

中国中免 (601888. SH)

新旗舰项目开业在即，再议中免长期投资价值

买入

核心观点

全球免税：税收与消费取舍，国际竞争看规模。我们认为，免税本质系本国有限税收让利，以争夺国际消费蛋糕，其高性价比、半刚需特点助力成长。在平衡本国有税发展，吸引国际消费回流之间，免税政策方向具相对确定性。上下游博弈下，国内外免税商最终规模优势系核心，推动行业走向规模垄断。

中国中免：政策支持，主观进取，崛起为全球第一。公司历经近 40 年发展，早期虽央企背景&牌照优势，但因国内核心出入境口岸均非其运营，网点小而分散，发展平平；直至 2009 年底上市、2011 年海南离岛免税政策后开始真正较快发展，而 2017 年整合日上、2020 年疫情+海南政策扩容进一步加速。这一期间，既有牌照和政策红利，也有面对国际竞争尤其韩免竞争下公司的主观进取推动。2020、2021 年连续 2 年全球免税第一，2021 年全球份额 24.6%。

海南展望：多管齐下下半年复苏可期，新项目新成长。2021VS2019，海南在进岛客流不及疫情前 80%下，免税仍大增 267%，主因政策利好下免税商变现能力增长。展望下半年，海南多管齐下引流，虽阶段疫情零星波动，但出行边际放松下后续仍有期待。未来 1-2 年，中免成为海南免税面积扩容的主力军，新海港项目预计今年 930 试营业，中线有望对标海棠湾；明年中期三亚一期 2 号地有望推出，持续夯实成长。展望 2025 年，一是海南封关按最新表态并非香港、新加坡模式，多元平衡下预计不必悲观；二看多元提升下，中免海南收入有望上看 1300-1700 亿元，海南业绩贡献或达 200 亿上下。

国内外竞争看成长：自强为核，政策可期，赴港融资新看点。近两年韩国线下承压关店，品牌态度开始分化，中免则逆势不断渠道扩容业务创新提升自身在国际品牌分销体系中的谈判地位。未来赴港融资若落地，有望带来加速公司供应链布局和海外渠道扩张。中线，即使出境游放开，但预计仍有国人离境市内免税政策对冲。综合看，公司目前系免税全球第一，未来渠道积极扩容，供应链持续丰富强化，未来有望基于国内旅游零售人群（出境亿级客群+离岛数千万客群）流量全面打通，多元旅游零售变现，中长期前景可期。

风险提示：宏观政治经济、疫情等系统性风险，政策风险，竞争加剧等

投资建议：考虑近期海南表现，上调公司 22-24 年 EPS4.49/7.12/9.14 元（此前为 4.17/7.02/9.04 元），综合绝对和相对估值，我们认为公司股票合理估值在 257-285 元之间，较现价有 26%-39% 溢价空间。如果考虑赴港融资摊薄 5-8%，较现价预计有 16%-33% 溢价空间。综合公司国际免税龙头地位，下半年有望低基数下持续复苏，新项目有望打开中线成长空间，主观积极进取下未来供应链渠道流量持续纵深成长可期，中线政策利好可期，维持“买入”。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	52,597	67,676	64,511	108,573	141,090
(+/-%)	9.7%	28.7%	-4.7%	68.3%	29.9%
净利润(百万元)	6140	9654	8766	13909	17848
(+/-%)	32.6%	57.2%	-9.2%	58.7%	28.3%
每股收益(元)	3.14	4.94	4.49	7.12	9.14
EBIT Margin	18.6%	21.9%	19.9%	19.2%	19.1%
净资产收益率(ROE)	27.5%	32.6%	23.9%	30.7%	31.7%
市盈率(PE)	65.0	41.3	45.5	28.7	22.4
EV/EBITDA	41.0	27.8	31.3	19.7	15.4
市净率(PB)	17.89	13.47	10.89	8.82	7.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

社会服务·旅游及景区

证券分析师：曾光

0755-82150809

zengguang@guosen.com.cn

S0980511040003

证券分析师：钟潇

0755-82132098

zhongxiao@guosen.com.cn

S0980513100003

证券分析师：张鲁

010-88005377

zhanglu5@guosen.com.cn

S0980521120002

基础数据

投资评级

买入(维持)

合理估值

257.00 - 285.00 元

收盘价

204.36 元

总市值/流通市值

398911/0 百万元

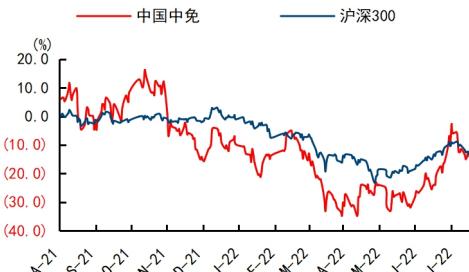
52 周最高价/最低价

297.67/153.59 元

近 3 个月日均成交额

2720.77 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《中国中免 (601888.SH) - 恢复赴港融资推进，国际化夯实全球第一地位》——2022-07-01

《中国中免 (601888.SH) - 白云机场补充协议落定，下半年海南恢复可期》——2022-06-26

《中国中免 (601888.SH) - 疫情影响经营起伏，规模与渠道支撑长期中枢》——2022-04-24

《中国中免 (601888.SH) - 1-2 月盈利中枢显著回升，公司积极增收增效态度明确》——2022-03-11

《中国中免-601888-业绩快报点评：下半年海南经营承压，增收增效成未来指导方向》——2022-01-23

内容目录

全球免税：税收与消费取舍，国际竞争看规模	8
免税本质：本国有限税收让利，以争夺国际消费蛋糕.....	8
政策博弈：全球视角看免税政策的不确定性与确定性.....	9
免税运营商：垄断与竞争思辨，上下游博弈下规模永恒.....	10
免税特点：高性价比，半刚需品类，与奢侈品界定不完全等同.....	11
公司分析：国内免税霸主，崛起为全球第一	13
中国中免：央企背景，国内龙头，2020年成全球免税No.1.....	13
发展历程：早年稳健，此后政策助力+主观进取下积极崛起.....	13
核心业务：离境免税贡献规模，离岛免税支撑盈利，疫情下主导.....	15
海南：下半年复苏可期，新格局新项目新成长	19
深度复盘后疫情海南免税：政策红利+免税扩容&能力提升是核心.....	19
海南趋势：疫情阶段扰动，下半年多管齐下复苏可期.....	22
竞争格局：新格局新演绎，部分新玩家资本化加速.....	23
中免海南：强化免税布局与扩容，新海港等新项目新成长.....	26
中免海南2025年展望：预计收入有望上看1300-1700亿元.....	28
封关探讨：预计并非香港、新加坡模式，仍待政策明确.....	30
韩国免税：产业集群发展，后疫情下边际变化	33
韩国免税：40年多方发力，产业集群效应显现，助力龙头崛起.....	33
韩国代购：限韩令后开始非常规发展，客流相对企稳时佣金回升.....	34
后疫情下看韩免：高度依赖线上，部分关店，高奢品牌开始转向.....	35
国内外竞争看成长：做强为核，政策可期，兼顾赴港融资	37
中免未来成长一：做大做强为内核，供应链渠道蜕变.....	37
中免未来成长二：拟赴港融资，摊薄预计可控，助力中线扩容.....	39
中免未来成长三：若出境游放开，国人离境市内店中线可期.....	40
中免未来思考总览：流量互通，供应链强化，做大做强系核心.....	41
财务分析：疫情、促销等变化影响盈利中枢	43
盈利能力：疫情波动、促销差异、结构差异带来波动.....	43
期间费用：销售费率占比最高，机场租金影响占主导.....	44
盈利预测	45
假设前提.....	45
未来3年业绩预测.....	46
估值与投资建议	47
绝对估值：257-307元.....	47
基于公司股价复盘及国际比较下的相对估值：249-285元.....	48
投资建议.....	51

风险提示.....	52
财务预测与估值.....	54
免责声明.....	55

图表目录

图1：全球免税发展情况：亚洲逐步占据半壁江山.....	8
图2：2019年全球免税的洲际分布构成.....	8
图3：免税核心品类上游主要品牌集团.....	10
图4：TOP7 顶奢集团销售在全球个人奢侈品市场占比提升.....	10
图5：2020年，公司已成为全球免税第一.....	13
图6：中国中免国内免税店分布情况.....	13
图7：中国中免发展历程.....	14
图8：公司上市以来收入和业绩年度变化及原因.....	15
图9：中国中免主要业务情况.....	15
图10：公司免税业务构成及变化.....	15
图11：2019-2021年公司核心业务盈利构成变化.....	16
图12：公司不同业务净利率变化.....	16
图13：有税和免税的毛利率差异.....	18
图14：有税：高端及普通护肤不同促销下毛利率估算对比.....	18
图15：疫情下消费回流，不同渠道受益差异：估算国内有税贡献85%增量，海南免税仅贡献15%.....	19
图16：政策红利促进海南免税转化率和客单价提升，助力离岛免税景气.....	20
图17：免税购物人数及变化情况.....	21
图18：购物转化率及客单价变化.....	21
图19：2020.7.01-12.31分品类离岛免税销售额变化.....	21
图20：新政实施前后，品类结构变化.....	21
图21：海口美兰、三亚凤凰及变化情况.....	22
图22：琼州海峡轮渡客流变化情况.....	22
图23：中免2019以来单季毛利率变动.....	22
图24：中免2021Q3-Q4净利率承压，22年1-2月净利率回升.....	22
图25：海南离岛免税各门店布局.....	25
图26：海南免税店2021年市场份额初步估算情况.....	25
图27：海旅免税2020-2022Q1营收、归母业绩及净利率.....	26
图28：海汽集团和海旅投股权结构.....	26
图29：海口国际免税城区域位图.....	27
图30：海口国际免税城概念规划效果图.....	27
图31：海口国际免税城区域位图.....	27
图32：海棠湾一期2号地概念规划效果图.....	27
图33：广湛高铁.....	29
图34：琼州海峡示意图.....	29
图35：韩国免税2009s以来发展趋势及占全球免税比重.....	33
图36：2010-2020韩国免税商逐步崛起.....	33
图37：疫前韩国前三大免税集团品牌个数.....	33

图38: 按品类划分新世界免税品牌数目占比.....	33
图39: 韩国免税的客流变化及结构变化.....	34
图40: 韩国免税销售额增长: 外国人贡献为主.....	34
图41: 疫情前韩国免税中各类代购构成.....	35
图42: 新罗佣金率及OP变化趋势与中国赴韩客流高度相关.....	35
图43: 韩免本国人、外国人及整体月度购物金额恢复情况.....	35
图44: 市内免税店本国人与外国人客单价对比.....	35
图45: 中免品牌个数及各品类品牌数目.....	37
图46: 中国中免未来展望思考整理.....	41
图47: 中国中免毛利率和净利率变化趋势.....	43
图48: 中国中免收入、业绩及净利率拆解.....	43
图49: 中国中免期间费用变化情况.....	44
图50: 中国中免一季度期间费用变化情况.....	44
图51: 中国中免上市以来股价复盘.....	50
 表1: 一般贸易模式下进口关税、消费税、增值税三税（国产香化主要考虑增值税、消费税等）.....	8
表2: 韩国免税分类及政策创新.....	9
表3: 韩国免税购买额度限制变更（针对本国居民）单位: 美元.....	9
表4: 免税渠道变迁: 机场最高, 但市内店增长最快.....	11
表5: 免税运营商与上下游博弈: 倒逼规模优势成为核心.....	11
表6: 全球免税市场TOP10占比估算超50%, 日益集中.....	11
表7: 韩国虽牌照增加, 但除原新世界外, 整体垄断.....	11
表8: 全球奢侈品销售额构成及近两年增长情况.....	12
表9: 全球个人奢侈品销售额构成及近两年增长情况.....	12
表10: 2019年全球免税商品品类分布.....	12
表11: 全球个人奢侈品销售额变化及品类结构占比变化.....	12
表12: 中国中免2018-2020年免税门店变化情况.....	13
表13: 中国中免目前主要业务及经营主体构成.....	16
表14: 中国中免目前主要机场业务租金情况梳理.....	17
表15: 2022年Q2以来海南省促进消费尤其离岛免税销售的若干政策意见.....	23
表16: 海旅免税、海控免税加速资本化, 王府井收购海南奥莱项目.....	25
表17: 公司目前海南免税自建项目布局情况.....	26
表18: 新海港未来规模初步测算（实际需根据开业后情况调整）.....	28
表19: 新海港未来规模敏感性测算（基于2025年海口机场、轮渡客流假设推算）.....	28
表20: 2025年海南离岛免税机场客流贡献空间展望（单位: 亿元）.....	29
表21: 2025年海南轮渡客流贡献空间展望（单位: 亿元）.....	30
表22: 自贸港建设相关政策梳理.....	30
表23: 国际代表自贸港简述.....	31
表24: 国际三大自贸港对个人购物免税情况.....	32
表25: 香港主要旅游零售商经营数据对比总结VS中免.....	32

表26: 中免及旗下三亚海棠湾店品牌情况.....	37
表27: 中免疫情后线上平台.....	38
表28: 公司多管齐下, 积极提升自身规模优势和经营效率.....	38
表29: 中国中免赴港上市募集资金用途(更新后)	39
表30: 部分城市离境市内免税店规划或拟建项目情况.....	40
表31: 公司部分业务上半年和下半年各自表现情况.....	43
表32: 中国中免业务拆分(单位: 万元/%)	45
表33: 未来3年盈利预测表.....	46
表34: 情景分析(乐观、中性、悲观)	46
表35: 公司盈利预测假设条件(%)	47
表36: 资本成本假设.....	47
表37: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元) -FCFF.....	48
表38: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析(元) -APV.....	48
表39: 可比公司相对估值比较.....	50

写在前面

市场对免税的第一认知往往总是来自牌照，对中免的第一理解也是如此。因此对中免的最大担忧来自竞争，无论海南竞争亦或国际竞争。但是，虽然对亚太众多免税商而言，牌照是必要条件，但时至今日，结合我们此前数十篇系列专题已论述，全球免税行业壁垒已从牌照壁垒逐步过渡到规模壁垒。

事实上，当我们回溯中免发展历史，上市前的中免，看似拥有唯一的全国性免税牌照，但因枢纽机场、核心边际口岸均不由其经营，其网点散而小，较难获得品牌商的支持，起步并非明显优于国内其他免税运营商。公司2008年进入广州后才有机场香化业务（最早仅口岸烟酒）。上市后，借2011年离岛免税政策东风，公司才真正开始新一轮发展，而2017年整合日上才开始加速。2017-2019年，公司国内免税龙头地位第一明确，但在国际竞争中，韩国等国际龙头的竞争压力一直存在，疫情后也通过批发代购等方式进入中国。

简言之，没有牌照和政策支持，肯定没有今天的中免；但没有公司自身的主观进取各种努力，也难有今日之规模。在后疫情时代的国际竞争中，规模、渠道、主观进取，充分挖潜国人免税消费的红利，成为中免持续努力的方向。需要说明的是，国际供应链中的议价地位改变并非一蹴而就，欧美品牌多年稳定的分销体系，一时之功要彻底动摇并不易，需要国内免税商集合各方面力量支持并积极主观争取，是一个渐进变化的过程。

后疫情时代，中免在供应链、渠道扩容、业务创新、客群流量等方面持续耕耘和优化提升。围绕国人免税消费需求的全方位挖潜，提升供应链全方位能力，是公司未来直面竞争最大的核心所在，也是本文探讨的重点。当然这一切目前处于持续推动过程之中，需要公司不断主观争取，也市场投资者不断跟踪验证。

全球免税：税收与消费取舍，国际竞争看规模

免税本质：本国有限税收让利，以争夺国际消费蛋糕

免税购物（Duty Free）是指免去商品进口环节的关税、消费税和增值税三税（如下表），特定场所购买（如出入境边境口岸、特定持牌市内免税店及国际航空、邮轮上等），购买者包括本国和外国居民。需要说明，国内免税需按销售额征收特许经营税费，离岛/离境免税各为4%、1%，但相对进口三税而言仍优惠明显。

表1：一般贸易模式下进口关税、消费税、增值税三税（国产香化主要考虑增值税、消费税等）

品类	进口关税	进口消费税	进口增值税	累计税负	备注
进口香水-高档	3%	15%	13%	37%	2019年3月财政部、税务总局、海关总署发布《关于深化增值税改革有关政策的公告》，规定增值税纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%。高档美容、修饰类化妆品和高档护肤类化妆品是指生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在10元/毫升（克）或15元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品。低于此价格不收消费税。
进口化妆品-高档	5%	15%	13%	40%	
进口护肤品-高档	1%	15%	13%	34%	
国产护肤品-高档	--	15%	13%	33%	
首饰	8%	5%	13%	28%	
白酒	10%	20%	13%	55%	简化处理，未考虑从量征收的情形
其他酒	0%	10%	13%	26%	简化处理，未考虑从量征收的情形
烟草	10%	43%	13%	118%	烟草、再造烟草及烟草代用品制品的消费税为30%-56%，取中值43%，未考虑从量征收情形
箱包	6%		13%	20%	
高档手表	8%	20%	13%	52%	单价不含增值税1万以上
普通手表	8%		13%	22%	单价不含增值税1万以内

资料来源：海关总署、财政部等，国信证券经济研究所整理 注：关税暂按最低标准算，比例为主。

全球免税演进下的内核分析：免税核心在于一国政府对特定流动人群以有限税收让利促进其消费，以争取国际消费蛋糕中更大的份额。免税最早起源于欧洲，政策初衷系避免两国之间对出入境人群重复征税，并以一定税收让利吸引上述客流（本外国出入境客人）在本国购物消费，而后形成国际惯例，并伴随国际客流增长保持良好发展。此后，亚洲国家尤其东亚，为了进一步吸引本国居民消费回流和入境客流消费，进行免税政策创新，包括离岛免税政策、离境市内免税政策等，进一步推动免税产业发展。由于政策创新，地缘客群等优势（居民对免税品的喜爱），2011年后，亚洲超越欧洲，成为全球第一大免税市场，2019年占比超50%。

图1：全球免税发展情况：亚洲逐步占据半壁江山

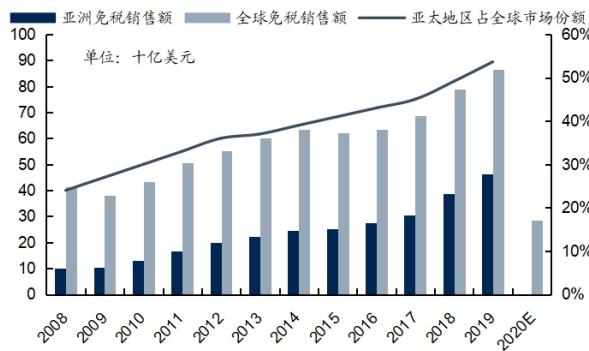
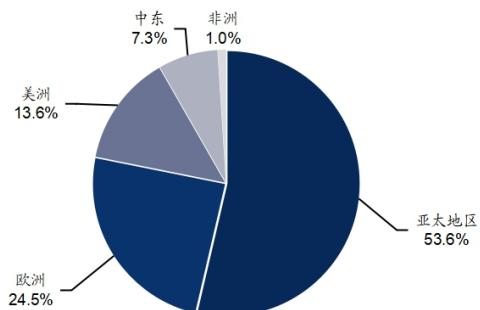


图2：2019年全球免税的洲际分布构成



资料来源：TWFA, Generation research等，国信证券经济研究所整理

资料来源：TWFA, Generation research等，国信证券经济研究所整理

综合来看，各国发展免税产业的核心目的系特定条件下的税收让利以提升本国在跨国消费竞争中的吸引力。同时，对于有些区域，**免税产业快速发展形成较强产业链规模效应后（如韩国）**，也会进一步提升该国或该区域消费在国际竞争的吸引力，以此促进各类旅游消费，并由此带动其他上游产业链发展。

分区域来看，欧美免税市场偏出入境免税，其运营主体很多系历史原因进入旅游零售业，此后做大做强并形成规模壁垒（先发优势+并购整合系做大做强的核心）；而亚太免税则更多消费回流的目的性更明确，其免税政策性更加突出，政策创新往往政府主导，故免税运营商也或多或少带有较强政府背景或者政治利益支持。**但牌照本身仅仅是上述区域行业准入的必要条件，能否做大做强核心还是取决于客群优势，政策支持及免税商自身的主观进取**（具体参考我们《韩国市内免税 40 年启示录：牌照之上，规模永恒》、《免税行业专题：从产业链上下游，再论牌照与规模》等系列报告）。

政策博弈：全球视角看免税政策的不确定性与确定性

基于此，**理解免税首先需要理解免税行业的政策性**，但这背后并非单一孤立，而是涉及多元博弈平衡。政府希望在税收与消费之间的博弈平衡，一是可以与国内有税市场形成区隔，不动摇国内有税体系根基；二是能较好地实现消费回流的效果；三是以此带动部分特定区域的旅游或经济发展。因此免税往往要求针对特定场所特定人群，适当额度限制，并以此适度调节。

以韩国为例，其通过首创离境市内免税店以及离岛免税等，充分挖掘符合本国居民（离境或离岛居民）境内免税消费潜力，并以此打造优良的免税购物环境，推动本国免税运营商崛起，获得国际采购比价优势，吸引境外游客免税消费，助力其免税崛起成为全球免税第一（韩国 2009 年成为全球第一大免税市场）。

表2：韩国免税分类及政策创新

分类	细分	说明
出境免税	机场免税	1967 年，韩日邦交正常化后，KTS 在首尔金浦国际机场设立机场免税店。
	市内免税	1979 年，韩国政府首先允许本土免税运营商经营市内离境免税业务，且允许本国居民在一定额度内离境前一段时间均可市内免税店购买，机场提货等，开创全球离境市内免税店先河。
	网上免税	2000 年，东和、乐天、新罗等试点网上免税店，但本国居民同样需满足相应额度等要求。
离岛免税	离岛港口/机场免税	2002 年，《济州国际自由城市特别法》，允许济州岛实行离岛游客免税购物政策，规定韩国以及本岛居民在离开济州岛回韩国本土时可以享受免税购物待遇，2002 年，韩国国企 JDC 获批开立离岛机场/港口离岛免税店。
	离岛市内免税	2009 年，济州岛地方国企获批开立离岛市内免税店。
入境免税	机场入境免税	2019 年 5 月，韩国仁川机场开立入境免税店。

资料来源：KCS，穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

表3：韩国免税购买额度限制变更（针对本国居民）单位：美元

分类	1979	1985	1995	2006	2014	2015	2019	2022
离境免税额度	500	1000	2000	3000	3000	3000	5000	疫情下取消上限
入境免税额度					600（额外可购买一瓶或一升酒、60 毫升香水、一条香烟）	600（额外可购买一瓶或一升酒、60 毫升香水、一条香烟）	600（额外可购买一瓶或一升酒、60 毫升香水、一条香烟）	600（额外可购买一瓶或一升酒、60 毫升香水、一条香烟）
离岛免税额度					每人每年 6 次，每次不超过 400 美元，酒/烟不超过 1 瓶/1 条	每人每年 6 次，每次不超过 400 美元，酒/烟不超过 1 瓶/1 条	每人每年 6 次，每次不超过 600 美元，酒/烟不超过 1 瓶/1 条	每人每年 6 次，每次不超过 600 美元，酒/烟不超过 1 瓶/1 条

资料来源：韩国海关、JDC 官网、TrBusiness、Moodi report、DFE 等，国信证券经济研究所整理；注：据韩国经济及财政部信息，韩国政府将从 2022 年 3 月 1 日起取消出境国民在韩国免税购物的额度上限 5000 美元，以进一步带动国内消费。

经过2年疫情反复后,韩国政府将从2022年3月1日起取消出境国民在韩国免税购物的额度上限5000美元,以进一步带动国内消费。甚至,结合DFE2022年2月初额报道,韩国政府宣布,拟推出海外居民无需出入韩国即可在线购买韩国国内免税品的新政,该倡议预计最早将在三个月内实施。目前来看,上述倡议引发争议,且是否限制购物数量和产品(可能仅允许韩国产品)也引发关注,非韩国产品品牌商可能对此谨慎。但纵观韩国免税政策变化,其引导本国居民国内消费,吸引入境游客在韩消费的导向始终不变,但疫情反复2-3年本身压力也增加。

综合来看,虽然免税政策免税政策的大方向并非完全无迹可寻,国内外博弈,平衡有税发展,吸引消费回流之间,市场可追寻其相对确定性。

免税运营商:垄断与竞争思辨,上下游博弈下规模永恒

免税运营商,既有先发优势(欧美等),部分也有牌照优势(多数亚太免税运营商),但其终端消费者理性比价下,国际间的竞争一直存在。

免税上游:品牌龙头相对集中,有税/免税分销体系独立,看重免税运营商的规模、渠道及合作关系。经过多年演绎,香化、烟酒、精品等品类品牌龙头优势凸显(如下图,Top7顶奢集团在全球个人奢侈品消费中占比日益提升,已近1/3),且多年发展中形成了稳定分销体系,有税销售和旅游零售(免税)体系管理线和运营体系相对独立,欧美系品牌方尤其如此。其中,免税渠道皆有宣传窗口+消费者囤货特点,但对运营商要求较严格。免税一般直采或与亚太独家代理对接,多数买断式经营,承担库存压力,与有税经营模式差异。因此,免税运营商的规模、渠道及多年合作关系会直接影响其议价能力。

图3: 免税核心品类上游主要品牌集团

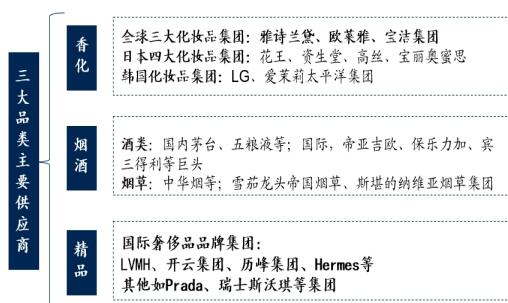
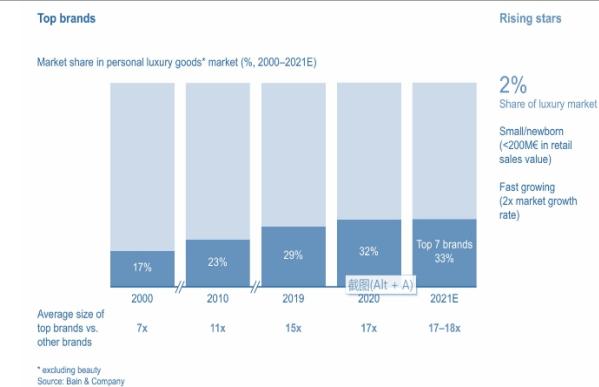


图4: Top7 顶奢集团销售在全球个人奢侈品市场占比提升



资料来源: 公司官网、穆迪报告等,国信证券经济研究所整理

资料来源: 贝恩 2021 全球奢侈品分析、国信证券经济研究所整理

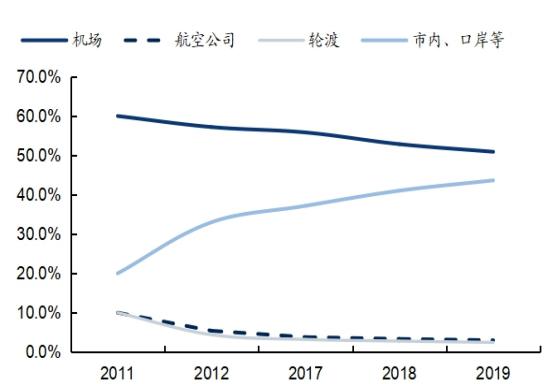
从渠道商来看,免税主要包括机场、市内、边境口岸、机上等渠道,其中机场占半壁江山,但亚太区市内免税业务快速兴起(得益于离岛免税和离境市内免税等政策创新),增速领衔。其中,机场等口岸尤其枢纽机场凭借天然的口岸地理位置优势和日益成长的客流支撑,对免税运营商的议价能力较强,加之免税这块收益对枢纽机场非航收入和整体盈利成长至关重要,因此往往采取招标模式下,机场等口岸占据主导地位,使免税运营商处于从属地位,最终导致机场保底和提成租金往往较高,倒逼免税运营商采购规模效应扩大和运营效率提高。

从下游终端消费者角度,个人消费者在购物过程中,核心关注一是价格优势,二是品类SKU丰富程度以及新品上新速度等;三是购物体验等,因此也要求免税运营商终端售价保持竞争力,且需保持与多品类不同品牌商的良好合作关系,使其经营品类SKU不断完善丰富等,对免税运营商的规模优势及与品牌商。

综合来看，免税运营商无论与渠道机场口岸博弈、还是与品牌供应商谈判，亦或在争取全球比价的下游终端消费者过程中，**规模优势逐步成为免税运营商成长最核心因素，进而推动全球免税行业走向规模垄断**。欧美免税龙头过往主要依靠并购扩张做大做强，Dufry 成长即如此；亚太免税龙头部分初期有牌照支撑，但最终也是规模筑地位。

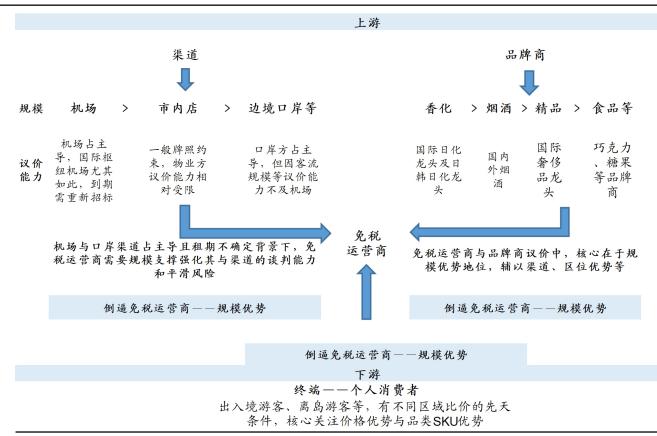
结合此前报告分析《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》，无论是市场竞争条件下通过并购整合做大做强走向规模垄断，还是牌照优势下适度竞争走向垄断，甚至从韩国案例可以看出，在牌照优势局部打破的情况下，如果新的参与者没有充分的规模品类优势支撑，虽然中间会经历其恶性价格竞争等阶段，但最终也较难抗衡原有规模龙头的价格和品类优势，并在竞争扩大过程中面临淘汰压力（韩国大型财团支持的韩华、斗山免税店 2016 年左右获得免税牌照，但 2019 年均因亏损难以承受选择退出免税行业）。简言之，**全球免税行业多年发展至今，龙头牌照溢价已逐步过渡规模溢价，国际竞争下行业壁垒已重塑**。

表4：免税渠道变迁：机场最高，但市内店增长最快



资料来源：Moodie Report, TFWA、国信证券经济研究所整理

表5：免税运营商与上下游博弈：倒逼规模优势成为核心



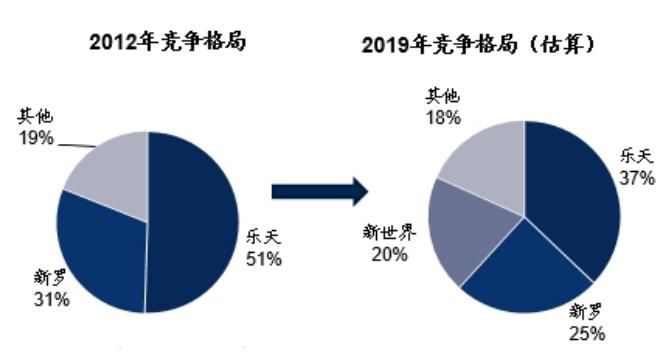
资料来源：Moodie Report, TFWA、公司公告等、国信证券经济研究所整理

表6：全球免税市场 TOP10 占比估算超 50%，日益集中



资料来源：Moodie Report、TFWA，国信证券经济研究所整理

表7：韩国虽牌照增加，但除原新世界外，整体垄断



资料来源：Moodie Report, TFWA 等、国信证券经济研究所整理

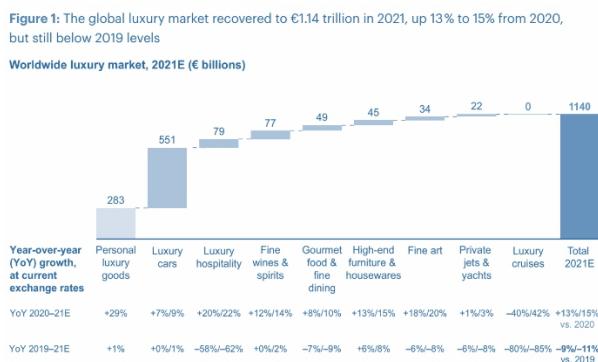
免税特点：高性价比，半刚需品类，与奢侈品界定不完全等同

奢侈品的界定：参考贝恩报告，奢侈品的界定包括广义和狭义两个层次。广义来

看，奢侈品包括豪华汽车、个人奢侈品、豪华酒店、上等葡萄酒烈酒、高端美食、高端家具和家庭用品、艺术品、私人飞机游艇及豪华邮轮等9个品类，每个细分品类有其价格定位要求，2021年预计总规模达到1.14兆亿欧元。其中狭义的奢侈品仅指个人奢侈品，参考贝恩数据2021年为2830亿欧元，包括皮革、香化、服装、腕表、鞋、珠宝等品类，系广义奢侈品中排名第二的品类（次于豪华汽车）。

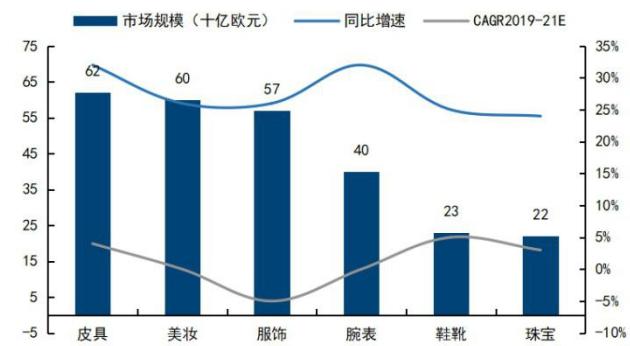
免税的分类：结合我们此前报告《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》中的分析，免税主要包括：香化类、烟酒类、精品类（手表首饰等）、及食品类（糖果）、电子产品等，其中以前三者为主。通常有税环境下税率越高的产品，免税的价格优势越突出，竞争力越强。因此，香化和烟酒一般构成免税运营商最主要的品类，全球占比超过2/3。此外，即使在精品内部，轻奢、重奢、顶奢等占比也不尽相同，考虑免税额度及品牌商态度，国内免税多轻奢为主。

表8：全球奢侈品销售额构成及近两年增长情况



资料来源：贝恩分析，国信证券经济研究所整理

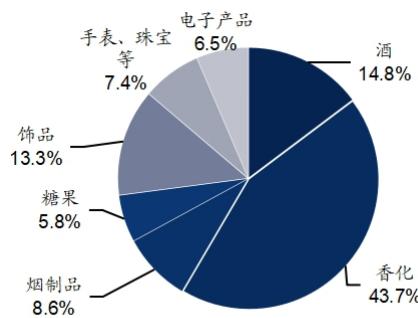
表9：全球个人奢侈品销售额构成及近两年增长情况



资料来源：贝恩分析、国信证券经济研究所整理

综合来看，免税与奢侈品在品类上有交叉，但并不完全等同。1、免税包括烟酒，而个人奢侈品中不含烟酒；2、免税在价格定位上的限制与奢侈品也有一定差异；3、免税的主力客群，一般也是在意税差带来价格优势的中等消费者相对居多。因此，免税与奢侈品二者界定本身有交叉，故可部分借鉴个人奢侈品进行推演，但仍有差异。当宏观经济下行时，免税不能独善其身，但赛道的高性价比优势+特定品类的半刚需属性，会让消费者更关注免税渠道的购买机会，带来部分对冲。

表10：2019年全球免税商品品类分布



资料来源：穆迪报告、TWFA等，国信证券经济研究所整理

表11：全球个人奢侈品销售额变化及品类结构占比变化



资料来源：贝恩分析、国信证券经济研究所整理

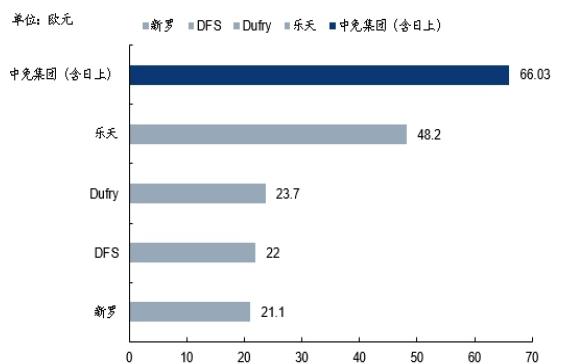
公司分析：国内免税霸主，崛起为全球第一

中国中免：央企背景，国内龙头，2020 年成全球免税 No. 1

公司成立于 1984 年，央企背景，经过近 40 年的发展，已成为全球最大的旅游零售运营商，专注为境内外旅客提供优质的免税和有税商品销售服务。据穆迪和弗若斯特沙利文等数据，按照零售销售额计算，公司全球排名在过去 10 年不断提升，从 2010 年排名的第 19 名提升到 2015 年第 12 名、并于 2019 年进一步升至第四，及于 2020 年位列全球第一。2020 年，公司占全球旅游零售行业市场份额的 22.6%。

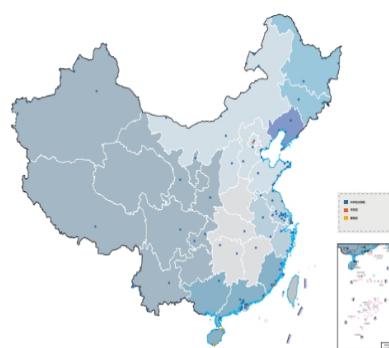
公司是中国唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，涵盖各类免税店，截止 2021 年 6 月底，公司经营 194 间店铺（境内 188 家，境外 6 家）。公司已建立起全球范围内超过 370 个供货商和近 1,000 个品牌的直采渠道，规模直采优势突出。

图5：2020年，公司已成为全球免税第一



资料来源：公司官微、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

图6：中国中免国内免税店分布情况



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

表12：中国中免 2018-2020 年免税门店变化情况

门店分类	2018 年	2019 年	2020 年	零售面积（平方米）	市场份额（%）
口岸免税店	122	126	126	66,152	69.7
机场	58	60	60		
陆地边境及其他	64	66	66		
离岛免税店	1	4	5	109,643	99.8
市内免税店	3	9	9		
其他（邮轮、机上等）	56	59	54		
合计	182	198	194		

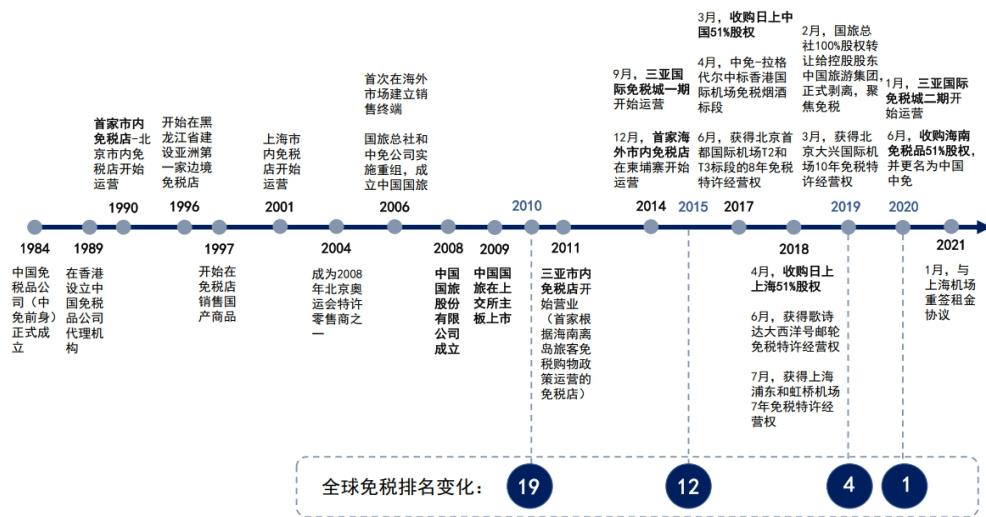
资料来源：公司赴港招股书，国信证券经济研究所整理
注：零售面积及市场份额截止 2020 年底，其中口岸免税店不含 2 家境外免税店的经营面积，份额测算也未考虑。

发展历程：早年稳健，此后政策助力+主观进取下积极崛起

发展历程：公司最早成立于 1984 年，经国务院授权在国内经营免税业务，以批发免税为主。1999 年，国旅总社和中免公司脱钩改制后成为央企。2009 年 9 月，中国国旅成功在上交所上市，成为第一家免税主业的上市公司。2016 年中国国旅集团与港中旅战略重组，国旅集团整体并入港中旅，集团（即公司控股股东股东）整体更名为中国旅游集团。2017、2018 年中国国旅先后收购日上中国（首都机场免税）、日上上海 51% 股权，且 2017 年中标香港机场烟酒段；2018 年集团设立海

南总部，并与海南省政府换股收购海免 51% 股权；2019 年 2 月剥离国旅总社，全面聚焦免税业务。2020 年 5 月，上市公司层面正式收购海免 51% 的股权。2020 年 6 月，中国国旅正式更名中国中免。

图 7：中国中免发展历程



资料来源：公司公告、Wind、海口海关等，国信证券经济研究所整理

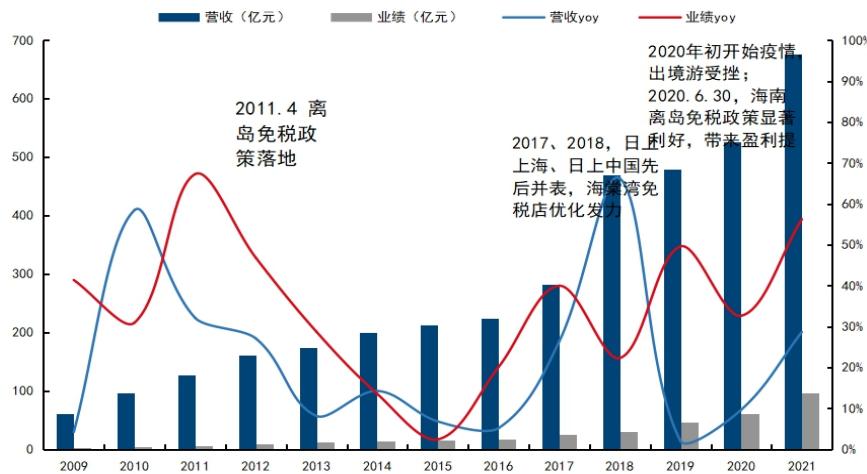
回溯中免发展历史，上市前的中免，虽有牌照优势，但发展并非一帆风顺。上市前的中免，看似拥有唯一的全国性免税牌照，免税行业四一统政策下看似优势突出，但因枢纽机场、核心边际口岸均不由其经营，其网点散而小，较难获得品牌商的支持。相比依托免税口岸优势的深免、珠免（国内人流最大的两个口岸），同时也未参与中国最大的两个机场免税经营（上海最早系 WDF、King Power，2005、2007 年，日上分别拿下北京、上海机场免税经营权），中免早期发展较缓慢。直至 2005 年，公司才开立第一家机场免税店—沈阳机场免税店（仅烟酒），2008 年，中免开出广州机场免税店，才开始精品、香化类产品销售运营，但此时相比坐拥庞大口岸流量优势的珠免、深免，其实绝对优势并不显著。直至 2009 年中免上市，2011 年海南离岛免税政策落地，才给了公司全新的成长机遇。

政策利好，并购整合推动公司收入和业绩提升。公司最早依托离岛免税政策 2011 年落地，三亚免税店（大东海店）蓬勃发展，2014 年 9 月迁址自建的海棠湾购物中心后持续销售扩容提升；2017-2018 年整合日上中国、日上上海后规模效应开始显现，且国企考核激励强化（不仅重视规模，也开始兼顾利润总额等表现），三亚海棠湾店的经营潜能也在逐步释放。此后进一步加码海南，尤其 2020 年 6 月海南自贸港政策显著扩容后，进一步加速海南离岛免税潜力释放。

2011-2016 年，公司收入 CAGR 为 12.02%，业绩 CAGR 为 21.43%，主要伴随海南离岛免税政策落地后，公司持续保持良好增长，其中 2015-2016 年增速有所放缓；2017-2019 年公司收入 CAGR 30.23%，业绩 CAGR 达到 35.24%，明显提速，一是来自日上上海和日上中国两大枢纽机场业务的并表，二是公司主观动能强化后，三亚海棠湾免税业务潜力逐步释放。2019 年公司总收入 484.57 亿元/+3.08%，剔除国旅总社出表影响为 478.58 亿元/+36.99%，归母业绩 47.53 亿元/+52.13%。2020 年疫情下出入境免税显著承压，但受益海南免税政策放开，公司离岛免税表现靓丽，公司当年实现收入 525.97 亿元/+8.20%，归母业绩 61.40 亿元/+32.57%（离岛免税明显净利率高于机场免税净利率）。2021 年疫情反复下公司聚焦免税业务，离岛免税保持高增长，公司收入 676.69 亿元/+28.65%，归母业绩 95.92 亿元

/+56.23%，扣非业绩94.72亿/+58.73%，但剔除所得税及租金冲回影响业绩增长26%左右，下半年因疫情反复价格促销净利率承压。

图8：公司上市以来收入和业绩年度变化及原因



资料来源：公司公告、Wind、海口海关等，国信证券经济研究所整理

核心业务：离境免税贡献规模，离岛免税支撑盈利，疫情下主导

公司最早包括中免公司和国旅总社，涉及商品零售业务及旅行社业务。2019年2月国旅总社出表，此后主要涉及商品零售业务，包括免税和有税业务。

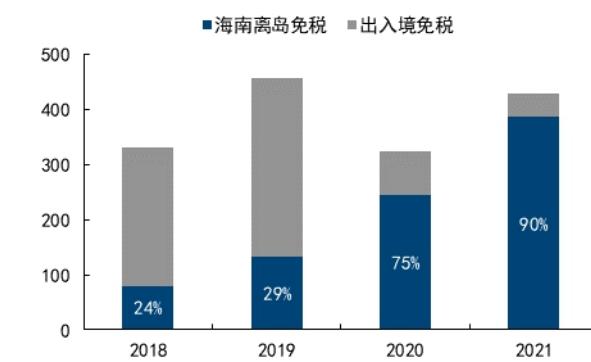
免税为主，疫情后线上有税业务兴起。疫情前，公司以免税业务为主，占比高达97.6%，有税业务仅占2.4%，疫情后因线上补购业务兴起带来变化。

图9：中国中免主要业务情况

业务分类	说明
免税	机场免税（京沪广港为主）核心做规模，净利率较低
出境免税	陆地边境口岸免税
	邮轮免税及其他等
海南离岛免税	海口：机场+市内店（日月广场）盈利能力较强，系三亚：机场+市内店（海棠湾）盈利核心
疫情前收入占比95%+ 疫情后62-70%	海南离岛免税
有税	疫情前部分机场国内厅及虹桥口岸等
疫情前2-3% 疫情后30-38%	海南补购 日上直邮 CDF会员购及其他
国旅投资及其他	租金及其他收入 1%
旅行社	盈利能力极低，以前仅贡献规模 2019年已出表

资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

图10：公司免税业务构成及变化



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

免税业务：海南离岛免税构筑盈利支柱，机场免税核心做规模。免税业务系公司核心，主要包括海南离岛免税和出入境免税业务，具体经营主体如下表所示。

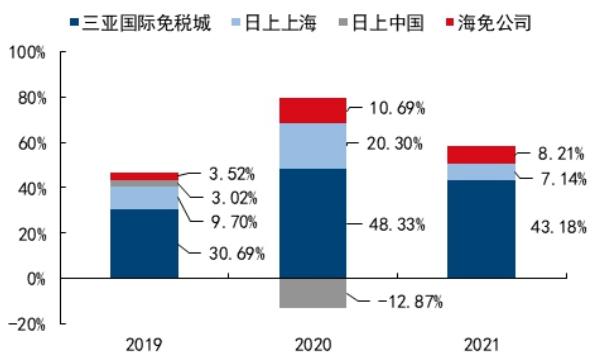
表13: 中国中免目前主要业务及经营主体构成

分类	项目	持股比例	业务范围	批发	租金
离岛免税	三亚店	100%	三亚海棠湾免税购物中心；中免三亚机场免税店 51%	总部批发，涉及批发扣点	需向国旅投资与中免的合资公司交付租金，但物业本身在上市公司旗下，仅影响三亚点子公司报表。上市公司层面自持物业不存在租金。
	海免	51%	海口日月广场免税店，博鳌市内店，美兰机场店 (51%)	总部批发，涉及批发扣点	日月广场物业本身在海发控大股东旗下，涉及租约和租金谈判问题；美兰机场租金扣点预计 15% 左右
出入境免税	日上上海	51%	浦东及虹桥机场免税，线上	暂不涉及	此前扣点为 42.5%，2021 年调整后客流浮动定额租金，原有保底变保顶
	日上中国	51%	中免北京	暂不涉及	此前扣点为 43.5%，按上年国际客流浮动保底租金，新协议暂未落定
广州	100%	广州白云机场免税			进境店扣点 出境店扣点，新协议暂未落定
	香港	80%	香港机场烟酒段		未披露，但预计保底租金按国际客流调整
中免首都	51%	首都 T2，大兴、北京、上海市内店			此前 T3 扣点为 47.5%，按上年国际客流浮动保底租金，新协议暂未落定
其他		包括各类分子公司，其他机场、口岸及免税批发业务等			

资料来源:公司公告,公司官网,天眼查、新华网等,国信证券经济研究所整理

聚焦公司免税业务,疫情前,出入境免税业务的收入规模占比较高,占比 71-76%,海南离岛免税收入占比仅 24-29%,出入境免税业务对公司收入贡献较高。但是,公司出入境免税业务核心来自上海、北京、香港、广州等枢纽机场免税业务贡献。由于枢纽机场保底提成租金较高,因此机场免税业务通常净利率较低,2019 年日上中国和日上上海的归母净利率仅为 3.44%、5.81%,导致其盈利贡献相对受制。

与之对比,海棠湾店一般到店净利率可以达到 13-15%,如考虑批发贡献,甚至不排除 20%+ (2021H2 因疫情+价格竞争加剧阶段除外)。因此,离岛免税是公司盈利的核心。2019 年及以前,海南离岛免税的盈利贡献(含批发)估算占据公司业绩的半壁江山甚至更高,对公司盈利贡献意义较大。

图11: 2019-2021 年公司核心业务盈利构成变化


资料来源:公司公告等,国信证券经济研究所整理

图12: 公司不同业务净利率变化


资料来源:公司公告等,国信证券经济研究所整理

疫后国际客流承压,中免积极与机场积极协商调整保底租金,为后续复苏下机场免税成长带来新支撑。疫情下国际客流受制,2020、2021 年民航国际+港澳台航线客流分别为疫前的 12%、2%,在此背景下中免机场免税店线下业务受制,高保底租金拖累下阶段承压明显。考虑疫情下的特殊背景,参考国际机场相关情况,依托于合作共赢思路,公司积极与核心机场就租金事宜谈判,2021 年 1 月上海机场,2021 年 9 月首都机场、2022 年 6 月白云机场租约协议先后调整,保底多改为与国际客流(开业面积等)挂钩,部分还调整提成条款,此外香港机场相关预计也有所调整。其中上海机场、白云机场均对疫后进行追溯调整,并依照合同期内

后续客流情况调整保底租金，前者优化尤为突出，首都机场目前仅追溯疫后一年，按约定不排除未来进一步随实际客流变动，综合侧面体现免税运营商龙头的议价能力。

表14：中国中免目前主要机场业务租金情况梳理

机场	航站楼	签约时间	类型	运营方	持股	运营期限	保底经营费（租金）	销售提成比例	规则
首都机场	T2	2017. 8	出入境	中免	100%	8 年	首年 8.3 亿元	47.5%	
	T3		出入境	日上中国	51%	2017. 8-2025. 8	首年 22 亿元	43.5%	实际销售提成和保底经营费两者取高，每个合同年按年客流量浮动调整年保底经营费。 PS：首都机场第三合同年（2020. 2-2021. 2）在第二合同年保底经营费基础上，依据国际旅客流量下降情况调整。
大兴机场	国际区	2019. 4		中免	100%	10 年 2019. 9-2029. 9	首年： 烟酒食品 2.3 亿元 香化精品 4.16 亿元	烟酒食品 49% 香化 46% 精品 20%	
上海虹桥	T1	2018. 9	出入境	日上上海	51%	7 年 2019. 1-2025. 12	合同期内总额 20.71 亿元	42.50%	实际销售提成和保底销售提成两者取高。
上海浦东	T1	2018. 9	出入境	日上上海	51%	4 年 2022. 1-2025. 12	2020. 3. 1 前： 合同期内总租金 410 亿元	综合 42.5% 香化、烟酒、食品 45% 百货 25%	按月支付，实际销售提成和保底销售提成两者取高； 月实际销售提成 = Σ (各分类月实际销售额 × 对应分类销售提成比例)
	T2	2018. 9	出入境	日上上海	51%	7 年 2019. 1-2025. 12	2020. 3. 1 后： 年保底销售提成：35.25-81.48 亿元不等		2020. 3. 1 后： 月国际客流低于 2019 年 80% 时，按照月实际销售提成收取；否则，按照月保底销售提成收取
	S1、S2 卫星厅	2018. 9	出境	日上上海	51%	6 年 启用日 (2019. 9) -2025. 12	与实际客流挂钩		
广州白云	T1	2017. 5	进境	中免	100%	T2 启用起 6 年 2018. 4-2024. 4	T2 启用前： 首年 1265.2 万元/月 T2 启用后： T1 首年 918.8 万元/月 T2 首年 1483.9 万元/月	39%	每月缴纳，经营权转让费保底与实际销售额取其高； 年度递增额为以下两者取其高：(上年度月平均实际销售额 - 上年度月保底销售额) × 20%；上一年度月保底销售额 × 6% 2021. 1. 1 起： 1、月保底销售额按月客流比例系数和月实际开业面积系数调节 2、T-1 年的国际客流低于 2019 年 80% 时，不递增；客流大于 80% 才递增
	T2	2017. 5	进境	中免	100%	已延长至 2029. 4		42%	
香港国际		2017. 7	烟草酒水	中免-拉格代尔	80%	7 年 2017. 11-2024. 9	2018. 8. 1 前，月实际销售额 x35%； 2018. 8. 1 后 (含) 首年：1152.2 万元/月	35%	未披露
澳门国际		2018. 4		中免-皇权					

资料来源：公司官网，公司公告，机场公司公告，国信证券经济研究所整理

有税业务，疫情前规模极其有限，疫情后伴随线上业务蓬勃发展。疫情前有税业务主要包括国内部分机场国内旅游零售业务及虹桥机场枢纽旅游零售业务等，一是规模体量相对不算太大，二是盈利能力一般，故影响非常低。但疫情后，由于线下免税业务阶段受阻，主要是由于疫情下，公司创新日上直邮补购、海南回头购（后更名 CDF 会员购海南）及 CDF 会员购等线上平台，这些平台都为有税方式，故带来整体占比变化。2020 年及 2021 年上半年有税业务分别为 37.8%、30.1%，主要系线上有税业务驱动。

有税业务盈利分析：不同品类、不同折扣，毛利率分化较大。过往来看，有税业务的毛利率一般 30% 左右，整体低于免税业务（疫情前免税业务毛利率 45-50%）。疫情后的线上有税业务，则有更多变化。

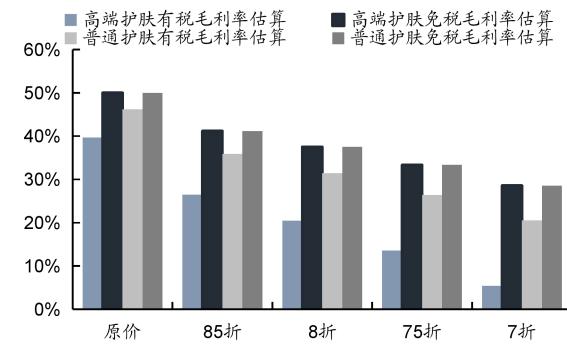
如图所示，一般贸易下，不同品类、不同折扣，毛利率影响不同。普通护肤品，促销力度有限时，与免税毛利率差异有限。如普通促销折扣8.5~9折时，按原价对应毛利率50%估算，有税与免税之间的价差仅3~5%，但折扣增加时，差距会拉大到8~10%。高端护肤品，由于税率更高，其盈利能力与免税商品差距相对更大，折扣力度较大时，盈利能力承压会更为明显。比如同样7折的情况下，其有税时的毛利率仅低个位数，而免税可能仍有25~30%左右的毛利率，差距显著。因此线上占比提升，高端护肤品占比提升和促销力度增加，也在一定程度上影响了公司的毛利率和净利率。

图13: 有税和免税的毛利率差异



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

图14: 有税：高端及普通护肤不同促销下毛利率估算对比



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

换言之，对线上有税业务而言，如果促销可控（整体8~9折之间），且产品结构相对均衡（高端护肤品等高税率商品占比相对有限），本身盈利能力并不低，预计仅略低于免税商品；如果促销折扣较高（整体7折左右）且高端护肤品占比较高时，其盈利能力的降幅会显著高于免税商品（因税额相对固定），这时盈利能力很低，对公司盈利补充就相对有限。因此对有税业务发展而言，需要辩证看，如果外部市场环境相对稳定，品牌商价格约束相对正常的情况下，其表现可观，可以成为公司盈利成长的重要增量；但当外围环境较差，价格竞争激烈时（品牌因各种因素约束有限时），线上有税可部分贡献销售额，但盈利增量贡献则可能相对有限。

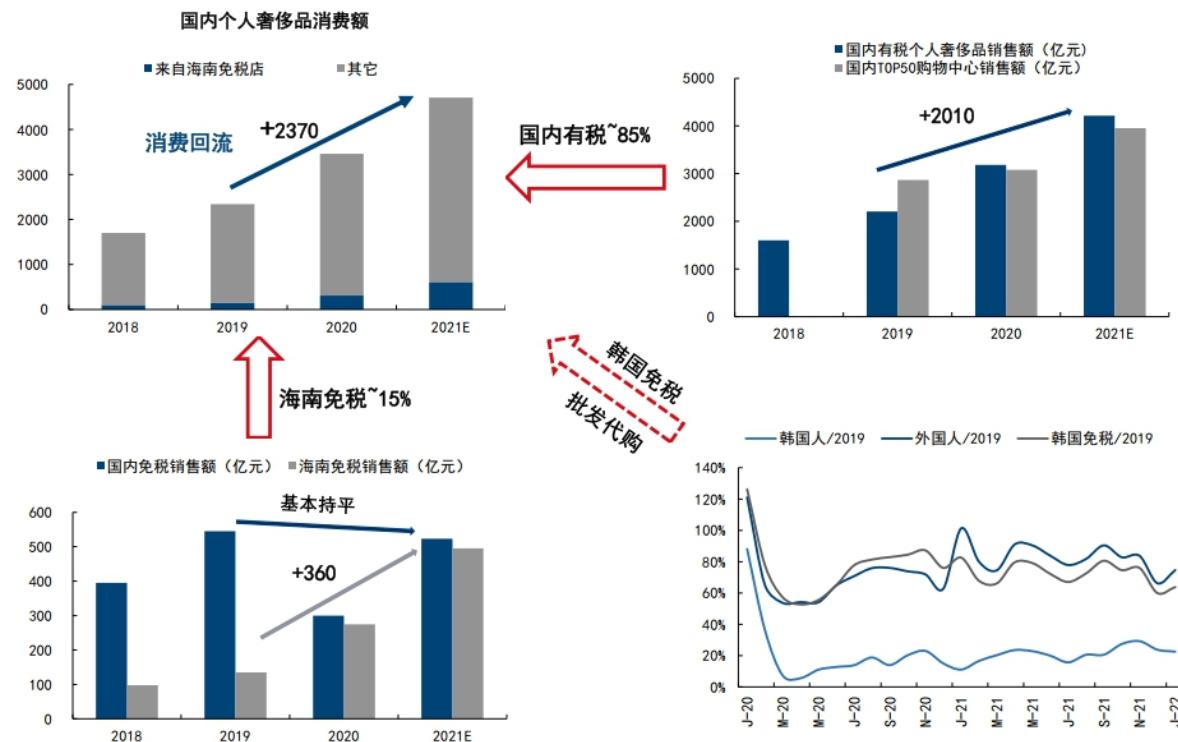
海南：下半年复苏可期，新格局新项目新成长

深度复盘后疫情海南免税：政策红利+免税扩容&能力提升是核心

2020 年和 2021 年海南免税销售额的靓丽表现，部分市场投资者理解为消费回流下的自然推动，但我们更倾向于政策红利+免税商扩容&能力提升是核心。

奢侈品消费回流：国内免税整体 2021 与 2019 基本持平，海南免税粗略估算仅贡献增量的 15%，最核心仍是国内有税市场受益。如下图所示，1、国内免税销售额 2019-2021 年基本持平，出入境受阻，海南补充，但海南本身更多系政策红利带动。2、线下消费回流海南的逻辑需要建立在国门封锁+国内尤其海南流通基础上，但实际国内持续疫情反复下海南客流并未恢复到疫情前水平，2020-2021 年仅为疫情前正常客流的 7-8 成，且品牌品类尚未 SKU 仍处于优化提升进程。3、韩国通过代购渗透，仍有具有较大影响。具体来看，国内个人奢侈品消费 2021 年相比 2019 年增加的 2370 亿 RMB，其中 (500-137) =367 亿 RMB 为海南免税销售额的增量，但仅占总增量的 15% 左右；其余绝大多数仍然系有税市场增量贡献，占比 85% 左右。并且，如果考虑国内免税市场整体，我们预计 2021 年总量相比 2019 年预计仅持平微增。换言之，海南免税虽快速崛起，但更多是取代了原本出入境免税销售量，但国内免税市场整体受益有限。消费回流下核心受益方仍然系国内有税市场，贡献增量的 85%。

图15：疫情下消费回流，不同渠道受益差异：估算国内有税贡献 85%增量，海南免税仅贡献 15%



资料来源：Moodie Report、TWFA 等，国信证券经济研究所整理（因不同口径差异，以上仅供参考）

其中，以购物中心为例，2020、2021 年国内 TOP50 购物中心销售额（含百货、餐饮、电影娱乐等）估算同比各增长 7%、28%，其中 TOP10 强购物中心（多数包括奢侈品等）占比从 34% 提升至 39%，疫情后占比提升 5pct，其 2020-2021 年销售额分别增长 23%、30%，增速相对领先。其中，从绝对额角度，北京 SKP 继续居首，

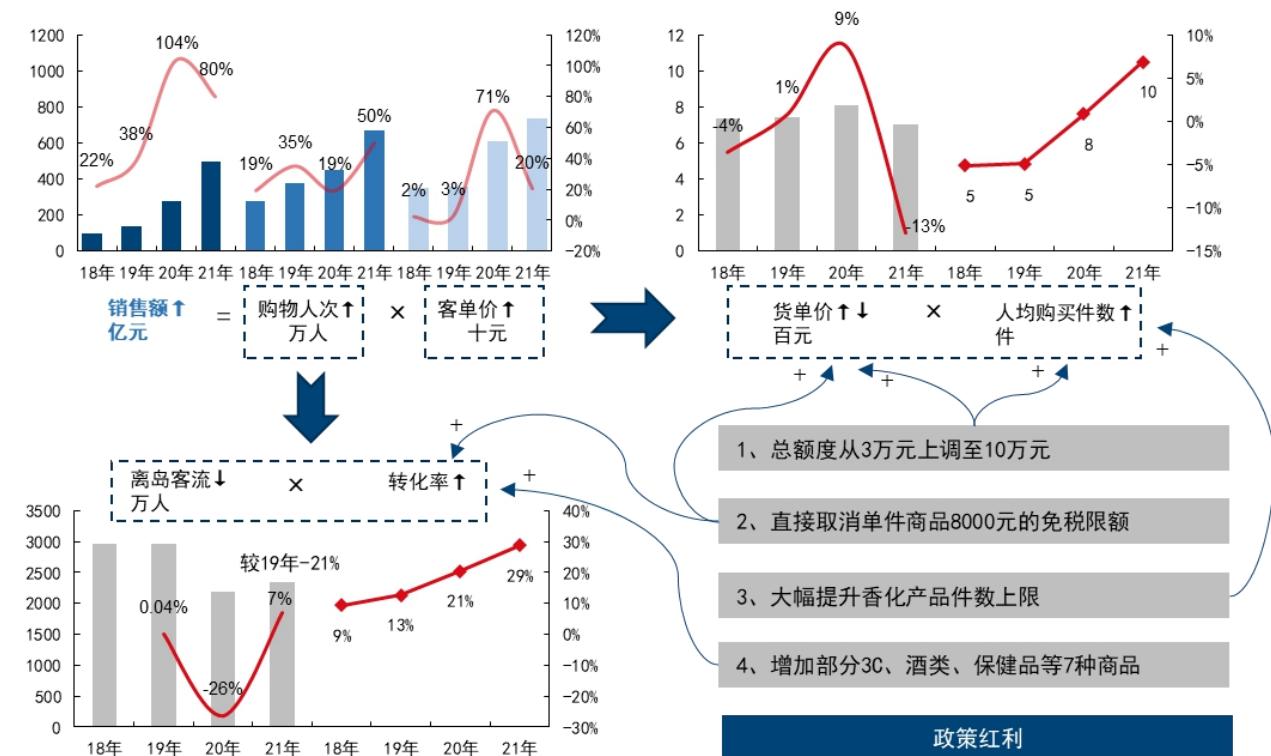
2021年销售额达到240亿元，同比增长37%；从增速的角度，2021年上海国金中心IFC以68%的同比增速居于榜首，销售额达185亿元，连续三年蝉联中国购物中心销售额桂冠的北京SKP。当然，以上测算由于不同口径差异，可能仅供参考，但可部分提供多元化思考。

海南免税：新政效应下客单价和转化率快速提升

2020年6月海南离岛免税政策显著利好。海南离岛免税政策2011年落定开始施行，2012年至2019年初曾完成5次较大调整，2020年6月，在疫情影响及建设海南自贸港背景下，离岛免税政策显著放开。政策放开核心要点：1) 总额度从3万元上调至10万元，2) 直接取消单件商品8000元的免税限额规定，3) 大幅提升香化产品件数上限（此前香水8件、化妆品12件，最新香水不限、化妆品30件），4) 增加部分3C、酒类、保健品等7种商品。2021年初，进一步放开邮寄离岛。上述政策调整，尤其总额大幅放开、取消单件额度及化妆品件数增加等，极大提升海南离岛免税的政策空间。

2020年免税新政效应：离岛免税客单价与转化率显著提升。具体如下图，受益离岛免税政策红利，2020年、2021年海南离岛免税额分别达到275亿元/+104%、495亿元/+80%，同比增长迅猛；其中一是来自购物人次的提升，2020、2021年分别为448万人次/+19%，671万人次/+50%；二是客单价提升，2020、2021年分别为6129元/+71%、7367元/+20%。需要重点说明的是，上述购物人次和客单价的提升，尤其购物人次的增长，是建立在2020-2021年疫情反复，海南进岛客流明显下滑的背景，其核心是海南离岛免税政策红利的显现，而非简单消费回流的切换。

图16：政策红利促进海南免税转化率和客单价提升，助力离岛免税景气



资料来源：wind, 海南省旅游局, 交通部, 海口海关, 国信证券经济研究所整理

购物人次在客流欠佳下逆势高增长，核心在于面积与品类扩容下渗透率提升。近两年离岛免税进店率与购物率均保持增长（除202108疫情全蔓延外），单月渗透

率由疫前的 10-15%大幅增至 25-35%，2018-2021 年度渗透率分别为 9%、13%、21%、29%。一方面岛内新增门店提高消费者购物便利性，另一方面品类上放开 3C 电子产品、酒类等，从而覆盖人群增加，综合提高离岛免税渗透。由此，尽管进出岛客流不及疫前的 80%，购物人次依然保持高位增长，两年 CAGR=34%，由 2019 年 376 万人增长至 2020 年 448 万、2021 年 671 万，表现可观。

图17: 免税购物人数及变化情况



资料来源：海口海关，国信证券经济研究所整理

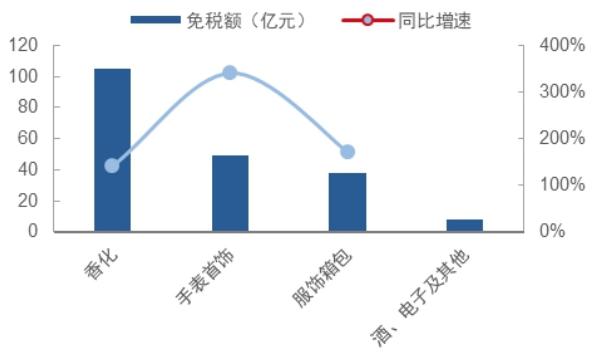
图18: 购物转化率及客单价变化



资料来源：wind，海南省旅游局，交通部，海口海关，国信证券经济研究所整理

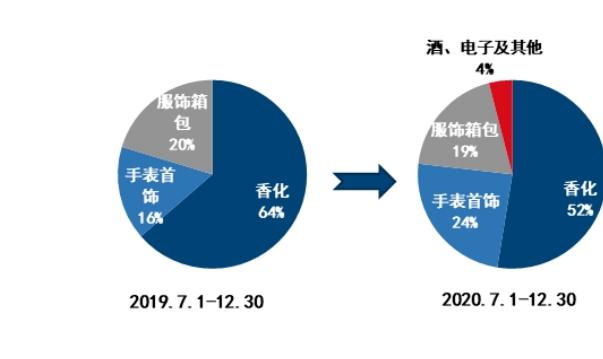
客单价显著提升：核心在于人均购物业件数增加及货单价增加，本质依然是政策红利推动！海南离岛免税客单价 2019 年 3587 元增至 2021 年 7367 元，短期主要源于人均购物业件数的翻倍（2019 年 5 件→2021 年 10 件），其中香化产品件数摆脱原上限后销售额同比增长 1.4 倍，其他尤其手表首饰销售额增长更高（3.4 倍）。同时，单件上限取消，品类结构改善明显，货单价持续提升潜力大。此前受单件商品免税额度不超 8000 元，超额部分需按照相关规定补税的限制，精品销售相对受限，三亚免税店 8000 元以上商品占比仅 20%左右。而结合人民日报，2020 年全岛 8000 元以上免税品销售额比重由过去约 18%提高至 25%以上，由此货单价+9%（741→806 元）。从品类占比也可验证，下图新政实施后香化占比下降，预计 2021 年中免腕表份额占比约 20%。尽管 2021 年货单价阶段下行（预计与折扣力度大、热门精品供应短期受限有关），但本次总额度大幅提升和单件限额的放开，预计对后续提升免税精品占比，并进一步提升客单价，具重要作用。

图19: 2020.7.01-12.31 分品类离岛免税销售额变化



资料来源：中国新闻网，国信证券经济研究所整理

图20: 新政实施前后，品类结构变化



资料来源：中国新闻网，国信证券经济研究所整理

总体而言，考虑疫情下客流压力，近两年海南离岛免税崛起核心来自政策红利、

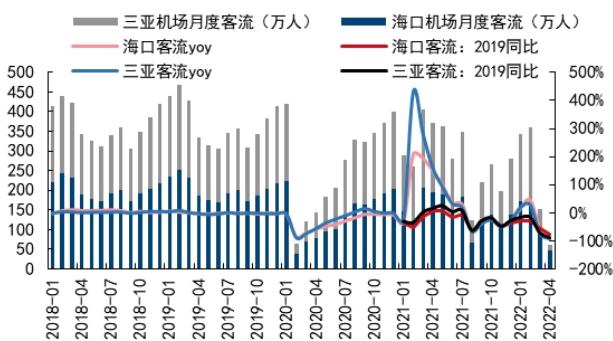
免税扩容及免税运营商能力提升等，未来仍有望持续深化。

海南趋势：疫情阶段扰动，下半年多管齐下复苏可期

疫前（2018、2019年）海南两大机场及轮渡客流相对稳定，海口美兰（仅T1）、三亚凤凰、琼州海峡年每年旅客吞吐量分别约2400+、2000+、1500+万人次。

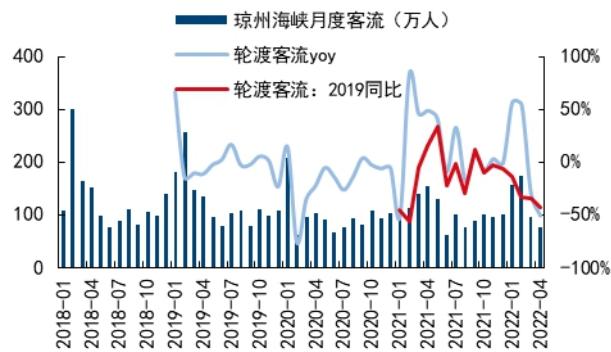
2020年以来，疫情、客流、免税销售正相关。具体来看，2020年以来，疫情反复影响海南客流，而海南免税销售额变化与客流变化正相关。2020H2和2021H1最高，2021H2边际承压承压。今年以来，2022Q1海南离岛免税购物金额（不含有税）147.2亿元/+8.4%，人均购物金额8372元/+10.2%。其中1-2月表现良好，3月疫情下免税销售额仅26.44亿元/-49.61%，购物人数36.21万人次/-52.09%，承压明显。根据海南商务厅数据，4月海南免税店销售额（预计含有税）仅18.6亿元（日均由去年的近2亿元下降到不足1亿元），环比下降35.4%，同比下降64%；5月免税店销售额30.9亿元，环比增66.1%，同比预计下滑约40%，降幅缩窄但仍承压，但6月以来预计开始持续复苏。

图21：海口美兰、三亚凤凰及变化情况



资料来源：wind，公司官网、三亚旅游局等，国信证券经济研究所整理

图22：琼州海峡轮渡客流变化情况



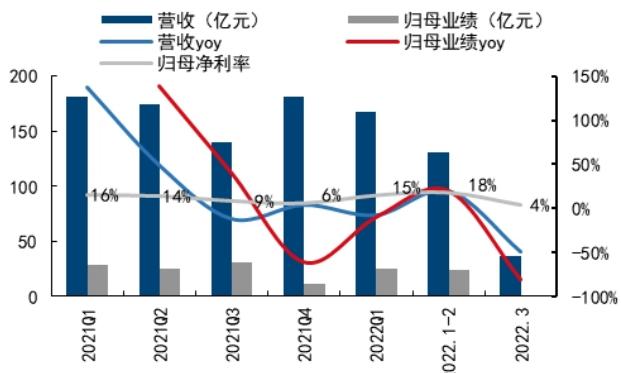
资料来源：wind，交通运输部，国信证券经济研究所整理

图23：中免2019以来单季毛利率变动



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

图24：中免2021Q3-Q4净利率承压，22年1-2月净利率回升



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

不同阶段，客流差异、免税商策略差异带来促销差异。据我们跟踪，2020H2三亚店等免税促销折扣一般8-8.5折为主；2021H1免税商折扣基本7.5-8.5不等，但2021H2因疫情下客流受制，加之海南省600亿目标要求，价格战激烈，促销折扣

在 7 折左右（香化三件 7 折相对普遍），从而影响免税商的盈利能力。2022 年 1-2 月，海南客流边际缓和，在品牌商、运营商等新博弈下，促销折扣逐步回升到 3 件 7.5 折-3 件 8 折之间，对应中免 1-2 月归母净利率约 18%，较 21Q3、Q4（9%、6%）环比显著回升。3 月疫情再次反复，且海棠湾阶段关店，公司净利率降至 4%。但需要说明的是 Q2 以来，虽然疫情反复影响客流，但公司免税折扣相比 2021H2 仍有收紧，只是因为阶段关店和线上占比差异带来净利率差异。

海南出台经济提振计划，离岛免税成重要抓手。在今年 3-4 月进岛客流显著承压后，海南省 4 月底首先发布《海南省促进消费若干意见》，提出 3000 万元用于离岛免税数字人民币消费券，借此推动海南全岛发展。今年 5 月底《海南省超常规稳住经济大盘行动方案》，提出海南将完成 1 亿元消费券发放，适时再追加 1 亿。其中安排 2000 万元离岛免税购物满减消费券，持续加强离岛免税购物促销，对完成离岛免税销售年度目标任务的经营主体给予一定的销售奖励。今年 6 月《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》再次提振。同时，省旅文厅 6 月 10 日起到长沙、上海、成都等 9 个主要客源目的城市开展宣传推广，吸引岛外旅客入岛，支持海口市、三亚市等旅游热点城市对旅客入住酒店给予一定补贴，且完善配套服务，以提高旅客消费体验。此外，6.28 起海南省开启为期半年的离岛免税购物节，政府协同运营商计划在暑期及下半年节假日推出超 50 场全渠道营销活动，前述 2000 万消费券基础上，适时追加 7000 万配套资金，明确力争完成年度 1000 亿销售目标，且 7.26 第二届消博会也有望形成溢出效应。总体来看，伴随海南上述举措陆续落地，海南免税销售情况开始有所好转，且今年下半年尤其 8 月后基数压力有望有效缓解（去年 7 月底开始疫情反复影响），海南免税下半年表现仍有期待。

表 15：2022 年 Q2 以来海南省促进消费尤其离岛免税销售的若干政策意见

时间	部门	政策	内容
2022 年 4 月底	海南省商务厅	《海南省促进消费若干意见》	省财政安排 1 亿元开展“助商惠民，乐享海南”消费券发放活动，其中，3000 万元用于离岛免税数字人民币消费券，2000 万元用于餐饮、购物、旅游消费券等，按照“政府补贴、银行支持、商户参与”的原则，在全省范围内发放免税、购物、餐饮、旅游消费券总额将超过 1.2 亿元，直接拉动社会消费品零售总额 12 亿元以上。
2022 年 5 月底	海南省政府	《海南省超常规稳住经济大盘行动方案》	该方案从 2022 年 5 月 27 日开始延续至 12 月 31 日，提出二、三季度和全年稳住经济大盘目标。其中聚焦超常规刺激消费回补，提出 5 大项 11 项措施。围绕离岛免税购物、汽车消费、旅游消费、餐饮消费、家电消费等消费热点，拿出真金白银的硬措施、精准促销的巧手段，尽快推动消费回温回暖，发挥稳增长基础性作用。强调安排 2000 万元资金发放离岛免税消费券，持续加强离岛免税购物促销，对完成离岛免税销售年度目标任务的经营主体给予一定的销售奖励。同时，继续做好下一轮消费券发放工作。滚动发放未核销的消费券，完成 1 亿元消费券发放。评估前期消费券发放效果，进一步优化发券平台和消费券面额设计，做好发放方案，适时承接好下一轮消费券资金发放工作。继续加大宣传力度，形成全省上下联动的良好促消费氛围，进一步点燃市民领券、用券的热度。
2022 年 6 月	海南省商务厅	《促进 2022 年离岛免税销售行动方案》	将通过促进入岛旅游人次提升、强化促销推广、引进新商品、提升行业服务能力等方面举措促进离岛免税销售，不断增强离岛免税国际竞争力，加快吸引境外消费回流。包括：开展免税购物旅游宣传促销活动，全年举办不少于 10 场大型免税促销活动；省级财政筹集不低于 2000 万元资金，鼓励支付结离岛免税销售行算机构、商业银行配套资金，组织免税经营企业按销售市场份额比例，投入资金共同发放全岛通兑离岛免税购物消费券；加快引进知名品牌。积极对接品牌商，引进高端畅销商品；拓展新零售渠道，做大线上销售，开展网络直播销售、明星带货销售；登记成立海南免税行业协会；改善免税商品进口软硬件设施条件等。
2022 年 6 月	省旅文厅		6 月 10 日起到长沙、上海、成都等 9 个主要客源目的城市开展宣传推广，吸引岛外旅客入岛，支持海口市、三亚市等旅游热点城市对旅客入住酒店给予一定补贴，同时完善配套服务，提高旅客消费体验。

资料来源：澎湃新闻、人民网海南等，国信证券经济研究所整理

竞争格局：新格局新演绎，部分新玩家资本化加速

海南免税 1+4，一超多强模式初步形成。2020 年 6 月海南离岛免税新政后，在蛋糕扩容同时，开始引入适度竞争。2020 年底，海南离岛免税步入多元运营主体适度竞争新格局。随着近一年多的运营，新入局的海旅免税、海发控免税、中出服、深免旗下门店也逐步丰富，如下表所示。新进入免税运营商各有特色，适度竞争下运营商主观动能有望全面激发，整体有助于做大海南免税市场。2021 年，中免

整体占据海南免税市场约 90%左右的份额，其他海旅、海发控免税预计市场份额占比在 3-4%左右，较受关注，而中出服、深免份额暂仍相对较低。

具体来看，海旅免税旗下核心项目三亚海旅免税城，于 2020 年 12 月开业，经营面积 9.5 万 m²，目前已入驻 700+国际知名品牌，其中 190 个系首次进入海南，同时积极打造差异化潮牌空间。其线上免税于 2021 年 1 月 25 日正式上线，回头购业务于 2021 年 8 月上线。公司近两年规模增速较快，跻身免税第二梯队。2020、2021 年各实现收入 0.13、24.55 亿元，归母业绩各亏 0.53、0.26 亿元。2022Q1 实现收入 13.84 亿元，归母业绩 0.62 亿元，价格促销略收窄后已实现盈利，归母净利率 4.5%，如皆为免税主业贡献，表现良好。

表 1：海南离岛免税存量门店及新增门店情况汇总

分类	免税店	运营商	地址	经营面积	开业时间	采购等
原有门店	三亚海棠湾免税店	中免	三亚海棠湾免税购物中心	共 3 层，合计经营面积 7.2 万平米	2014 年 9 月试营业 (大东海店 2011 年 4 月底开业)	自采为主
	海口美兰机场免税店	中免控股 海免	海口美兰国际机场候机楼隔离区内	经营面积 8631 m ² ，考虑扩建延伸段后预计 1.3-1.4 万平米	2011 年 12 月 21 日	自采为主
	海口日月广场免税店	中免控股 海免	海口日月广场西区免税店（双子座+射手座）	经营面积一期+二期合计约 2 万 m ²	2019 年 1 月 19 日 /2019 年 6 月 1 日启动二期	自采为主
新增门店	琼海博鳌免税店	中免控股 海免	琼海市博鳌景区内的市内免税店	经营面积 4200 余 m ²	2019 年 1 月 19 日	自采为主
	中服三亚国际免税购物公园	中服免税	三亚城区解放一路鸿洲广场，地处大东海核心商圈，临近鸿洲国际游艇码头、凤凰岛中央商务区，附近鹿回头。	首期 1.5 万 m ² ，升级后总面积近 4 万 m ²	2020 年 12 月 30 日 一期开业/2021 年 10 月 1 日升级亮相	预计自采为主
	三亚海旅免税城	海旅投	吉阳区迎宾路商圈的居然之家三亚生活广场，毗邻宋城三亚景区。	物业总建筑面积 10 万平米，海旅投租赁 1-5 层，经营面积 9.5 万 m ²	2020 年 12 月 30 日	预计与拉格代尔、新罗等合作，部分自采
	海控全球精品（海口）免税城	海发控	日月广场东区摩羯座 1-2 层+水瓶座 1-3 层，临近中免的日月广场免税店。	一二期总经营面积 3.9 万平米，已开业 2.7 万 m ² （一期摩羯座 L1、二期水瓶座 L1-3）	一期 2021 年 1 月 31 日/二期 8 月 30 日/预计 2022 年三期筹开	预计多数与 DUFRY 合作采购等
	海口观澜湖免税购物城	深免	地处海口观澜湖度假村，拥有丽思卡尔顿等高端酒店群等，毗邻全球最大的高尔夫球场及冯小刚电影公社	经营面积近 10 万 m ² ，一期约 2 万 m ²	2021 年 1 月 31 日 /10 月 30 日、12 月 18 日名酒世界、美妆世界升级亮相	预计部分自采，香化等与 DFS 合作采购
在建门店	三亚凤凰机场免税店	中免	三亚凤凰机场 T1 航站楼西扩 208-206 登机口旁。	总面积约 6800 m ² ，一期 800-1000 m ² ；二期法式花园约 5000 m ²	2020 年 12 月 30 日	自采为主
	海口美兰机场 T2 航站楼免税店	中免	海口美兰机场 T2 航站楼三层隔离区内，距离 T1 航站楼北侧 1 公里。	经营面积达 9313 m ²	2021 年 12 月 2 日	自采为主
	海口市国际免税城	中免	海口市西海岸粤海铁路港口区域，是港口离岛游客必经之路。西侧与新海港无缝对接；东临城市主干道滨海大道，距南港约 500m，接驳海秀快速路、新海港，近海南环岛高铁。	总建筑面积约 92.6 万 m ² ，其中免税部分约 28.9 万 m ²	预计 2022 年国庆节前开业	自采为主
	三亚国际免税城一期 2 号地	中免	东至海棠湾海岸线、西至三亚免税城、南至威斯汀酒店、北至洲际酒店	总建筑面积 73629 m ²	预计 2022 年 11 月商业项目竣工，预计 2023 年开业	自采为主

资料来源：公司官网，官微，海南日报、腾讯新闻，21 世纪经济报道，界面新闻，海航公告等，国信证券经济研究所整理

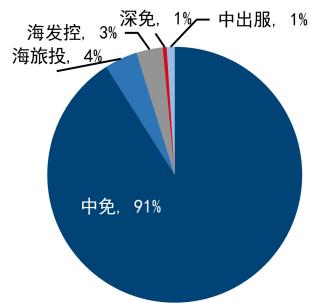
海控免税旗下海控全球精品免税城位处日月广场东区，毗邻中免日月广场店，一期、二期先后于 2021 年 1 月 31 日、8 月 30 日开业，三期正推进中。入驻品牌从一期 100+增加到近 300 个，在香化、酒水、电子产品、眼镜基础上增加了箱包、饰品、手表等精品。目前一期+二期经营面积合计 3.9 万平米。据中新网海南和环球旅讯报道，自开业以来销售额逐季翻倍增长，其中 21Q4 环比增长 125%，22Q1 免税销售额、购物人数、购买件数分别同比增长 252%、360%、200%。

图25：海南离岛免税各门店布局



资料来源：百度地图、三亚发布、腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

图26: 海南免税店 2021 年市场份额初步估算情况



资料来源：南海网、公司公告、DFE 等，国信证券经济研究所整理

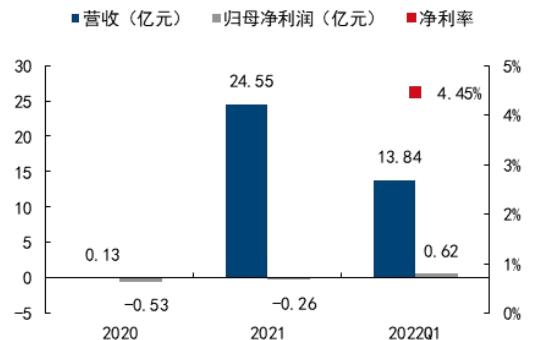
海旅免税、海控免税资本化提速，王府井拟收购奥莱布局海南零售。2022年5月16日，海汽集团发布告拟购买海旅免税100%股权，海旅免税未来有望借上市平台谋发展。从海南发展来看，2021年底，海南发展以非公开协议转让方式受让海控免税公司45%股权（岛民免税相关），转让价格为1350万元。2022年5月，海南发展完成向大股东海南发展控股6亿元定增，且根据大股东承诺，本次定增完成三年内将通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体全球消费精品公司控股权注入上市公司的相关工作，有望带来海南发展成长全新看点。同时，2022年5月，王府井公告以9.27亿收购万宁奥特莱斯项目，预计希望借此参与海南市场。

表16: 海旅免税、海控免税加速资本化, 王府井收购海南奥莱项目

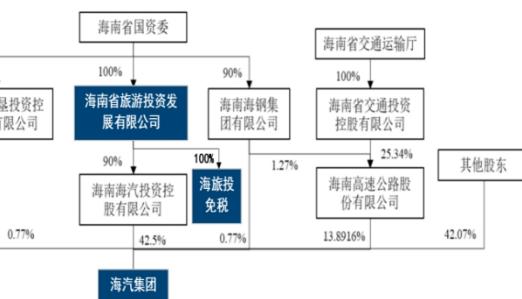
上市公司	上市公司控股股东	上市公司实际控制人	相关免税标的	相关公告	交易方案
海汽集团 (603069)	海汽控股	海南省国资委	海旅免税	海汽集团 2022 年 5 月公告拟购买海旅免税 100% 股权	本次交易由发行股份及支付现金购买资产和募集配套资金组成, 后者不影响购买资产实施: 其中 1) 公司拟通过发股及支付现金向大股东购买海旅免税 100% 股权, 发股价格为 11.09 元/股, 标的资产交易价格未定, 故发行股份数+支付现金金额未定; 2) 公司拟向不超过 35 名合格投资者非公开方式发股募集资金补充流动资金等, 募资不超过本次拟以发行股份方式购买资产交易价格 100%, 且发股数量不超过交易前上市公司总股本的 30%, 配套融资发股由询价确定。
海南发展 (002163)	海南发展控股	海南省国资委	海发控免税	2022 年 5 月, 海南发展完成向大股东海南发展控股 6 亿元定增	根据大股东承诺, 本次定增完成三年内将通过不限于协议转让、发行股份购买资产等方式稳妥推进下属免税品经营主体全球消费精品公司控股权注入上市公司的相关工作
王府井 (600859)	首旅集团	北京市国资委	王府井	2022 年 5 月, 公司公告已经竞拍获得海南奥莱 100% 股权事项, 总对价 9.27 亿元。	海南奥莱主要经营海南万宁首创奥特莱斯。该项目是海南首家开业且单体面积最大名品折扣店。疫情前, 2019 年万宁店销售额一度跻身中国奥莱 20 亿俱乐部。目前万宁首创奥特莱斯中并无实体免税店, 仅有一家名为“海南离岛免税体验店”的店铺。但参考 21 世纪经济报道, 按万宁此前的城市规划, 万宁的第一批免税店将落户万宁首创奥特莱斯。

资料来源：公司公告，DEF 等，国信证券经济研究所整理

总体来看，海旅免税、海发控免税未来有望注入上市公司，我们认为：1) 这符合国资做大做强的诉求，某种意义上来说也在情理之中；2) 虽然海旅免税、海控免税上市后也可以借助上市平台谋发展，但随着未来海发控、海旅投均进入上市阶段，考虑注入时的对价、估值等各方面要求，以及资本市场对中线持续盈利等要求，未来海旅投、海发控盈利要求有望更加明确，一方面反而有助于海南市场价格战相对更加可控，另一方面也倒逼中免积极做强，整体对中免影响并不悲观，可能有助于海南市场更加理性。

图27: 海旅免税 2020-2022Q1 营收、归母净利润及净利率


资料来源：百度地图、三亚发布、腾讯新闻等，国信证券经济研究所整理

图28: 海汽集团和海旅投股权结构


资料来源：南海网、公司公告、DFE 等，国信证券经济研究所整理

中免海南：强化免税布局与扩容，新海港等新项目新成长

未来1-2年，中免成为海南免税面积扩容的主力军。公司在此前公告129亿打造海口国际免税城的基础上，进一步拟投资37亿打造三亚海棠湾一期2号地项目，同时积极卡位海口、三亚机场免税店并更积极扩容，进一步强化公司在海南市场卡位优势。鉴于此，截止今年底明年初，若海口免税城、三亚海棠湾一期2号地先后开业，离岛免税店经营面积有望进一步扩容至近50万m²，其中中免布局30万+m²。总之，中免在海南免税市场核心卡位和经营面积上已经占据绝对优势，且预计将成未来1-2年海南免税市场持续扩容的主要动力。

表17: 公司目前海南免税自建项目布局情况

项目名称	总投资	占地面积(万平米)	建筑面积(万平米)	商业面积(万平米)	说明
三亚国际免税城	39亿含部分初始运营资金	8.4	12, 地上7.2/地下4.8	7	国际免税购物中心，2014年9月开业
河心岛	12亿	4.8	6.5, 地上3.5/地下3		集购物、休闲、娱乐为一体的综合项目，系免税城重要补充，目前主要系有税定位，2019年底开业
一期2号地	37亿	10.88	17.25, 地上10.7/地下6.55		免税+酒店，引入高端奢侈品牌
海口国际免税城	128.6亿(但分多期投入，包括其他相关配套)	32.4	一二期合计约92.6	47.5(综合体整体)	商务办公面积7.8万平方米、住宅面积8万平方米、酒店面积6万平方米。项目将分为两期进行开发，一期主要聚焦免税商业综合体以及公寓、住宅，预计投资额58.8亿元，开发期限为36个月；二期项目主要聚焦商业街区、写字楼、酒店，预计投资额69.8亿元，开发期限为42个月
三亚机场免税店				总面积约6800m ²	1期800-1000m ² ，左右二期法式花园免税综合体约5000m ² ，二期法式花园店2022年上半年开业。三期预计还有1000平米左右。
海口机场T1+T2				总面积预计超2万平米	T1免税店接近9000平米，考虑扩建延伸段合计1.3-1.4万平米，T2免税店目前接近9000平米，2021年12月底开业。

资料来源：公司公告，中国土地市场网，国信证券经济研究所整理

中免海口国际免税城：地处海南国际自由贸易港要地-新海港，战略意义突出。公司此前公告拟投资129亿打造海口国际免税城，项目分2期，整体定位如下。从地理位置来看，虽然该项目距离目前海口市区约20多分钟，但项目西侧与新海港无缝对接，近海南环岛高铁，是港口离岛游客必经之路。该区域系琼北综合经济区与西海岸城市副中心，是海南未来经济发展的核心区域之一。并且，按照中央部署，海南省未来将建设自由贸易试验区和中国特色自由贸易港，其中新海港片区处于“一枢纽、三中心、两地”（陆岛综合交通枢纽，港航现代服务中心、购物中心、休闲娱乐中心，全域旅游集散地、精品旅游目的地）的枢纽战略地位，系海南省未来经济高质量发展的新增长极，战略意义凸显。

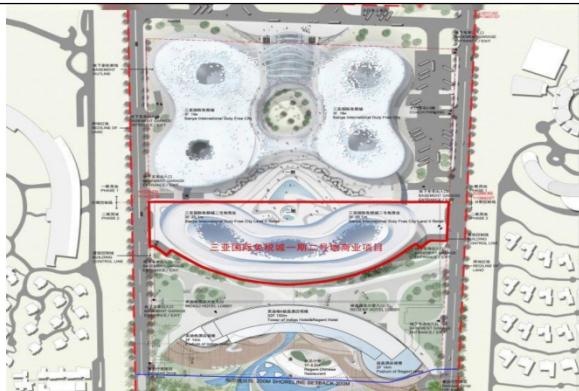
图29: 海口国际免税城区位图


资料来源：公司公告，百度地图等，国信证券经济研究所整理

图30: 海口国际免税城概念规划效果图


资料来源：公司公告，阳光海南网等，国信证券经济研究所整理

海口国际免税城预计 2022 年国庆前有望开业，拟打造亚洲最大的国际免税城。中免新海港项目以免税为核心，并融入多种文旅业态，参考 DFE 报道，目前已规划有全球最大的威士忌博物馆，多家国际大牌旗舰店和首店，兼顾高端购物与休闲体验需求，未来将打造地标式一站式建筑，其地上地下建筑面积分别 15、14 万平米，希望打造**亚洲最大的免税商城**，2022 年 4 月造型屋面完成合拢，预计 2022 年国庆前有望推出。据界面新闻报道，截至 2022 年 3 月，已与 500 余个品牌确认合作，未来品牌数预计或有望超过海棠湾（800+）。长期来看，考虑新海港在海南自贸港建设中的战略地位及亚洲第一大免税店的潜力，其长期成长潜力可观。

图31: 海口国际免税城区位图


资料来源：三亚市自然资源和规划局官网，国信证券经济研究所整理

图32: 海棠湾一期 2 号地概念规划效果图


资料来源：三亚市自然资源和规划局官网，国信证券经济研究所整理

新海港项目测算：未来中长线有望对标中免海棠湾项目。短期来看，考虑新海港项目距离市区 20-30 车程，目前周边配套仍待进一步培育，但考虑其直接相连的新海港客运枢纽工程今年内有望投入使用，以及中免此前打造海棠湾免税店的成功经验（早期周边配套也受限），我们对其持续成长做大也较具信心。我们参考近几年海口美兰机场客流和轮渡客流情况（考虑三亚本身有海棠湾项目等，暂未考虑三亚机场客流），同时考虑机场客流渗透率可能更低（新海港距离美兰机场 1 小时），但客单价相对可能更高，而轮渡客流转化率可能更高（直接毗邻），但客单价可能更低，综合假设下估算其 2022-2025 年收入规模如下表所示：18、106、216、327 亿元。同时，我们以 2025 年海口机场+轮渡单向客流为基础，按不同的总渗透率和客单价估算，对应空间在 130-810 亿之间，如综合客单价 7000-90000 元，渗透率 16-18%，对应销售额有望达到 291-420 亿元，中线或有望相当于再造一个海棠湾，较为可观。

表18: 新海港未来规模初步测算 (实际需根据开业后情况调整)

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
美兰机场客流吞吐量	2412	2422	1649	1752	1695	2349	2906	3342
恢复			68%	72%	70%	97%	120%	138%
机场单向客流	1206	1211	824	876	848	1175	1453	1671
轮渡吞吐量	1522	1503	1180	1258	1247	1578	1743	1848
恢复			79%	84%	83%	105%	116%	123%
轮渡单向客流	761	751	590	629	624	789	872	924
合计	1967	1962	1414	1505	1471	1963	2325	2595
轮渡客流转换率					2. 9%	15. 0%	21. 0%	23. 0%
轮渡客流客单价					4000	4500	5500	6700
机场客流转换率					1. 8%	4. 0%	5. 9%	7. 0%
机场客流客单价					7500	8500	9500	10800
收入规模预计 (亿元)					18	106	216	327

资料来源: Wind, 公司官网, 阳光海南网等, 国信证券经济研究所整理

表19: 新海港未来规模敏感性测算 (基于 2025 年海口机场、轮渡客流假设推算)

渗透率/客单价	4000	5000	6000	7000	8000	9000	10000	11000	12000
10%	104	130	156	182	208	234	260	285	311
12%	125	156	187	218	249	280	311	343	374
14%	145	182	218	254	291	327	363	400	436
16%	166	208	249	291	332	374	415	457	498
18%	187	234	280	327	374	420	467	514	561
20%	208	260	311	363	415	467	519	571	623
22%	228	285	343	400	457	514	571	628	685
24%	249	311	374	436	498	561	623	685	747

资料来源: Wind, 公司官网, 阳光海南网等, 国信证券经济研究所整理

中免三亚海棠湾一期 2 号地积极拓展高奢品牌或香化综合体, 助力面积扩容和品牌丰富。项目位于三亚国际免税城东侧, 系同期 (2011 年) 竞标土地的第二批建设项目。该项目定位免税商业+高端酒店综合体, 发挥与三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛的业态协同效应, 并适当分流以提升购物体验。其中免税部分预计 2023 年中期开业, 规划引进高端奢侈品牌, 目前仍在谈判推进中, 同时也不排除建设为全球最大的香水化妆品综合店。一期 2 号地预计核心在于推动免税面积扩容与品牌 SKU 等进一步丰富, 有助于中免海棠湾项目整体竞争力的增强。

中免海南 2025 年展望: 预计收入有望上看 1300-1700 亿元

短期进出岛客流待复苏, 中长线运力升级提供流量基础。首先, 进出岛客流在疫后存在修复空间。2021 年、2022 年前两个月海南客流仅为疫情前 2019 年的 75-80%, 相对仍有提升余地, 但后续疫情走势及后续防控政策变化仍然关键。其次, 海南中线客流空间仍需取决于海南自贸港的积极建设与海南整体吸引力提升。参考《海南免税体系的演进层次和规模测算》, 参考最新跟踪三亚新机场等建设进度, 我们估算 2025 年美兰机场有望接待客流 3300-3500 万人次, 三亚机场有望接待客流 2200-2400 万人次, 轮渡客流 2000-2400 万人次 (部分考虑新海港交通枢纽建设和广湛、湛海铁路建设, 后两者预计 2024 年有望通车)。

图33: 广湛高铁


资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

图34: 琼州海峡示意图


资料来源: 搜狐网, 国信证券经济研究所整理

基于最新客流假设: 预计 2025 年海南离岛免税店销售额有望 1720-2150 亿元

1、海南机场离岛客流空间展望: 考虑飞机离岛客流通常消费能力较高, 客单价高, 且考虑 2021 全年离岛免税购物转化率已经达到 29% (部分月份超 30%) , 客单价 7000-8000 元, 考虑合理增长, 故我们以 30-50% 转化率区间为参考, 假设客单价 9000-13000 元之间, 估算敏感性空间如下。其中, 若假设转化率有望 38-42%, 客单价 10000-11000 元, 预计空间有望上看 1169-1415 亿元。

表20: 2025 年海南离岛免税机场客流贡献空间展望 (单位: 亿元)

客单价/转化率	9000	9500	10000	10500	11000	11500	12000	12500	13000
30%	791	835	879	923	967	1011	1055	1099	1143
32%	844	891	938	984	1031	1078	1125	1172	1219
34%	897	946	996	1046	1096	1146	1195	1245	1295
36%	949	1002	1055	1108	1160	1213	1266	1319	1371
38%	1002	1058	1113	1169	1225	1280	1336	1392	1447
40%	1055	1113	1172	1231	1289	1348	1406	1465	1524
42%	1108	1169	1231	1292	1354	1415	1477	1538	1600
44%	1160	1225	1289	1354	1418	1483	1547	1612	1676
46%	1213	1280	1348	1415	1483	1550	1617	1685	1752
48%	1266	1336	1406	1477	1547	1617	1688	1758	1828
50%	1319	1392	1465	1538	1612	1685	1758	1831	1905

资料来源: Wind, 阳光海南网, 机场官网等, 国信证券经济研究所预测

3、从轮渡的角度, 考虑消费客群差异, 目前客单价和转化率尚相对受制。但未来随着琼州海峡交通日益便捷 (目前轮渡单边时间 1 小时, 目前单程船票仅 36.5 元) , 及广湛高铁、湛海高铁预计 2024 年建成通车 (广州至海口有望 3 小时内) , 并且随中免海口新海港项目 2022 年国庆前开业, 有望带动海口轮渡未来客单价、转化率的提升。鉴于此, 假设未来轮渡对应转化率 25-45%, 客单价 4500-8500 元不等, 估算整体空间如下。其中, 如果我们假设轮渡离岛人数转化率 33-39%, 客单价 6000-7000 元 (核心考虑新海港等开业) , 对应销售规模在 218-300 亿元之间。但若疫情下新海港项目培育时间比预期长, 则上述假设可能有偏误。

若假设离岛免税/免税店销售额约 80% (2020、2021 年分别为 84%、82%) , 即 2025 年海南免税店销售额 (含有税) 预计有望约 1720-2150 亿。

结合前述 2021 年中免市占率约 91%, 若假设 2025 年中免市占率 75-80%, 对应约 1300-1720 亿元, 同时后疫情时代伴随客流持续增长、品牌商、运营主体博弈下市场更为理性, 假设中免海南市场的净利率约 13%-14%, 对应中免 2025 年海南业绩空间约 180-220 亿元+, 中值有望 200 亿左右, 有望构筑公司未来业绩核心支撑。考虑京沪枢纽机场等贡献, 中免 2025 年业绩空间有望更高。当然, 具体仍

需跟踪后续客流、品牌引入、封关情况等，以上测算仅供参考。

表21: 2025年海南轮渡客流贡献空间展望（单位:亿元）

客单价/转化率	4500	5000	5500	6000	6500	7000	7500	8000	8500
25%	124	138	151	165	179	193	206	220	234
27%	134	149	163	178	193	208	223	238	252
29%	144	160	175	191	207	223	239	255	271
31%	153	171	188	205	222	239	256	273	290
33%	163	182	200	218	236	254	272	290	309
35%	173	193	212	231	250	270	289	308	327
37%	183	204	224	244	265	285	305	326	346
39%	193	215	236	257	279	300	322	343	365
41%	203	226	248	271	293	316	338	361	383
43%	213	237	260	284	307	331	355	378	402
45%	223	248	272	297	322	347	371	396	421

资料来源: Wind, 阳光海南网, 机场官网等, 国信证券经济研究所预测

封关探讨：预计并非香港、新加坡模式，仍待政策明确

封关节奏：预计2024年底前完成各项准备工作。国务院最早于2018年提出建设海南自贸港，到2025年海南省自由贸易港制度将初步建立；随后于2020年6月印发《海南自由贸易港建设总体方案》予以进一步细化落实，并明确2025年前适时启动全岛封关运作。目前，根据日报等媒体报道，海南省表态2023年底前具备封关硬件条件、2024年底前完成封关各项准备。后续实际封关落地节奏需跟踪。

表22: 自贸港建设相关政策梳理

分类	内容要点	相关政策
顶层设计	以贸易投资自由化便利化为重点，以各类生产要素跨境自由有序安全便捷流动和现代产业体系为支撑，以特殊的税收制度安排、高效的社会治理体系和完备的法治体系为保障，在明确分工和机制措施、守住不发生系统性风险底线的前提下，构建海南自由贸易港政策制度体系。	中共中央 国务院《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》（2018年4月11日） 中共中央 国务院《海南自由贸易港建设总体方案》（2020年6月1日）
人才所得税	对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税负超过15%的部分予以免征	《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》（2020年6月23日） 【配套政策】省政府《海南自由贸易港享受个人所得税优惠政策高端紧缺人才清单管理暂行办法》（2020年8月26日） 【配套政策】省财政厅等部门《关于落实海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税优惠政策有关问题的通知》（2020年12月15日） 财政部、税务总局联合印发《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》（2020年6月23日）
企业所得税	对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%征收企业所得税	【配套政策】国家税务总局海南省税务局发布《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策有关问题的公告》（2020年7月31日） 【配套政策】国家税务总局海南省税务局等部门《关于海南自由贸易港鼓励类产业企业实质性运营有关问题的公告》（2021年3月5日） 【配套政策】财政部、税务总局《海南自由贸易港旅游业、现代服务业、高新技术产业企业所得税优惠目录》（2021年3月18日）
“零关税”	财政部、海关总署、税务总局《关于海南自由贸易港原辅料“零关税”政策的通知》（2020年11月11日） 财政部、海关总署、税务总局《关于海南自由贸易港交通工具及游艇“零关税”政策的通知》（2020年12月25日） 财政部、海关总署、税务总局《关于海南自由贸易港自用生产设备“零关税”政策的通知》（2021年3月4日）	
其它税收优惠	对消博会展期内销售的规定上限以内的进口展品 财政部、海关总署、税务总局《关于中国国际消费品博览会展期内销售免征进口关税、进口环节增值税和消费税 的进口展品税收优惠政策的通知》（2021年4月26日）	
26条产业政策	形成以“三亚跨境电子商务服务中心+保税物流中心+海棠湾免税购物中心+N网点”为纽带的跨境电商发展的设施体系	省政府办公厅《中国(三亚)跨境电子商务综合试验区实施方案》（2020年7月31日）

资料来源: 财政部, 阳光海南网, 商务部、中国新闻网等, 国信证券经济研究所整理

封关探讨：根据海南最新表态并非单纯香港、新加坡模式，具体仍待明确。结合

中国新闻网等媒体报道，海南省常务副省长沈丹阳今年4月在博鳌亚洲论坛2022年年会表态，海南自贸港封关运作不是大家想象的封关以后就像香港、新加坡一样。**自贸港封关运作主要是对货物、运输工具和行邮物品施行“一线放开、二线管住”新的管理制度和监管制度。**对企业来说，封关运作之后最重要的商机是“零关税”和有一部分增值税、消费税可能在新税制下调整，企业可降低各种成本。同时，还会带来贸易限制和禁止措施的进一步放宽，更加自由。

结合我们此前《香港旅游零售启示录：充分竞争下的高盈利》中的分析，全球来看，国际自贸港主要侧重免关税、贸易及金融自由化，如下表。通常而言，自贸港（区）具备独立的监管、货物或资金自由地进出、高效的物流等特点，若境内特定区域内的自贸区通常需要相应的特别法律体系支撑。

表23：国际代表自贸港简述

自贸港	定位	运营管理模式	特点
香港	全境、全要素自贸港	政府管理	<p>发展概述：1840s，香港成为自由港，首先凭借其出色地理位置与天然港口定位为转口贸易港，此后越过“代替进口”的工业模式，发展出口加工工业，推行自由贸易政策，成为经济结构多元化的自由港。</p> <p>税收体制：零关税，除酒类、烟草、碳氢油类及甲醇4类商品外，一般进出口货物进出香港无关税；不设增值税、消费税和营业税，境外所得利润也不纳税，仅征收相对较低的所得税（利润200万港元以下8.25%，利润200万港元以上16.5%等）、薪俸税（2-17%，各类减免）和物业税，赋税全球来看属于较低水平。</p> <p>金融资金自由：资金自由进出，自由汇兑，无外汇管制，离岸金融发达；经营自由、投资自由、法律保护；其他：贸易通关及流动自由，通关便捷程度全球首屈一指；人口等生产要素也流动自由。</p>
新加坡	全要素自贸港	政府管理	<p>发展概述：始于1959，最初进口替代促进制造业起步，此后1960s-1970s出口导向发展劳动密集型产业，80s吸引外资发展技术密集型产业；90s后转型升级发展现代服务业。凭借优越的地理位置建设自由贸易港，新加坡已成为世界重要的航运中心、贸易中心和全球第四大金融中心。</p> <p>税收体制：零关税（烟酒、石油、机动车等外），市区个人购物征收消费税，进出口相关服务零税率。</p> <p>投资自由（除国防等外，不限企业经营范围）、金融自由（汇兑自由，资金自由进出，资金出境也无需交税）、贸易自由，除危险品、武器、药品和化妆品等4类特殊货物和针对特定地区的进出口需要申请许可证外，其他商品均实行自由贸易政策，绝大多数货物的进出口无配额限制，通关便捷；自然人流动自由。</p>
迪拜	低投资、低运营的工贸结合型自贸区	政企结合	<p>1985年由迪拜政府建立，限定区域，是阿联酋乃至整个中东地区最大的自由贸易区</p> <p>货物在区内存储、贸易、加工制造均不征收关税及其它税收，如进入阿联酋关税区时再征税。进区企业其生产所需要的机器、设备、零件和必需品一律免征关税，海关对区内货物采取随时抽查的方式进行监管。外国货物从海上进出该区均须向海关和港口进行申报。自由区内工厂的工作人员免交个人所得税；自贸区允许外资100%独资；资本和利润也可以不受货币限制100%汇出境；无外汇管制；跨国招工也不受限制。自贸区+迪拜金融城、迪拜互联网城、迪拜媒体城等特色区域。</p> <p>专注于物流贸易供应链管理、加工制造再出口等相关业务，主要实现贸易便利化的功能。而各个特色产业城则发挥人才、资本、技术集聚的作用，实现特色产业的高速发展。</p>
鹿特丹	物流型自贸区	政企结合	进口商品在保税仓库内暂存可免缴关税、增值税和消费税；进口商品如处在荷兰海关监管下运输，在到达最终消费地前可不缴纳关税和增值税。
釜山	自由贸易港区	政府管理	釜山港享有治外法权的保护，享有韩国《特别法》的保障；分为新港湾物流流通区、商务居住区、海洋运动娱乐休闲区、专业教育R&D区、知识产业区等5个区，区域之间互相联合；企业入驻7年完全免税，此后3年减免50%；有土地收购费、建筑物租用费补贴。侧重发展国际物流中心、推进信息化建设，此国际水产基地等

资料来源：搜狐、新浪等媒体，香港政府一站通等及其他政府官网，国信证券经济研究所整理

国际自贸港下，个人零售购物征税仍差异较大，并非必然免三税。具体到旅游零售购物层面，虽然上述自贸港其区域内也存在一些免税店，但各自贸港内部对个人商品流动的规定不一。以全球最知名的三大自贸港新加坡、迪拜、香港为例，如下表所示，新加坡仅机场免税（关税+增值税或消费税等），市内仅针对外国游客（不含持工作绿卡的人群）在满足一定条件下退消费税；迪拜亦是机场免税（关税+增值税或消费税等），市内针对外国游客有条件退税；但香港则不仅机场免税，市内对除烟酒以外的多数产品包括香化、精品等均免三税，因此其免税店实质税收优惠力度也有较大差异，并非自贸港均可对个人购物全免税，不可一概而论。

从海南自贸港目前最新跟踪来看，首先封关是否代表对个人购物层面的全免三税目前仍不明确，且如果并非单纯香港、新加坡模式，我们认为则未来不排除仍有一定的牌照或相关壁垒，总体相对并不悲观。

具体来看，封关核心在于两个方面：1、全岛免税和离岛免税长线是否完全兼容？2、离岛免税未来是否完全打破牌照垄断，实现全岛放开完全竞争？目前对此并无清晰时间表和明确定论，仍有待国务院、财政部及相关政策意见明确。仅就目前情况来看，我们预计全岛免税和离岛免税预计在相当长时间仍然有所区别，以避

免对海南岛以外的国内市场的较大冲击。并且，即使离岛免税牌照未来真的打破，与香港类似全面竞争，我们预计也留有一个相对较长的时间来过渡，从而也在一定程度上倒逼中免近几年快速布局和做大做强。不过，如果短期放开节奏过快，阶段可能价格竞争可能趋严，但结合目前海南免税竞争情况，最终仍将趋于理性。

表24: 国际三大自贸港对个人购物免税情况

自贸港	机场	市内
香港	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	目前仅对烈酒、烟草、碳氢油及甲醇等征收特别关税。此外，曾经也对化妆品征收过特别关税，但1990s后废除，其他货品都可以享受进出口免税。
新加坡	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	市内主要系退税，退税店主要是免除7%消费税（标有“Global Blue”标志或者是“Tax free”，单店满100新币才可以退税，且仅针对出境的外国公民，马来居民除外），需要购物时凭护照登记，且需店家确认，机场统一办理退税。考虑办理退税还需要支付一定的手续费，因此一般仅退5-5.5%，实际还要考虑起征点等问题。同时，新加坡对危险品、武器、药品和化妆品等4类特殊货物和针对特定地区的进出口需要申请许可证。
迪拜	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	2018年1月1日后征收增值税（部分商品还有额外征收消费税），目前市内主要系退税，仅针对外国游客，超过250迪拉姆的商品可以免增值税85%，并减去相应的管理费。
鹿特丹	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	市内主要系退税，退税主要是免除21%标准增值税（食品9%）及关税，最低退税购买金额为50欧元（指定退税商店），且必须为非欧盟国家/地区居民。退税为机场统一办理，药品、食品、糖果必须未拆封。
釜山	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	包括乐天、新世界等2个市内免税店，但仅向规定对象（本国、外国离境居民）销售、供应免税品，免除进口三税。免税购物需要机票凭证（或事先买好后，乘机当天到机场取货）。换言之，区内并非所有门店都免税，本质系沿袭韩国离境市内免税购物政策。

资料来源：香港关税司，搜狐等媒体报道，国信证券经济研究所整理

长线来看，即使全面放开，只要分步骤有节奏，中免综合实力强化，预计其成长仍有支撑。结合我们2020年6月报告《香港旅游零售启示录：充分竞争下的高盈利》的分析，在先发卡位等优势强化下，即使全面竞争，只要赴港客流充足，依托购物天堂地位溢价，香港大型购物中心和中小型购物连锁运营主体净利率仍有支撑。鉴于此，即使海南届时类似香港全面竞争的背景下，在海南自贸港良好发展和消费蛋糕不断做大的背景下，**预计中免三亚、海口100%自持物业和运营权的市内免税店净利率或仍有15-20%+；**机场店需要跟踪后续租金扣点情况（但目前美兰机场免税和凤凰机场免税均系合资公司），**长线盈利成长仍有良好支撑。**

表25: 香港主要旅游零售商经营数据对比总结 VS 中免

经营模式	主营业务	销售规模（港元）	人工/收入	租金/收入	毛利率	净利率	备注
香港大型购物中心							
利福国际旗下Sogo百货	自营+销售后订单+特许专柜授权（佣金率24.8%）	铜锣湾sogo2018年销售额达97亿港元			27-43%	以经营主业净利润/总销售额计算，净利率则在12-17%之间（剔除非经波动，其中16-18年为15-17%）	
中小型购物连锁							
莎莎	平行进口、香化等（兼有一定自营或独家本地品牌或保健代理品牌）	36亿-90亿高峰期：77亿-90亿	13%-14%	10%-13%	41%-47%	4%-11%	推广费用占比较低，仅2%
卓悦		15亿-30亿高峰期：26亿-30亿	11%-15%	10%-23%	44%-47% 34%-47% 42%-47%	9%-11% -10%-9% 8%-9%	
中免	免税品自营	香化、精品、电子产品等	600亿RMB以上	三亚海棠湾购物中心、在建的海口免税城系自有物业		估算为18-20%或更高	精品毛利不如香化

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理

注意：卓悦2014年销售额取持续经营业务销售额

平行进口：全球利用品牌洲际定价差异寻找价格较优的代理商采购，平行报关

韩国免税：产业集群发展，后疫情下边际变化

国际竞争维度：一是看国人出境相对受阻背景下，海外免税商的隐性竞争，主要韩国免税通过代购等方式渗透进入中国；二是未来中线国人出境旅行逐步放开背景下，国际免税龙头的竞争，其中也尤其以韩国免税龙头为代表。

韩国免税：40年多方发力，产业集群效应显现，助力龙头崛起

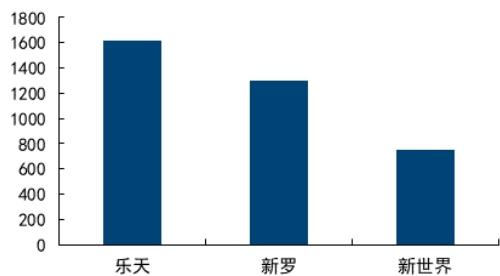
结合我们此前韩国免税系列报告《韩国市内免税 40 年启示录：牌照之上，规模永恒》等的分析，韩国免税历经 40 余年发展，背靠地缘优势（东亚居民系免税主要消费客群），通过政策创新（离境市内免税、离岛市内免税政策）挖潜本国居民消费潜力，免税商运营营销强化及本国香化行业的较快发展，2009 年即成为全球免税第一，并在此后十年不断挖潜中国消费者免税消费潜力，全球免税地位持续巩固提升。在此背景下，韩国也催生了全球排名靠前的免税龙头乐天、新罗、新世界等，2019、2020 年分别排名第二/第三/第八、第二/第五。

图35：韩国免税 2009s 以来发展趋势及占全球免税比重



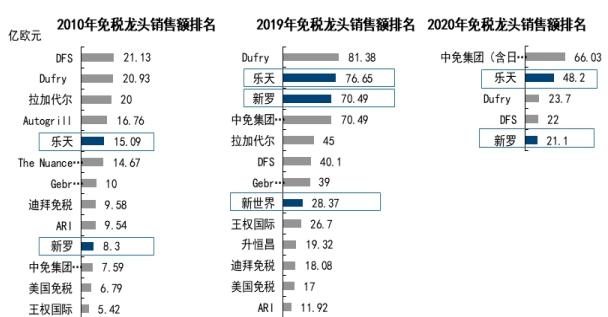
资料来源：穆迪报告，KDFA，国信证券经济研究所整理

图37：疫前韩国前三大免税集团品牌个数



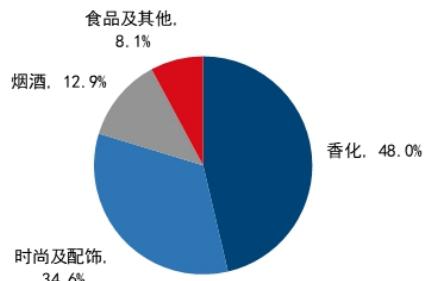
资料来源：穆迪报告，KDFA，国信证券经济研究所整理

图36：2010-2020 韩国免税商逐步崛起



资料来源：穆迪报告、国信证券经济研究所整理

图38：按品类划分新世界免税品牌数目占比



资料来源：穆迪报告、国信证券经济研究所整理

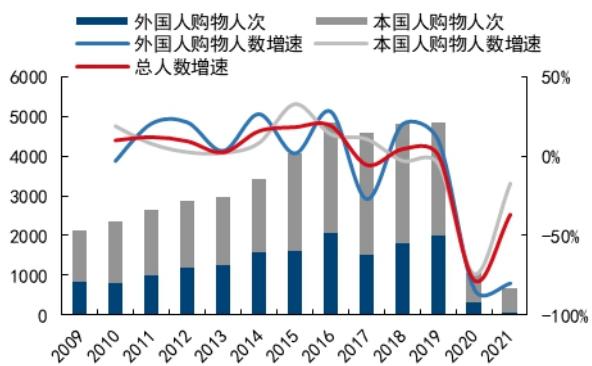
究其成因：一是韩国政府的支持，这不仅包括各种离境、离岛免税政策创新，同时还包括各种吸引入境旅游的相关政策联动，为其免税产业发展提供良好沃土；二是早期主要挖潜日本人，阶段吸引韩国人，此后发力中国人，在几十年的发展中不断壮大，形成强大的购物集群效应；三是龙头借助机遇做大做强，寡头凸显，资源集中，供应链优势强化。如乐天 2019 年约 1600+ 个品牌，是全球最早成功吸引路易威登、爱马仕、香奈儿等顶奢品牌入驻市内店的免税运营商（1984-1994

年陆续引入)；新罗 1300+ 品牌，并于 2011 年在仁川国际机场开设了世界上第一家路易威登机场 550 m² 专卖店；新世界品牌个数相对不多，但背靠大股东百货龙头的供应链实力，时尚及配饰等精品占比较高，可以达到 35%。

韩国代购：限韩令后开始非常规发展，客流相对企稳时佣金回升

韩国免税在限韩令后开始催生代购发展，国人赴韩客流部分受制，韩国从纯粹旅游零售走向部分批发销售的模式。萨德事件后，因为中国游客骤减，韩国免税运营商通过让利给旅行社或代购的方式吸引消费者，据 KDFA 及韩联社报道，韩国免税运营商通常向中方代购按销售额返佣 20-40%，高额的代购返佣比例在吸引代购，推动韩国免税发展的同时，也影响了免税商的盈利能力。

图 39：韩国免税的客流变化及结构变化



资料来源：KDFA、国信证券经济研究所整理

图 40：韩国免税销售额增长：外国人贡献为主

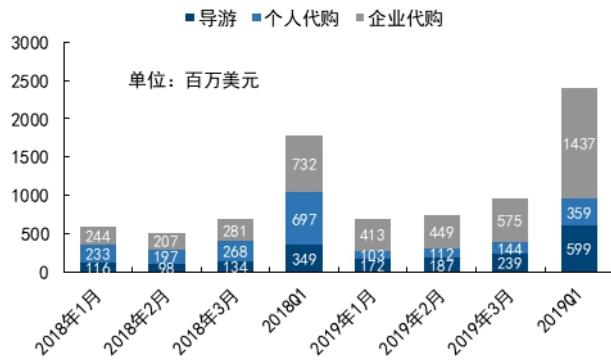


资料来源：KDFA、国信证券经济研究所整理

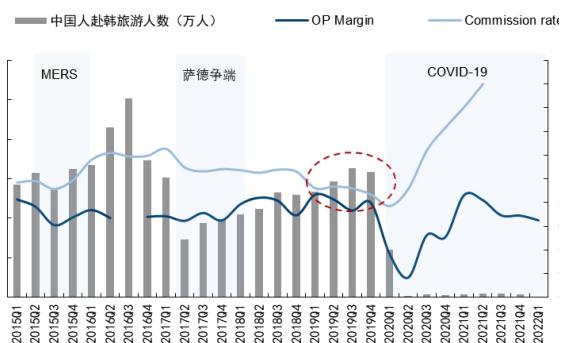
代购演进：个人零售代购走向公司代购。最初中国在韩代购以个人代购为主，主要赚价差和退税等的收益，部分挂靠旅行社获得额外返佣，返点比例相对不高。之后，部分代购规模做大要求更高佣金返点，或者一些机构将零散代购汇总与免税店争取更高返佣，增加至 10-30%（品牌品类不同差异），但因机构抽佣，个人分成比例仍受限。2019 年，随着中国电商法的实施，个人代购开始减少，公司代购日益增加，对市内免税店的议价能力进一步增加。

疫情前韩国代购的发展本质与客流变化高度相关，一旦边际客流企稳，其代购返佣就会出现下降趋势。如 2019 年中国赴韩旅游人数边际改善明显，下半年单季均超 150 万人，恢复至 2017 年以来最高位，相应新罗免税的佣金率由前期 11-12% 下降至 7-8%（部分公司代购部分公司直接按剔除佣金后的实际计收入）；但客流阶段受阻时佣金率往往也随之上行，以进一步争取客人。此外散客占比也会影响上述比例。疫情后，由于客流严重受阻，新罗的佣金率又开始高企。

疫情后韩国免税以批发代购间接进入中国，中免隐性竞争仍存。韩国免税 2020-2021 年相当于疫情前的 6~7 成+，外国人贡献主导。2020、2021 年，受疫情下跨国流动受制影响，韩国免税销售额分别为 132、156 亿美金，大致为 2019 年的 62%、73%。但其中，外国人贡献仍占主导，占比达到 94%、95%，较疫情前 83% 的占比进一步提升，核心在于韩国免税在疫情后转为线上大型批发代购，故客单价迅速提升，最高甚至达到 11w+ 美元，而韩国本国客源相对依赖真正跨境或离岛流动，直至 2022 年 4 月也仅恢复 3 成。

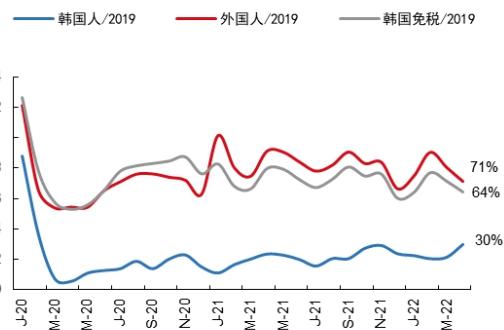
图41：疫情前韩国免税中各类代购构成


资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

图42：新罗佣金率及OP变化趋势与中国赴韩客流高度相关


资料来源：新罗酒店公司公告，Moodie Report 国信证券经济研究所整理

由于疫情后韩国免税基本全部转为线上批发代购，预计间接渗透进入中国。此前虽然韩国免税代购较多，但由于存在众多现场购物散代以及个人游客，线下现场购物人气仍然较高，对品牌的感知不明确。但疫情后，基本转为线上代购。其中，据人民网、韩联社等媒体报道，2021年初，韩国政府进一步放开限制，过去消费者购买免税品，只能在出国当天到机场取货。但制度放宽后，来免税店购物的消费者，只要持有护照和机票并提供海外地址，即使购买者身处韩国，也可以将商品直接配送到海外。这给代购们带来了更多的“便利”。据穆迪戴维特报道，疫情期间约90%韩国免税为线上批发代购，基本全以公司批发代购等为主，部分品牌和SKU返利高达50%，同时，上述商品也预计较大程度上流入中国（参考DFE等相关媒体报道，不排除通过香港中转的方式进入国内）。

图43：韩免本国、外国人及整体月度购物金额恢复情况


资料来源：KDFA 等，国信证券经济研究所整理

图44：市内免税店本国与外国人客单价对比


资料来源：KDFA，国信证券经济研究所整理

后疫情下看韩免：高度依赖线上，部分关店，高奢品牌开始转向

韩国免税后疫情下新变化之一：高度依赖线上批发代购后，大幅压低线下运营成本甚至关店。结合前文，韩国疫情下高度依赖线上批发代购，下游往往以公司形式的大代购商为主，故佣金折扣率非常高，对免税商而言利润率非常低。鉴于此，其主要通过有效压缩线下运营成本甚至关店来应对。据穆迪报告、DFE等媒体报道，韩国免税龙头乐天今年6月8日宣布，将关闭位于首尔江南区的COEX免税店。COEX免税店曾系乐天在首尔排名第二/第三的市内免税店，自2010年运营至今12年，其营业执照将于12月31日到期，本应在今年竞标续约。截止目前，乐天免

税店在韩国共有 5 家市内店（COEX 店关闭后，将减为 4 家）、3 家机场店。我们认为，乐天关闭上述免税店，核心主要是后疫情下线上代购依赖较高，但批发代购本身盈利能力极低，而线下本身承压，因此有效控制线下成本成为其疫情下的生存之道。

韩国免税后疫情下新变化之二：韩国免税机场和市内免税招标反应平淡。从机场免税来看，2020 年韩国仁川机场最大的航站楼在租金明显下调下，三次招标均流标，2021 年 3 月，乐天、新罗先后关闭其仁川机场 T1 航站楼门店。**从市内免税店来看**，2022 年初，韩国关税厅发布首尔市内免税店一项新的招标公告，相比 2015-2016 年的各家财阀争抢的局面，本次行业内反应却十分冷淡。根据 DFE 最新报道，乐天免税店指出，截至 5 月 30 日投标截止时，没有一家公司申请首尔市中心新的免税许可证。同时，韩国国内免税店的数量已从 2019 年底的 57 家减少到 48 家。随着乐天 COEX 的关闭，韩国国内免税店的数量将变为 47 家。新进入者一是来自疫情下的经营压力，二是由于本身龙头经营压力和规模壁垒等要求。

韩国免税后疫情下新变化之三：品牌尤其顶奢、高奢品牌与韩国免税的合作态度开始发生变化。此前，韩国免税依托规模集群效应等，对品牌议价能力较强，不仅引入一些高端品牌，同时对中低端品牌议价能力极强。比如一些定位中低端的韩国香化品牌，其想入驻韩免，必须提供最低供货价。但疫情下，品牌对韩免的策略也有变化，根据穆迪戴维特和 DFE 报道，香奈儿韩国已决定于 2022 年 3 月 31 日关闭釜山和济州的时尚旅游零售精品店；LV 也继 2021 年 12 月关闭济州乐天免税店后，计划于 2023 年 3 与前逐步退出济州新罗免税店、釜山乐天免税店、首尔蚕室乐天世界塔等，并表示希望从以团体旅游为主的市内免税店店转向以散客为导向的业务，如计划 2022 年底在国内开设五家机场免税店，包括北京首都机场现有门店和上海虹桥机场等。

整体来看，韩国免税因历史原因其龙头实力雄厚，是中免的强大对手，但疫情下开始边际变化，品牌、门店层面皆开始有调整情况。同时，韩国政府对韩免全方位的支持，也间接带来压力，但同时也带来国内免税政策后续潜在利好空间。此外，由于韩免依赖外国人尤其中国人消费，其必然带有不同程度的引流成本（当然客流边际恢复时同样也会理性控制成本），这也为中免平衡发展提供一定支撑。在这种背景下，应对国际竞争尤其韩免竞争，未来核心看中免自强与政策支持。

国内外竞争看成长：做强为核，政策可期，兼顾赴港融资

展望未来，无论海南的竞争，还是韩国及其他国际竞争，中免未来核心在于自身能力的全面提升，一是供应链能力强化，二是渠道流量能力深挖，三是运营效率的提升，背靠政策支持和国人免税消费需求红利释放，通过逐步量变到质变持续夯实其全球免税第一地位，未来可期。

中免未来成长一：做大做强为内核，供应链渠道蜕变

疫情之下，中免虽然也面临全方位的压力，尤其海南线下客流承压时拖累也较明显，但公司近两年积极供应链和全渠道发力，借疫情此消彼长，做强内核为核心。

供应链方面，依托海南自贸港机遇和疫情下国内外差异，积极扩容。从品牌的角度，中免整体品牌数从最初 2014 年的 400 多个增加到 2021 年底的 1000 个+（2014 年乃至 2011 年之前，中免香化品牌相对有限），其中海棠湾店从最早的近 300 个增加到目前 600-700 个品牌，不断完善丰富。虽然较乐天、新罗 2021 年 1600、1300 左右品牌数仍有差异，但差距开始不断缩短。

表26：中免及旗下三亚海棠湾店品牌情况

时期	三亚海棠湾店品牌数	中免整体品牌数
2014	近 300 个	400+
2018		920
2019		995
2020		946
2021	突破 500 个	1067
2022	近 700 个	

资料来源：公司官网/官微，国信证券经济研究所整理

同时，结合前文，在海南区域，中免今年 9 月底新海港项目有望开业；今年底明年初，海棠湾一期 2 号地有望推出；这些有望进一步增加品牌甚至不排除高奢品牌可能性。同时，今年海口美兰 T2 免税店和三亚机场免税店扩容也落地，在海南自贸港建设不断推进，公司在海南卡位不断强化，依托海南区域的集群效应增强及公司在海南区域的龙头地位，也有望不断增加其品牌供应链能力。

图45：中免品牌个数及各品类品牌数目



资料来源：中免赴港上市聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理

渠道方面：疫情下，公司立足自身供应链资源和既有渠道，拓展线上有税渠道，未来核心在于依托旅游零售客群为基础，线上线下流量的全打通和转换。除了既有线下免税渠道外，公司疫情后先后拓展 CDF 会员购海南、中免日上（此前为日

上上海直邮)等多元渠道,此后不断整合,会员积分打通互认。并且,2021年香港机场店、香港市内店、澳门机场店及柬中免在国际客流暂未恢复的情况下继续保持盈利。此外,公司还尝试海外布局,2021年末澳门市内店实现试运营,未来若出行完全放开,中线公司也不排除到一些中国人主要出行的热门目的地布局。

综合来看,近两年,公司核心在于基于海南客人(2000-3000万量级)及日上直邮渠道所能辐射的客群深度挖潜。未来,若出境游复苏,则公司可基于机场出境客人及海南客人全面打通转换,可挖潜客户基础有望上升至亿级,中线伴随线下线上一体化渗透转换率提升,其成长仍可期。

表27: 中免疫情后线上平台

分类	CDF 会员购海南	CDF 会员购	日上上海直邮	日上北京直邮	CDFI 中免国际
推出时间	2020年3月17日	2020年5月	2020年Q2	2020年Q2	今年3月
购买资格	年满16周岁,自离岛之日(乘飞机、船、180天内有入境记录:信小程序玩转全球免税上支公众号抽取此前会火车均可,部分航空公司除外)不超过180天且在海南购买过离岛免税商品的旅客。	提供身份证件、入境证付一定金额获得直邮券(有员,需要此前入境航件、入境日期等。	在携程、浦发银行app、微先是日上免税行北京积分限制),不限制入境时班信息等审核信息成天且在海南购买过离岛免税商品的旅客。	在携程、浦发银行app、微先是日上免税行北京积分限制),不限制入境时班信息等审核信息成天且在海南购买过离岛免税商品的旅客。	不需要出入境记录,仅限香港地区购买
购物数量限制	化妆品12件,香水8件,首饰、手表6件,美容仪器、眼镜、包包、婴儿配方奶粉4件。	香化等为主,无件数等限制	单品限购5件(部分商品除外),总数上限20件,部分无限制	单品限购5件(部分商品除外),总数上限20件,部分无限制	无
限购额度	个人补购额度=个人年度离岛免税总额度30000元-个人年度累计已使用免税额度-个人年度累计已使用补购额度。	每单订购限额5000元,占用跨境电商年个人额度(年度限制26000元)。	不同券注册各有差异,1500元起,上限12000元,也有仅限20件,但不限金额26000元)。	每单订购限额5000元,占用跨境电商年个人额度(年度限制26000元)。	不受额度限制
提货方式	邮寄	邮寄	邮寄	邮寄	香港境内可以邮寄

资料来源:公司官网,公司官方微信公众号,各类子公司官微、小红书等,国信证券经济研究所整理

经营效率提升:多维发力向管理要效益。物流仓储方面,随海南业务收入逐年攀升,原有物流体系亟待升级转型,公司通过仓储体系整体规划及海南一体化供应链方案支持业务发展。其中海南国际物流中心一期逐步投入使用、二期预计于2022年9月竣工验收;同时三亚店9个多类型仓库相继引入富勒WMS方案,实现标准化及无纸化的库内作业,分品类精细化管理,提升仓储物流管理效率。门店运营方面,中免继续推进智慧门店建设,以客流统计、电子价签、门店助手等科技创新,逐步上线支持采购补货、商品管理、货运信息打通等业务的数字化系统,重点推进线上平台的一体化建设,建立与前台接单能力相匹配的不断强化后台的分拣配送能力,有望通过数字化系统实现降本增效并提升顾客购物体验。综合来看,中免通过物流优化、精细化运营管理、科学营销等形成合力,物流成本和运营费用也有望持续优化,预计也能带来其利润率的逐步改善。

表28: 公司多管齐下,积极提升自身规模优势和经营效率

分类	说明
理顺价格体系	价格优势:线下离岛免税>离岛免税预购>线上有税会员购等方式,形成阶梯式布局,平衡毛利率。公司1-2月经营表现已初步验证。
规模优势强化	公司依托2020-2021年与品牌的紧密合作,规模第一巩固下,其综合议价能力有望提升。未来伴随价格体系相对平衡,其议价能力的变化有望更好地助力公司毛利率有望回升。
品类结构的持续优化	品类结构的持续优化,提升精品、酒类等占比。香化虽然表现毛利率不低,但通常促销力度高于精品,因此随着促销力度有限的精品占比和毛利率较高的酒类占比日益提升,其综合毛利率也有望回升。2021年下半年,公司海棠湾店手表、珠宝类品牌日益丰富(如2021年底,全新钻石珠宝品牌DeBeers Forevermark、TASAKI 塔思琦、法国的钻石珠宝品牌Messika 梅西卡等首次与中免进行合作,进驻中免集团旗下免税店)。海棠湾店的品牌数从此前早期300多个逐步提升到2021年底的接近700个。
管理效率提升	通过物流优化(未来中免海南国际物流中心一二期逐步投入使用)、精细化管理、精准营销,其物流成本和运营费用也有望持续优化,预计也能带来其利润率的逐步改善。

资料来源:公司公告,公司官网,DFE等,国信证券经济研究所整理

中免未来成长二：拟赴港融资，摊薄预计可控，助力中线扩容

赴港融资：短期摊薄预计有限，中线成长助力可观。公司2021年4月公告拟赴港融资，2022年6月再次更新申请材料。虽然若赴港融资落定，短期预计有一定摊薄影响，但最高不超10%，实际摊薄不排除较为有限。且中线来看，若赴港融资落定，有助于显著增强公司资金实力，助力公司中线扩张与产业链延伸。连续2年多疫情反复下，国际免税商均不同程度承压。公司若能逆势赴港融资成功，有望借此进行加速国内外扩张、供应链效率提升和促进产业链延伸，进而夯实全球免税市场第一地位。如下表所示，结合本次募资用途，核心在于巩固国内渠道和拓展海外渠道，改善供应链效率（包括收购或投资上游品牌巩固上游采购体系）、促进产业链延伸等。与此前11月披露的聆迅后披露资料对比：一是巩固国内渠道调至首位（原首位为拓展海外渠道），强化投资离岛免税店和市内免税店等，二是改善供应链效率（包括投资上游品牌）等升至第三（原为产业链延伸），凸显公司对进一步做大国内免税市场，强化供应链能力的决心。

并且，结合我们此前分析，2020-2021年公司连续两年全球免税第一，未来若赴港上市则有望进一步提升国际知名度，增加股权的流通性，提升治理上的现代化。此外，公司也不排除借此机会考虑引入战投等，进一步强化与上游供应链的合作关系和优质渠道资源，进一步巩固全球第一市场地位。

表29：中国中免赴港上市募集资金用途（更新后）

资金投向	项目名称	具体内容
一、巩固国内渠道	1、投资主要8家机场、20家口岸免税店 2、投资有税旅游零售项目 3、投资离岛免税店及市内免税店	1) 在主要机场发展新店、口岸免税店；2) 为特许期临近结束的机场、口岸门店重续特许经营权。 机场及其他主要交通枢纽的有税店。 1) 约11市内免税店的门店翻新、采购及门店运营。2) 将用于扩建海口国际免税城，包括建设更多购物设施及酒店；3) 进一步扩建三亚国际免税城，免税部分预计将于2023年开始运营，建筑面积约7.65万m ² ；预计2022年9月开始建设有税部分，面积9.6万m ² ，预计2026年竣工
二、拓展海外渠道	1、开设约6间海外市内免税店 2、扩展海外口岸免税店 3、扩展约6间邮轮免税店 4、选择性收购2-3家海外旅游零售运营商	1) 抓住粤港澳大湾区机遇，扩大香港及澳门市内免税店的网络； 2) 利用一带一路倡议，在大型交通枢纽及市中心等地区（尤其是亚洲热门旅游目的地）开设海外市内免税店。 寻求亚洲机场免税特许经营权并开设免税门店，重点挑选每天接待许多过境旅客的国际枢纽以及中国游客常去国家的门户枢纽。 寻求在邮轮上开设新店，特别是针对中国旅客推出的新型邮轮。
三、改善供应链效率	1、投资开发物流中心 2、升级现有供应链 3、巩固上游采购体系	将开发深圳前海和三亚海棠湾物流中心 1) 升级国内物流中心；2) 招聘及培训供应链人员。 1) 收购或投资上游品牌：面向化妆品、时尚品及配饰、保健品、电子产品、手信、土特产及国潮等与旅游零售渠道有关的高价值消耗品的品牌，寻找潜在合作及投资机会；2) 优化海外商品采购组合：自供应商获取畅销商品；提升获取紧俏限量版商品的渠道；与供应商共同开发适合当地特色的商品及联名商品；与更多供应商建立战略关；3) 招聘及培训专业采购人员。
四、促进产业链延伸	扩展及开发旅游零售综合体	1) 海口国际免税城：预计将在2022年开始商业运营；扩展项目建设工程预计总建筑面积为695,000平方米，预期将尽快开始建设； 2) 三亚一期2号地：免税部分预计2023年开始运营，估计建筑面积为76,500平方米；酒店部分预计于2021年12月开工，预计竣工日期将为2026年，估计建筑面积96,000平方米。
五、升级信息技术系统	1、整合线上和线下业务平台 2、招聘及培训信息技术人才	开发智能商品采购与管理系统以及完善综合会员管理系统，升级信息技术系统。
六、市场推广和进一步完善会员体系	1、市场推广 2、会员体系建设	1) 广告及品牌推广活动；2) 招聘及加强市场推广团队。 吸引新客户参与会员计划以及提升现有会员的会员权益。
七、补充流动资金及其他一般用途		

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

中免未来成长三：若出境游放开，国人离境市内店中线可期

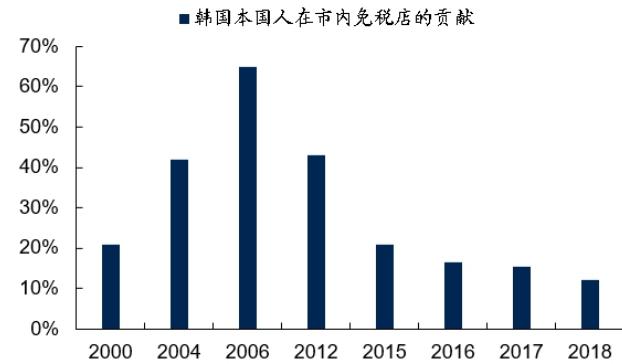
未来若出境游若重启部分放开，国人离境市内免税政策或有望推出。发改委 2020 年发布《促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，明确指出：以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。2021 年各地陆续出台相关报道，初步商议相关计划。只是因为疫情反复，出境游重启时间不明确，相关政策预期也相应压制。但未来若出境游部分重启，考虑消费回流等需求，我们预计国人离境市内免税政策或有望推出。

表30：部分城市离境市内免税店规划或拟建项目情况

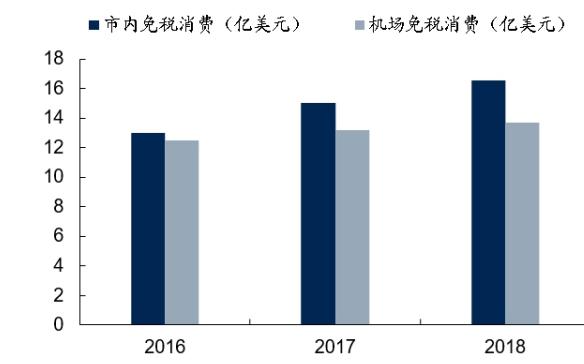
区域	免税商	报道时间	说明
上海	暂无明确	2021 年 1 月	上海市商务工作会议上表示：争取市内免税店新政落地，新增 50 个离境退税定点商店，培育壮大 20 个本土品牌，引进 30 个国际中高端品牌。建设全球新品首发地打造一批首发经济示范区和新品发布地标性载体，力争新增首店 800 家。
广州	中国旅游集团、中免	2021 年 4 月	中国旅游集团旗下中旅投资，以 83.95 亿元拍得广州花都区两宗地块，用地面积 27.2 万平方米，计划打造免税商业文旅综合体及滨水新城居住区。免税商业文旅综合体位于广州市花都区广州北站东广场区域，距离白云机场约 10 公里，距离市政府约 28 公里，地块西侧与广州北站及未来 T4 航站楼无缝对接。该项目是中旅投资和中旅免税首次联手打造的免税商业文旅综合体项目，探索 TOD(以公共交通为导向的项目开发)+免税 IP 的综合开发模式。
深圳（前海）	深免	2021 年 3 月	深圳市前海管理局与深圳市国有免税商品集团在前海签署战略合作协议，将共同建设“三店两平台一中心”，其中，“三店”包括离境市内免税店、外汇商品免税店、“免税保税相衔接及保税+新零售”免税体验店；“两平台”指免税产业链综合运维平台、全球高端商品销售平台；“一中心”是全球免税品调拨中心，进一步引导跨境电商及免税品资源集聚前海，优化升级生产、分配、流通、消费体系，打造粤港澳大湾区免税购物中心。
深圳（罗湖）	暂无明确	2021 年 3 月	深圳罗湖区提出要积极争取市内免税政策落地，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质，高标准建设“两店三税五平台”。“两店”：集“离境市内免税店+市内外汇商品免税店”功能于一体。“三税”：构建涵盖“免税+有税+保税”的“三税融合”新商业模式，构建以免税业务为核心引擎，有税业务、保税业务协同发展的商业生态圈。“五平台”：全球高端商品销售平台、国际品牌新品中国首发平台、国货精品展示平台、自主品牌推介平台、民族传统文化传播平台，打造成为品质保真、环境一流、购物便捷，集免税购物、科技体验、文化艺术、特色餐饮等于一体的国际一流免税城。
深圳（盐田）	暂无明确	2021 年 3 月	深圳盐田区政府也提出将全力推进沙头角深港国际旅游消费合作区建设，积极推进“一核四区”建设，重点打造 0.73 平方公里沙头角跨境免税消费核。与此同时，盐田区积极融入深港口岸经济带，抢抓财政部同意深圳在市内建设免税店的机遇，加快沙头角口岸重建，打造国际一流的免税购物中心，尽早建成大湾区首个免税消费标杆项目。
成都	中免	2021 年 2 月	成都市锦江区正积极对接中国旅游集团中免股份有限公司，引入市内免税店消费新模式。目前，项目载体及周边环境正在提升改造，后续待国家市内免税店专项政策正式批准后，成都力争 2021 年内呈现市内免税店项目。该市内免税店位于锦江区红照壁国际城市会客厅核心区域，毗邻千年东大街和百年春熙路。
武汉	中免	2020 年 7 月	武汉港发集团与中国免税品（集团）有限责任公司（简称“中免集团”）签订战略合作意向备忘录，拟在长江航运中心大厦开设中部地区首家市内免税店。

资料来源：Zaker 新闻，21 世纪经济报道，网易新闻，钛媒体等，国信证券经济研究所整理

借鉴韩国免税的发展经验，2009 年韩国免税成为全球第一主要依赖韩国本国人而非外国游客的贡献，其中韩国对本国人的离境市内免税政策居功至伟。并且正因这一政策创新，韩国成功实现了免税消费回流的目标。考虑韩国 2019 年免税 213 亿美元，其中离境市内免税店贡献估算 8 成，我们认为国人离境市内免税店空间广阔。虽然其竞争格局不排除有限竞争，但中免依托规模渠道优势仍有望受益。结合公司近两年年报，公司密切关注市内店政策动态，积极与重点城市建立战略合作关系，为未来市内店布局做好准备。

图 19：韩国本土人对韩国市内免税店的贡献


资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

图 20：韩国人本土市内免税店消费仍略高于其机场免税店


资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

中免未来思考总览：流量互通，供应链强化，做大做强系核心

中免的担忧与思辨：核心更应关注其应对竞争的综合能力是否提升！市场对中免核心担忧就是在于竞争。但应对竞争，核心在于综合能力的提升。事实上，结合前文分析，中免近些年一直致力于提升自身综合能力（供应链+渠道+线上业务创新等）。在疫情前，中免虽然有海南免税基本盘支撑+整合日上，在国内龙头地位凸显，但国际竞争中面临韩国免税各种竞争压制，其竞争压力并不低，主要借助2017-2019年整合日上契机不断强化与供应商的互动，但彼时相比韩免在品牌等方面仍有差距。近两年疫情带来新变化，但这个过程并不像2020年下半年部分市场投资者所预期的那么一蹴而就，而是一个渐进的过程，需要不断突破欧美成熟品牌原有分销体系安排，不断逐一谈判争取更好地条件，且疫情反复、出境渠道的受制阶段也会影响其综合谈判情况。综合来看，中免这两年正通过各种渠道扩容、流量打通变现来争取实现综合能力提升，但整体验证和落地也需要一定的时间，疫情下的各种非常态有时也会阶段影响其节奏。

图 46：中国中免未来展望思考整理

中国中免思考与展望小结

出入境免税			离岛免税					
渠道	2019年客流	对应免税销售额	分类	客流	免税销售额	海南免税店铺销售额含税	转化率	免税客单价
出入境人次	3.50亿人次		2019年进出岛客流	5941万人次	135亿		9%	3584元
出境游人次	1.69亿人次	410亿左右	2021年进出岛客流	4673万人次	495亿	601亿	29%	7367元
北京口岸出入境（中免等）	2667万人次	86亿						
上海口岸出入境（中免等）	4570万人次	151亿						
深圳口岸出入境（深免）	2.40亿人次	20-30亿						
珠海口岸出入境（珠免）	1.73亿人次	27亿						
昆明/成都/杭州等								
部分边境口岸、邮轮								
未来展望			海南免税21VS19显著扩容原因	政策支持	免税额度品类件数等大幅增加			
				业务创新	线上创新，线上线下流量开始打通			
				免税扩容	经营主体增加，经营面积增加			
				能力提升	品牌丰富，营销渗透转换			

未来中免：深耕国内旅游客群，打造国人旅游零售全流程服务提供商，价格最优，产品最全，体验最优

资料来源：中免赴港上市聆讯后资料集，国信证券经济研究所整理与思考 注：出入境和进出岛客流需要除以2计算，因进+出合并2次。

公司未来中长线潜力：核心在于离岛免税和出入境免税的双向挖潜。如上图所示，一是海南离岛免税方面，2021VS2019年，在政策支持，免税扩容、能力边际提升的情况下，免税购物渗透率可以增长200%+，件数翻倍，货单价个位数增长，最终在客流仅疫情前不足8成的情况下实现良好的销售增长，且依托2300多万海南客流（按进出岛客流/2计算）的有效挖潜就能弥补疫情下出入境免税销售额的损失，非常可观。未来随着海南客流恢复，线下渠道扩容、线上线下流量打通和经营管理更加高效，其潜力仍然可观。同时，相比海南离岛免税，此前国内出入境免税虽然对应亿级的客流，但对其免税消费潜力的挖掘是较为有限的，这一是购物场所、购物时间显著受限，其中边境口岸品牌品类也相对受制；二是直面国际或港澳竞争压力。若未来若离境市内免税店政策支持，免税商有较好施展自身能力的场所（如市内免税店或机场店的进一步升级），充分的品牌和产品，优良的价格，良好的购物体验，这个流量变现的潜力空间可期。如果再可进一步辅以出入境亿级客流与海南2000-3000万客流的打通转换，线下线上自有流量转换与补充，其成长空间就更为可观。

综合看中免，本质三大能力，**一是供应链，二是渠道和流量转换，三是效率提升。****供应链的持续深化**本质需要在后疫情时代重塑亚太免税商在欧美成熟品牌旅游零售分销体系中的地位，这背后核心是国人庞大消费实力的支持，也需要中免通过不断强化自身渠道和流量转换能力，用后疫情下的新格局新常态去争取，提升自身溢价能力来实现。**渠道和流量的转换是目前中免积极努力的方向**，无论是海南的南北卡位强化（新海港、海棠湾一期2号地项目，美兰、凤凰机场），亦或未来市内店的潜在机会等，以及其线上流量布局，会员体系的打通等。**三是效率层面**，这是公司今年明确提出向管理要效益的重点，也是其未来可以更好应对各类竞争的基础，但需要一定的正常运营周期来验证。综合来看，无论出境游放开下国际竞争还是未来海南的竞争，只有上述三板斧全面深化，中免则拥有应对竞争的充足武器，未来中长线持续良好成长均可期。

财务分析：疫情、促销等变化影响盈利中枢

盈利能力：疫情波动、促销差异、结构差异带来波动

公司毛利率自 2017 年之前毛利率稳中略微提升，从 2012 年的 22% 提升至 2016 年的 25% 左右。2017 年，伴随中免收购日上中国和日上上海，毛利率开始加速提升，2017 约 30%，2018 年伴随京沪机场较高的毛利率支撑提升至 40%+，2019 年达到 49%，但 2020 年后，因疫情京沪机场等高毛利率的枢纽机场免税业务受制，导致毛利率回落至 40% 左右，2021 年因促销和有税占比提高等进一步回落至 34% 左右。此外，汇率波动除了本身带来汇兑损益外，也会对其毛利率带来一定影响。

图 47：中国中免毛利率和净利率变化趋势

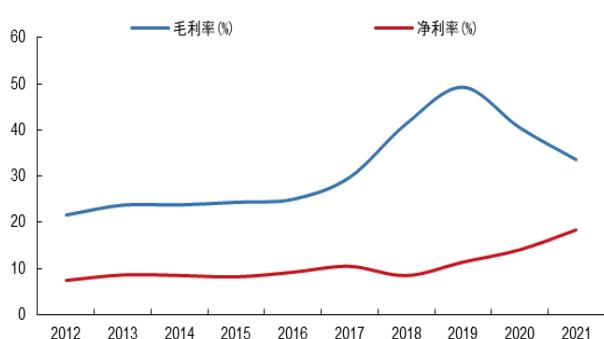


图 48：中国中免收入、业绩及净利率拆解



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

净利率来看，2017 年及以前，依托海南业务规模提升和效率边际改善，净利率从 2012 年的 7%+ 提升至 2017 年的 10% 左右。2018-2019 年，毛利率虽然提升显著，但由于机场业务的租金费用高企，故净利率不及海南省内店，因此净利率 2018 年略有波动，但 2019 年后也逐步提升。疫情后 2020 年有所加速，2021 表现加速，但由首都机场租金冲回及海南所得税冲回影响。剔除来看，2021Q1-2022Q1，公司季度毛利率分别为 39.11%/37.52%/31.27%/26.44%/34.00%；剔除 Q3 所得税返还及租金冲回影响，估算净利率变化趋势为 16%/14%/9%/6%/15%。其中，今年 1-2 月表现良好，净利率约 18% 表现突出，但 3 月因疫情承压及海棠湾关店 4.5 天影响，净利率约 4%（三亚机场 3 月客流同比下滑 70%+）。

表 31：公司部分业务上半年和下半年各自表现情况

	2021H1	2021H2	2021 整体
三亚店收入 (亿元)	185.30	169.79	355.09
^{YoY}	210.01%	10.69%	66.58%
三亚店归母业绩 (亿元)	25.58	16.10	41.68
^{YoY}	330.22%	-32.15%	40.46%
三亚店归母净利率	13.81%	9.48%	11.74%
日上上海收入 (亿元)	57.60	67.30	124.91
^{YoY}	257.75%	-44.47%	-9.02%
日上上海归母业绩 (亿元)	5.37	1.53	6.90
^{YoY}	-270.53%	-90.21%	-44.66%
日上上海归母净利率	9.32%	2.27%	5.52%

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

期间费用：销售费率占比最高，机场租金影响占主导

从期间费率来看，过往主要是租金费用影响较大，核心枢纽的高租金带来较高租金费用，近两年因租约谈判冲回阶段波动。2020年，公司租金费率下降，主要系上海机场租金协议重签影响。2021年，公司销售费率5.71%/-11.11pct，主要系首都机场租金冲回影响。同时，2021年管理费率3.32%/+0.21pct，预计员工薪酬等略有增长；财务费用率为-0.06%/+0.97pct，主要系去年同期汇兑损益较多。公司资产减值损失4.99亿元，虽较2020年9.09亿元有所减少（2020年主要系口岸烟等一次性减值影响）。2021年底公司合同负债13.72亿元（奖励积分，预收商品业务等），较2020年底9.06亿元进一步增加。

图49：中国中免期间费用变化情况

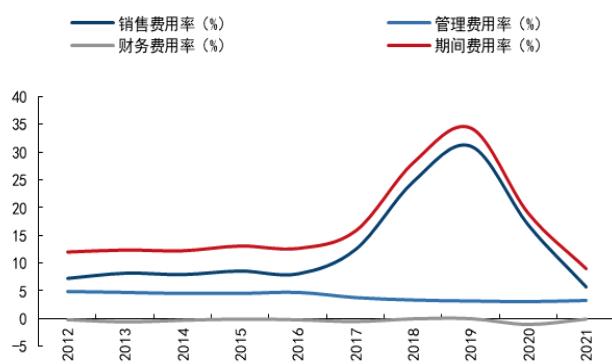
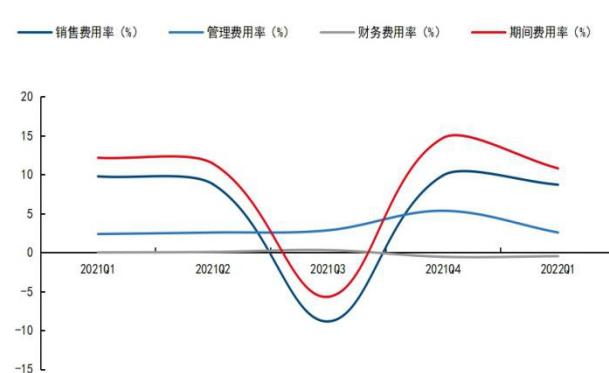


图50：中国中免一季度期间费用变化情况



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

1、海南进岛客流恢复假设：假设 2022-2024 年，海南进岛客流各恢复至 2019 年的 72%、94%、108%，今年受 3-5 月疫情影响较大，后续逐步复苏

2、预计 2022-2024 年公司毛利率分别为：33.29%、34.50%、35.93%，需要说明的是，公司毛利率变化除了受公司自身议价能力提升影响外，受机场免税、市内免税及线上有税的业务占比影响较大。北京、上海、香港等枢纽机场免税业务毛利率一般较高，市内免税店的毛利率通常更低，有税业务毛利率相对更低。假设 2023 年开始出境游逐步渐进复苏，则枢纽机场销售额回升有望带来公司毛利率回升。但同时，枢纽机场免税业务的租金较高，故毛利率提升时，租金费用也相应提升，故假设 2022-2024 年租金费率分别为 7.15%、9.00%、11.04%，逻辑同上。

3、新海港的相关假设可参考前文分析。

4、假设 2025 年封关政策未出现与离岛免税相关的重大不利变化。

5、暂未考虑国人离境市内免税政策影响。

表32: 中国中免业务拆分 (单位: 万元/%)

业务分拆	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
海南业务								
海南进岛客流	2208	2838	2182	2336	2132	2784	3201	3585
三亚店公司收入 (万元)	801037	1046459	2131644	3550908	3787606	5577893	6869876	8304027
三亚店公司业绩 (万元)	110598	142080	296764	416833	407479	644416	819497	1031133
海免公司								
海免合计收入		托管未直接并表	991144	1596250	1049168	1310211	1207815	1089258
海免权益业绩			65654	79277	35900	55083	40881	33621
新海港收入					182508	1061021	2166718	3169090
新海港业绩					-14601	46685	145170	253527
日上上海								
收入(万元)	1238660	1514900	1372959	1249073	886893	1596440	2004389	2134828
归母业绩(万元)	46684	44909	124638	68975	40101	86480	107349	85131
日上中国								
收入(万元)	673529	747713	320200	190700	180560	487670	875000	1061000
归母业绩(万元)	673529	13963	-89046	70500	-3780	8456	12756	15885
国旅总社(2019 已出表)	1228950	59915						
其他收入合计	228683	814423	313923	53880	10281	301515	429389	747362
公司收入合计	4700732	4861229	5259684	6767552	6451066	10857343	14109041	17117004
收入 yoy		3.41%	8.20%	28.67%	-4.68%	68.30%	29.95%	21.32%
毛利率	41.10%	49.40%	40.64%	33.68%	33.29%	36.90%	44.85%	47.50%
归母业绩(万元)	309475	462899	613994	965374	876643	1390865	1784841	2210615
归母净利率	6.58%	9.52%	11.67%	14.26%	13.59%	12.81%	12.65%	12.91%
归母业绩 yoy	22.29%	49.58%	32.64%	57.23%	-9.20%	58.66%	28.33%	23.86%

资料来源: Wind, 公司公告, 海口海关等, 国信证券经济研究所整理预测
注: 海免 2020 年并表, 2019 年划入中国旅游集团后由上市公司托管。国旅总社 2019 年 Q1 出表。其他收入主要包括香港、白云、昆明、成都等国内机场及部分口岸收入, 传统免税批发及其他有税业务等, 但由于公司公告尚未有连续的详细上述分拆, 故此处合并。

未来3年业绩预测

表33: 未来3年盈利预测表

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	67,676	64,511	108,573	141,090
营业成本	44,882	43,038	71,119	90,397
销售费用	3,861	4,613	9,772	15,581
管理费用	2,206	2,162	4,057	5,220
财务费用	43	168	255	379
营业利润	14,843	12,860	20,815	26,974
利润总额	14,801	13,698	21,834	28,149
归属于母公司净利润	8,766	9,654	8,766	13,909
EPS	4.49	4.49	7.12	9.14
ROE	33%	24%	31%	32%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理和预测

综上所述,预计未来公司22-23年营收645.11/1086.73/1411.90亿元,同比+33.29%/36.90%/44.85%,对应归母业绩87.66/139.09/178.48亿元,同比增速-9.20%/58.67%/28.32%;对应EPS4.49/7.12/9.14元。与此前盈利预测相比(2022-2024业绩81.50/137.10/176.54亿元,对应EPS至4.17/7.02/9.04元),核心在于结合近期海南销售趋势良好,且促销较为可控,我们略上调海南客流假设及毛利率假设。展望2025年,如果考虑新海港逐步培育成熟及海南自贸港建设深化,兼顾出境游复苏等,我们预计其业绩可能空间有望220亿上下(海南免税业务200亿上下,机场及其他业务200亿左右),但需要海南客流较疫情前实现较为良好的增长(26%以上)。

盈利预测的敏感性分析

表34: 情景分析(乐观、中性、悲观)

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
乐观预测					
营业收入(百万元)	52,597	67,676	66,999	117,337	155,993
(+/-%)	9.65%	28.67%	-2.30%	69.00%	30.85%
净利润(百万元)	6,140	9,654	10032	15280	19740
(+/-%)	32.64%	57.23%	3.92%	52.31%	29.19%
摊薄EPS	3.14	4.94	5.14	7.83	10.11
中性预测					
营业收入(百万元)	52,597	67,676	64,511	108,573	141,090
(+/-%)	9.65%	28.67%	-4.68%	68.30%	29.95%
净利润(百万元)	6,140	9,654	8,766	13,909	17,848
(+/-%)	32.64%	57.23%	-9.20%	58.67%	28.32%
摊薄EPS(元)	3.14	4.94	4.49	7.12	9.14
悲观的预测					
营业收入(百万元)	52,597	67,676	62,261	101,486	130,969
(+/-%)	9.65%	28.67%	-8.00%	63.00%	29.05%
净利润(百万元)	6,140	9,654	8106	12409	15354
(+/-%)	32.64%	57.23%	-16.03%	53.09%	23.73%
摊薄EPS	3.14	4.94	4.15	6.36	7.86
总股本(百万股)	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952

资料来源:国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值：257–307 元

未来 10 年估值假设条件见下表：结合前文，公司营业成本率和销售费率的变化与出境游恢复假设、机场免税业务占比密切相关。我们假设出境游 2023 年边际有所恢复，2024–2025 年逐步加速，2025 年有望初步达到疫情前水平。但由于海南的崛起，其整体机场免税业务占比仍逊于疫情前，租金费率对销售费率的影响亦如是。但需要说明的是，由于枢纽机场租金协议有所调整，因此销售费率中线水平也低于疫情前的水平（结构因素和租金协议重签因素共同影响）。

表35：公司盈利预测假设条件（%）

分类	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
营业收入增长率	2. 04%	9. 65%	28. 67%	-4. 68%	68. 30%	29. 95%	21. 32%	16. 50%	14. 00%	12. 00%	10. 00%	10. 00%
营业成本/营业收入	50. 60%	59. 36%	66. 32%	66. 71%	65. 50%	64. 07%	61. 97%	60. 85%	60. 50%	60. 30%	60. 00%	60. 00%
管理费用/营业收入	3. 01%	2. 91%	3. 26%	3. 35%	3. 74%	3. 70%	3. 45%	3. 30%	3. 20%	3. 20%	3. 20%	3. 20%
研发费用/营业收入	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%	0. 00%
销售费用/销售收入	31. 07%	16. 82%	5. 71%	7. 15%	9. 00%	11. 04%	12. 66%	14. 30%	14. 80%	15. 30%	15. 50%	15. 50%
营业税及附加/营业收入	1. 61%	2. 06%	2. 72%	2. 70%	2. 50%	2. 00%	1. 90%	1. 90%	1. 90%	1. 90%	1. 90%	1. 90%
所得税税率	24. 38%	24. 15%	16. 46%	17. 10%	17. 20%	17. 50%	17. 80%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%	18. 00%
股利分配假设	34. 96%	27. 01%	35. 54%	20. 00%	38. 00%	38. 00%	40. 00%	40. 00%	40. 00%	40. 00%	40. 00%	40. 00%

资料来源：公司数据，国信证券经济研究所预测

表36：资本成本假设

无杠杆 Beta	1. 01	T	17. 80%
无风险利率	2. 50%	Ka	9. 07%
股票风险溢价	6. 50%	有杠杆 Beta	1. 01
公司股价（元）	204	Ke	9. 09%
发行在外股数（百万）	1952	E/ (D+E)	99. 55%
股票市值(E, 百万元)	399008	D/ (D+E)	0. 45%
债务总额(D, 百万元)	1800	WACC	9. 07%
Kd	5. 50%	永续增长率（10 年后）	2. 0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 和 APV 等估值方法，得出公司价值区间为 257–307 元。若假设赴港融资摊薄 5–8%，估算对应合理估值在 237–292 元之间。

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，下表为敏感性分析。

表37: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) -FCFF

		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.38%	8.9%	9.4%
永续 增长 率变 化	3.5%	379.52	337.88	303.83	275.50	251.58
	3.0%	350.78	315.26	285.71	260.76	239.42
	2.5%	327.20	296.37	270.34	248.09	228.88
	2.0%	307.51	280.35	257.15	237.11	219.64
	1.5%	290.81	266.60	245.70	227.48	211.48
	1.0%	276.48	254.67	235.67	218.98	204.21
	0.5%	264.04	244.21	226.81	211.41	197.71

资料来源：国信证券经济研究所分析

表38: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) -APV

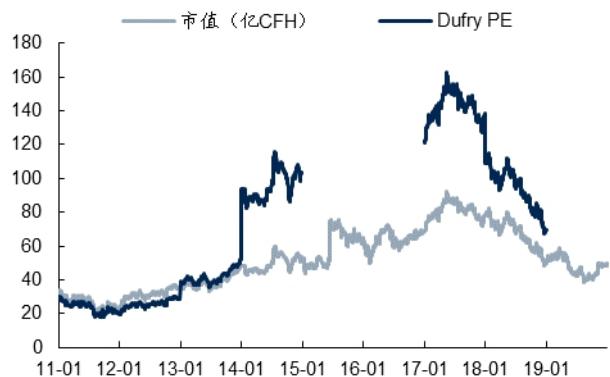
		WACC 变化				
		7.4%	7.9%	8.38%	8.9%	9.4%
永续 增长 率变 化	3.5%	410.96	372.02	340.60	314.80	293.31
	3.0%	386.32	353.53	326.60	304.19	285.30
	2.5%	367.05	338.94	315.55	295.85	279.08
	2.0%	351.85	327.43	306.87	289.37	274.36
	1.5%	339.85	318.38	300.12	284.45	270.91
	1.0%	330.42	311.36	295.01	280.87	268.56
	0.5%	323.11	306.04	291.28	278.44	267.20

资料来源：国信证券经济研究所分析

基于公司股价复盘及国际比较下的相对估值：249-285 元

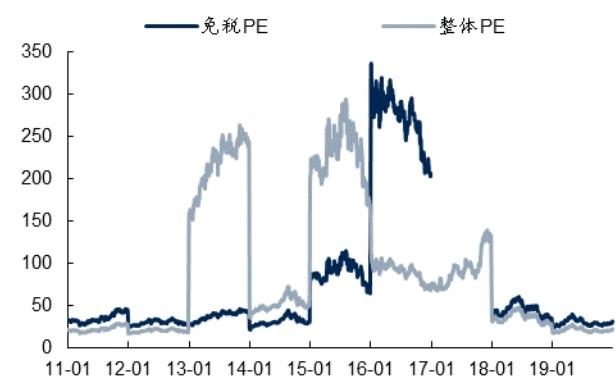
目前国内免税上市公司主要是中国中免，此外海旅拟注入海汽，而王府井目前尚未开展免税业务。从国际来看，免税上市公司主要包括 Dufry、新罗、新世界等（新世界传统零售业务占比较高），而 Dufry、新罗这两个公司在业务上与中免存有差异。一是 Dufry 以机场免税为主，疫情前虽然为全球免税第一，但机场免税业务主导下本身盈利能力和成长性均不如中免，新罗兼有机场和市内免税店业务，但疫情前机场免税业务占比也较高。二者疫情前的估值变化如下所示。

首先看 Dufry，2011-2013 年，Dufry 系全球第二或第三大免税龙头，机场免税主导模式下，净利率在 3-5% 左右，相对不高，这一时期 PE 估值基本在 18-52 倍之间，平均 30X 左右；且从 2011 年下半年至 2013 年，随着公司规模的提升，估值和市值一直处于提升状态，从 2011 年的 20 亿瑞士法郎提升至 48 亿瑞士法郎（折算为 RMB 约 352 亿）。2014-2017 年 Dufry 因大举收购整合加利息费用以及收购标的之前亏损压力等因素业绩承压，业绩阶段亏损，估值扰动较大，但公司规模并购扩张下逐步成为全球免税第一，因此市值则因其规模的做大持续处于上升周期，从此前的 48 亿 CHF 提升至 2017 年的 90 亿+瑞士法郎，对应人民币 660 亿+，仍然给予其规模提升以溢价支撑。直到 2018 年后估值走低，除了外围市场关系外，也与其整合过程中盈利扰动有关，2019 年公司再次转亏。总体而言，Dufry 的 PE 估值阶段扰动较大，但如果从 2011-2013 年来看，估值仍在 18-40x 之间，均值在 30x 左右，只是机场业务净利率相对较低制约其总市值水平。

图 29: Dufry 市值与估值变化


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: Dufry 2015、2019 年净利润为负

图 30: 新罗估值变化


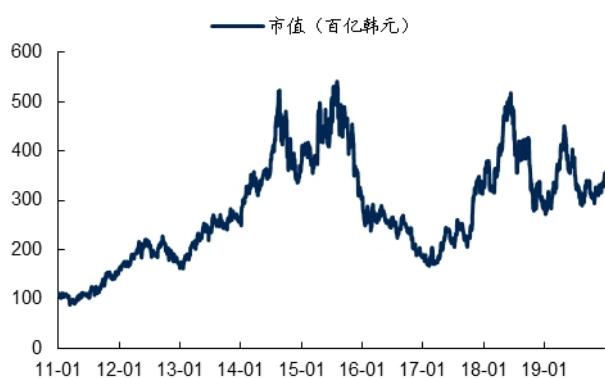
资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

注: 新罗 2017 年免税业务净利润为负

新罗则是免税及酒店业务合并上市，但酒店业务业绩波动较大，所以我们在分析整体估值的同时，也根据公司市值/免税分部净利润水平估算关注免税业务的估值水平。2011-2014 年，新罗免税业务估值区间为 21x-46x，平均估值 33x 左右，市值从 0.89 万亿韩元到 5.24 万亿韩元（304 亿 RMB）。2015-2017 年，免税业务因新项目扩张、萨德事件等影响，加之韩国区域竞争强化，新加坡机场免税店业务新开，本身新开门店因素，业绩扰动较大，部分估值也相对较高，市值则相对承压，从 5.42 万亿韩元到 1.68 万亿韩元（约 98 亿 RMB）。2018-2019 年 PE 则相对回归正常水平，估值区间为 24x-60x，平均估值 37x，2017 年到 2018 年市值也企稳回升，2018 年中重回 5 万亿+韩元市值（300 亿 RMB+），直到 2018 年下半年后因中免进一步崛起，国内对代购阶段审核趋严等，有所波动。

图 31: 新罗免税 2011-2014 年估值变化


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

图 32: 新罗整体市值变化


资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

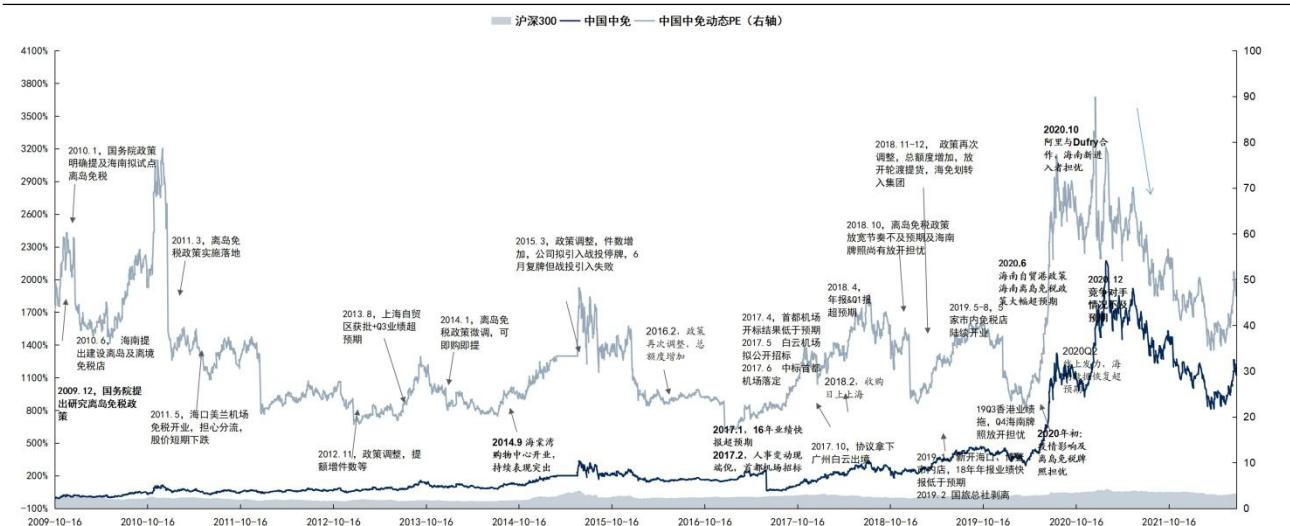
综合来看，Dufry 由于过去多年并购扩张带来较大财务费用和并购整合成本，业绩近几年波动较大，而新罗本身包括免税、酒店业务，其中免税中机场业务尤其海外机场业务盈利也相对波动，所以二者估值相对仅供参考。但如果剔除一些业绩扰动较大的时期，或者仅看新罗免税业务，Dufry 和新罗合理平均 PE 动态估值仍然在 30-37x 左右，PE 估值波动区间在 18x-60x 之间。换言之，国际免税龙头疫情前，动态 PE 估值均值仍然在 30x 上下。疫情下，Dufry 因为高度依赖机场免税，业绩承压显著，预计 2023 年盈利有望转正，新罗依靠成本费用优化、代购等，2021 年实现盈利，2022 和 2023 年预测 PE 分别为 48、19x。王府井虽有免税牌照，目前暂无相关业务开展。与之相比，中免目前已经连续 2 年成为全球免税第一，且业务模式相对更优，成长性更加可观，因此我们认为应享受估值溢价。

表39：可比公司相对估值比较

公司名称	收盘价 2022-7-15	总市值 2022-7-15	EPS				PE			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
中国中免	204.36	3990.08	4.94	4.49	7.12	9.14	41.37	45.51	28.70	22.36
DUFRY	33.66	30.63	-4.80	-2.78	0.80		-7.01	-12.10	42.08	
新罗酒店	52.05	20.14	0.62	1.11	2.82		83.43	46.85	18.47	
王府井	23.37	265.26	1.18	1.10	1.23	1.41	19.81	21.25	19.00	16.57

资料来源：公司公告，Wind，Bloomberg，国信证券经济研究所整理预测 注意：Dufry、新罗系彭博一致预期，王府井是万德一致预期。

中免公司股价复盘：政策预期、竞争担忧、主观动能、疫情扰动、项目节奏均影响公司股价表现。一是政策预期，对估值情绪影响较大，既包括海南离岛免税政策持续利好带来的提振，也包括潜在竞争放开的担忧，此外出入境免税店政策、离境市内免税店政策预期等也有影响；二是业绩兑现，包括机场、三亚免税店经营数据的持续跟踪以及公司毛利率的提升；三是主观动能的变化及内生外延的持续扩张预期；四是疫情反复与竞争下的盈利中枢探讨验证；四是新项目节奏也会带来影响，如2014年9月海棠湾项目开业表现突出等。

图51：中国中免上市以来股价复盘


资料来源：公司公告、Wind、海口海关等，国信证券经济研究所整理

总体来看，公司上市之初，因离岛免税政策潜在预期（预计有望再造一个中免，后面也验证），2010年估值60-80x，此后开始震荡消化，2011年政策落地后开始进入业绩验证期。此后到2017年之前，动态估值中枢基本在25-30x左右，其中2016年阶段最低到20x+，主要系国企内部治理欠佳，三亚店甚至单季度负增长，收入和盈利增长承压。2017年尤其下半年后到2019年，随着公司并购整合和规模效应的释放，其动态估值开始上升至35x~40x。2020年初，疫情冲击+海南免税牌照可能放开传闻，导致公司股价阶段下挫25%以上，估值降至25x左右。2020Q2消费回流下，离岛及线上销售超预期，叠加政策利好预期，股价上涨130%，估值开始企稳回升至30x。2020年下半年，由于海南离岛免税政策扩容超预期，虽然竞争对手可能有限增加，但主要系持牌方为主（没有外资），数据靓丽叠加消费白马市推动估值达到60x以上。2020Q4，因对海南离岛免税竞争格局的担忧，阶段承压，但此后因新开竞争对手表现平平，叠加消费白马终局思维的强化和消费牛市背景，股价再次强劲反弹。2021年初公司市值最高达到7546亿元。2021年Q2后，伴随新竞争对手有所发力及市场风格调整，疫情反复等，股价震

荡调整，2021年下半年因疫情+竞争，净利率大幅下降，股价显著回调。动态估值降至30倍左右。2022年3月后，因为疫情反复，大盘回调，海棠湾关店4.5天以及外资避险情况影响，公司估值一度回调到3000亿左右，此后市值在3000-4000亿之间震荡，直至6月中下旬海南多管齐下引流，复苏加速，快速反弹突破，但近期因疫情反复略有小波动。

考虑今年Q3末新项目推动及公司国际龙头地位不断夯实，综合其历史估值水平和部分国际龙头估值对比情况，我们给予2023年35-40x的估值，对应市值空间4868-5563亿元，对应每股合理估值在249-285元之间。若假设赴港融资摊薄5-8%，对应合理估值在231-271元之间。

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们认为公司股票合理估值区间在257-285元之间，看未来6-12个月相对于公司目前股价有26%-39%溢价空间。如果假设赴港融资摊薄5-8%，我们认为公司股票合理估值区间在237-271元之间，看未来6-12个月相对于公司现价有16%-33%溢价空间。考虑公司国际免税龙头地位，下半年有望持续复苏，新项目有望打开中线成长空间，维持“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 257-285 元之间，如果假设赴港融资摊薄 5-8%，我们认为公司股票合理估值区间在 237-271 元之间，但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本（WACC）的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定，都加入了很多个人的判断：

- 1、可能由于对公司收入和利润增长估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；
- 2、加权资本成本（WACC）对公司估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.50%、风险溢价 6.50%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低，从而导致估值整体较为乐观的风险；
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险。
- 4、相对估值方面：我们参考了部分国际免税龙头疫情前估值情况及公司历史估值变化作为参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，最终给予公司 23 年 35-40 倍 PE 估值，可能未充分考虑行业估值偏高的风险。
- 5、如果公司赴港融资摊薄较高，上述估算也需要进一步调整。

盈利预测的风险

- ◆ 我们假设 2022-2024 年海南进岛客流各恢复至 2019 年的约 72%/94%/108%，并假设 2023 年出境游逐步开启复苏，由此带来公司对应收入增长 -4.68%/68.30%/29.95%，但实际可能因为疫情反复、出行政策差异不及预期
- ◆ 我们预计 2022-2024 年公司毛利率分别为 33.29%/34.50%/35.93%。我们假设公司枢纽机场免税业务 2023 年开始逐步渐进复苏，相应毛利率逐步回升，同时公司全球免税龙头地位不断夯实后，议价能力也有所提升。但实际可能由于出境游恢复节奏差异、价格竞争激烈程度、汇率波动等出现分化，可能不及预期。
- ◆ 不过，需要说明的是，我们在假设毛利率因枢纽机场占比提升而改善的同时，也假设销售费用相应提升（2022-2024 年销售费率假设 7.15%/9.00%/11.04%），如果出境游恢复低于预期，相关租金费用率可能也需要调整。
- ◆ 我们预计公司新海港新项目产线今年 9 月 30 日开业，若实际开业推迟、表现不及预期，存在未来 3 年业绩预期高估的风险。
- ◆ 公司管理费率及其他费率等的优化等可能低于预期。

政策风险

海南离岛免税政策后续可能低于预期；

海南全岛免税中长期或不限运营商风险，不过目前来看全岛免税对国内有税市场冲击较大，可能性较低但不能完全排除；

国人离境市内免税店政策可能低于预期；
政府增加更多免税运营商牌照导致公司牌照效力被稀释。

宏观经济、疫情、国际政治事件等系统性风险

若随宏观经济或国际政治局势等发生重大不利变动，公司经营环境可能发生阶段不利变化；疫情持续反复和出行管控影响客流，导致经营承压，其中若海南区域疫情有所反复，可能带来阶段不利影响。

经营风险

海南免税行业竞争可能加剧，阶段存有恶性价格战的影响。
新海港、海棠湾一期 2 号地等新项目经营低于预期。
与品牌方的谈判情况等低于预期。
公司未来海外机场扩张若较为激进采取较高条件中标也有经营压力。

市场风险

香港、澳门市内免税店在相对激烈竞争市场环境下可能经营不达预期，公司未来海外扩张可能低于预期，海南免税竞争下表现可能不及预期。
出境游恢复后，公司面临国际免税龙头的竞争，如果应对不当，可能面临销售额及毛利率等下降的压力。

汇率风险

人民币若大幅贬值，会导致公司采购价格迅速提升，若公司不能有效通过终端售价弥补上述成本上升，则存在毛利率下滑压力。而且人民币贬值下，可能也会影响出境游人次，进而影响免税销售额，尤其机场免税销售额。

公司治理

国企改革进度可能低于预期，管理层变动可能影响阶段主观动能。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	14706	16856	19210	24718	33291	营业收入	52597	67676	64511	108573	141090
应收款项	994	944	1237	1874	2281	营业成本	31221	44882	43038	71119	90397
存货净额	14733	19725	21236	30980	38362	营业税金及附加	1083	1839	1742	2714	2822
其他流动资产	538	1017	968	1086	1411	销售费用	8847	3861	4613	9772	15581
流动资产合计	30971	38542	42651	58658	75344	管理费用	1637	2250	2258	4153	5316
固定资产	2824	4733	9091	12365	12870	研发费用	0	0	0	0	0
无形资产及其他	2449	2401	2306	2211	2116	财务费用	(545)	(43)	(168)	(255)	(379)
投资性房地产	4884	8806	8806	8806	8806	投资收益	16	162	140	250	289
长期股权投资	791	992	2992	3992	4242	资产减值及公允价值变动	909	499	450	464	477
资产总计	41919	55474	65846	86031	103377	其他收入	(1585)	(742)	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	417	1957	1800	1500	1000	营业利润	9694	14804	13618	21784	28119
应付款项	4327	5880	5825	9194	10095	营业外净收支	(22)	(3)	80	50	30
其他流动负债	10917	9299	10214	15621	18067	利润总额	9672	14801	13698	21834	28149
流动负债合计	15661	17136	17838	26315	29163	所得税费用	2335	2437	2342	3755	4926
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	少数股东损益	1197	2711	2590	4170	5376
其他长期负债	79	3546	4546	5046	5146	归属于母公司净利润	6140	9654	8766	13909	17848
长期负债合计	79	3546	4546	5046	5146	现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	15741	20682	22385	31361	34309	净利润	6140	9654	8766	13909	17848
少数股东权益	3871	5173	6830	9415	12748	资产减值准备	526	(410)	1606	810	373
股东权益	22308	29619	36631	45255	56321	折旧摊销	314	236	583	976	1196
负债和股东权益总计	41919	55474	65846	86031	103377	公允价值变动损失	(909)	(499)	(450)	(464)	(477)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	(545)	(43)	(168)	(255)	(379)
每股收益	3.14	4.94	4.49	7.12	9.14	营运资本变动	538	(6349)	1709	(412)	(4293)
每股红利	0.85	1.76	0.90	2.71	3.47	其它	348	2157	52	1775	2960
每股净资产	11.43	15.17	18.76	23.18	28.85	经营活动现金流	6957	4789	12265	16594	17606
ROIC	33.01%	40.52%	31%	47%	54%	资本开支	0	(2191)	(6001)	(4501)	(1501)
ROE	27.52%	32.59%	24%	31%	32%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	41%	34%	33%	34%	36%	投资活动现金流	(537)	(2391)	(8001)	(5501)	(1751)
EBIT Margin	19%	22%	20%	19%	19%	权益性融资	(331)	51	0	0	0
EBITDA Margin	19%	22%	21%	20%	20%	负债净变化	0	0	0	0	0
收入增长	10%	29%	-5%	68%	30%	支付股利、利息	(1658)	(3431)	(1753)	(5285)	(6782)
净利润增长率	33%	57%	-9%	59%	28%	其它融资现金流	28	6563	(157)	(300)	(500)
资产负债率	47%	47%	44%	47%	46%	融资活动现金流	(3620)	(248)	(1910)	(5585)	(7282)
股息率	0.4%	0.9%	0.4%	1.3%	1.7%	现金净变动	2800	2150	2354	5508	8573
P/E	65.0	41.3	45.5	28.7	22.4	货币资金的期初余额	11906	14706	16856	19210	24718
P/B	17.9	13.5	10.9	8.8	7.1	货币资金的期末余额	14706	16856	19210	24718	33291
EV/EBITDA	41.0	27.8	31.3	19.7	15.4	企业自由现金流	0	4095	6952	13298	17655
						权益自由现金流	0	10658	6934	13209	17468

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032