

推荐 (维持)

零关税、低税率成海南自贸港第一阶段主基调，免税额度、品类进一步放宽——海南自贸港专题系列之一

2020年06月02日

#### 相关报告

《从中国香港、新加坡、迪拜及公开信息,看海南自贸港对离岛免税影响》, 2020-03-17

《中免近期动态复盘,海南免税价格优势愈发明显》, 2020-02-25

《2019H1 海南离岛免税销售情况解析》, 2019-07-13

分析师:

刘嘉仁  
liujr@xyzq.com.cn  
S0190518080001

熊超  
xiongchao@xyzq.com.cn  
S0190517080005

代凯燕  
daiky@xyzq.com.cn  
S0190519050001

研究助理:  
王越  
wangyue94@xyzq.com.cn

#### 投资要点

- **事件:** 6月1日,中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》。方案明确了海南自由贸易港的实施范围为海南岛全岛,并从总体要求、制度设计、分步骤分阶段安排、组织实施这四个方面进行全面阐述。发展目标为到2025年,初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系;到2035年,成为我国开放型经济新高地;到本世纪中叶,全面建成具有国际影响力的高水平自由贸易港。
- **市场准入大幅放宽,鼓励类企业所得税率降低至15%,离岛免税购物限额提升且品类扩增,新增岛内免税。** (1) **市场准入:** 大幅放宽,非禁即入。2025年前,实行“极简审批”投资制度,制定出台海南自由贸易港放宽市场准入特别清单、外商投资准入负面清单;2035年前,实现投资自由便利,除特殊领域外,全面放开投资准入。(2) **税收制度:** 零关税、低税率(鼓励类产业企业,减按15%征收企业所得税)、简税制。(3) **免税政策:** 对岛内居民消费的进境商品,实行正面清单管理,允许岛内免税购买。对实行“零关税”清单管理的货物及物品,免征进口关税、进口环节增值税和消费税。清单内容由有关部门根据海南实际需要和监管条件进行动态调整;放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元,扩大免税商品种类。
- **多因素共同发力,海南“离岛免税”和“岛内免税”销售额将有望大幅提升。** (1) **离岛免税。** 1) **潜在购物人群,** 2019年海南离岛客流量为3,000万人次,通过扩建新海港和美兰机场,规划儋州机场、东方通用机场和红塘湾机场的建设,预计未来来岛游客数量将进一步增加,暂不考虑规划中的机场,设计客流量至少可达到4,604-4,854万人次。2) **进店率,** 近年来,三亚国际免税城的进店率均呈上升趋势。海南已形成2家机场免税店+2家市内免税店+2家免税体验店+各离岛渠道设置提货点的线下免税网络,未来还将新增一批免税店和提货点,继续提升进店率。3) **购物率,** 近年来购物率呈上升趋势,2019年海南离岛客流口径整体购物率12.8%,海南线上免税店优化升级,推出“线上购买,机场提货”的旅购模式,增设离岛补购商城,增加购物人群。新政策进一步丰富免税购买商品,显著提升游客购物率。4) **客单价,** 近年来客单价逐年上升,2019年海免、三亚免税城客单价分别为2,000元和4,823元。在新政策提高限额和扩大免税商品范围的影响下,海南离岛游客人均消费额有望从当前的454元提升至普通中国游客(剔除代购)在韩人均免税消费额——6000-10000元左右,在不考虑游客增长的情况下,离岛免税规模有望超1800亿元。(2) **在岛免税。** 从海南居民与全国居民人均消费支出的对比可见,海南本地居民人均消费支出低于全国居民人均消费支出,但具有较强消费潜力:常住人口平稳增长,社零总额保持较高增速。
- **有序竞争下的海南免税市场,国旅多方面优势明显。** 我们认为国旅具备明显的先发优势、地理优势、物业优势及规模优势。
- **投资建议:** 重点关注海南相关标的,包括中国国旅(离岛免税额度提升、品类增加、所得税率下降直接利好,此外自贸港方案下海南游客人次有望大幅增加,为免税店带来庞大游客基数)、宋城演艺(三亚项目受益于所得税率下降与海南旅游市场向好)、凯撒旅业(总部迁至三亚,与三亚市政府深度合作,免税业务持续推进)、众信旅游(商务会奖业务将受益,与海南省文旅厅签署战略合作协议)、首旅酒店(旗下南山景区位于三亚)、三特索道(旗下猴岛索道、浪漫天缘等业务位于三亚)。

风险提示:宏观经济下行风险、极端自然天气风险、公司治理风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

## 目录

1、海南自贸港建设总体方案发布 .....	4 -
1.1、与旅游业相关的重点政策简评 .....	4 -
1.2、与“免税”相关政策要点梳理（具体点评在后文） .....	5 -
2、税收政策：与海外成熟自贸港税收制度相比，差距缩小 .....	8 -
3、离岛免税进一步放开：扩品类增额度，多项积极因素促进销售额快速提升 .....	10 -
3.1、离岛免税政策持续放开，新政将扩品类及增额度 .....	10 -
3.2、机场、港口旅客吞吐量将持续提升，岛内外潜在购物人群可观 .....	11 -
3.3、线下新增免税店、体验店，线上商城接连推出，进店率获益增长 .....	15 -
3.4、扩大免税商品范围，不断改善购物率指标 .....	16 -
3.5、新政策综合影响下，客单价提升 .....	17 -
4、海南本地不离岛居民将成新增免税潜在消费人群 .....	18 -
5、自贸港新政下，海南离岛免税市场空间测算 .....	19 -
5.1、测算方法介绍 .....	19 -
5.2、剔除代购影响后，赴韩中国游客客单价仍超 6000 元 .....	20 -
5.3、海南离岛免税市场规模测算 .....	21 -
6、有序竞争下的海南免税市场，国旅先发优势明显 .....	22 -
6.1、先发优势 .....	22 -
6.2、地理优势 .....	22 -
6.3、物业优势 .....	24 -
6.4、规模优势 .....	24 -
7、海南企业所得税率下降对国旅利润的影响测算 .....	25 -
8、投资建议 .....	26 -
9、风险提示 .....	27 -
图 1、海南省离岛免税销售额影响指标 .....	11 -
图 2、海南省与广东省之间无跨海大桥 .....	12 -
图 3、海口美兰机场出港客流量（万人次） .....	12 -
图 4、三亚凤凰机场出港客流量（万人次） .....	12 -
图 5、博鳌机场出港客流量（万人次） .....	12 -
图 6、琼州海峡轮渡运输离港客流量（万人次） .....	12 -
图 7、新海港展示图 .....	13 -
图 8、新海港临港生态城规划图 .....	13 -
图 9、海口美兰机场扩建展示图 .....	14 -
图 10、不同口径下三亚免税国际城进店率 .....	15 -
图 11、影响离岛免税店进店率的积极因素 .....	16 -
图 12、海南离岛购物率（以海南离岛游客为分母） .....	16 -
图 13、海免购物率（以海南离岛游客为分母） .....	16 -
图 14、三亚免税城购物率（以海南离岛游客为分母） .....	17 -
图 15、三亚免税城购物率（以免税城进店游客为分母） .....	17 -
图 16、海免客单价及增速 .....	17 -
图 17、三亚国际免税城客单价及增速 .....	17 -
图 18、海南与全国居民人均消费支出对比（元） .....	18 -
图 19、海南省常住人口（万人） .....	19 -
图 20、海南社会消费品零售总额（亿元） .....	19 -
图 21、海南离岛免税市场规模的两种计算方法 .....	20 -
图 22、2019 年中国游客在韩国免税销售额结构 .....	21 -
图 23、2020 年 6 月国旅在海南免税店的地理位置 .....	23 -

图 24、海口市接待过夜游客数量（万人） .....	23 -
图 25、三亚市接待过夜游客数量（万人） .....	23 -
图 26、琼海市接待过夜游客数量（万人） .....	24 -
图 27、海南省分县市接待过夜游客结构 .....	24 -
图 28、海口国际免税城效果图 .....	24 -
图 29、三亚国际免税城展示图 .....	24 -
图 30、国旅在海南的规模优势有利于降低费率 .....	25 -
表 1、中国香港、新加坡及迪拜税收对比 .....	9 -
表 2、海南“离岛免税”政策变迁过程 .....	10 -
表 3、海南省各机场、港口设计运力 .....	14 -
表 4、海南省交通基础设施规划与建设 .....	14 -
表 5、政策变化后，客单价可能会增加的离岛游客 .....	18 -
表 6、中国游客在韩国免税购物率 .....	20 -
表 7、中国普通游客人均消费的敏感性分析 .....	21 -
表 8、海南离岛免税市场规模的敏感性分析 .....	22 -
表 9、国旅离岛免税的发展历程 .....	22 -
表 10、海南减税对国旅利润的影响测算 .....	26 -

## 报告正文

## 1、海南自贸港建设总体方案发布

6月1日，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》。方案明确了海南自由贸易港的实施范围为海南岛全岛，并从总体要求、制度设计、分步骤分阶段安排、组织实施这四个方面进行了全面阐述。整体发展目标为：到2025年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；到2035年，成为我国开放型经济新高地；到本世纪中叶，全面建成具有国际影响力的高水平自由贸易港。

## 1.1、与旅游业相关的重点政策简评

1) 实施更加便利的出入境管理政策。逐步实施更大范围适用免签入境政策，逐步延长免签停留时间。优化出入境边防检查管理，为商务人员、邮轮游艇提供出入境通关便利。……（2025年之前重点推进）将外国人免签入境渠道由旅行社邀请接待扩展为外国人自行申报或通过单位邀请接待免签入境。放宽外国人申请免签入境事由限制，允许外国人以商贸、访问、探亲、就医、会展、体育竞技等事由申请免签入境海南。实施外国旅游团乘坐邮轮入境15天免签政策。

**简评：2019年海南共接待国内外游客8,314万人次，其中入境游客仅为142万人次，占比仅为1.7%，与海南国际旅游岛的定位相去甚远。海南省作为国内唯一一个考核入境游客人次的省份，将会大幅放宽签证政策，方便外国游客来海南旅游，但如何真正吸引外国游客，依然需要海南拿出高质量的、差异化的旅游产品才行。**

3) 坚持生态优先、绿色发展，围绕国际旅游消费中心建设，推动旅游与文化体育、健康医疗、养老养生等深度融合，提升博鳌乐城国际医疗旅游先行区发展水平，支持建设文化旅游产业园，发展特色旅游产业集群，培育旅游新业态新模式，创建全域旅游示范省。加快三亚向国际邮轮母港发展，支持建设邮轮旅游试验区，吸引国际邮轮注册。设立游艇产业改革发展创新试验区。支持创建国家级旅游度假区和5A级景区。

**简评：以免税业为核心的国际旅游消费中心建设依然被放在很重要的地位，另外邮轮、游艇业务受到重视，有望成为海南旅游产品差异化的来源。**

4) 建设海南国际设计岛、理工农医类国际教育创新岛、区域性国际会展中心，扩大专业服务业对外开放。……（2025年之前重点推进）举办中国国际消费品博览会，国家级展会境外展品在展期内进口和销售享受免税政策，免税政策由有关部门具体制定。

**简评：会展业有望成为海南旅游重点产业之一，经营商务会奖业务的旅行社如中青旅、凯撒旅业、众信旅游有望受益。**



5) 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。……税收管理部门按实质经济活动所在地和价值创造地原则对纳税行为进行评估和预警。……避免成为“避税天堂”。

**简评：**近年来多家文旅企业将总部落户海南，但能否享受到所得税优惠税率，依然需要按照“实质经济活动所在地和价值创造地原则”，并不是总部注册地址改到海南就行。海南不会成为类似于霍尔果斯、开曼群岛的避税地。

#### 2025 年之前重点推进：

6) 实施更加开放的航空运输政策。在对等基础上，推动在双边航空运输协定中实现对双方承运人开放往返海南的第三、第四航权，并根据我国整体航空运输政策，扩大包括第五航权在内的海南自由贸易港建设所必需的航权安排。支持在海南试点开放第七航权。允许相关国家和地区航空公司承载经海南至第三国（地区）的客货业务。实施航空国际中转旅客及其行李通程联运。对位于海南的主基地航空公司开拓国际航线给予支持。

**简评：**关于各级航权的定义比较复杂，简而言之就是海南以后有望开辟更多国内航司以及国际航司从海南往返国外的航线，航班供给量增加使得国际航线票价降低，吸引外国游客。

7) 允许境外理工农医类高水平大学、职业院校在海南自由贸易港独立办学，设立国际学校。推动国内重点高校引进国外知名院校在海南自由贸易港举办具有独立法人资格的中外合作办学机构。

**简评：**海南希望通过低税率以及良好的发展前景吸引各行各业人才落户海南，势必要为其子女提供配套的高质量教育资源，高质量的公办学校和民办学校都有望受益。

8) 从本方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。对在海南自由贸易港设立的旅游业、现代服务业、高新技术产业企业，其 2025 年前新增境外直接投资取得的所得，免征企业所得税。对企业符合条件的资本性支出，允许在支出发生当期一次性税前扣除或加速折旧和摊销。对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15% 的部分，予以免征。

**简评：**旅游业作为海南重点产业之一，旅游企业势必会享受到 15% 的优惠税率，但依然需要是在海南有实质性运营。此外，海南还通过阶段性所得税免除来吸引旅游、现代服务、高新技术行业中的外资企业落户海南，进一步推动海南国际化进程，同时也反映出海南希望在这些重点产业适当引入竞争。

### 1.2、与“免税”相关政策要点梳理（具体点评在后文）

#### ● 发展计划：循序渐进，不急功近利

**（1）2025 年前，做好封关运作准备工作。**制定出台海南自由贸易港进口征税

商品目录、限制进口货物物品清单、禁止进口货物物品清单、限制出口货物物品清单、禁止出口货物物品清单、运输工具管理办法，以及与内地海关通关单证格式规范、与内地海关通关操作规程、出口通关操作规程等，增加对外开放口岸，建设全岛封关运作的配套设施。

**(2) 到 2025 年，初步建立以贸易自由便利和投资自由便利为重点的自由贸易港政策制度体系；**

**(3) 到 2035 年，自由贸易港制度体系和运作模式更加成熟**，以自由、公平、法治、高水平过程监管为特征的贸易投资规则基本构建，实现贸易自由便利、投资自由便利、跨境资金流动自由便利、人员进出自由便利、运输来往自由便利和数据安全有序流动；

(4) 到本世纪中叶，全面建成具有较强国际影响力的高水平自由贸易港。

**坚持底线思维。坚持稳扎稳打、步步为营，统筹安排好开放节奏和进度，成熟一项推出一项，不急于求成、急功近利。**深入推进简政放权、放管结合、优化服务，全面推行准入便利、依法过程监管的制度体系，建立与国际接轨的监管标准和规范制度。加强重大风险识别和系统性风险防范，建立健全风险防控配套措施。完善重大疫情防控体制机制，健全公共卫生应急管理体系。开展常态化评估工作，及时纠偏纠错，确保海南自由贸易港建设方向正确、健康发展。

#### ● 市场准入：大幅放宽，非禁即入

**大幅放宽海南自由贸易港市场准入**，强化产权保护，保障公平竞争，打造公开、透明、可预期的投资环境，进一步激发各类市场主体活力。

**制度方面，1) 实施市场准入承诺即入制。**严格落实“非禁即入”，在“管得住”的前提下，对具有强制性标准的领域，原则上取消许可和审批，建立健全备案制度，市场主体承诺符合相关要求并提交相关材料进行备案，即可开展投资经营活动。备案受理机构从收到备案时起，即开始承担审查责任。对外商投资实施准入前国民待遇加负面清单管理制度，大幅减少禁止和限制条款。**2) 建立健全公平竞争制度。**强化竞争政策的基础性地位，确保各类所有制市场主体在要素获取、标准制定、准入许可、经营运营、优惠政策等方面享受平等待遇。政府采购对内外资企业一视同仁。加强和优化反垄断执法，打破行政性垄断，防止市场垄断，维护公平竞争市场秩序。

**2025 年前，实行“极简审批”投资制度。**制定出台海南自由贸易港放宽市场准入特别清单、外商投资准入负面清单。对先行开放的特定服务业领域所设立的外商投资企业，明确经营业务覆盖的地域范围。建立健全国家安全审查、产业准入环境标准和社会信用体系等制度，全面推行“极简审批”制度。深化“证照分离”改革。建立健全以信用监管为基础、与负面清单管理方式相适应的过程监管体系。

**2035 年前，实现投资自由便利。**除涉及国家安全、社会稳定、生态保护红线、重大公共利益等国家实行准入管理的领域外，全面放开投资准入。在具有强制性标准的领域，建立“标准制+承诺制”的投资制度，市场主体对符合相关要求作出承诺，即可开展投资经营活动。

● **税收制度：零关税、低税率、简税制**

**按照零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段的原则，逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度。**

**制度来看：**1) **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。2) **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。3) 结合我国税制改革方向，探索推进简化税制。改革税种制度，降低间接税比例，实现税种结构简单科学、税制要素充分优化、税负水平明显降低、收入归属清晰、财政收支大体均衡。4) 税收管理部门按实质经济活动所在地和价值创造地原则对纳税行为进行评估和预警，制定简明易行的实质经营地、所在地居住判定标准，强化对偷漏税风险的识别，防范税基侵蚀和利润转移，避免成为“避税天堂”。积极参与国际税收征管合作，加强涉税情报信息共享。加强税务领域信用分类服务和管理，依法依规对违法失信企业和个人采取相应措施。5) **分阶段。**按照海南自由贸易港建设的不同阶段，分步骤实施零关税、低税率、简税制的安排，最终形成具有国际竞争力的税收制度。

**2025 年前，1) 实行部分进口商品零关税政策。**除法律法规和相关规定明确不予免税、国家规定禁止进口的商品外，对企业进口自用的生产设备，实行“零关税”负面清单管理；对岛内进口用于交通运输、旅游业的船舶、航空器等营运交通工具及游艇，实行“零关税”正面清单管理；对岛内进口用于生产自用或以“两头在外”模式进行生产加工活动（或服务贸易过程中）所消耗的原辅料，实行“零关税”正面清单管理；2) **优化税收政策安排。**从本方案发布之日起，对注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按 15% 征收企业所得税。对在海南自由贸易港设立的旅游业、现代服务业、高新技术产业企业，其 2025 年前新增境外直接投资取得的所得，免征企业所得税。对企业符合条件的资本性支出，允许在支出发生当期一次性税前扣除或加速折旧和摊销。对在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才，其个人所得税实际税负超过 15% 的部分，予以免征。对享受上述优惠政策的高端人才和紧缺人才实行清单管理，由海南省商财政部、税务总局制定具体管理办法。

**2035 年前，进一步推进财税制度改革。**对注册在海南自由贸易港并实质性运营的企业（负面清单行业除外），减按 15% 征收企业所得税。对一个纳税年度内在海南自由贸易港累计居住满 183 天的个人，其取得来源于海南自由贸易港范围

内的综合所得和经营所得，按照 3%、10%、15% 三档超额累进税率征收个人所得税。扩大海南地方税收管理权限。企业所得税、个人所得税作为中央与地方共享收入，销售税及其他国内税种收入作为地方收入。授权海南根据自由贸易港发展需要，自主减征、免征、缓征除具有生态补偿性质外的政府性基金，自主设立涉企行政事业性收费项目。对中央级行政事业性收费，按照中央统一规定执行。中央财政支持政策结合税制变化情况相应调整，并加大支持力度。进一步研究改进补贴政策框架，为我国参与补贴领域国际规则制定提供参考。

● **免税政策：岛内居民可岛内免税购买，离岛免税限额提高到 10 万，品类将增加**

(1) 对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。清单内容由有关部门根据海南实际需要和监管条件进行动态调整。

(2) 放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。

(3) 2025 年前，深化产业对外开放。举办中国国际消费品博览会，国家级展会境外展品在展期内进口和销售享受免税政策，免税政策由有关部门具体制定。

## 2、税收政策：与海外成熟自贸港税收制度相比，差距缩小

自由贸易港是当今世界最高水平的开放形态。目前，国际上对自由贸易港尚无明确定义。不同国家或地区根据各自的政策文件或习惯对其有不同的称谓，如自由港、自由区等，但其核心内容差异不大。一般是指，设在一国（或地区）境内关外、货物资金人员进出自由、绝大多数商品免征关税的特定区域，是目前全球开放水平最高的特殊经济功能区。香港、新加坡、鹿特丹、迪拜都是比较典型的自由贸易港。

相比于国际自由贸易港，中国内地的税收制度复杂且税种名目也更多。目前，中国一共有 18 个税种，包括增值税、消费税、营业税、企业所得税、外商投资企业和外国企业所得税、个人所得税、资源税、城镇土地使用税、房产税、城市房地产税、城市维护建设税、耕地占用税、土地增值税、车辆购置税、车船税、印花税、契税、烟叶税、关税、船舶吨税；其中，涉及流转环节的税种主要包括增值税、消费税、关税等。



表 1、中国香港、新加坡及迪拜税收对比

	中国海南（计划）	中国内地（非自贸区）	新加坡	中国香港	迪拜
企业所得税	（1）2025 年前：鼓励类产业企业：15%；旅游业、现代服务业、高新技术产业企业； （2）2025 年前新增境外直接投资取得的所得，免征； （3）2035 年前：15%	0-25%	0%-17%	0-16.5%	（1）自贸区内，企业 50 年内免征； （2）自贸区外，外资银行 20%，石油和石化公司 55%，其余免征
个人所得税	（1）2025 年前：高端人才和紧缺人才：15%； （2）2035 年前：纳税年度在海南自贸港累计居住满 183 天，按照 3%、10%、15% 三档超额累进税率征收	0-45%	0%-22% 超额累进税率	0%-17% 超额累进税率	（1）无个人所得税； （2）对具有阿联酋公民身份的迪拜居民征收 5% 社会保障税
关税	（1）离岛免税商品：关税为 0；  （2）其他商品：1）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。2）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（或取消消费税和增值税）。	绝大多数商品均需征关税，具体税率不一而足	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，除酒类、烟草制品、机动车辆和石油制品外，其余商品均免征	酒类、烟草、碳氢油类及甲醇四类商品征收关税，其余免征	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，酒类 50%、烟草制品关税 100%、其他商品 5%
消费税		（1）烟、酒、化妆品、首饰珠宝、成品油、汽车轮胎、小汽车、高尔夫球及球具、高档手表、游艇、木制一次性筷子、实木地板会征收消费税； （2）其他商品免征	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，除酒类、烟草制品、机动车辆和石油制品外，其余商品免征	无	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，①电子烟及设备使用液体、烟草、功能饮料 100%，碳酸饮料 50%，在进口或生产环节征收；②酒 30%，在零售环节征收
增值税		（1）部分生活必需消费品（如粮食、自来水、饲料等）为 9%； （2）其他商品为 13%	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，7%	无	（1）自贸区内，所有商品免征； （2）自贸区外，原油、天然气、交通行业，以及教育、医疗保健、房地产行业部分细分领域免征，其他为 5%

资料来源：中国国务院官网、新加坡海关、迪拜税务局、驻迪拜总领馆经商室、香港海关、兴业证券经济与金融研究院整理

建设海南自由贸易港，是我国推进自贸试验区改革开放的重要探索。从目前已发布的政策来看，海南自贸港建设将按照**零关税、低税率、简税制、强法治、分阶段**的原则，逐步建立与高水平自由贸易港相适应的税收制度。

### 3、离岛免税进一步放开：扩品类增额度，多项积极因素促进销售额快速提升

#### 3.1、离岛免税政策持续放开，新政将扩品类及增额度

表 2、海南“离岛免税”政策变迁过程

	实施时间	文件名称	政策对象	免税品种类	购买次数、免税额度		免税品件数	购买渠道及方式
					非岛居民	岛内居民		
初步政策	2011.4	财政部：《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》	年满 18 周岁，乘飞机离开海南本岛但不离境的国内外旅客，包括海南省居民	共 18 种	每年 2 次，每次 5000 元	每年 1 次，每次 5000 元	-	海口、三亚两家试点
	2012.11.1	财政部：《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	调整为年满 16 周岁	新增 3 种	每次 5000 元增至 8000 元	每次 5000 元增至 8000 元	放开几类商品单次购物数量限制	“即购即提，先征后退”
	2015.3.20	财政部：《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	新增 17 种	-	-	放开 10 类商品单次购物数量限制	-
后续调整政策	2016.2.1	财政部：《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	-	取消次数限制，每年总额度 16000 元	-	小件物品：全年购买数量限制由 8 件增至 12 件大件物品：全年购买次数限制 2 次，1 次限制买 1 件，单件免税额度 8000 元，超出部分要交行邮税	同意实体免税店开设网上销售窗口
	2017.1.15	财政部：《关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	增加乘火车离岛的旅客	-	-	-	-	离岛时凭本人火车票、购物凭证、身份证等在海口火车站提货点提取所购免税商品并携带离岛
	2018.11.28	财政部：《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》	-	增加部分家用电器医疗器械商品	每年总额度 30000 元	取消次数限制，每年总额度 30000 元	-	-
	2018.12.27	财政部《关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告》	年满 16 周岁乘轮船离岛旅客	-	-	-	-	旅客凭离岛船票及有效身份证件，可以在离岛免税购物商店及网上销售窗口购买免税商品

2020

暂未出

扩大免  
税商品  
种类(具  
体品类  
未明)

每年总额  
度 10 万元

每年总额度  
10 万元

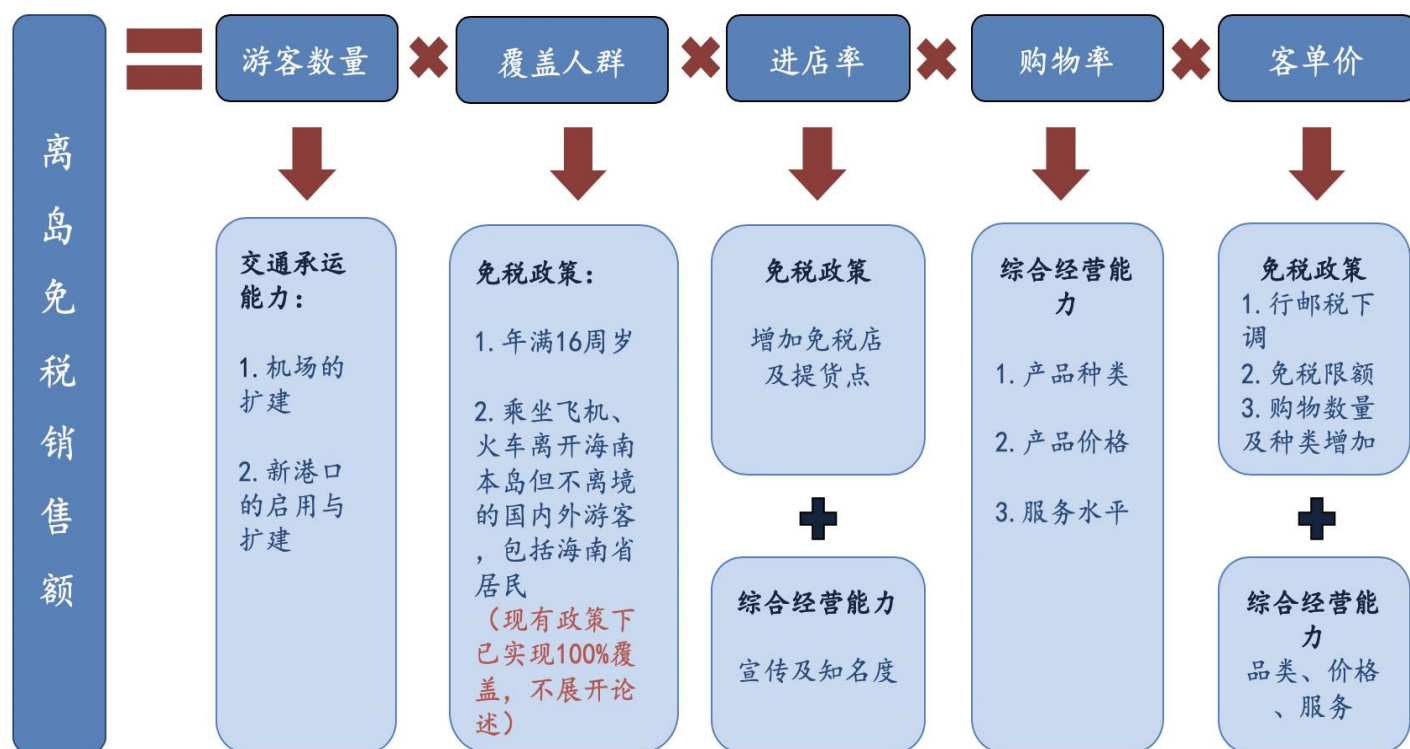
暂未提及

暂未定

资料来源：财政部官网、海南省人民政府网、兴业证券经济与金融研究院整理

目前,离岛免税销售额=离岛游客数量\*离岛免税覆盖人群比例\*进店率\*购物率\*客单价,在离岛免税政策放开后,海南基础设施更完善,将影响上述公式中的任意一项,从而提升海南离岛免税规模。

图 1、海南省离岛免税销售额影响指标



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、机场、港口旅客吞吐量将持续提升，岛内外潜在购物人群可观

#### ● 海南与大陆间无跨海大桥，进出岛的交通工具为飞机和轮船

进岛方式主要为飞机和轮船，近年来进岛人数逐年增长。由于技术与自然条件限制，海南与大陆间无跨海大桥，进出海南岛的交通工具主要为飞机与轮船，而汽车与火车也得通过轮渡才能过海。目前，海南的民用机场共三个，分别为三亚的凤凰国际机场、海口的美兰国际机场，以及琼海的博鳌机场；港口两个，新海港和秀英港。2019年，海南离岛客流量为3000.16万人次。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 2、海南省与广东省之间无跨海大桥



资料来源：百度地图、兴业证券经济与金融研究院整理

图 3、海口美兰机场出港客流量（万人次）

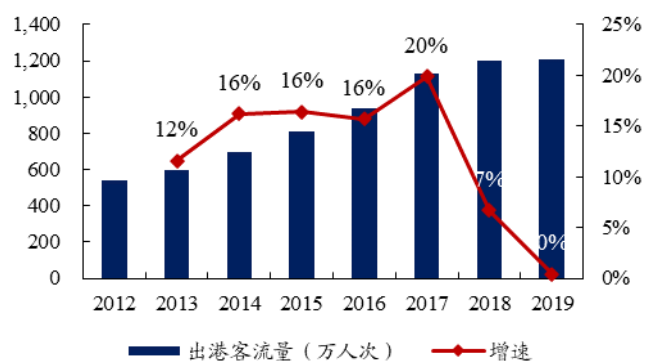
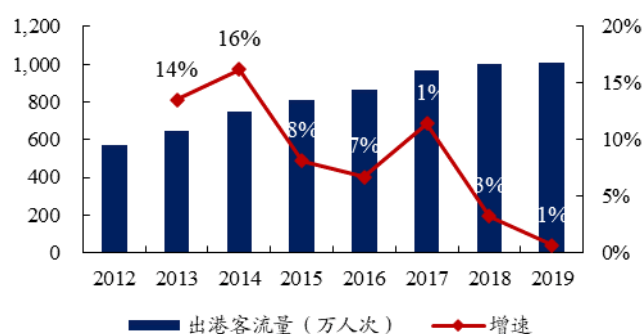


图 4、三亚凤凰机场出港客流量（万人次）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：海口美兰机场出港客流量由三亚凤凰机场出港客流量占整体客流量的比重估计得到，该比值长期稳定在 50%

图 5、博鳌机场出港客流量（万人次）

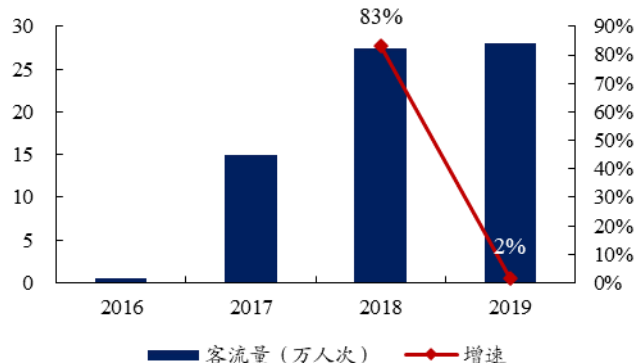
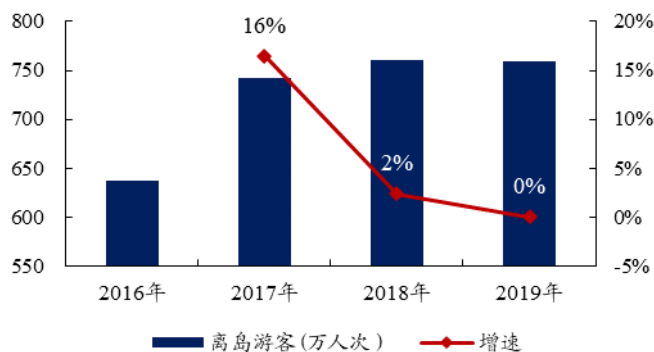


图 6、琼州海峡轮渡运输离港客流量（万人次）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：广东省琼州海峡轮渡运输管理办公室、兴业证券经济与金融研究院整理



### ● 新海港正式投入使用

2008 年，海口市政府开始启动了海口港新港区建设，目前，已完成新海港一、二期码头及天翔路的建设，已建成 18 个 1 万总吨级客货滚装泊位，三期项目已开工。待全部项目建设完成后，通过能力将达到汽车 480 万辆车次、旅客 3300 万人次，吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40 万吨。

另外还规划新海港临港生态城。海口市新海港临港生态新城核心功能包括：跨海客货滚装轮渡、动车高铁旅客过海、水上直飞、创新消费服务、临港金融配套、临港自贸平台、临港生活服务、国际旅游服务。

图 7、新海港展示图



资料来源：海口日报、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、新海港临港生态城规划图



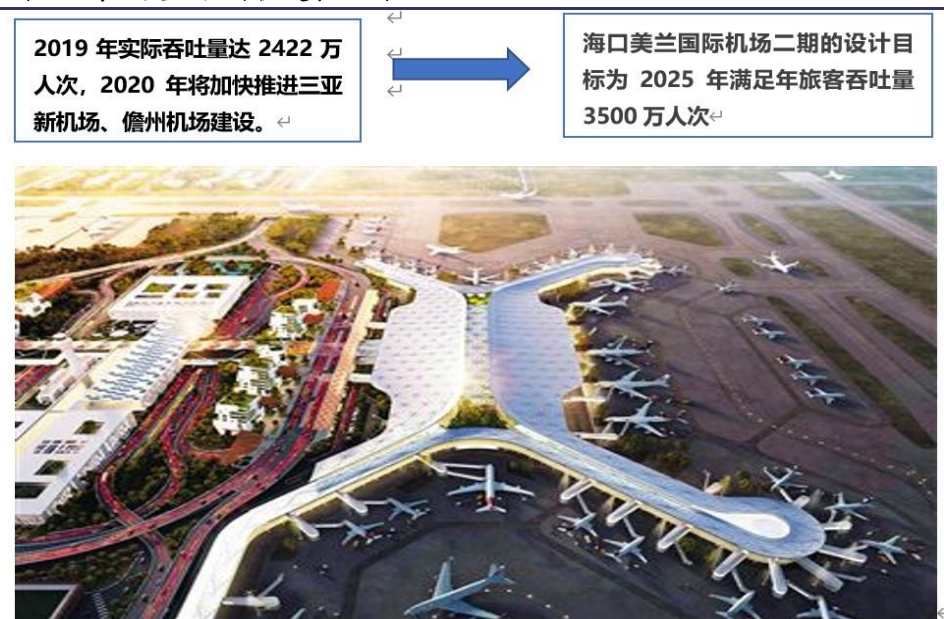
资料来源：海口市自然资源和规划局、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 超负荷运转的机场将扩建

海口美兰机场于 2005 年 12 月份投入使用，当初的设计容量是 930 万人次；近几年，海口美兰机场一直处于超负荷状态，2019 年的实际吞吐量达到了 2422 万人次。因此，美兰机场二期项目加速扩建，2020 年 6 月 30 日完成主体工程，同年年底具备通航条件，到 2025 年满足年旅客吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40 万吨的目标。

此外，2020 年 4 月，东方通用机场通过了中国民用航空海南安全监管局的检测，预计今年 5 月将正式投入使用。2020 年海南省政府会议提出进一步推进三亚红塘湾机场、儋州机场的建设。

图 9、海口美兰机场扩建展示图



资料来源：海南日报、兴业证券经济与金融研究院整理

### ● 未来海南游客将快速增加

2019 年离岛客流量约为 3000 万人次，待美兰机场二期工程、新海港三期工程竣工运营后，海南空运、海运运力将会大幅度提升。按照设计运力，可达到 4604-4854 万人次。

表 3、海南省各机场、港口设计运力

	项目	2019 年实际离港客流量 (万人次)	设计运力 (万人次)	设计离港客流量 (万人次)
已运营	美兰机场	1207.2	3500	1750
	凤凰机场	1005.16	2000-2500	1000-1250
	博鳌机场	28	48	24
	琼州海峡	759.8	3300	1650
待运营	儋州机场	——	360	180
总运力		3000.16		4604-4854

资料来源：三亚市人民政府、海南省人民政府、中国民用航空局、兴业证券经济与金融研究院整理

三亚凤凰机场和琼州博鳌机场的实际客流量已超过其设计客流量，亟待扩建或增设新机场，如果考虑到已有规划的红塘湾机场、东方通用机场二期工程等，未来海南客流量还将进一步增加。

表 4、海南省交通基础设施规划与建设

时间	内容	意义
2019 年 9 月	新海港临港生态城规划公示，建综合交通枢纽	发展定位为“一枢纽、三中心、两地”
2020 年 4 月	东方通用机场二期工程	一期项目已投入运营，二期工程将重点发展航空旅游，计划开通 500

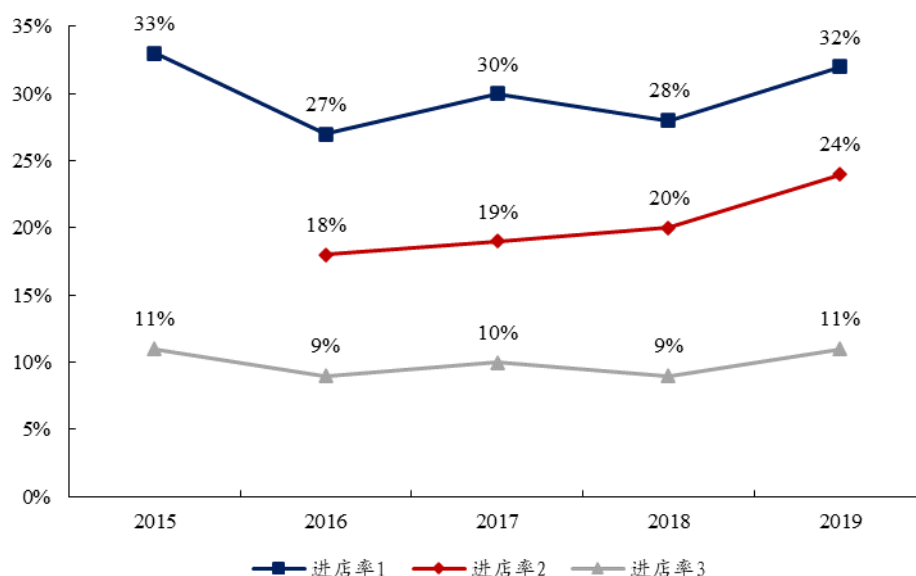
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

		公里内短途客运
2020 年	海南省政府会议提出进一步推进三亚红塘湾机场、儋州机场的建设	加强海南省空运能力,缓解交通压力
资料来源:海南日报、海南省政府官网、兴业证券经济与金融研究院整理		

### 3.3、线下新增免税店、体验店，线上商城接连推出，进店率获益增长

三种计算口径下，三亚国际免税城进店率均呈现上升趋势，2019 年新增海口日月广场和琼州博鰲两家市内免税店，进店率上涨势头更为显著。

图 10、不同口径下三亚免税国际城进店率



资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

备注: 进店率 1 为三亚免税店进店人数/三亚过夜游客人数;

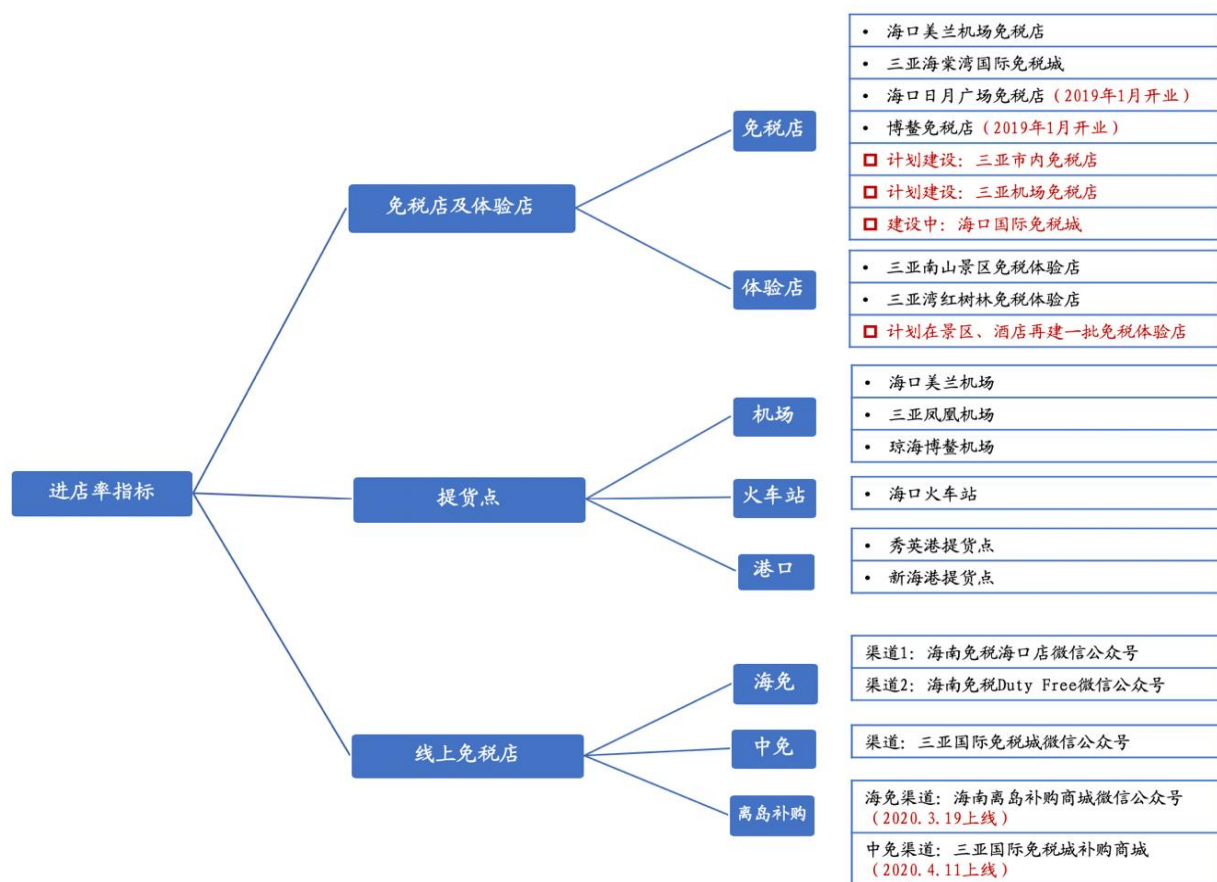
进店率 2 为三亚免税店进店人数/海南离岛游客人数;

进店率 3 为三亚免税店进店人数/海南过夜游客人数

2020 年初，为减少疫情对免税店的冲击，海南线上免税店也不断创新优化，离岛补购商城上线。同年 4 月，三亚湾红树林度假世界和南山旅游景区新开业两家免税体验店，至此形成 2 家机场免税店+2 家市内免税店+2 家免税体验店+各离岛渠道设置提货点的线下免税网络。

并且进店率的上升趋势将会延续。进店率指标与免税购买渠道和购物便利程度息息相关，免税店及体验店数量、提货点数量的增加、线上免税店服务的完善将对进店率产生积极影响。在离岛免税政策进一步开放的未来，海南将持续新增一批免税店、免税体验店和提货点，持续提升游客的进店率。

图 11、影响离岛免税店进店率的积极因素



资料来源: 海南本地宝、海南日报、海南省政府官网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.4、扩大免税商品范围, 不断改善购物率指标

近年来购物率呈上升趋势。由于免税店产品种类丰富, 价格优势较为明显, 且创新了“网上购物、机场提货”的新模式, 购物率稳步上升。

图 12、海南离岛购物率 (以海南离岛游客为分母)

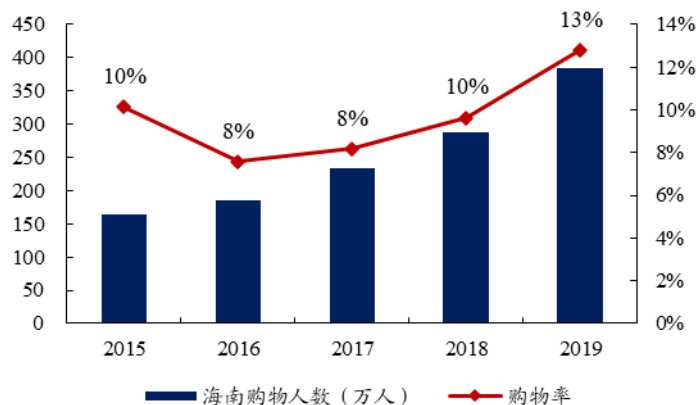
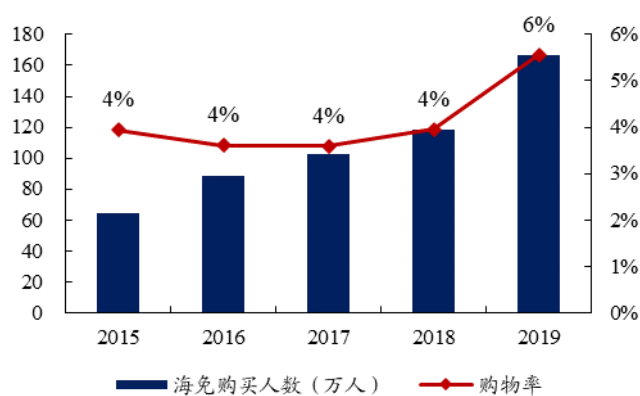


图 13、海免购物率 (以海南离岛游客为分母)



资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源: Wind、兴业证券经济与金融研究院整理



图 14、三亚免税城购物率（以海南离岛游客为分母）

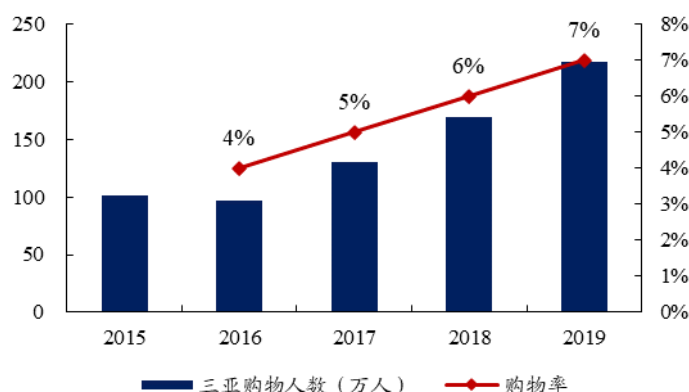
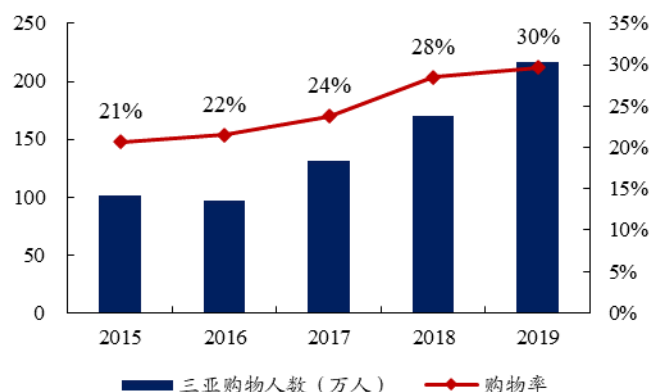


图 15、三亚免税城购物率（以免税城进店游客为分母）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

备注：海南离岛免税购物率、海口免税店购物率以及三亚国际免税城购物率（1）采用的计算方法为：购物人数/离港人数，故购物率数值较小，由于采购率\*进店率=购物人数/离港人，采购率与购物人数/离港人程正相关，故不影响提升趋势。

### 预计未来购物率仍会升高：

（1）在“线上购买，机场提货”的旅购方式和离岛补购商城的基础上，预计未来将进一步优化线上平台、丰富线上品牌种类，为游客带来更好的旅游+购物体验。

（2）《方案》提出要扩大免税商品种类。2020年4月24日《海南离岛免税购物拓展及风险防控政策建议》提出“丰富免税购买产品：将部分食品、茶、酒类、保健品、消费类电子产品等纳入离岛免税商品范围，放宽品类件数限制”。丰富免税商品品类将更显著地提升已进店游客的购物率，从而提升前往三亚游客购买免税商品的转化率。

### 3.5、新政策综合影响下，客单价提升

近年来客单价总体呈上升趋势。免税产品种类更加丰富、行邮税下调叠加个人免税额度提升，海南离岛免税销售客单价提升空间巨大。

图 16、海免客单价及增速

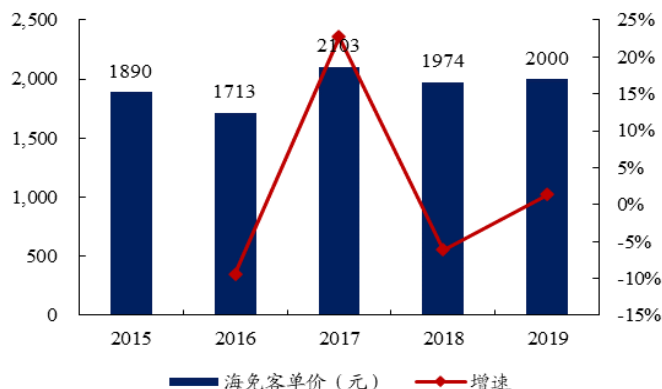
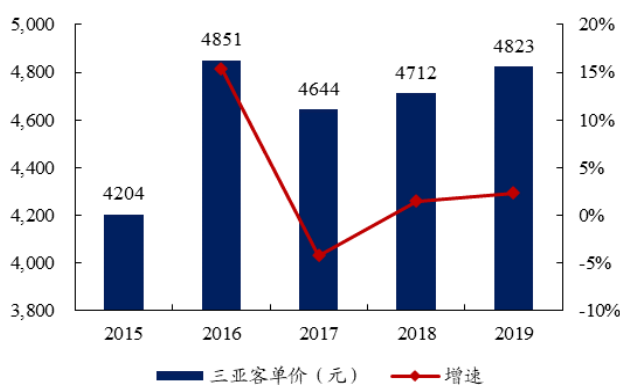


图 17、三亚国际免税城客单价及增速



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

预期未来客单价仍会上升。新政策调整内容主要为：放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品种类。此番调整对客单价的提升具有正向影响。除了品类和限额的政策放开，在海南自贸港建设的背景下，购买件数限制或将进一步放开。

**表 5、政策变化后，客单价可能会增加的离岛游客**

居民分类	政策变化点	客单价可能会增加的群体
离岛游客	(1) 购物限额提升	(1) 消费金额抵达目前上限 30000 元的人群
	(2) 新增购物品类	(2) 消费金额虽未及上限 30000 元，但对新增品类有需求的人群

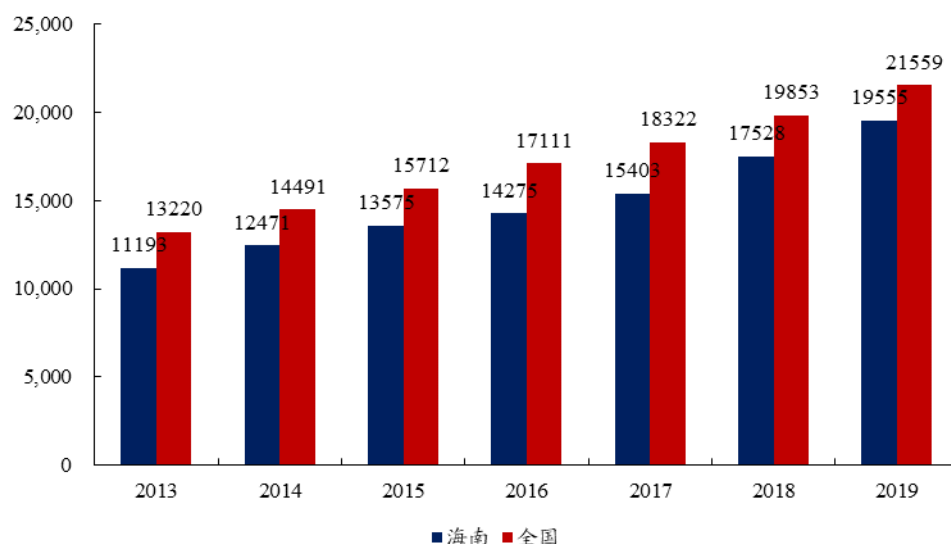
资料来源：新华社、财政部官网、兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4、海南本地不离岛居民将成新增免税潜在消费人群

根据《方案》，对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买。对实行“零关税”清单管理的货物及物品，免征进口关税、进口环节增值税和消费税。清单内容由有关部门根据海南实际需要和监管条件进行动态调整。

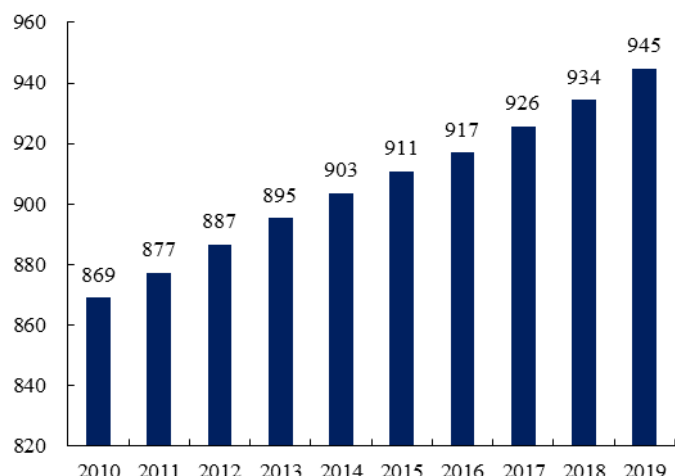
从海南省居民与全国居民人均消费支出的对比可见，海南本地居民人均消费支出低于全国居民人均消费支出；但具有消费潜力：海南常住人口数量平稳增长，社会零售品消费总额保持较高增速。

**图 18、海南与全国居民人均消费支出对比（元）**



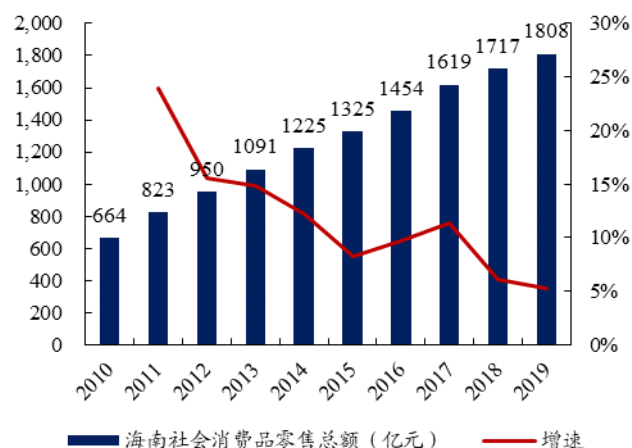
资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、海南省常住人口（万人）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 20、海南社会消费品零售总额（亿元）



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

## 5、自贸港新政下，海南离岛免税市场空间测算

结合海南省自身发展情况和自贸港新政策的利好，对标成熟的韩国免税市场，我们将对未来海南离岛免税市场空间进行测算；对于海南不离岛居民，由于具体政策未明，暂不做消费空间测算。

### 5.1、测算方法介绍

海南离岛免税市场规模有两种测算方法：

**方法一：**海南离岛免税市场规模=海南离岛游客人数\*人均消费

**方法二：**海南离岛免税市场规模=海南离岛免税购物人数\*海南购物游客单价  
=海南离岛游客人数\*免税购物率\*海南购物游客单价

上述两种方法的区别在于“客单价”：

方法一中，**人均消费**=销售额/游客数量，意为“每位游客对免税商品的平均支出，不管其是否实际进店消费”。在同一位游客多次进店消费的情况下，“购物人次”可能高于“游客数量”；

方法二中，**购物游客单价**=销售额/购物人数，意为“游客每次进免税店购物的平均支出”或“每位购物者的客单价”。

图 21、海南离岛免税市场规模的两种计算方法



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

参考韩国免税市场的情况，中国游客在韩免税购物率较高，2019 年达到 233%，远高于同期其他外国人的免税购物率。

表 6、中国游客在韩国免税购物率

	2018 年		2019 年	
	中国人（万人）	其他外国人（万人）	中国人（万人）	其他外国人（万人）
购物人次	1293.30	526.64	1404.86	596.75
游客人次	478.95	1056.05	602.30	1147.70
购物率	270%	50%	233%	52%

资料来源：韩国免税协会、韩国关税厅、兴业证券经济与金融研究院整理

为了尽可能真实地反映海南离岛免税市场规模，避免有误差地估算海南免税购物率，我们采取第一种方法：海南离岛免税市场规模=海南离岛游客人次\*人均消费，并且选取海南离岛游客人次、游客平均客单价两个变量进行测算。

如前述，2019 年海南离岛客流量已达到 3000 万人次，考虑到规划并建设的机场、港口等交通基础设施，我们选取 3000 万人次-5000 万人次 作为海南年度离岛游客人数，在该范围内对海南离岛免税规模进行测算。

## 5.2、剔除代购影响后，赴韩中国游客客单价仍超 6000 元

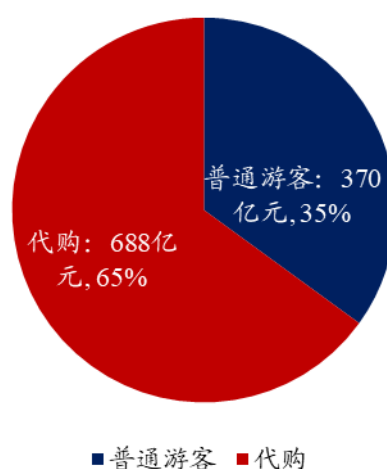
对标韩国免税市场，2019 年中国游客赴韩免税消费额达 1058 亿元，其中普通游客消费额 370 亿元。为剔除代购对客单价的影响，我们对普通游客人均消费进行了敏感性分析：即使在最极端的假设下（假设代购人数为 0，只考虑普通



消费者销售额), 普通游客人均消费也高达 6150 元; 假设赴韩游客中有 30% 的代购, 则普通中国游客人均消费达 8785 元。

海南后续免税消费限额将提升至 10 万元; 而中国游客在韩免税消费虽然无限额规定, 但回国会受“5000 元”限额限制。理论上, 对于普通消费者而言, 海南免税购物政策更加开放; 但实际上, 由于中国普通游客赴韩人均免税消费已超 5000 元, 因此, 参考中国普通游客在韩免税消费情况对于未来海南客单价的测算具有参考意义; 再者, 对于普通消费者的消费场景而言, 海南及韩国均是旅游目的地, 且前者的平均机票价格及酒店价格并不逊色甚至可能高于后者。

图 22、2019 年中国游客在韩国免税销售额结构



资料来源：韩国免税协会、韩国关税厅、兴业证券经济与金融研究院整理

表 7、中国普通游客人均消费的敏感性分析

中国普通游客人次占中国游客比例	100%	90%	80%	70%	60%	50%
中国游客赴韩免税销售额 (亿元)	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058	1,058
普通游客赴韩免税销售额 (亿元)	370	370	370	370	370	370
代购赴韩免税销售额 (亿元)	688	688	688	688	688	688
中国赴韩游客人数 (万人次)	602	602	602	602	602	602
普通游客人数 (万人次)	602	542	482	422	361	301
代购人数 (万人次)	-	60	120	181	241	301
中国整体人均消费 (元)	17,571	17,571	17,571	17,571	17,571	17,571
普通游客人均消费 (元)	6,150	6,833	7,687	8,785	10,250	12,299
代购客人均消费 (元)		114,209	57,104	38,070	28,552	22,842

资料来源：韩国免税协会、韩国关税厅、兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.3、海南离岛免税市场规模测算

2019 年, 海南离岛免税销售额达 136 亿元, 客流量 3000 万人次, 游客人均消费 453.64 元。

根据以上分析, 我们分别对海南离岛免税市场规模在不同游客人次 (3000-5000

万人次)、游客人均消费(453.64-10000元)的情况下进行了敏感性分析:

**表 8、海南离岛免税市场规模的敏感性分析**

离岛游客人次(万人次)	规模(亿元)								
	3000	3200	3500	3800	4000	4200	4500	4800	5000
人均消费(元)									
453.64	136	145	159	172	181	191	204	218	227
1000	300	320	350	380	400	420	450	480	500
2000	600	640	700	760	800	840	900	960	1000
3000	900	960	1050	1140	1200	1260	1350	1440	1500
4000	1200	1280	1400	1520	1600	1680	1800	1920	2000
5000	1500	1600	1750	1900	2000	2100	2250	2400	2500
6000	1800	1920	2100	2280	2400	2520	2700	2880	3000
6893	2068	2206	2413	2619	2757	2895	3102	3309	3447
8177	2453	2617	2862	3107	3271	3434	3680	3925	4089
9000	2700	2880	3150	3420	3600	3780	4050	4320	4500
10000	3000	3200	3500	3800	4000	4200	4500	4800	5000

资料来源: 兴业证券经济与金融研究院整理

## 6、有序竞争下的海南免税市场，国旅先发优势明显

在海南自贸港新政下，投资和贸易自由便利将大幅放宽海南自贸港的市场准入，海南免税行业或将迎来更多市场参与者。即使在此背景下，我们认为国旅具备较强竞争优势。

### 6.1、先发优势

早在 2009 年国旅就进入了海南市场，深耕近十年，现已在地理位置、物业、供应链、知名度多方面具备了明显的先发优势。

**表 9、国旅离岛免税的发展历程**

时间	发展历程
2009.9	中免集团三亚大东海店开业，共分为两层，营业面积 7000 平方米。
2011.12	海口美兰机场免税店正式开业。
2014.9	三亚国际免税城于 2014 年 9 月 1 日正式开门营业，国内离岛免税市场再次引来消费者瞩目。三亚国际免税城总建筑面积约 12 万平方米，商业面积积达 7.2 万平方米，是全球规模最大的单体免税店。
2019.1	位于海南海口、博鳌的两家免税店正式开业，海南免税店总数达到 4 家。 中国国旅集团正式成为两家新开免税店运营商海南省免税品有限公司的控股股东。
2020E	中免集团在三亚机场和三亚市内各新增一家免税店。
2023E	海口免税城开业。

资料来源: 中免集团官网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 6.2、地理优势

国旅在海南具有显著的地理优势。国旅在海南目前一共有四家免税店: 三亚国际免税城、海口日月机场免税店、博鳌免税店和海口美兰机场免税店，再加上

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

计划建设的三亚机场免税店、三亚市内店、海口免税城，国旅将占据海南几乎所有的交通要塞和旅游资源最丰富的海口、三亚和琼海市。

图 23、2020 年 6 月国旅在海南免税店的地理位置



资料来源：百度地图、兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、海口市接待过夜游客数量（万人）



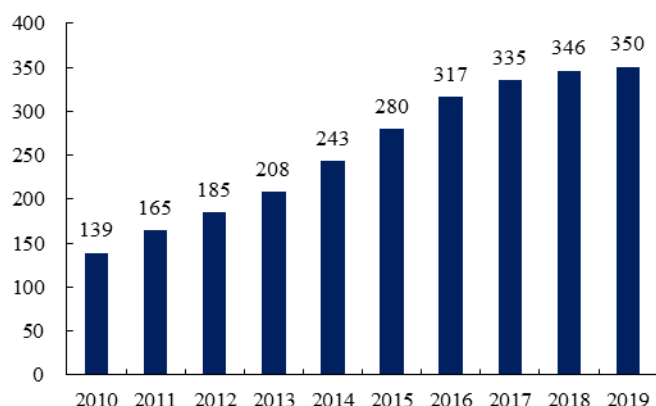
资料来源：阳光海南网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 25、三亚市接待过夜游客数量（万人）



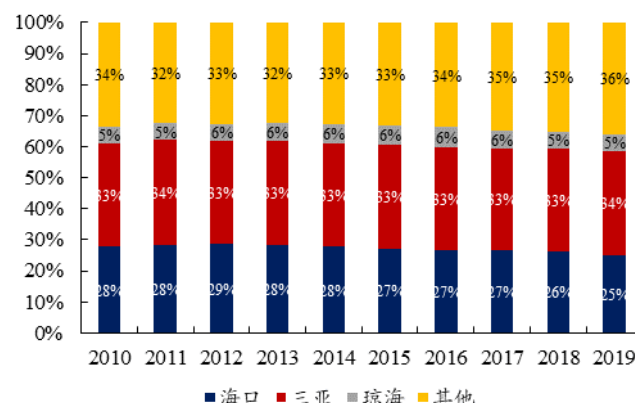
资料来源：阳光海南网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、琼海市接待过夜游客数量（万人）



资料来源：阳光海南网、兴业证券经济与金融研究院整理

图 27、海南省分县市接待过夜游客结构



资料来源：阳光海南网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 6.3、物业优势

**早期自建物业带来未来较低的成本费率。**相比其他免税商，海南商业形态不够发达，在客流较多的旅游区地段，并无较多成熟的物业可租赁。而国旅在三亚及海口均有自建大型免税城，从中长期来看，相较于自贸港建立后海南高额的租金率，折旧费率预计会更低。

**自建物业能够增强顾客体验。**相较于商场里租赁商铺，免税城规划布局、装修设计更强，易带来更好的购物体验，而竞争对手在短中期内建设出与国旅免税城相当的物业概率较低。

图 28、海口国际免税城效果图



资料来源：腾讯新闻、兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、三亚国际免税城展示图



资料来源：三亚国际免税城官网、兴业证券经济与金融研究院整理

### 6.4、规模优势

国旅在海南深耕多年，目前拥有 4 家免税店，相比新进入免税商，国旅在海南的销售规模更大，规模优势明显，可有效降低成本及费率。

**（1）成本优势：**免税企业销售规模越大，相较于上游的议价能力越强；国旅作为名列前茅的大型免税商，相较于中小型免税商的成本优势明显。

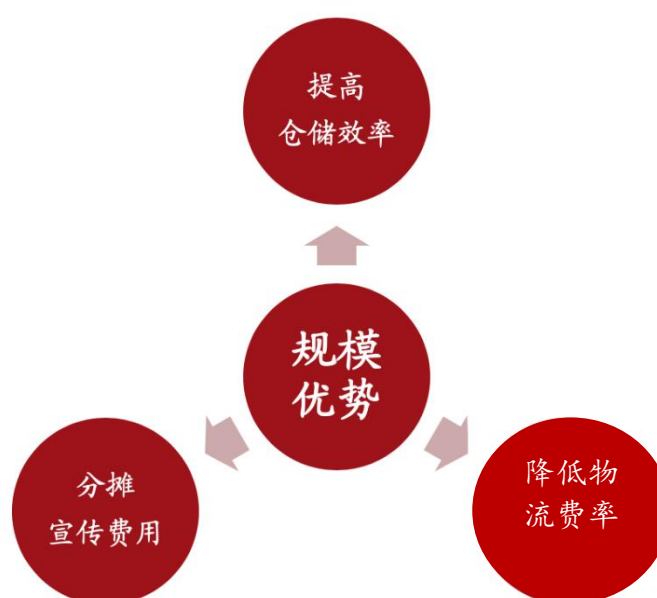


(2) **仓储费率**：国旅可引进科学的库存管理系统，通过对海量数据的分析，统筹不同商品的储存环境、出库时间和各免税店的补货要求，集中统一调配，提高效率，尽可能降低商品过期损失。

(3) **物流费率**：国旅可利用大数据选择最佳位置建立物流中心，通过合理规划、设计，使物流中心到各免税店的路线最短，以降低运输过程中可能的商品损耗、运输与人工费用等。

(4) **宣传费率**：国旅旗下免税店集中分布在海南省旅游资源最集中的地区，多家免税店可联合进行海南旅游主题的宣传，分摊宣传费用；且国旅在海南扎根多年，免税品牌效应突出，可有效降低宣传费率。

图 30、国旅在海南的规模优势有利于降低费率



资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

## 7、海南企业所得税率下降对国旅利润的影响测算

测算前提：

(1) 假设国旅海南业务能享受到所得税率优惠，从原来正常情况下的 25% 下降到 15%；

(2) 此次测算以 2019 年业绩为基准；

(3) 对 2019 年业绩进行了修正：①剔除非经常性损益、②考虑海免并表（包含零售端业绩，以及全额批发业绩）；

(4) 能享受到所得税优惠的业务板块包括：三亚免税店、三亚供货、其他零售截留、批发业务、海免零售、海免供货、国旅投资等。

(5) 假设中免对体内就体外免税店供货利润都留在了海南，若有一定比例留在香港用于采购，则依比例打折。

表 10、海南减税对国旅利润的影响测算

	持股比 例	营 收 ( 亿 元)	利 润 总 额 ( 亿元)	所 得 税 率	净 利 润 ( 亿元)	增厚归母 ( 亿元)	增厚前 归母净利润 ( 亿元)	增厚后 归母净利润 ( 亿元)	增厚比例
中国国旅(合并后)-扣非		488.87	67.75	24%	51.36	3.64	41.23	44.87	8.84%
中国国旅(合并前)-扣非		479.66	61.23	24%	46.30	3.27	38.29	41.56	8.54%
国旅投资	100%	——	-1.26	0%	-1.26	0.00	-2.31	-2.31	0.00%
日上上海	51%	151.49	11.74	25%	8.81	0.00	4.49	4.49	0.00%
日上中国	51%	74.77	3.65	25%	2.74	0.00	1.40	1.40	0.00%
三亚免税	100%	104.65	18.94	25%	14.21	1.89	14.21	16.10	13.33%
香港免税	80%	24.02	-1.06	17%	-1.06	0.00	-0.85	-0.85	0.00%
广州机场	100%	19.22	3.15	25%	2.36	0.00	2.36	2.36	0.00%
三亚供货	100%	——	17.79	22%	13.96	1.16	13.96	15.12	8.28%
其他零售	——	62.23	5.24	20%	4.18	0.00	2.67	2.67	0.00%
其他零售截留	100%	6.22	0.62	25%	0.47	0.06	0.47	0.53	13.33%
批发业务	100%	14.00	1.40	22%	1.10	0.09	1.10	1.19	8.28%
海免供货(合并前)	100%	23.07	1.00	22%	0.79	0.07	0.79	0.85	8.28%
海免供货(合并后)	100%	——	3.19	25%	2.39	0.32	2.39	2.71	13.33%
海免零售	51%	32.27	4.34	21%	3.45	0.12	1.34	1.46	9.12%

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

## 8、投资建议

**中国国旅：**离岛免税额度提升、品类增加、所得税率下降直接利好国旅，此外自贸港方案下海南游客人次有望大幅增加，为国旅免税店带来庞大游客基数。今年以来，三亚补购+海口补购+日上上海有税+日上北京补购+多渠道 CDF 会员购等电商业务齐上线，近期收购海免，海南自贸港+离岛免税+市内免税等多政策已箭在弦上。虽然近期出入境游客及海南离岛游客同比仍大幅减少，但多方位突破性电商政策叠加大力度促销活动，使得公司销售表现明显好于客流情况；随着多方位免税政策落地，公司全年销售及业绩可期，建议积极关注。

**宋城演艺：**三亚项目将直接受益于所得税率下降与海南旅游市场向好。2019 年公司扣非归母净利 10.76 亿元，其中三亚项目归母净利 2.19 亿元，新政实施后将少交 0.29 亿元所得税，增厚整体业绩 2.71%。宋城已有项目将于 6 月 12 日重新开业，西安项目将于 6 月 22 日开业，上海项目于暑期开业，这三个事件都有可能成为股价催化剂，具体取决于客流恢复或培育速度。已有项目天花板提升+新项目相继落地+潜在项目选址多+从千古情项目向演艺公园战略转型，公司进

入新一轮成长周期，建议积极关注。

**凯撒旅业：**公司总部已迁至海南，在海南成立多家子公司，与三亚市政府签署战略合作协议，在条件允许的情况下还将与中出服合作探索海南离岛免税市场。公司将显著受益于海南自贸港建设，新管理层上任后效率明显提升，尤其是加速与中出服的合作以及免税项目落地，建议积极关注。

**众信旅游：**公司与海南省文旅厅签署战略合作协议，后续将探索总部经济、免税相关等事项。此外众信作为国内商务会奖龙头企业之一，将受益于海南会展业务快速发展，建议积极关注。

**首旅酒店：**旗下南山景区位于三亚，将直接受益于所得税率下降与海南旅游市场向好。2019 年公司扣非归母净利 8.16 亿元，其中南山景区归母净利 0.95 亿元，新政实施后将少交 0.13 亿元所得税，增厚整体业绩 1.55%。

**三特索道：**旗下猴岛索道、浪漫天缘等业务位于三亚，同样将直接受益于所得税率下降与海南旅游市场向好，2019 年二者归母净利 0.34 亿元，新政实施后将少交 0.05 亿元所得税。

## 9、风险提示

- (1) 宏观经济下行风险；
- (2) 极端自然天气风险；
- (3) 公司治理风险等。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

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

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

## 兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn