

市内免税：政策动机、市场空间与格局展望

旅游零售 II

推荐

(首次)

核心观点：

● 为什么我们认为国内免税业有望再迎政策红利？

我们认为当前时点中国已具备放宽免税购物政策的基础，原因在于：1) 免税商品的本质，是中央财政对居民购买商品进行的税费补贴，在当前国内促消费背景下，免税业态作为一种类消费券的商业形态，充分贴合促消费政策“为消费者提供物美价廉的优质商品”的初衷；2) 疫情期间中央政府出台的多个促消费、扩内需文件均包含免税行业，同时海南离岛免税政策的实践成果也表明免税购物对拉动地方消费确有效用。

● 市内免税：中国免税购物体系仍然缺失的一环

我国市内免税店包含进境、离境两种类型，其中进境市内免税早已对国人开放，但离境市内免税仅允许外籍旅客及港澳台同胞购买。2019 年，我国市内免税店销售额仅占行业整体的 2%，而同期韩国居民在市内免税购物金额占比超过 50%，其次才是机场口岸、济州岛等。从消费回流角度看，离境市内免税店作为国内居民出境购物决策的最前端，理论上对截留消费外流效用最强，叠加目前促消费、扩内需的政策需要，我们认为未来免税行业政策的进一步放宽，将主要聚焦于放开国人离境市内免税购物。

● 市场空间：中性预计带来百亿增量，核心看购物额度设置

市内免税行业市场规模=Fx（额度、品类、门店面积、品牌方支持度、提货方式）。其中，重要性排序额度>品类>门店面积>品牌方支持度。基于客流和坪效两种测算方式，我们预计未来京、沪市内免税店销售规模在 100-300 亿之间。

● 竞争格局：增量市场，竞争预计较为温和

中国市内免税市场属于增量市场。一方面，我国原有市内免税店主要服务于归国外侨及外籍旅客，2019 年市场规模仅占国内免税市场的 2%。另一方面，我国居民境内免税购物渗透率较海外更低，国人市内免税购物渠道放宽有利于整体渗透率的进一步提升。此外，我们认为在国人市内免税购物政策放宽初期，市场经营主体将主要集中于已拥有市内免税经营资质的国有企业。原因在于，市内免税店存在分流有税市场的可能，并且从韩国、海南离岛免税市场的政策调整路径看，增加经营主体的政策主要出现在行业成熟阶段。

● 投资建议

虽然今年以来免税行业复苏弱于市场预期，但我们认为中国免税业回流消费的中长期逻辑并未发生变化，部分阶段性利空因素有望随时间逐步改善。此外，考虑市内免税政策存在落地可能，我们预计 2H23 板块有望迎接估值修复。推荐中国中免，建议关注王府井、百联股份。

● 风险提示：

宏观经济下行风险；政策落地进展低于预期。

顾熹闽

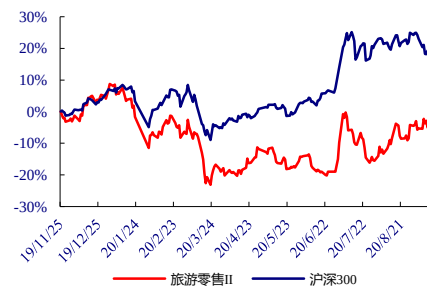
☎：021-2025 2670

✉：guximin_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130522070001

行业数据

2023-08-08



资料来源：中国银河证券研究部

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

目 录

一、为什么我们认为国内免税业有望再迎政策红利？	2
（一） 免税购物业态是消费券的另一种表现形式	2
（二） 中国免税业仍需新的政策工具参与全球竞争	4
（三） 中国免税渠道布局未臻完善，市内免税仍待拓展	4
二、中国市内免税市场探析	6
（一） 放宽国人市内免税购物，有利于截留消费外流	6
（二） 市场空间：中性假设带来百亿增量，核心关注政策力度	7
（三） 竞争格局：增量市场，核心仍看规模优势、先发优势	10
三、投资建议	12

一、为什么我们认为国内免税业有望再迎政策红利？

（一）免税购物业态是消费券的另一种表现形式

本轮促消费措施，核心在于供给侧改革。7月31日，国务院公布《关于恢复和扩大消费的措施》，分别从大宗消费、服务消费等方面入手提振内需。根据国家部委相关领导介绍，本次促消费政策核心，不在于透支居民储蓄以扩大需求，而是为消费者提供物美价廉的优质商品。简言之，除了在需求端通过增加收入、优化分配提振居民消费信心，供给侧的改革更为重要，通过“有效市场与有为政府结合”，实现“高质量供给引领创造新需求”。

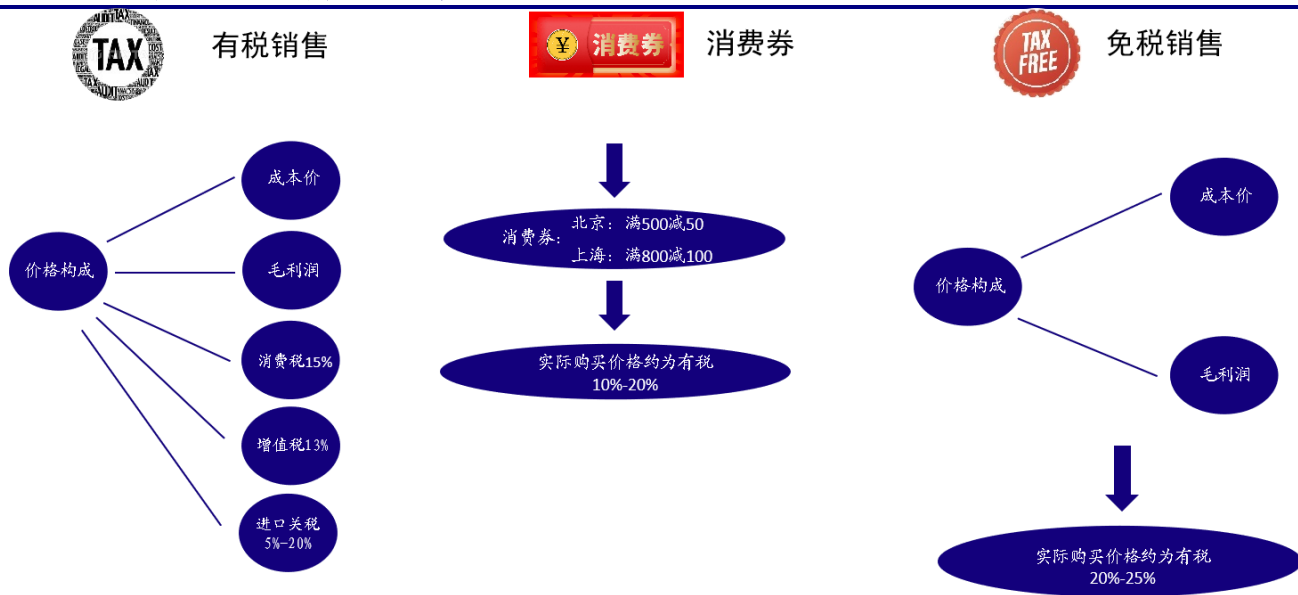
表 1:《关于恢复和扩大消费的措施》要点梳理

具体要求		详细措施
总体要求	坚持有效市场和有为政府更好结合	顺应市场规律和消费趋势，充分发挥市场在资源配置中的决定性作用，更好发挥政府作用，加快建设全国统一大市场，提升服务质量，激发市场活力，释放潜在需求，着力营造推动消费升级的良好生态。
	坚持优化供给和扩大需求更好结合	把实施扩大内需战略同深化供给侧结构性改革有机结合起来，增强供给结构对需求变化的适应性和灵活性，拓展消费新空间，打造消费新场景，丰富消费体验，以高质量供给引领和创造市场新需求。
	坚持提质升级和创新发展更好结合	突出体现大众化、普惠性，加快城乡消费基础设施建设，完善扩大居民消费的长效机制，切实保护消费者权益，营造便利消费、放心消费环境，不断提升消费便利度、舒适度、满意度。
措施	稳定大宗消费	优化汽车购买使用管理、扩大新能源汽车消费、支持刚性和改善性住房需求、提升家装家居和电子产品消费。
	扩大服务消费	扩大餐饮服务消费、丰富文旅消费、促进文体体育会展消费、提升健康服务消费
	促进农村消费	开展绿色产品下乡、完善农村电子商务和快递物流配送体系、推动特色产品进城、大力发展乡村旅游。
	拓展新型消费	壮大数字消费、推广绿色消费。
	完善消费设施	加快培育多层次消费中心、着力补齐消费基础设施短板、完善消费基础设施建设支持政策。
	优化消费环境	加强金融对消费领域的支持、持续提升消费服务质量水平、完善促进消费长效机制。

资料来源：国务院，中国银河证券研究院整理

免税商品的本质是消费券的另一种表现形式，放宽免税消费政策，符合促消费政策“为消费者提供物美价廉的优质商品”的初衷。免税商品主要免除的是进口关税、消费税、增值税等中央税收环节，其本质是中央财政对居民实施税收让渡。因而从扩大内需的角度看，免税渠道既能够为 C 端消费者提供价格更低的优质商品，同时也不需要中央政府额外从存量财政中增加支出。因此，我们认为在当前扩内需较为迫切的大背景下，免税行业能够在推动中国消费复苏的过程中扮演重要的产业政策角色。

图 1：免税销售本质上是一种常态化的消费券



资料来源：中国银河证券研究院

2020 年以来政府多项文件已指出，免税行业是促消费、扩内需的重要一环。2020 年，发改委等多部委在《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》文件中已明确，将建设“中国特色免税体系”，明确提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”。此外，在 2022 年 4-12 月的《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》、《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》亦均提及建设、完善市内免税店。

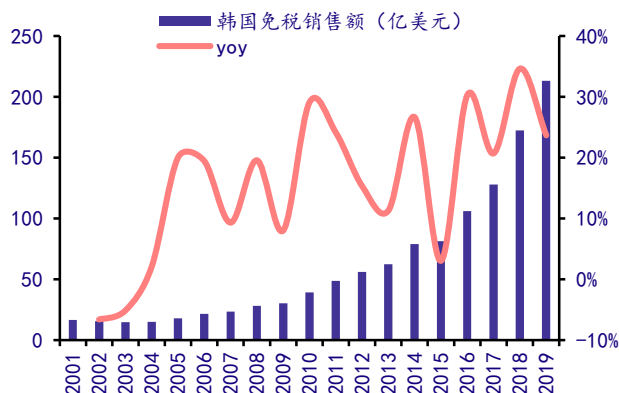
表 2：2019 年以来扩大国内市场需求相关政策文件中免税部分表述

部门	时间	政策、文件名称	主要内容
发改委	2020 年 3 月	《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》	以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计，破除行业发展障碍，提高行业发展质量和水平。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。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。
国务院	2022 年 12 月	《扩大内需战略规划纲要（2022—2035 年）》	促进免税业健康有序发展。促进民族品牌加强同国际标准接轨，充分衔接国内消费需求，增加中高端消费品国内供应。培育建设国际消费中心城市，打造一批区域消费中心。深入推进海南国际旅游消费中心建设。
国务院	2022 年 4 月	《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。

资料来源：国务院，发改委，中国银河证券研究院整理

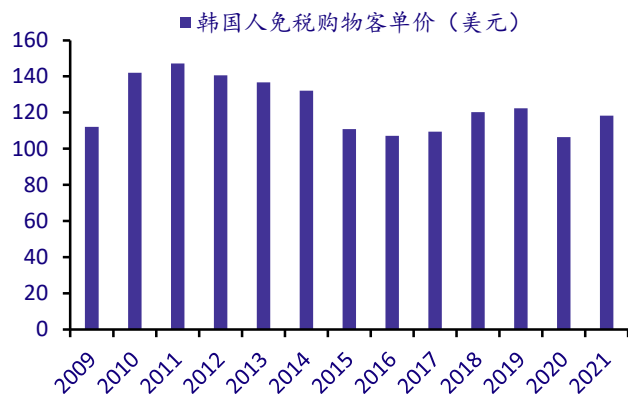
从亚太地区免税业发达国家经验看，免税行业已被验证是实现海外消费回流+扩大国内市场需求的一种有效手段。以韩国为例，分别历经获取外汇（1967-1979）、引导消费回流、扩大国内市场需求（1980-2000）、兼顾消费回流和挖掘外国游客消费潜力（2000 年以后）三个阶段，期间韩国居民免税购物额度提升（500 美元→5000 美元）、购物渠道增加（市内店城市增加、数量增加），叠加中国代购涌入，共同推动韩国成为全球最大免税购物市场。

图 2：2001-2019 年韩国免税业市场规模



资料来源：KDFA，中国银河证券研究院

图 3：韩国人人均免税消费金额（美元）



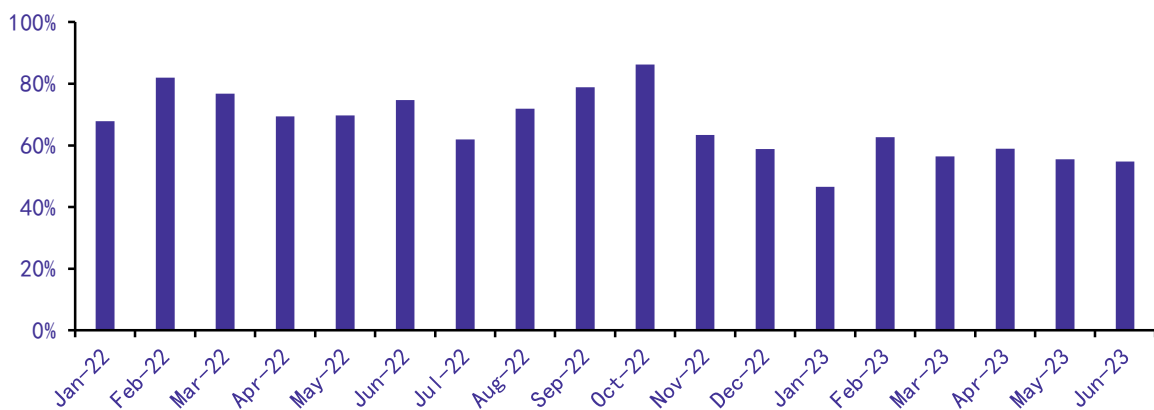
资料来源：穆迪，中国银河证券研究院

（二）中国免税业仍需新的政策工具参与全球竞争

免税行业在国与国之间存在明显的负外部性，旅客在一国免税购物消费必然减少其在另一国的免税购物消费。韩国免税业政策已自 2022 年起再次加码，对此我国有必要针对韩国免税政策调整作出应对。其中，韩国政府于 2022 年对免税业政策的调整包括：

- （1）允许无韩国入境的海外居住者在网上购买韩国国内免税品；
- （2）取消 5000 美元的韩国公民离境免税购买限额；
- （3）允许所有免税店通过所有线上平台进行销售，并且允许线上销售酒类免税商品；
- （4）入境旅客携带免税品额度由 500 美元提升至 800 美元。

图 4：2022 年以来韩国免税业销售恢复率

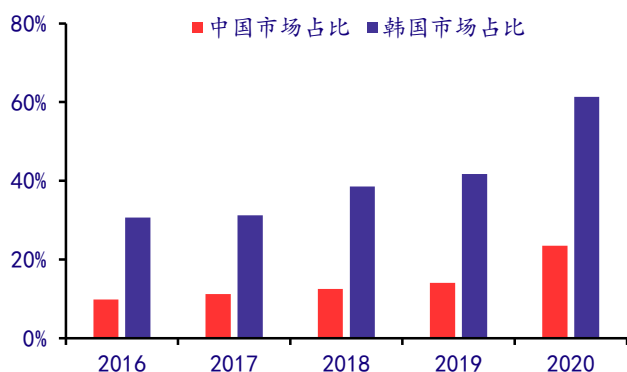


资料来源：KDFA，中国银河证券研究院

（三）中国免税渠道布局未臻完善，市内免税仍待拓展

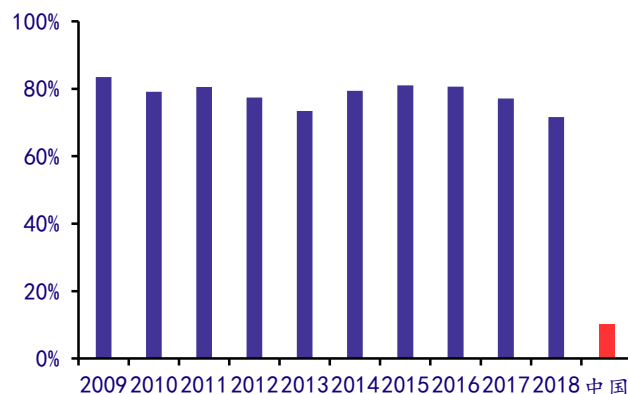
疫情前，我国免税业的发展并不充分：（1）免税购物在政策上的限制仍多。疫情前，我国机场、出入境口岸渠道的免税购物限额仅有 8000 元，这一政策既在需求侧限制了国人旅客的消费，同时也使得供给端的运营商难以引进更多奢侈品品牌；（2）免税商业面积有限。机场免税渠道受限于有限的经营面积和高额扣点租金，倒逼免税运营商主要选择高周转的香化商品，使得机场免税的品类结构、品牌数量较国外免税渠道处于劣势；（3）市内免税购物渠道未对国内居民开放。我国的出境市内免税购物店仍未面向国内居民开放，市内免税店可以为顾客提供更优质的购物体验，更长的决策时间，从而更易于提升免税购物的转化率。

图 5：中韩免税市场规模占全球比例



资料来源：弗若斯特沙利文，KDFA，中国银河证券研究院

图 6：中韩居民国内免税购物渗透率



资料来源：穆迪，中国银河证券研究院

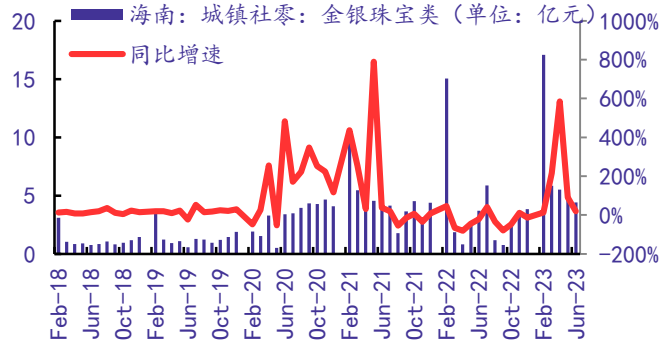
海南免税政策调整已经验证，适当的政策调整有利于消费量升质提。受益于 2020 年海南免税政策调整，海南省社零总额持续提升，同时海南离岛免税商品销售结构不断优化，供给质量快速提升。从政策实施效果看，虽然有疫情带来的影响，但更宽松的政策也确实有利于海外消费回流，提高国内市场消费品供给水平。

图 7：2018-2023 年 6 月海南城镇社零增速



资料来源：海南统计局，中国银河证券研究院

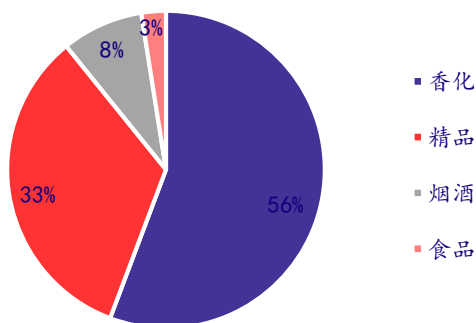
图 8：2018-2023 年 6 月海南城镇金银珠宝社零增速



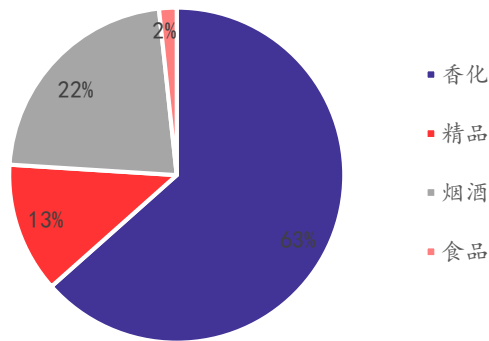
资料来源：海南统计局，中国银河证券研究院

图 9：2020 年中免集团商品销售结构

图 10：2019 年中免集团商品销售结构



资料来源: Generation Research, 中国银河证券研究院



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

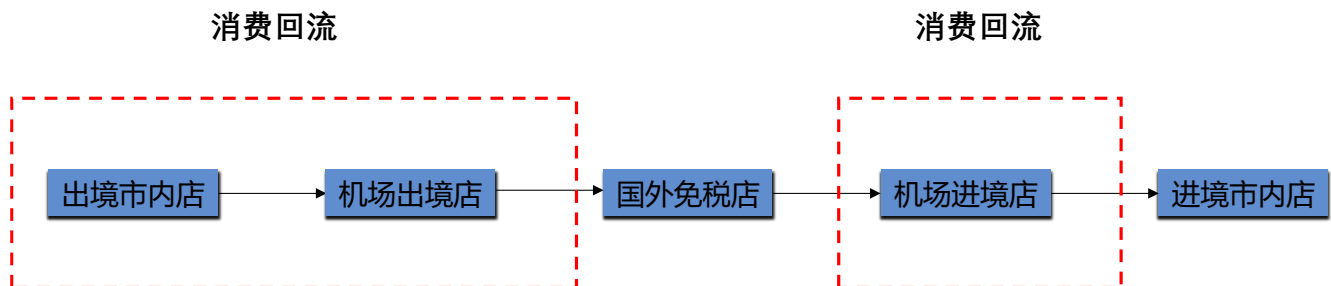
二、中国市内免税市场探析

在上一章中, 我们已分析为什么免税购物政策放宽对扩内需+吸引海外消费回流具备推动作用。考虑 2023 年国门已重新开放, 我们认为当前时点中国已具备推出国人市内免税购物政策之基础, 本章我们将重点讨论未来中国市内免税市场的空间与竞争格局。

(一) 放宽国人市内免税购物, 有利于截留消费外流

离境市内免税位于出境购物决策最前端, 截留消费效用明显。目前我国市内免税店包含进境市内店、离境市内免税店两种类型。其中, 进境市内免税店允许国人购买, 但需要在归国 180 天的期限内, 额度为 5000 元/人/年。此类型免税店产生于 20 世纪 80-90 年代, 主要是目的服务归国外侨, 为国家赚取外汇。离境市内免税店, 是指消费者在拥有离境凭证的前提下, 可以提前于市内免税店选购免税商品, 并于离境时提货; 目前仅允许外籍旅客及港澳台居民在离境前购买。由于离境市内免税店位于国人出境购物链条的最前端, 因而从截留消费外流的角度看, 离境市内免税店的政策效果最为显著。

图 11: 如何理解消费回流与不同免税渠道之间的关系?



资料来源: 中国银河证券研究院

市内免税店具备更强盈利能力, 可为消费者提供进一步让利空间。亚太地区免税运营商多为本国大型商业集团, 多数具备获取租金更为廉价的市内商业物业或使用自持物业能力。因此, 相较于通过竞标支付高额扣点获取机场免税特许经营权, 在同等条件下市内免税店的盈利能力更强, 这意味着运营商可为消费者提供更多让利空间。

表 3：不同免税渠道财务指标对比

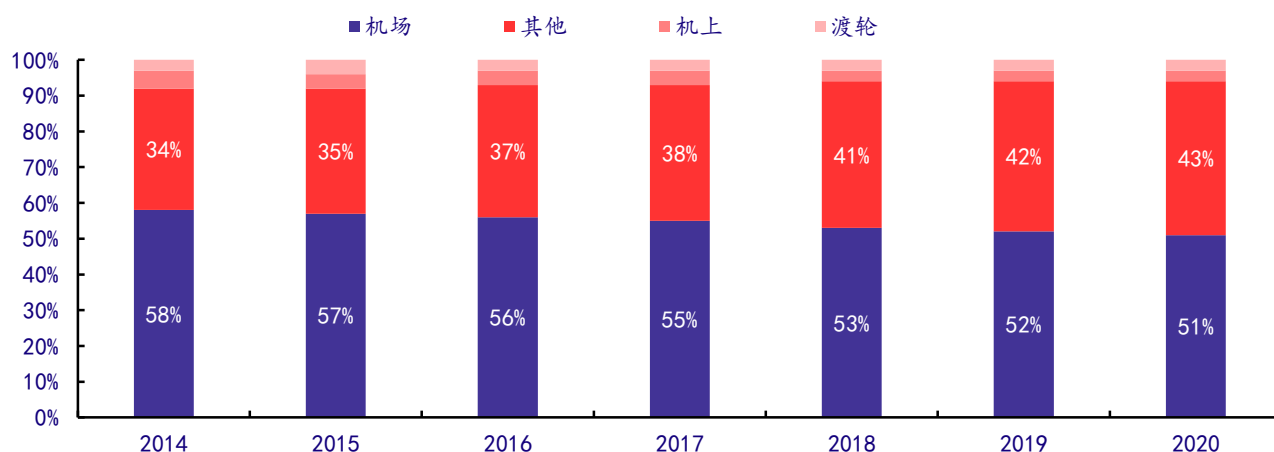
核心指标对比	大型机场/口岸	市内免税综合体	离岛免税综合体	备注
毛利率	50%-60%	40%-50%	40%-50%	商品结构、折扣策略差异
税金及附加/营收	1%	1%或 4%	4%	参考现行政策
租金或 D&A/营收	20%-50%	15%或 5%	5%	参考现有项目
净利润率	<10%	接近 20%	10%-20%	

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

（二）市场空间：中性假设带来百亿增量，核心关注政策力度

市内免税店销售额占全球免税销售比重逐步增加。根据 Generation Research 数据，2019 年全球免税行业销售规模将达到 818 亿美元/同比+7.8%，其中机场和其他（市内、离岛等）占比合计超过 90%。其中，市内店及离岛免税店的销售占比呈逐年提升趋势，占比由 2014 年的 34%提升至 2019 年的 42%，增速高于行业整体。

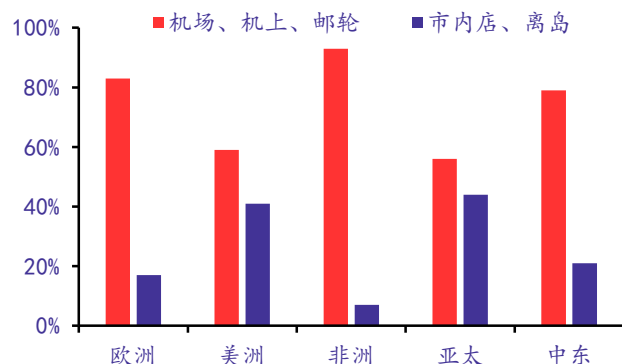
图 12：2014-2020 年全球免税业销售额占比（按渠道）



资料来源：Generation Research，中国银河证券研究院

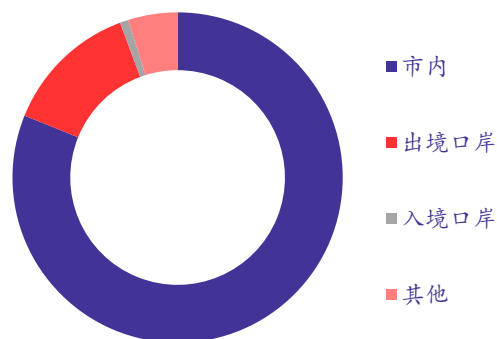
受益于韩国市内店快速增长，亚太地区市内店占比更高。分洲际看，欧洲、中东、非洲均以机场渠道为主，亚太地区市内店占比明显更高，主要因韩国免税市场以市内免税为主。不仅免除进口关税，还免除增值税/消费税，价格较有税商店存明显优势，兼之市内免税店的便利性、良好的购物体验、返点政策，更受消费者/代购欢迎。

图 13: 各大洲免税销售收入结构 (按渠道)



资料来源: Generation Research, 中国银河证券研究院

图 14: 韩国免税市场销售收入结构 (按渠道)



资料来源: KFDA, 中国银河证券研究院

中国市内免税行业空间如何测算? 我们认为, 市内免税行业市场规模=Fx (政策力度、门店面积、品牌方支持度、提货方式)。其中, 各因子的重要性排序分别为政策力度 (主要是额度、品类设置)>门店面积>品牌方支持度。此外, 虽然提货方式也会影响转化率, 但我们认为属于次要矛盾。

(1) 政策力度: 购物额度决定政策效果能否充分释放, 品类设置以香化、精品、酒水 (洋酒) 为主。回顾海南历次免税政策调整易知, 2020 年的政策调整效果较以往历次都更为显著, 其原因即在于对免税购物额度及行邮税限制实施大幅放松, 从而驱动海南离岛免税市场规模快速增长, 以及商品销售结构优化 (精品占比显著提升)。此外, 从疫情前免税销售规模最大的口岸——浦东机场免税店为例, 在 8000 元出入境免税购物限额政策下, 浦东机场免税品销售以化妆品和烟酒为主, 实际客单价估算不超过 2000 元。因此, 未来国人市内免税政策若要实现扩大内需、回流海外消费的政策效果, 我们认为购物额度应参照海南设置为 3-10 万元并不设行邮税限制。

表 4: 海南离岛免税政策调整历程

政策调整时间	免税购物额度	可购买品类	购买限制	客单价
2011 年	每人每次 5000 元	首饰、工艺品、手表、香水、化妆品等共 18 种	非岛内居民旅客每人每年最多 2 次, 岛内居民旅客每人每年最多 1 次	1993
2012 年	每人每次累计购买金额不得超过 8000 元	增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具 (含童车)	超过 8000 元部分缴纳行邮税	2229
2015 年	不变	增加婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品等 17 种商品	放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制	3377
2016 年	每人每年累计购买金额不得超过 1.6 万元		取消非岛内居民购物次数限制	3506
2017 年	不变	不变	合并火车、飞机离岛额度	3429
2018 年	提升至 3 万元	增加部分医疗器械	取消岛内居民购物次数限制	3498
2020 年	提升至 10 万元, 取消行邮税限制	不变	香化购物件数增加、酒类毫升数增加等	6127

资料来源: 财政部、海关总署, 中国银河证券研究院

(2) 门店面积: 决定客流承载量。从韩国、海南的实践经验看, 虽然客源基本一致,

但市内免税店的销售额往往数倍于机场免税店（海南超过 10X，韩国为 2X+），其中原因在于市内免税店通常用于更大的经营面积，可展示、陈列的商品种类及数量较机场免税店更为丰富。考虑目前已拥有市内免税经营资质的中免集团、中出服、王府井均拥有丰富的物业资源，我们预计后续各运营商有能力根据自身经营情况，开设相应面积的免税店。

表 5：市内免税、机场免税销售额、面积对比

城市	市内免税销售额	机场免税销售额	市内店面积	机场店面积
三亚	352 亿人民币	9 亿人民币	7 万 m ²	0.6 万 m ²
海口	79 亿人民币	41 亿人民币	2.2 万 m ²	2.3 万 m ²
韩国	15.4 万亿韩元	3.6 万亿韩元	首尔主要市内免税店合计 5 万 m ²	仁川机场 2.5 万 m ²

资料来源：海口海关，KDFA，中国银河证券研究院

（3）品牌支持力度：影响转化率，运营商差异竞争优势来源。疫情前，我国已存在进境市内免税店为国人提供免税商品，但存在 SKU 丰富度差、销售规模较小等问题。其中原因既有中出服自身经营规模有限、品牌议价权低，也受品牌方担心补购性质的进境市内免税店可能分流有税市场影响。而未来的出境市内免税，将主要由中免集团、王府井等大型运营商经营，我们预计品牌引入情况要好于以往的进境市内免税店。

基于历史客流参数，我们测算市未来京沪市内免税店销售规模约在 100-300 亿之间。

方式 1：基于客流规模测算

（1）客群基数：实际可进行消费的人次规模需剔除各机场中转国际旅客量，包括国内转国际、国际转国际；

（2）转化率：参考疫情前京沪机场、当前海南免税渠道转化率，我们预计可能在 10%-30%；

（3）客单价：假设额度放宽至 3 万元，客单价 4500 元，约为机场免税客单价 2-3 倍，介于离岛免税 2019、2020 年之间。

表 6：京沪市内免税店市场规模预测

	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
国际旅客吞吐量（万人）	2736	3094	166
中转旅客量（万人）	542	463	29
可覆盖客群规模（万人）	826	1084	54
渗透率（%）	10-30	10-30	10-30
购物人次（万）	49.5	65.0	3.2
客单价（元）	4500	4500	4500
	北京市内免税	上海市内免税	
营收规模（亿元）	38-114	63-190	

资料来源：中国民航局，MIDT，中国银河证券研究院

方式 2：基于不同政策情景的坪效推算

考虑京、沪市内免税店具备与三亚、浦东机场免税店相等的区位优势，我们认为在同等政策条件下，可以假设京、沪市内免税店具备与之对应的坪效。其中：

(1) 浦东机场：2019 年坪效约 80 万元/m²/年，8000 元进出境免税购物额度；

(2) 首都机场：2019 年坪效约 50 万元/m²/年，8000 元进出境免税购物额度；

(3) 三亚国际免税城：2016-2019 年，免税购物额度由 1.6 万元提升至 3 万元，坪效由 7 万/m²/年提升至 15 万/m²/年；2020 年政策调整后，额度提升至 10 万并取消行邮税限制，2021 年完整年度的坪效提升至 38 万元/m²/年。

机场免税店坪效更高，主要因机场店客流集中，且销售品类以高周转的香化、烟酒为主，故我们将机场免税店坪效作为市内免税店坪效的乐观情景假设；离岛免税政策调整前、后的三亚国际免税城坪效则分别作为市内免税店坪效的悲观、中性情景。整体而言，我们预计在悲观、中性、乐观情景下，京、沪市内免税店的市场空间在 45-260 亿之间，与我们使用第一种方法测算的空间接近。

表 7：不同情景假设下京沪市内免税店销售额测算

情景	上海（面积 2 万 m ² ）	北京（面积 1 万 m ² ）	备注
乐观	160 亿人民币	100 亿人民币	参考对应城市机场坪效
中性	76 亿人民币	38 亿人民币	参考 2021 年三亚国际免税城坪效
悲观	30 亿人民币	15 亿人民币	参考 2019 年三亚国际免税城坪效

资料来源：海口海关，公司公告，中国银河证券研究院

（三）竞争格局：增量市场，核心仍看规模优势、先发优势

韩国市内免税政策从寡头垄断逐步转向有限竞争，驱动市场快速扩大。韩国于 1979 年开始推出市内免税政策，允许本土运营商经营市内免税业务，包括乐天、新罗位于首尔的市内免税店均于 1980 年代开设，为韩国市内免税的发展奠定了悠久的历史基础。在此后的 30 年里，韩国政府又进一步从购物额度、牌照发放、竞标政策等多个方面进行改革，叠加韩日世界杯、中国居民出境游浪潮开启，推动韩国市内免税市场进入高潮。

表 8：韩国免税市场发展情况及政策变动历程

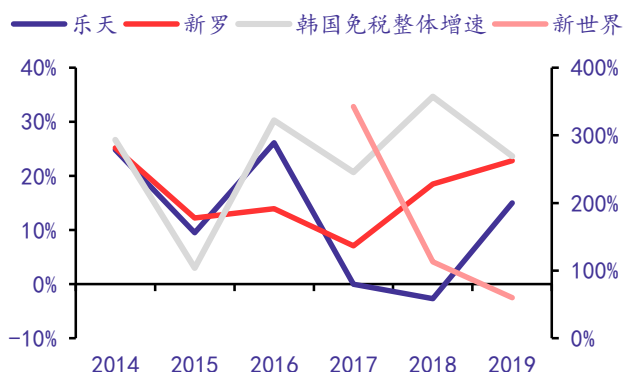
时间	政策调整事项
1979 年 7 月	韩国推出市内免税政策，允许本土运营商经营离境市内免税业务
1980 年	乐天集团首家市内免税店于首尔明洞开业。
1986 年	新罗首尔免税店开业
1989 年	乐天蚕室免税店开业；新罗济州岛免税店开业
1995 年	乐天釜山免税店开业；韩国政府将本国居民离岛免税额度提至 2000 美金
2005 年 12 月	韩国公民免税购买限额由 2000 美元上调至 3000 美元（先于仁川机场试行）
2006 年 6 月	自 2006 年 7 月 1 日起，允许出国的本国国民在免税店购买国产免税商品
2012 年 3 月	在机场、港口出口以外的其他场所设置外国人专用市内免税店制度，计划优先考虑中小企业和本地公共企业；为促进优质中小型国产产品销售，国内产品销售面积必须占店内面积 40%或 825 m ²
2013 年 1 月	已预先批准 9 张开设新市区免税商店的牌照，新运营商仅限于中小型企业
2013 年 9 月	对未申请或主动退还专利权的仁川、光州等 6 个地区追加设立市内免税店的机会

2013 年 10 月	发布《通过免税产业来改善中小企业成长支援对策》，计划将于 2018 年实现中小企业产品销售面积占免税店总面积的比重由 12%扩大至 25%；将中小企业运营的免税店数量由 7 家扩至 15 家以上
2014 年 7 月	韩国入境免税额度提高 50%，达到 600 美元
2015 年 7 月	追加 4 家市内免税店：分别为首尔 2 家大型企业（Shilla 和 Hanwha Galleria Time World）、1 家中小企业（SM Duty Free Shop）；济州岛 1 家中小企业（济州旅游组织）。牌照期限为 5 年，中小企业可在 5 年内续签一次，最长可运营 10 年
2015 年 8 月	WalkerHill Duty Free 将其首尔免税牌照转让给新世界免税，新世界保留釜山牌照；乐天世界牌照由斗山集团（Doosan Group）购得；忠南新牌照由 Df Korea Co.Ltd. 获得
2016 年 3 月	免税牌照适用期限由 5 年提升至 10 年
2016 年 12 月	增设 6 家市内免税店：首尔 3 家大型企业（现代百货免税店、新世界、乐天免税）、1 家中小企业（顶级城市免税店）；釜山 1 家（釜山免税有限公司）；江原 1 家（Alpensia）
2017 年 7 月	将仁川机场 T2 釜山港免税经营牌照分别授予新世界、釜山免税有限公司
2019 年 3 月	在仁川机场首次设立入境免税店，SM 免税店、ENTAS 免税分别获得 T1 和 T2 入境经营资格
2019 年 6 月	颁发六张新的免税商店牌照：首尔 3 份、仁川 1 份、光州 1 份、忠清南道中小企业（SME）1 份
2019 年 7 月	免税购买限额从 3000 美元提至 5000 美元，可加在抵港免税店使用的 600 美元单独免税购买限额
2019 年 12 月	扩大抵港免税店：将免税商店扩展到主要机场和邮轮到达港
2020 年 1 月	修订关税法，更改白酒和香烟的免税店限额

资料来源：KCS, The Moodie Davitt Report, MOEF, 中国银河证券研究院

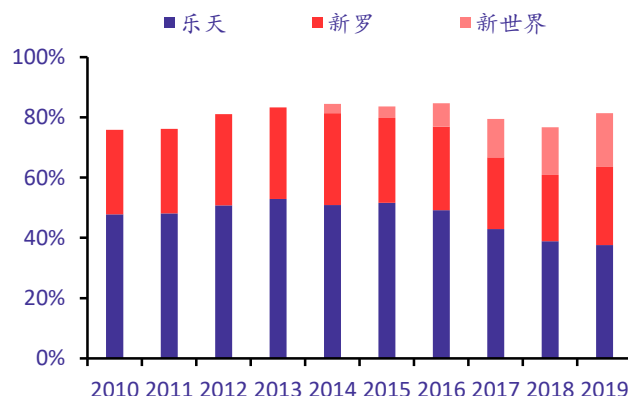
虽然韩国市内免税牌照资质放宽，但具备规模优势与先发优势的运营商仍占据大部分市场份额。虽然韩国政府于 2010 年后大幅增加免税运营牌照，但从市场份额变化看，TOP3 运营商始终把持了 80%以上的市场份额。其中，唯一实现份额快速提升的新世界免税，其成功也与三星强大的股东背景、历史悠久的百货零售经验不无关联：（1）新世界借助牌照政策放宽契机，于 2012 年靠收购釜山天堂免税店入局免税行业。此后又于 2015-2016 年成功竞得韩国最重要得市场首尔市内免税经营权；（2）相较于现代、LG 等其他财阀，新世界本身即为韩国历史最悠久百货运营商之一，与品牌合作紧密，且在首尔市内拥有多处核心商业物业。基于以上优势，新世界自 2012 年通过收购进入免税业，此后不到十年里便依托自身优势+中国代购需求爆发，成为全球前 10 的免税运营商。

图 15：新世界免税总销售额增长迅猛



资料来源：各公司年报，中国银河证券研究院

图 16：2010-2019 年韩国三大免税运营商市场份额

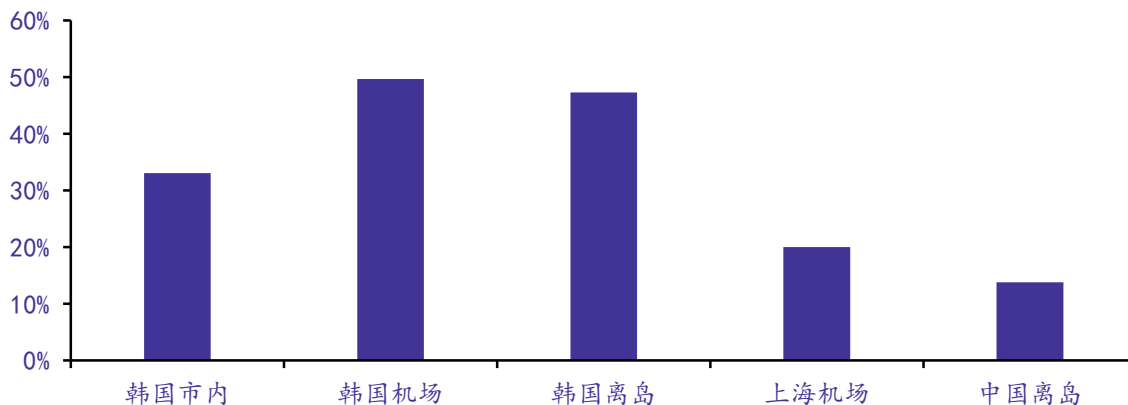


资料来源：KDFA，中国银河证券研究院

中国市内免税店属于增量市场，我们预计竞争较为温和。一方面，我国原有市内免税店主要服务于归国外侨及外籍旅客，2019 年市场规模仅占国内免税市场的 2%；另一方面，我国

居民境内免税购物渗透率较海外更低，国人市内免税购物渠道放宽有利于整体渗透率的进一步提升，带来增量市场。此外，我们认为在政策初期，市内免税市场经营主体将主要集中于已拥有市内免税经营资质的国有企业，包括中免、中侨、中服、王府井，以及少数一线城市大型商贸集团。原因在于，市内免税店存在分流有税市场的可能，并且从韩国、海南离岛免税的发展路径看，经营主体增加也主要出现在行业成熟阶段。

图 17：中韩两国居民购物转化率对比



资料来源：KFDA，海口海关，中国银河证券研究院测算

三、投资建议

整体而言，我们认为中国免税业回流消费的长期逻辑未变，并且在当前国内亟需扩消费的背景下，免税行业作为一种类消费券的商业形态，亦符合促消费政策“为消费者提供物美价廉的优质商品”的初衷。因此，我们认为当前时点中国已具备出台国人离境市内免税购物政策的基础与可行性。

重点标的：

(1) 中国中免：公司为全球免税行业龙头，已开设包括机场、边境、市内在内的 9 大类型免税店合计 200 家，覆盖超过 100 个城市。公司当前在市内免税业态的布局领先，控股子公司中免集团、中侨公司均拥有离境市内免税经营资质；2023 年，公司对中国出国人员服务公司进行增资扩股，持有 49% 股权；目前，中出服是国内唯一拥有进境市内免税经营资质的运营商，允许国人于归国 180 天内在其开设的市内免税店购买免税商品。

(2) 王府井：公司为全国规模最大的商业零售集团之一，拥有百货、购物中心、奥莱、超市等多个业态。2020 年，公司获财政部授予免税品经营资质，成为国内首家获得免税经营资质的地方百货企业。截止 1H23，公司零售主业快速复苏，实现归母净利 4.9-5.4 亿元/同比增长 29%-42%，恢复至 2019 年同期的 70%-77%。免税业务方面，公司海南万宁免税店已于 2023 年 1 月开业，目前正在积极筹备口岸免税和市内免税业务。

插图目录

图 1: 免税销售本质上是一种常态化的消费券	3
图 2: 2001-2019 年韩国免税业市场规模	4
图 3: 韩国人人均免税消费金额 (美元)	4
图 4: 2022 年以来韩国免税业销售恢复率	4
图 5: 中韩免税市场规模占全球比例	5
图 6: 中韩居民国内免税购物渗透率	5
图 7: 2018-2023 年 6 月海南城镇社零增速	5
图 8: 2018-2023 年 6 月海南城镇金银珠宝社零增速	5
图 9: 2020 年中免集团商品销售结构	5
图 10: 2019 年中免集团商品销售结构	5
图 11: 如何理解消费回流与不同免税渠道之间的关系?	6
图 12: 2014-2020 年全球免税业销售额占比 (按渠道)	7
图 13: 各大洲免税销售收入结构 (按渠道)	8
图 14: 韩国免税市场销售收入结构 (按渠道)	8
图 15: 新世界免税总销售额增长迅猛	11
图 16: 2010-2019 年韩国三大免税运营商市场份额	11
图 17: 中韩两国居民购物转化率对比	12

表格目录

表 1: 《关于恢复和扩大消费的措施》要点梳理	2
表 2: 2019 年以来扩大国内市场需求相关政策文件中免税部分表述	3
表 3: 不同免税渠道财务指标对比	7
表 4: 海南离岛免税政策调整历程	8
表 5: 市内免税、机场免税销售额、面积对比	9
表 6: 京沪市内免税店市场规模预测	9
表 7: 不同情景假设下京沪市内免税店销售额测算	10
表 8: 韩国免税市场发展情况及政策变动历程	10

分析师简介及承诺

顾熹闽，社会服务业首席分析师，同济大学金融学硕士。长期从事社服及相关出行产业链研究，曾任职于海通证券、民生证券、国联证券，2022年7月加入中国银河证券。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来 6-12 个月，行业指数相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

公司评级体系

未来 6-12 个月，公司股价相对于基准指数（沪深 300 指数）

推荐：预计超越基准指数平均回报 20%及以上。

谨慎推荐：预计超越基准指数平均回报。

中性：预计与基准指数平均回报相当。

回避：预计低于基准指数。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suyiyun_yj@chinastock.com.cn
程曦 0755-83471683 chengxi_yj@chinastock.com.cn

上海地区：李洋洋 021-20252671 liyangyang_yj@chinastock.com.cn
陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：田薇 010-80927721 tianwei@chinastock.com.cn
唐嫚玲 010-80927722 tangmanling_bj@chinastock.com.cn