

分析师: 刘冉
 登记编码: S0730516010001
 liuran@ccnew.com 021-50586281

市场竞争加剧, 中国运营商的二次进化

——中国中免(601888)公司深度分析

证券研究报告-公司深度分析

谨慎增持(首次)

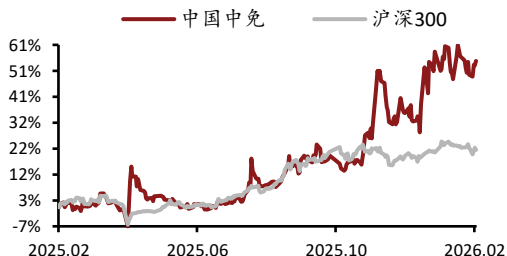
市场数据(2026-02-05)

收盘价(元)	92.47
一年内最高/最低(元)	99.81/54.75
沪深 300 指数	4,670.42
市净率(倍)	3.44
流通市值(亿元)	1,913.07

基础数据(2025-09-30)

每股净资产(元)	26.91
每股经营现金流(元)	1.64
毛利率(%)	32.54
净资产收益率_摊薄(%)	5.48
资产负债率(%)	18.34
总股本/流通股(万股)	206,885.90/206,885.90
B 股/H 股(万股)	0.00/11,638.35

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券研究所, 聚源

相关报告

联系人: 李智

电话: 0371-65585629

地址: 郑州郑东新区商务外环路 10 号 18 楼

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 T1 座 22 楼

投资要点:

- 就自身历史而言, 中国中免从一家执行外汇管理任务的政策性公司, 最终成长为利用国内大市场政策红利改变全球行业格局的商业巨头, 其发展路径在全球免税业中具有不可复制的独特性。就经营战略而言, 免税经营可划分为全球扩张驱动型、本土深耕型以及二者兼具型。中免的门店主要聚焦在中国本土, 目前仍处于全球扩张的初级阶段。就规模而言, 2023 年免税商品销售额口径下中国中免全球排名第二。
- 中国中免享有高利润率的核心在于它是一家掌握稀缺牌照和渠道资源的特许运营商, 而非单纯的旅游零售商。我们从市场性质、特许经营费、客户结构、渠道组合与政策目标等维度来阐述了中国中免的盈利模式。
- 中国中免在短时间内成长为全球级别的旅游零售巨头, 正是因为迎合了中国消费回流的历史契机。由此, 全球的商业格局也被重塑: 在海南成为旅游购物中心后, 香港、韩国等传统免税目的地的地位急速下降。此外, 世界奢侈品品牌开始重视中国市场, 中国市场的话语权和议价权前所未有的增强。
- 公司财报显示出较大的业务波动性。首先, 当对特定区域和渠道, 以及对特定购物人群产生较大依赖后, 业务增长便会出现较大的波动。其次, 2021 年之后人民币兑美元持续贬值, 对于进口商品的消费产生了一定的限制作用。第三, 跨境电商的崛起对线下免税商品经营有着直接的冲击。第四, 高净值人群对于奢侈品的消费是有周期的。第五, 高端消费需求的进阶和多变与运营商对大单品集成式采购的追求形成冲突, 这也会导致后者的经营波动加剧。
- 中国的免税商品运营商将经历关键的转型: 在牌照红利逐渐减弱的同时, 必须建立起真正的市场化竞争力, 其发展路径将从“政策驱动”转向“市场驱动、全球化驱动”, 中国运营商有望实现二次进化。
- 投资建议: 我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 1.89、2.40、2.68 元, 参照 2 月 5 日的收盘价, 对应的市盈率分别为 48.80、38.55、34.53 倍。我们对公司首次覆盖, 给予公司“谨慎增持”的投资评级。

风险提示: 市场竞争加剧的风险; 普通居民的消费情绪疲弱, 以及高净值人群前期集中采购导致的疲劳, 会直接压制对免税商品的需求; 所收购资产整合效果不及预期的风险; 估值过高的风险。

	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入(百万元)	67,540	56,474	53,481	62,519	64,582
增长比率(%)	24.08	-16.38	-5.30	16.90	3.30
净利润(百万元)	6,714	4,267	3,920	4,962	5,541
增长比率(%)	33.46	-36.44	-8.13	26.57	11.66
每股收益(元)	3.25	2.06	1.89	2.40	2.68
市盈率(倍)	28.50	44.83	48.80	38.55	34.53

资料来源: 中原证券研究所, 聚源

1. 国际视野下的中国中免

1.1. 经营战略比较

目前,国际免税经营巨头主要包括瑞士的 Dufry、法国的拉加代尔、韩国的乐天和新罗、中国的中免集团、中国香港的 DFS 集团、中国台湾的 Everrich 集团、泰国的皇权免税等。

其中,Dufry 的历史最为悠久,它成立于 1865 年,最大股东为历峰集团创始人 Johann Rupert。此外,台湾的 Everrich 集团成立于 1977 年,由江松溪家族创立并控制;香港的 DFS 集团成立于 1960 年,最大股东为全球奢侈品集团 LVMH,创始人罗伯特·米勒家族亦持有股份。其余的免税集团多成立于上世纪八十年代,乐天免税的股东为乐天集团,新罗免税的实控人是三星集团,皇权免税由泰国富豪维猜·斯里瓦塔那布拉帕家族创立并控制,迪拜免税的控制人是迪拜政府,中免实控人为中国国务院国资委。

就经营战略而言,免税经营可划分为全球扩张驱动型、本土深耕型以及二者兼具型。

乐天、Dufry 和拉加代尔三大免税经营集团是全球扩张驱动的代表企业,其中:

乐天集团的免税经营推行全球扩张战略,在日本关西、成田机场、泰国的素万那普机场、越南的内排机场、新加坡的樟宜机场、印尼的巴厘岛、澳大利亚的悉尼和墨尔本机场、美国的关岛机场等均设有免税门店。

Dufry 是典型的扩张驱动型企业集团,它通过持续并购整合,迅速填补全球地理空白,其网络深度与广度兼具,抗风险能力极强。Dufry 的免税门店覆盖全球逾 65 个国家和地区,运营约 2300 家门店(含收购 Autogrill 后的整合网络),门店遍布欧洲、美洲、亚洲和中东。它的全球布局均衡,并不依赖于单一市场。

拉加代尔的业务遍布超过 30 个国家和地区,运营约 1200 家门店,门店遍布欧洲、美洲和亚洲。拉加代尔采取的战略是主场深耕与锚定优质枢纽,比如它以巴黎机场为利润核心,并战略性锚定新加坡樟宜等全球顶级枢纽。在该战略指导下,拉加代尔的门店质量高、单店产出高,以及品牌形象突出。也因此,拉加代尔对欧洲市场,尤其对法国市场的依赖度远高于 Dufry。此外,拉加代尔的餐饮服务是其重要特色,与其免税零售形成协同。

新罗、迪拜和中国中免侧重本土发展。

新罗集团是聚焦本土运营的代表,其海外扩张相对谨慎,近年来有战略收缩的趋势。新罗免税目前的经营重心是韩国仁川机场以及首尔市内店,对单一市场的依赖程度高。

迪拜免税店仅位于阿联酋迪拜,主要依托迪拜国际机场和阿勒马克图姆国际机场来运营。迪拜免税店是“深度挖掘单一枢纽”的典范,将迪拜机场的客流价值发挥到极致,它全部的销售额都来自迪拜机场的旅客,也是全球销售额较高的单店运营商之一,是典型的“主场王”。迪拜免税店的对手是伊斯坦布尔、哈马德这些单一机场的免税巨头。

中免采用全球扩张的战略,但就目前看它的门店主要聚焦在中国本土,遍布全国的口岸、

市内、离岛免税店等。中国中免的海外扩张路径初显：根据公司报告及官网信息，公司在柬埔寨的西哈努克港、暹粒等设立门店；根据《南华早报》的相关报道，公司收购了香港国际机场的烟酒特许经营店。目前中国中免仍处于全球拓展的初期阶段，它未来的竞争对手是 Dufry 和拉加代尔这样的全球免税经营巨头。

表 1：国际免税运营巨头经营战略比较

运营商	经营战略	主要市场
乐天	全球布局，扩张驱动。	亚洲：日本关西、成田等机场、泰国素万那普机场、越南内排机场、新加坡樟宜机场、印尼巴厘岛等。 大洋洲：澳大利亚悉尼、墨尔本机场。 美洲：美国关岛。
Dufry	全球布局均衡，不依赖单一市场，真正的全球运营商。	欧洲：苏黎世、伦敦希思罗、法兰克福、马德里等核心机场。 美洲：北美、中南美洲主要机场，如纽约、奥兰多、布宜诺斯艾利斯等。 亚太：中国机场、中国香港和澳门机场、印度机场等。 中东：阿联酋等。
拉加代尔	全球运营及欧洲霸主，采取主场深耕与锚定优质枢纽的战略，尤其在巴黎机场占据主导地位，同时在亚太核心枢纽具有强大影响力。	欧洲：巴黎戴高乐和奥利机场（绝对主场）、伦敦希思罗、法兰克福等。 亚太：新加坡樟宜机场、日本主要机场。澳大利亚：主要机场。 美洲：北美主要机场。
新罗	立足韩国，谨慎出海，是典型的本土核心型运营商。	韩国仁川机场以及首尔市内店
迪拜	深耕迪拜机场客流，是全球最大的单店运营商之一。	免税店全部位于阿联酋迪拜，主要依托迪拜国际机场和阿勒马克图姆国际机场运营。
中国中免	立足本土庞大的市场，深耕本土客流；不排除全球扩张，目前处于全球扩张的初级阶段。	中国本土：遍布全国的口岸、市内、离岛（海南）免税店。 海外：柬埔寨西哈努克港、暹粒等；香港国际机场烟酒特许经营店。

资料来源：乐天集团财报、新罗酒店集团财报、阿联酋通讯社、Dufry 年度财报、拉加代尔年度财报、中国中免财报，中原证券研究所整理

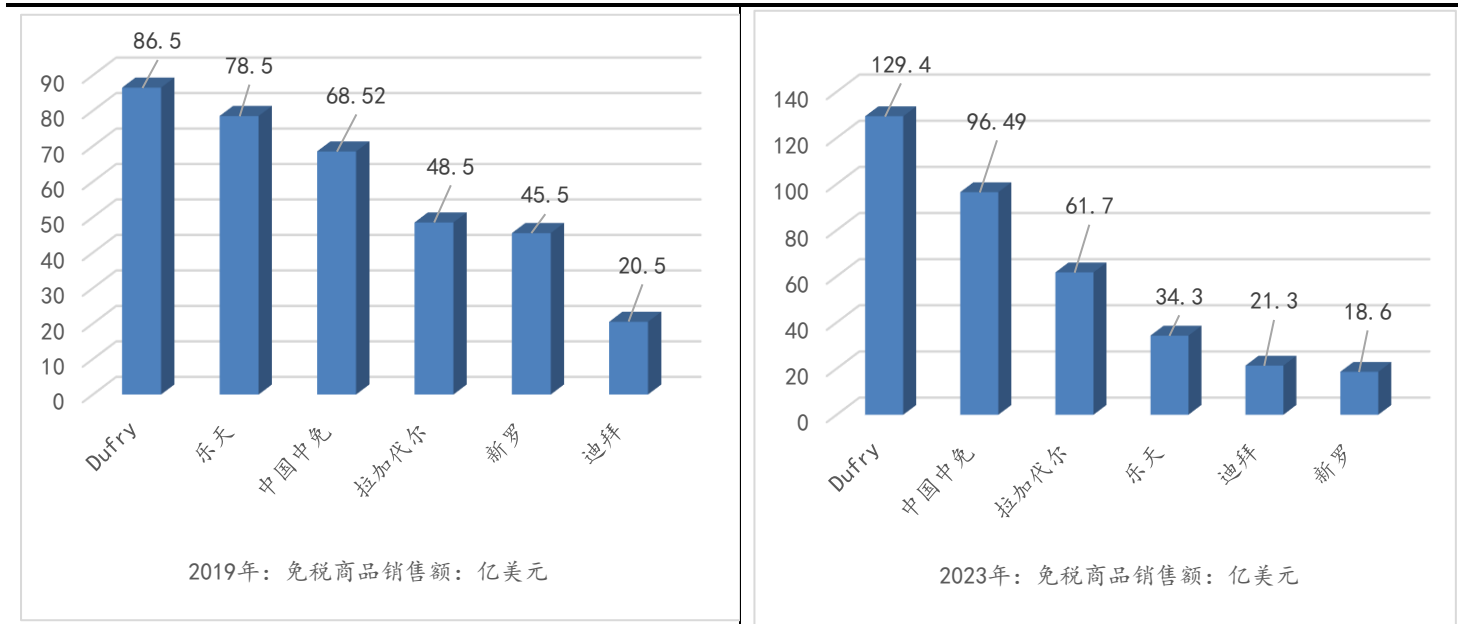
1.2. 销售规模比较

以最近的完整财年 2023 年为例，几大国际免税经营巨头的销售规模依次分别为 Dufry（129.4 亿美元）、中国中免（96.49 亿美元）、拉加代尔（61.7 亿美元）、乐天（34.3 亿美元）、迪拜（21.3 亿美元）和新罗（18.6 亿美元）。以 2023 年为例，免税商品销售额口径下全球排名第一的是 Dufry，排名第二的是中国中免，第三名是拉加代尔，第四是乐天，其销售规模以 30 亿美元为阶梯递减。截至 2023 年，中国中免已经跃升为与百年企业 Dufry 可一较雌雄的免税商品运营巨头。

2019 年之后，全球免税商品销售额经历了普遍较好的增长。2019 至 2023 年期间，Dufry、拉加代尔、中国中免，甚至迪拜等全球免税经营巨头的销售额分别经历了 9.92%、5.44%、8.16% 和 0.78% 的年均复合增长，说明疫情后全球消费的回弹相当有力，包括中国本土市场的高端消费也修复显著。

但是，由于中国免税经营快速发展，叠加中国对韩国施行免签政策，不仅召唤中国赴韩代购回流，而且还吸引了大量韩国本土消费转移至中国。在这种背景下，韩国免税商品的销售额近年来大幅削减：2019 至 2023 年期间，乐天和新罗的免税业务销售额分别年均下降 11.26% 和 11.82%，从 2019 年的 78.5、45.5 亿美元分别降至 2023 年的 34.3 和 18.6 亿美元。

图 1：国际免税经营巨头销售规模比较

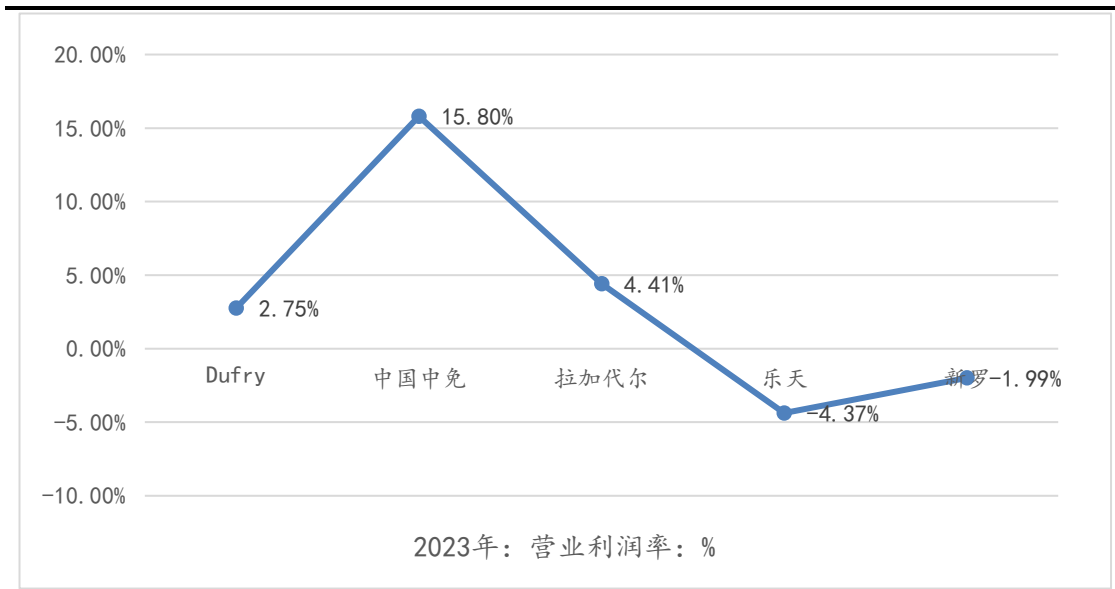


资料来源：韩国免税店协会、乐天集团财报、新罗酒店集团财报、阿联酋通讯社、Dufry 年度财报、拉加代尔年度财报、同花顺

1.3. 免税利润率比较

以 2023 年为例，我们比较了几大国际免税运营巨头的业务利润率，发现中国中免的营业利润率高达 15.8%，远高于国际同行。同期，Dufry 和拉加代尔的营业利润率仅为 2.75%和 4.41%，而韩国的乐天和新罗已陷于亏损。

图 2：国际免税经营巨头的营业利润率比较



资料来源：乐天集团财报、新罗酒店集团财报、阿联酋通讯社、Dufry 年度财报、拉加代尔年度财报、中国中免财报 注：设定人民币兑美元汇率为 7；营业利润等于营业收入减去营业成本及运营费用。

中国中免享有高利润率的核心在于它是一家掌握稀缺牌照和渠道资源的特许运营商，而非单纯的旅游零售商。我们从市场性质、特许经营费、客户结构、渠道组合与政策目标等维度来阐述中国中免的盈利模式。

就市场性质而言，中国的免税经营市场目前仍受到政策保护，属于寡头垄断市场，市场排他性决定了牌照持有企业拥有绝对竞争力，在中国的主要口岸、离岛等核心渠道占据主导地位，从而规避了渠道竞标成本。相比之下，在全球范围免税经营属于充分竞争的市场，国际运营商须在全球各大口岸通过激烈竞标获取有限的经营权，并且须支付高额的特许经营费用。

特许经营费是免税商品运营中最核心的成本。我们判断，中国中免享有更为有利的特许经营条款，从它相对较低的销售费率也可得出该结论。但是对于国际同行，特许经营费是最大的核心成本，通常占销售额的 20%至 40%甚至更高，这项费用严重侵蚀了运营商的利润。

从客户结构来看，中国中免立足本土市场，它的客户高度集中于单一且增长迅猛的中国高端消费者。客户结构单一有利于运营商做出精准的需求预测：在充分掌握客情的情况下，运营商可采取“大单品”策略，采购端凭借全球最大单一市场采购量，对品牌方拥有极强议价权。也因此，运营商在周转、销售和服务等方面的效率亦随之提升。但是对于国际同行来说，它们的客户来自全球各地，其需求极为分散。分散的客户结构不利于运营商扩大单品的采购规模，其销售、周转和服务的效率也不及前者。

不同于国际巨头受制于高成本的机场业态，中国中免享有更优的渠道组合。中国中免的渠道由机场店和离岛店组成，其中离岛免税占主导地位。由于市内离岛店的租金成本低于机场店，从而也能降低运营成本。此外，离岛店的购物时长和体验也较机场店更优越，促进了销售的实现；而机场旅客的购物时间紧迫，购物体验 and 客单价均受到限制。

中国中免承担着引导消费回流、建设国际旅游消费中心的国家战略任务，利润并非唯一目标，享受政策倾斜，“政策工具”属性也为其提供了无形的护城河。但是，国际巨头多属纯市场化运营的集团企业，核心目标是股东利益最大化，并不受到特殊政策的保护。

2. 历史视角下的中国中免

中国中免的“前生今世”是一部从政策专营走向资本市场，最终通过资源整合与政策红利崛起为全球龙头的企业发展史。

2.1. 历史发展阶段

1984-2008 年间为公司的创立与专营期。

公司成立于 1984 年，经国务院批准成立“中国免税品公司”，统一管理全国免税业务，拥有政策性垄断专营权。1990 年，公司在北京开设国内第一家市内免税店，主要服务出境游客。

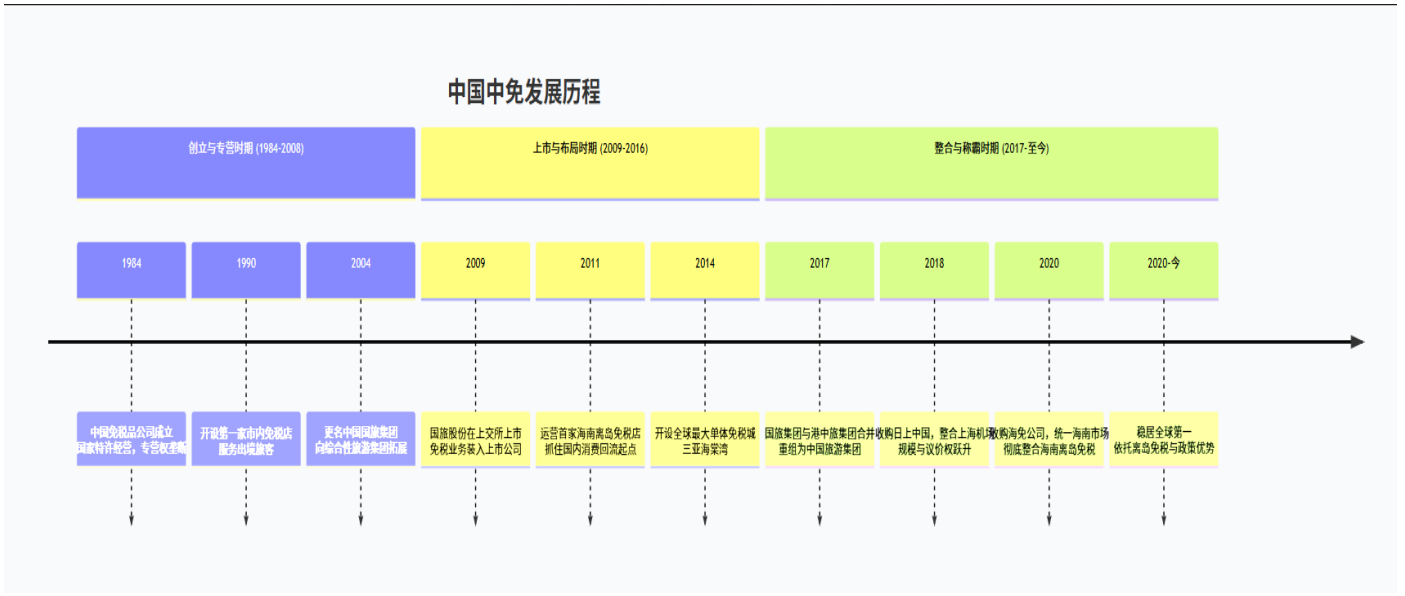
2009-2016 年间为公司的上市与布局期。

2009 年，公司以“中国国旅”的名称在上交所上市，免税业务装入上市公司。2011 年，公司进军海南市场，于三亚开设中国第一家离岛免税店，抓住了消费回流的历史契机。2014 年，公司在三亚的国际免税城开业，成为全球最大单体免税城，公司集开发商、业主和唯一运营商于一体。

2017 年至今为公司的整合与上升期。

2017 年，母公司中国国旅集团与港中旅集团合并，成立“中国旅游集团”。2018 年，公司开始收购资产，先后收购日上中国、日上上海，从而整合了首都、上海两大国际枢纽机场免税经营权，规模与议价权倍增。2020 年，公司收购海免公司，整合了海南离岛免税市场。2020 年以后，依托海南离岛免税政策红利，公司稳居全球第二大旅游零售商至今。

图 3：中国中免的发展历程



资料来源：中国中免官网，中国中免上市招股说明书及收购公告，海南省商务厅官网，国资委官网，中原证券研究所整理

总结而言，中国中免从一家执行外汇管理任务的政策性公司，通过市场化改革、资本运作和对关键渠道的垄断性整合，最终成长为利用国内大市场政策红利改变全球行业格局的商业巨头，其发展路径在全球免税业中具有不可复制的独特性。

2.2. “消费回流”的历史契机

2.2.1. 需求端：中等收入群体崛起

世界银行将中等收入群体定义为“日均收入介于 10 美元至 50 美元的劳动人群”。2010 年是中国中等收入群体数量进入快速增长的拐点。

根据瑞士信贷的《全球财富报告》和布鲁金斯学会等机构的测算，2010 年是中国中等收入群体数量进入快速增长的拐点。布鲁金斯学会的报告指出：2000 年时中国中等收入群体人口仅约 2900 万，到 2010 年增长至约 1.57 亿，而到 2020 年已突破 7 亿。也就是说，增长曲线在 2010 年后变得极为陡峭。

此外，根据国家统计局的数据，全国居民人均可支配收入从 2010 年的 12520 元增长至 2020 年的 32189 元，扣除价格因素后，期间实际累计增长近一倍。根据出境游的数据，中国出境旅游人次从 2010 年的 5700 万增至 2019 年的 1.55 亿，期间增长也相当陡峭，间接印证 2010 年后庞大且具有购买力的中等收入群体在中国崛起。

2010 年后，随着中国的中等收入群体迅速扩大，对高品质商品、品牌商品及奢侈品的需求也在迅猛增长。麦肯锡等机构报告显示，中国消费者在全球奢侈品市场的占比从 2000 年的 1% 跃升至 2010 年的 10%，再到 2020 年跃升至近 30%，成为最大消费力量。

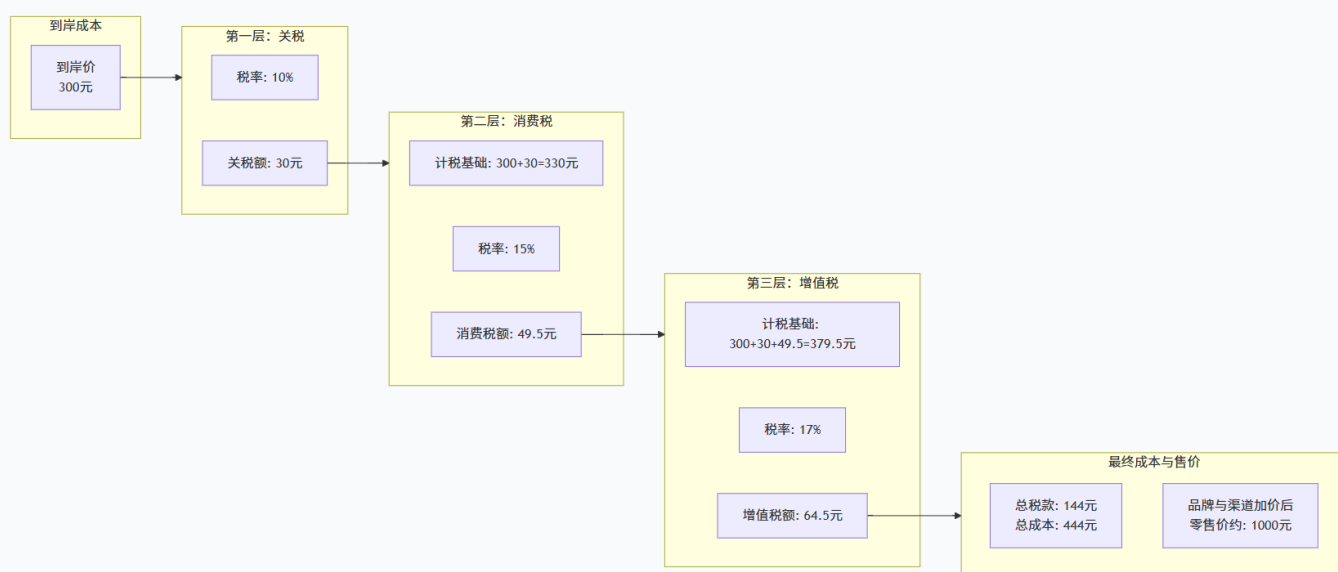
2.2.2. 供给端：国内供给严重不足

在上述背景下，国内市场的相关供给却严重不足，从而迫使国内消费者“用脚投票”，远赴海外购物。

首先，进口关税、增值税、消费税等税项导致国内外价差巨大。

一件进口商品在中国的完税价格主要由四部分构成：商品到岸价、进口关税、消费税和增值税，这是一个层层累加的“税上税”。以一瓶进口香水为例，一瓶到岸价仅 300 元的进口香水，经过“税上税”的过程，再经由各级经销渠道加价，终端零售价格可高达 1000 元。

图 4：进口商品“税上税”过程图例



资料来源：海关官网，中原证券研究所整理

可见，税收是国内外价差的主要来源，高昂的“税上税”直接推高了进口成本和进口价格。其中，奢侈品的价差尤为显著，比如，高档化妆品、手表、皮具、服饰等品类均被课以高关税和高消费税，最终导致国内外价差普遍在 30%至 50%区间。

其次，就品类选择而言，国内市场也较国际市场存在着结构性的不足。首先，在国内新品上市严重滞后于国际市场，通常晚 3 至 6 个月，且经常缺失部分系列或颜色。其次，在国内顶级品牌仅在一线城市有布局，而小众、轻奢、潮牌领域的诸多品牌在一线城市亦有缺位。再者，国内市场往往货品不全，热门款式、限量款式、尺码等经常断货。最后，奢侈品品牌的国内市场的定价极具刚性，官方渠道几乎从不打折，消费者议价能力较弱。

总之，在上述“价高物少”的供给局面下，中国消费者在具备消费能力后，很自然地选择在出境时完成“一站式”集中采购，之后再带回国内消费。

2.2.3. 顶层战略设计

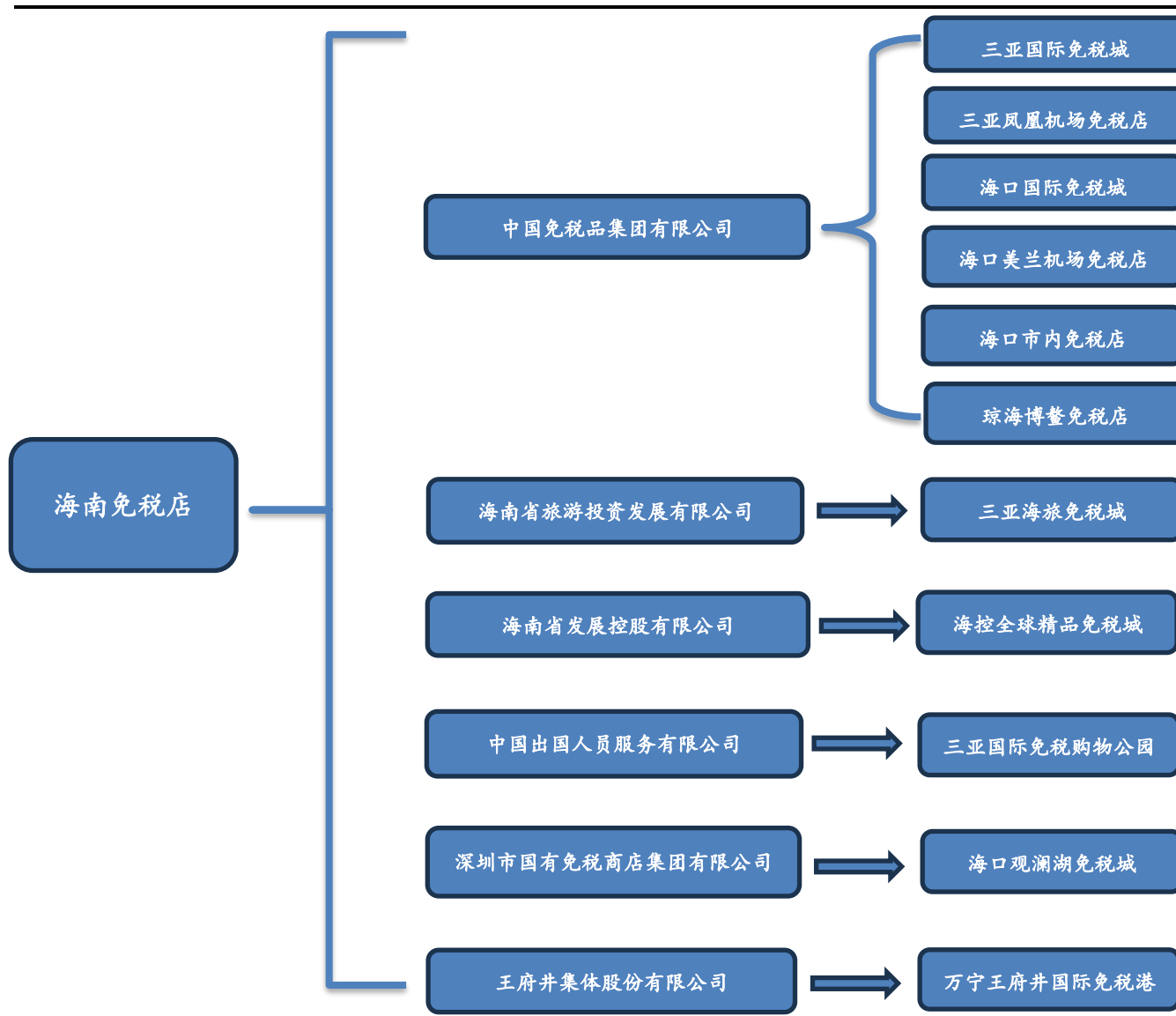
每年高达数千亿人民币的境外消费意味着美元储备和经济财富的流失，2018年之后“吸引消费回流”上升为明确的国家战略。引导消费回流是一个多部门联动、多政策协同的系统性战略工程，其核心思路是通过降低进口价格、丰富商品供给、优化消费环境，系统性重塑境内市场吸引力，引导国人的境外消费回流至境内。

离岛免税政策是这一政策工程的重要组成部分。在海南实行“离岛免税”，本质上是在商品进口环节免征关税、增值税和消费税，从而降低离岛进口商品消费的价格。离岛免税政策经历了数次调整，不断实现自我的迭代升级，额度从5000元调升至目前的10万元，覆盖品类不断扩容，提货方式从机场提货扩充至“邮寄送达”、“即购即提”等多种方式。除了就税论税，政府旨在将海南打造为国家级购物枢纽——海南国际旅游消费中心，将海南从旅游目的地升级为替代香港、新加坡的全球性购物中心。目前，海南已形成了以“离岛免税”为核心品牌，并拓展至“加工增值内销免关税”等多元深入的制度体系，并于2025年进入全岛封关运作的新阶段。

海南目前拥有丰富的离岛免税网点资源，主要包括三亚国际免税城、三亚凤凰机场免税店、海口国际免税城、海口美兰机场免税店、海口市内免税店、琼海博鳌免税店、三亚海旅免税城、海控全球精品免税城、三亚国际免税购物公园、海口观澜湖免税城、万宁王府井国际免税港。其中，中国中免拥有最多的网点资源，包括三亚国际免税城、三亚凤凰机场免税店、海口国际免税城、海口美兰机场免税店、海口市内免税店和琼海博鳌免税店。

海南离岛免税业务中的网点布局如下图：

图 5：海南离岛免税店布局及其股东



资料来源：紫荆论坛，中原证券研究所整理

2.2.4. 消费回流催生零售巨头

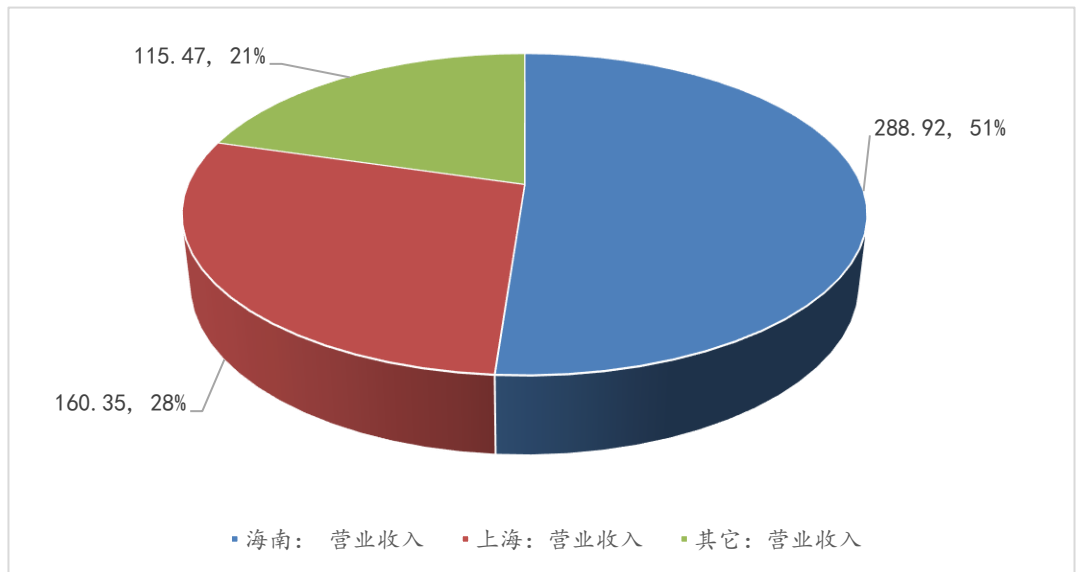
顶层政策设计对促进“消费回流”产生了显著的效果：根据海口海关和海南省统计局发布的数据，海南离岛免税销售额从2011年的10亿元飙升至2023年的438亿元，累计增长近五倍。同期，根据同花顺的数据，中国中免在海南的营业收入也在2023年增至396.5亿元。以2023年为准，中国中免在海南离岛免税市场的销售份额达到79.3%，是海南免税经营市场举足轻重的参与者。

恰逢消费回流这一历史契机，中国中免在短时间内成长为全球级别的旅游零售巨头，实现了国际巨头需要百年才能达成的目标。同时，全球的商业格局也被重塑：在海南成为旅游购物中心后，香港、韩国等传统免税目的地的地位急速下降，海南的旅游、航空、物流、商业地产及高端服务业得到了强力拉动。此外，世界奢侈品品牌开始重视中国市场，加速在华开店，包

括布局电商和投放专属产品。面对最大单一市场，奢侈品品牌主动调整了对华定价策略，中国市场的话语权和议价权前所未有地增强。

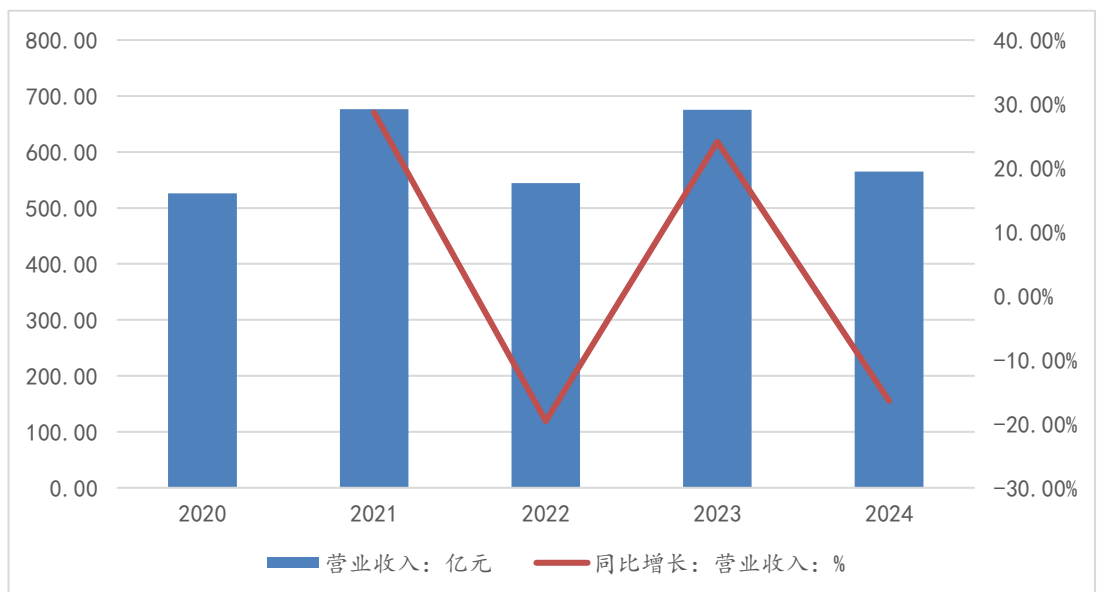
根据同花顺的数据，截至 2024 年中国中免的营收总规模达到 564.74 亿元，2020 至 2024 年年均复合增长率为 3.36%。其中，海南业务规模 288.92 亿元，上海业务规模 160.35 亿元，其它业务规模（有税零售和旅游销售等）115.47 亿元，销售口径的占比分别为 51.16%、28.39% 和 20.45%。

图 6：中国中免（601888）的业务结构（2024 年；营业收入：亿元）



资料来源：中原证券研究所 同花顺 iFinD

图 7：中国中免（601888）的营收规模及增长（亿元；%）



资料来源：中原证券研究所 同花顺 iFinD

2.2.5. 巨头的“烦恼”

无论是占据一半销售额的海南业务还是整体业务增长，公司财报显示出较大的业务波动，且当囊括 2024 年数据时销售增幅被大幅削减。我们认为，作为旅游零售巨头的中国中免面临以下几个方面的挑战，也因此导致它的销售呈现出波动性。

图 8：中国中免（601888）海南市场的规模及增长

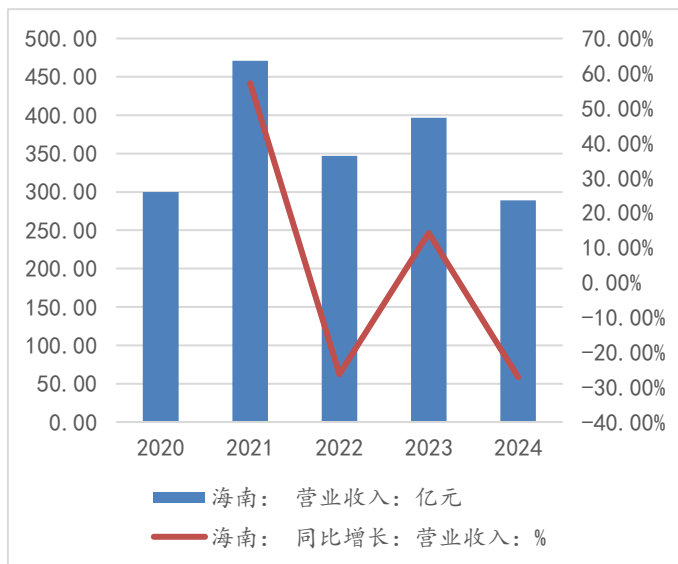
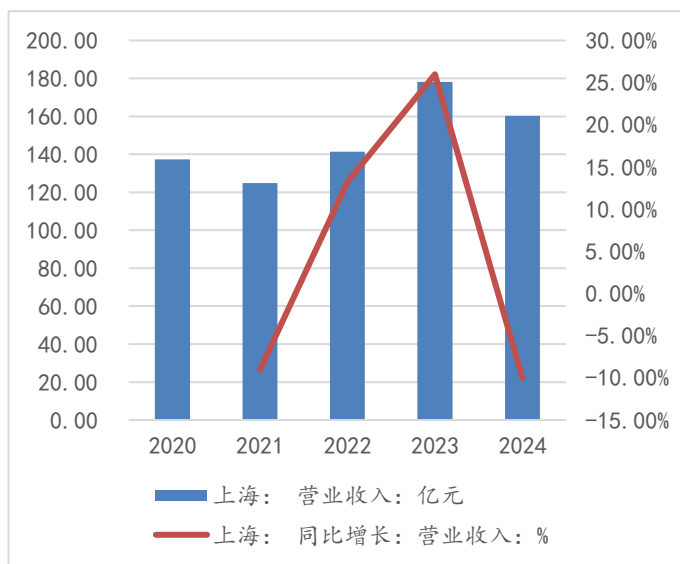


图 9：中国中免（601888）上海市场的规模及增长



资料来源：中原证券研究所 同花顺 iFinD

首先，当对特定区域和渠道，以及对特定购物人群产生较大依赖后，业务增长便会出现较大的波动。公司的特定市场和渠道集中于海南岛内及上海航空口岸，客群则严重依赖于中国客户，销售区域、销售渠道和客群都有较大的单一属性。因此，当客流量和客群消费出现波动时，公司的业务增长也会随之出现波动。同时，抚平波动的要素如海外展业尚未形成，无法缓冲既有市场的波动。

其次，人民币汇率波动也会对进口免税经营产生影响。当人民币走强时，境内消费者的购买力增强，有利于进口商品的消费；反之则不利。2021 年之后，人民币兑美元持续贬值，对于进口商品的消费产生了一定的限制作用。

图 10：人民币汇率走势



资料来源：中原证券研究所 同花顺 iFinD

第三，跨境电商的崛起对线下免税商品经营有着直接的冲击。根据《财政部、海关总署、国家税务总局关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》（财关税〔2016〕18号）及后续完善文件，对于《跨境电子商务零售进口商品清单》内的商品关税税率暂设为0%，且进口环节增值税、消费税按法定应纳税额的70%征收。如果按照跨境电商的税惠来计算，那就意味着一件1000元的普通免税商品通过跨境电商购买的话，其到手价较免税价格仅多出240元。而通过电商平台消费者可以随时随地购买，并享有直邮到家的免费服务，以及享有统一的官方售后。此时，专程前往海南购买免税商品的动机被极大削弱。

第四，不同于普通人在必选商品方面的消费具有稳定性，高净值人群对于奢侈品的消费是有周期的。高端消费内在的波动也是运营商经营波动的主要原因之一。首先，根据心理学的理论，购买奢侈品的心理满足感边际递减，需要更高端、更稀缺的款式才能再次触发购买。此外，随着奢侈品社交价值衰减，消费者亦会转向更小众的品牌或品类，以维持社交的独特性。其次，对于将奢侈品作为投资标的的高净值人群，他们的购买意愿受到房产、股票、汇率等多种宏观因素的影响，其购买行为更为复杂。最后，高净值人群往往会经历一个从物质追求到体验追求的历程，当他们已经购买足够多的奢侈品后，将会永久地向高端体验和高端服务转移。中国的运营商有必要拓宽国际视野，丰富商品供应链，洞悉富人变幻的需求，做足消费体验，才能保持业绩的稳定和增长。

第五，高端消费需求的进阶和多变与运营商对大单品集成式采购的追求形成冲突，这也会导致后者的经营波动加剧。目前中国的运营商仍依赖于香化、包袋、腕表等传统核心品类，它们的“买手”经验欠缺，对国内顶级客群的个性化维系和需求挖掘仍不足。此外，国际顶级运营商往往善于提供极度尊贵的线下门店体验，提供叙事式的情绪价值，而免税商城的模式较难提供深度、个性的服务体验。

3. 未来视角下的中国中免

3.1. 公司的优势与劣势

中国的免税商品运营商将经历关键的转型：在牌照红利逐渐减弱的同时，必须建立起真正的市场化竞争力，其发展路径将从“政策驱动”转向“市场驱动、全球化驱动”。

我们从几个维度来分析公司的优势与劣势、竞争力与非竞争力：

垄断牌照的“双刃剑”：公司享有垄断的牌照与渠道资源，掌控海南离岛免税、主要机场口岸等国家核心枢纽，这是其最深的护城河。但是，垄断的赋予也给予其路径依赖与创新惰性，在长期受政策保护的情况下，公司的市场化竞争力、全球供应链管理能力和消费者洞察能力弱于国际对手。

规模的“双刃剑”：公司是全球规模最大的单一采购方，对品牌方议价能力极强，往往能获得最优条款。上游议价能力是保证利润的源泉。但是，由于公司属重资产运营，这几年在机场、免税城等领域投入巨大，固定成本高，因此在享有规模效益的同时，公司面临的成本压力也更大。

单一市场的“双刃剑”：公司几乎独占全球最大且增长最快的高端消费市场，拥有完整的中国消费者消费数据金矿。但同时，公司的业务在地理上集中，在客群上亦集中。在公司的国际化能力尚未得到验证之前，单一地理市场将会给公司带来“鸡蛋放于同一篮子”的风险。

股东背景的“双刃剑”：公司背景雄厚，获得国家在战略层面上的支持。在国家集中力量给予支持的背景下，公司在短短数年时间内便达成了国际同行通过百年运营才能获得的业绩。但是，由于公司的央企体制，它的决策机制与激励机制不及国际家族企业那样灵活可变。

如上，牌照、规模、市场和股东背景都有可能成为企业发展的“双刃剑”，在带来先天优势的同时也造成相应的劣势。

3.2. 国家政策调整对公司的影响

目前，国家的政策目标正在从“培育一家巨头”转向“做大整个消费回流市场”升级，因而未来有必要引入适度竞争，从而提升经营的整体服务水平。未来，中国运营商有望实现二次进化，其竞争力将不再由牌照单独定义，而是取决于公司能否从一家政策性公司转型为一家凭借卓越运营和全球网络赢得市场的世界级企业。

根据彭博社和财经网的相关报道，2020年Dufry与阿里巴巴集团组建合资公司。合资公司旨在整合双方优势：阿里提供线上流量、数字技术和中国消费者洞察；Dufry提供全球品牌供应链和旅游零售运营经验。该合资公司主要运营“天猫国际直营”频道下的线上免税业务，为国内消费者提供跨境电商零售进口的免税商品。

根据新华社、人民网和海南日报的相关报道，2021年，全球旅游零售运营商拉加代尔与中

国本土企业深圳免税集团（简称“深免”）成立合资公司，合资公司成功中标海口美兰国际机场T2 航站楼的免税经营权。拉加代尔以高端品牌资源、卓越的店面设计和体验式服务闻名，能直接提升美兰机场乃至海南免税购物的国际形象。此后，拉加代尔的机场店侧重于服务航空旅客，将与中免的免税购物城形成模式互补。

上述事件表明国家主动选择开放以及引入更多实力派竞争者的意图。政策目标的调整将会激发免税经营市场的“鲑鱼效应”。通过引入拉加代尔这样的“体验大师”，设定更高的行业标杆，可避免中国运营商在海南“一家独大”可能导致的创新停滞和服务天花板。国家在确保中免主导地位的同时，通过引入强大的“陪练”，迫使中免从“政策舒适区”走向“市场竞技场”，倒逼公司推行运营与服务升级，在品牌组合、店铺体验、客户服务上向国际顶级标准看齐。随着竞争被有序引入，我们认为中免的利润率也将温和承压，超高利润率的时代将会远去。而从消费者的角度来看，免税市场蛋糕做大后，消费者拥有更多选择和更优的服务。从海南本土来看，不同运营商带来差异化定位，共同教育市场、吸引更多消费，海南作为全球购物目的地的吸引力提升。

在短期之内，中免的行业地位仍然稳固，引入差异化竞争对它的业绩影响有限。中期框架下，中免面临蜕变的挑战：其竞争力将不再由牌照单独定义，而是取决于公司能否从一家政策性公司转型为一家凭借卓越运营和全球网络赢得市场的世界级企业。

4. 投资建议及风险提示

4.1. 投资建议

我们预测公司 2025、2026、2027 年的每股收益分别为 1.89、2.40、2.68 元，参照 2 月 5 日的收盘价 92.47 元/股，对应的市盈率分别为 48.80、38.55、34.53 倍。我们对公司首次覆盖，给予公司“谨慎增持”的投资评级。

4.2. 风险提示

公司面临市场竞争加剧的风险：如国际运营商全面投入中国市场的竞争，公司的地位将面临挑战。普通居民的消费情绪疲弱，以及高净值人群前期集中采购导致的疲劳，会直接压制对免税商品的需求。核心口岸客流量减少直接影响免税商品的销售。所收购资产面临整合效果不及预期的风险。上述风险将会导致公司业绩增长产生波动。

此外，公司也面临估值偏高风险。如未来业绩无法持续超预期，高估值本身将会使得股价承压。

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
流动资产	58,456	55,960	60,074	66,515	72,707
现金	31,838	34,817	38,140	43,304	50,287
应收票据及应收账款	139	67	74	83	92
其他应收款	1,239	913	936	1,007	1,023
预付账款	482	839	836	933	981
存货	21,057	17,348	17,112	17,712	17,849
其他流动资产	3,701	1,976	2,976	3,476	2,476
非流动资产	20,414	20,300	19,541	18,896	18,224
长期投资	2,200	3,670	3,670	3,670	3,670
固定资产	6,292	6,088	6,252	6,265	6,271
无形资产	2,128	1,940	1,949	1,952	1,961
其他非流动资产	9,794	8,602	7,669	7,009	6,322
资产总计	78,869	76,260	79,615	85,410	90,930
流动负债	15,329	10,969	11,130	12,181	12,483
短期借款	369	233	353	433	498
应付票据及应付账款	6,403	4,717	4,863	5,430	5,585
其他流动负债	8,556	6,020	5,915	6,319	6,400
非流动负债	4,359	4,343	4,138	3,996	3,816
长期借款	2,522	2,567	2,612	2,650	2,680
其他非流动负债	1,837	1,776	1,526	1,346	1,136
负债合计	19,688	15,312	15,269	16,177	16,299
少数股东权益	5,348	5,852	6,404	6,984	7,572
股本	2,069	2,069	2,069	2,069	2,069
资本公积	17,447	17,442	17,442	17,442	17,442
留存收益	33,558	34,412	37,545	41,852	46,662
归属母公司股东权益	53,834	55,097	57,942	62,249	67,059
负债和股东权益	78,869	76,260	79,615	85,410	90,930

现金流量表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	15,126	7,939	5,350	6,890	8,687
净利润	7,266	4,862	4,473	5,542	6,129
折旧摊销	1,310	1,543	1,578	1,498	1,347
财务费用	298	48	222	247	279
投资损失	-87	-64	-59	-75	-84
营运资金变动	5,957	808	-1,607	-893	507
其他经营现金流	383	742	743	571	509
投资活动现金流	-4,716	-454	-819	-764	-579
资本支出	-1,801	-1,118	-165	-197	-223
长期投资	-2,923	247	-210	-162	0
其他投资现金流	9	416	-445	-405	-356
筹资活动现金流	-4,628	-4,367	-939	-963	-1,125
短期借款	-1,563	-137	120	80	65
长期借款	13	45	45	38	30
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-39	-5	0	0	0
其他筹资现金流	-3,039	-4,270	-1,104	-1,081	-1,220
现金净增加额	5,990	3,021	3,323	5,163	6,983

资料来源：中原证券研究所，聚源

利润表 (百万元)

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入	67,540	56,474	53,481	62,519	64,582
营业成本	46,049	38,385	36,206	42,200	43,399
营业税金及附加	1,644	1,268	1,182	1,375	1,421
营业费用	9,421	9,063	8,878	10,222	10,411
管理费用	2,208	1,989	1,861	2,151	2,144
研发费用	58	20	21	25	26
财务费用	-869	-923	-789	-816	-811
资产减值损失	-638	-742	-690	-588	-523
其他收益	150	158	150	163	200
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	87	64	59	75	84
资产处置收益	48	24	21	19	13
营业利润	8,677	6,178	5,663	7,033	7,769
营业外收入	11	9	9	10	10
营业外支出	43	39	12	14	11
利润总额	8,646	6,148	5,660	7,028	7,768
所得税	1,379	1,286	1,187	1,486	1,639
净利润	7,266	4,862	4,473	5,542	6,129
少数股东损益	553	595	552	580	588
归属母公司净利润	6,714	4,267	3,920	4,962	5,541
EBITDA	8,983	6,710	6,449	7,710	8,304
EPS (元)	3.25	2.06	1.89	2.40	2.68

主要财务比率

会计年度	2023A	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力					
营业收入 (%)	24.08	-16.38	-5.30	16.90	3.30
营业利润 (%)	13.88	-28.80	-8.33	24.18	10.47
归属母公司净利润 (%)	33.46	-36.44	-8.13	26.57	11.66
获利能力					
毛利率 (%)	31.82	32.03	32.30	32.50	32.80
净利率 (%)	9.94	7.56	7.33	7.94	8.58
ROE (%)	12.47	7.74	6.77	7.97	8.26
ROIC (%)	9.99	6.18	5.53	6.58	6.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.96	20.08	19.18	18.94	17.93
净负债比率 (%)	33.27	25.12	23.73	23.37	21.84
流动比率	3.81	5.10	5.40	5.46	5.82
速动比率	2.17	3.26	3.52	3.64	4.12
营运能力					
总资产周转率	0.87	0.73	0.69	0.76	0.73
应收账款周转率	465.57	549.80	761.22	796.13	739.08
应付账款周转率	6.57	6.95	7.61	8.26	7.94
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.25	2.06	1.89	2.40	2.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	7.31	3.84	2.59	3.33	4.20
每股净资产 (最新摊薄)	26.02	26.63	28.01	30.09	32.41
估值比率					
P/E	28.50	44.83	48.80	38.55	34.53
P/B	3.55	3.47	3.30	3.07	2.85
EV/EBITDA	16.33	16.24	24.57	19.87	17.60

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。