

2024年国际客运市场将加快恢复，海南游持续火爆，我国免税行业景气度有望提升

—免税行业专题研究系列一—

投资要点

➤ 2026年，我国免税总市场规模将超3300亿元

我国免税店主要以出入境免税店、离岛免税店及市内免税店为主，免税商品经由不同销售渠道出售。据中国中免港股招股说明书预测，到2026年，中国免税总市场规模将达到3329亿元，其中，出入境免税店和离岛免税店是中国最大的免税渠道，将分别实现市场规模593亿元和2432亿元。

➤ 2024春节假期出入境、离岛游火爆，带动免税购物潮

中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）大数据监测显示，春节假期的入境旅游客源国主要有缅甸、马来西亚、美国、英国、澳大利亚、韩国、泰国、新加坡、俄罗斯和菲律宾。受互免签证政策、支付便利化及国际航班增密等利好影响，出入境旅游约683万人次，其中出境游约360万人次，入境游约323万人次，均接近2019年同期水平。

2024年春节假期海南离岛免税销售火爆，省商务厅2月18日提供的统计情况显示，春节假期（2月10日至17日），海南12家离岛免税店总销售额31.61亿元，日均销售额近4亿元，同比增长7.15%。其中，免税销售额25.64亿元，免税购物件数207.39万件。

➤ 2024年国际客运市场将加快恢复，有利于出入境免税店业绩回暖

据中国旅游研究院预测，2024年入出境旅游人次和国际旅游收入将分别超过2.64亿人次和1070亿美元。2024年全国民航工作会议上民航局提出，国际客运市场将加快恢复，预计2024年底恢复至疫情前约80%，有利于我国出入境免税店业绩进一步提升。

➤ 我国免税产业呈现“一超多强”格局

中国中免、中服免税和王府井具有免税全牌照，可以经营机场、口岸免税店、离岛免税店和市内免税店，其中，中国中免占据市场主导地位，市占率超80%。

➤ 投资建议

2024年出入境航班、旅客数量将进一步恢复，此外，政府大力推动海南旅游业的发展，利好免税牌照齐全的公司，建议关注中国中免、王府井。

➤ 风险提示

行业发展不及预期风险；消费复苏不及预期风险；政策风险；宏观经济增长不及预期风险。

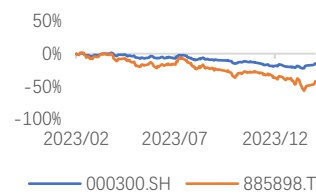
投资评级：看好

分析师：史伟龙

执业登记编号：A0190523050007

shiweilong@yd.com.cn

免税店指数与沪深300指数走势对比



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

目录

一、免税行业市场规模持续发展	3
二、政策持续加码，出入境及离岛游推动行业发展	5
三、重点公司	6
1.中国中免	6
2.王府井	8
四、投资建议	9
五、风险提示	9

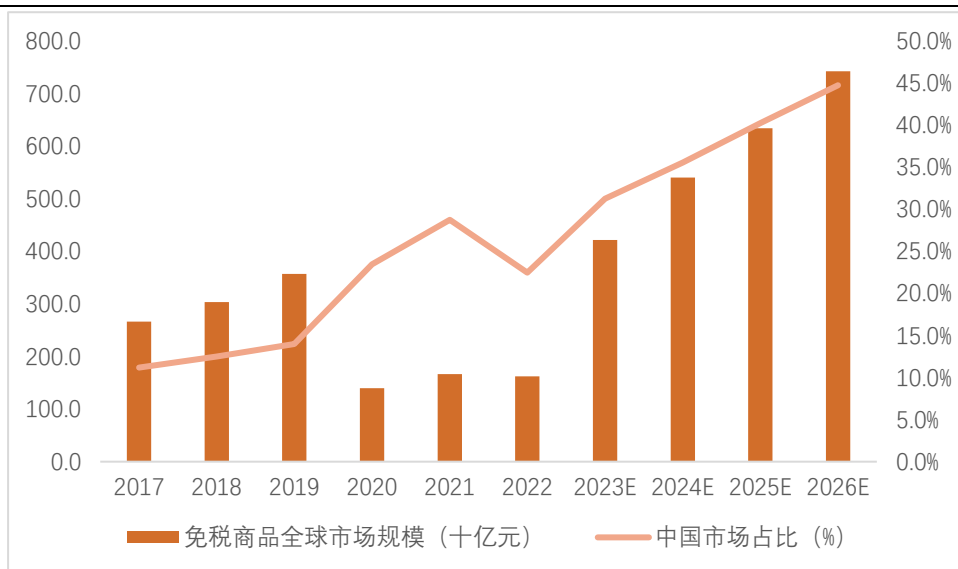
图表目录

图 1：全球免税行业市场规模及中国占全球免税行业比例	3
图 2：免税行业产业链	4
图 3：2017-2026 中国免税商品市场规模及预测（十亿元）	5
图 4：中国中免三亚国际免税城	6
图 5：2019-2023Q3 中国中免营业收入及增速	7
图 6：2019-2023Q3 中国中免归母净利润及增速	7
图 7：王府井免税港	8
图 8：2019-2023Q3 王府井营业收入及增速	9
图 9：2019-2023Q3 王府井归母净利润及增速	9
表 1：主要免税商品品类进口税收	3
表 2：我国免税机构牌照持有情况	5
表 3：中国中免新补充协议条款	7

一、免税行业市场规模持续发展

免税商品是旅游零售业的分支，指部分国家和地区授权企业在其运输工具、口岸或市内设立门店，供出入境旅客购买免税商品。2022 年全球免税商品市场规模为 1623 亿元，预计到 2026 年，全球免税商品市场规模将达到 7400 亿元。

图 1：全球免税行业市场规模及中国占全球免税行业比例



资料来源：中国中免港股招股说明书，前瞻产业研究院，源达信息证券研究所

主要免税商品有化妆品、香水、箱包、首饰、手表、服装服饰、食品、玩具、烟、酒等，通常为进口商品。免税商品即免除关税、消费税和增值税，香化和烟酒税率较高，故大部分免税店销售品类大多以此两类为主，其免税价格比专柜低 10%-35%，部分商品甚至可低约 40%-50%。

表 1：主要免税商品品类进口税收

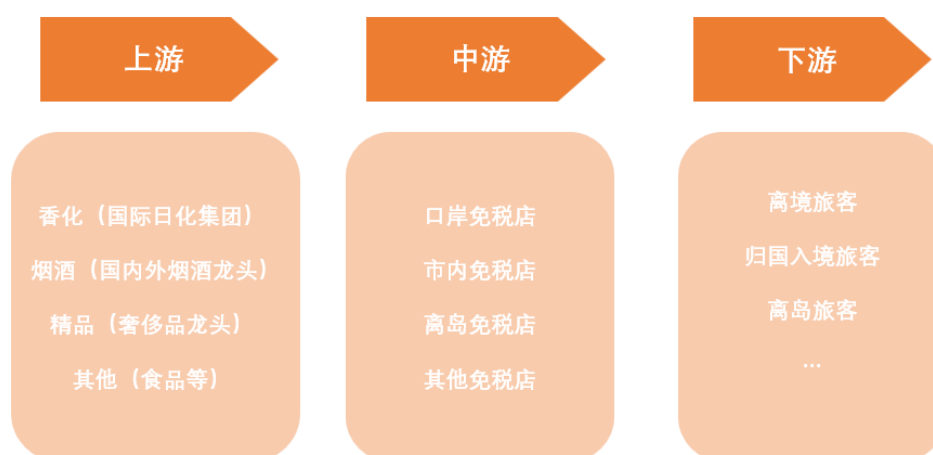
品类	税则号列	最惠国税率 (最低标准)	消费税	增值税	累计税负估算
香水	33.03	3%	15%	13%	37%
高档化妆品	33.04	1%-5%	15%	13%	34%-40%
卷烟/雪茄	24.02	25%	30%-56% (卷烟: 70 元以上 56%, 70 元以下 36%; 雪茄烟: 36%; 烟丝: 30%; 批发环节: 5%)	13%	102%-221%
高档手表	91.01	8%-15%	20%	13%	53%-62%

珠宝首饰	71.13	8%-10%	5%-10% (金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品: 5%; 其他贵重首饰和珠宝玉石: 10%)	13%	28%-38%
箱包	42.02	6%-10%		13%	20%-24%
酒	22.04-22.08	10%-65%	10%-20% (啤酒: 220-250/吨; 白酒: 出厂价 60%计税, 税率 20%; 黄酒: 240/吨; 其他: 10%; 酒精: 5%)	13%	38%-133%

资料来源: 智研咨询, 源达信息证券研究所

我国免税店主要以出入境免税店、离岛免税店及市内免税店为主, 免税商品经由不同销售渠道出售。出入境免税店主要指枢纽如机场、陆路边境、火车站、跨境及车站和港口等旅游零售商店; 离岛免税店指有资格在指定区域 (通常是岛屿) 经营免税与旅游零售业务的旅游零售商店, 免税品限于正在离开指定区域的客户方能购买; 市内免税店指具有身份证明文件及出境交通凭证将出境的外籍人士, 以及本国人士自国外返回后一段时间内光顾的位于市中心的旅游零售商店。

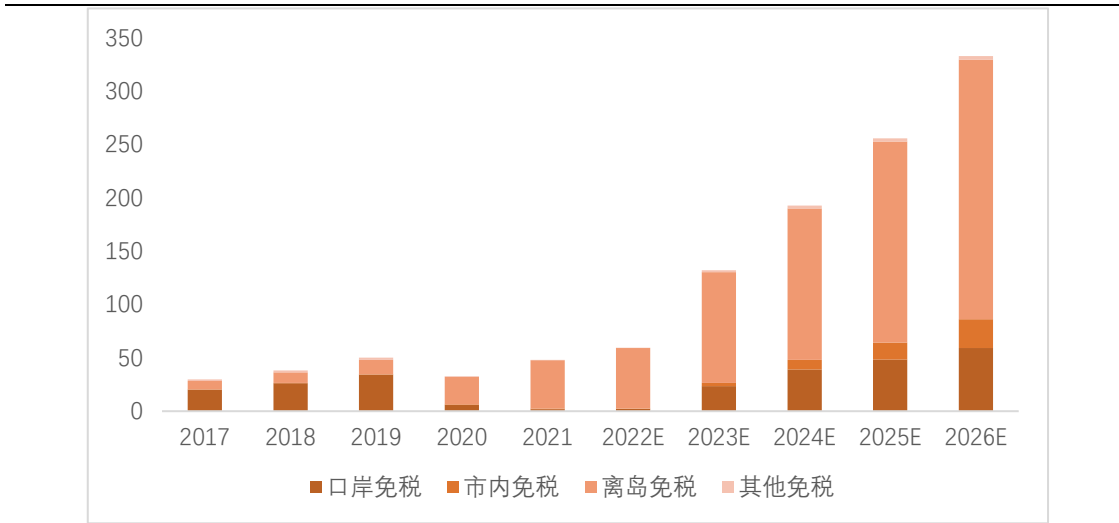
图 2: 免税行业产业链



资料来源: 智研咨询, 源达信息证券研究所

据中国中免港股招股说明书预测, 到 2026 年, 中国免税总市场规模将达到 3329 亿元, 其中, 出入境免税店和离岛免税店是中国最大的免税渠道, 将分别实现市场规模 593 亿元和 2432 亿元。

图 3： 2017-2026 中国免税商品市场规模及预测（十亿元）



资料来源：中国中免港股招股说明书，源达信息证券研究所

目前，国内持有出入境免税牌照、离岛免税牌照和市内免税牌照的有中国中免、中服免税和王府井，其中，中国中免占据市场主导地位，据弗若斯特沙利文数据显示，按销售收入计，2021 年中国前五大免税旅游零售商市占率为 98.5%，中国中免为 2021 年第一大免税旅游零售商，市占率达到 86%。

表 2：我国免税机构牌照持有情况

	出入境免税牌照	离岛免税牌照	市内免税牌照
中国中免	○	○	○
海控免税		○	
海旅免税		○	
深圳免税	○	○	
珠海免税	○		
中服免税	○	○	○
王府井	○	○	○

资料来源：各公司官网，源达信息证券研究所

二、政策持续加码，出入境及离岛游推动行业发展

“十四五”规划纲要提出，扩大节假日消费，完善节假日制度，全面落实带薪休假制度。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

中国旅游研究院（文化和旅游部数据中心）大数据监测显示，除夕当日入境游客超 60 万人次，法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、新加坡等新增免签入境中国的国家游客增长明显。春节假期的入境旅游客源国主要有缅甸、马来西亚、美国、英国、澳大利亚、

韩国、泰国、新加坡、俄罗斯和菲律宾。受互免签证政策、支付便利化及国际航班增密等利好影响，入出境游市场热度持续高涨，入出境旅游约 683 万人次，其中出境游约 360 万人次，入境游约 323 万人次，均接近 2019 年同期水平。据中国旅游研究院预测，到 2024 年入出境旅游人次和国际旅游收入将分别超过 2.64 亿人次和 1070 亿美元，有利于我国出入境免税店业绩进一步提升。

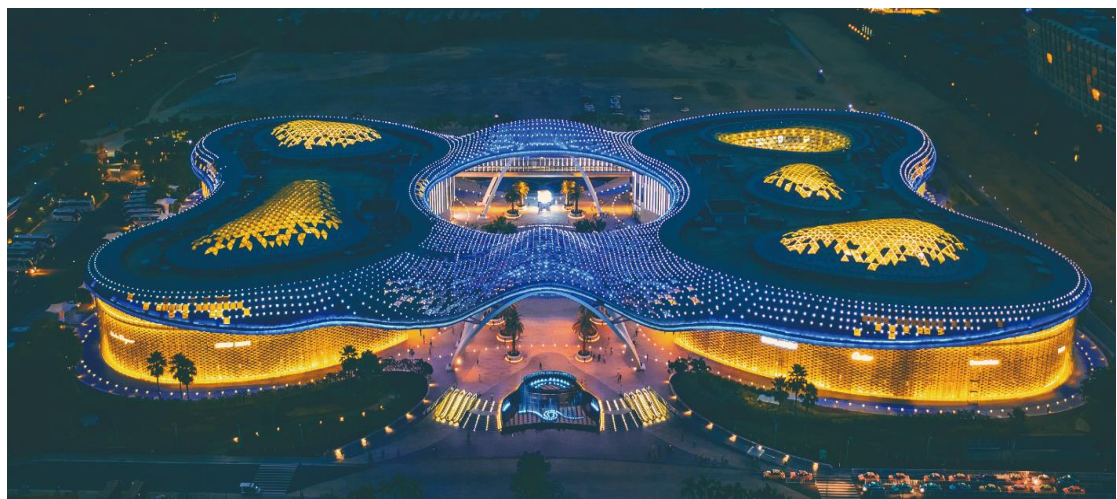
2024 年春节假期海南离岛免税销售火爆，省商务厅 2 月 18 日提供的统计情况显示，春节假期（2 月 10 日至 17 日），海南 12 家离岛免税店总销售额 31.61 亿元，日均销售额近 4 亿元，同比增长 7.15%。其中，免税销售额 25.64 亿元，免税购物件数 207.39 万件。

三、重点公司

1. 中国中免

中免集团于 1984 年成立，经过近 40 年的快速发展，中免集团先后与全球逾 1300 个世界知名品牌建立了长期稳定的合作关系，在全国 30 多个省、市、自治区、特别行政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（离岛、离境）等类型的 200 余家免税店。中国中免旗下公司有日上中国、日上上海、海免公司、港中旅资产，在免税行业的品牌优势显著，是免税行业的全球龙头公司。公司主要销售渠道覆盖北京、上海、广州、成都、杭州等地的国内大型枢纽机场，香港、澳门等地的亚太国际机场，北京、上海、青岛、厦门、大连、香港、澳门等地的市内免税店，歌诗达大西洋号、鼓浪屿号邮轮免税店，国内主要边境口岸以及海南地区等。

图 4：中国中免三亚国际免税城



资料来源：中国中免官网，源达信息证券研究所

2023 年，三亚凤凰机场免税店二期开业运营。公司推动海南全岛统一定价、优化促销折扣力度、改善品类销售结构等措施提升整体毛利水平，进一步完善离岛免税业务布局。

图 5：2019-2023Q3 中国中免营业收入及增速

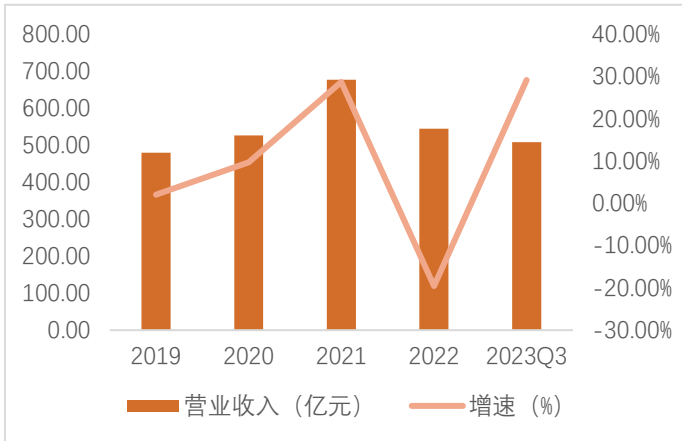
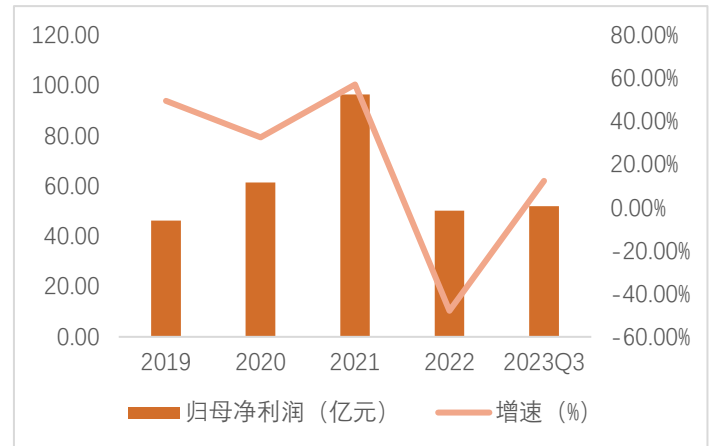


图 6：2019-2023Q3 中国中免归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

2023 年 12 月，中国中免就上海浦东、虹桥机场以及北京首都机场的免税业务签订新补充协议，以提高机场免税业务竞争力，加大机场免税宣传力度。2024 年全国民航工作会议上民航局提出，国际客运市场将加快恢复，预计 2024 年底恢复至疫情前约 80%。利好公司出入境免税业务的进一步恢复。

表 3：中国中免新补充协议条款

协议方	协议条款	实施日期
日上上海 上海国际机场	<p>月实收费用采取月保底销售提成和月实际销售提成两者取高的模式计算。</p> <p>(1) 如月实际客流量 > 2023 年第三季度月均客流量的 80%： 浦东机场：月保底销售提成为 52,454,562 元 虹桥机场：月保底销售提成为 6,473,493 元</p> <p>(2) 如月实际客流量 ≤ 2023 年第三季度月均客流量的 80%： 浦东机场：月保底销售提成 = 52,454,562 元 × (月实际客流量 ÷ 2023 年第三季度月均客流量的 80%) × 调节系数 虹桥机场：月保底销售提成 = 6,473,493 元 × (月实际客流量 ÷ 2023 年第三季度月均客流量的 80%) × 调节系数</p> <p>“月实际销售提成”为香化、烟、酒、百货、食品 5 个品类所对应的各月品类销售提成的总和。月品类销售提成 = 月品类净销售额 × 品类提成比例，其中：月品类净销售额 = 月品类总销售额 - 月品类退货退款额；品类提成比例根据不同品类及各品类人均购买力在 18%-36% 之间进行取值。</p>	2023/12/01
日上中国 中免北京 北京首都机场	<p>年度经营费采取年保底经营费和年实际销售额提成两者取高的模式计算。</p> <p>年保底经营费为 558,284,196 元，如年实际客流量 ≤ 960 万人次（首都机场国际区年客流量），则年保底经营费 = 558,284,196 元 × (年实际客流量 ÷ 960 万人次) × 调节系数。销售额提成为香化、烟、酒、百货、食品 5 个品类所对应的</p>	2024/01/01

品类销售额提成的总和，各品类销售额提成比例在 18%-36% 之间取值。

资料来源：中国中免公告，源达信息证券研究所

2.王府井

王府井业务包括百货、奥特莱斯、购物中心，公司还涉及超市业态、专业店、线上业务以及免税品经营业务。公司于 2020 年 6 月取得免税品经营资质，2022 年 10 月万宁项目获准经营离岛免税业务。2023 年 1 月 18 日，公司免税首店万宁王府井国际免税港一期对外营业，公司旗下“王府井海南免税线上商城”、“王府井免税海南会员购”、“WFJ 王府井全球购”微信均小程序均于报告期内上线运营。截至 2023 年第三季度，公司在全国范围内共运营 75 家大型综合零售门店，总经营建筑面积 449.25 万平方米。

图 7：王府井免税港



资料来源：搜狐新闻，源达信息证券研究所

公司营业收入由百货、购物中心、奥特莱斯、超市、专业店和免税组成，其中，百货 2023 年前三季度实现营业收入 44.70 亿元，占营业收入的 48.24%；奥特莱斯实现营业收入 14.96 亿元，同比增加 33.24%；免税实现营业收入 1.99 亿元。

图 8：2019-2023Q3 王府井营业收入及增速

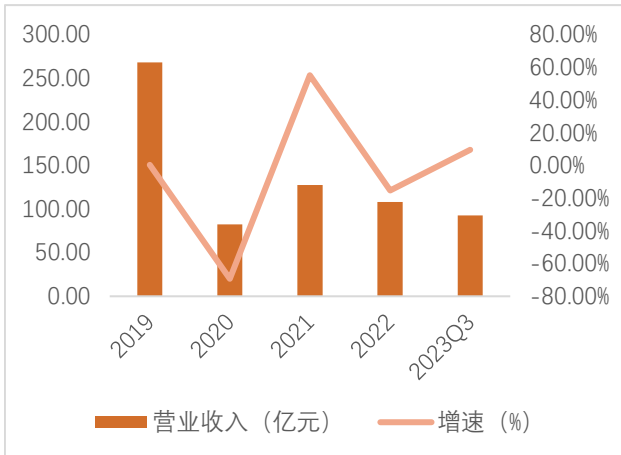
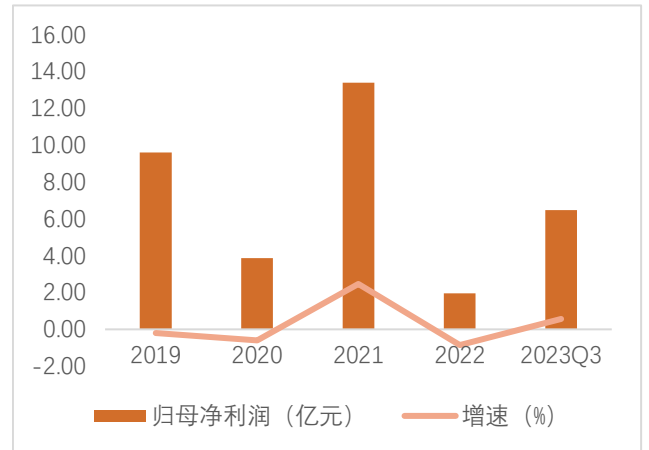


图 9：2019-2023Q3 王府井归母净利润及增速



资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

资料来源：同花顺 iFinD，源达信息证券研究所

四、投资建议

2024 年出入境航班、旅客数量将进一步恢复，此外，政府大力推动海南旅游业的发展，利好免税牌照齐全的免税企业，建议关注**中国中免**、**王府井**。

五、风险提示

行业发展不及预期风险；

消费复苏不及预期风险；

政策风险；

宏观经济增长不及预期风险。

投资评级说明

行业评级	以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
看好：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10%以上
中性：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%以上
看淡：	行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下
公司评级	以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，投资建议的评级标准为：
买入：	相对于恒生沪深 300 指数表现 + 20%以上
增持：	相对于沪深 300 指数表现 + 10%~ + 20%
中性：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%~ + 10%之间波动
减持：	相对于沪深 300 指数表现 - 10%以下

办公地址

石家庄

河北省石家庄市长安区跃进路 167 号源达办公楼

上海

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 2306C 室

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

河北源达信息技术股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：911301001043661976。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供河北源达信息技术股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估。

本报告仅反映本公司于发布报告当日的判断，在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为源达信息证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。