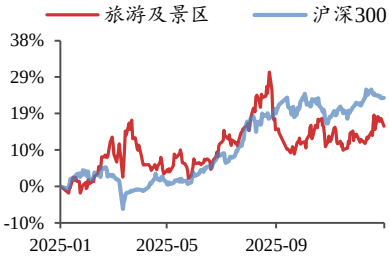
旅游及景区

2026 年 01 月 28 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

海南专题报告：风宜长物放眼量，自贸港赶海正当时

——行业深度报告

初敏（分析师）
chumin@kysec.cn
证书编号：S0790522080008

叶彬慧（联系人）
yebinhui@kysec.cn
证书编号：S0790124070053

● **海南自贸港：双向循环战略支点，枢纽功能徐徐演进**

海南自贸港是中央基于全球化格局深度调整、全球供应链加速重构背景，高标准建设的中国特色自由贸易港，享有国内高规格、系统性的开放试验授权。对比全球成熟的自贸港枢纽，依托内地超大规模统一市场的腹地优势和最大经济特区禀赋，**海南聚焦打造三大核心定位：对接中国内地的消费与供应链前置中心，面向东盟与 RCEP 的离岸贸易和服务中心，以及基于特色资源的高端产业集聚区。**其发展路径为通过降低制度型交易成本，吸引全球高端要素汇聚增值，提升在全球要素网络中的节点地位，进而依托特色禀赋从通道经济升级为产业经济，形成制度资本、枢纽能级、产业生态循环增强的动态演进框架。

● **政策解读：关键特色制度设计，首轮要素汇聚高峰加速**

海南自贸港以封关为契机推进高水平开放，目前全岛施行的以“零关税、低税率”税制政策和六大便利化措施为主框架的制度体系直接对标全球一流自贸港，已显现制度创新优势但仍需长期完善。从政策传导路径看，税制改革政策组合通过全链条降本吸引优质产业链迁移和人才集聚，特别是进口依赖度大、产业链条短、附加值高的加工制造业，生物医药、高端制造、航空物流等有望成为引进的先导产业，形成建设初期扩大经济规模和税收基础的核心支撑。便利化措施则重在破除各类要素跨境安全有序流动壁垒，打造新型区域性离岸国际贸易中心，促进跨境贸易/资金/货流/人员等要素集聚，培育与高能级枢纽配套的现代服务业，特别是提升海南国际旅游消费中心地位。**从政策实际落地效果看，封关前后海南注册企业数量、实际使用外资、保税货物交易以及国际人员流动各类要素集聚呈现明显加速趋势。**

● **离岛免税：站在新周期起点，供给侧改革成效显现**

复盘海南离岛免税发展历史，政策改革红利和内需升级为市场扩容主线，2021 年销售额创造历史高点后，2022-2024 年供需两端进入深度调整期，2024 年市场销售规模下滑筑底。面对居民消费信心不足、跨境电商价格冲击、国际香化周期等行业逆风，各经营主体积极勤修内功优化供应链与运营水平，供给侧调改红利逐步释放，2025 年客单价率先筑底回升，9 月以来销售额迎来正向拐点。11 月离岛免税新政进一步放宽品类和客源的政策约束，岛民即购即提、离岛离境等增量场景消费有望逐步释放潜力，政策红利叠加 12 月封关落地催化，**封关首月销售金额 50.2 亿元/同比+46.8%；购物人数 77.2 万人次/同比+29.7%，离岛客流转化率或亦迎来趋势性拐点。**长期视角看，离岛免税长期仍是海南打造国际旅游消费中心的核心环节，预计封关后海南国际旅游消费中心战略加持叠加运营商头部高端品牌卡位和体验型零售业态培育强化，自贸港枢纽能级提升有望支撑市场复苏的向上弹性和持续性。边际视角看，资本市场/房地产等居民核心资产价格企稳或走强，或带动社会公众特别是高净值群体消费信心回暖，**离岛免税作为高端消费晴雨表有望深度受益。受益标的：中国中免、王府井。**

● **风险提示：**宏观经济波动风险、政策落地不及预期、高端消费复苏不及预期。

目 录

1、 自贸港：打造对外开放高地，关注首轮要素集聚高峰 4
1.1、 演进展望：双向循环战略支点，枢纽功能徐徐演进 4
1.2、 政策解读：关键特色制度设计，首轮要素汇聚高峰加速 8
1.2.1、 税制调整：引导优质产业、人才要素集聚 9
1.2.2、 便利化措施：跨境资源自由流动，打造一流国际离岸中心 14
2、 离岛免税：站在新周期起点，供给侧改革成效显现 16
2.1、 拐点已至：政策改革红利为主线，高端消费景气度回暖 16
2.2、 新政展望：岛民免税政策空间足，国际旅客增量显著 19
2.2.1、 岛民免税：场景扩充至日常消费，有望支撑全岛消费活力 19
2.2.2、 离境免税：实现离岛全场景覆盖，期待入境旅客消费潜力释放 20
2.3、 把握边际：元旦节后景气不淡，关注旺季财富效应释放 21
3、 投资建议 24
4、 风险提示 25

图表目录

图 1： 海南自贸港“一线放开、二线管住、岛内自由”制度框架一览 4
图 2： 海南港口枢纽重点服务一带一路航线网络 6
图 3： 海南自贸港跨境贸易投资开放政策一览 6
图 4： 海南自贸港 13 个重点产业园区分布 7
图 5： 海南自贸港 “制度资本、枢纽能级、产业生态”动态演进框架 8
图 6： 2019 年后海南中央对地方转移支付额逐年提升 13
图 7： 海南财政税收增值税占比较高 13
图 8： 海南第二产业 GDP 贡献相对较低 13
图 9： 2025 年前十一月海南加工贸易额同比+10.5% 14
图 10： 2025 年前十一月海南工业增加值同比+10.4% 14
图 11： 2024 年中国非金融类对外直接投资金额同比+10.5% 15
图 12： 2025 年 9 月驻琼央企及子企业资产总额较 2020 年底增长 79.2% 15
图 13： 2025 年前三季度海南 FDI 同比+42.2% 15
图 14： 2022 年后海南落地外资企业数量逐年提升 15
图 15： 2025 年海南货物吞吐量同比+7% 16
图 16： 2025 年前十一月海南保税物流进口额同比+29% 16
图 17： 截至 2025 年底海南民航国际航线恢复至 92 条 16
图 18： 2019 年后海南服务进出口总额及全国比重整体提升 16
图 19： 2025 年 9-12 月海南离岛免税月度销售额同比增速转正 17
图 20： 2024 年离岛免税购物人次同比-16% 18
图 21： 2023-2024 年离岛免税客单价和转化率下滑 18
图 22： 2022-2024 年国内美护商品零售整体承压 18
图 23： 2024 年 1-5 月离岛免税中香化品类占比 41% 18
图 24： 2025 年离岛免税购物人次降幅收窄 19
图 25： 2025 年 1-11 月离岛免税转化率整体仍承压 19
图 26： 2025 年 12 月离岛免税单件均价同比增长 54% 19

图 27： 2025 年离岛免税客单价走势与件均价趋同 19
图 28： 2025 年 1-11 月海南社会消费品零售额同比+6.5% 20
图 29： 2024 年海南人均消费支出占可支配收入比例居前 20
图 30： 2025 年海南入境旅客过夜人次同比+35.2% 21
图 31： 2019 年入境旅客消费能力显著强于国内旅客 21
图 32： 2025 年 11 月美国歌星亚洲巡演登陆三亚 22
图 33： 2026 年海南重点赛事、演出、会展活动一览 22
图 34： 2024 年中国内地个人奢侈品/离岛免税销售规模下降 22
图 35： 预计 2025 年全球个人奢侈品活跃消费者减少 2000 万人 23
图 36： 预计 2025 年全球顶级客户个人奢侈品消费比例提升 23
图 37： 投资收益约占中国高净值人群资金来源的 22% 23
图 38： 黄金/股票约占中国高净值人群金融投资的 8%和 14% 23
图 39： 2025 年至今黄金、沪深 300、恒生指数涨幅明显 23
图 40： 2025 年高净值人群奢侈品类支出增减情况一览 23

表 1： 海南自贸港建设关键文件和建设阶段梳理 4
表 2： 对比其他港口型枢纽海南自贸港形成差异化战略定位 5
表 3： 海南 13 个重点产业园区产业布局一览 7
表 4： 海南自贸港制度设计对标国际一流自贸港已具备一定比较优势 9
表 5： 封关后“零关税”政策税目/享惠主体覆盖面大幅拓宽 10
表 6： 高价值生产设备免关税进口成本压降效果更佳 10
表 7： 封关后加工增值内销免关税政策进一步降低适用门槛、提高监管效率 11
表 8： 自贸港医疗器械、高端设备、食品加工、黄金珠宝产业迁入优先级较高 11
表 9： 海南自贸港低税率、简税制政策优化空间充足 12
表 10： 海南自贸港六大便利化措施政策内容 14
表 11： 离岛免税政策历经多轮调整扩容 17
表 12： 2025 年 11 月离岛免税新政扩充岛民日常消费场景 19
表 13： 中性假设下预计 2028 年入境外国人贡献免税消费增量规模约 10 亿元 20
表 14： 海南封关后离岛免税购物人次同比转正 24
表 15： 受益标的盈利预测及估值 24

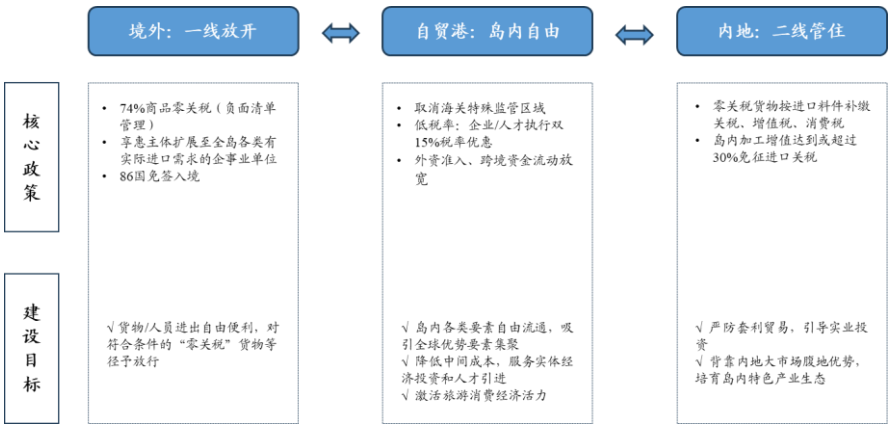
1、 自贸港：打造对外开放高地，关注首轮要素集聚高峰

1.1、 演进展望：双向循环战略支点，枢纽功能徐徐演进

2025 年 12 月 18 日，海南自由贸易港正式启动全岛封关运作，标志着自贸港建设完成筑基夯台的历史性跨越。2018 年中央首次提出支持海南全岛建设自由贸易试验区，分步骤、分阶段建立自由贸易港政策和制度体系；2020 年 6 月党中央、国务院正式发布《海南自由贸易港建设总体方案》，**目标打造成为引领我国新时代对外开放的鲜明旗帜和重要开放门户。**

参考国际一流自贸港建设经验，海南采用“一线放开、二线管住、岛内自由”（一线指与境外连通的口岸，二线指与境内其他区域连通的口岸）的货流监管制度框架，经过多轮设计完善、试点和扩容，以“零关税、低税率”和“五自由便利一安全有序流动”为主要特征的自贸港政策制度体系已正式落地运行。

图1：海南自贸港“一线放开、二线管住、岛内自由”制度框架一览



资料来源：海口市市场监督管理局、国家税务局、开源证券研究所

表1：海南自贸港建设关键文件和建设阶段梳理

政策演进阶段	时间	政策文件/会议	关键表述
提出战略构想	2017 年 10 月	《习近平中共十九大报告》	推动形成全面开放新格局，赋予自由贸易试验区更大改革自主权，探索建设自由贸易港
	2018 年 4 月	《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，提出至 2035 年自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列
总体方案出台	2020 年 6 月	《海南自由贸易港建设总体方案》	提出至 2025 年初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系
法治保障与开启试点	2020 年 6 月	《关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》、《关于海南自由贸易港高端紧缺人才个人所得税政策的通知》	注册在海南自贸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；在海南自贸港工作的高端/紧缺人才，个人所得税实际税负超 15%部分予以免征。
	2020 年 11 月	《海南自贸港原辅料“零关税”政策通知》	对企业进口用于生产自用、以“两头在外”模式商场或服务贸易中消耗的原辅料免征进口环节税项（后相继公布交

			通工具及游艇、自用生产设备两张正面清单）。
	2021 年 6 月	《中华人民共和国海南自由贸易港法》	为全岛封关运作与制度创新提供最高层级法律保障
	2021 年 9 月	《海口海关对洋浦保税港区加工增值货物内销税收征管暂行办法》	“加工增值 30%免进口料件关税”政策率先在洋浦保税港区先行试点
启动封关准备	2025 年 7 月	国新办发布会	官宣于 2025 年 12 月 18 日正式启动全岛封关运作

资料来源：中国政府网、国家发改委、商务部、海关总署等、开源证券研究所

从全球港口型贸易枢纽竞合关系看，海南自贸港具备差异化优势：

（1）**对比中国香港、新加坡成熟金融贸易枢纽定位，海南重在打造双向循环战略支点。**新加坡自贸港是面向全球的开放平台，其服务对象是所有希望进入东南亚乃至全球市场的国际资本。中国香港则长期扮演着“超级联系人”角色，既是外资进入内地的桥梁，也是内地资本走向世界的跳板。海南在治理效率、金融服务、人才储备、枢纽能级等软硬件生态积累相对不足，因此致力于构建一个互补性的中间平台；依托内地超大规模单一市场、亚太地理中心位置和土地资源禀赋，海南具备实现异地“再工业化”的后发优势，因此开放政策重点突出对内地和外资企业的双向服务特征。

（2）**对比上海、深圳两大开放型产业中心，海南是新型离岸政策试验田。**海南享有中国高规格、系统性的开放政策试验权，制度创新空间大，在自贸区范围、税制优惠、外资准入、跨境资金管制开放程度上全国领先；在产业定位上，相较于上海金融开放，自贸港更聚焦服务跨国实体经济的金融创新；相较深圳对科创产业扶持，海南避开同质科创竞争，聚焦“4+3+3”特色产业体系，提供一定弯道超车机遇。

表2：对比其他港口型枢纽海南自贸港形成差异化战略定位

对比维度	中国香港	新加坡	上海	深圳	海南自贸港
政策定位	完全自由港，全球“超级联系人”	全链条开放的全球贸易与金融枢纽	国内经济中心	梯度式制度创新的先行示范区，大湾区核心	服务内地、面向全球的离岸资源配置平台和双向循环战略支点
面积	0.11 万平方公里	0.07 万平方公里	0.63 万平方公里	0.2 万平方公里	3.54 万平方公里
2024 年常住人口	约 750 万人	约 600 万人	约 2500 万人	约 1800 万人	约 1050 万人
2024 年 GDP	4070 亿美元	5474 亿美元	5.39 万亿元	3.68 万亿元	0.79 万亿元
枢纽能级	集装箱吞吐量超 1300 万标箱	集装箱吞吐量超 4000 万标箱	港口吞吐量超 5000 万标箱	港口吞吐量超 3000 万标箱	港口吞吐量超 300 万标箱
自贸区范围	全境自贸港	有限自贸港、淡马锡经营模式	临港自由贸易试验区	无独立自贸区	全岛自贸港
产业聚焦	金融、法律、贸易等高端服务业	航运、炼油、金融、电子产业集群	金融、集成电路、生物医药、汽车制造、信息服务等产业集群	信息技术、高端装备、新能源等产业集群	四大主导产业（旅游业、现代服务业、高新技术产业、热带特色高效农业）

资料来源：Wind、海南省人民政府、新加坡 MPA 官网、上港集团官网、狮城新闻、中国香港政府统计处等、开源证券研究所

我们认为海南自贸港当前打造三大核心功能定位：

（1）**服务中国内地市场，重点对接大湾区、连通西部陆海新通道的供应链前置中心。**依托“零关税”、“加工增值内销免关税”、“低税率”税制改革政策组合，吸引进口依赖度大、产业链条短、附加值高的加工制造业产业链迁移，将海南打造成为国际品牌进入内地前哨站和服务“一带一路”贸易的内外贸物流枢纽。

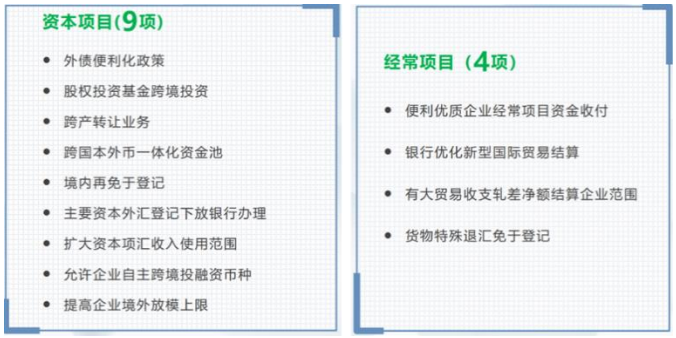
图2：海南港口枢纽重点服务一带一路航线网络



资料来源：《儋州洋浦投资逻辑及封关运作政策》

（2）**面向全球的离岸资源配置平台。**以金融/投资/数据/人员来往便利化政策为基础，特别是多功能自由贸易账户设立便利了跨境资金流动，为海南发展离岸金融和跨境资产管理提供制度保障，有利于吸引国际总部经济落地，开展新型离岸国际贸易、跨境人民币结算、海外投资平台等现代服务业，建设初期可重点链接国际业务中心面向东盟和 RCEP 的大型国央企，与新加坡全球贸易定位形成错位竞争。

图3：海南自贸港跨境贸易投资开放政策一览



资料来源：《儋州洋浦投资逻辑及封关运作政策》

（3）**基于特色资源的高端产业集聚区。**海南产业战略不简单复制中国香港、新加坡的离岸金融中心模式，聚焦发展与自贸港定位、本地禀赋紧密结合的现代服务业（如旅游免税、医疗康养、高端会展等）和高新技术产业（商业航天、南繁种业、高端装备、数字经济等）。产业规划围绕全岛 13 个重点园区发挥集群化效应，例如洋浦经济开发区是加工增值免关税政策和新型离岸国际贸易的试验田，引进培育高端临港工业；航天领域文昌航天城拥有国内首个商业航天发射场，吸引卫星制造、发射服务企业等。

图4：海南自贸港 13 个重点产业园区分布



资料来源：《海南自贸港全球化吸引力蓝皮书》

表3：海南 13 个重点产业园区产业布局一览

经济带	园区	成立时间	产业布局	园区定位
西部工业走廊	东方临港产业园	2011 年	石化新材料、海洋装备制造、清洁能源	国家级绿色低碳循环发展示范区、海南自贸港石化新材料产业基地、海南自贸港海洋装备制造产业基地、海南自贸港海上风电基地
	洋浦经济开发区	1992 年	能源化工、港航物流、先进制造	西部陆海新通道航运枢纽、大宗商品集散交易基地、先进制造业基地、国际贸易创新示范区
	临高金牌港开发区	2008 年	新型建筑产业、海洋装备制造、粮油加工物流产业	装配式建筑产业集聚区、港产城融合发展
	海口国家高新技术产业开发区	1991 年	生物医药、数字经济、高端食品加工、节能环保	海南自贸港唯一的国家级高新区，以“一区七园”格局多元化发展
琼北综合经济区	海口综合保税区	2008 年	免税品、现代物流、先进制造、航空维修	海南自贸港重点园区、国际物流配送中心、免税品仓储分拨基地、区域性国际贸易中心、自贸港政策先行先试区、"海关特殊监管区域+自贸港”政策叠加优势
	海南生态软件园	2008 年	区块链、数字健康、数字金融、数字贸易	海南发展数字经济产业的主要载体和平台，腾讯、百度、华为.字节等企业均已落户
	海口复兴城互联网信息产业园	2015 年	数字贸易、智能物联、国际总部、专业服务	海南自由贸易港先行区、国际总部集聚区和数据跨境流动示范区
	海口江东新区	2018 年	临空经济、消费精品加工、新金融	海南自贸港建设的集中展示区、国际旅游消费中心的体验区
	文昌国际航天城	2020 年	高端装备、新材料、卫星研制、火箭研发、航天大数据	航天领域重大科技创新产业基地、空间科技创新战略产业基
东部沿海经济带	博鳌乐城国际医疗旅游先行区	2013 年	肿瘤防治、医美抗衰、医疗旅游	全国唯一的医疗领域对外开放的“医疗特区"，已有 24 家医疗机构开业运营
	陵水黎安国际教育创新试验区	2020 年	高校引进	承接海外教育消费回流的重要平台
琼南旅游经济圈	三亚中央商务区	2020 年	总部经济、金融服务、游轮游艇	国际旅游消费中心引领区、海南自贸港唯一将邮轮游艇产业作为主导产业的园区
	三亚崖州湾科技城	2019 年	深海产业、南繁产业	南繁科技城、全球动植物种质资源引进中转基地、全

经济带	园区	成立时间	产业布局	园区定位
				球生物谷、深海科技城

资料来源：海南国际经济发展局官网、开源证券研究所

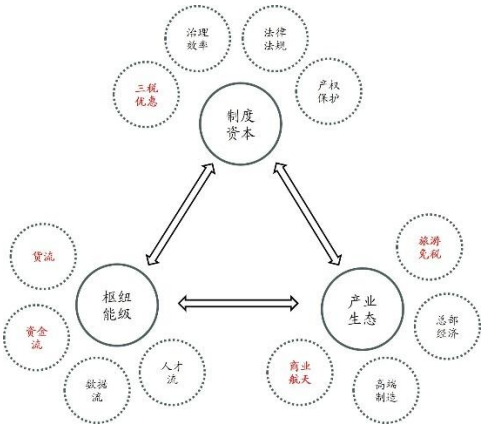
自贸港建设将是系统动态演进的长期过程。通过持续推动自贸港制度框动态优化提升制度框架成熟度，吸引资金/人才要素持续汇聚，配合枢纽能级提升则有望催生更复杂的国际产业链分工与协同，成熟的产业生态反向促进法律法规、治理效率、知识产权保护等精细制度需求，推动制度资本进一步积累和优化，为自贸港持续转型升级提供长期政策红利。从制度资本、枢纽能级、产业生态动态演进视角看，自贸港建设预计分为三个阶段：

（1）**制度磨合期：**以贸易、金融、税收、数据等重点领域配套法规完善，吸引国内外优质企业、人才等关键要素集聚，扩大产业规模和枢纽能级为核心目标，逐步从政策红利下的通道经济转向产业经济，该阶段需要中央财政支持以保证制度切换稳定落地。

（2）**制度成熟期：**形成系统完备的自贸港法律法规体系，枢纽辐射能力覆盖亚太，岛内形成多个千亿级以上产业集群，总部经济与配套离岸服务成熟，为简税制落地施行提供缓冲空间。

（3）**2035 年后成为开放型经济新高地：**深度参与全球经济治理，提升国际话语权，成为中国内地最具确定性的“规则型开放”高地，与深圳的科技创新、上海的金融开放形成互补分工。

图5：海南自贸港 “制度资本、枢纽能级、产业生态”动态演进框架



资料来源：开源证券研究所

1.2、 政策解读：关键特色制度设计，首轮要素汇聚高峰加速

封关非自贸港成熟标志，制度设计仍需长期完善。自贸港开放体系设计充分借鉴了新加坡、迪拜、爱尔兰香农等国际标杆自贸港建设经验，对齐来看，自贸港核心税制体系，既立足中国特色又对标国际高标准，具备制度创新优势和全球竞争力；客货领域开放第七航权，已达成全球自贸港航权开放最高水平；在投资准入、数据流动层面开放程度整体接近，但在金融开放方面仍处于追赶阶段。

表4：海南自贸港制度设计对标国际一流自贸港已具备一定比较优势

对比维度	海南自贸港	中国香港	新加坡	迪拜（杰贝阿里港）
关税制	零关税商品占 74%	少数商品征税（烟草、酒类、碳氢油类、甲醇等）	少数商品征税（烟草、酒类等、石油制品、机动车辆等）	全面零关税
企业所得税	鼓励类产业 15%	首 200 万利润 8.25%，超额 16.5%	基准 17%，享多项专项优惠	自贸区范围内 50 年免税（可延长）
个人所得税	高端/紧缺人才税负超 15%部分免征，封关后三档累进（3%/10%/15%）	累进税率 2%-17%	累进税率 0%-24%（起征点 2 万新元）	自贸区范围内免税
贸易自由	货物:加工增值 30%内销免税;服务:全国首张负面清单,“既准入又准营”	货物中转枢纽；服务咨询类基本无限制，法定业务需本地注册	货物高效通关；服务允许跨境咨询(特定项目除外)	货物无配额，检验简化；服务咨询、设计等无限制
投资自由	国内最短 27 条负面清单，“非禁即入”，多领域进一步放开	部分行业有控股比例/特殊要求	负面清单模式，设合资/控股比例/牌照限制	正面清单管理（300+类目），未列项需审批
人员进出	86 国免签（30 天），外资工作许可分类管理，落户门槛低	170 国免签（7-180 天），聚焦高学历高收入人才	163 国/地区免签（30-90 天），工作准证打分制等	90 国免签（30-90 天），提供工作/投资/黄金/自由职业签证
跨境资金	EF 账户体系，IMF40 项资本项目开放 4 项，人民币结算，逐步开放	IMF40 项资本项目开放 39 项，美元结算，资金自由流动	IMF40 项资本项目开放 37 项，美元结算，流动便利	IMF40 项资本项目开放 33 项，独立监管，资金自由流动
数据流通	负面清单管理，清单外免申报，取消 IDC 等外资股比限制	“仅过境”数据豁免限制，无业务限制	“仅过境”数据豁免保护，无业务限制	自贸区数据仅存储可豁免传输限制，自贸区内面向境外客户
运输自由	单向自主开放客货第七航权，洋浦港船籍港政策	开放货运第七航权（双边互认），国际航运枢纽	开放货运第七航权（双边互认），航运网络覆盖广	开放客货第七航权（双边互认），需外交途径申请

资料来源：《海南自贸港全球化吸引力蓝皮书》、海南自由贸易港公众号、开源证券研究所

对比自贸港封关运作前后各项制度安排，当前政策体系呈现产业端落地成型、消费端动态完善的格局。其中以“零关税、低税率”为核心的税收政策在覆盖层次和享受主体范围上进一步扩容，结合要素流通一揽子便利措施形成系统集成的全面改革，建设初期以吸引企业和人才集聚，扩大经济规模和税源基础为核心任务，为后续消费侧简税制改革预留空间。下文将围绕税收体系和便利化措施详细拆解影响各项关键政策落地传导链条和未来扩容调整方向。

1.2.1、 税制调整：引导优质产业、人才要素集聚

税收政策重在税制协同，深度协助岛内企业降本。零关税、加工增值免关税、低税率覆盖企业“原料进口-生产加工-终端流通-利润分配”全链条，其中零关税降低生产要素成本，加工增值免税引导产业升级与贸易流向，低税率优化收益分配，是吸引跨国/内地制造产业链迁移的核心动力。具体来看：

（1）**零关税：自贸港核心特征，封关后转向全面普惠。**封关前进口“零关税”商品实行正面清单管理，覆盖约 1900 个税目商品；封关后覆盖商品范围扩大至约 6600 个税目，占全部商品税目的 74%，较封关前提高 53 个百分点，扩容商品中化工品、矿产品、机械及计算机设备、纺织品、电子设备等中间品占比较高，直接覆盖加工贸易、高端制造、生物医药、航空维修等产业链核心环节。享惠主体也扩展至基本覆盖全岛有实际进口需求的各类企事业单位，且主体间可自由交易“零关税”

商品及制成品，免于补缴进口税收，推动产业链集群延链、补链、强链。实际落地成效看，加工制造业高货值的大型生产设备引进可节省约 13%-25%进口成本。

表5：封关后“零关税”政策税目/享惠主体覆盖面大幅拓宽

环节	税种	优化维度	封关前	封关后
一线进口	免除进口关税/增值税/消费税	商品范围	陆续出台原辅料、交通工具及游艇、自用生产设备、药品、医疗器械正面清单，商品税目 1900 个	转向负面清单管理，税目增至 6600 个，覆盖比例提升至 74%，几乎涵盖所有生产设备、原材料及民生消费领域
		享惠主体	仅允许在海南自贸港登记注册的独立法人企业、事业单位作为享惠主体	基本覆盖全岛有实际进口需求的各类企事业单位，及经核定的科技类、教育类民办非企业单位（如民办科研机构、国际学校等）
		流通规则	“零关税”商品及其加工制成品仅限企业自用，不得流通至其他主体	享惠主体间可自由交易“零关税”商品及制成品，免于补缴进口税收，可在岛内无期限自由存放

资料来源：洋浦经济开发区官网、海口之声公众号、开源证券研究所

表6：高价值生产设备免关税进口成本压降效果更佳

产业	加工环节	设备种类	进口价格(万元)	主要进口国	进口关税(最高国税率)	进口增值税	海南可优惠金额(万元)
汽车	冲压	自动冲压线	约 6000	日本	9%	13%	1390
	涂装	自动涂装线	约 7500		0%	13%	975
	焊装	自动焊装线	约 10500	瑞士等	5%	13%	1960
	总装	整车装配线	约 6000		5%	13%	1120
医药器材	激光切割	数控激光切割机	50-200	美国、德国、日本	0%	13%	6.5-26
	真空热处理	真空热处理炉	20-30	德国、日本	0%	13%	2.6-3.9
	化学抛光	电化学抛光设备	15-30	美国、日本	12%	13%	4.0-8.0
	药物涂层	药物涂覆设备	20-30	德国、日本	0%	13%	2.6-3.9

数据来源：海口国际投资促进局、开源证券研究所

（2）**加工增值内销免关税：与零关税形成减负组合拳，发挥自贸港土地和腹地市场优势**。加工增值免关税政策重在适配“原材料进口+海南加工+内地销售”产业模式，引导企业在岛内开展实质性加工。封关后政策内容升级，放宽企业享惠门槛、扩大进口物料适用范围、降低加工增值达标条件、鼓励上下游加工链条延伸，与零关税政策联动强化采购、流通环节关税成本优势，结合海南生产用地优势实际落地可行性进一步增强。

表7：封关后加工增值内销免关税政策进一步降低适用门槛、提高监管效率

环节	税种	优化维度	封关前	封关后
二线入关	加工增值免关税（30%）	享惠主体	试点阶段从洋浦保税港区逐步扩大，非全岛覆盖，需满足鼓励类产业主营业务收入占比 60% 以上的限制	全岛企业均可享受，取消鼓励类产业 60%营收占比限制
		物料范围	仅限保税货物	保税货物 + 零关税货物均可作为进口料件
		增值计算	单一企业加工增值计算	上下游企业加工增值可合并统计，鼓励延伸产业链条；采购海南自产货物不计入料件成本，降低达标难度
		监管方式	试点区域监管，申报需经海南省政府审批后，国家部委备案	依托信息化系统精准监管，申报流程线上化，仅需海南省商务厅及海口海关审核

资料来源：海南老城科技新城官方公众号、开源证券研究所

从产业链迁移产业匹配度看，关税落差大、附加价值高，且物流成本密度低的产业与岛内“进口-加工-内销”模式适配度更高，按成本压降幅度和产业链传导性可分为三个优先级：一是医疗器械、高端制造、保税维修等，零部件/设备进口依赖度高，进出口关税落差较大，原材料进口/加工增值内销成本红利受益明显；二是珠宝、特色食品、电子零部件等，其中珠宝类加工溢价高但货运费用较高，食品/新材料进口依赖度中等，可依赖产业链协同提高增值率；三是内地产业链高度集群化，配套半径短的传统消费品制造业。

从生产环节迁移场景看，外资企业生产基地、本土自产内销更具落地可行性。考虑海南产业配套不完整、人才供给缺口、物流成本高等综合劣势，内地优势产业链迁入面临供应链重置、物流成本增加等系统性成本，因此需要充足的内销订单池、较高的采销价差使综合税制优惠对冲产地迁移的结构性成本差。相对而言，背靠海南腹地经济和链接 RCEP 区位优势，外资和本土企业在内销市场上税制红利更为明显，因此在成本端形成市场竞争优势。

表8：自贸港医疗器械、高端设备、食品加工、黄金珠宝产业迁入优先级较高

典型行业	进口依赖度	关税落差	附加价值	物流成本密度	迁入案例
医疗器械	高	高	高	低	博鳌乐城国际医疗旅游先行区已与超过 180 家全球药械企业建立合作，自 2024 年 12 月 31 日首票业务落地以来，海南自贸港药品、医疗器械“零关税”政策已平稳运行一周年，截至 2025 年 12 月 31 日，累计进口“零关税”药械货值约 4.6 亿元，减免税款约 6200 万元
高端设备	高	高	中	中	西门子能源首个燃机总装基地及服务中心开建，封关后落地的首个制造业标志性外资项目，计划于 2027 年建成投运
食品加工	中	中	中	高	澳斯卡国际粮油2020年落地洋浦，2024年产值达到59.5亿元，投产至截至 2025 年 9 月，累计享受税收政策优

典型行业	进口依赖度	关税落差	附加价值	物流成本密度	迁入案例
					惠近 3 亿元
黄金珠宝	中	中	高	高	海口综保区内已有兰蒂斯等多家珠宝企业获批加工增值备案企业

资料来源：海南省政府网、海口市政府网、海南特区报等、开源证券研究所

（3）**低税率：以“实质性运营/居住”为准绳。**个人所得税/企业所得税双 15%政策延续至 2027 年，并在政策过渡期（2035 年前）有望逐步扩大享惠企业范围、探索实行 3%/10%/15%三档累进税率，但对资质认定提出“实质性运营”的刚性需求，进而吸引符合自贸港建设需求的国内外优质企业或高端人才入驻。

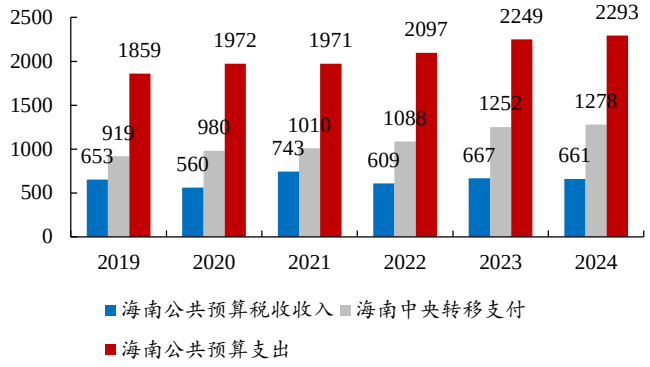
（4）**简税制：实质改革尚在酝酿，未来有望分步推进。**即五税合一简并为销售税，将税负从生产环节转移到流通端，降低中间流转环节交易成本和效率。当前简税制改革方案仍在研究阶段，一是简税制设计复杂性较高，涉及征税范围、税率设置、优惠政策等大量细节设计，需严防套利交易和偷税，征管成本大幅增加；二是销售税收入取决于零售规模和征管效率，销售税基短期难以替代传统税源，税率设计需平衡央地财政分配。海南自贸港的定位以及销售税的实践具有一定特殊性，未来或需通过压力测试、试点探索等方式结合国内税改逐步动态推进。

表9：海南自贸港低税率、简税制政策优化空间充足

政策	税种	核心政策内容	未来演进方向
低税率	企业所得税	在自贸港实质性运营;需以鼓励类产业目录中规定的产业项目为主营业务且当年度主营业务收入占企业收入总额 60%以上企业,减按 15%征收企业所得税;海外投资免征企业所得税	现有优惠政策延续执行至 2027 年，政策过渡期间（2035 年前）进一步优化税制放宽至负面清单行业除外所有注册运营企业
	个人所得税	对在海南工作的高端人才和紧缺人才(或年收入≥30 万元且在海南居住满 90 天)，个人所得税实际税负超过 15%的部分直接免征(内地最高 45%)	进一步探索实行 3%、10%、15%三档累进税率
简税制	销售税	将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费简并在货物和服务零售环节征收销售税	研究出台简税制落地方案,降低中间流转环节财务核算成本

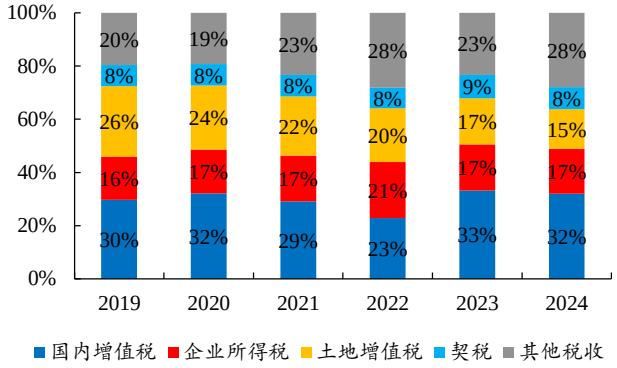
资料来源：海口日报公众号、海南省税务局官网、海口之声公众号、证券时报、开源证券研究所

图6：2019 年后海南中央对地方转移支付额逐年提升



数据来源：Wind、开源证券研究所（单位：亿元）

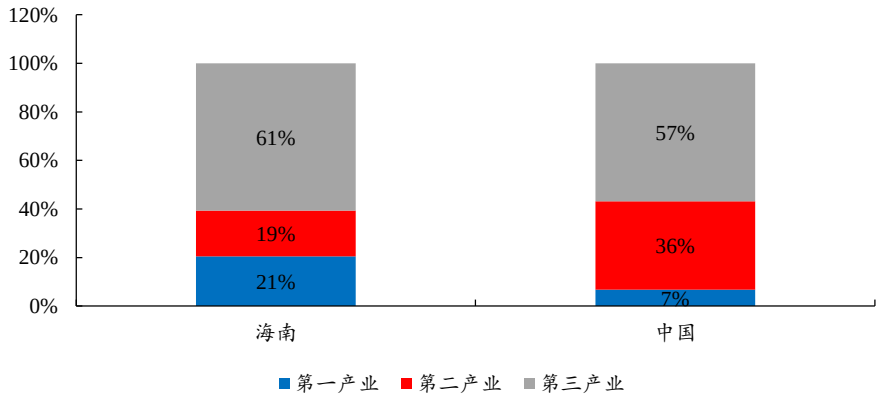
图7：海南财政税收增值税占比较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

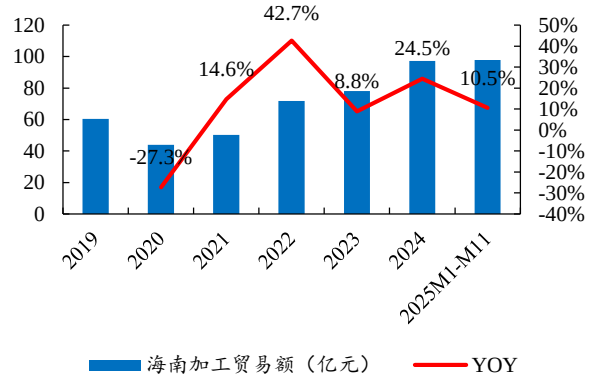
税制改革红利有望逐步引导自贸港制造产业链迁移。对比全国产业结构，海南第二产业贡献度较低，2025 年前十一月海南加工贸易额同比+10.5%，进口政策红利下高附加值加工制造业预计仍有较大发展潜力。根据海口海关，封关首月“零关税”政策开展业务货值达 7.53 亿元/同比+38.9%，减免税款 1.09 亿元/同比+194.6%；加工增值免关税政策开展业务 214 票/同比+37.2%，货值 8586.68 万元，减免关税 331.83 万元，目前覆盖行业从最初海关特殊监管区内的粮油、肉类等产业，扩大到医药、珠宝等加工领域。自贸港首轮税制改革通过全链条降本为产业迁移和人才吸引架桥开路，封关前政策试点期对政策红利-产业迁移路径已提供一定可行验证，结合企业所得税叠加研发费用加计扣除政策，预计将推动产业链进一步向研发设计、核心组装等高价值环节延伸。

图8：海南第二产业 GDP 贡献相对较低



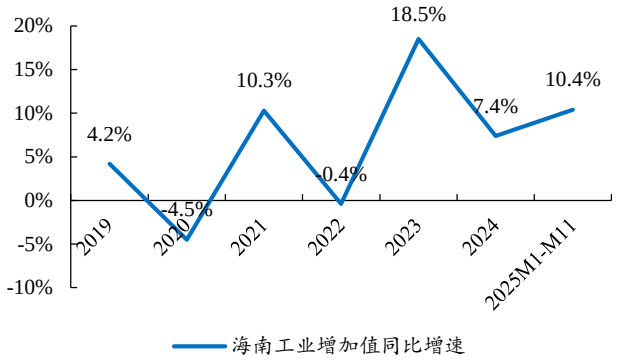
数据来源：Wind、开源证券研究所（取 2024 年名义 GDP 数据）

图9：2025 年前十一月海南加工贸易额同比+10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2025 年前十一月海南工业增加值同比+10.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2.2、 便利化措施：跨境资源自由流动，打造一流国际离岸中心

自贸港实施贸易、投资、跨境资金流动、人员进出、运输、数据流通六大便利化措施，破除各类要素跨境安全有序流动壁垒，持续降低企业的合规成本。封关准备阶段通过分阶段推进各项政策试点与基础设施优化，国内外企业和消费者对自贸港内企业成本压降、要素流通效率提升、旅游消费环境优化等政策预期在正式封关前逐步增强，赴岛投资和消费决策节奏明显加速，为封关启动阶段首轮要**素集聚高峰充分蓄势**。

表10：海南自贸港六大便利化措施政策内容

便利话措施	政策核心内容
贸易自由	1、货物贸易：零关税，简化审批； 2、服务贸易：负面清单管理，放宽跨境服务市场准入，数字贸易、离岸贸易跨境服务便利化。
投资自由	1、全国最短外资准入负面清单，“非禁即入”+ 承诺即入制； 2、企业境外直接投资项目备案快捷通道。
资金自由	1、多功能自由贸易账户，跨一线自由划转、跨二线可在同名账户、在额度内自由划转； 2、跨境贸易投资高水平开放政策（跨境资金池、跨境资产转让、跨境外债、跨境融资便利化等）；QDLP 额度批复；QFLP 余额管理。
人员进出自由	1、86 国免签，停留时间延长至 30 天，邮轮团 15 天免签，线上自助申报； 2、工作签证预审批、外国人实行工作负面清单
运输往来自由	1、内外贸同船、航班加注保税燃油出口退税、启运港退税； 2、扩大第五和第七航权开放，航空器维修政策支持。
数据安全	1、数据跨境负面清单管理，安全评估便捷化； 2、国际互联网数据专用通； 3、取消 EDI、IDC、CDN 外资股比例限制。

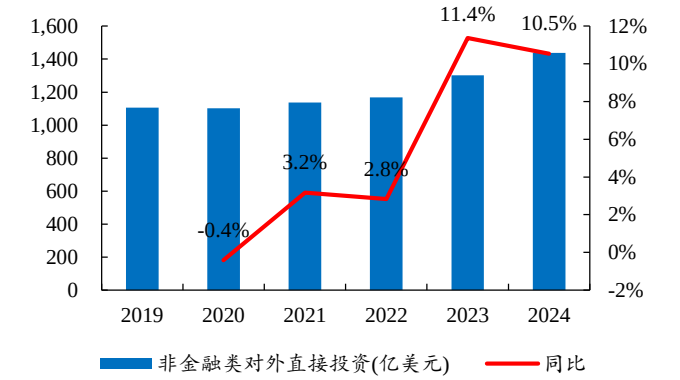
资料来源：每经头条公众号、海南自贸港公众号、开源证券研究所

区别于税制改革重在引导制造业发展，便利化制度体系更聚焦于新型区域性离岸国际贸易中心打造和现代服务业培育上，**核心涉及三大利好方向：**

（1）**拓展离岸功能，培育总部经济。**随着中国企业出海浪潮持续升温，2024

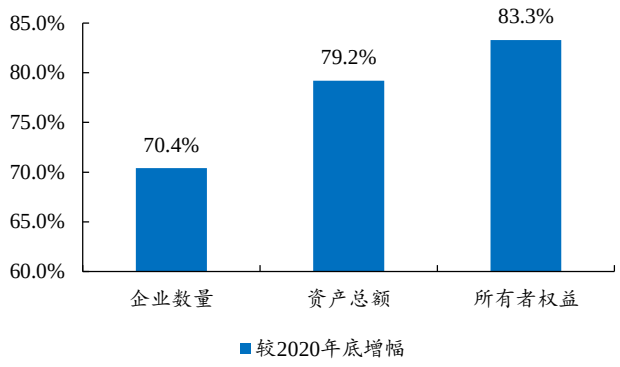
年我国非金融直接投资 1439 亿美元/同比增长 10.5%，依托金融开放政策，海南可发展以本岛为合约签订地、资金结算地和订单处理地的离岸贸易，有望成为国内企业国际化的重要跳板。国央企作为援琼主力加大在琼投资部署，根据海南省国资委，截至 2026 年 1 月 7 日，已有 69 家央企与海南建立了战略合作关系，基本涵盖央企中的世界 500 强企业；截至 2025 年 9 月，驻琼央企及各级子企业数量、资产总额、所有者权益分别较 2020 年底+70.4%、+79.2%、+83.3%。其中重点面向 RCEP 和东盟的央企区域总部/结算/研发中心加速落地，例如紫金矿业于 2020 年开始谋划海南自贸港的业务布局，2020 年 11 月在三亚成立 100%全资控股子公司紫金国控，主要承担集团部分的国际采购、销售、结算职能；2025 年获得跨境资金集中运营中心认定，通过 EF 账户大幅降低汇兑成本与时间差。

图11：2024 年中国非金融类对外直接投资金额同比+10.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

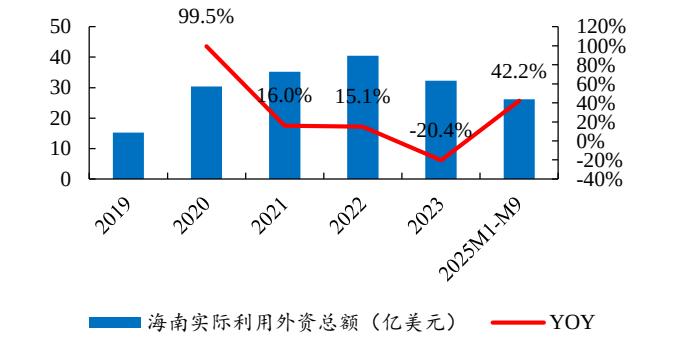
图12：2025 年 9 月驻琼央企及子企业资产总额较 2020 年底增长 79.2%



数据来源：招商海南产城公众号、开源证券研究所

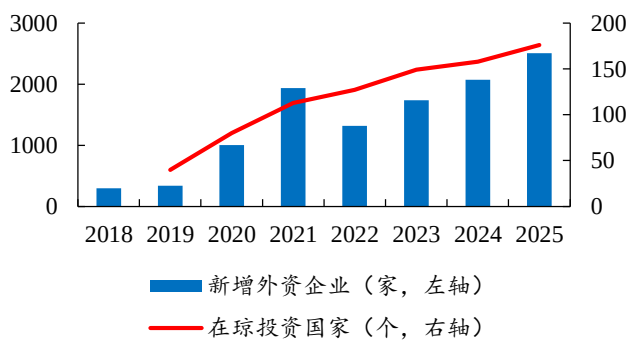
另一方面，利用外资投资便利和国际旅游消费中心定位，海南已吸引一批制度和市场依赖型服务产业（法律/金融/咨询等）及消费品跨国企业成立区域总部，如奢侈品零售巨头奇士霍夫、雅诗兰黛集团。2022 年后海南落地外资企业数量逐年提升，2025 年前三季度海南实际使用外资规模同比+42.2%，目前累计 176 个国家和地区在琼投资，对外开放度稳健向好。

图13：2025 年前三季度海南 FDI 同比+42.2%



数据来源：iFind、海南省商务厅、人民日报海外版、海南日报等、开源证券研究所（2024 年数据缺失）

图14：2022 年后海南落地外资企业数量逐年提升

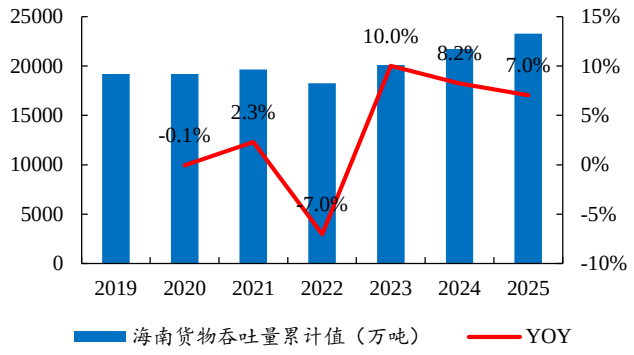


数据来源：海南省商务厅、海南省政府官网等、开源证券研究所（备注：2025 年在琼投资国家为截至 2025 年 9 月数据）

（2）**促进跨境贸易，激活旅游消费**。海南是连接中国与 RCEP 成员国的天然枢纽，有利于依托 RCEP 原产地累积规则发展转口贸易和中间品加工。据海口海关统计，2025 年 12 月 18 日至 2026 年 1 月 10 日，海南外贸经营主体共备案 4709 家；2025

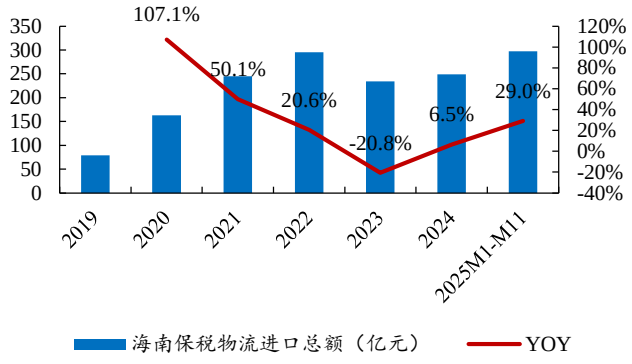
年全年新增外贸经营主体 3.1 万家，同比增加 41.7%，外贸经营主体规模持续扩大。随着口岸国际航线进一步加密，跨境贸易驱动自贸港枢纽区域能级提升，旅游等现代服务业亦有望受益于人流/货流/资金流集聚。

图15：2025 年海南货物吞吐量同比+7%



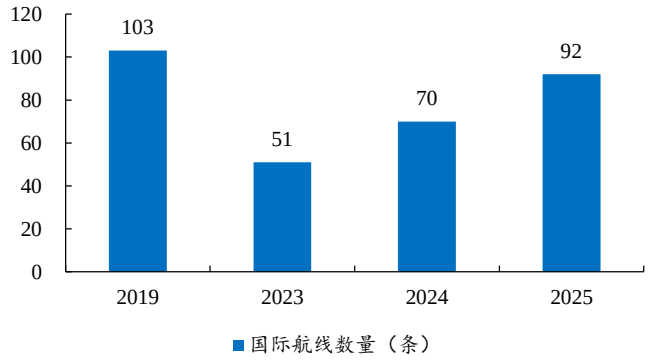
数据来源：iFind、开源证券研究所

图16：2025 年前十一月海南保税物流进口额同比+29%



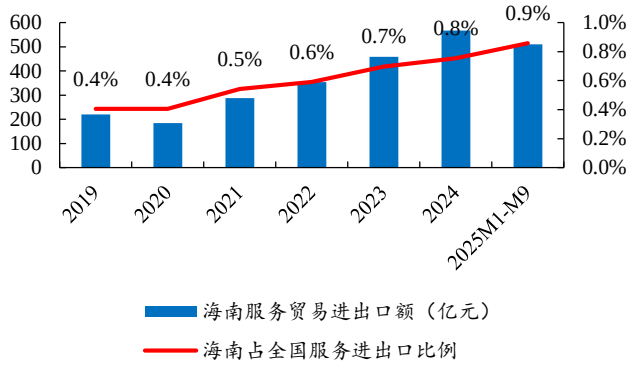
数据来源：iFind、开源证券研究所

图17：截至 2025 年底海南民航国际航线恢复至 92 条



数据来源：海南政府官网、中国新闻网、海南自贸港官网、央广网、开源证券研究所

图18：2019 年后海南服务进出口总额及全国比重整体提升



数据来源：海南省统计局、Wind、开源证券研究所

（3）**探索数字经济**。依托文昌-中国香港海底光缆、陵水海底数据中心等关键数字基建，探索数据跨境流动的“海南规则”，吸引数字经济企业、国际研发机构在海南开展涉及数据流动、大模型训练、离岸数据处理等业务汇聚，重点围绕数字内容出海（游戏）、来数加工（AI 漫剧）、跨境直播、短剧影视等核心应用场等。据 2026 年 1 月 9 日召开的海南省工业和信息化工作会议，2025 年全省数字经济核心产业规上企业近 500 家，预计整体营收规模突破 2300 亿元/同比增长 15%。

2、 离岛免税：站在新周期起点，供给侧改革成效显现

2.1、 拐点已至：政策改革红利为主线，高端消费景气度回暖

复盘海南离岛免税市场发展，以供给侧优化为主线分为三个阶段：

（1）**2011-2021 年：政策红利推动市场扩容。**期间离岛免税政策经历多轮调整优化，额度/品类/件数/提货方式等购物约束持续放宽，随政策红利释放和海南旅游景气度抬升，免税消费购物人次和客单保持逐年提升，叠加疫情进一步推动出境消费回流，2020-2021 年离岛免税销售规模大幅扩张，创造历史高点。

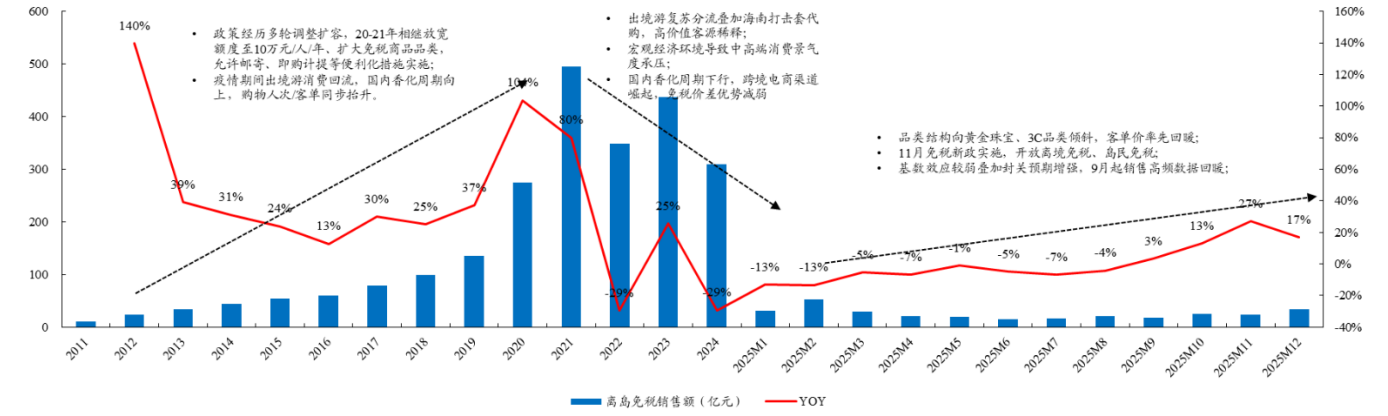
（2）**2022-2024 年：供需两侧进入调整期。**需求侧看，受疫情和宏观经济波动影响，国内消费呈现中高端消费承压的结构性特点，同时东亚出境游复苏进一步分流高价值客源。供给侧看，海南强化岛内套代购打击力度，国内香化大盘承压叠加跨境渠道冲击，传统免税核心货盘吸引力不足，游客购物转化率和客单持续下行，2024 年销售额较峰值下滑 37%。

表11：离岛免税政策历经多轮调整扩容

时间	核心内容	政策目标
2011 年 4 月	试运行离岛免税政策试点，针对机场离岛人群，限额（5000 元），限龄（年满 18 周岁），限购物次数（岛内居民 1 次/年，非岛内居民 2 次/年），限品类件数（18 种商品，香水 2 件，化妆品 5 件）	离岛免税试行
2018 年 12 月	免税额度增至 30000 元（包含岛内居民旅客），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品	免税额度提高
2020 年 6 月	放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品品类，免税品类由 38 种增至 45 种（增加 3C、酒类、保健品等）	免税额度提高、商品品类扩容
2025 年 10 月	免税商品品类提高至 47 个大类，新增 3 个商品细类；允许 6 类国内商品在离岛免税店免税销售，退（免）增值税、消费税；将离岛免税政策享惠对象扩大到涵盖离境旅客；三是岛内居民一年内一次离岛可不限次数购买“即购即提”商品。	扩大政策适用人群/场景/品类

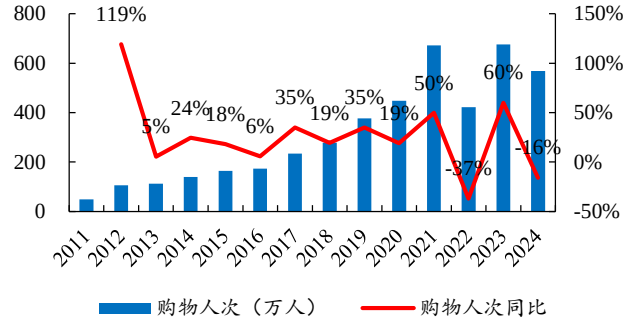
资料来源：海关总署、财政部等、开源证券研究所

图19：2025 年 9-12 月海南离岛免税月度销售额同比增速转正



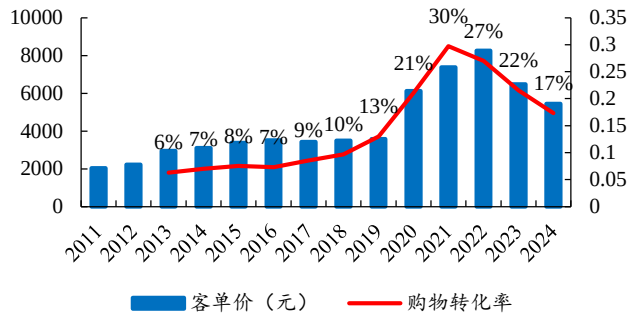
资料来源：海口海关、开源证券研究所

图20：2024 年离岛免税购物人次同比-16%



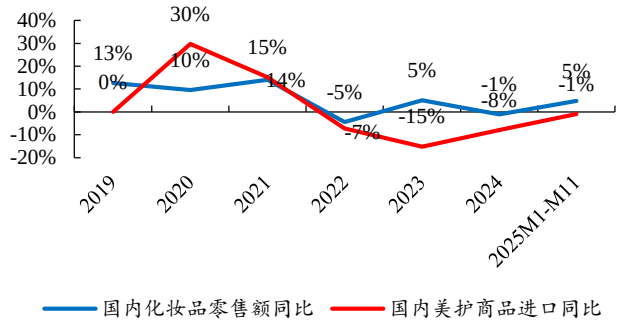
数据来源：海口海关、开源证券研究所

图21：2023-2024 年离岛免税客单价和转化率下滑



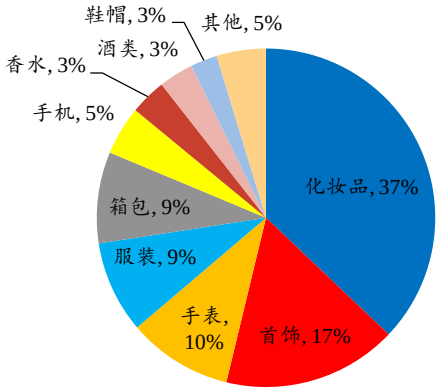
数据来源：海口海关、开源证券研究所

图22：2022-2024 年国内美护商品零售整体承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

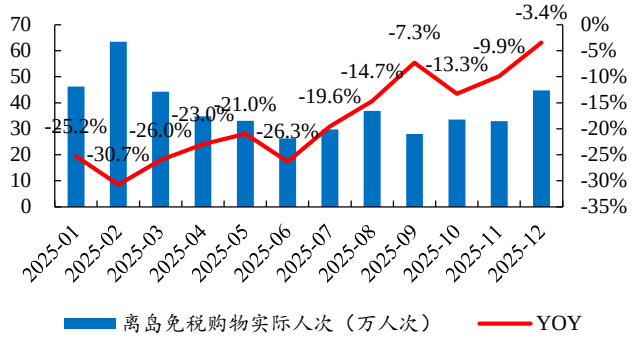
图23：2024 年 1-5 月离岛免税中香化品类占比 41%



数据来源：海口海关、开源证券研究所（备注：2024 年 6 月起细分品类数据暂停更新）

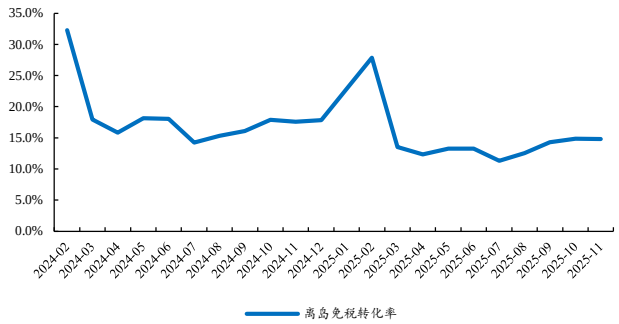
2025 年至今：供给调整红利逐步释放，或迎来趋势性拐点。2025 年香化渠道替代持续压低游客购物转化，但免税运营商积极推动商品侧调改，丰富精品品类供给，驱动客单价双位数恢复增长，2025 年免税购物件单价同比+21.8%。11 月 1 日海南离岛免税政策第 10 次优化调整正式落地实施，商品品类由 45 类扩大到 47 类，享惠主体扩容至离岛离境旅客，同时降低岛民离岛免税参与门槛，客源结构明显拓宽。9-12 月离岛免税销售额分别同比+3%/+13%/+27%/+17%，阶段性拐点主要系基数逐步降低、品类结构优化合力推动。拆分量价，9-12 月购物人次分别同比-7.3%/-13.3%/-9.9%/-3.4%，全年降幅逐步收窄；客单价同比+11.5%/+30.5%/+41.1%/+21.2%，首饰、3C 品类等高单价产品比例预计显著提升。

图24：2025 年离岛免税购物人次降幅收窄



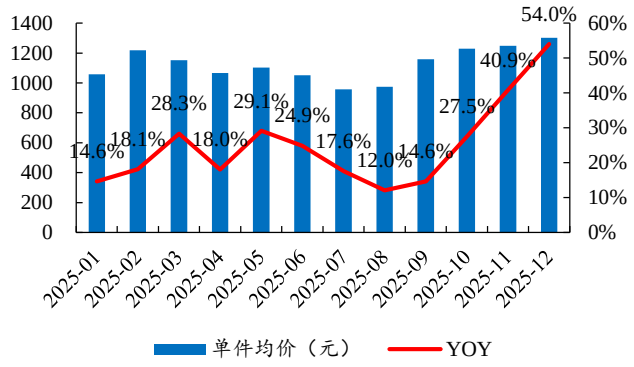
数据来源：海口海关、开源证券研究所

图25：2025 年 1-11 月离岛免税转化率整体仍承压



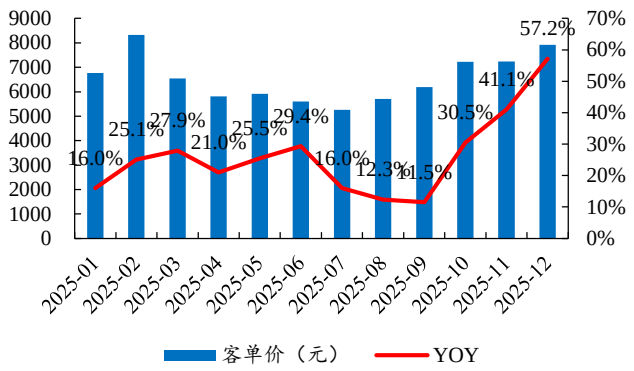
数据来源：Wind、海口海关、开源证券研究所

图26：2025 年 12 月离岛免税单件均价同比增长 54%



数据来源：海口海关、开源证券研究所

图27：2025 年离岛免税客单价走势与件均价趋同



数据来源：海口海关、开源证券研究所

2.2、 新政展望：岛民免税政策空间足，国际旅客增量显著

2.2.1、 岛民免税：场景扩充至日常消费，有望支撑全岛消费活力

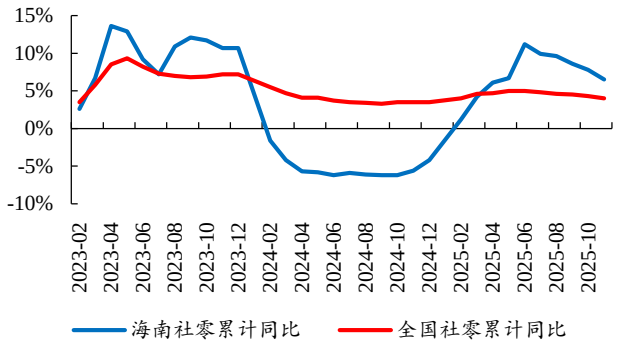
海南消费市场表现活跃，岛民免税新政落地试水。2025 年 1-11 月海南社会消费品零售额达 2443 亿元/同比+6.5%，增速高于全国累计增速；从 2024 年人均消费支出和人均可支配收入的比重来看，海南以 74.4%的水平排名各省级地区前列。岛民免税由相对低频的离岛单次购物场景转向不限次即购即提，匹配岛民香化、服饰、奶粉、玩具等部分日常高频消费需求，目前商品清单品类仍相对有限。新政实施首月，岛内居民“即购即提”购物金额达 1081 万元，购物人数 4357 人，对应客单价约 2480 元，关注后续岛民日常消费的长尾效应释放。

表12：2025 年 11 月离岛免税新政扩充岛民日常消费场景

对比维度	新政前	新政后
商品范围	45 个大类	47 个大类
购买频次	一次离岛一次购物	自然年内一次离岛不限次数
提货方式	与内地居民离岛一致	新增即购即提（15 大类）

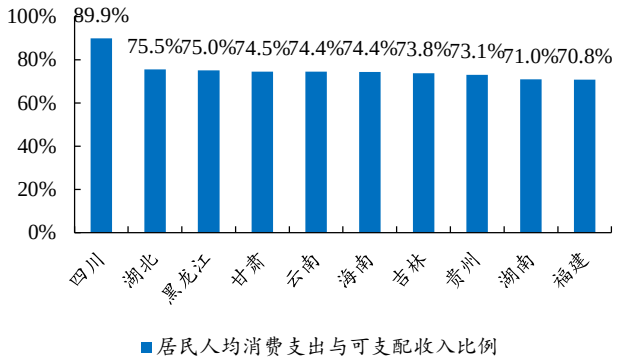
资料来源：海关总署、开源证券研究所

图28：2025 年 1-11 月海南社会消费品零售额同比+6.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2024 年海南人均消费支出占可支配收入比例居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

未来岛民“零关税”消费对免税牌照价值稀释作用预计有限。根据《岛内居民消费“零关税”进境商品经营主体及免税店管理办法征求意见稿》，进境商品免税店主体针对岛内居民实行限值、限品种免税购物，当前政策细则仍在研究制定阶段。**目前离岛免税核心品类未进入“零关税”产品目录**，预计未来岛民“零关税”正面清单品类范围仍将聚焦日用消费品，与离岛免税高端消费定位重叠度较低。参考 2024 年新加坡消费税率从 2023 年前 7%逐步上调至 9%，对比海南离岛免税现行 4%的免税商品特许经营费，重叠商品类目预计与离岛免税仍有一定价格差距，且免税商供应链、规模和品牌卡位有先发优势，预计对离岛免税远期影响可控。

2.2.2、 离境免税：实现离岛全场景覆盖，期待入境旅客消费潜力释放

海南国际旅游客群消费能力强，新政有望增厚免税消费规模。11 月离岛免税新政新增“离岛离境”场景，享惠主体进一步扩充至入境国际旅客。海南文旅厅显示，2025 年海南接待过夜入境旅客 150 万人次/同比+35.2%，旅游收入 73.3 亿元/同比+65%，消费能力整体强于国内游客。

考虑本岛岛民及内地游客离境消费存在分流，仅测算外国入境旅客免税消费增量。（1）**国际客流：**未来海南深入推进国际旅游消费中心建设，依托入境免签优惠政策和国际航线覆盖面提升，国际能见度和吸引力有望持续增强。2025 年海南出入境约 270 万人次，假设出境人群占比 50%，离境客群（包含岛民、内地及港澳台旅客）占离岛总人次比例约为 4%；其中外国人出入境 146 万人次/同比+43.6%，其中入境约 67 万人次，出境约 79 万人次。**中性假设下，我们预计 2025-2028 年口岸离境外国游客 CAER 达 15%。**

（2）转化率和客单价：新政实施首月离岛离境旅客免税购物金额达 906.3 万元，购物人次 1213 人，约占总购物人次约 0.3%，转化率处于培育期；对应隐含客单价 7472 元，略高于离岛平均客单水平。政策鼓励加大优质特色国货供给，有望推动客流转化率和客单逐步上行，中性假设下，预计 2028 年离境免税消费转化率和客单价分别提升至 9%（参考新政前离岛免税转化率约 14%）、9000 元，则对应国际游客离境免税消费增量规模约 10 亿元。

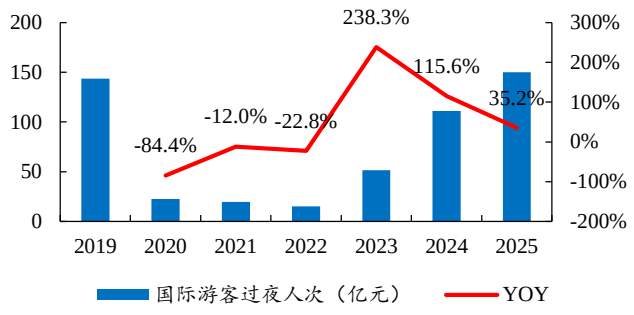
表13：中性假设下预计 2028 年入境外国人贡献免税消费增量规模约 10 亿元

销售额（亿元）	客单价（元）

销售额（亿元）		客单价（元）						
		7500	8000	8500	9000	9500	10000	10500
转化率	6%	5.4	5.8	6.2	6.5	6.9	7.2	7.6
	7%	6.3	6.8	7.2	7.6	8.0	8.4	8.9
	8%	7.2	7.7	8.2	8.7	9.2	9.7	10.1
	9%	8.1	8.7	9.2	9.8	10.3	10.9	11.4
	10%	9.0	9.7	10.3	10.9	11.5	12.1	12.7
	11%	10.0	10.6	11.3	11.9	12.6	13.3	13.9
	12%	10.9	11.6	12.3	13.0	13.8	14.5	15.2

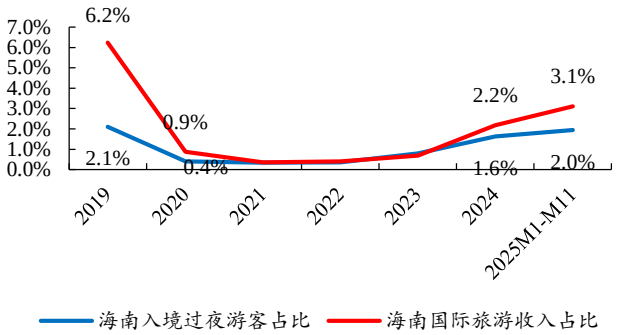
数据来源：Wind、海口海关、海口日报等、开源证券研究所

图30：2025 年海南入境旅客过夜人次同比+35.2%



数据来源：iFind、开源证券研究所

图31：2019 年入境旅客消费能力显著强于国内旅客

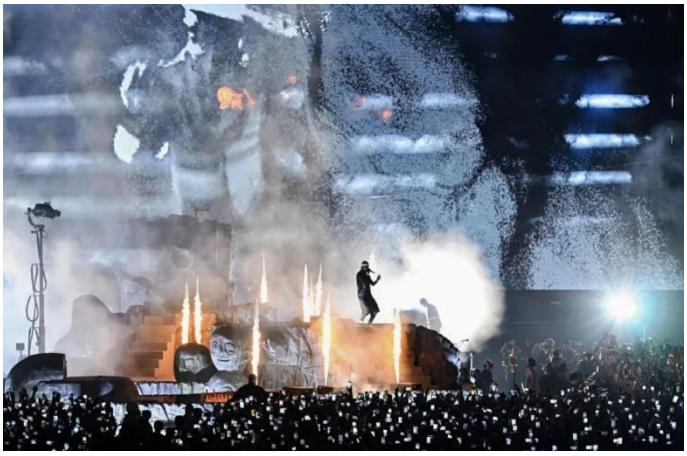


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 把握边际：元旦节后景气不淡，关注旺季财富效应释放

驱动一：海南强化文体旅引流，消费补贴力度有望延续。海南《海南省进一步促进旅游消费若干财政措施》2026 年 1 月正式实施，统筹各级财政资金 100 亿元以上支持提振和扩大全岛消费，一方面聚焦体育赛事、文化演艺、商业展会、医疗康养等优质资源引进，强化文体旅综合引流效应，2026 年海南预计引进 77 项重点赛事演出活动，形成贯穿全年的文旅体盛事矩阵；另一方面加快“免税+”业态融合，适时发放消费券，支持经营主体加大促销优惠力度，2025 年 11 月新政三亚免税消费券拉动杠杆达 13.2 倍，中期看预计政府补贴力度仍会维持。

图32：2025 年 11 月美国歌星亚洲巡演登陆三亚



资料来源：三亚保利国际博览中心公众号

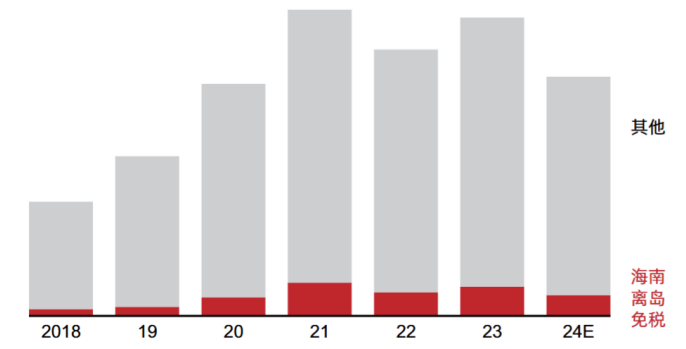
图33：2026 年海南重点赛事、演出、会展活动一览

活动类型	时间	项目
赛事	4月22日-30日	第六届亚洲沙滩运动会
	6月20日	第十二赛季FE电动方程式赛车
演艺	2月6日-8日	王力宏「最好的地方」巡回演唱会
会展	3月11日-13日	2026博鳌健康食品科学大会暨博览会
	4月13日-18日	中国国际消费品博览会
	8月13日-15日	2026海南(三亚)国际热带高效农业博览会
	8月21日-23日	2026海南国际跨境电商自由贸易博览会

资料来源：海南发布公众号、海南日报公众号等、华南展会网公众号等、开源证券研究所

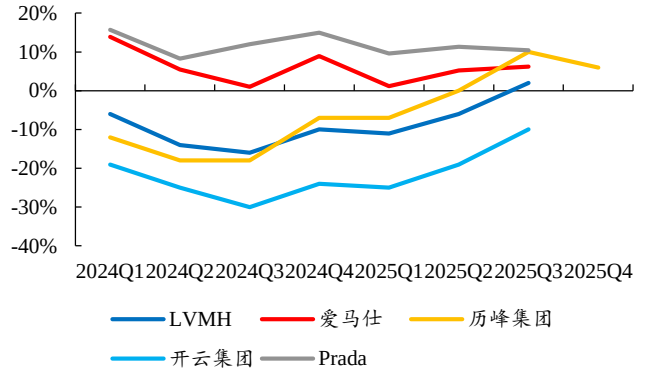
驱动二：离岛免税是高端消费晴雨表，国内奢侈品零售营收逐季改善。离岛免税是中高端商品零售的主要渠道之一，从历史经验看，国内个人奢侈品消费规模趋势与离岛免税销售整体趋同。中国奢侈品市场经历 2024 年震荡走弱后，各奢侈品龙头宇 2025Q2 起营收增速迎来筑底修复，其中 2025Q3LVMH 、爱马仕、历峰集团、PRADA 等高端零售龙头亚太营收实现正向增长。

图34：2024 年中国内地个人奢侈品/离岛免税销售规模下降



资料来源：《贝恩 2024 年中国奢侈品市场报告》

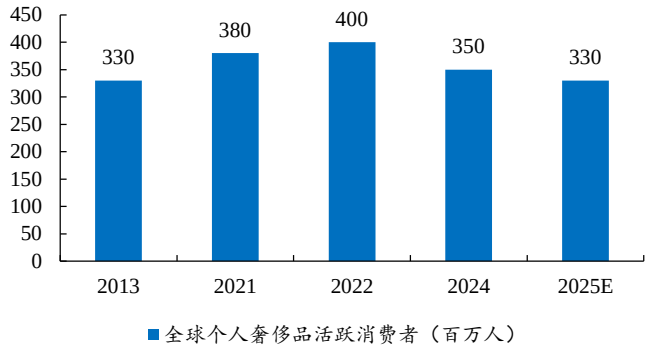
2025Q2 后全球奢侈品零售龙头营收增速整体修复



数据来源：各公司官网、各上市公司公告、开源证券研究所（备注：恒定汇率下除日本外亚太地区收入增速）

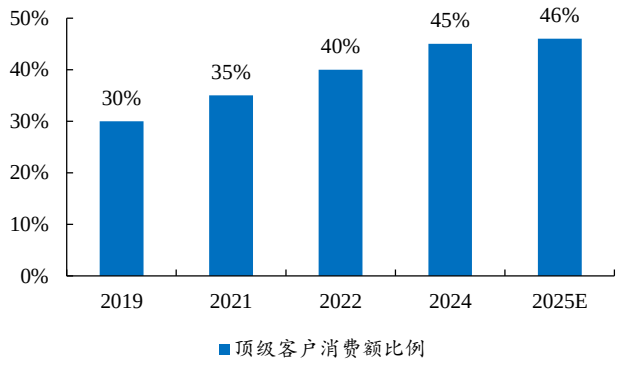
高净值人群资产增值和消费信心修复或为重要驱动。高净值人群是高端消费市场的主要支撑，根据贝恩，受到全球宏观经济波动影响，2025 年全球个人奢侈品活跃消费群体约 3.3 亿人，较 2022 年减少约 7000 万人，其中顶级客户（年消费额超过 2 万欧元）购物支出预计占总奢侈品消费额的 46%以上，较 2022 年增加 6pct。截至 1 月 16 日，恒生指数/沪深 300/黄金较 2025 年初累计上涨 37%/24%/131%，资本市场走强将产生明显的财富效应，对于提振消费增速整体有利，特别是高净值人群保值类奢侈品消费边际消费倾向提升较为明显。

图35：预计 2025 年全球个人奢侈品活跃消费者减少 2000 万人



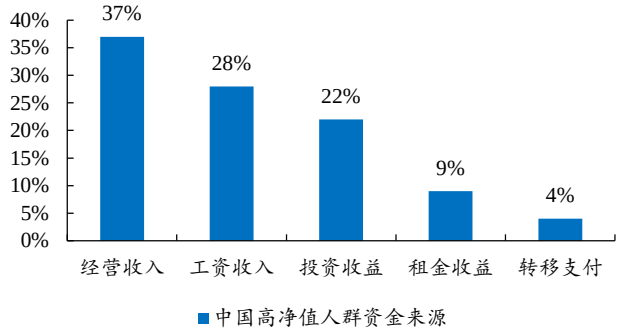
数据来源：《贝恩 2025 年全球奢侈品市场研究》、开源证券研究所

图36：预计 2025 年全球顶级客户个人奢侈品消费比例提升



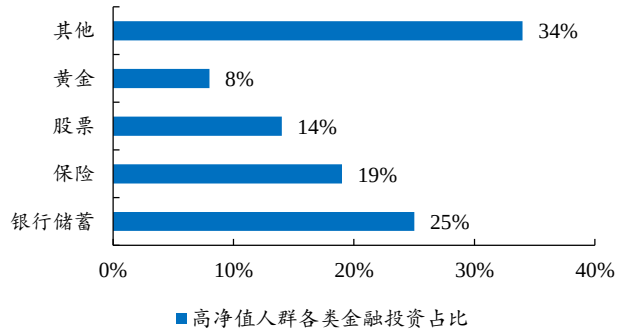
数据来源：《贝恩 2025 年全球奢侈品市场研究》、开源证券研究所

图37：投资收益约占中国高净值人群资金来源的 22%



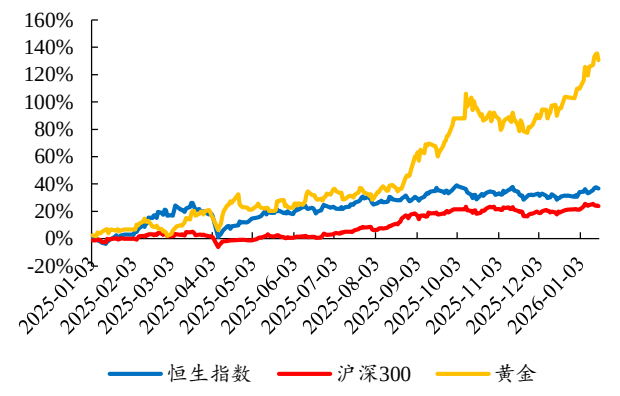
数据来源：《胡润百富 2025 中国高净值人群金融投资需求与趋势白皮书》、开源证券研究所

图38：黄金/股票约占中国高净值人群金融投资的 8%和 14%



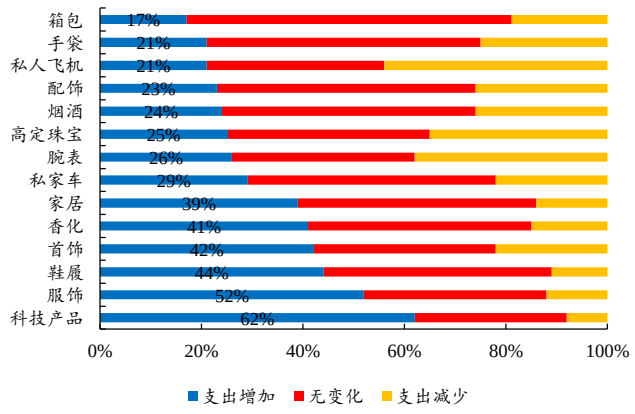
数据来源：《贝恩 2025 年全球奢侈品市场研究》、开源证券研究所

图39：2025 年至今黄金、沪深 300、恒生指数涨幅明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：2025 年高净值人群奢侈品类支出增减情况一览



数据来源：《2025 高净值人群价值观及消费变化定量调研》、开源证券研究所

新政红利叠加优惠券刺激，封关后免税消费景气延续。免税商前期积极备货叠加政府消费券精准投放，封关后如黄金、IPhone17 等畅销折扣产品迎来消费高峰，刺激赴岛购物客流同比向上复苏。根据海口海关，封关首月，离岛免税购物金额 50.2 亿元，购物人数 77.2 万人次，同比分别增长 46.8%、29.7%，测算隐含人均客单同比增长 13.2%，转化率或迎来实质拐点。离岛免税是中高端消费的主要渠道之一，海南近年加强头部高端品牌卡位和体验型零售业态培育，预计将深度收益高端消费回暖趋势。

表14：海南封关后离岛免税购物人次同比转正

	封关后首周	2026 年首周	封关后首月
购物金额（亿元）	11	12.1	50.2
yoy	54.90%	88.00%	46.80%
购物人次（万人）	16.5	14.9	77.2
yoy	34.10%	38.30%	29.70%
购物件数（万件）	77.5	82.4	362.1
yoy	11.80%	30.30%	14.30%
客单价（元）	6667	8121	6503
yoy	15.5%	35.9%	13.2%

数据来源：海口海关、开源证券研究所

3、 投资建议

海南自贸港享有中国高规格、高标准的开放试验权，当前政策框架突出对接内地、离岸服务、双向循环的特征，既立足本土特色又对标国际高标准，具备较强制度吸引力和落地可行性。从政策实际落地效果看，以自贸港正式封关为关键节点，海南各类关键要素集聚呈现明显加速趋势，有望将政策红利转化为产业活力。离岛免税作为海南打造国际旅游消费中心的核心一环，有望持续受益于自贸港建设带来的高质量客流；边际视角看，经营主体积极勤修内功叠加免税新政红利，供给侧调改红利逐步释放，有望支撑市场复苏的向上弹性和持续性。**我们预计免税龙头及核心枢纽有望优先受益于政策驱动和免税消费回暖。**

受益标的：中国中免、王府井、海南机场。

表15：受益标的盈利预测及估值

代码	公司名称	2026/1/28	EPS			PE			评级
		收盘价（元）	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	
1880.HK	中国中免	89.65	1.76	2.51	2.80	45.68	31.94	28.63	未评级
600859.SH	王府井	14.89	0.22	0.34	0.43	68.30	43.63	34.29	未评级
600515.SH	海南机场	4.48	0.03	0.05	0.06	139.13	98.03	70.00	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所；中国中免、王府井、海南机场盈利预测使用 Wind 一致预期（中国中免股价计价货币为港元，EPS 为人民币；王府井、海南机场股价计价货币/EPS 均为人民币；2025 年 1 月 28 日港币兑人民币收盘价 0.89427）

4、 风险提示

（1） **宏观经济波动风险：**全球宏观经济景气度下行，导致跨境贸易、资本流动和社会消费等进一步承压。

（2） **自贸港政策落地不及预期：**自贸港建设处于初期阶段，各项政策落地执行节奏和成果存在较大不确定性。

（3） **国内高端消费复苏不及预期：**若宏观修复偏弱、资本市场剧烈波动将影响高净值和中产群体消费信心。

（4） **口岸渠道分流风险：**内地入境游持续向好叠加政策加大市内免税渠道建设，可能对海南离岛免税渠道形成一定分流。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、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）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼3层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn