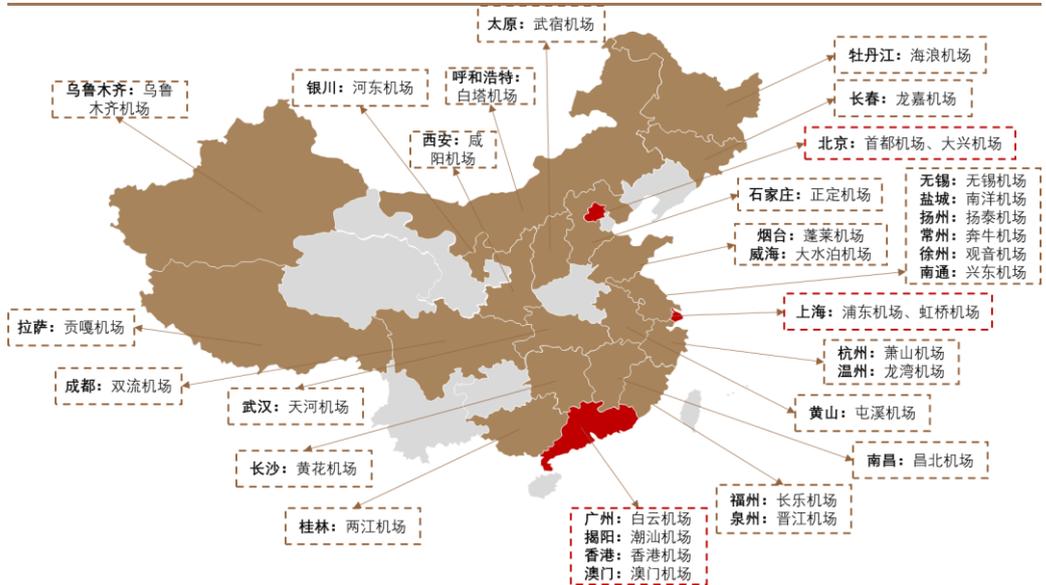


资料来源：公司官网，德邦研究所

● 线下：中免已占据北上广核心机场+市内优质区位。

机场作为旅客的第一以及最后一站，得天独厚地理优势能够实现零成本引流。目前国内机场中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国际机场，2019年国际及地区客流吞吐量分别为3851、2757、1871万人次。中免通过竞标叠加收购日上中国&日上上海补全北上大型机场渠道缺失短板，目前公司已经在北京机场、上海机场、广州机场、杭州机场、香港机场、澳门机场等主要机场均完成了机场免税业务布局，核心机场渠道已率先收入囊中。

图 31: 核心机场渠道已率先收入囊中



资料来源：公司官网，德邦研究所整理

离岛免税先发优势多方位布局，市内免税激活加码优势显著。2011年海南离岛免税政策落地，中免集团旗下三亚市内免税店（大东海店）作为国内首家离岛免税店开始运营；2014年9月三亚海棠湾免税城开业，成为全球规模最大的单体免税店；2020年公司并表海免，将海免旗下海口日月广场免税店、博鰲免税店以及美兰机场免税店握入囊中，成为离岛免税新政前唯一一家离岛免税经营主体，先发优势显著。虽新政放开后陆续有多家经营主体切入离岛免税，但公司先发优

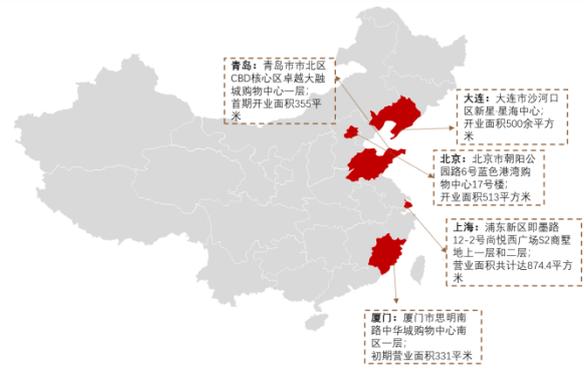
势占据海南优质区位，长期累积起一定的消费认知，此外公司 2020 年底新开三亚凤凰机场免税店，美兰机场 T2 航站楼免税店开业渐行渐近，海口国际免税城+海棠湾一期 2 号地预计于 2022 年中以及年底开业，南北卡位相呼应不断巩固离岛免税布局。在市内免税店方面，公司于 2019 年先后重启青岛、厦门、大连、北京、上海市内免税店，此外公司预计分别在武汉长江航运中心商圈、天津河北区、成都锦江区春熙路新开设市内免税店，完善补充在主要城市黄金地段的免税布局。

图 32：海南离岛免税多方位布局



资料来源：高德地图，德邦研究所整理

图 33：公司目前已在五个城市核心商区布局市内免税店

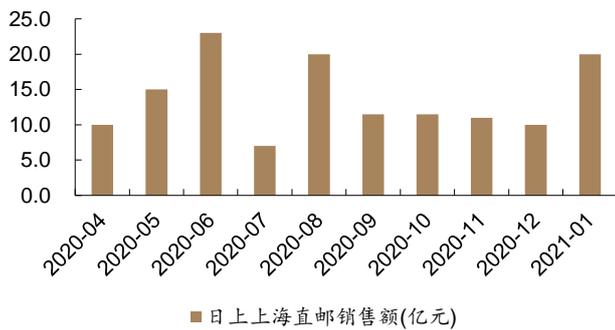


资料来源：公司官网，德邦研究所整理

➤ 线上：疫情加速公司线上布局，多模式拓宽消费场景

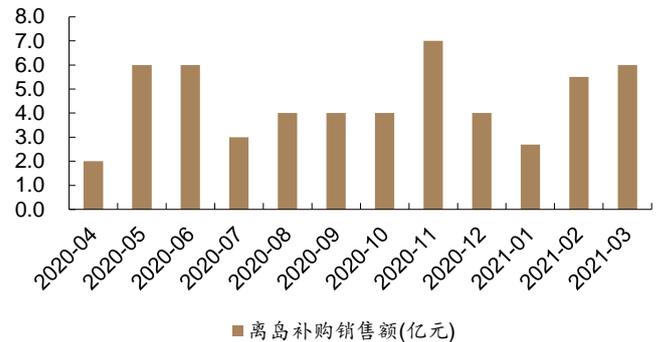
疫情下离岛补购+日上直邮弥补线下亏损。疫情下出入境客流大幅减少，上海机场入境免税店、首都机场 T2、T3 航站楼国际到达店以及广州白云机场入境免税店等主要机场免税店均暂停营业，同时三亚海棠湾免税店、海口日月广场免税店以及博鳌免税店于 2020 年 1 月 25 日和 26 日闭店，直至 2020 年 2 月 20 日恢复营业。疫情对中免线下业务产生较大冲击，公司积极拓宽消费场景，寻求线上机会以自救。**直邮&补购销售表现亮眼，未来发力线上预定+整合有税电商，有望进一步提升购物体验。**得益于中免强大的规模优势+议价能力，即使在一般贸易模式以及跨境电商模式产生税费的情况下，旅客也可以享受与免税店价格差距不大的商品，价格优势显著。同时品牌商授权，品牌背书+价格优势更受消费者青睐，销售额表现亮眼。

图 34：日上上海直邮销售额



资料来源：海口海关，德邦研究所

图 35：离岛补购销售额



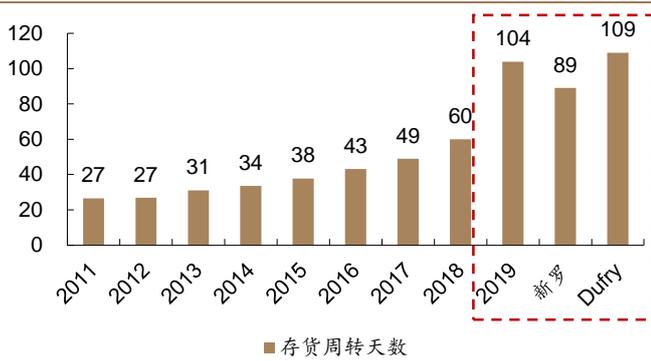
资料来源：海口海关，德邦研究所

2.3.4. 运营能力优势：管理团队经验丰富+营运效率突出

公司运营效率高，向世界一流水平看齐。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。同时，公司应付账款周转天数比较稳定，2019 年为 47

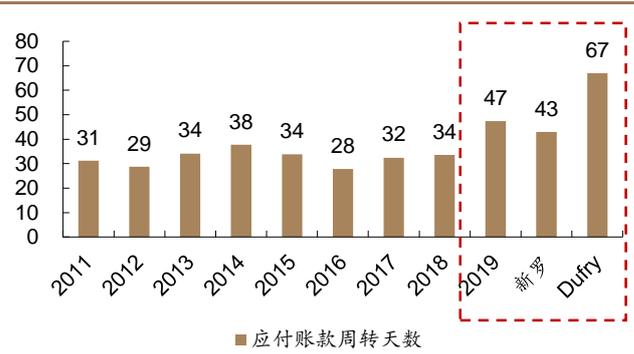
天, 略高于乐天 (43 天), 低于 Dufry (67 天)。

图 36: 公司存货周转天数情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 37: 公司应付账款周转天数比较稳定



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

高管团队深耕免税多年, 经验丰富有望带领集团继续稳扎稳打。公司管理层均具有长期运营免税业务的一线经验, 在免税品运营各方面都有深刻见解; 同时公司经过 30 多年的免税品经营历史, 已建立了一整套符合中国免税业实际情况和国际规范的人才专项培训体制、免税店工作交流机制和人才引进制度, 能够有效地保障公司业务体系的良好运行, 人才实力雄厚。

表 5: 公司高管团队免税运营经验丰富

姓名	职务	2020 年薪酬 (万元)	履历
彭辉	董事长	708.98	曾任中免公司市场部干部、总经理办公室副主任、国产品部副经理、总经理、国产品营销分公司总经理, 中免公司总经理助理兼免税品营销中心总经理, 中免公司副总经理、总经理、董事、董事长, 国旅集团董事、党委常委, 本公司副总经理、党委常委等职务。现任本公司董事、总经理、党委副书记。
陈国强	董事, 总经理	623.94	曾任中免公司采购部副经理、业务一部副经理, 中免公司总经理助理兼业务一部总经理、进出口部总经理, 酒水营销分公司总经理兼进出口业务分公司总经理, 中免欧洲办事处首席代表, 香港中权公司采购副总监, 中免公司市场部副总监、总监、奥运项目部总监, 旅游零售部总监, 中免博奥商贸有限公司总经理, 中免公司副总经理兼中免(北京)商贸有限公司总经理、董事长, 海棠湾项目组工作组组长等职务。现任中免公司董事、总经理、党委副书记。
薛军	董事	510.78	曾任国家旅游局资源开发管理处、计划处副处长, 中免公司策划发展部总经理、总经理助理, 国旅集团总经理助理、董事会秘书、党委常委, 本公司党委常委等职务。现任本公司副总经理、董事会秘书、党委委员。未持有本公司股份。
王轩	副总经理	591.53	曾任中国远望(集团)总公司企业管理部副总经理, 北京双鹤药业股份公司投资发展部副经理, 中免公司总经理助理兼投资管理部总监, 中免集团三亚市内免税店董事长兼总经理、党委委员, 国旅(三亚)投资有限公司董事长、董事, 香港中国免税品有限公司董事长, 中国免税品集团(柬埔寨)有限公司董事长等职务。现任中免公司副总经理、党委书记。未持有本公司股份。
陈文龙	总会计师	525.61	曾任马鞍山钢铁设计研究院会计员、助理会计师、会计师, 马鞍山钢铁设计研究院财务处主任会计师, 中国冶金科工集团公司财务与资产管理部副部长兼资金管理处处, 计划财务部副部长、部长, 中国冶金科工股份有限公司计划财务部部长, 中国中冶财务部部长, 公司副总会计师兼财务管理部总监。现任中国国旅股份有限公司总会计师、党委委员。
赵凤	副总经理	473.54	曾任中免公司人力资源部副主管、主管、经理、总监助理、副总监、总监、烟草酒水营销部总监, 中免公司总经理助理、党委副书记等职务。现任中免公司副总经理、党委委员。未持有本公司股份。
王延光	副总经理	473.52	曾任北京大学对外汉语教学中心助教, 国旅总社中国公民旅游部副经理、高级经理、门市部经理、总经理, 北京广之旅国际旅行社有限公司常务副总经理, 国旅总社出境游总部总监、总经理助理、公务旅行部总监、国内游总部总经理、自由行部总经理、采购运营部总经理, 国旅总社总经理助理, 庐山旅游发展有限责任公司副总经理, 国旅集团上海有限公司总经理, 国旅总社总经理助理、副总经理、党委委员, 中免公司纪委书记等职务。现任中免公司副总经理、党委委员。未持有本公司股份。
常筑军	副总经理, 董事会秘书	213.45	曾任北京市内免税店策划培训部经理, 中免公司烟草营销分公司副主管, 销售部华北/东北区销售经理, 营运部酒水采购经理、高级经理, 品牌代理部总监助理、副总监、总监, 精品香化营销部副总监、总监, 弘铭博(北京)商贸有限公司总经理, 中免公司香化食品营销部总监, 进口烟酒营销部总监, 进口烟酒食品营销部总监, 中免公司总经理助理等职务。现任中国国旅股份有限公司副总经理、董事会秘书、党委委员, 兼任中免国际有限公司总经理。

资料来源: 公司公告, 德邦研究所

3. 离岛免税为业绩核心驱动力，渗透率+客单提升下空间可期

3.1. 政策东风来，离岛免税量价齐升

3.1.1. 离岛免税政策复盘：9年9调，2020年迎新机遇

2011年离岛免税政策出台，后续政策逐渐放宽。2011年3月《财政部关于开展海南离岛免税购物政策试点的公告》出台，国家决定在海南省开展离岛旅客免税购物政策试点；同年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，我国离岛免税政策正式落地。自2011年离岛免税政策提出以来，到2020年迎来变革之年，离岛免税期间经历了9次调整，购物资格逐渐放宽，离岛免税购物额度由5000元提升至10万元，免税品品类由18种扩大至45种，取消岛内以及非岛内居民购物次数限制，大幅放宽单件商品购物件数，离岛免税蛋糕不断做大，海南迎来发展机遇。

2020年新政详解：提高购物额度、扩大免税品品类、放宽单件购物件数限制、取消行邮税额度、鼓励适度竞争。2020年6月29日，财政部等发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》自2020年7月1日起实施。与此前已有离岛免税政策相比，在购物额度、商品品类等方面调整力度之大史无前例。**①额度：离岛旅客每年每人免税购物额度由3万元提高至为10万元，且不限次；②商品品类：增加部分3C、酒类、保健品等7种商品，离岛免税购物品类从38种增至45种；③单品免税额度限制：取消单件商品8000元免税限额规定；④免税品件数：大幅放宽单次购买数量限制，化妆品由12件放宽至30件，取消除化妆品、手机和酒类商品以外的购买数量限制；⑤经营主体：鼓励适度竞争，具有免税品经营资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营等。**

此外，2021年2月财政部、海关总署、税务总局联合发布了《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》，提出离岛旅客购买免税品可以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。邮寄提货方式有效提升购物便利程度，不断优化免税购物体验。

图 38：2011-2021 年离岛免税政策变化主要内容

	购买资格	离岛方式	免税额度	免税品类	购物件数	购物次数	购物方式
2011	18周岁以上	乘飞机	5000元	18种	化妆品：5件	非岛民：2次 岛民：1次	店内购物，机场隔离区提货
2012	16周岁以上		8000元	21种	化妆品：8件		
2014							增加即购即提
2015				38种	化妆品：12件		
2016			16000元			非岛民：无 岛民：1次	增加网上销售窗口
2017		乘火车					增加火车提货点
2018		乘轮船	30000元			非岛民：无 岛民：无	增加港口提货点
2020			100000元	45种	化妆品：30件		
2021							增加邮寄送达+返岛提取

资料来源：各政府网站，德邦研究所

多地离岛免税政策对比：海南支持力度最大。亚洲地区中除海南省，日本冲

绳、韩国济州岛以及中国台湾妈祖、金门等也实施离岛免税政策，海南离岛免税政策出台最晚，但发展至今已成为亚洲地区最宽松的离岛免税政策。

表 6：主要地区离岛免税政策对比

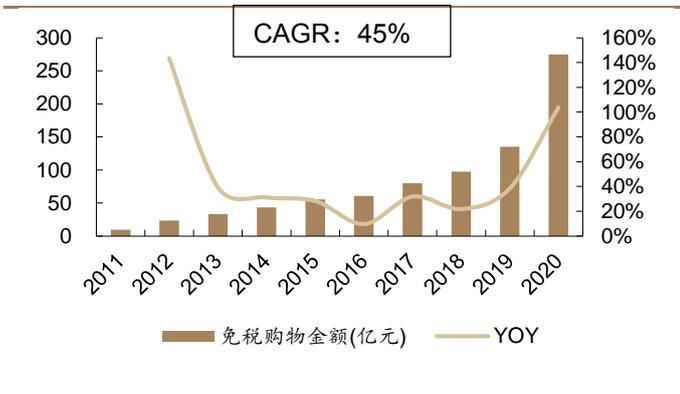
地区	免税对象	免税额度	购物次数	免税商品品类	免税税种
韩国济州岛	年满 19 周岁，乘飞机或轮船离岛的境内外旅客	40 万韩元(折合人民币约 2300 元)/人/次	6 次/年	酒类、烟草、计时表、化妆品、香水、手包、钱包、腰带、太阳镜、饼干类、人参类、领带、围巾、贴身饰品、文具类、玩具类、打火机等 15 大类商品	关税、增值税以及特种消费品税
日本冲绳	日本本土、冲绳岛居民及国际旅客在离开冲绳岛前往日本本土	每次限购 20 万日元 (折合人民币 12000 元)	没有购物次数限制	酒、香水以及名牌商品等各类免税商品，但不经营烟草制品，日本政府规定，烟草制品必须由国家指定的公司统一经销	关税
中国台湾妈祖、金湖、马祖、金门等	乘坐飞机或轮船离开澎湖、马祖、金门等岛屿的旅客	酒类：每人每次一公升(不限瓶数)以下(全年合计数十二次为上限)。烟类：每人每次卷烟 200 支以下，或每人每次雪茄二十五支以下，或每人每次烟丝一磅以下(全年合计数以十二次为上限)。除烟酒类货物以外，其他商品金额为新台币 60000 元以下	12 次/年	烟酒、香水化妆品、保养品、皮包皮件、服饰、表笔、珠宝、食品等。	关税、货物税、烟酒税、营业税
海南	年满 16 周岁，乘飞机、火车、轮船离岛但不离境的国内外游客	10 万元/人/年	无次数限制	共 45 大类	关税、增值税、消费税

资料来源：商务部，德邦研究所

3.1.2. 政策东风来，离岛免税量价齐升

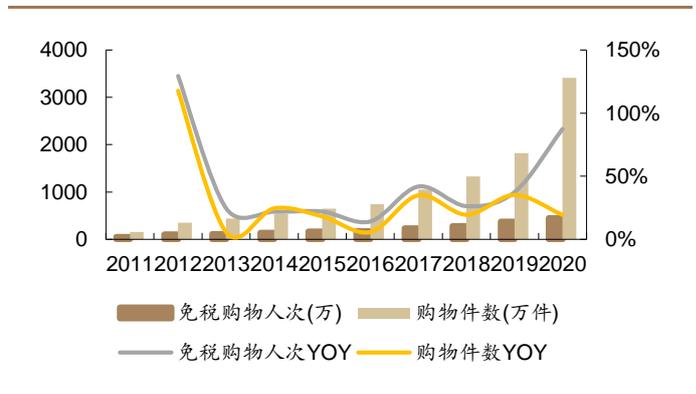
自 2011 年离岛免税政策落地以来，海南离岛免税政策历经多次调整，不断放宽对离岛免税的购物条件、免税金额、商品品类的限制，旅客购物热情被激发，红利释放下离岛免税销售额持续创新高。根据海口海关统计，离岛免税销售额由 2011 年的 9.71 亿元提升至 2020 年的 274.79 亿元，年复合增速高达 45.0%；离岛免税购物人次由 2011 年的 48.7 万人提升至 448.37 万人，年复合增速约为 28.0%；离岛免税购物件数由 2011 年的 153 万件提升至 2020 年的 3410 万件，始终保持高速增长态势。

图 39：2011-2020 年离岛免税购物金额



资料来源：海口海关，德邦研究所

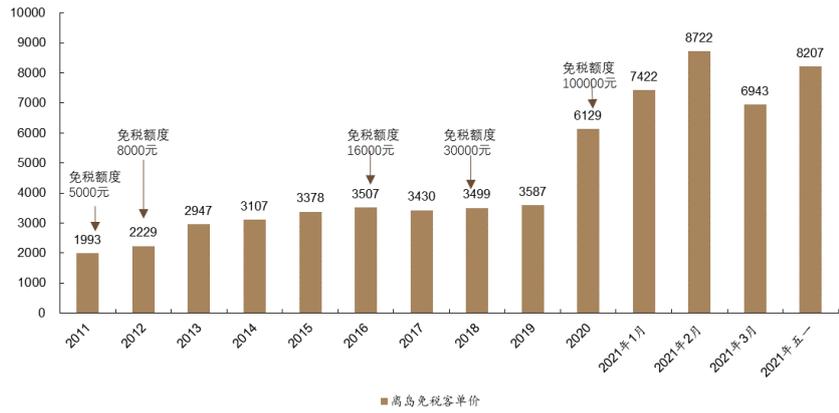
图 40：2011-2020 年离岛免税购物人次&购物件数



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+购物人次大幅提升，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 旺季或即将再次迎来放量增长。

图 41：随着离岛免税购物额度不断放开，客单价水涨船高（单位：元）



资料来源：海口海关，德邦研究所

3.2. 客单价+渗透力驱动下，离岛免税蛋糕有望持续做大

3.2.1. 海南游客趋势平稳，海外疫情回暖分流相对可控

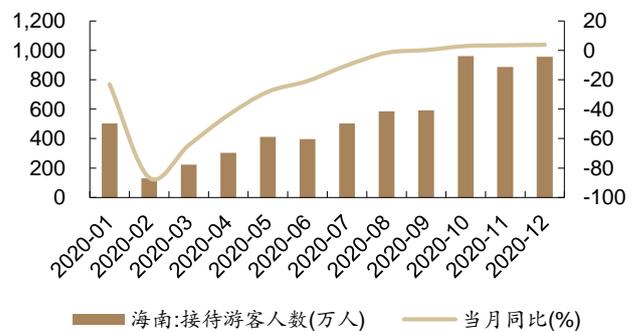
考虑到海南旅客数量往年平稳增长态势，预计国外免税逐渐回暖下不会对海南免税产生重大冲击。随着疫苗普及以及疫情逐渐得到控制，海外免税销售有所回暖，根据韩国免税协会(KDFA)，1月韩国免税销售中外籍游客消费金额 12.3 亿美元，同比下降 16.4%，但环比 20 年 12 月 YOY-37.2%显著修复。国际通道虽逐渐打开，但完全恢复尚需一定时间。此外考虑到海南旅客数量多年以来增长态势较为平稳，在国内疫情恢复后海南省游客人数也并未出现爆发式增长，因此预计出境游全面放开后海南游需求仍在，海南客流预计并不会因为国外旅游的复苏而受到重大的冲击。

图 42：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 43：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

美兰机场二期即将投产，广湛、湛海高铁未来将无缝对接，交通不断完善助力海南客流稳步增长。①机场扩产：美兰机场二期扩建项目已于 2020 年基本竣工，根据海南日报，2021 年 6 月美兰机场新搭台已经实现封顶，预计于 2021 年全面投入运营。美兰机场一期容量仅 1500 万人，2015 年后超负荷运载，扩建后美兰机场设计旅客吞吐量将达到 4500 万人次，产能翻番后或将助力海南旅客数量进一步提升。更长期来看，根据海南省人民政府最新发布的十四五规划，未来美兰机场还将进行三期扩建，满足目标年 2035 年旅客吞吐量 6000 万人次。②铁路网络不断优化：根据南海网，广湛高铁于 2020 年 7 月全线开工，建成后将无缝对接未来建设的湛海高铁，大大缩短广州到海南的距离。交通网络持续优化下有望逐步助力海南游客数量不断扩容。

表 7: 美兰机场二期扩建后产能将达到 4500 万

	一期项目	二期扩建	扩建后
航站楼	T1	T2	T1+T2
机位(个)	71	61	132
设计旅客吞吐量(万人次)	1500	3500	4500

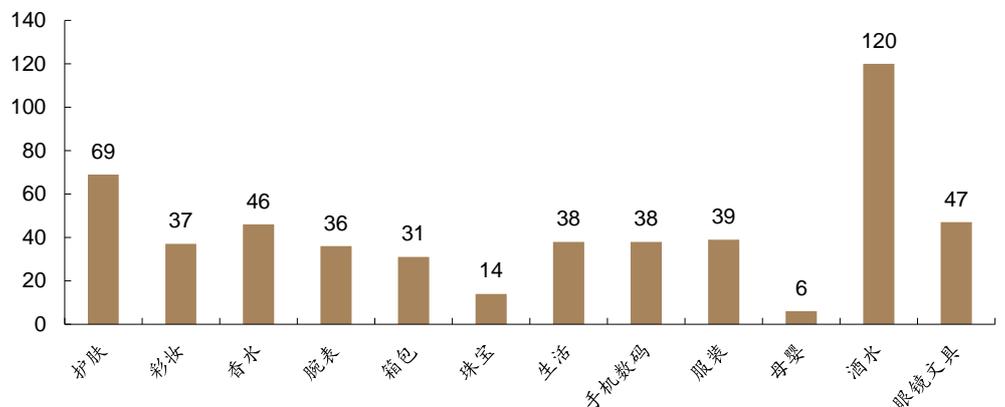
资料来源: 美兰空港公司公告, 德邦研究所

3.2.2. 公司国际竞争力提升, 海南购物消费习惯有望加速形成

公司离岛免税国际竞争力不断提升, 有望加速海南离岛免税购物习惯的形成。以韩国免税购物为例, 通过免税品品牌品类、价格、购物体验等多维度对比, 公司与国际免税店的差距逐渐缩小, 某些方面甚至反超:

- 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, 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。
- 品牌方面, 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, 专注奢侈品, 引进高端奢侈品牌, 高端精品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, 中免与国际品牌商合作的广度和深度不断提升, 我们认为未来随着中国免税市场地位的不不断提升, 公司免税品品牌尤其是精品品牌将持续完善。

图 44: 目前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

- 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 45: 三亚国际免税城网上商城预购时间仍有一定限制

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, 离岛时间是次日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;

资料来源: 三亚国际免税城微信公号, 德邦研究所

图 46: 韩国乐天免税店开通了“3小时前商店”



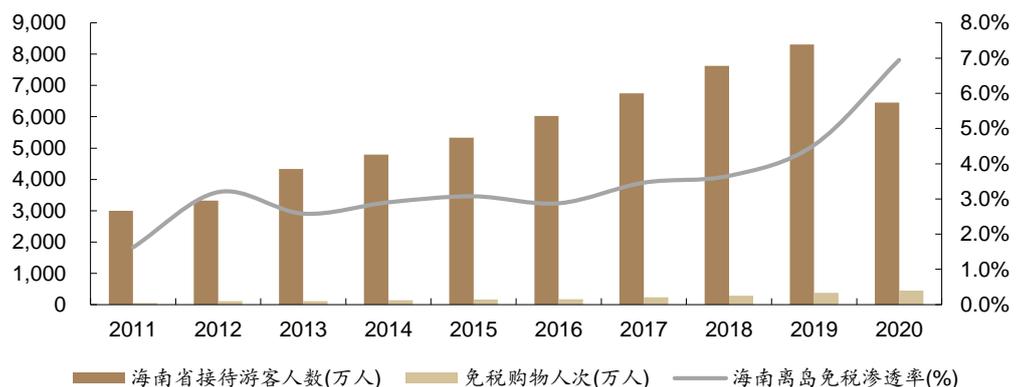
资料来源: 乐天免税网上商城, 德邦研究所

➤ 价格方面, 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, 疫情期间高客单消费者拉动国内奢侈品规模大增70-80%, 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, 海南离岛免税消费习惯有望加速形成, 海外疫情回暖以及出境游的逐渐放开对海南免税客流以及客单价的影响有限。

3.2.3. 渗透率+客单价仍有提升空间, 有望成为离岛免税驱动力

①渗透率方面: 以每年海南离岛免税购物人次/当年海南省接待游客人数总数来计算离岛免税渗透率, 2019年为4.5%, 在2020年离岛免税新政全面放开后渗透率也仅为6.9%, 考虑到海南购物天堂形象不断加强以及消费者购物习惯不断形成, 叠加公司海口国际免税城+海棠湾一期2号地即将开门营业, 未来渗透率仍有较大的提升空间。②客单价方面: 根据前文的分析, 2020年离岛免税客单价仅为6129元, 2021年春节小长假期间(2021年2月11日-17日)以及五一假期(2021年5月1日-5日)期间客单价分别为8670元、8207元, 考虑到未来公司精品品牌有望进一步完善, 客单价预计有望达到14000-15000元, 将拉动离岛免税规模不断做大。

图 47: 2020 年海南离岛免税购物渗透率仅为 6.9%



资料来源: 阳光海南网, 海口海关, 德邦研究所

3.3. 离岛免税竞争格局: 公司品牌 SKU 丰富购物体验更佳地位稳固

新政前离岛免税市场中免一家独大, 新政后多玩家入局但竞争有序。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,其中三亚凤凰机场免税店以及美兰机场二期免税店将进一步夯实公司离岛免税布局。与中免对比,其他经营主体在供应链能力建设方面仍处于前期拓展阶段,品牌合作、产品种类、客流量以及销售额表现仍处于弱势地位。

表 8: 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 4200 m ²	2019 年
新增免税店	海空全球精品免税城	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 3000 m 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 6800 m ² , 首期开放面积 800 m ²	2020.12.30

资料来源: 各公司官网, 三亚发布, 海南日报, 德邦研究所

图 48: 海南离岛免税店区位图



资料来源: 高德地图, 德邦研究所整理

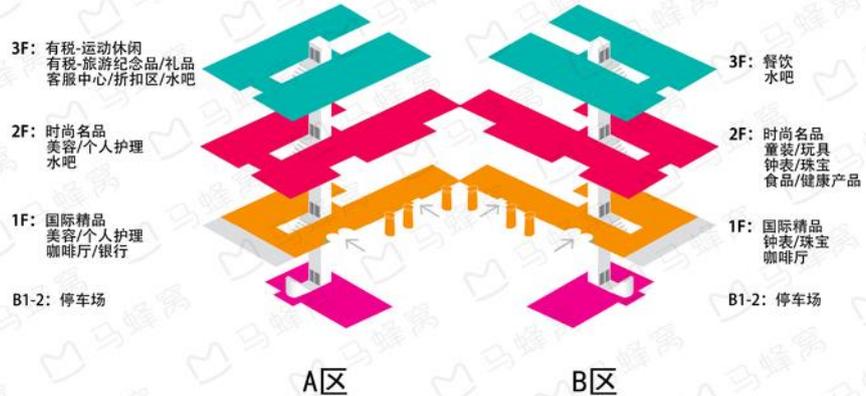
● 三亚海棠湾免税店:

①位置: 三亚海棠湾区海棠北路 118 号, 毗邻海南 G98 环岛高速东线, 距离三亚市车程 35 分钟。并且三亚海棠湾免税店开通了直达等多条免费穿梭巴士线路。

②面积：建筑面积 12 万平方米（商业面积 7.2 万平方米）。

③品牌品类：各大国际品牌齐全，A 区设计护肤、彩妆、箱包，包括香奈儿彩妆及古驰、宝格丽、巴黎世家等精品品牌；B 区主要是服饰、钟表、珠宝、食品健康和童装玩具等品类。B 区三层设有酒类综合店。

图 49：三亚海棠湾免税城分布



资料来源：免税视野，马蜂窝，德邦研究所

表 9：三亚海棠湾免税店国际品牌云集

类别	品牌
A 区一层	
美容/个人护理	lancome、Chanel、Burberry、Biotherm、YSL、sisley、clinique、Guerlain、Clarins、Dior、阿玛尼、Benefit、祖马龙、Bobbi Brown、HR、雅诗兰黛、La Mer、雪花秀、SK-2、cdp、资生堂、黛珂、WHOO 后、纪梵希、la prairie、Hera、fresh、植村秀、AHC
精品	Fendi、Gucci、Sanit Laurent、Dolce&Gabbana、卡地亚、Coach、巴黎世家、Ermenegildo Zegna、Tod's、BV、Chlo é、Moncler、华伦天奴、Burberry
A 区二层	
美容/个人护理	Beauty Lab、欧缇丽、科颜氏、Kos é 高斯、Fragrance Hub、MISSHA、MAC、雅漾、欧舒丹、DEWYTREE、茉莉蔻、明色、TheFaceShop、mediental、欧莱雅、Lab Series 朗仕、RENE FURTERER、Laneige 兰芝、MEDIHEAL、SOORYEHAN、LEADERS、VICHY、IOPE、su:m、卡诗、宠爱之名、悦木之源、Dr. Jart+、理肤泉、THANN、ROGER & GALLET
时尚品牌	Emporio Armani 阿玛尼、LONGCHANP、MARC JACOBS、Tory Burch、MOSCHINO、BOSS、Calvin Klein Jeans、A2 Sunglasses World、Polo、FURLA、BALLY、JIMMY CHOO、STUART WEITZMAN、MCM、KENZO、RIMOWA、MICHAEL KORS、TUMI、GOLDEN GOOSE、JUICY COUTURE、COCCINELLE、GUCCI、MAX&Co、agnes.b、HANSEN&SHAEK、
A 区三层	
运动休闲装	滔搏运动、ARCTERYX、FILA、SUPER HEROES、COLUMBIA、SKECHERS、ecco、paul frank、AQEACARMON
B 区一层	
钟表/珠宝	CHAUMET、ROLEX、OMEGA、HERMES、SWAROVSKI、TISSOT、RADO、LONGINES、PANDORA、PANERAI、TURDO、IWC、Chopard、积家、PIAGET、BVLGARI、TIFFANY&CO、MONTBLANC
精品	奢侈品 PRADA、GIOGRIO ARMANI 阿玛尼、Salvatore Ferragamo 菲拉格慕、MaxMara、miu miu、新秀丽、DKNY、kipling、LeSportsac、AIGLE、FOSSIL、Juicy Couture、New Balance、GUESS、LOUIS QUATORZE、Footware studio、Armani Jeans、LACOSTE
B 区二层	
钟表/珠宝	swatch、MIDO、WSI、Folli Follie
童装/玩具	Burberry、RALPH LAUREN、E-LAND KIDS、ARMANI JUNIOR、TEENIE WEENIE、Kids Paradise、Paw Paw

资料来源：中免微信公众号，德邦研究所

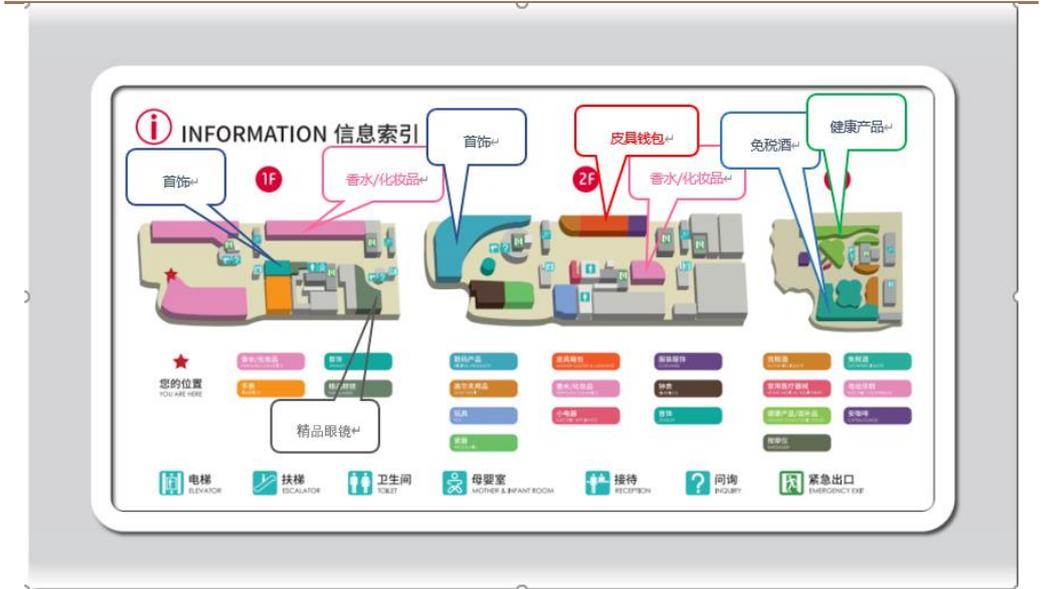
● 中服三亚国际免税购物公园：

①位置：位于三亚中央商务区核心区域鸿洲广场，地处城市商业中心、旅游中心与运动中心，毗邻鸿洲国际游艇码头、半山半岛高端酒店、凤凰岛，距离三亚凤凰机场的车程约在 30-40 分钟。

②面积：首期开放 1.5 万平方米，根据此前规划，未来 3-5 年在现有项目之上，将在周边建设约 20 万平方米的文娱项目。

③品牌品类：香化居多。目前中服三亚国际免税购物公园只开放了三层楼，一层香化、首饰腕表和精品眼镜，第二层为数码产品、皮具箱包、高尔夫用具、香化、钟表瓷器、玩具、小电器等，第三层为酒类（免税及完税）、健康产品/滋补品、家用医疗器械、电动牙刷、按摩椅、咖啡等。

图 50：中服三亚免税店品类以香化居多



资料来源：免税视野，德邦研究所

● 三亚海旅免税城：

①位置：位于迎宾路及落笔洞路交汇处，距离三亚凤凰机场车程约 25 分钟，隔壁为三亚千古情。

②面积：经营面积 9.5 万平方米。

③品牌品类：包含有税&免税。负一层为酒类（含免税和有税）、精品超市、食品健康产品；一层精品为主，包含古驰、宝格丽眼镜等；二层主要是时尚名品、钟表、首饰、苹果等电子产品；三层主要是香水、钟表及首饰；四层主要是服装、箱包、眼镜、时尚腕表、家居生活、玩具；五层是时尚潮牌（预计 6 月 30 日开业）；六层为餐饮。

表 10：三亚海旅免税城各楼层品牌

楼层	定位	品牌
B1	进口食品、酒水及部分完税商品	格兰菲迪、轩尼诗、麦卡伦、马爹利、人头马、山崎、歌帝梵等
1F	奢华臻礼，精品、布鲁内洛·库奇内利、宝格丽眼镜、卡地亚眼镜、CORUM 昆仑、DJULA、FREDFRED 斐登、古驰眼镜、浪琴、宇舶、LOUIS XIII、MaxMara、豪利时 Oris、沙夫拉特、TAG Heuer 泰格豪雅、真力时、Etrof、Chopard 萧邦、百年灵、菲拉格慕	
2F	时尚礼品，首饰、APM、APPLE 苹果、周大福、安普里奥·阿玛尼、Hugo Boss、浪凡、MICHAEL KORS、潘多拉、PINKO、RADOO、电子	Stuart Weitzman、斯沃琪、天梭、TUMI 途明、沃尔沃特、Sandro、Maje
3F	香化	Burberry 博柏利、BYREDO 百瑞德、娇韵诗、肌肤之钥、Christian Louboutin 克里斯提·鲁布托、DECORTÉ 黛珂、Diptyque、雅诗兰黛、乔治·阿玛尼、古驰、兰蔻、La Prairie 莱珀妮、Nars、资生堂、SK-II、WHOO 后
4F	综合服务业态，服、BY FAR、Calvin Klein、卡斯偶、西铁城、艾米龙手表、阿玛尼手表、芬迪眼镜、芙拉、乐高、Ray-Ban 雷朋、菲拉格慕	手表、汤米·希尔费格、维多利亚的秘密
5F	时尚潮牌	Alexander Wang、AMBUSH、Charlie Luciano、DSG、GCDS、GUIDI、HERON PRESTON、McQ、OFF WHITE、Palm Angels、WEIDONE、中国李宁
6F	餐饮	略

资料来源：免税视野，德邦研究所整理

注：三亚海旅免税城中品牌商品既包含免税，也包含完税商品

海控全球精品免税城：

①位置：海口市日月广场东区，海控全球精品免税城和中免日月广场免税店

分别占据了日月广场的两边，海口美兰机场往返日月广场全程约 17.7 千米，耗时 27 分钟，机场 5 号线直达。新海港码头往返日月广场全程约 21.8 千米，耗时 30 分钟。此外，还有 5 条公交线路可直达日月广场。

②面积：总建筑面积 38920 平方米，（不含周转仓 5246 m²），水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层，目前仅开通了一期摩羯座一层（3000 平方米）。

③品牌品类：香化区域面积最大，占整体面积的 2/3，余下区域为数码、酒水、眼镜，箱包服饰等精品品类尚未入驻海控全球精品免税城。

图 51：海控全球精品免税城香化占据了 2/3 的面积



资料来源：免税视野，德邦研究所

● 深免海口观澜湖免税城：

①位置：海口市龙华区的观澜湖新城，距离海口美兰机场约 20 分钟车程，与海口新海港码头直线距离 20 公里。

②面积：第一期营业面积 2 万平方米，开通的为 3、4、5、6 和 14 号馆规划，总营业面积 10 万平方米。

③品牌品类：3 号馆是 DFS 世界名品旗舰店；4 号馆内珠宝腕表和香化产品并存（其中香化以黛珂、娇韵诗、希思黎等品牌为主，兰蔻、雅诗兰黛等热门品牌暂未入驻）；5 号馆是世界名酒中心（深免酒水品牌丰富，荟萃了全球近 180 个酒水品牌）；6 号馆是全球食品生活馆；14 号馆是 3C 电子智能馆（包括苹果系列、任天堂系列等产品以及科大讯飞、联想等免消费税的国产品牌产品）。

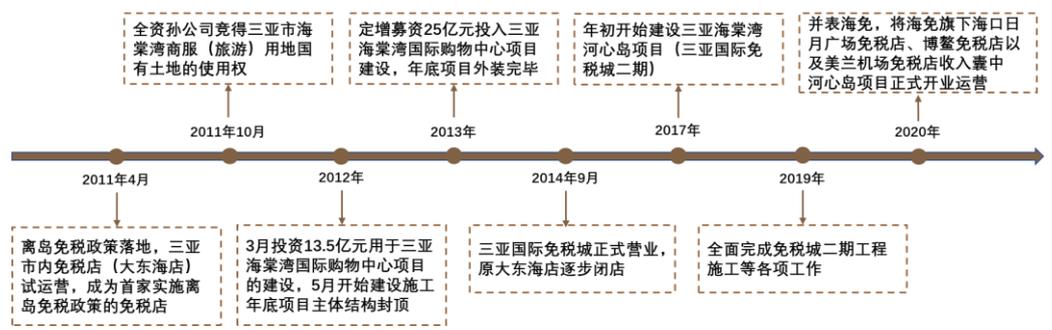
对比来看，目前海控、中服等新入局离岛免税商还处于铺设阶段，品牌尤其是精品品牌数量较少，相比于三亚海棠湾免税店客流较少。而品牌引入相对齐全目前来看至少还需要 2-3 年，考虑到免税旅游零售属性，游客在有限的时间内会优先选择购物体验更佳、品牌&SKU 更丰富的免税店，因此中免的优势地位难以被打破。此外海南免税市场未来精品品类的丰富带动客单价提升，以及消费习惯形成海南客流有望保持稳定，随着各家免税运营商成长，未来将在有序竞争下共同做大离岛免税蛋糕。

3.4. 海棠湾为离岛免税强支柱，公司或为红利最大受益者

3.4.1. 公司离岛免税业务复盘：大东海店起步，海棠湾店强势放量

大东海店起步，海棠湾为强力支柱，公司不断完善海南免税业态布局。2011年离岛免税政策落地，同年4月20日三亚市内免税店（大东海店）试运营，成为首家实施离岛旅客免税购物政策的免税店。2011年10月公司公告：其全资孙公司竞得三亚市海棠湾商服（旅游）用地国有土地的使用权，2012年3月投资13.5亿元用于三亚海棠湾国际购物中心项目的建设，并于2012年5月开始建设施工，2012年底项目主体结构封顶。2013年定增募集资金净额25亿元，全部投入三亚海棠湾国际购物中心项目建设，年底项目外装完毕。2014年9月三亚国际免税城正式营业，原大东海店逐步闭店。随后2017年初公司开始建设三亚海棠湾河心岛项目（三亚国际免税城二期），2019年全面完成工程施工等各项工作，并于2019年底开业。2020年，公司并表海免，将海免旗下海口日月广场免税店、博鳌免税店以及美兰机场免税店收入囊中，博鳌免税店以及美兰机场免税店收入囊中。

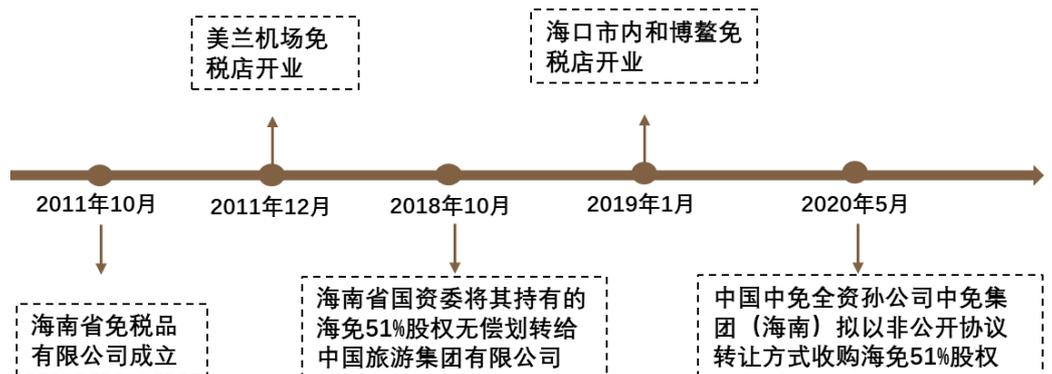
图 52：公司海南离岛免税业务发展复盘



资料来源：公司公告，德邦研究所

海免成立于2011年，是当时经国务院批准成立的全国唯一一家地方省属国有独资免税品经营企业。海免旗下拥有三家免税店，分别为海口美兰机场免税店、海口市内免税店以及博鳌免税店。海口美兰机场免税店创立于2011年12月21日，位于美兰机场国际候机楼隔离区内，营业面积3万余平方米。海口市内免税店以及博鳌免税店均于2019年开业，营业面积分别为1.3万平方米以及4200平方米。2018年10月22日，海南省国资委将其持有的海免公司51%股权无偿划转给中国旅游集团，海免公司成为中国旅游集团控股子公司。2020年5月中国中免拟以非公开协议转让方式现金收购海免51%股权。截至2020年5月，海南省所有离岛免税店均被公司收入囊中，海南离岛免税形成一家中免独大免税格局。

图 53：海免发展沿革



资料来源：公司官网，德邦研究所

3.4.2. 海棠湾店始终独担大任，公司龙头地位难被超越

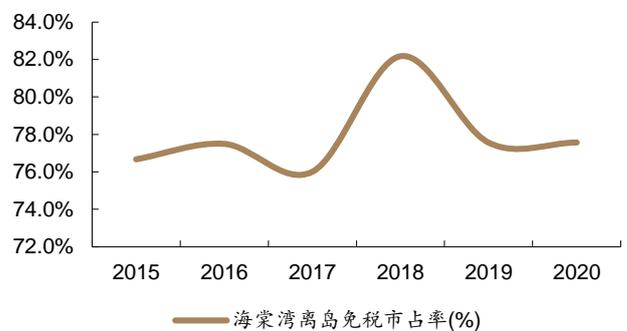
海棠湾在离岛免税市场中份额超70%，客单价明显高于海南离岛免税整体客单价。自2014年9月海棠湾免税店开业以来，营业收入保持高速增长。2019年实现营收104.65亿元/YOY+30.6%，占公司整体营收的21.8%。2019年三亚海棠湾免税店实现归母净利润14.21亿元/YOY+28.5%，占公司总业绩的30.7%，为公司业绩核心驱动力。2020H1，在离岛免税新政尚未实施的情况下，三亚海棠湾免税店实现营收59.77亿元/YOY+12.16%，占公司总营收的30.95%。此外，三亚海棠湾免税店在离岛免税市场中市占率历年均超70%，成为离岛免税市场的强力支撑。购物人次、客单价近年来也都有明显提升，2019年三亚海棠湾免税店购物人次217万人，客单价达4823元。2020年海南离岛免税客单价为6129元，考虑到历年来三亚海棠湾免税店客单价均高于海南离岛免税整体客单价，预计2020年海棠湾客单价保持两位数的增长。

图 54：三亚海棠湾免税店销售额保持高速增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 55：海棠湾离岛免税市占率始终维持至70%以上



资料来源：公司公告，海口海关，德邦研究所

注：市占率由三亚海棠湾免税店销售额/海南离岛免税销售额计算得出，其中三亚海棠湾免税店销售额来源于公司公告，海南离岛免税销售额来源于海口海关

图 56：2020 年海棠湾购物人次有望保持两位数增长



资料来源：公司公告，德邦研究所

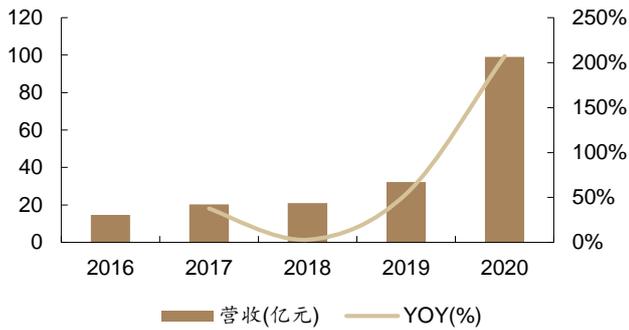
图 57：海棠湾客单价始终高于海南省离岛免税整体客单价



资料来源：海口海关，公司公告，德邦研究所

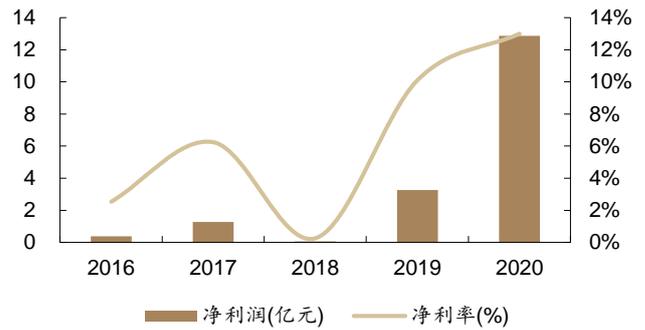
海免体量规模较小，净利率水平波动较大，注入中免进一步巩固公司离岛免税市场地位。2016-2020年海免分别实现营收14.7、20.3、20.9、32.3、99.1亿元，和中免相比海免体量规模较小。2019年之前海免净利润波动较大，2019年海免股权交由中免托管后，海免盈利能力较之前有一定的提升，净利率由2017年的6.2%提升至2020年的13%。从接受海免股权托管到收购海免51%股权，公司不断巩固在离岛免税市场中的地位，有望进一步强化规模效应。

图 58: 海免体量规模较小



资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所
注: 预计 2020 年离岛补购收入预计计入海免

图 59: 海免盈利能力有所提升



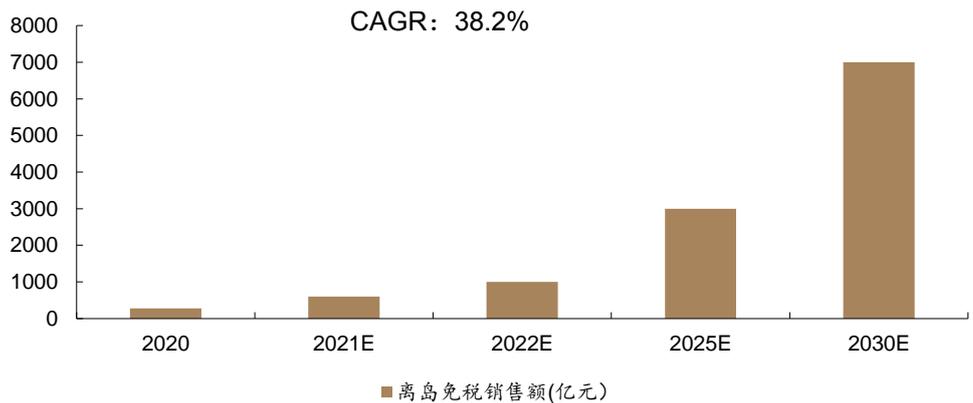
资料来源: 公司公告, wind, 德邦研究所

公司海南离岛免税市占率始终维持 90%+, 未来规模优势下议价能力不断提升+品牌 SKU 短期难被超越, 公司龙头地位稳固。根据穆迪戴维特报告数据, 海南 2021 年第一季度旅游免税零售市场整体销售额季度环比增长率为 22%, 达到 139 亿元人民币, 其中中免集团占比约 90%。而考虑到未来客单价+渗透率的提升, 各家免税商将在有序竞争中共同做大离岛免税蛋糕。

3.5. 顶奢引入稳步推进, 公司加强长远布局继续享受离岛红利

免税新政落地下, 政府预期目标较为明确, 离岛免税将成为增量空间, 公司有望成为最大受益者。2021 年 1 月海南省政府工作报告中, 海南省代省长冯飞表示, 2021 年将用好离岛免税购物政策和本岛居民免税购买进境商品等政策, 力争免税销售突破 600 亿元, “十四五”时期, 海南计划吸引免税购物回流 3000 亿元。2020 年 12 月 30 日海南省委书记沈晓明在接受杨澜专访中表示, 到 2022 年海南离岛免税销售额目标为 1000 亿元, 到 2030 年为 7000-8000 亿元。政府预期下, 海南离岛免税市场将继续火爆发展, 离岛免税参与主体有望共同发力一起做大离岛免税增量蛋糕。

图 60: 未来十年海南离岛免税 CAGR 有望达到 38.2%



资料来源: 海南省政府工作报告, 杨澜访谈, 德邦研究所

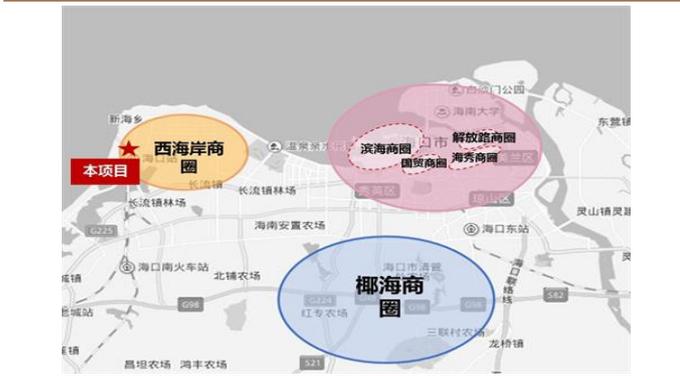
公司长远布局, 海口国际免税店+海棠湾一期 2 号地未来有望持续发力巩固离岛免税业态。2019 年 7 月公司发布公告, 公司全资子公司拟投资人民币 128.6 亿元用于海口市国际免税城项目建设, 将其建设成为以免税为核心, 涵盖有税零售、文化娱乐、商务办公、餐饮住宿等多元元素的复合型旅游零售综合体。此外 2021 年 3 月公司全资孙公司拟投资 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设, 拟将其打造成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。

➤ 海口国际免税店: 全球规模最大单体免税店, 顶奢引入有望稳步推进

海口国际免税城定位世界最大单体免税商业及购物旅游目的地，根据 DFE，将于 2022 年中开门迎客，有望成为海口免税业态新的增长点。

①项目地理位置优越：项目位于海南省海口市西海岸粤海铁路港口区域，西侧与新海港无缝对接；东临城市主干道滨海大道，距南港约 500m，接驳海秀快速路、新海港，近海南环岛高铁，是海南省经济发展的核心区域，是港口离岛游客必经之路。项目 20 分钟抵达海口核心生活圈，半小时覆盖琼州海峡交通圈，2 小时通达全岛。本项目同时毗邻旅游产业及中心总部经济区，未来将承载旅游、交通枢纽、商务、休闲等多项重要城市功能。

图 61：项目位于西海岸城市副中心



资料来源：公司公告，德邦研究所

图 62：海口国际免税城交通便利



资料来源：公司公告，德邦研究所

②项目面积与定位：项目规划用地占地面积为 32.4 万 m^2 ，计容总建筑面积为 69.3 万 m^2 ，其中商业用地规划面积为 47.5 万 m^2 ；办公用地规划建筑面积为 7.8 万 m^2 ；住宅用地规划建筑面积为 8.0 万 m^2 ；酒店用地规划建筑面积为 6.0 万 m^2 。项目整体定位为“环球体验交互式港城融合新领地”，以免税购物、美食体验、休闲体验为三大核心驱动。项目主要分为六个地块建设，其中地块五拟建免税商业综合体，定位为“世界最大单体免税商业及旅游购物目的地，建筑面积达 25.6 万平方米”。

表 11：海口国际免税城地块面积与定位

地块	占地面积 (平方米)	建筑面积 (平方米)	地上建筑面 积 (平方米)	地块定位
地块一	31175	107686	77938	拟建写字楼，定位为“承载港城产业的甲级写字楼”。
地块二	16561	56976	41403	拟建公寓，定位为“乐活品质格调生活空间”。
地块三	28632	104557	80170	拟建住宅，定位为“国际旅游中心特色型滨海品质居住空间”。
地块四	21256	75559	59516	拟建酒店，定位为“陆港门户尊贵格调五星级酒店”。
地块五	88566	255800	141000	拟建免税商业综合体，定位为“世界最大单体免税商业及旅游购物目的地”。
地块六	137324	334010	233450	拟建商业街区，定位为“海南世界级度假型商业街区”。

资料来源：公司公告，德邦研究所

图 63: 海口国际免税城地块分析



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 64: 海口国际免税城效果图



资料来源: DFE, 德邦研究所

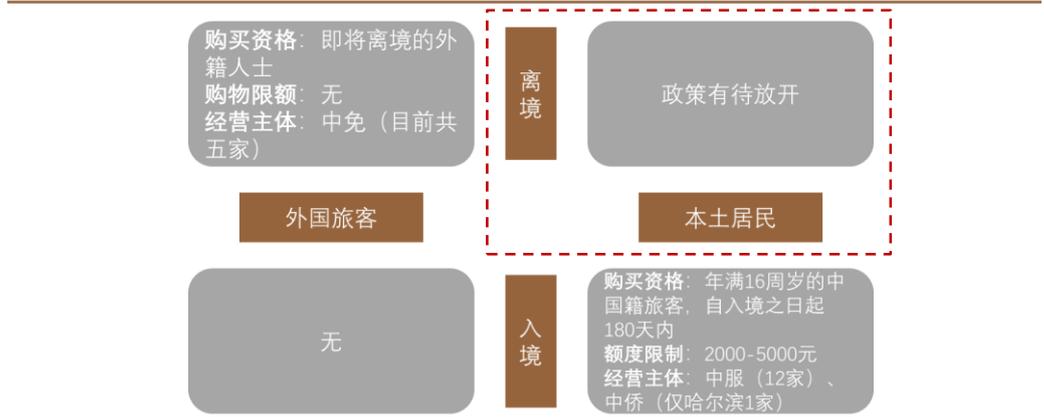
③项目开发资金、开发周期: 一期项目(地块五+地块二+地块三)投资资金 58.8 亿元, 预计开发期限为 36 个月; 二期项目(地块一+地块四+地块六)开发商业街区、写字楼和酒店, 投资资金 69.8 亿元, 开发期限为 42 个月。其中, 根据海南省人民政府, 海口市国际免税城项目的免税商业综合体已经进入幕墙安装阶段, 预计于 2022 年中正式开门迎客。考虑到海口国际免税城将成为全球规模最大的单体免税店, 重奢引进有望稳步推进, 或逐步放量成为公司海棠湾外新的离岛免税增长点。

➤ 三亚国际免税城一期 2 号地: 高奢定位, 实现海棠湾整体升级

根据公司公告, 公司拟投资 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目建设, 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, 有望与海棠湾免税城、三亚海棠湾河心岛项目有机结合, 业态互补。其中免税商业定位方面, 依托三亚国际免税城核心优势, 扩建免税营业面积, 引进高端奢侈品牌, 丰富品类, 实现三亚国际免税城整体升级。

免税商业部分计划建设周期为 21 个月, 或于 2023 年初建成开业。一方面, 项目毗邻海棠湾免税城, 地理位置绝佳, 项目用地面积 10.88 万平方米, 总建筑面积 17.25 万平方米, 能够扩建免税营业面积, 有效弥补海棠湾免税城营业面积不足。另一方面, 奢侈品定位下, 有望夯实公司核心竞争力。

图 67：我国针对国人市内离境免税政策尚为空缺



资料来源：政府网站，中服微信公众号，德邦研究所整理

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：根据中出服市内免税店，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，购物金额可达5000元。

表 12：韩国针对本土居民离境市内免税政策较为完善

韩国本国居民离境市内免税	
购物资格	韩国本国居民
购买次数	不限
免税额度	5000 美元（约为 33000 元人民币，且韩国产品无限额）
免税品件数	每人对同一品牌香化不得超过 50 件，手表箱包不得超过 10 件

资料来源：韩国关税厅，前瞻产业研究院，德邦研究所

国人市内免税政策或将渐行渐近，未来空间潜力可期。①顶层指引：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》，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。②新增免税经营主体推进市内免税业态：2020年6月，王府井收到控股股东北京首都旅游集团有限责任公司转发的《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》，授予免税品经营资质，允许王府井经营免税品零售业务。同年7月王府井完成免税品经营子公司工商注册手续，并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，重点发力北京免税业态。③地方积极响应支持建设市内免税店：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，北京、上海、广州、浙江、青岛、深圳等地纷纷出台相应政策鼓励支持市内免税店的建设，国人离境市内免税政策或加速落地。

4.2. 率先布局+持续加码，公司抢占市内免税先机

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的优质位置。此外，公司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、福州新开设市内免税店。此外根据中国旅游集团微信公众号，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。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。加码布局下，公司未来有望率先享受政策红利。

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	--

资料来源: 公司官网, 微信公号, 武汉发布, 天津广播, 锦江区商务局, 德邦研究所

图 68: 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 69: 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

4.3. 市内免税空间测算: 成熟状态下可达 500 亿

4.3.1. 疫情前出境游势头良好, 奠定市内免税发展空间

疫情前我国出境游发展势头良好, 国人离境市内免税政策放开后出境游购物需求有望在国内得到释放。近年来受益于国人收入水平得提升, 交通、签证、支付、语言等在内的出境游环境持续优化, 疫情前我国出境游长期向好。出境游人次方面, 疫情前我国已连续多年保持世界第一大出境游客源国的地位, 出境游人数由 2011 年的 0.7 亿人增加至 2019 年的 1.55 亿人, 年复合增速约为 10.4%; 出境游消费方面, 我国国人出境游消费连续多年排名世界第一, 根据中国旅游研究院数据, 2019 年我国居民出境游消费金额达到 1338 亿美元, 同比增长 11.5%。

图 70: 我国出境游人数不断增长



图 71: 疫情前我国居民出境游消费金额加速增长



资料来源：中国旅游研究院，德邦研究所

资料来源：中国旅游研究院，德邦研究所

4.3.2. 国人离境市内免税空间测算

我们以离岛免税购物为参考基数，在出境人数恢复至 2019 年水平下，在中性成熟状态下，北京上海两地国人离境市内免税规模有望达到 1200 亿元。

表 14：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 15：市内免税空间测算结果

核心假设：	
1.根据国家移民局数据，2019 年全国内地居民出入境人次为 3.5 亿人，假设 2019 年出境人数为 3.5/2=1.75 亿人；	
2.现有跨境电商额度为 2.6 万元，考虑到刺激消费回流初衰，假设国人离境市内免税额度应大于 2.6 万元；	
3.假设出境人数恢复至 2019 年水平，在中性成熟状态下，客单价 15000 元（考虑到出境游人数恢复至 2019 年仍需较长时间，综合考虑通货膨胀+奢侈品保值属性）、渗透率为 8%的前提下，全国国人离境市内免税规模为 2000 亿元左右， 假设北京/上海两地占比 60%，那么北上地区市内免税规模有望达到 1200 亿元。	

客单价(元)	渗透率					
	3.0%	4.0%	5.0%	6.0%	7.0%	8.0%
8000	420.00	560.00	700.00	840.00	980.00	1120.00
10000	525.00	700.00	875.00	1050.00	1225.00	1400.00
12000	630.00	840.00	1050.00	1260.00	1470.00	1680.00
13000	682.50	910.00	1137.50	1365.00	1592.50	1820.00
14000	735.00	980.00	1225.00	1470.00	1715.00	1960.00
15000	787.50	1050.00	1312.50	1575.00	1837.50	2100.00

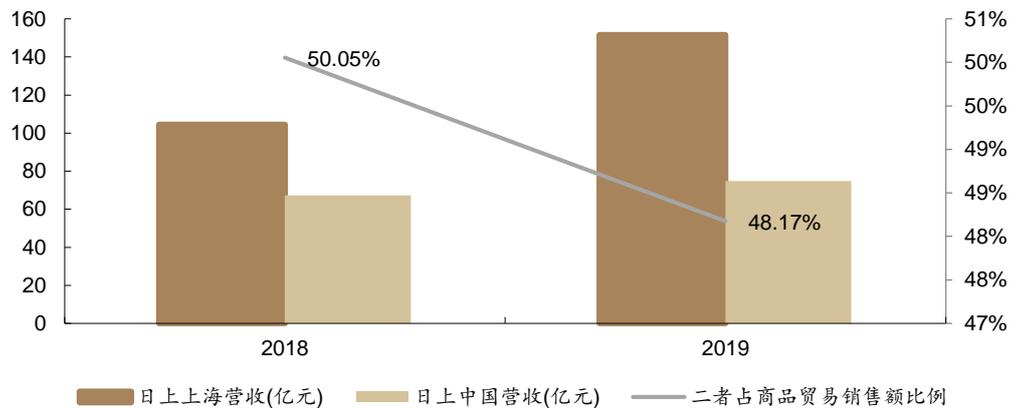
资料来源：德邦研究所测算

5. 机场免税构筑规模基石，线上或为另一增长极

5.1. 机场免税筑公司体量基石，看重规模效应释放带动整体发展

机场免税规模可观，占据公司营收半壁江山。2017-2019年，公司先后收购日上中国、日上上海，接连中标首都国际机场、广州白云机场、香港机场以及大兴国际机场免税店经营权，目前公司已经率先占据北京、上海、广州、香港等主要国内与国际机场渠道。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。天然客流直接拉动免税店销售额，机场免税店构筑了公司的规模基石。2018-2019年，日上上海分别实现营收104.51、151.49亿元，日上中国分别实现营收67.35、74.77亿元，同期三亚海棠湾免税店营收规模为80.10、104.65亿元，2018年和2019年日上中国和日上上海营收占公司商品贸易收入的比例分别为51%和48%，奠定公司免税规模基础。

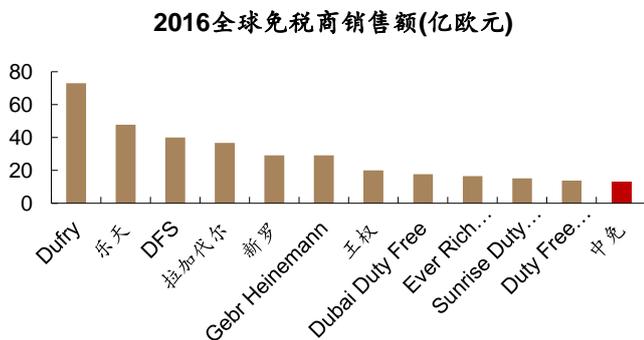
图 72：2019 年日上中国&日上上海占公司商品贸易销售额比重近一半



资料来源：公司公告，德邦研究所

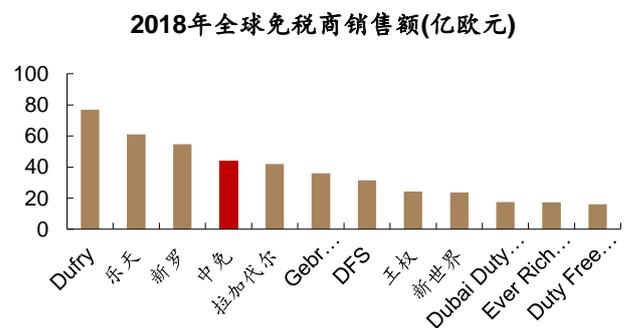
体量带来规模效应，公司市占率&议价能力迈上新台阶。2018年公司完成收购日上中国和日上上海后，直接拉动公司市场地位直线提升，在国际上的排名由12名提高至第4名，由此可见机场免税对公司市场地位的贡献不容小觑。此外，规模效应释放，议价力提升强化公司盈利能力，公司毛利率由2016年的25.07%提升16.4pct至2018年的41.46%。

图 73：2016 年公司世界排名第 12 名



资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

图 74：2018 年公司世界排名迅速提升至第 4 名



资料来源：Moodie Davitt，德邦研究所

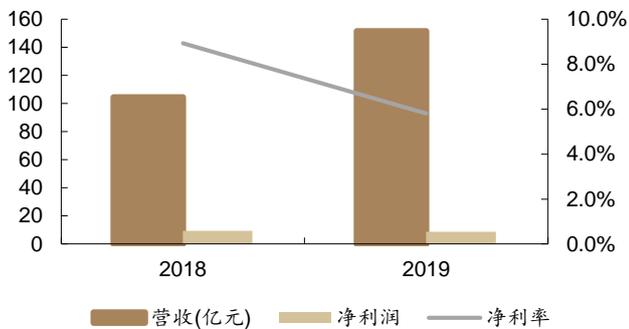
机场免税店虽为公司带来可观收入，但业绩贡献能力相对海棠湾免税店较弱，主要系高额机场租金拖累所致。公司主要机场免税店租金扣点率高企，如浦东国际机场以及首都国际机场租金扣点率均超过40%，大兴机场扣点率更是高达49%。受高扣点拖累，机场免税店盈利能力有待提升，2018、2019年日上上海净利率仅为8.8%以及5.8%，而同期海棠湾免税店净利率可以达到13.8%、13.6%，考虑加回批发扣点可达25%左右。

表 16: 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 万元	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%

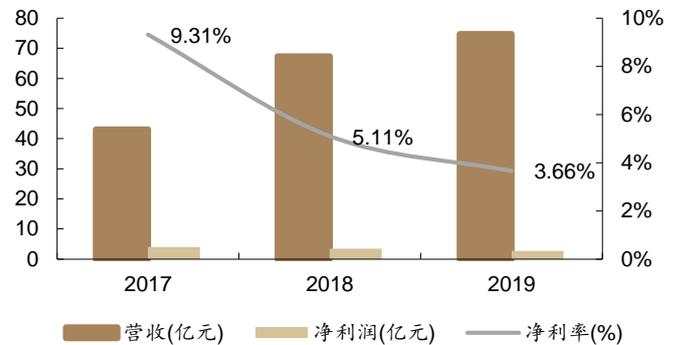
资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 75: 日上上海营收&净利润情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

图 76: 日上中国营收&净利润情况



资料来源: 公司公告, 德邦研究所

政策指引避免价高者得+疫情影响上海机场租金协议重签, 机场免税租金扣点有望逐步合理化盈利能力或将提升。

①政策指引: 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%。

表 17: 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%)	≥50
	品牌招商(占比 30%)	
	运营计划(占比 20%)	
	市场营销及顾客服务(占比 30%)	

资料来源: 财政部, 德邦研究所

②租金协议重签: 根据公司 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, 其中 2020 年上海机场实际确认租金收入 11.56 亿元, 较 2019 年下降约 70%。未来不排除北京、广州等机场租金重定, 业绩冲回+公司机场渠道免税店盈利能力或有望得到改善。租金协议重签具体条款如下:

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 18：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：公司公告，德邦研究所

5.2. 疫情催化线上加速布局，公司电商平台品牌+SKU 数量领先

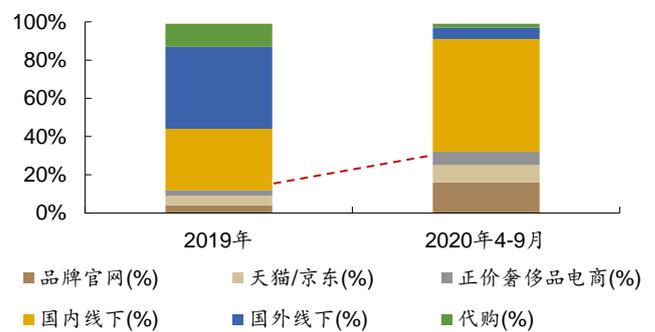
疫情催化下公司线上有税业务大幅提升，未来有望不断做大做强。2020年为对冲疫情影响，公司发力多个电商平台（采取有税形式），有税业务2020年实现收入197亿元/YOY+1613%。考虑到线上消费已为大势所趋（其他线上渠道一直保持较大的体量：2020年中国跨境进口零售电商市场规模达到4453亿元），未来专柜销售额份额下降或为不可避免的趋势，在此背景下未来品牌商对中免电商渠道的认可和支 持度有望提升，而考虑到中免线上会员近2000万人，叠加自身平台的不断整合+品牌商后续支持品牌SKU不断增加，未来潜力可期有望持续增厚业绩。

图 77：2020 年疫情催化下有税业务增长迅猛



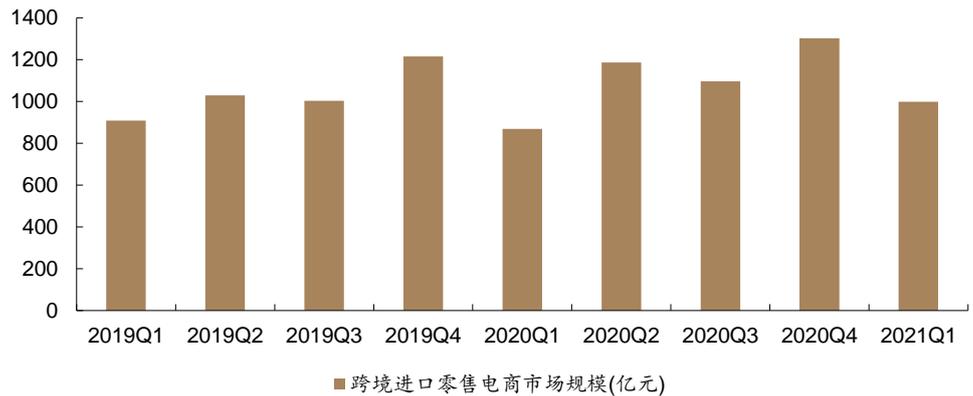
资料来源：公司公告，德邦研究所

图 78：奢侈品线上渠道销售占比显著提升



资料来源：BCG，德邦研究所

图 79：2020 年跨境进口零售电商规模达到 4453 亿元



资料来源：易观分析，德邦研究所

注：跨境进口零售电商，即跨境进口零售电子商务，是以互联网为平台，向中国境内用户以零售形式销售中国关境外的商品，并与用户达成商品销售协议的商业行为，主要包括天猫国际、考拉海购、京东国际等跨境电商平台。

疫情下公司线上业务发展迅速，2020 年有税业务实现收入 197 亿元/+1613%，考虑到年轻一代消费者占比不断提升，带动数字化进程持续加快，未来公司线上业务有望持续做大。公司目前主要电商平台包括：CDF 会员购、日上上海直邮、CDF 会员购北京以及离岛补购，不同平台下运营模式不同，可以分为跨境电商模式和一般贸易模式。目前公司大部分平台积分已经打通，未来将持续整合各平台，不断提升购物体验。

CDF 会员购：①运营模式：跨境电商；②购买途径：CDF 会员购小程序；③购买资格：90 天内有入境记录的中国公民，使用邀请码注册会员方可购买；④购物程序：深圳前海保税仓发货，京东物流快递到家；⑤购物限额：单笔交易限值人民币 5000 元，年度交易限值为 26000 元，部分商品限购 8 件；⑥税费：限额以内免关税，消费税、增值税按照 70%征收。

日上上海直邮：①运营模式：一般贸易；②购买途径：日上会员 APP；③购买资格：通过优选券获得一次性购买资格，其中优选券可通过“在机场”、“携程全球购”、“浦发银行”、“旅购”等平台购买或者日上粉丝也可通过入群抽奖获得；④购物程序：日上保税区发货，顺丰或韵达快递到家；⑤购物限额：优选券支持购买 20 件商品，单品限购 5 件，每单最低 1500 元，购物金额无上限；⑥税费：关税、消费税和增值税照章征收。

日上中国直邮：①运营模式：跨境电商；②购买途径：CDF 会员购北京小程序；③购买资格：仅限会员购买，会员可通过邀请码注册；下单时需要填写 90 天内入境记录；④购物程序：北京保税仓发货，顺丰或 EMS 快递到家；⑤购物限额：单笔交易限值人民币 5000 元，年度交易限值为 26000 元，同款单品限购 8 件；⑥税费：限额以内免关税，消费税、增值税按照 70%征收。

离岛补购平台：①运营模式：一般贸易；②购买途径：CDF 会员购海南微信公众号；③购买资格：部分商品需要验证离岛信息；部分商品无需验证离岛信息，直接购买；④购物程序：京东或 EMS 快递到家；⑤购物限额：需要验证离岛信息的商品占用 10 万元离岛免税额度，不限购件数；不需验证离岛信息的商品无购物额度、件数等限制；⑥税费：关税、消费税和增值税照章征收（其中需要验证离岛信息的商品税费由公司承担，消费者可以免税价格购买；不需验证离岛信息的商品税费由消费者承担）。

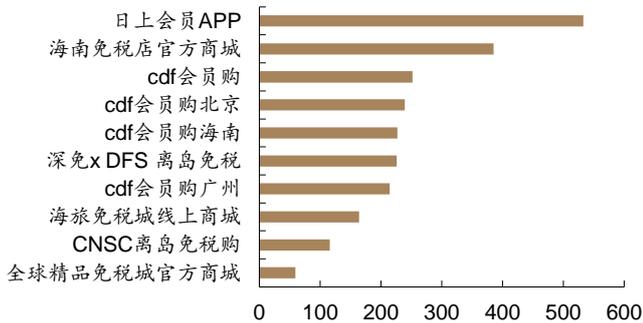
表 19: 公司主要电商平台运营模式

平台	运营模式	购买途径	购买资格	购物程序	购物限额	税费
CDF 会员购	跨境电商	CDF 会员购小程序	90 天内有入境记录的中国公民 (目前需要邀请码才可注册会员进行购买)	深圳前海保税仓发货, 顺丰或韵达快递到家;	单笔交易限值人民币 5000 元, 年度交易限值为 26000 元, 部分商品限购 8 件	限额以内免关税, 消费税、增值税按照 70% 征收
日上上海直邮	一般贸易	日上会员 APP	通过优惠券获得一次性购买资格, 其中优惠券可通过“在机场”、“携程全球购”、“浦发银行”、“旅购”等平台购买或者日上粉丝也可通过入群抽奖获得	日上保税区发货, 顺丰或韵达快递到家	优惠券支持购买 20 件商品, 单品限购 5 件, 每单最低 1500 元, 购物金额无上限	关税、消费税和增值税照章征收
日上中国直邮	跨境电商	CDF 会员购北京小程序	仅限会员购买, 会员可通过邀请码注册; 下单时需要填写 90 天内入境记录	北京保税仓发货, 顺丰或 EMS 快递到家	单笔交易限值人民币 5000 元, 年度交易限值为 26000 元, 同款单品限购 8 件	限额以内免关税, 消费税、增值税按照 70% 征收
离岛补购平台	一般贸易	CDF 会员购海南微信公众号	部分商品需要验证离岛信息; 部分商品无需验证离岛信息, 直接购买		①需要验证离岛信息的商品占用 10 万元离岛免税额度, 中需要验证离岛信息的商品税费由不限购件数; ②不需验证离岛信息的商品无购物额度、买; 不需验证离岛信息的商品税费由件数等限制	关税、消费税和增值税照章征收 (其公司承担, 消费者可以免税价格购买商品税费由消费者承担)

资料来源: CDF 会员购, CDF 会员购北京, CDF 会员购海南, 日上会员 APP, 德邦研究所

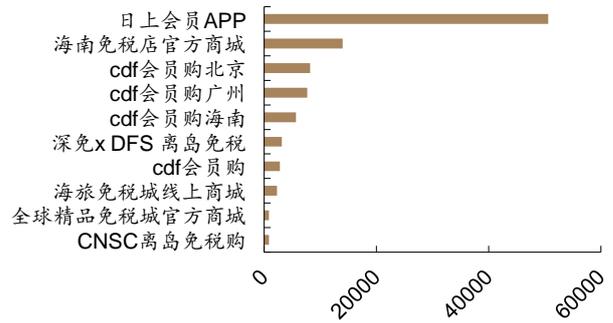
公司线上电商业务品牌布局完善, 品牌+SKU 数量领先, 未来在品牌商支持力度逐渐加大的情况下, 线上业务有望持续做大。根据前瞻产业研究院整理数据, 截至 2021 年 4 月, 中免线上平台品牌和 SKU 数量均领先于其他免税电商, 其中日上会员品牌/SKU 数量分别达到 533/50625 个, 布局逐渐完善, 未来有望继续放量支撑业绩增长。

图 80: 各免税电商渠道品牌数量(单位: 个)



资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所
注: 数据截至 2021 年 4 月 11 日

图 81: 各免税商电商渠道 SKU 总数(单位: 个)



资料来源: 前瞻产业研究院, 德邦研究所
注: 数据截至 2021 年 4 月 11 日

6. 投资建议

离岛免税仍有发展空间，在精品品牌持续完善+议价能力&管理优势壁垒加持，看好公司长期离岛+市内+线上多点开花下的成长空间。预计公司 2021-2023 年营收分别为 797/1116/1390 亿元，对应增速分别为 51%/40%/25%，归母净利润分别为 112/160/190 亿元，对应增速为 83%/43%/19%。考虑到中国中免长期壁垒坚固+多业绩增长极支撑，给予中国中免 2022 年目标 PE 为 50 倍，对应目标市值 8000 亿元，坚定看好公司未来发展空间，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 20：可比公司估值

	公司名称	收盘价	总市值	EPS				PE				PEG			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
国外其他免税商	Dufry	62.02	56.31	-43.01	-7.51	1.70	3.70	-	-	36.59	16.74	-	-	-	-
	新罗	95400.00	37442.71	-7487.00	1416.73	3880.67	5511.74	-	67.34	24.58	17.31	-	-	-	-
	拉格代尔	21.02	27.56	-5.11	-0.87	0.53	1.36	-	-	39.51	15.49	-	-	-	-
其他可比公司	雅诗兰黛	302.38	1096.16	1.90	6.18	7.15	8.21	53.45	48.93	42.31	36.83	2.83	2.69	2.33	2.03
	爱马仕	1205.00	1272.11	13.27	18.34	21.00	23.43	66.38	65.71	57.37	51.42	5.38	3.98	3.47	3.11
	LVMH	669.10	3377.33	9.33	17.22	19.81	22.45	54.71	38.85	33.78	29.81	2.56	1.43	1.24	1.10

资料来源：Bloomberg，德邦研究所

注：①收盘价为 6 月 23 日；②单位：Dufry 收盘价、EPS 为瑞士法郎，总市值为亿瑞士法郎；新罗收盘价、EPS 为韩元，总市值为亿韩元；雅诗兰黛收盘价、EPS 为美元，总市值为亿美元；拉格代尔、LVMH、爱马仕收盘价、EPS 为欧元，总市值为亿欧元；③可比公司数据均来自于 Bloomberg 一致预期计算，考虑到部分可比公司与中国中免业务模式及业务覆盖地理范围有一定差异，以上估值仅供参考。

表 21：中国中免盈利预测

	2020	2021E	2022E	2023E
营收(亿元)	525.97	796.80	1116.04	1390.25
YOY	8.2%	51.5%	40.1%	24.6%
三亚海棠湾	213.16	397.44	520.87	618.12
海免线下	54.11	85.19	125.93	119.74
离岛补购	45.00	50.40	55.44	58.77
海口国际免税城			57.38	116.23
上海机场线下	17.30	24.74	63.33	133.57
日上上海直邮	120.00	108.00	113.40	119.07
北京机场线下	7.80	19.33	36.88	54.72
日上中国线上	25.00	10.00	10.50	11.13
其他	43.60	101.71	132.31	158.90
归母净利润(亿元)	61.40	112.12	160.09	190.31
YOY	32.6%	82.6%	42.8%	18.9%
三亚海棠湾	29.68	53.05	72.33	78.70
海免线下	3.28	3.91	6.10	6.11
离岛补购	4.59	4.88	5.09	5.39
海口国际免税城			-2.65	0.24
上海机场线下	-2.84	-2.24	-0.84	0.41
日上上海直邮	15.30	11.84	11.57	12.15
北京机场线下	-13.51	-10.57	-7.33	-5.28
日上中国线上	3.19	1.10	1.07	1.14
其他	21.71	50.15	74.75	91.46

资料来源：wind，德邦研究所

注：海棠湾、海免以及海口国际免税城归母净利润均不包含批发扣点（批发扣点净利润计入到表中的“其他”项目中。）

7. 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。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股指标(元)				
每股收益	3.14	5.74	8.20	9.75
每股净资产	11.43	17.34	25.77	35.72
每股经营现金流	4.20	4.73	10.17	12.75
每股股利	1.00	0.00	0.00	0.00
价值评估(倍)				
P/E	89.82	51.23	35.88	30.18
P/B	24.72	16.96	11.42	8.23
P/S	10.92	7.21	5.15	4.13
EV/EBITDA	52.03	30.92	21.14	16.92
股息率%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%
盈利能力指标(%)				
毛利率	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
净利润率	11.7%	14.1%	14.3%	13.7%
净资产收益率	27.5%	33.1%	31.8%	27.3%
资产回报率	14.6%	19.5%	18.9%	16.7%
投资回报率	28.0%	33.0%	31.8%	27.4%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	8.2%	51.5%	40.1%	24.6%
EBIT 增长率	51.6%	78.7%	42.0%	19.3%
净利润增长率	32.6%	82.6%	42.8%	18.9%
偿债能力指标				
资产负债率	37.5%	30.8%	30.4%	28.5%
流动比率	2.0	2.6	2.8	3.1
速动比率	1.0	1.4	1.8	2.3
现金比率	0.9	1.3	1.6	2.1
经营效率指标				
应收帐款周转天数	0.9	3.8	5.2	6.8
存货周转天数	172.2	160.0	154.0	140.0
总资产周转率	1.3	1.4	1.3	1.2
固定资产周转率	33.1	47.0	60.7	72.0

现金流量表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	6,140	11,212	16,009	19,031
少数股东损益	1,197	1,979	2,715	3,358
非现金支出	1,406	654	738	789
非经营收益	-741	-38	-24	-14
营运资金变动	200	-4,562	416	1,729
经营活动现金流	8,202	9,244	19,854	24,893
资产	-1,233	-1,124	-622	274
投资	-2,607	-25	1	-3
其他	26	-148	-135	-124
投资活动现金流	-3,814	-1,297	-757	147
债权募资	255	0	0	0
股权募资	39	0	0	0
其他	-1,677	0	-8	-21
融资活动现金流	-1,383	0	-8	-21
现金净流量	2,675	7,947	19,089	25,019

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 24 日
 资料来源：公司年报 (2019-2020)，德邦研究所

利润表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	52,597	79,680	111,604	139,025
营业成本	31,221	44,382	59,039	71,042
毛利率%	40.6%	44.3%	47.1%	48.9%
营业税金及附加	1,083	1,833	2,734	3,684
营业税金率%	2.1%	2.3%	2.5%	2.6%
营业费用	8,847	13,546	21,763	30,725
营业费用率%	16.8%	17.0%	19.5%	22.1%
管理费用	1,637	2,390	3,181	3,893
管理费用率%	3.1%	3.0%	2.9%	2.8%
研发费用	0	0	0	0
研发费用率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
EBIT	9,809	17,530	24,888	29,682
财务费用	-545	-1	8	21
财务费用率%	-1.0%	-0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-909	-329	-406	-442
投资收益	16	32	45	56
营业利润	9,694	17,431	24,746	29,553
营业外收支	-22	6	8	4
利润总额	9,672	17,437	24,754	29,557
EBITDA	10,325	17,855	25,220	30,029
所得税	2,335	4,246	6,030	7,168
有效所得税率%	24.1%	24.3%	24.4%	24.3%
少数股东损益	1,197	1,979	2,715	3,358
归属母公司所有者净利润	6,140	11,212	16,009	19,031

资产负债表(百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	14,706	22,653	41,742	66,762
应收账款及应收票据	129	830	1,590	2,590
存货	14,733	19,455	24,909	27,249
其它流动资产	1,403	2,333	3,566	5,120
流动资产合计	30,971	45,270	71,808	101,721
长期股权投资	791	789	788	788
固定资产	1,591	1,694	1,837	1,930
在建工程	1,233	1,433	1,833	1,333
无形资产	2,449	3,119	3,079	3,029
非流动资产合计	10,948	12,099	12,757	12,453
资产总计	41,919	57,369	84,565	114,174
短期借款	417	417	417	417
应付票据及应付账款	4,327	6,080	8,087	9,732
预收账款	6	0	223	139
其它流动负债	10,911	11,080	16,866	22,088
流动负债合计	15,661	17,577	25,594	32,376
长期借款	0	0	0	0
其它长期负债	79	79	100	125
非流动负债合计	79	79	100	125
负债总计	15,741	17,656	25,694	32,501
实收资本	1,952	1,952	1,952	1,952
普通股股东权益	22,308	33,863	50,306	69,750
少数股东权益	3,871	5,850	8,565	11,923
负债和所有者权益合计	41,919	57,369	84,565	114,174

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： 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； 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。	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。	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。
1. 投资评级的比较和评级标准： 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； 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。