

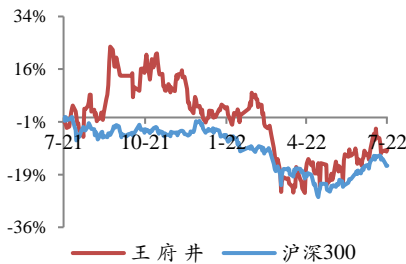
# 有税业务夯实基本盘，免税业务打造新的增长极

**投资评级：买入（首次）**

报告日期：2022-07-13

收盘价 (元)	23.68
近 12 个月最高/最低 (元)	32.74/19.87
总股本 (百万股)	1,135
流通股本 (百万股)	1,093
流通股比例 (%)	96.34
总市值 (亿元)	269
流通市值 (亿元)	259

## 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

电话：18516232831

邮箱：wanghy@hazq.com

## 相关报告

## 主要观点：

### ● 零售行业：多方冲击致“内忧外患”困境，改革升级寻破局之路

**短期来看**，疫情反复仍为线下经营恢复期内最大扰动因素，从2022上半年疫情对物流的影响看出，疫情“局部爆发”造成线上销售同样难以“独善其身”。但随着城市对突发疫情的适应性增强，疫后恢复时间缩短叠加补偿性消费动力足，我们认为疫情冲击后的修复有望形成窄幅上行态势，不宜过度悲观。**越过短期，我们认为更应关注零售行业在中长期维度上的变化与坚持。**透过供需拆分，可以看到行业在承压背景下仍存机遇与挑战，关键在于如何突破自身桎梏，更好地迎合并创造需求。(1)需求端：Z世代逐渐成为消费主力，需求多样化的同时淡化对各层级品牌的固有印象，国潮消费、兴趣消费等应运兴起。(2)供给端：a.传统零售：受线上挤压急需转型，路径可选但不局限于“零售+服务”、全渠道建设、切入品牌端等等；b.电商平台开始布局线下渠道，提升消费体验感，逐渐向非标品类渗透。

### ● 有税业务：转型升级改善业态结构，线上线下融合发展

**线下渠道**：公司以奥特莱斯、购物中心2种业态为核心，进行门店拓展。2021年，分别实现营收分别为16.07亿元(+30.53%)、20.61亿元(+19.79%)，分别占公司零售业务营收的12%(+3pct)和16%(+1pct)。收入增长除了疫后修复外，与公司线下转型升级息息相关。公司聚焦品牌与服务双维度，品牌方面，加强与重点品牌资源对接，提升运营效率；服务方面，创新服务管理，发挥引流作用，优化客户体验。**线上渠道**：公司开通了微信、微博、抖音、小红书等多个入口，通过线上商城、短视频与直播带货等运营模式触达消费者，提高转换率和复购率。2021年公司在微信私域和抖音公域直播场次合计2478场，观看量1164万人次，实现线上销售超10亿元。

### ● 免税行业：市场空间潜力巨大，行业竞争持续优化

**空间：(1) 口岸免税**是国内主流免税渠道，2019年口岸免税店市场规模为342亿元，占比为68.3%。由于疫情影响出入境，2020、2021年口岸免税店市场规模分别为57亿元(-83.3%)、19亿元(-66.7%)，后续随着疫情可控，出入境政策逐步放宽，有望实现较大反弹。(2) **离岛免税**：2020.7离岛免税新政实施，叠加疫情爆发限制出入境加速消费回流，离岛免税销售额放量增长，2021年达到494.70(+80.0%)亿元。后续随着疫情修复带动旅游业复苏，以及海南岛加快自贸港和国际旅游消费中心建设，有望带动离岛免税持续增长。经测算2024年离岛免税销售规模有望达到1440~2208亿元。(3) **市内免税**：市内免税政策限制较多，制约了市内免税的发展，2021年市内免税规模约6亿元，占比为1.2%。2020.3国家出台市内免税支持政策，随着后续市内免税政策进一步落实，我国市内免税市场有望释放巨大潜力。**竞争格局**：中免

凭借先发优势形成了规模壁垒，建立了覆盖全国的免税物流配送体系，建立了直采渠道，竞争优势显著，2021年中免国内免税市占率86.0%。为了鼓励免税行业适度竞争，国家新发免税牌照，并放开了离岛免税经营资质，免税运营商在规模、流量、效率等方面竞争加剧。

● **免税业务：内部+外部资源协同，助力免税业务发展**

公司发挥自身产业链资源与集团资源的协同作用：**(1) 公司有望将有税业务上积累的位置优势、品牌资源、运营能力迁移到免税业务：**①位置：公司百货、购物中心门店占据北京、武汉、成都等热门城市核心商圈，有望布局免税业务；②品牌资源：公司与全球众多知名零售品牌商形成了长期稳定的战略合作关系，搭建了自营业务市场化采购运营管理体系，有望打造独特的免税品类供应链，形成差异化的商品力。③运营：公司持续强化线上运营能力的建设，整合线上线下系统，公司有望在免税业务上复制全渠道经营模式，同时打通会员体系，为免税业务引流。

**(2) 控股股东资源丰富赋能免税业务：**2021.9北京环球影城正式营业，预计每年为通州带来1200万人次客流量。首旅集团通过首寰投资间接控股北京环球影城，公司有望在北京环球影城布局市内免税业务。**公司主要通过合资获取外部资源：**公司与海南橡胶合资成立免税公司，海南橡胶背靠国资委，控股股东海垦集团“地产+旅游康养+仓储物流”资源丰富，有望协同免税业务发展。

● **投资建议**

短期来看，百货转型效果显著，购物中心、奥特莱斯、专业店、超市等业态持续拓展，叠加线上渠道多触点引流，有税业务有望稳定增长；长期来看，免税门店逐步落地，凭借有税业务竞争优势、控股股东赋能、合资方资源优势，免税业务有望成为公司新的增长点。我们预计公司2022~2024年EPS分别为1.16、1.25、1.35元/股，对应当前股价PE分别为20、19、18倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **风险提示**

局部地区疫情反复；免税业务进展不及预期；行业竞争加剧

● **重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	12753	13480	15150	16380
收入同比 (%)	10.6%	5.7%	12.4%	8.1%
归属母公司净利润	1340	1317	1423	1528
净利润同比 (%)	295.6%	-1.7%	8.0%	7.4%
毛利率 (%)	42.1%	37.9%	39.2%	40.0%
ROE (%)	6.9%	6.5%	6.6%	6.6%
每股收益 (元)	1.36	1.16	1.25	1.35
P/E	19.79	20.41	18.89	17.59

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 全国零售连锁龙头，有税+免税双轮驱动 .....	7
2 线下零售：经营环境恶化，积极转型寻求自救 .....	12
2.1 困境：疫情反复叠加多方冲击，经营承压 .....	12
2.1.1 短期：疫情扰乱线下消费，不改长期复苏趋势 .....	13
2.1.2 中长期：供需结构性变化，电商转型加剧竞争 .....	14
2.2 破局：多维度重塑，提升竞争力 .....	20
2.2.1 “零售”向“零售+”转型，提升消费体验感 .....	20
2.2.2 线上线下融合提升转化率，数字化赋能打通全渠道 .....	22
2.2.3 调改+自采自营+打造自有品牌，构建商品差异化 .....	23
3 免税：市场空间广阔，竞争维度多元化 .....	24
3.1 口岸免税为主流，离岛+市内免税大有可为 .....	25
3.1.1 口岸免税：主要免税渠道，疫后逐步恢复可期 .....	25
3.1.2 离岛免税：政策放开引导消费回流，市场空间广阔 .....	28
3.1.3 市内免税：尚处于起步阶段，具备较大潜力 .....	32
3.2 中免为行业龙头，牌照新发鼓励适度竞争 .....	35
3.3 从牌照竞争，向多维度竞争转变 .....	38
4 有税业务：转型+收购，扩规模+调结构 .....	39
4.1 百货：吸收首商扩大规模，积极调改提升坪效 .....	39
4.2 购物中心：拓店持续推进，升级+营销吸引新流量 .....	43
4.3 奥特莱斯：收购万宁首创奥莱，布局海南市场 .....	44
4.4 专业店：打造自营平台，聚焦潮流+运动品牌 .....	45
4.5 超市：自营+合营，发挥协同作用 .....	46
4.6 电商：线上线下融合，数字化赋能发展 .....	46
5 免税业务：发挥协同作用，打造第二增长级 .....	47
5.1 组建核心管理团队，为免税业务奠基 .....	47
5.2 借力当地企业，布局离岛免税 .....	47
5.3 有税板块协同，竞争优势显著 .....	49
5.4 首旅集团资源丰富，赋能免税业务 .....	51
盈利预测及投资建议： .....	53
盈利预测 .....	53
投资建议 .....	54
风险提示： .....	54
财务报表与盈利预测 .....	56

## 图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 公司零售业态布局 (截至 2021 年末)	8
图表 3 业态布局	8
图表 4 公司营业收入及其增速	9
图表 5 公司归母净利润及其增速	9
图表 6 各业态营收 (亿元)	10
图表 7 各业态营收占零售业务营收比例 (%)	10
图表 8 各地区营收 (亿元)	10
图表 9 各地区营收占零售业务营收比例 (亿元, %)	10
图表 10 公司股权结构	11
图表 11 股票期权激励对象及行权情况	11
图表 12 股票期权业绩考核条件	12
图表 13 餐饮业开店率与关店率变化	13
图表 14 餐饮业门店留存率	13
图表 15 中国餐饮市场规模趋势变化	13
图表 16 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数	14
图表 17 全国社零总额及增速	14
图表 18 零售行业全渠道产业链	14
图表 19 Z 世代每月平均支出情况 (元)	15
图表 20 Z 世代消费倾向	15
图表 21 网络购物用户规模及网络购物渗透率	16
图表 22 网上零售总额及增速	16
图表 23 2020 年网络零售分品类交易额 TOP10	17
图表 24 数字化助力线下渠道升级	17
图表 25 盒马商业模式	18
图表 26 盒马全渠道运营模式	18
图表 27 传统模式与 DTC 模式对比	19
图表 28 2021 年品牌商布局私域流量营销渠道	19
图表 29 优衣库线上线下平台一体化	20
图表 30 IP 主题展	21
图表 31 多种风格公共空间	21
图表 32 全国首个科技智创空间—图灵 101	22
图表 33 国风次元文化街区——鲤小巷	22
图表 34 线上线下全渠道数字化	22
图表 35 百联 SAAS 服务化平台	23
图表 36 2019~2021 年杭州大厦调改历程	24
图表 37 免税行业产业链	24
图表 38 免税店分类	25
图表 39 进出境口岸免税政策	25
图表 40 我国口岸免税店市场规模及增速变化	26
图表 41 我国口岸免税销售占比变化	26

图表 42 我国出境人次及增速变化	27
图表 43 我国入境人次及增速变化	27
图表 44 出入境政策逐步放开	27
图表 45 海南离岛免税政策逐步放开	29
图表 46 2020.7 以来海南离岛免税持续放量	29
图表 47 海南离岛免税销售额迅速增长	29
图表 48 离岛免税渗透率大幅提升	30
图表 49 离岛免税客单价大幅提升	30
图表 50 海南省接待旅客人数变化	30
图表 51 海南省积极承接海外消费回流政策	31
图表 52 离岛免税空间测算及敏感性分析	32
图表 53 市内免税店类型	32
图表 54 市内免税店市场规模	33
图表 55 市内免税店销售占比	33
图表 56 韩国市内店、机场店面积对比	33
图表 57 上海、北京机场扣点率	34
图表 58 市内免税政策	34
图表 59 韩国免税市场规模	35
图表 60 韩国市内免税店销售占比 (2022.4)	35
图表 61 中免运营高效体系	36
图表 62 全球免税市场份额 (2021 年)	36
图表 63 国内免税市场份额 (2021 年)	36
图表 64 免税运营商经营范围	36
图表 65 海南离岛免税店情况	37
图表 66 海南离岛免税店布局	38
图表 67 免税经营向多元竞争转变	39
图表 68 北京王府井商圈	39
图表 69 成都春熙路商圈	39
图表 70 2020 年王府井百货布局	40
图表 71 2020 年首商集团百货布局	40
图表 72 东安市场空间设计	41
图表 73 东安市场品牌布局	41
图表 74 东安市场各楼层品牌	42
图表 75 哈姆雷斯	42
图表 76 和平菓局	43
图表 77 百货、购物中心、奥特莱斯门店数量变化	44
图表 78 奥特莱斯门店风格	45
图表 79 万宁首创奥莱	45
图表 80 万宁首创奥莱位置	45
图表 81 专业店门店	46
图表 82 免税业务核心管理团队	47
图表 83 公司和海南橡胶合资成立免税经营子公司	48
图表 84 海垦集团核心商业地产项目	49
图表 85 自有物业所处核心商圈	49

图表 86 公司部分品牌资源.....	51
图表 87 免税业务线上线下整合 .....	51
图表 88 首旅集团旗下产业布局 .....	52
图表 89 首旅集团控股北京环球影城.....	53
图表 90 盈利预测 .....	53

# 1 全国零售连锁龙头，有税+免税双轮驱动

王府井集团股份有限公司（后简称“王府井”或“公司”）是国内最大的零售集团之一，销售网络覆盖中国七大经济区域，业务涵盖百货、购物中心、奥特莱斯、超市等多种业态，新增布局免税业务板块，有望形成有税+免税双轮驱动。公司主要发展历程如下：

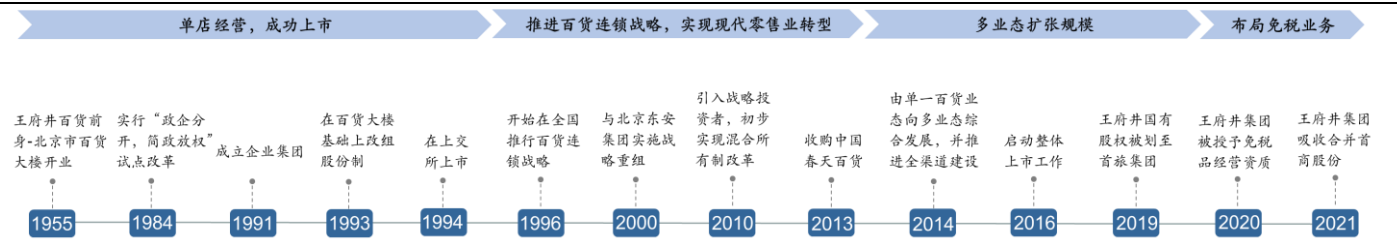
**(1) 1955-1995 单店经营，成功上市。**公司前身是由国家投资、建设的北京市百货大楼，创立于 1955 年，1991 年成立了企业集团，1993 年改组股份制。公司以北京百货大楼为主体，实施单店经营战略，并于 1994 年成功在上交所上市。

**(2) 1996-2013 推进百货连锁战略，实现现代零售业转型。**为了应对超市、大卖场、专卖店、家电连锁等新兴业态的强势兴起，1996 年公司开始在全国推进百货连锁战略。2000 年，公司与北京东安集团实施战略重组，整合北京国有商业资源，扩大在北京零售市场的占有率。2013 年收购中国春天百货集团，巩固北京大本营市场的同时，拓展了贵阳、厦门、青岛等空白城市，加速了全国连锁化。截至 2013 年末，公司完成初创阶段的工作，成功在中国七大经济区域完成门店布局。

**(3) 2014-2019 多业态扩张规模，整合线上线下全渠道资源。**  
**①线上渠道：**随着互联网发展，淘宝、天猫、京东等网络零售对传统百货造成冲击，公司通过网上商场、APP 购物平台布局线上渠道。  
**②线下渠道：**这一阶段也是公司多业态布局的重要时期，公司在线下迅速发展购物中心业态，以满足消费者一站式消费的需求；并借助中国春天百货带来的奥莱经营管理经验，高起点进入奥莱业态，由线性扩张转为树状发散，协助公司实现在规模与效益两个维度的发展。

**(4) 2020-至今：获取免税牌照，打造第二增长曲线。**2020.6，公司获得免税品经营资质，正在同步推进北京口岸免税店和海南岛内免税店的建设进程，有望形成“有税+免税”的双轮驱动。

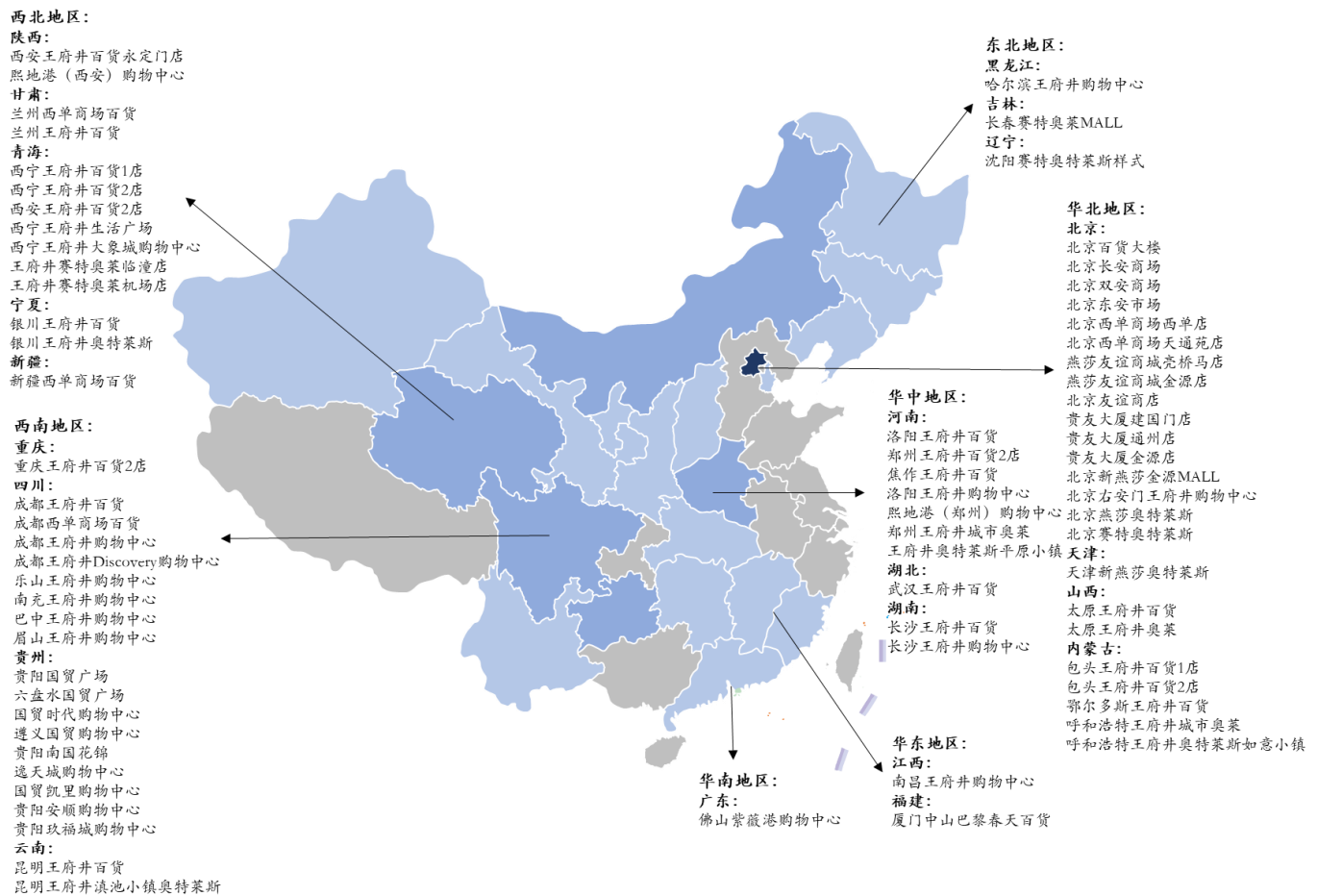
图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，华安证券研究所

**打造 5+2 业务模式，形成全国化布局。**  
**(1) 业务模式：**公司全面推进百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税 5 大业态协同发展，着力提升自营业务、线上业务 2 大经营能力，打造以顾客为核心、线上线下融合互通的“5+2”业务模式。  
**(2) 规模：**公司以大店为基础，以强店为支撑，以新店为补充进行规模扩张，截至 2021 年末，公司销售网络已经覆盖全国 7 大经济区域，35 个城市，共运营 74 家连锁门店（其中自有门店 28 家，租赁门店 46 家；百货 38 家，购物中心 22 家，奥特莱斯 14 家），主要布局西北、西南和华北地区。

图表 2 公司零售业态布局 (截至 2021 年末)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 3 业态布局

业务	经营模式	门店数量	位置	2021 年营收 (亿元)	2021 年毛利率 (%)
百货	联营、自营和租赁, 以联营为主	38	北京、山西、内蒙古、河南、湖南、湖北、福建、云南、四川、山西、甘肃、青海、重庆、宁夏、新疆	71.09	37.14%
购物中心	以租赁为主	22	北京、黑龙江、河南、四川、贵州、广东、江西、湖南	20.61	50.49%
奥特莱斯	联营、自营和租赁, 以联营为主	14	吉林、辽宁、北京、天津、山西、内蒙古、河南、青海、宁夏、云南	16.07	69.70%
超市	自营、合资	王府井生活超市 12 家; 王府井吉选超市 4 家; 王府井首航超市 11 家	南充、巴中、北京、内蒙古、南昌、成都、洛阳等	4.93	14.46%

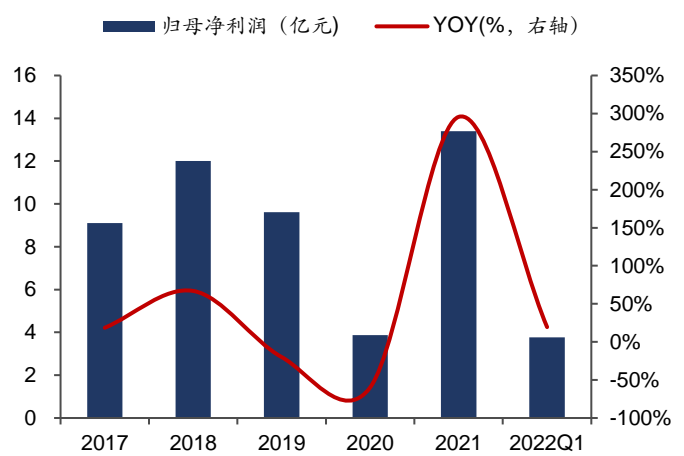
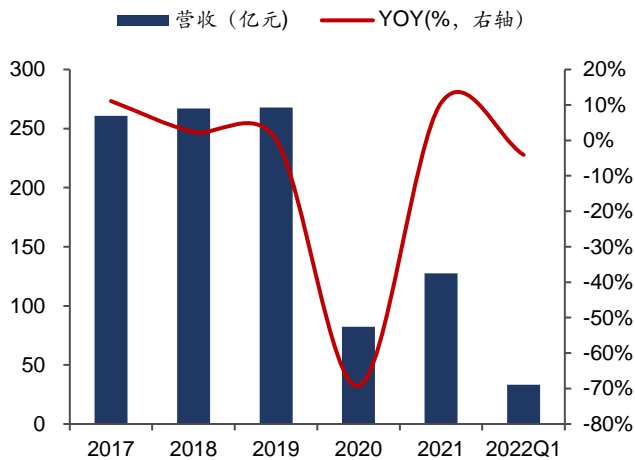
专业店	自营、加盟	睿高翊 21 家门店； 睿锦尚品 21 家门店； 法雅商贸 20 家（其中自营店铺 173 家，加盟店铺 247 家），卖场 4 家	北京、杭州、沈阳、西安、长沙等	17.91	15.49%
线上	自营	/	微博、微信公众号、抖音、小红书、官网	10+	/
免税	合资、自营	正在布局	海南、北京	/	/

资料来源：公司公告，华安证券研究所

**疫情影响转淡经营企稳，合并首商增厚利润。**2020 年公司实现营收 82.23 亿元 (-69.30%)，受收入准则变更影响较大，新收入准则可比口径下，同比下降 5.87%，主要是受新冠疫情影响。2020 年公司实现归母净利润 3.87 亿元 (-59.77%)，主要是疫情期间对中小商户减租让利，后疫情阶段增加促销力度导致主业毛利率下降等共同影响所致。2021 年公司实现营收 127.53 亿元，同比增长 10.55%，剔除门店变动因素，同店同比增长 8.91%；归母净利润 13.40 亿元，同比增长 295.61%，主要是因为：(1) 公司吸收合并首商股份带来约 5.79 亿元当期净损益；(2) 疫情影响转淡，公司抓住恢复窗口期，大力扩销增效，同时严控成本费用；(3) 2020 年受疫情影响较重，存在低基数效应。

图表 4 公司营业收入及其增速

图表 5 公司归母净利润及其增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分业态来看，受吸收合并首商股份、疫情对于各业态影响程度不同以及公司持续推进布局新业态共同影响，公司业态结构得到进一步优化，新业态占比持续提升，业态分布更为合理。

(1) **百货**：2021 年综合百货营收 71.09 亿元 (+9.91%)，在公司零售业务营收中占比 54% (-16pct)，是营收构成的主体。

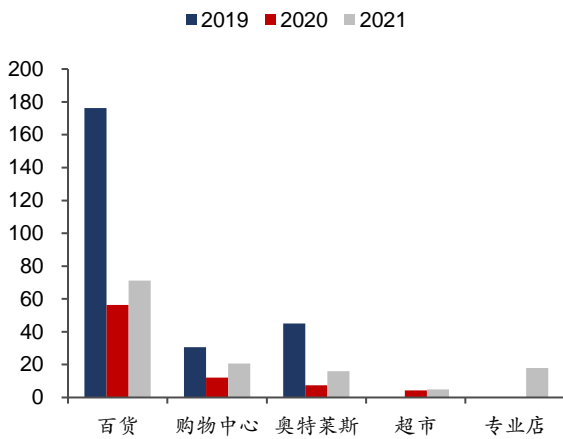
(2) **奥莱及购物中心**：奥莱业态的高性价比国际品牌资源、以及购物中心的多元体验一站式消费更加受到消费者青睐，二者经营优势明显，销售恢复明显好于传统百货、超市，2021 年奥莱和购物中心营收分别为 16.07 亿元(+30.53%)、20.61 亿元(+19.79%)，分别占公司零售业务营收的 12% (+3pct) 和 16% (+1pct)。

(3) **超市**: 超市业态受线上冲击明显, 实体超市销售下滑的局面短时难以扭转, 2021 年营收 4.93 亿元 (+13.97%), 占公司零售业务营收的 4% (-1pct)。

(4) **专业店**: 睿锦尚品抓住高端商品快速增长的市场机遇, 营收同比增长 62.6%, 法雅商贸受棉织品原产地事件以及新国潮崛起等因素的影响, 销售有所下降, 2021 年专业店营收 17.91 亿元 (-3.45%), 占公司零售业务营收的 14%。

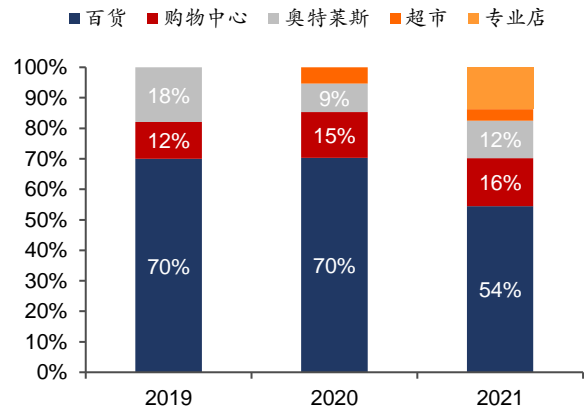
分地区来看, 华北、西南、西北地区为公司核心区域, 2021 年营收分别为 69.32 亿元 (+12.38%)、31.06 亿元 (+13.14%)、14.87 亿元 (+12.47%), 营收占比分别为 51%、23%、11%。主要是因为: (1) 疫情影响转淡后多业态协同共进, 经营情况有所改善; (2) 首商股份主要布局北京、天津、河北、山西、内蒙、新疆、四川、甘肃 (其中 2020 年北京地区营收 24.83 亿元, 占主营业务营收 83%), 公司吸收合并首商股份后, 进一步提升了华北、西南、西北地区市占率。

图表 6 各业态营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

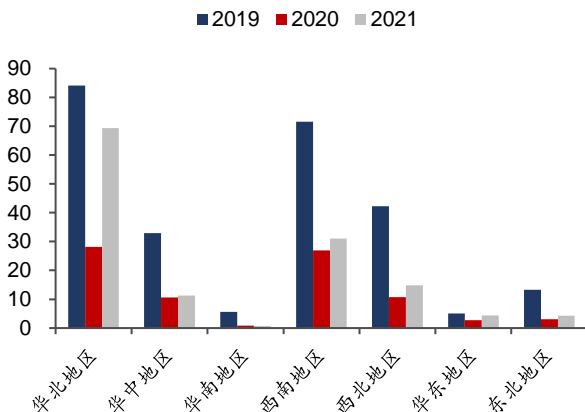
图表 7 各业态营收占零售业务营收比例 (%)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 因 2021 年合并首商导致各业态占比发生大幅变化

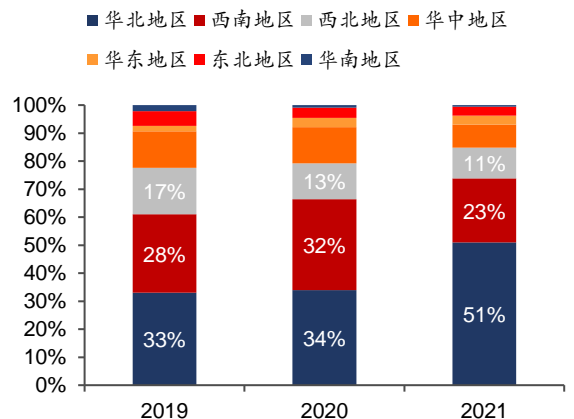
图表 8 各地区营收 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 吸收合并首商股份后, 公司在华北地区增加 8 家门店, 在西北地区增加 2 家门店, 西南地区增加 1 家门店

图表 9 各地区营收占零售业务营收比例 (亿元, %)

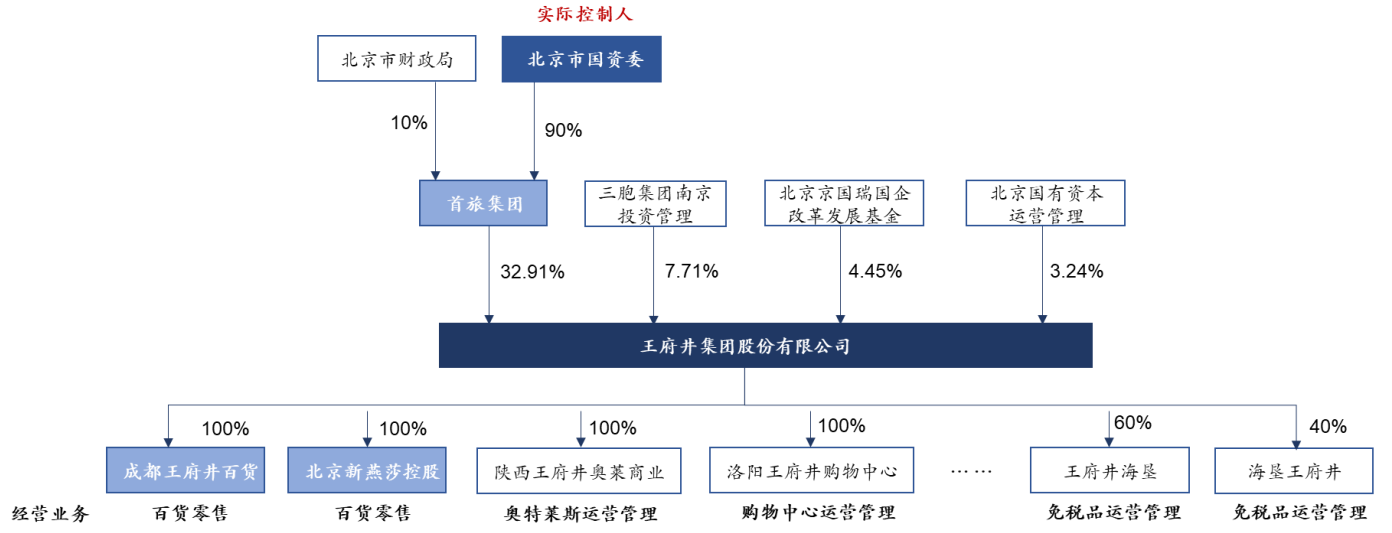


资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

注: 因 2021 年合并首商导致个地区营收占比发生大幅变化

**股权结构优化，首旅集团赋能发展。**股权结构优化：2017 年公司吸收合并控股股东王府井国际，2018 年首旅集团合并王府井东安，2019 年王府井东安将持有的公司股份全部划转至首旅集团，减少股权结构的中间层级，进一步提高决策效率、优化公司治理结构。截至 2021 年末，首旅集团持股 32.91%，为公司控股股东，北京国资委为实际控制人。**首旅集团赋能发展：**(1) 2021 年公司吸收合并首旅集团旗下的首商股份，有望实现资源整合，发挥协同效应，进一步提升公司在北京地区的市占率。(2) 公司有望充分利用首旅集团在酒店、餐饮、旅游、出行、娱乐等方面的资源优势，协同有税业务提升客流量，助力免税业务布局北京环球影城。

图表 10 公司股权结构



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：成都王府井百货、北京新燕莎控股 2021 年净利润贡献超过 10%

**股票期权激发管理层积极性，推动购物中心+奥莱业态发展。**2020 年，公司实施股票期权计划，2021-2023 年扣非后归母净利润考核目标分别为 8.67、9.39、10.11 亿元，增速分别为 20.0%、8.3%、7.7%；2021~2023 年购物中心和奥特莱斯业态营业收入占比分别不低于 30%、40%、50%。公司还进一步对个人设置了绩效考核体系，能够充分将管理层以及核心员工利益与公司发展深度绑定，激发积极性，同时助力购物中心、奥莱业态发展，优化业态结构。

图表 11 股票期权激励对象及行权情况

姓名	职务	已获授股票期权数量 (万份)	本次可行权股票期权数量 (万份)	本次可行权数量占 2020 年股票期权激励 计划授予总量的比例 (%)	本次可行权数量占 目前总股本的比例 (%)
杜宝祥	董事长	30	9	30	0.0079
尚喜平	董事、总裁	30	9	30	0.0079
杜建国	董事、副总裁	20	6	30	0.0053
张建国	常务副总裁	20	6	30	0.0053
周晴	副总裁	20	6	30	0.0053

DONLEY WENDY WANG (王宇)	副总裁	20	6	30	0.0053
曾群	副总裁	20	6	30	0.0053
胡勇	副总裁	13.5	4.05	30	0.0036
岳继鹏	原董事会秘书	10	3	30	0.0026
管理骨干 (74 人)		439.25	131.25	30	0.1159
其他核心人员 (42 人)		115	34.5	30	0.0305
合计		737.75	220.8	30	0.1949

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 12 股票期权业绩考核条件

公司层面业绩考核条件				
解除限售安排	净利润增长率 (以 2016-2018 年度扣非后 归母净利润平均值为基数)	扣非后归母的加权平均 ROE	购物中心和奥莱业态门 店营业收入占所有门店 总营业收入的比例	解除限售 比例
第一个行权期	不低于 20%、不低于当年对 标企业 75 分位值 (已达成)	不低于 8%、不低于当 年对标企业 75 分位值 (已达成)	<b>不低于 30% (已达成)</b>	30%
第二个行权期	不低于 30%、不低于当年对 标企业 75 分位值	不低于 8.5%、不低于当 年对标企业 75 分位值	<b>不低于 40%</b>	30%
第三个行权期	不低于 40%、不低于当年对 标企业 75 分位值	不低于 9%、不低于当 年对标企业 75 分位值	<b>不低于 50%</b>	40%
2016-2018 均值 (基数)		2021	2022	2023
扣非后归母净利 润 (亿元)	7.22	8.67	9.39	10.11
YOY (%)	-	20.0%	8.3%	7.7%
个人层面业绩考核条件				
考评结果	优秀	良好	合格	不合格
标准系数	100%	100%	75%	0%
激励对象上一年度考核合格后才具备股票期权当年度的行使资格，个人当年实际行使股票期权额度=标准系数× 个人当年计划行使股票期权额度				

资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：按照申银万国行业划分标准，剔除其中的 ST 公司和最近三年曾出现过亏损（净利润为负）的公司后，选取“一般零售”行业分类下业务较为相似的 28 家 A 股上市公司作为同行业对标企业。参考 28 家对标企业历史数据看，2016-2018 年王府井扣非后归母净利润增长率分别处于 25、93、89 分位值，扣非后归母加权平均净资产收益率分别处于 43、64、89 分位。

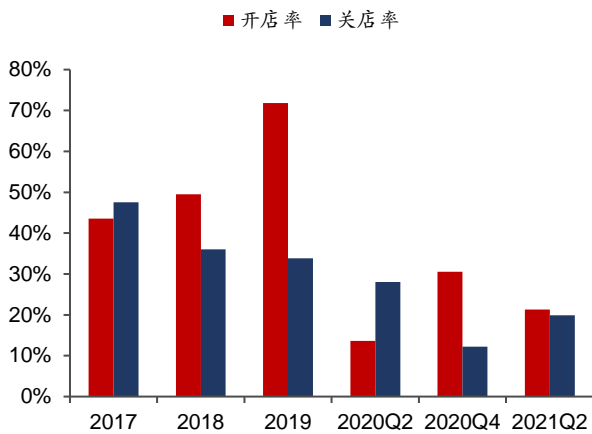
## 2 线下零售：经营环境恶化，积极转型寻求自救

### 2.1 困境：疫情反复叠加多方冲击，经营承压

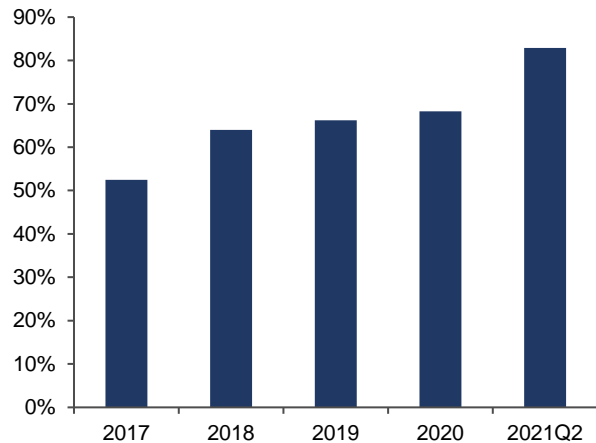
### 2.1.1 短期：疫情扰乱线下消费，不改长期复苏趋势

疫情初期线下出现闭店潮，常态化后平稳复苏。2020 年受突发疫情以及居家隔离防疫政策影响，部分线下消费场景消失，出现了大规模闭店潮，根据《2021 中国餐饮大数据白皮书》，2020Q2 餐饮门店规模同比下降 14.4%，关店率达 28.0%，远高于 13.6% 的开店率；随着 2020 年下半年疫情转淡，线下消费迅速恢复，2020Q4 开店率达 30.5%，远高于 12.2% 的关店率。一方面体现出疫情防控得力对经营环境的环比修复，另一方面体现了被动补偿性开店的特征。

图表 13 餐饮业开店率与关店率变化



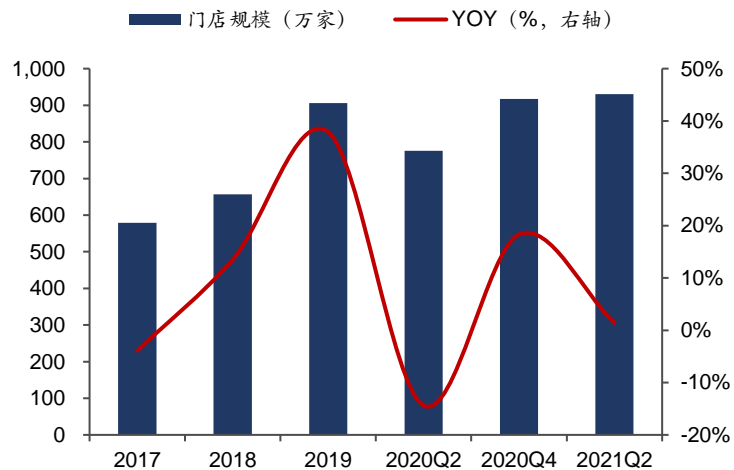
图表 14 餐饮业门店留存率



资料来源：《2021 中国餐饮大数据白皮书》，华安证券研究所

资料来源：《2021 中国餐饮大数据白皮书》，华安证券研究所

图表 15 中国餐饮市场规模趋势变化

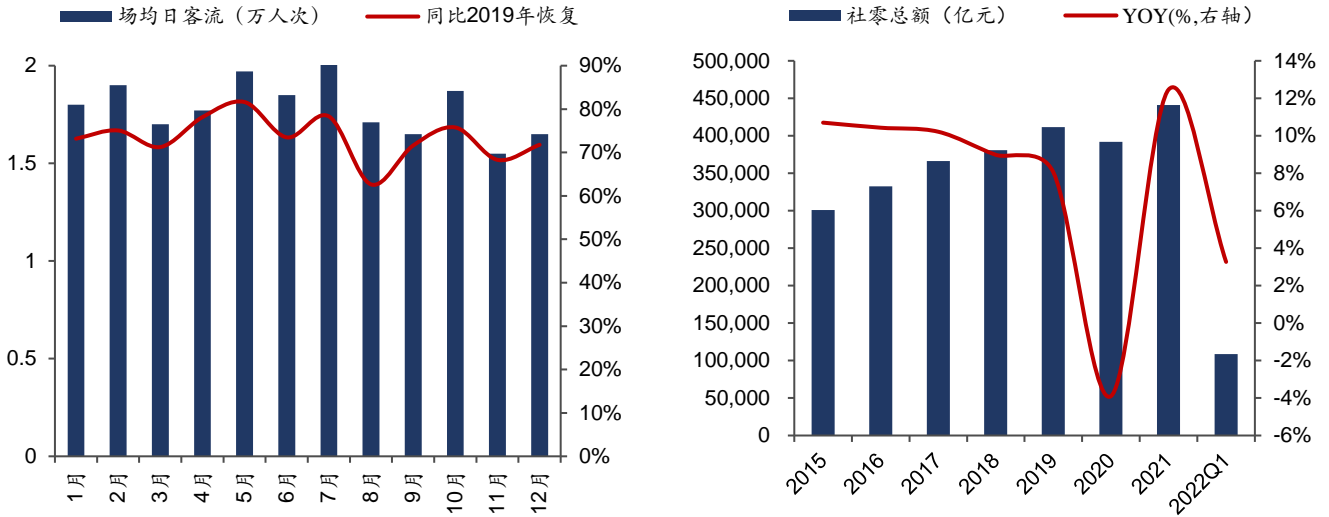


资料来源：《2021 中国餐饮大数据白皮书》，华安证券研究所

疫情反复下适应性增强，中长期恢复趋势不变。根据汇客云数据，2021H2 疫情反复比较频繁，但和以往的市场表现有所不同，犹以疫情后修复时间缩短较为突出，主要体现在客流恢复指数整体呈上升趋势，表明城市应对突发疫情的适应性增强，消费者对于疫情的恐慌情绪减弱。2021 年全国社零总额为 44.08 万亿元

(+12.5%)，零售市场回暖。2022 年至今疫情反复仍在持续，短期会对零售业造成一定冲击，但不改中长期修复趋势，2022Q1 全国社零总额为 10.87 亿元 (+3.3%)。

图表 16 2021 年各月出现疫情反复城市数量及客流恢复指数 图表 17 全国社零总额及增速



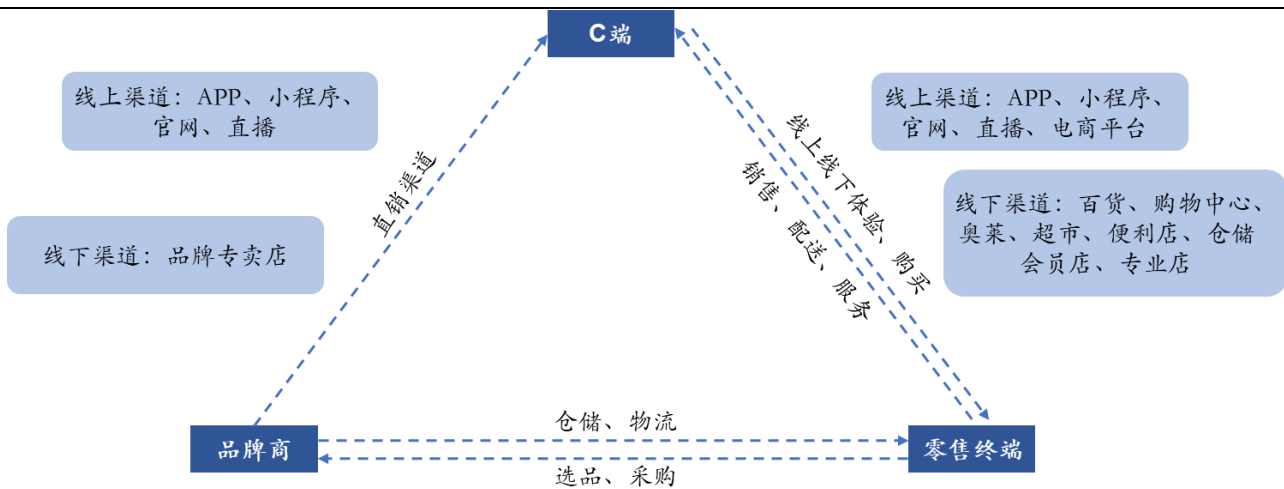
资料来源：汇客云，华安证券研究所

资料来源：国家统计局，华安证券研究所

### 2.1.2 中长期：供需结构性变化，电商转型加剧竞争

零售行业涉及细分领域广泛，上游主要涵盖多个行业的产品品牌商，中游为不同模式的零售终端，下游为消费者。随着消费需求多样化、电商平台通过直播、线下云店向非标品渗透以及品牌商自建线上渠道，百货零售商经营承压，迫切寻求转型，通过业态多元化、数字化赋能打通全渠道、商品差异化等方式增强消费者黏性，提升盈利能力。

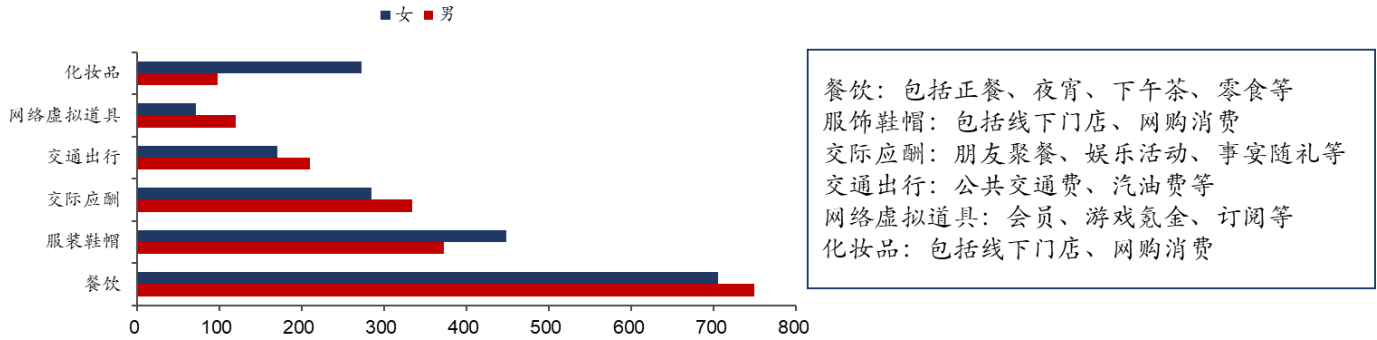
图表 18 零售行业全渠道产业链



资料来源：神策数据，华安证券研究所

**A.从需求端来看,Z时代成为消费主力。**Z世代是指1995-2009年出生的人群,约2.6亿人,随着Z时代迈入社会,逐步成为消费的主力。根据CBNData报告显示,我国Z世代开支达4万亿人民币,约占全国家庭总开支的13%,消费增速远超其他年龄层。根据企鹅调研数据,餐饮消费是Z世代最主要的消费支出,男生在交际应酬、交通出行、网络虚拟道具的消费上多于女生,而女生在服装鞋帽、化妆品的消费显著超过男生,其中化妆品支出每月平均达272.6元。Z世代蕴含着巨大的消费潜力,迎合Z世代的消费偏好,吸引和转化Z世代群体成为新的增长机遇。

图表 19 Z世代每月平均支出情况 (元)



资料来源: 企鹅调研, 华安证券研究所

复杂的成长环境交互作用使得Z世代消费需求呈多样化、个性化。Z世代成长环境较为独特:(1)Z世代成长于经济高速发展的时代,家庭物质条件较为充裕;(2)Z世代出生于全面计划生育世代,独生子女较多,孤独感较强,更渴望通过不断消费,获得即时满足;(3)Z世代成长于社交媒体迅速崛起的时代,热衷于在社交平台上搜集信息、开展社交、分享生活,构建圈层文化获得情感支撑。**消费特征呈现多元化趋势:**(1) **兴趣消费:** Z世代愿意为兴趣买单,比如购买手办、漫画、游戏氪金等;(2) **“国潮”消费:** Z世代享受到了时代发展的红利,具有强大的爱国热情和文化自信,忠爱国货品牌,比如李宁、百雀羚、回力等;(3) **“偶像”消费:** Z世代热衷于追求理想人设,喜欢购买偶像代言产品以及跟随KOL直播种草等;(4) **便捷消费:** Z世代是“懒经济”的主要群体,偏爱预制食品、外卖和到家服务等;同时也热衷追求“宅文化”;(5) **颜值消费:** Z世代热衷追求高颜值事物,不仅努力提升自身颜值,也非常注重产品外观,美妆、护肤、高颜值产品受到追捧;(6) **情感消费:** Z世代偏爱萌宠,宠物给他们带来了不可替代的陪伴感。(7) **奢侈消费:** 根据TMI腾讯营销洞察&BCG调研数据,2020年奢侈品市场,Z世代消费占比为15%,其中,增量市场中,Z世代占比为26%,正逐步成为奢侈品市场主力。

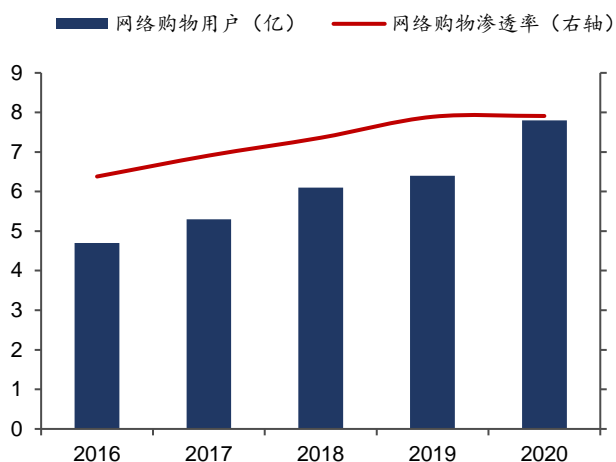
图表 20 Z世代消费倾向



资料来源: 36 氪, 华安证券研究所

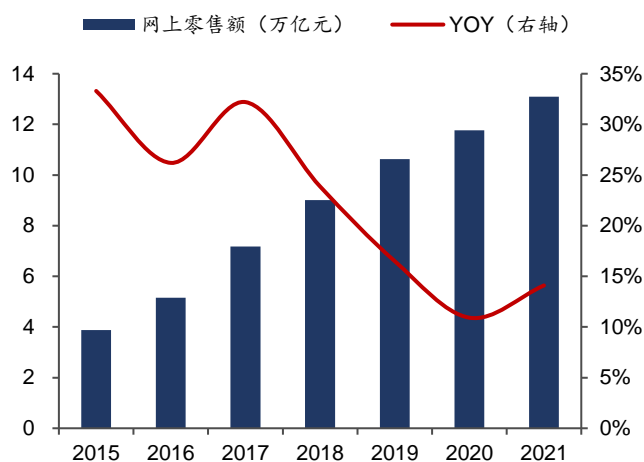
**B.从竞争对手来看, 网络购物渗透率较高, 网上零售增速趋缓, 电商平台着手拓展线下业务。**根据 CNNIC 统计数据, 截至 2020 年末, 网络用户规模 7.8 亿人, 网络购物渗透率已经高达 79.1%。根据国家统计局数据, 2018~2020 年, 我国网络零售额增速逐年下滑, 2021 年由于疫情反复, 线下消费场景受限, 线上渠道承接部分转移消费, 增速略有回升, 但流量红利、人口红利、信息技术红利消退已见端倪, 抖音、快手、小红书、值得买为代表的內容电商平台快速崛起, 加剧竞争, 电商客户维护及获取成本提高, 探索线下运营, 寻找新的增长点。

图表 21 网络购物用户规模及网络购物渗透率



资料来源: CNNIC, 华安证券研究所

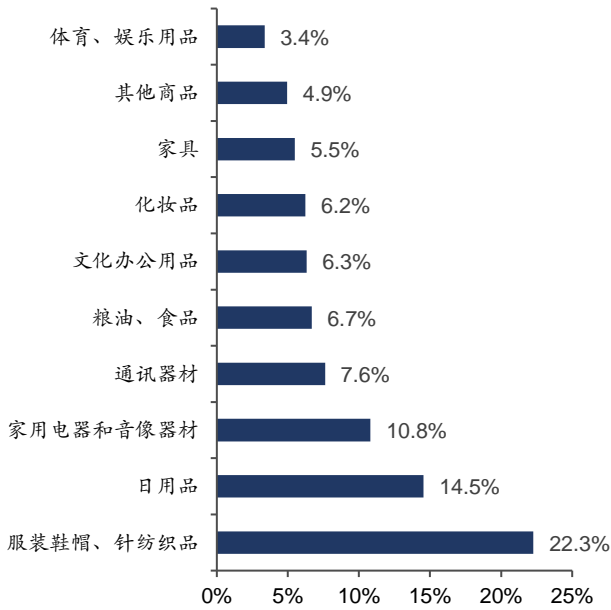
图表 22 网上零售总额及增速



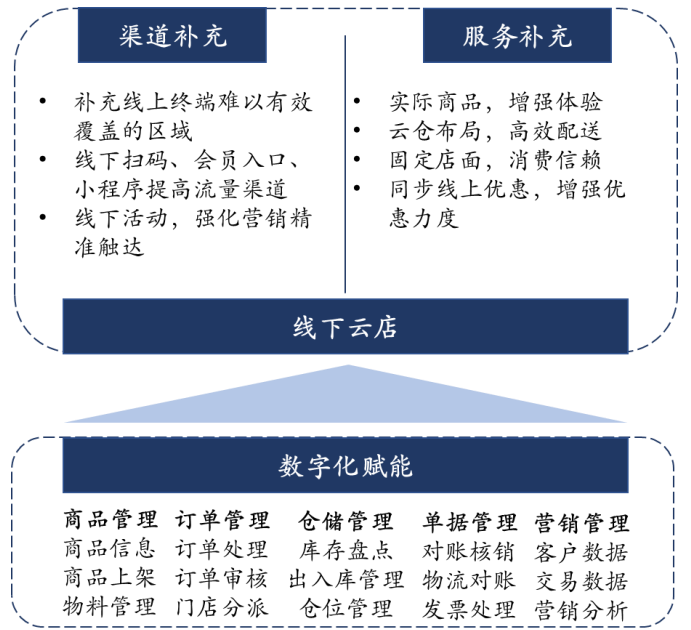
资料来源: 国家统计局, 华安证券研究所

电商平台通过直播和线下云店提升消费体验感, 叠加数字化赋能降本增效, 有望扩大低毛利、非标品渗透率。电商平台由于难以给消费者提供消费体验, 且营销费用与物流费用较高, 主要覆盖高毛利的标品, 根据商务大数据, 2020 年服装鞋帽类、日用品类、家用电器和音响器材分别以 22.3%、14.5%、10.8% 的份额位列网上销售额前三。受电商传统红利见顶以及竞争环境恶化等因素影响, 电商平台获客承压, 积极转型争夺存量, 寻求增量: (1) 通过直播和打造线下云店增加与消费者互动, 提升消费者的体验度, 加深消费者对产品的了解; (2) 借助数字化改造, 实现供应链一体化, 强化运营管理, 增强平台粘性和效率, 低毛利、非标品渗透率有望提升。

图表 23 2020 年网络零售分品类交易额 TOP10



图表 24 数字化助力线下渠道升级



资料来源：商务大数据，华安证券研究所

资料来源：亿邦智库，华安证券研究所

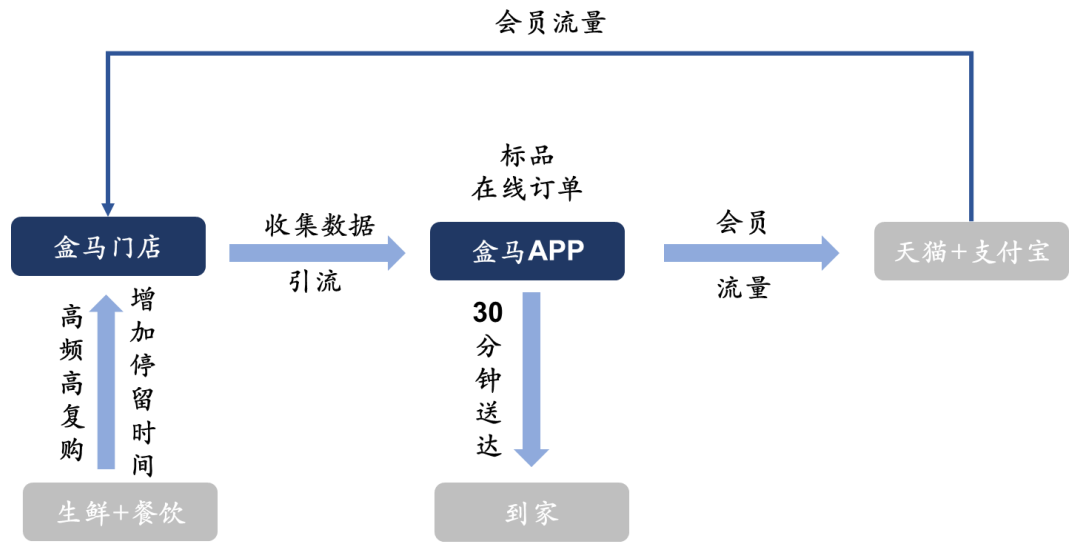
**盒马鲜生依托阿里巴巴，重构线下超市新业态。**盒马鲜生依托阿里巴巴的资金、技术和供应链等方面的支持，从供应链、仓储到配送，打造完整物流体系，同时将线上线下载道打通，实现人、货、场三者之间的最优化匹配。盒马鲜生在线上推出手机 app，保证生鲜产品质量的同时，丰富商品种类并提供物美价廉的产品组合，可以直接下单，由附近门店直接配送到家。而线下门店则集合了超市、餐饮和仓库为一体，全方位给予顾客良好的消费体验，打造一站式购物体验，同时为线上手机 app 引流，增加了消费者黏性。具体来看：

**(1) 大仓对店仓物流模式，缩短订单路线：**盒马鲜生采用大仓对店仓的物流模式，线下门店是盒马鲜生物流调度中的坐标中心，根据顾客下单的库存量和包裹数量，以及顾客收货地址所在位置，系统会通过最优智能匹配，设计一条最佳配送路线，实现 30 分钟近场景即时配送，同时提升库存周转和商品动销。

**(2) 线下围绕场景构建品类，实现快速引流：**盒马鲜生围绕“吃”这一场景构建商品品类，提供众多新鲜的蔬菜、肉类、奶制品以及海鲜，并且可以指定做法，提供即时加工的服务，还构建了各种各样的场景吸引年轻消费者拍照、分享。盒马鲜生通过构建线下消费场景，给消费者提供了优质的体验，增加了消费者黏性，实现了快速引流的目的。

**(3) 线上发展会员制，利用大数据精准营销：**盒马鲜生 APP 聚合了一般会员卡筛选用户(习惯使用手机支付的消人群)、准入(无盒马鲜生 APP 无法结算)、支付(绑定支付宝账号)和绑定用户(售后和优惠码兑换)等功能，将线下流量强行引流到线上。不仅利于培养用户使用盒马鲜生 APP 和支付宝的习惯，还可以掌握用户数据，针对喜好和消费习惯进行精准营销。

图表 25 盒马商业模式



资料来源：腾讯网，华安证券研究所

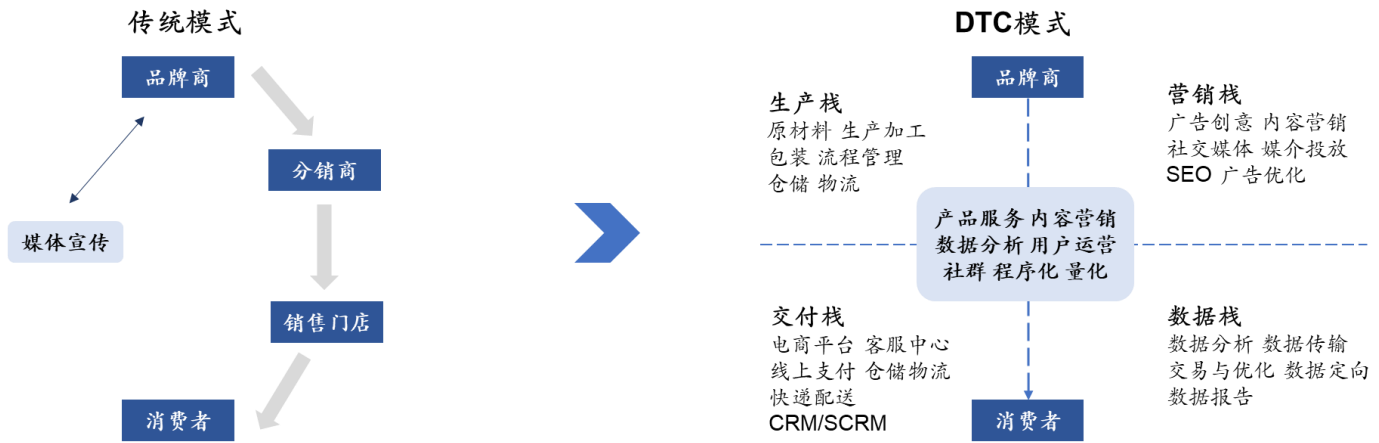
图表 26 盒马全渠道运营模式



资料来源：腾讯网，华安证券研究所

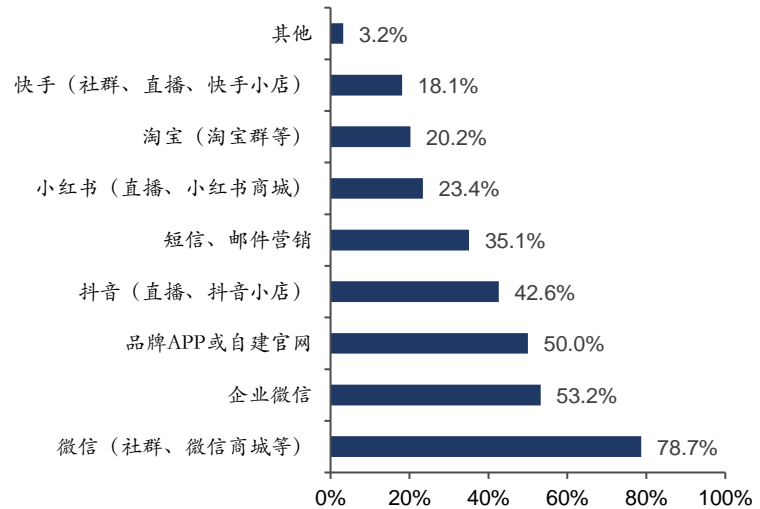
**C.从供给端来看，品牌商通过 DTC 模式打造私域流量。**传统销售模式下，品牌商通过分销商、门店等渠道完成产品销售，基于媒体宣传等渠道建立品牌势能，品牌商与消费者间的直接互动较弱。在线下渠道流量减少和传统电商红利消退，获客成本提高的背景下，品牌商通过小程序、官方 APP 等方式直接、高效地触达消费者，构建私域流量，进而优化产品及服务、提升消费体验，增强客户黏性。

图表 27 传统模式与 DTC 模式对比



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

图表 28 2021 年品牌商布局私域流量营销渠道



资料来源: 艾瑞咨询, 华安证券研究所

以优衣库为例, 优衣库将各渠道“人-货-流量”打通, 融通线上、线下各种购物场景, 构建了以消费者为中心的极致敏捷触达方式, 打造了全渠道购物体验: **(1) 流量—打造私域多触点引流:** 优衣库通过小程序掌上商城、天猫旗舰店、Web 官方在线商城、APP 掌上旗舰店等方式打造线上平台, 沉淀私域消费者数据; 并通过微信公众号上推出标签化、主题化、限时类活动, 自营平台上组建种草社区等方式活跃渠道平台, 吸引客流。**(2) 人—会员权益:** 优衣库为会员设计了专属营销计划, 比如推出会员定制活动, 爆款申领、会员礼券等; 清晰明确的权益计划, 每日限量好券、优品体验等; 不同渠道会员统一平台, 积分累积服务等进行私域流量维护和运营。**(3) 货—线上线下一体化:** 优衣库将线上线下渠道打通, 线上线下可以相互引流, 比如门店试穿、线上购物线下自提、线下断货线上购物、寄送等。

图表 29 优衣库线上线下平台一体化



资料来源：亿邦智库，华安证券研究所

## 2.2 破局：多维度重塑，提升竞争力

### 2.2.1 “零售”向“零售+”转型，提升消费体验感

**迎合多元化消费需求，塑造消费新场景。**随着消费升级，消费需求不断变化，零售商向家庭消费、时尚消费、文化消费等领域拓展，同时进一步丰富服务业态，打造沉浸式、体验式、互动式消费场景，例如增加教育、餐饮、影院、游乐等设施，提升消费者体验感，发挥聚客作用带动人流量，进而拉动门店销售业绩和坪效。

**以天津和平大悦城为例：**天津和平大悦城购物中心由大悦城地产在津汇广场(津乐汇百货原址)基础上改造而成，2016年正式开业，主要面向追求生活品质的人群，包括白领小资(CBD商圈25~40岁的时尚白领，主推满足“1~2小时消费人群”的高效消费需求)、时尚潮人、社交达人三类。**和平大悦城通过不断挖掘各类青年圈层客群消费需求，搭建潮流文化、社交活动、场景体验于一体全新多元文化交流平台，逐步成为当地青年追寻潮流文化的先锋聚集地。**根据赢商网数据，2016~2021和平大悦城销售、客流年均增幅分别达10%和15%。后疫情时代，和平大悦城在商圈内率先实现客流、销售恢复提升，2021年客流同比恢复率142%，较城市平均指数高出10%。

天津和平大悦构建了具有内容力与体验力的创新场景空间，同时将多元文化输出、潮流生活方式等融入其中，与年轻群体高度共振，形成其深耕天津独有的流量密码：

**(1) 举办流量IP主题展，吸引年轻客群。**和平大悦城通过举办不同主题的IP展打造话题，与当下Z世代客群形成共同话题，带动消费者参与热情，吸引客流量，比如举行“五虎肆嗨”主题展、自创国风主题节日花朝节、“怪怪花”气膜艺术展等。

图表 30 IP 主题展



资料来源：赢商网，华安证券研究所

(2) 保持潮流敏锐度，不断焕新品牌。和平大悦城紧跟 Z 世代潮流，不断更新品牌，引进多家天津首店、设计师潮牌店、网红餐饮、新潮美妆等，丰富品牌多样性，满足年轻一代对新潮、个性的消费需求，提高差异化能力，快速实现网红聚客效应。

(3) 打造沉浸体验空间，增加消费者黏性。和平大悦城通过打造沉浸式、体验感强的空间场景，增加与消费者的互动黏性：①公共空间：和平大悦城致力通过灯光、美陈等艺术装置打造逛街休憩空间，吸引消费者去探索有足够艺术氛围的公共空间打卡拍照，增强逛街体验。②主题街区：和平大悦城推出了全国首个科技智创空间—图灵 101、集结天津食酒小滋味美食街—19 铺、追求慢生活的匠心手作空间—超级工厂以及国风次元文化街区—鲤小巷，不仅通过主题街区的形式将场景体验、社交活动融为一体，而且将每个主题街区与特定圈层文化进行结合，如图灵 101 指向的是喜爱科技数码、智能化的青年客群，而鲤小巷则圈定了国潮、二次元、汉服等文化爱好者，通过共同兴趣、文化认同打动 Z 世代客群，打造多元文化输出的潮流新势能。

图表 31 多种风格公共空间



资料来源：赢商网，华安证券研究所

图表 32 全国首个科技智创空间—图灵 101



资料来源：赢商网，华安证券研究所

图表 33 国风次元文化街区——鲤小巷

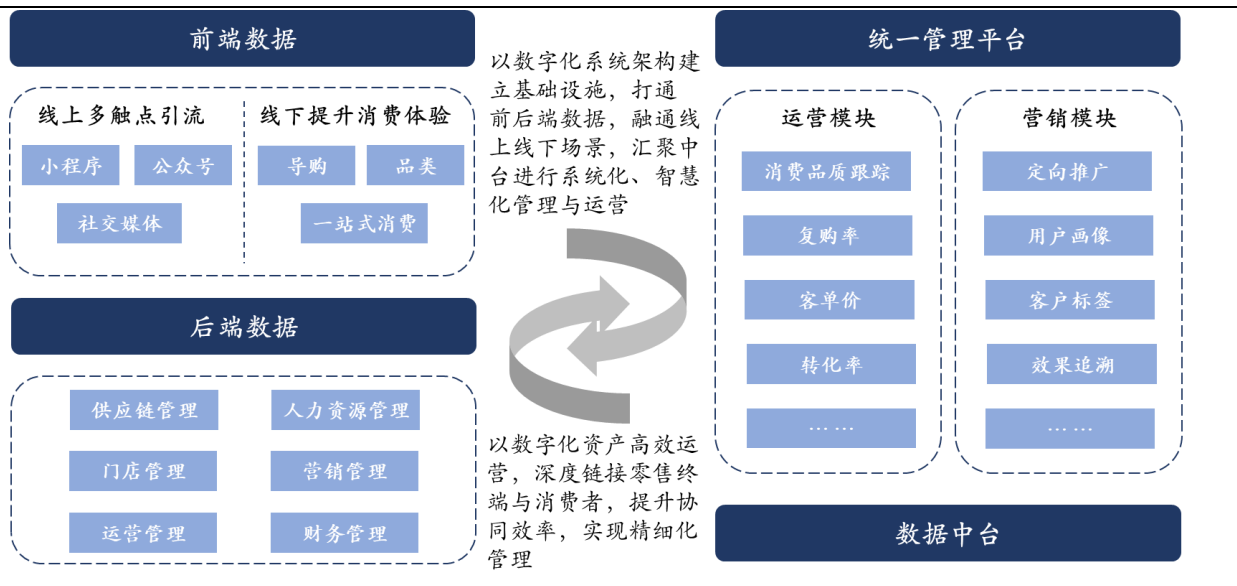


资料来源：赢商网，华安证券研究所

### 2.2.2 线上线下融合提升转化率，数字化赋能打通全渠道

线上多触点引流，全渠道数字化提升效率。零售商通过小程序、公众号、社交媒体布局线上渠道，多触点引流，同时优化线下渠道，提升消费者体验感，增加消费者黏性；借助数字化赋能打通全渠道，多维度采集数据，构建私域流量，并通过中台数字化管理与运营一站式完成信息管理与分析，细化消费者全触点颗粒度，实现精细化管理，提高消费者转化率、复购率，提升运营效率。

图表 34 线上线下全渠道数字化

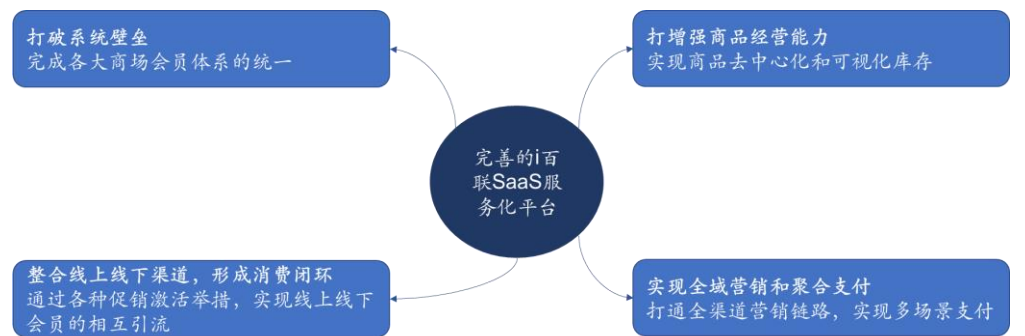


资料来源：亿邦智库，华安证券研究所

以百联百货为例，百联通过完善的i百联 SaaS 服务平台，促进线上线下融合，打通全渠道：(1) 整合线上线下渠道，形成消费闭环：百联推出i百联 APP，通过大促发放消费券、积分、会员折扣等方式，结合线下卖场业态，引导会员从线上向线下、从线下向线上转移，增加消费触点，从而提高消费者复购率；(2) 打破系统

**壁垒，实现门店统一，提升管理效率：**百联对传统门店相对独立的MES系统进行改造，在集团化层面进行系统整合，加强集团对各大门店的管理效率；**(3) 实现商品去中心化和可视化库存，增强商品经营能力：**百联构建了集团中台系统，追踪商品库存、营销、促销、运费、订单等，优化商品品牌布局，增强商品经营能力；**(4) 大数据精准定位消费者，实现全域营销：**百联通过服务统一化管理，收集消费者数据，进行数据分析，实现用户精准定位，进而针对性营销和商品推介分类，达到精准营销效果，同时由于线上线下多触点，也能够实现全域营销效果。数字化转型带动百联百货线上会员规模增长，截至2021年末，百联注册会员规模2723万(+48%)，年消费会员规模1066万(+74%)。

图表 35 i 百联 SaaS 服务化平台



资料来源：runwise，华安证券研究所

### 2.2.3 调改+自采自营+打造自有品牌，构建商品差异化

**调改+自采自营+打造自有品牌，构建商品差异化。**(1) **调改优化产品品类，升级品牌结构：**①随着Z世代崛起，潮流消费、颜值消费等成为主流，百货零售商优化品类结构，减少大家电、日用百货等品类，增加化妆品、国潮品牌、珠宝等品类布局；②随着消费升级以及疫情催化高端消费回流，奢侈品市场迎来新的发展机遇，百货零售商进行品牌结构升级，提高高端品牌占比。(2) **开拓自采自营业务：**中国百货零售商主要采用品牌联营模式，借以规避经营风险，保障一定利润，但随着品牌商自建直营渠道，对零售终端的依赖减弱，百货零售商探索自采自营的模式。自采自营模式通过自建采购团队在全球各地采购货品、开设品牌集合店、引入独立设计师及小众品牌等方式，增加商场的吸引力以实现差异化竞争。(3) **开发自有品牌：**自有品牌由百货零售商直接对接制造商，能够省去中间环节，节省各类费用，在定价方面有更大的自由和弹性空间，从而有助于百货零售商突破毛利瓶颈。同时，自有品牌能够满足消费者对差异化和高性价比产品的需求，有利于强化品牌形象，提高消费者黏性。

以杭州解百为例，2019年H1，杭州大厦以转型提升为重心，全面拉开零售主业调整的序幕；以提高品牌整齐度为目标，同时启动了B座奢侈品升层、C座潮流运动品牌聚集融合、以及家居板块整体搬迁和提升等一系列调整工作。2021年，杭州大厦完成三年调改：(1) 奢侈品板块完成LV、DIOR、CELINE等54个重点品牌升级改造；(2) 引入LANVIN、VALEXTRA、MOYNAT等19个新品牌（14家浙江首店），进一步提高奢侈品牌覆盖率，满足客户新鲜感，提高客户黏性。2021年公司在杭州地区购物中心（含解百）坪效为5193.73万元/平方米（营业面积）/年，同

比增加 16.72%。

图表 36 2019~2021 年杭州大厦调改历程

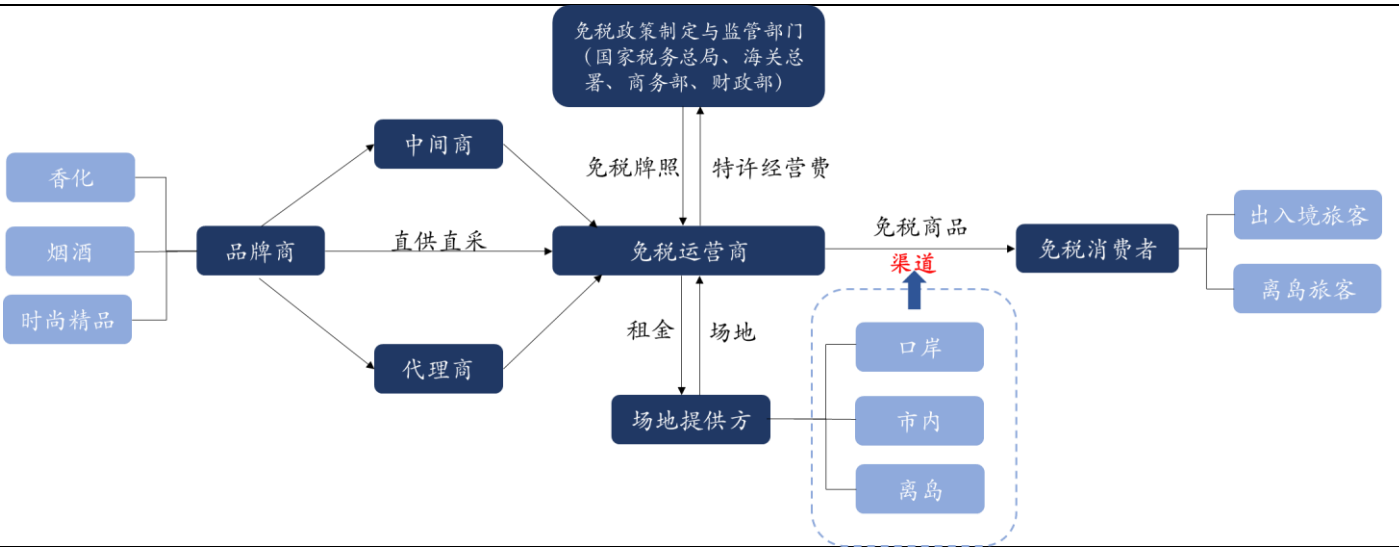
时间	事件
2019.11	DUNHILL 全新形象精品店开业，成为首个完成调改项目
2020 年春节前	14 家品牌调改完成
2020 年 2 月 4~19 日	疫情突如其来，杭州大厦经历了开业三十年来的第一次歇业
2020 年 2 月 26 日复工后	LOEWE 店铺第一个复工装修，2 个月后新店精彩亮相
2020 年底	共计完成 DIOR 男士、GUCCI、BURBERRY 等 47 家品牌新店开业
2021.3	LV 男士、DIOR 女士、宝格丽三大顶奢品牌升级改造同步启动
2021.7	LV 男士全新形象精品店开业，标志着 B 座 3 层奢侈品男士楼层调改全面完成
2021.11	CELINE 精品店开业，B 座奢侈品累计 54 个品牌焕然升级，三年期调改圆满收官

资料来源：杭州解百官方公众号，华安证券研究所

### 3 免税：市场空间广阔，竞争维度多元化

免税运营商通过获取免税牌照向消费者提供豁免进口环节的关税、消费税、增值税的商品，其中香化、烟酒、箱包服饰等奢侈品由于单价和附加税率均较高，在免税渠道具有明显的价格优势，成为了主要的免税商品。免税运营商主要依靠价格优势吸引消费者形成规模效应，同时与品牌商维持良好关系，从而增强议价能力和货源获取能力，进而降低成本，提高毛利率。

图表 37 免税行业产业链

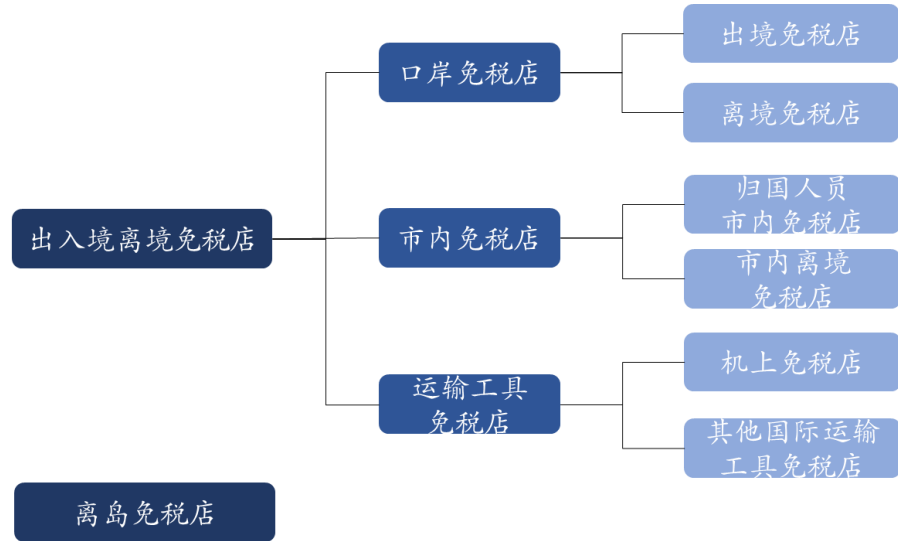


资料来源：财政部，华安证券研究所

免税店是免税业务的载体，当前我国境内的免税店按销售对象的不同，主要分为出入境离境免税店和离岛免税店两大类：(1) 出入境离境免税店主要包括：①口岸免税店（出境免税店、进境免税店），主要针对离境的本国人和外国人；②市内免税店，其中市内离境免税店主要针对离境外国人，回国人员市内免税店主要针对出境归国的本国入；③运输工具免税店（机上免税及其他国际运输工具免税等），主要

针对出入境离境人群。(2) 离岛免税店：主要针对离开海南岛（不含离境）的消费者。

图表 38 免税店分类



资料来源：民航新型智库，华安证券研究所

### 3.1 口岸免税为主流，离岛+市内免税大有可为

#### 3.1.1 口岸免税：主要免税渠道，疫后逐步恢复可期

政策放开较早叠加客流优势，口岸免税店成为重要的免税渠道。口岸免税店指在机场、火车站、港口等跨境枢纽开设的免税经营场所，作为出入境必经之地，能够自然聚集游客，客流获取成本较低。为了刺激消费回流，出境、进境口岸店免税政策逐步放开：(1) 出境：2000 年仅中免获得出境口岸免税店运营资质，2019 年原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业均可以参与竞标；(2) 进境：2015 年 12 月国务院批复同意新增 13 个机场口岸和 6 个水路口岸进境免税店，2016 年 2 月放开经营免税店的地域和类别限制，并进一步提升免税购物额度。根据弗若斯特沙利文数据，2019 年口岸免税店市场规模为 342 亿元 (2016~2019 年 CAGR 为 29.4%)；口岸免税店市场规模占比为 68.3%，其中机场免税店为主要贡献。

图表 39 进出境口岸免税政策

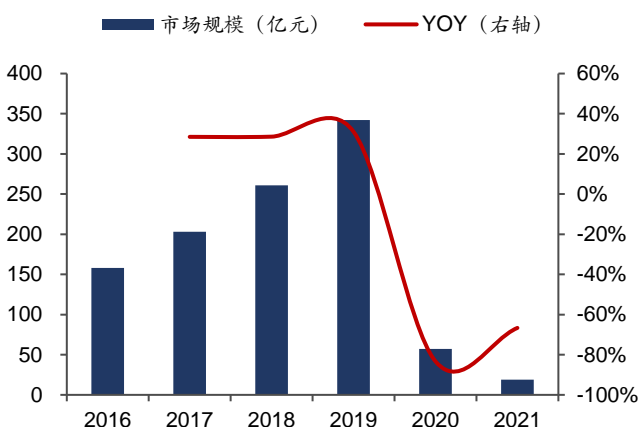
时间	政策文件	主要内容
2000.3	关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定	设立出境口岸免税品分公司、免税店和外交人员免税店，由 <b>中国免税品（集团）总公司提出申请</b> ，财政部会同海关总署、国家税务总局、国家旅游局从严掌握审批，各地海关和地方政府无权自行审批
2015.12	国务院关于口岸进境免税店政策和增设方案的批复	国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等 <b>机场口岸</b> ，深

圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海闸口岸，黑河口岸等水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店

2016.2	口岸进境免税店管理暂行办法	除国务院另有规定外，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 3 年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予这些企业平等竞标口岸进境免税店经营权。口岸进境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于 50%）
2016.2	关于口岸进境免税店政策的公告	在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币
2018.3	关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知	合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的 1.5 倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的 1.2 倍
2019.7	口岸出境免税店管理暂行办法	除国务院另有规定外，对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权。口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股（持股比例大于 50%）
2022.1	关于调整疫情期间口岸进、出境免税店经营和招标期限等规定的通知	已按照管理办法批准设立并已完成招标的口岸进、出境免税店，免税品经营企业与招标人（或口岸业主，下同）可在友好协商的基础上，延长免税店招投标时确定的经营期限，仅能延期一次，最多延长 2 年。延期后的经营期限可超过 10 年

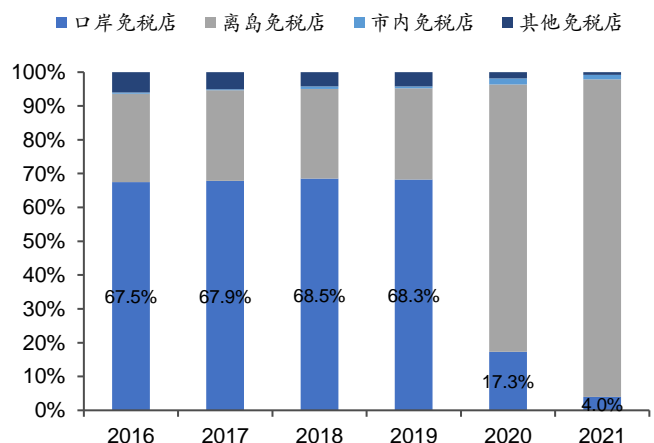
资料来源：财政部，商务部，海关总署，国家税务总局和国家旅游局，华安证券研究所

图表 40 我国口岸免税店市场规模及增速变化



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 41 我国口岸免税销售占比变化

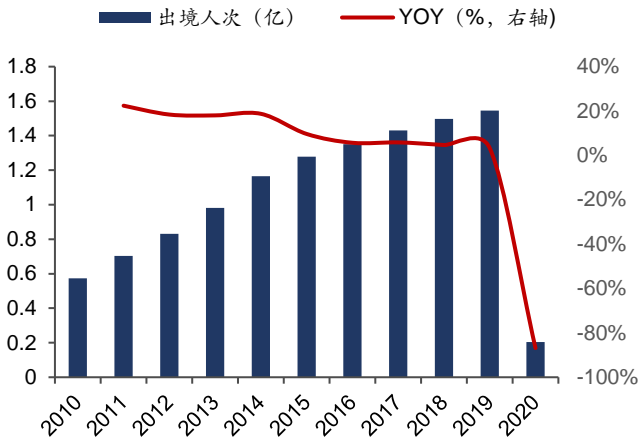


资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

疫情影响经营承压，出入境放开后恢复空间巨大。2020 年全球爆发新冠疫情，国内采取严格的出入境管控措施，导致出入境客流大幅下降，口岸免税店市场规模

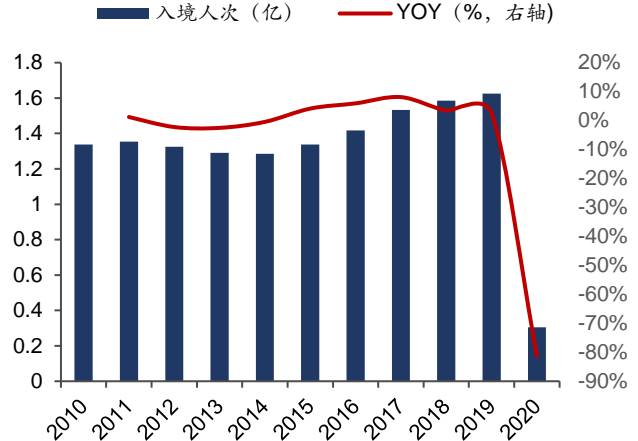
急剧收缩。根据 UNWTO 数据，2020 年国内出入境人次分别为 0.20、0.30 亿次，分别同比下降-86.9%、-81.3%。根据弗若斯特沙利文数据，2020、2021 年口岸免税店市场规模分别为 57 亿元 (-83.3%)、19 亿元 (-66.7%)。后续随着疫情可控，出入境政策逐步放宽，客流量持续恢复，口岸免税店销售额有望实现较大反弹。

图表 42 我国出境人次及增速变化



资料来源：UNWTO，华安证券研究所

图表 43 我国入境人次及增速变化



资料来源：UNWTO，华安证券研究所

图表 44 出入境政策逐步放开

日期	政策	内容
2020.3.12	国际航班计划信息发布 (第 5 期)	民航局发布国际航班运输计划
2020.3.26	关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知	以民航局 3 月 12 日官网发布的“国际航班信息发布 (第 5 期)”为基准，国内每家航空公司经营至任一国家的航线只能保留 1 条，且每条航线每周运营班次不得超过 1 班；外国每家航空公司经营至我国的航线只能保留 1 条，且每周运营班次不得超过 1 班。
2020.6.4	民航局关于调整国际客运航班的通知	自 2020 年 6 月 8 日起，所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市 (具体城市名单可在民航局官网查询)，每周运营 1 班国际客运航线航班。
2020.9.2	北京开始接受国际航班	在严格采取防控措施、严格防范输入风险的前提下，自 9 月 3 日起逐步将经第一入境点分流的北京国际客运航班恢复直航。为严控首都疫情输入风险，自 3 月 23 日开始，入境北京的所有国际客运航班被分流到指定第一入境点，接受检疫符合条件的旅客可搭乘原航班入京。截至 9 月 1 日，已有 511 个国际客运航班被分流到第一入境点。自 9 月 3 日起，将先行恢复泰国、柬埔寨、巴基斯坦、希腊、丹麦、奥地利、瑞典、加拿大等 8 个输入病例较少国家至北京的 9 个航班。恢复后的第一班为 9 月 3 日国航执飞的柬埔寨金边至北京航班。
2022.1.24	上海正式收紧“+7”措施	上海进一步完善入境人员解除 14 天集中隔离后的 7 天健康监测管理服务。

2022.4.11	入境隔离试点政策	目的地为本市的：执行“10天集中隔离+7天居家健康监测”（原先的14+7，14+7+7等暂停）。目的地为外市的：执行“10天集中隔离+4天酒店居店健康监测+7天目的地居家健康监测”。
2022.5.23	国务院相关会议指明了“必要出境事由”	对出国境参加防疫抗疫、医疗救助、运送救灾物资、运输生产生活物资；参与重点工程项目及有组织劳务派遣、就业；从事商务、科研、留学、考试、学术交流活动；就医、照顾探望危重病人、处理亲属丧事、照护老人儿童孕产妇、参加亲属婚礼毕业礼、家庭团聚、处理境外突发紧急情况等必要事由以及其他处理紧急个人事务的，移民管理机构将及时审批出入境证件，对情况特别紧急的，还将提供“绿色通道”的便利。
2022.5.26	秦刚大使在印第安纳州全球经济峰会的分论坛上，与美中贸易全国委员会会长艾伦就进行了“炉边对话”。	大使提及，“中美之间的航班数量马上也将增加”。
2022.6.1	熔断政策调整	自入境时间6月1日起，有关赴华国际航班熔断政策的统计时间从落地后7天调整至落地后5天，其余条件不变。
2022.6.18	《浙江省新型冠状病毒肺炎疫情防控工作领导小组办公室关于科学精准做好重点人员健康管理的通知》（省疫情防控办〔2022〕85号）文件	对于境外入浙人员进行了优化，推出了“7+7”等举措。
2022.6.28	《新型冠状病毒肺炎防控方案（第九版）》	对入境人员实施“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”管理措施。

资料来源：中国民用航空局，大使馆，人民政府，华安证券研究所

### 3.1.2 离岛免税：政策放开引导消费回流，市场空间广阔

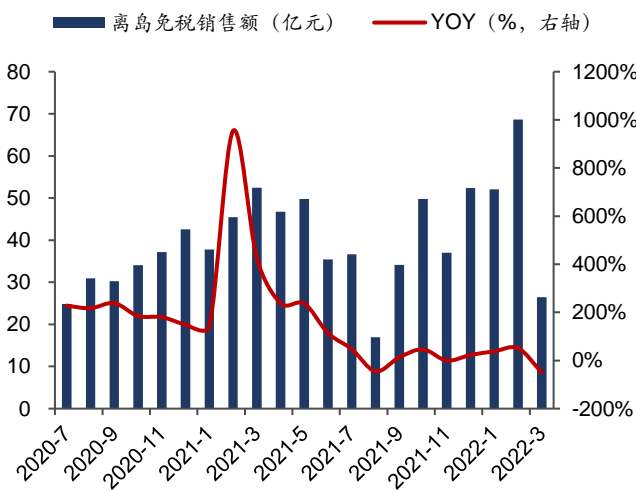
离岛免税政策放宽叠加疫情催化消费回流，离岛免税放量增长。2011年我国离岛免税政策落地，2012~2019年逐步放开免税额度、购物次数、购物方式等政策限制。2020.7离岛免税新政实施，放开力度进一步加大—免税商品种类增加至45种、免税额度提升至10万元/人/年以及单品免税限额的取消，叠加新冠疫情爆发，国内消费者出境受限，加速消费回流，离岛免税渗透率从2019年的4.6%提升至2021年的8.3%，客单价提升从2019年的3544元/人，提升至2021年的7368元/人，离岛免税销售额持续放量增长，2020~2021年分别达到274.8(+103.7%)、494.7(+80.0%)亿元。

图表 45 海南离岛免税政策逐步放开

时间	文件	购买资格	免税额度	单品免税 限额	免税商品品类及 每人每次限购数	购买次数	购物方式	提货方式
2011.3	财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	年满18周岁、乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客	5000元/人/年	5000元	18种免税商品	非岛内居民旅客—2次/人/年, 岛内居民旅客—1次/人/年	免税店	在机场提货
2012.11	财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	政策适用对象的年龄条件调整为年满16周岁	8000元/人/年	8000元	增加3类免税商品品种, 总计21种			
2015.3	关于进一步调增海南离岛旅客免税购物政策的公告				增加17种免税品种类, 总计38种 (放宽香水、化妆品等10种热销商品的单次购物数量限制)			
2016.1	财政部进一步调整海南离岛旅客免税购物政策		1.6万元/人/年			对非岛内居民旅客取消购物次数限制	开设网上销售窗口	在机场提货
2017.1	财政部关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告	年满16周岁的铁路离岛旅客						在火车站提货
2018.12	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告		3万元/人/年		增加部分家用医疗器械商品 (每人每次限购2件)			在海口秀英港、新海港提货
2018.12	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	年满16周岁的乘轮船离岛旅客					免税商店及其网上销售窗口	在海口秀英港、新海港提货
2020.6	关于海南离岛旅客免税购物政策的公告	年满16周岁, 离开海南本岛但不离境的国内外旅客	10万元/人/年	取消单件商品8000元限额	45种 (其中化妆品限购30件, 其他不限件数)	不限次数	免税商店及其网上销售窗口	在机场、火车站、港口码头提货
2021.2	关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告							可选择邮寄送达方式提货

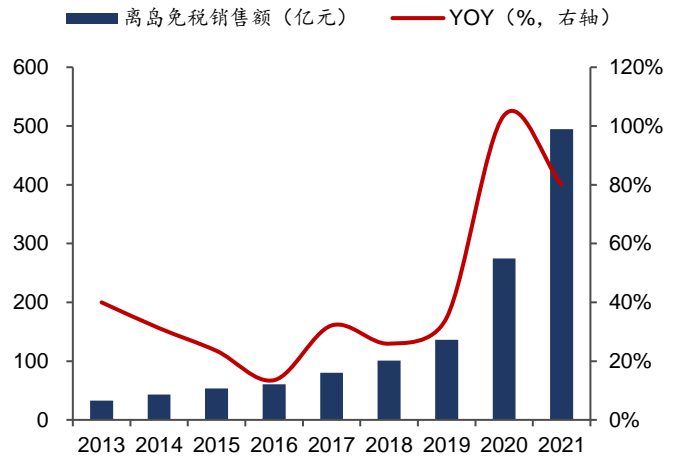
资料来源: 财政部, 商务部, 海关总署, 国家税务总局和国家旅游局, 华安证券研究所

图表 46 2020.7 以来海南离岛免税持续放量



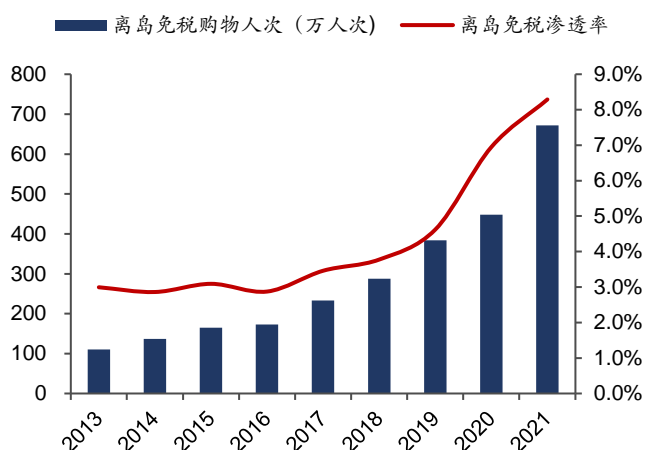
资料来源: 海口海关总署, 华安证券研究所

图表 47 海南离岛免税销售额迅速增长



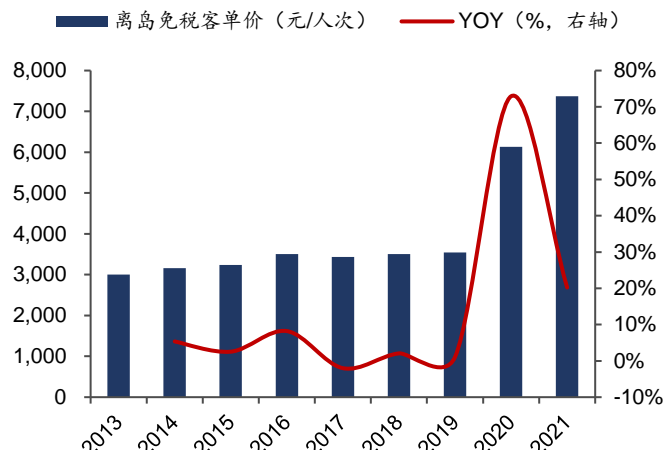
资料来源: 海口海关总署, 华安证券研究所

图表 48 离岛免税渗透率大幅提升



资料来源：海口海关总署，海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

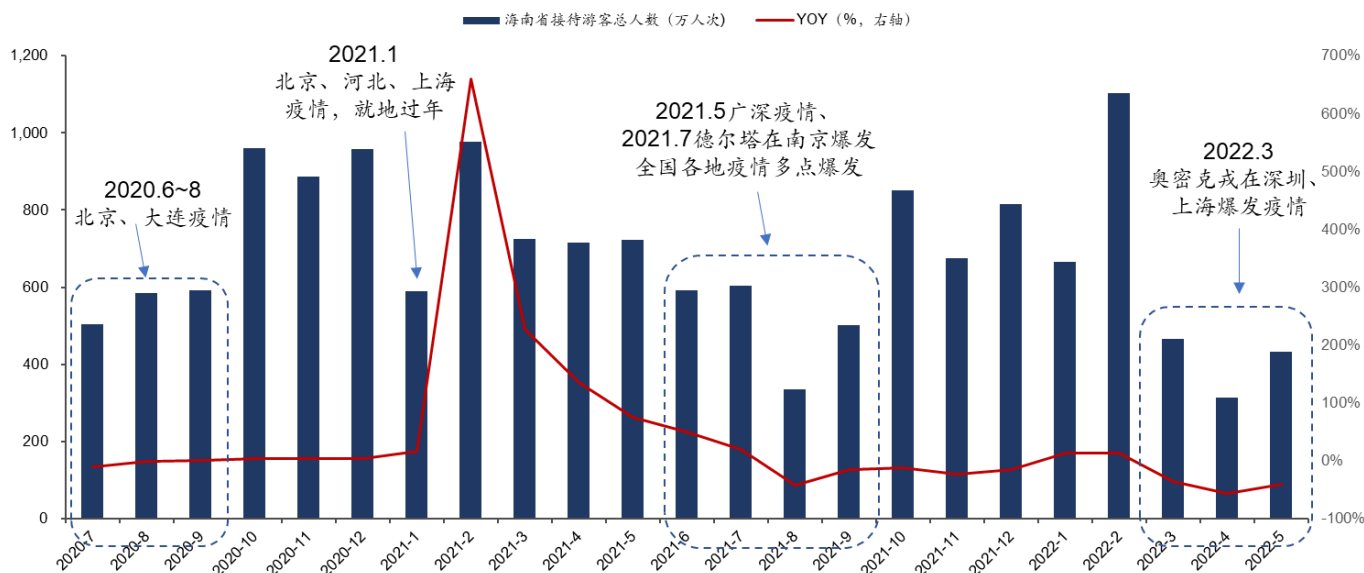
图表 49 离岛免税客单价大幅提升



资料来源：海口海关总署，海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

短期来看，疫情好转带动海南旅游业复苏，离岛免税有望恢复增长。2022年3月以来，深圳、上海先后爆发疫情，导致全国多地疫情蔓延，海南岛客流大幅下降，2022年3~5月接待游客人数分布同比下降-35.8%、-56.3%、-40.1%。回溯2020~2021，海南岛游客恢复态势与国内疫情复苏趋势高度一致，比如2020年6~8月北京、大连等地爆发疫情，海南岛客流量下降，随着疫情好转，2020年10月游客人数明显回升。随着上海逐步解封，全国疫情得到有效控制，海南岛旅游业有望持续恢复，带动离岛免税持续增长。

图表 50 海南省接待旅客人数变化



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

长期来看，全岛免税销售网络有望进一步完善，吸引境外消费回流。海南岛加快自贸港和国际旅游消费中心建设，吸引多层次消费群体，促进海南离岛免税从国

人免税为主向境外游客免税消费为主过渡，比如（1）以博鳌乐城国际医疗旅游先行区为“主战场”，发展“医疗+旅游”，吸引国内外有医疗需求的游客。（2）以海南岛国际电影节、海南国际旅游岛欢乐节等节庆赛事活动为引领，发展“文化+旅游”“体育+旅游”，吸引旅游消费者。同时，加强通过提升免税购物商业设施环境、构建多层次免税购物体系等方式，提高免税购物渗透率和客单价，带动离岛免税持续增长。

图表 51 海南省积极承接海外消费回流政策

措施	具体内容
提升免税购物商业设施环境	加快推动海口新海港免税城建设，推进海口美兰机场二期免税店、海控全球精品（海口）免税城三期，三亚中服国际免税购物公园二期，深免海口观澜湖免税购物城二期改扩建，进一步提升免税商业设施环境。统筹离岛免税商品提货点建设，实现提货窗口统一、监管统一、客服统一，提升购物体验。新增离岛免税城市和免税店。
构建多层次免税购物体系	推动岛内居民日用消费品“零关税”政策落地实施，科学规划岛内居民日用消费品免税店布局，加快覆盖全岛各市县。营造适度竞争环境，推动形成离岛免税、岛内居民日用消费品免税、跨境电商三类购物业态并存的多层次免税购物体系。充分发挥离岛免税、离境退税与岛内日用消费品免税购物政策效应，办好中国国际消费品博览会，将其打造成为全球消费精品展示交易平台。扩大免税消费品贸易规模，力争到 2025 年，离岛免税品贸易实现倍增。
打造海南免税核心竞争力	组建免税行业协会，加强行业自律，提高我省免税经营主体国际采购能力，推动引进国际一线品牌，努力实现品牌、品种、价格与国际三同步，增强引导境外高端购物消费回流的能力。推动建立国际价格竞争力比较、新品上市数量分析、网红潮牌供货及时性等免税行业评价指标体系，抢抓窗口期，建立具有国际竞争力的海南免税品消费市场。推广直播购物、沉浸式体验等新模式。
加大宣传力度，打响海南免税“金字招牌”	在主要客源城市举办海南免税宣传推介活动，利用新媒体平台、在线旅游服务提供商平台等开展宣传，提高免税政策知晓度和覆盖面。举办免税促销活动，鼓励境内外一线品牌在海南开展首发、首秀、首展活动。加强“免税+文体活动”“免税+航空”“免税+酒店”“免税+景区”等深度融合，推动免税行业成为海南旅游优势吸引物。

资料来源：海南省人民政府，华安证券研究所

### 离岛免税空间测算及敏感性分析：

#### 关键假设：

**(1) 海南岛旅游人数：**2021 年海南岛旅游人数达到 8100.43 万人次，恢复到 2019 年的 97.5%。2016~2019 年，海南岛旅游人数 CAGR 约为 11%，考虑到免税政策持续放开以及旅游中心建设，预计未来三年海南岛旅游人数 CAGR 约为 15%，2024 年末，达到约 12000 万人次。

**(2) 免税购物渗透率：**2019~2021 年，海南岛免税购物渗透率从 4.6% 提升到 8.3%，未来随着免税店的增加，免税商品种类的丰富以及免税营销的加大，2024 年渗透率有望提升至 12%~16%。

**(3) 客单价：**2019~2021 年，海南岛免税购物客单价从 3544 元/人，提升至 7368 元/人，预计 2024 年有望达到 10000~11500 元。

基于以上假设，测算 2024 年离岛免税销售规模有望达到 1440~2208 亿元。

图表 52 离岛免税空间测算及敏感性分析

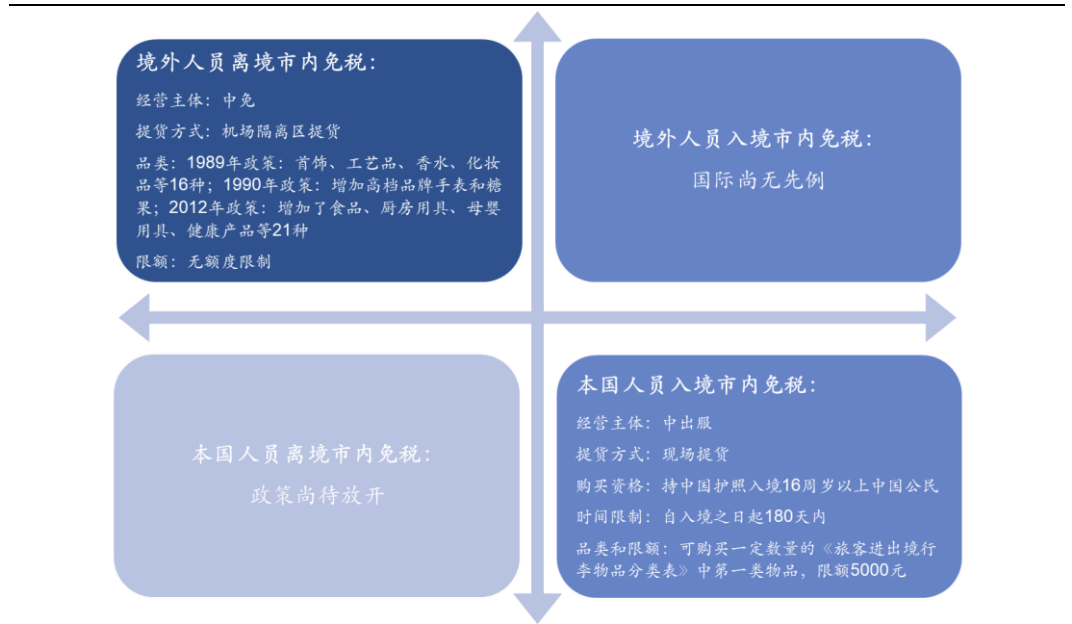
渗透率(%)	客单价 (元)								
	8000	8500	9000	9500	10000	10500	11000	11500	12000
8%	768	816	864	912	960	1008	1056	1104	1152
10%	960	1020	1080	1140	1200	1260	1320	1380	1440
12%	1152	1224	1296	1368	1440	1512	1584	1656	1728
14%	1344	1428	1512	1596	1680	1764	1848	1932	2016
16%	1536	1632	1728	1824	1920	2016	2112	2208	2304
18%	1728	1836	1944	2052	2160	2268	2376	2484	2592
20%	1920	2040	2160	2280	2400	2520	2640	2760	2880
22%	2112	2244	2376	2508	2640	2772	2904	3036	3168
24%	2304	2448	2592	2736	2880	3024	3168	3312	3456
26%	2496	2652	2808	2964	3120	3276	3432	3588	3744
28%	2688	2856	3024	3192	3360	3528	3696	3864	4032
30%	2880	3060	3240	3420	3600	3780	3960	4140	4320

资料来源：海口海关总署，海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

### 3.1.3 市内免税：尚处于起步阶段，具备较大潜力

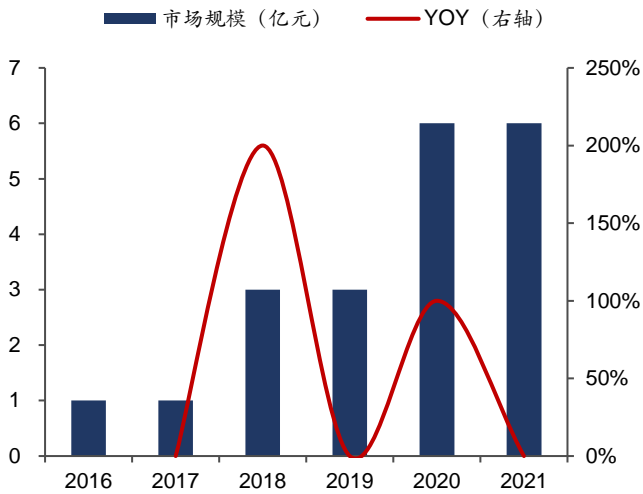
市内免税政策限制较多，市场规模较小。目前我国市内免税主要分为境外人员离境市内免税和归国人员市内免税，且均在购物客群、品类、额度、次数期限等做出了严格限制，一定程度上制约了市内免税的发展，根据弗若斯特沙利文数据，2021年市内免税规模约6亿元，仅占整个免税市场规模的1.2%。

图表 53 市内免税店类型

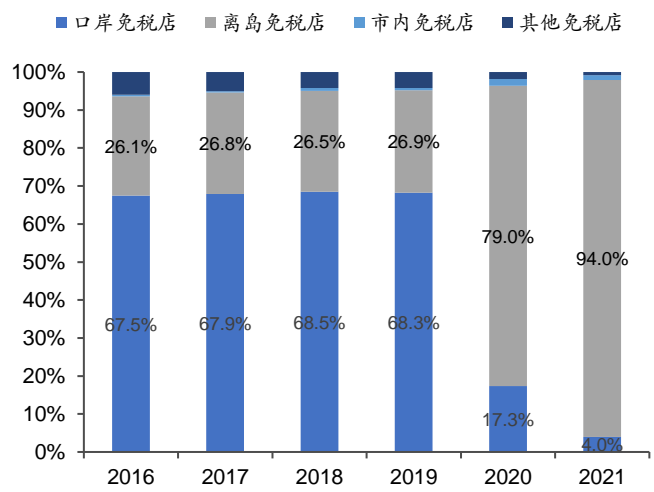


资料来源：财政部，商务部，海关总署，国家税务总局和国家旅游局，华安证券研究所

图表 54 市内免税店市场规模



图表 55 市内免税店销售占比



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

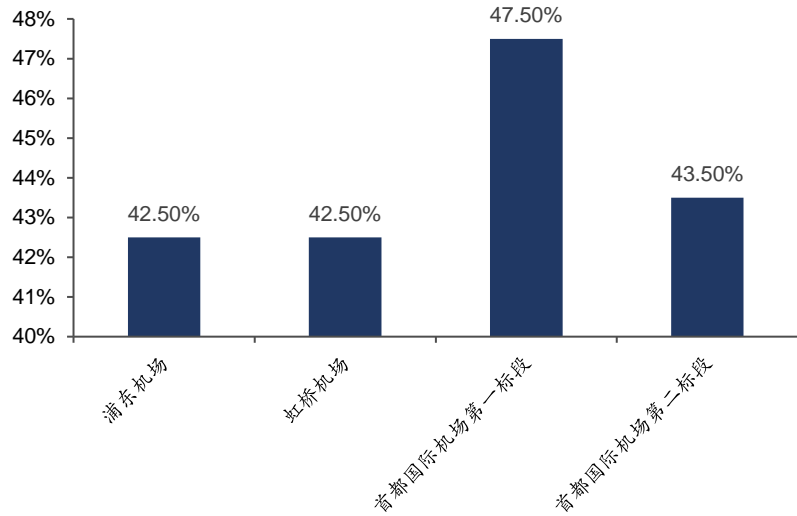
**市内免税渠道相比于口岸免税渠道具有明显优势：**(1) 足够时间、空间：对比韩国市内免税店和机场免税店发现，市内免税店相比于机场免税店往往有更大的经营面积，从而能够配置更多品牌和商品品类，且在市内免税店消费者有更长的逗留时间，能够精心挑选、搭配尝试，增强了消费体验，进而提升转化率；(2) **成本低：**市内免税店租金一般与大型商场持平，相比于机场免税的高额扣点，成本更低。

图表 56 韩国市内店、机场店面积对比

免税店类型	免税店名称	面积 (平方米)
市内店	新罗首尔店	7178
	新罗济州店	6384
	新罗爱宝客免税店	27200
	新世界明洞店	15138
	新世界釜山店	11901
机场店	新罗仁川机场店	3444
	新罗金浦机场店	733
	新罗济州机场店	409

资料来源：韩国财经新闻，DFE，华安证券研究所

图表 57 上海、北京机场扣点率



资料来源：中免公司公告，华安证券研究所

注：上海浦东国际机场合同期内保底销售提成总额为 410 亿元、上海虹桥国际机场合同期内保底销售提成总额为 20.71 亿元、首都机场国际区第一标段首年保底经营费用 8.3 亿元，首都机场国际区第二标段首年保底经营费用 22 亿元

**政策逐步放开，市内免税迎来发展新机遇。**2019 年中免在青岛、厦门、大连、北京、上海、香港的市内免税店相继开业，2020.3《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》出台，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。2020~2021 上海、北京、深圳、广州等地相继出台市内免税店支持政策，推进市内免税店布局。参照韩国发展经验，2009~2019 在政策支持以及旅游业发展的推动下，免税销售额快速增长，CAGR 达 21.5%，且市内免税规模占比约 90%。随着后续市内免税政策进一步落实，我国市内免税市场有望释放巨大潜力。

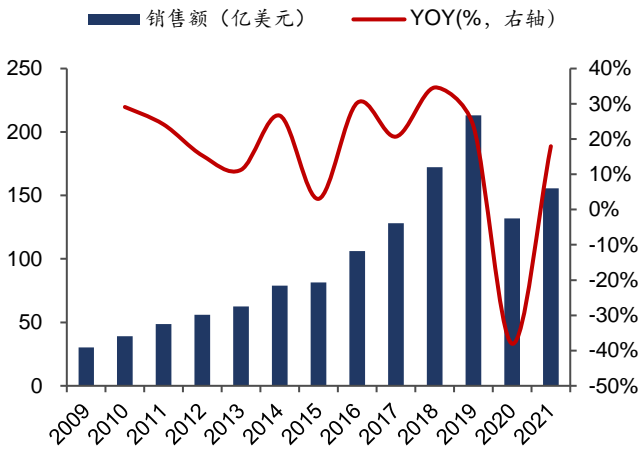
图表 58 市内免税政策

时间	发布部门	政策文件	重要内容
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	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	<b>完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。</b> 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。
2020.4	上海市人民政府	关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施	<b>支持免税品经营企业增设市内免税店。</b> 在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020.9	国务院	深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案	<b>优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。</b>

2021.3		中华人民共和国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	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案	在广州北站商务区 (T4 航站楼) 依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.3	陕西省商务厅、发改委	陕西省商务发展“十四五”规划	加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。
2021.7	深圳市人民政府	关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案 (2021—2023 年)	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策，支持出境免税店经营国产品实行退 (免) 税政策，鼓励老字号产品进入免税店，打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和国内精品展销平台。

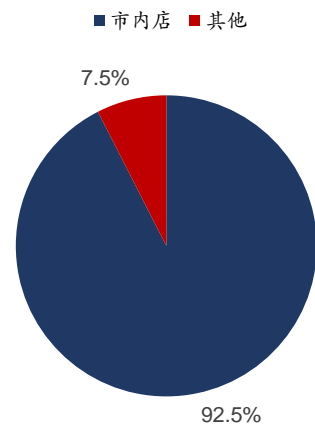
资料来源：各省人民政府，国务院，财政部，商务部，海关总署，税务总局，华安证券研究所

图表 59 韩国免税市场规模



资料来源：KDFA，华安证券研究所

图表 60 韩国市内免税店销售占比 (2022.4)



资料来源：KDFA，华安证券研究所

### 3.2 中免为行业龙头，牌照新发鼓励适度竞争

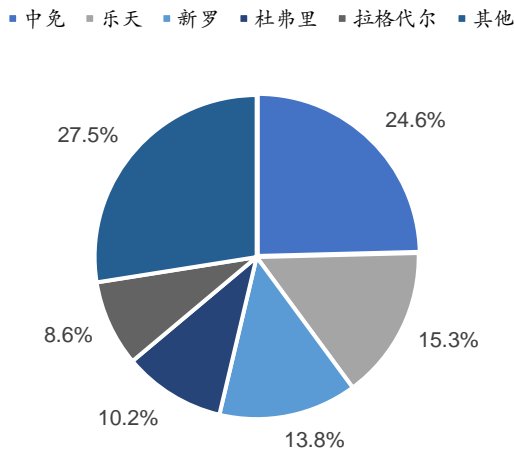
中免一家独大，市占率全球第一。中免集团 1984 年成立，经过 30 余年的快速发展，在全国 30 多个省、市、自治区和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 240 多家免税店，是中国唯一一家全免税渠道覆盖的零售运营商。中免建立中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系，并建立了起全球范围内超过 370 个供货商和 1000 多个品牌的直采渠道，不断通过数字化赋能提高采购、物流、渠道等运营效率，提升客户满意度。2021 年中免占全球旅游零售行业市场份额的 24.6%，占中国旅游零售市场份额的 86.0%。

图表 61 中免运营高效体系



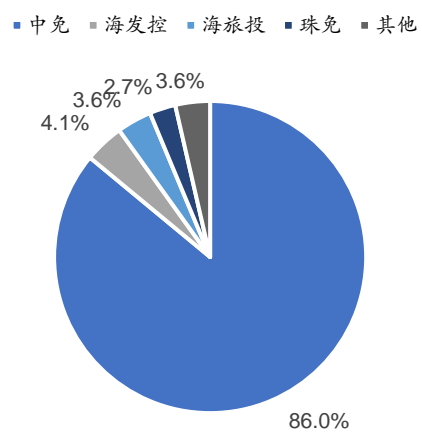
资料来源：中免招股说明书，华安证券研究所

图表 62 全球免税市场份额 (2021 年)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 63 国内免税市场份额 (2021 年)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

**新发免税牌照，鼓励适度竞争。**2020 年之前，仅中国中免、日上免税行（日上上海&日上中国）、珠海免税、深圳免税、海南免税、中出服和中侨 7 家公司拥有免税资质牌照。为了鼓励免税行业适度竞争，激发市场活力，国家新发免税牌照：① 2020 年王府井获得免税经营资质；②除了原来具有免税品经销资格的经营主体能够申请离岛免税外，海南省额外批准海发控和海旅投享有离岛免税经营资质。免税牌照的放开一定程度上打破了垄断竞争格局，有望激发免税运营商提高运营能力。

图表 64 免税运营商经营范围

免税运营商	性质	牌照	经营范围
中免	全国性	出入境免税牌照、离境外国人市内免税店牌照、海南岛离岛免税牌照	主要机场、港口、边境口岸、市内、离岛免税等
日上上海 (中免收购)	特殊性	-	浦东机场、虹桥机场免税

日上中国 (中免收购)	特殊性	-	北京机场免税
海免 (中免收购)	区域性	海南岛离岛免税牌照	海南离岛免税
中侨 (中免收购)	市内性	归国人员市内免税店牌照	哈尔滨入境市内免税
中出服	市内性	出入境免税牌照、归国人员市内免税店牌照、海南岛离岛免税牌照	市内、机场、港口、离岛免税等
珠免	全国性	出入境免税牌照、海南岛离岛免税牌照	珠海口岸免税、天津机场免税
深免	区域性	出入境免税牌照、海南岛离岛免税牌照	深圳口岸免税、深圳机场免税、离岛免税
王府井	全国性	免税经营牌照	尚未落地
海发控	区域性	海南岛离岛免税牌照	离岛免税
海旅投	区域性	海南岛离岛免税牌照	离岛免税

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

**多家企业布局离岛免税，做大增量市场。**2011年离岛免税政策实施之后，海免率先布局，2019年又新增布局2家离岛免税店。2020年中免收购海免，成为了离岛免税唯一运营主体。随着离岛免税政策放开，中出服、深免、海旅投以及海发控在2020~2021年集中开店，截至2021年末，海南离岛免税店数量达9家，其中中免独占5家，覆盖海口、三亚和博鳌三个城市的核心地段，仍然占据绝对优势地位，且具有较高品牌认知度和客户基础。随着疫情好转旅游业复苏以及政策红利释放，离岛免税市场潜力巨大，多家免税商有望共享增量市场。

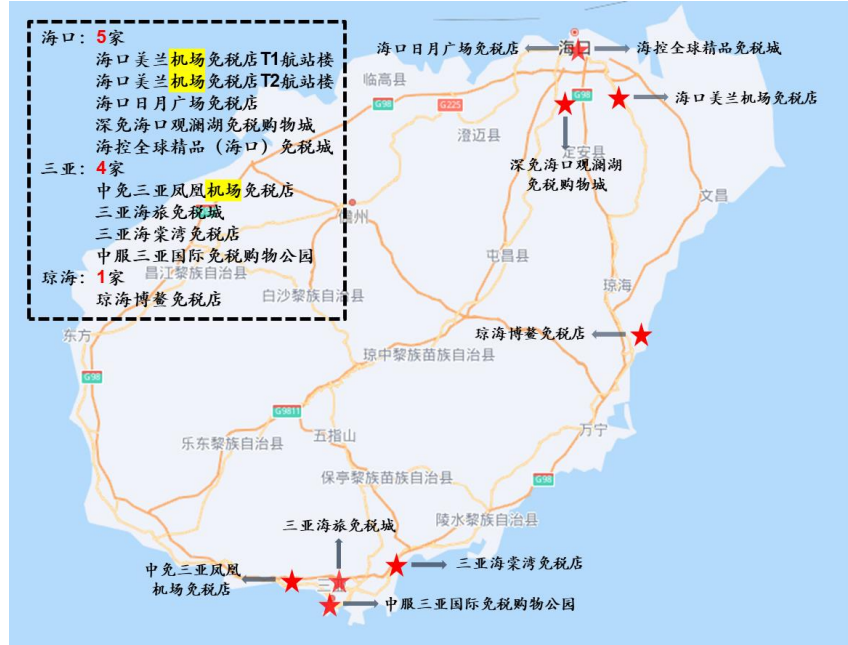
图表 65 海南离岛免税店情况

免税店	运营商	位置	经营面积	开业时间
海口美兰机场 T1 航站楼免税店	海免 (被中免收购)	海口市美兰机场国内候机楼隔离区内	营业面积 8631 万 m <sup>2</sup>	2011.12.21
三亚海棠湾免税店	中免	海南省三亚市海棠区海棠北路 118 号	总建筑面积 12 万 m <sup>2</sup> , 经营面积 7 万 m <sup>2</sup>	2014.9.1
海口日月广场免税店	海免 (被中免收购)	海口市日月广场双子座 1、2 层和射手座 L 层	经营面积 2.2 万 m <sup>2</sup>	2019.1.19
琼海博鳌免税店	海免 (被中免收购)	琼海市博鳌景区内	经营面积 4200 m <sup>2</sup>	2019.1.19
三亚海旅免税城	海旅投	三亚市迎宾路 303 号	经营面积 9.5 万 m <sup>2</sup>	2020.12.30
三亚国际免税购物公园	中出服	三亚市解放一路鸿洲广场	总面积 4.3 万 m <sup>2</sup> , 首期开放 1.5 万 m <sup>2</sup>	2020.12.30
三亚凤凰机场免税店	中免	三亚市凤凰机场	总面积 6800 m <sup>2</sup> , 首期开放面积 800 m <sup>2</sup>	2020.12.30
全球精品(海口)免税城	海发控	海口市国兴大道日月广场东区	总建筑面积 3.89 万 m <sup>2</sup> , 首期开业面积 3000 m <sup>2</sup>	2021.1.31

海口观澜湖免税购物城	深免	海口市羊山大道观澜湖新城	总营业面积 10 万 m <sup>2</sup> , 第一期营业面积 2 万 m <sup>2</sup>	2021.1.31
海口美兰机场 T2 航站楼免税店	海免 (被中免收购)	海口市美兰机场 T2 航站楼	经营面积 9313 m <sup>2</sup>	2021.12.2

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

图表 66 海南离岛免税店布局



资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

### 3.3 从牌照竞争, 向多维度竞争转变

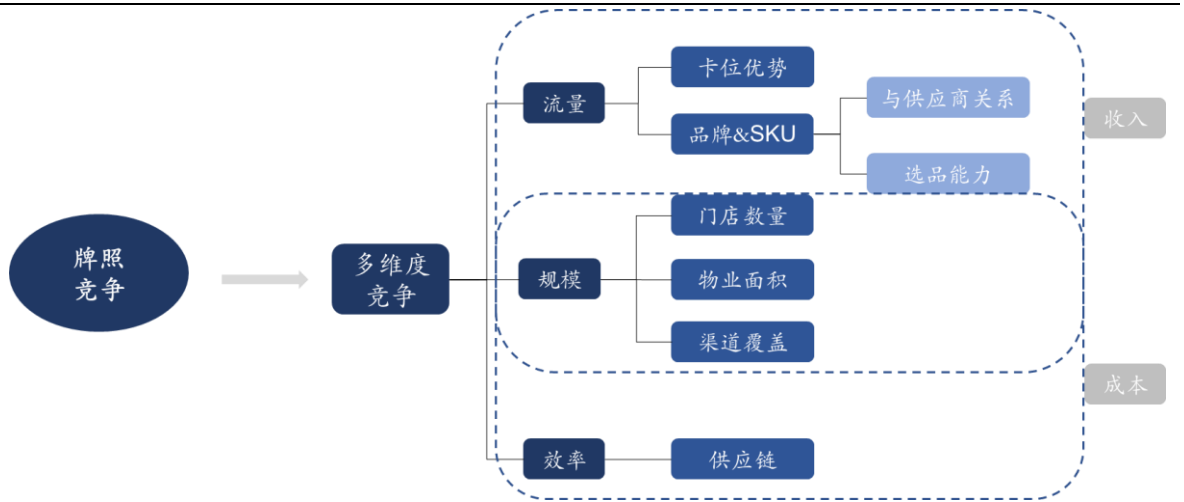
随着免税政策的放开, 免税牌照增多且企业可以通过与免税经营商合作切入免税赛道, 传统的牌照垄断优势被打破, 免税经营向多维度竞争转变:

(1) **流量**: 客流量主要取决于: ①**区位**: 人流量较大的交通枢纽、旅游景区和繁荣的商业区往往能够带来更多的客流; ②**品牌&SKU**: 与更多品牌商建立良好的关系, 能够提高品牌丰富度, 同时需要专业的选品团队搭配合理的品类组合, 从而增强门店吸引力, 提高消费者转化率和客单价。

(2) **规模**: 免税经营商可以通过收购、自建等方式提高门店数量、扩大物业面积、提高渠道覆盖范围等方式形成规模优势, 一方面有助于提升客流、提高顾客选择范围, 从而增加消费者转化率, 另一方面可以提高议价能力、形成规模效应, 降低成本。

(3) **效率**: 免税运营商可以通过数字化赋能, 建立采购、销售、物流一体化供应链体系, 实现降本增效。

图表 67 免税经营向多元竞争转变



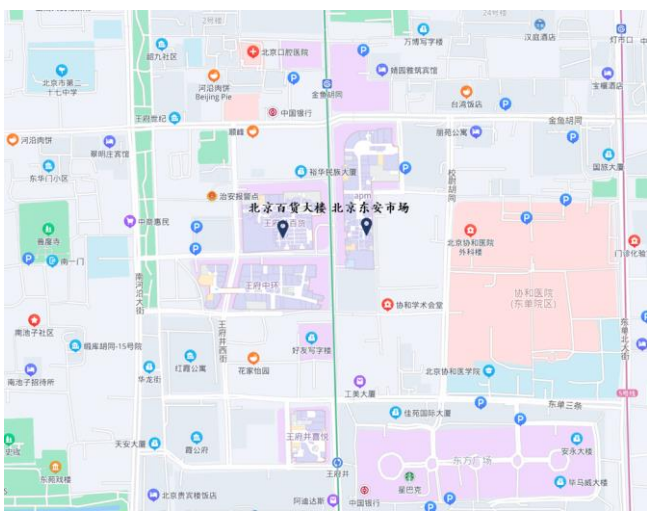
资料来源：各公司公告，华安证券研究所

## 4 有税业务：转型+收购，扩规模+调结构

### 4.1 百货：吸收首商扩大规模，积极调改提升坪效

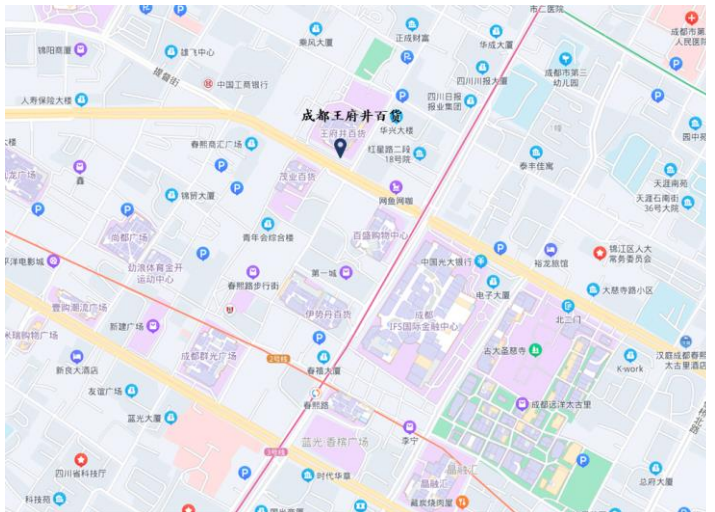
**知名百货品牌，与核心商圈共发展。**王府井百货是国内知名的大型零售百货商场，主要定位中高端，自身发展与所处核心商圈相互促进：(1) 其前身是创立于 1955 年享誉中外的“新中国第一店”北京市百货大楼，伴随着北京百货大楼的转型升级，王府井商圈历经多次改造，逐步发展成集购物、餐饮、文化、娱乐、旅游、商务、休闲为一体的综合生态圈。根据北京市文化和旅游局统计数据，2021 年 10 月 1 日~4 日国庆期间，王府井是北京游客接待量排名第一的景区(地区)，共接待 70 万人。(2) 1996 年公司开始推进百货连锁战略，在全国布局百货商场，通过聚客和集群效应，百货商所在地逐步发展成为核心商圈，比如成都王府井百货所在的春熙路商圈、武汉王府井百货所在的江汉路商圈，商圈的繁荣也进一步提升了王府井百货的品牌力和客流量。

图表 68 北京王府井商圈



资料来源：百度地图，华安证券研究所

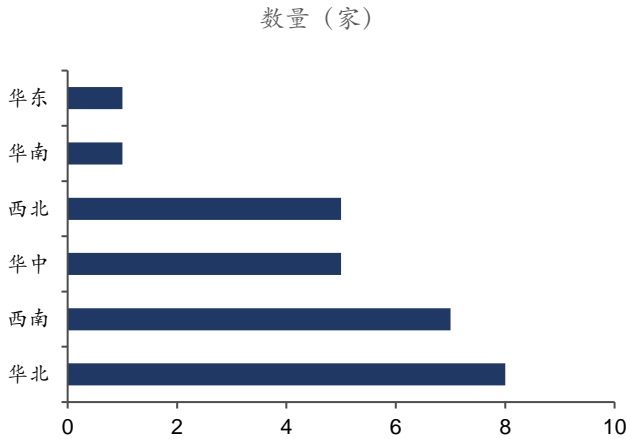
图表 69 成都春熙路商圈



资料来源：百度地图，华安证券研究所

**合并首商，进一步提升北京市场影响力。**王府井百货门店主要布局华北、西南、华中市场，首商股份则主要以北京为主，截至 2020 年末，首商股份共有 12 家百货门店，其中北京有 9 家。2021 年公司吸收合并首商股份，北京地区百货数量大幅增加，有望进一步提升北京市场份额和影响力。截至 2021 年末，公司共有 38 家百货门店。

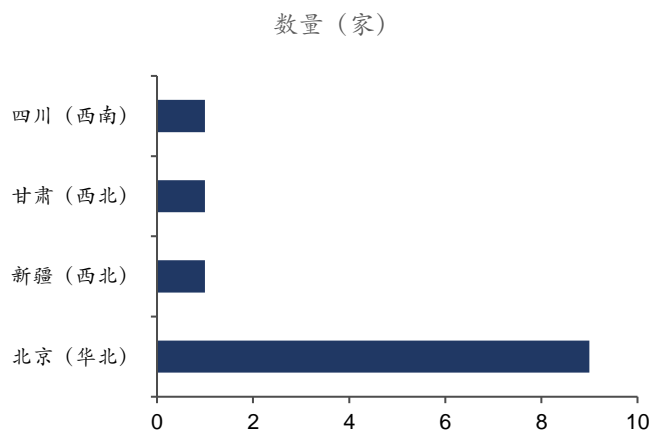
图表 70 2020 年王府井百货布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：北京有 4 家门店

图表 71 2020 年首商集团百货布局



资料来源：公司公告，华安证券研究所

**一店一策，积极转型焕发活力。**公司百货业态根据一店一策调整思路，发挥自身的商品资源及顾客资源优势，满足不同地区不同市场环境下的消费者差异化需求，提升客流量。现已形成精品百货、时尚百货、社区生活百货、买手制百货等不同百货业态产品线，比如：

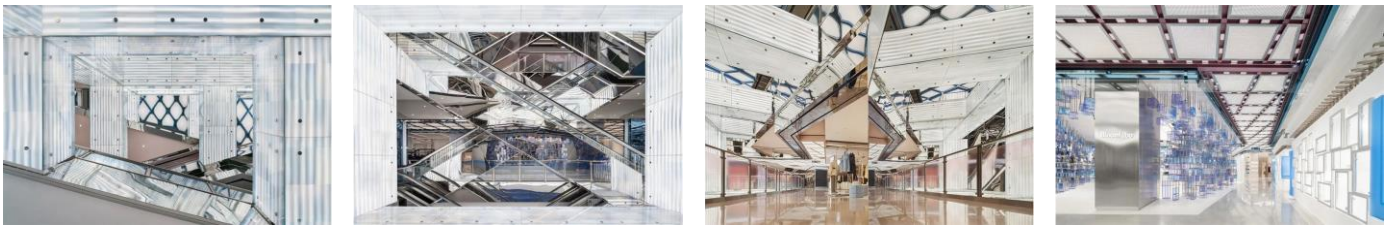
**(1) 东安市场——转型首家“潮奢买手制百货”**

东安市场始建于 1903 年，邻近皇城东安门，是北京著名老字号之一。2020 年，公司对东安市场整体建筑形象、运营模式、经营品牌进行全面改造升级，打造首家“潮奢买手制百货”。买手制一般采取买断经营、独家经销，或自有品牌创建模式，因此具有非同质化的商品属权，相对于普通百货商场，净利润率高出约 7~12pct。

**① 空间设计**

东安市场总建筑面积达 1.1 万平方米，以“梦回盛世”为概念，将传统中式建筑与现代制作工艺、材质融合，创造穿越时空的感官对话。东安市场通过艺术感和科技感的场景设计以及空间布局，剖析出“形塑东安”、“幻聚东安”、“云艺东安”三个特色鲜明的主题层，带给消费者沉浸式的消费体验。

图表 72 东安市场空间设计



资料来源：赢商网，华安证券研究所

### ②品牌矩阵

东安市场云集了 600 多个国际一线奢侈品牌、独立设计师品牌和高街潮牌，10 个集合区域及 39 家 shop in shop 独立品牌形象店，其中 300 个品牌是首次进入国内市场。引入首店资源和潮流品牌，有望发挥聚集作用，形成新的消费增长点。

**一层以“形塑东安”为主题：**集合区品牌丰富多元，如潮奢眼镜饰品专区包含 60 个国内外一线品牌，囊括 BALENCIAGA、FENDI、MAISON MARGIELA 等知名大牌和 WHEN SMOKE CLEARS、VERY FANCY、等新兴网红品牌。除集合区外，一层还开设了品牌独立区域，为各大品牌提供了一个更为宽阔的展示空间。如明星认可度颇高的美国时尚品牌——THOM BROWN、明星博主街拍出圈品牌——AMI PARIS、全智贤《星你》中的皮质外套品牌——BALMAIN 等，充足的陈列场域也使得产品品类更为齐全。

**二层以“幻聚东安”为主题：**瞄准潮流品牌店铺，汇聚了 18 个品牌独立区域，如 MARNI、OAMC、GANNI、MM6、IRO 等品牌。其中，PUSHBUTTON、NANUSHKA、ANDERSSON BELL、HOLZWEILER、ENFOLD、SYSTEM & SJSJ、3.1 Phillip Lim 7 个品牌为北京首家独立区域。借助品牌渠道的资源优势，东安市场拿到了一些专享福利，如 NANUSHKA 品牌新增了男装系列，MIHARA YASUHIRO 发布了两款独占限定配色的“溶解鞋”等。

**三层以“云艺东安”为主题：**增设了具态度的国潮空间和潮玩空间，吸引 Z 世代消费者，其中 ETUDES、PRONOUNCE、SHORT SENTENCE、SJYP 为北京首家独立区域。潮鞋专区代理发售限量联名潮鞋，包括 ASICS x Vivienne Westwood、Reebok 和 XVESSEL x Phantom Pro AMG Racing 等顶级的鞋圈热门款式，以及 HOKA ONE ONE、ROA HIKING 和 ARTICLE NO. 等宝藏球鞋品牌。

图表 73 东安市场品牌布局



资料来源：赢商网，华安证券研究所

图表 74 东安市场各楼层品牌

楼层	品牌名称	类别
F1	VERSACE(范思哲)、DOLCE&GABBANA(杜嘉班纳)、Alexander McQueen(亚历山大·麦昆)、BALMAIN(巴尔曼)、Bloomhub, Bloomlabo	时尚生活
	Thom Browne(莱姆·布朗尼)、Stella McCartney(丝黛拉·麦卡妮)、Sergio Rossi、AMI(ALEXANDRE MATTIUSI)、Maison Margiela(马丁·马吉拉时装屋)、RICK OWENS(瑞克·欧文斯)、Luxem Bags、Luxem SHOES、Giuseppe Zanotti Design(朱塞佩·萨诺第设计)、We11done、Guidi、rene caovilla	服装
	BOONHUB、Luxem Outdoors、Bloomlabo、holzweiler	时尚生活
F2	IRO、MARNI(玛尼)、Stella McCartney(丝黛拉·麦卡妮)、睿锦尚品(Luxemporium)、MSGM、13demarzo、Maison Kitsuné(小狐狸)、MM6、3.1 Phillip Lim(菲利林 3.1)、Luxem DENIM、Luxem RTW、pronounce、pushbutton、Nanushka、Andersson Bell、Ganni、OAMC、short sentence、mihara yasuhiko、SJYP、Enfold、SYSTEM、SJSJ、Paul Smith(保罗史密斯)	服装
	MTS	丽人养生
F3	Canada Goose(加拿大鹅)、Maison Margiela(马丁·马吉拉时装屋)、RICK OWENS(瑞克·欧文斯)、Marcelo Burlon(MB)、ETUDES、ARTICLE NO.(Article number)、both、mihara yasuhiko	服装

资料来源：赢商网，华安证券研究所

## (2) 北京市百货大楼——转型百货购物中心

北京市百货大楼近年来持续调改升级，引入新业态。2017年，百货大楼正式开启转型改造，引入了英国老牌玩具店——哈姆雷斯玩具店，打造集玩具与母婴产品、儿童休闲娱乐体验、互动式场景服务、亲子餐饮于一体的综合体。根据北京市商务局数据，2021年哈姆雷斯店年客流超过180万人次，会员累计超过1.6万人。

图表 75 哈姆雷斯

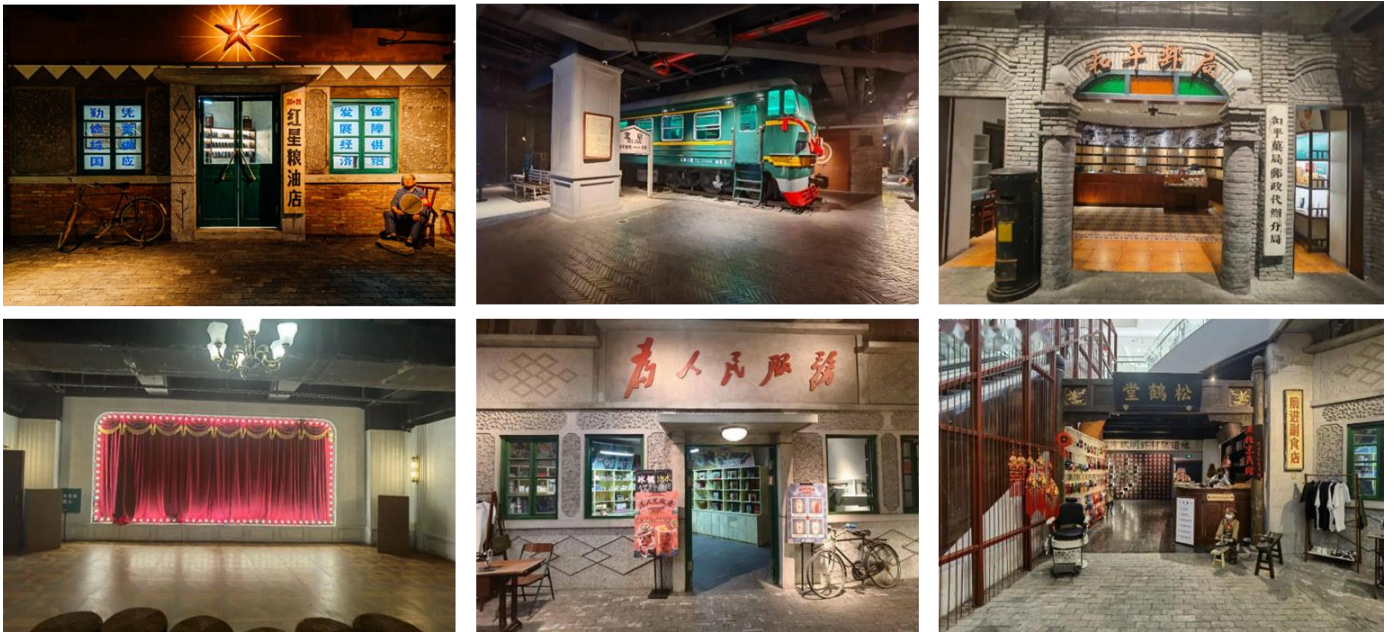


资料来源：公司官网，华安证券研究所

2019年8月12日，位于北京百货大楼地下二层、建筑面积2400平方米的和平菓局正式营业，一举成为新晋网红打卡地。和平菓局通过重构正阳门车站、椿树书局、时间照相馆、饽饽铺、敕建小党寺、松鹤堂、全息戏院、劝业场、汲古斋、

前进副食店、和平邮局、红星粮油铺、明档、和平小吃街、和平戏院、北京胡同等 16 个场景还原了一座 20 世纪 80~90 年代的北京城，将老北京的人情味、烟火气、文化精髓一一重现，给北京本地消费者打造了沉浸式文化体验空间。和平菓局开业首月，日最高客流量突破 16000 人，周末日均客流 11000 人，日均销售 6 万元，其中北京本地消费者占比达到 60% 以上，年龄在 16-35 岁之间的顾客超过 75%。和平菓局的网红效应带动百货大楼开业首月客流量同比上升 26%，环比上升 41%，销售额同比增长 8%。

图表 76 和平菓局



资料来源：万维设计，华安证券研究所

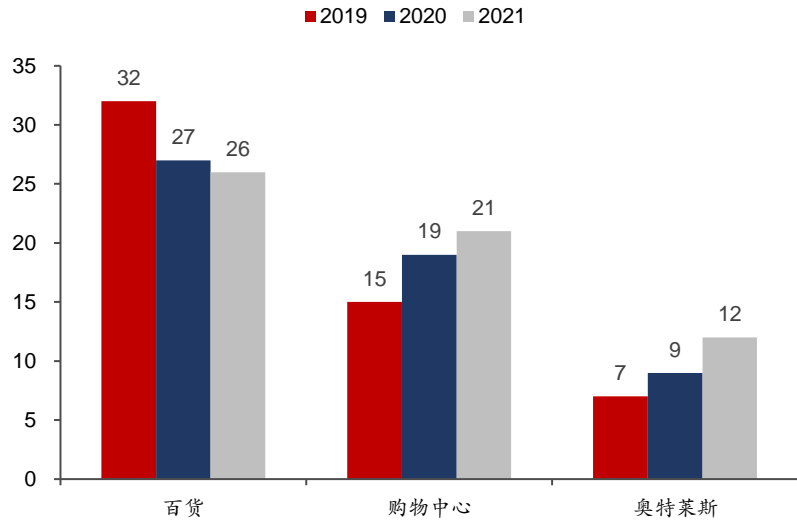
### ②应用新技术

公司致力于打造“互动化、体验化、数字化”一体的智慧门店，2022 年，北京百货大楼有望实现电子导视、定位导航、互动娱乐、AR 游戏、移动收银等数字化项目，提升消费体验。

## 4.2 购物中心：拓店持续推进，升级+营销吸引新流量

**购物中心迎合消费需求，为拓店主力。**王府井购物中心属于城市中大型体量主题商业产品线，定位为生活方式体验中心，聚焦在 18-45 岁客群。随着消费需求多样化，购物中心的多元体验一站式消费更加受到消费者青睐，公司以购物中心为主力，进行门店拓展，2020、2021 年分别新增 4、2 家，截至 2021 年末，公司共有 22 家购物中心（含首商集团）。

图表 77 百货、购物中心、奥特莱斯门店数量变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2021 年门店数量剔除首商集团 12 家百货、1 家购物中心、2 家奥特莱斯

**亏损项目改造升级，打造特色优势。**2021 年公司深化转型调整，着手对原有持续亏损的项目进行改造升级，打造潮流新地标。比如将新燕莎金街购物广场改造为数字国潮的新兴年轻潮流 MALL—王府井喜悦购物中心：新燕莎金街购物广场原为首商股份旗下，2014 年 7 月 5 日开业，但由于市场地位不清晰、经营项目不符合市场趋势、楼层设计不合理等原因，持续亏损。2021 年公司以新国潮为核心对其进行改造，营造时尚、多元、新奇的体验氛围，预计 2022 年底开业。凭借公司多次成功改造项目的经验，升级后的王府井喜悦购物中心有望吸引新客群，实现扭亏为盈。

**自创 IP 营销活动，提升市场声量。**购物中心业态优势门店充分发挥在当地的市場影响力和消费号召力，持续多年保持爆发力。如贵阳国贸集团的超级会员日、成都王府井、长沙王府井和洛阳王府井的城市时装周、太原王府井“夜殿”会员专场、南昌购物中心的“跨年电音节”、佛山王府井紫薇港的“花花·花博会”等多种自创 IP 营销活动，不断为当地消费者带来时尚新鲜的感受，增强消费者黏性和忠诚度。

### 4.3 奥特莱斯：收购万宁首创奥莱，布局海南市场

**主打“大品牌，小价格”，打造三条产品线。**奥特莱斯以时尚类品牌折扣商品销售为主，比如 PRADA、BURBERRY、ARMANI、COACH 等国际品牌，主打“大品牌，小价格”的经营理念，具有超高性价比；同时配套了餐饮、娱乐、休闲等服务项目和设施，满足消费者一站式消费需求。奥特莱斯门店位置一般在城市边缘地区或城郊，单店面积一般在 3~6 万平米，具有独特的建筑风格、丰富的业态组合和优美的购物环境，提升消费体验。公司打造了以商品为特色的 1.0 版奥莱、融合购物中心元素的 2.0 版奥莱、以及与文旅产业相结合的 3.0 版小镇式奥莱三条产品线，满足不同消费者的消费需求。截至 2021 年末，公司共拥有 14 家奥莱门店。

图表 78 奥特莱斯门店风格



资料来源：公司官网，华安证券研究所

乘政策东风，抢占海南战略高地。2022.5 公司收购了海南旅业 100% 的股权，获得了其持有的海南万宁首创奥特莱斯店：(1) **业态多样**：万宁首创奥莱是海南首家开业且单体面积最大的奥莱项目，建筑面积超 10 万平方米，以奥特莱斯名品折扣店为核心，集珠宝城、韩国城、钟表城、餐饮、休闲、娱乐等多种业态为一体；(2) **品类丰富**：万宁首创奥莱引进了 100 多家国际国内一线品牌折扣店，且均为海南省首家名品折扣店，比如 GUCCI OUTLET、ARMANI OUTLET、COACH、CK、GANT、GUESS、GAP、NIKE、Adidas 等多个一线品牌，折扣最低低至一折，为消费者提供了众多选择；(3) **位置优越**：万宁首创奥莱毗邻海南环岛高速，交通便捷，距离海口、三亚均在两小时车程内，可有效辐射全岛。自 2014 年开业以来，万宁首创奥莱销售额呈逐年上涨趋势，2019 年首次超过 20 亿元。受疫情影响，2020 年销售额有一定程度下滑，随着疫情得到控制，旅游商务客流逐步恢复，经营好转。海南省“十四五”期间要立足海南自由港建设，初步建成国际旅游消费中心，为了抓住这一历史机遇，公司加速布局海南市场，有望分享政策红利。

图表 79 万宁首创奥莱



资料来源：奥特莱斯网，华安证券研究所

图表 80 万宁首创奥莱位置

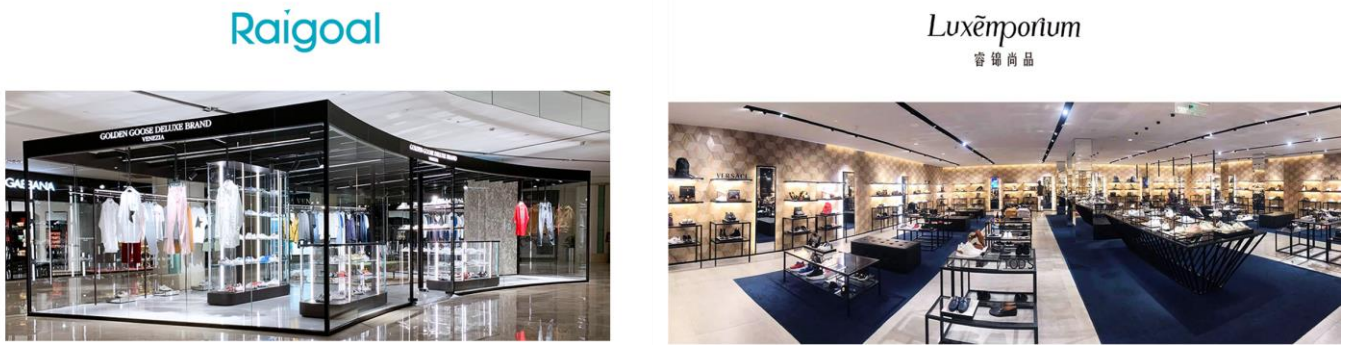


资料来源：百度地图，华安证券研究所

#### 4.4 专业店：打造自营平台，聚焦潮流+运动品牌

成立集团自营平台公司，打造买手集合店、经营国际品牌代理业务。2018.4 公司成立北京王府井润泰品牌管理有限公司，打造集团自营平台。该公司收购了睿锦尚品和睿颐国际，成立了睿高翊（后睿高翊吸收合并了睿颐），经营买手制奢潮品牌集合店和国际品牌代理业务，在王府井自有门店和外部商业项目开店：截至 2021 年末，睿高翊、睿锦尚品各有 21 家门店。

图表 81 专业店门店



资料来源：公司官网，华安证券研究所

**收购法雅商贸，切入国际运动品牌代理业务。**2021 年公司收购首商集团，获得了旗下法雅商贸，其主要运营国际运动品牌代理业务，与阿迪达斯、耐克两大运动品牌合作。截至 2021 年末，法雅商贸共有店铺 420 家（其中自营店铺 173 家，加盟店铺 247 家），卖场 4 家。公司将法雅商贸自身优势与自营业务结合，有望发挥协同作用，做大做强专业店业务。

#### 4.5 超市：自营+合营，发挥协同作用

王府井通过自营和合营方式，打造了三大超市品牌：

(1) **王府井生活超市**：公司在百货及购物中心门店配套布局超市业态，一方面利用百货及购物中心为超市引流，另一方面超市的高消费频率也可以提高消费者在百货及购物中心的闲逛次数，进而提升销售额。截至 2021 年末，公司已经在 12 家百货引入王府井生活超市，未来有望继续在其他自有百货、购物中心布局。

(2) **王府井吉选超市**：吉选实业是一家立足四川的流通领域综合服务商，具有集冷链、仓储、中央厨房、生鲜加工、城市配送、研发、特色川菜品类孵化及后勤保障为一体的综合性多功能的冷链央厨产业基地。2016 年公司与吉选实业合资成立了王府井吉选超市，定位品质生活，以产地直采、品种多、品质好、性价比高的生鲜商品为特色，充分发挥了公司的品牌、管理优势和吉选实业的团队、供应链优势，实现资源共享和效应最大化。截至 2021 年末，公司已在南充、巴中等地开设 4 家连锁超市，未来有望在乐山、绵阳、宜宾、成都等四川区域继续拓展，并在全国范围内和有实力、有特色的当地超市合资扩大区域超市规模。

(3) **王府井首航超市**：2017 年公司与北京首航国力超市合资成立了王府井首航超市，其中公司持股 48%，首航超市持股 35%，管理团队持有 17%。王府井首航超市主要布局王府井百货及购物中心下的生鲜加强型食品超市以及社区生鲜超市两种类型。截至 2021 年末，公司已经在北京、内蒙古、南昌等地开设 11 家王府井首航超市，后续会逐步向北京周边地区拓展。

#### 4.6 电商：线上线下的融合，数字化赋能发展

**打通全渠道，线上线下高度融合。**公司开通了微信、微博、抖音、小红书等多个入口，通过线上商城、短视频与直播带货等运营模式触达消费者，支持线上订购送货上门、线上支付到店核销、线上订购到店提货等跨渠道购物体验，实现线上、

线下的全面融合。2021 年公司在微信私域和抖音公域直播场次合计 2478 场，观看量 1164 万人次，实现线上销售超 10 亿元。

**加快数字化建设，提升消费体验。**公司持续提升数字化水平，在数据资产平台、数字支付平台、场景移植和科技运用的等方面全面推进，并着力打造智慧门店，实现顾客体验和经营管理的智慧化升级，为顾客提供更优服务体验、更便捷的购物体验。2021 年门店微商城业务中台试点上线 12 家，新的供应链平台在 32 家百货门店全面上线。

## 5 免税业务：发挥协同作用，打造第二增长级

### 5.1 组建核心管理团队，为免税业务奠基

**核心管理层高效专业，经验丰富。**公司 2020.6 获得免税经营资质，2020.7 成立北京王府井免税品经营有限责任公司，并筹建核心管理团队：(1) 公司总裁、董事尚喜平亲任总经理，全面负责免税业务，保证公司内部资源可以高效调动配合免税业务发展；(2) 公司副总裁曾群担任副总经理，负责免税业务政策研究、政府对接等。曾群具有资深政府工作背景，能够及时准确解读政策动态、与政府保持有效沟通，确保免税业务具有良好的经营环境；(3) 公司聘请李文欣担任副总经理，负责免税商品中心、运营中心等免税业务等。李文欣曾参与中免三亚海棠湾免税项目，并且在轻奢、高端化妆品等方面具有品牌资源和零售运营经验，有助于提升免税招商和运营能力。凭借公司在有税零售的运营经验、消费者积累以及高效专业的管理层团队，公司免税业务有望释放发展潜力。

图表 82 免税业务核心管理团队

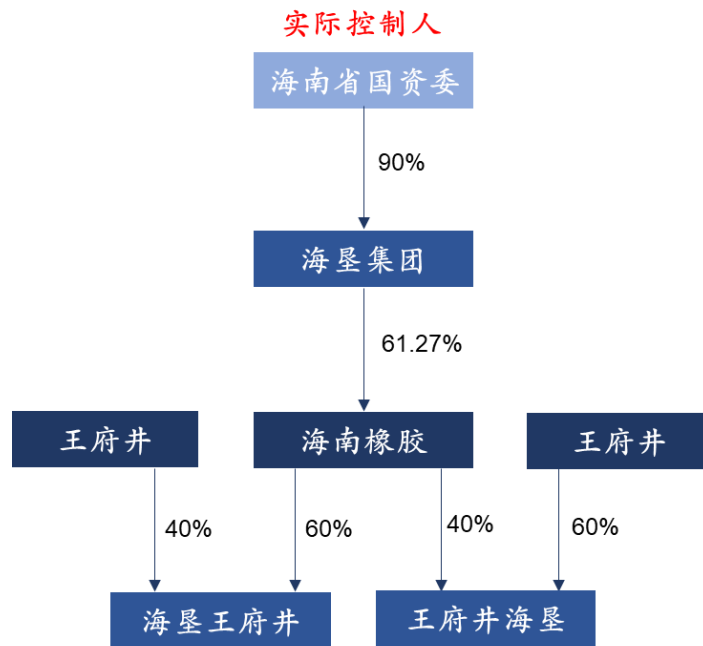
管理层	职位	背景
尚喜平	总经理	自 1988 年起先后任北京东安市场科员、商品部副经理，北京长安商场办公室副主任、百货部经理、业务部部长，王府井零售本部常务副部长、长沙王府井总经理、太原王府井总经理、福州王府井总经理。2011 年 6 月起任王府井集团股份有限公司副总裁。2017 年 2 月至 2019 年 12 月任集团常务副总裁，2019 年 12 月起任总裁，董事。
曾群	副总经理	现任王府井集团股份有限公司副总裁。曾女士自 2000 年 5 月至 2013 年 2 月先后在北京市经济委员会企业改革处、北京市人民政府国有资产监督管理委员会改革发展处、企业改革处任职，2013 年 3 月至 2013 年 9 月，任北京王府井国际商业发展有限公司副总经理，北京王府井东安集团有限责任公司董事、2013 年 9 月起先后任王府井集团副总经理、纪委书记、党委委员，2019 年 2 月起任王府井集团党委委员、副总裁。
李文欣	副总经理	在 2003 年至 2011 年的 8 年间，任职中免集团，开拓了中免集团在机场有税区域的国际化妆品项目，创建了广州、深圳、厦门、南京等机场有税国际化妆品店，并曾任中免三亚海棠湾项目筹备组成员，并参与了前期规划，具有丰富的免税、有税市场经验。2011 年，李文欣先生任职万达总部招商中心副总经理，协助万达集团创建了长沙开福万达和武汉汉街万达两个高端定位项目，促成了万达集团与轻奢和国际化妆品的合作。2016 年至 2020 年 7 月，李文欣先生任职百盛集团商品部总经理，创建了长沙 IFS 和青岛万象城 PARKSON BEAUTY 项目，开启了百盛集团 BEAUTY 项目在购物中心渠道的发展。

资料来源：DFE，华安证券研究所

### 5.2 借力当地企业，布局离岛免税

**与海南橡胶合作，背靠海南国资委。**为抓住海南自由贸易港建设的优惠政策与机遇，分享海南自贸港发展红利，推进公司在海南地区免税业务的发展。2021.1 公司与海南橡胶分别出资成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司（后简称“王府井海垦”）和海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司（后简称“海垦王府井”）。其中王府井海垦注册资本 1 亿元，王府井出资 6000 万元，海南橡胶出资 4000 万元，主要运营海南省岛内免税项目；海垦王府井注册资本 1 亿元，王府井出资 4000 万元，海南橡胶出资 6000 万元，主要运营岛内日用免税项目。海南橡胶的控股股东为海垦集团（持股 61.27%），实控人为海南省国资委。海南橡胶的国资背景有望助力公司的海南免税经营享受一定的政策优势。

图表 83 公司和海南橡胶合资成立免税经营子公司



资料来源：wind，华安证券研究所

**海垦集团“地产+旅游康养+仓储物流”资源丰富，赋能免税业务发展。**海垦集团孕育于 1952 年创建的海南农垦，辖区拥有丰富的热带雨林、热带作物、优质温泉等生态和旅游资源，业务涵盖旅游康养、地产、商贸物流，有望协同免税业务发展：

**(1) 地产：**海垦集团子公司海垦实业在海口、定安、澄迈、儋州、琼海、万宁、陵水、保亭、五指山、三亚和乐东等多个市县拥有存量建设用地，且开发条件较为成熟。目前海垦广场、公园后路商业街等项目已经完成，涉及零售、餐饮、娱乐等多种业态，有望为公司免税项目落地提供物业支持。

**(2) 旅游康养：**海垦集团子公司海南农垦拥有蓝洋温泉、南田温泉等多处储量丰富的优质温泉资源，莲花山文化景区、八一石花水洞景区等丰富的自然生态资源和丰富的军垦文化遗产以及大面积热带作物资源可开发观光农业、休闲农业等农旅结合项目。海南农垦将围绕海南国际旅游消费中心建设，以康养旅游、购物旅游、海洋旅游和农旅融合等新业态为重点，成为海南省一站式康养旅游服务提供商。海南免税消费者和旅游消费者高度重合，旅游康养业务的发展有望为免税业务带来巨大的客流量。

**(3) 商贸物流：**①海南橡胶在海南、云南、山东等城市完成物流节点布设，正致力

于全国布局多层次、多环节的组合物流服务；②海南农垦积极布局进口商品全岛终端销售网络，搭建进口商品供应链集采平台，逐步构建覆盖海南省的仓储、冷链物流、批发零售体系，以及覆盖岛内外的贸易服务平台和仓储物流、销售终端平台。供应链不断完善，有望提高免税业务的运营效率。

图表 84 海垦集团核心商业地产项目

项目	项目进度	产业布局	占地面积
宏达商城	预计 2023 年竣工	涵盖花园式写字楼、高端住宅、商业街、等多行业形态	建筑面积约 46 万平方米
公园后路商业街	2020 年竣工	集美食、购物、娱乐、休闲为一体的商业步行街	建筑总面积约 3.33 万平方米
海垦广场	2018 年开业	覆盖餐饮、零售、休闲娱乐等多业态	建筑面积为约 21.94 万平方米

资料来源：海垦集团信用评级，海垦集团微信公众号，华安证券研究所

### 5.3 有税板块协同，竞争优势显著

**物业覆盖范围广，地理位置优越。**公司长期深耕传统零售行业，截至 2021 年末，已经在北京、武汉、成都、西安、长沙、厦门等热门城市核心商圈布局自有门店。西安、成都等城市已经出台市内免税支持鼓励政策，随着市内免税政策逐步放开，公司有望在核心商圈的有税零售门店布局免税业务，助力免税业务发展：(1) 减少新设门店的租金成本，(2) 利用百货、购物中心的品牌影响力和优越地理位置为免税业务引流；(3) 借助有税零售的运营能力和服务能力，提升消费体验感。

图表 85 自有物业所处核心商圈

区域	门店名称	地址	开业时间	经营建筑面积 (万平方米)	所处商圈
北京	北京百货大楼	北京市东城区王府井大街 253-255 号	1955	10.6	王府井商圈
	北京长安商场	北京市西城区复外大街 15 号	1990	2.9	长安街沿线商圈
	北京双安商场	北京市海淀区北三环西路 38 号	1994	3.9	北三环西路商圈
	北京西单商场西单店	北京市西城区西单北大街 120 号	1930	5.7	西单商圈
	北京右安门王府井购物中心	北京市西城区万博苑 7 号楼	2015	2	南二环商圈
	北京友谊商店	北京市朝阳区建国门外大街 17 号	1964	2.5	建国门外大街
	贵友大厦建国门店	北京市朝阳区建国门外大街甲 5 号	1990	1.8	建国门外大街
哈尔滨	哈尔滨王府井购物中心	黑龙江省哈尔滨市道里区景江东路 899 号	2017	12.8	群力中央商务区

武汉	武汉王府井百货	湖北省武汉市江汉区 中山大道 858 号	1998	3.4	江汉路商圈
成都	成都王府井百货	四川省成都市锦江区 总府街 15 号	1999	5.8	春熙路商圈
长沙	长沙王府井百货	湖南省长沙市天心区 黄兴中路 27 号	2004	7.1	五一商圈
西安	熙地港 (西安) 购物中心	陕西省西安市未央区 凤城七路 8 号	2016	14.8	市行政中心 CBD 和 北城商圈
郑州	熙地港 (郑州) 购物中心	河南省郑州市郑东新 区农业东路 15 号	2017	13.7	郑州东区新兴经济 文化区
贵阳	贵阳国贸广场	贵州省贵阳市云岩区 中华北路 1 号	2002	2.2	城市中心 CBD 商圈
贵阳	贵阳南国花锦	贵州省贵阳市云岩区 中华北路 108 号	2008	2	贵阳南国花锦
厦门	厦门中山巴黎春天百货	福建省厦门市思明区 中山路 76-132 号	1998	1.8	中山路商圈
佛山	佛山紫薇港购物中心	广东省佛山市佛山禅 城区季华四路 70 号	2020	18.7	禅城季华路商圈

资料来源：公司公告，百度地图，华安证券研究所

**借助有税零售品牌资源，打造独立品类供应链。**公司与全球众多知名零售品牌商形成了长期稳定的战略合作关系，并在奢侈品、时尚运动、儿童等领域搭建了自营业务市场化采购运营管理体系。截至 2021 年末，公司免税业务已经覆盖时尚精品、香化、酒水、烟草、儿童玩具，食品保健品、家具家用，数码 3C 等 8 大品类，与全球 800 余个品牌建立联系并深入接洽，其中 130 余个为首进免税渠道品牌。在免税业务产品趋同日益加剧的背景下，公司有望凭借丰富的品牌资源与专业的采购能力，打造独特的品类供应链，引入全新商品品类，形成差异化的商品力。

图表 86 公司部分品牌资源



资料来源：公司官网，华安证券研究所

推进全渠道建设，利用会员资源引流。随着获客成本提高以及新冠疫情影响线下消费，公司持续强化线上运营能力的建设，并通过线上线下系统整合、客户关系管理及全渠道建设，提升消费体验，进而提高获客能力和复购率。截至 2021 年末，公司已经有超过 1800 万会员，2021 年会员销售额在总销售额中占比 60%。公司有望在免税业务上复制有税业务的全渠道经营模式，同时打通会员体系，为免税业务引流。

图表 87 免税业务线上线下整合



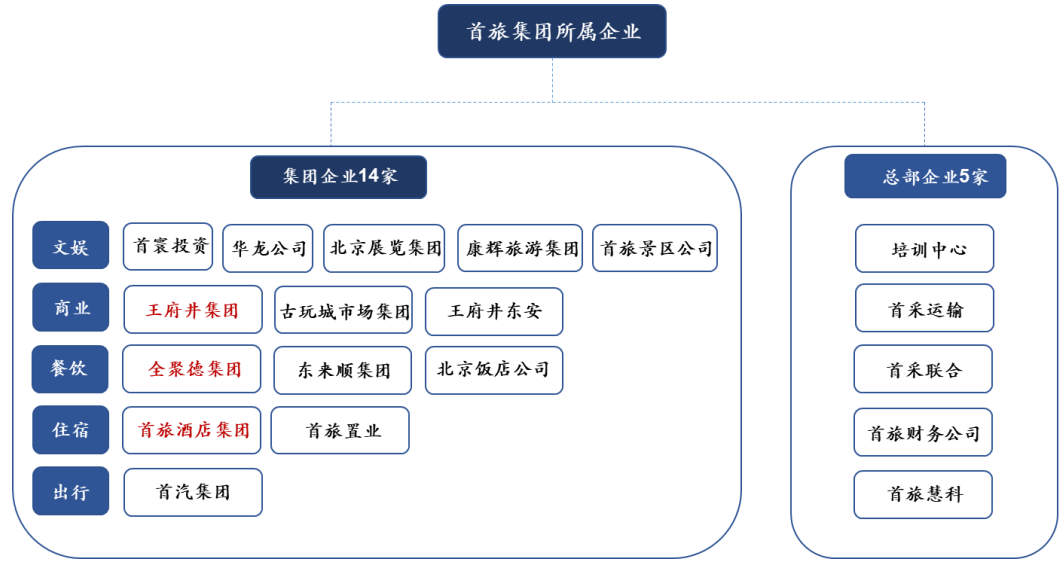
资料来源：The Moodie Davitt Report，华安证券研究所

### 5.4 首旅集团资源丰富，赋能免税业务

首旅集团旅游产业链资源丰富。首旅集团成立于 1998 年，是以旅游商贸服务业

及相关产业为核心的战略性投资集团，业务覆盖“文娱、商业、住宿、餐饮、出行”五大单元，在《中国 500 最具价值品牌榜》和全国大型旅游集团排名中位居前列。免税店消费者主要为出入境、离岛游客，借助首旅集团丰富的旅游资源，公司有望发挥旅游+免税协同作用，带动免税业务发展。

图表 88 首旅集团旗下产业布局

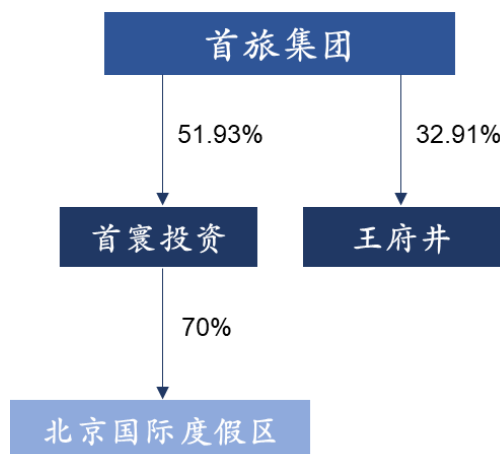


资料来源：首旅集团公司官网，华安证券研究所

注：标红企业为上市公司

**北京环球影城潜力巨大，或协同市内免税发展。**北京环球影城位于北京市通州区，毗邻东六环和京哈高速公路，是亚洲的第三座，全球的第五座环球影城主题乐园。北京环球影城分三期建设：一期占地面积约 1.8 平方公里，包括拥有七大主题景区的北京环球影城主题公园、北京环球城市大道以及两家度假酒店；二期占地面积约 2.2 平方公里，正在谋划建设；三期计划建设水上乐园。2021.9 北京环球影城正式营业，带动北京国庆假期外来消费增长超 15%，日均可接待游客 1.5 万人，周末的游客量达到 3 万人左右，预计每年为通州带来 1200 万人次客流量。首旅集团通过首寰投资间接控股北京环球影城，公司有望借助控股股东的资源优势在北京环球影城布局市内免税业务。

图表 89 首旅集团控股北京环球影城



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 盈利预测及投资建议:

### 盈利预测

(1) 有税零售业务: 2022H1 受疫情严重影响, 线下消费场景消失, 线上渠道受阻, 零售业务收入不及预期, 2022H2 之后随着疫情好转, 物流放开叠加线下门店客流恢复, 有望逐步恢复增长。其中, ①百货业务门店逐步调改升级, 迎合 Z 世代消费需求, 吸引新流量, 预计疫情稳定后增速会略有上升。②购物中心的多元化一站式消费和奥特莱斯的高性价比对消费者更具吸引力, 每次疫情平稳后, 恢复速度较快, 有望保持较高增速。③睿锦尚品、睿高翊定位买手制潮奢品牌集合店, 采用自采自营模式, 引入了独有的特色品牌, 且减少了中间渠道的费用, 盈利能力更高, 并购法雅商贸, 有望发挥协同作用, 实现稳步增长。④超市业态会以当前布局为核心, 逐步向周边及全国范围拓展, 发挥连锁化优势, 带动增长。

(2) 免税业务: 免税业务正处于布局阶段, 预计 2022H2 逐步实现免税店落地, 且落地之后的培育期保持略慢增速, 之后有望借助政策红利、自身竞争优势、资源优势, 实现放量增长。

图表 90 盈利预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	267.89	82.23	127.53	134.80	151.50	163.80
YOY (%)		-69.30%	55.08%	5.70%	12.39%	8.11%
成本 (亿元)	212.58	53.10	73.79	83.71	92.17	98.32
YOY (%)		-75.02%	38.97%	13.45%	10.10%	6.68%
毛利率 (%)	20.65%	35.43%	42.14%	37.90%	39.16%	39.97%
<b>分业态营收</b>						
百货	176.25	56.28	71.09	71.45	78.60	82.52
YOY (%)		-68.07%	26.33%	0.50%	10.00%	5.00%
购物中心	30.64	12.02	20.61	21.23	24.41	27.34
YOY (%)		-60.78%	71.55%	3.00%	15.00%	12.00%

奥特莱斯	45.05	7.46	16.07	16.87	20.92	24.27
YOY (%)		-83.43%	115.35%	5.00%	24.00%	16.00%
超市		4.31	4.93	4.98	5.37	5.64
YOY (%)			14.35%	1.00%	8.00%	5.00%
专业连锁			17.91	18.27	20.10	21.70
YOY (%)				2.00%	10.00%	8.00%
其他业务	15.96	2.17	-3.08	2.00	2.10	2.31
YOY (%)		-86.39%	-242.03%	-164.87%	5.00%	10.00%
<b>分业态成本</b>						
百货	145.64	37.72	44.69	46.48	50.66	52.94
YOY (%)		-74.10%	18.49%	4.00%	9.00%	4.50%
购物中心	25.41	7.65	10.20	10.92	12.34	13.70
YOY (%)		-69.88%	33.31%	7.00%	13.00%	11.00%
奥特莱斯	40.34	2.30	4.87	5.26	6.36	7.32
YOY (%)		-94.31%	112.08%	8.00%	21.00%	15.00%
超市		3.59	4.21	4.34	4.65	4.85
YOY (%)			17.27%	3.00%	7.00%	4.50%
专业连锁			15.14	15.51	16.91	18.18
YOY (%)				2.50%	9.00%	7.50%
其他业务	1.19	1.83	-5.33	1.20	1.25	1.34
YOY (%)		54.21%	-390.72%	-122.52%	4.00%	7.00%
<b>毛利率 (%)</b>						
百货	17.36%	32.98%	37.14%	34.95%	35.54%	35.84%
购物中心	17.06%	36.29%	50.49%	48.57%	49.46%	49.92%
奥特莱斯	10.46%	69.24%	69.70%	68.84%	69.59%	69.86%
超市		16.58%	14.46%	12.76%	13.57%	13.98%
专业连锁			15.49%	15.08%	15.85%	16.24%
其他业务	92.55%	15.55%	-72.86%	40.00%	40.57%	42.19%

资料来源：公司公告，wind，华安证券研究所

## 投资建议

短期来看，百货转型效果显著，购物中心、奥特莱斯、专业店、超市等业态持续拓展，叠加线上渠道多触点引流，有税业务有望稳定增长；长期来看，免税门店逐步落地，凭借有税业务竞争优势、控股股东赋能、合资方资源优势，免税业务有望成为公司新的增长点。我们预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 1.16、1.25、1.35 元/股，对应当前股价 PE 分别为 20、19、18 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示：

**局部地区疫情反复：**奥密克戎传播性较强，造成部分区域疫情反复，可能会影响零售业务复苏。

**免税业务进展不及预期：**免税业务落地需要获得政府审批，不确定性较强，落地时间可能不及预期，且免税业务处于新业务，培育期可能面临运营、管理等方面风险。

**行业竞争加剧：**电商开始布局线下渠道，可能对零售业造成挤压；免税经营资质放松，多家企业入局免税赛道，免税行业竞争加剧。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	17048	19979	23260	25688	<b>营业收入</b>	12753	13480	15150	16380
现金	14303	16921	19847	22283	营业成本	7379	8371	9217	9832
应收账款	268	251	350	290	营业税金及附加	331	317	379	393
其他应收款	210	594	102	762	销售费用	1644	1348	1727	1933
预付账款	145	282	246	297	管理费用	1419	1308	1682	1867
存货	1756	1566	2349	1690	财务费用	363	303	317	318
其他流动资产	366	366	366	366	资产减值损失	-22	1	0	0
<b>非流动资产</b>	22103	21780	20770	20054	公允价值变动收益	42	0	0	0
长期投资	1547	1727	1739	1834	投资净收益	233	177	238	236
固定资产	6861	6395	5381	4591	<b>营业利润</b>	1906	2054	2111	2322
无形资产	1194	1344	1594	1794	营业外收入	61	0	0	0
其他非流动资产	12501	12315	12057	11834	营业外支出	60	0	0	0
<b>资产总计</b>	39151	41759	44030	45742	<b>利润总额</b>	1906	2054	2111	2322
<b>流动负债</b>	10634	11429	12286	12504	所得税	528	787	697	828
短期借款	197	296	344	417	<b>净利润</b>	1378	1267	1414	1494
应付账款	2850	2731	3158	2851	少数股东损益	38	-50	-8	-34
其他流动负债	7587	8403	8785	9237	<b>归属母公司净利润</b>	1340	1317	1423	1528
<b>非流动负债</b>	8414	9414	9414	9414	EBITDA	3822	3689	4092	4159
长期借款	739	739	739	739	EPS (元)	1.36	1.16	1.25	1.35
其他非流动负债	7675	8675	8675	8675					
<b>负债合计</b>	19048	20843	21700	21918					
少数股东权益	756	706	697	663					
股本	1133	1133	1133	1133					
资本公积	10089	10089	10089	10089					
留存收益	8125	8988	10411	11939					
归属母公司股东权益	19347	20210	21633	23161					
<b>负债和股东权益</b>	39151	41759	44030	45742					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	
<b>经营活动现金流</b>	2772	3286	3849	3485	<b>成长能力</b>				
净利润	1378	1267	1414	1494	营业收入	10.6%	5.7%	12.4%	8.1%
折旧摊销	1834	1512	1907	1759	营业利润	204.9%	7.8%	2.8%	10.0%
财务费用	561	303	317	318	归属于母公司净利	295.6%	-1.7%	8.0%	7.4%
投资损失	-233	-177	-238	-236	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	-756	384	453	154	毛利率 (%)	42.1%	37.9%	39.2%	40.0%
其他经营现金流	2121	881	956	1337	净利率 (%)	10.5%	9.8%	9.4%	9.3%
<b>投资活动现金流</b>	963	-1010	-655	-803	ROE (%)	6.9%	6.5%	6.6%	6.6%
资本支出	-1102	-438	-321	-379	ROIC (%)	4.6%	4.0%	4.2%	4.3%
长期投资	82	-749	-572	-660	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	1983	177	238	236	资产负债率 (%)	48.7%	49.9%	49.3%	47.9%
<b>筹资活动现金流</b>	864	342	-269	-245	净负债比率 (%)	94.8%	99.7%	97.2%	92.0%
短期借款	-3	99	48	73	流动比率	1.60	1.75	1.89	2.05
长期借款	-45	0	0	0	速动比率	1.39	1.55	1.65	1.87
普通股增加	155	0	0	0	<b>营运能力</b>				
资本公积增加	3576	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.33	0.35	0.36
其他筹资现金流	-2820	243	-317	-318	应收账款周转率	48.98	51.93	50.41	51.16
<b>现金净增加额</b>	4593	2618	2926	2437	应付账款周转率	2.50	3.00	3.13	3.27
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.36	1.16	1.25	1.35
					每股经营现金流薄)	2.44	2.90	3.39	3.07
					每股净资产	17.08	17.81	19.06	20.40
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.79	20.41	18.89	17.59
					P/B	1.58	1.33	1.24	1.16
					EV/EBITDA	7.21	6.05	4.75	4.11

资料来源:公司公告,华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。