

潮起海之南，逐浪市内免税新征程

华泰研究

2025年1月27日 | 中国香港

首次覆盖

其他服务

投资评级(首评):

买入

目标价(港币):

58.72

研究员

SAC No. S0570524050001
SFC No. BDO986

樊俊豪

fanjunhao@htsc.com
+(852) 3658 6000

研究员

SAC No. S0570523120004
SFC No. BTM417

曾琚

zengjun@htsc.com
+(86) 21 2897 2228

研究员

SAC No. S0570516080001
SFC No. BQE385

梅昕

meixin@htsc.com
+(86) 21 2897 2080

中国中免港股(1880 HK)首次覆盖予以“买入”评级，目标价 58.72 港币。中免是全球门店类型最全、单一国家网点最多的免税运营商，规模优势突出。24 年以来离岛免税主业受消费环境和基数影响，整体经营承压，公司估值位于历史底部 (PEttm 位于 2018 年以来的 4%分位)。展望 25 年，我们认为口岸客流有序修复持续贡献收入增长动能，租金调整和品类优化或带动盈利提升，经营企稳可期。立足长期，公司龙头地位稳固，重视优化运营能力，若海南封关落地有望凭借规模和体验优势承接需求增量。新市内店政策开辟成长机遇，中免坐拥 6 家存量店先发效应明显，25 年店改落成或增厚业绩。

行业成长空间广阔，规模优势为竞争关键胜负手

全球旅游业有序复苏带动旅游零售蓬勃发展，22 年中国旅游零售市场规模（销售额口径）达 1000 亿，其中免税业态 2022-2026 年复合增长率有望达 54%（科尔尼预测）。我们认为规模优势有助于提高免税运营商议价能力、丰富品牌结构、实现更优选址布局，是竞争的关键要素。中免手握全牌照，覆盖主要离岛和机场流量，合作品牌数超 1,400 个，规模效应下龙头地位巩固。同时消费税改革积极酝酿，免税渠道性价比优势有望进一步凸显。

离岛免税储备项目有序推进，口岸恢复+市内政策落地开辟新机遇

据《海南自由贸易港建设总体方案》，海南预计将于 2025 年实施全岛封关运作，或激发海南自贸港消费活力。中免海棠湾三期等储备项目有序推进，有望承接需求新增量。23 年以来出入境客流恢复带动口岸免税有序复苏，流量控制权变化使得中免与北上广三大机场重谈租金扣点协议，提振机场渠道盈利能力。24 年 8 月国人离境市内店政策落地，截至 25 年 1 月中免已在 13 个城市落地市内店，或将充分受益于新政。我们预计远期京沪两大市内店收入规模有望达 281 亿。三线并进有望构筑公司可持续增长动能。

我们与市场不同的观点

市场认为中免的核心优势在于牌照价值，封关后优势或有所稀释。但我们认为规模是中免在竞争中的胜负手，我们认为若封关实施，离岛免税仍有望在税收减免、额度和品类等方面保持相对优势。中免作为免税综合体，有望减轻外汇、仓储、物流成本，并带动公司新业态培育，利好长期发展。

港股首次覆盖予以“买入”评级；目标价 58.72 港币

考虑当前海南消费环境和口岸恢复情况，我们预计 24-26 年 EPS 为 2.06/2.27/2.55 元，对应 CAGR 为 11%。公司龙头地位突出，牌照拥有量具备稀缺性，规模优势突出，给予溢价，参考可比公司 Wind 一致预期 25 年 PE 均值 19X，给予中免港股 (1880 HK) 25 年 24X PE，目标价 58.72 港币，首次覆盖予以“买入”评级。

风险提示：免税政策变动风险；市场竞争加剧风险；测算和实际偏差风险。

经营预测指标与估值

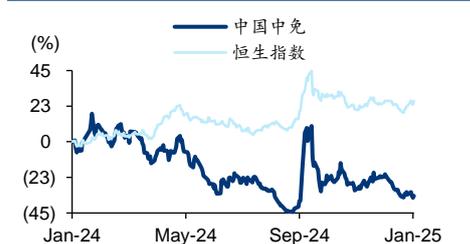
会计年度	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入 (人民币百万)	54,433	67,540	56,492	61,111	66,144
+/-%	(19.57)	24.08	(16.36)	8.18	8.24
归属母公司净利润 (人民币百万)	5,030	6,714	4,263	4,697	5,281
+/-%	(47.89)	33.46	(36.50)	10.17	12.44
EPS (人民币, 最新摊薄)	2.43	3.25	2.06	2.27	2.55
ROE (%)	11.43	12.28	8.11	9.17	9.72
PE (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB (倍)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA (倍)	12.36	11.28	9.69	11.11	10.11

资料来源：公司公告、华泰研究预测

基本数据

目标价 (港币)	58.72
收盘价 (港币 截至 1 月 24 日)	46.80
市值 (港币百万)	96,823
6 个月平均日成交额 (港币百万)	141.03
52 周价格范围 (港币)	37.85-86.90
BVPS (人民币)	26.21

股价走势图



资料来源：S&P

盈利预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	54,433	67,540	56,492	61,111	66,144
销售成本	(38,982)	(46,049)	(38,316)	(40,206)	(42,889)
毛利润	15,451	21,491	18,176	20,905	23,255
销售及分销成本	(4,032)	(9,421)	(6,879)	(7,295)	(8,302)
管理费用	(2,209)	(2,208)	(2,655)	(3,185)	(3,400)
其他收入/支出	(1,254)	(1,703)	(1,322)	(1,436)	(1,562)
财务成本净额	(220.28)	868.80	(679.28)	(647.88)	(619.03)
应占联营公司利润及亏损	162.49	97.40	37.51	10.00	10.00
税前利润	7,617	8,646	6,154	7,828	8,801
税费开支	(1,429)	(1,379)	(1,231)	(1,957)	(2,200)
少数股东损益	1,158	552.53	660.07	1,174	1,320
归母净利润	5,030	6,714	4,263	4,697	5,281
折旧和摊销	(1,437)	(1,310)	(4,357)	(1,254)	(1,510)
EBITDA	8,941	9,208	10,851	9,363	10,534
EPS (人民币, 基本)	2.43	3.25	2.06	2.27	2.55

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
存货	27,926	21,057	24,021	24,714	28,897
应收账款和票据	151.30	138.84	92.45	173.79	107.05
现金及现金等价物	26,892	31,838	30,648	32,847	31,280
其他流动资产	2,236	5,422	4,260	5,772	4,437
总流动资产	57,205	58,456	59,021	63,506	64,722
固定资产	7,286	7,359	5,764	6,733	7,706
无形资产	2,458	2,128	2,251	2,155	2,069
其他长期资产	8,958	10,927	9,769	10,596	10,817
总长期资产	18,702	20,414	17,784	19,484	20,592
总资产	75,908	78,869	76,806	82,991	85,314
应付账款	7,679	6,403	5,433	6,103	6,773
短期借款	1,932	369.43	20.00	20.00	20.00
其他负债	7,869	8,556	6,378	8,863	6,809
总流动负债	17,480	15,329	11,831	14,986	13,601
长期债务	2,509	2,522	2,447	2,166	1,956
其他长期债务	1,791	1,837	1,837	1,837	1,837
总长期负债	4,300	4,359	4,284	4,003	3,793
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
储备/其他项目	46,505	51,765	52,614	54,751	57,349
股东权益	48,573	53,834	54,683	56,820	59,418
少数股东权益	5,554	5,348	6,008	7,182	8,502
总权益	54,127	59,182	60,691	64,002	67,920

估值指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
PE	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
EV EBITDA	12.36	11.28	9.69	11.11	10.11
股息率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA
自由现金流收益率 (%)	NA	NA	NA	NA	NA

资料来源:公司公告、华泰研究预测

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
EBITDA	8,941	9,208	10,851	9,363	10,534
融资成本	220.28	(868.80)	679.28	647.88	619.03
营运资本变动	(11,636)	5,957	(4,768)	793.70	(4,009)
税费	(1,429)	(1,379)	(1,231)	(1,957)	(2,200)
其他	488.03	2,210	(377.10)	(287.75)	(228.88)
经营活动现金流	(3,415)	15,126	5,155	8,560	4,715
CAPEX	(2,995)	(1,802)	(2,043)	(1,115)	(1,149)
其他投资活动	(811.27)	(2,914)	342.76	(1,839)	(1,469)
投资活动现金流	(3,807)	(4,716)	(1,701)	(2,954)	(2,619)
债务增加量	4,030	(1,549)	(425.04)	(280.84)	(210.04)
权益增加量	116.38	0.00	0.00	0.00	0.00
派发股息	(2,929)	(1,655)	(3,414)	(2,560)	(2,683)
其他融资活动现金流	14,237	(1,423)	(806.40)	(565.18)	(769.76)
融资活动现金流	15,455	(4,628)	(4,645)	(3,406)	(3,663)
现金变动	9,106	5,990	(1,191)	2,199	(1,567)
年初现金	16,657	25,762	31,838	30,648	32,847
汇率波动影响	872.94	207.20	0.00	0.00	0.00
年末现金	25,762	31,752	30,648	32,847	31,280

业绩指标

会计年度 (倍)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
增长率 (%)					
营业收入	(19.57)	24.08	(16.36)	8.18	8.24
毛利润	(32.21)	39.09	(15.42)	15.01	11.24
营业利润	(48.53)	13.88	(28.94)	26.79	12.47
净利润	(47.89)	33.46	(36.50)	10.17	12.44
EPS	(50.82)	33.46	(36.50)	10.17	12.44
盈利能力比率 (%)					
毛利率	28.39	31.82	32.17	34.21	35.16
EBITDA	16.43	13.63	19.21	15.32	15.93
净利率	11.37	10.76	8.71	9.61	9.98
ROE	11.43	12.28	8.11	9.17	9.72
ROA	8.15	9.21	6.41	7.07	7.74
偿债能力 (倍)					
净负债比率 (%)	(40.22)	(47.59)	(45.35)	(46.75)	(42.28)
流动比率	3.27	3.81	4.99	4.24	4.76
速动比率	1.60	2.17	2.63	2.30	2.35
营运能力 (天)					
总资产周转率 (次)	0.83	0.87	0.73	0.76	0.79
应收账款周转天数	0.85	0.77	0.74	0.78	0.76
应付账款周转天数	62.52	54.83	55.38	51.43	53.82
存货周转天数	220.03	191.47	211.76	218.18	225.00
现金转换周期	158.36	137.42	157.12	167.54	171.94
每股指标 (人民币)					
EPS	2.43	3.25	2.06	2.27	2.55
每股净资产	23.48	26.02	26.43	27.46	28.72

正文目录

投资要点	6
公司看点.....	6
与市场区别的观点.....	6
公司复盘：H股上市，迈入全球扩张新征程	7
股价复盘：磨砺四十载，开启 A+H 新纪元.....	7
财务复盘：聚焦免税主业，经营步伐稳健.....	8
行业：全球旅游复苏，免税空间再展望	10
免税行业：规模成长空间广阔，免税性价比优势凸显.....	11
渠道价值 1：品类结构调整，奢侈品消费打开增量空间.....	12
渠道价值 2：价格优势显著，消费税改革进一步放大性价比.....	13
公司核心优势：规模效应助力免税龙头强者恒强	16
核心优势 1：手握全牌照，卡位优势突出.....	16
核心优势 2：规模优势凸显议价能力，提升盈利水平.....	17
核心优势 3：品牌品类资源丰富，消费体验升级.....	18
离岛免税承压，口岸和市内店迎发展新机	19
离岛免税：量价承压修复，封关后仍有望维持相对优势.....	19
未来分析 1：不利因素影响减弱，离岛免税销售承压趋势有望缓解.....	20
未来分析 2：增量项目和消费体验的提升或带动渗透率的增长.....	21
未来分析 3：消费品类的结构化调整或带动客单价的提升.....	21
未来分析 4：封关后，离岛免税仍有望保持购物品类、税费减免力度、限额上的相对优势.....	22
口岸免税：快速复苏，带动盈利能力改善.....	22
市内免税：国家政策落地，开辟成长新机.....	24
市内店优势 1：承接引导消费回流.....	24
市内店优势 2：相较于机场免税店，市内免税店的盈利能力更强.....	25
市内店优势 3：形成中国文旅重要名片，助力国货出海，做大中国品牌.....	25
空间测算：对标韩国/离岛，京沪远期规模有望至 281 亿元.....	25
盈利预测与估值	27
盈利预测.....	27
风险提示.....	28

图表目录

图表 1：中国中免股价复盘.....	7
图表 2：中国中免季度收入及增速.....	8
图表 3：中国中免季度归母净利润及归母净利率.....	8
图表 4：按业务划分的主营业务收入.....	8
图表 5：按渠道划分的主营业务收入.....	8

图表 6: 中国中免分业务毛利率	9
图表 7: 中国中免销售费用率及归母净利润率	9
图表 8: 中国中免分红情况	9
图表 9: 全球旅游人次复苏情况	10
图表 10: 全球各地区旅游人次占比变化	10
图表 11: 我国出入境政策持续放宽	10
图表 12: 全球免税购物情况	11
图表 13: 国内旅游零售市场规模 (销售入口径)	11
图表 14: 免税行业盈利模式拆解	11
图表 15: 免税行业产业链拆解	12
图表 16: 22 年与 19 年按品类划分的免税与旅游零售市场份额变化	12
图表 17: 2011-2023 年国人全球奢侈品消费额	12
图表 18: 头部奢侈品品牌入驻海南免税城	12
图表 19: 国内免税价格渠道优势明显	13
图表 20: 国内免税价格渠道优势明显	13
图表 21: 关于消费税改革的重大政策和要点梳理	14
图表 22: 我国消费税税目中奢侈品相关的细则	14
图表 23: 全球娱乐消费税课税科目	14
图表 24: 以高端化妆品为例的消费税征收环节后移影响测算	15
图表 25: 我国免税商拥有牌照情况	16
图表 26: 中免离岛和口岸免税店布局情况	17
图表 27: 前五大供应商采购额占比变化	17
图表 28: 中免采购回扣占比变化	17
图表 29: 中免机场渠道营收及占比变化	18
图表 30: 中免与国内外免税运营商毛利率对比	18
图表 31: 中免与国内外合作品牌数量对比	18
图表 32: 中免合作品牌结构	18
图表 33: 海南离岛免税销售额及增速	19
图表 34: 中免离岛和口岸免税店布局情况	20
图表 35: 中免存货周转改善	20
图表 36: 中国赴日本旅客人次 (2022-2024.07)	20
图表 37: 海南免税市场当前已披露的后续新增/改扩建项目 (截至 2024 年 12 月)	21
图表 38: 海南离岛销售件单价变化	21
图表 39: 海南离岛销售额品类结构变化	21
图表 40: 海南封关前后零售门店税务处理对比, 及封关后有税免税门店对比	22
图表 41: 民航国际航班量恢复情况	22
图表 42: 日上收入及较 19 年恢复度	22
图表 43: 中免集团中标机场免税店情况	23
图表 44: 2024 年上海机场租金敏感性分析	24
图表 45: 按特许经营费拆分预测的口岸与离岛业务占比及毛利率	24



图表 46: 引导承接消费回流与免税渠道的关系	24
图表 47: 上海&北京市内店收入规模预测的敏感性分析.....	26
图表 48: 公司主营业务盈利预测.....	27
图表 49: 可比公司估值表.....	28

投资要点

公司看点

中国中免是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商，拥有免税店超 200 家，中免于 2009 年和 2022 年分别在 A 股和 H 股上市，品牌认知度和竞争力不断提升。立足当前，我们认为中免积极克服外部环境影响，凭借供应链深耕、品类优化等打造长期竞争力：1) 手握全牌照、线上线下协同发展，覆盖离岛和机场主要流量；2) 龙头地位稳固，双边规模效应下议价能力强、门店区位优，推动收入和盈利水平提高；3) 品牌资源丰富，产品供应能力稳定，新项目逐步落地带动消费体验提升。

当前公司位于历史估值底部（PEttm 位于 2018 年以来的 4%分位），短期内，我们认为口岸国际客流修复贡献收入增长动能，机场租金调整和品类结构优化有望带动盈利提升；立足长期，公司龙头地位稳固，我们认为封关后中免有望受益于市场需求扩容、继续保持品类和税费减免优势，市内店政策落地后中免存量门店灵活切换、新增门店可期，有望带来发展新机遇。

与市场区别的观点

1) 市场认为中免的核心优势在牌照价值，但我们认为规模优势是中免在竞争中的胜负手，规模扩大带动公司议价能力提升和品牌品类丰富，同时具备门店布局选址和优惠倾斜优势，正向循环下公司龙头地位得以巩固。

- **旅游需求延续旺盛，有望带动免税温和复苏：**23 年以来国际旅游不断复苏，其中亚太地区旅游人次和航空客运量贡献占比超 50%（WTCF），国内旅游市场回暖，3Q24 国内出游人次/出游总花费分别同比+17.2%/+16.5%（文旅部），入境整体/免签入境的外国人次分别同比+48.8%/+78.6%（国家移民管理局）。伴随旅游市场修复，我国免税零售成长空间广阔，2022-2026 年复合增长率有望达 54%（科尔尼预测）。
- **规模为免税竞争关键要素：**免税运营商规模越大，议价能力越强，品牌扩充和结构优化有助于提高转化率，并实现更优选址布局和优惠倾斜，因此规模优势是竞争和盈利的关键要素。我们认为当前中免手握口岸、离岛、市内免税全牌照，覆盖了主要的离岛免税和出入境流量，合作品牌数量超 1,400 个，公司通过集中直采模式降低采购成本，调整租金协议降低销售费用，盈利水平提升，规模效应下公司龙头地位不断巩固。
- **性价比优势有望进一步凸显：**我们预计改革重点方向或为扩大征税范围（更多高档、奢侈消费品或纳入征收范围）、和征税环节后移（税率不变情况下，税基抬升可能导致终端价格提高），免税渠道价格和品类优势更为突出。

2) 市场认为海南封关后，或稀释免税运营商价格优势，但我们认为若封关实施，中免作为免税综合体，有望减轻外汇、仓储、物流成本，并带动公司新业态培育，利好长期发展。

- **离岛免税#海南全面封关影响：**根据 2020 年发布的《海南自由贸易港建设总体方案》，海南预计将于 2025 年实施全岛封关运作，激发海南自贸港消费活力。我们认为封关后免税离岛政策仍将保留，相较于有税渠道仍具备相对价格优势。中免加大综合体建设丰富服务业态，海棠湾二期等新项目有序推进，市场扩容后有望通过丰富消费者购物、文旅、展览等体验一体化，持续提高吸引力和竞争力，推动收入增长。
- **口岸免税#租金下降影响：**23 年以来出入境客流恢复带动口岸免税购物人次增长，1H24 中免境内出入境免税收入同比增长超 100%（公司中报）；同时根据最新签约协议公告，中免与北上广三大机场协议模式调整为“低保底+低提成”模式，我们测算中性情景下，2024 年上海机场租金为 7.2 亿元/同比 2023 年-60%/相比于 2019 年-82%，租金下降后口岸免税的价格优势扩大，收入占比提高驱动公司整体毛利率改善。
- **市内免税#市内店政策落地展望：**2024 年 8 月，财政部等 5 部联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》。我们认为，市内免税店是承接消费回流和国货出海的重要渠道；相比于口岸免税店，市内店选址灵活、租金低廉、门店空间大、品类丰富，统一采购下中免规模优势和盈利能力有望进一步增强。参考 2019 年韩国市内免税和京沪机场免税情况，我们预估远期市内店收入规模有望达 281 亿元。截至 25 年 1 月中免已在 13 个城市落地市内店，中免在产品布局和机场联动等方面准备充分，有望凭借牌照和规模优势在本次政策中获益。

公司复盘：H股上市，迈入全球扩张新征程

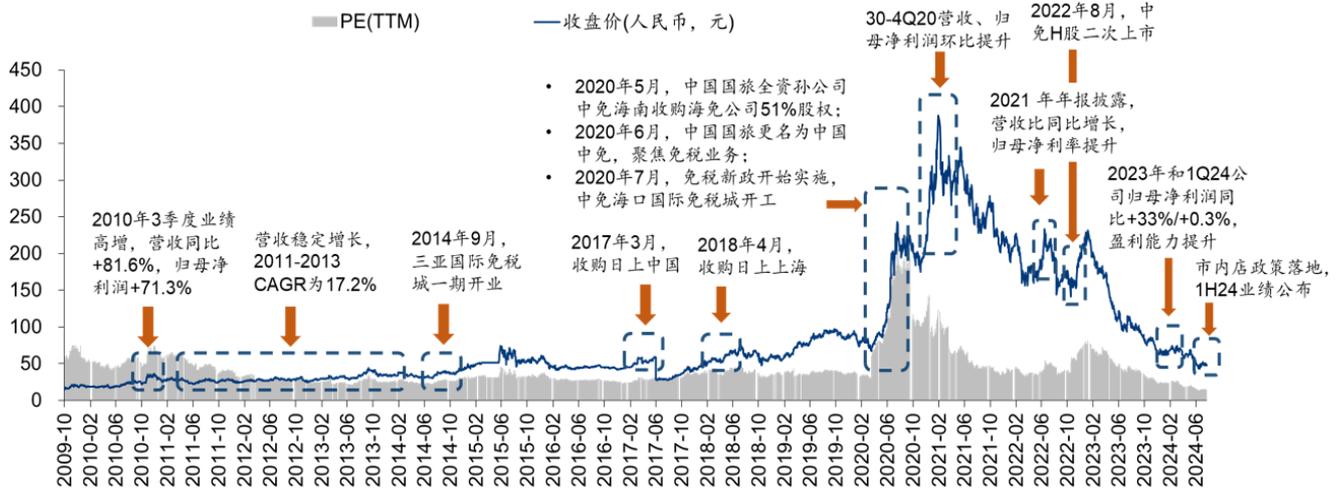
中国中免：覆盖全免税销售渠道的零售运营商。自1984年中国免税品公司(中免集团前身)成立以来，中国中免历经近40载耕耘发展，是全球免税店类型**最全**、**单一国家零售网点最多**的免税运营商。截至3Q24，中免在全球范围内共有200多家免税门店，覆盖境内超30省100城，以及港、澳、柬埔寨等地，涵盖机场、机上、边境、外轮供应、客运站、火车站、外交人员、邮轮和市内9大类型。

股价复盘：磨砺四十载，开启A+H新纪元

引领中国免税发展，稳扎稳打。回溯40年发展，中免与中国免税业相携而行，历经初创成长(1984-2009年)、乘风高增(2010-2016年)、转型腾飞(2017至今)三个阶段。2011年应离岛免税政策落地建立三亚国际免税城，2017/18年相继收购日上中国和日上上海，19年剥离旅行社业务聚焦免税主业，中免及时把握了时代与政策发展的关键时点，完成自我的蜕变与成长。而今，离岛免税新政已实行4年，全球奢侈品和旅游零售市场在复苏中重塑，我们认为，中免又将站上历史新起点，在国际市场与全球龙头同台竞技。

- **乘风高增阶段(2010-2016)：**上市初期，乘离岛免税政策东风，公司营收稳步增长，2014年核心项目三亚国际免税城一期开业，拉动股价上行。
- **转型腾飞阶段(2017-2022)：**借力资本市场，2017/2018年陆续收购日上中国/日上上海/海免。2019年公司剥离旅行社业务聚焦免税，2020年离岛免税新政推出，受益消费回流，离岛免税与线上业务蓬勃发展。2022年中国中免赴港交所二次上市，进一步提升国际品牌认知度和竞争力，巩固全球旅游零售行业的龙头地位。
- **修炼内功阶段(23年至今)：**受出入境分流叠加消费环境影响，公司基本面持续承压，对应股价和估值表现也进入磨底期。截至2024.12.20，中免PE(TTM)位于2018年以来的4%分位数。公司借此时机提升内功，聚焦价格/会员体系重塑，优化品类结构、深化供应链资源、提振运营效率等长期竞争力夯实。

图表1：中国中免股价复盘

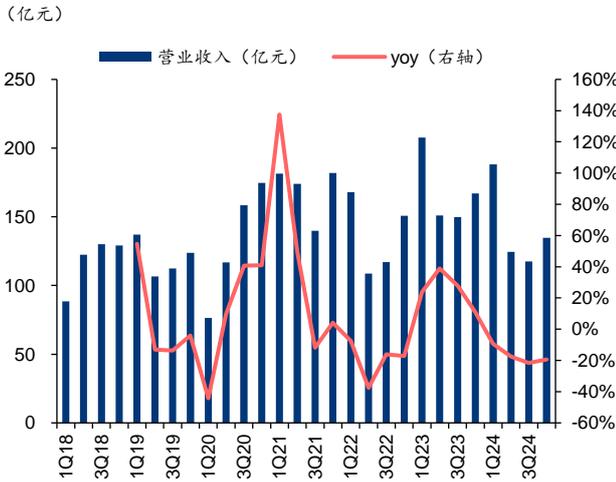


注：2022.8.25 以前为 A 股 (601888.SH) 收盘价及 PE (TTM)，2022.8.25 及以后为 H 股 (1880.HK) 收盘价转为人民币及 PE (TTM)，汇率取 2024.12.25 汇率人民币:港币=1:0.93；数据截止 2024 年 12 月 20 日
资料来源：Wind，华泰研究

财务复盘：聚焦免税主业，经营步伐稳健

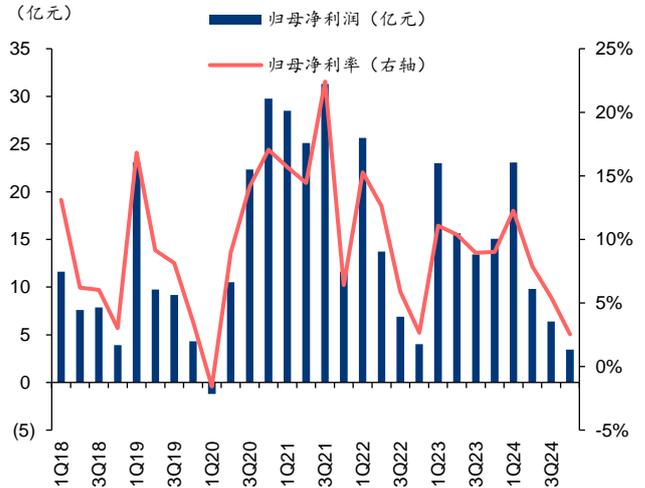
营收与利润承压，静待需求修复。2023 年公司营收 675.4 亿/同比+24.1%，2017-2023 年 CAGR 为 15.6%，2023 年归母净利润 67.14 亿/同比+33.46%。受消费环境和同比高基数影响，据公司业绩快报，2024 年公司营收 564.92 亿元/同比-16.36%，归母净利润 42.63 亿元/同比-36.5%。

图表2：中国中免季度收入及增速



资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：中国中免季度归母净利润及归母净利率

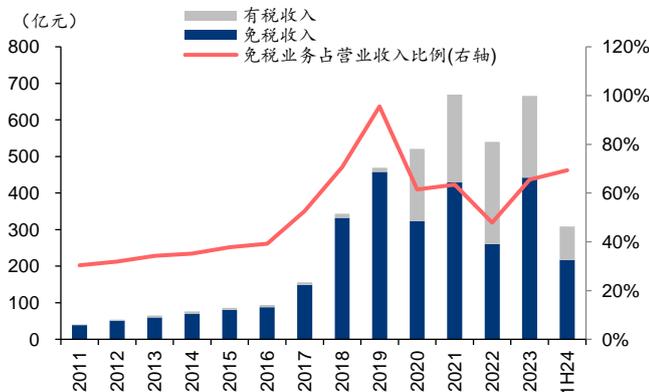


资料来源：公司公告，华泰研究

分业务，公司免税收入主业稳健增长。19 年免税业务收入 458 亿，12-19 年 CAGR 为 36.3%，占收入比重由 12 年的 31.8% 提升至 19 年的 95.5%。2020 年以来，公司积极拓展线上业务，有税收入占比提升，20/21/22 年营收占比分别为 38/36/52%。2023 年以来，免税业务逐渐修复，2023 年/1H24 免税收入分别为 442.3/216.7 亿元，占收入比重分别为 65.7/69.6%。

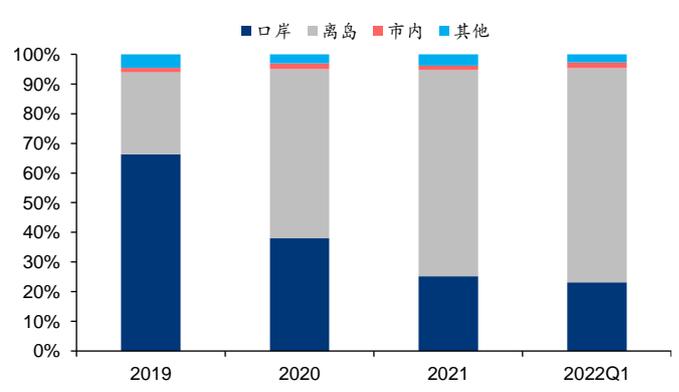
离岛、口岸、市内免税，多渠道并进。2019 年口岸业务占主营业务收入的 66.3%，其中机场渠道营收 310 亿，占口岸免税收入的 97%。2020 年新政推出后离岛免税快速发展，20/21/22Q1 离岛免税营收分别为 299.6/470.6/121.0 亿元，同比增长 126.0/57.1%/-7.7%，占总营收的 57.0/69.5/72.3%。随着出入境客流持续修复，口岸免税恢复增长，据我们测算，1H24 离岛与口岸免税业务比例约为 45/55%。24 年 8 月，财政部等五部门联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》，覆盖国人和外籍人群，公司市内免税业务或开辟成长新机遇。

图表4：按业务划分的主营业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

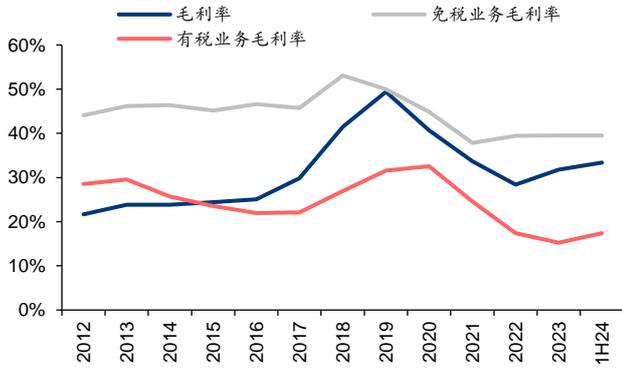
图表5：按渠道划分的主营业务收入



资料来源：公司公告，华泰研究

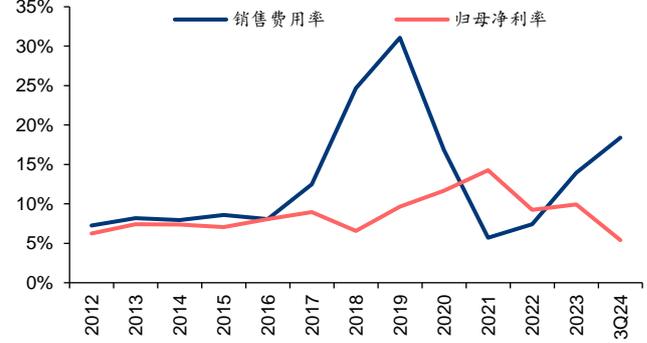
盈利能力稳步改善。22年公司推进向规模要效益战略方针，凭借其供应链及规模优势，2023年以来毛利率企稳改善。据公司公告，2023年综合毛利率30.87%/同比+3.57pct。9M24综合毛利率为33.12%/同比+1.38pct。净利端，受益于23年12月机场免税店租金扣点调整和外汇管理能力强化，同样呈现稳步修复趋势，23年归母净利润率9.9%/同比+0.7pct；24年受制于折扣力度加大及海南免税恢复进程较缓等因素，公司利润端承压，据业绩快报，2024归母净利润率7.5%/同比-2.4pct。

图表6：中国中免分业务毛利率



资料来源：公司公告，华泰研究

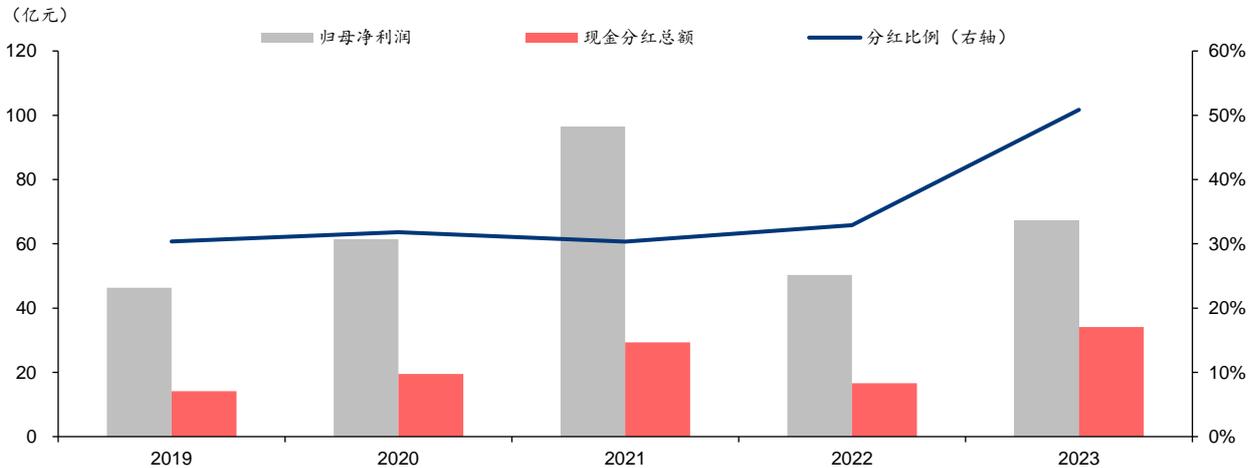
图表7：中国中免销售费用率及归母净利润率



资料来源：公司公告，华泰研究

分红比例提升，价值属性加强。公司2023年每10股派息16.5元，共计派发现金红利34.14亿元，分红比例50.8%，股息率3.01%（取2024/9/14A股收盘价），从历史数据来看，中免分红比例于16年和23年超过50%，其余大部分年度维持在30%左右。中免商业模式稳定、现金流健康，具有长期稳定高分红的能力，未来价值属性有望进一步加强。

图表8：中国中免分红情况

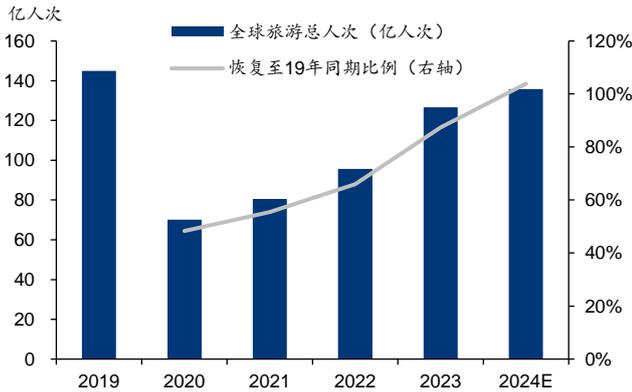


资料来源：公司公告，华泰研究

行业：全球旅游复苏，免税空间再展望

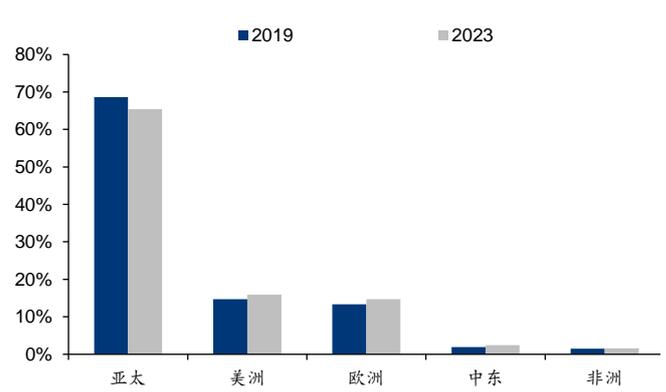
国际旅游稳步复苏，亚太地区潜力足。据 WTCF 发布的《世界旅游经济趋势报告(2024)》，全球旅游迎来全面复苏。2023 年全球旅游总人次达到 126.73 亿/同比+41.6%，恢复至 2019 年的 87.4%；预计 2024 年全球旅游人次达到 135.79 亿/同比+7.1%，恢复至 2019 年的 103.9%。分地区看，2023 年亚太地区旅游总人次为 82.89 亿人次，占全球比例 65.4%。据国际机场协会，全球航空旅客运输量将于 2024 年恢复至 2019 年水平，并预计在 2023 年至 2042 年期间保持 4.3% 的复合年均增速，其中，亚太地区将成为未来的增长重心，预计 2040 年亚太地区的航空旅客运输量贡献度将达到全球的一半以上。

图表9：全球旅游人次复苏情况



资料来源：WTCF，华泰研究

图表10：全球各地区旅游人次占比变化



资料来源：WTCF，华泰研究

出入境修复正当时，China Travel 持续升温。自 2H23 起，文旅部、国家移民管理局、外交部等相关部门陆续颁布一系列出入境放宽政策。截至 24 年 12 月，72/144 小时过境免签政策已经覆盖 41 个适用口岸、54 个国家。国家移民管理局数据显示，3Q24 入境外国人 818.6 万人次/同比+48.8%，其中通过免签入境 488.5 万人次，占比 60%，同比增长 78.6%。海外社媒平台上“China Travel”成为热点话题，或将持续升温国际旅客入境游热潮。据中国旅游研究院，预计 2024 年外国人入境游人次或恢复到 2019 年的 80% 以上。

图表11：我国出入境政策持续放宽

时间	发布部门	主要内容
2023	国家移民管理局	自 2023 年 11 月 17 日起，我国对挪威公民实施 72/144 小时过境免签政策。至此，中国 72/144 小时过境免签适用国家范围增至 54 国。
2024	国家移民管理局	国家移民管理局从 2024 年 1 月 11 日起正式施行便利外籍人员来华 5 项措施：1) 放宽来华外籍人员申办口岸签证条件；2) 外籍人员在北京首都机场等枢纽空港口岸 24 小时直接过境免办查验手续；3) 在华外籍人员可就近办理签证延期换发补发；4) 在华外籍人员需多次出入境可申办再入境签证；5) 简化在华外籍人员签证证件申办材料
2024	外交部	中国和新加坡 2024 年 1 月 25 日签署互免持普通护照人员签证协定，协定于 2 月 9 日正式生效。
2024	国家移民管理局	自 2024 年 2 月 9 日起，扩大部分国家人员免签入境海南事由，允许俄罗斯等 59 个国家人员因商贸、访问、探亲、医疗、会展、体育竞技等需要免签入境海南停留不超过 30 天。
2024	国家移民管理局	2023 年 12 月 1 日和 2024 年 3 月 14 日，中国与法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡 6 国持普通护照人员试行单方面免签政策。
2024	外交部领事司	为进一步促进中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，对瑞士、爱尔兰、匈牙利、比利时、卢森堡等国家持普通护照人员试行免签政策。2024 年 3 月 14 日至 11 月 30 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024	外交部	为进一步促进中外人员往来，中方决定延长对法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、马来西亚、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡等 12 个国家免签政策至 2025 年 12 月 31 日。
2024	国家移民局	自 5 月 15 日，由境外旅行社组织接待的游轮来华旅游团可从 13 个城市游轮口岸免签整团入境不超过 15 天。
2024	外交部	为进一步促进中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，对新西兰、澳大利亚、波兰 3 个国家持普通护照人员试行免签政策。2024 年 7 月 1 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024	外交部领事司	为进一步促进中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，对斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、韩国持普通护照人员试行免签政策。2024 年 11 月 8 日至 2025 年 12 月 31 日期间，上述国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友和过境不超过 15 天，可免签入境。
2024	外交部	为进一步便利中外人员往来，中方决定扩大免签国家范围，自 2024 年 11 月 30 日起至 2025 年 12 月 31 日，对保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、日本持普通护照人员试行免签政策。自 2024 年 11 月 30 日起，包括上述 9 国在内的 38 个免签国家持普通护照人员来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 天，可免办签证入境。

资料来源：中国政府网，华泰研究

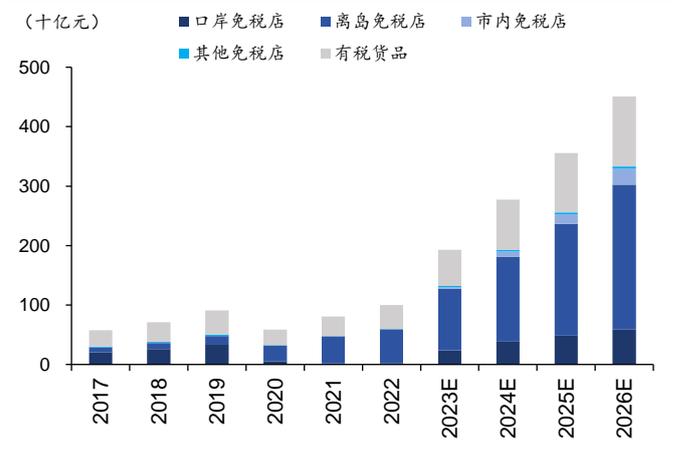
免税成长空间广阔，打造渠道价值为核心。据 Global Blue 发布的 2024 年 10 月全球免税购物情况，全球市场/亚洲地区 3Q24 免税销售额较 2019 年同比复苏 145%/186%。随着全球出行复苏，中国出入境客流稳步增长，亚太地区有望进一步释放消费活力。据科尔尼，22 年中国旅游零售市场规模（销售入口径）达到约 1000 亿人民币，免税市场占旅游零售市场比例从 19 年的 55.1% 上升至 59.5%。据科尔尼预测，我国旅游零售市场将于 2022-2026 年以超 40% 的复合增速持续发展，其中免税市场的年复合增长率为 54%。

图表12：全球免税购物情况

已发布的实体店销量同比恢复率（以2019年为基准的百分比）	已发布的2019年实体店销售中目的地市场的权重	2024年10月	2024年9月	2024Q3	2024Q2	2024Q1
法国	16%	150%	158%	144%	164%	165%
意大利	17%	144%	155%	146%	156%	123%
西班牙	10%	158%	169%	161%	164%	151%
德国	9%	66%	79%	75%	80%	65%
其他国家	19%	121%	127%	126%	132%	126%
整体欧洲大陆	71%	131%	141%	133%	143%	128%
日本	14%	293%	243%	290%	327%	232%
新加坡	11%	87%	74%	81%	92%	92%
韩国	3%	163%	163%	162%	158%	125%
整体亚太地区	28%	191%	162%	186%	226%	166%
整体拉丁美洲地区	1%	132%	142%	104%	101%	94%
全球	100%	146%	146%	145%	165%	140%

资料来源：Global Blue，华泰研究

图表13：国内旅游零售市场规模（销售入口径）

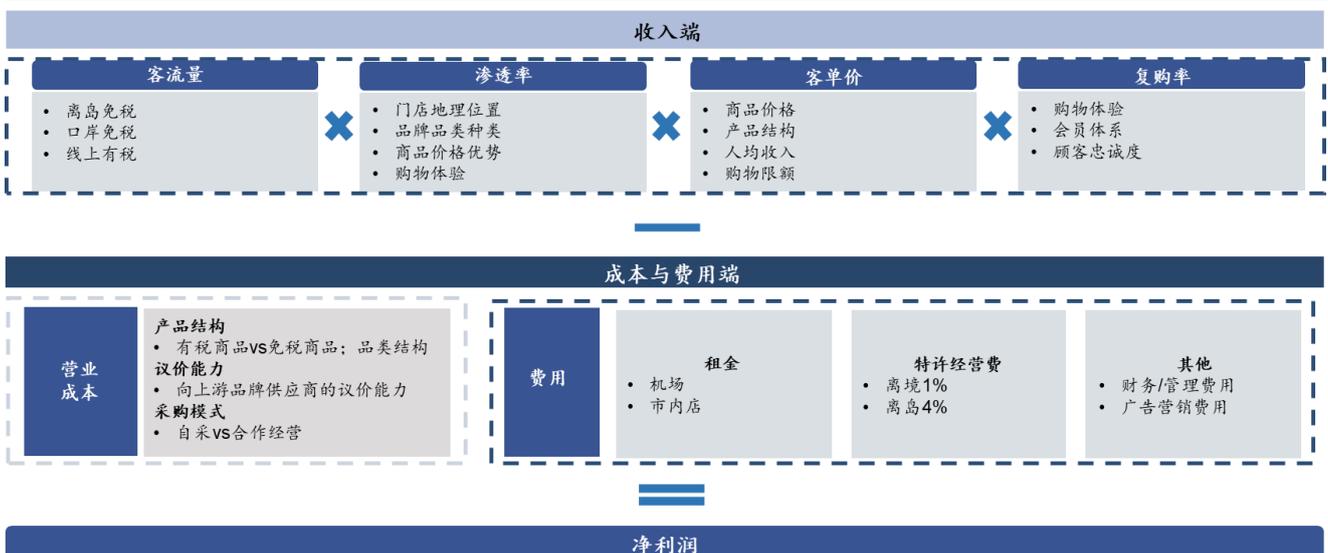


注：离岛免税店收入不包括非海南居民可购买的免税商品，亦不包括离岛旅客离开海南后下达在线订单；有税销售收入包括离岛旅客离开海南后下达在线订单。
资料来源：科尔尼，华泰研究

免税行业：规模成长空间广阔，免税性价比优势凸显

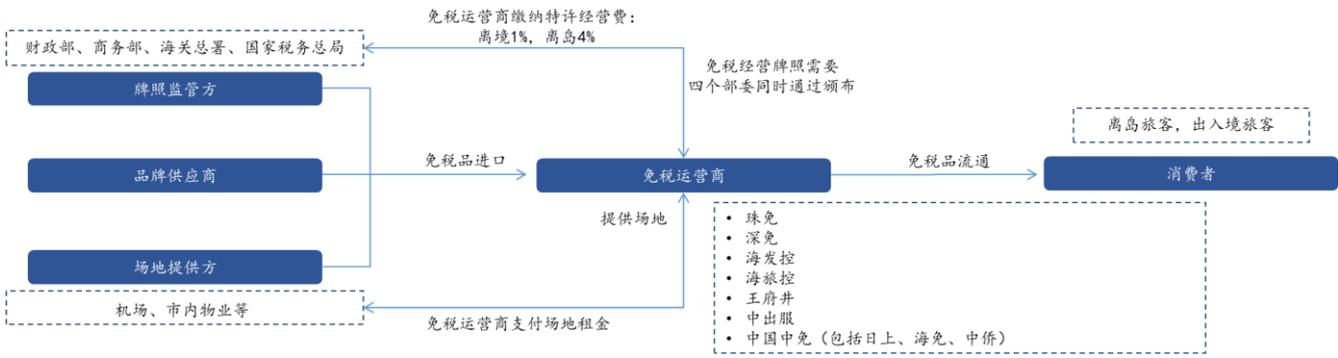
盈利模式拆解：规模优势是免税运营商提升议价能力、放大盈利空间、巩固和扩大市场份额的关键要素。免税运营商本质是通过买断产品以获得价差。从收入端来看，免税运营商的四大关键指标是客流量、渗透率、客单价和复购率。其中客流量和渗透率提升关键区位的规模和数量，占据尽可能多的黄金点位以抓取潜在客群。而渗透率、客单价和复购率的提升则有赖于公司全方位运营及供应链等综合实力，持续提升产品的种类与质量、优化门店购物体验，从而实现流量的留存、复用与溢价。成本与费用端主要取决于进货成本和场地租金：1) 进货成本取决于免税运营商的议价能力、产品结构及采购模式；2) 场地租金通常由保底+销售额提成构成，免税运营商规模决定了其与机场等经营场地的议价能力。

图表14：免税行业盈利模式拆解



资料来源：华泰研究

图表15: 免税行业产业链拆解

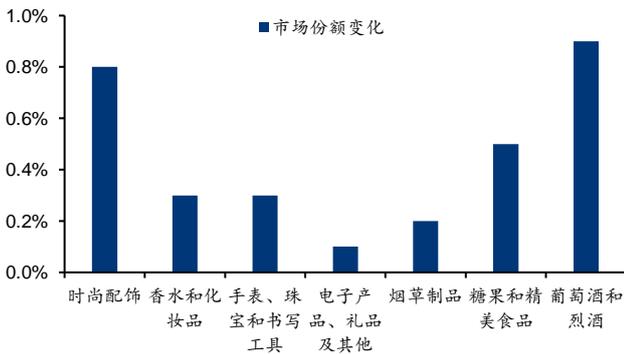


资料来源: 华泰研究

渠道价值 1: 品类结构调整, 奢侈品消费打开增量空间

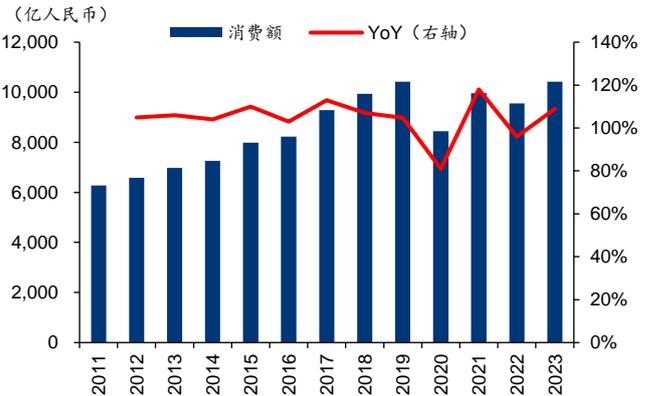
免税市场的持续增长有赖于产品结构的优化调整、渠道品牌的迭代升级。据中免港股招股说明书,中免精品销售占比不断攀升,从2019年的12.3%升至1Q22的31.3%。据毕马威,2025年海南免税品销售中香化类占比将会从2019年的65%下降至50%,高端精品类则从19年的15%增长至40%。免税品类结构进一步升级,彰显免税作为高端消费渠道之一,其价值和重要性或有提升。据要客研究院发布的《中国奢侈品报告2023》,2023年全球奢侈品市场规模为2.72万亿人民币/同比+7%,其中中国人奢侈品消费额达1.04万亿人民币/同比+9%,占全球比重为38%。

图表16: 22年与19年按品类划分的免税与旅游零售市场份额变化



资料来源: Generation Research, 华泰研究

图表17: 2011-2023年国人全球奢侈品消费额



资料来源: 要客研究院《2023中国奢侈品报告》, 华泰研究

头部奢侈品品牌入局寻找增量空间, 中国免税市场具备成长性。国内外价差以及奢侈品品牌、数量、种类等供需错配是奢侈品消费外流的主要原因之一。随海南自贸港区位价值不断提升, 部分奢侈品牌逐渐转移市场重点, LV、香奈儿等陆续宣布从韩国免税渠道撤柜, 并陆续在海南展开布局, 其中三亚海棠湾免税城已汇集了 LV、Celine、Dior、Prada 等奢侈品大牌。免税渠道与高奢品牌相互合作持续优化消费体验, 为国内免税市场打开增量空间。对比其他渠道, 跨境电商渠道优势胜在方便快捷, 虽然可售品类大于免税零售的范围(据2019版《跨境电商进口商品目录》, 跨境电商可经营品类为1413类), 但仍然以大众化品牌为主, 在香化品、手表、首饰、箱包等方面来看从知名奢侈品品牌丰富度等角度而言, 与免税渠道仍有差距。

图表18: 头部奢侈品品牌入驻海南免税城

城市	名称	入驻奢侈品品牌
海口	海口国际免税城	Dior 迪奥、SAINT LAURENT 圣罗兰、Prada 普拉达、Cartier 卡地亚、Gucci 古驰、BottegaVeneta、葆蝶家 Moncler 蒙克莱、Balenciaga 巴黎世家、VanCleef&Arpels 梵克雅宝等
三亚	三亚国际免税城	LV 路易威登、Dior 迪奥、CELINE 赛琳、Giorgio Armani 阿玛尼、Alexanderwang 亚历山大王、Fendi 芬迪、Burberry 博柏利、Gucci 古驰 Balmain 巴尔曼等

资料来源: 公司官网、华泰研究

渠道价值 2：价格优势显著，消费税改革进一步放大性价比

进口商品从进口环节到终端消费者手里，主要有四种渠道：免税、一般贸易、跨境电商、个人邮寄。对比四种零售渠道，免税运营商可免除 3 税（关税、增值税、消费税 vs 跨境电商只是免关税，增值税和消费税收 70%），价格上天然仍具备一定优势。此外，免税运营商向品牌直采，降低流通环节成本，正品更具保障。我们在不考虑购物限额的情况下，计算了四种渠道下商品的进口成本。分品类看，高级香化在一般贸易、跨境电商和个人直邮下的进口成本比免税高出 30%-40%，20%-30%，40%-50%，3C、箱包则为 10%-20%左右，烟酒则在 50%以上。据科尔尼，以高端香化商品终端售价为例，海南免税标价比官方标价低 20-40%，比跨境电商（天猫国际）低 10%-20%。

图表 19：国内免税价格渠道优势明显

品类	细分品类	CIF价格 (元)	其他进口方式成本较免税高			
			免税渠道	一般贸易较免税渠道的成本增幅	跨境电商较免税渠道的成本增幅	个人直邮较免税渠道的成本增幅
3C	手机、平板电脑、耳机、键盘鼠标	100	0%	13.0%	9.1%	13.0%
	音响	100	0%	13.0%	9.1%	20.0%
	吹风机、电饭锅、咖啡机、面包机	100	0%	20.9%	9.7%	20.0%
	榨汁机	100	0%	19.8%	9.6%	20.0%
	电动剃须刀类	100	0%	22.0%	9.8%	20.0%
服饰箱包	包、钱包、箱包	100	0%	19.8%	9.6%	20.0%
	贱金属仿首饰	100	0%	22.0%	9.8%	20.0%
	鞋	100	0%	24.3%	10.0%	20.0%
	皮带	100	0%	19.8%	9.6%	20.0%
珠宝首饰	金银	100	0%	24.3%	10.0%	13.0%
	钻石及钻石首饰	100	0%	24.3%	10.0%	20.0%
	贵重首饰及珠宝玉石	100	0%	38.1%	19.7%	50.0%
	高档手表（完税价格大于等于10000元）	100	0%	52.6%	31.2%	50.0%
	其他表	100	0%	22.0%	9.8%	20.0%
香化产品	高档护肤品	100	0%	34.3%	23.2%	50.0%
	其他护肤品	100	0%	14.1%	9.2%	20.0%
	高档化妆品	100	0%	39.6%	24.2%	50.0%
	其他化妆品	100	0%	18.7%	9.6%	20.0%
	高档香水	100	0%	36.9%	23.8%	50.0%
其他香水	100	0%	16.4%	9.4%	20.0%	
烟酒食品	麦芽酿造的高档啤酒（每吨出厂价在3000元以上）	4000	0%	20.1%	14.0%	50.0%
	麦芽酿造的其他啤酒（每吨出厂价在3000元以下）	2000	0%	25.4%	17.8%	50.0%
	葡萄酒	100	0%	43.1%	20.4%	50.0%
	黄酒	1000	0%	85.3%	31.7%	50.0%
	白酒	1000	0%	55.9%	32.2%	50.0%
	烟草（代用品）制的雪茄烟	100	0%	120.7%	67.0%	50.0%
	烟草（代用品）制的高档卷烟（每标准条（200支）进口消费税适用比例税率的价格>=70元人民币）	100	0%	221.7%	137.7%	50.0%
	烟草（代用品）制的高档卷烟（每标准条（200支）进口消费税适用比例税率的价格<70元人民币）	50	0%	122.1%	67.9%	50.0%
	食品	100	0%	24.3%	10.0%	13.0%
	奶粉	100	0%	18.7%	9.6%	13.0%

资料来源：财政部、国家税务总局、海关总署，华泰研究

对比各国免税渠道价差，国内免税渠道价格优势显著。在比价小程序“杰西卡的秘密”的各品类人气榜前十的单品中，香化品类中有 5 款单品在国内免税渠道为最低价，食品酒饮中有 7 款单品在国内免税渠道为最低价，电子产品中有 8 款单品在国内免税渠道为最低价。箱包配饰品类中的高奢商品多以品牌自营店形式出售，部分已进入免税渠道的品牌如卡地亚、Omega 等在国内免税渠道价格优势亦较为突出。考虑到境外购物仍需要考虑交通住宿等成本，海外代购则需要支付更高信任成本，国内免税渠道具备性价比优势。

图表 20：国内免税价格渠道优势明显

品类	国内免税渠道价格 (元)	最低价免税渠道价格 (元)	价差 (元)	国内免税渠道价格 (元)	最低价免税渠道价格 (元)	价差 (元)
香化	赫莲娜活颜修护舒缓眼霜 100ml	3256	2597 (韩国)	659	轩尼诗VSOP新年礼盒装	
	海蓝之谜沁润修护精华水 150ml		国内免税渠道为最低价		Dewars/帝王威士忌	
	SK-II 基础护肤套组 230ml*2		国内免税渠道为最低价		Remy Martin/人头马 XO 40% 1000ml	
	CPB 光凝妆前霜		国内免税渠道为最低价		Kavalan/瑞玛兰 经典独奏FINO	
	赫莲娜活颜修护舒缓眼霜套组	3811	2903 (韩国)	908	杰克丹尼	
	兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml*2		国内免税渠道为最低价		菲尼莫加	
	娇韵诗双萃精华修护霜 50ml	738	610 (爱尔兰)	128	Chivas/芝华士	596
	兰蔻小黑瓶新升级发光眼霜 15ml*2		国内免税渠道为最低价		茅台	515 (智利)
	雅诗兰黛特润修护肌活精华双瓶装		国内免税渠道为最低价		波摩	
	蓝扩菁纯玻尿酸焕亮眼霜 20ml*2		国内免税渠道为最低价		达尔摩	
箱包配饰	卡地亚LOVE手镯		国内免税渠道为最低价		电子产品	
	卡地亚蓝气球腕表 33mm		国内免税渠道为最低价		iPhone 15 Pro 128GB 原色钛金属	
	Loewe 羊毛和羊绒披挂毯围巾		国内免税渠道为最低价		iPhone 15 128GB 粉色	
	Omega Co-Axial Chronometer	33100	23650 (日本)	9450	iPhone 14 Pro 128GB 暗紫色	
	浪琴心月系列石英女表		国内免税渠道为最低价		iPhone 14 128GB 黄色	
	浪琴 Prima Luna 手表 (女款)	9215	7131 (韩国)	2084	AirPods max 棕色	
	Salvatore Ferragamo 双面可调节皮带		国内免税渠道为最低价		AirPods pro	
	Jaeger-LeCoultre 双面翻转系列腕表		国内免税渠道为最低价		iPad pro 11英寸 128GB 棕色	
	梵克雅宝 Sweet Alhambra 吊坠	12700	10244 (日本)	2456	iPad 10.2英寸 64GB 深空灰色	
	施华洛世奇 Iconic Swan 手链		国内免税渠道为最低价		Apple pencil	665
				飞利浦电动牙刷	619 (新加坡)	

注：人气榜前十的单品中有部分商品并无免税渠道，仅在品牌自营门店出售，此处仅对比了有免税渠道的商品（无免税渠道的商品排名依次顺延）

资料来源：杰西卡的秘密，华泰研究

消费税改革有望提振需求，放大免税价格性价比。通过梳理过去十年相关政策文件和“十四五”规划，我们预计若消费税改革政策落地，适度扩大征税范围和征税环节后移或成为三大重点改革方向：1) 适度扩大征税范围，更多高档、奢侈消费品或纳入征收范围，且消费税改革可能在奢侈品、高档服务上先试点。2) 税收征收环节后移，消费税从对生产端征税转向从消费端征税。3) 稳步下划地方，实现消费税央地共享，从总量层面对地方税收实现补充，促进地区间税收收入分配公平，健全地方税体系。

图表21：关于消费税改革的重大政策和要点梳理

政策时间	政策名称	政策要点
2013年11月	十八届三中全会	调整消费税征收范围、环节、税率，把高耗能、高污染产品及部分高档消费品纳入征收范围。
2014年	《深化财税体制改革总体方案》	确立改革方向
2019年9月	《国务院关于印发实施更大规模减税降费后调整中央与地方收入划分改革推进方案的通知》	在征管可控的前提下，将部分在生产（进口）环节征收的现行消费品目逐步后移至批发或零售环节征收，拓展地方收入来源，引导地方改善消费环境。
2019年12月	《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》	国务院可以实施消费税改革试点，调整消费税的税目、税率和征收环节，试点方案报全国人民代表大会常务委员会备案。
2020年	《关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	研究将部分品目消费税征收环节后移。
2021年	“十四五”规划纲要	调整优化消费税征收范围和税率，推进征收环节后移并稳步下划地方。
2021年	习总书记发表文章《扎实推动共同富裕》	要加大消费税环节税收调整力度，研究扩大消费税征收范围。
2024年3月	财政预算草案	推动消费税改革，完善增值税制度。
2024年7月	《中共中央关于进一步深化改革，推进中国式现代化的决定》	推进消费税征收环节后移并稳步下划地方，完善增值税留抵退税政策和抵扣链条，优化共享税分享比例
2024年7月	《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》	推进消费税征收环节后移并稳步下划地方
2024年12月	《进境物品关税、增值税、消费税征收办法》	公布《进境物品关税、增值税、消费税征收办法》，自2024年12月1日起施行。

资料来源：中国政府网，华泰研究

我国的消费税仅包含了特定商品，未列入服务类税目。海外国家针对高档服务征收消费税已经拥有较多的实践经验。免税商品主要以高端商品为主，若未来率先对奢侈品和高档服务进行试点改革，将更多高端、高价商品纳入消费税征税范围，叠加消费税征收环节后移，终端有税零售渠道和免税渠道价差或有所扩大，免税渠道的价格优势有望进一步凸显，利好我国免税行业做大市场规模。

图表22：我国消费税税目中奢侈品相关的细则

税目	税率	
	生产（进口）环节	批发环节零售环节
高档化妆品	15%	
贵重首饰及珠宝玉石		5%
1. 金银首饰、铂金首饰和钻石及钻石饰品		10%
2. 其他贵重首饰和珠宝玉石	10%	
超豪华小汽车	按小汽车税目1和子税目2的规定征收（按照乘用车和中轻型商用车的差，及气缸容量的差异划分不同税率征收）	
高尔夫球及球具	10%	
高档手表	20%	
游艇	10%	

资料来源：国家税务总局，华泰研究

图表23：全球娱乐消费税课税科目

国家	娱乐消费税的课税对象
英国	赌博、游艺项目、博彩等
美国	赌博、博彩、现场表演、室内美容、室内日光浴等
日本	高尔夫球场利用、温泉入浴等
韩国	赛马场、赛车、赛艇场、老虎机经营场所、高尔夫球场、赌场、娱乐性酒吧等娱乐服务
印度	马戏团、戏剧剧场、印度古典舞蹈（包括民间舞蹈）、电影院、游乐园、赛马场等娱乐服务
新加坡	赌博、博彩等
菲律宾	斗鸡场、舞厅、夜总会、垒球场、赛马场、拳击赛、保龄球赛、篮球赛、电影放映等娱乐服务
柬埔寨	SPA等
老挝	酒吧、迪斯科舞厅、卡拉OK、赌场、美容和按摩等娱乐服务
泰国	按摩院、夜总会、赛马等
越南	迪斯科舞厅、按摩、卡拉OK、赌场、高尔夫球、彩票等娱乐服务

资料来源：OECD, Consumption Tax Trends 2022, VAT/GST and Excise, Core Design Features and Trends; EY, Worldwide VAT, GST and Sales Tax Guide 2022; IBFD, IBFD Tax Research Platform, 各国税务海关官网, 《娱乐消费税的理论证成与制度设计》，华泰研究

一般来说，消费税征收环节后移使得计税税基由生产环节的出厂价格变为更高的零售环节的销售价格，从而提升消费品最终的终端价格。我们基于高档化妆品海蓝之谜精华乳霜，对消费税后移的价格影响进行测算。税改前，三税总计为 619.5 元，综合税率约为 18.5%，免税商毛利率约为 44.4%，化妆品商毛利率约为 83.1%。税改后，若增加的税金完全转移给消费者（假设化妆品商毛利率不变），则终端价格（专柜价格）将升至 3690 元，增幅约 10.5%，对应的综合税率提升至 26.3%。对于免税商而言，假定免税成本价与完税价格一致，免税折扣率从 53.9% 降至 48.8%，降幅小于终端价格增幅，凸显免税商品价格优势。

图表24：以高端化妆品为例的消费税征收环节后移影响测算

海蓝之谜【愈龄云绒霜】轻盈型精华乳霜 60ml 价格单位为人民币元	税改前	税改后-增加的税金向消费者转移比例				
		0%	30%	50%	80%	100%
假设 CIF 价格	1000.0	1000.0	1031.4	1052.4	1083.8	1104.8
专柜价格	3340.0	3340.0	3445.0	3515.0	3620.0	3690.0
税额						
关税 (5%)	50.0	50.0	51.6	52.6	54.2	55.2
消费税 (15%)						
-生产环节 (税改前)	185.3					
-零售环节 (税改后)		443.4	457.3	466.6	480.5	489.8
增值税(包含进口增值税及销售增值税)(13%)	384.2	384.2	396.3	404.4	416.5	424.5
综合税率	18.5%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%	26.3%
总税额	619.5	877.6	905.2	923.6	951.2	969.6
免税渠道对比						
中免海南小程序价格	1799.0	1799.0	1799.0	1799.0	1799.0	1799.0
中免海南与专柜价差	1541.0	1541.0	1646.0	1716.0	1821.0	1891.0
中免折扣率	53.9%	53.9%	52.2%	51.2%	49.7%	48.8%
免税商毛利率(假设免税商成本等于 CIF 价格)	44.4%	44.4%	42.7%	41.5%	39.8%	38.6%
品牌商盈利变化						
假设品牌方成本	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0	500.0
品牌商毛利率	83.1%	83.1%	83.6%	83.9%	84.4%	84.7%
扣除三税后品牌商毛利	2220.5	1962.4	2039.8	2091.4	2168.8	2220.5
扣除三税后品牌商毛利率	75.1%	66.4%	66.9%	67.2%	67.7%	68.0%

注：数据时间截止 2024.12.14

资料来源：海蓝之谜官网、cdf 会员小程序、华泰研究

公司核心优势：规模效应助力免税龙头强者恒强

规模效应正向循环，龙头优势不断巩固。双边规模效应是中国中免在免税竞争中的胜负手。1) 作为大型采购商，规模越大，议价能力越强，毛利率水平越高，盈利能力提升。品牌数量扩充和结构优化有助于带来更高的消费转化率和免税渗透率，并进一步助推规模的提升，形成正向循环。2) 作为大型零售商，免税运营规模效应主要体现在单店规模和门店区位上，体量大的项目往往在布局选址和优惠倾斜上具备优势，而门店卡位是客流量大小和渗透率的重要影响因素。项目储备数量可以直观体现免税运营商潜在的业绩增长能力，在项目度过爬坡期进入稳态发展阶段重要性更为突出。

核心优势 1：手握全牌照，卡位优势突出

免税经营牌照稀缺，中国中免位居龙头。我国免税商品销售业务为特许经营模式，受国家管控度较高，需经财政部、商务部、海关总署和国家税务总局同时颁布免税经营资质牌照才可展开相关业务。目前仅有中免（包括海免、日上中国、日上上海）、深免、珠免、中出服、中侨、王府井、海发控及海旅投 8 家企业拥有免税牌照，其中全牌照的免税运营商仅有中免、中出服和王府井。根据穆迪达维特统计数据，2020-2022 年，中免集团销售额连续三年位列全球旅游免税零售商榜首，2023 年中免销售额位列全球免税商第二（第一为 Avolta）。根据中免港股招股说明书，2021 年中国免税行业 CR5 约为 98.5%，中国中免 2021 年国内市占率达 86.0%，是中国免税行业的龙头。

图表 25：我国免税商拥有牌照情况

公司	控股股东	牌照性质	口岸免税	离岛免税	市内免税	主要经营范围
中免	中免	全国性	✓	✓	✓	在全国范围内设立覆盖机场、边境、客运站、火车站、邮轮等九大类型 200 多家免税店，拥有海南离岛免税店经营资格
日上免税行	中免 51%	机场	✓			北京首都国际机场、上海浦东国际机场、虹桥机场出入境免税店
海免	中免 51%	区域性	✓	✓		海南美兰国际机场
中侨	中免 100%	市内			✓	深圳各口岸、上海、西安等 7 地机场和港口
珠免	格力集团	全国性	✓			珠海各口岸出境店、天津机场入境店
深免	深圳国资委	全国性	✓			北京、上海等城市市内店
中出服	国药集团	全国性	✓		✓	哈尔滨市内店
海旅投	海南省国资委	离岛		✓		万宁王府井国际免税港
海发控	海南省国资委	离岛		✓		隶属海南省国资委，主营海南离岛免税业务
王府井	首旅集团	离岛		✓		隶属海南省国资委，主营海南离岛免税业务

资料来源：各公司官网，华泰研究

全渠道布局，卡位优势突出。据公司公告，中免在全国 30 多个省、市、自治区、特别行政区和日本、新加坡、柬埔寨、斯里兰卡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，是全球免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。

- **离岛六店鼎立，包揽核心流量。**公司在海南省拥有 6 家离岛免税店，分布在海口、三亚与琼海等地。2023/1H24 离岛免税店收入分别占其总收入的 86.02%/59.04%。中免在离岛免税所取得的成绩很大程度上取决于其门店的规模与区位优势。从门店规模来看，海口国际免税城和三亚国际免税城已成为全球第一大和第二大的免税商业综合体。从客群覆盖角度来看，1H24 海南整体旅客吞吐量为 3,568.5 万人次，其中中免布局的海口美兰机场与三亚凤凰机场旅客吞吐量共计 2,538.3 万人次，占比 71.1%。除机场外，中免布局陆路及港口区位，中免海口国际免税城毗邻新海港和南港，提升公司的港口客群覆盖率，尽可能地围拢新增旅客流量。
- **中国中免掌握大部分头部机场，覆盖主要出入境流量。**出入境流量是口岸渠道的核心客流，因此国际旅客占比高的机场是口岸免税的关键。据中免港股招股说明书，中免共有 123 家口岸免税店，据招股书和中国民航局数据，中免拥有中国前 10 大机场（19 年吞吐量口径）中 9 个机场的免税店特许经营权，拥有前 20 大机场 16 个机场的免税店运营权，覆盖了主要的出入境流量。

图表26: 中免离岛和口岸免税店布局情况

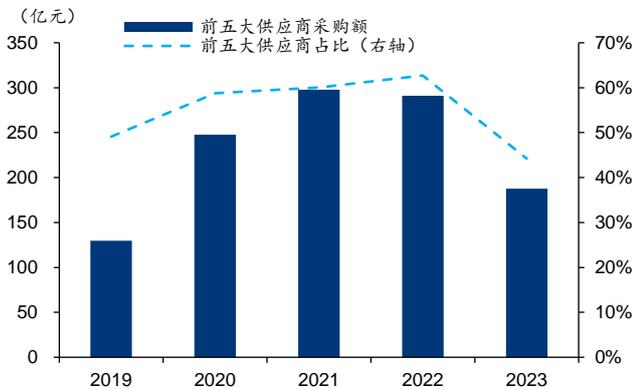


注: 红色旗帜表示中免旗下免税店, 绿色旗帜为其他运营商旗下免税店; 排名依据为民航局发布的 2019 年机场旅客吞吐量
资料来源: 民航局, 公司官网, 百度地图, 华泰研究

核心优势 2: 规模优势凸显议价能力, 提升盈利水平

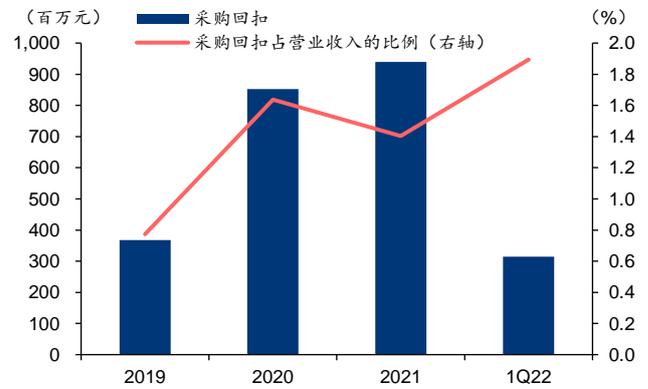
成本端, 集中采购模式强化成本优势。中免采用集中直采模式, 已在全球范围内建立了 430+ 个供货商和 1,400+ 个品牌的直采渠道。中免统一向供应商采购免税商品后, 通过配送中心向中免系统下属免税店批发并销售各类免税商品。据公司年报, 2023 年前五名供应商采购额为 187.7 亿元, 占年度采购总额的 44.2%, 同比下降 35.5%。公司规模效应和集中直采模式最大化了公司在与供应商谈判时的议价能力, 便于公司获得更大的采购优惠, 强化成本优势, 据中免港股说明书, 1Q22 中免采购回扣占营收比例为 1.9%。

图表27: 前五大供应商采购额占比变化



资料来源: 中免港股说明书, 华泰研究

图表28: 中免采购回扣占比变化

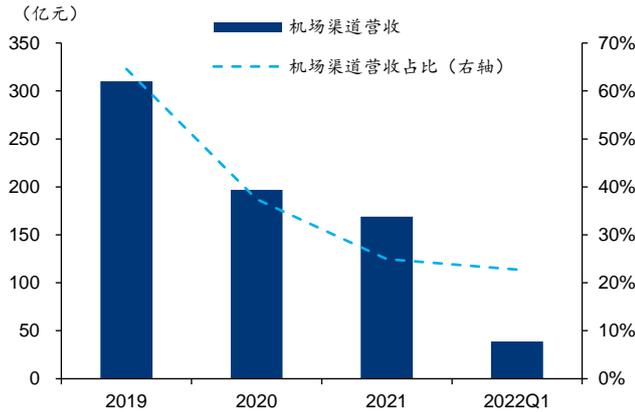


资料来源: 中免港股说明书, 华泰研究

费用端, 规模先发优势下中免租金议价权提升。口岸进/出境免税店通过招标方式确定经营主体, 因此手握大规模经营面积, 保底租金交付稳定, 具备更丰富的品牌和产业资源的中免, 与上游渠道在合作协商中更易获取主动权。2019 年机场渠道贡献中免 64.6% 的收入, 其中上海机场 (浦东+虹桥) 免税店贡献占比达 31.8%, 是公司单一收入体量最大的渠道。9M24 浦东机场国际+港澳旅客吞吐量恢复至 19 年同期的 79.9%, 3Q24 恢复至 19 年同期的 87.5%, 首都机场同口径恢复度为 51.7%/56.4%。

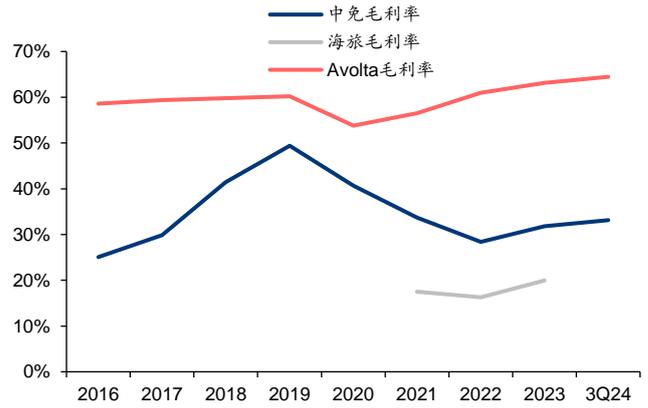
规模效应在成本端与费用端带来了有效降本, 提升了中免的盈利水平。目前中免的综合毛利率基本位于 30%-35% 区间内, 领先国内其他免税商, 其中海旅 23M1-11 的毛利率为 19.95%。国际免税巨头 Avolta (原 Dufry) 毛利率基本稳定在 60% 左右, 中免毛利率略低于 Avolta, 我们认为主要系中免营收结构中毛利率偏低的有税商品占比升高。

图表29: 中免机场渠道营收及占比变化



资料来源: 中免港股说明书, 华泰研究

图表30: 中免与国内外免税运营商毛利率对比



注: 海旅 2023 年毛利率的统计口径为 2023M1-11

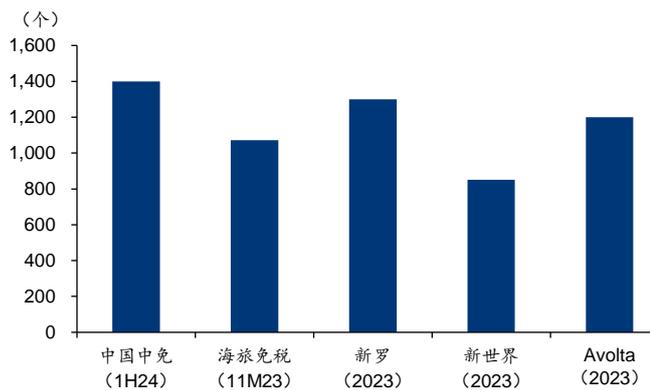
资料来源: 公司公告, 华泰研究

核心优势 3: 品牌品类资源丰富, 消费体验升级

品牌和品类资源丰富。据公司年报,截至 2023 年,中免已经覆盖 46 个品类,拥有丰富的品牌资源和稳定的产品供应能力,与全球超过 1,400 个全球知名品牌建立了长期稳定的合作关系。据中免港股招股说明书,截至 1Q22,商品组合超过 31.6 万个 SKU,远胜同行业其他免税运营商。中免的品牌品类资源已处于世界一流水平,参考韩国免税商数据,据新罗公司官网,新罗 2023 年合作品牌达 1300+。据新世界集团新闻部,疫情前新世界百货与 850+ 品牌达成合作,商品库存约 4.4 万个 SKU。

公司品牌和品类具有明显的结构优势。据中免港股说明书,截止 1Q22 中免合作品牌的 1208 个品牌中,包含 145 个香化品牌、253 个时尚品及配饰品牌、540 个烟酒品牌和 270 个食品及其他品牌。1-3Q24 中免新引进约 165 个新品牌,海口国际免税城 Prada、Gucci、Lacoste,三亚国际免税城 Glashutte、Coachtopia 等精品品牌开业,品牌布局持续完善。同时积极打造“国潮+奥运”体育新消费力量,在海口美兰国际机场开设巴黎奥运会特许产品店,推进国潮香化、运动、文旅等品牌的全面合作,满足消费者多元化、个性化消费需求。

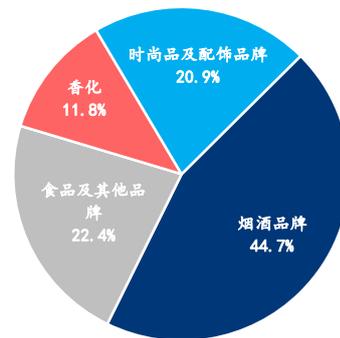
图表31: 中免与国内外合作品牌数量对比



注: 新世界数据口径为“疫情前一般水平”

资料来源: 各公司公告, 华泰研究

图表32: 中免合作品牌结构



注: 统计时间为 2022Q1

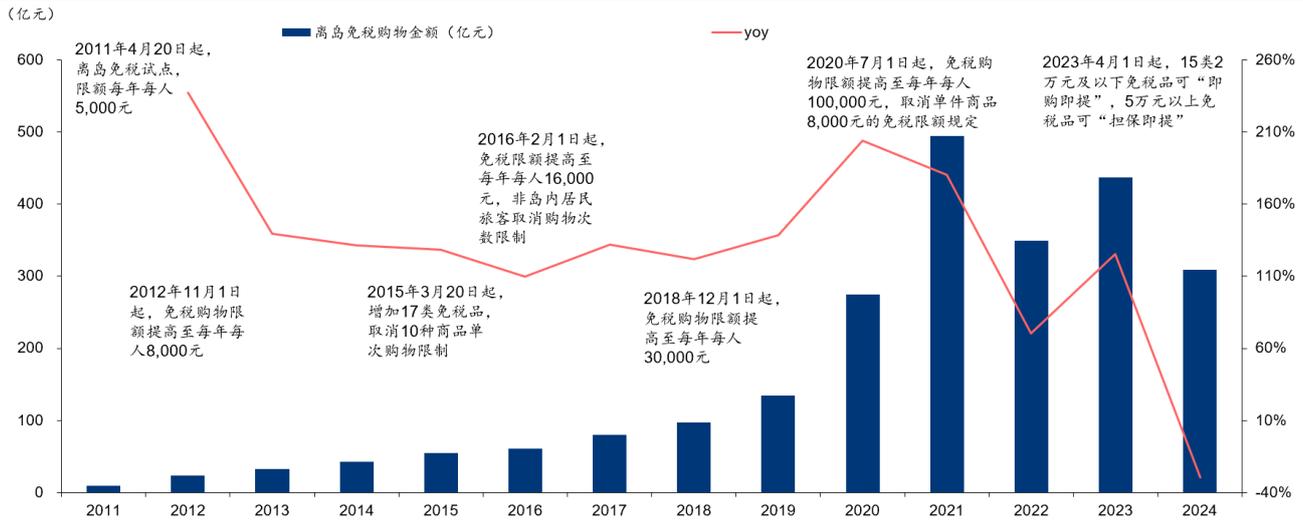
资料来源: 中免港股说明书, 华泰研究

离岛免税承压，口岸和市内店迎发展新机

离岛免税：量价承压修复，封关后仍有望维持相对优势

受益新政红利与消费回流，离岛免税一度表现亮眼。据海口海关，自2020年7月1日海南离岛免税新政实施至22年6月底，两年海关监管离岛免税日均购物金额1.24亿元，较新政实施前增长257%。23年以来，因中高端消费总体表现平淡，香化品类消化终端库存，免税重塑价格体系等多重因素作用，离岛免税销售额持续承压，进入磨底阶段。据海口海关，24年海南免税销售额共计309.4亿元，较2023年/2022年分别同比-29.3%/-11.3%。

图表33：海南离岛免税销售额及增速

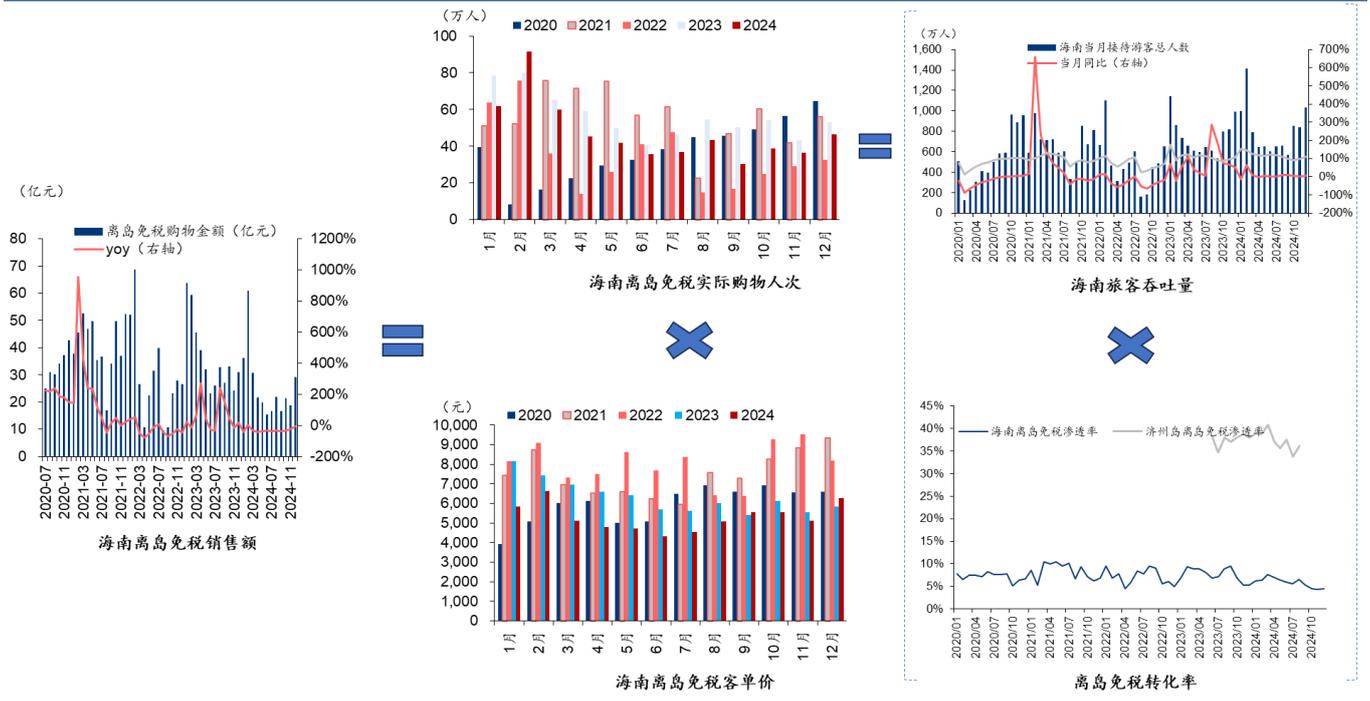


资料来源：海口海关，华泰研究

离岛免税购物金额（规模）=离岛免税实际购物人次*客单价=离港旅客量*离岛免税转化率*客单价。通过分析23年以来离岛免税表现，我们发现量价均有承压，价格压力更甚。23年以后海南旅客吞吐量基本恢复至19年同期水平，2024年的海南旅客吞吐量恢复至19年的117%/同比上升8%。但离岛免税实际购物人次有所下滑，2024年购物人次568万人次同比下滑15.9%，主因离岛免税转化率（实际购物人次/海南客流量）下降，2023/9M24转化率为7.5%/5.8%，较历史高点（21年：8.3%）有所回落。客单价方面，自22年年底以来，客单价持续走弱，2024年人均消费5445元，较2023/2022分别下滑15.9%/34.1%。

中免受影响程度小于行业，份额有望得到巩固。随着中免在海南的新增项目陆续开业，离岛免税市场的优势地位进一步稳固，市场份额有望巩固。据中国中免1H24业绩交流会，中免海南离岛免税市场份额占比达到83.9%/同比+1.8pct，1H24中免海南免税销售额168亿/同比-15%，下滑幅度低于1H24离岛免税销售额（同比-29.9%）。

图表34：中免离岛和口岸免税店布局情况



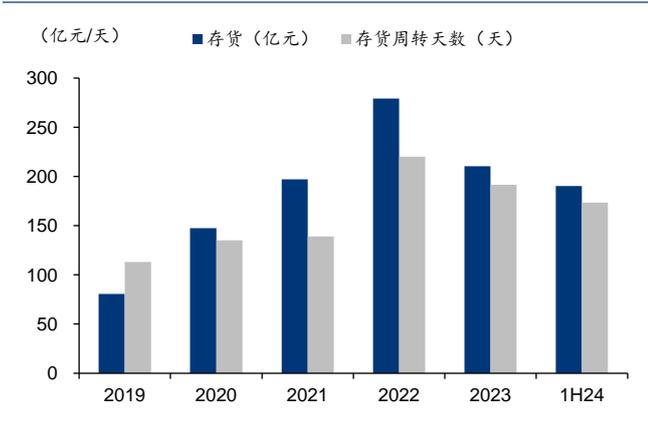
资料来源：海南省统计局，海口海关，Wind，韩国免税协会，济州岛旅游协会，华泰研究

未来分析 1：不利因素影响减弱，离岛免税销售承压趋势有望缓解

香化品类终端库存有所消化。消费者香化库存消化周期接近尾声，据公司公告，2023/1H24 公司存货分别为 210.6/190.1 亿元，分别同比-24.6%/-9.7%，预计当前存货水平已是主要产品的健康库存状态，临期香化等产品或基本出清完毕。1H24 存货周转天数为 174 天，公司经营效率进一步提升，营运能力有所强化。

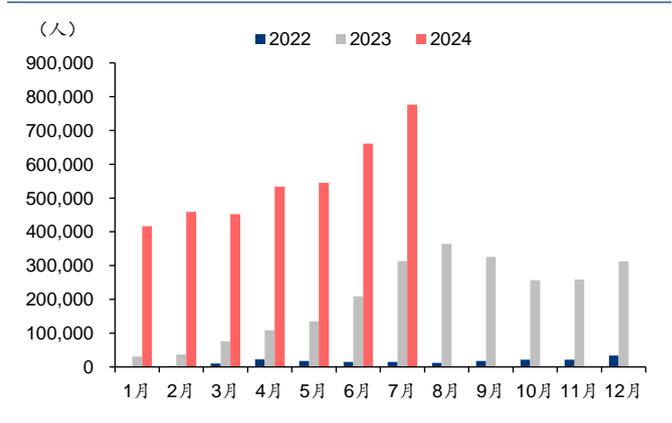
海南岛度假风光仍具备一定稀缺性。据日本国家旅游协会，1H24，中国赴日旅游人数为 306.8 万/同比+415.8%。短期来看，日元汇率影响可能让部分计划在海南购物的国际及中国大陆游客转向日本。长期来看，海南岛具备独特的海岛度假属性，仍具备一定稀缺性。

图表35：中免存货周转改善



资料来源：公司公告，华泰研究

图表36：中国赴日本旅客人次 (2022-2024.07)



资料来源：JNTO，华泰研究

未来分析 2：增量项目和消费体验的提升或带动渗透率的增长

新海港码头投入使用对客流和销售额或有一定促进。据海南日报，新海港码头整体项目在 2023 年 11 月 29 日开始试运营，规划设计年最大通过能力为旅客 3,500 万人次、车辆 560 万辆次，对比 21 年旅客吞吐量 661 万人次大幅提升。新海港客运中心投入使用有望利好新海港免税城经营爬坡，为其提供潜在客流增量。

重磅项目开业优化体验，丰富品类，或拉动转化率和销售额。23 年 12 月 28 日三亚国际免税城 C 区美妆广场正式开业。24 年 2 月 27 日，中免宣布拟对三亚海棠湾国际免税城一期 2 号地项目加码投资 10.7 亿，将其建设为集合免税商业（主要定位高奢和香化综合体）和高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，增加 76,500 平方米免税建筑面积和 96,000 平方米酒店范围建筑面积（中免年报）。此外，海棠湾免税城三期项目（与太古里合作的有税项目）也有望于 24-25 年分阶段落成。

图表 37：海南免税市场当前已披露的后续新增/改扩建项目（截至 2024 年 12 月）

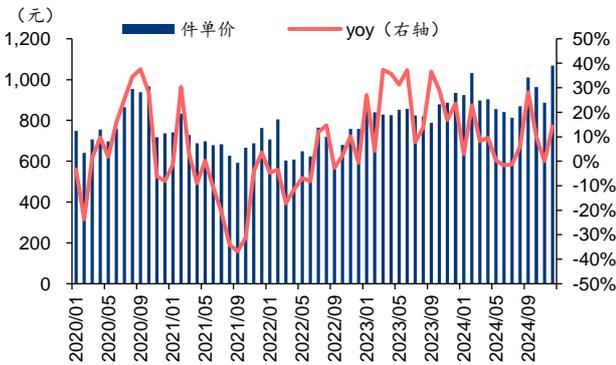
项目名称	运营商	地址	总投资	总占地面积	总建筑面积	开业时间	具体看点
三亚国际免税城一期 2 号地	中免	三亚市海棠湾 A8 片区 A8-04 地块	37 亿	10.88 万㎡	17.25 万㎡	目前该项目处于中期阶段，其中商业部分三亚国际免税城 C 区已于 2023 年 12 月 28 日开业运营，酒店部分正有序推进中。	集免税商业+高端酒店为一体的旅游零售综合体项目
三亚国际免税城三期		靠近三亚海棠湾 2 期项目，距离三亚凤凰机场及三亚站的车程均在一小时以内	80 亿（土地竞标 13 亿）	20.75 万㎡		现有项目扩建，预计于 2025 年年底分阶段落成	与太古地产合作，发展零售为主的优质度假型商业项目

资料来源：海南日报、南海网、三亚日报，中新网海南，海口本地宝，中免官网，海航发展公告，王府井 22 年股东大会，海南自由贸易港官网，华泰研究

未来分析 3：消费品类的结构化调整或带动客单价的提升

中免优化品类结构，提升购物体验，围拢更多需求，提振客单价。香化终端价格透明，消费者可以多渠道比价，对价格更为敏感，而精品（包括箱包、首饰配饰、服饰、手表等）具有非标品、单价高额、低频消费等经营特征，对线下销售场景和供应链依赖较高、消费韧性更强。较 19 年，中免前 5 大供应商中新增时尚配饰和腕表珠宝供应商，整体采购结构更加多元。中免时尚配饰销售额占比已经从 19 年 12.3% 扩大到 1Q22 的 31.3%，品类显著丰富。据海口海关，2024 年平均件单价为 935.25 元/同比+9.7%，10M24 精品/香化销售额占比分别为 45%/41%。公司持续提升精品品类的覆盖，或带动客单价企稳改善。

图表 38：海南离岛销售件单价变化



资料来源：海口海关，华泰研究

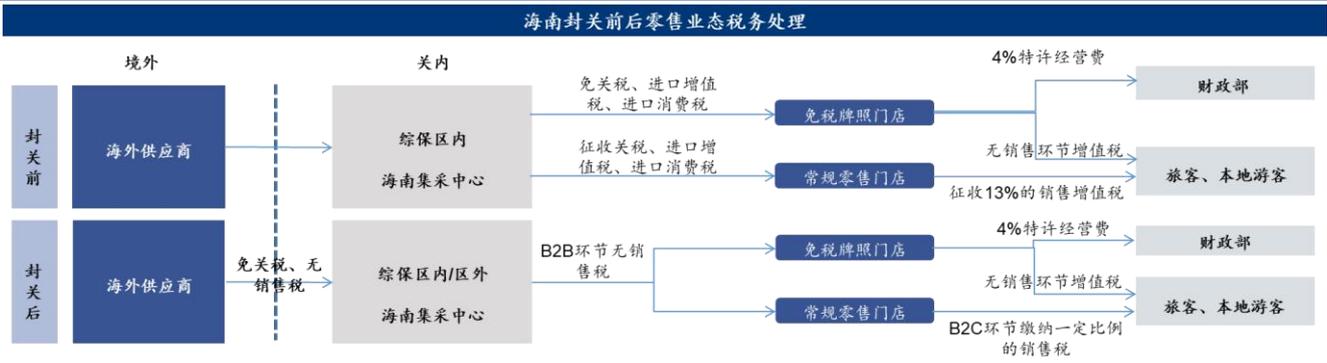
图表 39：海南离岛销售额品类结构变化

	2019	2020	2021	1Q22
供应商 A (租赁)	14%			
供应商 C (租赁)	10%	7%		
供应商 B (香水及化妆品)	12%	27%	29%	30%
供应商 D (香水及化妆品)	7%	12%	13%	12%
供应商 E (香水、化妆品和时尚配饰)		7%	6%	5%
供应商 F (香水及化妆品)		5%		5%
供应商 G (化妆品)			6%	4%
供应商 H (腕表和珠宝)			6%	
佰瑞投资 (免税批发)	11%			
前五大供应商占比合计	55%	58%	60%	57%

资料来源：中免港股 IPO 招股书，华泰研究

未来分析 4：封关后，离岛免税仍有望保持购物品类、税费减免力度、限额上的相对优势
 2020年6月，中共中央、国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》，提出要在2025年前适时启动全岛封关运作。参考香港、韩国济州岛，我们预计从购物品类、税费减免力度、限额等角度，海南离岛免税仍有较大概率保持相对优势。此外，封关同样为中免带来发展机遇。离岛免税与封关的结合主要在于利用海南封关后各类新兴产业发展和人才集聚带来的区位优势，用优质渠道匹配优质增量客群。中免持续打造一站式服务的免税综合体，有望为新客群带来更优消费体验，扩大增量需求。

图40：海南封关前后零售门店税务处理对比，及封关后有税免税门店对比



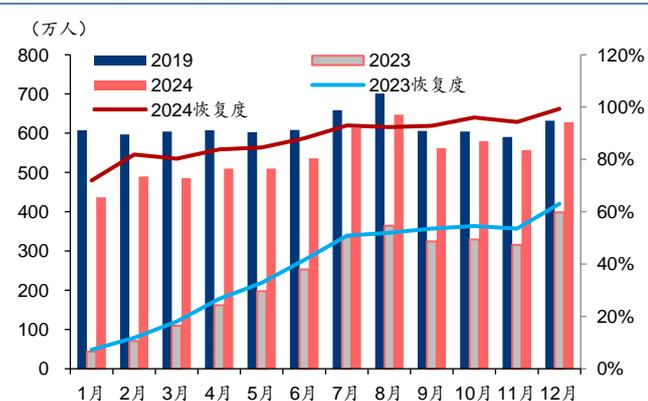
环节	项目	海南常规零售门店（全岛封关后）	海南离岛免税门店（全岛封关后）
进口环节	免征进口环节税的品类	对进口征税商品目录以外、允许海南自由贸易港进口的商品，免征进口关税；参考香港及新加坡的相关商品品类：酒类、烟草、石油类等需要征收进口关税。	2020年6月发布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，限定了45个离岛免税商品品种。
	税种	白名单内商品免征进口关税、进口增值税、消费税	白名单内商品免征进口关税、进口增值税、消费税
岛内零售	税种及税率	简并税制之后，增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育附加等税费，简并为销售税	免征消费税，按离岛免税经营销售额的4%缴纳特许经营费用
离岛	免税额度	具体额度尚未公告。参考自港澳进境居民旅客免税额度为12,000元，12,000元以上部分要求补税。	离岛旅客每年每人免税购物额度为10万元人民币，不限次数

资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》，《海南自贸港旅游零售市场白皮书 2024 版》，华泰研究

口岸免税：快速复苏，带动盈利能力改善

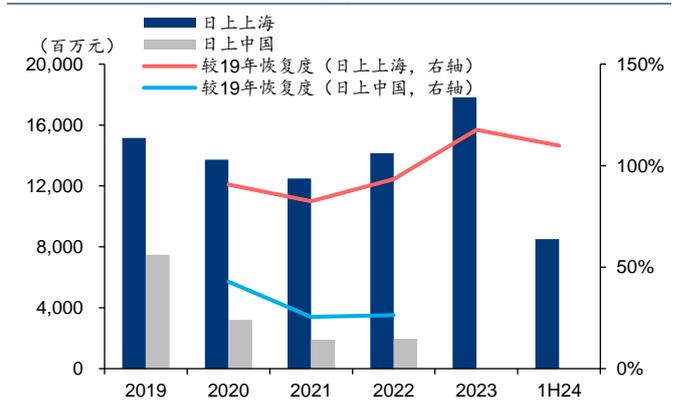
国际航线及客运量持续恢复，带动口岸免税有序复苏。据航班管家，2024年我国国际民航客运执行航班量较19年恢复至74.8%，同比增长93.4%。据公司公告，2024浦东/首都/白云/深圳机场国际及地区旅客吞吐量同比增长93.9%/93.4%/78.9%/108.7%，恢复至19年同期的82.6%/53.9%/78.4%/87.2%。随出入境客流修复，据公司公告，1H24中免境内出入境免税门店收入同比增长超100%，24年北京机场和上海机场收入同比分别超115%/近32%。

图41：民航国际航班量恢复情况



资料来源：Wind，华泰研究

图42：日上收入及较19年恢复度



资料来源：公司公告，华泰研究

机场租金调整，销售费用有望进一步收窄。流量控制权变化导致机场和免税商合作进一步调整，中国中免和北上广三大机场的协议模式由“保底+提成”模式（2020年前）调整为“保底租金与客流挂钩”（2020-2023年），而后回归为“保底+提成”模式（2024年以来），但相较于原协议租金大幅下降（白云机场部分标段保留首次补充协议框架约定）。

图表43：中免集团中标机场免税店情况

中标时间	中标企业	中标机场（航站楼）	保底租金	机场提成比率	提成方式
2017-02	中免	昆明机场	619 万/年	9%	保底+扣点
2017-02	深免	西安机场			
2017-03	中出服	重庆机场	114.4 万/年	27%	保底/扣点孰高
2017-03	中免	广州白云机场 T1 入境	首年 2356 万/月	42%	保底/扣点孰高
2017-03	中免	广州白云机场 T2	首年 3353 万/月（入境）	42%（T2 入境）	保底/扣点孰高
2017-10			首年 3292 万/月（出境）	35%（T2 出境）	
2024-04（新合 约签约公告）	中免	广州白云机场 T1 出境	4571 万/年，若客流高于 前一年 80%，保底额增 6%	23.15%	保底/扣点孰高
2017-07	日上中国 (中免持 51%)	北京首都机场 T2	6917 万/月（T2 入境）	47.50%	保底/扣点孰高
			18333 万/月（T2 出境）		
2017-07	日上中国 (中免持 51%)	北京首都机场 T3	18333 万/月（T3 入境）	43.50%	保底/扣点孰高
			18333 万/月（T3 出境）		
2023-12（补充 协议签订公告）	日上中国 (中免持 51%)	北京首都机场全部标段	5.58 亿/年	品类提成比例按 18%-36%不同情形取值	保底/扣点孰高
2017-03	中出服	大连周水子机场	2159.4 万/月	34%	
2017-04	珠免	天津滨海机场	6000 万/年	39%	
2017-04	中免	南京禄口机场	3300 万/年	33%	
2017-04	中免	成都双流/乌鲁木齐/深圳宝安机场等			
2018-07	日上上海 (中免持 51%)	上海虹桥机场 T1 航站楼	20.71 亿/年	综合提成：42.50%； 分类提成：香化、烟酒、食品 45%；百货 25%	保底/扣点孰高
2018-07	日上上海 (中免持 51%)	上海浦东机场 T1, T2, 卫星厅	410 亿/年	综合提成：42.50%； 分类提成：香化、烟酒、食品 45%；百货 25%	保底/扣点孰高
2023-12（补充 协议签订公告）	日上上海 (中免持 51%)	上海机场（浦东+国际）全部标段	7.07 亿/年	品类提成比例按 18%-36%不同情形取值	保底/扣点孰高
2019-03	中免	北京大兴国际机场	烟酒、食品 1917 万/月 香化、精品 3467 万/月	烟酒食品类 49% 香化精品品类 46%	

资料来源：DFE，公司公告，中国招标网，华泰研究

基于补充协议条款测算，机场租金有望明显下降。据公司于 2023 年 12 月及 2024 年 4 月发布的公告，首都机场的保底金额由 2018 年的约 30 亿下调至 5.58 亿元，提成比例由 2018 年的 43.5% 下调至 18-36%；上海机场（浦东+虹桥）的保底金额由 2018 年的约 60 亿元下调至 7.07 亿元，提成比例由 2018 年的 42.5% 下调至 18-36%。广州白云机场 T1 出境航站楼的年保底金额为 4571 万元，提成比例下调至 23.15%。

2023 年 12 月 16 日，中国中免和上海机场发布关于签订免税店项目经营权转让合同之补充协议的公告，协议条款中的客流量基准采用的 3Q23 月均的国际及港澳台地区客流量的 80%，以旅客吞吐量（国际+港澳台地区）口径计算约为 209.1 万人次（浦东机场+虹桥机场）。24 年以来，机场出入境客流持续增长，9M24 上海机场国际及地区客流量约为 263.57 万人次，恢复至 19 年水平的 86.1%，高于客流量基准。2023 年免税租金人均贡献为 96.5 元，恢复至 19 年水平的 71.3%。考虑到协议二中并未披露实际销售提成计算公式中的各品类提成比例，我们参考白云机场条款（扣点率为 23.15%）进行推算。**根据以上核心要素情景进行敏感性分析，上海机场在悲观/中性/乐观假设下的机场租金为 5.43/7.17/9.17 亿元，均显著低于此前租金水平（2019 年：52.1 亿元；2023 年：17.9 亿元）。**

渠道结构发生变化，有望带动中免整体盈利能力改善。由于口岸免税特许经营费为 1% 免税销售额，离岛免税特许经营费为 4% 免税销售额，我们可以根据当年特许经营费与免税商品收入，粗略测算出每年口岸与离岛业务的营收占比，从而拆解口岸免税与离岛免税的毛利率水平。据我们估算，机场免税毛利率约比离岛免税高出十个点左右。受益于口岸客流恢复，口岸渠道收入占比提高，1-3Q24 主营业务毛利率 33.1%，同比提高 1.4pct。

图表44：2024年上海机场租金敏感性分析

		(国际+港澳台地区) 旅客吞吐量恢复度				
		75%	80%	85%	90%	95%
机场租金人均贡献恢复度	60%	5.43	5.79	6.15	6.51	6.87
	65%	5.88	6.27	6.66	7.06	7.45
	70%	6.33	6.75	7.17	7.60	8.02
	75%	6.78	7.24	7.69	8.14	8.59
	80%	7.24	7.72	8.20	8.68	9.17

资料来源：公司公告，Wind，华泰研究

图表45：按特许经营费拆分预测的口岸与离岛业务占比及毛利率

	2019	2020	2021	2022	2023
特许经营费(亿元)	8.19	9.3	16.26	9.99	13.94
免税商品收入(亿元)	464.35	323.61	429.36	260.32	442.31
免税毛利率(%)	50.00%	44.90%	37.82%	39.41%	39.49%
特许经营费占比(%)	1.76%	2.87%	3.79%	3.84%	3.15%
预估口岸占比(%)	75%	38%	7%	5%	28%
预估离岛占比(%)	25%	62%	93%	95%	72%
预估口岸免税毛利率约在45/50%左右					
预估离岛免税毛利率约在35/40%左右					
预估口岸免税收入(亿元)	348	123	30	13	124
预估离岛免税收入(亿元)	116	201	399	247	318

资料来源：公司公告，华泰研究

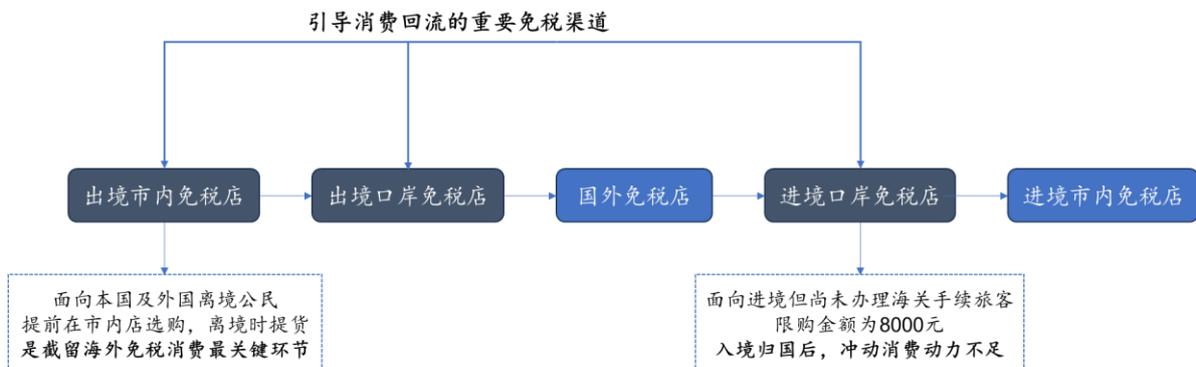
市内免税：国家政策落地，开辟成长新机

国人离境市内免税店政策顺利落地。24年8月20日，财政部、商务部、文旅部、海关总署、税务总局联合印发《关于完善市内免税店政策的通知》，明确自24年10月1日起，按照《市内免税店管理暂行办法》规范市内免税店管理工作：1) 定位：设立在市内，向即将出境的中国及外籍旅客销售免税商品。2) 销售对象：持出入境有效证件，即将于60日(含)内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客。3) 购物限额：出境购买不设限额，但入境应符合海关关于旅客携带行李物品进出境要求。参考《口岸进境免税店管理暂行办法》，入境限额为8000元。4) 提货点：市内店应在口岸出境隔离区内设立商品提货点，提货点扣点率不得高于同口岸出境免税店扣点率。5) 销售品类：鼓励市内免税店销售国货“潮品”。新政策颁布后市内免税店有望迎来健康有序发展。

市内店优势 1：承接引导消费回流

我国居民出境游和出境消费热情较高，根据中国旅游研究院，2023年中国出境旅游人数超8700万人次，根据联合国旅游组织，2023年中国游客出境游消费额为1965亿美元，占全球11.6%，位居全球首位。我们认为国人旺盛的出境游需求为免税消费提供了充足且有效的客源，而市内免税店，尤其是出境市内店位于旅游零售购物的消费决策链最前端，能够凭借价格、购物体验 and 前端消费等优势，有效引导并承接消费回流，截留部分本国居民出境游的免税消费，推动我国免税业发展。此外，考虑到市内免税店与机场免税点的区位互补特性，未来有望与机场发挥协同效应，实现免税品“线下预定、机场提货”的购物模式，突破机场免税销售空间上的瓶颈，进一步提升销售规模。

图表46：引导承接消费回流与免税渠道的关系



资料来源：关税司，华泰研究

市内店优势 2: 相较于机场免税店, 市内免税店的盈利能力更强

市内免税店空间更大, 商品品类相比于机场免税店或更加丰富, 进而推动收入与毛利率抬升。参考韩国, 作为韩国最大的市内免税店, 明洞市内店门店经营面积达到 16,115 m², 拥有 LV、CHANEL、HERMES 等品牌, 而乐天旗下仁川机场免税店经营面积仅约 1,407 m², 购物体验及客单价均逊于明洞市内店。市内免税店空间充足大, 商品品种、品牌更丰富, 能充分展示服饰、箱包、手表等高单价商品。此外, 市内店顾客提前购买的时间充足, 购物体验更加丰富, 有望拉动门店客单价与渗透率。此外, 成本端来看, 市内免税店选址更加灵活, 租金相对高昂的机场扣点而言或更加低廉。

市内店优势 3: 形成中国文旅重要名片, 助力国货出海, 做大中国品牌

韩国镜鉴: 本土品牌通过免税渠道走出国门、提高国际市场竞争力。根据韩国乐天 (lotte) 官网, 各高端品类畅销榜均有韩国本土品牌身影。护肤板块中后 (whoo) 排名第 9, 香水板块中 Tamburins 两大畅销单品分别排名第 10/11, 眼镜板块 gentle monster 两大单品分别排名第 3/4。同时免税店亦积极引入其他本土品类, 如新罗免税店的 B1 层主要销售韩国特产, 除韩妆外, 还涵盖人参、紫水晶、民艺品、泡菜等韩国特产及酒类产品, 以及电子产品、运动服、休闲服装、箱包等。

政策扶持下, 精品国货陆续进驻中国免税店。近年来国家及当地政府多次发布政策公文, 引导免税渠道引入优质特色国产商品。伴随政策扶持, 中免陆续引入倍轻松、飞亚达、茅台、珀莱雅等精品国货品牌, 并在免税店内设立国产商品销售区域, 在拓展中免自身品牌丰富度的同时助力国货品牌高端化转型, 吸引更多外籍旅客购买国货品牌, 助力品牌出海。

空间测算: 对标韩国/离岛, 京沪远期规模有望至 281 亿元

上海/北京的国人市内免税规模测算, 拆解量价可得, 市内店市场规模=N 个城市*城市销售规模 (即单店销售额=客单价*客流*转化率)。

- **客流规模:** 随国际航班供给加速恢复、免签政策进一步利好, 出入境游有望进一步恢复。此处采用北京首都/上海浦东国际机场旅客吞吐量 (国际及地区) 的数据来对北京及上海地区市内免税店规模进行测算。假设稳态阶段, 上海浦东/北京首都国际机场 (国际+地区) 旅客吞吐量恢复至 19 年水平 (3851.2/2757.4 万人)。
- **渗透率及客单价要素:** 对标韩国及近三年海南离岛免税市场, 1) 对标韩国情况: 据 CAPA 数据, 2018/2019 年韩国国际航线旅客吞吐量分别为 8646/9090 万人; 据韩国免税店协会数据, 2018/2019 年韩国免税购物总人次为 4814/4844 万人次, 2018 年市内店购物人次 2022 万, 假设 2019 年市内购物人次占比与 2018 年持平, 则 2019 年韩国市内免税店购物人次 2035 万, 对应测算得 2018/2019 年市内店购物转化率分别为 23.4%/22.4% (直接按购物人次/国际旅客吞吐量计算); 2019 年, 韩国本国游客/外国游客消费客单价分别为 122/891 美元。2) 对标海南离岛免税: 据海口海关, 21/22/23 年海南旅客吞吐量为 4511/3119/6310 万人, 免税实际购物人次为 672/422/676 万人, 测算购物渗透率为 15%/14%/11%, 客单价为 7367/8262/6478 元。

综合以上, 我们预计上海市内店对国人开放后,

- **购买渗透率:** 上海机场<上海市内店<海南离岛<韩国市内店; 主要基于韩国市内店与海南离岛免税店业已发展成熟, 相关配套政策、产业链更完善。而市内店相比于机场免税, 消费场所更大, 购物体验更好, 且其提货方式更具便捷性。
- **购买客单价:** 上海机场<上海市内店<海南离岛<韩国市内店; 主要基于市内店较机场商品品类更为丰富, 旅客逗留时间较机场可延长。

据此预估上海成熟市内店年收入规模可能在 96-231 亿元。同样逻辑预估北京成熟市内店年收入规模可能在 69-165 亿元。取预测区间中值估计, 北京/上海远期市内店市场规模分别为 117/164 亿元, 合计中期规模有望达 281 亿元。

图表47: 上海&北京市内店收入规模预测的敏感性分析

上海市内店收入规模预测的敏感性分析							北京市内店收入规模预测的敏感性分析							
可参考指标说明		购买渗透率					可参考指标说明		购买渗透率					
		10%	15%	20%	25%	30%			10%	15%	20%	25%	30%	
客单价 (元)	19年韩国本土居民免税消费单价122美元。韩国机场免税单价123美元	500	19.3	28.9	38.5	48.1	57.8	19年韩国本土居民免税消费单价122美元。韩国机场免税单价123美元	500	13.8	20.7	27.6	34.5	41.4
	上海机场购物单价约1500-2000元	1000	38.5	57.8	77.0	96.3	115.5	19年首都机场免税购物消费单价122美元。韩国机场免税单价123美元	1000	27.6	41.4	55.1	68.9	82.7
	日本免税购物客单价约70000日元	1500	57.8	86.7	115.5	144.4	173.3	1500	41.4	62.0	82.7	103.4	124.1	
	19年韩国外国游客消费单价891美元	2000	77.0	115.5	154.0	192.6	231.1	2000	55.1	82.7	110.3	137.9	165.4	
		2500	96.3	144.4	192.6	240.7	288.8	首都机场购物单价约1000-2000元	2500	68.9	103.4	137.9	172.3	206.8
		3000	115.5	173.3	231.1	288.8	346.6	3000	82.7	124.1	165.4	206.8	248.2	
		3500	134.8	202.2	269.6	337.0	404.4	日本免税购物客单价约70000日元	3500	96.5	144.8	193.0	241.3	289.5
		4000	154.0	231.1	308.1	385.1	462.1	4000	110.3	165.4	220.6	275.7	330.9	
		4500	173.3	260.0	346.6	433.3	519.9	4500	124.1	186.1	248.2	310.2	372.3	
		5000	192.6	288.8	385.1	481.4	577.7	19年韩国外国游客消费单价891美元	5000	137.9	206.8	275.7	344.7	413.6
		5500	211.8	317.7	423.6	529.5	635.4	5500	151.7	227.5	303.3	379.1	455.0	
		6000	231.1	346.6	462.1	577.7	693.2	6000	165.4	-	330.9	413.6	496.3	

资料来源: 公司公告, 华泰研究

免税龙头, 牌照和规模优势显著。作为国内免税龙头, 中国中免综合实力强劲, 份额领先, 拥有相对完备的市内免税体系和运营经验, 当前中免已在中国大陆(北京、上海、厦门、大连、青岛、三亚)开设6家市内免税店, 同时参股公司中侨在哈尔滨拥有1家市内免税店, 并在2021年开始陆续与天津、成都、武汉、湖南、福州等地达成建设市内免税店合作意愿。2024年8月20日《关于完善市内免税店政策的通知》发布后, 广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等8个城市各获批设立1家市内免税店, 并要求可以设市内店的主体为经国务院批准在全国范围内具有免税品经营资质的企业。据公司公告, 截至25年1月, 公司已先后成功中标深圳、广州、西安、福州、成都、天津6家市内免税店项目。叠加此前正在申请转型的市内免税店, 中免当前已在13个城市拥有市内免税店。我们认为中免有望凭借牌照和规模优势, 继续推进与各地政府的市内免税店合作意愿。

盈利预测与估值

盈利预测

根据公司业绩快报, 2024 实现营收 564.92 亿元/yoy-16.4%, 归母净利润 42.63 亿/yoy-36.5%。当前市内店政策落地, 我们预计随着出入境客流修复、储备项目陆续开业、消费税改革积极酝酿, 1H25 销售收入与净利润有望企稳改善。

- **离岛渠道端:** 2024 海南离岛免税市场量价承压, 虽然客流恢复至 19 年水平, 但客单价与渗透率均同比下降。考虑海南购物需求当前仍处回升通道, 我们预计 24/25/26 年离岛渠道端收入为 289.86/306.71/322.71 亿元, 增速为-27.8%/+5.8%/+5.2%。
- **口岸渠道端:** 出入境客流修复势头良好, 机场渠道同比经营改善明显。我们预计 24/25/26 年口岸渠道营收分别为 272.95/302.08/336.31 亿元, 增速为+20.9%/10.7%/11.3%。
- **其他收入:** 24 年受海南竞争环境影响, 批发业务缩量较为明显, 政府相关补贴亦有所减少, 导致 24 年其他收入承压。另一方面, 国人离境市内店开放预期升温, 25 年起有望贡献营收及利润新增量。预计 24/25/26 年其他渠道收入营收分别为 2.11/2.32/2.42 亿元, 增速为-96%/+10%/4%。
- **盈利端:** 随品类结构优化、毛利率更高的口岸渠道占比提升, 毛利率有望实现稳中有进, 预计 24-26 年毛利率为 32.2%/34.2%/35.2%。机场经营恢复提升带动销售费用(租金)上涨, 导致 24 年净利率下滑, 25-26 年随优惠折扣收敛, 有望实现小幅改善。

我们预计公司 24-26 年营收为 564.92/611.11/661.44 亿元, 增速为-16.4%/+8.2%/+8.2%, 归母净利润分别为 42.63/46.97/52.81 亿元, 增速为-36.5%/+10.2%/+12.4%, 对应归母净利率 7.5%/7.7%/8.0%。

图表48: 公司主营业务盈利预测

人民币 百万元	2021A	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	67,676	54,433	67,540	56,492	61,111	66,144
yoy	28.7%	-19.6%	24.1%	-16.4%	8.2%	8.2%
离岛渠道	46,339	36,689	40,121	28,986	30,671	32,271
yoy	63.1%	-20.8%	9.4%	-27.8%	5.8%	5.2%
占总收入比例	68.5%	67.4%	59.4%	51.3%	50.2%	48.8%
三亚市内免税店	33,824	21,287	24,365	15,666	16,449	17,272
yoy	58.7%	-37.1%	14.5%	-35.7%	5.0%	5.0%
海口国际免税城	0	807	6,838	6,062	6,519	6,960
yoy			747.7%	-11.4%	7.5%	6.8%
口岸渠道	15,105	16,619	22,571	27,295	30,208	33,631
yoy	-18.49%	10.02%	35.82%	20.93%	10.67%	11.33%
占总收入比例	22.3%	30.5%	33.4%	48.3%	49.4%	50.8%
北京+上海机场	14,955	16,369	20,718	24,842	27,514	30,727
yoy	-16.7%	9.5%	26.6%	19.9%	10.8%	11.7%
其他机场	149.79	249.85	1,852.76	2,453.50	2,693.79	2,904.02
yoy	-74.5%	66.8%	641.6%	32.4%	9.8%	7.8%
其他收入	1,099	1,125	4,848	211	232	242
yoy	-61.3%	2.4%	330.9%	-95.6%	10.0%	4.0%
占总收入比例	1.6%	2.1%	7.2%	5.3%	5.3%	5.3%
毛利率	30.8%	47.7%	46.1%	32.2%	34.2%	35.2%
归母净利润	9,654	5,030	6,714	4,263	4,697	5,281
归母净利率	14.3%	9.2%	9.9%	7.5%	7.7%	8.0%

注: 不考虑部分年份一次性冲回收入
资料来源: 公司公告, 华泰研究预测

基于上述盈利预测, 我们预计 24/25/26E EPS 为 2.06/2.27/2.55 元, 25-26 年 CAGR 为 11%。考虑行业地位、商业模式稀缺性与业务相似性, 我们选取宋城演艺 (300144 CH)、锦江酒店 (600754 CH)、王府井 (600859 CH) 为可比公司。

参考可比公司 Wind 一致预期 25 年 PE 均值 19X，公司龙头地位突出，牌照拥有量具备稀缺性，规模优势突出，给予溢价；同时考虑港股较 A 股存在 15% 的流动性折价（最新 A 股目标价为 63.56 元人民币，对应 25 年 PE 28X），给予中免港股 25 年 24X PE，目标价 58.72 港币（人民币：港币=1:0.92），首次覆盖予以“买入”评级。

图表49：可比公司估值表

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	市盈率 PE(TTM)	预测 PE 2024	预测 PE 2025	预测 PE 2026
300144 CH	宋城演艺	231.32	205.00	20.37	17.29	15.38
600754 CH	锦江酒店	260.19	24.72	22.11	19.71	16.84
600859 CH	王府井	150.62	30.27	26.03	20.82	17.96
	均值	214.04	86.66	22.84	19.28	16.73

注：2024/2025/2026 预测 PE 基于 Wind 一致盈利预测。交易日期截至 2025 年 1 月 24 日

资料来源：Wind，华泰研究

风险提示

- 1) 免税政策变动风险：**免税业务受国家免税政策影响较大，若消费税改革与市内店免税政策落地时间和力度不达预期，可能带来公司业绩不达预期的风险。
- 2) 市场竞争加剧风险：**若市内免税店或海南离岛店免税牌照放松，市场参与者增加，市场竞争加剧，有折损公司竞争优势的可能。
- 3) 测算和实际偏差风险：**远期规模测算的量价分析为无外部因素扰动的理想测算值，和实际经营情况或有一定偏差。

免责声明

分析师声明

本人，樊俊豪、曾璐、梅昕，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师樊俊豪、曾璐、梅昕本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

新加坡

华泰证券（新加坡）有限公司持有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证，可从事资本市场产品交易，包括证券、集体投资计划中的单位、交易所交易的衍生品合约和场外衍生品合约，并且是《财务顾问法》规定的豁免财务顾问，就投资产品向他人提供建议，包括发布或公布研究分析或研究报告。华泰证券（新加坡）有限公司可能会根据《财务顾问条例》第32C条的规定分发其在华泰内的外国附属公司各自制作的信息/研究。本报告仅供认可投资者、专家投资者或机构投资者使用，华泰证券（新加坡）有限公司不对本报告内容承担法律责任。如果您是非预期接收者，请您立即通知并直接将本报告返回给华泰证券（新加坡）有限公司。本报告的新加坡接收者应联系您的华泰证券（新加坡）有限公司关系经理或客户主管，了解来自或与所述分发的信息相关的事宜。

评级说明

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（含此期间的股息回报）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，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经225指数，新加坡市场基准为海峡时报指数，韩国市场基准为韩国有价证券指数，英国市场基准为富时100指数），具体如下：

行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

- 买入：**预计股价超越基准15%以上
- 增持：**预计股价超越基准5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

新加坡: 华泰证券(新加坡)有限公司具有新加坡金融管理局颁发的资本市场服务许可证, 并且是豁免财务顾问。公司注册号: 202233398E

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心53楼

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2567-6123

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

华泰证券(新加坡)有限公司

滨海湾金融中心1号大厦, #08-02, 新加坡 018981

电话: +65 68603600

传真: +65 65091183

©版权所有2025年华泰证券股份有限公司