

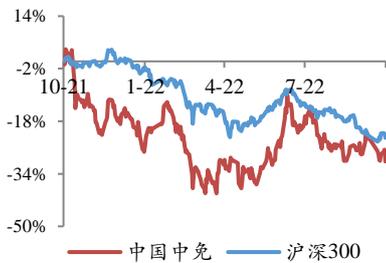
正反馈持续夯实竞争力，确定性成长性兼备

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-10-20

收盘价 (元)	179.60
近 12 个月最高/最低 (元)	267.07/154.98
总股本 (百万股)	2,069
流通股本 (百万股)	1,952
流通股比例 (%)	94.37
总市值 (亿元)	3,716
流通市值 (亿元)	3,507

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王洪岩

执业证书号：S0010521010001

邮箱：wanghy@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 先发优势+政策红利，规模跃居全球第一

公司凭借全牌照先发优势持续布局机场+离岛+市内免税业务，卡位流量入口，通过高效的转化将庞大的客流量转化成销售收入形成规模效应。2020年离岛免税政策放开，叠加疫情催化消费加速回流，公司快速增长，2021年实现营收676.76亿元（2019~2021CAGR为18.78%），在全国免税市场销售额占比86%，在全球免税市场销售额占比为27.5%，位居全球第一。

● 规模效应筑核心壁垒，正反馈下持续夯实竞争力

公司凭借规模效应，进一步提升供应链优势：（1）提升与品牌商的议价能力，同时吸引更多品牌入驻，进而增加SKU数量、品类；（2）完善仓储物流建设，提高运营效率；（3）优化会员服务，提升消费黏性。规模效应和供应链效率提升助力公司降本增效，进而提升盈利能力，利润不断增加。利润水平的提升进一步促进拓展门店、收并购提升规模效应，夯实供应链优势。**【规模-供应链-利润-规模】**正反馈下，不断巩固核心竞争力。

● 短期海南疫情好转免税弹性复苏，海口国际免税城落地打开增长空间

9月底疫情好转，线下门店恢复营业，海南省发放免税/旅游消费券等，公司推出满减满赠、限时闪购、独家套组等活动刺激免税消费，10月1日至7日海南离岛免税购物日均销售额超1.5亿元，（2020~2021分别为1.4亿元、2.3亿元），免税消费逐步回暖。海口国际免税城2022.10.28开业，主要承接新海港庞大客流，三亚国际免税城一期二号地预计2023年营业，解决品牌引进与旅客接待瓶颈问题，两大项目落地后，公司离岛免税市场份额有望进一步提升。

● 投资建议：

短期来看，疫情好转后，离岛免税逐步回暖；海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地开业后有望打造新的增长点，提升公司离岛免税市场份额。长期来看，国际游逐步放开后，机场免税有望弹性复苏；疫情催化加速消费回流，政策红利持续增进叠加公司不断夯实竞争优势，离岛免税有望进一步释放潜力。预计公司2022~2024年EPS分别为4.07、6.99、9.10元/股，对应当前股价PE分别为44、26、20倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

局部地区疫情反复；行业竞争加剧；新项目经营不及预期；汇率波动风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	67676	63121	100970	135940
收入同比 (%)	28.7%	-6.7%	60.0%	34.6%

归属母公司净利润	9654	8412	14468	18824
净利润同比 (%)	57.2%	-12.9%	72.0%	30.1%
毛利率 (%)	33.7%	33.6%	34.7%	35.3%
ROE (%)	32.6%	16.2%	21.8%	22.1%
每股收益 (元)	4.94	4.07	6.99	9.10
P/E	44.38	44.17	25.68	19.74

资料来源: wind, 华安证券研究所

正文目录

1 免税业务全渠道布局，先发优势不止一步	7
1.1 离岛免税：先发优势显著，拓展门店布局	9
1.2 机场免税：占据主要渠道，抗风险能力提升	15
1.3 市内免税：提前布局，蓄力发展	19
2 规模效应筑核心壁垒，正反馈下强者恒强	20
2.1 规模效应下自采为主，具有数量和价格优势	22
2.2 仓储物流体系趋于完善，数字化提升供应链效率	25
2.3 加快线上渠道布局，整合会员体系	26
2.4 借鉴香港经验，封关后竞争优势仍存	28
3 免税龙头持续深耕，未来可期	30
3.1 离岛免税持续释放潜力，机场免税静待花开	30
3.1.1 三亚海棠湾筑基，海口国际免税城打造新的增长点	30
3.1.2 疫情影响机场免税承压，弹性恢复可期	36
3.2 收入增速稳定，盈利能力突出	38
盈利预测及投资建议：	41
盈利预测	41
投资建议	42
风险提示：	43
财务报表与盈利预测	44

图表目录

图表 1 公司发展历程	7
图表 2 免税店布局 (截至 2022.8)	8
图表 3 各渠道营收 (亿元)	8
图表 4 各渠道营收占比	8
图表 5 2022H1 海南各县市过夜游客人数占比	9
图表 6 三亚、海口接待过夜旅客人数 (万人次) 及增速	9
图表 7 三亚凤凰、美兰机场旅客吞吐量 (万人次) 及增速	9
图表 8 离岛免税店分布	9
图表 9 离岛免税店情况介绍	10
图表 10 三亚国际免税城营收 (亿元) 及其增速	11
图表 11 三亚国际免税城归母净利润 (亿元) 及其增速	11
图表 12 三亚国际免税城营收及归母净利润占公司总营收、归母净利润比例	11
图表 13 三亚国际免税城一期项目外观	12
图表 14 三亚国际免税城二期项目外观	12
图表 15 三亚国际免税城一期项目品牌分布	12
图表 16 三亚国际免税城项目	13
图表 17 三亚国际免税城一期二号店规划图	13
图表 18 海口国际免税城项目	13
图表 19 海口商圈分布图	13
图表 20 海口国际免税城附近交通网	14
图表 21 海口国际免税城辐射图	14
图表 22 海口国际免税城效果图	14
图表 23 项目规划用地情况	14
图表 24 项目定位	14
图表 25 2019 年国际旅客吞吐量 TOP20 机场	15
图表 26 重点机场中标情况	15
图表 27 上海、首都、白云机场国际旅客吞吐量情况 (万人次)	16
图表 28 公司与上海机场原协议收费标准	16
图表 29 公司与上海机场补充协议收费标准	17
图表 30 公司与上海机场补充协议保底费用	17
图表 31 2023 年国际客流相比于 2019 年不同恢复程度时, 不同协议下租金水平测算	18
图表 32 公司与白云机场补充协议收费标准	18
图表 33 公司与白云机场补充协议收费标准	18
图表 34 市内免税政策	19
图表 35 韩国免税市场规模	20
图表 36 韩国市内免税店销售占比	20
图表 37 市内免税店布局	20
图表 38 核心竞争优势	21
图表 39 免税业务营收及增速	21
图表 40 全球免税市场份额 (2021 年)	22
图表 41 国内免税市场份额 (2021 年)	22

图表 42 主要免税商采购方式对比	22
图表 43 主要供应商情况	22
图表 44 一般贸易模式下各品类进口税率情况	23
图表 45 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位: 十亿元)	23
图表 46 各品类品牌数量变化	24
图表 47 各品类收入占比	24
图表 48 公司合作品牌数量变化情况	24
图表 49 主要国内外免税商品品牌数量对比 (截至 2022Q1)	24
图表 50 供应商回扣 (亿元)	25
图表 51 各免税平台热门美妆品价格对比	25
图表 52 中免海南国际物流中心	25
图表 53 库存周转天数对比	26
图表 54 线上平台布局	26
图表 55 主要线上平台对比	27
图表 56 会员权益	27
图表 57 会员数量增长	28
图表 58 自贸港建设制度设计	28
图表 59 香港零售商情况对比	29
图表 60 募集资金用途	29
图表 61 海南省每日新增确诊病例及无症状感染者人数	30
图表 62 海南省 2022 过夜游客人数变化	30
图表 63 海南多措并举激发离岛免税活力	30
图表 64 公司促销活动措施	31
图表 65 美兰机场免税店客单价	32
图表 66 美兰机场免税店转化率	32
图表 67 三亚国际免税城及三亚凤凰机场免税店收入测算	32
图表 68 2013~2021 海南省免税购物人次及渗透率	33
图表 69 2013~2021 海南省免税客单价	33
图表 70 海口国际免税城收入测算	33
图表 71 海口日月广场免税店与全球精品免税城对比	34
图表 72 海口日月广场免税店与全球精品免税城位置	35
图表 73 海免收入测算	35
图表 74 出入境政策	36
图表 75 日上上海收入测算	36
图表 76 首都机场、大兴机场规划旅客吞吐量 (万人次)	37
图表 77 首都机场出入境游客吞吐量及占比	37
图表 78 首都机场收入测算	37
图表 79 大兴机场收入测算	38
图表 80 2016~2021 公司营收规模及增速	39
图表 81 2016~2021 公司归母净利润规模及增速	39
图表 82 免税收入规模及增速	39
图表 83 有税收入规模及增速	39
图表 84 2016~2021 有税及免税收入占比	40
图表 85 2016~2021 公司毛利率	40

图表 86	2016~2021 公司费用率情况	40
图表 87	2016~2021 公司销售费用各项占收入比重	40
图表 88	2016~2021 经营现金流入/收入变化情况	41
图表 89	2016~2021 有息负债率、无息负债率变化情况	41
图表 90	2016~2021 公司净利率	41
图表 91	各子公司净利率	41
图表 92	收入预测	42

1 免税业务全渠道布局，先发优势不止一步

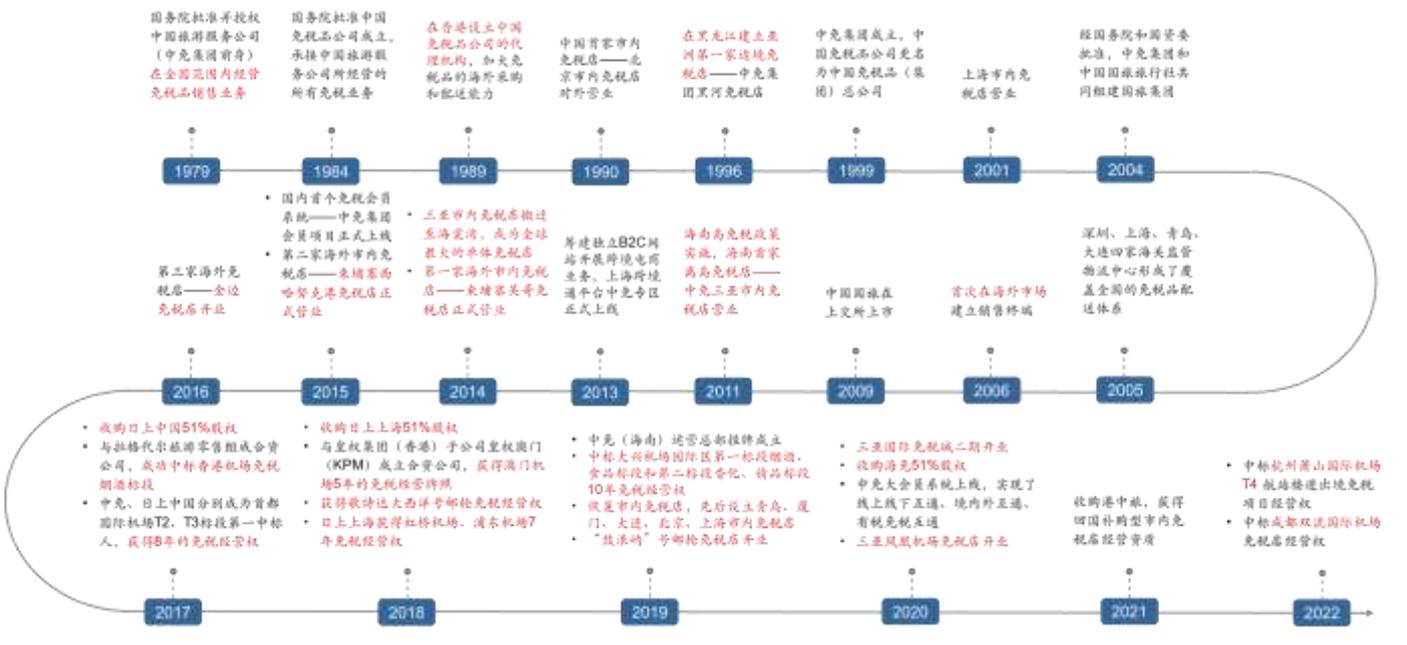
全牌照优势叠加收购整合，渠道布局逐步完善。中国旅游集团中免股份有限公司（后简称“公司”或“中免”）前身为中国旅游服务公司，1979 年获得了全国范围内免税经营权，开始布局免税业务：

(1) 口岸免税店：公司成立之初主要以口岸免税店为主，在境内主要口岸城市和边境地区设立了免税店。2017~2018 年公司先后收购了日上中国、日上上海 51% 股权获得了北京首都机场、虹桥机场、浦东机场免税经营权，卡位核心流量，增长加速。2019 年公司获得大兴机场部分免税经营权，进一步巩固了口岸免税店布局。

(2) 离岛免税店：2011 年离岛免税政策推出，公司在海南设立了首家离岛免税店。2020 年离岛免税政策进一步放开，公司收购海免 51% 股权获得了旗下 3 家离岛免税店，增设三亚凤凰机场免税店。疫情反复下，消费回流加速，离岛免税成为业绩贡献主体。海口国际免税城预计 2022 年内开业，公司离岛免税地位有望进一步提升。

(3) 市内免税店：1990 年起公司先后设立了北京、上海、大连等市内免税店，后因经营业绩不佳，陆续关店。2019 年公司恢复设立市内免税店，青岛、厦门、大连、北京、上海免税店先后开业，2021 年公司收购港中旅，补充回国补购型市内免税店，为市内免税政策进一步放开奠定基础。

图表 1 公司发展历程



资料来源：招股说明书，公司公告，华安证券研究所

截至 2022.8，公司共经营 123 家口岸免税店、5 家离岛免税店、11 家市内免税店以及 54 家邮轮、机上、外轮供应免税店等。

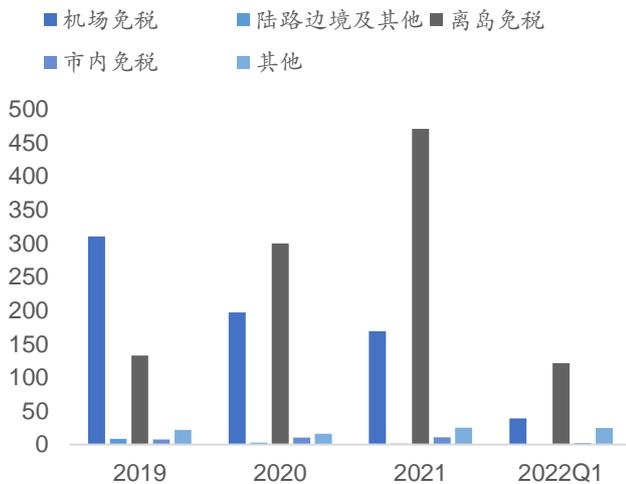
图表 2 免税店布局 (截至 2022.8)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

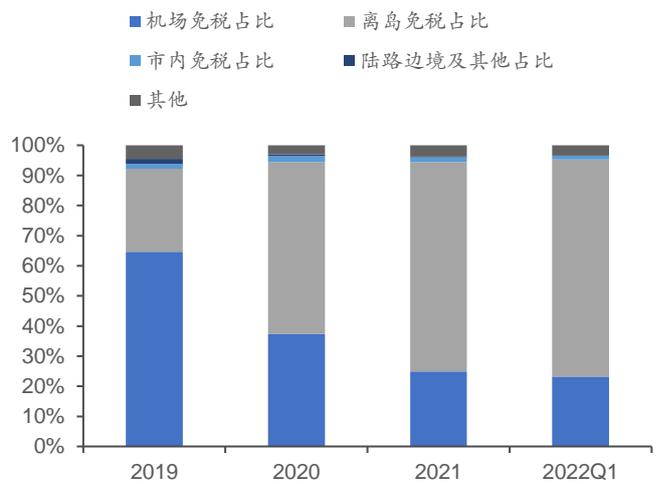
2020 年离岛免税政策放开，叠加疫情催化消费加速回流，离岛免税营收从 2019 年的 132.50 亿元提升至 2021 年的 470.58 亿元 (2019~2021CAGR 为 88.5%); 另一方面，疫情导致国际客流下降，机场免税营收大幅下降，2019~2021CAGR 为 -26.2%。离岛免税营收占比从 2019 年的 27.6% 提升至 2021 年的 69.5%，成为营收贡献主体，机场免税营收占比从 2019 年的 64.6% 降至 2021 年的 24.9%。

图表 3 各渠道营收 (亿元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 4 各渠道营收占比

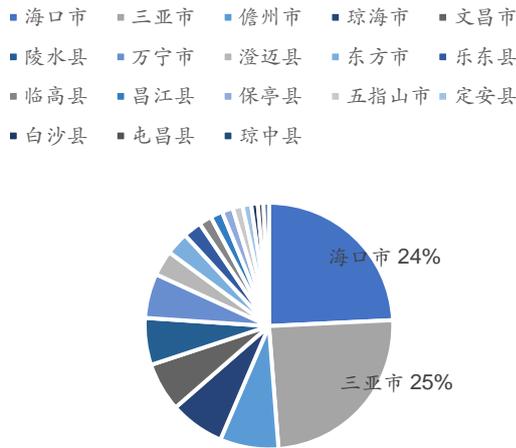


资料来源：招股说明书，华安证券研究所

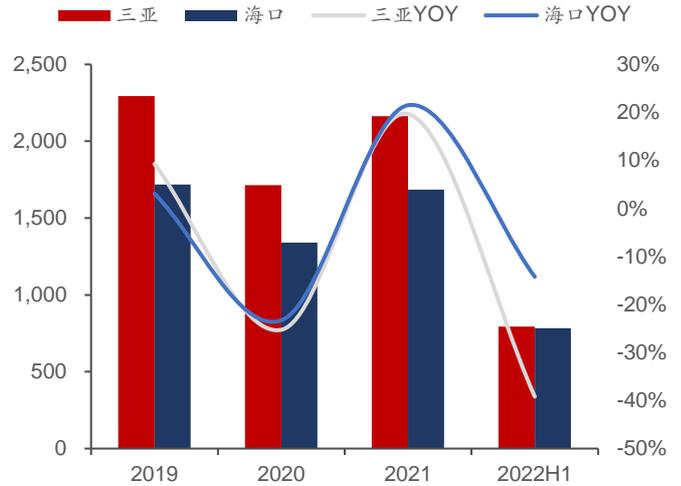
1.1 离岛免税：先发优势显著，拓展门店布局

海口、三亚为岛内主要旅游聚集地，公司卡位流量入口。2022H1 三亚、海口接待过夜旅客人数分别为 792.74、782.88 万人次，占比分别为 25%、24%，为海南省主要旅游聚焦地，也是免税商争夺流量的主战场。2020 年离岛免税政策放开后，各免税商纷纷加码布局离岛免税店，截至 2022H1，海南省共有 10 家免税店——三亚 4 家，海口 5 家，博鳌 1 家，其中公司在三亚、海口、博鳌分别有 2 家、3 家（包括 T1、T2、日月广场）、1 家，并且占据了凤凰机场、美兰机场两大主要流量入口（2022H1 旅客吞吐量分别为 547.73、656.13 万人次），优势显著。

图表 5 2022H1 海南各县市过夜游客人数占比



图表 6 三亚、海口接待过夜旅客人数（万人次）及增速



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

资料来源：三亚、海口旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

图表 7 三亚凤凰、美兰机场旅客吞吐量（万人次）及增速



图表 8 离岛免税店分布



资料来源：三亚旅游和文化广电体育厅、美兰空港公司公告，华安证券研究所

资料来源：百度地图，华安证券研究所

图表 9 离岛免税店情况介绍

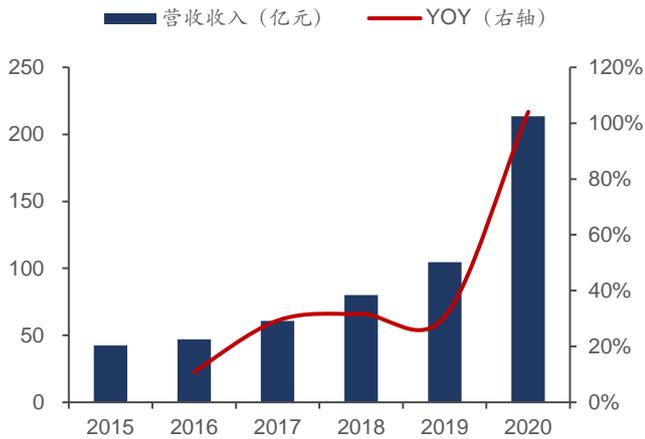
运营商	免税店	位置	经营面积	开业时间
海免 (被中免收购)	海口美兰机场 T1 航站楼免税店	海口美兰机场国内候机楼隔离区内	营业面积 8631 m ²	2011.12.21
	海口美兰机场 T2 航站楼免税店	海口美兰机场 T2 航站楼	经营面积 9313 m ²	2021.12.2
	海口日月广场免税店	海口日月广场双子座 1~2 层和射手座 L 层	经营面积 2.2 万 m ² , 其中一期 1.3 万 m ² , 二期 9000 m ²	一期 2019.1.19 二期 2019.6.1
	琼海博鳌免税店	琼海市博鳌景区内	经营面积 4200 m ²	2019.1.19
中免	三亚国际免税城	海南省三亚市海棠区海棠北路 118 号	总建筑面积 12 万 m ² , 经营面积 7 万 m ²	2014.9.1
	三亚凤凰机场免税店	三亚凤凰机场	总面积 6800 m ² , 首期开放面积 800 m ²	2020.12.30
海旅投	三亚海旅免税城	三亚迎宾路 303 号	经营面积 9.5 万 m ²	2020.12.30
中出服	三亚国际免税购物公园	三亚解放一路鸿洲广场	总面积 4.3 万 m ² , 首期开放 1.5 万 m ²	2020.12.30
			总建筑面积 3.89 万 m ² , 首期开业面积 3000 m ² , 二期开业面积	首期 2021.1.31 二期 2021.8.30
海发控	全球精品免税城	海口国兴大道日月广场摩羯座 1~2 层、水瓶座 1~3 层	总建筑面积 3.89 万 m ² , 首期开业面积 3000 m ² , 二期开业面积 27780 m ²	首期 2021.1.31 二期 2021.8.30
深免	海口观澜湖免税购物城	海口羊山大道观澜湖新城	总营业面积 10 万 m ² , 第一期营业面积 2 万 m ²	2021.1.31

资料来源: 各公司公告, 华安证券研究所

三亚国际免税城: 业绩贡献主力, 一期二号地建成后有望进一步提升竞争力。

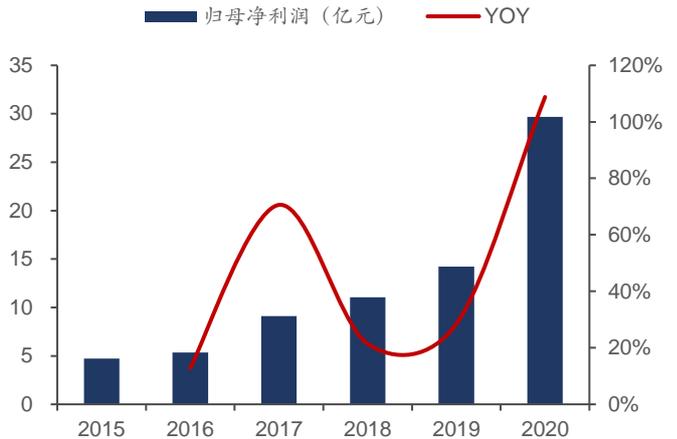
三亚国际免税城是目前全球最大的免税商业综合体, 一期项目建成后, 原三亚市内免税店搬迁至此, 2014.9 对外营业; 二期项目经营有税业务, 2020.1 开始运营。离岛免税的发展推动三亚国际免税城经营稳步增长, 2015~2019 年营收 CAGR 为 25.3%, 归母净利润 CAGR 为 31.7%, 营收、归母净利润占比分别约 20%、30%。2020 年离岛免税政策放开后, 三亚国际免税城实现营收 213.53 亿元 (+104.0%), 归母净利润 29.67 亿元 (+108.8%), 营收、归母净利润占比分别提升至 40.6%、48.3%, 成为业绩贡献主力。一期二号项目建成后, 有望形成协同效应进一步提升竞争力。

图表 10 三亚国际免税城营收 (亿元) 及其增速



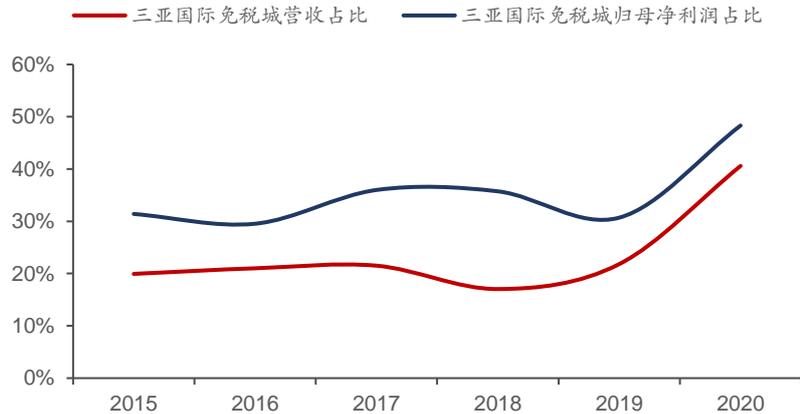
资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 11 三亚国际免税城归母净利润 (亿元) 及其增速



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 12 三亚国际免税城营收及归母净利润占公司总营收、归母净利润比例



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

(1) 一期项目: 一期项目建筑面积 12 万平方米, 经营面积 7 万平方米 (原三亚市内免税店营业面积不足 1 万平方米), 其中 A 座主要以香化产品为主, 包括 Estee Lauder、DIOR、CHANEL、等品牌, B 座主要以精品为主, 包括 PRADA、Armani、TIFFANY、BVLGARI 等品牌。截至 2022Q1, 一期项目共经营 642 个品牌, 涵盖 30 类免税商品类别。

(2) 二期项目——河心岛: 二期项目建筑面积 6.5 万平方米, 主要以有税、餐饮为主, 包含 4 个主题区, 每个主题区包含若干商业及配套建筑单体, 4 个主题区从南往北依次为奇趣生活馆、国际创意荟萃、国际缤纷嘉年华、国际美食市集, 通过景观桥与一期项目相连。截至 2022Q1, 二期项目共经营 66 个品牌, 其中有 20 个是海南首店。

图表 13 三亚国际免税城一期项目外观



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 14 三亚国际免税城二期项目外观



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

图表 15 三亚国际免税城一期项目品牌分布

类别	品牌
A 区一层	
美妆/个人护理	Armani Beauty 阿玛尼美妆、A.H.C 爱和纯、BOBBI BROWN 芭比波朗、BURBERRY Beauty 博柏利彩妆、BIOTHERM 碧欧泉、benefit 贝玲妃、CLARINS 娇韵诗、CHANEL 香奈儿
精品	PANDORA 潘多拉、SWAROVSKI 施华洛世奇、Salvatore Ferragamo 菲拉格慕、TOUS 桃丝熊、TORY BURCH、Thom Browne、VERSACE 范思哲
A 区二层	
美妆/个人护理	Clé de Peau Beauté 肌肤之钥、Christian Louboutin 路铂廷美妆、CLARINS 娇韵诗、CLINIQUE 倩碧、DIOR 迪奥、DECORTE 黛珂、Avene 雅漾、Albion 澳尔滨、AHAVA、ARgENTUM 欧臻廷
时尚品牌	CUCCI、Qeelin、Cartier 卡地亚、RADO 雷达、TISSOT 天梭
A 区三层	
运动休闲装	BURBERRY 博柏利、COACH 蔻驰、KENZO、Lacoste、MOSCHINO、MaxMara 马克斯玛拉、MCM
B 区一层	
钟表/珠宝	Breitling 百年灵、Chopard 萧邦、Carl F.Bucherer 宝齐莱、Emile Chouriet 艾米龙、爱马仕腕表、BEIJING WATCH 北京表、Lola Rose、MIRISSTIME 美瑞时、TIANWANG 天王表、Jaeger-LeCoultre 积家、PIAGET 伯爵、Qeelin、Cartier 卡地亚、TASAKI 塔思琦、Boucheron 宝诗龙、Chopard 萧邦、De Beers 戴比尔斯、MESSIKA 梅西卡
精品	Armani Beauty 阿玛尼美妆、BURBERRY Beauty 博柏利彩妆、CHANEL 香奈儿、ACQUA DI PARMA 帕尔玛之水
B 区二层	
钟表/珠宝	IWC 万国表、LONGINES 浪琴、Montblanc 万宝龙、OMEGA 欧米茄、PANERAI 沛纳海、RADO 雷达、TISSOT 天梭、Ulysse Nardin 雅典表、APM MONACO、AGATHA 爱嘉莎、BURBERRY 博柏利
童装/玩具	KENZO KIDS、MIKIHOUSE、MOSCHINO KIDS、BURBERRY Kids 博柏利童装

资料来源：cdf 海南免税官方商城，华安证券研究所

(3) 一期项目二号地：一期项目二号地分为免税、高级酒店两部分，2021.3 开工建设，免税项目总建筑面积约 7.65 万平方米，预计 2023 年开始运营；酒店项目总建筑面积 9.6 万平方米，预计 2026 年竣工。项目建成后有望扩大现有三亚国际免税城营业面积，引进高端奢侈品牌，进一步提高公司免税业务的核心竞争力；同时与三亚国际免税城一期项目、河心岛项目有机融合，增强公司在海南市场的业务

协同效应, 进一步提升公司在海南省乃至全国、全球免税市场的综合竞争力。

图表 16 三亚国际免税城项目



图表 17 三亚国际免税城一期二号店规划图



资料来源: 百度地图, 华安证券研究所

资料来源: 三亚市自然资源和规划局, 华安证券研究所

海口国际免税城: 世界最大单体免税商业, 2022.10.28 对外营业, 有望驱动公司免税业务进一步增长。

(1) **地理位置优越:** 新海港客运枢纽年设计通过能力为旅客 2200 万人次, 建成后将成为全国规模最大、世界领先的客滚专用港口, 预计 2022 年底竣工投产。海口免税城项目西侧与新海港无缝对接, 东临城市主干道滨海大道, 距南港约 500m, 近海南环岛高铁, 是港口离岛游客必经之路, 有望承接庞大的港口离岛客流。同时海口国际免税城位于西海岸核心商圈, 20 分钟抵达海口核心生活圈, 半小时覆盖琼州海峡交通圈, 2 小时通达全岛, 能有效触达全岛旅游消费人群。

图表 18 海口国际免税城项目



图表 19 海口商圈分布图



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 20 海口国际免税城附近交通网



图表 21 海口国际免税城辐射图



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(2) 全球最大免税单体：本项目规划用地占地面积 32.4 万 m²，项目分为六宗地块，包含商业、住宅、商务设施、旅馆用地。其中免税板块位于地块五，建筑面积 25.58 万 m²，建成后将成为全球最大的免税单体，相比于三亚免税城扩容显著，已经有 800 多个国际、国内知名品牌入驻，有望进一步提高客单价。其他板块致力于以复合型的多元业态组合，打造亚洲旅游购物商业标杆项目，有望与免税业务形成协同作用。

图表 22 海口国际免税城效果图



图表 23 项目规划用地情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 24 项目定位

地块	建筑面积 (m ²)	规划	定位
地块一	107686	写字楼	承载港城产业的甲级写字楼
地块二	56976	公寓	乐活品质格调生活空间
地块三	104557	住宅	国际旅游中心特色型滨海品质居住空间
地块四	75559	酒店	陆港门户尊贵格调五星级酒店
地块五	255800	免税商业综合体	打造世界最大单体免税商业及旅游购物目的地
地块六	334010	商业街区	打造海南世界级度假型商业街区

资料来源：公司公告，华安证券研究所

1.2 机场免税：占据主要渠道，抗风险能力提升

占据主要国际旅客流量入口。2019 年国际旅客吞吐量 TOP20 的机场中，公司已经在其中 17 家设立进出境/进境/出境免税店，其中包括吞吐量在 2000 万人次以上的香港机场、浦东机场、首都机场和白云机场，能有效触达庞大的国际消费群体，形成规模效应。

图表 25 2019 年国际旅客吞吐量 TOP20 机场



资料来源：民航资源网，华安证券研究所

注：标灰机场公司未设立免税店

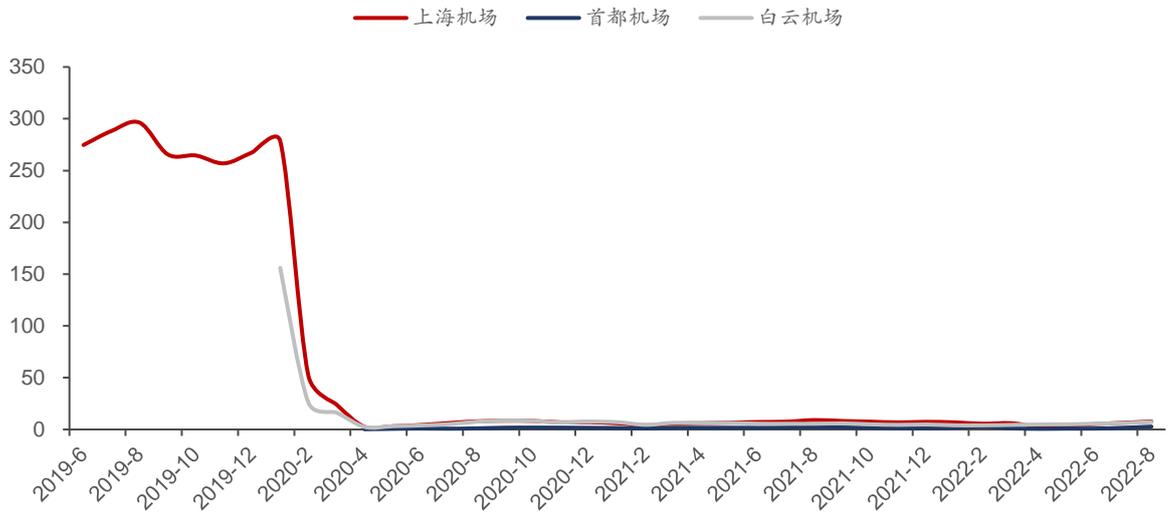
图表 26 重点机场中标情况

城市	机场	标段	经营面积 (m ²)	中标主体	经营期限
北京	首都机场	T2 进出境	3603	中免	2018-2025
		T3 进出境	11400	日上中国 (中免持股 51%)	
	大兴机场	烟酒、食品、香化、精品	5133	中免	2019-2029
上海	浦东机场	T1 进出境	3286	日上上海 (中免持股 51%)	2022-2025
		T2 进出境	4567		2019-2025
		S1 卫星厅出境	4678		启用日-2025
	虹桥机场	S2 卫星厅出境	4384		
广州	白云机场	T1 进出境	2088	中免	2019-2025
		T1 进境	400		2018-2024
		T2 进境	700		(可延期 3 年)
		T2 出境	3544		2018-2026 (延期 2 年)

资料来源：各机场公告，华安证券研究所

疫情影响国际客流，公司与上海、首都、白云机场补签协议减少租金成本。2020年疫情爆发后，机场国际客流量暴跌，叠加离岛免税政策放开，疫情加速消费回流，离岛免税放量增长，机场免税销售占比从2019年的64.6%下降到2022Q1的23.2%，公司对机场渠道的依赖性减弱，为了保证自身利润，先后与上海机场、首都机场、白云机场补签免税协议。

图表 27 上海、首都、白云机场国际旅客吞吐量情况 (万人次)



资料来源：各机场公告，华安证券研究所

上海机场：租金从“下有底，上无顶”转变为“下无底，上有顶”，抗风险能力显著提升。

原协议下，如果月实际销售提成 < 月保底销售提成，则以保底提成交付租金；反之，则以月实际销售提成为准，即“下有底，上无顶”，这种情况下对上海机场更为有利。

图表 28 公司与上海机场原协议收费标准

收费方式	合同期间	预计每年保底销售提成 (亿元)
月实际销售提成 < 月保底销售提成	2019	35.25
月实际销售提成 < 月保底销售提成	2020	41.58
月实际销售提成 ≥ 月保底销售提成	2021	45.59
月实际销售提成 ≥ 月保底销售提成	2022	62.88
分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.50%	(42.5%-12.5%×25%) /87.5%
百货		25%
	2023	68.59
	2024	74.64
	2025	81.48

资料来源：上海机场公告，华安证券研究所

注：除卫星厅外，其他区域规划使用月份数一般为 12 个月

新协议下，如果月实际国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80%，月实际销售

提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数;反之,月保底销售提成=当年保底销售提成÷12个月,即“下无底,上有顶”,这种情况下,对公司更为有利。

疫情影响国际客流导致机场免税收入大幅下降,原协议下,公司需要支付保底租金,成本相对刚性,会导致公司盈利能力大幅下降。新协议下,客流恢复不及预期时,租金成本会相应降低,在一定程度上缓解了成本压力,提高抗风险能力。

图表 29 公司与上海机场补充协议收费标准

月实际国际客流≤2019年月均实际国际客流×80%	月实际国际客流>2019年月均实际国际客流×80%
月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数	月保底销售提成=当年保底销售提成÷12个月
“人均贡献”参照2019年人均贡献水平设定为135.28元	其中,“当年保底销售提成”按如下顺序确定:
“客流调节系数”按月实际国际客流与2019年同月实际国际客流之比从低于30%至高于120%分别由高到低递减对应不同系数	(1)若当年实际国际客流(X)大于下表中当年度对应的客流区间最小值,则取当年度对应的年保底销售提成
“面积系数”按实际开业面积占免税场地总面积的比例从低于10%至高于70%分别由高到低递减对应不同系数,当实际开业面积占免税场地总面积的比例为0时,面积调节系数为0	(2)若当年实际国际客流(X)小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值,则取X所在区间对应的年保底销售提成额
	(3)若2022年以后(含)的年实际国际客流(X)在2019-2021年所对应的区间内,则对应年度的年保底销售提成的计算公式为:年保底销售提成=对应年度保底销售提成×(1+24.11%)

资料来源:上海机场公告,华安证券研究所

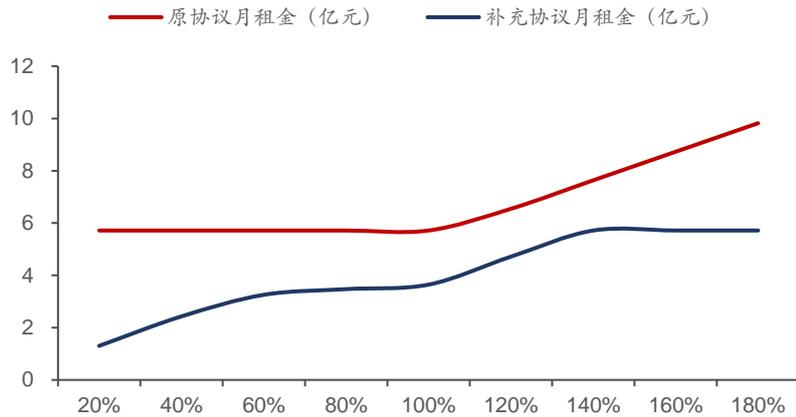
图表 30 公司与上海机场补充协议保底费用

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

资料来源:上海机场公告,华安证券研究所

以2023年客流恢复情况不同进行测算对比两种协议下租金水平的差异:原协议以2019年的上海机场免税客单价400元左右为基础计算,2023年国际客流量恢复到2019年的120%左右,月实际销售额会超过保底租金,之后租金水平会与销售额成比例提升;新协议下2023年国际客流量恢复到2019年的140%左右时,租金水平会达到保底租金,之后以保底租金为上界。国际客流恢复程度在20%~120%时,租金减免幅度随客流复苏程度逐渐收窄,之后又逐步扩大,月租金减免幅度在1.8~4.4亿元区间。

图表 31 2023 年国际客流相比于 2019 年不同恢复程度时，不同协议下租金水平测算



资料来源：上海机场公告，华安证券研究所

白云机场：与上海机场不同，公司与白云机场新协议中经营权转让费收取模式不变，即月保底经营权转让费（月保底销售额基数×合同约定提成比例）与月销售额提成额取其高，仅对原协议的月保底销售额进行调整，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数。2020~2022H1，新协议下公司应付白云机场租金成本 4.8 亿元，原协议下按保底租金需支付 12.2 亿元，可冲回 7.4 亿元。

图表 32 公司与白云机场补充协议收费标准

月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数} Y \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$	
月保底销售额基数 Y	以后年度当（上年度国际客流量÷2019 年国际客流量）<0.8 时，双方同意本年度的月保底销售额基数 Y 执行上年度的月保底销售额基数，不执行上述原协议中年保底销售额的递增条款 当（上年度国际客流量÷2019 年国际客流量）≥0.8 时，本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数 Y 作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款
月客流调节系数	月客流比例=白云机场当月实际国际客流量÷白云机场 2019 年月均国际客流量 月客流调节系数根据月客流比例进行调节，调节系数从 0-1 不等
月面积调节系数	当月实际开业店铺面积÷合同约定店铺总面积 当月面积调节系数不低于同月客流调节系数

资料来源：白云机场公告，华安证券研究所

图表 33 公司与白云机场补充协议收费标准

协议期间	T2 出境店保底租金	T1、T2 进境店保底租金	原协议下合计保底租金	新协议下实际租金	可冲回租金
2020	1.5	3.2	4.7	3.0	1.7
2021	1.6	3.3	4.9	1.2	3.7
2022H1	0.8	1.8	2.6	0.6	2.0
合计			12.2	4.8	7.4

资料来源：白云机场公告，华安证券研究所

1.3 市内免税：提前布局，蓄力发展

政策逐步放开，市内免税迎来发展新机遇。2020.3《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》出台，鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。2020~2021 上海、北京、深圳、广州等地相继出台市内免税店支持政策，推进市内免税店布局。市内免税能够对机场免税形成有效补充，提高消费体验，参照韩国发展经验，2009~2019 在政策支持以及旅游业发展的推动下，免税销售额快速增长，CAGR 达 21.5%，且市内免税规模占比约 90%。随着后续市内免税政策进一步落实，我国市内免税市场有望释放巨大潜力。

图表 34 市内免税政策

时间	发布部门	政策文件	重要内容
2020.3	财政部、商务部、海关总署、税务总局	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020.4	上海市人民政府	关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施	支持免税品经营企业增设市内免税店。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场。加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。
2020.9	国务院	深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021.3		中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021.3	广州市推进粤港澳大湾区建设领导小组	粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案	在广州北站商务区（T4 航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。
2021.3	陕西省商务厅、发改委	陕西省商务发展“十四五”规划	加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接。
2021.7	深圳市人民政府	关于促进消费扩容提质创造消费新需求的行动方案（2021—2023 年）	推动免税消费扩围提速。探索建立大湾区国际免税城，推动设立市内免税店，积极争取放宽服务对象、提升免税购物额度等免税政策，支持出境免税店经营国产品实行退（免）税政策，鼓励老字号产品进入免税店，打造服务湾区、辐射全球的国际高端商品和国内精品展销平台。

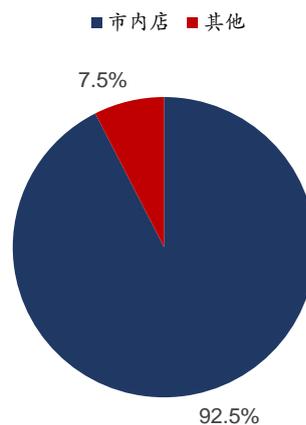
资料来源：各省人民政府，国务院，财政部，商务部，海关总署，税务总局，华安证券研究所

图表 35 韩国免税市场规模



资料来源: KDFA, 华安证券研究所

图表 36 韩国市内免税店销售占比



资料来源: KDFA, 华安证券研究所

先发布局市内免税店, 收购港中旅补充回国补购型市内免税店。2019.5 公司恢复设立市内免税店, 青岛、厦门、大连、北京市内免税店相继开业, 8 月上海市内免税店实现开业, 2021 年公司收购港中旅, 补充回国补购型市内免税店, 全方位提升了出境的外籍和港澳台籍旅客的免税购物体验。公司持续加码布局, 后续有望在武汉、天津、成都、福州核心商圈落地市内免税店, 为政策进一步放开奠基。

图表 37 市内免税店布局

城市	地理位置	开业时间	营业面积 (m ²)	经营品类
青岛	青岛市市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层	2019.5	355	香水化妆品以及太阳镜、手表等, 包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际一线品牌
厦门	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	2019.5	331	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包
大连	大连市沙河区口新星·星海中心	2019.5	500	化妆品、香水、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电
北京	北京市朝阳区朝阳公园路6号蓝色港湾 F2	2019.5	513	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类, 引进包括雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、资生堂等国际知名品牌
上海	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅	2019.8	874.4	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包

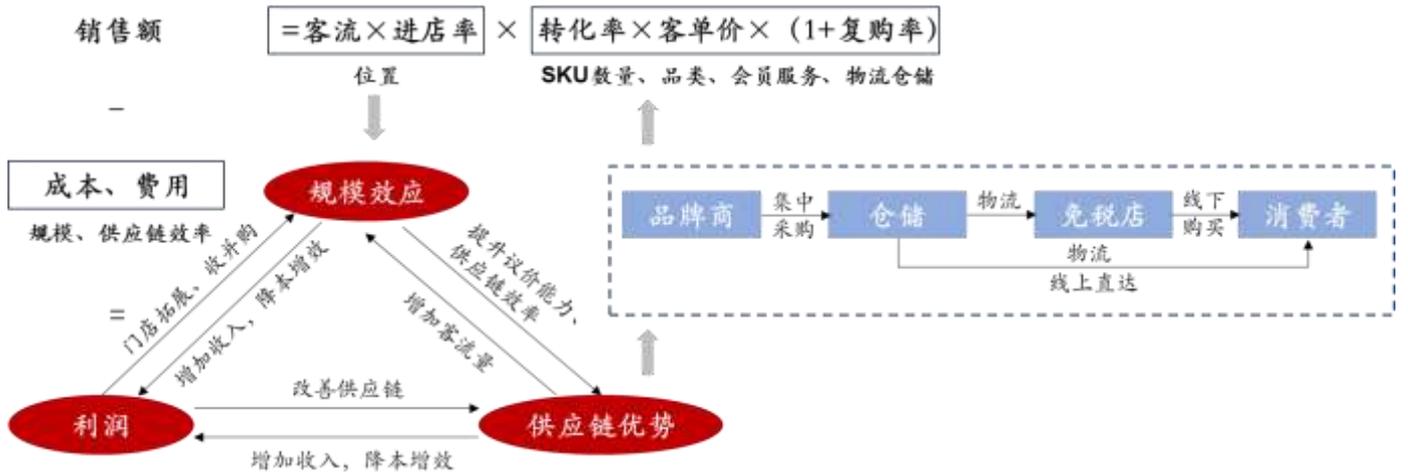
资料来源: 公司公众号, 华安证券研究所

2 规模效应筑核心壁垒, 正反馈下强者恒强

先发优势形成规模效应, 正反馈下夯实核心竞争力。核心地理位置具有稀缺性和独占性, 根据第 1 章介绍, 公司凭借全牌照先发优势多渠道提前布局核心地理位置, 卡位流量入口, 通过高效的转化将庞大的客流量转化成销售收入形成规模效应,

进而提升了供应链优势：(1) 提升了与品牌商的议价能力，同时吸引更多品牌入驻，进而增加 SKU 数量、品类；(2) 完善仓储物流建设，提高运营效率；(3) 优化会员服务，提升消费黏性。规模效应和供应链效率提升助力公司降本增效，进而提升盈利能力，利润不断增加。利润水平的提升进一步促进拓展门店、收并购提升规模效应，夯实供应链优势，铸造核心竞争力。

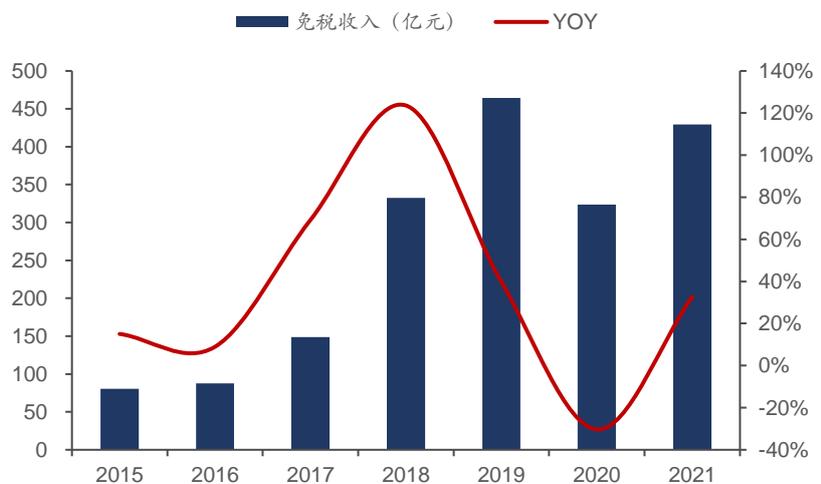
图表 38 核心竞争优势



资料来源：公司公告，华安证券研究所

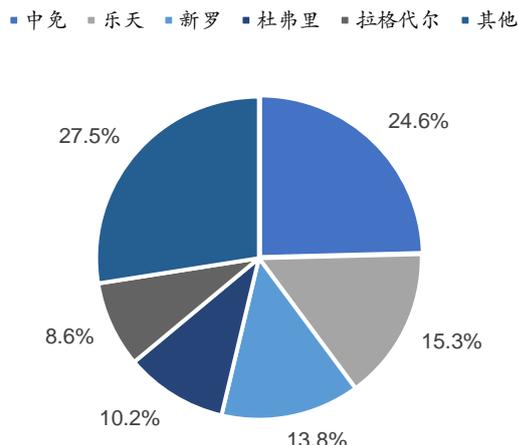
2015~2021 公司免税业务营收 CAGR 达到 32.2%，其中 2017~2018 增速分别为 69.2%、123.6%，主要由于收购日上中国、日上上海。2020 年由于疫情影响，机场业务营收下降，离岛免税政策放开，离岛免税业务成为公司新的增长点。2021 年公司在全球免税市场销售额占比为 27.5%，位居全球第一，在全国免税市场销售额占比 86%，优势显著。公司凭借先发优势，加速布局离岛免税业务，拓展门店的同时，不断优化供应链体系，巩固竞争优势。

图表 39 免税业务营收及增速



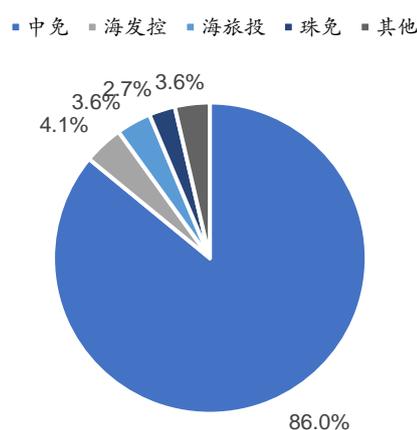
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 40 全球免税市场份额 (2021 年)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

图表 41 国内免税市场份额 (2021 年)



资料来源：弗若斯特沙利文，华安证券研究所

2.1 规模效应下自采为主，具有数量和价格优势

采用直采模式，品牌数量、价格折扣方面均领先国内其他免税商。相比于国内其他免税商大多通过国际免税商进行采购，公司凭借先发优势建立了规模效应，与品牌商建立了长期的合作关系，采用直采模式，更具优势：

图表 42 主要免税商采购方式对比

免税店	免税商	采购方式	重要合作方
三亚国际免税城	中免	直采	拉格代尔
三亚海旅免税城	海旅投	中间商采购	DFS、拉格代尔
三亚国际免税购物公园	中出服	直采、中间商采购	拉格代尔
全球精品（海口）免税城	海发控	中间商采购	Dufry
海口观澜湖免税购物城	深免	直采、中间商采购	DFS

资料来源：DFE，华安证券研究所

图表 43 主要供应商情况

供应商	主营业务	采购的产品	采购成本占比	合作年份
供应商 B	香水及化妆品制造商	香水及化妆品	28.60%	2005
供应商 D	香水及化妆品制造商	香水及化妆品	12.90%	2005
供应商 E	香水、化妆品、时装、配饰及酒类产品制造商	香水、化妆品、时尚品及配饰	6.40%	2005
供应商 G	香水及化妆品制造商	化妆品	6.20%	2019
供应商 H	时尚品及配饰制造商	腕表及珠宝	6.20%	2005

资料来源：公司公告，华安证券研究所

(1) **品牌数量及品类**：相比于一般贸易模式，免税渠道可以免去香化、烟酒、手表、珠宝配饰等奢侈品高比例进口税负，在价格端更具优势，因此香化、烟酒、时尚配饰等奢侈品类成为免税渠道的主流。公司通过品牌方直采，进一步保证产品品质，更具竞争优势。根据麦肯锡预计，2020~2025 年中国奢侈品市场 CAGR 可达

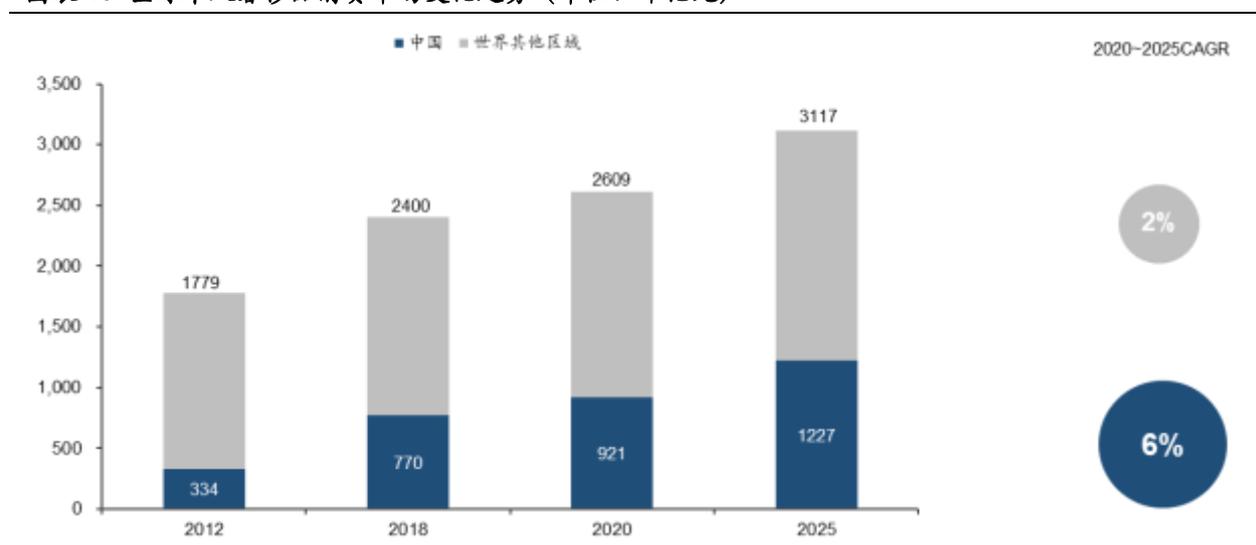
6% (世界其他区域 CAGR 为 2%)，2025 年奢侈品市场规模超 1.2 万亿元。疫情影响叠加政策放开，消费加速回流，公司有望分享奢侈品市场增长红利。

图表 44 一般贸易模式下各品类进口税率情况

品类	关税	消费税	增值税	税负比例
香水及花露水	3%	15%	13%	37%
美容品或化妆品及护肤品	1%~5%	15%	13%	34%~40%
雪茄烟及卷烟	25%	36%~56%	13%	121%~221%
高档手表	8%~15%	20%	13%	53%~62%
珠宝首饰	8%~10%	5%~10%	13%	28%~38%
箱包	6%~10%	-	13%	20~24%
酒	5%~65%	10%~20%	13%	32%~133%

资料来源：国家税务总局，国务院公报，国务院关税税则委员会，华安证券研究所

图表 45 全球个人奢侈品消费市场变化趋势 (单位：十亿元)

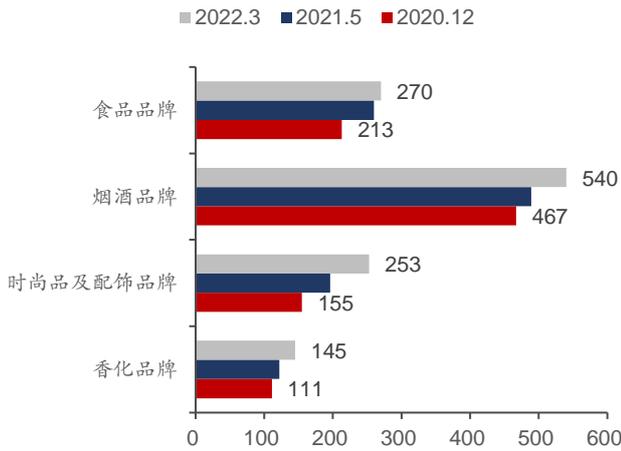


资料来源：麦肯锡，华安证券研究所

注：中国奢侈品消费市场规模包括国内及国外消费

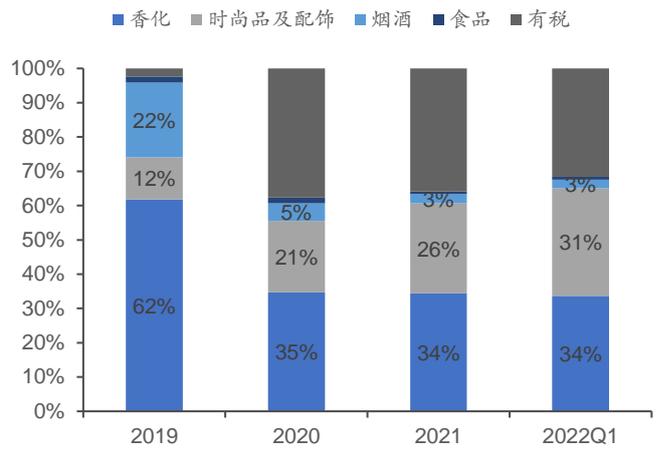
2019 年公司以香化和烟酒品类为主，2020 年疫情影响机场客流大幅下降，以机场免税店为主要渠道的烟酒品类收入占比从 2019 年的 22% 下降为 5%。2020 年离岛免税政策放开，个人免税额度从 3 万元/年提升至 10 万元/年，消费者对价格更高的时尚品及配饰需求增多，公司加快引进该品类，2020.12~2022.3，时尚品及配饰品牌数量从 155 个提升至 253 个，2019~2022Q1 时尚品及配饰收入占比从 12% 提升至 31%。

图表 46 各品类品牌数量变化



资料来源：公司公告，华安证券研究所

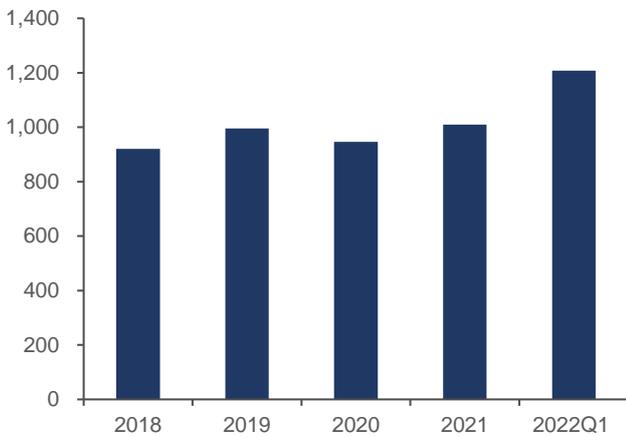
图表 47 各品类收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

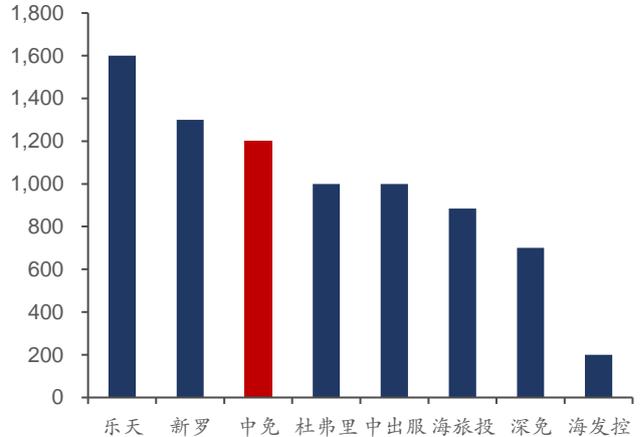
截至 2022Q1 公司品牌数达到 1208 个，远高于国内其他免税商，处于国际免税商第一梯队。由于现有离岛免税店经营趋于饱和，品牌引进与旅客接待出现瓶颈，根据 1.1 中介绍，海口国际免税城预计 2022.10.28 开业，三亚国际免税城正在拓展，公司有望进一步引进顶奢品牌，提升采购端优势。

图表 48 公司合作品牌数量 (个) 变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

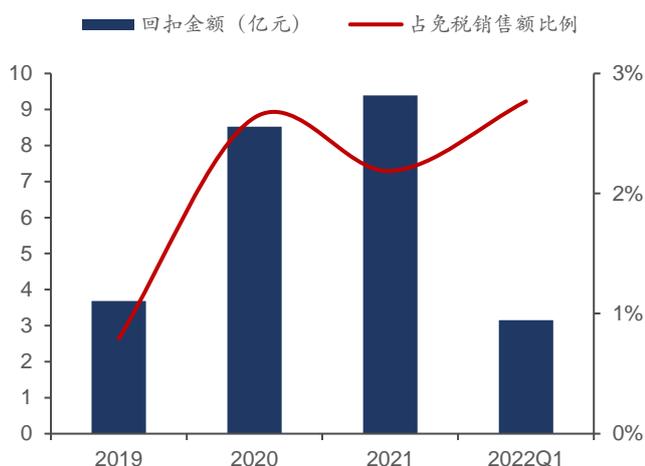
图表 49 国内外免税商品品牌数量 (个) 对比 (截至 2022Q1)



资料来源：各公司官网，华安证券研究所

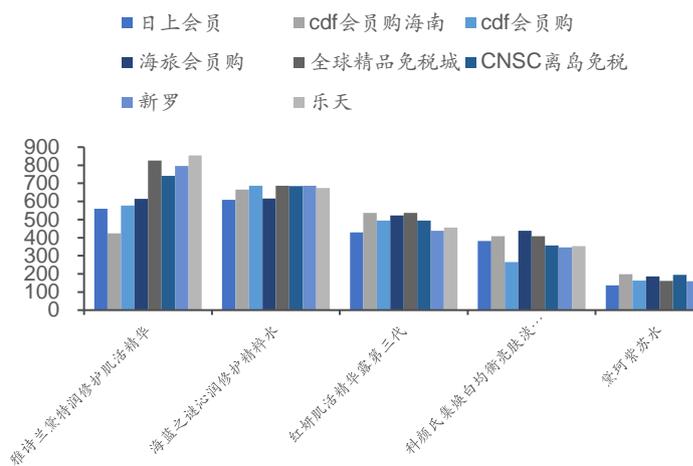
(2) 价格：2020 年疫情影响下，全球免税业务经营承压，国内离岛免税政策放开，公司凭借先发优势以及规模效应，迅速发展，免税销售额跃居全球第一，对供应商议价能力进一步提高，2019~2021 年供应商回扣从 3.68 亿元提升至 9.39 亿元，2019~2022Q1 供应商回扣占免税销售额比例从 0.79% 提升至 2.77%。品牌价格折扣也显著优于国内其他免税商。

图表 50 供应商回扣 (亿元)



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 51 各免税平台热门美妆品价格对比



资料来源：杰西卡的秘密，华安证券研究所

2.2 仓储物流体系趋于完善，数字化提升供应链效率

公司拥有中国唯一覆盖全国的免税物流配送体系。公司在大连、青岛、上海、深圳、三亚、香港和北京设立了覆盖全国的 7 大海关监管物流中心，在海口建设了现代化“保免一体”的物流配送中心——中免海南国际物流中心项目，其中一期项目用地，总建筑面积 6.03 万平方米，已经投入使用；二期与一期紧邻，总建筑面积为 4.53 万平方米，正在建设中。该项目有望提高物流配送效率，解决畅销品缺货问题，进一步提升客户体验，增强公司在离岛免税中的竞争力。

图表 52 中免海南国际物流中心

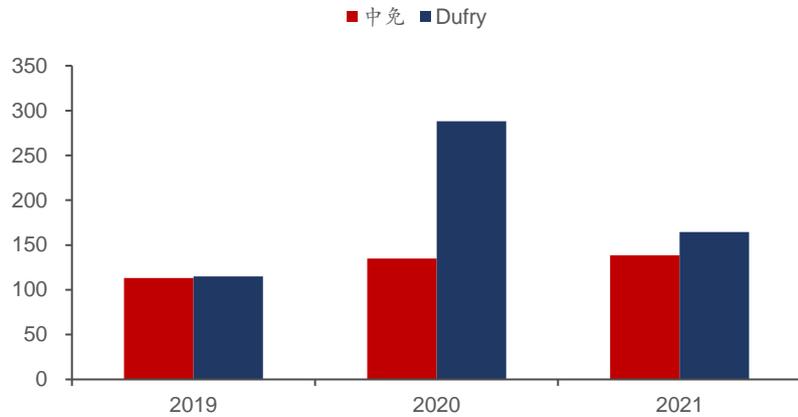


资料来源：上海建工公众号，华安证券研究所

引进数字化库存管理系统，提升效率。公司引进数字化仓库管理系统密切监控供应链中货物的动向，智能规划最佳物流路线，不断缩短将货品运至零售店以及从仓库运输到机场的时间，2021 年公司存货周转天数在全球头部旅游零售商中处于领先水平。此外，公司在门店使用大数据分析的自动化库存监控和补货系统，不仅能

及时补充库存，而且能迅速响应市场趋势的变化和消费者的喜好，精确匹配消费需求，改善消费体验。

图表 53 库存周转天数对比

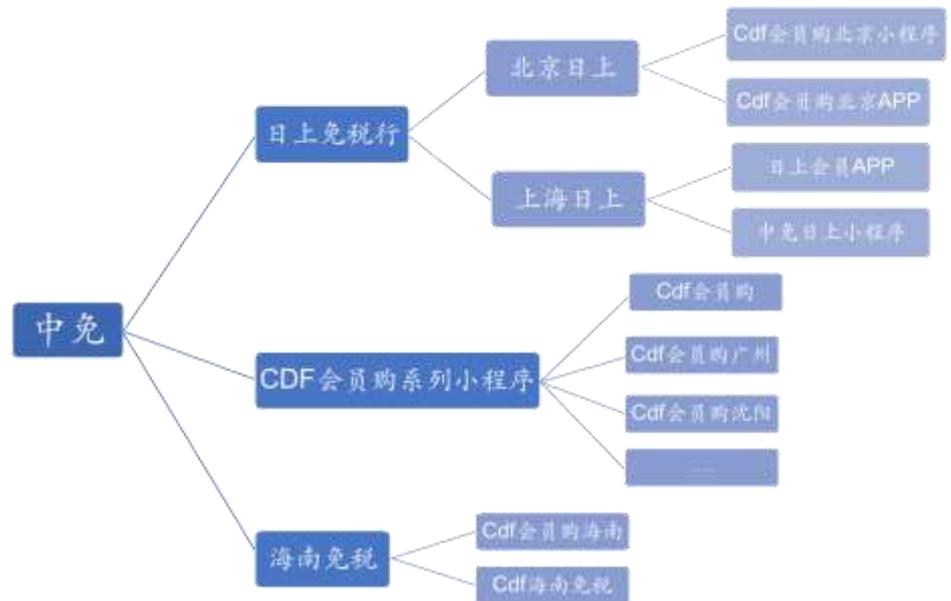


资料来源：各公司公告，华安证券研究所

2.3 加快线上渠道布局，整合会员体系

疫情加速线上平台建设，推动线上一体化运营。2019 年公司成立新零售事业部，推动重点机场线上预订业务，北京、上海、杭州、海南等免税店已形成线上线下一体化销售模式。2020 年疫情促使公司加速搭建并完善“cdf 会员购”等多个线上平台，弥补因出行限制所导致的线下传统业务下降，2020~2021 年公司线上业务分别实现营收 246、319 (+29.7%) 亿元。疫情改变消费习惯，疫情后有望维持，公司积极试点并有序推进线上一体化平台建设，保障线上业务持续做大做强。

图表 54 线上平台布局



资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 55 主要线上平台对比

平台	运营模式	购买资格	购物程序	购物限额
CDF 会员购小程序	跨境电商	需要邀请码才可注册会员进行购买	深圳前海保税仓发货, 京东物流快递到家;	单笔交易限值人民币 5000 元, 年度交易限值为 26000 元
中免日上小程序	一般贸易	无购买门槛	从上海(日上保税仓)发货的系统随机发顺丰或韵达快递; 从海南澄迈保税仓发货的系统随机发京东或邮政 EMS	最低消费门槛 300
cdf 会员购海南商城小程序	一般贸易	需要验证 180 天内的海南行程	海口保税区发货; EMS 或京东随机派送;	无额度限制, 但部分商品有购买件数限制
cdf 会员购北京小程序	跨境电商	需要邀请码才可以注册为会员购买	北京保税仓发货; 顺丰或 EMS 随机派送;	个人年度交易限制为人民币 26000 元, 每单订购限额为 5000 元, 同款单品限购 8 个; 若订购单价商品 5000 元以上, 则每人每次限购 1 件

资料来源: 各小程序, 华安证券研究所

搭建统一大会员平台, 深挖会员价值。2021.2 公司完成了集中式 CRM 系统的部署, 进一步整合了大会员系统, 建立了线上线下、国内国外互联互通的中免会员一体化平台, 实现了权益互通共享。大会员体系包含大数据分析及人工智能技术, 使公司能有效地分析和洞察消费者偏好, 并及时评估市场趋势, 提高会员服务水平, 拉动消费和复购率, 2021 年会员销售占比达到 87% (+35pct)。截至 2022H1, 注册会员数超过 2200 万, 2019~2021CAGR 达到 311%。

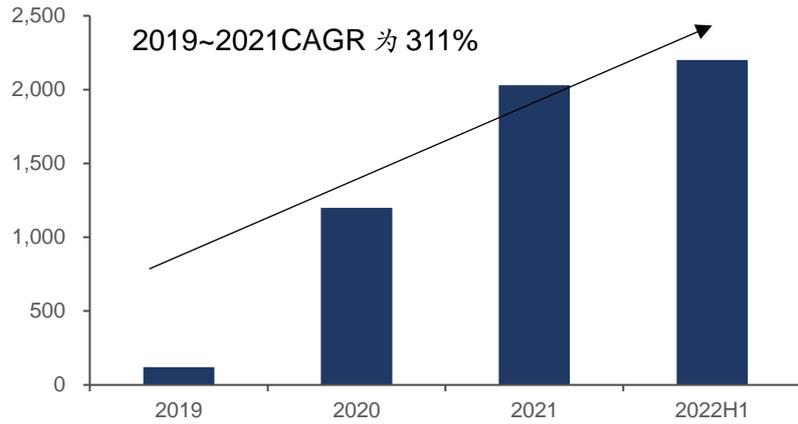
图表 56 会员权益

会员等级	升级要求	会员权益
普通会员	免费注册	1 倍积分; 生日享双倍积分
银卡会员	3 个自然年内消费满 5 千元	1.2 倍积分; 生日享双倍积分
金卡会员	3 个自然年内消费满 1 万元	1.5 倍积分; 生日享双倍积分
铂金 VIP	3 个自然年内消费满 5 万元	2 倍积分; 生日享双倍积分; 快速结账、专用客户服务线、专属接待厅、专属机场接送 (每年两次)
钻石 VIP	3 个自然年内消费满 10 万元	2 倍积分; 生日享双倍积分; 快速结账、专用客户服务线、专属接待厅、私人购物伴侣、专属机场接送 (每年五次)

资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

注: 30 元 1 积分, 1 积分抵扣 1 元, 有效期 3 年

图表 57 会员数量增长



资料来源：公司公告，华安证券研究所

2.4 借鉴香港经验，封关后竞争优势仍存

2020.6《海南自由贸易港建设总体方案》推出，确定了海南岛 2025 年封关，建设自贸港。根据海南省常务副省长沈丹阳 2022.4.20 在博鳌亚洲论坛年会上表态，“海南自贸港封关运作不是像香港、新加坡一样，自贸港封关运作主要是对货物、运输工具和行邮物品施行‘一线放开、二线管住’的管理制度和监管制度。”我们认为，以往国内免税政策的放开采用渐进的方式，避免产生过度冲击，海南岛封关之后可能会适当放开牌照限制，但牌照优势仍存。

图表 58 自贸港建设制度设计

制度设计	具体内容
“一线”放开	在海南自由贸易港与中华人民共和国关境外其他国家和地区之间设立“一线”。制定海南自由贸易港进口征税商品目录，目录外货物进入自由贸易港免征进口关税
“二线”管住	在海南自由贸易港与中华人民共和国关境内的其他地区之间设立“二线”。货物从海南自由贸易港进入内地，原则上按进口规定办理相关手续，照章征收关税和进口环节税
零关税	全岛封关运作前，对部分进口商品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。全岛封关运作、简并税制后，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
低税率	对在海南自由贸易港实质经营的企业，实行企业所得税优惠税率。对符合条件的个人，实行个人所得税优惠税率
简税制	改革税种制度，降低间接税比例

资料来源：《海南自由贸易港建设总体方案》，华安证券研究所

极端情况来看，海南岛会在封关之后一定时间内实施全岛免税，免税商与零售商充分竞争，参照香港发展经验，占据核心地理位置、提供丰富品类、优质服务的大型零售商更具竞争优势。公司凭借全牌照先发优势已经建立了规模效应和一定的供应链壁垒，2022.8 公司赴港上市，募集 158.9 亿港元用于扩充规模、改善供应链，正反馈效应下，竞争壁垒有望进一步加深，为后续全面竞争奠基。

图表 59 香港零售商情况对比

类型	零售商	门店位置	产品品类	经营方式	服务	2018 年营收
大型购物中心	海港城	尖沙咀，香港最大的购物中心，集购物、美食、娱乐、景观于一身，在维多利亚港海旁，年客流量超过 8 千万人次	时装、皮革、珠宝等	地租模式	自动柜员机、港铁特惠站、婴儿护理间等	销售额 373 亿港元，较香港零售销售平均增幅高出近 15pct，占香港零售销售总额 7.7%
	崇光百货	铜锣湾店、尖沙咀店	化妆品、首饰、服务、箱包、餐饮等	直采、特许经营	购物礼券、免费泊车、中银崇光 visa 卡、免费送货服务、结婚贺礼精选服务	117.08 亿港元
小型连锁零售	莎莎	香港、澳门有 85 家门店	香化	自有品牌、代理国际品牌	/	85.76 亿港元
	卓悦	香港、澳门有 20 家门店	香化	自有品牌、代理国际品牌	/	17.93 亿港元

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

图表 60 募集资金用途

募集资金用途	具体内容	资金占比
巩固国内渠道	投资主要机场的约八间免税店：在主要机场发展新店，尤其是在其翻新、采购及运营方面，为特许期临近结束的机场门店重续特许经营权	3.0%
	投资约 20 间其他口岸免税店	0.7%
	投资约 20 间有税旅游零售项目，包括机场及其他主要交通枢纽的有税店	3.7%
	投资市内免税：（1）约 7.5% 用于约 11 家市内免税店的翻新、采购及运营；（2）约 26.3% 用于扩建海口国际免税城，包括建设更多购物设施及酒店；（3）约 7.5% 用于进一步扩建三亚国际免税城	41.3%
拓展海外渠道	开设约六间海外市内免税店。	8.2%
	扩展海外口岸免税店	4.5%
	扩展约六间的邮轮免税店	2.2%
	选择性地收购两至三间海外旅游零售运营商	7.5%
改善供应链效率	开发深圳前海及三亚海棠湾物流中心	6.7%
	升级现有供应链	1.5%
	巩固上游采购体系：（1）收购或投资上游品牌；（2）优化海外产品采购组合；（3）招聘或培训专业采购人员	5.2%
升级信息技术系统	通过整合线上和线下业务平台、开发智能商品采购与管理系统以及完善集中式 CRM 系统，升级信息技术系统	1.1%
		1.5%

招聘及培训信息技术人才	0.4%	
市场推广和进一步完善	2.2%	3.7%
会员体系	1.5%	
补充流动资金及其他一般公司用途		10.0%

资料来源：各公司公告，华安证券研究所

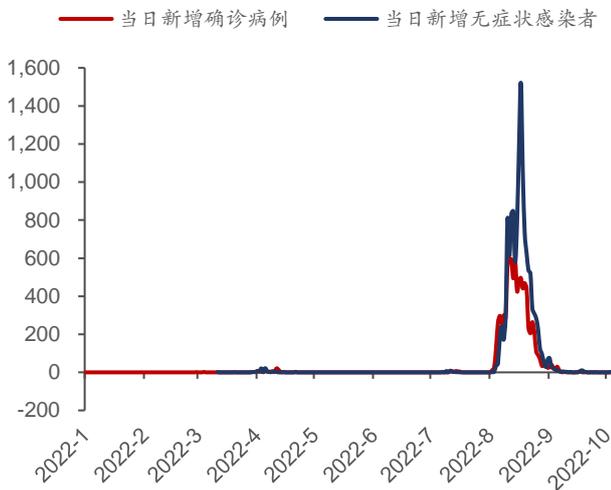
3 免税龙头持续深耕，未来可期

3.1 离岛免税持续释放潜力，机场免税静待花开

3.1.1 三亚海棠湾筑基，海口国际免税城打造新的增长点

疫情反复影响客流，多措并举激发活力。2022.8 海南省爆发疫情，隔离管控措施加强，过夜旅客人数 123 万人次，同比下降 53.7%，线下门店暂停营业，对经营造成一定影响。9 月底疫情得到有效控制，线下门店全面恢复营业，客流逐步恢复，但明显不及疫情前，海南省通过发放免税/旅游消费券、旅游景点/酒店折扣优惠等方式吸引客流，助力免税市场复苏。公司推出多倍积分、满减满赠、限时闪购、独家套组等活动刺激免税消费。10 月 1 日至 7 日海南离岛免税购物日均销售额超 1.5 亿元，(2020~2021 分别为 1.4 亿元、2.3 亿元)，免税消费逐步回暖。

图表 61 海南省每日新增确诊病例及无症状感染者人数



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 62 海南省 2022 过夜游客人数变化



资料来源：海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

图表 63 海南多措并举激发离岛免税活力

类型	主体	内容
热门景点	长影环球 100 奇幻乐园	国庆假期，58 元单人首道票带你解锁长影环球 100 奇幻乐园，套餐内包含中国长影电影博物馆、皇家转马、恐龙庄园
	三亚大小洞天旅游区	10 月 1 日起，三亚大小洞天旅游区正式对国内外游客免费开放。

酒店	海花岛	9月24日至10月底,海花岛推出系列国庆“惠”玩活动,包括住酒店送乐园双人门票;海洋乐园、水上王国买一园赠一园门票;三人同行一人免单;水上王国+海洋乐园+五国温泉城套票等特惠活动
	黎峒文化园	凡是在抖音、微信视频号、微信公众号、小红书、美篇、微博关注五指山黎峒文化园官方账号,点赞+转发+评论最新一个视频,凭任意官方平台的截图可免门票,畅游黎峒文化园
	海口希尔顿酒店	国庆期间,特提供国庆希游感恩300元福袋产品,享希尔顿客房(大/双床)1间1晚可延迟退房至下午3点,享33层云端海景餐厅双人自助早餐,享3888元cdf免税代金券及免税店定点穿梭巴士,享精美旅拍送5张电子券,需提前一天预约
	海口鲁能希尔顿酒店	9月30日-10月6日期间,提供299元“乐享国庆·欢游海口”专属福利套餐,享受酒店豪华海景房一晚含2大2小自助早餐、户外天幕双人下午茶、东海岸游园会亲子活动、3888元免税代金券、Microcard Beat旅拍等。仅需188元,即可享受户外花园特色BBQ烧烤海鲜自助晚餐
	海口观澜湖度假酒店	2022年9月30日至10月6日期间,提供豪华客房温泉度假套餐,仅需300元/套
	消费券	省外
省内		海口市、三亚市发放7000万元离岛免税、餐饮、零售等消费券,儋州、琼海、文昌、万宁、澄迈发放共2000万元餐饮、零售消费券,省级统筹发放1000万元数字人民币家电消费券

资料来源:海南发布,华安证券研究所

图表 64 公司促销活动措施



资料来源: cdf 海南会员购, 华安证券研究所

三亚国际免税城收入测算: 随着疫情恢复以及多种措施刺激下,赴岛旅客人数及免税销售额有望逐步恢复。三亚国际免税城一期二号地(总建筑面积约7.65万平方米)预计2023年对外营业,经营面积大幅增加,有望引进顶奢品牌,从而进一步提升客单价、转化率,预计2022~2024免税收入分别为316.28、414.78、484.71

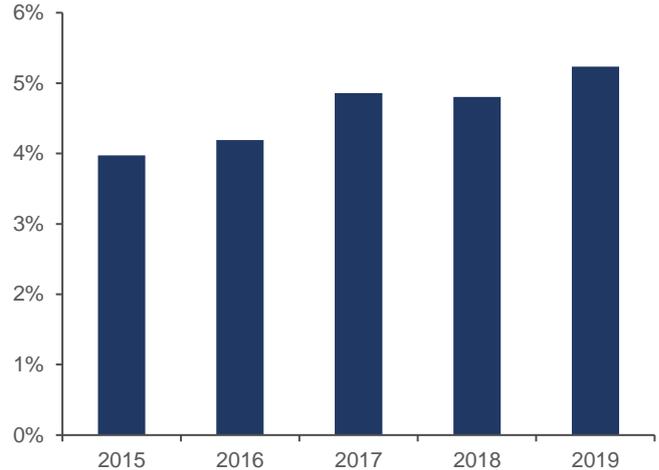
亿元。

三亚凤凰机场免税店收入测算：三亚凤凰机场免税店首期面积约 800 m²，入驻有雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、SK-II、资生堂、兰蔻、圣罗兰等国际一线免税品牌，涵盖香化、箱包、手表、珠宝手饰和酒类等品类，2020.12.20 对外营业。三亚凤凰机场免税店采用“即购即提”的模式，使得机场离岛游客购物更加便捷。参照美兰机场免税店 2015~2019 的转化率、客单价，同时考虑 2020 年政策进一步放开影响，预计 2022~2024 三亚凤凰机场免税店收入分别为 6.83、10.75、14.84 亿元。

图表 65 美兰机场免税店客单价



图表 66 美兰机场免税店转化率



资料来源：美兰空港公告，华安证券研究所

资料来源：美兰空港公告，华安证券研究所

注：T1 经营面积 8631 m²，T2 经营面积 9313 m² (2021.12 开业)

图表 67 三亚市内店集团收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
三亚国际免税城收入 (亿元)	104.65	213.16	348.11	316.28	414.78	484.71
YOY	30.93%	103.69%	63.31%	-9.14%	31.14%	16.86%
三亚接待过夜游客 (万人次)	2294	1714	2162	1838	2205	2426
YOY	9.27%	-25.27%	19.69%	-15.00%	20.00%	10.00%
购物人数 (万人次)	217	240	350	309	375	417
转化率	9.46%	14.00%	16.19%	16.80%	17.00%	17.20%
客单价 (元)	4823	8882	9946	10244	11064	11617
YOY	9.27%	-25.27%	19.69%	3.00%	8.00%	5.00%
三亚凤凰机场收入 (亿元)			6.98	6.83	10.75	14.84
YOY				-2.08%	57.30%	38.00%
旅客吞吐量	2016	1541	1663	1330	1730	1937
YOY	0.62%	-23.56%	7.90%	-20.00%	30.00%	12.00%
购物人数 (万人次)			41.6	39.9	57.1	73.6
转化率			2.50%	3.00%	3.30%	3.80%
客单价 (元)			1679	1712	1884	2016
YOY				2.00%	10.00%	7.00%

中免智慧零售 (线上) 收入 (亿元)				40.00	45.00	49.00
YOY					12.50%	8.89%
三亚市内店集团营收 (亿元)	104.65	213.16	355.09	363.12	470.54	548.55
YOY	30.65%	103.69%	66.58%	2.26%	29.58%	16.58%

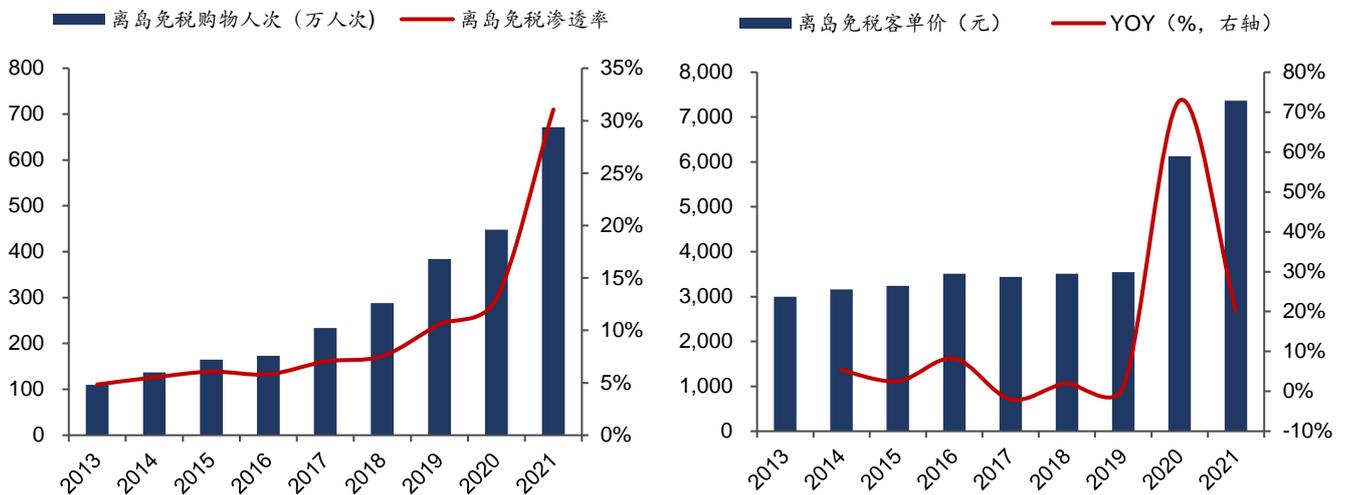
资料来源: 公司公告, 海南省旅游和文化广电体育厅, 华安证券研究所

注: 线上业务由海免转移到中免 (海南) 智慧零售科技有限公司

海口国际免税城收入测算: 海口国际免税城建筑面积约为三亚国际免税城的 2 倍, 已有超过 800 个国际国内知名品牌入驻, 拥有众多填补国内空白的“首店”、“独家”品牌, 2022.10.28 对外营业。海口国际免税城毗邻新海港, 有望承接庞大客流量, 参考海南省免税客单价及转化率, 考虑新店爬坡期, 预计 2022~2024 免税收入分别为 48.36、137.24、308.54 亿元。

图表 68 2013~2021 海南省免税购物人次及渗透率

图表 69 2013~2021 海南省免税客单价



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

渗透率=购物人次/(三亚+海口过夜旅客人数)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 70 海口国际免税城收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
免税收入 (亿元)				48.36	137.24	308.54
YOY					183.75%	124.83%
海口接待过夜游客 (万人次)	1718	1340	1685	1382	1568	1804
YOY	3.10%	-23.30%	21.50%	-18.00%	13.50%	15.00%
购物人数 (万人次)				69	157	307
转化率				5.00%	10.00%	17.00%
客单价 (元)				7000	8750	10063
YOY					25.00%	15.00%

资料来源: 公司公告, 海南省旅游和文化广电体育厅, 华安证券研究所

海免旗下免税店收入测算:

(1) **美兰机场免税店收入测算**: 2021.12.2 美兰机场二期正式投运, 设计旅客吞吐量由 1500 万人次增加到 4500 万人次, 新增免税面积 9313 m², 引入名士表、萧邦、爱马仕等多家国际奢侈品牌, 疫情好转后, 客运量、转化率、客单价有望进一步提升, 我们预计 2022~2024 美兰机场免税店收入分别为 33.24、43.66、48.67 亿元。

(2) **海口日月广场免税店收入测算**: 海口日月广场免税店位于海口市 CBD 核心区域, 一期/二期项目分别于 2019.1.19/2019.6.1 开业, 合计经营面积 2.2 万 m²。一期项目引进了 Estée Lauder、Lancôme、Shiseido、SK-II 等近两百个国际知名品牌, 二期项目进一步吸引了 Burberry、Valentino、Alexander McQueen、Tod's、Chloé 等国际大牌在内的众多国际时尚品牌强势入驻。考虑到海口日月广场店毗邻海发控旗下全球精品免税城 (同位于日月广场), 竞争较为激烈, 叠加 2022.10.28 海口国际免税城开业会起到一定分流作用, 我们预计 2022~2024 海口日月广场免税店收入分别为 50.68、73.08、97.07 亿元。

(3) **琼海博鳌免税店收入测算**: 琼海博鳌免税店位于琼海市博鳌亚洲论坛景区内, 经营面积 4200 m², 主要客流来自景区游客。考虑到琼海客流量远低于三亚、海口, 我们预计 2022~2024 琼海博鳌免税店收入分别为 5.10、6.12、6.73 亿元。

图表 71 海口日月广场免税店与全球精品免税城对比

免税店	经营面积	位置	开业时间	品牌种类	品牌分布
海口日月广场	经营面积 2.2 万 m ² , 其中一期 1.3 万 m ² , 二期 9000 m ²	双子座 1、2 层和射手座 L 层	一期射手座 L 层 2019.1.19 二期双子座 1-2 层 2019.6.1	300+	射手座 L 层: 香化、箱包、手表、首饰及食品等 双子座 1-2 层: 香化、服装等
全球精品(海口)免税城	总建筑面积 3.89 万 m ² , 首期开业面积 3000 m ² , 二期开业面积 27780 m ²	水瓶座 1-3 层及摩羯座 1-2 层	首期摩羯座首层 2021.1.31 二期水瓶座 1-3 层 2021.8.30 三期摩羯座 1-2 层重奢品牌店筹建中	近 300	摩羯座首层: 香化、酒水、太阳眼镜及时尚腕表等 水瓶座 1-3 层: 香化、精品、数码以及部分重奢等

资料来源: 海口日月广场官微, 华安证券研究所

图表 72 海口日月广场免税店与全球精品免税城位置



资料来源：海口日月广场官微，华安证券研究所

图表 73 海免收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
美兰机场免税店收入 (亿元)	23.11	28.16	38.23	33.24	43.66	48.67
YOY	9.13%	21.82%	35.76%	-13.05%	31.36%	11.47%
美兰机场旅客吞吐量 (万人次)	2422	1649	1752	1489	1757	1898
YOY	0.39%	-31.91%	6.24%	-15.00%	18.00%	8.00%
购物人数 (万人次)	126.71	134	145	124	148	161
转化率	5.23%	8.13%	8.28%	8.30%	8.40%	8.50%
客单价 (元)	1824	2101	2636	2689	2958	3017
YOY	-0.16%	15.18%	25.46%	2.00%	10.00%	2.00%
海口日月广场免税店收入 (亿元)	9.00	37.80	74.84	50.68	73.08	97.07
YOY		320.00%	98.00%	-32.29%	44.21%	32.83%
海口接待过夜游客 (万人次)	1718	1340	1685	1382	1568	1804
YOY	3.10%	-23.30%	21.50%	-18.00%	13.50%	15.00%
购物人数 (万人次)	35	110	170	117	157	198
转化率	2.04%	8.21%	10.09%	8.50%	10.00%	11.00%
客单价 (元)	2571	3436	4403	4315	4660	4893
YOY	9.27%	33.64%	28.12%	-2.00%	8.00%	5.00%
琼海博鳌免税店收入 (亿元)	0.15	3.45	6.00	5.10	6.12	6.73
YOY		2133.27%	73.91%	-15.00%	20.00%	10.00%
线上收入 (亿元)		29.71	40.55			
YOY			36.51%			
海免总营收 (亿元)	32.27	99.11	159.63	83.90	116.83	145.79
YOY		207.15%	61.05%	-47.44%	39.25%	24.80%

资料来源：公司公告，海南省旅游和文化广电体育厅，华安证券研究所

注：线上业务由海免转移到中免（海南）智慧零售科技有限公司

3.1.2 疫情影响机场免税承压，弹性恢复可期

日上上海收入测算：

(1) **出入境旅客吞吐量**：2022 年受上海疫情影响，客流大幅下降，近期出入境政策释放多重利好，边境旅游团可灵活选择出入境口岸、澳门 11 月恢复内地赴澳旅游团、香港实行的“0+3 免隔离不限地区不限额”超级政策等，我们预计 2023~2024 国际客流有望逐步恢复到 2019 的 57%、74%。

(2) **客单价**：2022 年上海疫情导致物流、供应链受阻，可能会导致畅销品短缺，对客单价有一定影响。离岛免税的发展进一步强化公司规模效应，提高招商能力，有望赋能机场免税发展，进一步提升商品品类，带动客单价提高。

(3) **日上直邮**：2022 年上海疫情导致物流、供应链受阻，对线上业务造成一定影响。公司着眼后疫情时代线上业务发展趋势，积极试点并有序推进线上一体化平台建设，我们预计 2023~2024 线上业务有望保持较快增长。

图表 74 出入境政策

政策	部门	时间	内容
边境旅游管理办法（修订征求意见稿）	文化和旅游部办公厅	2022-9-16	双方旅游团队可以在边境旅游合作协议商定的范围内，灵活选择出入境口岸
国务院批复	国务院	2022-9-21	允许在上海、重庆设立并复合条件的外商投资旅行社从事除台湾地区以外的出境旅游业务
来港便利措施	记者会	2022-9-23	(1) 从海外或中国台湾经机场抵达香港的人士，隔离措施由现在的“3+4”改为“0+3” (2) 取消旅客登机前须提供 48 小时内核酸检测阴性结果的要求，将用 24 小时内快速抗原检测结果的要求代替 (3) 取消未完成疫苗接种的香港居民不能登机的限制 (4) 便利内地进入香港的“来港易”“回港易”免隔离计划，将不设每日额度限制
澳门拟 11 月恢复中国内地旅行团赴澳	惠澳措施新闻发布会	2022-9-24	停办近 3 年的内地旅行团赴澳旅游也预计在今年 11 月恢复落实，广东、上海、浙江、江苏、福建在内的四省一市首先恢复

资料来源：文化和旅游部办公厅，国务院，华安证券研究所

图表 75 日上上海收入测算

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
线下免税收入 (亿元)	151.49	17.30	6.41	5.38	94.73	132.99
YOY	20.79%	-88.58%	-62.95%	-16.00%	1660.00%	40.40%
出入境旅客吞吐量 (万人次)	3851	486	168	134	2148	2792
YOY	2.50%	-87.37%	-65.50%	-20.00%	1500.00%	30.00%
客单价 (元)	393	356	382	401	441	476
YOY	17.84%	-9.59%	7.38%	5.00%	10.00%	8.00%
日上直邮收入 (亿元)		120.00	118.50	112.575	140.72	154.79
YOY			-1.25%	-5.00%	25%	10%

日上上海收入 (亿元)	151.49	137.30	124.91	117.96	235.44	287.78
YOY	20.79%	-9.37%	-9.02%	-5.56%	99.60%	22.23%

资料来源: 公司公告, 上海机场公告, 华安证券研究所

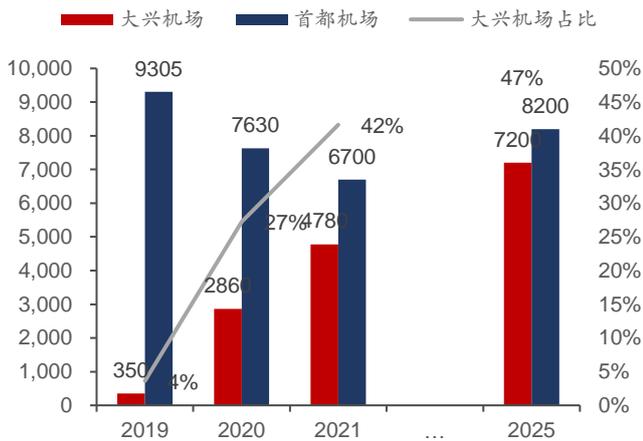
注: 出入境旅客包括港澳台地区旅客

首都机场&大兴机场收入测算:

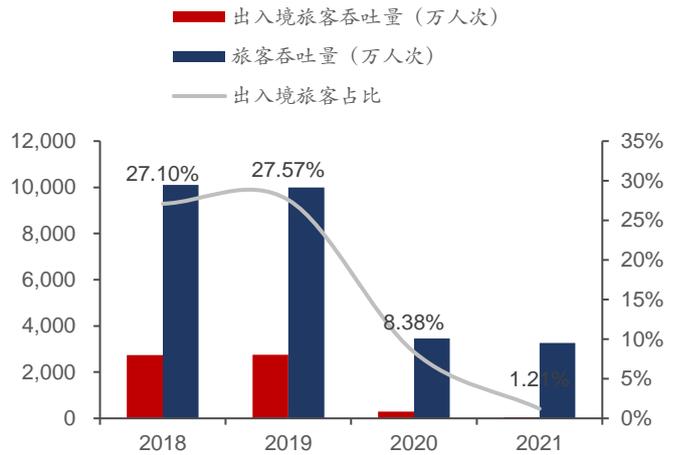
大兴机场分流影响: 北京大兴国际机场定位大型国际枢纽, 2019 年投入运营, 主要为了解决首都机场超负荷运载问题, 2021 年夏秋航季, 大兴机场转场工作基本完成。根据规划, 北京首都国际机场将通过“提质增效”改造计划, 实现旅客吞吐量 8200 万人次的工作目标, 北京大兴国际机场将在 2021 年和 2025 年分别实现旅客吞吐量 4500、7200 万人次的建设投运目标, 占比分别为 42%、47%。

收入测算: 我们认为 2022~2024 首都机场收入预测逻辑与上海机场类似, 但考虑到大兴机场的分流作用, 我们预计 2022~2024 首都机场旅客吞吐量分别占两家机场总和的 56.6%、56.0%、55.6%, 出入境旅客吞吐量分别恢复到首都机场旅客吞吐量的 1.0%、18.0%、20.0%。大兴机场出入境旅客吞吐量占比、客单价参考首都机场。我们预计 2022~2024 首都机场收入分别为 17.98、47.65、59.46 亿元, 大兴机场收入分别为 0.62、18.92、23.26 亿元。

图表 76 首都机场、大兴机场规划旅客吞吐量 (万人次)



图表 77 首都机场出入境游客吞吐量及占比



资料来源: 民航局, 华安证券研究所

资料来源: 公司公告, 首都机场, 华安证券研究所

注: 出入境旅客包括港澳台地区旅客

图表 78 首都机场收入测算

	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
线下免税收入 (亿元)	67.35	74.77	8.02	1.07	0.88	26.27	35.94
YOY		11.01%	-89.27%	-86.69%	-17.75%	2891.15%	36.80%
旅客吞吐量 (万人次)	10098	10001	3451	3264	3101	4481	5108
YOY		5.43%	-0.96%	-65.49%	-5.43%	-5.00%	44.50%
出入境旅客吞吐量 (万人次)	2737	2758	289	40	31	806	1022
YOY		6.72%	0.76%	-89.51%	-86.32%	-21.66%	2501.00%
出入境旅客占比	27.10%	27.57%	8.38%	1.21%	1.00%	18.00%	20.00%

客单价 (元)	246	271	277	270	283	326	352
YOY		10.18%	2.26%	-2.69%	5.00%	15.00%	8.00%
线上收入 (亿元)			24.00	18.00	17.10	21.38	23.51
YOY				-25.00%	-5.00%	25%	10%
总收入 (亿元)	67.35	74.77	32.02	19.07	17.98	47.65	59.46
YOY		11.01%	-57.17%	-40.45%	-5.71%	165.03%	24.78%

资料来源：公司公告，首都机场，华安证券研究所

注：出入境旅客包括港澳台地区旅客

图表 79 大兴机场收入测算

	2021	2022E	2023E	2024E
免税收入 (亿元)		0.62	18.92	23.26
YOY			2963.60%	22.96%
旅客吞吐量 (万人次)	2500	2375	3515	4077
YOY		-5.00%	48.00%	16.00%
出入境旅客吞吐量 (万人次)		24	633	734
YOY			2564.00%	16.00%
出入境旅客占比		1.00%	18.00%	18.00%
客单价 (元)		260	299	317
YOY			15.00%	6.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

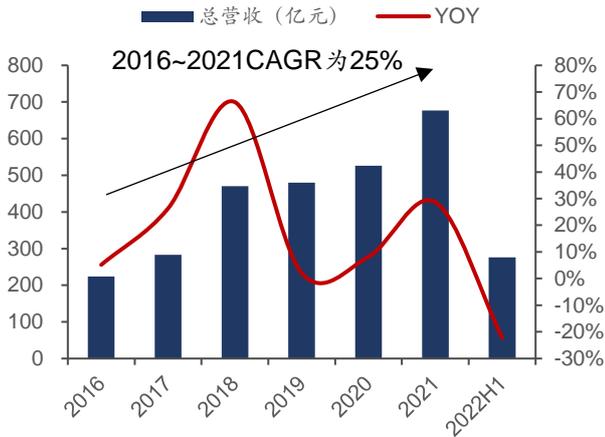
注：出入境旅客包括港澳台地区旅客

3.2 收入增速稳定，盈利能力突出

收入：2016~2021 公司营收 CAGR 为 25%，持续保持快速增长，主要得益于：

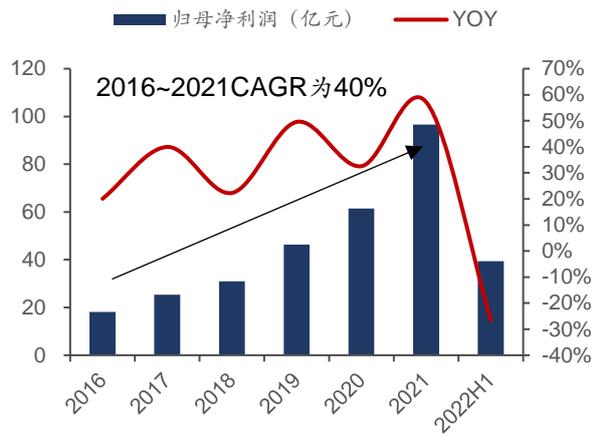
- (1) 2017、2018 年先后收购日上中国、日上上海，营收分别增长 26.3%、66.2%；
- (2) 2020 年由于疫情影响机场客流下降，公司抓住离岛免税政策放开机遇，加速布局离岛免税，弥补机场免税收入缺口，同时积极发展线上渠道，实现业务补充，2020 年有税收入 197.08 亿元，同比增长 1612.7%，收入占比从 2019 年的 2% 提升至 37%。2022 年由于疫情反复，经营短暂承压，根据 3.1 节预测，2023~2024 公司有望恢复增长。

图表 80 2016~2021 公司营收规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 81 2016~2021 公司归母净利润规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 82 免税收入规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

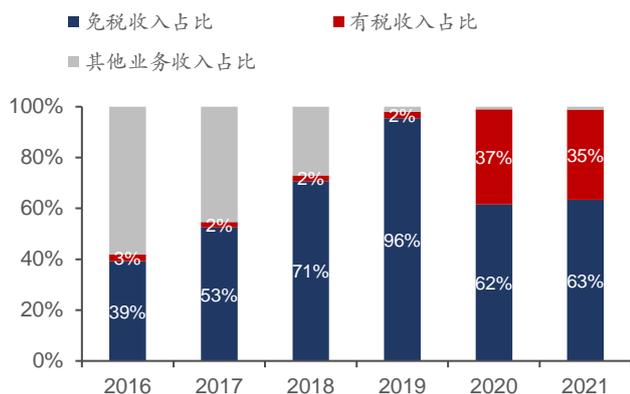
图表 83 有税收入规模及增速



资料来源：公司公告，华安证券研究所

毛利率：公司收购日上中国、日上上海后，对免税商品采购渠道进行了整合优化，采购议价能力明显提升，毛利率从2017年的45.7%提升至2018年53.1%。2019年毛利率下降主要因为人民币贬值导致采购成本提高。2020~2021年毛利率略有下降，主要因为：(1) 疫情影响下，公司积极拓展线上业务，导致低毛利的线上业务占比大幅提升，拖累毛利率水平；(2) 离岛免税牌照增发，新进入的免税商采取高折扣战略抢占市场份额，导致公司被迫降价降低毛利率。我们认为后续毛利率水平会逐步提升，主要因为：(1) 免税毛利率高于有税毛利率，公司加速布局离岛免税，疫情好转后，免税收入占比提升会带动毛利率提升；(2) ①供应商为了维护品牌形象以及利润水平，不会长时间容忍免税商高折扣，竞争对手的低价策略不可能长时间维持；②疫情下品牌方为了刺激消费会实施低价促销策略，疫情好转后会提价；(3) 公司不断提高采购能力，实现降本增效。

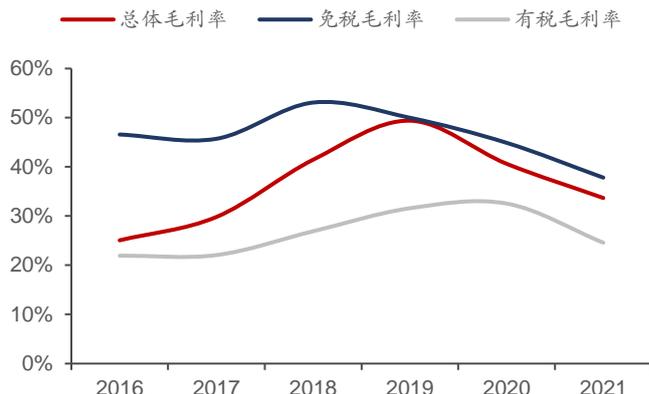
图表 84 2016~2021 有税及免税收入占比



资料来源：公司公告，华安证券研究所

注：2019 年公司剥离了旅游业务，聚焦免税主业

图表 85 2016~2021 公司毛利率



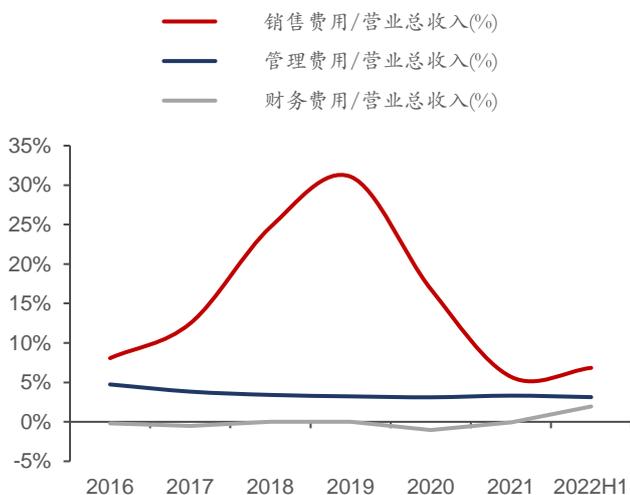
资料来源：公司公告，华安证券研究所

费用率：(1)销售费用率：2016~2019 年公司销售费用率从 8.1% 提升至 31.1%，主要是因为公司收购日上中国、日上上海后，租金成本大幅提升。2020 年疫情爆发后，机场客流大幅下降，公司与首都机场、上海机场、白云机场重签免税协议，减免租金，2021 年销售费用率下降为 5.7%。我们认为后续疫情好转客流量回升后，租金成本也会维持在一定范围内，销售费用率仍有降低空间。

(2)管理费用率：公司管理效率持续提升，2016~2020 管理费用率持续平稳下降，从 4.7% 降到 3.1%，2021 年管理费用率为 3.3%，略有提升。我们认为公司持续进行数字化建设，优化供应链管理能力和管理效率，管理费用率有望维持稳定。

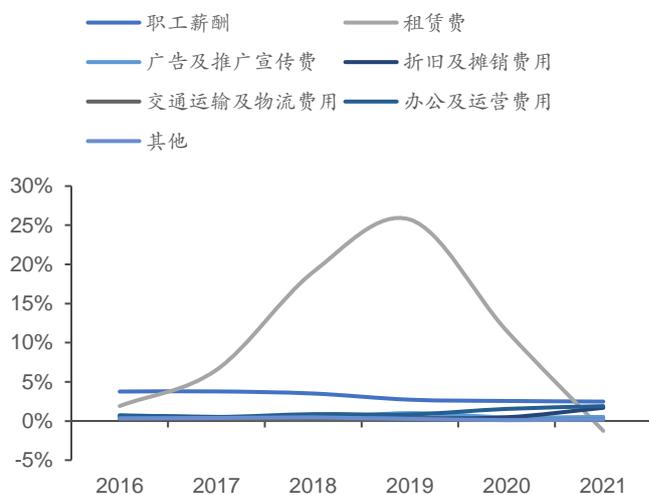
(3)财务费用率：公司现金流充沛，经营性现金流/收入持续维持在 100% 以上，且公司主要为无息负债，2016~2020 有息负债率维持在 2% 以下，2021 年上升主要由会计准则变更，确认租赁负债导致，公司财务费用率基本维持在 0% 以下，2022H1 略有上升主要由于汇兑损益导致。

图表 86 2016~2021 公司费用率情况



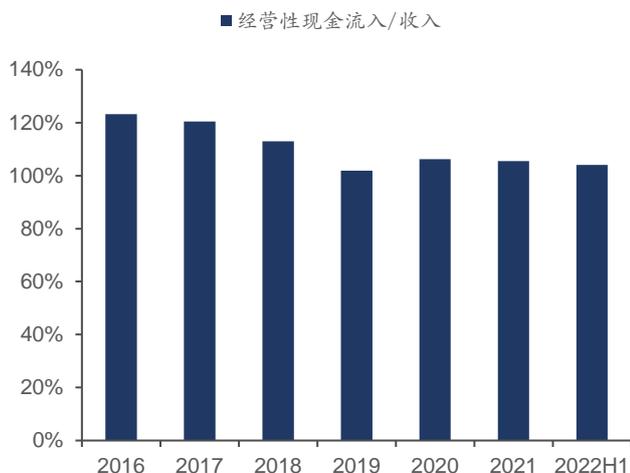
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 87 2016~2021 公司销售费用各项占收入比重



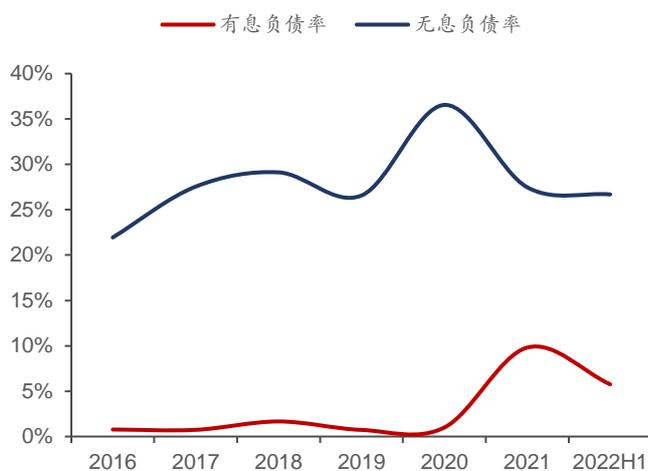
资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 88 2016~2021 经营现金流入/收入变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 89 2016~2021 有息负债率、无息负债率变化情况



资料来源：公司公告，华安证券研究所

净利率：2018~2021 公司净利润率从 8% 提升至 14%。不考虑租金减免影响，2019 年日上上海净利率为 10.7%，日上中国净利率为 3.7%。离岛免税店净利率优于机场免税店，三亚市内店净利率维持在 11.7~13.6% 海免净利率维持在 10.7%~15.6%。

图表 90 2016~2021 公司净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 91 各子公司净利率



资料来源：公司公告，华安证券研究所

盈利预测及投资建议：

盈利预测

根据第 3 章的预测逻辑，我们预计公司 2022~2024 总营收分别为 631.21、1009.70、1359.40 亿元，分别同比增长-6.7%、59.96%、34.63%。归母净利润分别为 84.12、144.78、188.34 亿元，分别同比增长-12.9%、72.1%、30.1%。

图表 92 收入预测

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营收 (亿元)	479.66	525.97	676.76	631.21	1009.70	1359.40
YOY (%)		9.65%	28.67%	-6.7%	59.96%	34.63%
成本 (亿元)	242.73	312.21	448.82	419.28	659.45	879.10
YOY (%)		28.62%	43.76%	-6.58%	57.28%	33.31%
毛利率 (%)	49.40%	40.64%	33.68%	33.58%	34.69%	35.33%
分业务营收						
离岛免税	132.50	299.62	470.58	460.07	680.46	952.12
离岛免税 YOY		126.1%	57.1%	-2.2%	47.9%	39.9%
三亚市内店集团	104.65	213.16	355.09	363.12	470.54	548.55
YOY	30.93%	103.69%	63.31%	-9.14%	31.14%	16.86%
海口国际免税城				48.36	137.24	308.54
YOY					183.75%	124.83%
海免	32.27	99.11	159.63	83.90	116.83	145.79
YOY		207.15%	61.05%	-47.44%	39.25%	24.80%
其他	-4.42	-12.66	-44.14	-35.31	-44.14	-50.76
YOY			248.77%	-20.00%	25.00%	15.00%
机场免税	310.1	197.0	168.8	138.5	292.1	367.7
机场免税 YOY		-36.5%	-14.3%	-18.0%	111.0%	25.9%
上海机场	151.49	137.30	124.91	117.96	235.44	287.78
YOY	20.79%	-9.37%	-9.02%	-5.56%	99.60%	22.23%
首都机场	74.77	32.02	19.07	17.98	47.65	59.46
YOY	11.01%	-57.17%	-40.45%	-5.71%	165.03%	24.78%
大兴机场				0.62	18.92	23.26
YOY					2963.60%	22.96%
其他机场	83.83	27.73	24.85	19.88	37.78	56.67
YOY		-66.9%	-10.4%	-20%	90.00%	50.00%
陆路边境及其他	8.29	2.95	1.29	0.97	2.41	3.14
陆路边境及其他 YOY		-64.4%	-56.4%	-25.0%	150.00%	30.00%
市内免税	7.59	10.27	10.69	10.16	10.97	11.52
市内免税 YOY		35.2%	4.1%	-5.0%	8.00%	5.00%
其他业务	21.67	16.09	25.37	21.56	23.72	24.91
YOY (%)		-25.7%	57.7%	-15.0%	10.00%	5.00%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

投资建议

短期来看，疫情好转后，离岛免税逐步回暖；海口国际免税城和三亚国际免税城一期二号地开业后有望打造新的增长点，提升公司离岛免税市场份额。长期来看，国际游逐步放开后，机场免税有望弹性复苏；疫情催化加速消费回流，政策红利持续增进叠加公司不断夯实竞争优势，离岛免税有望进一步释放潜力。预计公司 2022~2024 年 EPS 分别为 4.07、6.99、9.10 元/股，对应当前股价 PE 分别为 44、26、20 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

局部地区疫情反复：奥密克戎传播性较强，造成部分区域疫情反复，可能会导致离岛旅游客流下降以及出入境政策放开进一步推迟，影响免税业务发展。

行业竞争加剧：如果免税牌照进一步放宽，免税商为了抢夺市场份额，可能会发生价格战，导致公司经营波动。

新项目经营不及预期：海口国际免税城 10.28 开业，爬坡期面临不确定性较大，可能会导致经营不及预期。

汇率波动风险：公司采购支付方式主要为美元或欧元，国际政治形势震荡，可能导致人民币汇率大幅贬值，毛利率下降。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	38542	61171	78675	103792	营业收入	67676	63121	100970	135940
现金	16856	35593	53466	78043	营业成本	44882	41928	65945	87910
应收账款	106	172	226	341	营业税金及附加	1839	1704	2735	3677
其他应收款	840	1036	1737	2150	销售费用	3861	4734	8582	13594
预付账款	348	334	518	696	管理费用	2250	2083	3231	4214
存货	19725	23368	22061	21895	财务费用	-43	-161	-487	-776
其他流动资产	667	667	667	667	资产减值损失	-499	0	0	0
非流动资产	16932	16429	16349	16474	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	992	1360	1645	1971	投资净收益	162	85	189	219
固定资产	1843	1889	1986	2024	营业利润	14804	13177	21568	28100
无形资产	2401	2350	2300	2250	营业外收入	17	0	0	0
其他非流动资产	11696	10830	10418	10229	营业外支出	20	0	0	0
资产总计	55474	77599	95024	120265	利润总额	14801	13177	21568	28100
流动负债	17136	17497	19099	23103	所得税	2437	3163	4745	6463
短期借款	411	401	393	384	净利润	12365	10015	16823	21637
应付账款	5880	4136	3924	3891	少数股东损益	2711	1602	2355	2813
其他流动负债	10845	12960	14782	18828	归属母公司净利润	9654	8412	14468	18824
非流动负债	3546	1546	546	146	EBITDA	16120	13845	22043	28169
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	4.94	4.07	6.99	9.10
其他非流动负债	3546	1546	546	146					
负债合计	20682	19044	19645	23249					
少数股东权益	5173	6775	9130	11943					
股本	1952	2068	2068	2068					
资本公积	1870	18433	18433	18433					
留存收益	25796	31280	45748	64572					
归属母公司股东权益	29619	51781	66249	85073					
负债和股东权益	55474	77599	95024	120265					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	8329	7415	19809	25982
净利润	12365	10015	16823	21637
折旧摊销	1522	914	1152	1066
财务费用	206	92	47	26
投资损失	-162	-85	-189	-219
营运资金变动	-6494	-3521	1978	3474
其他经营现金流	19751	13535	14844	18161
投资活动现金流	-2318	-325	-881	-971
资本支出	-2153	-11	-747	-828
长期投资	-188	-400	-324	-362
其他投资现金流	24	85	189	219
筹资活动现金流	-3817	11647	-1055	-435
短期借款	-6	-10	-8	-9
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	116	0	0
资本公积增加	-119	16562	0	0
其他筹资现金流	-3692	-5021	-1047	-426
现金净增加额	1998	18737	17873	24577

主要财务比率				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力				
营业收入	28.7%	-6.7%	60.0%	34.6%
营业利润	52.7%	-11.0%	63.7%	30.3%
归属于母公司净利	57.2%	-12.9%	72.0%	30.1%
获利能力				
毛利率 (%)	33.7%	33.6%	34.7%	35.3%
净利率 (%)	14.3%	13.3%	14.3%	13.8%
ROE (%)	32.6%	16.2%	21.8%	22.1%
ROIC (%)	30.3%	15.9%	20.9%	21.1%
偿债能力				
资产负债率 (%)	37.3%	24.5%	20.7%	19.3%
净负债比率 (%)	59.4%	32.5%	26.1%	24.0%
流动比率	2.25	3.50	4.12	4.49
速动比率	1.04	2.10	2.90	3.49
营运能力				
总资产周转率	1.39	0.95	1.17	1.26
应收账款周转率	576.65	454.80	508.53	480.17
应付账款周转率	8.79	8.37	16.36	22.50
每股指标 (元)				
每股收益	4.94	4.07	6.99	9.10
每股经营现金流薄)	4.03	3.58	9.57	12.56
每股净资产	15.17	25.03	32.02	41.12
估值比率				
P/E	44.38	44.17	25.68	19.74
P/B	14.46	7.18	5.61	4.37
EV/EBITDA	25.87	24.51	14.54	10.49

资料来源:公司公告,华安证券研究所

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。