

中国中免 (601888.SH)

免税龙头，空间仍广，复苏可望

中国中免：国内唯一全牌照免税运营商，全球免税龙头。全球最大旅游零售
售商：按照零售销售额计算，2020年中国中免位列全球第一，占全球旅游零售行业市场份额的22.6%；**国内唯一覆盖全免税销售渠道零售商：**中免运营渠道涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店，在全国29个省、直辖市和自治区经营187家店铺以及8家境外免税店；**收入、利润稳健增长：**中免2021年营业收入676.76亿元，2017-2021年CAGR为24.4%；2021年归母净利润96.54亿元，CAGR为39.8%。

海外视角：韩国免税及海外龙头的发展路径窥探。韩国免税基本覆盖所有全球常见的免税店业态，政策助推+韩流文化推广+依托酒店，三大特点助力韩国免税市场飞快成长。2019年韩国免税业销售额220亿美元，占全球免税业销售额比重约25%。乐天和新罗作为韩国国内两大龙头，与其占据先发优势、打造品牌护城河有很大关系。常年霸占旅游零售榜榜首的Dufry，其成功之路在于不断并购整合，扩张全球版图，成功布局整个欧美地区，并购产生的协同效应和规模效应提高了集团的采购议价能力，提高公司毛利率。对标我国，政策逐步开放，中免兼具先发优势和规模效应，长期来看，全球范围内市占率有望进一步提升。

国内形成一超多强局面，中免一骑绝尘。我国免税业务采用特许经营模式，免税牌照的稀有决定了我国免税市场高度集中，中免是中国唯一具有免税品全渠道经营资质的主体。根据弗若斯特沙利文数据统计，2020年中国免税旅游零售商CR5为99.9%，2020年中免在国内免税旅游零售商中市占率为92.3%，其中在海南离岛免税市场市占率超99%。

采购&物流&渠道构筑护城河，全链条数字化提升效率。
采购：采用直采和集采模式，强大的客户购买力助力公司扩大采购规模，提高公司相对供应商的议价能力。公司从“渠道为王”转向“品牌为王”，逐步引进重奢、精品品牌，转变产品结构、提升客单价；引入中免特色品牌、独有商品吸引客户，形成核心竞争力。**物流：**中免拥有中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系，在大连、上海等地建有覆盖全国的七大物流中心。**渠道：**涵盖口岸免税、离岛免税、市内免税及其他全部渠道；陆续并购日上、海免完善销售网络；打造旅游零售综合体，构建差异化优势；线上整合会员平台、大力营销推广数字化销售转型。**全链条数字化：**自动化库存监控和补货系统可以在预测到库存量将耗尽的情况下自动生成警报，于每月进行集中库存分析，会员平台可以形成关于会员的精准用户画像，公司可以利用会员用户画像和大数据分析功能，同时考虑前期的销售数据和门店的反馈，进行采购、补货。

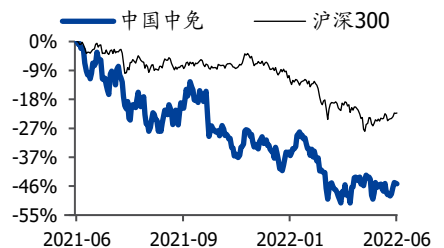
展望未来，消费回流下国内免税空间大，预计2025年达到近2200亿元，中免地位稳固，持续领跑。预测消费回流下免税市场规模达到近2200亿元，其中离岛免税市场规模占比约80%，口岸及市内免税市场规模占比约20%。公司作为免税龙头，地位稳固，持续领跑。**离岛免税：**经营主体有所增加，但公司卡位口岸，市内综合实力领先，预计22-24年将迎来美兰机场二期免税店、三亚机场免税店、海口国际免税城新店持续放量，较高水平市占率维持。**口岸免税：**我国国际旅游增长动力仍在，预计疫情恢复后反弹。中免拥有按2020年出境旅客吞吐量计前10大机场中9个机场的免税运营权，短期疫情影响下扰动，其中上海通过发展日上直邮、租金协议重签维持稳健的营收和净利润水平；北京短期租金协议重签缓解经营压力，长期大兴机场完善布局。**市内免税：**政策放开空间大，且市内免税相对于口岸免税具备多重优势。中免持续布局，目前已于北京、上海

买入 (首次)

股票信息

行业	旅游零售
6月2日收盘价(元)	175.39
总市值(百万元)	342,444.69
总股本(百万股)	1,952.48
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	13.56

股价走势



作者

分析师 杜玥莹

执业证书编号: S0680520080008

邮箱: duyueying@gszq.com

研究助理 毕筱璟

执业证书编号: S0680121030013

邮箱: bixiaoqing@gszq.com

相关研究

等 5 家布局市内免税店，并完成了武汉等 5 家市内免税店的选址和意向协议签署，若政策落地率先卡位、运营能力强，先发优势凸显。

投资建议：消费回流大背景下，离岛免税空间广阔，口岸免税有望逐步恢复，市内免税政策落地存在空间。公司作为免税绝对龙头，在海南、口岸、市内免税店卡位布局，形成采购、物流、渠道综合优势，并逐步完善运营等多重实力。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 2022-2024 年营收分别为 625.4/1046.7/1327.3 亿元，分别同比 -7.6%/+67.3%/26.8%，归母净利润分别为 87.5/143.8/179.9 亿元，分别同比 -9.4%/64.5%/25.1%。给予公司目标价 221 元，对应 2023 年 PE 为 30 倍，给予“买入”评级

风险提示：1) 疫情超预期；2) 行业竞争加剧；3) 政策不确定。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	52,597	67,676	62,544	104,666	132,734
增长率 yoy（%）	9.7	28.7	-7.6	67.3	26.8
归母净利润（百万元）	6,140	9,654	8,746	14,383	17,994
增长率 yoy（%）	32.6	57.2	-9.4	64.5	25.1
EPS 最新摊薄（元/股）	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
净资产收益率（%）	28.0	35.5	25.2	30.0	28.2
P/E（倍）	55.8	35.5	39.2	23.8	19.0
P/B（倍）	15.4	11.6	9.7	7.1	5.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 6 月 2 日收盘价

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	30971	38542	44708	69484	84064	营业收入	52597	67676	62544	104666	132734
现金	14706	16856	31698	25331	56083	营业成本	31221	44882	40391	67593	85719
应收票据及应收账款	129	106	127	251	242	营业税金及附加	1083	1839	0	0	0
其他应收款	867	840	857	1894	1692	营业费用	8847	3861	6505	12769	16194
预付账款	256	348	252	721	548	管理费用	1637	2250	2064	1989	2522
存货	14733	19725	13608	40442	30024	研发费用	0	0	0	0	0
其他流动资产	281	667	-1834	845	-4524	财务费用	-545	-43	-578	-387	-782
非流动资产	10948	16932	16723	19376	20754	资产减值损失	-909	-499	0	0	0
长期投资	791	992	1262	1539	1820	其他收益	214	278	0	0	0
固定资产	1591	1843	2211	3961	5221	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	2449	2401	2577	2798	3049	投资净收益	16	162	299	361	209
其他非流动资产	6118	11696	10674	11078	10664	资产处置收益	0	1	0	0	0
资产总计	41919	55474	61430	88860	104818	营业利润	9694	14804	14461	23062	29290
流动负债	15661	17136	15288	27056	22928	营业外收入	4	17	-105	299	230
短期借款	417	411	411	411	411	营业外支出	26	20	44	26	29
应付票据及应付账款	4327	5880	3994	12017	8856	利润总额	9672	14801	14312	23335	29491
其他流动负债	10917	10845	10883	14628	13661	所得税	2335	2437	3578	5834	7373
非流动负债	79	3546	3546	3546	3546	净利润	7337	12365	10734	17501	22118
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	1197	2711	1989	3118	4124
其他非流动负债	79	3546	3546	3546	3546	归属母公司净利润	6140	9654	8746	14383	17994
负债合计	15741	20682	18834	30603	26474	EBITDA	9772	14800	14160	23221	29233
少数股东权益	3871	5173	7161	10279	14403	EPS (元/股)	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
股本	1952	1952	1952	1952	1952						
资本公积	1982	1870	1870	1870	1870						
留存收益	18697	26398	33718	45781	60986						
归属母公司股东权益	22308	29619	35436	47978	63941						
负债和股东权益	41919	55474	61430	88860	104818						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8202	8329	18781	-1904	34108
净利润	7337	12365	10734	17501	22118
折旧摊销	516	480	551	716	938
财务费用	-545	-43	-578	-387	-782
投资损失	-16	-162	-299	-361	-209
营运资金变动	200	-6494	8372	-19374	12043
其他经营现金流	711	2183	0	0	0
投资活动现金流	-3814	-2318	-43	-3009	-2107
资本支出	1234	2155	-217	2080	1389
长期投资	-542	-62	-270	-277	-281
其他投资现金流	-3122	-224	-530	-1206	-999
筹资活动现金流	-1383	-3817	-3896	-1454	-1250
短期借款	193	-6	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1870	-112	0	0	0
其他筹资现金流	294	-3699	-3896	-1454	-1250
现金净增加额	2675	1998	14841	-6366	30751

主要财务比率					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力	9.7	28.7	-7.6	67.3	26.8
营业收入 (%)	36.4	52.7	-2.3	59.5	27.0
营业利润 (%)	32.6	57.2	-9.4	64.5	25.1
归属母公司净利润 (%)					
获利能力	40.6	33.7	35.4	35.4	35.4
毛利率 (%)	11.7	14.3	14.0	13.7	13.6
净利率 (%)	28.0	35.5	25.2	30.0	28.2
ROE (%)	30.9	34.1	25.9	32.5	31.3
ROIC (%)					
偿债能力	37.5	37.3	30.7	34.4	25.3
资产负债率 (%)	-54.6	-32.8	-65.3	-36.8	-66.6
净负债比率 (%)	2.0	2.2	2.9	2.6	3.7
流动比率	1.0	1.0	2.1	1.0	2.5
速动比率					
营运能力	1.4	1.4	1.1	1.4	1.4
总资产周转率	113.3	576.8	576.8	576.8	576.8
应收账款周转率	7.9	8.8	8.8	8.8	8.8
应付账款周转率					
每股指标 (元)	3.14	4.94	4.48	7.37	9.22
每股收益 (最新摊薄)	4.20	4.27	9.62	-0.97	17.47
每股经营现金流 (最新摊薄)	11.43	15.17	18.15	24.57	32.75
每股净资产 (最新摊薄)					
估值比率	55.8	35.5	39.2	23.8	19.0
P/E	15.4	11.6	9.7	7.1	5.4
P/B	34.0	22.7	22.7	14.3	10.4
EV/EBITDA	9.7	28.7	-7.6	67.3	26.8

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 6 月 2 日收盘价

内容目录

1. 中国中免：国内唯一全牌照免税运营商，全球免税龙头	6
2. 海外龙头发展历程概览：韩国及海外免税龙头的发展路径窥探	8
2.1. 韩国免税业：政策推动+韩流文化+依托酒店业，三大特点抢占先发优势	9
2.2. 乐天免税：市内免税先驱，多地多渠道打造 LDF Belt	12
2.3. 新罗免税：亚洲免税店中唯一在亚洲三大机场运营化妆品香水卖场的免税店	15
2.4. Dufry：历史悠久的免税业龙头，通过并购迅速扩张，2300+商店覆盖 66 个国家	17
3. 回看国内，中免一骑绝尘，采购+物流+渠道构筑壁垒	19
3.1 我国免税业逐步形成竞争格局，中免独占鳌头	19
3.2 采购&物流&渠道凸显先发优势，全链条数字化提升管理效率	23
3.2.1 采购能力卓越，品牌和品类优势显	23
3.2.2 仓储和物流高效运转，保障客户产品需求	24
3.2.3 并购整合完善销售渠道，线上线下一体化运营，营销推广持续吸引客户	25
3.3 展望未来，消费回流下国内免税空间大，预计 2025 年达到 2200 亿元，中免地位稳固，持续领跑	30
3.3.1 消费回流下免税空间大，离岛免税高增、口岸免税恢复、市内免税待	30
3.3.2 中免地位稳固，空间可期	33
4. 盈利预测	37
5. 投资建议	37
6. 风险提示	38

图表目录

图表 1：中国中免发展史	6
图表 2：中国国内唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，疫情影响，分渠道占比有所变化	7
图表 3：公司收入利润稳健增长，历史盈利能力相对稳定	7
图表 4：品类结构有所变化，有税占比明显提升	8
图表 5：中国旅游集团为控股股东，内部精专，外部扩展	8
图表 6：全球免税业发展迅速，1985-2019 年期间 CAGR 为 8.2%	9
图表 7：亚太地区市场规模（十亿美元）发展最为迅猛，目前为全球免税最大市场	9
图表 8：韩国免税业销售额 2019 年前保持高速增长	10
图表 9：韩国免税业发展历经数个阶段，成长为全球免税业的代表	10
图表 10：韩国政府不断提升免税限额，降低牌照获取难度，促进市场有效竞争	11
图表 11：济州岛免税事业起步早，政策变动少	12
图表 12：乐天免税历经数个发展阶段，成长为全球免税业龙头	13
图表 13：乐天深耕市内免税，面向全球，构建亚太地区 LDF Belt	14
图表 14：2019 年前收入、利润保持高增长，受疫情影响净利润大幅减少	15
图表 15：新罗免税发展成为亚洲免税店中唯一在亚洲三大机场运营化妆品香水卖场的免税店	16
图表 16：营业收入稳步增长	16
图表 17：Dufry 在全球版图开启并购，成为全球顶尖旅游零售商	17
图表 18：营收稳步增长	18
图表 19：香化、奢侈品销售占比下降，食品饮料、烟草逐年提升	18
图表 20：毛利率稳步提升，净利率呈下降态势	18
图表 21：我国免税开端早，但近 10 年才放开政策	19
图表 22：中国免税业发展受政策主导，政策逐步放宽	20

图表 23: 海南离岛免税政策相对济州岛更宽松, 不限次数、限额更高.....	21
图表 24: 海南离岛免税事业发展十余年, 免税限额、品种不断增加.....	21
图表 25: 中免拥有免税全种类牌照, 一家独大, 优势显著.....	22
图表 26: 我国免税市场集中度高, 2020 年中免在国内免税旅游零售商家中市占率为 92.3%.....	22
图表 27: 中国中免销售额保持高速增长.....	23
图表 28: 采购、物流、渠道业务模型提升运营效率.....	23
图表 29: 前五大供应商合作年份超 15 年, 香化品类采购比例明显提升.....	24
图表 30: 高效的库存管理使得中免保持较低的存货周转天数.....	25
图表 31: 中免拥有最多的线下零售网点, 是全球免税店类型最多元化的免税运营商.....	26
图表 32: 拥有全国最多零售网点, 门店遍布 29 个省.....	26
图表 33: 陆续收购日上中国、日上上海、海免, 完善零售渠道, 持续创收.....	27
图表 34: 三亚国际免税城二期位于海棠湾河内岛, 一期二期通过景观桥连接.....	28
图表 35: 三大微信小程序购物平台为旅客打造全面购物体验.....	29
图表 36: 完善的会员体系, 提升会员复购率.....	30
图表 37: 国内消费者奢侈品境内消费规模迅速增长, 免税为重要渠道.....	31
图表 38: 预计 2025 年国内免税市场规模为 1730-2454 亿元.....	31
图表 39: 疫情前口岸免税市场规模维持高速增长.....	32
图表 40: 对标韩国来看, 国内口岸免税渗透率提升空间大.....	32
图表 41: 2025 年离岛免税市场规模预测.....	32
图表 42: 当前市内离境免税主要针对国际旅客而归国人员市内免税仍存限额.....	33
图表 43: 国内政策积极指引, 市内免税店空间可期.....	33
图表 44: 中免及海免为海南离岛免税中布局最广、经营面积领先的运营商.....	34
图表 45: 日上上海疫情前收入稳健增长, 疫情后直邮有所弥补.....	35
图表 46: 2020 年起新协议重签且直邮盈利能力强.....	35
图表 47: 租金重签后向上海机场支付的租金 (亿元) 大幅降低.....	35
图表 48: 2020 年 3 月起上海机场新租金协议实施.....	35
图表 49: 疫情前收入日上 (中国) 收入稳健增长.....	36
图表 50: 由于租金成本较高, 日上中国盈利能力相对承压.....	36
图表 51: 中免在已开业市内免税店基础上积极推进布局.....	36
图表 52: 盈利预测.....	37
图表 53: 公司历史稳态 PE 中枢维持在 30 倍.....	38

1. 中国中免：国内唯一全牌照免税运营商，全球免税龙头

中国中免：国内唯一全牌照免税运营商，乘势而起，已成全球免税龙头。中国中免正式成立于2008年，前身中国免税品公司由中国国旅及华侨城集团发起，后于2009年正式于上交所挂牌上市；经历近40年发展、收购、重组及政策、消费环境、运营能力等多方面变化，已成全球最大旅游零售运营商。据弗若斯特沙利文及公司公告：1) 按照零售销售额计算，公司全球排名在过去10年不断提升，2020年位列全球第一，占全球旅游零售行业市场份额的22.6%；2) 作为中国国内唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，中免运营渠道涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店等，在全国30多个省、直辖市和自治区经营240多家店铺（遍布超过90个城市），以及8家境外免税店（包括6家香港、澳门及柬埔寨经营及2家邮轮免税店）；3) 在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建立了覆盖全国的7大海关监管物流中心，仅在机场免税店渠道，就为超过27亿人次的旅客提供了服务，且近年来顺势而为，离岛免税方面增长迅速。

图表 1: 中国中免发展史

时间	事件
1984年	中国国务院正式授权成立中国免税品公司（中免集团前身）。
1989年	在香港设立中国免税品公司的代理机构，加大免税品的海外采购和配送能力
1990年	中国首家市内免税店北京市内免税店开始商业运营。
1996年	于黑龙江省始建在亚洲的第一家边境免税店中免集团黑河免税店。
1997年	开始于免税店销售国产商品，向全世界展示中国国内商品及品牌。
2001年	上海市内免税店开始商业运营。
2006年	首次在海外市场建立销售终端。
2008年	中国国旅股份有限公司于3月在中国成立。
2009年	10月在上海证券交易所主板A股上市（股票代码：601888）。
2011年	三亚市内免税店于4月开始营业，为首家根据海南离岛旅客免税购物政策运营的免税店。
2014年	三亚国际免税城一期于9月开始商业运营。 首家海外市内免税店于12月在柬埔寨吴哥开始营业。
2017年	3月完成收购日上中国51%股权 中免—拉格代尔有限公司（公司与独立拉格代尔旅行零售香港有限公司组成的合营企业）4月中标香港国际机场免税烟酒标段。 6月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。 4月完成收购日上上海51%股权。
2018年	6月获得歌诗达大西洋号邮轮免税特许经营权，进一步扩展邮轮免税业务。 7月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	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。 三亚国际免税城二期于1月开始商业运营。
2020年	6月完成收购海南省免税品51%股权。 6月更名为中国旅游集团中免股份有限公司。
2021年	递交港股招股说明书

资料来源：公司官网、国盛证券研究所

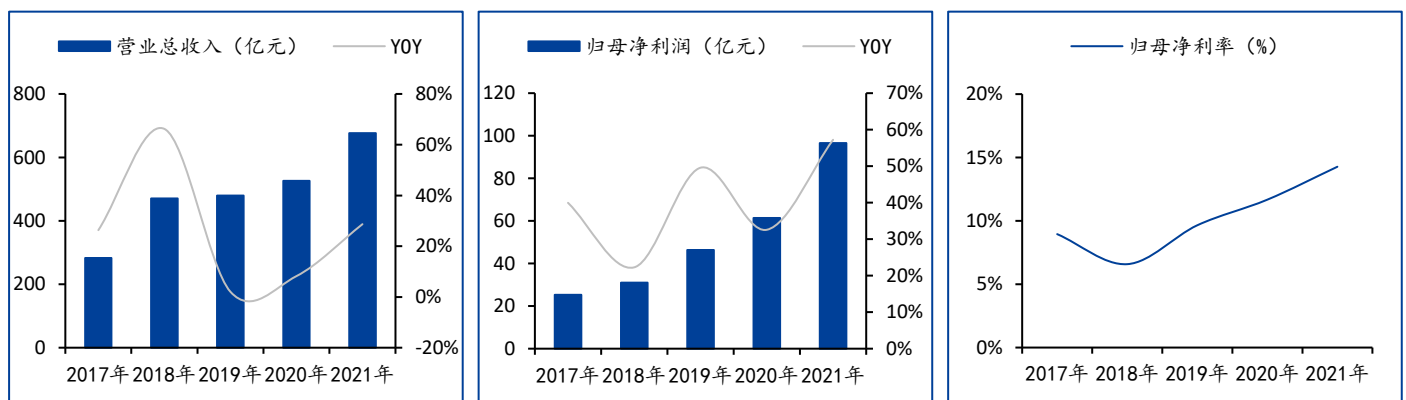
图表 2: 中国国内唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商, 疫情影响, 分渠道占比有所变化

运营渠道涵盖口岸店、离岛店、市内店、邮轮店、机上店和外轮供应店		分渠道营收占比				
口岸免税店	遍及机场 (61 间), 陆路边境 (46 间) 或火车站、跨境汽车站和港口 (20 间), 拥有按 2020 年出境旅客吞吐量计前 10 大机场中 9 个机场的免税运营权, 其中北京首都国际机场、上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、广州白云国际机场占据国内出境游客总数的 50% 以上, 另有运营北京大兴国际机场、香港、澳门国际机场	2018 年	2019 年	2020 年	2020 年 1-5 月	2021 年 1-5 月
离岛免税店	已占据海南离岛免税销售核心渠道, 包括海口美兰国际机场、三亚凤凰国际机场, 海口及三亚市区核心地段, 以及博鳌亚洲论坛会址区域。	68.8%	66.3%	38.0%	51.9%	22.9%
市内免税店	北京、上海、大连、青岛、厦门 5 家及海外 4 家市内免税店。	66.3%	64.6%	37.5%	51.0%	22.6%
其他	包括来自: 1) 邮轮、机上、外轮供应及有税店; 2) 来自我们于海南的投资物业的总租金收入以; 3) 我们向外部客户的批发业务的收入。	2.5%	1.7%	0.5%	0.9%	0.3%
		23.1%	27.6%	57.0%	43.2%	72.5%
		1.6%	1.6%	2.0%	2.0%	1.6%
		6.5%	4.5%	3.0%	2.9%	3.0%
		100%	100%	100%	100%	100%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

收入、利润稳健增长, 2020 年起, 离岛免税迅速放量, 有税占比有所提升。据公司公告: 1) 公司收入、利润稳健增长。2017-2021 年, 中国中免年收入从 282.82 亿元增加至 676.76 亿元, 年复合增速约 24.4%; 归母净利润从 25.31 亿元增加至 96.54 亿元, 年复合增速 39.75%。2) 历史盈利能力相对稳定。虽然受疫情等方面影响, 利润率有所波动, 但公司整体经营利润率历年来看相对稳定。3) 2020 年起, 离岛免税迅速放量, 品类结构有所变化, 有税占比有所提升。据公司公告, 2020 年离岛免税同比增加 126.14% 至 299.62 亿元; 2021 年, 三亚市内免税店实现营收 355.09 亿元/同比+66.58%, 实现归母净利润 41.68 亿元/同比+ 40.46%, 海免公司实现营业收入 159.62 亿元/同比+61.05%, 实现归母净利润 7.93 亿元/同比+20.75%。且从品类及渠道划分来看, 有税占比明显提升, 2018 年/2019 年/2020 年/2021 年, 中免有税业务占商品销售比重分别为 3.2%/2.4%/37.8%/35.47%, 其中增加部分主要为香化品类, 对应的, 免税分部香化占比有所下降。

图表 3: 公司收入利润稳健增长, 历史盈利能力相对稳定



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

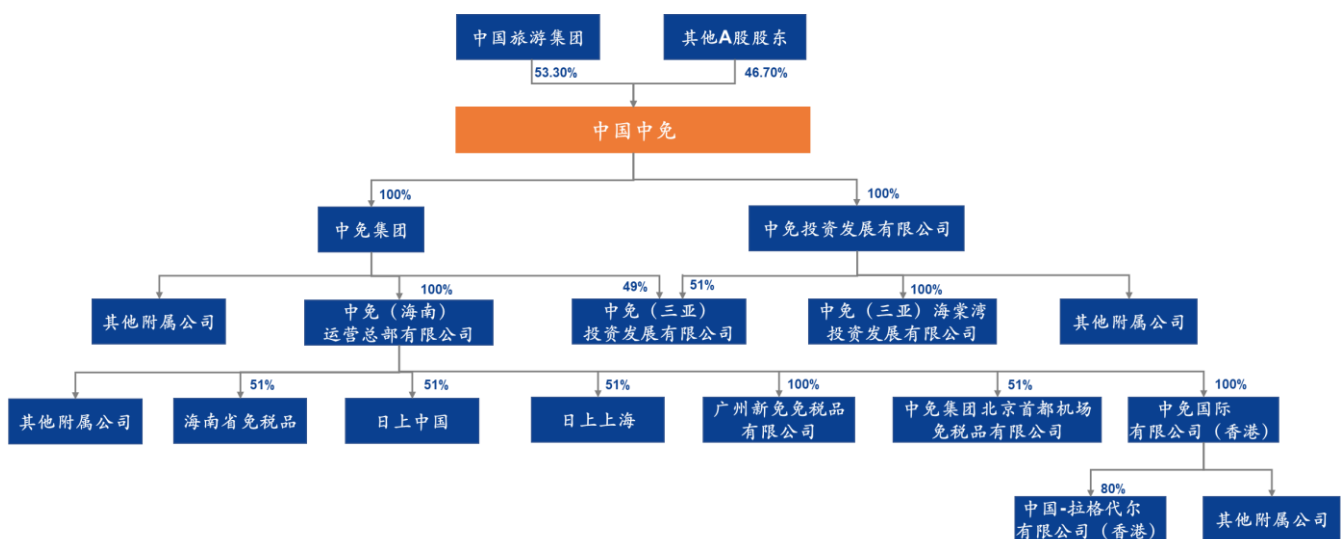
图表4: 品类结构有所变化, 有税占比明显提升

	2018	2019	2020	2020年1-5月	2021年1-5月
免税商品	96.8%	97.6%	62.2%	70.5%	70.9%
香化	57.3%	61.9%	34.6%	46.6%	36.7%
时尚品及配饰	13.0%	12.3%	20.8%	12.2%	30.8%
烟酒	24.5%	21.8%	5.2%	10.7%	2.6%
食品及其他	2.0%	1.7%	1.6%	1.0%	0.8%
有税商品	3.2%	2.4%	37.8%	29.5%	29.1%
有税香化	-	-	35.8%	28.6%	26.2%
其他	-	-	2.0%	0.9%	2.9%
商品销售	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

中国旅游集团为控股股东, 内部精专, 外部扩展。中国中免的大股东为中国旅游集团, 中免下设中免集团与中免投资发展有限公司, 其中中免集团完全控股中免(海南)运营总部。经过一系列股东变革、收购以及业务重组, 目前中免(海南)运营总部旗下主要盈利控股公司为: 各持股51%的海免、日上中国、日上上海、首都机场免税; 完全控股的广州新免与中免国际。

图表5: 中国旅游集团为控股股东, 内部精专, 外部扩展



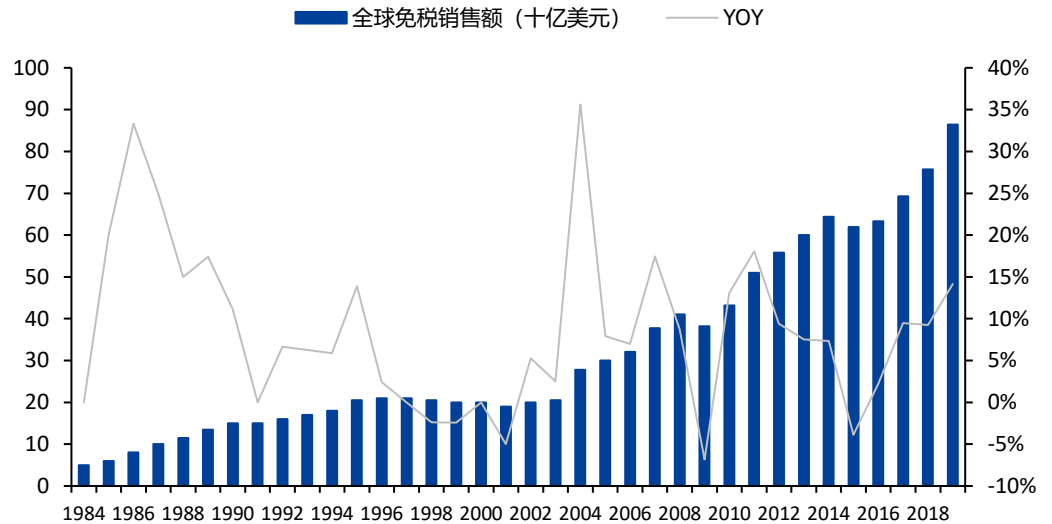
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

2. 海外龙头发展历程概览: 韩国及海外免税龙头的发展路径窥探

全球免税业发展迅速, 其中亚太地区增长最为迅猛。根据 Generation Research 数据显示, 1985-2019 年期间, 全球免税销售额从 60 亿美元跃升至 864 亿美元, CAGR 为 8.2%。其中亚太地区发展最为迅猛, 从 2012 年跻身全球免税最大市场。目前已形成中、韩、欧美地区较成熟的免税格局: 1) 欧美: 欧美地区是免税业发源地, 机场免税是其主要渠道, 2016/2017/2018 年在全球免税市场占比分别为 47.38%/45.82%/44.69%; 2) 中国:

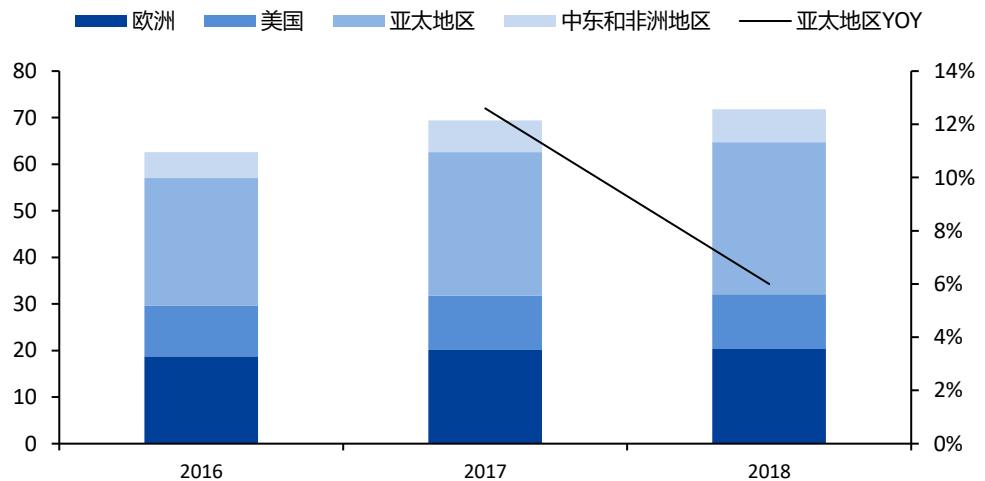
2019年我国免税行业销售额近545亿元，2011-2019年期间CAGR达20.8%，远超同期全球免税市场表现；3) 韩国：韩国免税业态多元化，基本覆盖所有全球常见的免税店业态，除了传统的机场免税店用于服务境外旅客外，韩国早在1979年就引入了市内免税商店系统，以方便外国游客购物。2009年，韩国免税业销售额达30.0亿美元，成为全球第一大免税市场，2019年该规模达到220亿美元，占全球免税业销售额比重约25%。同属亚太地区，韩国免税业多元化发展历程和经验有值得借鉴之处。

图表6：全球免税业发展迅速，1985-2019年期间CAGR为8.2%



资料来源：Generation Research, 国盛证券研究所

图表7：亚太地区市场规模(十亿美元)发展最为迅猛，目前为全球免税最大市场



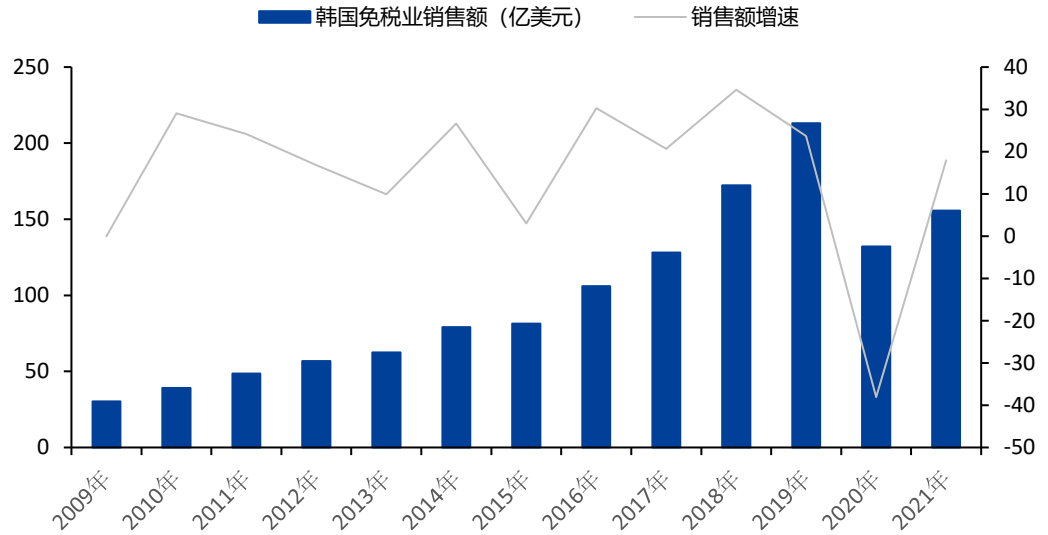
资料来源：Generation Research, 国盛证券研究所

2.1. 韩国免税业：政策推动+韩流文化+依托酒店业，三大特点抢占先发优势

韩国免税业态多元化，免税销售额高速增长。韩国免税业起源于20世纪70年代，至今

已发展 40 多年，基本覆盖所有全球常见的免税店业态，目前韩国免税店的主要业态有口岸免税店、市内免税店、离岛免税店和外交免税店四种。经过 1988 年奥运会和韩国经济腾飞的带动，在 2010 年销售额超过 4.5 万亿韩元，成为全球免税业世界第一。截至 2015 年，实现超过 9 万亿韩元的年销售额，2018 年销售额超过 18 万亿韩元，2019 年为 24 万亿韩元，2010 年-2019 年年复合增长率达 18.22%。

图表 8: 韩国免税业销售额 2019 年前保持高速增长



资料来源: 韩国免税业协会, 国盛证券研究所

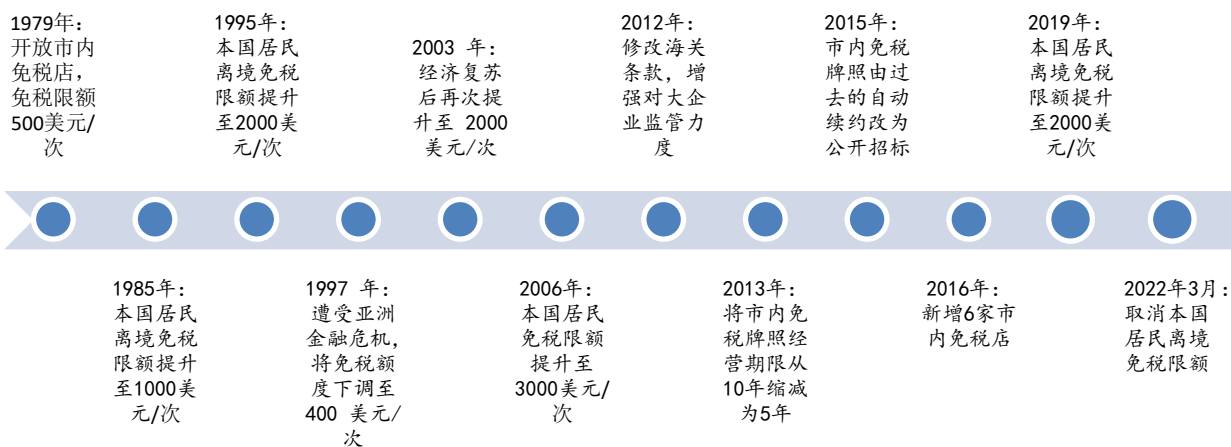
图表 9: 韩国免税业发展历经数个阶段, 成长为全球免税业的代表

萌芽期	20 世纪 60 年代至 70 年代	1970 年代, 二战后韩国出现了早期的免税店, 主要目的是向美军和旅行者销售、运送免税商品。此外, 市内的免税店主要是为日本游客开设的外币兑换店。1979 年 7 月, 为方便外国游客购物, 引入市区免税店制度。同年 12 月, 乐天免税店和东和免税店作为市中心免税店首次开业, 标志着韩国免税业的开始。
成长期	20 世纪 80 年代	由于 1988 年奥运会等国际体育赛事的举办, 为促进外国游客购物, 政府发布政策扩大了市内免税店的规模。1985 年, 韩国居民的购买限额提高, 人均消费总额提高到 1000 美元
转折期	20 世纪 90 年代	受经济危机的影响, 加之日本游客减少, 韩国的免税店陆续关闭。1997 年 12 月, 外汇危机下, 韩国居民的购买限额从 2000 美元大幅降低至 400 美元。
跃升期	21 世纪 00 年代	韩国在 2000 年代初期克服了外汇危机, 由于外汇危机而降低的购买限额再次提升至 2000 美元。随着韩国经济腾飞, 韩国居民可支配收入与出境人数快速增长, 带动了本国居民免税消费的提升, 推动了韩国免税市场的迅速起步与快速发展。同时, 出境旅客人数增加, 零售业对免税店的兴趣增加, 销售额超过 2 万亿韩元。韩国本国居民在离岛免税消费占比为 50%, 中国日本游客各占 25%。2010 年韩国免税规模跃升全球第一。
浮动期	21 世纪 10 年代	2010 年后, 亚洲地区赴韩游客人数持续增加, 海外游客在韩消费迅速放大了韩国免税市场的消费规模。中国游客占比从 25% 提升至 46%, 绝对值翻了四倍。2013 年韩国政策引导中小企业进入免税行业, 在此之前乐天、新罗双寡头市场份额为 80%, 新政策后, 新世纪进入免税市场, 原双寡头市占率下降至 70%, 新世纪占比上升至 13%, 行业竞争加剧。
变革期	21 世纪 20 年代	在政府、协会和行业密切合作的基础上不断努力, 韩国免税业在 2010 年实现销售额超过 4.5 万亿韩元, 超过英国成为世界第一。由于近期韩流热引起的旅游业增长以及中国游客的爆炸性增长, 截至 2015 年, 实现了超过 9 万亿韩元的年销售额。2018 年年销售额 (以韩元计) 超过 18 万亿韩元, 2019 年超过 24 万亿韩元。但受到新冠疫情的影响, 加之 2019 年我国实施《电商法》, 个人代购被公司代购取代, 且对关税补交查验更严格, 人肉带货的缩量也打击了韩国的免税行业。

资料来源: 韩国免税业协会, 国盛证券研究所

离境免税政策：市内免税店是韩国免税业蓬勃发展主要推动力。韩国免税业以离境免税为主，包括机场免税和市内免税，尤以市内免税店为主。2019年韩国市内免税店销售总额占韩国整体免税收入的85%左右，2021年该比例达到96%。相较于离岛免税店，韩国政府在市内免税店上政策倾斜力度更大，调整次数更多，政策推动市内免税店蓬勃发展。韩国政府从1979年开放市内离境免税业务，是世界上最先提出市内免税店概念的国家，率先入场的有乐天和新罗两家公司，发展至今已成为全球免税龙头；2013年，韩国海关总署将市内免税牌照经营期限从10年缩减为5年；2015年，市内免税牌照由过去的自动续约改变为公开招标，招标主体为韩国海关总署，主要看重的是免税运营商的综合运营能力，自此新世界免税店崭露头角，开始在韩国免税市场占据一席之地。牌照政策的变化和发放带动了免税经营主体的有效竞争，各家免税店在品类价格、促销活动、经营效率上展开了更有效的市场竞争，免税流程通畅也带来较好的购物体验。

图表 10: 韩国政府不断提升免税限额，降低牌照获取难度，促进市场有效竞争



资料来源：韩国海关总署，国盛证券研究所

离岛免税政策：济州岛免税事业起步早，政策变动少。济州岛总面积为1845平方公里，是韩国最大的岛屿，有着独特的地理位置及观光资源，为促进济州岛经济发展，2002年开放离岛免税政策，主要由韩国国企JDC和JTO经营。自韩国济州岛实施离岛免税政策以来，不仅扩大免税购物店的规模，同时还不断完善各种旅游设施，免税店规模大，商品种类齐全，在实践过程中与当地旅游业积极合作，相辅相成，有效带动了济州岛的经济的发展。济州岛2008年起对持中国护照的游客实行免签证政策，可以在济州岛停留30天；除此之外，从中国大城市往返济州岛价格实惠，路线丰富，这吸引了更多的外国旅客尤其是中国旅客前往济州岛旅游，大力提高济州岛免税销售额。

图表 11: 济州岛免税事业起步早, 政策变动少

离岛免税	
总体规定	自 2002 年开放离岛免税政策, 政府颁布《济州国际自由城市特别法》规定: 不管是济州岛居民、韩国人, 还是外国人, 在离开济州岛时, 都可以享受原本只有出国时才有的免税购物机会。
享受对象	从济州岛乘飞机或船舶前往济州特别自治省以外地区的本国及外国人员(离岛但不离境), 无年龄限制。
免税品种	酒类、烟草、化妆品、香水、钱包、人参类、领带、文具类、玩具类等 15 大类商品
免税限额	600 美元/人/次(约合 4080 人民币); 每人每年购买不超过 6 次
免税数量	酒类: 每人每次携带 1 瓶; 烟草: 每人每次携带 10 包(1 条)
离岛方式	飞机或船舶
运营主体	韩国国企 JDC 和 JTO

资料来源: 韩国免税业协会, 国盛证券研究所

独特的韩流文化吸引全球游客造访, 助推免税业发展。韩流文化涵盖从音乐、电影、电视剧、时尚到网络游戏、韩国料理、美妆等方方面面, 作为韩国“软实力”的一种体现, 韩流首先传播到中国和日本, 然后是东南亚和世界各地的多个国家, 逐步形成购物、追星、整容等全方位的文化产业链, 对韩国旅游业蓬勃发展功不可没。乐天免税 2004 年起以“裴勇俊商店/裴勇俊街”为开端, 凭借韩流营销整合购物、旅游和文化, 通过家族演唱会等活动吸引全球顾客。2006 年 2 月举办第一届家族演唱会, 首创将韩流明星与文化旅游内容结合, 是乐天免税店的代表性演出, 截至 2022 年 5 月已举办 31 届家族演唱会, 累计观众数量 119 万人。

韩国免税业背靠酒店业的优质资源快速发展。细数韩国免税龙头公司的发展, 其背后均有酒店业的身影: 1) 乐天免税作为乐天酒店集团旗下重要的子公司, 每年为乐天酒店集团贡献八成的营业收入。乐天明洞总店位于乐天购物大厦内, 毗邻乐天酒店; 乐天济州店也位于乐天济州城市酒店内; 2) 新罗免税隶属于三星集团旗下子公司新罗酒店, 为酒店提供 90% 以上的收入, 新罗酒店首尔店旁边就是新罗免税店。3) 韩国免税新星新世界免税店于 2012 年被新世界朝鲜酒店收购, 隶属于李明熙的新世界集团。这三家公司打造了集酒店、购物、娱乐为一体的超大型旅游圣地, 促进韩国免税业蓬勃发展。

2.2. 乐天免税: 市内免税先驱, 多地多渠道打造 LDF Belt

乐天免税是韩国免税龙头之一, 2019 年以 76.6 亿欧元销售额排名全球免税行业第二。乐天免税是乐天酒店集团旗下重要的子公司, 每年为乐天酒店集团贡献八成的营业收入。2019 年以 76.6 亿欧元销售额排名全球免税行业第二, 2020 年疫情影响下仍以 48.2 亿欧元销售额排名第二。成立 42 年时间在全世界 7 个国家和地区开设 19 家分店及网上免税店, 主要经营市内免税店和机场免税店。

图表 12: 乐天免税历经数个发展阶段, 成长为全球免税业龙头

发展阶段	时间	重要事件
1980 年	1980	第一家免税店明洞总店开业, 世界最早引进精品店概念
1984-1994: 吸引奢侈品牌入驻	1984-1986	LVMH、爱马仕、香奈儿陆续入驻
	1989	蚕室店开业
	1995	釜山店开业
1995-2003: 开创机场免税店、网上免税店	1999	金浦机场店开业
	2000	网络免税店开业、济州岛开业
	2001	仁川机场店
	2006	成立乐天家族并举办家族演唱会, 年销售额突破 1 兆韩元
2004-2011: 韩流营销	2009	蚕室店、明洞总店 Star Avenue 开业
	2010	COEX 店开业
	2012	印度尼西亚雅加达机场店开业
2012-2019: 构建亚太地区的 LDF Belt	2013	印度尼西亚雅加达市内店、美国关岛机场店开业
	2014	日本关西机场店开业
	2016	日本银座店、金海机场店开业
	2017	世界大厦店、泰国曼谷市内、岘港机场店开业
	2018	仁川机场第二航站楼店、越南芽庄金兰机场店开业
	2019	澳大利亚布里斯班机场店、墨尔本市内店、达尔文机场店、堪培拉机场店、新西兰威灵顿机场店、越南河内机场店开业
	2020~	2020
	2021	开始新业务“LUF BUY”

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

先发优势占据市中心豪华商圈, 深耕市内免税, 依托乐天集团发挥产业协同效应。乐天是最早拿到营业牌照的免税运营商, 目前经营五家市内免税店, 皆位于韩国热门商圈地带, 充分把握先发优势: 1) 明洞总店: 地处首尔 CBD 地段, 是韩国品牌最多、商品最全单一卖场, 销量居全球首位, 入驻品牌数量创下韩国之最; 2) 世界大厦店: 位于韩国地标——乐天世界大厦, 有最高的观景台和 6 星级酒店, 经营韩国最大规模的韩国化妆品专区; 3) COEX 店: 位于江南购物、娱乐中心地——COEX 购物中心; 4) 釜山店: 位于聚集有酒店、百货商店、电影院等的釜山中心——西面, 拥有釜山最佳旅游和购物环境; 5) 济州店: 济州岛最大规模的市内免税店。其中除 COEX 店外的 4 家市内免税店位于乐天集团产业内, 依托于乐天酒店及百货吸引客源, 乐天酒店提供免税购物一站式服务, 周围乐天剧院、乐天 Marts 等一系列娱乐服务地点, 免税店与乐天集团旗下其他产业形成互惠的消费链条。

面向全球, 构建亚太地区 LDF Belt。乐天免税于 2012 年进军海外市场, 陆续在印度、美国关岛、日本、泰国、越南、澳大利亚、新加坡等地开设免税店, 构建连接亚太地区的 LDF Belt。其中樟宜机场店是乐天免税店海外店中规模最大, 位于世界枢纽机场的烟

酒类专业销售免税卖场; 东京银座店是东京规模最大的综合市内免税店; 关岛机场店 365 天 24 小时营业。

图表 13: 乐天深耕市内免税, 面向全球, 构建亚太地区 LDF Belt

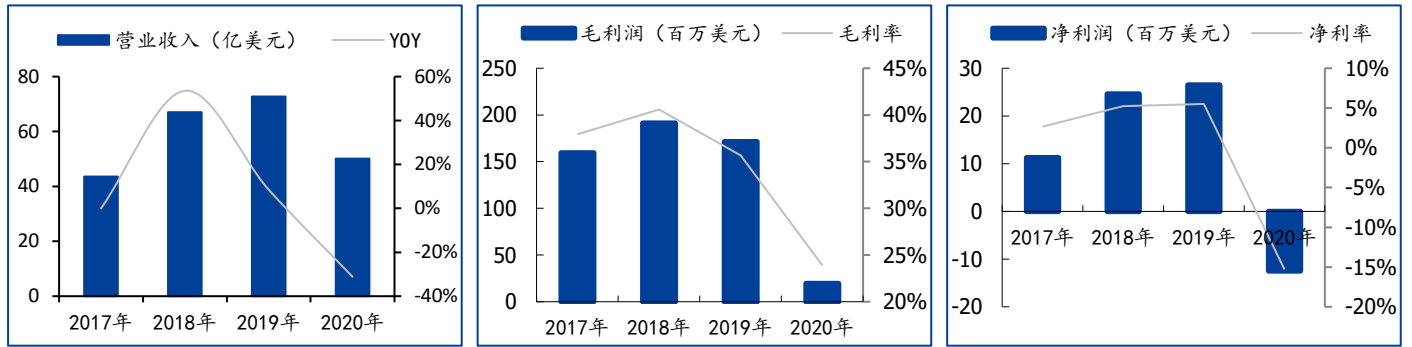
地区	类型	门店	涵盖品牌
韩国	市内店	首尔明洞总店	LV、香奈儿、爱马仕、卡蒂亚、蒂芙尼、古驰、Prada 宝缇嘉、KT&G
		世界大厦店	LV、香奈儿、爱马仕、卡蒂亚、蒂芙尼、古驰、Prada、宝缇嘉
		首尔 COEX 店	Prada、宝格丽、芬迪、Burberry、非利普普莱因、Toryburch、pandora
		釜山店	500 余种品牌商品及韩国特产品
		济州店	LV、宝格丽(珠宝)、蒂芙尼(珠宝)、G.DIOR
	仁川机场 T2 店	130 多个品牌入驻, 旅客航站楼内规模最大的烟酒、食品卖场, 最大的 Media Wall 可以体验威士忌 ZONE	
日本	机场店	首尔金浦机场店	海外精品店、香水、化妆品、包、韩国传统食品人参等
	机场店	首尔金海机场店	香化、服装、杂货、手表珠宝、当地特产品、酒、香烟
	市内店	关西机场店	雪花秀、后、古驰、TF、Prada、rayban 等
美国	机场店	东京银座店	卡西欧、古驰、杰尼亚、欧米茄、浪琴等
	机场店	关岛机场店	Chloe、古驰、巴宝莉、蔻驰等香化、时尚配件 200 个品牌
越南	机场店	岘港机场店	香化、服装、杂货、手表珠宝、当地特产品、酒、香烟
	机场店	芽庄金兰机场店	YSL、G.ARMAMI 等 21 个超人气品牌化妆品 (只有乐天免税店售卖)
澳大利亚	机场店	河内机场店	澳大利亚首个免税店内的威士忌酒吧卖场
	机场店	布里斯班机场店	香化、服装、杂货、手表珠宝、当地特产品、酒、香烟
	市内店	达尔文机场店	墨尔本市区店
新西兰	机场店	惠灵顿国际机场店	香化、服装、杂货、手表珠宝、当地特产品、酒、香烟
新加坡	机场店	樟宜机场店	海外店中规模最大达, 400+品牌入驻, 樟宜机场特色商品

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

率先开启网上免税业务, 逐步拓宽线上零售渠道, 多样化发展。1) **网上免税店**: 2000 年 1 月, 乐天免税第一家网上免税店开业, 正式开辟线上零售业务, 也是免税业内第一次在互联网领域的尝试。任何准备出境的旅客都可以在出境前 3 小时内在乐天免税的线上免税店进行商品选择及订购, 到机场取货处领取网购商品。目前, 韩国境内已有五家机场支持乐天免税的线上订购线下取货服务。2) **LUXEMALL**: 乐天免税市内线下实体免税店的线上商城, 让消费者无需出国即可选购名牌商品, 属于内需通关免税商品销售业务。LUXEMALL 支持多种支付手段, 特设直播带货栏目, 提供使用特殊安保车辆的商品配送服务 VALEX Service。3) **LDFBUY**: 专注正品海外保健食品。主要依靠三大优势: 保证正品的品牌直购方式; 由乐天免税提供的售后服务; 乐天免税买手提供的合理价格。多样化的线上零售拓宽了消费者的购买渠道, 丰富消费场景并延长消费时间, 让消费者能够更加灵活便捷地选购。

2019 年前收入、利润保持高增长, 受疫情影响净利润降为负值。2019 年以前乐天免税营业收入保持增长态势: 受中韩萨德事件影响, 2017 年第二季度中国赴韩旅客下降 60%, 乐天免税店亏损 0.25 亿美元, 但一方面得益于中国代购, 另一方面中国游客数量恢复增长趋势, 2018 年销售收入突破 38 年来记录, 位于首尔市中心的明洞总店 2018 年销售额超 35 亿美元, 打破一年内单店铺销售额世界纪录。由于 2019 年末开始的新冠疫情, 导致大批国外游客无法入境, 加之海南离岛免税发展, 中国消费者转移, 2020 年营收同比下降 31.11%, 创历史新低。

图表 14: 2019 年前收入、利润保持高增长, 受疫情影响净利润大幅减少



资料来源: 彭博, 国盛证券研究所

2.3. 新罗免税: 亚洲免税店中唯一在亚洲三大机场运营化妆品香水卖场的免税店

新罗免税隶属于三星旗下新罗酒店的 TR 部门, 每年为新罗酒店提供近 90% 的营收。新罗免税店是韩国化妆品香水机场免税业务的主要经营者, 机场免税业务占比大幅度超越平均水平。新罗机场免税业务占比在 40% 以上, 而韩国总体机场免税业务普遍只占 15% 左右。新罗免税店是亚洲免税店中唯一在亚洲三大机场: 韩国仁川国际机场、樟宜国际机场、香港国际机场都运营化妆品香水卖场的免税商, 拥有超 500 种世界顶级美妆品牌, 共计超 1,300 个美妆、名酒、国际奢侈品牌以及新潮时尚的服饰商品, 同时仁川机场新罗免税店引进了韩国首家 LV 免税店。

新罗免税店以机场免税渠道为主, 产品销售主打美妆。 1) 从市内免税转向机场免税: 1986 年新罗获批在首尔市新罗酒店附近开设市内免税店, 从单纯的酒店企业逐步转型为“免税+酒店”, 并且以免税为主。2001 年新罗竞争仁川机场免税经营权失败, 此后发展陷入停滞, 直到 2008 年第一家机场免税店在仁川机场开业, 新罗开始机场业务, 先后有 4 家国内机场店开业。2013 年新罗开始向国外扩张, 在开拓国外市场的时候还是以机场店为主, 先后在澳门国际机场、香港国际机场、新加坡樟宜机场开店, 之后开设泰国普吉市内店、日本高岛屋免税店 2) 主打香水、化妆品等美妆类产品: 新罗免税店是亚洲免税店中唯一一个在亚洲三大机场, 韩国仁川国际机场、新加坡樟宜国际机场、香港国际机场都运营化妆品香水卖场的免税店, 包罗全世界最顶级名品化妆品品牌, 在开拓国外市场时都以美妆卖场为先锋。2011 年澳门化妆品卖场“sweetmay”1 号店开业, 2012-2013 年在香港开设 6 家“sweetmay”化妆品卖场, 2015 年新加坡樟宜国际机场化妆品香水卖场开业。

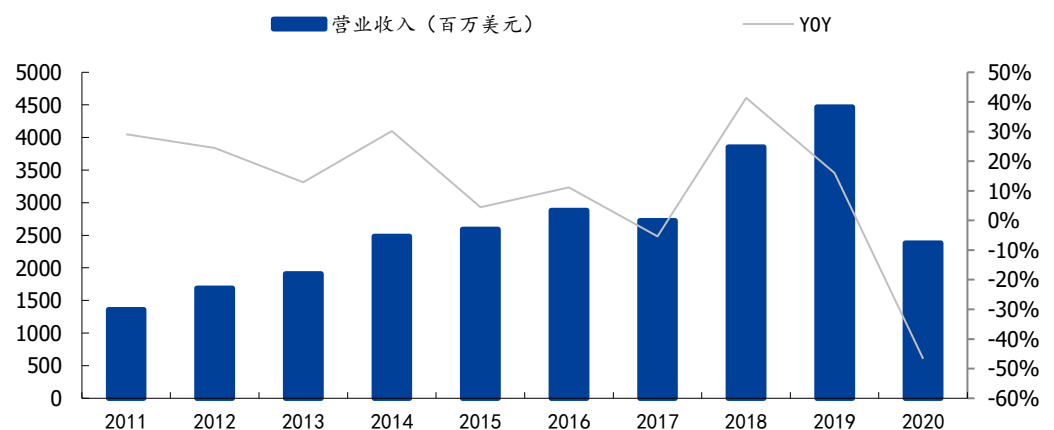
图表 15: 新罗免税发展成为亚洲免税店中唯一在亚洲三大机场运营化妆品香水卖场的免税店

时间	重要事件
1986	新罗免税店首尔店开业
1989	新罗免税店济州店开业
2000	网络免税店开业
2005	葆蝶品牌入驻
2008	新罗免税店仁川机场店开业
2010	大邱机场店开业、清州机场店开业
2011	金浦机场店开业、澳门化妆品卖场"sweetmay"1号店开业
2012	香港化妆品卖场"sweetmay"2、3号店开业 香港化妆品卖场"sweetmay"4-7号店开业, 新加坡樟宜国际机场 Bottega Veneta 开业, 网上免税店开业, 网上免税店手机版和中文版开通
2013	新加坡樟宜机场开业, 澳门国际机场开业
2014	新加坡樟宜国际机场化妆品、香水卖场店开业, 入驻天猫平台
2015	HDC 新罗免税店开业, 泰国普吉市内店开业
2017	日本网上免税店开业, 日本高岛屋免税店开业, 香港国际机场店开业
2018	仁川国际机场2号航站楼香水免税店、济州机场国际航线免税店开业
2019	金浦机场国际航线免税店开业

资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

营业收入稳步增长: 新罗免税在 2017/2018/2019/2020 年营业收入分别为 27.25/ 38.52/ 44.68/ 23.82 亿美元, 同比增长-5%/41%/16%/-47%。2018 年新罗免税店收益大幅增长主要来源于市内店, 首尔店销售额约为 26 亿美元, 同比增长 40%, 大约 82% 的销售额来自外国人, 韩国人贡献的销售额增加了约 39%; 济州岛店的销售额增长了近 55%, 接近 7.9 亿美元。2018 年香港国际机场店、仁川国际机场 2 号航站楼香水免税店、济州机场国际航线免税店陆续开业, 也对公司机场免税业务带来增量收益。

图表 16: 营业收入稳步增长



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

2.4. Dufry: 历史悠久的免税业龙头, 通过并购迅速扩张, 2300+商店覆盖 66 个国家

Dufry 历史悠久, 经营广泛, 是全球顶尖旅游零售商。Dufry 于 1865 年成立于瑞士巴塞尔, 从事免税业务 70 余年, 公司在欧洲、中东和非洲、亚太地区和美洲三个地区 66 个国家共经营 2300+有税和免税店, 分布于机场、邮轮、海港和其他景点, 商业空间达 47 万平方米, 提供来自 1000 多家供应商共计 50000+产品。Dufry 通过不断并购确立了在全球机场零售领域的领导地位, 2014-2019 年稳居全球旅游零售排行榜榜首。

横向整合并购形成规模优势。2005 年起 Dufry 在全球版图陆续开启并购模式。**1) 率先扩张美洲版图。**在 Dufry 收购进程初期, 其标的主要为南美洲规模较小的旅游零售企业。2007 年收购加勒比地区公司。随着实力增强, Dufry 着手收购美洲大型区域性旅游零售商, 如巴西的 Brasif 及其物流平台 Eurotrade, 墨西哥的 Latinoamericana Duty Free (LDF) 北美的 Hudson 等, 其中 Hudson 旗下业态较多, 包括旅行必需品和便利店、书店、免税店、专有和品牌专卖店、电子商店、主题商店和快速服务的食品和饮料店等, 成功为 Dufry 奠定了北美地区旅游零售优势地位。**2) 完善欧洲市场。**2009 年, Dufry 收购了意大利旅游零售商 Network Italia Edicole S.r.l 和荷兰旅游零售商 Food Village B.V.。2011 年, Dufry 收购免税商 Sovenex SAS, 接管其在马提尼克岛 (法国) 国际机场的店铺。2012 年后, Dufry 在欧洲的版图不断扩张, 收购了希腊的大型免税公司 HDFS 和莫斯科的 Regstaer 集团。**3) 计划进军亚洲市场。**2010 年, Dufry 收购了总部位于中国香港的免税公司 Global Service Retail Group (GSRL), 首次将业务延伸至亚洲地区。**4) 兼并全球性标的 Nuance 和 WDF。**Dufry 于 2014 年收购 Nuance, 2015 年分次收购 WDF。Nuance 和 WDF 均为全球领先的旅游零售和免税运营商: Nuance 每年服务 3,100 万旅游客户, 运营约 360 家门店, 门店总面积约 75,000 平方米, 主要分布在欧洲、中东、亚太、美洲和澳大利亚等全球 19 个国家和地区的 66 个机场。WDF 在欧洲、亚洲、北美和南美的 20 个国家拥有超过 500 家商店, 员工总数达 9,500 人。收购前, Dufry 在机场零售行业的市场份额为 9.5%, 收购 Nuance 和 WDF 之后市场份额增加至 22.9%。此外, Nuance 在中国大陆、香港和澳门的特许经营权, 与 Dufry 在亚太的原有业务形成互补。而 WDF 在欧洲市场优势突出, 在英国有 96 家门店, 零售面积为 3.3 万平方米。完成收购后, Dufry 足迹覆盖 66 个国家, 2014 年-2019 年蝉联全球旅游零售排行榜榜首, 巩固全球旅游零售业的领导地位。

图表 17: Dufry 在全球版图开启并购, 成为全球顶尖旅游零售商

年份	事件
2007 年	收购加勒比地区主要旅游零售运营商之一, 在波多黎各和其他加勒比海地区设有 23 家商店
2008 年	收购了美国旅游零售商 Hudson Group, 在美国和加拿大 69 个机场和运输航站楼增加 550 家商店
2010 年	Dufry Ltd.与 Dufry South America Ltd.合并
2011 年	收购阿根廷, 乌拉圭, 厄瓜多尔, 马提尼克和亚美尼亚内的零售公司, 涉及 10 个机场 21 家免税店
2012 年	收购俄罗斯 RegStaer 集团合资企业 51% 股份; 收购 Folli Follie 集团在希腊 51% 的旅游零售业务
2014 年	收购瑞士 The Nuance Group
2015 年	收购 World Duty Free Group
2019 年	收购 RegStaer Vnukovo 60% 的股份, 获得 OHM Concession Group LLC 和美国 34 家 Brookstone 门店

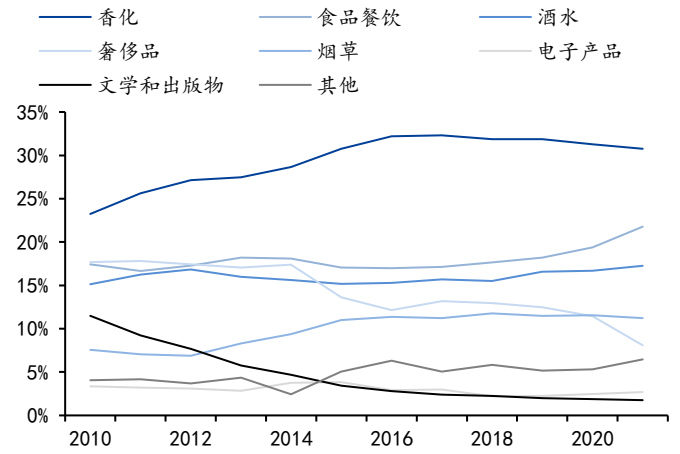
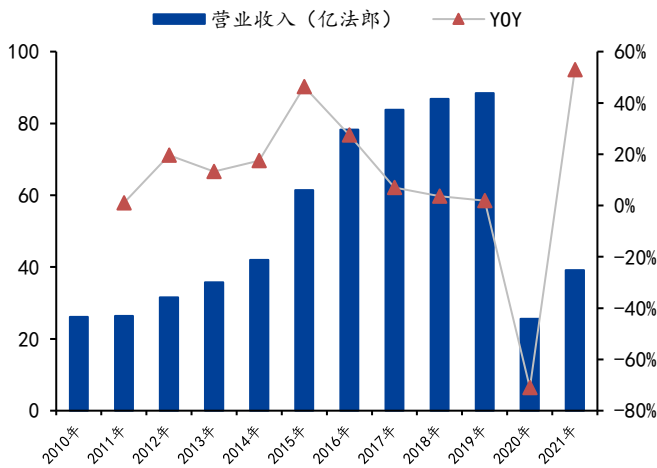
资料来源: 公司官网、国盛证券研究所

营收稳步增长, 销售品类结构发生变化。1) **营收稳步增长:** 公司通过不断并购形成规模效应和产业协同效应, 提升议价能力, 从 2014 年开始稳居全球旅游零售排行榜榜首, 营业收入在 2019 年之前稳步增长, 由于公司多元化经营, 面向全球布局, 因此在 2019 年后受疫情影响面广, 营业收入大幅下降。2015 年公司营业收入同比增长 46%, 是近年来的最高值, 主要得益于公司在 2014 年收购 Nuance 及次年收购 WDF

带来的并表收益，2017年公司进行内部业务整合，其后的增速可视作收购整合之后的内生增长收益，Dufry在2017/2018/2019/2020/2021年营业收入分别为83.77/86.85/99.49/25.61/39.15亿法郎，同比增长7%/4%/15%/-74%/53%；2) 香化、奢侈品销售占比下降，食品餐饮、烟草逐年提升：以2017年为时间节点，公司销售品类结构前后发生较为明显的变化，其中香化品类占比呈现下降趋势，食品餐饮占比逐年提升。公司近些年在北美运营的机场食品和饮料业务正在不断扩大，2021年在达拉斯沃斯堡国际机场开设第一家提供全方位服务的餐厅和酒吧 Plum Market。

图表 18: 营收稳步增长

图表 19: 香化、奢侈品销售占比下降，食品餐饮、烟草逐年提升

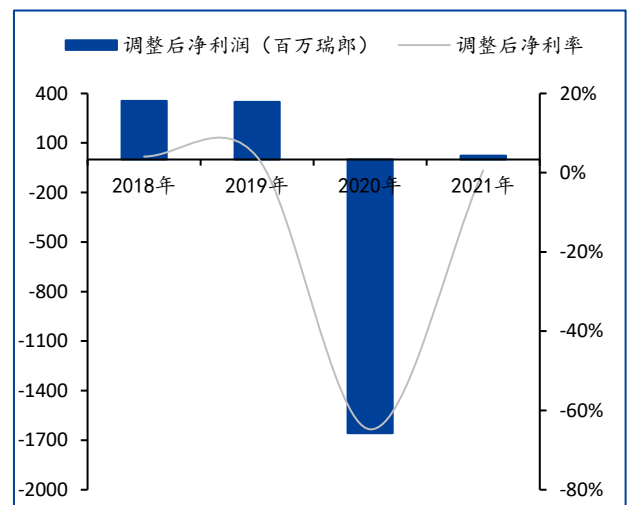
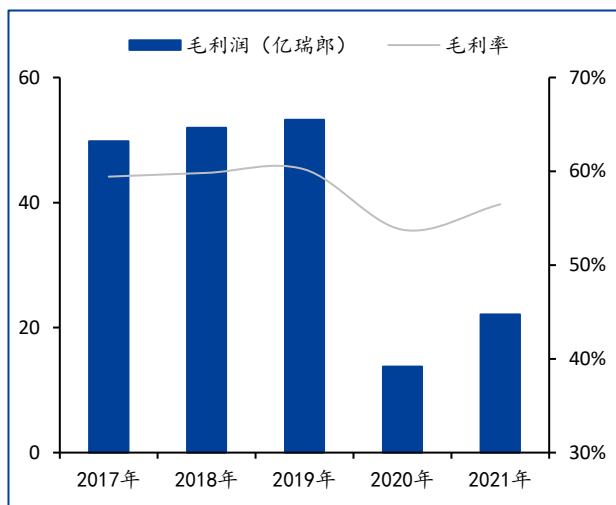


资料来源：公司年报，国盛证券研究所

资料来源：公司年报，国盛证券研究所

毛利率稳步提升，净利率呈下降态势。1) 毛利率始终保持较高水平且稳步提升：公司毛利率始终保持在较高水平，公司不断优化产品结构，高毛利率的产品销售占比逐年增加，将更大比例的零售面积分配给毛利率更高的香化产品。相较于其他商品，香化产品的季节性弱，需求稳定上升，毛利空间也更大。全球雄心战略实施的第一步是内部重组和建立具有集中采购和物流部门的全球供应链。这促进了毛利率的持续提高，为公司创造了效率，并简化了与供应商的紧密合作；2) 净利率呈下降态势：Dufry在2018/2019/2020/2021年调整净利润分别为354.2/349.3/-1658.4/23.4百万法郎，调整净利率为4.08%/3.95%/-64.76%/0.60%。

图表 20: 毛利率稳步提升，净利率呈下降态势



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

总结来看，1) 韩国免税市场飞速发展受益于韩国政府在市内免税上的大力支持，韩国市内免税店主要消费群体为准备出国的本国人或外国人，在经营过程中还通过“线下店+线上商城”、“市内购买+机场提货”、“当天购”服务等方式来吸引消费者，提升购物体验。2) 乐天和新罗能够成为韩国国内两大龙头，与其占据先发优势有很大关系，二者均是自韩国 1979 年开放免税业务起就参与其中，分别占据韩国市内和机场两大渠道。虽然韩国政府在 2013 年之后鼓励中小企业参与其中，大举发放免税牌照，几年内增加了 10+ 牌照，但成功从乐天和新罗手中夺取到少量市场份额的只有新世界免税一家，可见占据先发优势，打造品牌护城河的重要性。3) Dufry 的成功之路主要在于不断并购整合，扩张全球版图，成功布局整个欧美地区。同时并购产生的协同效应和规模效应提高了集团的采购议价能力，被并购方优质的合同资源、物流平台等也一并被收入囊中，提高公司毛利率。

3. 回看国内，中免一骑绝尘，采购+物流+渠道构筑壁垒

3.1 我国免税业逐步形成竞争格局，中免独占鳌头

中国免税业起源于 1979 年，至今已经有 40 年的发展历史。1979-1984 年，政策批准免税业发展，中国出国人员服务总公司、中国免税品公司（中免前身）陆续成立；1985-2004 年，政策监管趋严，免税业实行统一集中管理；2005-2009 年，政策管控力度仍然较强，并对免税店经营做了详细规定；2010 年至今，海南开放离岛免税店，免税行业政策走向宽松。

图表 21：我国免税开端早，但近 10 年才放开政策

1979：开端	1979-1984：起步	1985-2010：政策趋严	2010-至今：快速增长
<ul style="list-style-type: none"> 原中国旅行游览事业管理总局向国务院上报，申请开办免税品销售业务，中国免税业由此诞生。 同年，国务院批准并授权中国旅游服务公司下设免税处（中免集团前身）在全国范围内开展免税业务，中国第一家免税店对外营业。 	<ul style="list-style-type: none"> 经过五年的探索时期，我国先后在出入境机场、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”，经营状况良好，积累了一定经验。 1983 年中国出国人员服务总公司成立 1984 年中国免税品公司成立，我国免税业进入正规化、专业化发展时期 	<ul style="list-style-type: none"> 1985-2004 年，政策监管趋严，免税业实行统一集中管理 2005-2009 年，政策管控力度仍然较强，并对免税店经营做了详细规定 	<ul style="list-style-type: none"> 2010 年起放开海南离岛免税 2014 年放开口岸出境免税店 2018 年，宣布建立海南自贸港试验区，极大促进海南离岛免税事业发展 2020 年，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

资料来源：财政部、海关总署等，国盛证券研究所

图表 22: 中国免税业发展受政策主导, 政策逐步放宽

时间	政策	内容
2000 年	四部委联合发布《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; 坚持统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定的“四统一”方针; 设立出境口岸免税和市内免税均由中免集团提出申请, 各地方海关和政府无权自行审批。
2002 年	《关于征收免税品经营专营利润的通知》	免税商店必须受中国免税品公司统一财务管理, 凡经营免税商品的企业均按照企业经营免税商品业务产生的税后利润 8% 上缴专营利润
2004 年	《免税商品特许经营费缴纳办法》	凡经营免税商品的企业均需要按经营免税商品业务年销售收入的 1% 向国家上缴特许经营费
2005 年	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	经营单位设立免税商店应当向海关总署提出书面申请, 将免税经营定义为“经国务院或者其授权部门批准, 具备开展免税品业务经营资格的企业”, 进一步明确了我国免税业的垄断格局
2008 年	《中华人民共和国增值税暂行条例实施细则》	对于海关隔离区内免税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
2009 年	《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》	提出由财政部牵头抓紧研究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
2015 年	《关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	适度增设口岸进境免税店
2016 年	《口岸进境免税店管理暂行办法》	决定增设恢复口岸进境免税店, 在多地机场、水路口岸设立进境免税店; 维持居民旅客进境 5000 元免税额度不变的基础上, 允许其在口岸进境免税店增加一定数量免税购物限额, 连同境外免税购物总计不超过 8000 元
2019 年	《口岸出境免税店管理暂行办法》	打破行政垄断, 鼓励有序竞争, 限制投标竞价: 本次办法的出台延续了此前中央关于进境免税店开放公开招投标的监管思路, 我国出入境免税店监管全面从行政垄断过渡到有序竞争阶段
2020 年	《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

资料来源: 财政部、海关总署, 国盛证券研究所

我国的免税店可分为四大类: 口岸免税店、市内免税店、运输工具免税店及特供人群免税店, 市内免税店细分可分为: 离岛免税店、出境免税店和入境后市内免税店。其中口岸免税店是全球最流行的免税店类型也是最先在我国发展起来的, 当前我国大力发展的主要是离岛免税店。

相较于韩国济州岛, 我国海南岛免税事业起步晚, 政策变动次数多, 但不论是从免税限额、免税品类还是购买次数上都远超韩国济州岛。我国自 2011 年起离岛免税试点, 岛内居民和外国游客年满 16 周岁符合相应条件均可购买, 试点以来历经十余次政策调整, 目前免税限额已提高到每人每年 10 万元, 免税品种达 45 种。不同于济州岛同时适用离岛免税和离境免税两种政策, 我国海南岛仅适用离岛免税政策, 因此面向的客户群主要是中国消费者, 目的在于促进国内消费, 拉动客户回流。

图表 23: 海南岛离岛免税政策相对济州岛更宽松, 不限次数, 限额更高

	海南岛	济州岛	
	离岛免税	离岛免税	离境免税
总体规定	自 2011 年开展离岛免税试点, 岛内居民和外国游客可凭借有效身份证件并提供离岛机票、火车票在免税店或免税店网上销售窗口购买限额内的商品, 于离境机场或火车站提货点提货。(铁路离岛免税需要提前一天进行购买)	自 2002 年开放离岛免税政策, 政府颁布《济州国际自由城市特别法》规定: 不管是济州岛居民、韩国人, 还是外国人, 在离开济州岛时, 都可以享受原本只有出国时才有的免税购物机会。	同离境市内免税店适用政策相同, 韩国于 1979 年开放市内离境免税业务, 济州岛第一家离境免税店于 2000 年设立, 仅适用于消费者离开韩国国境的情况。
享受对象	年满 16 周岁, 已购买离岛机票、火车票、船票, 并持有有效身份证件 (国内旅客持居民身份证、港澳台旅客持旅行证件、国外旅客持护照), 离开海南本岛但不离境的国内外旅客, 包括海南省居民。	从济州岛乘飞机或船舶前往济州特别自治省以外地区的本国及外国人员 (离岛但不离境), 无年龄限制。	从济州岛离开韩国国境的本国及外国人员
免税品种	首饰、香水、化妆品、服装服饰、体育用品、美容及保健器材、餐具及厨房用品、酒类、电子游戏机、手机、穿戴设备等电子消费产品、平板电脑等 45 种产品	酒类、烟草、化妆品、香水、钱包、人蔘类、领带、文具类、玩具类等 15 大类商品	对烟酒品类有限制
免税限额	离岛旅客免税购物额度为 10 万元人民币/人/年, 不限次数。	600 美元/人/次 (约合 4080 人民币); 每人每年购买不超过 6 次	5000 美元 (约 3 万人民币), 不限次数 (2022.03.18 起取消免税购物额度以应对新冠肺炎疫情影响)
免税数量	化妆品限制 30 件、手机 4 件、酒类合计 1500ml, 其余品类不限	酒类: 每人每次携带 1 瓶; 烟草: 每人每次携带 10 包 (1 条)	每个品牌每人 50 件香化商品, 10 件手表箱包
离岛方式	飞机、火车、轮船	飞机或船舶	飞机或船舶
运营主体	海口美兰机场免税店、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店、三亚海棠湾免税店 (中免集团三亚市内店、海免集团海口机场店)	韩国国企 JDC 和 JTO	乐天、新罗、格乐丽雅

资料来源: 财政部、海关总署等, 国盛证券研究所

图表 24: 海南岛免税事业发展十余年, 免税限额、品种不断增加

	享受对象	免税次数	免税品种	免税数量	免税金额	离岛方式
2011.04.20	年满 18 周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客, 包括海南省居民 (即岛内居民)	非岛内居民每年 2 次; 岛内居民每年 1 次	首饰、工艺品等共 18 种	化妆品、笔、服装服饰、糖果 5 件; 小皮件 4 件; 其他两件	5000 元/每人每次	飞机离岛
2012.10.24 (2021.11.01 实施)	调整至年满 16 岁		增加 3 种, 共 21 种	化妆品、糖果 8 件; 其余商品上调至 4 至 5 件	8000 元/每人每次	
2015.02.16			增加 17 种, 共 38 种	提高香水、化妆品、手表、服装服饰等 10 种商品限购件数: 各类免税品 4 至 12 件不等		
2016.01.28		非岛内居民不限购次数			16000 元/每人年	
2018.11.27		岛内居民不限制次数	增加部分医疗器械商品		30000/人/年	
2018.12						增加轮船离岛方式
2020.06.01			增加 3C、酒类、保健品等达 45 种商品	化妆品件数上调至 30 件、手机 4 件、酒类 1500ml, 其余不限	100000/人/年	

资料来源: 中国海关总署、财政部、国盛证券研究所

中国的免税业务主要采用特许经营模式，目前只有 8 家获得政府批准销售免税商品的企业。我国经营免税业务需要获取免税牌照，持有免税经营牌照的企业才有资格开店，由于国家要出让税收收入，因此对免税牌照有严格限制，须财政、商务、海关、税务、旅游局乃至国务院等部门批准，因此免税牌照是极为珍贵的资源。目前 8 家持有免税牌照的公司有：中免（含日上、海免，中免于 2017 年收购日上（中国）和日上（上海）的股权，于 2020 年纳入海南免税 51% 的股权），深免，珠免，中出服，中侨，王府井，海旅投和海发控。其中中免是唯一拥有四大类型免税店全部牌照的公司，王府井，海旅投和海发控为 2020 年新晋免税商。

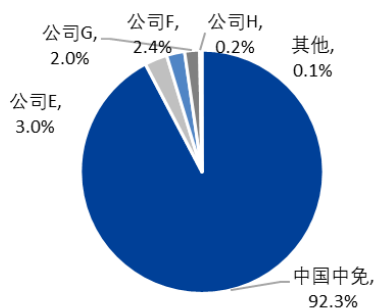
图表 25: 中免拥有免税全种类牌照，一家独大，优势显著

	口岸免税	海南离岛免税		市内免税店	其他
		机场	市内		
中国中免	上海浦东和虹桥机场（日上上海）、北京首都（日上中国）、大兴机场、广州白云（一期、二期）（海免） 云国际机场、香港国际机场及、澳门三亚凤凰国际机场 际机场等共 61 家机场店 陆路及其他共 66 家	海口日月广场免税店（海免）、 琼海博鳌景区免税店、 三亚国际免税城、 海口国际免税城（2022 年即将开业）	北京、上海、大连、厦门、 青岛		
深圳免税	深圳宝安机场、西安咸阳机场、其他	海口观澜湖免税店			
珠海免税	天津滨海国际机场				
中出服	大连周水子国际机场 重庆江北国际机场	三亚中服国际免税购物公园	北京、上海、青岛、郑州、 大连、南京、杭州、哈尔滨		
中侨			哈尔滨入境市内店		
王府井					
海旅投		三亚海旅免税城			
海发控		海控全球精品（海口）免税城			

资料来源：海关总署、公司公告、各官方网站，国盛证券研究所

免税牌照的稀有决定了我国免税市场高度集中，进入壁垒高，中免独占鳌头。中免为十个具有中国免税品经营资质的主体之一，是六个具有全国口岸免税店经营资质的主体之一，是中国唯一一个具有免税品全渠道经营资质的主体。根据弗若斯特沙利文数据统计，2020 年中国免税旅游零售商 CR5 为 99.9%，2020 年中免在国内免税旅游零售商中市占率为 92.3%。

图表 26: 我国免税市场集中度高，2020 年中免在国内免税旅游零售商中市占率为 92.3%



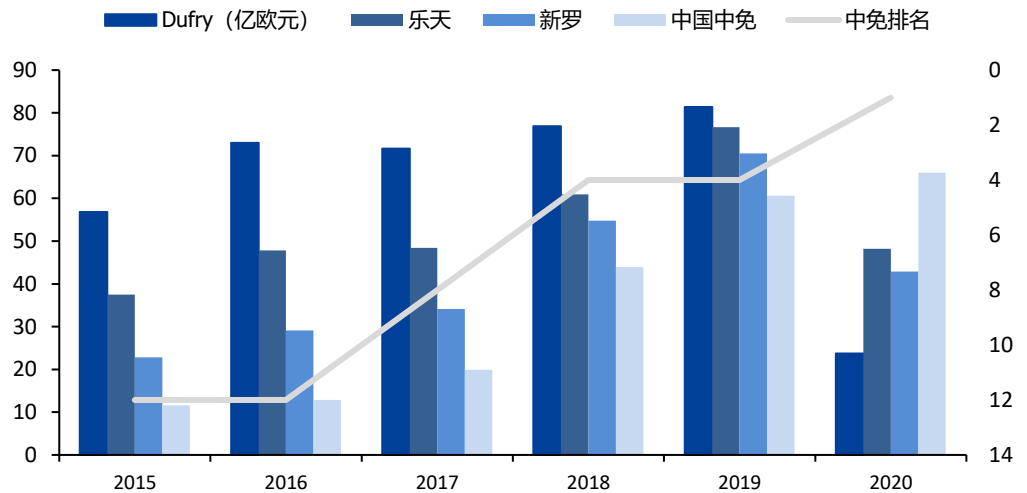
排名	公司	零售收入（十亿元）	市场份额
1	中国中免	30.4	92.3%
2	公司 E	1.0	3.0%
3	公司 F	0.8	2.4%
4	公司 G	0.7	2.0%
5	公司 H	0.1	0.2%
6	其他	0.1	0.1%

资料来源：中免招股说明书，国盛证券研究所

3.2 采购&物流&渠道凸显先发优势，全链条数字化提升管理效率

中免经过 40 年的发展已经成长为全球最大的旅游零售运营商。根据 Moodie Davitt Report, 按零售销售额计算, 其全球排名在过去十年间不断攀升, 从 2010 年排名的第 19 名提升到 2015 年第 12 名, 2019 年跃升至第四, 2020 年位列全球第一, 占全球旅游零售行业市场份额的 22.6%。中免销售额的不断攀升不仅受益于国内消费形势和政策的驱动, 也得益于其自身不断升级改进, 在采购、物流、渠道和数字化方面都有突出之处。

图表 27: 中国中免销售额保持高速增长



资料来源: MoodieDavitt Report, 国盛证券研究所

图表 28: 采购、物流、渠道业务模型提升运营效率



资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3.2.1 采购能力卓越，品牌和品类优势显

集中采购有助于建立稳健品牌形象，降低采购成本。1) 建立稳健品牌形象: 中免采用直采和集中采购模式, 直接从全球各大品牌商处采购商品, 经公司统一采购后批发给全国各地门店, 从原产地采购保证了公司采购的正品质, 提高公司可信度, 有利于建立稳健的品牌形象, 并吸引客户实现长期复购; 2) 提高采购效率, 降低采购成本: 公司直接从品牌商处获取并采购多样化商品, 同时内部汇总来自不同零售业务的订单并将合并后的订单发送给品牌, 集中并简化了订购过程, 还能够提高供应链的稳定性。中免在国内的高市占率意味着公司采购规模较大, 提高公司相对供应商的议价能力, 同时公司强大

的客户资源吸引品牌方与其保持长期合作并提供更优惠的商品，双方互惠互利。根据弗若斯特沙利文对在 2019 和 2020 年购买过免税商品的 1000 名消费者展开的调研，中免畅销免税商品的满足率远高于其他全球头部旅游零售运营商。

与供货商保持长期合作，香化品类采购比例明显提升。截至 2021 年 5 月 31 日，中免与前五大供货商之间的业务关系介乎 4 至 22 年，与前五大供应商的业务关系均在 10 年以上，中免与其上游供应商之间能够保持长期且稳定的合作关系。2018/2019/2020/ 2021 年，中免前五大供货商的采购总额分别占采购总额的 58.4%/54.9%/58.4%/60.0%，同一时期从最大供货商的采购额分别占采购总额的约 30.8%/14.1%/27.0%/32.8%。

图表 29: 前五大供应商合作年份超 15 年，香化品类采购比例明显提升

2018 年供应商	采购的产品/服务	采购成本 (亿元)	占采购总额百分比	开始业务关系年份
佰瑞投资有限公司	免税商品	91.88	30.8	2001 年
供应商 B	机场租赁	32.72	11.0	1999 年
供应商 C	机场租赁	27.38	9.2	2005 年
供应商 D	机场租赁	13.15	4.4	2017 年
供应商 E	香化产品	9.05	3.0	2005 年

2019 年供应商	采购的产品/服务	采购成本 (亿元)	占采购总额百分比	开始业务关系年份
供应商 B	机场租赁	55.60	14.1	1999 年
供应商 E	香化产品	47.17	12.0	2005 年
佰瑞投资有限公司	免税商品	44.74	11.4	2001 年
供应商 C	机场租赁	39.33	10.0	2005 年
供应商 F	香化产品	29.19	7.4	2005 年

2020 年供应商	采购的产品/服务	采购成本 (亿元)	占采购总额百分比	开始业务关系年份
供应商 E	香化产品	132.91	27.0	2005 年
供应商 F	香化产品	60.33	12.2	2005 年
供应商 G	香化、时尚产品及配饰	36.02	7.3	2005 年
供应商 C	机场租赁	31.90	6.5	2005 年
供应商 H	香化产品	26.39	5.4	2008 年

2021.05.31 供应商	采购的产品/服务	采购成本 (亿元)	占采购总额百分比	开始业务关系年份
供应商 E	香化产品	76.48	32.8	2005 年
供应商 F	香化产品	26.94	11.5	2005 年
供应商 G	香化、时尚产品及配饰	14.97	6.4	2005 年
供应商 H	香化产品	10.16	4.4	2008 年
供应商 I	时尚产品及配饰	10.11	4.3	2005 年

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

从“渠道为王”转向“品牌为王”，注重品牌引进。公司合作品牌 1000+，几乎覆盖了政策许可内全部品类商品，销售产品达 300000 个 SKU。香化包括 Dior、Estee Lauder、Lancome、海蓝之谜、资生堂、纪梵希等多个一线国际品牌；酒品涵盖了轩尼诗、格兰菲迪、人头马以及马爹利全球旅游零售首家旗舰店等众多一线顶级酒品牌，其中海南市场引进 230 多个品牌，600 多个 SKU；时尚品及配饰涵盖了 Cartier、Hermes、Prada 和梵克雅宝等全球最顶尖的品牌。其中，2021 年新引入纪梵希、梵克雅宝、何方珠宝、戴尔外星人、雅典等 12 个香化品牌，30 个服饰、鞋类、童装品牌，62 款特供商品，26 款限量商品，满足了 Z 世代消费者的独特需求。除销售免税的国际大牌外，中免还引进了有税当地特产，以及有税化妆品和便利商品。

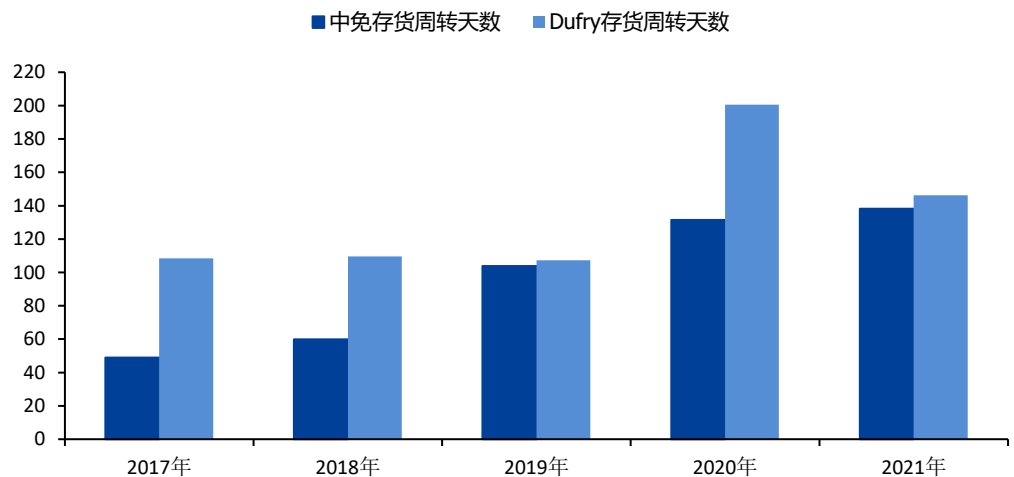
3.2.2 仓储和物流高效运转，保障客户产品需求

拥有中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系。中免在大连、上海、青岛、深圳、北京、三亚和香港建有覆盖全国的七大物流中心，其营运受海关总署监管，同时建立了严格的珠宝、酒类和其他高端商品的分类系统和派送标准；2022 年海南国际物流中心一期已经完成交付。覆盖全国的物流中心支撑着中免在全国范围内的扩张行为，对于公司投标一线及二线城市和国内其他主要城市的口岸免税店特许权以及市内免税店起着不可忽视的作用。

数字化仓库管理系统密切监控供应链中货物动向，迅速响应市场趋势和客户的喜好变化，精确匹配客户需求，改善客户购物体验。公司出售的每件商品都有唯一的 SKU，可在系统中进行识别，SKU 连接到 POS 系统。当线下门店收银员扫描正在出售的商品的条形码或商品代码时，POS 终端的销售信息会被整理并上传到仓库管理系统，实时记录销售数据；在线门店的任何销售都是直接记录在系统中。中免在门店开发使用大数据分析的自动化的库存监控和补货系统，该系统可以监控商品当前库存水平，并在预测到库存量将耗尽的情况下自动生成警报。而每个门店的系统会被链接到公司总部，以便公司能实时监控门店的库存水平并集中化存货管理，密切跟踪每个门店的库存水平并每月进行集中库存分析，同时考虑前期的销售数据和门店的反馈。数字化的存货管理系统使得公司提高存货管理效率，使存货水平始终保持在最合理的水平。

根据弗若斯特沙利文的资料，中免 2020 年的存货周转天数在全球顶级贸易零售商中处于领先水平。而且能够迅速响应市场趋势和客户的喜好变化，帮助其精确匹配客户需求，改善客户购物体验。根据调研，曾在中免店铺购买过免税商品的顾客中，99.5%愿意在未来再次光顾。

图表 30: 高效的库存管理使得中免保持较低的存货周转天数



资料来源：公司年报，国盛证券研究所

3.2.3 并购整合完善销售渠道，线上线下一体化运营，营销推广持续吸引客户

作为旅游业的重要组成部分，免税消费依赖客户到店消费，涉及品牌消费习惯培养，提升渗透率、转换率、复购率、客单价等都是免税公司提升销售额的重要指标，门店扩张是重要策略。而在当前快节奏的时代，线上购物也是非常重要的销售渠道，通过完善线上平台以及加大线上宣传力度都是提升销售额的有力手段。

涵盖口岸免税、离岛免税、市内免税及其他全部渠道，拥有国内最多免税网点。1) 口岸免税店：口岸免税始终是全球占比最大、最流行的免税购物方式，具体包括机场、陆路边境或火车站、跨境汽车站和港口等其他的旅客入境或离境区域。尤其是机场，凭借机场庞大的客流量，每年为免税业创造巨大收入。公司目前经营 127 家口岸免税店（61 间位于机场，46 间位于陆路边境，20 间位于其他位置），其中就包括按 2020 年出境旅客吞吐量计前 10 大机场中 9 个机场的免税运营权（如上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、北京首都国际机场和广州白云国际机场，这四处机场服务出境旅客占同年从中国经飞机出境旅客总数的 50%）。除此之外，公司 2019 年中标北京大兴国际机场香化、食品和烟酒的运营权，运营期限为 10 年；2021 年中标了绥芬河铁路口岸、太原机场、泉州石井口岸 3 家免税经营权，2022 年年初中标了杭州机场，并完成了成都天府国际机

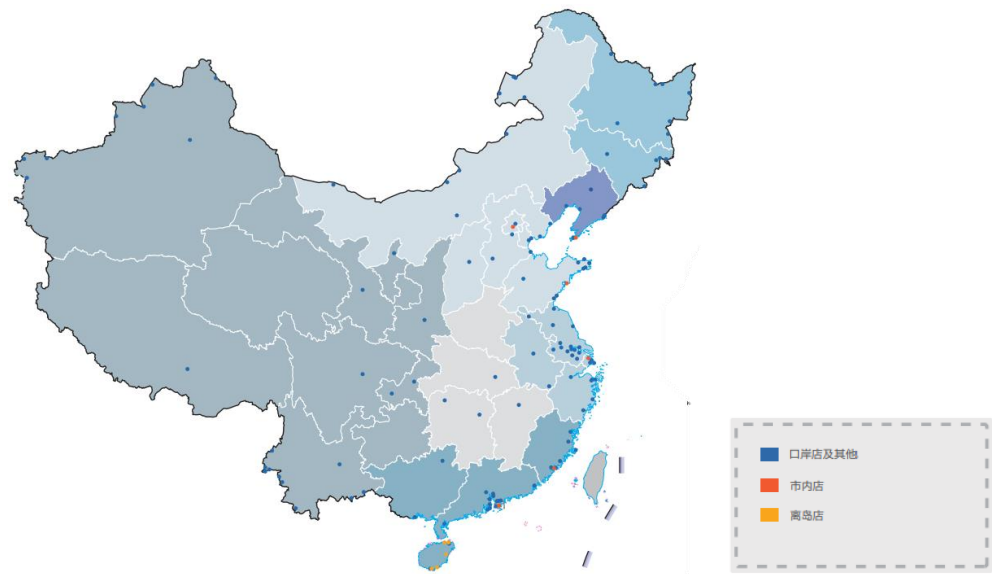
场、青岛胶东国际机场、宁波栎社国际机场、义乌机场等免税店的筹建；2) 离岛免税店：海南岛是我国当前大力发展的地区，也将是未来免税业竞争极为激烈的地区。中免于2011年在三亚成立海南岛首个市内免税店，并于2014年建立三亚国际免税城，是全球单体销售面积最大的免税店，销售面积超过70000平方米。三亚国际免税城、2022年即将开业的海口国际免税城、连同海口美兰国际机场和三亚凤凰国际机场的免税店，中免在海南有效地建立了一个完整的免税零售网络。3) 市内免税店：虽然我国市内免税政策仍未放开，但政府已经多次提出要建立有中国特色的市内免税店，为此中免在市内免税上的布局也在陆续进行。现已有北京、上海、青岛、大连、厦门5家市内免税店，并完成了武汉、成都、西安、天津、福州5家市内免税店的选址和意向协议签署。

图表 31: 中免拥有最多的线下零售网点，是全球免税店类型多元化的免税运营商

店铺数目	2018	2019	2020	2021H1
口岸免税店	122	126	126	127
机场	58	60	60	61
陆路边境及其他	64	66	66	66
离岛免税店	1	4	5	5
市内免税店	3	9	9	9
其他	56	59	54	54

资料来源：招股招股书，国盛证券研究所

图表 32: 拥有全国最多零售网点，门店遍布 29 个省



资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

陆续并购日上中国、日上上海、海南省免税品，完善销售渠道。1) 并购日上中国、日上上海完善机场免税渠道：公司于2017年3月收购日上上海的子公司之一日上中国，于2018年4月收购日上上海，对日上实体的收购使得中免能够进驻北京首都机场和上海浦东机场，即2019年中国按旅客流量计排名第一和第二最繁忙的机场，以及全球十大最繁忙机场中的两个，为中免零售网络增加6家门店，为中免在口岸免税上大幅创收。2) 并购海免，完善海南岛销售网络：收购海免使得中免在海南增加3家门店，包括海口美兰国际机场（一期、二期）、海口日月广场免税店。收购海免完善了中免在海南的零售网络，弥补了中免在海口的空缺，极大提高中免在海南免税市场的竞争力，尤其是在受

疫情影响的近两年，海南免税市场增量明显，海免在 2020 年/2021 年分别为公司创收 99.11 亿元/159.62 亿元，占当年总销售额的 18.8%/23.7%。

图表 33: 陆续收购日上中国、日上上海、海免，完善零售渠道，持续创收

(亿元)	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
日上中国	43.11	67.35	74.77	32.02	19.07
占总收入比重	15.24%	19.5%	15.6%	6.1%	2.8%
日上上海		104.51	151.49	137.30	124.91
占总收入比重		30.2%	31.6%	26.1%	18.5%
海免			29.99	99.11	159.62
占总收入比重			6.2%	18.8%	23.7%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

打造旅游零售综合体，构建差异化优势。中免在海南打造旅游零售综合体，已开业的有三亚国际免税城一期和二期，在建包括三亚国际免税城一期 2 号地、三亚国际免税城二期和海口国际免税城。旅游零售综合体让顾客有更舒适便捷的购物体验，极大地促进了海南岛的旅游业发展，也有利于中免打造区别于其他免税公司的差异化优势。

三亚国际免税城：中免于 2014 年率先建立三亚国际免税城，是中国第一家以免税销售为主，集有税零售、餐饮、旅游、休闲、酒店一体化的旅游零售综合体，是目前全球单体销售面积最大的免税店，销售面积超过 70000 平方米，2020 年接待游客 650 万。2021 年三亚市内免税店实现营业收入 355.09 亿元/同比+66.58%，从 2018 年 80.10 亿元至 2021 年 355.09 亿元，复合年增长率为 64.3%；2021 年归属于上市公司股东净利润 41.68 亿元/同比+40.46%。

- ▶ 一期于 2014 年 9 月投入商业运营，总投资约人民币 30 亿元，建筑面积约 12 万平方米，包括五个主要功能区：全球商品、海南本地商品、户外运动、食品和客户服务、儿童游乐区，共经营 667 个零售品牌，涵盖 29 类免税商品类别，包括化妆品、服装、珠宝、酒水、保健品，家用电器和糖果。
- ▶ 二期于 2020 年 1 月投入商业运营，总投资约人民币 13 亿元，建筑面积约 6.5 万平方米，包括四个主要区域：奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华和国际美食市集，经营约 68 个零售品牌店铺，其中 20 间以上是相应品牌在海南开设的第一家店铺。
- ▶ 计划进一步扩展三亚国际免税城，开发“免税购物加高级酒店”综合项目。免税购物区自 2021 年 3 月开工建设，预计将于 2023 年开始运营，估计总建筑面积为 76500 平方米。酒店范围建设工程预期将于 2021 年 12 月展开，并将于 2026 年竣工，酒店估计总建筑面积将为 9.6 万平方米。

海口国际免税城：将于 2022 年开业，预计销售面积达 15 万平方米，开业后即将成为新的全球单体销售面积最大的免税店。除即将开业的部分，公司计划进一步扩展海口国际免税城，增设购物设施及一间酒店，扩展项目建设工程预计总建筑面积为 7.0 万平方米，其中酒店的估计总建筑面积为 4.1 万平方米，免税销售的建筑面积为 8 万平方米，而超过 30 万平方米将用于其他商业活动，如有税零售、餐饮、娱乐及休闲活动。扩展项目建设工程预计 2026 年竣工。

图表 34: 三亚国际免税城二期位于海棠湾河内岛, 一期二期通过景观桥连接



三亚国际免税城一期外观



连接一期、二期的景观桥



三亚国际免税城二期外观

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

除了快速扩张线下门店, 布局线下零售网络, 公司紧跟时代步伐, 紧抓线上销售渠道, 通过整合会员平台、提升线上购物体验、大力营销推广等方式做好数字化销售转型。2020年, 中免免税在线销售额 51.09 亿元, 有税在线销售额 194.88 亿元, 总在线销售额占总销售收入的 46.8%; 截至 2021 年 5 月 31 日止五个月, 免税在线销售额 41.74 亿元, 有税在线销售额 86.05 亿元, 占总销售收入的 41.9%。截至 2018 年/2019 年/2020 年/2021 年中免注册会员总数分别为 40 万/120 万/1200 万/2000 万, 2018 年至 2020 年复合年增长率为 447.7%。2021 年大会员平台在拉动消费和提升复购率方面效果显著, 会员销售占比由 2020 年的 52% 提升至 87%。

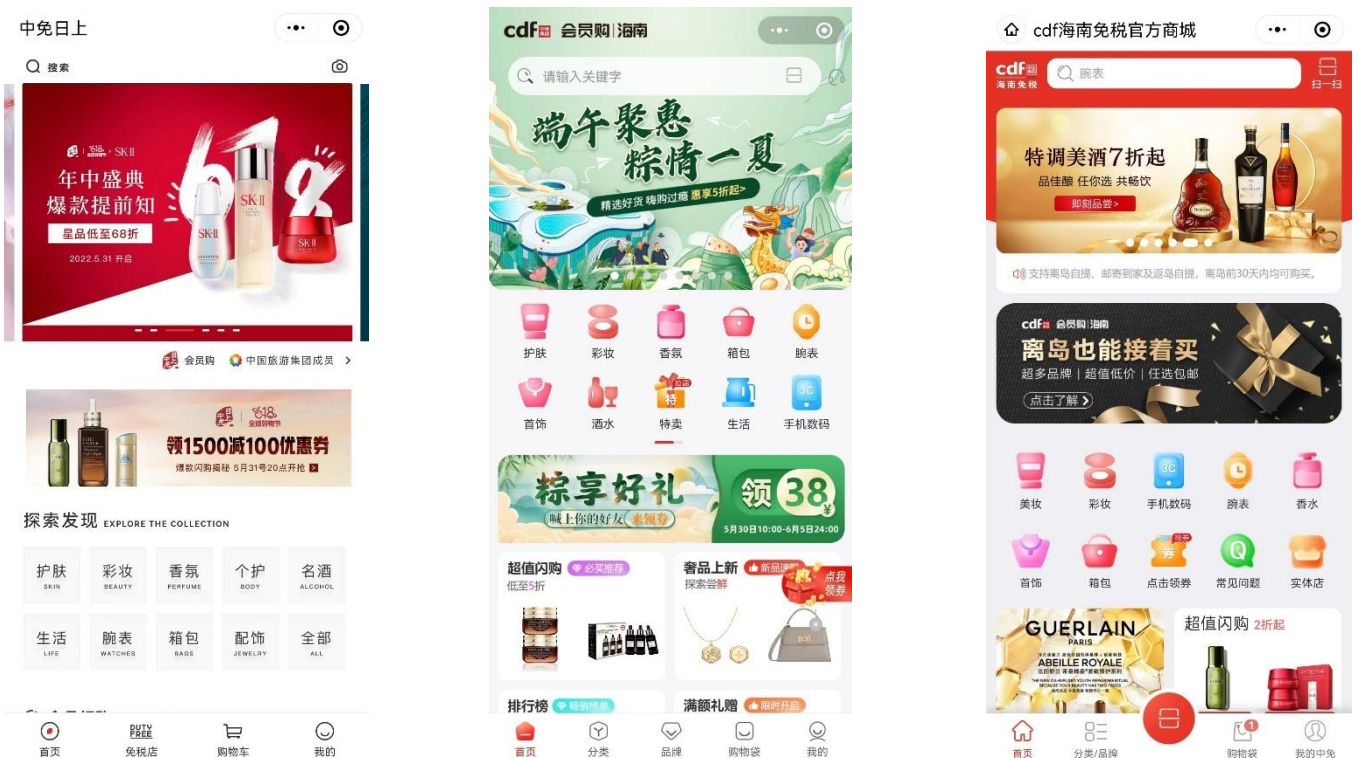
打造线上线下一体化, 在“行前、行中、行后”提供全方位购物服务。

- ▶ **提供预购服务:** 旅客可在开始旅游前通过网站预订商品及付款, 并在线下免税提货点提取。截至 2021 年 5 月 31 日, 有 12 间门店提供了预订服务。客户也可以在出发前预先在位于出发区的门店订购商品, 旅游归来在到达区提取已购商品。因此符合条件的客户可能有更多时间和机会购买免税商品。2018 年/2019 年/2020 年/2021 年 5 月 31 日通过预购服务下达订单总交易金额分别为 10 亿元/24 亿元/53 亿元/42 亿元。
- ▶ **整合会员平台, 目前主要销售平台为微信小程序“CDF 海南免税”和“中免日上”:** 中免并购的日上中国、日上上海、海免原来都有自己的会员体系, 同时经营多个会员平台会使客户分散化, 不利于提升公司整体品牌形象和客户粘性。为了建立一致

的品牌形象并巩固客户服务能力，中免于2021年2月完成部署集中式CRM系统，整合多个会员体系，之前独立的免税体系会员自动成为“中国免税”的成员，其会员地位在整个免税销售网络得到认可，会员可以在整个免税销售网络中购物并获得相同的认可和奖励，截至2021年会员人数已超过2000万。

- ▶ 针对于过去180日内曾到访海南的顾客的专门在线平台“CDF会员购海南”：这一线上购物平台的推出放开了可以购买免税品的限制，增加消费场景，极大程度上增加了可购买免税品的人数，对提升中免销售额颇有成效。会员平台帮助中免形成了关于会员的精准用户画像，公司可以充分利用大会员精准营销和大数据分析功能，针对细分市场制定营销策略，全面增强营销效果。同时这些精准的用户画像帮助公司有计划地开展补购业务，让客户更从容地在线上平台选购免税品，弥补他们在现场没有购物的遗憾，更好满足消费者的需求。补购服务不仅帮助中免对冲疫情带来的困难和影响，更为公司积极探索新零售消费习惯下的免税服务创新带来新思路。

图表 35: 三大微信小程序购物平台为旅客打造全面购物体验



资料来源: cdf官方小程序, 国盛证券研究所

图表 36: 完善的会员体系, 提升会员复购率

普通会员	<ul style="list-style-type: none"> 升级要求: 免费 会员权益: 生日月份享有2倍的会员积分
银卡会员	<ul style="list-style-type: none"> 升级要求: 三年内总支出超过人民币5000元, 于每年末更新 会员权益: 购物时享有1.2倍的会员积分; 生日月份享有2倍的会员积分
金卡会员	<ul style="list-style-type: none"> 升级要求: 三年内总支出超过人民币10,000元, 于每年末更新 会员权益: 购物时享有1.5倍的会员积分; 生日月份享有2倍的会员积分
铂金会员	<ul style="list-style-type: none"> 升级要求: 三年内总支出超过人民币50000元, 于每年末更新 会员权益: 购物时享有2倍的会员积分; 生日月份享有2倍的会员积分; 快速结账; 专用客户服务线; 专属接待厅; 专属机场接送 (每年两次)
钻石会员	<ul style="list-style-type: none"> 升级要求: 三年内总支出超过人民币100000元, 于每年末更新 会员权益: 购物时享有2倍的会员积分; 生日月份享有2倍的会员积分; 快速结账; 专用客户服务线; 专属接待厅; 私人购物伴侣; 专属机场接送 (每年五次)

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

加大营销推广力度, 吸引新用户, 增强老客户粘性, 提升品牌形象。1) 线下推广: 公司会在每年的旺季 (如暑假、中秋节、国庆节和春节等) 举行四到五个公司范围的促销活动, 如中免新春云上购物节、中免 618 促销活动、中免海南离岛免税购物节、中免海南离岛免税年终盛典等, 同时会根据商品的受欢迎程度对它们应用不同的销售策略。2020 年 10 月在三亚国际免税城与高级钟表基金会合作举办钟表贸易展览会, 吸引 11 个世界上最负盛名的钟表品牌参加, 不仅促进了奢侈品手表的销售, 还展示了手表工艺的最新发展; 2021 年 3 月和 4 月, 举办首届中免腕表节; 还有手袋节、暖冬节, “高峰际会·云戒之约” 实地探店直播活动等 20 余场海南一体化营销活动。中免在市场上的领先地位以及与品牌合作伙伴的长期合作关系鼓励供应商在店内投放营销资源, 包括组织新品发布促销、名人访问、快闪商店、奢侈品展览以及带有礼物的定期促销。2) 线上营销: 公司除了在传统媒体如杂志、报纸、电视广告以及公司官网进行营销, 还针对 Z 世代、千禧一代等年轻客户群体在微博、微信、抖音、小红书等新兴社交媒体上进行营销活动, 以提高客户之间的小区意识并增加口碑推介。除此之外, 公司顺应直播发展潮流, 不定时间同品牌合作推出联合直播活动, 邀请 KOL、知名博主进行宣传推广。

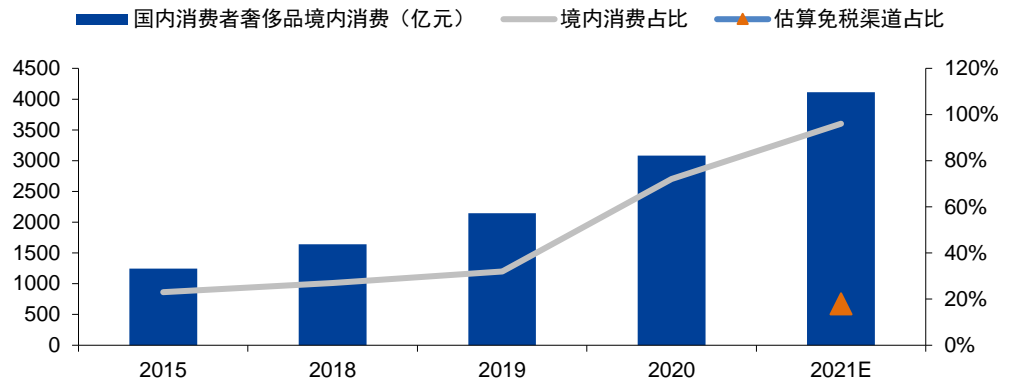
3.3 展望未来, 消费回流下国内免税空间大, 预计 2025 年达到 2200 亿元, 中免地位稳固, 持续领跑

3.3.1 消费回流下免税空间大, 离岛免税高增、口岸免税恢复、市内免税待

消费回流下免税市场发展空间大, 预计 2025 年免税市场规模达到 2200 亿元。1) 根据贝恩, 2019 年中国消费者的个人奢侈品消费约 6700 亿元人民币, 其中境内消费占比为 32%。2020 年以来, 疫情下国人奢侈品消费回流, 境内消费占比达到 72%, 境内奢侈品消费市场规模达到 3000 亿元以上。2021 年, 国人奢侈品消费回流趋势延续, 境内消费占比达到 94-96%。当年免税渠道规模约 600 亿, 则免税渠道占比约为 18%。2) 未来来看, 免税市场规模 ≈ 国人奢侈品消费市场规模 * 境内消费占比 * 免税渠道占比, 我们预测 2025 年国人奢侈品消费达到万亿规模 (2019 年为 6700 亿元, 预计稳健增长), 其中境内消费占比约为 60%, 免税渠道作为消费回流重要驱动力, 境内奢侈品消费中占比为 30-36%。综合来看, 我们预计 2025 年国内免税市场规模达到约 1730-2454 亿元,

中性预期下市场规模达到约 2139 亿元。3) 拆分来看, 预计离岛免税市场规模达到约 1700 亿元, 市场规模占比约为 80%, 口岸免税疫情后恢复并稳健增长, 市内免税政策落地有空间, 合计市场规模占比约 20%。

图表 37: 国内消费者奢侈品境内消费规模迅速增长, 免税为重要渠道



资料来源: 贝恩, 国盛证券研究所

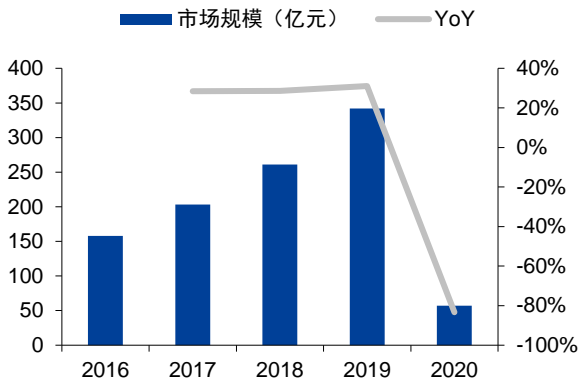
图表 38: 预计 2025 年国内免税市场规模为 1730-2454 亿元

	境内消费占比							
	40%	45%	50%	55%	60%	65%	70%	
离岛免税 渠道占比	26%	1091	1227	1363	1499	1636	1772	1908
	28%	1174	1321	1468	1615	1762	1908	2055
	30%	1258	1416	1573	1730	1887	2045	2202
	32%	1342	1510	1678	1846	2013	2181	2349
	34%	1426	1604	1783	1961	2139	2317	2496
	36%	1510	1699	1887	2076	2265	2454	2642
	38%	1594	1793	1992	2192	2391	2590	2789

资料来源: 国盛证券研究所预测

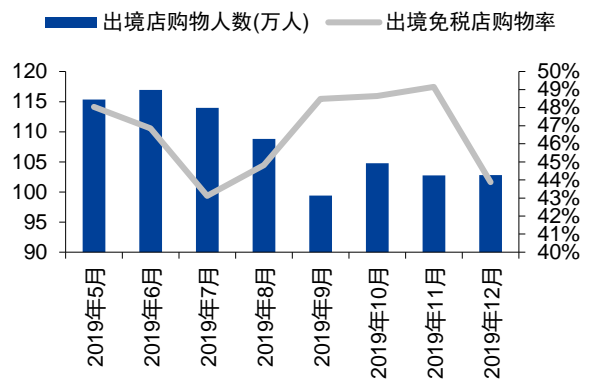
口岸免税当前主要受到疫情扰动, 预计疫情后恢复稳健增长。根据弗若斯特沙利文数据, 2019 年我国口岸免税市场规模为 342 亿元, 疫情前口岸免税市场规模三年复合增速达到 29.4%。2020 年疫情以来, 我国出入境人次显著降低, 口岸免税市场规模下降至 2020 年 57 亿元。随着疫情逐步控制, 出入境限制有望逐步放开, 口岸免税市场规模将逐步恢复, 预计恢复后口岸免税市场规模稳健增长。同时新口岸免税店持续设立和开放同时现有口岸免税店进行更新扩容, 且以中免为首的免税龙头规模优势下价格优势亦将逐步体现, 驱动口岸免税渗透率提升, 对标成熟市场韩国, 韩国出入境免税店购物率达到 50%, 长期空间可期。

图表 39: 疫情前口岸免税市场规模维持高速增长



资料来源: 弗若斯特沙利文, 国盛证券研究所

图表 40: 对标韩国来看, 国内口岸免税渗透率提升空间大



资料来源: 韩国免税协会, 国盛证券研究所

离岛免税市场规模稳健增长, 未来在海南离港人数、渗透率及人均购物金额共同驱动下稳步扩张。离岛免税市场规模=海南离港人数*渗透率*客单价。回顾过去来看: 根据海南统计局及海口海关, 疫情前 2013-2019 年海南离港人数复合增速为 8.5%, 至 2019 年达到 2896 万人。离岛免税购物渗透率由 2019 年 9.0% 提升至 2021 年 29.7% (其中 2019 年之前渗透率=离岛免税购物人次/机场离港量, 2019 年及之后渗透率=离岛免税购物人次/(机场+港口离港量))。人均消费由 2013 年 2947 元提升至 2021 年 7367 元, 离岛免税市场规模增长主要受到离岛免税渗透率及客单价提升驱动。

展望未来: 我们对于 2025 年离岛免税市场规模做出预测, 核心假设: 1) 疫情逐步控制下 2024 年离港人数恢复至 2019 年水平, 随后稳步增长。2) 人均消费受到居民消费水平提升、品类结构改变 (香化为主向高客单价产品转变) 等因素驱动稳步提升; 3) 渗透率由于离岛免税品牌逐步完善、购物体验提升、综合购物中心持续布局等因素提升。我们预计 2025 年离岛免税规模为 1531-1913 亿元, 中性预期离岛免税市场规模为 1700 亿元。

图表 41: 2025 年离岛免税市场规模预测

	客单价 (元)									
	9500	10000	10500	11000	11500	12000	12500	13000	13500	
转化率 (%)	36%	1198	1261	1325	1388	1451	1514	1577	1640	1703
	38%	1265	1332	1398	1465	1531	1598	1664	1731	1798
	40%	1332	1402	1472	1542	1612	1682	1752	1822	1892
	42%	1398	1472	1545	1619	1692	1766	1840	1913	1987
	44%	1465	1542	1619	1696	1773	1850	1927	2004	2081

资料来源: 国盛证券研究所测算

多项政策鼓励市内免税, 发展可期。1) 当前市内免税仍处发展初期, 市场规模有限。我国当前市内免税政策为回国补购型市内免税和出境市内免税店, 其中回国补购市内免税服务于 180 天有出入境记录的中国公民, 消费额度为 5000 元; 出境市内免税店针对离境外国游客, 没有额度限制但需要在机场保税区提货。当前国内市内免税仍处于发展初期, 根据弗若斯特沙利文数据, 2020 年我国市内免税市场规模仅为 6 亿元。2) 相对于口岸免税店, 市内免税店优势凸显且有望与口岸免税店一定程度错位竞争。相较于口岸免税店, 市内免税店多设在城市繁华商业区内, 选址灵活、租金可控、面积不受限、品

类全面、购物时间不受限制，优势凸显且与口岸免税店。3) 消费回流下政策多次提出促进市内免税发展，2022年4月，《关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》提到：“完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店”。参照海外经验，国内市内离境免税店将经营范围扩大至出境国人存在空间。长期来看，根据 GenerationResearch，全球市内免税店销售额占比在 50%以上；根据 KDFA，韩国市内免税店占比在 80%以上。目前我国市内免税仍处于发展初期，在政策支持下有望打开想象空间。

图表 42: 当前市内离境免税主要针对国际旅客而归国人员室内免税仍存限额

	归国人员市内免税	市内离境免税
定义	年满 16 周岁的中国旅客	向即将出境的国际旅客销售免税商品的商店
销售对象	入境内 180 天的中国籍旅客	即将出境的国际旅客
限购金额	5000	暂无
提货方式	即购即提	机场隔离区提货
主要经营主体	中出服、中侨	中免
目前主要	北京、上海、青岛等	北京、上海等 5 家

资料来源：海关总署，国盛证券研究所

图表 43: 国内政策积极指引，市内免税店空间可期

发布时间	文件名称	发布主体	相关内容
2018 年	《支持市内免税和进口商品直营店发展项目申报指南》	北京市政府	对市内免税店和进口商品直营店 2017 年 1 月 1 日以后的装修改造和硬软件设备购置等支出给予支持
2020 年	《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》	财政部、发改委、商务部等	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
2020 年	《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》	上海市政府	支持免税品经营企业增设市内免税店。
2021 年	《广州市加快推进消费国际化特色化若干措施》	广州市政府	加快提升我市消费供给的机构，积极引导争取开设市内免税店，释放免税消费潜力，更好吸引境外消费回流
2021 年	国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	国务院	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店
2022 年	关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见	国务院	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：公开资料，国盛证券研究所

3.3.2 中免地位稳固，空间可期

离岛免税：卡位布局、综合优势下预计高市占率维持。目前离岛免税经营主体增加，但预计中免有望凭借综合优势维持高市占率水平。1) 卡位布局：三亚凤凰国际机场和海口美兰机场免税店卡位口岸；市内布局来看，三亚国际免税城位置佳，销售额占比高。同时公司稳步推进新海港国际免税城项目，计划建成以免税为核心、多元业务协同发展的

旅游零售综合体，免税面积达到8万平方米以上。市内免税布局进一步增强，实现对海南离岛旅客的全方位覆盖。2) 综合实力领先。疫情后，海南离岛免税市场新增海旅/海控/中服/深免运营商，免税店从4家增至10家，但竞争对手四家门店从经营面积、供应链能力以及门店运营能力角度与中免仍存差距；中免22-24年将迎来美兰机场二期免税店、三亚机场免税店、海口国际免税城新店持续放量，预计较高水平市占率维持。

图表 44: 中免及海免为海南离岛免税中布局最广、经营面积领先的运营商

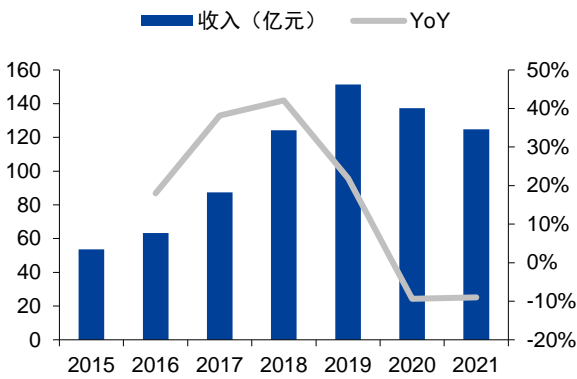
运营商	开业时间	免税店	城市	面积 (万㎡)
中国中免	2014年	三亚国际免税城	三亚	7.2
	2020年	凤凰机场免税店	三亚	总计 0.68
	预计 2022	凤凰机场免税店扩容	三亚	
	预计 2022	海口新海港	海口	
海免	2011年	美兰机场一期免税店	海口	3.2
	2019年	日月广场免税店	海口	2.2
	2019年	博鳌免税店	琼海	0.42
	2021年	美兰机场二期免税店	海口	0.93
中服	2020年	三亚免税国际购物公园一期	三亚	总计 3.3
	2021年	三亚免税国际购物公园二期	三亚	
海旅	2020年	海旅免税城	三亚	总计 9.5
	2021年	海口免税城一期	海口	
海控	2021年	海口免税城二期	海口	总计 3.9
	预计 2022	海口免税城三期	海口	
	深免	2021年	观澜湖免税店	

资料来源: 海口政府网站、海口本地宝、公司招股说明书等, 国盛证券研究所

口岸免税: 逐步复苏, 优势地位稳固。疫情前口岸免税店为中免主要的收入来源, 2018年及2019年分别占收入比重为68.8%和66.3%, 但是疫情影响下出入境均受到限制, 对口岸免税营业额影响巨大。但我国国际旅游增长动力仍在, 预计疫情恢复后反弹。据弗若斯特沙利文, 截至2020年, 中免在国内拥有125家口岸免税店, 占据69.7%的市场份额, 是国内第一大口岸免税运营商。中免拥有按2020年出境旅客吞吐量计前10大机场中9个机场的免税运营权(如上海浦东国际机场、上海虹桥国际机场、北京首都国际机场和广州白云国际机场, 这四处机场服务出境旅客占同年自中国经飞机出境旅客总数的50%), 优势地位稳固。

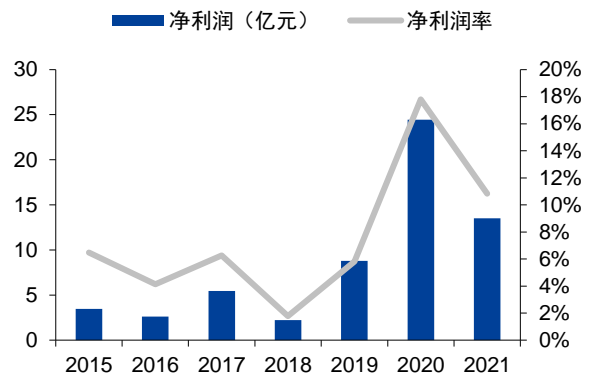
➢ **上海机场:** 2018年4月, 公司以15.5亿元收购日上上海51%股权, 同年7月中标虹桥国际机场和浦东国际机场免税店经营权。2019年上海机场国际旅客吞吐量达到3240万人次, 日上上海收入实现收入151.5亿元, 净利润8.8亿元。2020年疫情下公司积极推出日上直邮业务, 收入维持相对稳健, 日上上海收入同比2019年仅下滑9.4%。同时2020年日上上海与上海机场重签租金协议, 在国际客流<2019年月均国际客流时, 将销售提成与实际客流挂钩。新协议从2020年3月开始执行, 2020年实际租金为11.56亿元。盈利能力来看, 直邮盈利能力预计更强叠加重签租金协议下, 2020/2021年实现净利润24.4/13.5亿元, 净利润率水平达到17.8%/10.8%。

图表 45: 日上上海疫情前收入稳健增长, 疫情后直邮有所弥补



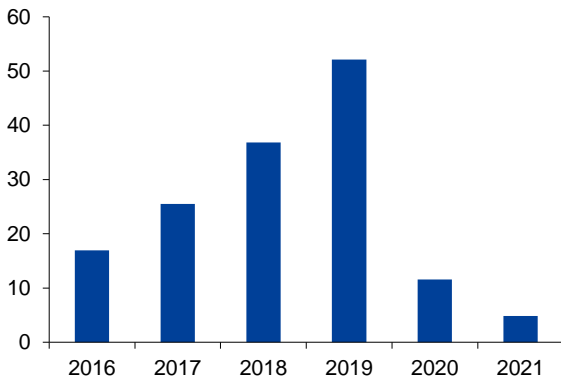
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 46: 2020年起新协议重签且直邮盈利能力强



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 47: 租金重签后向上海机场支付的租金 (亿元) 大幅降低



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

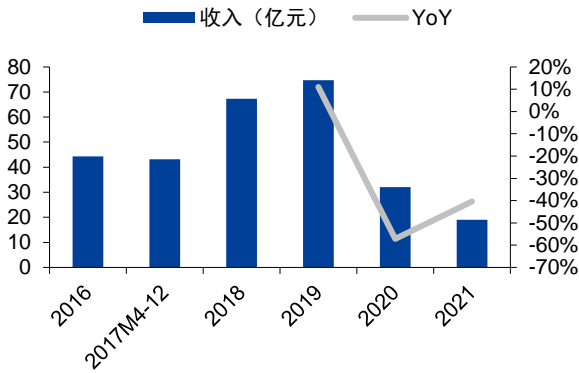
图表 48: 2020年3月起上海机场新租金协议实施

年度	若月实际国际客流 > 2019 年月均实际国际客流 × 80%		若月实际国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80%
	年实际国际客流 X (万人次)	年保底销售提成 (亿元)	
2019	X ≤ 4172	35.25	月实际销售提成 = 人均贡献 (135.28) × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58	
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59	
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88	
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59	
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64	
2025	5360 < X	81.48	

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

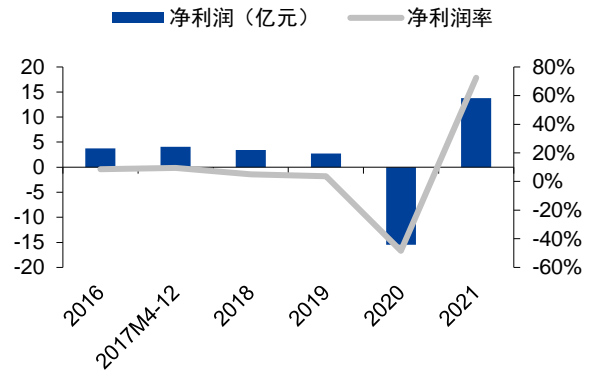
➤ **北京机场:** 2017年3月, 中免公司以3882万元收购日上中国51%的股权; 2017年7月, 公司旗下首都机场免税品公司和日上中国分别中标首都机场T2航站楼和T3航站楼免税经营权, 经营面积为1.5万平方米。2019年3月, 公司中标大兴机场免税经营权, 经营面积为5133平方米。2019年日上中国实现营收74.8亿元, 同比+11.0%, 净利率为3.7%。由于首都机场扣点率较高, 盈利能力相对不强; 疫情冲击下, 租金协议重新签订, 短期内将对公司经营业绩产生积极影响。长期来看, 疫情不改变北京机场国际枢纽的重要地位; 同时随着“一市两场”国际双枢纽目标达成, 预计2025年大兴机场实现旅客吞吐量7200万人次, 相对较优的大兴机场免税协议将有利于提升公司在北京地区整体盈利能力。

图表 49: 疫情前收入日上(中国)收入稳健增长



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 50: 由于租金成本较高, 日上中国盈利能力相对承压



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

市内免税提前布局, 未来或享受政策红利。1) 公司进行市内免税提前布局。目前公司拥有 5 家出境市内免税店, 分别位于青岛、厦门、大连、北京及上海, 同时积极推进与武汉、西安等城市的市内免税店落地, 提前布局。2021 年 12 月, 公司收购控股股东中国旅游集团圈子子公司持有的港中旅 100% 股权, 港中旅旗下中侨公司拥有回国补购市内免税店牌照, 有助于进一步整合免税资源, 完善市内免税布局。2) 市内免税对于综合运营能力提出较高要求, 中免有望持续领跑。由于市内免税店的直接竞争对象为海外目的地各类型零售商, 预计免税各种业态中对采购、运营、管理等要求较高, 中免有望在短期卡位布局的基础上, 凭借长期形成的供应链、运营等方面的综合实力持续领跑。

图表 51: 中免在已开业市内免税店基础上积极推进布局

时间	城市	合作内容
2020 年 7 月	武汉	中免与武汉港发集团签订战略合作意向备忘录, 推进中部地区首家市内免税店落地
2020 年 8 月	西安	中免与西安中大国际签订战略合作意向备忘录, 双方计划设立西安首个市内免税店项目
2021 年 2 月	成都	锦江区积极对接中免集团, 引入市内免税店
2021 年 2 月	天津	河北区积极对接中免集团, 引入市内免税店
2021 年 4 月	福州	福建省旅游发展集团与中免集团签署合作协议, 计划总投资 25 亿元, 在福州市区设立大型城市免税店
2021 年 4 月	广州	计划与中国中免共同建设粤港澳大湾区首个免税商业文旅综合体
2021 年 4 月	长沙	与湘江集团在长沙签署战略合作协议, 共同推进长沙首家市内免税店落地

资料来源: 各地区官方网站, 国盛证券研究所

长期来看, 公司规模优势之下价格优势有望持续体现; 品类结构仍有调整空间、购物体验预计持续优化; 国际市场积极布局, 免税龙头强者恒强。1) 品牌议价能力持续强化下价格优势或将持续体现。公司目前规模已经为世界第一, 议价能力不断增强带来更低的终端商品销售价格。目前中免旗下免税店/线上平台的多数热门单品销售价格在全球范围内具有竞争力, 未来规模优势带来的价格优势有望进一步体现。2) 奢侈品矩阵进一步完善, 销售结构持续优化。目前中免免税商品中香化占比 50% 以上, 有税销售中香化占比更高。当前中免积极推进与奢侈品牌合作落地, 同时叠加公司门店运营能力持续增强, 长期有望优化品类结构并打造核心竞争力。3) 国际市场积极布局。在疫情得到有效控制的前提下, 利用国际旅游恢复前的窗口期, 持续拓展港澳地区零售网络, 做好境外市场前景性布局, 不断提高国际行业地位和话语权。世界免税龙头强者恒强。

4. 盈利预测

离岛免税: 预计 2022 年海南客流约为 2021 年 75%，人均消费及免税转化率持续增长。同时当前折扣力度相对于去年来看整体有所放缓，预计毛利率有所提升。预计三亚海棠湾 2022/2023/2024 年实现收入 320.0/496.7/557.8 亿元，归母净利润 38.4/59.6/66.9 亿元。海免实现收入 96.4/140.9/166.6 亿元，归母净利润 8.2/12.0/14.2 亿元。

口岸免税: 预计 2022 年出入境仍然受到较大限制，2023 年开始有所恢复，2024 年恢复持续，人均消费及免税购买转化率稳步提升，此外线上直邮厚增收入及利润。预计日上中国 2022/2023/2024 年实现收入 13.0/42.8/65.2 亿元，归母净利润 0.0/0.2/0.7 亿元；日上上海实现收入 132.2/180.2/212.9 亿元，归母净利润 3.9/5.1/8.6 亿元。

综合来看，预计公司 2022-2024 年营收分别为 625.4/1046.7/1327.3 亿元，分别同比-7.6%/+67.3%/26.8%，归母净利润分别为 87.5/143.8/179.9 亿元，分别同比-9.4%/64.5%/25.1%。

图表 52: 盈利预测

	2021	2022E	2023E	2024E
收入 (亿元)				
三亚海棠湾	355.1	320.0	496.7	557.8
海免	159.6	96.4	140.9	166.6
日上中国	19.1	13.0	42.8	65.2
日上上海	124.9	132.3	180.2	212.9
其他	18.1	63.8	186.1	324.9
收入合计	676.8	625.4	1046.7	1327.3
归母净利润 (亿元)				
三亚海棠湾	41.7	38.4	59.6	66.9
海免	7.9	8.2	12.0	14.2
日上中国	7.0	0.0	0.2	0.7
日上上海	6.9	3.9	5.1	8.6
其他(包含批发利润)	33.0	36.9	66.9	89.5
归母净利润合计	96.5	87.5	143.8	179.9

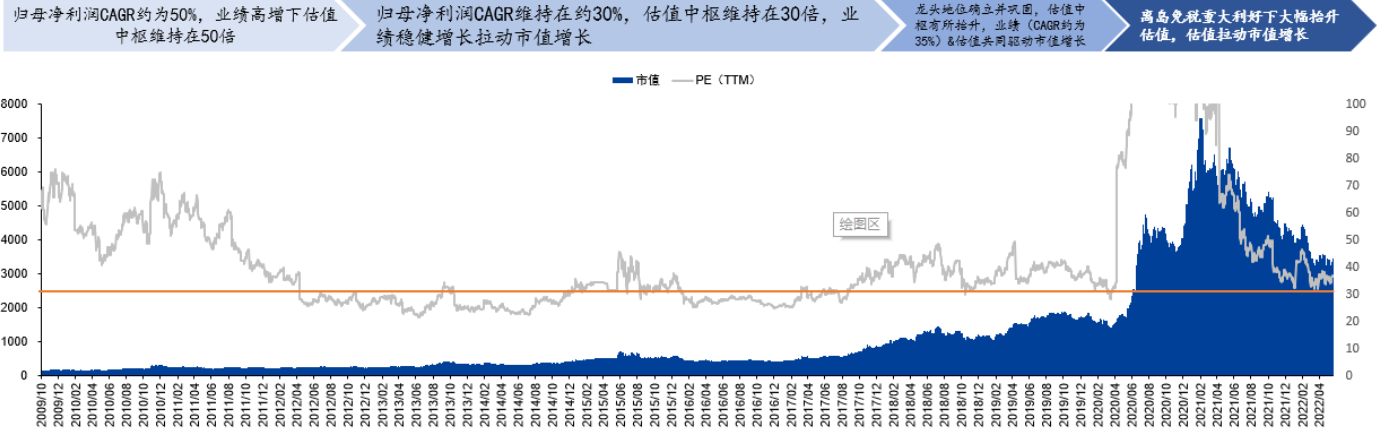
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

5. 投资建议

消费回流大背景下，离岛免税空间广阔，口岸免税有望逐步恢复，市内免税政策落地存在空间。公司作为免税绝对龙头，在海南、口岸、市内免税店卡位布局，形成采购、物流、渠道综合优势，并逐步完善运营等多重实力。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 2022-2024 年营收分别为 625.4/1046.7/1327.3 亿元，分别同比-7.6%/+67.3%/26.8%，归母净利润分别为 87.5/143.8/179.9 亿元，分别同比-9.4%/64.5%/25.1%。参考公司历史估值水平，给予公司目标价 221 元，对应 2023 年 PE 为 30 倍，给予“买入”评级。

图表 53: 公司历史稳态 PE 中枢维持在 30 倍



资料来源：公司公告，wind，国盛证券研究所

6. 风险提示

- 1) 疫情超预期：公司主要业务与海南客流及国际客流有关，若疫情发展超预期将对于公司业务产生角度影响。
- 2) 行业竞争加剧：众多国内企业纷纷申请免税经营资质，国外免税巨头觊觎中国免税市场，市场竞争存在更大不确定性。
- 3) 政策不确定：公司在国内的免税业务受政府政策影响较大，而政策存在不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One561号楼10层

邮编：200120

电话：021-38124100

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com