

商贸零售行业深度报告

市内免税店落地展望：城市梳理及规模测算 增持（维持）

2025年01月08日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006
wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001
shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017
wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- **市内免税店政策梳理**：2024年8月27日，财政部等五部门联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》，明确自2024年10月1日起实施《市内免税店管理暂行办法》，规范市内免税店管理工作。
 - **新增购物场景**：国人出境前60日内可在市内免税店购物，于口岸提货点提取免税商品且一次性携带出境。
 - **提高消费限额**：市内免税店购买免税商品不设购物限额，仍须满足入境8000元限额。
 - **增设免税门店**：现有门店转型，新增广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙、福州8个城市各设1家门店。
 - **丰富销售品类**：鼓励销售国货“潮品”。
- **市内免税店相继落地**：中免6家市内免税店近期将陆续开业，新增8家门店已有5家发布中标结果，王府井签署武汉项目合作协议，中免中标广州、深圳、西安和福州4个项目。合作框架上，设立合资公司，免税商持股51%，地方企业持股49%，协议期限10年。
- **市内免税目标客群规模近9000万，已布局22城客流占比88%**：
 - **机场和邮轮出境游客**为市内免税店的主要潜在客群，2019年出境游客分别为8533/208万人，合计规模近9000万。
 - **原有市内店和外汇商店**所在14城机场出入境流量占比为61%，新增8城机场出入境流量占比为27%，市内店共卡位约9成机场出入境客流，其中上海/北京/广州占比分别为25%/17%/11%。
- **相关本地上市公司或受益于新增市内店项目**：本地百货、商业地产和机场文旅运营公司或参股市内免税店，可能受益的上市公司有武商集团、广百股份、深圳控股（深业集团子公司）、通程控股等。
- **如何展望市内免税店的中长期市场规模？**
 - **基于潜在客流*渗透率*客单价的销售拆分框架进行测算**，客流参考22城民航出境旅客量，渗透率和客单价参考韩国和海南离岛免税。
 - **展望市内免税市场短期/中期/长期市场规模**，测算为36/170/371亿元；敏感性分析测算长期规模可能为148~734亿元，合理预期为312~467亿元。
 - **单城市内免税的长期市场规模为数亿元~数十亿元级别**，民航出入境客流前5分别为上海/北京/广州/成都/深圳，长期市场空间分别为94/62/42/15/13亿元。
- **投资建议**：建议关注中国中免、王府井等免税运营商，武商集团等本地百货、商业地产公司，以及上海机场、北京首都机场股份、白云机场等机场标的。
- **风险提示**：居民出行消费需求走弱，市内免税门店落地不达预期，行业竞争加剧风险

行业走势



相关研究

表：重点公司估值（截至 2025 年 1 月 7 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601888	中国中免	1,292.42	62.47	3.25	2.46	2.91	19.25	25.39	21.47	买入
600859	王府井	159.59	14.06	0.62	0.53	0.55	22.50	26.53	25.56	增持

数据来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 市内免税店政策梳理	5
2. 如何展望市内免税店的中长期市场规模?	6
2.1. 市内免税店相继落地.....	6
2.2. 市内免税目标客群规模近 9000 万, 已布局 22 城客流占比 88%.....	7
2.3. 相关本地上市公司或受益于新增市内店项目	9
2.4. 测算市内免税长期市场规模可达 371 亿元.....	10
3. 投资建议	11
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 市内免税店购物场景.....	5
图 2: 民航出境旅客量 (单位: 万人)	7
图 3: 邮轮出境旅客量 (单位: 万人)	7
图 4: 原有和转型市内免税店所在城市机场 2019 年出入境客流及占比.....	8
图 5: 新增市内免税店所在城市机场 2019 年出入境客流及占比.....	8
图 6: 我国出入境人员结构 (单位: 亿人次)	9
图 7: 韩国居民免税购物情况.....	10
图 8: 海南离岛免税购物情况.....	10
图 9: 单城市内免税店长期销售规模测算.....	11
表 1: 市内免税店所在城市及运营主体.....	6
表 2: 新增 8 家市内免税店落地进度.....	6
表 3: 可能持股新增市内免税店的本地上市公司.....	9
表 4: 测算短/中/长期市内免税店销售规模	11
表 5: 市内免税可能的长期市场规模 (基于渗透率和客单价变化的敏感性分析)	11

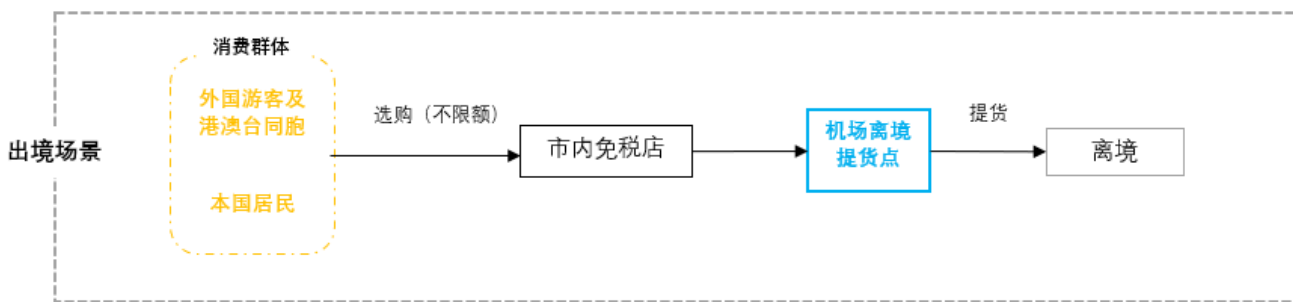
2024年8月27日，财政部等五部门联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》，明确自2024年10月1日起实施《市内免税店管理暂行办法》，规范市内免税店管理工作。新的市内免税店政策在购物场景和门店布局等方面均有扩容，有助于扩大内需和引导消费回流。

本文我们梳理了市内免税店政策的基本情况，以及新增城市门店落地进展和当地上市公司零售商，并通过市内店所在城市的出入境客流测算未来市内免税店的销售规模。

1. 市内免税店政策梳理

新增购物场景：国人出境前60日内可在市内免税店购物。此前市内免税门店以服务出境境外人士及归国居民为主，其中，出境境外人士于机场提货点提货，归国居民免税政策规定时间限制为入境180天内，市内免税店现场可提货。新的市内免税店政策允许即将于60日（含）内出境的旅客（包括不限于中国籍旅客）在即将离境口岸所属城市的市内免税店购物，并于口岸提货点提取免税商品且一次性携带出境。

图1：市内免税店购物场景



数据来源：东吴证券研究所绘制

提高消费限额：市内免税店购买免税商品不设购物限额，仍须满足入境8000元限额。此前，出境境外人士的市内免税消费不限额；归国居民免税政策规定选购额度为5000元。新政策不设市内免税购物限额，但应符合海关对于进境物品管理的规定，与境外购物合计免税限额8000元。

增设免税门店：现有门店转型，新增8个城市各设1家门店。1) 新政策规定中国中免旗下6家市内免税店适用新办法；2) 中服旗下12家和港中旅旗下1家共13家外汇商品免税店，自10月1日起3个月内转型为市内免税店，经海关验收合格后开业；3) 在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市，各设立1家市内免税店。

表1: 市内免税店所在城市及运营主体

类型	免税商	城市
原市内免税店	中免	北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚
外汇商店转型	中服	北京、上海、青岛、大连、南京、重庆、合肥、南昌、昆明、杭州、郑州、哈尔滨
	港中旅	哈尔滨
新增市内店	中免、王府井等	广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙、福州

数据来源: 公司官网, 东吴证券研究所

丰富销售品类: 鼓励销售国货“潮品”。市内免税店主要销售食品、服装服饰、箱包、鞋帽、母婴用品、首饰和工艺品、电子产品、香化产品、酒等便于携带的消费品, 同时鼓励市内免税店销售国货“潮品”。

2. 如何展望市内免税店的中长期市场规模?

2.1. 市内免税店相继落地

中免 6 家市内免税店近期将陆续开业。2024 年 12 月 31 日, 中免大连市内免税店焕新开业, 是《通知》发布后开业的首家市内免税店, 其商品涵盖美妆护肤、香水香氛、腕表首饰、太阳镜、酒水、食品等多个品类, 同时发挥渠道优势, 布局国潮品牌和国际品牌。我们预计中免其余 5 家市内店将于 2025 年 1 月起陆续开业。

新增 8 家市内免税店已有 5 家发布中标结果。2024 年 12 月起, 新设 8 家市内免税店项目陆续发布中标结果或合作协议。截至 2025 年 1 月 1 日, 王府井已与武商集团针对武汉市项目签署投资合作协议、成立合资公司, 中免集团陆续中标广州、深圳、西安和福州 4 个市内免税店项目, 仍有成都、长沙和天津项目的免税商中标结果未公布。

表2: 新增 8 家市内免税店落地进度

城市	进展	免税商	本地合资方	市内店选址
武汉	2024.12.26 签署合作协议	王府井	武商集团	江汉区武汉国际广场购物中心
广州	2024.12.27 已中标	中免		
深圳	2024.12.23 中标	中免	深圳免税集团、深业集团	福田区深业上城
西安	2024.12.26 中标	中免	西部机场集团、陕西省及西安市国企	碑林区中大国际(南大街店)
福州	2024.12.27 中标	中免	福建省旅游发展集团、厦门翔业集团	鼓楼区恒力城
成都	(待定)			
长沙	(待定)			
天津	(待定)			

数据来源: 公司公告, 公司官网, 政府招采网, 东吴证券研究所

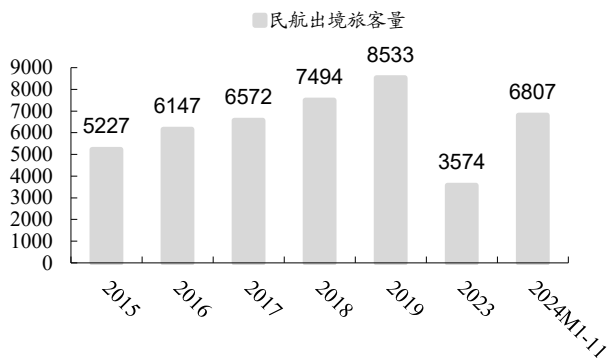
合作框架: 设立合资公司, 免税商持股 51%, 地方企业持股 49%, 协议期限 10 年。

《办法》规定在全国范围内具有免税品经营资质的企业可平等竞争市内免税店经营权; 市内免税店经营主体可为单一股东或多元股东, 可采取参股、合作等方式经营市内免税店; 经营主体必须经竞争确定并由免税商绝对控股。以武汉项目为例, 1) **股权架构:** 王府井与武商集团拟合资设立王府井武商免税, 王府井持股 51%, 武商集团持股 49%, 协议期限 10 年; 2) **合作方式:** 合资公司负责免税店的运营管理, 并与武商集团旗下武汉国际广场购物中心签订场地租赁合同; 3) **人员安排:** 合资公司董事会由 3 人组成, 王府井/武商集团分别提名 2/1 名董事, 总理由武商集团提名, 财务总监由王府井提名。

2.2. 市内免税目标客群规模近 9000 万, 已布局 22 城客流占比 88%

机场和邮轮出境游客为市内免税店的主要潜在客群, 2019 年规模近 9000 万人。 通过机场和邮轮出入境旅客为市内免税店的主要潜在消费客群, 机场出入境旅客包括国际和港澳台航线出入境的中国和境外客流, 邮轮出入境旅客包括乘坐母港邮轮出入境的中国游客和乘坐邮轮访问中国的境外游客。2019 年民航出境旅客量为 8533 万人, 邮轮出境旅客量为 208 万人, 合计规模接近 9000 万人。2024 年出入境客流快速恢复, 民航 1-11 月客流恢复到 2019 年同期的 87%, 邮轮上半年旅客量较 2019 年同期恢复超 5 成。

图2: 民航出境旅客量 (单位: 万人)



数据来源: 民航局, 东吴证券研究所

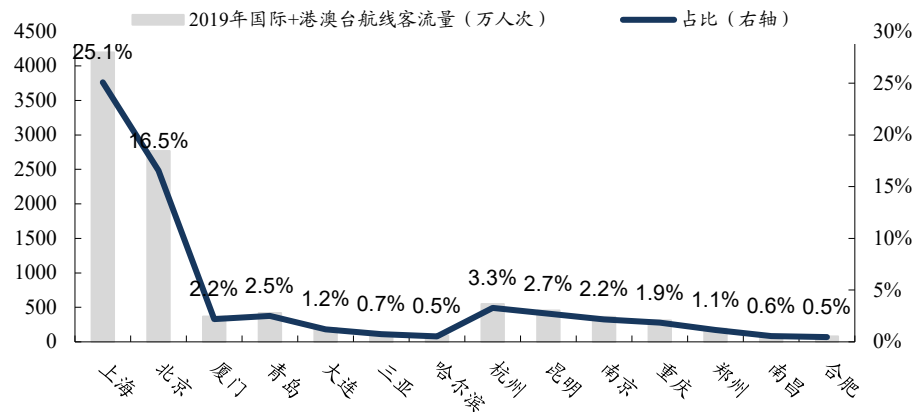
图3: 邮轮出境旅客量 (单位: 万人)



数据来源: 中国邮轮发展报告, 东吴证券研究所

原有市内店和外汇商店所在城市机场出入境流量占比为 61%。 原有和转型的 19 家市内免税店共占据上海、北京等 14 个城市, 根据民航局、边检站等数据, 2019 年 14 城机场出入境客流 (国际+地区航线) 占民航出入境总客流的 61%, 其中上海/北京占比分别为 25%/17%。根据弗若斯特沙利文, 2019/2021 年中国市内免税店销售额为 3/6 亿元, 场景限制下规模小, 2025 年起原有和转型门店将陆续开业, 拓宽场景后, 预计贡献免税销售额增量。

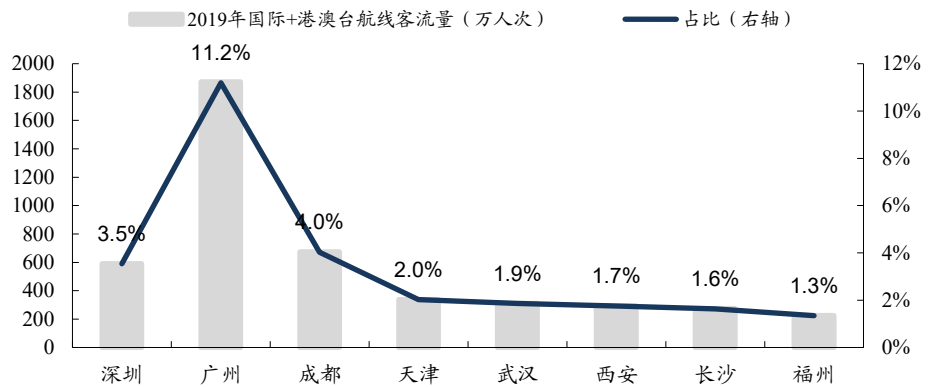
图4：原有和转型市内免税店所在城市机场 2019 年出入境客流及占比



数据来源：民航局，边检站，公司公告，东吴证券研究所

新增 8 城机场出入境流量占比为 27%，市内店共卡位约 9 成机场出入境客流。根据民航局、边检站数据，新增市内店所在的 8 个城市机场 2019 年出入境客流（国际+地区航线）占民航出入境总客流的 27%，其中广州/深圳分别占比 11%/4%；移民局口径下，2019 年深圳口岸边检出入境客流占比为 36%。新增 8 家门店落地后，市内免税店共布局 22 个重要城市，2019 年机场出入境客流占比 88%，卡位北上广深一线城市以及成都、杭州等二线城市。

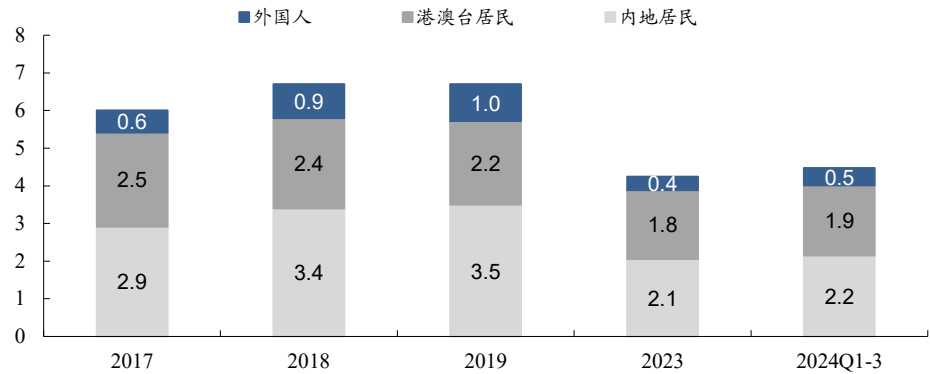
图5：新增市内免税店所在城市机场 2019 年出入境客流及占比



数据来源：民航局，边检站，公司公告，东吴证券研究所

2019 年内地居民出入境人次 3.5 亿次，占比 52%。2017-2019 年我国出入境人员人次分别为 6.0/6.7/6.7 亿人次，其中内地居民占比分别为 48%/51%/52%，2019 年内地居民出入境人员总数达 3.5 亿人次，为市内免税销售主要潜在客群。2024 年前三季度出入境人次恢复至 2019 年同期的 87%，其中内地居民、港澳台居民和外国人占比分别为 48%/42%/10%，较 2019 年全年-4pct/+8pct/-4pct。

图6: 我国出入境人员结构 (单位: 亿人次)



数据来源: 国家移民局, 东吴证券研究所

外国人过境免签政策进一步扩容, 有望为市内免税店带来可观客流增量。发展入境游是推动旅游业高质量发展、促进国内消费的重要内容, 2023 年以来国家针对入境游出台了一系列政策文件, 其中逐步扩容的过境免签政策效果显著。根据国家移民局数据, 2024 年 H1 全国各口岸入境外国人 1463.5 万人次, 同比+153%, 其中通过免签入境 854.2 万人次, 同比+190%; Q3 入境外国人人次同比+48.8%, 其中通过免签入境同比+78.6%。2024 年 12 月 17 日起, 过境免签政策的停留时间、免签范围和活动区域均进一步放宽优化。市内免税店鼓励销售国货“潮品”, 或将吸引外国人购买, 随着免签政策刺激入境客流持续增长, 外国人潜在客群将贡献市内免税店销售增量。

2.3. 相关本地上市公司或受益于新增市内店项目

本地百货、商业地产和机场文旅运营公司或参股市内免税店。新增 8 城的市内免税店将由免税商和本地国有企业成立合资公司运营, 我们以武汉项目武商集团持股 49% 为例, 梳理相关本地相关企业, 一般包括百货或免税公司、商业地产公司、机场或文旅资产运营公司等。可能受益的上市公司有武商集团、广百股份、深圳控股 (深业集团子公司)、通程控股等, 非上市公司有深免集团、深业集团、西部机场集团、福建旅发集团、厦门翔业集团等。

表3: 可能持股新增市内免税店的本地上市公司

城市	本地上市公司	本地非上市公司
武汉	武商集团 (000501.SZ)	
深圳	深圳控股 (0604.HK)	深圳免税集团、深业集团
西安		西部机场集团、陕西省及西安市国企
福州		福建省旅游发展集团、厦门翔业集团
广州 (未公布)	广百股份 (002187.SZ)	
成都 (未公布)		四川省机场集团
长沙 (未公布)	通程控股 (000419.SZ)	
天津 (未公布)		

数据来源：公司官网，政府招采网，东吴证券研究所整理

2.4. 测算市内免税长期市场规模可达 371 亿元

本节我们基于潜在客流*渗透率*客单价的销售拆分框架，预期市内免税市场短期/中期/长期总规模，对长期市内免税规模进行敏感性分析，同时测算市内店已布局 22 城的长期市场规模。

渗透率及客单价要素可参照疫情前韩国及近几年海南市场。 1) 韩国免税店渗透率维持高位，客单价因限额放开提升。2019/2023 年韩国免税购物渗透率分别为 49%/35%，客单价分别为 749/880 元，年化市场规模分别为 213/141 亿元。2) 离岛免税渗透率接近 20%水平，客单价有所下滑。2023/2024 海南离岛免税渗透率分别为 20%/17%，客单价分别为 6470/5444 元，2023/2024 年化市场规模分别为 437/309 亿元。

图7：韩国居民免税购物情况

韩国免税店销售情况	2017	2018	2019	2023
潜在客群数量（韩国居民出境人次：万人）	2673	2893	2890	2271
韩国居民出境人次渗透率（人次/人口数量）	52%	56%	56%	44%
实际客户数量（免税购物人次：万人）	3088	2994	2843	1607
渗透率（免税购物人次/出境人次）	58%	52%	49%	35%
客单价（万韩元）	12.4	13.2	14.2	16.7
换算为人民币（元）	650	696	749	880
年化市场规模（亿韩元）	38156	39597	40456	26859
换算为人民币（亿元）	201	208	213	141

数据来源：韩国免税业协会，东吴证券研究所

注：韩国出境公民免税购物限额为 5000 元（2022 年 3 月取消），换算人民币使用汇率为 1 人民币=190 韩元

图8：海南离岛免税购物情况

海南离岛免税销售情况	2019	2020	2021	2022	2023	2024
潜在客群数量（赴岛游国内居民人次：万人）	3014	2217	2377	1653	3329	3423
实际客户数量（免税购物人次：万人）	205	448	671	422	676	568.3
渗透率（免税购物人次/赴岛游居民人次）	7%	20%	28%	26%	20%	17%
客单价（元）	6585	6134	7373	8270	6470	5444
年化市场规模（亿元）	135	275	495	349	437	309

数据来源：海口海关，海南省交通厅，东吴证券研究所

基于以下假设综合测算市内免税店短/中/长期规模：短期为门店开业首年，假设 2025 年；中期为出入境及消费意向均恢复正常时，假设 2027 年；长期为成熟阶段年化，假设 2030 年。

1) 潜在客群：2019 年民航口岸出境（国际+港澳台）客流达 0.85 亿人，其中市内店布局的 22 城出境客流约为 0.75 亿人，形成了市内免税销售主要潜在客群。随着市内店布局完善、居民出入境恢复，预期短/中/长期出境潜在客群人数为 0.45/0.75/0.82 亿人。

2) 渗透率及客单价：未来市内免税门店布局完善叠加内地居民消费意愿及能力的恢复，渗透率及客单价将持续提升。预期出境旅客市内免税购物渗透率短/中/长期分别为 10%/15%/18%，客单价短/中/长期分别为 800/1500/2500 元（约束条件为渗透率不超过海南离岛免税，客单价受限额影响较离岛免税显著低）。

综上我们预期市内免税店短/中/长期市场规模为 36/170/371 亿元。

表4: 测算短/中/长期市内免税店销售规模

国人出境市内免税	短期 2025	中期 2027	长期 2030
潜在客群人数 (内地居民出境人次: 亿人)	0.45	0.75	0.82
渗透率 (免税购物人次/出境人次)	10%	15%	18%
客单价 (元)	800	1500	2500
预期市场规模 (亿元)	36	170	371

数据来源: 东吴证券研究所测算

对市内免税店长期市场规模做敏感性分析, 渗透率 12%-27%, 步长为 3%, 客单价区间 1500-3300 元, 步长 300, 测算得长期规模可能为 148~734 亿元, 合理预期为 312~467 亿元。

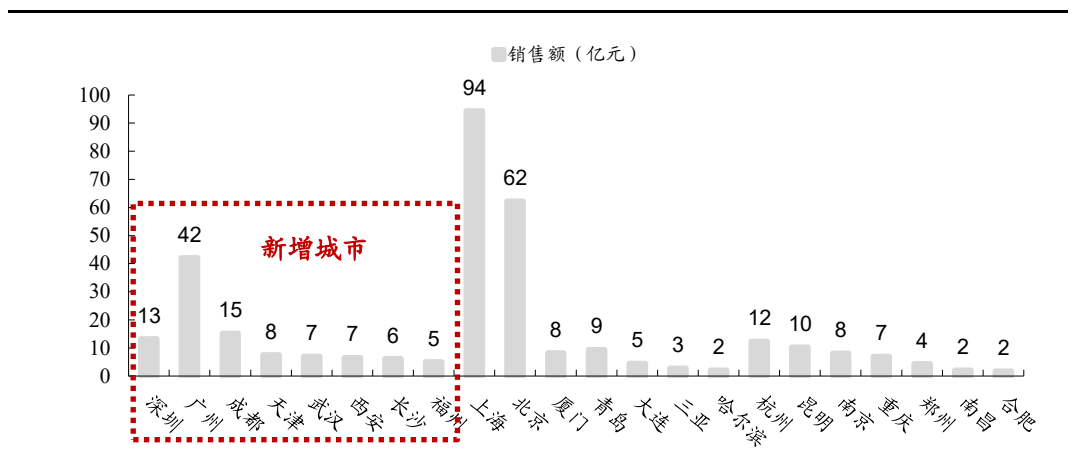
表5: 市内免税可能的长期市场规模 (基于渗透率和客单价变化的敏感性分析)

单位: 元	1500	1800	2100	2400	2700	3000	3300
12%	148	178	208	237	267	297	326
15%	185	223	260	297	334	371	408
18%	223	267	312	356	401	445	490
21%	260	312	363	415	467	519	571
24%	297	356	415	475	534	593	653
27%	334	401	467	534	601	668	734

数据来源: 东吴证券研究所测算

单城市内免税的长期市场规模为数亿元~数十亿元级别。长期情境下, 假设渗透率 18%, 客单价 2500 元, 市内免税店所在城市民航出入境客流前 10 分别为上海/北京/广州/成都/深圳/杭州/昆明/青岛/厦门/南京, 市内免税长期市场空间分别为 94/62/42/15/13/12/10/9/8/8 亿元。

图9: 单城市内免税店长期销售规模测算



数据来源: 边检站, 东吴证券研究所测算

3. 投资建议

政策引导市内免税有望提额扩容，加强品类完善和场景打造，引导消费回流；出境客流恢复和消费意愿触底回升有望助力市内免税持续放量，中长期市场规模增长潜力大。建议关注中国中免、王府井等免税运营商，武商集团等本地百货、商业地产公司，以及上海机场、北京首都机场股份、白云机场等机场标的。

4. 风险提示

居民出行消费需求走弱风险：由于宏观经济波动，居民出行或奢侈品消费可能会走弱，影响国内消费大盘，致使公司营收承压。

市内免税门店落地不达预期风险：若市内店开业进度不及预期，将使得公司市内免税销售不及预期。

行业竞争加剧风险：免税政策放宽且鼓励市场化竞争，同时电商平台等有税渠道折扣加大，可能造成公司为维护市场份额进行更多销售活动和折扣，毛利率不达预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的,应当注明出处为东吴证券研究所,并注明本报告发布人和发布日期,提示使用本报告的风险,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的,应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期(A 股市场基准为沪深 300 指数,香港市场基准为恒生指数,美国市场基准为标普 500 指数,新三板基准指数为三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的),北交所基准指数为北证 50 指数),具体如下:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于基准 5%以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对基准-5%与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于基准 5%以上。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议。投资者买入或者卖出证券的决定应当充分考虑自身特定状况,如具体投资目的、财务状况以及特定需求等,并完整理解和使用本报告内容,不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>