

( 报告出品方/作者：太平洋证券，王湛 )

## 一、深耕免税数十载，行业地位遥遥领先

### (一) 战略明确，深耕免税

中国旅游集团中免股份有限公司于 1984 年成立，2009 年在 A 股上市。2008 年 3 月，公司（当时称中国国旅股份有限公司）由中国国旅集团公司以旅行社和免税业务相关资产整体重组改制，联合华侨城集团，共同发起设立。2009 年 10 月 15 日公司在上交所挂牌上市，股票代码为 601888。

剥离旅行社业务，注入海免公司。2019 年公司将旅行社业务剥离给母公司。2020 年，母公司也将其持有的海免公司 51% 的股权注入公司。母子公司通过业务调整解决了同业竞争问题，公司得以聚焦免税业务。截至目前，公司是唯一一家以免税业务为主业的 A 股上市公司。

聚焦免税业务。公司主要从事以免税业务为主的旅游零售业务，包括烟酒、香化、精品、服饰、电子产品等免税商品的批发、零售等业务。此外，公司还从事以免税业务为核心的商业综合体投资开发业务。公司下属全资子公司中免公司、中免投资公司分别负责公司的免税业务、旅游目的地商业综合体投资开发业务。

### (二) 国资委控股，管理经验丰富

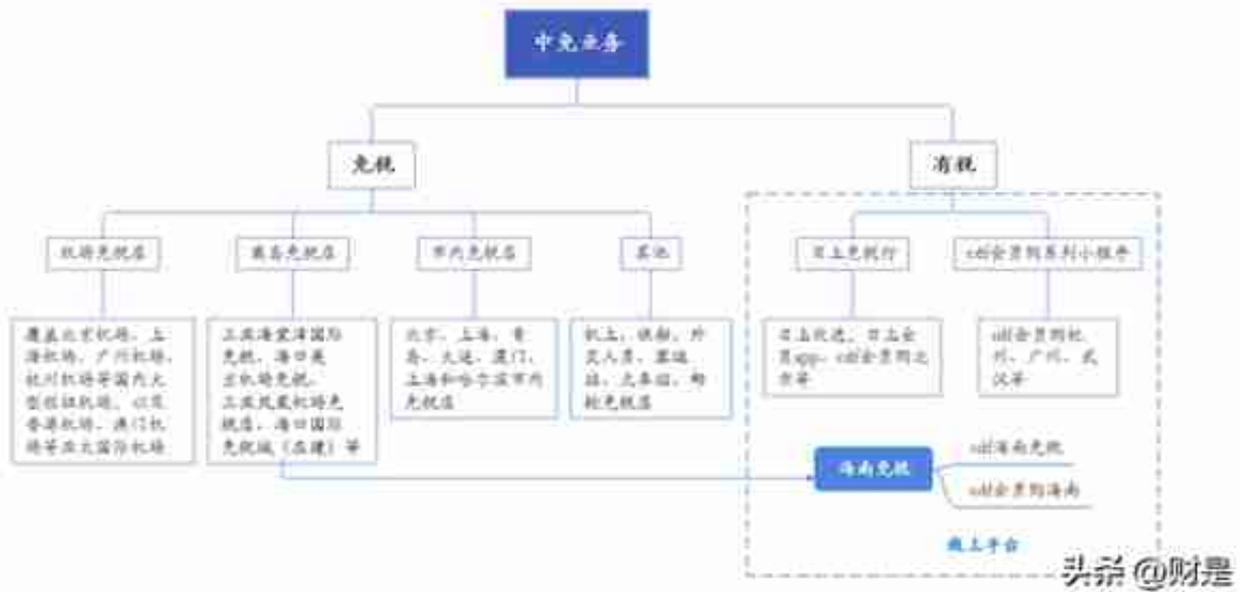
实际控制人为国资委。2016 年 7

月经国资委批准，国旅集团与港中旅集团公司实施重组，国旅集团整体并入港中旅集团（港中旅集团改名为中国旅游集团），成为其全资子公司。随后国旅集团将持有的中国国旅股权无偿划转至重组后的中国旅游集团。截至

2022Q1，中国旅游集团持股

53.3%，为上市公司控股股东，国资委为实际控制人。

图表 4: 中免业务结构



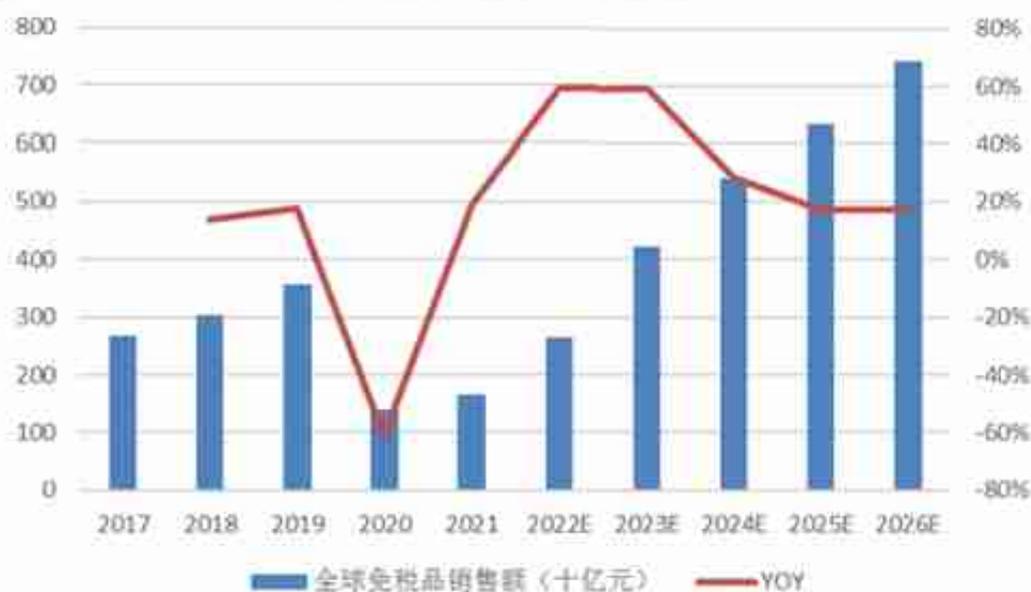
(四) 盈利稳定增长，费用控制良好

公司营收稳健增长。2017-2021 年，中国中免年收入从 282.82 亿元增加至 676.76 亿元，CAGR 为 24.4%。其中 2018 年旅行社业务贡献 26% 的收入，2019 年同比增幅缩小的原因是公司于 19 年 1 月剥离国旅总社。2021 年公司营收同比上升 28.7%，线上销售收入弥补客流减少带来的免税收入的降低。2022 年初受疫情管控影响部分店铺关闭，22Q1 公司收入同比-7.5%至营收 167.82 亿元，期间公司加大促销并鼓励线上购物，但疫情影响之下线下客流锐减、物流受限等仍然导致公司销售承压。

疫情期间毛利率下降，净利率上升。2017-2019 年，公司通过并购、协议和招标等多种方式 获得多个重点口岸的出入境免税经营权，公司免税零售业务占比大幅度提升，毛利率随之增长，带动销售净利率持续提升。2019-2021 年公司毛利率逐年下滑至 32.9%，主要因为相关税项提升、折扣力度加大以及疫情导致店铺临时闭店。分业务来看，2019 年公司免税/有税业务毛利率分别为 50%/31.6%，2021 年免税/有税毛利率分别为 37.8%/24.6%，同比于 19 年分别-12.2%/-7.0%。2017-2019 年，公司净利率总体呈上升趋势，期间 2018 年净利率出现短暂下滑，主要是由于机场租赁费高额增量导致销售费用大幅增加。2020-2021 年，受疫情影响，公司积极拓展线上业务，有税商品销售实现大幅增长，免税商品

销售占比下降，公司开展较多促销活动，导致毛利率下降，但销售费用率的大幅度下降反向拉动净利率的提升。

图表 14: 2017-2026E 全球免税市场规模



资料来源：弗若斯特沙利文，太平洋证券整理  
头条 @财经

全球免税产业集中度较高，集中在几家寡头公司。2014-2021年规模较强的企业营收增速较高，表明行业规模优势突出。2021年，全球免税行业 CR5 为 72.5%。瑞士 Dufry 集团在 2014 年通过收购 Naunce 成为免税业营收第一。此外，2015 年 8 月收购 WDF 后，集团在免税零售方面的实力进一步加强，于 2015-2019 年连续多年蝉联全球免税零售第一。中免的世界排名一路逆袭，到 2020 年成为世界第一大旅游零售商，主要通过收购其他免税商、占据核心免税业态点位以及疫情后海外消费回流。在免税市场中，大集团通过兼并收购进一步扩大自身实力，“强者恒强”的局面有望延续。

亚洲地区增长潜力巨大，免税市场表现优于有税。亚洲的旅游零售市场是全球占比最大增长最快的市场之一，2019 年占比 50.9%，17-19 年复合年增长率为 21.2%。免税零售在亚洲旅游零售市场占主导地位，2021 年亚洲旅游零售市场规模为 2181 亿元，其中免税零售达到 1406 亿元，占比 64.5%。得益于中国及亚洲其他国家政府支持及促进免税品市场发展的措施，亚洲免税销售表现显著优于有税市场，2017-2019 年免税/有税的复合增速分别为

28.4%/11%，2019-2021 年免税/ 有税的复合增速分别为-14.9%/-16.3%,疫情期间免税市场表现相对更加稳健。假设境外旅游市场 于 2023 年恢复，随着中国免税市场的扩展及海外免税消费的回流，中国及亚洲将成为全球旅游零售市场继续增长的重要动力，预计 2023-2026 年亚洲旅游零售整体增速 23.1%，免税/有税的复合 增速分别为 25.7%/17.6%。

图表 21：各免税运营商线上平台建设

公司简称	微信小程序	App
中国中免	cdf海南免税、cdf会员购海南、cdf会员购（北京、杭州、广州等）、中免日上等	cdf海南免税、中免日上、日上会员
海旅	海旅免税城、海旅免税会员购	海旅免税城
中出服	国药中服免税、国药中服会员购、CNSC甄选会员购	无
海控	海控全球精品城、海控全球精品会员购、海控GDI会员购	无
深免	深免全球购、深免DFS全球免税、深免集团会员购	无

资料来源：微信小程序、应用商店，太平洋证券整理

头条@财经

### (三) 免税商品价格优势助力消费升级

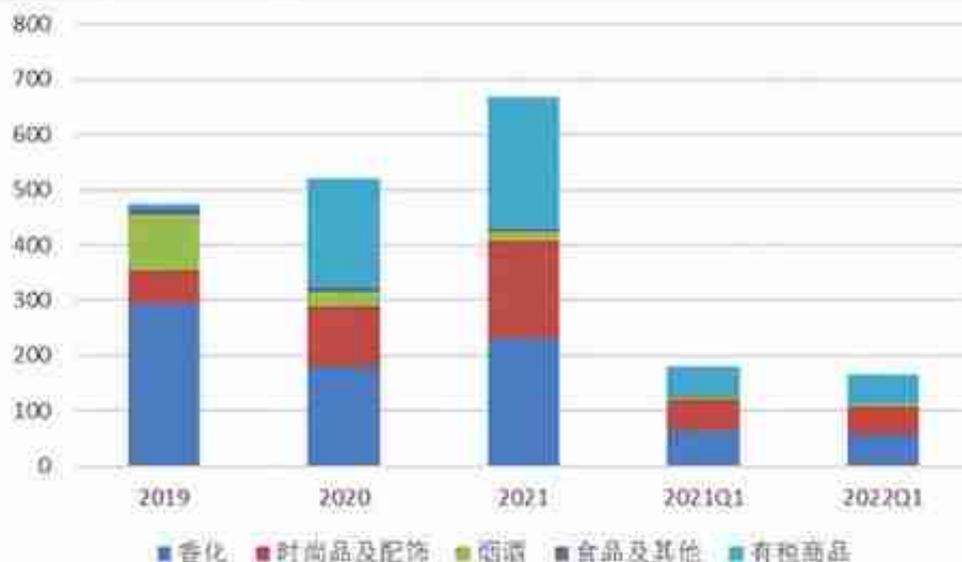
中等收入人群不断壮大，对消费产生积极影响。近年来中国经济发展迅速，人均收入逐渐提高，消费水平也随之上升，高端消费家庭数量不断增长。2021 年全国人均可支配收入达 3.5 万元，17-21 年 CAGR 为 7.8%。据胡润研究院发布的数据表明，2021 年我国步入富裕/高净值/超高净值/国际高净值阶段的 家庭共有 507.7/205.9/13.3/8.9 万户，相比 2017 年增加了10.4%/10.7%/10.0%/12.7%。90 后 00 后成消费主力。90 后与 00 后正值 18—32 岁，其中 90 后开始成为社会中坚力量、具有稳定收入，00 后逐步走向职场，由他们组成的新生代消费群体，展现出巨大的消费力。根据麦肯锡发布的《2019 中国奢侈品消费报告》，相较于 70 后和 80 后，90 后更偏爱通过免税渠道购买 奢侈品，免税渠道消费意愿提升至 20%。

中国个人奢侈品市场规模高增。2021 年，虽然全球个人奢侈品市场基本恢复至 2019 年水平，但由于出境游受限，大部分中国消费者依然选择境内购买奢侈品。继 2020 年取得 48%的增长之后，贝恩咨询预计中国境内个人奢侈品市场 2021 全年将实现 36%的增长，达到近 4710 亿元人民币。从全球范围来看，中国境内市场占全球奢侈品消费总额从 2019 年的约 12%上升至

2021 年的 21% 左右。2020 年以来受新冠疫情影响，全球奢侈品消费市场低迷，但中国境内市场由于购物环境的改善以及出国受限的因素，大量消费回流，实现市场规模逆势增长，预计 2025 年中国境内市场将 成为全球最大奢侈品市场。

疫情使“消费回流”加速。全球新冠疫情爆发导致跨境旅游人数锐减，2020 年中国出境游人数仅 2023 万人次，同比下降 86.9%。疫情前跨境旅游是境外奢侈品消费的重要渠道，疫情使这部分消费者转向国内市场消费。2020 年中国境内市场在中国消费者全球奢侈品消费中的占比达到 70% 至 75%，创历史新高。2021 年，得益于消费回流趋势的延续，该比例进一步上升至 90% 以上。当前尽管中国疫情得到较好控制，但全球疫情反复不断，出境旅游需求仍受抑制。未来出入境放开后，随着国内购物环境的改善、商品价格差距的缩小以及购物习惯的养成，仍将有部分奢侈品消费留在国内。

图表 35：2019-2022Q1 按商品种类划分的业务收入变化（亿元）



资料来源：招股书，太平洋证券整理

头条 @财经

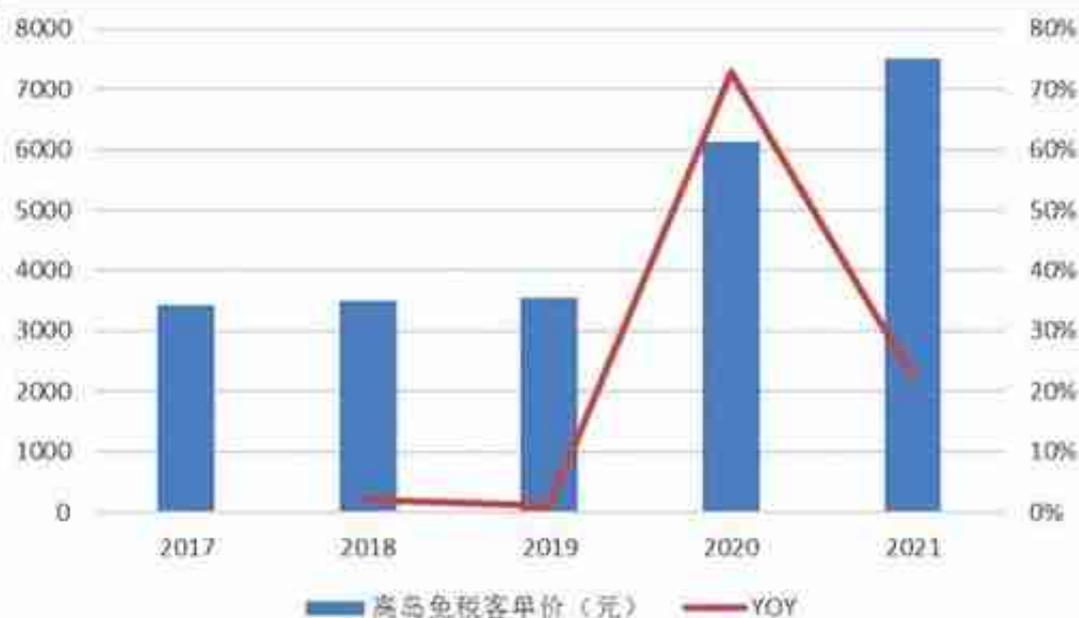
### 三、免税有税业态丰富，线上线下载局完善

#### (一)业务齐全，具有规模优势

免税零售网络建设完善，渠道优势明显。截至 2022Q1，中免已在全国 30 多个省、市、自治区和柬埔寨等地设立了涵盖机场、机上、边境、客运站、火车站、外轮供应、外交人员、邮轮和市内九大类型 193 家免税店，销售渠道覆盖北京机场、上海机场、广州机场、杭州机场等国内大型枢纽机场，以及中国香港机场、中国澳门机场等亚太国际机场、三亚离岛免税城等。疫情后离岛渠道贡献主要收入。经过近 40 年的发展和资本投入，公司建立了全国最大和最全面的免税零售网络。2019 年口岸免税收入占比为 66.3%，离岛免税收入占比只有 38.7%。2021 年公司拥有国内 184 家和境外 9 家门店，其中口岸免税店/离岛店/市内免税店/其他分别为 123/5/11/54 家，2021 年收入占比分别 25.1%/69.5%/1.6%/3.8%，离岛免税业务在疫情期间后来居上。

涵盖免税和有税业务，提供众多品牌商品。2019 年疫情前有税占比仅为 11.5 亿元，占比 2.4%。疫情后中免线上业务快速增长，有税收入占比节节攀升。中免为应对疫情风险，扩大新零售业务规模，推进免税预订、完税商品销售平台业务。2021 年公司免税/有税业务分别实现收入 429.4/240.1 亿元，占比分别 63%/36%，其中免税业务按商品类型分类，香化/时尚品及配饰/烟酒/食品及其他收入分别占比 34%/26%/3%/1%。截至 2022Q1，公司提供超过 1200 个来自世界各地的品牌、31.6 万个商品组合。

图表 40：2017-2021 年离岛免税客单价



资料来源：海口海关，太平洋证券整理

头条 @财经

免税主体发力，离岛免税吸引力增强。离岛免税新政放宽了单笔购物金额和总购物额度的限制。随着海口美兰机场二期投入使用，免税店经营面积达 22 万平方米，品种上也由香化产品占主导，增加了更多的首饰、手表、箱包、服装、电子产品品牌，丰富消费者选择。2021 年海南省新增的“邮寄送达”和“返岛提取”两种提货方式，也提升了旅客购买酒水、箱包等大件商品的积极性。销售额和客单价大幅提升，市场潜力有待挖掘。继 2020 年海南离岛免税销售额同比实现翻番后，2021 年海南离岛免税销售额 504.9 亿元，同比增长 83%。客单价从 2017 年的 3436.16 元大幅提升至 2021 年的 7518.8 元。未来海南省免税店将引进更多知名品牌，丰富经营品种，完善商品结构，持续挖掘消费潜力。预计到 2025 年，海南离岛免税消费市场规模将有望突破 1600 亿元，成为全球最大的免税市场。

## 2. 三亚免税店

三亚深受游客欢迎，为免税店带来巨大流量。2019 年三亚接待过夜游客人数达

2294.55 万人次，同比增长 9.3%，2020

年受新冠肺炎疫情影响，三亚接待过夜游客人数下滑明显，2021 年开始恢复增长，2021 年三亚接待过夜游客人数达 2162.04 万人次，较 2020 年增了 447.64 万人次，同比增长 26.11%。2022H1，三亚市接待过夜游客 675.49 万人，恢复至 19 年同期的 72.5%，客流恢复情况良好，具备引流优势。

三亚国际免税城为目前主力门店。三亚国际免税城由中免子公司-国旅投资集团投资 50 亿元建设，坐落于三亚海棠湾。一期于 14 年 9 月 1

日正式营业，总建筑面积约 12 万平方米，商业面积 7.2

万平方米，是全球规模最大的单体免税店。二期-河心岛项目于 20 年 1

月开业，建筑面积约 6.5 万平方米，商业面积 3.2

万平方米，主要进行有税商品销售和餐饮，通过步行景观桥与

一期直接连通，业态互补。

免税城营收良好,客单价逐年上升。2015-2021 年，三亚国际免税城的购买人数从 101 万人上升至 350 万人左右，进店购买率从 23.77%上升到

60.34%。三亚免税店城的营收从 2019 年的 104.65 亿元大幅增加至 2021

年的人民币 361.10 亿元，CAGR 为 85.7%。客单价也逐年增加，2017 年客单

价为 4644 元，2021 年客单价接近 1 万。节假日期间三亚免税购物持续火爆。在

2021 年国庆期间，三亚国际免税城接待的日均游客数量超过 2.1

万人，日均销售收入超过人民币 1.72 亿元。支撑中免近半业绩。2017

年三亚国际免税城营业收入和归母净利润仅分别占中免总业绩的 21.51%和

35.96%，此后占比呈现逐年递增态势。2021 三亚国际免税城实现营业收入

361.10 亿元，实现归母净利润 46.65 亿元，分别占中免总收入和归母净利润的

51.43%和 48%，是中免业绩的重要来源。接待能力是影响销售额增长的主要瓶颈。

三亚国际免税城目前分为两期，一期是免税购物，二期以经营有税品牌和餐饮为

主，单个品牌销售空间有限，旺季游客十分拥挤，免税经营面积受到限制。为了能

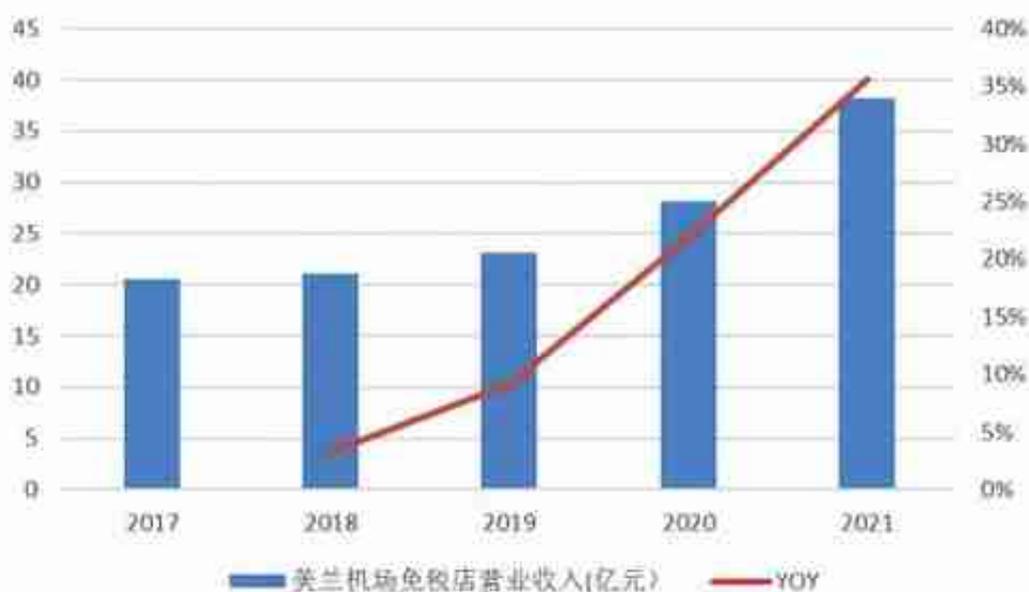
吸纳更多品牌和商品，三亚国际免税城进行扩建，三期国内国际名品消费中心的建

成将有效弥补现有营业面积的不足，进一步提高公司免税业务的核心竞争力。一期

2 号地项目

也正在进行中，专注引入高奢品牌，助力三亚离岛免税购物消费场所升级。

图表 47：2017-2021 年美兰机场免税店营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

头条 @附庸

美兰 T2 投运，免税店面积接近翻倍。2021 年 12 月海口美兰机场新建 T2 航站楼投运，T2 航站楼免税店同步开业。T2 航站楼面积约 30 万平方米，新投运的 T2 航站楼免税商业面积 9313 平方米，使得机场免税店面积接近翻倍。T2 投入使用后，计划到 2025 年可满足年旅客吞吐量 3500 万人次，推动客流量的进一步增长。目前 T2 航站楼主要为海航和南航的航班起落，航线以国内一二线城市为主，推测购买力更强，店内品牌和布局仍在持续的优化调整中，预计后期会逐步释放业绩。免税渗透率有较大上升空间。根据美兰空港公司年报，美兰机场免税购物人数从 2017 年的 110 万人次增长至 2019 年的 127 万人次，CAGR 达到 7.4%，2021 年购物人数恢复至 2019 年的 80%。美兰机场免税渗透率逐年提升，2021 年达到 5.76%，但相较于三亚国际免税城近 5 年的平均进店购买率 38.45% 仍有较大上升空间。一方面是因为美兰机场免税渗透率分母为旅客吞吐量，而三亚店分母为进店人数，造成机场免税购买率偏低；另一方面三亚以旅游客流为主，消费属性更强，购物人数占比会更高；海口商务氛围更浓，导致购买率差异。

市内免税店打开离岛免税空间。2019 年海口日月广场免税店和琼海博鳌免税店开业。海口免税店位于海口市 CBD

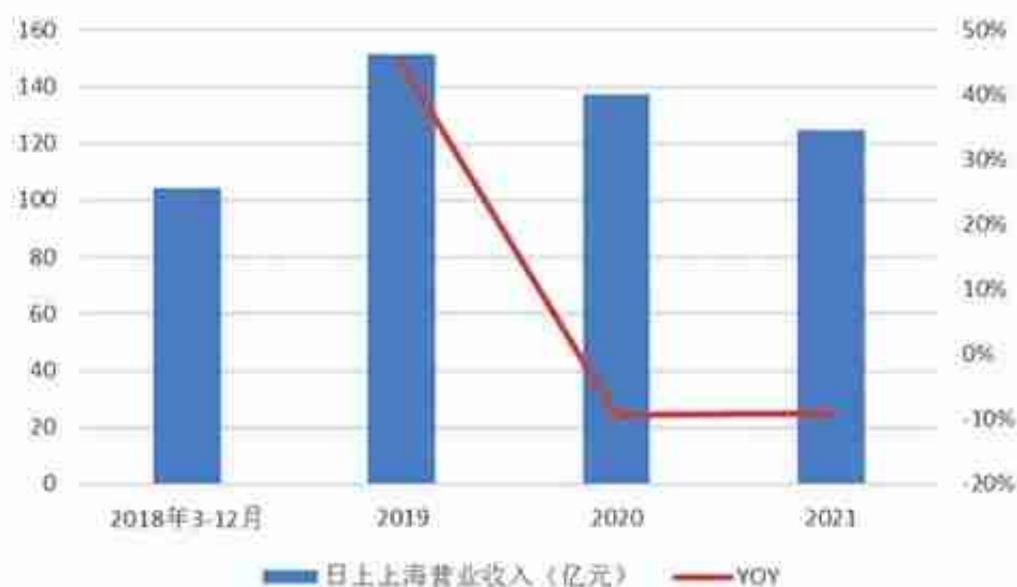
核心区域日月广场的射手座、双子座 L 层，经营面积是 2.2 万平方米。琼海博鳌免税店位于琼海市博鳌亚洲论坛景区内，经营面积 4200 平方米，规模较小。随着 2021 年海发控全球精品免税店在日月广场的开业，日月广场形成了免税商圈，客流更加集中，辐射范围更大。

### (三)机场免税：补充协议改善盈利能力，国际客流有待恢复

口岸免税店曾是中免最广泛的免税渠道。截至 2022Q1，公司共经营 123 家口岸免税店，其中 58 间位于机场，5 间位于陆路边境及其他（如火车站、跨境汽车站和港口等），基本占据了国内绝大部分口岸免税资源。口岸免税渠道疫情前是公司最主要的收入来源，2019 年收入占比超 60%。机场免税渠道包括出境免税和入境免税。机场有得天独厚的客流优势，从全球来看，超过一半的免税销售发生在机场。机场出境免税并无太多限制，而进境免税则经历了从限制到放开的过程。15 年之前，机场进境免税只开设于北京、上海等城市。15 年 4 月，国务院会议决定增设和恢复口岸进境免税店，16 年，财政部颁布《关于口岸进境免税店政策的公告》，在广州白云、杭州萧山、成都双流等 13 家机场，及深圳福田、皇岗等 6 家水陆口岸各设 1 家口岸进境免税店。中免完成北上广一线城市和二线核心省会城市的机场免税布局。2017 年，中免先后中标广州机场、昆明机场、青岛机场、南京机场、成都机场、乌鲁木齐机场进境免税店。2017 年 4 月中免中标香港机场烟酒标段，迈出国际化的重要一步；7 月中免收购日上中国 51% 股权，随后中免中标首都机场 T2 航站楼，日上中国中标 T3 航站楼。2018 年 2 月中免收购日上上海 51% 股权，7 月日上上海中标浦东及虹桥机场免税运营权。19 年 3 月中免中标北京大兴机场。至此公司完成口岸免税的主要布局，免税业务市场份额得到明显提升。

强大客流基础将为机场免税销售奠定基础。上海浦东机场国际旅客吞吐量位居全国第一，国际及地区吞吐量由 17 年 3471.53 万人次增至 19 年 3851.36 万人次，CAGR 为 5.3%。首都机场国际及地区旅客吞吐量由 17 年 2564.45 万人次增加至 19 年 2757.43 万人次。2019 年北京首都国际机场、上海浦东国际机场、广州白云国际机场的国际及地区旅客吞吐量占全国机场国际及地区旅客吞吐量总数的 90% 以上，为公司机场免税业务贡献高额稳定收入。受疫情影响，浦东机场和首都机场国际及地区旅客吞吐量下降 8-9 成。未来随着客流恢复，机场免税店的增长空间仍较大。

图表 57：2017-2021 年日上上海营业收入



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

头翁@财经

### 1) 上海机场补充协议。2021 年 1

月，日上上海与上海机场签订免税店租金补充协议，新协议中租金取决于疫情的进展及浦东机场国际及港澳台地区航线客流的恢复情况。根据补充协议，当月实际国际客流 $\leq$ 2019

年月均实际国际客流 $\times 80\%$ 时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，“月实际销售提成”根据“人均贡献”、“月实际国际客流”进行测算，并纳入“客流调节系数”、“面积调节系数”等调节指标。新协议下，2020年日上上海向上海机场交纳租金费用为 11.56 亿元，同比下降

### 77.81%。2) 首都机场补充协议。2021

年，中免与首都机场签订了第三合同年（2020.2.11-2021.2.10）的补充协议，经营费的计算方式为：在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费。中免应付第三合同年经营费为 2.8 亿元，共计对 2021 年 Q3 的归母净利润的影响金额为 11.4 亿元。

### 3) 白云机场补充协议。2021 年 1 月 1

日起仍采取保底、提成取高的方法，但在月保底销售额的计算中加入月客流调节系数与月面积调节系数；当国际客流低于疫情前 80%，月保底销售额按照 19 年 12

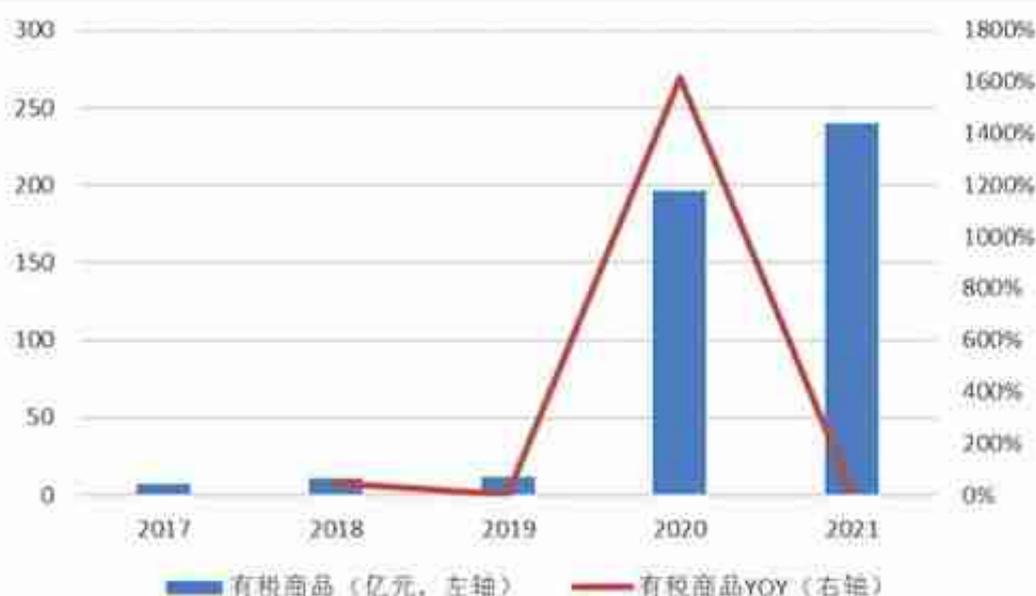
月为基数，不执行递增条款；当国际客流高于疫情前 80%，月保底销售额以上年度月保底销售额为基数，执行递增条款。2020-2022H1，白云机场合计减免中免在租金 7.5 亿元。

未来出入境恢复后租赁费用较疫情前下降。在上海机场补充协议下，当未来客流恢复至 2019 年 80%-100%水平上时，保底金额按照 2019 年合同约定的保底提成(2021 年为 35.25 亿,2022 年起为 43.75 亿),比按实际客流缴纳的租金更为优惠;而当客流超出原先预计年客流区间后,原先的保底提成变为天花板，中免销售额越高，则意味着实付租金对应的扣点率越低。

#### (四)市内免税：积极布局市内业务，等待政策落地

市内免税店潜力有待挖掘。我国的市内免税目前具体可分为两种形态，一种为归国人员市内免税店，针对入境后半年内的国人给予 5000 元/人的免税额度。另一种为市内出境免税店，目前政策仅针对即将离境的境外人士在店内预订，机场提货。由于对购物人群、购物条件和免税额度限制较多，我国市内免税渠道发展较慢，在整个免税市场占比较低。

图表 65：2017-2021 年有税商品营业收入



资料来源：招股书，太平洋证券整理

头条 @财经

## 四、竞争优势显著，全方位提高运营能力

### (一)强大并购整合能力，兼有体量和流量优势

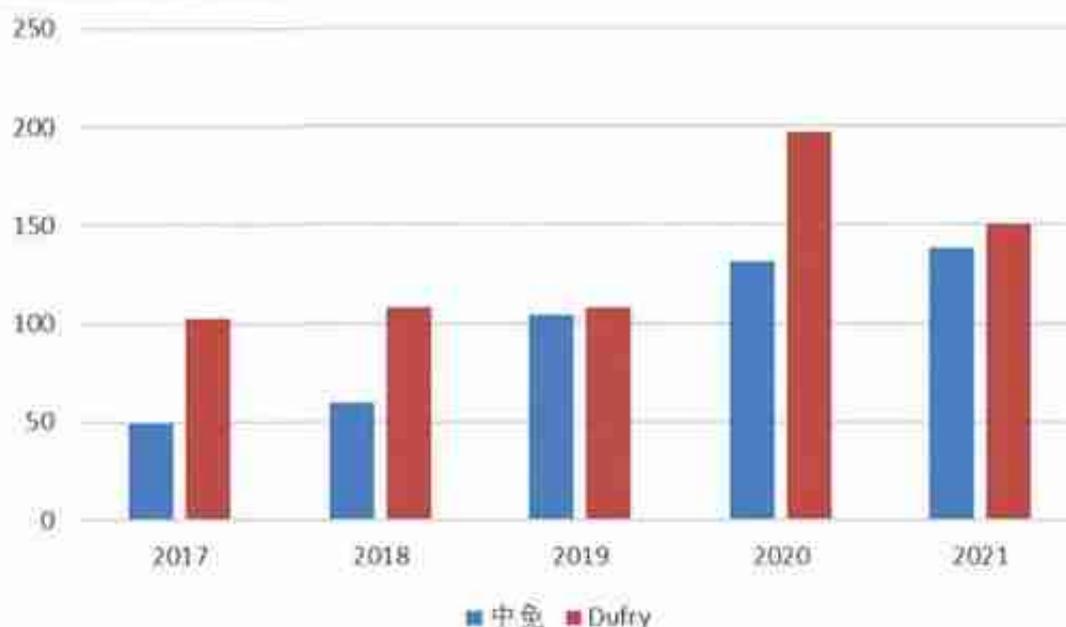
全球最大的旅游零售运营商，具有规模优势。2021年，全球前五大旅游零售商按销售收入计 占市场份额达72.5%，而中免位列第一，市场份额为 24.6%。2021年中国前五大免税旅游零售商 按销售收入计占旅游零售市场的98.5%。中免处于绝对领先地位，市场份额为 86.0%。2019-2021，中免营收和归母净利润 CAGR 分别为 18.7%和50.8%。根据弗若斯特沙利文的资料，这一增速远高于全球其他头部旅游零售运营商的同期增速。公司规模的不扩大为公司在商业谈判中带来更大的话语权，从而可以持续优化采购商业条款，全方位提升盈利能力。

拥有强大的并购整合能力，门店流量占绝对优势。从 2017 年到 2021 年，公司先后完成日上 中国 51%股权、日上上海 51%的股权及海免 51%股权的收购，进一步完善零售网络。对日上的收购 使公司能够顺利拿下北京和上海的机场的免税运营权。收购海南省免税品使中免得以在离岛免税市场中占据领先的市场份额，充分享有离岛免税政策带来的利好。

### (二)上游：供应链整合能力卓越，品牌和品类优势显著

中免集团采用集中采购的模式，规模优势带来议价能力。中免直接与全球各不同品牌商签订合同采购产品，相较于国内其他免税运营商，多年的合作关系以及大额的订单让公司与供货商的关系更加紧密，因此，品牌商往往愿意向公司提供更大幅度的优惠、折扣及返利，从而降低公司的采购单位成本，这也保障公司向客户提供更优惠的价格。公司的直采模式能确保商品从品牌商 直接运送到公司物流仓库，减少中间环节，保障了商品的品质，有助于建立稳健的品牌形象，并 吸引客户实现长期复购。此外，公司和品牌商深度合作，共同设计产品、包装等细节。

图表 73：中免和 Dufry 存货周转天数（天）



资料来源：公司公告，太平洋证券整理

头条@财经

#### (四)下游：精准匹配顾客需求，营销推广力度大

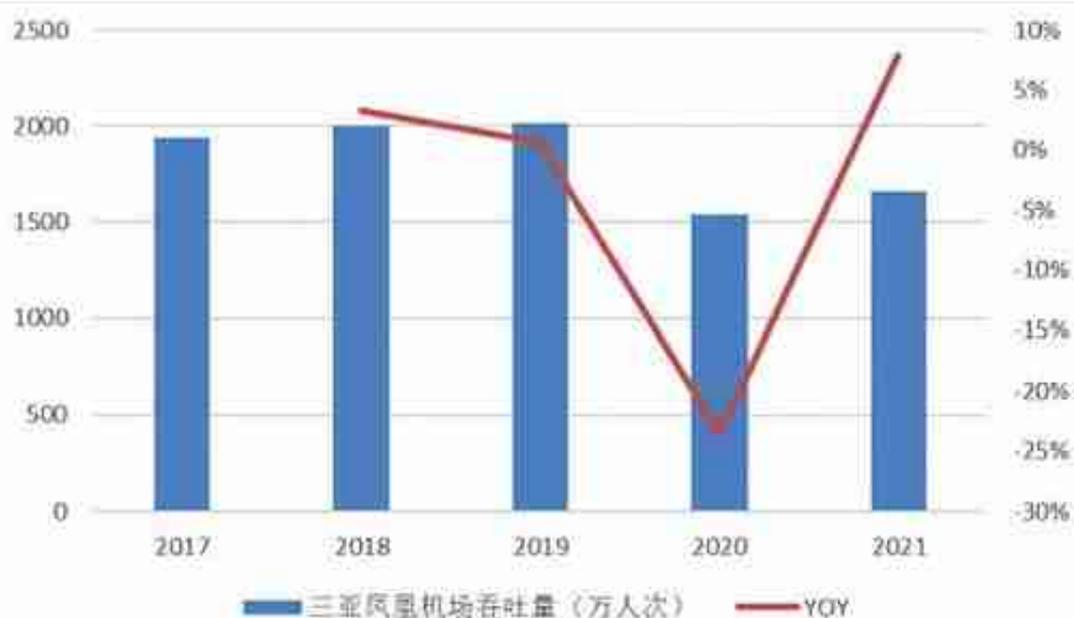
重视营销推广实现引流。中免以会员营销、海南一体化营销和在线营销等为着力点，并通过大力度的各类营销推广活动，提高营销策略的有效性。公司通常会在每年的旺季（例如暑假、中秋节、国庆节和春节）举行四到五个公司范围的促销活动，如中免新春云上购物节、中免 618 促销活动、中免海南离岛免税购物节、中免海南离岛免税年终盛典等。公司整合了内部市场资源和外部营销资源，例如品牌合作伙伴的资源，以扩大活动影响力。同时会根据商品的受欢迎程度对它们应用不同的销售策略。多元化媒体营销，提升品牌形象。公司通过主流社交媒体（例如微博、微信、抖音、小红书等）开展营销活动，增加公司免税业务的曝光度，为线上线下业务引流。在直播业务蓬勃发展的背景下，公司与品牌合作推出了联合直播活动，以促进销售。公司会邀请网络红人、关键意见领袖分享他们在线下门店的购物体验，并提升品牌形象。

## 五、国内新项目稳步推进，国际化布局积极探索

## (一)海口国际免税城：免税购物新地标，计划今年开业

海口国际免税城计划今年开业。海口国际免税城自 2019 年 8 月以来开工建设，预计将在 2022 年年底前开始运营，总投资额约为人民币 50 亿元，估计销售面积约为 15 万平方米。仿效三亚国际免税城的成功经验，海口国际免税城将成为一个以免税业务为核心，有税零售、餐饮、娱乐、休闲、酒店等其他业务协同发展的旅游零售综合体。截止 2022 年 8 月底，海口国际免税城工程建设招商落位运营筹备工作进度良好，超过 800 个品牌确认入驻，推广和宣传工作即将全方位展开。交通便利，坐拥千万港口客流。免税城距离海南省最大的客运码头新海港直线距离 2 千米，是港口离岛游客必经之路，方便每年近千万的乘船游客旅游购物。2018、2019 年新海港旅客吞吐量分别为 1039 万、1008 万人次，2021 年吞吐量恢复至 2019 年的 89%。新海港未来计划承接秀英港的全部旅客及汽车运输业务，潜在客流量可观。海口未来客源更加多样，释放购物潜力。三亚免税的主要客源是游客，海口的客源构成比三亚更多样，包括游客（尤其是自驾游游客）、商务客流、本地居民，毗邻琼州海峡的海口国际免税城开业将让广东、广西游客的购物更加便利，消费群体扩大，海口免税收入会进一步提升。海南离岛免税市占率将回升。2020 年中免在海南离岛免税的市占率约为 95%，2021 年底市占率下滑到 86%左右。随着中免 2022 年 9 月底海口国际免税城的开业，中免的免税经营面积将大幅增长，带动离岛免税市场格局发生重大变化，实现海口、三亚南北并重的局面，中免市占率预计回升到 90%以上。

图表 80：2017-2021 年三亚凤凰机场旅客吞吐量



资料来源: wind, 太平洋证券整理  
头条@财经

#### (四)港股上市，资金用途广泛

赴港融资，摊薄预计可控。2022年6月30日，公司向港交所再次提交上市申请。2022年8月19日，公司H股发行的最终价格为每股158港元，总募资金额约为162.36亿港元。H股于2022年8月25日在香港联交所主板挂牌并开始上市交易，引入的9家基石投资者包括主权基金、境内外大型长线基金、大型央企及产业链上下游龙头，阵容强大。短期预计有一定摊薄影响，长期来看赴港融资有助于增强公司资金实力，助力公司业务扩张。

巩固国内渠道，拓展海外布局。就IPO募资用途而言，中免拟用于投资（包括新店和老店）8家机场免税店，20家其他口岸免税店，20个有税旅游零售项目，投资11家市内免税店，开设6家海外的市内免税店等。2022年8月31日，中免使用H股募集资金向中免国际增资，主要用于中免国际在香港投资设立全资子公司中免国际新零售有限公司，该公司主要负责组织开展海外线上零售业务。中免还将收购两到三家海外旅游零售运营商，主要聚焦中国游客常去的热门旅游目的地等。同时，

公司有望通过港股上市加深与国际资本和全球免税零售龙头的合作，加速亚洲机场免税市场布局。改善供应链效率，线上线下相互赋能。疫情结束后线上平台仍然会继续发展，中免将持续整合线上线下业务平台，开发智能商品采购系统和完善综合会员管理系统，实现前台、中台、后台的统一。线上平台收集的大数据将为供应商提供消费需求信息，为消费者改进购物体验，实现商品服务向内容服务的转变。为了突破实体店面积的制约，公司正在海口新海港和三亚建立并投入使用自动化分拣仓库，提高分拣配送效率，有利于更多的品牌在线上呈现。海外线上平台也在推进，公司计划以香港和深圳前海为中心来进行跨境线上销售，希望复制柬埔寨、中国港澳门的本地直邮到家、旅客提前预定送货等模式，配合线下门店做线上线下互相引流。

（本文仅供参考，不代表我们的任何投资建议。如需使用相关信息，请参阅报告原文。）

精选报告来源：【未来智库】。