



Research and
Development Center

免税巨擘，厚积薄发

—中国中免(601888)公司深度报告

2022年04月05日

范欣悦 社服行业首席分析师
S1500521080001
fanxinyue@cindasc.com

证券研究报告

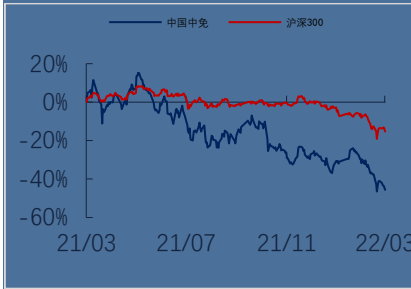
公司研究

公司深度报告

中国中免 (601888)

投资评级 **买入**

上次评级



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价(元)	162.85
52周内股价波动区间(元)	344.54-160.00
最近一月涨跌幅(%)	-21.17
总股本(亿股)	19.52
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	3,179.61

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO., LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

免税巨擘，厚积薄发

2022年04月05日

本期内容提要：

- ◆**公司是我国唯一一家全牌照免税运营商**，拥有机场免税、市内免税和离岛免税牌照，以免税为主营业务，包括烟酒、香化、精品等免税商品的批发、零售等业务。截至21年5月末，公司经营195间店铺，覆盖我国29个省份的188间店铺（超过90个城市），以及香港、澳门和柬埔寨的6家境外免税店。销售渠道遍布首都、上海、广州机场等国内大型枢纽机场，香港、澳门机场等亚太国际机场及三亚离岛免税城等。
- ◆**免税行业：长坡厚雪，助力消费回流。**我国免税业起始于1979年，随着改革开放而发端。我国免税市场高速发展。19年我国旅游零售市场规模为910亿元，16~19年CAGR为25.1%，免税占比55.1%，规模为501亿元，16~19年CAGR为28.8%，增速远高于同期全球及亚太免税市场。疫情的有效控制，叠加政策扶持，我国免税品市场展现韧性。20年我国免税品销售额仍然达到人民币329亿元，仅同比减少34.2%，而同期全球、亚洲分别同比减少60.9%/40.2%。在后疫情时代我国在全球旅游零售市场份额进一步提升，公司作为龙头充分受益，成为全球第一大旅游零售运营商。
- ◆**离岛免税：政策持续宽松，中免拓店加持。**海南作为自由贸易港，发展免税业务承接海外消费回流，近年来离岛免税政策不断放宽，且放开牌照，多家运营商进入共同做大蛋糕。目前海南投入运营的10家免税店中，6家中免旗下，无论从门店数量还是体量上来说，公司的龙头地位都难以撼动，未来随着海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地项目落地，地位有望得到巩固。
- ◆**机场免税：内生外延同发力，卡位重点机场。**进境免税方面，16年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和国家旅游局联合同意新设13家机场进境免税店后，中免陆续中标昆明、沈阳、南京等8家。出境免税方面，中免先后续签多个重要标段出境免税店，如广州机场、杭州机场、青岛机场等。通过收购日上中国和日上上海，垄断北京和上海的进出境免税业务，实现卡位优势。
- ◆**市内免税：万事俱备，静待东风。**19年，公司开始布局市内免税业务，青岛、厦门、大连、北京、上海出境市内免税店相继开业，通过收购中侨免，收获回国补购型市内免税牌照，至此公司将两类市内免税牌照收入囊中。20年3月，发改委提出“完善市内免税店政策”，随着全球疫情向好后出入境放开，市内免税店政策有望进一步放松和完善。
- ◆**有税：疫情背景催生会员购，空间巨大。**20年新冠疫情背景下，各口岸基本处于关闭状况，免税经营受阻，公司推出CDF会员购等形式的线上补购完税电商平台。公司拥有会员超过2000万人，基于强大的会员体系而形成的有税业务空间巨大。
- ◆**投资建议：**公司是我国免税行业的绝对龙头，牌照齐全，内生和外延共同发力，并借助新冠疫情的契机，跃居全球第一大旅游零售运营商。未来随着新店逐步投入使用、全球疫情向好带来的出入境复苏以及市内免税政策的放开，公司仍具有较大的空间及增长潜力。预计21/22/23年实现归母净利润96/120/161亿元，同增56%/25%/34%，当前股价对应PE为35x/28x/21x，估值极具配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。
- ◆**风险提示：**免税政策变动；免税市场竞争加剧；疫情反复风险；宏观系统性风险。

主要财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入 (百万元)	48,612	52,597	67,669	87,081	121,793
增长率 YoY%	3.4%	8.2%	28.7%	28.7%	39.9%
归属母公司净利润 (百万元)	4,632	6,140	9,592	12,005	16,096
增长率 YoY%	49.7%	32.6%	56.2%	25.2%	34.1%
毛利率%	51.1%	40.6%	38.2%	39.3%	40.0%
净资产收益率 ROE%	23.3%	27.5%	33.1%	31.1%	31.3%
EPS (摊薄) (元)	2.37	3.14	4.91	6.15	8.24
市盈率 P/E (倍)	73	55	35	28	21
市净率 P/B (倍)	17	15	12	9	7

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2022 年 04 月 01 日收盘价

投资聚焦	6
一、公司介绍：聚焦免税，地位独特	8
二、免税行业：长坡厚雪，助力消费回流	12
2.1 全球免税市场：稳定增长，亚太为核心驱动力	12
2.2 我国免税市场：牌照稀缺，中免独占鳌头	15
2.3 政策引导消费回流，驱动免税发展	18
三、离岛免税：政策持续宽松，中免拓店加持	20
3.1 海南具有独特战略地位	20
3.2 离岛免税政策持续放宽	21
3.3 离岛免税呈现一超多强的格局	24
3.4 三亚国际免税城：离岛免税中流砥柱	26
3.5 收购海免，深化海口布局	27
3.6 海口国际免税城：海口免税新地标	28
3.7 如何看待疫情结束后，韩免对离岛免税的替代？	29
四、机场免税：内生外延同发力，卡位重点机场	31
4.1 充分把握政策红利，卡位重点机场	31
4.2 首都机场	32
4.3 上海机场	34
4.4 广州机场	36
4.5 香港机场	38
五、市内免税：万事俱备，静待东风	40
六、有税：疫情背景催生会员购，空间巨大	42
七、盈利预测及投资建议	44
八、风险提示	45

表目录

表 1 公司发展历程	9
表 2 公司管理团队介绍	10
表 3 中国免税行业发展阶段	15
表 4 中国重要免税政策梳理	16
表 5 中国主要免税运营主体	17
表 6 海南岛发展规划相关政策	20
表 7 离岛免税政策梳理	22
表 8 离岛免税运营主体及免税店介绍	25
表 9 三亚国际免税及海口国际免税城对比	29
表 10 新设 13 家机场免税店介绍	31
表 11 北京机场免税店经营权介绍	32
表 12 上海机场免税店经营权介绍	34
表 13 《补充协议》中年实际国际客流相对应年保底销售提成	35
表 14 广州白云机场免税店经营权介绍	37
表 15 香港机场免税店经营权介绍	38
表 16 中国市内免税店政策对比	40
表 17 中免旗下市内免税店	41
表 18 中免旗下主要线上渠道	42
表 19 中免主要线上渠道与离岛免税价格对比-兰蔻全新精华肌底液 50ml	43
表 20 2019-2023 年公司收入拆分及预测（单位：百万元）	44
表 21 可比公司估值	44

图目录

图 1 中国中免股权结构图	8
图 2 2009-2018 年公司股价走势图	10
图 3 2019-2022 年公司股价走势图	11
图 4 全球免税市场销售额（单位：亿元）	12
图 5 2020 全球免税品分类别按销售额占比	13
图 6 2014-2020 全球免税品分渠道占比	13
图 7 亚洲零售市场销售额（单位：亿元）	14
图 8 2020 年全球免税市场 CR5 销售额（单位：十亿元）	14
图 9 2020 年按零售销售额计全球免税市场份额	14
图 10 中国中免全球旅游零售运营商销售额排名变化图（单位：百万欧元）	15

图 11 2016-2025 年中国旅游零售市场规模 (单位: 亿元)	16
图 12 2020 年中国免税市场份额占比	18
图 13 2011-2019 中国人全球奢侈品销售额及增速 (单位: 亿美元)	18
图 14 全球奢侈品国人海内外消费占比	18
图 15 2011-2019 年中国人境内奢侈品消费额 (单位: 亿美元)	19
图 16 2011-2019 年中国人境外奢侈品消费额 (单位: 亿美元)	19
图 17 我国大陆奢侈品消费的原因	19
图 18 2015-2021 年海南接待过夜游客数量 (单位: 万人)	21
图 19 2015-2021 年三亚接待过夜旅客 (单位: 万人)	21
图 20 2015-2021 年海口接待过夜旅客 (单位: 万人)	21
图 21 2012-2021 年海南离岛免税额度 (单位: 元)	23
图 22 2012-2021 年海南离岛免税销售额 (单位: 亿元)	23
图 23 2012-2021 年海南离岛免税购物实际人次 (单位: 万人)	24
图 24 2012-2021 年海南离岛免税客单价 (单位: 元)	24
图 25 三亚免税店分布情况	25
图 26 海口免税店分布情况	25
图 27 三亚国际免税城一期外观	26
图 28 三亚国际免税城二期外观	26
图 29 三亚国际免税城营业收入变化 (单位: 亿元)	26
图 30 三亚国际免税城客单价变化 (单位: 元)	27
图 31 三亚国际免税城接待人次 (单位: 万人)、购物人次 (单位: 万人)、转化率变化	27
图 32 美兰机场吞吐量 (单位: 万人)	27
图 33 美兰机场免税店购物人次 (单位: 万人)	27
图 34 美兰机场免税店营业收入 (单位: 亿元)	28
图 35 美兰机场免税店客单价 (单位: 元)	28
图 36 中免海口日月广场店外观	28
图 37 海口国际免税城地理位置	29
图 38 韩国免税店销售额 (单位: 亿美金)	30
图 39 首都机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)	32
图 40 日上中国营收 (单位: 亿元)	32
图 41 首都机场旅客客单价 (单位: 元)	33
图 42 日上中国净利润及利润率 (单位: 亿元)	33
图 43 浦东机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)	34
图 44 虹桥机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)	34
图 45 日上上海营业收入 (单位: 亿元)	35
图 46 日上上海客单价 (单位: 元)	35
图 47 日上上海净利润及净利率 (单位: 亿元)	36
图 48 广州白云机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)	38
图 49 2019 年北京、上海、广州机场免税店收入 (单位: 亿元)	38
图 50 香港机场免税店营收 (单位: 亿元)	39
图 51 香港机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)	39
图 52 有税商品销售额 (单位: 亿元)	42
图 53 2015-2020 年有税、免税、全部商品毛利率对比	43

投资聚焦

报告亮点:

详细阐述公司各业务板块的政策背景、发展趋势和近期催化，包括离岛免税、机场免税、市内免税及有税业务。

对全球免税行业及我国免税行业的发展逻辑进行详细解读。

在盈利预测层面，对公司各重要子公司进行详细拆分预测。

投资逻辑:

唯一全牌照运营商，多点布局免税业态。我国对免税行业执行特许经营制度，拥有相关的牌照才能开设相应类型的免税店。公司是我国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店、机场店和外轮供应店。截至21年5月31日，公司经营195间店铺，覆盖我国29个省份的188间店铺（超过90个城市），以及香港、澳门和柬埔寨的6家境外免税店。销售渠道遍布首都机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内大型枢纽机场，香港机场、澳门机场等亚太国际机场及三亚离岛免税城等。

全球免税市场稳定增长。全球免税品市场由16年2390亿元增长至19年3577亿元，CAGR为14.4%；同期我国免税品市场由234亿元增长至501亿元，CAGR为28.8%。分商品来看，香化类产品占据全球免税销售最大份额。分渠道来看，机场免税店占据全球免税品销售的半壁江山。

疫情控制有效，政策加持助力消费回流。疫情的有效控制，叠加政策扶持，我国免税品市场展现韧性。20年我国免税品销售额仍然达到人民币329亿元，仅同比减少34.2%，而同期全球、亚洲分别同比减少60.9%及40.2%。因此，在后疫情时代我国在全球旅游零售市场份额进一步提升，公司作为龙头充分受益，成为全球第一大旅游零售商。

离岛免税：政策持续宽松，中免拓店加持。海南作为自由贸易港，发展免税业务承接海外消费回流，近年来离岛免税政策不断放宽，且放开牌照，多家运营商进入共同做大蛋糕，助力十四五期间实现3000亿消费回流目标。目前海南投入运营的10家免税店中，6家在中免旗下，无论从门店数量还是体量上来说，公司的龙头地位都难以撼动，未来随着海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地项目落地，地位有望得到巩固。

机场免税：内生外延同发力，卡位重点机场。进境免税方面，16年，财政部、商务部、海关总署、国家税务总局和国家旅游局联合同意新设13家机场进境免税店后，中免陆续中标昆明、沈阳、南京等8家。出境免税方面，中免先后续签多个重要标段出境免税店，如广州机场、杭州机场、青岛机场等。通过收购日上中国和日上上海，垄断北京和上海的进出境免税业务。至此，公司完成北上广一线城市及二线枢纽机场卡位，奠定未来行业垄断地位。前瞻性布局占据机场核心免税资源不仅仅是为增强公司业绩，更深层次的是完成机场卡位，使得中免在机场免税业务上下游拥有更强的议价能力以及行业地位，最终奠定行业未来垄断地位。

市内免税：万事俱备，静待东风。19年，公司开始布局市内免税业务，青岛、厦门、大连、北京、上海出境市内免税店相继开业，通过收购中侨免，收获回国补购型市内免税牌照，至此公司将两类市内免税牌照收入囊中，完善市内免税业务版图。20年3月，发改委提出“完善市内免税店政策”，随着全球疫情向好后出入境放开，市内免税店政策有望进一步放松和完善。

有税：疫情背景催生会员购，空间巨大。20 年新冠疫情背景下，各口岸基本处于关闭状况，免税经营受阻，公司推出 CDF 会员购等形式的线上补购完税电商平台。公司拥有会员超过 2000 万人，基于强大的会员体系而形成的有税业务空间巨大。会员购业务打造营利新模式，20 年有税业务营收 197.08 亿元，同比增长 1615.2%，占公司总营收的 37.8%。

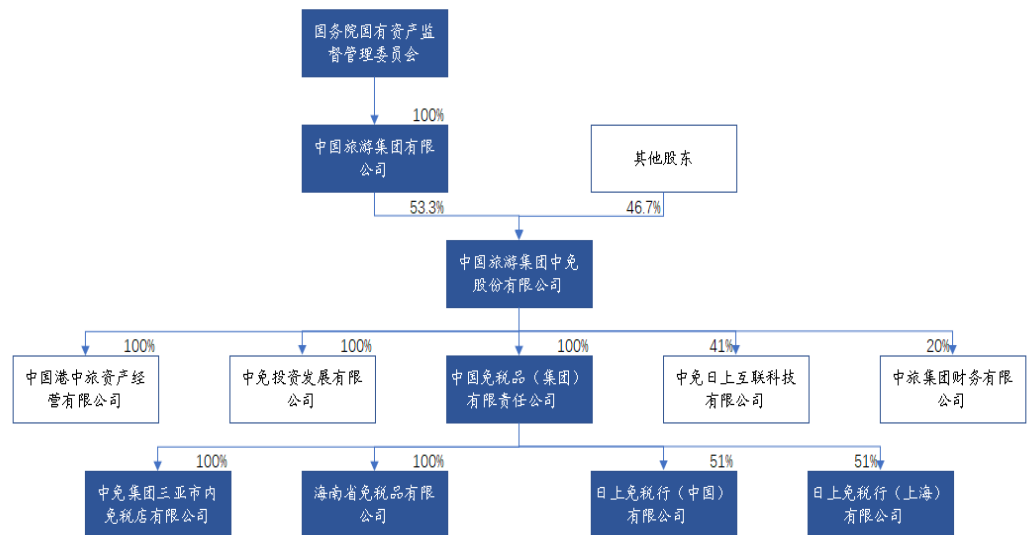
投资建议：公司是我国免税行业的绝对龙头，牌照齐全，内生和外延共同发力，并借助新冠疫情的契机，跃居全球第一大旅游零售运营商。未来随着新店逐步投入使用、全球疫情向好带来的出入境复苏以及市内免税政策的放开，公司仍具有较大的空间及增长潜力。预计 21/22/23/实现归母净利润 96/120/161 亿元，同增 56%/25%/34%，当前股价对应 PE 为 35x/28x/21x，估值极具配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

一、公司介绍：聚焦免税，地位独特

公司是我国唯一一家全牌照免税运营商，拥有机场免税、市内免税和离岛免税牌照，成立于08年3月，由中国国旅集团公司以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，联合华侨城集团，共同发起设立。09年10月，公司在上交所挂牌上市，以免税为主营业务，包括烟酒、香化、精品等免税商品的批发、零售等业务。

控股股东由国旅集团变更为重组后的中国旅游集团（原港中旅），实际控制人仍为国资委。16年7月经国资委批准，国旅集团与港中旅集团公司实施重组，国旅集团整体并入港中旅集团（港中旅集团改名为中国旅游集团），成为其全资子公司。随后国旅集团将持有的中国国旅股权无偿划转至重组后的中国旅游集团。截至目前，中国旅游集团持股53.5%，为上市公司控股股东，国资委为实际控制人。

图1 中国中免股权结构图



资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

注：股权统计于2022/4/2

剥离国旅总社，聚焦免税业务。19年2月，公司以18.31亿元的对价将国旅总社100%股权转让给控股股东中国旅游集团。18年10月，；国资委将其持有的海南省免税品有限公司51%股权无偿划转给中国旅游集团；为解决同业竞争问题，20年中国旅游集团将其持有的51%海免股权注入公司；20年6月，公司更名为“中国旅游集团中免股份有限公司”，进一步明晰战略定位，聚焦免税业务。21年12月，公司现金收购中国旅游集团全资子公司中旅资产持有的港中旅资产公司（拥有回国补购型的市内免税店经营资质）100%股权，完善免税业务版图。截至目前，公司是唯一一家以免税业务为主业的A股上市公司。

表 1 公司发展历程

时间	发展历程
1984	中国国务院正式授权成立中国免税品公司（中免集团前身）。
2008 年 3 月	本公司（当时称为中国国旅股份有限公司）在中国成立。
2009 年 10 月	本公司（当时称为中国国旅股份有限公司）的 A 股在上海证券交易所主板上市（股票代码：601888）。
2011 年 4 月	三亚市内免税店开始营业，为首家根据海南离岛旅客免税购物政策运营的免税店。
2013	定增募资 25.58 亿元，用于建设三亚海棠湾国际购物中心项目。
2014 年 9 月	三亚国际免税城一期开始商业运营。
2016 年 7 月	国旅集团与港中旅集团公司实施重组，国旅集团整体并入港中旅集团（港中旅集团改名为中国旅游集团），成为其全资子公司。随后国旅集团将持有的中国国旅股权全部划转至重组后的中国旅游集团，公司控股股东变为中国旅游集团。
2017 年 3 月	完成收购日上中国 51% 股权。
2017 年 4 月	中免-拉格代尔有限公司（本集团与独立第三方拉格代尔旅行零售香港有限公司组成的合营企业）中标香港国际机场免税烟酒标段。
2017 年 6 月	中免和日上中国分别获得北京首都国际机场国际区 T2 及 T3 标段随后八年的免税特许经营权。
2018 年 4 月	完成收购日上上海 51% 股权。
2018 年 7 月	日上上海获得浦东国际机场和上海虹桥国际机场随后七年的免税特许经营权。
2019 年 2 月	将公司全资子公司中国国际旅行社总社有限公司 100% 股权转让给控股股东中国旅游集团有限公司，转让价格 18.31 亿元。
2019 年 2 月	中国旅游集团将其持有的公司 2% 股权无偿划转给海南省国资委持有。
2019 年 3 月	获得新建的北京大兴国际机场随后 10 年的免税特许经营权。
2020 年 6 月	收购海南免税 51% 股权。
2020 年 6 月	本公司更名为中国旅游集团中免股份有限公司。
2021 年 12 月	公司以非公开协议转让方式现金收购中国旅游集团全资子公司中旅资产持有的港中旅资产公司 100% 股权。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

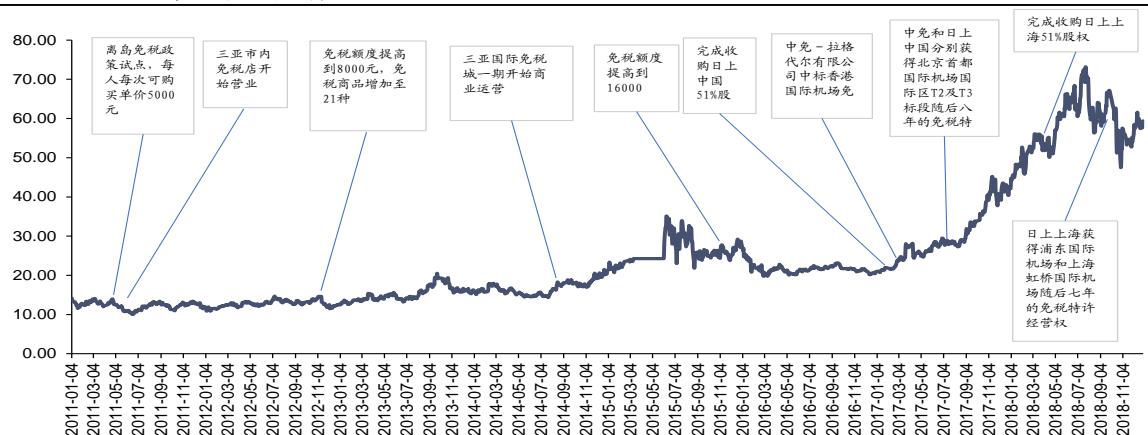
管理团队深耕旅游零售行业多年，具备卓越的战略视野和丰富的管理经验。公司高级管理团队在旅游零售行业平均拥有 20 年的从业经验。董事长彭辉先生拥有近 30 年的旅游零售经验，总经理陈国强先生连续三年被全球旅游零售行业权威杂志评选为免税行业的年度人物。

表 2 公司管理团队介绍

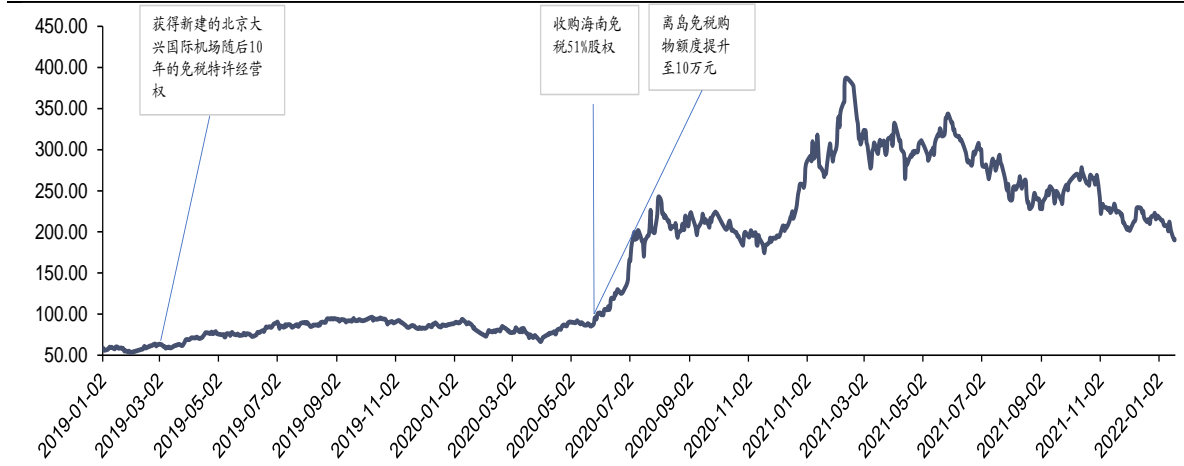
姓名	年龄	职位	履历
彭辉	58	董事会主席及执行董事	1987 年加入本集团，现任公司董事长，党委书记，拥有近 30 年的旅游零售经验。负责主持董事会、提供战略意见及制订本集团的发展计划。
陈国强	56	董事及总经理	1997 年加入本集团，现任公司董事，总经理，党委副书记，负责本集团的整体管理和运营，连续三年被全球旅游零售行业权威杂志评选为免税行业的年度人物。
王轩	52	董事及副总经理	2005 年加入本集团，现任中免公司副总经理，党委书记。负责本集团的日常管理和运营、项目规划和管理、店铺设计及零售综合体业务。
陈文龙	52	总会计师	2014 年加入本集团，现任公司总会计师、党委委员。
薛军	57	董事	1998 年加入本集团，现任公司董事、战略委员会委员。历任国家旅游局资源开发管理处副处长兼科技处副处长。
王延光	53	副总经理	2015 年加入本集团，现任公司副总经理，负责管理本集团的零售店网络、投标战略、公共关系及在线业务。
赵凤	51	副总经理	1997 年加入本集团，现任公司副总经理，负责本集团的采购和物流管理。
常筑军	47	副总经理、董事会秘书及联席公司秘书	2000 年加入本集团，副总经理、董事会秘书及联席公司秘书负责本集团海外业务及投资关系管理。

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

唯一全牌照运营商，多点布局免税业态。我国对免税行业执行特许经营制度，拥有相关的牌照才能开设相应类型的免税店。公司是我国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店、机场店和外轮供应店。截至 21 年 5 月 31 日，公司经营 195 间店铺，覆盖我国 29 个省份的 188 间店铺（超过 90 个城市），以及香港、澳门和柬埔寨的 6 家境外免税店。销售渠道遍布首都机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内大型枢纽机场，香港机场、澳门机场等亚太国际机场及三亚离岛免税城等。

图 2 2009-2018 年公司股价走势图


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

图 3 2019-2022 年公司股价走势图


资料来源：公司公告，Wind，信达证券研发中心

二、免税行业：长坡厚雪，助力消费回流

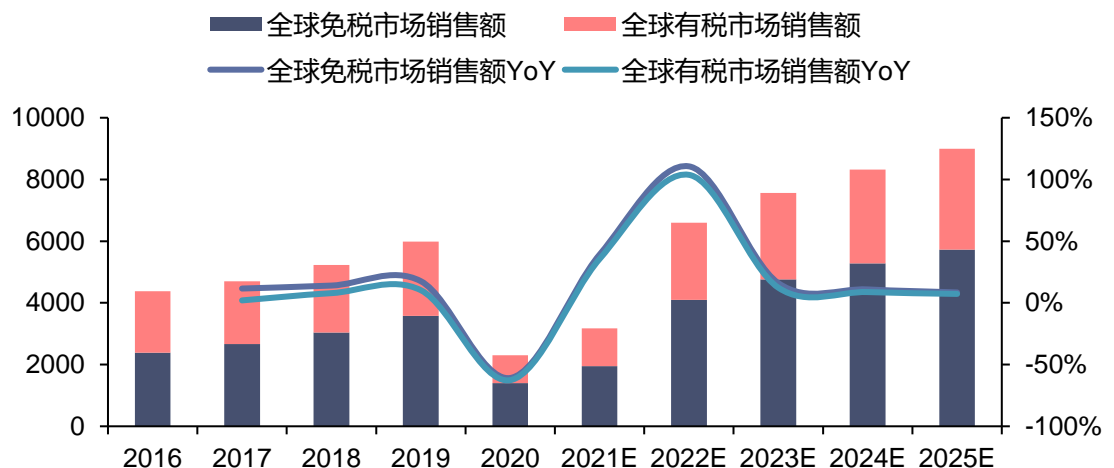
2.1 全球免税市场：稳定增长，亚太为核心驱动力

免税业本质上是牌照垄断型零售，是指一国政府以授权方式特许企业在水陆空口岸、运输工具或市内设立免税店，向出入境旅客销售香化、烟酒、精品等奢侈品。免税企业可享受政府给予的免进口关税、消费税和增值税优惠待遇，因此具备“税差红利”的超额收益，其中部分红利让渡给消费者、剩余红利由免税企业留存。

全球免税行业起始于1947年的欧洲，随着国际旅游发展而兴起，实质是国际旅游消费的延伸，为旅游者提供品质优良、价格优惠的免税商品，主要包括香水、化妆品、烟草、酒水、食品、精品及各类奢侈品等。截至目前，免税店遍及美洲、欧洲、中东、亚洲太平洋地区和非洲地区的主要机场、港口、边境口岸和城市市区。

全球免税市场稳步增长。19年全球旅游零售市场规模为5991亿元，16~19年CAGR为11%，其中免税占比59.7%，规模为3577亿元，16~19年CAGR为14.4%。根据弗若斯特沙利文测算，25年全球旅游零售市场规模有望达到8991亿元，其中免税占比将达到63.7%，规模为5724亿元。

图4 全球免税市场销售额（单位：亿元）

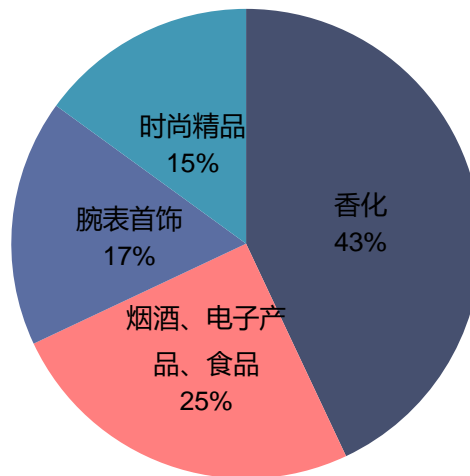


资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

香化品类为免税消费主导。全球免税品消费以香水化妆品及时装配饰为主，据 Generation Research 的数据，20年全球免税品消费中，香化类产品占比达到43%，烟酒、电子产品、食品品类占比约25%。

图 5 2020 全球免税品分类别按销售额占比

■ 香化 ■ 烟酒、电子产品、食品 ■ 腕表首饰 ■ 时尚精品

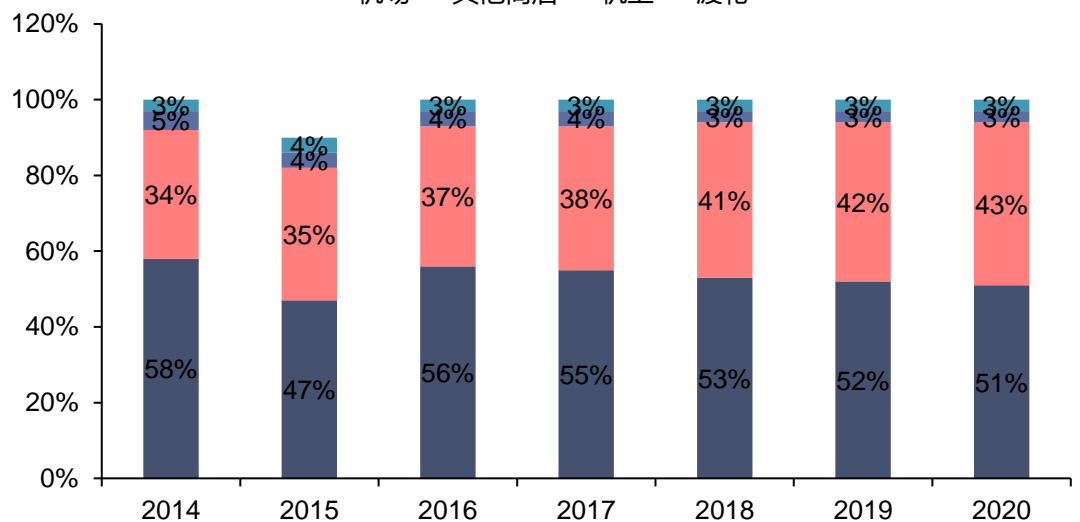


资料来源: Generation Research, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

机场为免税品主要销售渠道。免税品销售主要销售渠道包括机场、其它(市内免税店、边境口岸等)、机上和渡轮。机场免税店是体量最大销售渠道,占比超过 50%;其次是市内免税店和边境口岸店,占比约 40~45%。

图 6 2014-2020 全球免税品分渠道占比

■ 机场 ■ 其他商店 ■ 机上 ■ 渡轮

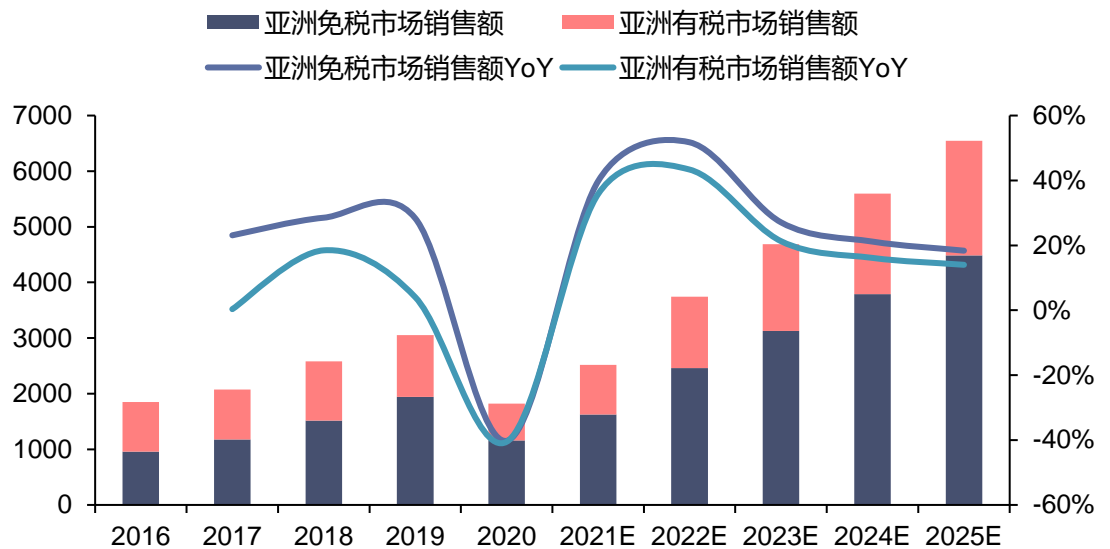


资料来源: Generation Research, 前瞻产业研究院, 信达证券研发中心

亚太地区增长潜力巨大。19 年亚洲旅游零售市场规模为 3051 亿元, 16~19 年 CAGR 为 18.1%, 免税占比 63.7%, 规模为 1943 亿元, 16~19 年 CAGR 为 26.6%, 增速显著高于全球免税市场。从份额上来看, 亚太地区免税销售额持续上升, 从 16 年的 40% 增至 19 年

的 54%。根据弗若斯特沙利文测算，25 年亚洲旅游零售市场规模有望达到 6548 亿元，其中免税销售规模达到 4488 亿元。

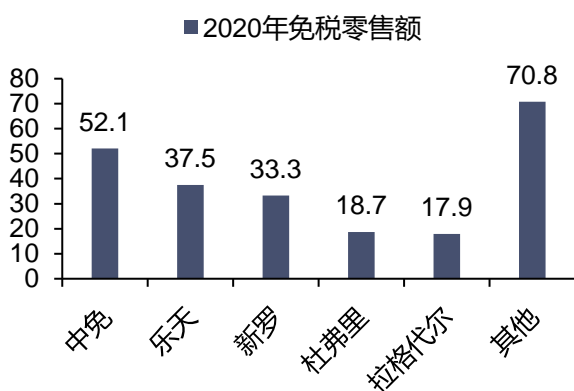
图 7 亚洲零售市场销售额（单位：亿元）



资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

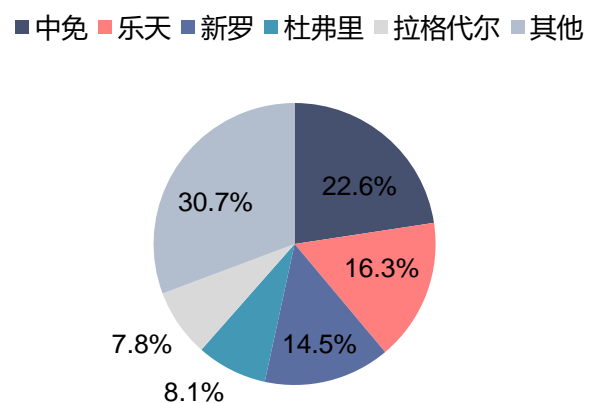
市场集中度持续提升，中免跃居免税行业龙头。中免通过内生、外延快速发展，在全球疫情背景下逆势增长，全球免税运营商规模排名已从 16 年的 12 名跃升至 20 年的首位。从全球竞争格局看，20 年 CR5 为 69.3%，市场集中度持续上升，头部公司将充分受益全球免税行业高速增长。

图 8 2020 年全球免税市场 CR5 销售额（单位：十亿元）



资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

图 9 2020 年按零售销售额计全球免税市场份额



资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

图 10 中国中免全球旅游零售运营商销售额排名变化图（单位：百万欧元）


资料来源：The Moodie Davitt Report，信达证券研发中心

2.2 我国免税市场：牌照稀缺，中免独占鳌头

我国免税业起始于 1979 年，随着改革开放而发端。84 年，中国免税品公司的成立标志着我国免税业进入规范发展阶段，随着出入境旅游迅速发展，免税业态不断丰富，尤其是 11 年海南离岛政策实施后，离岛免税欣欣向荣，推动我国免税行业快速增长。17 年，中免公司成功竞标香港机场标段，标志着我国免税业走向国际化。

表 3 中国免税行业发展阶段

时间	阶段
1979-1984 年	初步探索期，先后在出入境机场、车站、港口开办了 31 家免税商店并在北京开设了驻华外交人员免税店。
1984-1993 年	1984 年，“中国免税品公司”作为国家免税品专营公司正式成立，标志着我国免税业进入正规化、专业化发展的新时期。
1994-2000 年	免税业开始逐步走向市场化，行业整体实力迅速提升，销售总额开始位居世界前列。
2000-2010 年	随着出入境旅游迅速发展，机场、口岸建设升级，市内免税店开设，我国免税品行业增长迅速，明显快于同期全球免税业的增长。
2011 年至今	2011 年离岛免税政策在海南实施，2016 年增设和恢复 19 个进境免税店，免税业态逐渐丰富，进入国际化发展阶段。

资料来源：信达证券研发中心

国家特许经营，实行“四统一”政策。我国免税行业具有很强的政策性，一直以来由国家特许经营，实行“四统一”政策，除经国务院批准有权经营免税商品销售的企业外，其它企业和个人严禁经营免税商品销售业务。涉及的相关政府部门包括财政部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局等四个部委，其中主要由海关总署负责免税品经营单位和免税商店的日常监管。

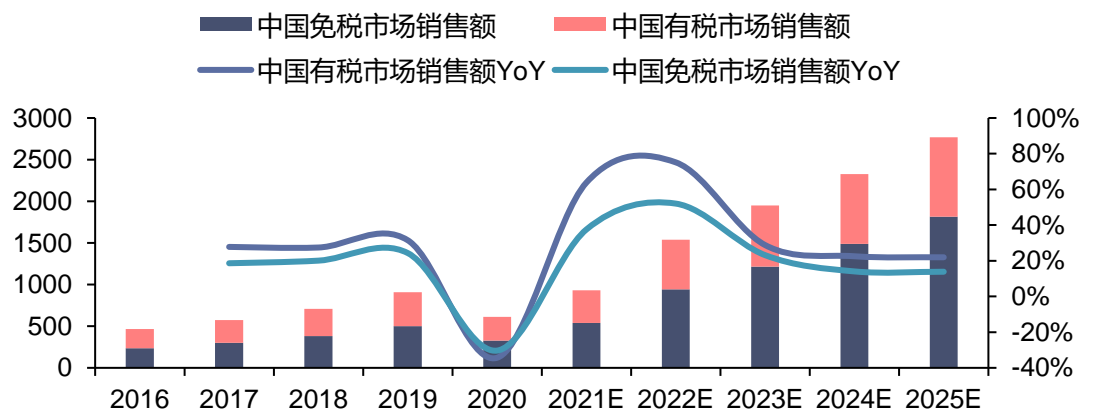
表 4 中国重要免税政策梳理

时间	文件名称	核心内容
2000 年	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	国家对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理，由财政部会同海关总署、国家税务总局和国家旅游局提出国家有关免税品销售业务的政策，报国务院审批。
2005 年	《免税商品特许经营费缴纳办法》	凡经营免税商品的企业，按经营免税商品业务年销售收入额的 1%，向国家上缴特许经营费。
2008 年	《国家税务总局关于出境口岸免税店有关增值税政策问题的通知》	对于海关隔离区内免税店销售免税品以及市内免税店销售但在海关隔离区内提取免税品的行为，不征收增值税。
2011 年	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	离岛免税店是具有实施离岛免税政策资格并实行特许经营的免税商店。海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点。
2016 年	《关于口岸进境免税店政策的公告》	在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等 13 家机场，及深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等 6 家水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。
2020 年	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。

资料来源：财政部，国家税务总局，海关总署，信达证券研发中心

我国免税市场高速发展。19 年我国旅游零售市场规模为 910 亿元，16~19 年 CAGR 为 25.1%，免税占比 55.1%，规模为 501 亿元，16~19 年 CAGR 为 28.8%，增速远高于同期全球及亚太免税市场。从份额上来看，我国免税品销售额持续增长，从 16 年的 50.3% 增至 19 年的 55.1%。根据弗若斯特沙利文测算，25 年我国旅游零售市场规模有望达到 2770 亿元，其中免税规模为 1817 亿元。

疫情控制有效，政策加持助力消费回流。疫情的有效控制，叠加政策扶持，我国免税品市场展现韧性。20 年我国免税品销售额仍然达到人民币 329 亿元，仅同比减少 34.2%，而同期全球、亚洲分别同比减少 60.9%/40.2%。在后疫情时代我国在全球旅游零售市场份额进一步提升，公司作为龙头充分受益，成为全球第一大旅游零售运营商。

图 11 2016-2025 年中国旅游零售市场规模（单位：亿元）


资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

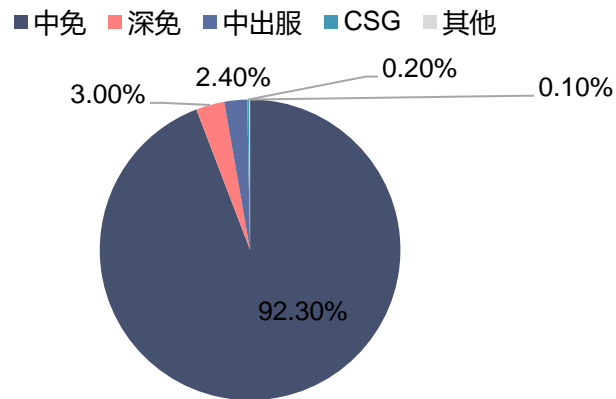
牌照稀缺，寡头垄断。截至 21 年末，我国拥有免税品运营牌照的仅 10 家企业，整体呈现一超多强的垄断格局。其中中免份额超过 90%，具有口岸、离岛、市内等全牌照，17、18 年完成并购国内第二大免税运营商日上 51% 股权，20 年收购第二大离岛免税运营主体海免 51% 股权，21 年 12 月收购运营归国人员补购型市内免税店的中侨免，龙头地位愈发稳固。

表 5 中国主要免税运营主体

运营主体	控股股东	成立时间	经营区域	门店数量
中免	中国中免	2008	全国主要机场、口岸、边境港口、市内免税店、海南离岛免税等	195
日上	中国中免（控股 51%）	1999	北上首都机场 T3 出入境、上海虹桥机场 T1 出入境、上海浦东机场 T1、T2 出入境、S1、S2 卫星厅出境	10
海免	中国中免（控股 51%）	2011	海口日月广场免税店、美兰机场 T1、T2 免税店、琼海博鳌免税店	4
中侨免	中免集团	1991	哈尔滨市内免税店	1
中出服	国药集团	1983	全国机场、口岸、市内免税店、海南离岛免税等	29
海发控	海南省国资委	2005	海南离岛免税	1
海旅投	海南省国资委	2019	海南离岛免税	1
深免	深圳国资委	1980	海南离岛免税、深圳各口岸、西安国际机场、深圳国际机场、新疆和云南边境口岸等	42
珠免	格力地产	1987	珠海各口岸、天津滨海机场等	20+
王府井	首旅集团	1955	-	-

资料来源：中国中免港股招股说明书，公司官网，信达证券研发中心

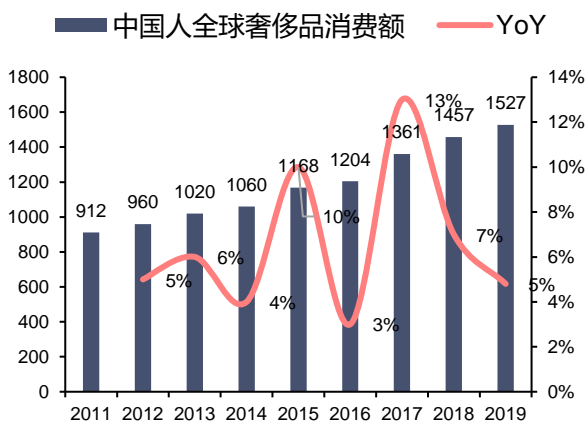
注：统计数据截至 2021 年 5 月 31 日

图 12 2020 年中国免税市场份额占比


资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

2.3 政策引导消费回流，驱动免税发展

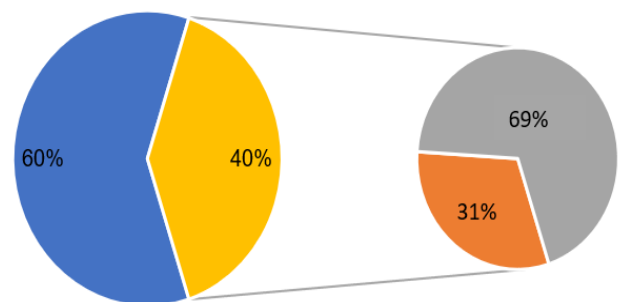
我国消费者主导全球奢侈品消费，海外消费回流空间大。根据要客研究院发布的《2019 中国奢侈品报告》，19 年全球奢侈品市场规模为 3817 亿美元，中国人全球奢侈品消费金额为 1527 亿美元，占全球奢侈品市场的 40%，而这其中 69% 发生在境外，可见具有广阔的消费回流基础。

图 13 2011-2019 中国人全球奢侈品销售额及增速（单位：亿美元）


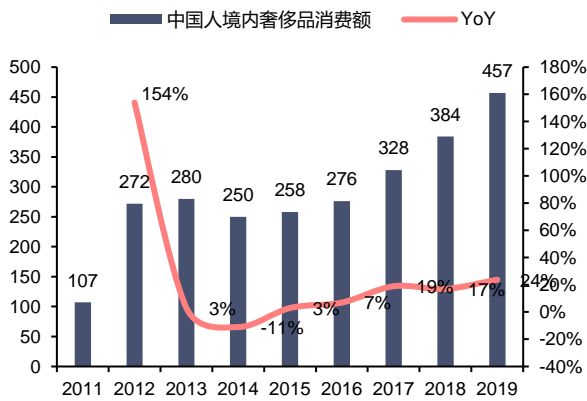
资料来源：《2019 中国奢侈品报告》，信达证券研发中心

图 14 全球奢侈品国人海内外消费占比

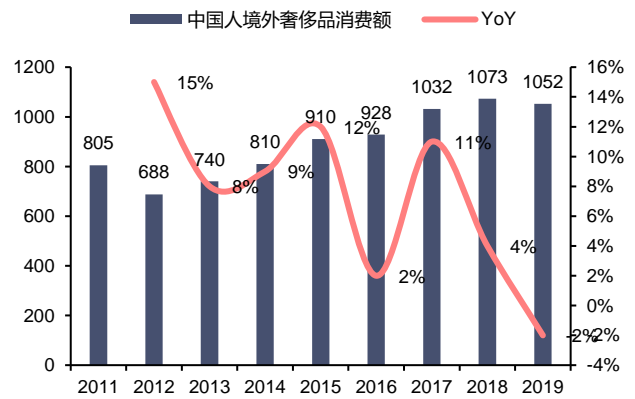
■ 外国人全球奢侈品消费占比 ■ 国人境内奢侈品消费占比
 ■ 国人境外奢侈品消费占比



资料来源：《2019 中国奢侈品报告》，信达证券研发中心

图 15 2011-2019 年中国人境内奢侈品消费额（单位：亿美元）


资料来源：《2019 中国奢侈品报告》，信达证券研发中心

图 16 2011-2019 年中国人境外奢侈品消费额（单位：亿美元）


资料来源：《2019 中国奢侈品报告》，信达证券研发中心

政策引导消费回流。11 年实施海南离岛免税政策，并多次提高限额、放宽对象等。“十三五规划”明确强调“推广离境退税、研究增加口岸入境免税店，引导消费回流”。16 年批准新设 19 个进境口岸免税店。此外，规范个人海外代购行为，为免税发展带来更大的空间，《中华人民共和国电子商务法》于 19 年 1 月 1 日正式生效，代购作为“电子商务经营者”需要在国内进行登记和纳税。

国内奢侈品市场持续高增长，消费回流初见成效。根据腾讯营销洞察和 BCG 联合发布的《2021 中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，预计 21 年我国大陆奢侈品增速为 23~25%，22 年增速超过 20%，预计 2021 年内地奢侈品市场销售额将达到 5200 亿元，较上一年增加 1000 亿元，其中 28% 为主动增长，38% 为主动消费回流，34% 为疫情带来的被动回流。

图 17 我国大陆奢侈品消费的原因


资料来源：腾讯营销洞察，BCG，信达证券研发中心

三、离岛免税：政策持续宽松，中免拓店加持

3.1 海南具有独特战略地位

海南战略定位国际旅游消费中心，免税承接海外消费回流。2018年4月，习主席在海南建省办经济特区30周年大会上宣布支持海南岛建设自由贸易试验区，稳步推进中国特色自由贸易港建设；中央发布《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，将海南战略定位为国际旅游消费中心。21年11月，《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》提出“通过发展免税购物、国际医疗、国际教育积极承接海外消费回流”。

表6 海南岛发展规划相关政策

政策	时间	主要内容
《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	2018年4月11日	探索建设中国特色自由贸易港。根据国家发展需要，逐步探索、稳步推进海南自由贸易港建设，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策体系。拓展旅游消费发展空间。实施更加开放便利的离岛免税购物政策，实现离岛旅客全覆盖，提高免税购物限额。
《海南自由贸易港建设总体方案》	2020年6月1日	支持建设文化旅游产业园，发展特色旅游产业集群，培育旅游新业态新模式，创建全域旅游示范省。对企业进口自用的生产设备，实行“零关税”负面清单管理；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。对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。
《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》	2020年6月23日	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税。
《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》	2021年11月12日	旅游消费质量全面升级。到2025年，旅游产业体系基本形成，旅游设施、服务质量、经营管理国际化水平进一步提升，高端旅游消费初具规模，旅游消费业态更加完善，旅游消费体制机制与国际接轨，旅游消费内容日益多元化、高端化、国际化。

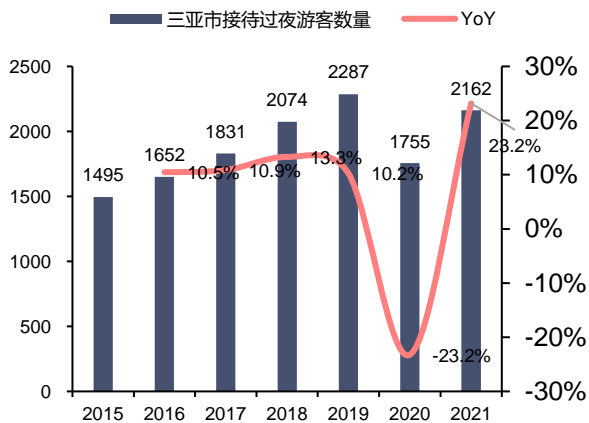
资料来源：中国政府网，文化和旅游部，信达证券研发中心

海南省政府给予离岛免税远大目标。海南省省长冯飞表示，“力争2021年免税销售额突破600亿元”，21年目标已经达成，达到601.73亿元，其中免税销售额504.9亿元。海南省委书记沈晓明在接受杨澜专访中表示“希望2022年海南离岛免税份额可以占到中国人免税消费总额的10%，即1000亿元左右；十四五期间希望吸引免税购物回流3000亿元”；22年1月，海南省六届人大五次会议中再次强调“2022年，海南将重点提升海南免税购物国际竞争力，实现离岛免税销售额1000亿元”。据此计算，21~25年海南离岛免税目标销售额CAGR高达49.5%。

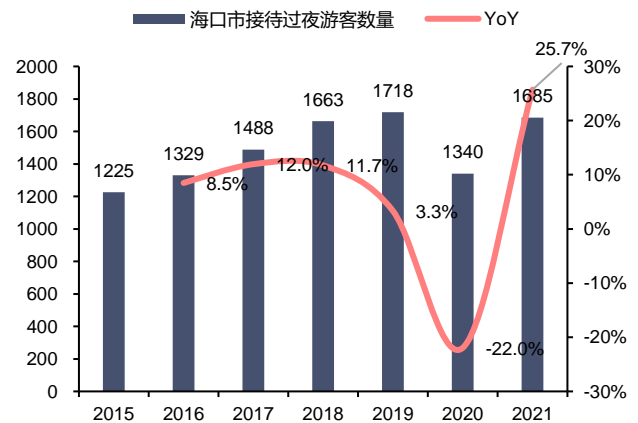
海南旅客不断增长。随着国家政策对海南省的支持以及海南旅游配套设施的日益完善，海南变成热门的度假胜地，16~个年海南省接待过夜游客数量CAGR达到了11.1%，20年受到疫情影响，游客数量下滑，随着疫情向好，旅游人次有望逐步恢复，21年海南过夜人次已恢复至19年同期的85%。

图 18 2015-2021 年海南接待过夜游客数量 (单位: 万人)


资料来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 信达证券研发中心

图 19 2015-2021 年三亚接待过夜游客 (单位: 万人)


资料来源: 三亚市统计局, 信达证券研发中心

图 20 2015-2021 年海口接待过夜游客 (单位: 万人)


资料来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 信达证券研发中心

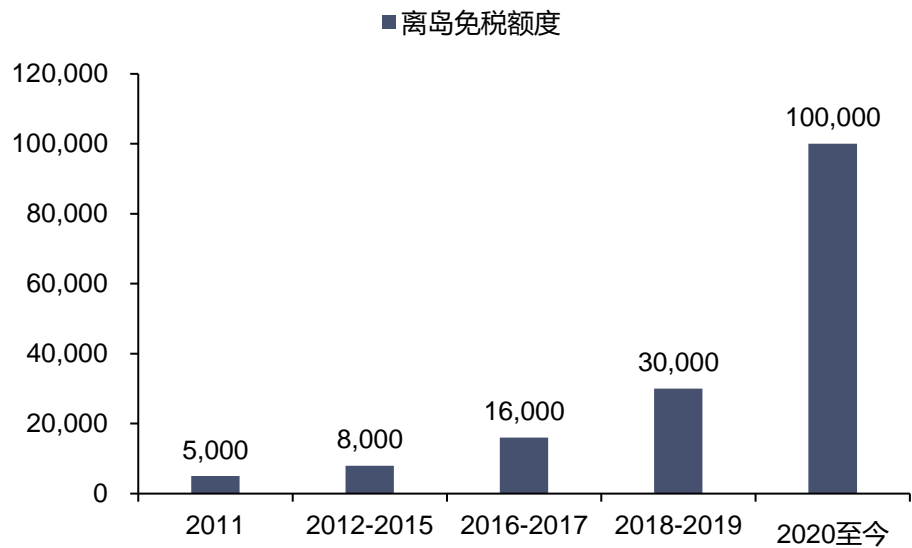
3.2 离岛免税政策持续放宽

离岛免税额度、品类、渠道逐步放宽。11 年, 财政部出台《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》, 离岛免税政策正式实施, 免税额度为 5000 元, 品类为首饰、香水、化妆品等 18 种。11~20 年离岛免税政策多次调整, 额度从 5000 元逐步提高至 10 万元, 品类从 18 种增加至 45 种, 如电子消费产品、定化妆品、手机和酒类等, 提货增加船、火车等渠道。

表 7 离岛免税政策梳理

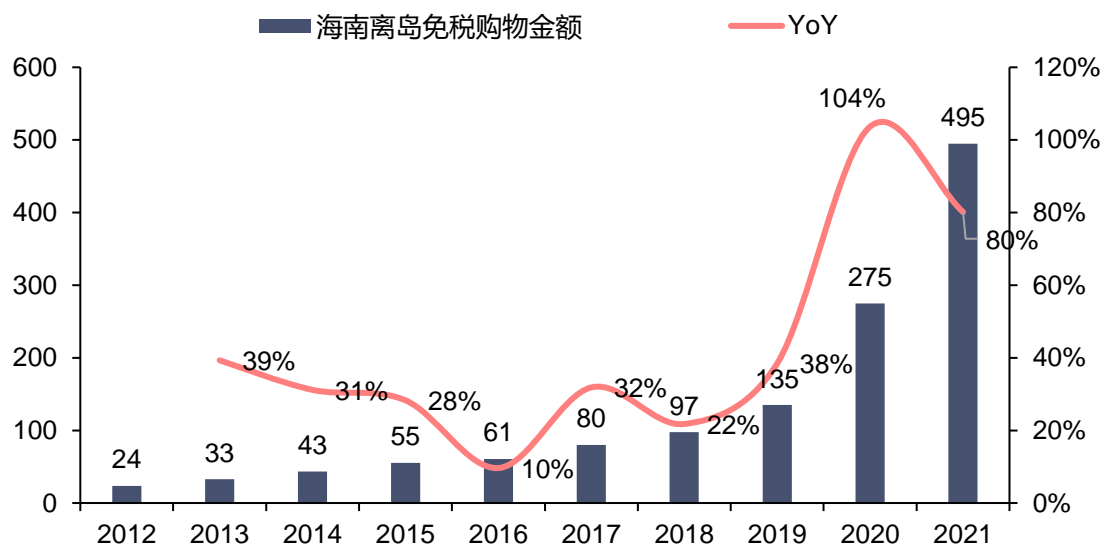
政策实施时间	文件名称	政策核心内容
2009年9月	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	提出在海南试行境外旅客购物离境退税的具体办法和离岛旅客免税购物政策的可行性。
2010年10月	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》	加快出台境外旅客购物离境退税管理办法,稳步推进离岛旅客免税购物政策的实施,统筹安排好离岛免税店、离境免税店的建设和经营,积极探索在现行监管模式下引入竞争机制。
2011年3月	《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	离岛免税政策试点,政策规定离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每次可购买单价5000元以内(含5000元)的免税商品,其中非岛内居民旅客每人每年最多可享受2次离岛免税政策,岛内居民旅客每人每年最多可以享受1次,旅客年龄限制为18岁及以上。
2012年10月	《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	年龄限制降低到16岁,免税额度提高到8000元,免税商品增加至21种。
2014年1月	海口海关动态	海南离岛免税政策已于1月20日开始试点实施“即购即提、先征后退”购物方式,目前该方式仅适用于购买单价8000元以下免税商品,单价8000元以上的仍然只能机场提货的模式。
2015年2月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	增加免税品种类,将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等17种消费品纳入离岛免税商品范围;放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等10种热销商品的单品购买数量限制。
2016年1月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	免税额度提高到16,000元;三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。
2017年1月	《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	铁路旅客可购买免税商品在海口火车站提货点提货。
2018年4月	中国民航局动态	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点。
2018年11月	《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年累计免税额度增加到30,000元,且 unlimited 次数。免税清单中增加部分家用医疗器械商品。
2018年12月	《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客纳入免税对象。
2020年6月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币, unlimited 次数。扩大免税品种类,增加电子消费产品等7类消费者青睐商品;仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量;取消单件商品8000元的免税限额规定;具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。
2021年2月	《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	离岛旅客凭有效身份证件和离岛信息在离岛旅客免税购物商店(含经批准的网上销售窗口)购买免税品时,除在机场、火车站、码头指定区域提货外,可选择邮寄送达方式提货。选择邮寄送达方式提货的,收件人、支付人和购买人应为购物旅客本人,且收件地址在海南省外。

资料来源:中国政府网,中国民用航空总局,海口海关,信达证券研发中心

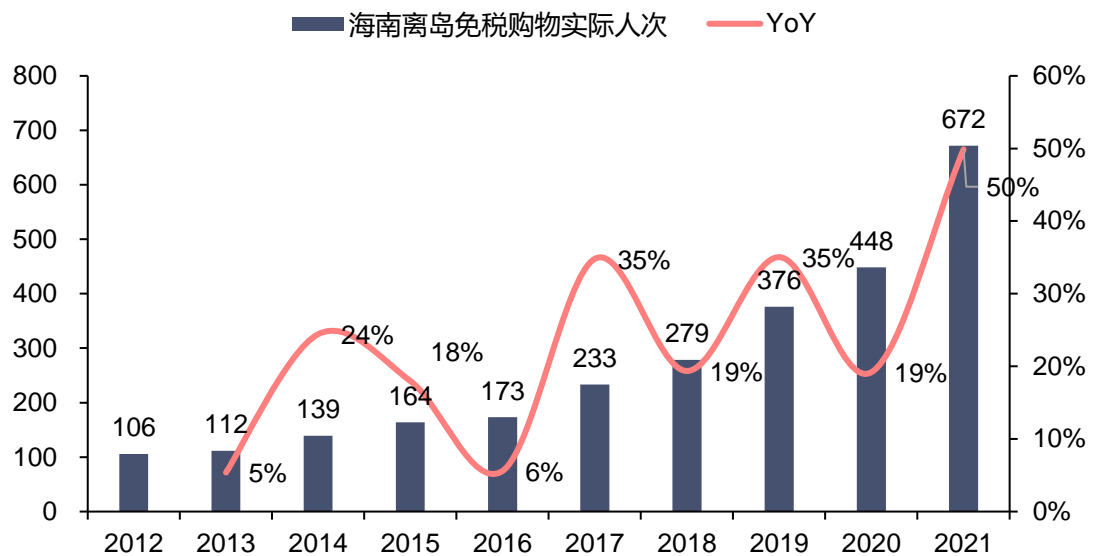
图 21 2012-2021 年海南离岛免税额度 (单位: 元)


资料来源: 中国政府网, 国家税务总局, 信达证券研发中心

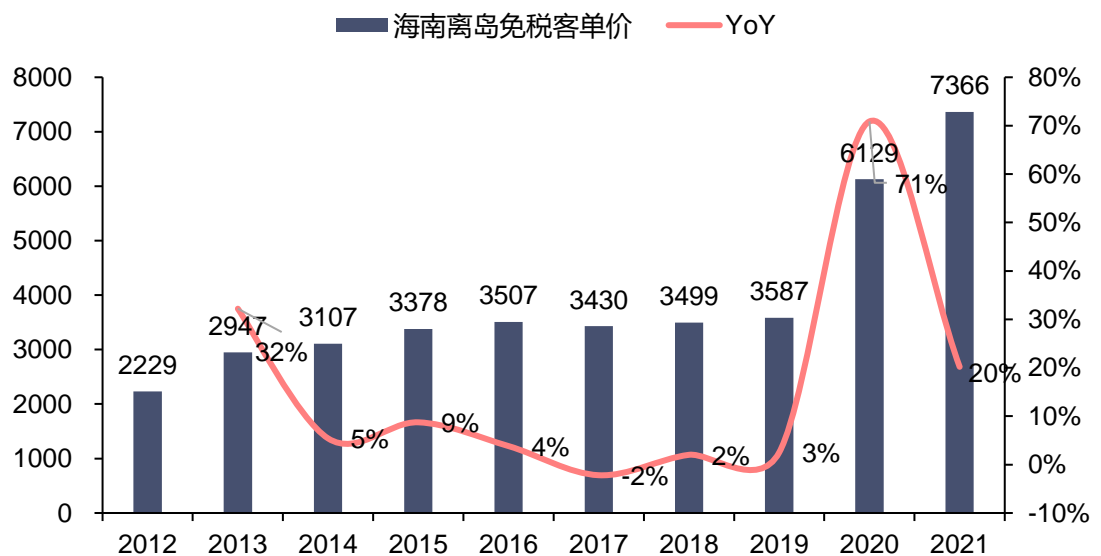
离岛免税销售额增长靓丽。政策放宽及各大新晋免税主体发力, 助力离岛免税不断发展壮大, 购物人次、客单价均逐年提升, 12~21 年离岛免税销售额 CAGR 达到 40%。免税额度的提高驱动客单价的提高, 12~21 年客单价 CAGR 达到 14.2%, 特别是 20 年 6 月免税额度提升至 10 万以后, 20 年 7 月~21 年 6 月客单价同增 61%。

图 22 2012-2021 年海南离岛免税销售额 (单位: 亿元)


资料来源: 海口海关, 信达证券研发中心

图 23 2012-2021 年海南离岛免税购物实际人次 (单位: 万人)


资料来源: 海口海关, 信达证券研发中心

图 24 2012-2021 年海南离岛免税客单价 (单位: 元)


资料来源: 海口海关, 信达证券研发中心

3.3 离岛免税呈现一超多强的格局

牌照放开, 离岛免税进入一超多强局面。目前, 海南共拥有 5 家离岛免税经营主体运营的 10 家离岛免税店, 分布于海口、三亚、琼海三座城市。20 年离岛免税牌照放开之前, 海南离岛免税被中免和海免垄断。为促进海外消费回流, 做大海南免税市场规模, 20 年放开离岛免税牌照, 海发控、海旅投、中出服、深免成为新晋免税主体。目前海南投入运营的 10 家免税店中, 6 家在中免旗下, 无论从门店数量还是体量上来说, 公司的龙头地位都难以撼动, 未来随着海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地项目落地, 地位有望得到巩固。

固。

图 25 三亚免税店分布情况



资料来源：百度地图，信达证券研发中心

图 26 海口免税店分布情况



资料来源：百度地图，信达证券研发中心

表 8 离岛免税运营主体及免税店介绍

运营主体	免税店	面积	供货商	开业时间
中免	三亚国际免税城	营业面积 7.2 万平米	品牌商直接拿货	2014 年 9 月 1 日
	三亚凤凰机场免税店	营业面积 800 平（计划扩增至 5800 平米）	品牌商直接拿货	2020 年 12 月 30 日
	海口国际免税城	营业面积 15 万平米	品牌商直接拿货	建设中，预计 2022 年 6 月营业
	三亚国际免税城一期 2 号地	建筑面积 17.25 万平米	品牌商直接拿货	建设中，免税商业部分计划建设周期 21 个月，酒店部分计划建设周期 48 个月
海免&中免（控股 51%）	博鳌免税店	营业面积 4200 平米	品牌商直接拿货	2019 年 1 月 19 日
	海口日月广场免税店	营业面积 2.2 万平米	品牌商直接拿货	2019 年 1 月 19 日
	海口美兰机场一期店	营业面积 1.4 万平米	品牌商直接拿货	2011 年 12 月 21 日
	海口美兰机场二期店	营业面积 0.9 万平米	品牌商直接拿货	2021 年 12 月 2 日
海发控	海控全球精品（海口）免税城	总建筑面积 3.89 万平米，首期 3000 平米，二期 27780 平方米，三期 6000 平方米	Dufry	一期已于 2021 年 1 月 31 日开业，二期于 2021 年 8 月 30 日开业，三期于 2022 年上半年开业
海旅投	三亚海旅投免税城	营业面积 9.5 万平米，免税面积预计在一半左右	Lagardere	2020 年 12 月 30 日
中出服	三亚国际免税购物公园	项目总面积 4.3 万平米，首期 1.5 万平米，长期可拓展至 20 万平米	Dufry	2020 年 12 月 30 日
深免	海口观澜湖免税店	一期营业面积 2 万平米，规划总营业面积 10 万平米	DFS	2021 年 1 月 31 日

资料来源：公司官网，海口市人民政府网，海南省国有资产监督管理委员会，海口日报，信达证券研发中心

3.4 三亚国际免税城：离岛免税中流砥柱

三亚国际免税城：拓展一期2号地定位高奢。一期于14年9月1日正式开门营业，总建筑面积约12万平方米，商业面积达7.2万平方米，是全球规模最大的单体免税店。二期-河心岛项目也于20年1月正式营业，建筑面积约6.5万平方米，商业面积3.2万平方米，包括地下一层和地面两层，主要进行有税商品销售和餐饮，通过步行景观桥与一期直接连通，有机结合，业态互补。目前正在开拓三亚国际免税城一期2号地项目，计划投资金额36.9亿元，总建筑面积约为17.25万平方米，预计22年底开业，主要定位于高奢品类。

图 27 三亚国际免税城一期外观



资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

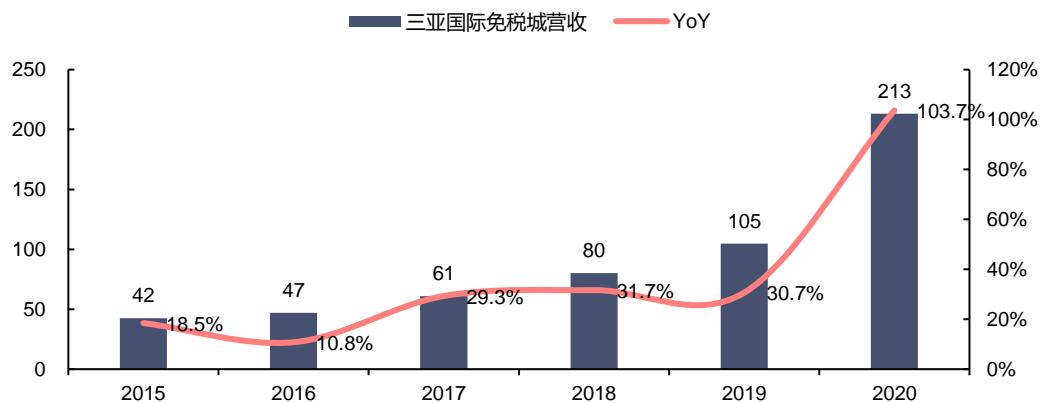
图 28 三亚国际免税城二期外观



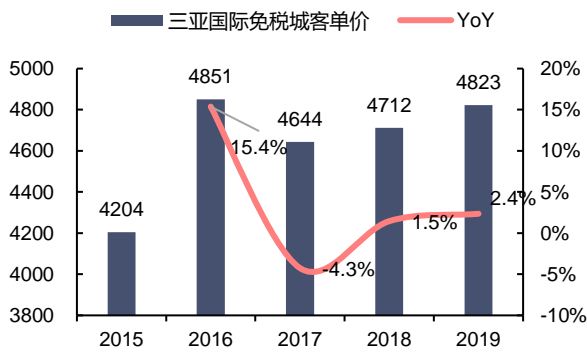
资料来源：中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

客单价+政策+转化率加持助力营收增长。三亚国际免税城接待游客、购物人次逐年上升，收入逐年创新高。三亚国际免税城收入由15年42亿增长至20年的213亿元，CAGR达38.4%；客单价由15年4204元增长至19年的4823元，CAGR为3.5%；接待人次由15年的488万人增长至19年的731万人次，CAGR为10.6%。

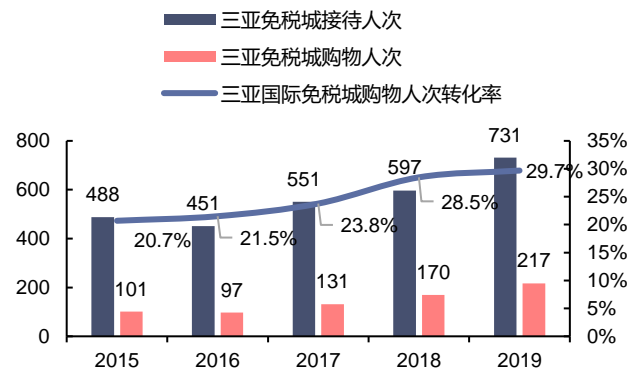
图 29 三亚国际免税城营业收入变化（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30 三亚国际免税城客单价变化 (单位: 元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

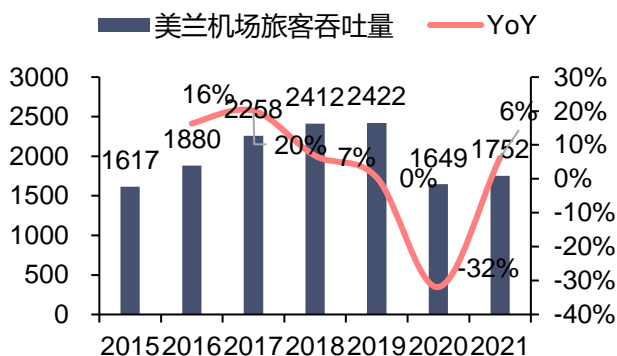
图 31 三亚国际免税城接待人次 (单位: 万人)、购物人次 (单位: 万人)、转化率变化


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

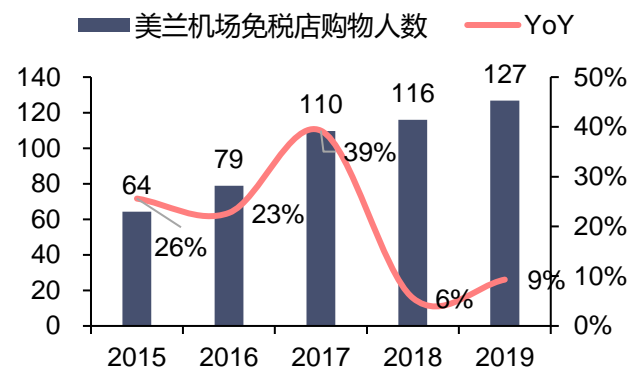
3.5 收购海免, 深化海口布局

收购海免 51% 股权, 份额提升。公司在 20 年 5 月收购海免 51% 的股权, 市场份额提高至 92.3%, 龙头地位进一步稳固。海免拥有海口日月广场店及琼海博鳌店 100% 股权, 同时控股海口美兰机场免税店 51% 股权。海口日月广场店于 19 年 1 月份营业, 驱动海免收入快速增长, 19/20 年收入达到 32/99 亿。

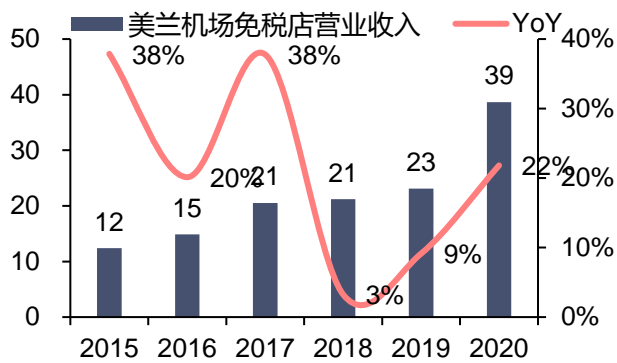
海口美兰机场免税店: 一期于 11 年 12 月正式营业, 营业面积达 1.4 万平米, 二期于 2021 年 12 月 2 日正式营业, 营业面积达 0.9 万平米。收入从 15 年的 12.39 亿元增至 20 年的 38.66 亿元, CAGR 达到 25.57%; 购物人数从 15 年的 64 万人次增至 19 年的 127 万人次, CAGR 达到 18.7%。美兰机场吞吐量在疫情前稳定增长, 从 15 年的 1617 万人次增至 19 年的 2422 万人次, CAGR 为 10.6%; 20 年受疫情影响, 吞吐量下滑 32% 至 1649 万人次。随着疫情向好, 吞吐量逐步得到恢复, 21 年为 1752 万人次, 恢复至 19 年的 80.9%。

图 32 美兰机场吞吐量 (单位: 万人)


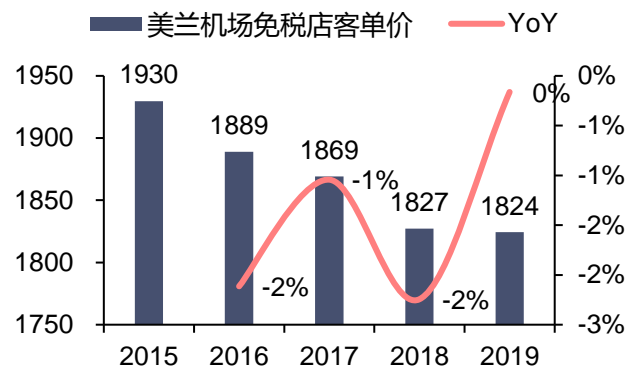
资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 33 美兰机场免税店购物人次 (单位: 万人)


资料来源: 公司公告, Wind, 信达证券研发中心

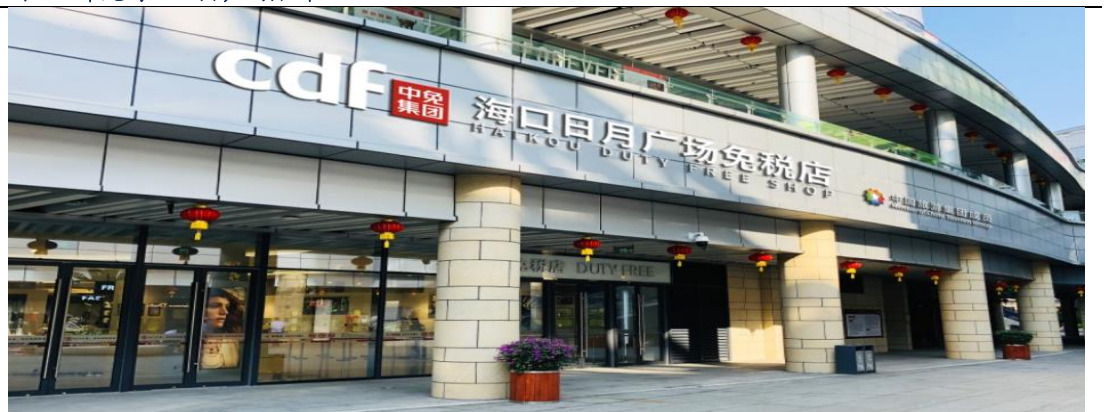
图 34 美兰机场免税店营业收入（单位：亿元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 35 美兰机场免税店客单价（单位：元）


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

海口日月广场免税店：19 年 1 月份开业，总经营面积为 2.2 万平方米，位于海口市中心的日月广场，其与海航基础的场地租赁合同已于 2021 年 10 月到期，目前双方就场地租金在商讨。

图 36 中免海口日月广场店外观


资料来源：海南国际旅游岛之声官方微博，信达证券研发中心

3.6 海口国际免税城：海口免税新地标

海口国际免税城计划今年开业，毗邻港口。计划于 22 年 9 月开业，将免税购物与度假型商业活动进行有机结合，打造大型一站式综合性旅游目的地。项目投资 128.6 亿元，占地面积约 675 亩，规划总建筑面积约 92.6 万平方米，共分六个地块，其中地块五将成为免税商业中心，建成后将成为全球最大的免税商城。距离海口南港直线距离 2 千米，是港口离岛游客必经之路，方便乘船游客旅游购物。

表 9 三亚国际免税及海口国际免税城对比

	三亚国际免税城	海口国际免税城
开业时间	2014 年 9 月 1 日	预计 2022 年 9 月
投资金额 (亿元)	39.5	128.6
建筑面积 (万平方米)	8.4	69.5
经营面积 (万平方米)	7.2	15 万
地理位置	距离凤凰机场 44 公里，距离三亚站 37 公里	距离美兰机场 49 公里，距离海口站 7.2 公里，距离海港码头 4 公里

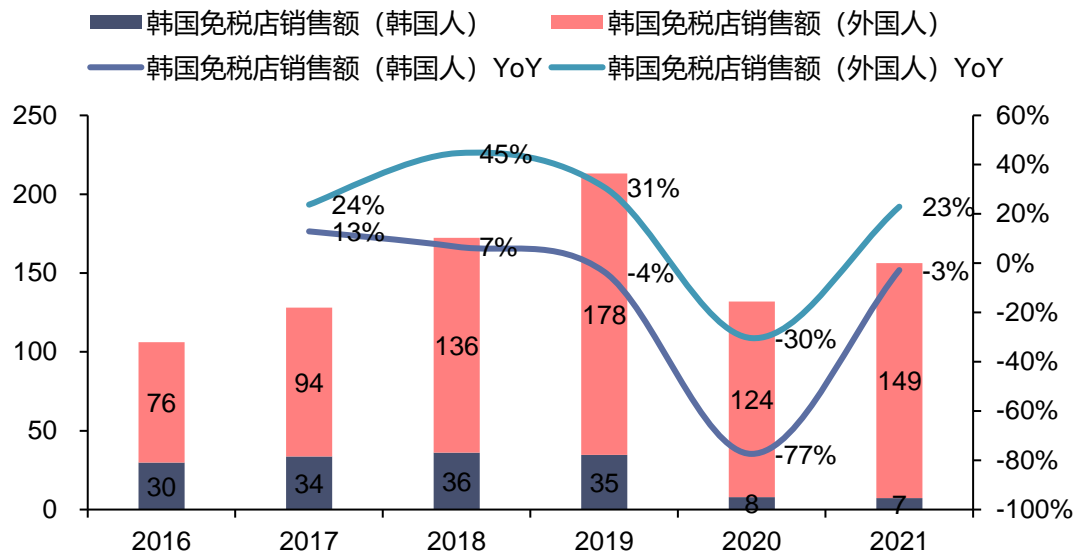
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 37 海口国际免税城地理位置


资料来源：百度地图，信达证券研发中心

3.7 如何看待疫情结束后，韩免对离岛免税的替代？

预计韩免对海南离岛免税替代在弱化。目前韩国免税恢复良好，21 年非韩国人在韩免税消费额为 149 亿美金，已恢复至 19 年同期的 83%，我们估计其中大部分是中国人通过直邮清关完成。考虑我国仍是韩免主要消费群体（19 年韩国免税品销售额为 213 亿美元，中国人消费 1124 亿元，约合美金 163 亿，占比超过 70%），而 21 年海南离岛免税销售额为 504.9 亿元，增速高达 83%。我们预计，即使未来全球疫情向好，完全放开出入境，韩免对海南离岛的替代也在弱化。

图 38 韩国免税店销售额 (单位: 亿美金)


资料来源: Wind, 韩国免税厅, 信达证券研发中心

四、机场免税：内生外延同发力，卡位重点机场

4.1 充分把握政策红利，卡位重点机场

机场和口岸进境免税渠道拓宽。15年之前，机场进境免税只开设于北京、上海等城市，伴随着政策的放开，机场进境免税逐步放宽。15年4月，国务院会议决定增设和恢复口岸进境免税店，16年，财政部颁布《关于口岸进境免税店政策的公告》，在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安等13家机场，及深圳福田、皇岗等6家水陆口岸各设1家口岸进境免税店。

新设13家机场进境免税店招标，中免独得8家。政策放松后，17~18年中免陆续中标昆明长水、沈阳仙桃、南京禄口、杭州萧山、广州白云、青岛流亭、成都双流、乌鲁木齐机场进境免税店的运营权，进一步提高机场免税份额。机场免税对于免税运营商至关重要，参考免税龙头Dufry，接近90%市场份额来自于机场免税。公司中标核心标段，完成北上广一线城市到二线核心省会城市的机场免税布局。

表 10 新设 13 家机场免税店介绍

机场	中标主体	标段
昆明长水机场	中免	进境
沈阳仙桃机场	中免	进境
南京禄口机场	中免	进境
杭州萧山机场	中免	进境
广州白云机场	中免	T1 进境、T2 进出境
成都双流机场	中免	进境
青岛流亭机场	中免	进境
乌鲁木齐机场	中免	进境
重庆江北机场	中出服	进境
大连周水子机场	中出服	进境
天津滨海机场	珠免	进境
西安咸阳机场	深免	进境
深圳宝安机场	深免	进境

资料来源：免税零售专家公众号，信达证券研发中心

出境免税店成功续约。部分机场出境免税店也相继合约到期，17~18年迎来机场免税经营权集中招标期。中免先后续签多个重要标段出境免税店，包括广州机场、杭州机场、青岛机场等。

并购扩大规模优势，卡位北、上重要机场。17年3月和18年4月，公司分别以3882万元和15.5亿元的价格收购日上中国51%股权和日上上海51%股权。日上中国于17年8月中标首都机场T3航站楼出入境免税店18年~25年经营权。日上上海于18年7月中标上海浦东机场T1航站楼出入境免税店22年~25年经营权、T2航站楼出入境免税店19~25年经营权、S1S2卫星厅出境免税店启用日~25年经营权，以及虹桥机场T1航站楼出入境免税店19~25年经营权。中免于17年8月中标首都机场T2航站楼出入境免税店18~25年经营权，19年4月中标大兴机场免税店的烟酒、食品标段以及香化、精品标段19~29年经营权。通过内生和外延共同发力，战略性卡位北京、上海两个重要机场免税渠道，同时随

着规模的大幅提升，行业地位和议价能力得到强化。

4.2 首都机场

并购日上中国，携手拿下首都机场免税店。17年8月，中免与日上中国分别中标北京首都国际机场获得T2和T3航站楼国际出境隔离区域及国际入境区免税店为期八年的经营权。19年3月，中免中标北京大兴机场第一标段及第二标段免税店为期十年的经营权，垄断北京机场的免税业务。19年首都机场免税店（含T2、T3航站楼和大兴机场免税店）实现营业收入85.89亿元，同增16.25%。

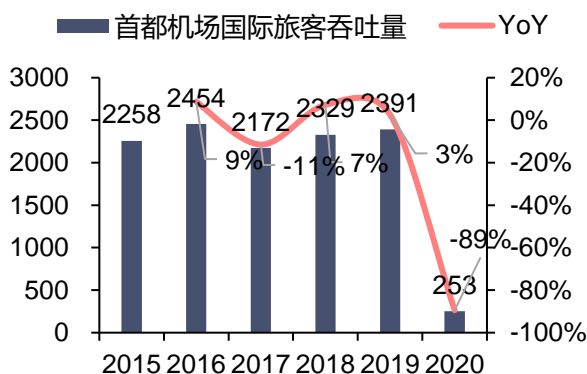
表 11 北京机场免税店经营权介绍

机场	标段	经营主体	合同签署日期	经营期限	经营面积	保底经销额	提成比例	提取方式
北京首都机场	T2 出境	中免	2017/8/11	2018-2025	416.56 平方米	8.3 亿（首年）	47.50%	合同年保底经营费与销售额提成比例两者取高
	T2 进境				3186.09 平方米			
	T3 出境	日上中国（中免 51%）			1938.72 平方米	22 亿（首年）	43.50%	
	T3 进境	9461.43 平方米						
北京大兴机场	烟酒、食品标段	中免	2019/4/10	2019-2029	1666 平方米	2.3 亿（首年）	49%	合同年保底经营费与销售额提成比例两者取高
	香化、精品标段				3467.4 平方米			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

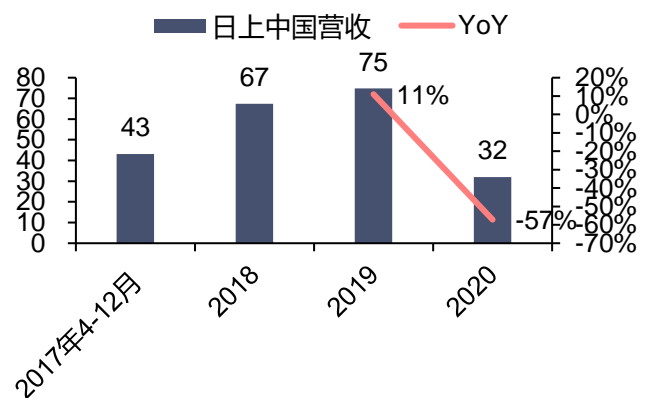
首都机场客流基数大，为免税发展奠定基础。首都机场国际旅客吞吐量排名全国第二，由15年2258万人次增加至19年2391万人次，15~19年CAGR达到1.4%，强大客流基础将为机场免税销售奠定基础。

图 39 首都机场国际旅客吞吐量（单位：万人）

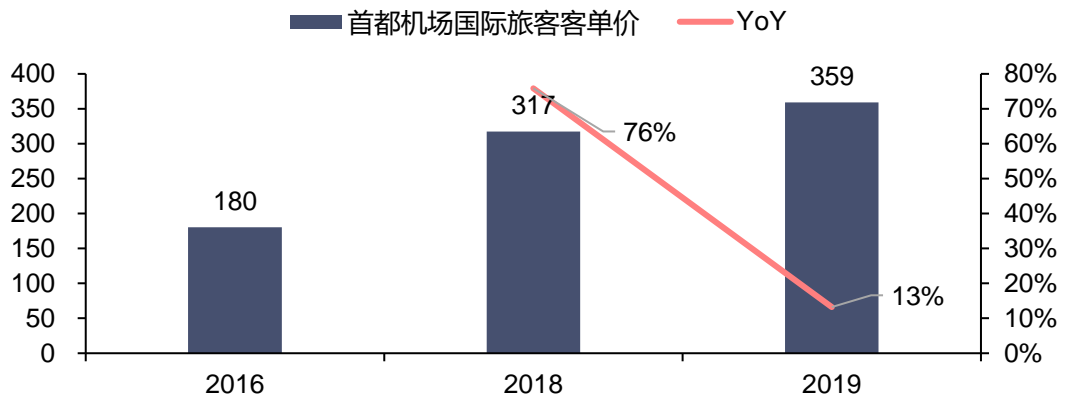


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 40 日上中国营收（单位：亿元）

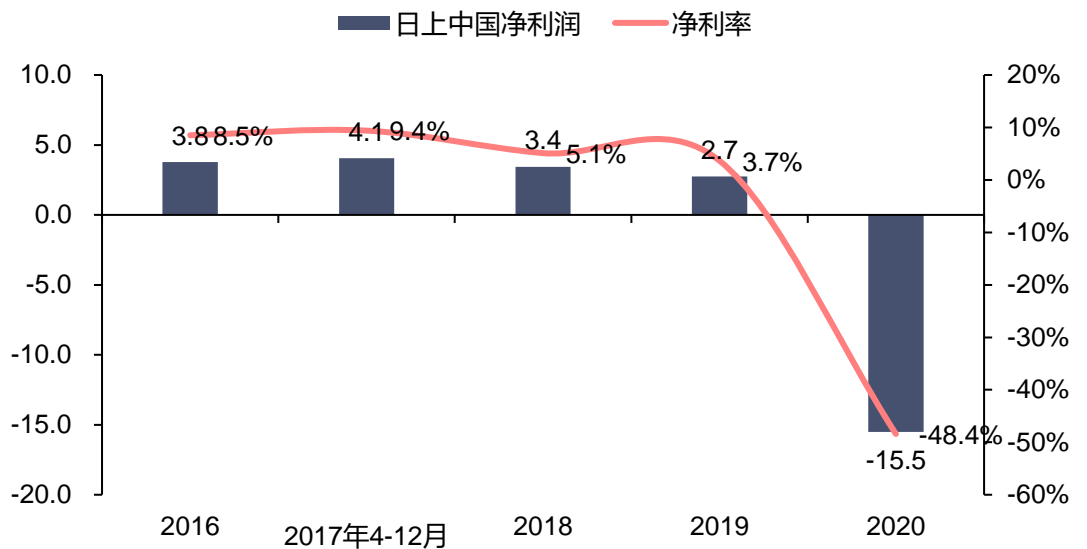


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 41 首都机场旅客客单价 (单位: 元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

租金提升带来净利率下降。首都机场于 18 年 2 月进行交付, 交付前日上中国的净利率为 8.5%, 随着新合约 (提成方式是保底经营费与实际销售额提成两者取高, 每个合同年按经营区域所在航站楼国际旅客流量浮动调整年保底经营费) 生效, 18/19 年净利率降至 5.1%/3.7%。

图 42 日上中国净利润及利润率 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

与首都机场签署补充协议, 彰显议价能力。受新冠疫情的影响, 首都机场国际客流量大幅下滑, 20 年同减 89.4%, 免税业务受到较大冲击。因此首都机场下调免税经营费, 20 年 2 月 11 日至 21 年 2 月 10 日 (第三合同年) 应付首都机场经营费降至 2.83 亿元, 增厚 21Q3 净利润 11.4 亿元。

4.3 上海机场

并购日上上海，上海机场再落一子。18年4月，中免以15.5亿元收购日上上海51%的股权，18年7月，日上上海中标上海虹桥国际机场和上海浦东国际机场免税店经营权。19年，日上上海实现营业收入151亿元，同增11%。

表 12 上海机场免税店经营权介绍

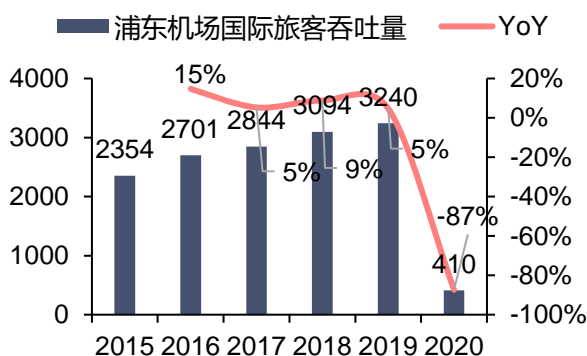
机场	标段	经营主体	合同签署日期	经营期限	经营面积	保底经销额	提成比例	提取方式
上海虹桥机场	T1 出入境	日上上海	2018/9/7	2019-2025	2088 平方米	20.7 亿（合同期）	42.50%	实际销售提成和保底经销额提成两者取高
	T1 出入境			2022-2025	3286.3 平方米			
上海浦东机场	T2 出入境	日上上海	2018/9/7	2019-2025	4567.07 平方米	410 亿（合同期）	42.50%	实际销售提成和保底经销额提成两者取高
	S1、S2 卫星厅出境			启用日-2025	9062 平方米			

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

完成重要机场卡位之余，借助日上上海提升采购议价能力。日上上海与雅诗兰黛、欧莱雅、路易威登等国际奢侈品供应商建立了良好的合作关系，采购议价能力较强。为使中免公司取得上游采购权，确保收购日上上海免税业务的完整性，在签署《股权转让协议》的同时，约定过渡期（不超过一年）结束后日上上海销售的免税商品由中免公司统一采购。

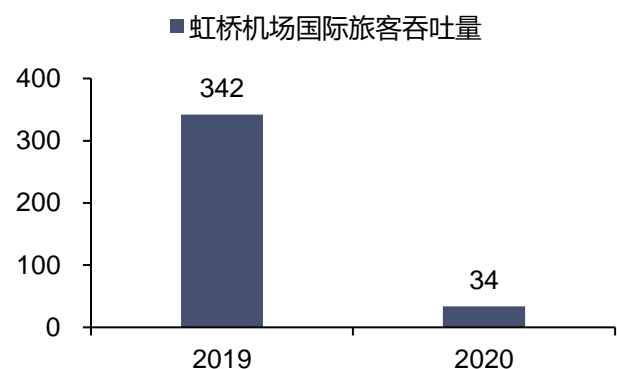
浦东机场国际客流居全国首位，是最重要的机场免税渠道。浦东机场国际旅客吞吐量位居全国第一，吞吐量由15年2354万人次增至19年3240万人次，CAGR为8.3%。19年虹桥机场国际旅客数量达到342万人次。受疫情影响，21年上海两个机场国际旅客总吞吐量仅为82万人次，我们估计全球疫情结束后，出入境完全放开，国际旅客吞吐量有望迅速恢复。

图 43 浦东机场国际旅客吞吐量（单位：万人）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 44 虹桥机场国际旅客吞吐量（单位：万人）

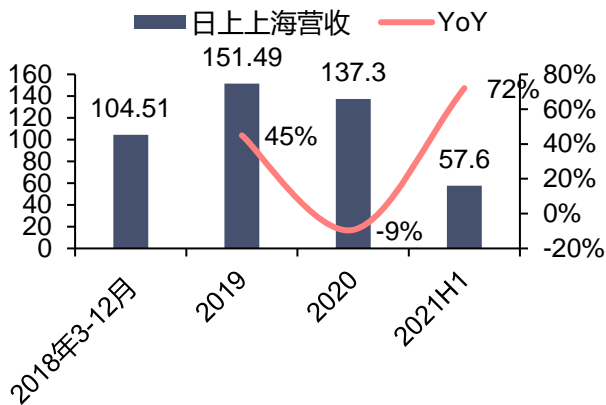


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

疫情期间另辟蹊径，会员购成为日上上海主要收入来源。20年，上海两个机场的国际旅客吞吐量同比下降87.6%至443.6万人次，机场免税业务受到冲击。为了应对机场免税业务的断崖下滑，日上上海推出线上购物平台“中免日上旅购”。受益于会员购模式的成功运行，

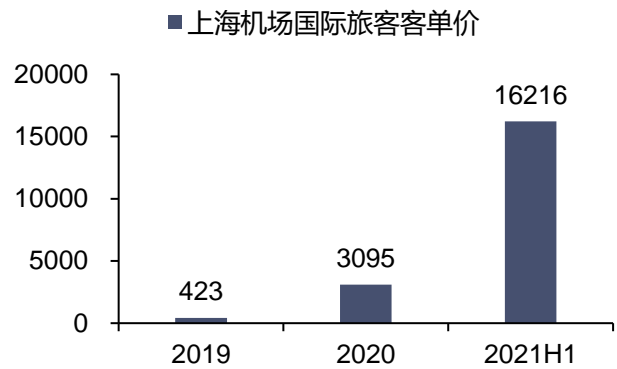
20 年日上上海收入 137 亿，同比仅下滑 9.4%。

图 45 日上上海营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 46 日上上海客单价（单位：元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

注：客单价采用日上上海营收/上海机场国际旅客吞吐量

与上海机场签署补充协议，彰显议价能力。20 年受疫情影响，上海机场免税业务遭受较大冲击，日上上海与上海机场一致同意对原合同进行修订，新协议中租金取决于疫情的进展及浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况，并于 20 年 3 月 1 日起实施。因此，20 年上海机场免税店租金降至 11.56 亿元。

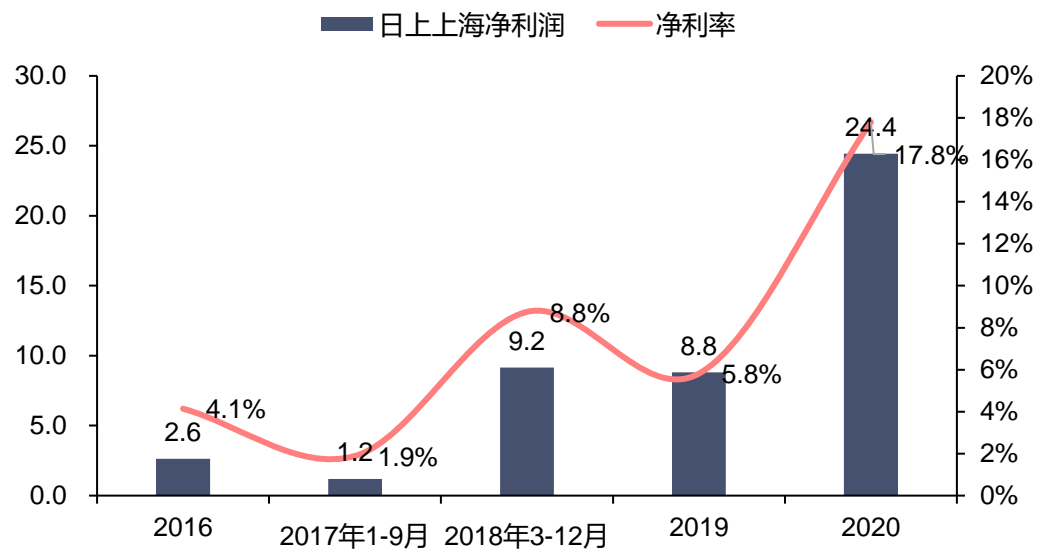
表 13 《补充协议》中年实际国际客流相对应年保底销售提成

年度	年实际国际客流（万人次）	年保底销售提成（亿元）
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

资料来源：上海机场公告，信达证券研发中心

《补充协议》令 20 年日上上海净利率显著提高。新合约于 19 年 1 月生效，较高的租金情况下，19 年日上上海的净利率为 5.8%。受疫情影响，日上上海与上海机场签订补充协议，自 2020 年 3 月 1 日起实施，日上上海据此确认 2020 年度免税店租金费用降至 11.56 亿元，应付租金同减约 70%，叠加会员购业务的推出，令 20 年日上上海净利率提升至 17.8%。

图 47 日上上海净利润及净利率（单位：亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

4.4 广州机场

中免先后中标广州机场 T1 进境、T2 出进境免税店。白云机场 T1 出境免税一直由中免运营，14~16 年缴纳租金分别为 0.55/0.47/0.41 亿元。16 年进境免税政策放开后，T1 和 T2 招标，17 年 5 月，公司成功中标。T2 启用(2018/4/26)前/后，T1 国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 3244/2356 万元/月，提成比例 39%/42%；T2 国际到达进境免税店场地首年月保底销售额 3533 万元/月，提成比例 42%。T2 出境为 T2 启用后首次招标，17 年 10 月，中免成功中标，2018 年 8 月 1 日之前保底销售额按月实际销售额计算，提成比例为 35%，之后起月保底销售额为 3292 万元，提成比例为 35%。

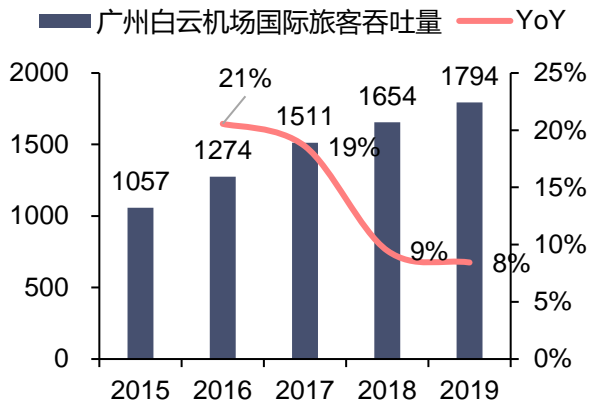
表 14 广州白云机场免税店经营权介绍

标段	经营主体	合同签署日期	经营期限	经营面积	保底经销额	提成比例	提取方式
T1 进境(T2 启用前)	中免	2017/5/6	T1 进境免税店场地交付日至 T2 启用日起满六年之日, 如通过协议的考核评定, 延长三年。总期限最长不得超过 10 年	400 平方米	T1 首年月保底销售额 3244 万元/月, 按年递增	39%	实际销售额提成和月保底销售额提成两者取高
T1 进境(T2 启用后)	中免	2017/5/6	T1 进境免税店场地交付日至 T2 启用日起满六年之日。如通过协议的考核评定, 延长三年。总期限最长不得超过 10 年	400 平方米	T1 首年月保底销售额 2356 万元/月, 按年递增	42%	实际销售额提成和月保底销售额提成两者取高
T2 进境	中免	2017/5/6	T1 进境免税店场地交付日至 T2 启用日起满六年之日。如通过协议的考核评定, 延长三年	700 平方米	T2 首年月保底销售额 3533 万元/月, 按年递增	42%	实际销售额提成和月保底销售额提成两者取高
T2 出境	中免	2017/10/10	2018/2/1-2026/1/31	3544 平方米	2018 年 7 月 31 日前按照月实际销售额计算, 提成比例为 35%; 2018 年 8 月 1 日起月保底销售额为 3292 万元, 按年递增	35%	实际销售额提成和月保底销售额提成两者取高

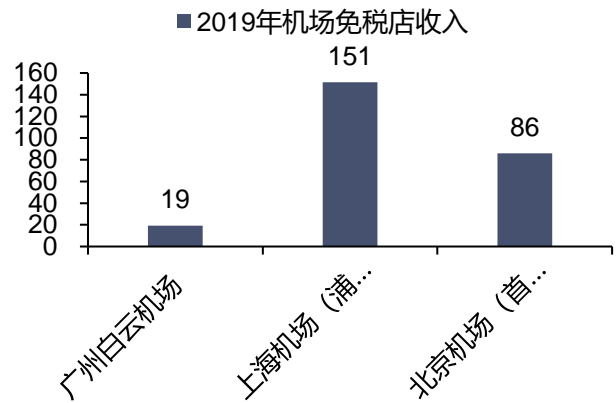
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

注: T2 航站楼于 4/26 正式启用

国际旅客吞吐量快速提升, 带来高增长弹性。广州白云机场 15~19 年国际游客吞吐量 CAGR 为 14.1%, 显著高于北京首都机场的 1.5% 和上海浦东机场的 8.3%。相比北京和上海, 广州机场进境免税店起步较晚, 19 年广州机场免税店营收远仅为 19.22 亿元, 远低于北京机场 (含 T2、T3 航站楼和大兴机场免税店) 的 85.89 亿元和上海机场 (含浦东国际机场和虹桥机场免税店, 2018 年 3 月纳入合并报表) 的 151.49 亿元, 但展现高增长的态势, 19 年销售额增速达到 117%, 随着国家着力打造的粤港澳大湾区的规划, 以及疫情的管控, 白云机场未来国际旅游吞吐量将拉动免税收入快速增长, 具有较高的弹性及空间。

图 48 广州白云机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 49 2019 年北京、上海、广州机场免税店收入 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

4.5 香港机场

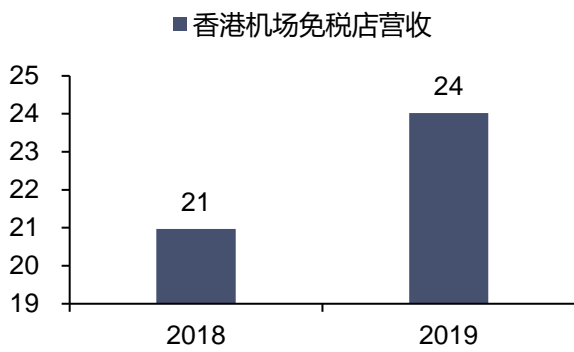
中标香港机场烟酒标段免税经营权。17 年 4 月, 中免-拉格代尔有限公司获得香港国际机场烟酒产品经营牌照, 中标主体是中免旗下的香港中免与拉格代尔成立的合资子公司 (香港中免持股 80%), 并于 17 年 8 月签署《烟酒特许经营协议》, 标段涉及 8 个店面, 经营面积合计 3400 平米, 经营期限从 17 年 11 月 18 日至 24 年 9 月 30 日。

表 15 香港机场免税店经营权介绍

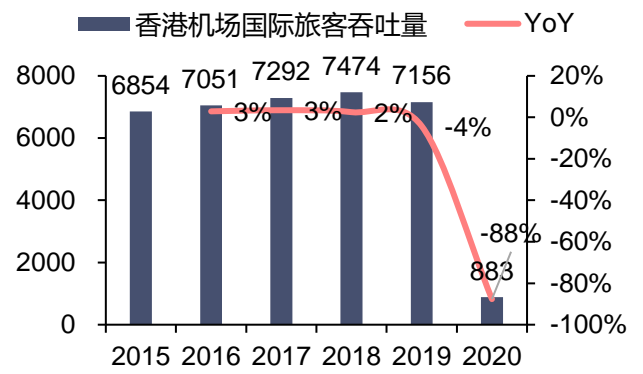
标段	经营主体	合同签署日期	经营期限	经营面积
烟酒免税	中免-拉格代尔有限公司	2017 年 8 月	2017/11/18-2024/9/30	3400 平方米

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

香港机场具有强大客流加持。香港国际机场作为国际及区域航空枢纽, 链接全球逾 190 个航点, 根据 ACI 统计 2020 年全球机场国际旅客运输量排名中, 香港国际机场以 7142 万人次客运量排名第 13 位。中免香港机场免税店 19 年实现营收 24.02 亿, 同比增长 14.54%。

图 50 香港机场免税店营收 (单位: 亿元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 51 香港机场国际旅客吞吐量 (单位: 万人)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

五、市内免税：万事俱备，静待东风

市内免税店是指由国务院主管部门批准，经海关总署备案，在境内向持有入境护照及在规定时间内离开本国的有效机票的旅客提供免税物品的商店，旅客购买免税品后，可在机场、口岸提货离境。相比其他渠道，其优势在于提升了旅客购物的灵活性，多设在城市的繁华商业区，购物时间更充裕、展区面积往往更大、购物体验更好。

牌照分为两类，市内免税仍处于发展初期。目前我国市内免税牌照分为两种，回国补购型市内免税店和出境市内免税店，仅中免、中出服、中侨免（已于21年12月14日被中免收购）拥有市内免税店牌照。目前，中免拥有北京、上海、青岛、厦门、大连、哈尔滨6个城市的出境市内免税店经营牌照，主要针对出境外国人及港澳台同胞；中侨免仅拥有哈尔滨回国补购型市内免税店；中出服目前拥有10余家回国补购型市内免税店，主要针对年满16周岁、持护照回国180天以内的归国人员。公司通过收购中侨免，市内免税牌照得到补充。

表 16 中国市内免税店政策对比

	回国补购型市内免税店	出境市内免税店
服务人群	针对年满16周岁，180天内有出入境记录（非港澳）的中国居民	针对离境外国旅客
提货方式	当场提货	机场保税区提货
免税额度	5000元	不限额
运营主体	中出服、中侨免（中免100%）	中免

资料来源：中出服公司官网，信达证券研发中心

国家拟进一步完善市内免税店政策。20年3月，国家发展改革委等二十三个部门联合印发《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，提出“进一步完善免税业政策，坚持服务境外人士和我出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店；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”。随着全球疫情向好后出入境放开，市内免税店政策有望进一步放松和完善。

市内免税与机场免税互补，中免积极提前布局。19年，中免开始积极布局市内免税业务，青岛、厦门、大连、北京、上海相继开业。21年12月，收购中国港中旅资产公司100%股权（拥有回国补购型的市内免税店经营资质），并购港中旅资产公司前，公司没有回国补购型市内免税经营资质，通过此次并购完善市内免税业务版图。

表 17 中免旗下市内免税店

免税店	运营主体	开业时间	经营面积 (平方米)	免税店类型
上海市内免税店	中免	2019/8/23	874.4	出境市内免税店
北京市内免税店	中免	2019/8/24	513	出境市内免税店
大连市内免税店	中免	2019/8/25	500	出境市内免税店
厦门市内免税店	中免	2019/8/26	331	出境市内免税店
青岛市内免税店	中免	2019/8/27	335	出境市内免税店
哈尔滨市内免税店	中侨免 (已被中免收购)	1992	1000	回国补购型市内免税店

资料来源: 公司官网, 信达证券研发中心

六、有税：疫情背景催生会员购，空间巨大

疫情加速线上业务布局。20 年新冠疫情爆发，各口岸无论边境、机场还是海港基本处于关闭状况，免税经营受阻，公司适时的向国家相关部委提出设立线上平台的申请，进而推出 CDF 会员购等形式的线上补购完税电商平台。公司拥有会员超过 2000 万人，基于强大的会员体系而形成的有税业务空间巨大。

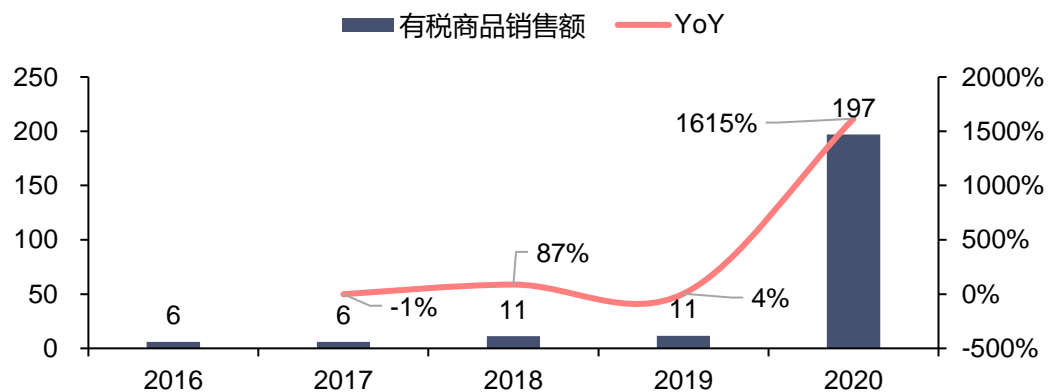
表 18 中免旗下主要线上渠道

线上渠道	购买资格	购买件数	限购额度
CDF 会员购海南	购买 cdf 会员购海南商品需验证 180 天内离开海南岛的旅行信息	不限购物件数	无限额
CDF 会员购广州	需持有 180 天内的国际航班回程信息	部分商品每天有数量限制	每天限购 6 万
CDF 会员购	持有中国大陆身份证的居民；且 90 天内有入境记录的中国公民；（因疫情原因，入境记录暂时放宽至 2019 年 07 月 1 日起有入境记录的中国公民）	不限购物件数	单笔交易限值为人民币 5000 元，个人年度交易限值为人民币 26000 元。
中免日上 旅购	无限制	单品限购 8 件	无限额
CDF 会员购北京	持有中国大陆身份证的居民；且 90 天内有入境记录的中国公民；（因疫情原因，入境记录暂时放宽至 2019 年 07 月 1 日起有入境记录的中国公民）	单品限购 8 件	单笔交易限值为人民币 5000 元，个人年度交易限值为人民币 26000 元。

资料来源：公司官网，信达证券研发中心

会员购培养用户消费习惯，有税业务收入翻倍式增长。受益于公司庞大的会员体系，以及会员购在疫情期间的快速发展，20 年有税业务收入 197 亿元，同增 1615%，带来线上业务的转型升级，熨平疫情对机场口岸免税的冲击。

图 52 有税商品销售额（单位：亿元）



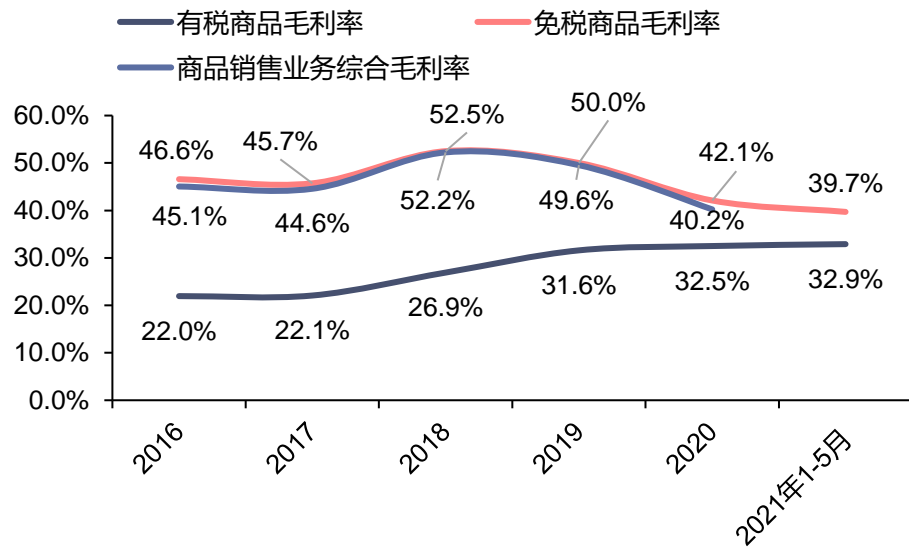
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

有税业务拉低中免整体毛利率。会员购本质为有税业务，需要缴纳进口环节增值税、消费税。为了促进有税业务的快速发展，中免以接近免税的价格出售给消费者，相当于帮销售者承担大部分税费。比如根据跨境电商综合税说明，每 ml 大于等于 10 元的护肤品和香水

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com> 42

征收 23.1%的跨境电商综合税率，会员购平台售价虽然略高于离岛免税销售价格，但考虑补税后，毛利率会低于免税商品。会员购业务占比提升直接拉低中免整体毛利率。

图 53 2015-2020 年有税、免税、全部商品毛利率对比



资料来源：公司公告，中国中免港股招股说明书，信达证券研发中心

表 19 中免主要线上渠道与离岛免税价格对比-兰蔻全新精华肌底液 50ml

渠道	折扣力度	满减活动	折前单价(元)	折后单价(元)
CDF 会员购海南	3 件 8.2 折	-	750	615
CDF 会员购广州	8 折	-	815	652
CDF 会员购	-	满 699 元减 50 元	750	700
中免日上 旅购	3 件 8.2 折	-	750	615
CDF 海南免税 (海南离岛免税)	3 件 7 折	-	750	525

资料来源：CDF 会员购海南小程序、CDF 会员购广州小程序、CDF 会员购小程序、中免日上旅购小程序、CDF 海南免税小程序、信达证券研发中心

注：价格统计与 2021 年 12 月 6 日

七、盈利预测及投资建议

收入与毛利率：根据 21 年业绩快报，营业收入 677 亿元、同增 29%，根据 1~2 月经营数据，收入约 131 亿元、同增约 20%。海口国际免税城、三亚国际免税城一期 2 号地逐步投入使用将贡献增量收入，随着国内疫情向好，海南游客数量回升有望带动离岛免税进一步增长，随着全球疫情向好，待出入境完全放开后，机场免税业务将迎来修复。预计 21/22/23 年实现收入 677/871/1218 亿元，同增 29%/29%/40%。根据 21 年中免业绩快报公开电话会议，未来公司将会更加侧重利润而非销售额的，预计 21/22/23 年毛利率为 38.2%/39.3%/40.0%。

净利润及 EPS：根据 21 年业绩快报，实现归母净利润 96 亿元、同增 52%，根据 1~2 月经营数据，归母净利润约 24 亿元、同增约 20%。随着收入的稳定增长，预计 21/22/23 年实现归母净利润 96/120/161 亿元，同增 56%/25%/34%，对应 EPS 为 4.91/6.15/8.24 元/股。

表 20 2019-2023 年公司收入拆分及预测（单位：百万元）

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	47966	52597	67669	87081	121793
YoY	2%	10%	29%	29%	40%
三亚国际免税城	10465	21316	34796	45278	54930
海口国际免税城	-	-	-	5098	23918
凤凰机场	-	-	907	1250	1660
海免	-	9911	13600	12556	11239
日上中国	7477	3202	2682	3827	5483
日上上海	15149	13730	13112	16085	20633
其他	14876	4437	2572	2987	3930

资料来源：公司公告，信达证券研发中心

投资建议：公司是我国免税行业的绝对龙头，牌照齐全，内生和外延共同发力，并借助新冠疫情的契机，跃居全球第一大旅游零售商。未来随着新店逐步投入使用、全球疫情向好带来的出入境复苏以及市内免税政策的放开，公司仍具有较大的空间及增长潜力。当前股价对应 PE 为 35x/28x/21x，估值极具配置价值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 21 可比公司估值

公司	股价	EPS				PE			
		2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
天目湖	22.5	0.47	0.39	0.67	0.81	54	58	33	28
宋城演艺	13.71	-0.67	0.18	0.4	0.57	-26	77	34	24
王府井	22.53	0.5	0.82	0.91	1.06	65	28	25	21
平均							54	31	24

资料来源：Wind，公司公告，信达证券研发中心

注：EPS、PE 为 Wind 一致预期，时间为 2022 年 4 月 1 日。锦江酒店已公布 2021 年报。

八、风险提示

免税政策变动风险：免税行业长期受益于政策红利，若免税行业政策发生负面变动，将对公司业绩产生负面影响。

免税市场竞争加剧：免税主体增加带来免税市场竞争加剧，公司市场份额存在下降的风险。

新冠疫情反复的风险：免税业务与客流情况高度相关，若新冠疫情反复，疫情管控趋严，将导致客流减少，对免税行业短期产生负面影响。

宏观经济下行风险：若宏观经济下行，居民旅游和消费意愿下降，带来消费人次和客单价的下滑。

研究团队简介

范欣悦，CFA，曾任职于中泰证券、中银国际证券，所在团队 2015 年获得新财富第三名、2016 年获得新财富第四名。硕士毕业于美国伊利诺伊大学香槟分校金融工程专业，本科毕业于复旦大学金融专业。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiuyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	王之明	15999555916	wangzhiming@cindasc.com
华南区销售	闫娜	13229465369	yanna@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	黄夕航	16677109908	huangxihang@cindasc.com
华南区销售	许锦川	13699765009	xujinchuan@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。