

## 中国中免(601888.SH)

## 行业回暖可期，全球旅游零售巨头，经营持续改善

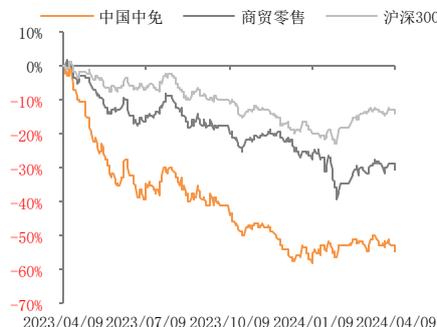
## 推荐（首次）

股价：82.01元

## 主要数据

行业	社会服务
公司网址	www.ctgdutyfree.com.cn
大股东/持股	中国旅游集团有限公司/50.3%
实际控制人	国务院国有资产监督管理委员会
总股本(百万股)	2,069
流通A股	1,952
流通B/H股(百万股)	116
总市值(亿元)	1,680
流通A股市值(亿元)	1,601
每股净资产(元)	26.02
资产负债率(%)	25.0

## 行情走势图



## 证券分析师

胡琼方 投资咨询资格编号  
S1060524010002  
Huqiongfang722@pingan.com.cn



## 平安观点：

- 中国中免已成长为全球旅游零售巨头之一。公司脱胎于中国国旅，2017年起公司开始整合国内大市场，从2017、2018年并购日上中国、日上上海51%股权（同期分别获得了北京、上海机场免税运营权），到2019年收购控股股东持有的海免公司51%股权，公司基本完成国内核心免税市场的整合统一。2019年1月上市公司剥离旅行社资产，自此聚焦于以免税为主的旅游零售业务。随着疫情的发生，海南离岛免税政策于2020年进一步升级，公司迅速登顶全球旅游零售榜单，2021年收入达到高峰的676.76亿元。尽管2023年海南旅游零售市场受到一定扰动，但在公司运营能力提升、疫后恢复、海口国际免税城的加持下，公司收入回到675.40亿元。
- 疫情重构了国内外旅游零售市场。疫情前我国旅游零售市场(彼时主要为免税)以北京、上海等核心枢纽机场的出入境免税为主，海南市场快速成长，出入境免税业务约占公司商品销售总收入的7成以上，海南业务仅占2成多。机场高质量客流也推高了业主方租金水平，疫情前北京、上海两地机场免税经营租金扣点率在40%以上，机场免税店并不贡献和收入匹配的利润。疫情发生后机场线下免税业务受阻，公司积极探索并大力发展线上销售业务，海南市场在政策助力下高速发展；北上广核心机场与公司签订免税运营补充协议，扣点率相较2019年有较大幅度优化。疫情同样使国际巨头Dufry等业绩大幅波动，韩国免税市场在疫情期间借助代购获得良好表现，疫后优惠政策取消，目前在优化库存、逐步恢复。
- 海南市场正在恢复、出入境逐步回暖，公司持续改善经营。疫情期间代购对国内外旅游零售业有一定扰动，目前海南市场在严监管下正在向正常状态恢复。2023年来国际航线稳步回升，民航局数据显示2024年2月国际航线客运量已恢复至2019年同期的80.54%，地区航线恢复至78.42%。公司在疫情期间积极尝试线上运营，提高效率，加强供应链建设；2022年10月28日海口国际免税城开业；2023年四季度三亚国际免税城二期LV、Dior开业，C区全球美妆广场也在2023年12月28日亮相，公司持续改善经营、丰富产品品类、提升购物体验。

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	54433	67540	74000	87900	100700
YOY(%)	-19.6	24.1	9.6	18.8	14.6
净利润(百万元)	5030	6714	7417	9040	11156
YOY(%)	-47.9	33.5	10.5	21.9	23.4
毛利率(%)	28.4	31.8	32.4	32.7	32.9
净利率(%)	9.2	9.9	10.0	10.3	11.1
ROE(%)	10.4	12.5	12.4	13.5	14.7
EPS(摊薄/元)	2.43	3.25	3.59	4.37	5.39
P/E(倍)	33.7	25.3	22.9	18.8	15.2
P/B(倍)	3.5	3.2	2.8	2.5	2.2

■ **盈利预测及投资建议。**基于公司长期以来积累的竞争优势，考虑 2023 年以来出入境航班及客流的快速稳定回暖，随着人们消费意愿的恢复、社会库存的消化，公司有望迎来销售的逐步回升。我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.2、90.4、111.6 亿元，当前市值（以 4 月 9 日收盘价计）对应估值分别约 22.9、18.8、15.2 倍 PE。公司为全球旅游零售龙头，国内同类可比公司较少，目前处在 2019 年来估值低位，考虑 2024 年来出入境政策友好、机场国际客流恢复、海南旅游零售改善，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ **风险提示。**

1. 宏观经济不及预期影响消费意愿：

如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响，公司旗下海南及出入境免税店销售可能不及预期。

2. 出入境政策及国际环境不利影响：

出入境政策及国际环境如发生不利变动，则进店客流、购物人数等将会受到影响，同时也影响公司相关免税店布局和规划。

3. 市场竞争激烈：

疫情发生以来，免税销售中占比较大的化妆品等品类在其他渠道价格竞争激烈，若部分品牌维持有税渠道较低价格，则影响公司价格优势进而影响销售和利润率水平。

4. 战略项目投资及管理未达预期的风险：

公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资，如环境发生变化，或审批、建设、招投标等环节不及预期，战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。

# 正文目录

一、	2017年起公司整合国内大市场，成全球旅游零售龙头.....	6
二、	疫情+海南离岛免税政策升级重构行业格局与公司业务.....	8
	2.1 疫情前公司收入以出入境免税店为主，海南离岛免税业务贡献可观利润.....	8
	2.2 疫情影响+海南离岛免税政策升级推动公司登顶全球旅游零售榜单.....	10
三、	2024：出入境客流快速恢复，海南市场逐步回归正常.....	17
	3.1 经历疫情后机场方与免税经营方优化利益分配.....	17
	3.2 出入境客流稳步恢复，机场口岸免税店经营优化可期.....	20
	3.3 海南市场逐步回归正常.....	20
四、	公司竞争壁垒坚实，首次覆盖给予“推荐”评级.....	22
五、	风险提示.....	23

## 图表目录

图表 1	中国中免整合国内市场历程 .....	6
图表 2	中国中免股权结构及重要子公司、孙公司情况（截至 2023-12-31） .....	7
图表 3	公司在全球旅游零售排名变化：2016 年为 12 名，2019 年为第 4，2020 年升至榜首 .....	7
图表 4	2022 年全球旅游零售 top5（亿欧元） .....	8
图表 5	我国国际和地区航线民航客运量（万人） .....	9
图表 6	上海、首都机场国际和地区旅客吞吐量（万人，%） .....	9
图表 7	北京两机场免税经营原合同扣点率超 40% .....	9
图表 8	上海两机场免税经营原合同扣点率也在 40%+ .....	9
图表 9	2019 年公司收入构成及主要控股公司情况（亿元，%） .....	10
图表 10	全球及我国国内奢侈品销售规模、增速（亿欧元，%） .....	11
图表 11	我国消费者奢侈品消费区域（亿欧元，%） .....	11
图表 12	韩国免税销售额及其结构（万亿韩元，%） .....	11
图表 13	韩国免税购物人数及其结构（万人，%） .....	11
图表 14	全球国际旅客到达量及相比 2019 年变化（万人，%） .....	12
图表 15	各地区国际旅客到达量相比 2019 年变化（%） .....	12
图表 16	Dufry 收入渠道构成（亿瑞郎） .....	12
图表 17	Dufry 收入构成-免税/有税（亿瑞郎，%） .....	12
图表 18	2020 年韩国免税业外侨消费单价快速上升（万韩元/人） .....	13
图表 19	2021 年韩国免税业外侨消费单价为 2019 年的约 25 倍（万韩元/人） .....	13
图表 20	我国离岛免税政策历次变化 .....	14
图表 21	三亚、海口机场旅客吞吐量及 yoy（万人，%） .....	15
图表 22	海南离岛免税购物人数（万人，%） .....	15
图表 23	海南离岛免税销售额变化及对应政策（亿元，%） .....	15
图表 24	全球旅游零售前五名销售情况（亿欧元） .....	16
图表 25	公司收入及利润情况（亿元，%） .....	16
图表 26	三亚国际免税城收入情况（亿元） .....	16
图表 27	海免公司收入情况（亿元，%） .....	16
图表 28	海南离岛免税主要品类销售比例（亿元，%） .....	17
图表 29	我国国际航线及地区民航客运量及恢复至 2019 年的比率（万人次，%） .....	17
图表 30	2020 年来我国国际及地区航线客运量恢复至 2019 年的比率（%） .....	17
图表 31	首都机场免税总体收入及首都 T3 日上中国收入情况（亿元，%） .....	18
图表 32	日上上海收入及利润情况（亿元，%） .....	18
图表 33	疫情影响下上海机场免税经营租金优化 .....	18
图表 34	首都机场免税经营合同同步优化 .....	19
图表 35	2023 年仁川机场招投标中仅烟酒品类提成比率高于 30% .....	19

图表 36	上海机场国际航线及旅客量恢复情况（相比 2019 年同期，%） .....	20
图表 37	首都机场国际航线及旅客量恢复情况（相比 2019 年同期，%） .....	20
图表 38	海南离岛免税店 .....	21
图表 39	海汽集团旗下海旅免税 2023 年业绩情况（亿元） .....	21
图表 40	2020 年来多重因素对海南离岛免税销售额季节性波动带来扰动（亿元） .....	22
图表 41	公司收入拆分（亿元，%） .....	22
图表 42	公司 PE-Band .....	23

## 一、2017年起公司整合国内大市场，成全球旅游零售龙头

中国中免脱胎于中国国旅，大股东为中国旅游集团，国务院国有资产监督管理委员会为公司实控人。2017-2020 年公司整合国内免税市场，2019 年公司剥离旅行社资产，自此公司开始聚焦于以免税为主的旅游零售业务。2020 年 6 月公司正式从“中国国旅”更名为“中国中免”。

(本文对公司历史上的旅行社业务不做过多讨论，除特殊说明外下文的收入及业绩部分也均不包含旅行社部分)。

2017 年 4 月上市公司中国国旅全资子公司中免公司下属控股企业中免-拉加代尔有限公司中标香港机场烟酒产品经营标段，6 月底中免公司及其控股 51%的日上免税行(中国)(2017 年 6 月中免公司以其成功中标 T3 航站楼免税业务经营权为条件而收购，下称日上中国)分别中标首都机场 T2 和 T3 航站楼免税经营权(本轮招投标之前日上中国在首都机场 T2 和 T3 航站楼经营出境和进境免税店)，继 5 月获得广州白云机场入境免税经营权后同年 10 月又中标出境店经营权。

2018 年 2 月中免公司收购日上免税行(上海)(下称日上上海)51%的股权，7 月日上上海中标上海虹桥机场和上海浦东机场免税店项目；8 月中免公司直接持有的下属 83 家全资或控股子公司股权划转至中免集团(海南)运营总部；10 月控股股东中国旅游集团接受无偿划转的海南省免税品有限公司(下称海免公司)51%股权。

2019 年 3 月 11 日中免公司中标大兴机场第一标段烟酒、食品标段和第二标段香化、精品标段两个标段；7 月 16 日拟投资 128.6 亿元建设海口市国际免税城项目。

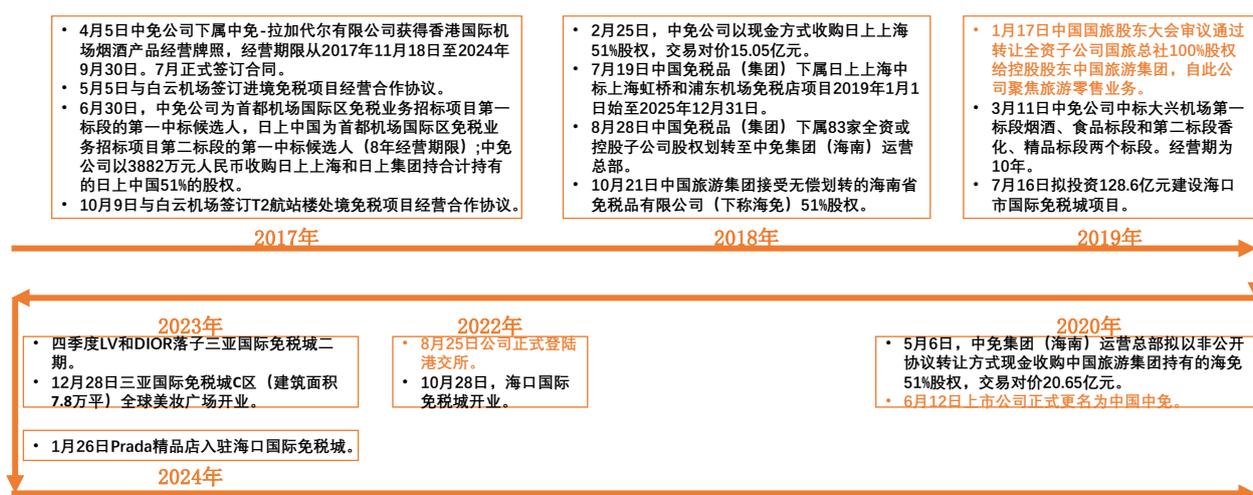
2020 年，为解决与控股股东中国旅游集团的同业竞争，减少关联交易，中免集团(海南)运营总部以非公开协议转让方式现金收购控股股东持有的海免公司 51%股权。

2022 年 10 月 28 日公司旗下海口国际免税城盛大开业，更好把握海南区域三亚和海口两块核心免税市场。

2023 年 9 月 7 日三亚凤凰机场免税店二期实现开业，四季度 LV 和 DIOR 落子三亚国际免税城二期，12 月 28 日三亚国际免税城 C 区(建筑面积 7.8 万平)全球美妆广场开业。公司与太古地产强强联手打造的旅游零售新地标一三亚国际免税城三期项目正在稳步推进中。

公司基本完成国内免税市场的基本整合，占据了国内免税运营的核心机场(北京、上海机场)及海南主要市场，并不断迭代升级，丰富产品品类，提升购物体验。

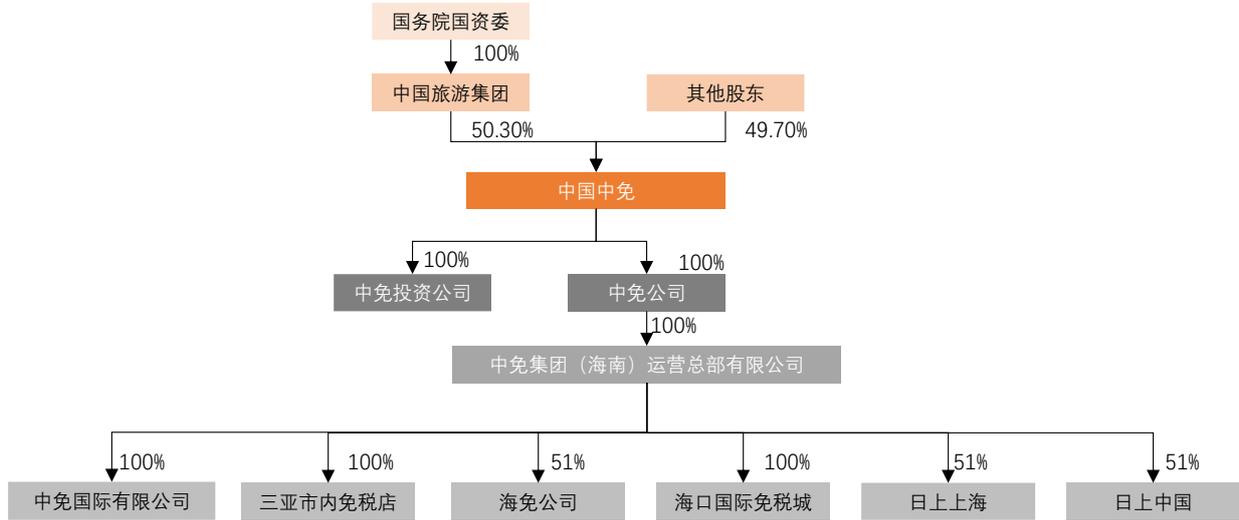
图表1 中国中免整合国内市场历程



资料来源：公司公告，中免集团官方微信号，平安证券研究所

2019年1月17日公司转让全资子公司国旅总社100%股权给控股股东中国旅游集团，自此公司聚焦于以免税为主的旅游零售业务。2020年6月公司正式从“中国国旅”更名为“中国中免”，2022年8月25日公司登陆港交所。公司控股股东为国资委全资控股的央企中国旅游集团，持股比例50.3%。目前公司旗下核心资产主要有**中免国际**（主营免税品批发与零售）、**三亚市内免税店**（即**三亚国际免税城**）、**海免公司**、**日上上海**、**中免投资公司**（主营旅游目的地商业综合体投资开发业务）等。

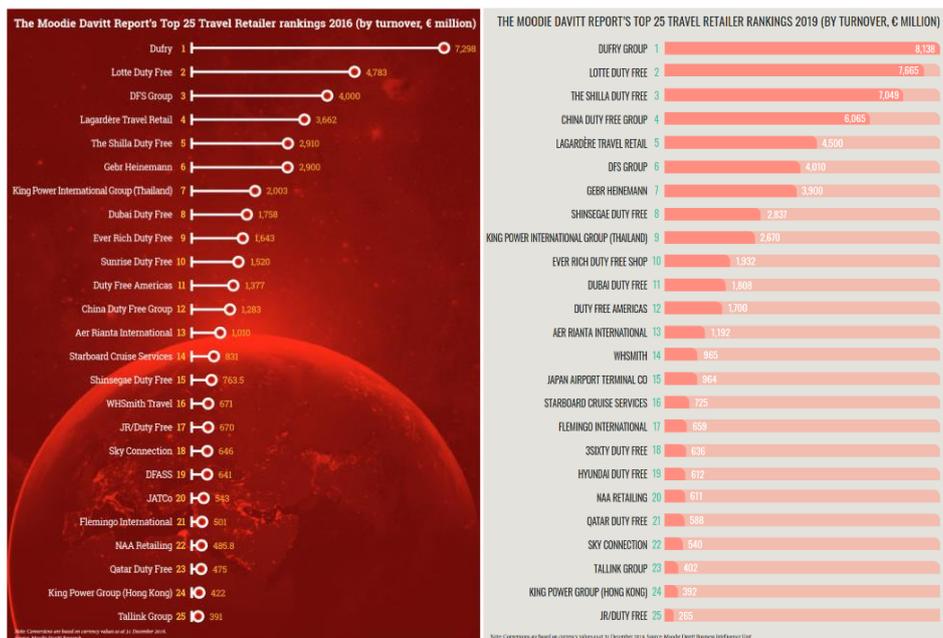
图表2 中国中免股权结构及重要子公司、孙公司情况（截至2023-12-31）

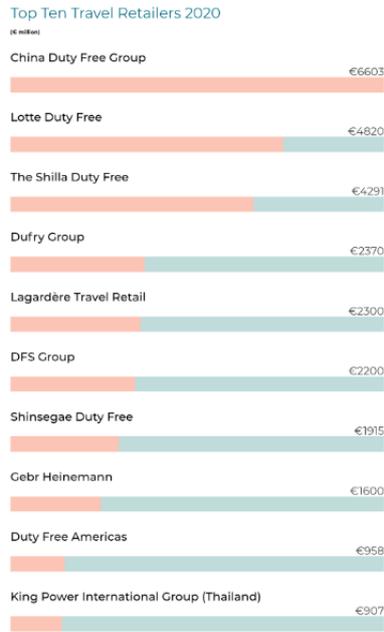


资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据 moodie davitt report，整合国内大市场后公司迅速提升至全球旅游零售前五，而2010年和2016年时中免排在19和12名。随着疫情影响和2020年离岛免税政策升级，中免公司更是蝉联2020-2022年全球旅游零售榜单首。

图表3 公司在全球旅游零售排名变化：2016年为12名，2019年为第4，2020年升至榜首





资料来源: moodie davitt report, 平安证券研究所

图表4 2022 年全球旅游零售 top5 (亿欧元)

	2022 年收入	排名变化
China Duty Free Group	73.57	0
Dufry Group	69.85	+2
Lotte Duty Free	43.63	-1
Lagard è re Travel Retail	42.63	+2
The Shilla Duty Free	38.62	-2

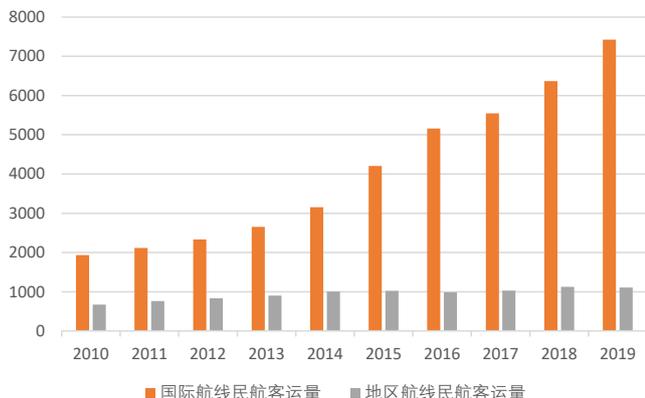
资料来源: moodie davitt report, 平安证券研究所

## 二、 疫情+海南离岛免税政策升级重构行业格局与公司业务

### 2.1 疫情前公司收入以出入境免税店为主，海南离岛免税业务贡献可观利润

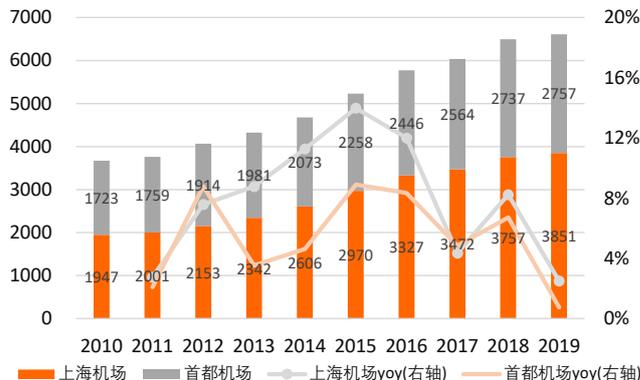
疫情前我国免税销售的核心客流主要分布在机场口岸，特别是北京、上海国际机场。根据民航局数据，2019 年我国国际及地区航线旅客吞吐量分别为 7425 和 1108 万人次，合计 8533 万人次，其中上海浦东机场和北京首都机场的【国际+地区】旅客吞吐量分别为 3851 和 2757 万人次，合计占比 77.45%。

图表5 我国国际和地区航线民航客运量（万人）



资料来源：中国交通年鉴，平安证券研究所

图表6 上海、首都机场国际和地区旅客吞吐量（万人，%）



资料来源：上海机场年报，北京首都机场股份年报，平安证券研究所

北京、上海机场为国内稀缺的拥有大量较高消费能力的国际及地区旅客的机场，自然成为免税销售重地。上文已经提及，2017年6月底中免公司和日上中国分别中标北京首都机场T2和T3免税经营项目，2019年3月中免公司成功中标北京大兴机场免税经营项目；2018年7月中免公司控股51%的日上上海中标上海浦东机场和虹桥机场免税经营项目。作为免税经营项目的业主方，北京、上海机场在免税经营合同谈判中有高谈判议价，彼时两地机场免税经营扣点率均在40%以上，且年合同费用以保底经营费用和实际销售提成两者孰高者来收取。

据上海机场公告，日上上海2015-2017年向上海机场（上市公司，2022年7月31日之前不含虹桥机场）支付的免税店租金分别为14.6、16.94和25.55亿元，占上海机场2015-2017年营业收入的比重分别为23.30%、24.38%和31.69%；2018-2019年其向上海机场支付的免税店租金分别为36.81和52.10亿元，占上海机场对应年份收入的39.53%和47.60%。

图表7 北京两机场免税经营原合同扣点率超40%

2017年7月中免公司和日上中国分别中标北京首都机场T2和T3免税经营项目：

经营期限为8年。

每个合同年的经营费 = max{保底经营费, 销售额提取比例}。

每月按所在合同年月均保底经营费与实际销售额提取二者取其高的方式缴纳，每个合同年按经营区域所在航站楼国际旅客流量浮动调整年保底经营费。

标段	经营面积 (m2)	运营方	首年保底经营费 (亿元)	销售额提取比例
T2	进港416.56, 出港3186.09。	中免公司	8.3	47.5%
T3	进港1938.72, 出港9461.43。	日上中国	22.0	43.5%

2019年3月中免公司中标北京大兴机场免税经营项目：

标段	基准年保底经营费用 (亿元)	销售额提取比例	对应保底销售金额 (亿元)
第一标段烟酒、食品标段	2.3	49%	4.69
第二标段香化、精品标段	4.16	香化：46% 精品：20%	9.0-20.8（上下限分别按照精品和香化提成比例计算）

资料来源：公司公告，平安证券研究所

图表8 上海两机场免税经营原合同扣点率也在40%+

2018年日上上海中标浦东和虹桥免税店项目,经营期限截止2025年12月31日。

所属区域	区域性质	面积 (m2)	合同期
T1航站楼	进境店/提货点	821	2022年1月1日-2025年12月31日
	出境店	2465.3	2022年1月1日-2025年12月31日
T2航站楼	进境店/提货点	1136	2019年1月1日-2025年12月31日
	出境店	3431.07	2019年1月1日-2025年12月31日
S1卫星厅	出境店	4678	启用日-2025年12月31日
S2卫星厅	出境店	4384	启用日-2025年12月31日
总计	-	16915.37	-

销售按品类有不同提成，综合提成比例42.5%。月实收费用 = max{月实际销售提成, 月保底销售提成}。

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	(42.5% - 12.5% × 25%) / 87.5% = 45%
百货		25%

上海机场根据合同测算了预计每年保底销售提成情况：

合同期间	预计每年保底销售提成 (亿元)	对应销售额 (亿元)	yoy
2019	35.25	82.94	-
2020	41.58	97.84	17.96%
2021	45.59	107.27	9.64%
2022	62.88	147.95	37.92%
2023	68.59	161.39	9.08%
2024	74.64	175.62	8.82%
2025	81.48	191.72	9.16%
合计	410	964.71	-

资料来源：公司公告，上海机场公告，平安证券研究所

2019 年公司总营收 479.6 亿元（包含旅行社业务收入 5.99 亿元，扣除此部分后公司收入 473.61 亿元），归母净利润达到 46.29 亿元；除旅行社业务以外，2019 年公司商品销售收入 469.67 亿元，其中免税商品销售收入 458.18 亿元，有税商品销售 11.49 亿元；其他业务部分贡献收入约 4 亿元。核心免税消费场景中，占据上海机场的日上上海收入 151 亿元，主营北京首都机场 T3 航站楼出入境免税店的日上中国贡献 75 亿元，叠加首都机场 T2 航站楼及大兴机场，北京地区机场免税实现营业收入 85.89 亿元，上海、北京两地机场免税销售贡献约一半收入（分别为 32%和 18%）；三亚国际免税城收入 105 亿元，贡献公司商品销售的 22%。

基于北京和上海两地机场免税经营的高扣点率，且中免公司持有日上上海、日上中国 51%股权，日上上海和日上中国并不贡献与收入匹配的业绩，归属母公司股东净利润率仅在低个位数。2019 年日上上海、日上中国、三亚国际免税城归母净利润分别为 4.49、1.40、14.21 亿元，约占公司归母净利润的 9.7%、3.1%和 30.7%，如三亚国际免税城包含批发环节利润则贡献更高。

图表9 2019 年公司收入构成及主要控股公司情况（亿元，%）

业务类型	营业收入	经营主体	与公司关系	营业收入	归属于上市公司股东的净利润	归属母公司股东净利润率
商品销售	469.67	中免公司	全资子公司	473.61	41.19	8.70%
免税商品	458.18	三亚国际免税城	全资孙公司	104.65	14.21	13.58%
		日上上海	控股孙公司（51%股权）	151.49	4.49	2.96%
有税商品	11.49	日上中国	控股孙公司（51%股权）	74.77	1.40	1.87%
		其他		142.71		
其他业务	4.00					
旅行社业务	5.99					
收入合计	479.66					

资料来源：公司 2019 年报，平安证券研究所

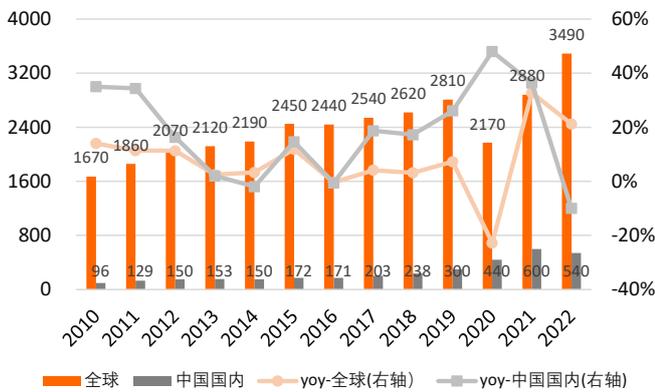
注：商品销售收入与中免公司收入有出入，主要是中免公司旗下有少部分其他业务。经营主体收入之和与中免公司收入略有差距是保留两位小数，四舍五入引起。经营主体项下其他收入主要为除三亚国际免税城、日上上海、日上中国以外其余场所（主要为各地机场口岸）商品销售。

## 2.2 疫情影响+海南离岛免税政策升级推动公司登顶全球旅游零售榜单

### ■ 2.2.1 疫情前我国大量高端消费发生在海外

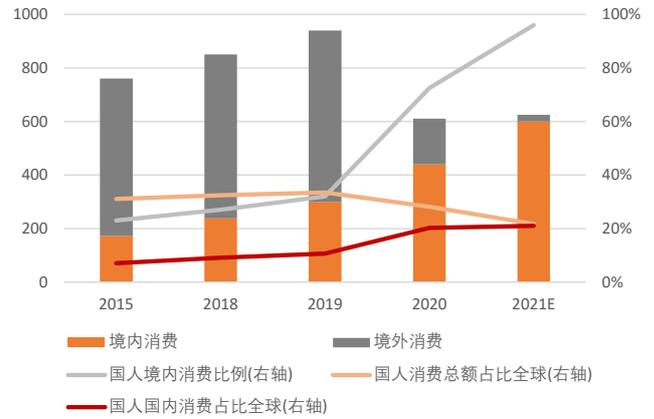
据贝恩咨询，2019 年全球奢侈品消费规模约 2810 亿欧元，我国消费者贡献 1/3 约 940 亿欧元，消费力旺盛；但我国国内仅发生 300 亿欧元，占比全球奢侈品消费的 10.68%；国人在境外奢侈品消费高达 640 亿欧元，即国人奢侈品消费的 68% 发生在境外。

图表10 全球及我国国内奢侈品销售规模、增速（亿欧元，%）



资料来源：贝恩咨询，平安证券研究所

图表11 我国消费者奢侈品消费区域（亿欧元，%）

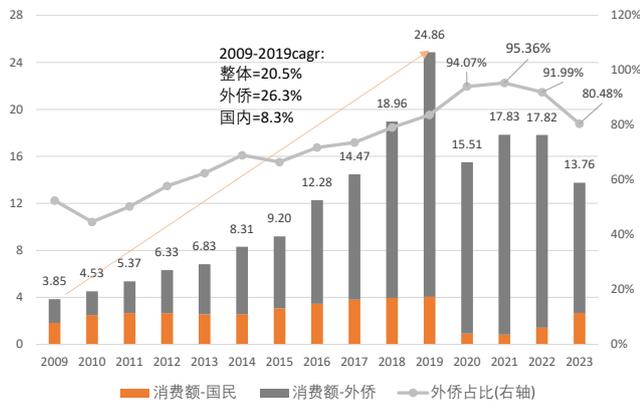


资料来源：贝恩咨询，平安证券研究所

据 2022 年公司港股招股说明书，2019 年全球旅游零售市场规模为 5991 亿元（对比 2017 年的 4697 亿元，两年 cagr 为 12.9%），其中亚洲旅游零售市场占比 5 成，对应 3051 亿元，其中韩国为一大市场。

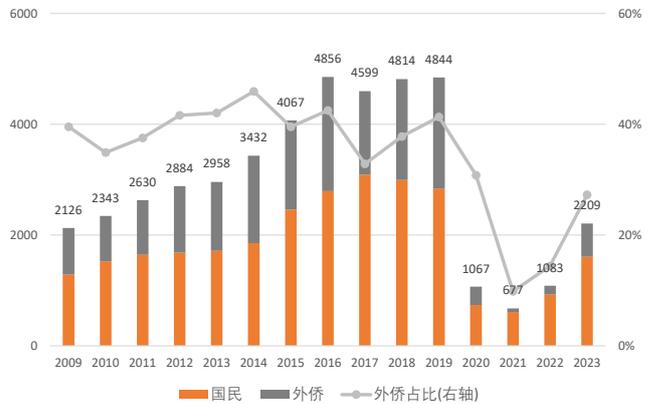
萨德事件之后，为吸引我国消费者，韩国免税运营商开始用较高【折扣+返点】促进免税消费，吸引了我国大量代购前往，也因此韩国市场成为我国消费者海外购物消费的一大目的地，也正是在此带动下韩国免税市场规模快速增长，2009-2019 年间 cagr 达到 20.5%。据韩国免税业协会，外国消费者在韩国免税店消费比例在 2019 年为 83.73%，我国消费者大约贡献韩国免税销售额的 70%左右，按照当年韩国市场约 24.86 万亿韩元（合 213.17 亿美元，接近 1500 亿元人民币），按当年汇率计算，2019 年我国消费者在韩国免税店消费约 1000 亿元人民币。

图表12 韩国免税销售额及其结构（万亿韩元,%）



资料来源：KDFA，平安证券研究所

图表13 韩国免税购物人数及其结构（万人，%）



资料来源：KDFA，平安证券研究所

### 2.2.2 疫情影响下国人消费回流，代购支撑韩国免税业

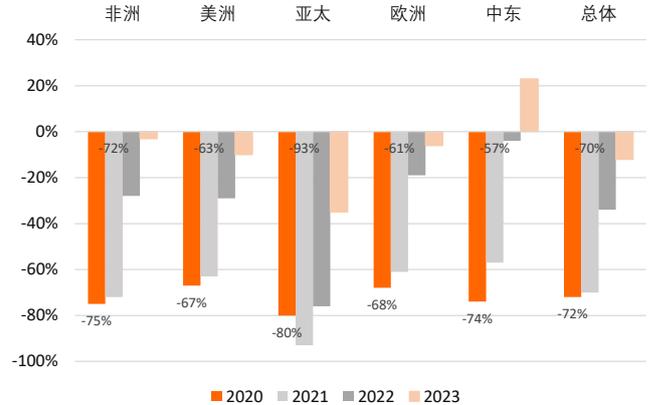
疫情开始后出入境受限，2020 年全球国际旅客到达量相较 2019 年下降 72%，其中 4-6 月更是下降 90%左右，2022 年开始逐步回暖，但亚太地区国际旅客到达量恢复程度一直低于全球水平，2020-2023 年分别为 2019 年的 20%、7%、24%和 65%。

图表14 全球国际旅客到达量及相比2019年变化(万人, %)



资料来源:公司公告,平安证券研究所

图表15 各地区国际旅客到达量相比2019年变化(%)

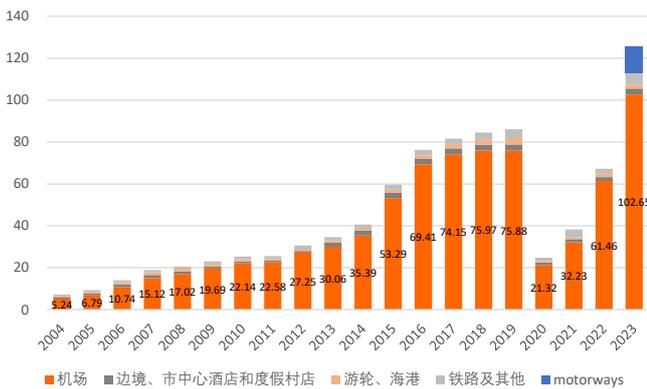


资料来源:公司公告,上海机场公告,平安证券研究所

据公司港股招股说明书,疫情影响下2021年全球旅游零售市场降至2720亿元,其中亚洲为2181亿元。根据贝恩咨询,2020年全球源于中国消费者的奢侈品消费总额下降近35%,但国内奢侈品销售额实现48%的增速,达到约440亿欧元(对应3460亿人民币,境内消费占总消费额的70%-75%),我国消费者在国内实现的奢侈品消费额占全球奢侈品消费额的比例几乎翻了一番,从2019年的11%左右提升至2020年的20%,并在2021年继续上升至21%左右(见图表11),国人奢侈品、高端消费“被动”回流。

海外旅游零售龙头中,以疫情前长期位于全球旅游零售榜单第一的Dufry为例(《Dufry在2014、2015年完成对The Nuance Group、WDF的收购后稳坐旅游零售第一》),2019年旅游零售收入86.10亿瑞郎(同比增长1.82%),但因其有90%左右业务发生在机场,在全球出入境旅客大幅下滑背景下其经营受损严重,也因此2020年Dufry从榜首滑落。2020-2022年其旅游零售业务仅分别约24.78、38.27和67.21亿瑞郎,2022年同比增长75.64%,在全球旅游零售排名中回升至第二名(第一部分图表4已显示)。2023年2月1日与Autogrill合并形成了一个新的零售和餐饮巨头。

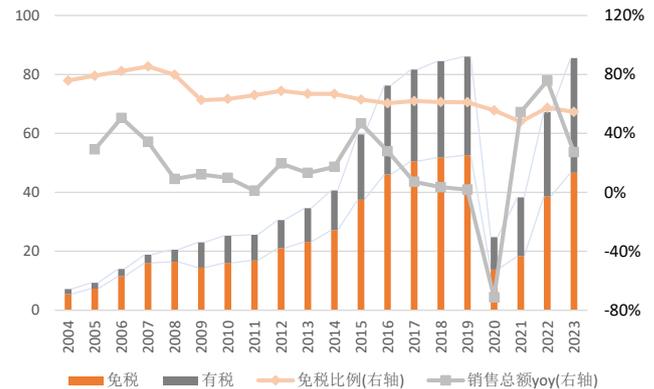
图表16 Dufry收入渠道构成(亿瑞郎)



资料来源: Dufry各年报,平安证券研究所

注:2023年2月1日与Autogrill合并,更名为Avolta,新增一块渠道为motorways,机场业务也包含了部分餐饮业态,因此收入与右图以免税、有税业务收入之和有出入。

图表17 Dufry收入构成-免税/有税(亿瑞郎,%)



资料来源: Dufry各年报,平安证券研究所

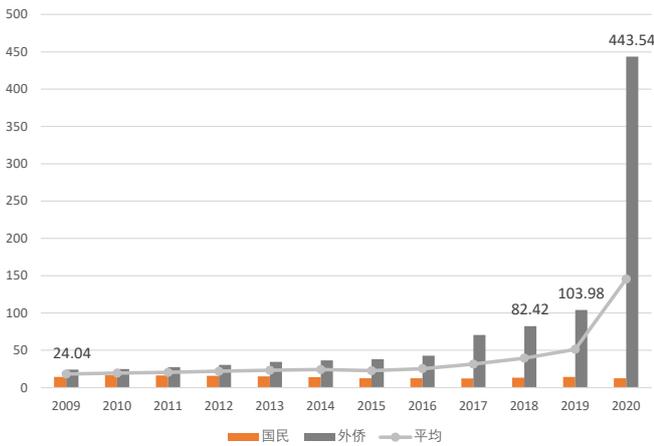
注:与左图收入相比,差别是Dufry因合并重组而增加的食品饮料板块,对应收入为40.31亿瑞郎。

疫情前Dufry收入中基本6成甚至更高比例为免税贡献。2023年Dufry免税与有税收入分别恢复至2019年的88.78%和115.91%。

另据韩国免税业协会数据，2020-2023 年韩国免税市场分别为 2019 年的 62.37%、71.74%、71.67%、55.35%（见图表 12）。2021 和 2022 年相对更好的恢复来自于代购业务、平行出口等的发展，因此尽管到访韩国的外侨人数在 2020-2023 年仅达到 2019 年的 16.43%、3.33%、7.81%和 30.10%，但仍然贡献韩国免税市场销售额的 94.07%、95.36%、91.99%和 80.48%。据人民网韩国频道报道，2020 年中国消费者“贡献”的销售额占韩国免税店总销售额的 93%，对应销售额约 123 亿美金。

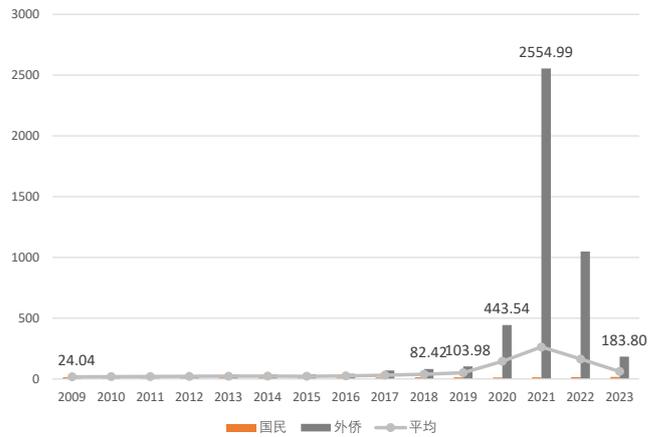
疫情下到访客流显著下滑→韩国免税商采取代购/平行出口方式（降价明显）→销售额有所下滑（但保住销售量和供应链）  
2020 年韩国免税业外侨消费单价在 443.54 万韩元，是 2019 年单价 103.98 万韩元的 4 倍之余，2021 年继续急剧上升至 2019 年的约 25 倍即 2555 万韩元（对应 13.18 万元人民币，个别月份甚至更高）。

**图表 18 2020 年韩国免税业外侨消费单价快速上升（万韩元/人）**



资料来源：KDFA，平安证券研究所

**图表 19 2021 年韩国免税业外侨消费单价为 2019 年的约 25 倍（万韩元/人）**



资料来源：KDFA，平安证券研究所

2023 年 1 月 LVMH 年报交流中提及坚决打击代购行为，我国各地海关也在 2023 年 2 月起严查“套代购”行为，同时韩国免税店取消疫情期间的临时政府支持措施，2023 年韩国免税业务同比下降 22.78%至 13.76 万亿韩元，外侨消费单价也基本回归至相对正常水平，为 183.80 万韩元。

**2.2.3 海外消费回流+海南离岛免税政策升级，海南业务爆发式增长，公司登顶全球旅游零售榜单**

2020 年 7 月 1 日我国海南离岛免税升级，每人每年离岛免税额度从 2018 年 12 月 1 日起实施的 3 万元提升至 10 万元，仅化妆品、手机、酒类等少数品类有数量和件数限制，此后也在 2021 年和 2023 年继续优化提取方式，优化离岛免税购物体验。

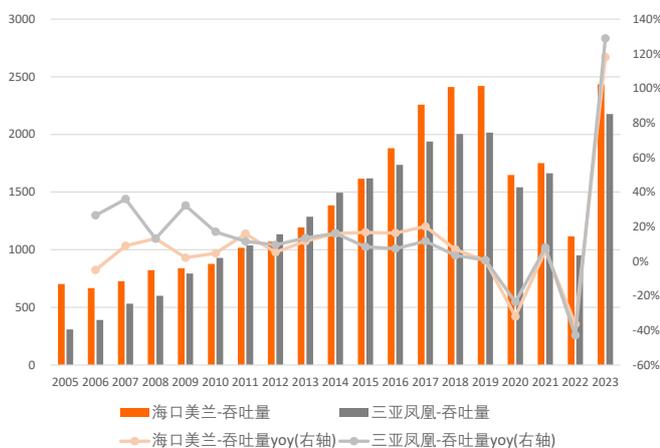
图表20 我国离岛免税政策历次变化

时间及文件名	政策对象	品类	次数、额度限制	免税品件数	渠道/方式	备注
2011.4,《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,包括海南省居民	18种	每次5000元。 岛外居民每年2次(年累计总额为1万元),岛内居民每年1次	5k以下代表商品单次数量限制:香水2件、化妆品5件。 行邮税限额:5000元,每次可买一件(按完税价格全额缴纳进境物品进口税)	海口、三亚两家试点	(由于次数及单次额度限制存在大量额度浪费)
2012.11.1,《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整为年满16周岁	新增3种,共21种	每次8000元。 岛外居民每年2次(年累计总额为1.6万元),岛内居民每年1次	8k以下代表商品单次数量限制:香水5件、化妆品8件。 行邮税限额:8000元,每次可买一件(免税额可调剂使用)	即购即提,先征后退	
2015.3.20,《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	新增17种,共38种	-	放开10类商品单次购物数量限制。 8k以下代表商品单次数量限制:香水8件、化妆品12件)。 行邮税限制不变	-	
2016.2.1,《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	-	岛外居民取消次数限制,8000元以下每年总额度16000元;岛内居民不变	8k以下件数限制不变 行邮税限额不变:8000元以上,1次限买1件。岛外居民,每年2次,岛内居民每年1次。	同意实体免税店开设网上销售窗口	岛外居民变更管理方式,总额不变,不限次数,单次取消限额
2017.1.15,《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的公告》	增加乘火车离岛的旅客	-	-	-	-	离岛时凭本人火车票、购物凭证、身份证等在海口火车站提货点提取
2018.11.27,《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	增加部分家用医疗器械商品	岛内外居民均每年30000元总额度,不限次数	家用医疗器械商品:每次限购两件	-	岛内外居民无差别。另,12月28日起乘船离岛也可免税
2020.06.01,《海南自由贸易港建设总体方案》	海南岛全岛	-	每年每人10万元(2020.7.1起实施),不限次数	扩大免税商品种类	-	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。鼓励适度竞争,具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。加强事中事后监管,明确参与倒卖、走私的个人、企业、离岛免税店将承担的法律风险。
2020.06.29,《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	增加电子消费产品等7类消费者青睐商品,种类增加至45种。	-	取消单件商品8000元免税限额规定;仅限定化妆品、手机和酒类商品的单次购买数量。 旅客购买商品超出免税限额、限量的部分,照常征收进境物品进口税	离岛提货。免税店根据旅客离岛时间运送货物,旅客凭购物凭证在机场、火车站、港口码头指定区域提货,并一次性随身携带离岛。	2020.7.1开始实施。
2021.2.2《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》	-	-	-	-	离岛旅客离岛提货/邮寄,岛内居民可返岛提取	离岛旅客购买免税品时,除在机场、火车站、码头指定区域提货外,可选择邮寄送达方式提货。选择邮寄送达方式提货的,收件人、支付人和购买人应为购物旅客本人,且收件地址在海南省外。离岛免税商店应确认购物旅客符合上述要求并已实际离岛后,一次性寄递旅客所购免税品。 岛内居民离岛前购买免税品,可选择返岛提取,返岛提取免税品时须提供本人有效身份证件和实际离岛行程信息。离岛免税商店应确认提货人身份、离岛行程信息符合要求后交付免税品。 公布之日起执行。
2023.3.18《关于增加海南离岛免税购物“担保即提”和“即购即提”提货方式的公告》	-	-	-	-	增加担保即提和即购即提两种方式	可对单价超过5万元(含)的免税品选择“担保即提”提货方式(需核验),可对单价不超过2万元(不含)且在本公告附件清单内的免税品选择“即购即提”提货方式(不核验)。2023.4.1起执行。

资料来源:财政部,中国政府网,平安证券研究所

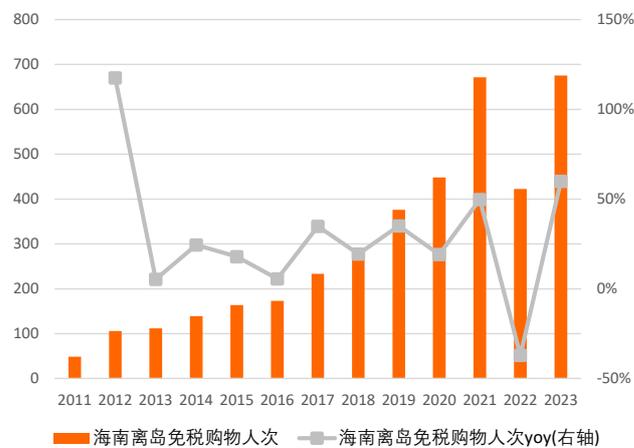
随着离岛免税政策升级，海南离岛免税购物人数较快增长（2022 年受国内疫情反复影响）。

图表21 三亚、海口机场旅客吞吐量及 yoy（万人，%）



资料来源：三亚市统计局，美兰机场公告，平安证券研究所

图表22 海南离岛免税购物人数（万人，%）

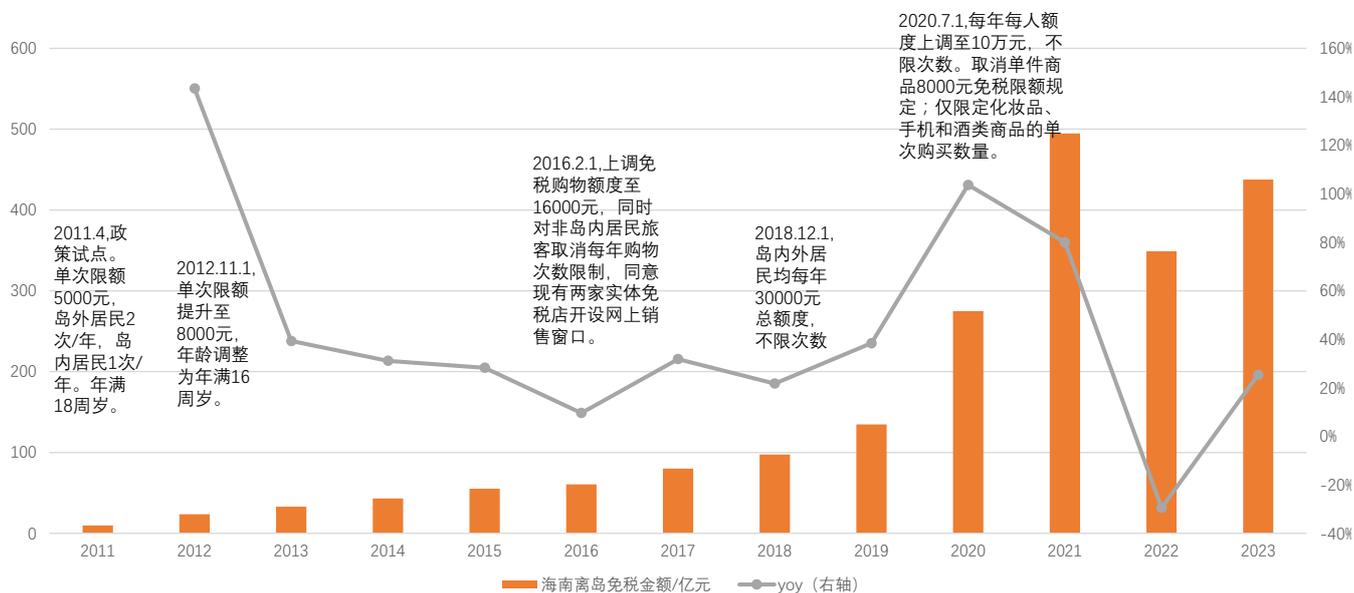


资料来源：海口海关，平安证券研究所

注：2022 年受国内疫情反复影响。

据海口海关统计，截至 2019 年底海南离岛免税累计购物 1631 万人次，免税销售额 538 亿元；而 2020 年 7 月 1 日新政带动下 2020H2 离岛免税销售 200 亿元，当年海南离岛免税店总体销售额超 320 亿元，2021 年更是上升到 601.73 亿元。

图表23 海南离岛免税销售额变化及对应政策（亿元，%）

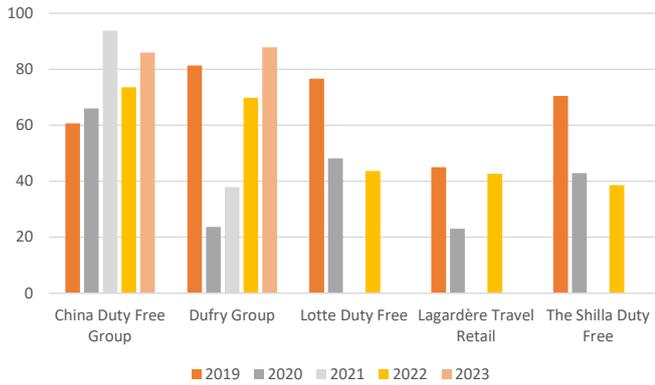


资料来源：海口海关，平安证券研究所

注：此处为海关口径的**离岛免税**的销售额，与上方**离岛免税店总体销售额**的差距是离岛免税店内开展的**有税业务**。

疫情影响下国人海外消费受限，叠加海南离岛免税政策大力度放宽，公司收入增长迅猛，在全球旅游零售龙头中表现一枝独秀，2020 年顺利登顶（图表 3），并在 2021 和 2022 年继续加强其全球旅游零售龙头的领先地位。2021 年公司收入达到 676.76 亿元，归母净利润也达到 96.54 亿元。

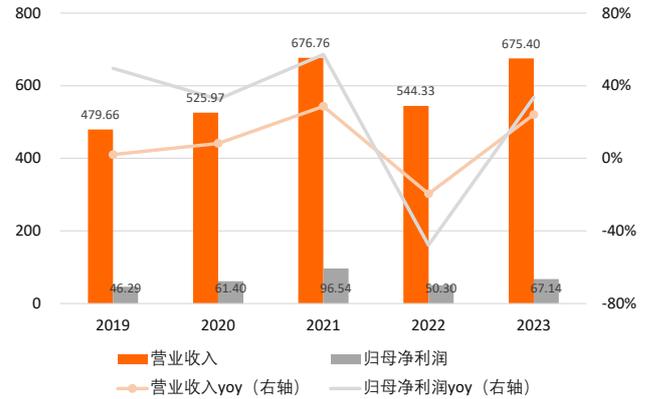
图表24 全球旅游零售前五名销售情况 (亿欧元)



资料来源: moodie davitt report, wind, 平安证券研究所

注: 乐天和新罗销售数据尚未更新, 但根据上文韩国免税业 2023 年销售情况, 预计 2023 年乐天和新罗免税销售有所下滑。据 2023 年报, Dufry 预计重回旅游零售榜单第一, 略超公司。

图表25 公司收入及利润情况 (亿元, %)

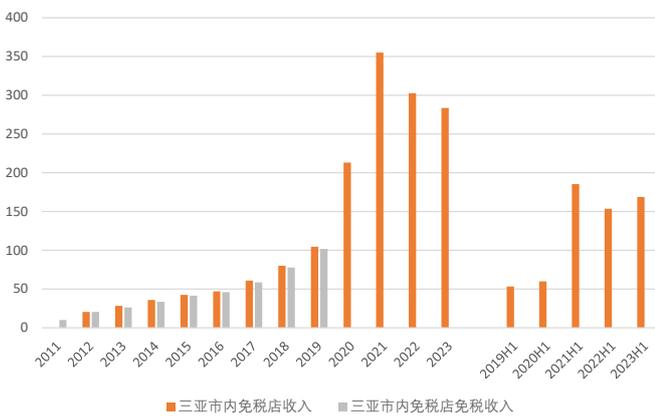


资料来源: 公司公告, wind, 平安证券研究所

注: 2019 年归母净利润中非经常性损益 8.0 亿元, 包含处置旅行社资产的 9.04 亿元收益 (税前)。

同时, 公司收入结构发生较大变化, 不同于疫情前的出入境免税店销售为主, 海南业务占比迅速提升。据公司各年报, 2020-2023 年三亚国际免税城业务收入分别达到 213、355、302、284 亿元 (2022 年国内疫情反复对其销售有一定影响, 2023 年受宏观经济及消费意愿影响), 海免公司业务收入分别达到 99、160、56 和 49 亿元 (2020 年的收入中包含海南地区的离岛免税补购、完税零售线上业务。2021 年 4 月公司参股 41% 设立中免日上互联科技有限公司, 为统一线上业务, 公司下属的日上上海、三亚市内店与互联科技就在线销售正式合作, 海南地区线上业务之后也转移至三亚市内店, 并委托日上互联科技运营, 运营期限为 2021.8.1-2023.2.28。日上互联科技 2021-2023 年对公司贡献的投资收益为 1.29、1.36 和 1.03 亿元), 显著高于 2019 年的 30 亿元左右收入。2022 年 10 月 28 日公司在海口的海口国际免税城开业, 2023 年其收入达到 68 亿元, 归母净利润 3300 万元。2020-2023 年海南地区收入占公司总体收入的 56.97%、69.59%、63.76%、58.71%, 相较 2019 年的 28.07% 的比例有翻倍之余。

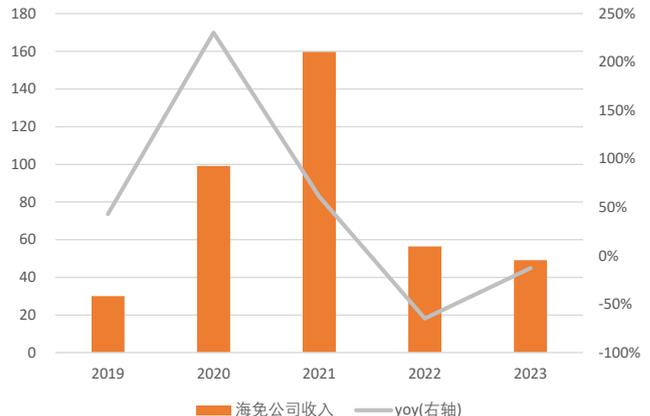
图表26 三亚国际免税城收入情况 (亿元)



资料来源: 公司各年年报, 平安证券研究所

注: 2020 年起公司不再单独披露三亚市内免税店免税收入。

图表27 海免公司收入情况 (亿元, %)

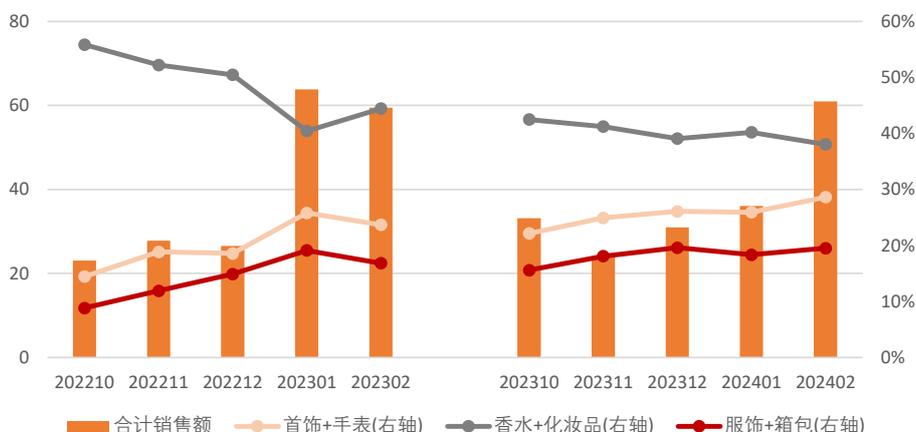


资料来源: 公司各年年报, 平安证券研究所

注: 2020 年 5 月公司收购海免公司 51% 股权, 2020 年海免公司收入包含海南离岛补购和完税零售等线上业务。此外 2022 年 10 月 28 日中免在海口新海港的海口国际免税城开业, 预计对海免公司有一定分流。

前期准备多年后, 2023 年四季度重奢品牌 LV、DIOR 落地三亚国际免税城二期, 且代购扰动减少 (采购化妆品相对较多) 等因素作用下, 海南离岛免税手表首饰、服饰箱包等精品品类稳定增长。

图表28 海南离岛免税主要品类销售比例（亿元，%）



资料来源：海口海关，平安证券研究所

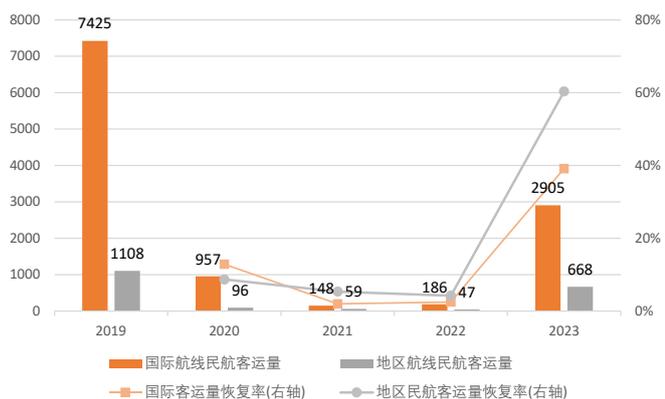
据海南省商务厅统计数据，2024年春节假期（2月10日至17日）期间海南12家离岛免税店总销售额31.61亿元（其中，免税销售额25.64亿元，免税购物件数207.39万件），日均销售额近4亿元。

### 三、2024：出入境客流快速恢复，海南市场逐步回归正常

#### 3.1 经历疫情后机场方与免税经营方优化利益分配

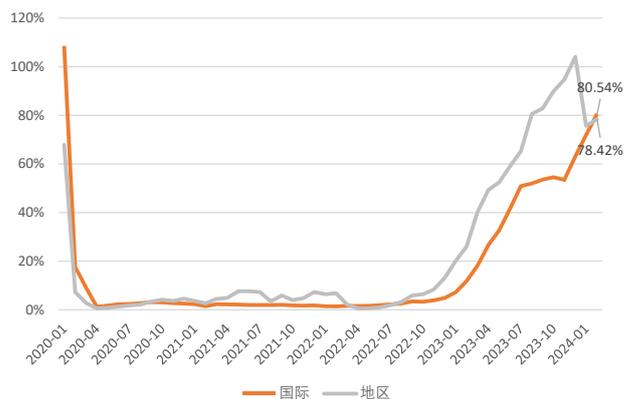
与疫情期间海南离岛免税爆发式增长相对应的，是机场口岸出入境免税店的经营受限。2019年我国国际和地区民航客运量分别为7425.43万人次和1107.56万人次，合计8532.99万人次；其中浦东机场国际及地区旅客吞吐量合计3851万人次，首都机场为2757万人次（2019年9月25日北京大兴机场投入运营），两大机场占总体的77.44%。2020年2月-2022年我国国际及地区航线民航客运量持续处于低位。

图表29 我国国际航线及地区民航客运量及恢复至2019年的比率（万人次，%）



资料来源：中国交通年鉴，平安证券研究所

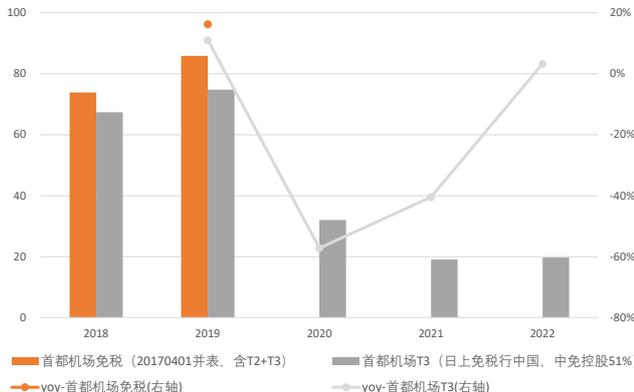
图表30 2020年来我国国际及地区航线客运量恢复至2019年的比率（%）



资料来源：中国民用航空局，平安证券研究所

面对经营环境的变化，公司积极调整机场口岸免税店运营模式，2020年开始拓展线上业务。据公司各年年报，2020-2023年日上上海收入分别为137.30、124.91、141.45、178.21亿元（2019年收入为151.49亿元），主要为完税业务。日上中国收入从2019年的74.8亿元降至2020-2022年的32.02、19.07、19.69亿元。2019年9月25日北京大兴机场投入运营。

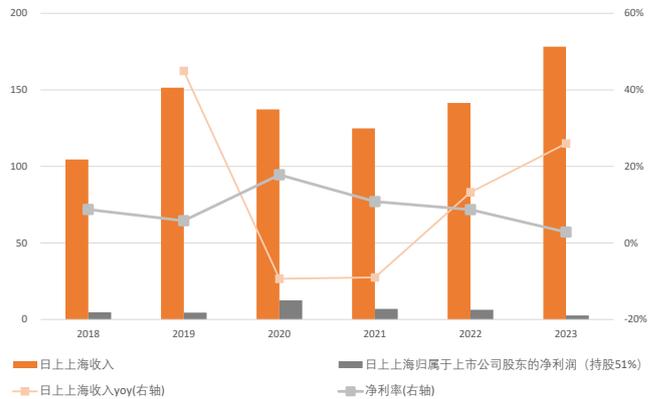
图表31 首都机场免税总体收入及首都 T3 日上中国收入情况 (亿元, %)



资料来源: 公司各年年报, 平安证券研究所

注: 2020H1 之后公司不再披露首都机场免税总收入, 2023 年开始公司也不再单独披露日上中国收入情况。

图表32 日上上海收入及利润情况 (亿元, %)



资料来源: 公司各年年报, 平安证券研究所

注: 净利率为日上上海主体的净利率, 非日上上海归属于上市公司股东的净利润率。

机场线下客流大幅减少情况下, 上海机场、首都机场分别与相关下属运营主体签订免税合作项目补充协议。根据上海机场相关公告, 2019 年日上上海向其支付的免税店租金为 52.10 亿元, 而 2020-2022 年对应租金分别为 11.56、4.86、3.63 亿元 (2020 年补充协议相关费用修订自 2020 年 3 月 1 日起实施)。上海机场 2023 年报显示当年相关免税合同为 17.88 亿元(即上海两机场对应免税经营租金), 相比疫情期间有大幅提升。

图表33 疫情影响下上海机场免税经营租金优化

2018年日上上海中标浦东和虹桥免税店项目, 签订合同

2018年日上上海中标浦东和虹桥免税店项目, 经营期限截止2025年12月31日。

所属区域	区域性质	面积 (m <sup>2</sup> )	合同期
T1航站楼	进境店/提货点	821	2022年1月1日-2025年12月31日
	出境店	2465.3	2022年1月1日-2025年12月31日
T2航站楼	进境店/提货点	1136	2019年1月1日-2025年12月31日
	出境店	3431.07	2019年1月1日-2025年12月31日
S1卫星厅	出境店	4678	启用日-2025年12月31日
S2卫星厅	出境店	4384	启用日-2025年12月31日
总计	-	16915.37	-

销售按品类有不同提成, 综合提成比例42.5%。月实收费用=max(月实际销售提成, 月保底销售提成)。

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	(42.5%-12.5%×25%) / 87.5%=45%
百货		25%

上海机场根据合同测算了预计每年保底销售提成情况:

合同期间	预计每年保底销售提成 (亿元)	对应销售额 (亿元)	yoy
2019	35.25	82.94	
2020	41.58	97.84	17.96%
2021	45.59	107.27	9.64%
2022	62.88	147.95	37.92%
2023	68.59	161.39	9.08%
2024	74.64	175.62	8.82%
2025	81.48	191.72	9.16%
合计	410	964.71	

注: 1、日上上海2015-2017年向上海机场(上市公司)支付的免税店租金分别为14.6亿元、16.94亿元和25.55亿元, 占上海机场2015-2017年营业收入的比重分别为23.30%、24.38%和31.69%。  
2、日上上海2017-2019年向上海机场(上市公司)支付的免税店租金分别为25.55亿元、36.81亿元和52.10亿元。

2021年1月日上上海与上海机场相关方对原合同签订补充协议

费用调整:

1、月国际客流≤2019 年月均国际客流+80%:  
月实收费用=月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数。

“人均贡献”参照2019年人均贡献水平设定为135.28元, “客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数, “面积调节系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数, 当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时, 面积调节系数为0。

2、月国际客流>2019 年月均国际客流+80%:  
月实收费用=月保底销售提成=当年保底销售提成+12。

年保底销售提成与当年国际客流(X)挂钩, 取其在右表中当年国际客流区间对应的年保底销售提成。

若2022年及以后年国际客流(X)在2019-2021年所对应区间内, 则对应年度的年保底销售提成=对应年度保底销售提成×(1+24.11%)

24.11%为原合同中T1航站楼免税店规划面积/【T2航站楼+S1卫星厅+S2卫星厅】免税店规划面积。原因为T1航站楼楼于2022年。

注:

1、上述费用调整自2020年3月1日起实施。“国际客流”指国际及港澳台地区客流。  
2、双方同意在没有发生新的不可抗力事件或重大情势变更时, 补充协议的效力将始终保持有效, 直至原合同约定的期限届满为止。但如果出现特定情形, 双方可进行新一轮的磋商, 以对原合同作出更为客观的调整。  
3、补充协议经双方签署后生效, 为原合同不可分割的组成部分, 补充协议条款与原合同不一致的, 以补充协议为准。



月实际国际客流 > 2019 年月均实际国际客流 × 80% 时月实收费用对应表

年度	年实际国际客流X (万人次)	年保底销售提成 (亿元) - 与原始合同对应
2019	X ≤ 4172	35.25
2020	4172 < X ≤ 4404	41.58
2021	4404 < X ≤ 4636	45.59
2022	4636 < X ≤ 4868	62.88
2023	4868 < X ≤ 5100	68.59
2024	5100 < X ≤ 5360	74.64
2025	5360 < X	81.48

2023年12月对原合同和补充协议再次修订

费用调整:  
月实收费用=max(月保底销售提成, 月实际销售提成)。

1、月保底销售提成:  
1) 月客流量 > 2023Q3月均客流量 + 80%:  
浦东机场月保底销售提成=5245万元;  
虹桥机场月保底销售提成=647万元。  
2) 月客流量 ≤ 2023Q3月均客流量 + 80%:  
浦东机场月保底销售提成=5245万元 × (月客流量/2023Q3月均客流量 + 80%) × 调节系数  
虹桥机场月保底销售提成=647万元 × (月客流量/2023Q3月均客流量 + 80%) × 调节系数  
(调节系数 < 1, 由双方根据实际情况协商; “客流量”指国际及港澳台地区客流量。)

2、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(=月品类净销售额×品类提成比例)的总和。  
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。

实现月销售提成目标后, 就超过月销售提成目标部分所对应的销售额采取更加灵活的调节机制计算销售提成。  
此外双方约定了提高机场免税业务竞争力、做好免税业务销售的宣传推广、积极争取资源支持等的相关条款。

注: 上述调整自2023年12月1日起实施。

资料来源: 公司公告, 上海机场相关公告, 平安证券研究所

注: 2022 年 7 月 31 日重大资产重组后, 虹桥机场纳入上海机场上市公司合并报表。另上海机场间接持有日上上海、日上中国、中免集团北京大兴国际机场免税品有限公司 15.68% 股权或权益, 该等资产主要从事上海虹桥国际机场、上海浦东国际机场、北京首都国际机场及北京大兴国际机场的线下免税品销售经营业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务。

根据 2021 年 10 月补充协议，2020 年 2 月 11 日至 2021 年 2 月 10 日（原合同第三合同年）公司向首都机场支付经营费为 2.83 亿元，公司在 2021 年三季报披露本次签订补充协议共计对归属于上市公司股东净利润的影响金额为 11.4 亿元；2023 年 12 月再次签订的补充协议中双方约定了免税经营费计算方式。

**图表 34 首都机场免税经营合同同步优化**

**2017年7月首都机场免税经营原合同及2019年3月大兴机场免税经营原合同**

2017年7月中免公司和日上中国分别中标北京首都机场T2和T3免税经营项目：经营期限为8年。每个合同年的经营费=max{保底经营费,销售额提取比例}。每月按所在合同年月均保底经营费与实际销售额提取二者取高的方式缴纳，每个合同年按经营区域所在航站楼国际旅客流量浮动调整年保底经营费。

标段	经营面积 (m2)	运营方	首年保底经营费 (亿元)	销售额提取比例
T2	进港416.56, 出港3186.09.	中免公司	8.3	47.5%
T3	进港1938.72, 出港9461.43.	日上中国	22.0	43.5%

**2019年3月中免公司中标北京大兴机场免税经营项目：**

标段	基准年保底经营费用 (亿元)	销售额提取比例	对应保底销售额 (亿元)
第一标段烟酒、食品标段	2.3	49%	4.69
第二标段香化、精品标段	4.16	香化：46%， 精品：20%	9.0-20.8 (上下限分别按照精品和香化提成比例计算)

**2021年10月与首都机场方对原合同签订补充协议**

根据补充协议约定，公司应付首都机场第三合同年（2020年2月11日至2021年2月10日）经营费为人民币282,586,786.80元。由于上年费用已计提，因此该补充协议对2021年利润有所增厚，公司在2021年三季报披露本次签订补充协议共计对归属于上市公司股东净利润的影响金额为11.4亿元。

**2023年12月对原合同和补充协议再次修订**

2024年1月1日起生效并执行。各方同意原合同项下经营费及计费相关的客流量、经营面积均合并计算，年度经营费=max{年保底经营费，年实际销售额提成}。

1) 年保底经营费=5.58亿元。若年实际客流量≤960万人次（首都机场国际区年客流量），则年保底经营费=5.58亿元×年实际客流量/960万人次×调节系数。（调节系数不高于1，由各方根据实际情况协商；客流量指国际及港澳台地区客流量）。

2) 销售额提成成为香化、烟、酒、百货、食品5个品类所对应的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。

实现月销售提成目标后，就超过月销售提成目标部分所对应的销售额采取更加灵活的调节机制计取销售提成。

此外双方约定了提高机场免税业务竞争力、做好免税业务销售的宣传推广、积极争取资源支持等的相关条款。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

此外，2022年6月白云机场也与公司签订进出境免税店经营合作补充协议，2020、2021年免税租金约2.96亿元和1.23亿元，此后年份根据客流、开业面积来调节月销售提成额，再与月保底经营权转让费（=月保底销售额基数×合同约定提成比例，月保底销售额基数也根据客流情况确定是否执行原协议中的递增条款）对比，两者取其高确认为经营权转让费。

不止国内机场免税业务租金扣点率有所下降，2023年仁川机场招投标中按品类的提成比例也仅有烟、酒在30%以上。

**图表 35 2023年仁川机场招投标中仅烟酒品类提成比率高于30%**

品类	提成比例	品类	提成比例	品类	提成比例
香化	30%	包装食品	25%	纪念品	20%
电子美容仪	20%	皮具和时尚品	20%	玩具和婴幼儿用品	8%
酒水	34%	时尚配饰	20%	运动器材	20%
烟	31%	手表	20%	便利品	20%
电子烟	8%	太阳镜	20%	文具	25%
人参和红参	25%	电子产品	8%		

资料来源：moodie davitt report，平安证券研究所

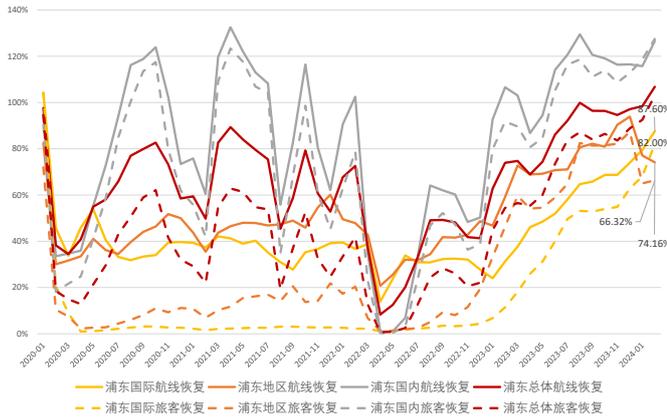
相比疫情前 2017-2019 年间机场免税经营高达 40%+的租金扣点率，疫情后机场业主方和免税经营方的利益分配有所优化，有利于激励免税经营方继续做大做优机场免税业务。

为更好地分享免税经营成果，2023年1月13日上海机场与上海机场投资公司共同投资设立合资公司上海尚冕，收购日上互联科技12.48%股权，上海尚冕的全资子公司香港尚冕收购境外公司 Uni-Champion 32.00%的已发行股份（其穿透后的核心资产为日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴的15.68%股权或权益）。此次收购标的穿透后的核心资产主要从事上海两机场（虹桥机场和浦东机场）、北京两机场（首都机场和大兴机场）的线下免税品销售业务、上海和北京市内免税经营业务及线上保税进口商品销售经营业务。上海机场合计出资13.584亿元，出资额占比80%。

### 3.2 出入境客流稳步恢复，机场口岸免税店经营优化可期

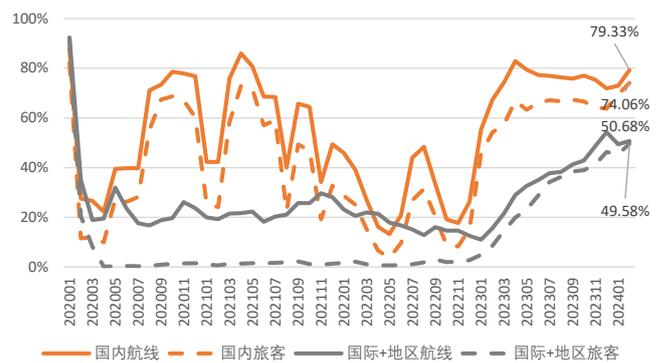
2023 年来我国出入境航线客运量逐月快速攀升，2024 年 2 月国际航线客运量已经恢复至 2019 年同期的 80.54%，地区航线恢复至 78.42%。出入境人次占比较大的上海机场国际及地区旅客吞吐量在 2024 年 2 月已经恢复至 2019 年同期的 82.00%、66.32%（航班数分别恢复至 87.60%和 74.16%）；首都机场国际及地区航线、旅客吞吐量在 2024 年 2 月恢复至 2019 年同期的 50.68%和 49.58%，均仍在继续恢复爬升。

图表 36 上海机场国际航线及旅客量恢复情况（相比 2019 年同期，%）



资料来源：上海机场公告，平安证券研究所  
注：实线为航班数恢复情况，虚线为旅客恢复情况。

图表 37 首都机场国际航线及旅客量恢复情况（相比 2019 年同期，%）



资料来源：北京首都机场股份官网，平安证券研究所  
注：实线为航班数恢复情况，虚线为旅客恢复情况。

国家移民管理局数据显示 2024 年春节假期全国边检机关共保障 1351.7 万人次中外人员出入境，日均 169 万人次，恢复至 2019 年春节同期的近九成。文旅部相关数据统计春节期间出入境旅游约 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。

出入境客流稳步恢复，机场口岸免税店迎来复苏，2023 年公司销售费用同比增长 133.65%至 94.21 亿元，印证线下销售有所回暖（2019 年公司销售费用为 149.04 亿元）。同时，伴随免税经营合同补充协议后租金优化，机场口岸免税店经营利润率有望趋势上行。

### 3.3 海南市场逐步回归正常

2020.7.1 起实施的离岛免税政策除了额度等的大幅放宽，也明确具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营，鼓励行业适度竞争。2020 年底和 2021 年初海南离岛免税店在原来海口美兰机场 T1 免税店、三亚国际免税城、海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店的基础上增加三亚海旅免税城（海旅投旗下）、三亚国际免税购物公园（中出服旗下）、海控全球精品海口免税城（海发控旗下）、深免海口观澜湖免税购物城（深免旗下）、万宁王府井国际免税港（王府井旗下）5 家其他免税经营主体的免税店，此外公司旗下三亚凤凰机场免税店、美兰机场 T2 免税店、海口国际免税城也分别于 2020 年底、2021 年 12 月和 2022 年 10 月 28 日开业。目前海南共计 12 家离岛免税店，其中中免公司及其控股的海免公司运营 7 家，剩余 5 家运营主体各自运营一家离岛免税店。

图表38 海南离岛免税店

运营主体	所在地	免税店	开业时间
中免	海口	海口国际免税城	2022/10/28
		日月广场免税店	2019/1/19
		美兰机场免税店	2011/12/21
		中免海口美兰机场 T2 免税店	2021/12/2
	三亚	三亚国际免税城	2014/9/1
		三亚凤凰机场免税店	2020/12/30
琼海	琼海博鳌免税店	2019/1/19	
海旅投	三亚	海旅免税城	2020/12/30
中出服	三亚	三亚国际免税购物公园	2020/12/30
海发控	海口	全球精品（海口）免税城	2021/1/31
深免	海口	深免海口观澜湖免税购物城	2021/1/31
王府井	万宁	王府井万宁离岛免税港	2023-1-19 试营业，4月8日正式开业

资料来源：各公司官网，平安证券研究所

除中免公司在海南市场占有绝对市场份额外，海旅免税自 2020 年 12 月 30 日开业以来快速成长。据 2024 年 3 月 5 日海汽集团发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金相关公告，海旅免税 2023 年收入 39.40 亿元。因 2023 年 11、12 月海南离岛免税市场整体行业趋势的变化，海旅免税实现全年预测的 78.67%，对应预测收入约 50 亿元；净利润为 1.39 亿元，剔除汇兑损益后，净利润完成预期的 89.10%，对应预期利润为 1.56 亿元，即预期净利率为 3%左右。

图表39 海汽集团旗下海旅免税 2023 年业绩情况（亿元）

项目	营业收入			毛利		
	2023 年度	2023 年度（E）	完成度	2023 年度	2023 年度（E）	完成度
免税业务	36.41	42.96	84.76%	6.88	9.00	76.51%
完税业务	2.14	6.24	34.30%	0.19	0.59	31.58%
联营业务	0.50	0.58	85.87%	0.50	0.58	85.87%
跨境电商	0.08	0.30	27.18%	0.02	0.17	14.53%
其他业务	0.27	-	-	0.27	-	-
合计	39.40	50.08	78.67%	7.86	10.33	76.06%

资料来源：海汽集团公告，平安证券研究所

运营主体的增多适度增加了竞争，不过部分时段价格竞争加剧，消费者不断囤积包括化妆品在内的消耗品，同时疫情期间代购出入境受限情况下也开始通过海南离岛免税市场采购，对海南离岛免税经营造成一定扰动。2023 年 2 月开始监管显著趋严，广州、湛江、海口、杭州、宁波等各地海关侦破多起“套代购”案件。此外 2023Q2 以来宏观经济预期及消费意愿扰动，以及疫情期间消费者端化妆品库存较多有待消化，均对海南离岛免税带来影响。

随着代购及消费意愿扰动、消费者端库存消化带来的基数回落，海南离岛免税销售预计重回正常增长。

图表40 2020 年来多重因素对海南离岛免税销售额季节性波动带来扰动 (亿元)



资料来源：海口海关，平安证券研究所

### 四、 公司竞争壁垒坚实，首次覆盖给予“推荐”评级

疫情发生以来国内外免税行业均发生了较大变化，而中免也早已跻身一线免税龙头，规模效应下与品牌商建立起良好合作关系，构筑供应链壁垒。据 2023 年报，公司在长期深耕免税领域的过程中与全球超过 1400 个知名品牌建立了长期稳定的合作关系，在头部品牌供应商中积累了极高的信誉度，拥有丰富的品牌资源和稳定的产品供应能力；公司已经在全国 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、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内九大类型的约 200 家免税店，覆盖超过 100 个城市。2023 年 10 月公司进驻柬埔寨暹粒吴哥国际机场，2024 年 2 月 9 日公司与开云集团旗下高级珠宝品牌 Qeelin 再次合作于新加坡樟宜机场开设 Qeelin 精品店。

借助几十年免税经营经验，公司熟知国内消费者购物习惯和偏好，近年来也不断改善购物体验、服务水平，根据市场变化积极调整运营：2020 年起疫情影响下公司开展线上业务，日上上海在疫情期间的收入下降幅度远远小于机场客流下滑幅度，国内疫情影响期间三亚市内店也积极通过线上渠道触达消费者，且线上运营未来预计也将继续成为公司线下业务的补充，不断优化消费者购物体验；2022 年海口国际免税城开业，助力公司进一步加强海南市场竞争力，2023 年首个完整年度海口国际免税城实现收入 68 亿元，利润 3300 万元；2023 年三亚国际免税城 LV 和 Dior 精品店开业，丰富了购物品类，C 区全球美妆广场也在 2023 年 12 月 28 日亮相，改善了此前店内面积限制对购物体验的影响，未来三亚国际免税城一期的 AB 栋也将不断优化品牌布局，持续提升服务水平。

在出入境限制等客观环境好转后，随着人们消费意愿的恢复、社会库存的消化，公司有望迎来销售的逐步回暖。

图表41 公司收入拆分 (亿元, %)

	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
收入合计	479.66	525.97	676.76	544.33	675.40	740.0	879.0	1007.0
yoy		9.7%	28.7%	-19.6%	24.1%	9.6%	18.8%	14.6%
毛利率	49.4%	40.6%	33.7%	28.4%	31.8%	32.4%	32.7%	32.9%
三亚市内免税店	104.6	213.2	355.1	302.4	283.6	260.0	280.0	300.0
yoy		103.7%	66.6%	-14.8%	-6.2%	-8.3%	7.7%	7.1%
海免公司	30.0	99.1	159.6	56.4	49.2	50.0	50.0	50.0
yoy		230.5%	61.1%	-64.7%	-12.8%	1.7%	0.0%	0.0%
海口国际免税城					68.4	100.0	140.0	180.0
yoy						46.2%	40.0%	28.6%
首都机场免税 (20170401 并表, 含 T2+T3)	85.9							
yoy-首都机场免税		16.3%						
首都机场 T3 (日上免税行中国, 中免控股 51%)	74.8	32.0	19.1	19.7				
yoy-首都机场 T3		-57.2%	-40.5%	3.3%				

日上上海	151.5	137.3	124.9	141.4	178.2	170.0	210.0	250
yoy	45.0%	-9.4%	-9.0%	13.2%	26.0%	-4.6%	23.5%	19.0%
中免投资公司（即此前的国旅投资公司）	3.7	5.3	6.6					
其他收入	104.0	39.1	11.5	24.4	96.0	160.0	199.0	227.0

资料来源：公司公告，平安证券研究所

注：2019年1月公司剥离旅行社业务；其他收入包括除海南、上海市场以外的各出入境口岸销售收入合计（2019年也包括1月剥离的旅行社业务在报告期内贡献收入5.99亿元）

基于公司长期以来积累的竞争优势，考虑 2023 年以来出入境航班及客流的快速恢复，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 74.2、90.4、111.6 亿元，当前市值（以 4 月 9 日收盘价计）对应估值分别约 22.9、18.8、15.2 倍 PE。公司为全球旅游零售龙头，国内同类可比公司较少，目前处在 2019 年来估值低位，考虑 2024 年来出入境政策友好、机场国际客流恢复、海南旅游零售改善，首次覆盖给予“推荐”评级。

图表42 公司 PE-Band



资料来源：Wind，平安证券研究所

注：时间截止 2024 年 4 月 9 日。

## 五、 风险提示

### 1. 宏观经济不及预期影响消费意愿：

如宏观经济环境不及预期，则居民对包含旅游零售在内的消费意愿将受影响，公司旗下海南及出入境免税店销售可能不及预期。

### 2. 出入境政策及国际环境不利影响：

出入境政策及国际环境如发生不利变动，则进店客流、购物人数等将会受到影响，同时也影响公司相关免税店布局和规划。

### 3. 市场竞争激烈：

疫情发生以来，免税销售中占比较大的化妆品等品类在其他渠道价格竞争激烈，若部分品牌维持有税渠道较低价格，则影响公司价格优势进而影响销售和利润率水平。

### 4. 战略项目投资及管理未达预期的风险：

公司围绕战略目标进行中长期规划和项目投资，如环境发生变化，或审批、建设、招投标等环节不及预期，战略项目投资和管理可能有不达预期的风险。

## 资产负债表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	58456	69241	82010	96214
现金	31838	44852	53491	64173
应收票据及应收账款	139	158	188	215
其他应收款	1239	1149	1365	1564
预付账款	482	483	574	658
存货	21057	20561	23973	26833
其他流动资产	3701	2037	2419	2772
<b>非流动资产</b>	20414	18492	16249	14420
长期投资	2200	2400	2600	2800
固定资产	8387	7664	6620	5455
无形资产	2128	1677	1227	777
其他非流动资产	7700	6750	5801	5389
<b>资产总计</b>	78869	87733	98259	110634
<b>流动负债</b>	15329	18724	22011	25024
短期借款	369	319	259	179
应付票据及应付账款	6403	7789	9204	10515
其他流动负债	8556	10616	12547	14330
<b>非流动负债</b>	4359	3020	1695	590
长期借款	4273	2934	1609	504
其他非流动负债	86	86	86	86
<b>负债合计</b>	19688	21744	23706	25615
少数股东权益	5348	6255	7630	9223
股本	2069	2069	2069	2069
资本公积	17447	17447	17447	17447
留存收益	34318	40217	47407	56280
<b>归属母公司股东权益</b>	53834	59733	66923	75796
<b>负债和股东权益</b>	78869	87733	98259	110634

## 现金流量表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	15126	16524	12078	14175
净利润	7266	8325	10415	12749
折旧摊销	1310	2921	3043	2628
财务费用	-869	-261	-455	-630
投资损失	-87	-200	-190	-200
营运资金变动	5957	5675	-784	-428
其他经营现金流	1549	65	49	56
<b>投资活动现金流</b>	-4716	-865	-659	-656
资本支出	1769	800	600	600
长期投资	-2923	0	0	0
其他投资现金流	-24	-65	-59	-56
<b>筹资活动现金流</b>	-4628	-2646	-2780	-2837
短期借款	-1563	-50	-60	-80
长期借款	27	-1339	-1325	-1105
其他筹资现金流	-3092	-1257	-1395	-1652
<b>现金净增加额</b>	5990	13014	8640	10681

资料来源：同花顺 iFinD，平安证券研究所

注：估值比率对应 2024 年 4 月 9 日收盘价

## 利润表

单位：百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	67540	74000	87900	100700
营业成本	46049	50033	59122	67545
税金及附加	1644	1258	1547	1651
营业费用	9421	10656	12482	13897
管理费用	2208	2220	2373	2518
研发费用	58	39	46	53
财务费用	-869	-261	-455	-630
资产减值损失	-638	-683	-811	-929
信用减值损失	3	-4	-5	-6
其他收益	150	300	200	200
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	87	200	190	200
资产处置收益	48	22	20	15
<b>营业利润</b>	8677	9890	12378	15148
营业外收入	11	20	20	30
营业外支出	43	0	0	0
<b>利润总额</b>	8646	9910	12398	15178
所得税	1379	1586	1984	2428
<b>净利润</b>	7266	8325	10415	12749
少数股东损益	553	907	1375	1594
<b>归属母公司净利润</b>	6714	7417	9040	11156
EBITDA	9086	12571	14987	17175
EPS (元)	3.25	3.59	4.37	5.39

## 主要财务比率

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入(%)	24.1	9.6	18.8	14.6
营业利润(%)	13.9	14.0	25.2	22.4
归属于母公司净利润(%)	33.5	10.5	21.9	23.4
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	31.8	32.4	32.7	32.9
净利率(%)	9.9	10.0	10.3	11.1
ROE(%)	12.5	12.4	13.5	14.7
ROIC(%)	16.7	20.8	31.5	38.4
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	25.0	24.8	24.1	23.2
净负债比率(%)	-46.0	-63.0	-69.2	-74.7
流动比率	3.8	3.7	3.7	3.8
速动比率	2.2	2.5	2.5	2.6
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	486.5	468.7	468.7	468.7
应付账款周转率	7.23	6.44	6.44	6.44
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	3.25	3.59	4.37	5.39
每股经营现金流(最新摊薄)	7.31	7.99	5.84	6.85
每股净资产(最新摊薄)	26.02	28.87	32.35	36.64
<b>估值比率</b>				
P/E	25.3	22.9	18.8	15.2
P/B	3.2	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	17.39	11.27	8.97	7.31

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）

弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2024 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 B 座 25 层