

推荐（维持）

升级回流东风起，免税消费程万里

风险评级：中风险

免税行业深度报告

2021年8月20日

投资要点：

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

休闲服务（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

- **离岛免税政策促进消费回流。**我国的奢侈品消费占全球奢侈品市场的三分之一，2019年中国人奢侈品消费约7360亿元，但近70%发生在海外，主要原因是本土品牌崛起较晚和对境外奢侈品税费附加较高形成明显差价。为减少关税差价，吸引境外消费回流，离岛免税政策应运而生。按2019年中国人奢侈品消费7360亿元计算，离岛免税若能吸引30%的消费回流，将扩大我国免税市场规模近2208亿元，相当于我国2019年境内免税市场的4.4倍。
- **海南自贸港建设有望吸引外国游客消费。**海南岛初步将以国际旅游消费中心为目标，在2025年将海南构建成为国际知名度度假天堂、康养天堂、购物天堂和会展高地。到2025年将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为主的自由贸易港体系，到2035年实现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，成为我国开放型经济新高地。海南初步建成国际旅游消费中心和自由贸易港后，有望将海南打造为新的亚洲贸易中心并吸引外国游客前来消费。
- **消费升级带动国人免税消费增长。**我国人均可支配收入与消费支出稳步增长；城镇化率在2020年达到63.89%，按照主要发达国家经验，我国城镇化率未来仍有提升空间。此外，我国三四线城市较富裕家庭占比快速提升，但未来仍有提升空间，未来我国较富裕家庭数量有望快速增长，促进消费升级。
- **以韩为鉴。**（1）便利的签证政策、合理的免税品价格、得到亚洲消费者广泛认可的本土品牌成功吸引了大量外国游客前往韩国旅游购物，实现了免税消费的主力从本国消费者为主到外国消费者为主的转变。（2）免税牌照增发虽致龙头市占率有所下滑但仍维持在较高水平，整体仍保持寡头竞争局面。
- **维持对行业的“推荐”评级。**短期来看，海外疫情仍在反复，出境游复苏存在较大扰动，在国家政策扶持下海南离岛免税有望持续吸引消费回流。中长期来看，全球疫情得到控制后出境游有望恢复，消费部分外流。但海南自贸港建设有望吸引外国游客前往消费，同时国人消费增长潜力巨大，本土免税具备内生增长潜力。以韩为鉴，免税牌照增大虽带来竞争加剧，但具有规模优势、供应链优势、管理能力突出的免税龙头有望保持强者恒强的格局。建议关注受益于消费回流及离岛免税新政红利，具有龙头优势的中国中免和具有零售经验、免税业务有待落地的王府井等。
- **风险提示：**疫情反复、行业政策变化风险、宏观经济下行、汇率波动风险、海南自由贸易港建设不及预期等。

目 录

1. 我国免税市场快速增长	4
1.1 免税相较于跨境电商更有优势	4
1.2 免税店模式与种类，主要免税模式现状	5
1.3 全球免税增长放缓 亚洲成为增长新动力	6
2. 消费能力提升及政策促进消费回流	8
2.1 消费升级促进消费需求增长	8
2.1.1 我国人均收入提高带动消费支出增长	8
2.1.2 我国城镇化率不断提高	9
2.1.3 较富裕家庭数量增长	9
2.1.4 二三线城市年轻消费者逐渐成为消费升级主力	10
2.2 离岛免税乘东风	11
2.2.1 奢侈品消费回流 免税潜力大	11
2.2.2 离岛免税新政有望持续吸引消费回流	11
2.2.3 海南自贸港建设将长久助力海南旅游消费发展	11
2.3 全球疫情仍持续反复 境外奢侈品消费仍然受限	14
3. 免税竞争格局	15
3.1 疫情改变全球免税竞争格局	15
3.2 国内免税市场中免一家独大 竞争加剧仍不改其龙头地位	17
4. 以韩为鉴 看离岛免税发展	18
4.1 中国游客是韩免税消费主力	18
4.2 放宽牌照难以影响龙头先发优势	19
4.3 香化等本土核心品牌受到追捧	21
5. 投资策略	22
6. 行业重点公司	22
6.1 中国中免	22
7. 风险提示	23

插图目录

图 1：免税产业链	4
图 2：全球免税零售规模（亿美元）及其同比（%）	6
图 3：亚洲旅游零售额（十亿元）	6
图 4：2018 年全球分地区免税占比	6
图 5：2017 年全球免税销售渠道占比	6
图 6：2016 年各地区免税销售渠道占比	7
图 7：2017 年中国分渠道免税规模占比	7
图 8：国内免税销售额（亿元）及其同比（%）	7
图 9：海南离岛免税购物额（万元）及同比（%）	7
图 10：中国 GDP 占世界总量比重（%）	8
图 11：中国人均 GDP 占世界平均水平对比（%）	8
图 12：城镇家庭人均可支配收入（元）及同比（%）	8

图 13: 城镇家庭人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	8
图 14: 农村及居民人均可支配收入 (元) 及其同比 (%)	8
图 15: 农村居民人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	8
图 16: 我国城镇化率 (%)	9
图 17: 全球主要发达国家城市化率 (%)	9
图 18: 010 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	10
图 19: 2018 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	10
图 20: 不同城市较富裕家庭占比 (%)	10
图 21: 分城市较富裕家庭比重变化趋势	10
图 22: 中国消费者境内外奢侈品消费额	11
图 23: 中国消费者奢侈品消费总额及占比	11
图 24: 海南自由贸易港建设助力旅游消费增长	13
图 25: 中国消费者境内外奢侈品消费占比	14
图 26: 2020 中国国际航线客运量 (万人) 及其同比 (%)	14
图 27: 全球每百人新冠疫苗接种量与新增确诊人数 (截至 2021/8/17)	14
图 28: 英国新冠疫苗完全接种率 (%) 与新增确诊人数 (截至 2021/8/17)	14
图 29: 2010 年全球免税运营商旅游零售额排名 (百万欧元)	15
图 30: 2015 年全球免税运营商旅游零售额排名	15
图 31: 2019 年全球免税零售商排名 Top5 (亿欧元)	16
图 32: 2020 年全球免税零售商排名 Top5 (亿欧元)	16
图 33: 韩国免税销售额 (亿美元)	18
图 34: 韩国免税购物人次	18
图 35: 2019 及 2020 年韩国境外游客数量	19
图 36: 2017 年至 2019 年韩国免税消费群体结构	19
图 37: 2018 年韩国免税零售 Top3 占比	19
图 38: 2019 年韩国免税零售 Top3 占比	19
图 39: 韩国市内免税店相继停业	20
图 40: 2018 年韩国首尔市内免税销售额 (亿美元)	20
图 41: 韩国市内免税牌照数量变化	20
图 42: 全球免税品占比 (%)	21
图 43: 亚太地区免税品占比 (%)	21
图 44: 2016 年全球及中国游客在韩主要旅游购物种类 (件数占比)	21

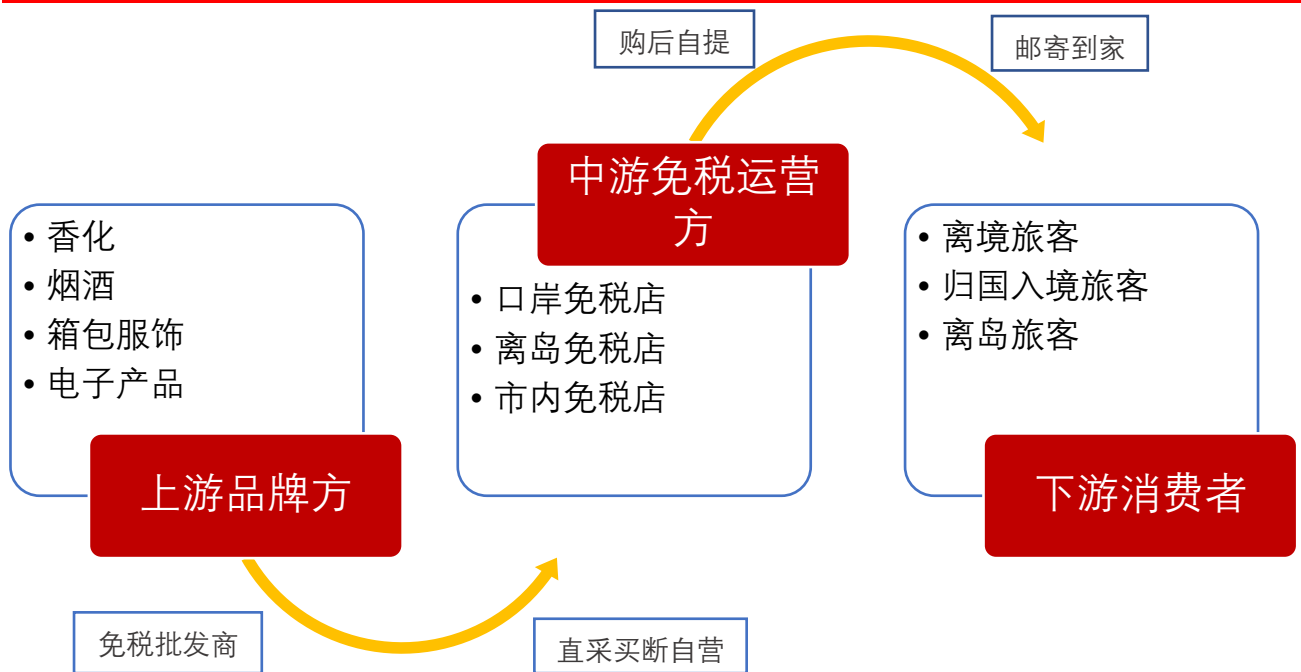
表格目录

表 1: 我国免税购物与跨境电商对比	4
表 2: 海南离岛免税政策	12
表 3: 国内免税价格对比	12
表 4: 海南离岛免税店	17
表 5: 2020 年中国中免主营业务情况	22
表 6: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/08/19)	24

1. 我国免税市场快速增长

免税业的本质是**高端零售**。免税主要以价格相对较高的香水化妆品、烟酒、箱包服饰等精品奢侈品为主，由于单价较高且我国对奢侈品附加的税率较高，免税价格对比有税价格形成明显价差，吸引国人与境外游客消费。

图 1：免税产业链



资料来源：东莞证券研究所

1.1 免税相较于跨境电商更有优势

免税店获得品牌授权，**正品质量有保障**。跨境电商每人每年可在跨境电商购物不超过 26000 元，单次不超过 5000 元的商品并免除关税和 30%进口增值税、消费税。免税游客必须出入境或离开海南岛才能在免税店购物。以离岛免税为例，每年的免税额度达到 10 万元且取消了单次限额，直接从品牌供应商采购拥有正品授权且免征关税、增值税和消费税。价格方面，尽管免税价格包含租金成本往往比跨境电商略高，但奢侈品消费人群的消费能力较高，免税店商品相较跨境电商更有保障，消费心理上正品保障能够弥补价差，综合来看跨境电商对比免税店没有明显价格优势。客户群体方面，免税店的目标客户是具有高消费能力的出境人群，海南离岛免税新政取消单件商品限额后有望吸引大量奢侈品消费回流，而跨境电商由于单次 5000 元的限额制约，通过该方式购买的商品多为香化产品，客户群体较为广泛。便利性方面，免税购物需要游客出入境或前往海南旅游，限制较大。综合来看，跨境电商与免税店模式在中低端香化产品方面产生竞争，但国际疫情限制与离岛免税新政双轮驱动下，奢侈品消费回流将成为免税消费新的增长点。

表 1：我国免税购物与跨境电商对比

	免税	跨境电商
购物方式	到店购物，线上补购	网上购物
提货方式	口岸取货或邮寄到家	邮寄到家
消费群体	出入境与海南离岛游客	人人都可购买
消费额度	每年 10 万元离岛免税额，机场入境单次不超过 8000 元	人年度消费额不可超过 26000 元，单次不超过 5000 元
正品保障	品牌授权直采或供应商供货	海外代购采买，无品牌授权
是否免税	免进口关税、增值税、消费税	限额内免关税，征收 70%进口增值税和消费税

资料来源：政府网站，东莞证券研究所

1.2 免税店模式与种类，主要免税模式现状

目前全球免税店可大致分为口岸免税、离岛免税、市内免税和其它免税四大类。传统意义上免税是针对交通站点的客流资源变现手段之一。随着国际旅游的逐步火热，免税零售的场景形式不断增加，逐渐从以机场为主的口岸免税店发展出市内免税、离岛免税及机上免税等其它细分市场。

口岸免税是全球免税零售的主要运营形式。口岸免税包括机场免税店、陆路免税店、港口免税店和海关免税店等离境、入境免税店，其中机场免税是免税零售的主要形式。以机场免税店为例，免税运营主体获得免税特许经营权后，将向机场支付租金、扣点，并约定保底租金额。免税店是机场的重要收入来源，上海机场 2019 年与日上上海签订的特许经营合约产生营业收入 37.88 亿元，占上海机场 2019 年总营收 34.61%。我国口岸免税店以机场免税店为主，主要服务于离境居民，在中国中免收购日上免税行后实现垄断经营，2019 年后放宽经营资质。2020 年新冠疫情影响下，出入境游受限，主要依赖出入境游客的口岸免税店首当其冲。上海机场 2020 年报显示，上海机场商业餐饮收入同比下滑 76.8%，主要系疫情期间免税店收入大幅下滑及新协议下租金相应大幅减少所致。

离岛免税是中国免税行业新增长点。与传统的免税形式针对出入境游客不同，离岛免税主要针对自海南岛离岛不离境的本国居民，自海南岛离境游客无法凭借离境凭证在离岛免税店购买免税品。离岛免税政策始于 2011 年，允许在口岸离岛不离境旅客进行免税购物，离岛免税店可以位于口岸也可以位于市中心。十年来离岛免税政策逐渐放松，2020 年 6 月《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，离岛免税购物额从每年每人 3 万元提高至 10 万元，取消单件商品 8000 元免税限额，新增手机、平板电脑等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高到 30 件，大大加强对境外消费回流的吸引力。截至 2021 年 7 月 1 日，离岛免税新政实施一年以来，海南离岛免税销售额达 468 亿元，较上年增长 211%，在疫情限制机场免税的情况下带动中国免税市场规模增长。

我国市内免税市场有待开发。全球最大免税市场韩国免税零售以市内免税店为主，市内免税规模占比约 85%。市内免税店对比口岸免税店具有明显优势：（1）市内免税店租金相对较低。根据国内免税龙头中国中免公告，中国中免与各主要机场签订的免税经营协议所约定的销售抽成比例在 45%左右。市内免税店的租金显著低于机场免税店租金且相对固定。（2）购物便利性。机场免税店位于海关内，主要使用场景为满足登机前购买，通常游客购物时间较为紧张，无法随意挑选商品。市内免税店的购物空间、货品数量与所处地段往往对标大型购物中心，提供了远超机场免税店的便利性。综合来

看，市内免税店更利于释放购物需求，市场空间更大。我国市内免税店主要有中国游客归国免税店和境外人员离境免税店，分别允许即将出境的外籍人士和自国外返回后的居民在一定时间内进行免税购物的市内门店。目前我国市内免税店门店数量相对较少，对中国游客离境免税吸引力不足，市内免税规模相对较小。

1.3 全球免税增长放缓 亚洲成为增长新动力

全球免税市场增长放缓，亚洲成为新增长点。2011 至 2016 年全球免税零售额从 558 亿美元增长至 635 亿美元，年复合增长率为 3.28%，增速逐步放缓。2016 年至 2019 年全球免税零售市场规模从 635 亿美元增长至 834 亿美元，年复合增长率为 9.51%。热门旅游国家客流较为稳定，免税消费较为成熟，2016 年起亚洲成为免税零售新增长点。中国中免港股招股书显示，2016 至 2019 年亚洲免税零售额从 957 亿元增长至 1943 亿元，年复合增长率约 26.63%。全球免税业仍以口岸免税为主，严重依赖出入境游客，2020 年疫情导致全球免税零售萎缩。2020 年全球旅游零售规模仅 2303 亿元，同比下降超 60%，其中亚洲旅游零售规模 1820 亿元，同比下降 40.35%。

图 2：全球免税零售规模（亿美元）及其同比（%）

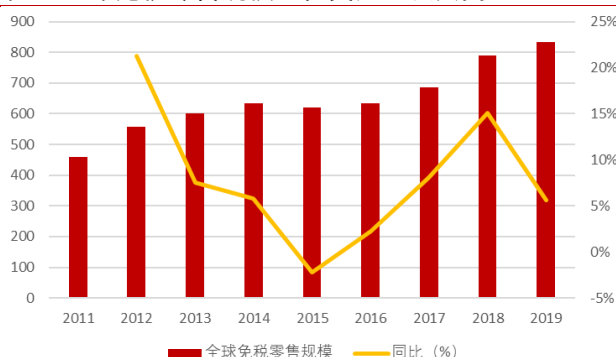
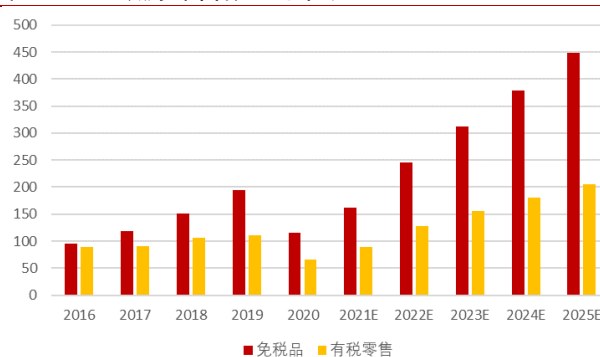


图 3：亚洲旅游零售额（十亿元）



资料来源：Generation Research，东莞证券研究所

资料来源：中免招股书，弗若斯特沙利文，东莞证券研究所

亚太地区已经成为全球最大免税市场。2018 年亚太地区、欧洲地区、美洲地区、中东地区分别占全球免税市场比重约为 49%、27%、15%、8%，亚太地区是全球主要免税市场。分渠道来看，机场免税店是全球免税零售的主要渠道。2017 年，机场、市内+离岛渠道分别占免税销售额的 56%、37%。

图 4：2018 年全球分地区免税占比

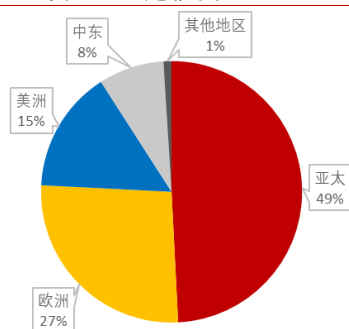
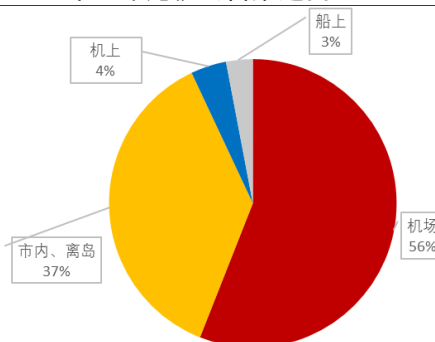


图 5：2017 年全球免税销售渠道占比

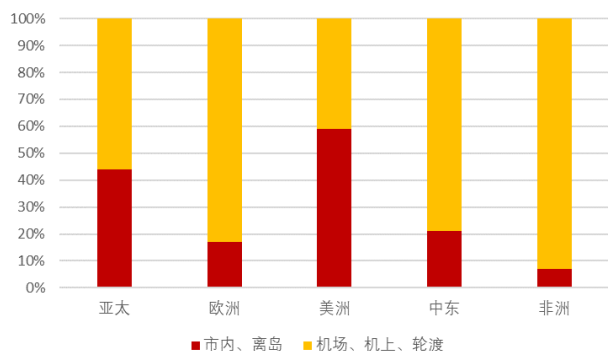


资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

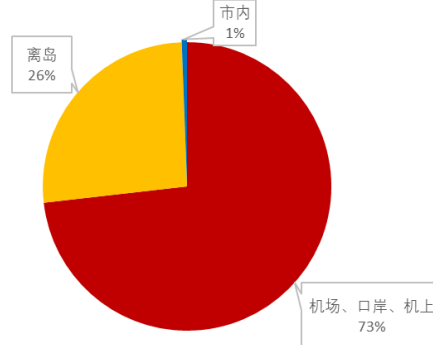
机场免税店是全球免税零售的主要渠道，而我国以离岛免税为主。分地区来看，机场类渠道在欧洲、中东地区、非洲免税销售占据主要地位，2016 年占比分别为 83%、79%、93%。亚太地区 and 美洲地区机场渠道与市内渠道相对较为均衡。2016 年，亚太地区机场类渠道免税销售额占比约 56%，美洲地区占比约 41%。中国的免税销售渠道过去以机场为主，2017 年国内口岸免税、离岛免税、市内免税店渠道销售占比分别为 73%、26%、1%。2020 疫情冲击叠加海南离岛免税新政下，离岛免税渠道销售额快速提高，根据弗若斯特沙利文的测算，2020 年国内口岸免税店、离岛免税店、市内免税店、其他免税店的市场规模占比分别为 17.33%、79.03%、1.82%、1.82%。

图 6：2016 年各地区免税销售渠道占比



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

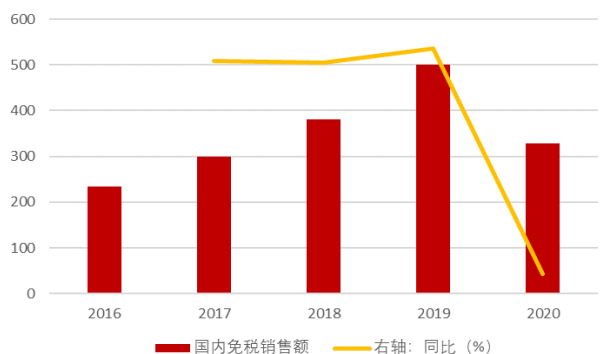
图 7：2017 年中国分渠道免税规模占比



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

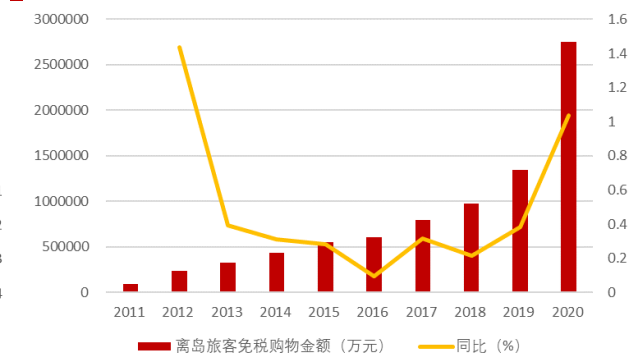
国内免税市场规模快速扩大。中国的旅游免税市场异军突起，2016 至 2019 年免税零售额从 234 亿元增长至 501 亿元，年均复合增长率为 24.99%。新冠疫情发生后，得益于中国对疫情的严防死守，我国旅游市场较早恢复，同时 2020 年 6 月离岛免税新政的出台有效承接了受限的出境游群体，2020 年我国免税销售规模约 329 亿元，同比下降 34.33%。海南离岛免税市场自 2011 年起快速增长，2011 至 2019 年海南离岛免税购物额从 9.71 亿元增长至 134.92 亿元，年均复合增长率为 38.96%。2020 年，在离岛免税新政加持下，离岛免税购物额约 274.78 亿元，同比提高 103.66%。

图 8：国内免税销售额（亿元）及其同比（%）



资料来源：Frost&Sullivan，东莞证券研究所

图 9：海南离岛免税购物额（万元）及其同比（%）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

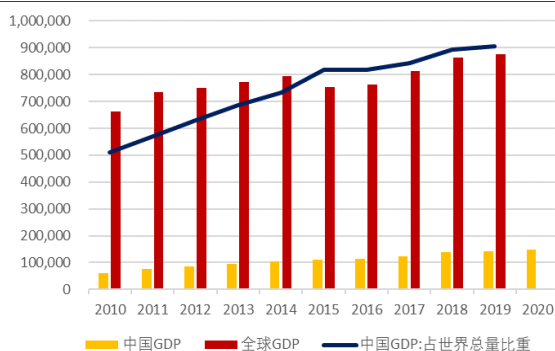
2. 消费能力提升及政策促进消费回流

2.1 消费升级促进消费需求增长

2.1.1 我国人均收入提高带动消费支出增长

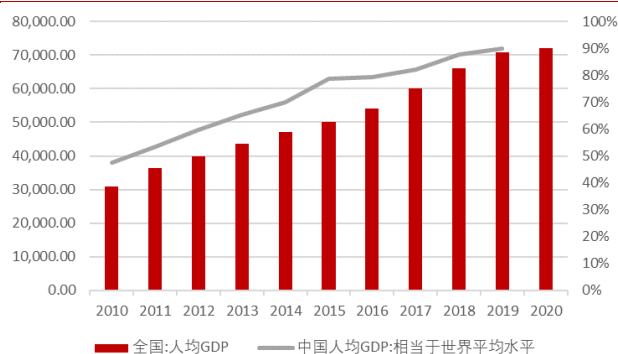
我国人均 GDP 不断提高。我国 2010-2020 年人均 GDP 从 30808 元提高至约 72000 元，年均复合增长率为 8.86%；我国人均 GDP 占世界平均水平快速提升，自 2010 年的 47.63% 提高至 2019 年的 89.91%。

图 10：中国 GDP 占世界总量比重 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

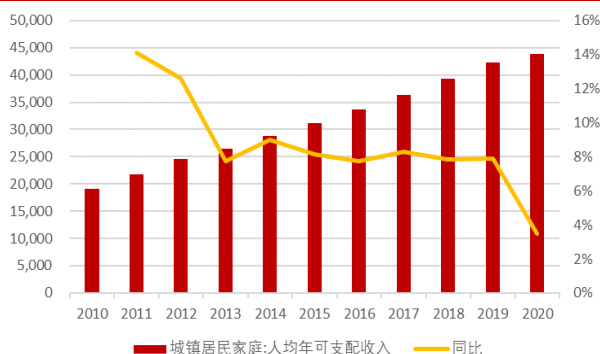
图 11：中国人均 GDP 占世界平均水平对比 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

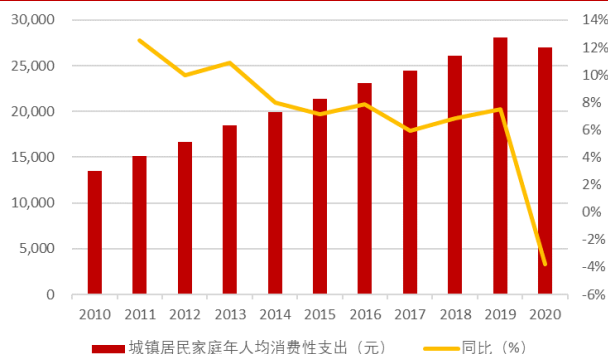
我国居民人均可支配收入稳步增长，消费水平亦逐步提高。2013-2020 年，我国居民人均可支配收入由 18310.8 元增长至 32189 元，年均复合增长率为 8.39%；其中城镇居民家庭人均可支配收入从 26467 元增长 43834 元，年均复合增长率为 7.47%；农村居民人均可支配收入从 9429.6 元增长至 17131 元，年均复合增长率为 8.9%，已接近城镇居民十年前收入水平。随着收入的提高，居民的消费水平也逐步提高。2013-2020 年，我国居民人均消费支出从 13220.4 元提高至 21210 元，年均复合增长率为 6.99%；其中城镇居民家庭人均消费支出从 18487.5 元提高至 27007 元，年均复合增长率为 9.03%；农村居民人均消费支出从 7485.1 元提高至 13713 元，年均复合增长率为 5.56%。

图 12：城镇家庭人均可支配收入 (元) 及同比 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

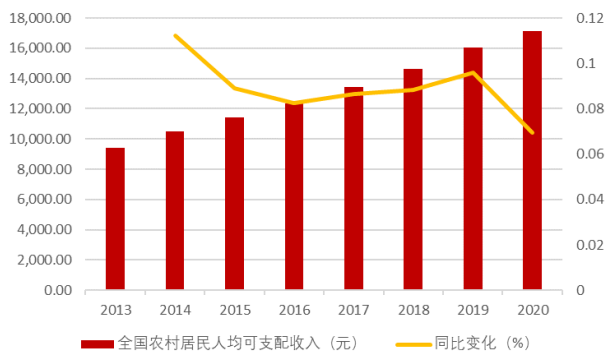
图 13：城镇家庭人均消费支出 (元) 及其同比 (%)



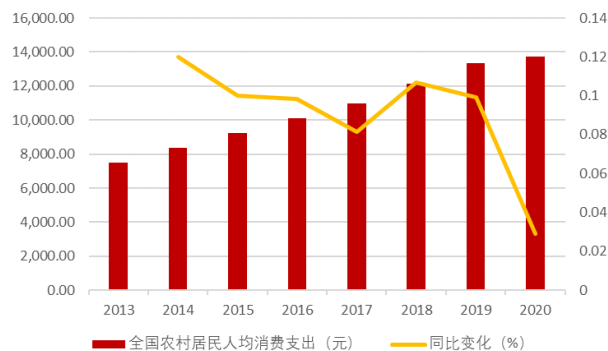
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 14：农村居民人均可支配收入 (元) 及同比 (%)

图 15：农村居民人均消费支出 (元) 及其同比 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

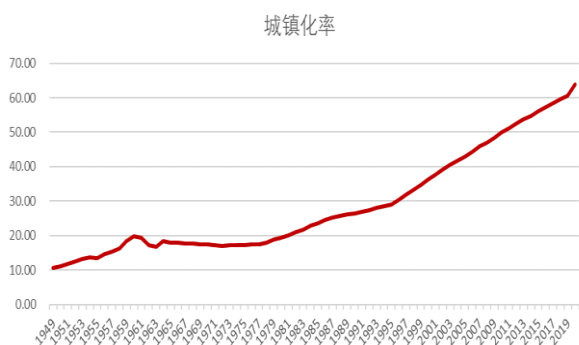


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.1.2 我国城镇化率不断提高

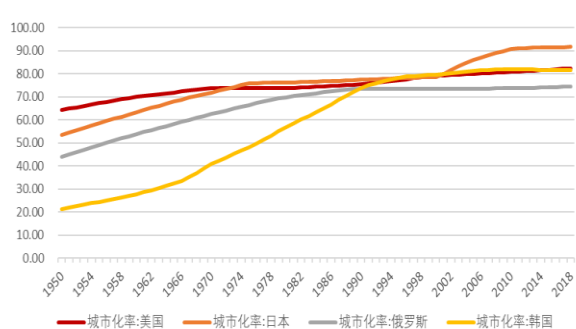
我国城镇化率不断提升。中国过去四十年来是全球城市化速度最快的国家之一。自改革开放以来，大量农村人口流向城市，我国城镇化率进入稳步增长阶段，从 2000 年的 36.22% 增长至 2020 年的 63.89%，年均复合增长率为 2.88%。从全球主要发达国家的城镇化趋势来看，在达到 70% 城镇化率前，城市人口规模普遍保持较高增速增长；超过 70% 城镇化率后，城市人口规模增速放缓。与主要发达国家城镇化率普遍超过 80% 相比，我国城镇化率还有较大的提升空间。

图 16：我国城镇化率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 17：全球主要发达国家城市化率 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

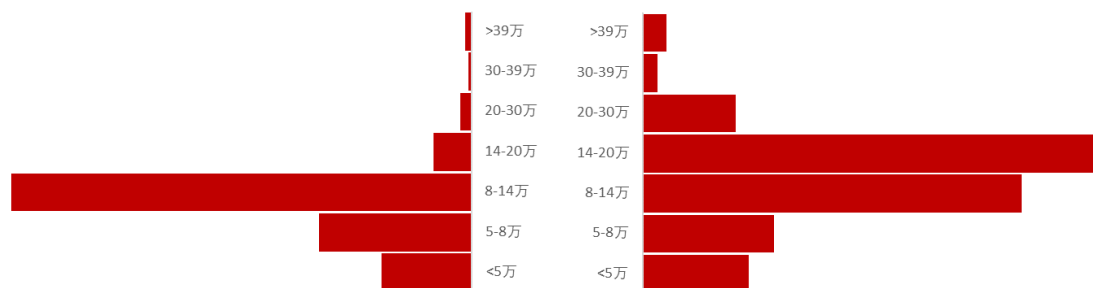
2.1.3 较富裕家庭数量增长

我国城市较富裕家庭占比快速提高。从 2010 年到 2018 年，我国家庭年可支配收入主要区间从 8-14 万元提高至 14-20 万元，意味着一大部分家庭成功迈入了相对较富裕的中产阶级行列。根据麦肯锡咨询，2018 年全国年可支配收入 14 万以上的中产阶级家庭人口约 4 亿人，占城市人口比重约 48.9%，较 2010 年上升约 40.98 个百分点；其中，家庭年可支配收入在 14-30 万元区间的较富裕家庭人口从 2010 年的 44 百万人提升至 2018 年的 374 百万人，占当年城市人口的比重从 6.57% 提升至 45.72%；而家庭年可支配收入在 5-14 万元的小康家庭人口从 537 百万人下降至 346 百万人，占当年城市人口比重从 80.27% 下降至 42.3%，过半家庭实现了从小康到中产的跨越。随着我国经济的持续发展，家庭年收入低于 14 万元的小康家庭比重有望逐步减轻，更多家庭将进入较富裕行列。

三四线城市较富裕家庭增长潜力较大。分城市来看，2018 年一二线城市年均可支配收入 14 万至 30 万的较富裕家庭占比约 59%，较 2010 年的 15%提高了 44 个百分点；2018 年三四线城市较富裕家庭占比约 34%，较 2010 年的 3%提高了 31 个百分点，已接近一二线城市 2013 年水平，但仍有较大提升潜力。从分城市较富裕家庭比重同比变化趋势来看，三四线城市较富裕家庭占比增速普遍高于一二线城市 10 至 20 个百分点。

图 18：2010 年中国城市家庭人口年收入分布（百万） 图 19：2018 年中国城市家庭人口年收入分布（百万）

2010年家庭年收入分布（百万） 2018年家庭年收入分布（百万）

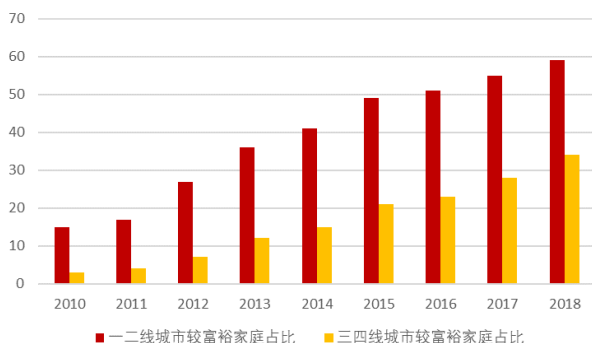


资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

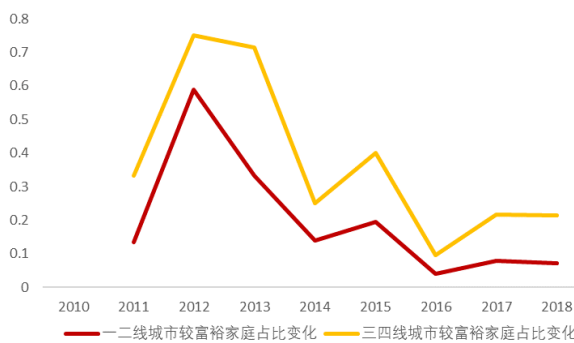
资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

图 20：不同城市较富裕家庭占比 (%)

图 21：分城市较富裕家庭比重变化趋势



资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所



资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

2.1.4 二三线城市年轻消费者逐渐成为消费升级主力

年轻消费群体消费习惯变化。与 60、70 年的主力消费群体高储蓄低消费的消费习惯不同，千禧年代和如今新兴的 Z 世代消费者的消费水平与消费意愿普遍超出平均水平。从消费结构来看，年轻消费群体的基本物质生活需求得到保障，购房需求相对较小。随着城镇居民家庭人均年收入与消费性支出的比例持续扩大，越来越多的年轻消费者具有奢侈品消费的能力。而我国年轻消费者较多关注抖音、快手、小红书等软件，是种草、拔草和直播销售等“数字化”时代新经济的主要受众。单身经济与颜值经济的兴起，也导致年轻消费者更愿意为自我提升买单，具体表现在对教育、健康的需求逐渐上升，健身、留学、旅游逐渐成为热词，化妆护肤意识火热甚至男性消费者也开始注重护肤等。目前全球免税购物中，香水与化妆护肤品占比最高，其中亚洲的香化产品占免税购物比重约 46%，随着年轻消费者逐渐成为免税消费主力，香化、服饰精品等免税品消费有望保持火热。

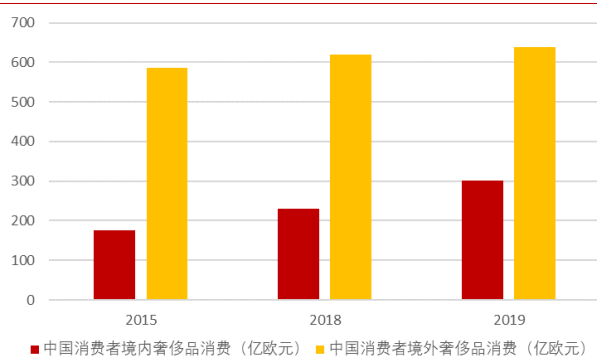
二三线城市年轻消费群体成为消费主力。高线城市与中低线城市消费者的消费偏好出现分化。麦肯锡报告显示，一线城市的高生活成本和较为成熟的消费观念导致消费者更倾向于个性化、高性价比的小众奢侈品品牌。相比于一线城市的消费分级现象，二线及以下城市年轻女性对生活成本及储蓄问题担忧较小，消费意愿普遍较为强烈，且仍处于追逐中高端奢侈品品牌的阶段。

2.2 离岛免税乘东风

2.2.1 奢侈品消费回流 免税潜力大

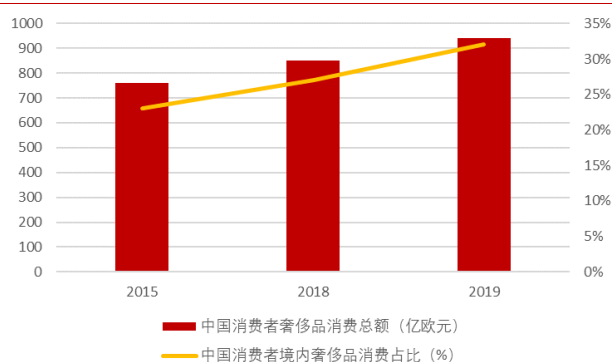
国人奢侈品市场庞大但大多在境外消费产生，离岛免税政策有望吸引消费回流。我国的个人奢侈品消费市场庞大，2011 年中国人奢侈品消费额就达到了 3690 亿元人民币，2019 年中国人奢侈品消费增长至约 7360 亿元，2011 年至 2019 年年均复合增长率约 13.57%。贝恩数据显示，我国的奢侈品消费占全球奢侈品市场的三分之一，但约 70% 发生在国外，主要原因是本土品牌崛起较晚和对境外奢侈品税费附加较高形成明显差价。2011 至 2015 年，我国境内奢侈品消费额从 1070 亿元提高至 1130 亿元，境内奢侈品市场年复合增长率约 1.37%；境外奢侈品消费额从 1590 亿元提高至约 2930 亿元，年复合增长率约 16.51%。2015 年后进口关税下调，打击代购和非法进口等因素逐步缩小了奢侈品在境内外的价差，中国消费者的奢侈品消费逐渐回流国内，2016 年至 2019 年我国境内奢侈品市场从 1170 亿元提高至 2280 亿元，年均复合增长率提升至 24.91%；境外奢侈品消费额从 4380 亿元提高至约 5080 亿元，年复合增长率约 5.01%，消费回流效果初显。根据贝恩咨询预测，2020 年新冠疫情影响下，我国境内奢侈品市场同比增幅将达到 48%，消费回流有望成为未来几年内我国境内奢侈品市场和免税市场的增长引擎。按 2019 年中国人奢侈品消费 7360 亿元计算，离岛免税若能吸引 30% 的消费回流，将扩大我国免税市场规模近 2208 亿元，相当于我国 2019 年境内免税市场的 4.4 倍。

图 22：中国消费者境内外奢侈品消费额



资料来源：贝恩咨询，东莞证券研究所

图 23：中国消费者奢侈品消费总额及占比



资料来源：贝恩咨询，东莞证券研究所

2.2.2 离岛免税新政有望持续吸引消费回流

离岛免税新政逐步放宽购物限制。为降低境外低价免税品对这个消费者的吸引力，吸引消费回流，我国自 2011 年起实施并逐步放宽离岛免税政策。2011 年 4 月海南离岛免税购物政策正式实施以来，离岛免税政策分别在 2012 年、2015 年、2016 年、2018 年、2020 年经历了五次重大调整，通过增加免税限额、次数、品类、提货方式以方便消费者，是海南吸引游客的重要附加因素。2012 年，海南免税购物额度从 5000 元提高到 8000 元，年龄限制放宽至 16 周岁以上，增加 3 类免税商品；2015 年，放宽了香水、化

妆品等 11 种热门品类单次购买数量，新增 17 类免税品；2016 年，取消旅客购物次数限制，提高免税额至 1.6 万元；2018 年，免税额度进一步放宽至 3 万元；2020 年，离岛免税新政，免税购物额度增加至 10 万元并取消单件商品 8000 元的免税限额，新增手机、平板等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高至 30 件。

表 2：海南岛离岛免税政策

日期	海南离岛免税政策
2011 年 4 月 20 日	海南离岛旅客免税购物政策正式实施
2012 年 11 月	免税购物限额由 5000 元提高到 8000 元，增加旅客可购买免税商品的数量，购物旅客的年龄限制由 18 周岁以上放宽至 16 周岁以上，免税商品品类由 18 类增加至 21 类
2015 年 3 月 20 日	离岛免税品类由 21 大类增至 38 大类，适当放宽香水、化妆品等热销品类的单次购物数量限制
2016 年 2 月	离岛免税政策取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额提高至 1.6 万元人民币，海南离岛免税店获准开设网上销售窗口
2018 年 12 月 1 日	离岛旅客免税购物政策进行调整，将离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，不限次；岛内居民旅客将享受同等待遇
2020 年 7 月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，离岛免税购物额从每年每人 3 万元提高至 10 万元，取消单件商品 8000 元免税限额，新增手机、平板电脑等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高到 30 件
2021 年 2 月 2 日	离岛旅客购买免税品可选择“邮寄送达”提货，岛内居民离岛前购买免税品，可选择“返岛提取”

资料来源：海南省财政厅，东莞证券研究所

离岛免税新政对国人境外消费回流具有较大吸引力。亚洲地区免税购物中香水、化妆品占比约 49%，缺少本土奢侈品品牌导致箱包服饰等精品奢侈品的价格普遍较高，而离岛免税新政大幅提高化妆品购买数量，并取消了单件商品限额，对外流的免税消费形成强大吸引力。我们观察发现，免税价格叠加各种折扣后的优惠力度相较官网价格往往能够达到 20%-30%，外加数量和额度限制被大幅放宽、品牌授权直采保障品质，实际优惠相对专柜和跨境电商具有足够的吸引力。

表 3：国内免税价格对比

人气单品	国内专柜价	国内最低免税价	活动最低免税价	最高折扣率
SK-II 护肤精华露（330ml）	2150	1450	1088	-49.40%
海蓝之谜 修护精萃液（150ml）	1160	840	602	-48.10%
雅诗兰黛 多效智妍精华霜（75ml）	950	677	473.9	-50.11%
祖马龙 鼠尾草海燕香水（100ml）	964.12	831	612.5	-36.47%
兰蔻 粉水清滢柔肤水（400ml）	435	273	204.75	-52.93%

资料来源：杰西卡的秘密，东莞证券研究所

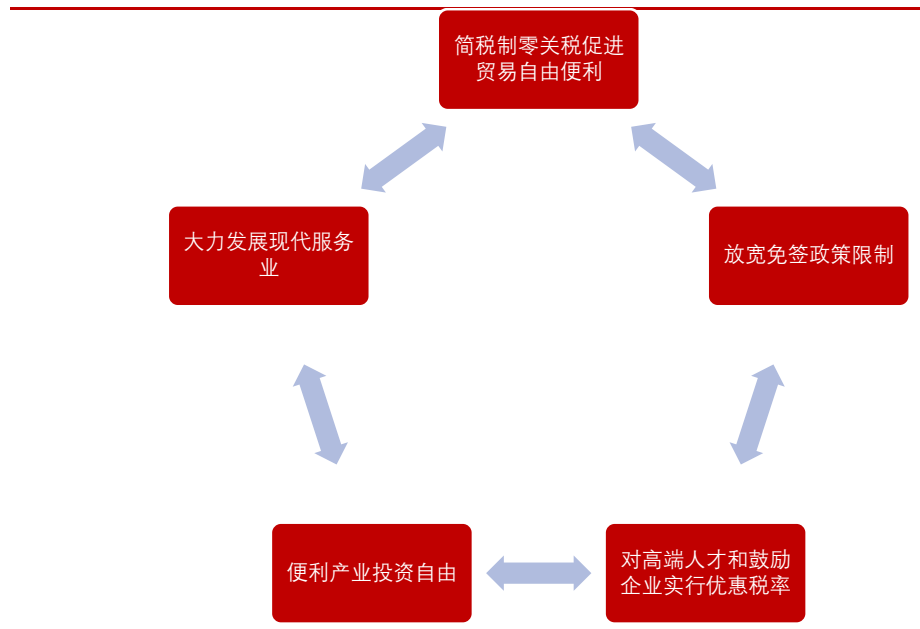
离岛免税新政有效加速消费回流。自 2020 年 7 月海南岛离岛免税新政至年底，海南岛接待旅客人数 448.66 万人次，较上半年增长 128%。根据免税行业龙头中国中免年报显示，2020 年疫情影响下，海南岛地区的免税品销售业务已经成为其主要营收来源，同比上升 122.54%，占总营收比重 68.58%。2021 年 1-3 月海南岛离岛免税销售额、免税购物人次、免税购物件数分别达 135.7 亿元、178.6 万人次、1775 万件，分别同比增长 355.7%、176.8%、327.7%。在跨境出行几乎停滞的情况下，离岛免税吸引免税品消费回流形成国内大循环。

2.2.3 海南自贸港建设将长久助力海南旅游消费发展

海南到 2025 年将初步建设成为国际旅游消费中心。《海南省建设国际旅游消费中心的实施方案》、《海南自贸港建设总方案》、中央 12 号文件等提出，海南岛将以初步国际旅游消费中心为目标，在 2025 年将海南构建成为国际知名度假天堂、康养天堂、购物天堂和会展高地。其措施包括实施更开放便利的离岛免税政策、壮大健康旅游消费等。届时海南有望进一步完善旅游消费业态、释放旅游消费潜力，初步形成以观光旅游为基础、休闲度假为重点、文化体育旅游和健康旅游为特色的综合旅游产业体系，推动高端旅游消费发展。建成国际旅游消费中心有望推动海南旅游人数和旅游消费增长并向国际水平靠拢。

海南自由贸易港的建设将为海南旅游消费带来长远的影响。根据《海南自由贸易港建设总体方案》和《海南自由贸易港法》，海南将逐步推进贸易自由便利、投资自由便利、简税免税以吸引投资，并大力推动产业发展和人才支撑，逐步扩大免签入境政策，以吸引更多观光、休闲游客入境旅游消费。自贸港建设总方案提出将鼓励旅游投资和发展现代服务业、高新技术产业，并对鼓励类高端人才实行 15% 优惠税率，吸引高收入人群流向海南，从短期内游客消费回流海南向促进长期海南本土消费快速增长转变。海南自贸港的建设，有望将海南岛打造成为新的亚洲贸易中心、旅游消费中心，吸引游客前往海南，促进海南离岛免税从国人免税为主向境外游客免税消费为主过渡。到 2025 年将初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为主的自由贸易港体系，到 2035 年实现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，成为我国开放型经济新高地。从香港、新加坡等亚洲高水平的自由贸易港经验来看，海南初步建成国际旅游消费中心和自由贸易港后，有望凭借政策制度红利持续吸引投资贸易和高端公司、人才，持续提高海南岛本土消费水平。

图 24：海南自由贸易港建设助力旅游消费增长



数据来源：国务院，东莞证券研究所

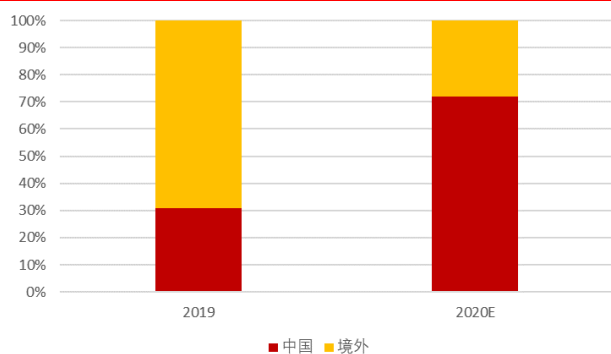
海南有望成为全球免税消费中心。离岛免税是海南自由贸易港建设的重要措施之一，

2020年6月1日《海南自由贸易港建设总体方案》提出，要放宽离岛免税额度，扩大离岛免税种类。据瑞典研究机构 Generation Research 预测，受到新冠疫情失控的严重影响，2020年全球免税及旅游零售销售规模将达到351亿美元，同比下降59.4%，而2020年海南免税销售额约274.8亿元，同比上升103.68%，海南成为全球最大免税市场。海南离岛免税新政有望加速消费回流，海南省政府工作报告指出，“十四五”期间有望吸引免税购物回流3000亿元，相当于单日免税销售额1.64亿元。海南自由贸易港建设总方案指出，要在本世纪中叶全面建成具有较高国际影响力的自由贸易港，凭借着离岛免税新政吸引消费回流和自贸港建设吸引投资，长期来看海南有望取代韩国，成为亚洲乃至全球的免税消费中心。

2.3 全球疫情仍持续反复 境外奢侈品消费仍然受限

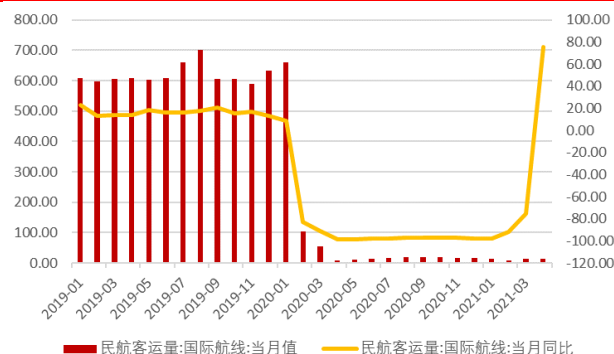
疫情限制出境游，境外奢侈品消费受限。2019年中国消费者的境外奢侈品消费高达68%，相当于近640亿欧元的消费外流。2020年，受疫情影响，中国民航国际航线客运量同比下降均超90%，出境游游客数量大幅减少，境外奢侈品消费受限。据贝恩咨询预测，2020年全球奢侈品市场下降约23%。出境游的限制使得大量境外消费回流，2020年中国境内奢侈品消费市场规模达到约3400亿元，占中国奢侈品消费市场规模的70%。

图 25：中国消费者境内外奢侈品消费占比



资料来源：贝恩咨询，东莞证券研究所

图 26：2020 中国国际航线客运量（万人）及同比（%）

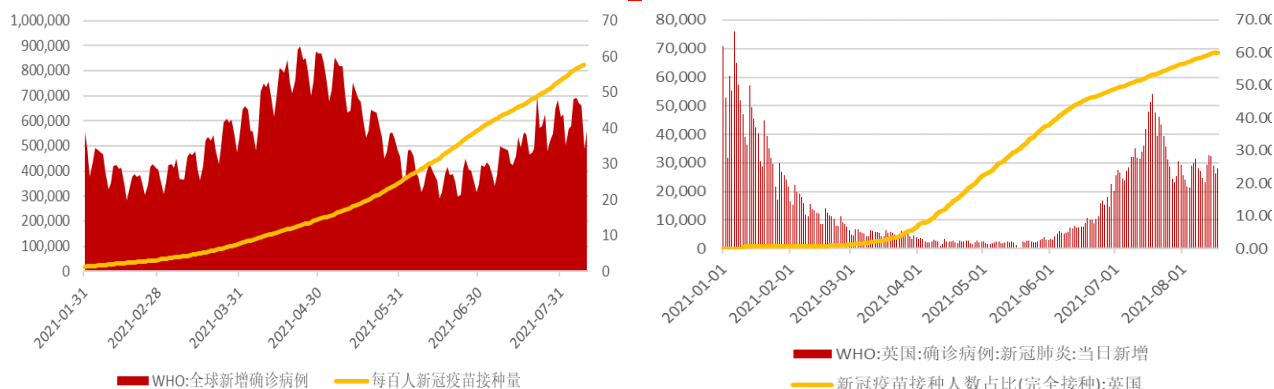


资料来源：Wind，东莞证券研究所

全球疫情仍在反复。截至8月17日，全球在研新冠疫苗共295支，进入临床试验阶段共112支，其中获得WHO的紧急使用认证的有7支。通过WHO紧急使用认证疫苗的产能约110亿剂，而世界银行数据显示2019年全球人口约76.74亿，尽管目前全球疫苗产能足够达成70%完全接种率，但现有疫苗需要冷链运输的特性大大影响了距离疫苗生产国较远的国家接种率提升。截至8月16日，全球新冠疫苗每百人接种量为61.10剂次，按照目前速度完成全球70%完全接种率或将到2022/2023年。此外，Delta变异病毒在英国、以色列等接种率超过60%的国家掀起了新一波疫情。现有疫苗对变种病毒虽然有效，但有效性有所下降。全球疫情仍在反复，境外消费仍然受限，消费回流有望持续。

图 27：全球每百人新冠疫苗接种量与新增确诊人数

图 28：英国新冠疫苗完全接种率（%）与新增确诊人数



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

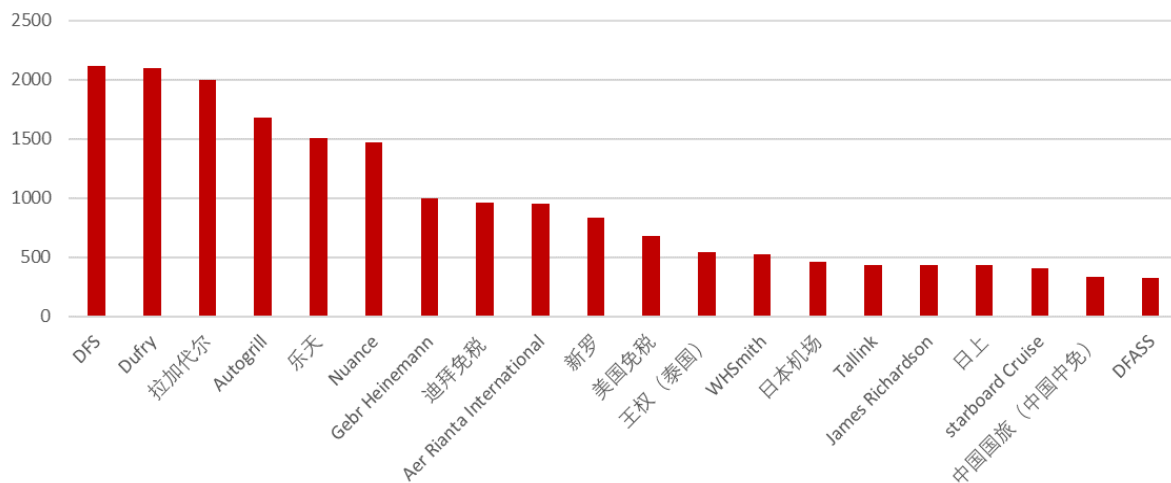
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3. 免税竞争格局

3.1 疫情改变全球免税竞争格局

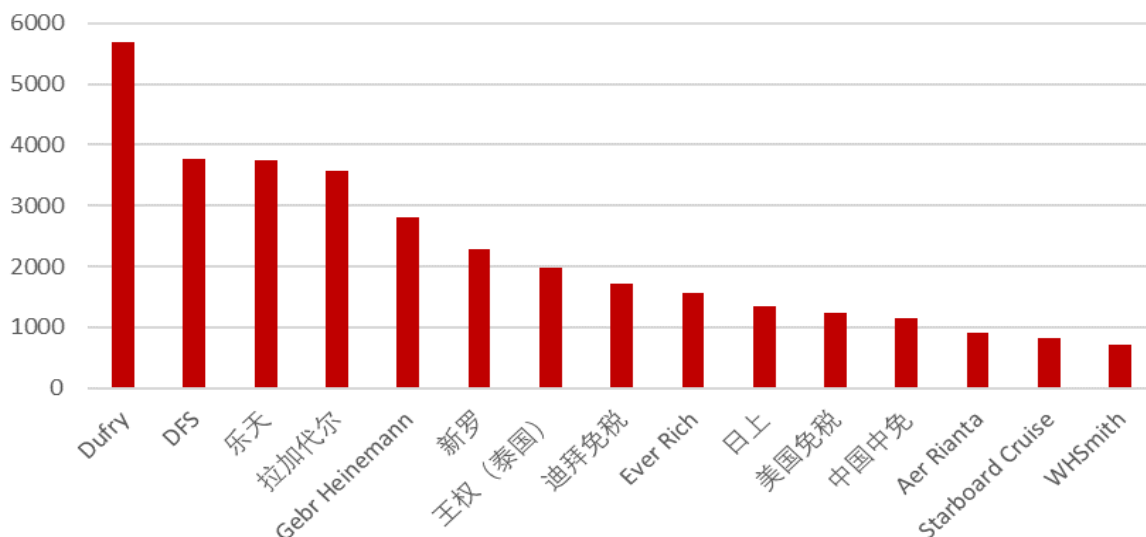
旅游零售龙头集中度快速提高，Dufry 连续 5 年旅游零售规模最大。全球旅游零售规模快速增长，2010 年全球旅游零售规模超 20 亿欧元的仅 DFS、Dufry、拉加代尔三家免税运营商，从第八名运营商开始旅游零售规模普遍低于 10 亿欧元。到了 2015 年，旅游零售规模超 20 亿欧元的已经有 Dufry、DFS、乐天、拉加代尔、海涅曼、新罗、泰国王权 7 家，但 Dufry 的旅游零售额约 56.83 亿欧元，远超第二名 Dufry 的 37.7 亿欧元。通过并购 Nuance 等竞争对手开拓免税市场，增大体量，Dufry 自 2014 年超越 DFS 成为全球最大旅游零售商，并维持该排名至 2019 年。

图 29：2010 年全球免税运营商旅游零售额排名（百万欧元）



数据来源: The Moodie Davitt Report, 东莞证券研究所

图 30：2015 年全球免税运营商旅游零售额排名

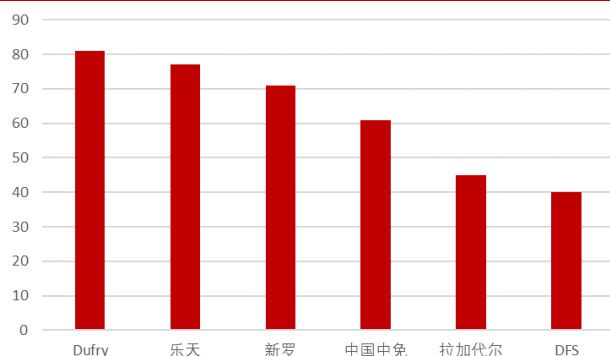


数据来源：The Moodie Davitt Report，东莞证券研究所

外延并购拉动中免体量迅速增长，排名不断上升。中国免税零售商凭借外延并购快速成长。根据 The Moodie Davitt Report 排名显示，2010 年中免在全球旅游零售商中排名第 19 位，零售额约 3.29 亿欧元，2015 年中免排名提升至 12 位，旅游零售额约 11.6 亿欧元。中免于 2017 年开启了外延并购之路，先后并购了日上中国、日上上海、海南免税品公司，2019 年旅游零售规模约 61 亿欧元，全球排名第四位，近十年旅游零售额年均复合增长率为 39.55%。

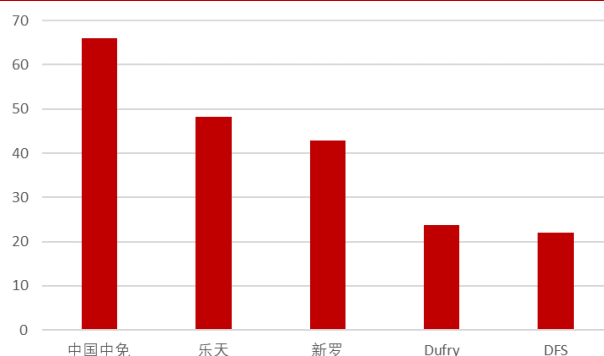
新冠疫情改变全球免税竞争格局。2019 年，全球免税零售规模前五位分别为 Dufry、乐天、新罗、中国中免、拉加代尔，旅游零售规模分别为 81 亿欧元、77 亿欧元、71 亿欧元、61 亿欧元、45 亿欧元。2020 年新冠疫情冲击下，中免凭借离岛免税新政吸引免税消费回流，一跃成为全球旅游零售规模第一。韩国市场失去了大部分外国游客后，依托高额返点吸引代购维持较大规模，乐天、新罗营业额同比分别下降 37.4%、39.58%，但排名不变。Dufry 机场免税店占比较高，受疫情冲击较为严重，旅游零售额同比下滑超 70%，世界排名从第一位下滑至第四位；DFS 旅游零售额下降 45%，但世界排名提高一位，主要系拉加代尔 2020 年旅游零售额受挫严重，下滑约 59.7%，跌出前五位。

图 31：2019 年全球免税零售商排名 Top5 (亿欧元)



资料来源：智研咨询，东莞证券研究所

图 32：2020 年全球免税零售商排名 Top5 (亿欧元)



资料来源：前瞻产业研究院，东莞证券研究所

3.2 国内免税市场中免一家独大 竞争加剧仍不改其龙头地位

根据中国中免港股招股书显示，2020 年中国前五大免税旅游零售商占据中国旅游零售市场的 99.9%，其中中免的市场份额是 92.3%，在国内免税市场一家独大。

中免机场免税一家独大。中免近乎垄断机场出境免税市场。尽管我国具有国际口岸资质的机场较多，但占据主要国际客流的白云机场、首都机场（包含 T2、T3 及大兴机场）和上海机场（包含虹桥机场）等核心离境免税店都由中免运营或由中免控股的日上免税行运营。中免年报显示，2019 年上海机场免税店实现营收 151.49 亿元，首都机场免税店实现营收 85.89 亿元，广州机场免税店实现营收 19.22 亿元，三家合计约 256.6 亿元。按弗若斯特沙利文的测算，三家免税店规模约占国内口岸免税店市场的 75%。

离岛免税一超多强。自 2011 年离岛免税政策出台以来，中免最早布局海南离岛免税，2014 年建成的三亚海棠湾国际免税城目前仍是海南游客离岛免税购物的主要目的地。2020 年收购海南免税品公司后，中免在海南 2020 年旅游零售市场份额接近 99.8%。但 2020 年海南新增多个离岛免税牌照，深免、中出服、海发控、海旅投等主体迅速布局海南离岛免税市场。

国内免税经营资质放松，有望促进良性竞争。为促进免税消费回流，2020 年来已有 3 家集团获发免税牌照，新增了王府井、海旅投、海发控三家。截至 2021 年 6 月 10 日，全国拥有免税牌照集团已达到 10 家，包括中国中免、海南免税、日上免税行、珠海免税、深圳免税、中出服、中侨、王府井、海旅投、海发控，海南离岛免税店从政策落地之初的两市两店增加至三市十店，其中 9 家已开业。此外，2019 年出台的《口岸出境免税店管理暂行办法》也允许深免、珠免、中出服等具有口岸免税店运营资质和经验的主体与中免公平竞争。免税牌照的增加有望促使国内免税市场从中国中免一家独大向良性竞争转变。深免、中出服、海旅投、海发控等新进入者有望改变中免的垄断格局，通过合理竞争调降价格，吸引更多游客前往海南消费，但中免作为国内唯一具有免税品全渠道资质的运营商，仍然具有深厚的护城河优势。

表 4：海南离岛免税店

所在地	海南免税店	所属集团
海口	全球精品免税城（日月广场）	海发控
	海口观澜湖免税城	深免
	海口美兰机场免税店	中免
	海口日月广场	中免
	海口美兰机场二期离岛免税店	中免
琼海市	博鳌免税店	中免
三亚	三亚凤凰国际机场免税店	中免
	三亚海棠湾免税购物中心（国际免税城）	中免
	三亚海旅免税城	海旅投
	中服三亚国际免税购物公园	中出服

资料来源：公司官网、公开资料，东莞证券研究所整理

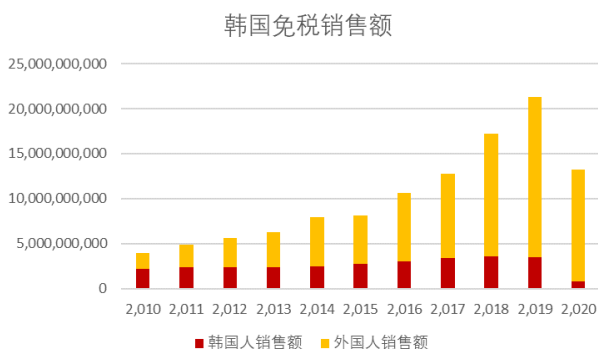
4. 以韩为鉴 看离岛免税发展

韩国拥有全球最大的免税市场。韩国自 2009 年成为全球最大的免税市场，至 2019 年免税销售额达 213.18 亿美元，占全球免税零售额的 25.56%。韩国免税零售市场 2010 年至 2019 年年均复合增长率为 20.71%。我们认为韩国是少有的凭借购物吸引游客的免税市场，而非常见的免税市场依托于旅游市场，且免税消费者以中国人为主，借鉴韩国的经验有望更好的探讨中国免税行业的空间和方向。

4.1 中国游客是韩免税消费主力

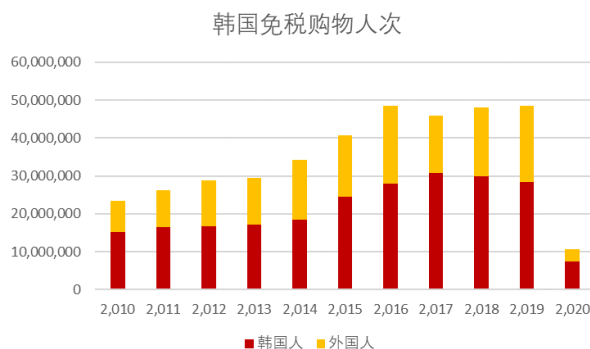
韩国免税消费从以本国游客为主向以境外游客消费为主转变。2011 年前韩国免税消费以本国人为主。2010 年，韩国人免税购物人次约 1525.48 万人次，外国人在韩免税购物人次约 817.76 万人次，韩国人占在含免税购物人数比重约 65.1%。2011 年起，外国人逐渐成为韩国免税消费主力。外国人在韩免税购物人次自 2010 年的 817.76 万人次快速提高至 2019 年的 2001.62 万人次，年均复合增长率为 10.46%，萨德事件导致期间外国人免税购物人次骤降，但外国人在韩免税额从 17.50 亿美元提高至 178.42 亿美元，年均复合增长率为 29.44%。2010-2019 年韩国人免税购物人次仍占韩国免税购物人次的 57%-69%，但韩国人免税销售额占韩国免税销售额比重从 2010 年的 55.33% 快速下降到 2019 年的 16.31%。2020 年国际游受疫情冲击，韩国免税销售额为 132 亿美元，同比下滑 38.07%，韩国人免税购物人次占比提高至 69.18%，但韩国人免税销售额进一步下滑至 5.95%。

图 33：韩国免税销售额（亿美元）



资料来源：KDFA，东莞证券研究所

图 34：韩国免税购物人次

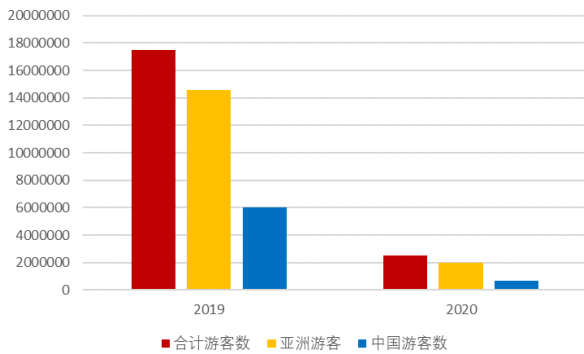


资料来源：KDFA，东莞证券研究所

韩国免税市场以中国游客和代购消费为主。依靠雪花秀等本土高端护肤品品牌和逐步放宽的旅游签证政策，逐渐成为亚洲购物天堂的韩国吸引了大量的境外游客。2019 年亚洲游客占据韩国境外游客约八成，其中中国游客占比约 35%，中国游客免税消费额在韩国免税零售占比超 70%，是韩国免税消费的主力。2016 年萨德事件后，中国赴韩游客数量减少，韩国免税销售额增速明显下滑。但韩国本土香化品牌较为成熟，对外国消费者吸引力较强，韩国免税品代购兴起。2016 年起韩国免税购物人次中，外国人所占比重较为稳定，但外国人免税购物额比重较快上涨，代购比重明显上升。根据韩国免税协会显示，2021 年 1 月韩国免税销售额约合 12.3 亿美元，其中以代购为主的 59627 名外国购买者贡献了 11.9 亿美元的免税消费额，人均交易额接近 2 万美元，而同期韩

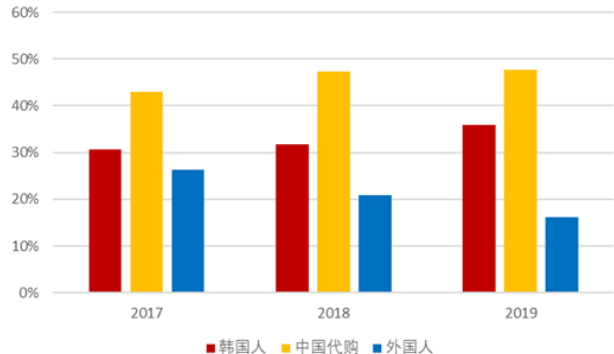
国人免税购物人数仅 28.44 万人，免税购物额不足 0.5 亿美元。

图 35：2019 及 2020 年韩国境外游客数量



资料来源：KOSIS, 东莞证券研究所

图 36：2017 年至 2019 年韩国免税消费群体结构

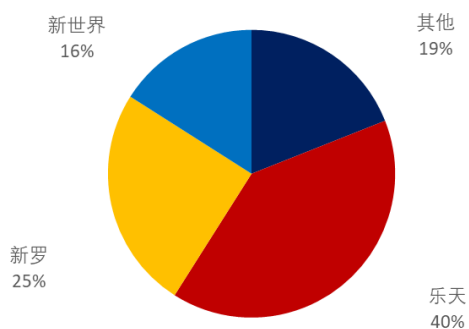


资料来源：KOSIS, 东莞证券研究所

4.2 放宽牌照难以影响龙头先发优势

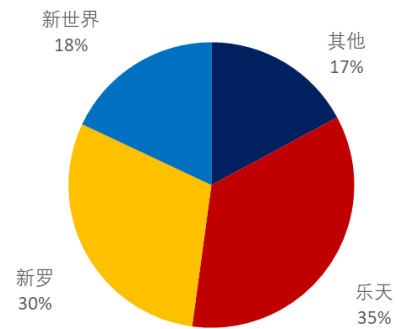
免税牌照增发不改寡头竞争局面。韩国免税业集中度较高，长期由民企乐天、新世界把持主要地位。2013 年韩国增发七张免税牌照并下调免税特许经营时间至 5 年，加大了免税零售的竞争，但免税竞争并未打破寡头竞争局面，过度竞争导致免税店净利润率大幅下降，不具有零售经验优势的竞争者普遍出清。除了作为百货零售巨头的新世界外，2013 年同期进入的其他免税经营主体普遍经营不善。自 2018 年以来，韩亚、韩华格乐丽雅和 DOOTA 免税店先后因缺乏零售运营经验，布局远离明洞中心区，连年亏损而宣布申请撤回免税牌照。叠加新冠疫情冲击下，2020 年 4 月 SM 市内免税店宣布闭店，2021 年 7 月韩际新世界宣布关闭旗下首尔江南区免税店，仅保留首尔明洞店和釜山店两家市内免税店。市内免税牌照增发并未对占据优势物业的免税店造成严重冲击，乐天、新罗等免税店具有先发优势，占据了明洞等旅游购物核心圈，而新进入者多区位较差，客流量较小，导致经营压力较大。从新世界后来居上的例子来看，免税店的物业质量与区位优势是影响游客选择的主要因素之一。韩国自 2013 年大量增发免税牌照 7 年后，免税行业仍处于寡头竞争局面，乐天、新世界、新罗 CR3 从 2018 年约 72% 快速上升至 2019 年约 82%，免税牌照的增发虽然加剧了行业竞争，但龙头具有先发优势和规模优势，强者恒强。

图 37：2018 年韩国免税零售 Top3 占比



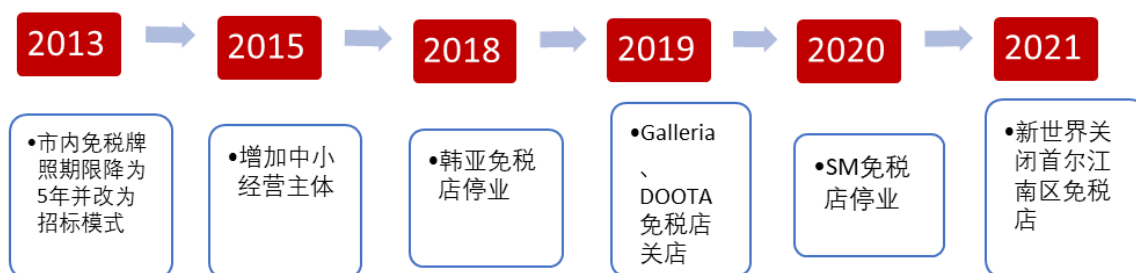
资料来源：The Moodie Report, 东莞证券研究所

图 38：2019 年韩国免税零售 Top3 占比



资料来源：公开资料, 东莞证券研究所整理

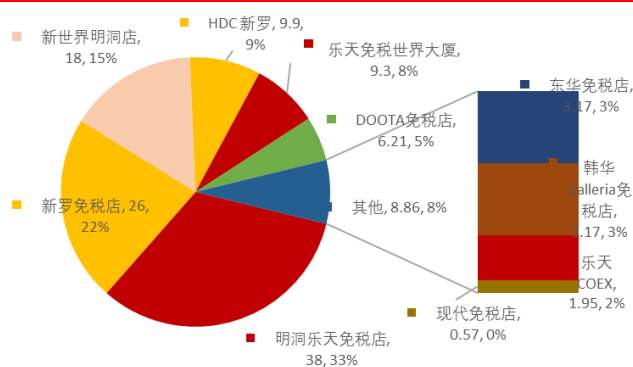
图 39：韩国市内免税店相继停业



资料来源：公司官网，The Moodie Report, 韩联社，公开资料，东莞证券研究所整理

龙头份额仍较高。尽管 2013 年韩国政府大量颁发免税牌照给中小免税运营主体，并将 10 年期的特许经营牌照期限缩短至 5 年，但免税特许经营资质的竞争加剧并未从根本上撼动乐天、新罗免税的龙头地位。免税商品以奢侈品为主，品牌方出于品牌形象考虑通常不愿意商品免税价格过于低廉而影响到专柜价格，因而新进入者难以通过降价来获取份额，中小免税运营商不具备规模优势，上下游议价能力较弱，难以提供大额返现活动。相反，乐天、新罗为争抢代购市场，一度给出高达 40% 的返现，疫情期间进一步挤压中小免税运营主体的市场空间。2013 年以来韩国市内免税牌照大量增发至 26 张，免税巨头乐天、新罗的市场份额出现明显下滑，二者合并市占率跌穿 70%，但韩国市内免税业仍呈现寡头竞争局势，CR3 高达 83%。2019 年乐天、新罗、新世界的免税市占率分别为 35%、30%、18%，龙头份额虽有下滑，但市占率仍维持在较高水平。

图 40：2018 年韩国首尔市内免税销售额（亿美元）



资料来源：The Moodie Report，东莞证券研究所

图 41：韩国市内免税牌照数量变化



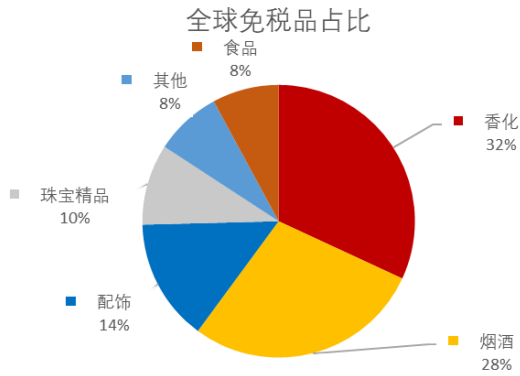
资料来源：韩国海关总署，公开资料，东莞证券研究所

零售运营经验或是竞争关键。同为韩国两大零售巨头之一的新世界百货，在 2012 年才通过收购取得市内免税牌照进入釜山免税市场，2015 年、2016 年首尔市内免税招标中新世界成功中标，凭借自身零售巨头的优势和自有优质物业的帮助，新世界在牌照增发阶段快速扩张，市场份额迅速提升至 2019 年的 18%。从韩国免税运营主体来看，三大免税运营主体乐天、新罗、新世界中，乐天及新世界为韩国百货零售龙头，其免税店也建立在自有的核心物业中，天然具有庞大的游客资源并节省租金。新罗则附属于韩国三星集团，通过与同为韩国百货龙头之一的现代集团合作，获得了零售经验。

4.3 香化等本土核心品牌受到追捧

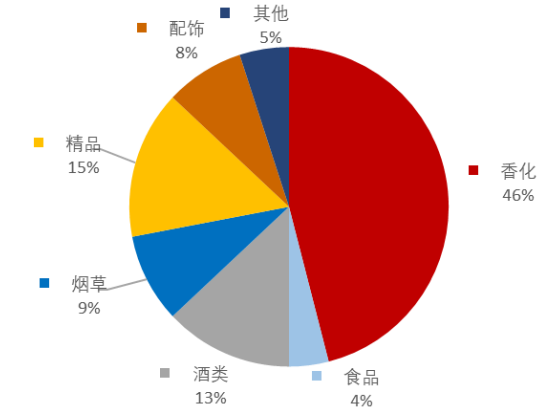
亚洲游客免税购物以香化产品为主。从全球免税商品分布来看，香水、化妆品占据了免税品销售的 32%，烟酒占比约 28%，手表、服装配饰等精品占比共计 24%，香化是全球免税销售的主要品类。细分到亚太地区市场，消费者对香化产品的需求明显上升，香化、酒类、烟草、精品、配饰占比分别为 46%、13%、9%、15%、8%。年轻消费群体更加注重化妆品、护肤品等与颜值有关的消费品，将逐渐成为免税消费的主力军。

图 42：全球免税品占比（%）



资料来源：产业信息网，东莞证券研究所

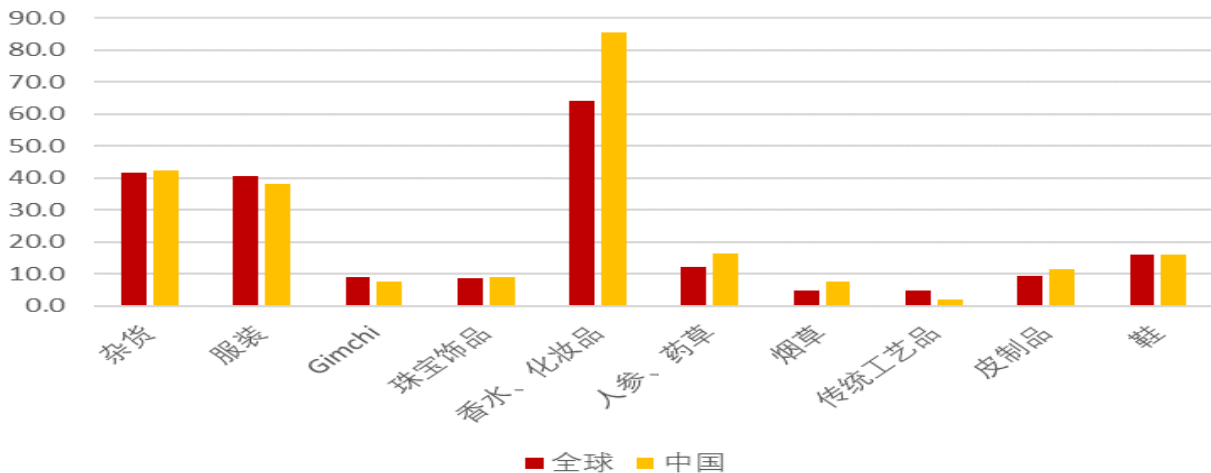
图 43：亚太地区免税品占比（%）



资料来源：前瞻研究院，东莞证券研究所

本土香化品牌是韩国免税吸引亚洲消费者的重要因素。韩国能成为全球最大免税市场，除了其免税与旅游签证政策，也与其本土品牌对亚洲游客吸引力较强有关。韩国本土高端品牌如雪花秀、后等热门护肤品品牌，其药妆概念较为符合中国人的文化传统因而得到认可。从全球及中国游客在韩主要购物种类可以看出，香化、护肤品是全球游客尤其是中国人赴韩旅游购物的主要品类，而人参药草类购物占比较为突出，表明韩国药草得到认可，相应的韩方药妆产品也更符合亚洲人传统文化而受到追捧。

图 44：2016 年全球及中国游客在韩主要旅游购物种类（件数占比）



资料来源：KOSIS，东莞证券研究所

5. 投资策略

短期来看：全球新冠肺炎确诊数回升，辉瑞等疫苗实际保护率与实验室数据有偏差，Delta 变种病毒突破力较强。预期全球新冠疫苗 70%完全接种率将于 2022 至 2023 年完成，出境游恢复缓慢，而国家政策扶持下海南离岛免税有望形成价格优势，持续吸引消费回流。

中长期来看：随着全球群体免疫推进，出境游有望逐步恢复，部分消费将外流。但从韩国经验来看，我国免税运营商可依靠规模优势，丰富供应链，打造足够的价格吸引力，有望持续吸引国人消费。海南自贸港政策的实施有望将海南打造为新的亚洲贸易中心并吸引外国游客前来消费。根据麦肯锡调查，超过六成的消费者准备在国际游恢复后前往海南旅游消费。同时，我国人口基数大，随着收入水平的不断提升，国人奢侈品消费增长潜力巨大，本土免税具备强大的内生增长潜力。参照韩国的免税业发展，免税牌照放开，行业竞争虽有所加剧，但具有规模优势、供应链优势、管理能力突出的免税龙头仍然能够保持强者恒强的格局。建议关注受益于消费回流及离岛免税新政红利，具有龙头优势的中国中免和具有零售经验、免税业务有待落地的王府井等。

6. 行业重点公司

6.1 中国中免

疫情冲击下机场免税恢复缓慢，离岛免税成为新增长点。中国中免主要从事烟酒、香水化妆品等免税品销售。新冠疫情冲击下，日上机场免税业务几乎停滞，但提前布局海南受益于离岛免税新政红利。按地区来看，中国中免 2020 年在上海地区实现营收 137.29 亿元，同比下降 9.37%；海南地区实现营收 299.6 亿元，较上年同期增长 122.54%，海南地区营收占总营收比重 57.54%。按主营业务品类来看，中国中免免税商品销售营收 323.6 亿元，同比下降 30.31%；有税商品销售营收 197.07 亿元，同比增长 1612.72%。受新冠疫情影响，公司大力发展线上销售，拓展有税商品销售，2020 年毛利率有所下滑。

表 5：2020 年中国中免主营业务情况

主营业务分行业情况					
分地区	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	毛利率比上年增减
免税商品销售	323.61	178.32	44.9	-30.31	减少 6.81 个百分点
有税商品销售	197.08	132.92	32.55	1,612.72	增加 0.99 个百分点
主营业务分地区情况					
分地区	营业收入（亿元）	营业成本（亿元）	毛利率（%）	营业收入比上年增减（%）	毛利率比上年增减
海南地区	299.61	214.63	28.36	122.54	减少 6.01 个百分点
上海地区	137.29	83.05	39.51	-9.37	减少 12.78 个百分点

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

海南离岛新政助力境外消费回流，中国中免 2020 年成为全球免税第一。中国中免是国内免税品销售行业的绝对龙头，占据了国内免税市场份额近 90%。2019 年中免占全球免

税品零售额第四。凭借国内巨大的人口基数、消费升级与国际旅游消费回流形成的国内大循环市场，于 2020 年上半年超越 Dufry 集团成为全球免税品销售额第一。公司 2020 年营业收入 525.97 亿元，同比增加 8.2%；净利润 61.40 亿元，毛利率 40.22%，净利率 11.35%。2021 年一季度海南岛新开业两家离岛免税店，分别属于海旅投和中出服，虽然构成直接竞争，但就五一数据来看，其对中免的影响有限，中免在国内免税品市场的绝对地位难以撼动。

日上直邮拓展线上有税品市场。中国中免疫情期间上线了cdf会员购与海南离岛补购等小程序，为免税额度未用完的离岛旅客及其他消费者提供了线上购物的方式，彻底解决了免税购物时间有限及提货流程繁琐等限制。此外，中国中免充分利用规模优势，凭借自身优秀的议价能力以较低的价格获取商品供应，在线上免税商品销售中仍能保持优势价格。而中国中免商品普遍采用直采模式保证了商品真实性，在与跨境电商价格差距不大的情况下更具有吸引力。

机场租金有望冲回。2020 年疫情期间机场国际航班受到严重冲击，中国中免大量机场免税店关店或仅恢复部分营业状态。随着子公司日上与上海机场签订的补充协议，打破了机场免税行业普遍的 40%-47.5%高扣点模式，转为以机场客流量确定租金，极大的减轻了中免机场免税店的压力。随着疫情的逐渐常态化，首都机场、白云机场等主要机场有望改变以往高扣点的模式，冲回部分租金以维持免税协议。尽管出入境游彻底恢复后机场有较大可能重新签订协议，但扣点率有望下调，增厚中国中免等免税运营商利润。

逐步扩建免税商圈，维持海南离岛免税市场主导地位。为了应对新进入者的竞争及扩充游客容纳能力，中免正在建设海口国际免税城项目和三亚海棠湾国际免税城 1 期 2 号地项目。三亚国际免税城二期河心岛项目正式投入运营，与一期国际免税城互补联动，形成免税与有税生态结合，一期 2 号地项目已开工，用地面积为 10.88 万 m²，总建筑面积约 17.25 万 m²，预计将吸引高端奢侈品牌集中入驻。随着中免三亚海棠湾国际免税城逐步建设，有望形成三亚独特的旅游休闲中心，凭借完整的休闲娱乐生态打造新的旅游点。

7. 风险提示

- (1) 新冠疫情反复。
- (2) 海南自由贸易港建设不及预期风险。
- (3) 行业政策风险。
- (4) 宏观经济下行风险。
- (5) 汇兑波动风险

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2021/08/19）

股票代码	股票名称	股价 (元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
601888.SH	中国中免	236.09	3.14	5.72	7.65	75.08	41.24	30.85	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn