

证券研究报告—深度报告

社会服务

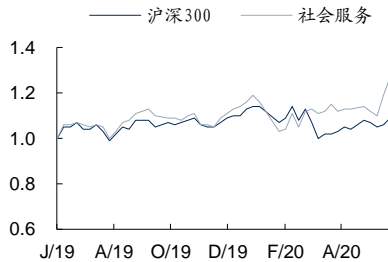
免税行业专题

超配

(维持评级)

2020年06月10日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《行业快评: 自贸港方案官宣, 做大蛋糕是核心》——2020-06-02
《免税行业快评: 免税板块再添新军, 珠免借力资本平台谋求新成长》——2020-05-26
《社会服务行业5月投资策略: 复园复学吹响积极信号, 建议精选优质龙头》——2020-05-15
《社会服务行业19年年报及20年一季报总结: 疫情不改中线逻辑, 强者依旧恒强》——2020-05-06
《国信证券-免税行业专题-从产业链上下游, 再论牌照与规模》——2020-04-13

证券分析师: 曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师: 钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

联系人: 姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

香港旅游零售启示录: 充分竞争下的高盈利

● 国际自由贸易港下, 看旅游零售运营差异

国际自贸港包括自由港、自由经济区、对外贸易区等, 其中自贸港以香港、新加坡、迪拜等为代表, 主要侧重免关税、贸易及金融自由化, 但旅游零售购物征税差异较大。其中新加坡、迪拜均仅机场免进口三税, 市内仅针对外国游客在满足一定条件下退消费税; 而香港不仅机场免税, 市内包括香化、精品等也均免三税(烟和烈酒等除外), 成为购物天堂。

● 香港: 全免三税&完全竞争, 看旅游零售商盈利成长

香港系全免三税的购物天堂, 旅游零售市场规模庞大, 高峰期规模达近5000亿港元, 品类SKU丰富, 市内旅游零售渠道丰富。其中, 大型购物中心以Sogo百货为例, 以自营+特许经营等模式为主, 主业净利率27-43%左右, 其经营主业净利润/总销售额估算约12-17%(16-18年为15-17%), 相对良好。中小型购物连锁以莎莎、卓悦为例, 高峰期销售规模80-90亿港元或15-30亿港元。二者均侧重香化, 依托平行进口、自营或独家代理品牌等, 高峰期毛利率达45-47%, 净利率9-11%。考虑香港本身人工租金不低(莎莎人工占比13-14%, 租金占比10-13%)。

● 国际借鉴下中免海南展望: 短期利好, 中线盈利支撑

一看短期, 预计岛内免税≠离岛免税, 扩额度, 降所得税, 有望直接利好中国国旅盈利成长; 二看中线, 关注离岛免税牌照可能调整, 暂未定论, 但预计即使突破亦局部有限突破为主, 倾向于差异化或跨区域竞争, 且公司未来有望增设三亚市内、机场免税店, 强化规模和卡位优势; 三看长线, 全面放开尚未定论, 但借鉴香港黄金时期零售运营商盈利能力(Sogo、Sasa、卓悦等), 我们预计中免自有物业海南市内免税店净利率规模和卡位优势叠加下, 长线稳定盈利能力仍有良好支撑(预计净利率18-20%+, 考虑批发扣点加回), 并可持续分享海南免税蛋糕的做大。

● 投资建议: 看好海南自贸港下免税成长, 坚定战略配置中国国旅

海南自贸港政策推动下, 中国国旅短期有望直接利好, 中线稳定期借鉴香港旅游零售商黄金期盈利水平, 其盈利成长仍有支撑。并且, 消费回流背景下, 国内免税产业有望持续崛起, 国人离境市内免税政策仍有期待, 公司有望全球免税保三争一, 我们继续看好中国国旅未来3-5年的成长, 上调公司20-22年EPS预测至1.80/3.37/4.25元(此前预计1.14/2.93/3.52元), 给予其未来6-12月合理市值2600亿元(21年40x), 坚定维持“买入”评级。此外, 建议关注凯撒旅业在海南的免税布局等。

● 风险提示

政策风险; 疫情风险; 宏观系统性风险; 机场招标租金风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601888	中国国旅	买入	110.00	214,772	1.80	3.37	61.11	32.64

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

综合来看，考虑自贸港最新政策，且兼顾目前离岛免税补购、日上直邮等影响，我们上调中国国旅 20-22 年 EPS 预测至 1.80/3.37/4.25 元（此前疫情下预计 1.14/2.93/3.52 元）。我们认为海南自贸港政策背景下，中免短期有望直接利好，借鉴香港旅游零售商黄金期盈利水平，中长线盈利成长仍有支撑。与此同时，消费回流背景下，国内免税产业有望持续崛起，国人离境市内免税店政策仍有期待，且中免有望全球免税保三争一，我们继续坚定看好中国国旅未来 3-5 年的成长，给予其未来 6-12 月合理估值 2600 亿元（21 年 40x），坚定维持“买入”评级。此外，建议关注凯撒旅业在海南的免税布局等。

核心假设或逻辑

国际借鉴下看中免海南成长展望：

一看短期，预计岛内免税≠离岛免税，扩大离岛免税额度，降低所得税率，有望直接利好中国国旅盈利成长；

二看中线，关注离岛免税牌照可能调整，暂未定论，但预计即使突破亦局部有限突破为主，倾向于差异化或跨区域竞争，且公司未来尚有望增设三亚市内、机场免税店，强化规模和卡位优势；

三看长线，离岛免税牌照全面放开尚未定论，但借鉴香港黄金时期零售运营商盈利能力（Sogo、Sasa、卓悦等），我们预计中免自有物业海南省内免税店净利率规模和卡位优势叠加下，长线稳定盈利能力仍有良好支撑（预计净利率 18-20%+，考虑批发扣点加回），并可持续分享海南免税蛋糕的做大。

与市场预期不同之处

部分市场投资者认为，海南自贸港背景下，未来海南离岛免税牌照可能全面放开，包括不限制引入外资等，中免牌照优势不再后，海南业务成长可能具有较大压力。我们认为，首先海南自贸港背景下，未来离岛免税与岛内免税是否完全融合，离岛免税是否全面放开不限外资目前尚未定论；其次，未来若一定阶段下离岛免税牌照局部有所突破（仍有牌照等约束，且错位或跨区域竞争），则公司依托既有规模、卡位优势等中线成长仍可期待；长线，即使全岛离岛免税牌照全面放开，但借鉴香港完全竞争下的旅游零售商盈利分析，且考虑公司可利用过渡期不断强化规模卡位等先发优势以及市内店自有物业等优势，其长线盈利成长仍有支撑。

股价变化的催化因素

第一，免税政策好于预期，国人离境市内免税店政策落地，且行业竞争格局在一定时期内仍然维持有限竞争格局。

第二，国内外疫情得以较好控制，国内外客流逐步恢复。

第三，国企考核激励持续强化，免税规模和渠道优势持续强化。

核心假设或逻辑的主要风险

免税政策可能低于预期；国内外大规模传染疫情等风险；汇率及宏观系统性风险；机场招标租金风险；国企主观诉求调整也会影响经营积极性等。

内容目录

国际自由贸易港下，看旅游零售运营差异.....	5
国际自贸港主要侧重免关税、贸易及金融自由化	5
国际自贸港下，零售购物征税仍差异较大，并非必然免三税	6
新加坡：机场免税为代表，市内以退税门店为主	6
香港：全免三税&完全竞争，看旅游零售商盈利成长.....	8
概述：三税全免的购物天堂，内地游客变迁影响旅游零售成长.....	8
品类：旅游零售丰富多样，珠宝电子精品香化等相对主导	9
渠道：全免税背景下以市内旅游零售门店为主，机场免税为辅.....	9
大型购物中心：地租+自营/提成综合+自营模式差异	10
中小型零售连锁：莎莎、卓悦等代表，高峰期净利率约 10%	12
机场免税：香港国际机场联营+招标模式，销售规模较可观.....	14
国际借鉴下中免海南展望：短期利好，中线盈利支撑.....	16
海南自贸港总体政策官宣，预计岛内免税与离岛免税不完全等同	16
自贸港下中免展望：短期利好，中线看扩张，长线借鉴香港仍有支撑	18
风险提示	22
国信证券投资评级.....	24
分析师承诺	24
风险提示	24
证券投资咨询业务的说明.....	24

图表目录

图 1: 新加坡樟宜国际机场特许经营收入变化情况	7
图 2: DFS 新加坡门店情况	7
图 3: 香港零售额变化情况	8
图 4: 香港零售额变化情况	8
图 5: 2019 年香港零售市场各商品品类占比	9
图 6: 香港香化销售变化	9
图 7: 香港免税分类	10
图 8: 2018 年海港城各租户销售额占比	10
图 9: 2018 年时代广场各租户销售额占比	11
图 10: 2015-2019 年利福国际销售额/收入/业绩表现	11
图 11: 利福国际的盈利能力分析	11
图 12: 2015-2019 年铜锣湾 Sogo 客单价和转化率	11
图 13: 莎莎国际销售网点数量	12
图 14: 香港卓悦店铺数量	12
图 15: 莎莎国际三种业务模式	12
图 16: 莎莎国际代表独家品牌	12
图 17: 莎莎国际收入及业绩表现	13
图 18: 莎莎国际毛利率及净利率表现	13
图 19: 莎莎国际的成本费用及盈利拆解	13
图 20: 莎莎国际人工/租金/推广等费用占收入比重	13
图 21: 香港卓悦收入及业绩表现	14
图 22: 香港卓悦毛利率及净利率表现	14
图 23: 卓悦的成本费用及盈利拆解	14
图 24: 卓悦独家代理品牌 100 多个	14
图 25: 2019 财年香港国际机场收入拆分	14
图 26: 2019 财年香港免税收入估算情况	14
图 27: 海南、香港、新加坡等所得税率对比（一般情况）	21
表 1: 国际代表自贸港简述	5
表 2: 国际三大自贸港对个人购物免税情况	6
表 3: 香港和新加坡旅游零售层面免税情况对比	6
表 4: 香港购物天堂发展概述	8
表 5: 香港旅游零售快速发展成因	9
表 6: 香港代表大型购物中心情况及商业模式	10
表 7: 九龙仓置业旗下海港城及时代广场基本情况	10
表 8: 海南自贸港政策中对岛内免税及贸易自由便利的相关表述	16
表 9: 海南离岛免税政策回顾	17
表 10: 海南离岛免税金额、数量、品类等限制变化	18
表 11: 加大对部分企业、高端人才的税收优惠，提高吸引力	18
表 12: 建设海南国际自贸港背景下的一些相关讨论及公司行动	19
表 13: 中国旅游集团与海航合作，且后续有望增设三亚市内店和三亚机场免税店	20
表 14: 莎莎和卓悦经营数据对比总结	21

国际自由贸易港下，看旅游零售运营差异

结合我们此前 2020 年 4 月《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》等报告曾对免税的界定进行的详细说明，即包括**免税购物**（Duty Free，针对特定场所境内外居民，免除进口关税、消费税及增值税）和**退税购物**（Tax Free，外国人，有条件退消费税）两种形式，二者在税收减免上有明显差异，但在宣传上通常冠以免税之名。欧美日本一般系机场免三税（美国需结合各州税率看增值税、消费税免除），在其海关境内基本退税为主（日本 2016 年后有离境市内免税店），亚太除机场免三税外，在特别区域内针对特定人群部分也免三税。在上述不同免税差异的基础上，我们结合海南国际自贸港方案 2020 年 6 月官宣的背景，叠加国内区域自贸区等建设推进，对全球代表免税自贸港进行梳理，尝试分析自贸港区域内免税购物政策差异及免税商运营情况。

国际自贸港主要侧重免关税、贸易及金融自由化

全球来看，自由贸易区（自贸区）最早始于 1547 年意大利里南那港，从事转口贸易，目前扩展至世界各地，一般是指一国或地区对外经济活动中，在货物监管、外汇管理和企业设立等领域，实行特殊经济管理体制、政策的特定区域，包括**自由港**、**自由经济区**、**对外贸易区**等多种类型。目前全世界有 130 多个自由贸易港和 2000 多个与自由贸易港的内涵和功能相似的自由经济区域。香港、新加坡、鹿特丹、迪拜、釜山等都是比较典型的自由贸易港（区），如下表所示。

表 1：国际代表自贸港简述

自贸港	定位	运营管理模式	特点
香港	全境、全要素自贸港	政府管理	<p>发展概述：1840s，香港成为自由港，首先凭借其出色地理位置与天然港口定位为转口贸易港，此后越过“代替进口”的工业模式，发展出口加工工业，推行自由贸易政策，成为经济结构多元化的自由港。</p> <p>税收体制：零关税，除酒类、烟草、碳氢油类及甲醇 4 类商品外，一般进出口货物进出香港无关税；不设增值税、消费税和营业税，境外所得利润也不纳税，仅征收相对较低的所得税（利润 200 万港元以下 8.25%，利润 200 万港元以上 16.5%等）、薪俸税（2-17%，各类减免）和物业税，赋税全球来看属于较低水平。</p> <p>金融资金自由：资金自由进出，自由汇兑，无外汇管制，离岸金融发达；经营自由，投资自由、法律保护；其他：贸易通关及流动自由，通关便捷程度全球首屈一指；人口等生产要素也流动自由。</p>
新加坡	全要素自贸港	政府管理	<p>发展概述：始于 1959，最初进口替代促进制造业起步，此后 1960s-1970s 出口导向发展劳动密集型产业，80s 吸引外资发展技术密集型产业；1990s 后转型升级发展现代服务业。凭借优越的地理位置建设自由贸易港，新加坡已成为世界重要的航运中心、贸易中心和全球第四大金融中心。</p> <p>税收体制：零关税（烟酒、石油、机动车等外），市区个人购物征收消费税，进出口相关服务零税率。</p> <p>投资自由（除国防等外，不限企业经营范围）、金融自由（汇兑自由，资金自由进出，资金出境也无需交税）、贸易自由，除危险品、武器、药品和化妆品等 4 类特殊货物和针对特定地区的进出口需要申请许可证外，其他商品均实行自由贸易政策，绝大多数货物的进出口无配额限制，通关便捷；自然人流动自由。</p>
迪拜	低投资、低运营的工贸结合型自贸港	政企结合	<p>1985 年由迪拜政府建立，限定区域，是阿联酋乃至整个中东地区最大的自由贸易区</p> <p>货物在区内存储、贸易、加工制造均不征收关税及其它税收，如进入阿联酋关税区时再征税。进区企业其生产所需要的机器、设备、零件和必需品一律免征关税；海关对区内货物采取随时抽查的方式进行监管。外国货物从海上进出该区域均须向海关和港口进行申报。自由区内工厂的工作人员免交个人所得税；自贸区允许外资 100%独资；资本和利润也可以不受货币限制 100%汇出境；无外汇管制；跨国招工也不受限制。自贸区+迪拜金融城、迪拜互联网城、迪拜媒体城等特色区域。</p> <p>专注于物流贸易供应链管理、加工制造再出口等相关业务，主要实现贸易便利化的功能。而各个特色产业城则发挥人才、资本、技术集聚的作用，实现特色产业的高速发展。</p>
鹿特丹	物流型自贸港	政企结合	<p>进口商品在保税仓库内暂存可免缴关税、增值税和消费税；进口商品如处在荷兰海关监管下运输，在到达最终消费地前可不缴纳关税和增值税。</p>
釜山	自由贸易港区	政府管理	<p>釜山港享有治外法权的保护，享有韩国《特别法》的保障；分为新港湾物流流通区、商务居住区、海洋运动娱乐休闲区、专业教育 R&D 区、知识产业区等 5 个区，区域之间互相联合；企业入驻 7 年完全免税，此后 3 年减免 50%；有土地收购费、建筑物租用费补贴。侧重发展国际物流中心、推进信息化建设，此外国际水产基地等</p>

资料来源:搜狐、新浪等媒体，香港政府一站通等及其他政府官网，国信证券经济研究所整理

通常而言，自贸港（区）具备独立的监管、货物或资金自由地进出、高效的物流等特点，若境内特定区域内的自贸区通常需要相应的特别法律体系支撑。其中，就税收情况来看，自贸区内通常都免除进口关税，方便贸易货物自由进出，同时对符合其政策鼓励发展的行业也实施一定的所得税优惠。但具体因为自身发展特点和侧重不同，在其他政策和其他税收优惠方面则有较大差异。**香港、新加坡系全要素自贸港**，除了货物进出自由，物流通关高效便捷外，同时**金融自由、不设外汇管制，资金进出自由，（外商）投资自由等**。而**鹿特丹、迪拜、**

釜山等则各有侧重，一般在自贸港（区）内均零关税，货物进出便捷，物流发达，对扶持产业的所得税等课税较低，并提供相关人力流动支持等。

国际自贸港下，零售购物征税仍差异较大，并非必然免三税

具体到旅游零售购物层面，虽然上述自贸港其区域内也存在一些免税店，但各自自贸港内部对个人商品流动的规定不一。以全球最知名的三大自贸港**新加坡、迪拜、香港**为例，如下表所示，**新加坡**仅机场免税（关税+增值税或消费税等），市内仅针对外国游客（不含持工作绿卡的人群）在满足一定条件下退消费税；**迪拜**亦是机场免税（关税+增值税或消费税等），市内针对外国游客有条件退税；但**香港**则不仅机场免税，市内对除烟酒以外的多数产品包括香化、精品等均免三税，因此其免税店实质税收优惠力度也有较大差异，并非自贸港均可对个人购物全免税，不可一概而论。

表 2：国际三大自贸港对个人购物免税情况

自贸港	机场	市内
香港	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	目前仅对 烈酒、烟草、碳氢油及甲醇等征收特别关税 。此外，曾经也对化妆品征收过特别关税，但 1990s 后废除，其他货品都可以享受进出口免税。
新加坡	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	市内主要系退税，退税店主要是免除 7% 消费税（标有“Global Blue”标志或者是“Tax free”，单店满 100 新币才可以退税，且仅针对出境的外国公民，马来居民除外），需要购物时凭护照登记，且需店家确认，机场统一办理退税。考虑办理退税还需要支付一定的手续费，因此一般仅退 5-5.5%，实际还要考虑起征点等问题。同时， 新加坡对危险品、武器、药品和化妆品等 4 类特殊货物和针对特定地区的进出口需要申请许可证 。
迪拜	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	2018 年 1 月 1 日后征收增值税（部分商品还有额外征收消费税），目前市内主要系退税，仅针对外国游客，超过 250 迪拉姆的商品可以免增值税 85%，并减去相应的管理费。
鹿特丹	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	市内主要系退税，退税店主要是免除 21% 标准增值税（食品 9%）及关税，最低退税购买金额为 50 欧元（指定退税商店），且必须为非欧盟国家/地区居民。退税为机场统一办理，药品、食品、糖果必须未拆封。
釜山	出入境免税（同时免除关税+增值税/消费税等，包括烟酒、香化、精品等多品类）	包括乐天、新世界等 2 个市内免税店，但仅向规定对象（本国、外国离境居民）销售、供应免税品，免除进口三税。免税购物需要机票凭证（或事先买好后，乘机当天到机场取货）。换言之，区内并非所有门店都免税，本质系沿袭韩国离境市内免税购物政策。

资料来源：香港关税司，搜狐等媒体报道，国信证券经济研究所整理

具体看**香港和新加坡**，二者均为全要素的国际自贸港，机场均可免三税，招标经营；但市内则分化，新加坡市内店基本系针对外国人的退税店，目前 DFS 依托先发、规模优势相对占优；而香港市内对除烟酒以外的多数商品如香化、精品等仍免收消费税等，故区域内免税店众多（并非牌照运营），但发展至今除了规模庞大的机场免税店外，市内免税店相对以海港城等大型购物中心及 DFS 等为龙头，同时包括莎莎、卓悦等中小型连锁门店。我们接下来将简单介绍新加坡的免税经营情况，对于香港完全竞争，全免三税下的免税运营商经营及盈利分析，将在第二章详细阐述。

表 3：香港和新加坡旅游零售层面免税情况对比

区域	免税概况	免税内容	主要运营商	免税牌照	免税额度
香港	自由港模式，机场免三税，包括烟酒 市内店目前对香化等产品免三税，且相对无牌照约束，但不包括烟酒。早年曾对香化也征收消费税，后减免。	机场+市内免税	机场公开招标 ：目前由新罗、中免等经营， 市内店相对多元 ，包括海港城等大型购物中心，也包括 DFS、莎莎等先发优势龙头，中免 2019 年也开始介入。	相对无牌照限制	相对不受额度，但取决于入境时的限制
新加坡	自由港模式，其中机场免三税，但市内免税店仅针对外国人可以退税（退消费税，但持工作绿卡等常驻居民不可退），市内免税店无烟酒	机场免税+市内退税	机场公开招标 ：目前由 DFS、和新罗经营，未来乐天有望经营其烟酒段。 市内退税店有一定资质要求 ，其中 DFS 市内店依托先发规模优势目前规模相对较大	机场公开招标，市内退税与资质相关，但目前来看 DFS 规模优势品类相对占优，但本质是退税店（仅退 8% 的消费税）	

资料来源：公司官网，中国日报、搜狐、商务部等，国信证券经济研究所整理

新加坡：机场免税为代表，市内以退税门店为主

从新加坡的情况来看，作为全球闻名的国际自贸港，新加坡侧重金融、贸易方

面的自由化，通过较低税率、法制健全及高效运转推动其发展，但旅游零售方面更多系免关税，其他则有一定的要求。

具体来看，新加坡在机场免税店可以免税消费税 GST（按照 CIF 价值的 7%）和进口关税等，性价比较高，尤其烟酒、香化等产品（烟酒、香化等市区税率相对较高）。在市区则主要以退税店为主，主要针对外国游客。具体来看，退税店主要是免除 7% 消费税（标有“Global Blue”标志或者是“Tax free”，单店满 100 新币才可以退税，且仅针对出境的外国公民），需要购物时凭护照登记，且需店家确认，机场统一办理退税。考虑办理退税还需要支付一定的手续费，因此一般仅退 5-5.5%，实际还要考虑起征点等问题。

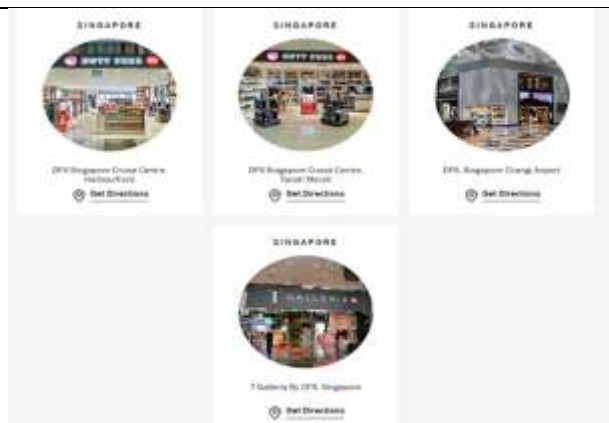
从机场免税的角度，结合媒体报道、新加坡机场披露的特许经营收入及我们的持续跟踪，我们估算其机场免税年销售规模 17-22 亿美金左右，结合下图，预计近些年维持稳定增长，同比复合增速在 4-12% 左右。从品类来看，新加坡机场免税包括烟酒、香化、精品等众多品类，机场租户包括 500+ 个零售和服务商店、260 个食品饮料商店，其中香化、烟酒各自销售规模大致 20-30 多亿 RMB 上下。从免税经营商来看，此前新加坡机场曾由 DFS 经营多年，2017 年后新罗介入其香化段。目前新加坡机场烟酒由 DFS 经营，香化由新罗经营。结合韩联社报道，2019 年，乐天免税店公布称获得新加坡樟宜机场第 1 至第 4 航站楼烟酒类免税品经营权，经营时间为 2020 年 6 月至 2026 年 6 月。免税经营面积 8519 平方米，系乐天免税店海外免税经营规模之最。换言之，乐天预计 2020 年后有望逐步接替 DFS，成为新加坡未来机场烟酒段免税的运营商。

图 1：新加坡樟宜国际机场特许经营收入变化情况



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

图 2：DFS 新加坡门店情况



资料来源：公司公告等，国信证券经济研究所整理

从市区来看，主要系退税店，其中 DFS 依托大股东优势，以及此前多年新加坡机场——市内联动打下的基础，其市内的购物店也有较多支撑，尤其在精品上优势较为突出，上新及时，在退税等因素下整体价格也有一定竞争力。目前 DFS 在新加坡市区拥有一家 T 广场旗舰店，其余为邮轮中心丹那美拉店、邮轮中心海滨店，系口岸店。

香港：全免三税&完全竞争，看旅游零售商盈利成长

概述：三税全免的购物天堂，内地游客变迁影响旅游零售成长

香港概述：自贸港+三税全免的购物天堂。自 1841 年香港“进出口货品均不必课税”至今，香港作为国际知名的自由港发展已近 180 年，从单一的转口贸易港逐步成长为集全球贸易、金融中心为一体的全要素自由港。其中，在旅游零售方面，与其他国际自贸港不同，香港对旅游零售购物的免税程度极高，通关便捷，加之背靠大陆市场的庞大客源支撑以及特殊的体制，使其成为全球首屈一指的免税购物天堂。整体来看，香港零售市场具有突出的旅游零售特征，对分析无牌照限制下的免税商运营及盈利情况具有良好借鉴。

香港旅游零售发展：2003 年大陆自由行后进入黄金时代，但局部事件影响下相对承压。上世纪末至本世纪初，随着香港自贸港发展，出口加工业、外贸业、金融业推进，国际游客增长，旅游零售业也相对较快发展，直至 1997 年亚洲金融危机后相对受阻，2000 年左右其旅游规模维持在 1700-1800 亿港元，2003 年后，伴随大陆自由行的逐步放开，香港旅游零售业进入黄金发展期，2004-2013 年年均 CAGR 约 11%，持续较快增长，2013 年香港旅游零售达 4945 亿港元，达到顶峰，此后开始有所承压，2015-2016 年香港局部事件影响，零售额同比下滑 8%，2017-2018 年有所恢复，但 2019 年随着下半年相关事件的影响扩大，叠加 2020 年疫情影响，香港旅游零售业全面承压，且预计未来一定阶段压力仍存。

表 4：香港购物天堂发展概述

时间	说明
1841 年-1959 年	免关税，承担转口贸易责任，城市与码头建设初具规模。
1959 年-1970 年	发展“面向出口的加工业，无需关税扶持境内工业，且带动外贸、金融、旅游、运输全面发展。香港成为全球最大的纺织制衣、钟表、玩具、假发、塑料花等的出口地。依托全面免税优势和报关方便货品众多等，旅游业亦享有盛名，有“购物天堂”之称。
1970 年-2002 年	多元化发展时期，金融、地产等蓬勃兴起，国际游客多元化，助力其购物天堂发展，直至 97 年亚洲金融危机相对受阻
2003 年-2010 年	大陆自由行开始放开，第一期港澳个人游对广东省 4 个指定城市的居民率先开始实施，并逐批开放自由行城市，助力香港旅游零售业进入黄金发展期
2010 年-2013 年	大陆自由行带动香港零售繁荣时期，香港零售销售总额自 2013 年达到 4945 亿港元，此后见顶下滑。
2015 年-2016 年	局部事件影响，大陆游客数量显著下滑，2016 年香港零售总额为 4362 亿港元，为 7 年来谷底。
2017 年-2018 年	局部事件影响相对淡化，叠加广深港高铁香港段通车影响，香港零售业处于恢复期。
2019 年至今	受 2019 年下半年香港相关事件及 2020 年疫情影响，香港旅游零售再度全面承压。

资料来源：新浪、搜狐财经、百度文库等，国信证券经济研究所整理

图 3：香港零售额变化情况



资料来源：香港统计年刊等，国信证券经济研究所整理

图 4：香港零售额变化情况



资料来源：香港统计年刊，国信证券经济研究所整理

快速发展原因：一是全岛免税且货物进出自由，故商品价格低廉且品类丰富，上新及时；二是与大陆直接口岸相连，交通便捷且成本相对较低，直接受益大陆自由行开放后的客流爆发，大陆游客数量从 2003 年 846.7 万人次（占比

54.50%) 上升至 2018 年的 5103.8 万人次 (占比 78.34%), CAGR=12.72%, 稳定增长且高频的客源支撑其零售规模增长 180.67%, 超过 4800 亿港元; 三是法制健全, 四是服务较良好, 尤其早期相对较为突出。

表 5: 香港旅游零售快速发展成因

香港优势	说明
免税且品类繁多	1、免税——香港除烟酒等四品类商品外其余商品可享零关税, 同时香港本身对旅游零售购物也不征收增值税、消费税等, 价格相对较低。2、由于货物报关便捷, 大多数货物进出香港自由, 仅需提前 14 天报关, 各品类上新较快, 较为丰富。
地理位置优势, 大陆客源强大支撑	香港与大陆直接陆地口岸相连, 交通便捷且成本相对较低, 可有效承接大陆庞大客流。
较为健全法制	保障贸易公平且快捷进行, 且对假货打击严厉, 专柜正品相对有保障, 消费者顾虑较小。
服务较良好, 早期尤突出	香港以服务为招牌的社区型购物中心在其零售高速发展时期服务相对较为出色, 早期相对优势尤为突出

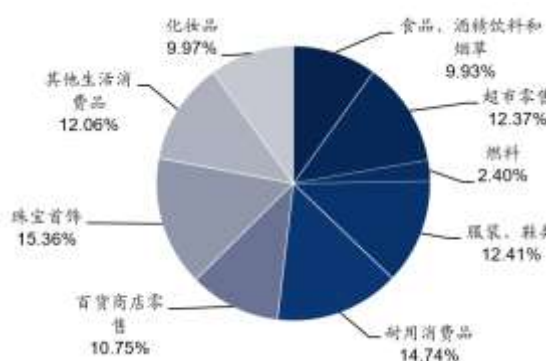
资料来源: 新浪、搜狐等媒体报道, 国信证券经济研究所整理分析

品类: 旅游零售丰富多样, 珠宝电子精品香化等相对主导

香港旅游零售品类丰富, 珠宝首饰、电子产品、精品类、香化等占比超 50%, 也是其旅游零售主体。以 2019 年为例, 香港零售市场总销售额 4311.6 亿港元, 其中旅游零售我们估算占比 2/3, 预计近 3000 亿港元左右。分品类来看, 珠宝首饰销售额 662.09 亿港元, 占其总销售额的 15.36%, 但较 2013 年高峰期下滑 44%; 耐用消费品 (3C 电子产品主导) 635.62 亿港元, 占比 14.74%, 较 2013 年高峰期也下滑 22%; 精品类 (服装箱包鞋类) 销售额 535.18 亿港元, 占比 12.41%, 较高峰期下滑 15%; 化妆品销售额为 430.03 亿港元, 占比达 9.97% (参考 Wind 等估算), 但较高峰期仍增长 12%, 四者合计占香港总零售额的比重超 50%, 估算占其旅游零售市场的 8 成左右。

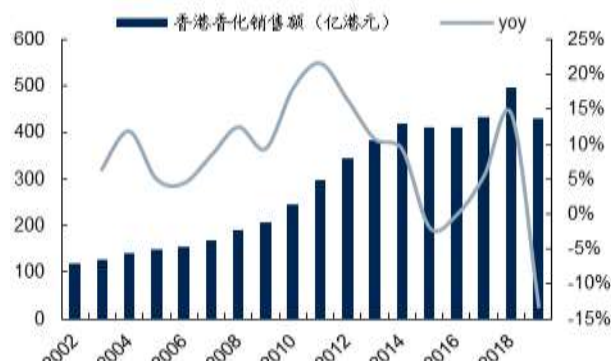
总体来看, 香港旅游零售业后续的承压首先与其本地局势以及客流承压相关, 但分品类来看, 香化逆势仍然增长, 本质是来自国内居民香化渗透提升相关, 总体, 香化产品销售额从 2002 年 119.42 亿港元增长到 2019 年 430.03 亿港元, CAGR=7.83%, 在香港零售额中的占比也从 6.75% 提升至 9.97%; 精品有所下滑但相对降幅有限, 核心与奢侈品品牌商很多选择香港作为亚太新品上市的前站以及免税下相对价格优势有支撑 (免税不受额度限制, 精品上新频繁 SKU 丰富等); 其次系电子产品, 主要系免税价格优势等; 而占比相对最高的珠宝首饰降幅最显著, 主要由于香港珠宝加工成本逐步提升, 价格吸引力下降等因素相关。此外, 需要说明的是, 香港对烈酒及烟草征收较高关税, 因此除红酒和其他低度酒外, 其他烟酒主要以机场、口岸销售为主。

图 5: 2019 年香港零售市场各商品品类占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 香港香化销售变化



资料来源: wind, 国信证券经济研究所整理

渠道: 全免税背景下以市内旅游零售门店为主, 机场免税为辅

香港系全岛免税自贸港, 不仅绝大多数产品免除进口关税, 且其市区也无需加征流转税 (增值税或消费税等), 因此其旅游零售以市区各类大中小型零售门店

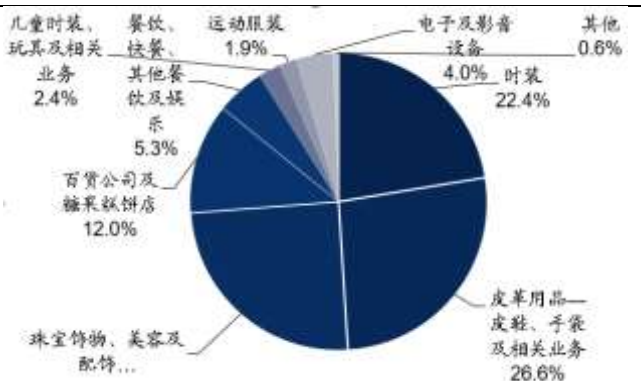
为主，机场相对为辅。从香港市区来看，其旅游零售渠道既包括海港城、时代广场等大型综合型购物中心，也包括崇光百货等各类百货业态以及 DFS 等国际免税龙头的品牌门店，还有遍布香港大街小巷的莎莎、卓悦、各类便利店及药店等零售渠道。这些参与者在多年的发展中，定位各有差异，形成了错位竞争的格局。机场免税品类也较为丰富，包括烟酒等，但整体相对为辅。

图 7：香港免税分类



资料来源：搜狐、新浪等媒体，国信证券经济研究所整理

图 8：2018 年海港城各租户销售额占比



资料来源：香港国际机场官网，国信证券经济研究所整理

大型购物中心：地租+自营/提成综合+自营模式差异

结合我们的跟踪分析，香港市区大型旅游零售购物中心，主要包括三种模式：一是类似九龙仓置业旗下以海港城、时代广场等的租金收入模式；二是利福国际旗下崇光百货（铜锣湾&尖沙咀店），以自营+销售后订单+特许专柜授权提成综合模式，三是 DFS 相对以自采自营主导模式。

表 6：香港代表大型购物中心情况及商业模式

公司名称	经营门店或项目	业务模式	2018 年总销售额
九龙仓置业（1997.hk）	海港城&时代广场等综合型购物中心	租金收入为主	海港城/时代广场各 373/91 亿港元
利福国际（1212.hk）	铜锣湾 sogo/尖沙咀 sogo 百货	自营+销售后订单+特许专柜授权（佣金率 24.8%）模式	铜锣湾 sogo 销售额达 97 亿港元
DFS（隶属于 LV 旗下）	尖沙咀 2 个门店+铜锣湾店+旺角店	自采自营模式为主	

资料来源：公司官网，公司公告，国信证券经济研究所整理

九龙仓置业旗下海港城&时代广场：零售规模可观，地租模式。从规模来看，海港城系内地游客的经典购物圣地，面积最广，2018/2019 年销售额达零售销售总额达 373/290 亿港元（2019 年内地游客下滑对其收入影响较大）。从品类来看，海港城皮革用品（各类一线大牌名包等）销售额最高，达 26.6%，其次为珠宝美容首饰（24.8%）、时装（22.4%）等，精品主导。时代广场 2018/2019 年销售额 91/74 亿港元，其中珠宝美妆首饰品类销售额最高，达 27.6%，其次为时装（25.2%）。但从盈利模式来看，主要系地产租金收入为主，租金收益占其销售额的 20-27%，核心主业净利率 45-60%。

表 7：九龙仓置业旗下海港城及时代广场基本情况

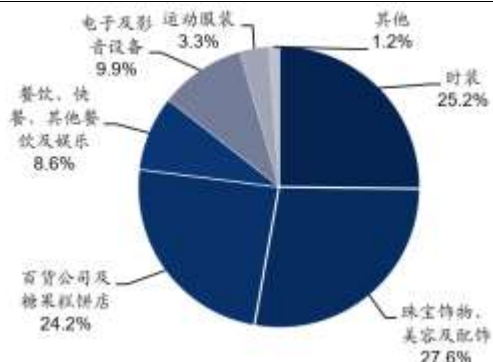
购物中心	2019 年楼面面积（万平方米）	2019 年物业估值（亿港元）	2019 年商场出租率	18/19 年销售额（亿港元）	18/19 年租金收入（亿港元）	18/19 年租金占销售额比例
海港城	841	1803	96	373/290	75.29/74.52	20.18%/25.70%
时代广场	198	565	97	91/74	21.00/20.20	23.08%/27.30%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

利福国际旗下的香港崇光百货主要包括铜锣湾和尖沙咀 sogo 店，其顾客中内地游客贡献 40-50%，此外系本地客人贡献。公司两大门店中以铜锣湾店为主，占比超过 80%，2019 年，铜锣湾店的顾客逗留购买比率率下跌 0.3 个百分点至 33.8%，近几年基本在 34-35%之间波动。该店的客单价（不包括崇光超市）为

1,489 港元，保持稳定，若包括崇光超市部分，估算客单价在 900 元港币上下。同时，若不考虑 2019 年香港市场的扰动，前两年公司尖沙咀店收入增长相对快于铜锣湾店，其中 2018 年，尖沙咀店收入增长 30.3%，主要来自香化的增长驱动，同比增长 39.8%，可见近两年香化品类的增势。

图 9：2018 年时代广场各租户销售额占比



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10：2015-2019 年利福国际销售额/收入/业绩表现

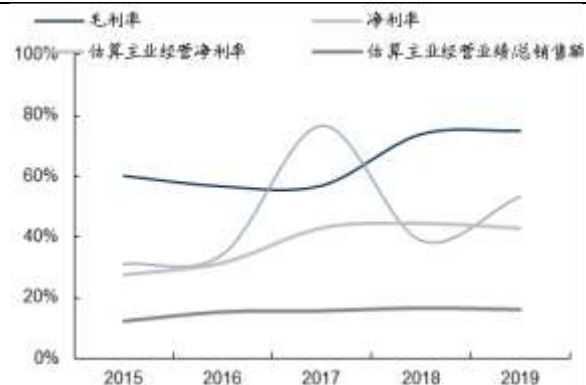


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

注：2016 年业绩扰动与其剥离上海久光等利福中国单独上市有关

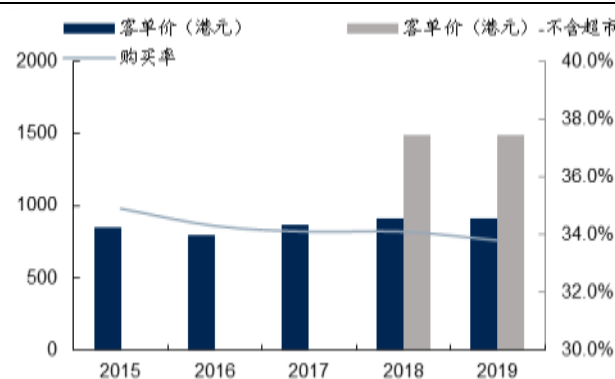
从盈利数据来看，利福国际近几年毛利率在 60-75% 之间，相对较高，与其特许专柜授权租金业务毛利率 100% 等因素相关（特许专柜佣金率按销售额的 24.8% 计提，整体稳定）；归母净利率 30-53%（2017 年有非经扰动），既有半地租模式下盈利能力较强的因素，也有投资收益扰动等影响。如果单看估算经营主业净利率，大致 27-43% 左右。进一步地，若以经营主业业绩/总销售额的比例估算，大致在 12-17% 之间，相对良好，其中 16-19 年都在 15-17% 左右。

图 11：利福国际的盈利能力分析



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：2015-2019 年铜锣湾 Sogo 客单价和转化率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

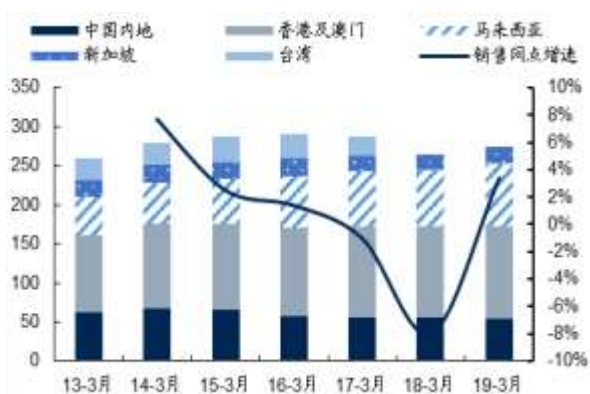
此外，DFS 在香港多年经营多家免税市内门店，依托其早期机场联动优势，此后旗舰店精品、香化优势等，表现也较为突出。但由于 DFS 仅系母公司 LV 集团上市，其独立经营数据尤其香港区域公开数据较少，本文分析暂未涉及。

综合来看，香港大型购物中心经营模式多元，地租扣点模式下通常净利率较高，核心主业净利率 45-60%，租金/收入比例在 20-27% 之间。如以 Sogo 自营+特许经营等模式为例，其主业净利率 27-43% 左右，若以经营主业/总销售额计算，则在 12-17% 之间，仍相对良好，2016-2018 年达到 15-17%。也就是说，如果我们认为承租利福国际旗下门店的品牌方或其他代理方的综合盈利是 0（有亏有赚），则上述可以成为估算其自营模式下盈利能力的参考。但考虑香港此前零售购物相对优势，且利福国际两大 sogo 百货旗下本身还有超市等业务，而超市业务净利率一般较低，我们倾向于认为如果完全纯自营模式下，在市场有利的黄金时期，净利率水平可能达到 18-20% 甚至更高。

中小型零售连锁：莎莎、卓悦等代表，高峰期净利率约 10%

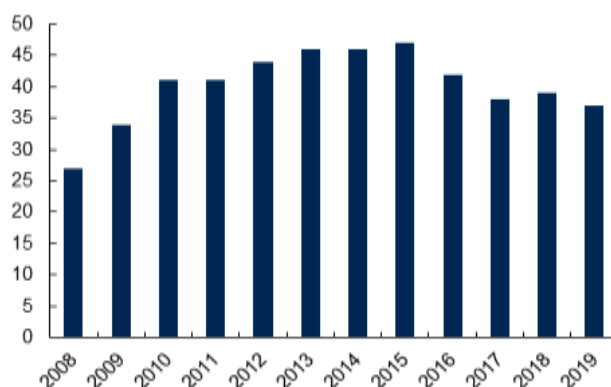
香港中小型零售连锁店亦颇具规模，以莎莎国际及卓悦为代表。香港作为购物天堂，此前不仅包括丰富的大型购物中心，还包括莎莎、卓悦等中小型零售连锁门店，主要聚焦化妆品、药品等，尤其化妆品为主。莎莎 20 世纪 70 年代，从小型化妆品店做起，通过打造自助式开放式货架的零售店铺，效果显著，之后于 1997 年上市，逐步开拓亚洲市场，全盛时期最高达 291 家门店（港澳 113 家），遍布中国大陆、港澳台及马来西亚、新加坡等地。与之相比，卓悦公司 1991 年开设首家实体门店，面积仅有 200 平方尺，在 29 年间，公司在香港、澳门、广州拥有 37 家化妆品零售店，并也成功香港上市。

图 13：莎莎国际销售网点数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14：香港卓悦店铺数量



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

莎莎财务与盈利分析：高峰期收入 80-90 亿港元，净利率 10-11%，较为可观。 2013-2015 年香港黄金时期销售额在 80-90 亿港元，以香化日化产品为主。虽然相比国际免税巨头数百亿的销售规模，莎莎零售规模优势相对有限，但公司一是通过平行进口，利用国际品牌洲际定价差异，寻找全球性价比最优的进货代理商平行进口报关；二是通过拓展独家代理或自营品牌（独家代理或自营品牌 180 多个），提升毛利率水平；三是积极拓展香港本地品牌等进一步确保毛利率。在这种情况下，莎莎的毛利率高峰期也达到 45-47%，后因香港承压，2019 年财年毛利率在 40% 左右。与此同时，莎莎 2013-2015 年高峰期的净利率在维持在 10-11% 之间，考虑香港市场完全竞争，租金、人工成本相对不低，且其本身规模与免税国际龙头差距较大，上述净利率仍较为可观。

图 15：莎莎国际三种业务模式



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

图 16：莎莎国际代表独家品牌



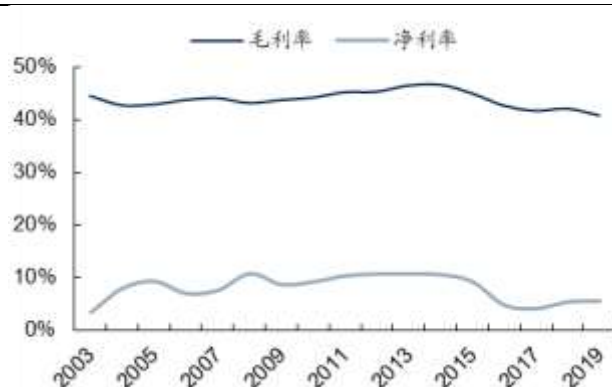
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 17: 莎莎国际收入及业绩表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：公司 2019 年财年系 2018 年 4 月至 2019 年 3 月。

图 18: 莎莎国际毛利率及净利率表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

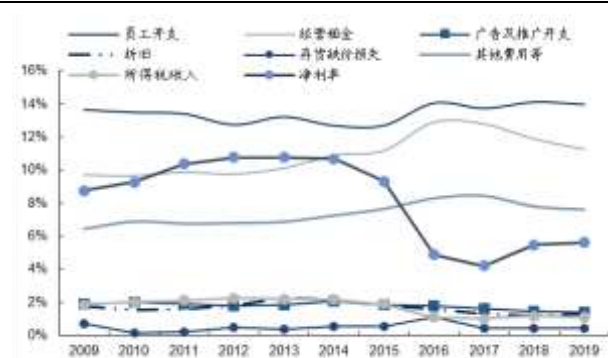
具体来看，莎莎国际近十年人工占营业额的比重约 13-14%，租金占比 10-13%（虽然香港地租昂贵，但莎莎依托选址相对小街小巷等，单店面积不大，努力控制租金水平），其中 2009-2013 年，公司租金占比仅 10%，2014-2015 年也仅 11%，相对稳定，加之此时毛利率 45-47% 支撑良好，助力其此时净利率水平达到 10-11% 较好水平。但 2016 年后，莎莎大陆门店拖累业绩，加之香港本土经营压力不断，公司经营开始承压，收入规模下滑，毛利率开始逐步下降，从 2014-2015 年的 45-47% 降至 2017-2019 年 41-43%，同时受收入影响，租金上升至 11-13%，导致净利率承压，2017-2019 年仅 4-6%。不过，有一点值得说明的是，从莎莎的营销推广费用来看，其销售推广费用仅占收入比例约 2%，控制良好，引流成本较低，与本身的品牌优势及香港本身区位优势等相关。

图 19: 莎莎国际的成本费用及盈利拆解



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 20: 莎莎国际人工/租金/推广等费用占收入比重



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

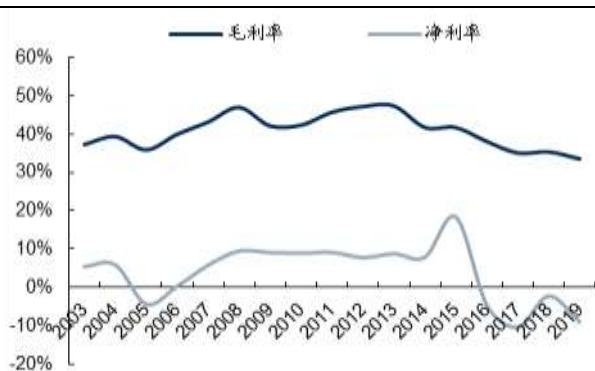
卓悦财务与盈利分析：规模较小，但毛利率可达 45-47%，净利率接近 10%。相比莎莎，香港卓悦的规模更小，零售门店 30 余家，近 10 年营收保持在 15-30 亿港元区间，商品品类主要包括化妆、护肤及保健产品等。同样依托平行进口、自营或独家代理品牌等模式(卓悦独家代理品牌约 100 多个)，其 2011-2013 年高峰时期毛利率也曾高达 45-47%，净利率高峰期曾持续在 9-10% 左右。不过，与莎莎相比，卓悦规模更小，虽然选址也相对以小街小巷为主，但租金占营业额比重相对更高，2010-2014 年租金占比 15% 左右，明显高于莎莎 10%-13% 的占比，2015-2017 年受香港区域影响，租金占比一度到 20% 以上，直接拖累其盈利水平，直到 2018 年局势缓解，租金比率才降至 15% 左右。此外，从员工费用占营业额比重 12%-15%，波动区间也较莎莎更大，与其规模较小相关。不过，2015 年后，卓悦的发展同样受制，内外发展的因素导致公司盈利承压。

图 21: 香港卓悦收入及业绩表现



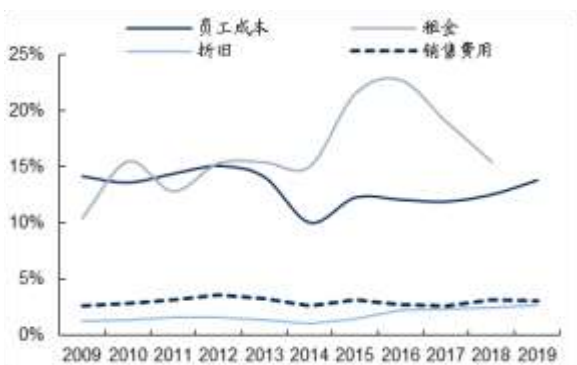
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理 注：2007 年净利润低基数下同比增幅较大，为 1320%

图 22: 香港卓悦毛利率及净利率表现



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 23: 卓悦的成本费用及盈利拆解



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 24: 卓悦独家代理品牌 100 多个

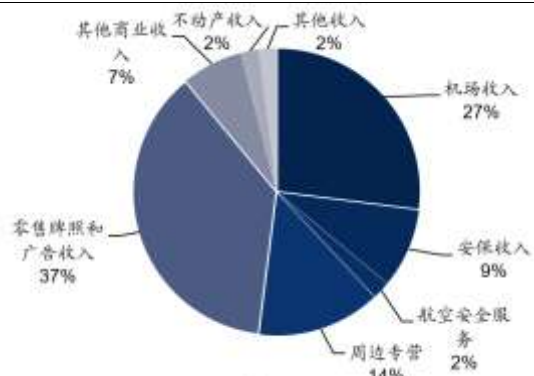


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

机场免税：香港国际机场联营+招标模式，销售规模较可观

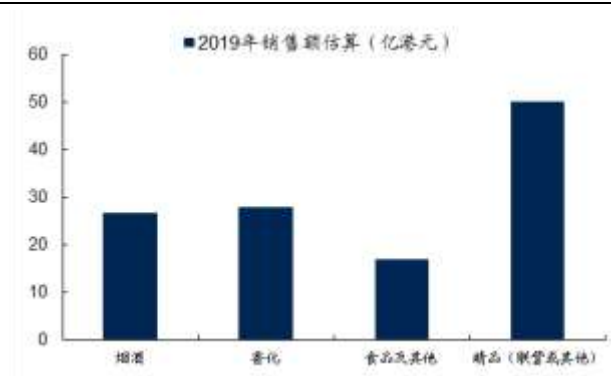
由于香港市内繁多旅游零售门店，其机场免税相对为辅，但其烟酒品类在机场优势最突出，整体规模仍预计 120 亿港币+。依托香港国际自贸港的国际客流优势，香港机场免税零售规模也不低。我们以 2019 财年香港国际机场零售牌照和广告收入 71.49 亿港元为基础，剔除广告收入影响，初步估算香港国际机场年免税销售额 120 亿港元以上。

图 25: 2019 财年香港国际机场收入拆分



资料来源：香港国际机场官网，国信证券经济研究所整理

图 26: 2019 财年香港免税收入估算情况



资料来源：香港国际机场官网，国信证券经济研究所整理

具体来看，香港机场免税一是包括精品类商品（箱包服饰鞋等），多以机场与品牌商直接招商合作扣点等多种方式，二是香化、烟酒、一般品牌商品（食品等）

等三大品类，主要通过公开招标筛选合适免税运营商运营，分三个标段经营，通常以保底+提成模式为主。

正是由于香港国际机场天然优质国际客流优势，因此机场在免税招标博弈中占据主动，保底和提成租金较高。从免税运营商而言更多是以规模效应为主，盈利上则有所波动。2012-2017 年香港机场免税三个标段均由 DFS 中标经营，由于 2012 年竞标时本系香港顶峰时期，相应保底、提成租金条件不低，此后因 2013-2016 香港区域事件影响，香港阶段承压，导致 DFS 经营面临较大压力，参考穆迪的相关报道，DFS 此前香港机场业务最高亏损达 1 亿美金（三个标段之和），直接影响其香港区域收益（DFS 在香港市区免税店此时仍盈利良好）。2017 年，香港机场免税重新招标，香港机场烟酒免税由中免与 LTR 的合资公司运营，香化免税则由新罗运营等。参考中免、新罗等相关数据，我们估计香港机场烟酒、香化的销售规模 2019 年在 25-30 亿港元左右。考虑 2019 年局部事件和 2020 年疫情影响，短期也会对相关两个免税运营商盈利产生一定负面影响。

不过，从中免的角度，公司在中标香港机场烟酒段后，除了机场本身的烟酒免税运营以外，也积极拓展协同业务成长。2019 年，中免曾在香港东荟城试水设立 cdf Beauty 市内免税店（距离香港机场较近，可以物流协同等），面积 1000 余平米，相对可控。虽然 2019 年下半年局部事件以及 2020 年以来的疫情对其有一定影响，但公司今年上半年依托市内店支撑较快推出了 CDFI 中免国际线上购，包括美妆、红酒等商品，针对香港岛内销售，可以不限额度，可邮寄可自提，借助其机场品牌和规模品类优势，也在积极探索扩充新的收入来源。

国际借鉴下中免海南展望：短期利好，中线盈利支撑

海南自贸港总体政策官宣，预计岛内免税与离岛免税不完全等同

2020年6月1日，据新华社报道，中共中央、国务院印发了《海南自由贸易港建设总体方案》，确定了海南自贸港建设的总体大致方针，并明确了2025年、2035年、本世纪中叶的建设目标，具体如下所示。

旅游零售层面：预计岛内免税与离岛免税不完全等同

如下表所示，方案明确：2025年前，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（免除进口关税、进口环节增值税和消费税），核心看正面清单的界定情况，对于正面清单以外的商品，则仍然受相应税收约束。

同时，2025年前，适时启动全岛封关。封关时依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，启动在货物和服务零售环节征收销售税相关工作。由于简并非免除，海南全面封关后能否进一步全面免除部分香化等产品的增值税、消费税，仍需要进一步细则明确。

其次，从方案中对“贸易自由便利”的界定来看，强调“一线”放开、“二线”管住。海南自贸港的货物进入内地以及行邮商品进入内地，仍然遵循严格限制，即使鼓励支持的产业，也最多满足条件下免除关税，但仍然需要征收增值税和消费税，且邮寄商品需要缴纳相应税收。从这个“贸易自由便利”的界定，对于海南岛与内地之间的贸易流动，仍然遵循境内关外原则进行严格的限制和约束，以避免对国内其他税收体系产生较大冲击。

表 8：海南自贸港政策中对岛内免税及贸易自由便利的相关表述

分类	说明
2025 年前重点任务	实行部分进口商品零关税政策。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。 2025 年前，适时启动全岛封关运作。在全岛封关运作的同时，依法将现行增值税、消费税、车辆购置税、城市维护建设税及教育费附加等税费进行简并，启动在货物和服务零售环节征收销售税相关工作。
贸易自由便利	“一线”即货物从其他国家进入海南时，通过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。 但货物从海南自由贸易港进入内地（即二线），原则上须照章征收关税和进口环节税。 对鼓励类产业企业生产的不含进口料件或者含进口料件在海南自由贸易港加工增值超过 30%（含）的货物，经“二线”进入内地免征进口关税，照章征收进口环节增值税、消费税。 行邮物品由海南自由贸易港进入内地，照章征税。

资料来源:新华社, 国信证券经济研究所整理

综合来看，虽然岛内居民消费免税购买的正面清单暂未详细公开披露，但综合我们对贸易自由便利的界定和封关前监管现状，我们预判对正面清单商品或仍然限制较为严格，初步预计短期相对以生活必需品（包括当地餐饮等消费），水果等产品为主（有待后续细化政策），与离岛免税品类清单不同，以免在未全面封关和全面监管下，流入内地时存在较大的监管漏洞及对国内的税制产生冲击。

因此，岛内居民正面清单内的免税购买，并不必然与离岛免税等同。一是需要跟踪正面清单变化，初期二者品类可能差异；第二，即使中线正面清单逐步放开，与离岛免税的品类有所交叉，岛内居民消费可以免税购买，但并非可以无约束带离出岛。考虑对内地市场冲击，我们预计离岛免税仍需遵循相应额度管控规定（如每年离岛额度限制等）。

免税牌照：仍待跟踪，但预计短期仍相对可控，中长线并不悲观

本次方案未直接涉及离岛免税牌照放开问题，但提及强化“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”，强调非禁即入。

具体来看，2025年前，海南岛实行“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。2035 年前，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。

综合来看我们认为未来离岛免税牌照放开问题及外资是否能准入等问题核心看未来特定免税产品销售是否在限制名单中，包括未来自贸港立法后是否涉及离岛免税牌照审批权限及调整等，需要持续跟踪。

总体而言，本次方案短期未直接明确突破离岛免税牌照问题，仍需进一步跟踪。我们认为，若未来中短期牌照局部有限突破，考虑中免目前的规模和卡位等优势，预计影响可控，且从市场最担心的外资来看，目前国际龙头 Dufry 即使落地，也主要选址西线海花岛等区域，区域资源差异较大；中长线若进一步放开，但中免规模与卡位优势预计已经进一步巩固，且伴随海南自贸港下离岛免税蛋糕的不断扩容，我们预计中免未来中长线成长仍有支撑。

离岛免税额度上调至 10 万元，扩大免税商品种类

方案指出：放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品品类。结合今年 3 月 20 日，海南省人民政府印发《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020—2021 年)的通知》，海南省政府提出要扩大离岛免税购物消费限额，增加免税商品品种。我们认为上述政策整体符合预期。但考虑此前 2018 年底海南离岛免税额度才上调至 3 万，本次总额度大幅调整仍彰显积极态度，且落地仍有助于后续海南离岛免税的持续扩容，有助于海南离岛免税蛋糕的迅速做大。

表 9：海南离岛免税政策回顾

政策实施时间	关键词	说明
2009 年 12 月	政策提出	国务院《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出研究离境退税及离岛免税购物政策
2010 年 6 月	政策进一步明确	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，提出建设离岛及离境免税店
2011 年 3 月 24 日公布，4 月底运行	离岛免税政策公布	试运行离岛免税政策试点，限额（5000 元），限龄（年满 18 周岁），限购次数（岛内居民 1 次/年，非岛内居民 2 次/年），限品类件数（18 种商品，香水 2 件，化妆品 5 件）
2011 年 3 月 24 日	离岛免税政策解读	财政部官员解读“离岛免税”政策试点时提到“国家决定在海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点”
2012 年 11 月	政策额度等调整	限额提高至 8000 元，年龄降低至 16 岁，品类拓宽至 21 种等方面，相比 2011 年，香水 5 件、化妆品 8 件。
2014 年 1 月	政策小范围突破	三亚免税店试点实施“即购即提、先征后退”和“特殊情况下邮寄送达”的购物模式
2015 年 3 月	政策再次调整	增加 17 类免税品种（如婴儿配方奶粉等），放宽 10 种热销商品的单次件数限制，香水 8 件、化妆品 12 件。
2016 年 2 月	政策再次调整	免税额度增至 16000 元，取消非岛内居民购物次数限制，同意三亚和海口免税店开设网上销售窗口
2017 年 1 月	政策小范围突破	铁路离岛旅客可在三亚店或通过三亚和海口免税店的网上销售窗口购买免税商品并在海口火车站提货点提货
2018 年 2 月	新增免税提货点	三亚免税店琼海博鳌机场提货点启用
2018 年 4 月	新增免税提货点	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点
2018 年 12 月	政策再次调整	免税额度增至 30000 元（包含岛内居民旅客），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品
2018 年 12 月	政策再次调整	将邮轮船离岛旅客纳入了海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围
2019 年 1 月	新设免税店	新设海口、博鳌市内免税店，于 2019 年 1 月 19 日正式开业
2020 年 6 月	上调免税额度	放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品品类

资料来源：财政部，阳光海南网，商务部，中国新闻网等，国信证券经济研究所整理

需要说明的是，目前尚未提及香化件数调整及单件 8000 元限额调整。我们认为，作为纲领性的自贸港方案，离岛免税的件数和单件额度的调整更偏细节，本次方案虽未涉及，但后续进一步细则等政策未来仍可能调整和明确。

我们认为，由于香化件数限制系主要体现在每次去海南购物的限制，短期在目前离岛免税线上补购政策补充支持下，由于线上可以多次购物，本质短期香化件数实质约束不大，故短期有望进一步刺激免税消费。考虑 5 月 6 日，海南省出台《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，提出“积

极推动离岛免税新政”以及“加快落地离岛免税购物新政策，推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元”。虽然 2019 年中免+海免离岛免税销售额为 136.1 亿元，离 300 亿目标相距尚较远，但考虑疫情下出境游受制，海南在目前政策、供应商和品牌商的大力支持及中免积极营销推动的情况下，结合最新海南离岛免税额度上调至 10 万/年以及离岛免税线上补购的协同（结合同花顺财经报道，公司今年 5 月股东大会表示，线上销售占比 50%，线上协同效果明显），我们预计 2020 年公司海南离岛免税消费有望同比大幅增长，预计全年总销售额上看 200 亿元以上，从而对公司整体业绩形成一定支撑。

表 10：海南离岛免税金额、数量、品类等限制变化

时间		年龄	品种	次数	单次金额	总金额	数量
2011	岛内	18	18	1	5000	5000	岛内与非岛内一致
	非岛内	18	18	2	5000	5000	香水 2 件、化妆品 5 件
2012	岛内	16	21	1	8000	8000	岛内与非岛内一致
	非岛内	16	21	2	8000	8000	相比 2011 年放宽数量，香水 5 件、化妆品 8 件
2015	岛内	16	38	1	8000	8000	岛内与非岛内一致
	非岛内	16	38	2	8000	8000	相比 2012 年放宽数量，香水 8 件、化妆品 12 件
2016	岛内	16	38	1	8000	8000	同 2015 年
	非岛内	16	38	无次数限制	8000	16000	
2018	岛内	16	38	无次数限制	8000	30000	岛内与非岛内一致
	非岛内	16	38	无次数限制	8000	30000	相比 2015 年，增加部分家用医疗器械商品
2020	岛内	16	38	无次数限制	8000	100000	总额度从 3 万增加至 10 万
	非岛内	16	38	无次数限制	8000	100000	总额度从 3 万增加至 10 万

资料来源：财政部、阳光海南网、商务部等，国信证券经济研究所整理

疫情后若上述海南离岛免税补购政策不再持续，则需要兼顾后续香化件数是否调整等影响。但考虑本岛及周边游客进出海南相对便捷（港口等多种方式），则即使香化件数及单件限额不调整，单次客单价可能提升有限，但仍有助于提升总体购买计划，尤其对本地游客占比较高的海口免税店成长具有突出意义。

减按 15%征收企业所得税，降低人才税负，直接利好中免海南总部盈利成长

本次海南自贸港政策明确提及实施优惠的企业所得税，自方案发布之日起至 2025 年前，减按 15%征收企业所得税。2035 年前，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。此外，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。

表 11：加大对部分企业、高端人才的税收优惠，提高吸引力

征税主体	征税标准
注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业	自方案发布之日起至 2025 年前，减按 15%征收企业所得税。2035 年前，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。
旅游业、现代服务业、高新技术产业企业	2025 年前新增境外直接投资所得免征企业所得税
在海南自由贸易港工作的高端人才和紧缺人才	个人所得税实际税负超过 15%的部分，予以免征

资料来源：国务院，国信证券经济研究所整理

具体来看，考虑中免总部已经迁址海南，2019 年公司仅三亚免税店业绩占公司主业业绩的约 35%，如考虑批发扣点返回估算有望业绩占比超 50%+；若进一步考虑海免批发收益，则公司海南业务业绩占比有望 60%+。今年，考虑公司此前已经公告收购海免 51%，在今年疫情特殊背景下，公司海南收益预计基本主导公司盈利（机场因保底租金问题和出入境口岸免税压力承压），因此所得税优惠对公司盈利成长利好显著。

自贸港下中免展望：短期利好，中线看扩张，长线借鉴香港仍有支撑扩额度，降税率，有望直接利好中免近两年盈利成长

首先，结合前文分析，上述自贸港法案落地后，短期扩额度、降所得税有望形

成直接利好。一是明确国内居民离岛免税额度将从此前的 3 万/人年提升至 10 万/人年,虽然香化 12 件件数和单件上限 8000 元目前尚未明确突破(需要观察后续是否进一步细则落地),考虑疫情下尚有离岛免税补购政策支撑,短期件数实质束缚有限。鉴于此,考虑促销等因素以及海南省对中免 300 亿的目标期许,我们将 2020 年三亚免税店收入从此前 104 亿左右上调至 138 亿左右,海免收入从此前 34 亿上调至 60 亿+ (主要考虑海南离岛免税补购政策影响)。同时,综合考虑所得税下调对明年的影响,以及日上直邮的持续推进,我们将中国国旅盈利预测从此前的 20-22 年 EPS 1.14/2.93/3.52 元上调至 1.80/3.37/ 4.25 元(免税政策额度放宽、所得税调整等因素带来业绩上调,2020 年还兼顾了日上直邮等的影响)。由于中国国旅近两年影响因素较多,我们将保持密切跟踪。

需要特别说明的是,公司近两年盈利成长一是受海南因素变化影响(其中又包括件数、额度、线上补购等影响),二是受机场保底租金谈判,日上直邮推进等;三是受市内免税店政策调整可能影响,各方面都处于需要持续跟踪的阶段,盈利预期可能波动较大。

中线: 关注离岛免税牌照调整情况及公司扩张卡位强化

从自贸港目前公布的政策来看,暂未直接明确涉及海南离岛免税牌照调整,目前仍需跟踪后续进展包括自贸港立法等相关情况。

不过,考虑海关监管难度以及各方博弈的情况,加之岛内免税和离岛免税相对区分,我们认为在一定期限内(2025 年封关),即使海南离岛免税牌照突破,预计也仅有限竞争,定位或区域有所差异,难以做到全岛层面的完全放开。

具体来看,结合此前媒体报道,海南区域免税牌照可能新增,主要涉及三个方面,一是外资层面,主要拟引入 Dufry,但系西线海花岛层面,与中免与海免目前海南三亚、海口的布局存在明显区域差异;二是国药集团(中出服)层面,与三亚市政府合作,拟在三亚区域打造倡导健康消费新体验的创新型离岛免税店,同时建设跨境贸易产业园区+药妆免税城,虽同在三亚,从公开信息来看与中免三亚项目相对错位竞争(离岛免税系偏健康消费层面,药妆与跨境贸易等捆绑),且目前规模等差距较大;三是凯撒旅业与三亚市政府合作,拟争取海南免税布局。

表 12: 建设海南国际自贸港背景下的一些相关讨论及公司行动

时间	说明
2020 年 3 月	海南省人民政府印发《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020—2021 年)的通知》,提出:扩大离岛免税购物消费限额,增加免税商品品种。引导免税品经营企业在现有门店增加品牌数量,简化免税购物手续,扩大免税品网络销售规模。推出离岛免税购物系列促销活动,举办优惠月(季)活动。(责任单位:省财政厅、省商务厅、省旅游和文化广电体育厅、海口海关)
2020 年 3 月	海南省财政厅解读上述政策时表示,进一步开放离岛免税政策,包括增加免税经营主体、扩大离岛免税购物消费限额、增加免税商品品种等。海南省商务厅当日对上述措施解读称,该厅目前正在配合海口海关等部门,与中央有关部委沟通对接,争取更开放的离岛免税政策,引进世界著名免税销售集团在海南开设免税店,布局大型精品旗舰店,引入高端消费品牌。
2019 年 11 月至 2019 年 3 月	凯撒旅业先后公告: 1、成立海南免税公司,一是参股中出服旗下天津、江苏等门店,二是未来如果海南政策有所突破,也希望在海南进行相关免税布局。2、公司迁址海南等。
2020 年 4 月	国药集团(中出服)与三亚市政府签订战略合作,拟在三亚区域打造倡导健康消费新体验的创新型离岛免税店,同时建设跨境贸易产业园区+药妆免税城,打造集国际保健品进出口和集散中心为一体的国际保健品进出口基地;建设药妆免税城
2020 年 4 月 -5 月	4 月,海南西线儋州, DUFY 集团与恒大旅游集团,就打造亚洲单体规模最大的免税购物中心签订合作协议,未来拟在海花岛打造免税购物中心; 5 月,海南省委书记即与全球免税巨头杜福睿(Dufry)集团 CEO 胡里安·蒂俄斯视频会议,表达海南的积极开放态度“希望杜福睿集团发挥优势,用好离岛免税政策,大力布局精品免税店和经营网络,推动海南免税品与国际市场在品牌、品种、价格上“三同步”,不断满足中国人民日益增长的消费需求。”

资料来源: WIND, 中新网, 海南新闻网、DFE 等, 国信证券经济研究所整理

与此同时, 中免及其大股东中国旅游集团也在积极应对。结合万得通讯社、中国新闻网, 免税零售专家等媒体 4 月 11 日报道, 中国旅游集团与海南最大本土企业海航集团达成战略合作, 且中国旅游集团后续有望增设三亚市内店和三亚

机场免税店，本质也有助于部分缓解此前海南离岛免税新增免税经营资质的担忧。其实，此前中免、海免都不排除希望争取三亚机场免税店，但因一市一店政策限制，三亚机场免税店一直未能落地。2019年1月，海口市免税店获批，显示一市一店有突破可能性。但此前市场曾有传言海航拟与其他方合作设立三亚机场免税店，引发部分市场投资者担忧，但结合最新新闻又峰回路转。目前来看，现今建设海南自由贸易港的背景下，叠加海南省政府支持，同时中旅集团与海航集团合作有助于央企和地方利益平衡，强强联合，一是本身突破可能性大大增加，二是中免在三亚免税市场垄断地位得以进一步巩固，三是海航也可以凭借其机场优势参与，平衡双方利益，一举多得。

表 13：中国旅游集团与海航合作，且后续有望增设三亚市内店和三亚机场免税店

分类	说明
1	在海南省推动下（海南省委主要领导多次提出希望中国旅游集团在加大对海南投入的同时，考虑与海航这样的本土企业合作），中国旅游集团（中国国旅控股股东）与海航集团 4 月 11 日签订战略合作协议，双方将在航旅产业、免税业务、资产项目等多个领域开展合作，推动海南自贸区(港)建设与消费升级。
2	在巩固和优化现有离岛免税业务之外，双方还将扩大日月广场市内免税店经营面积和经营品类，推动在三亚凤凰机场新增离岛免税店项目落地。
3	中国旅游集团副总经理李刚表示：中旅在三亚设立的两家体验实体店将于 13 日正式开业（据 DFE 报道，体验店一家位于三亚市凤凰路即机场附近；另一家体验店位于三亚市某旅游景区，暂无进一步信息），并将配合海南省人民政府尽快增设三亚市内及机场两家离岛免税店。

资料来源：万得通讯社、中国新闻网，免税零售专家等媒体，国信证券经济研究所整理

综合来看，海南离岛免税牌照问题仍待跟踪，2025 年可能是一个关键时间点。我们倾向于未来 5 年，海南离岛免税牌照仍存，即使有限放开，但预计仍可能系不同区域或错位竞争。与此同时，结合中国旅游集团增设三亚市内免税店设想，我们认为：未来若中国旅游集团在海南初步形成，在三亚拥有三亚海棠湾购物中心——三亚市区免税店（如大东海店）——三亚机场免税店，在海口拥有海南自贸港购物中心——海口市区日月广场店——海口美兰机场店，此外还包括博鳌市内店等，则中国旅游集团在海南免税市场已经占据充分优势卡位，再经过几年的强化和培育，不排除有望成为全球免税第一规模支撑，后续即使新增新的免税运营商，虽然短期有一定价格战扰动，但其在海南的核心优势已经较难打破。新进入者的难度和壁垒也大大增加。

长线：借鉴香港零售运营商盈利能力，关注牌照放开可能假设下的中免成长

长线来看，核心在于两个方面：1、全岛免税和离岛免税长线是否完全兼容？2、离岛免税未来是否完全打破牌照垄断，实现全岛放开完全竞争？目前对此并无清晰时间表和明确定论，仍有待国务院、财政部及相关政策意见明确。

仅就目前情况来看，我们预计全岛免税和离岛免税预计在相当长时间仍然有所区别，以避免对内地市场的较大冲击。并且，即使离岛免税牌照未来真的打破，与香港类似全面竞争，我们预计也留有一个相对较长的时间过渡，从而也在一定程度上倒逼中免近几年快速布局和做大做强。

假如按相对谨慎假设，预计未来海南自贸港对离岛免税也全面放开，我们结合前文对香港旅游零售市场分析，尤其结合香港政治稳定，区域发展势头良好阶段旅游零售商过往销售规模和盈利的分析，认为成长下的免税龙头中免仍有一定支撑。

首先，结合香港大型购物中心的分析，以利福国际旗下 Sogo 百货为例，其以自营+特许经营等模式为主，其主业净利率 27-43%左右，若以经营主业净利润/总销售额计算，则在 12-17%之间（剔除非经扰动，其中 16-18 年为 15-17%），仍相对良好。若适当考虑承租方收益以及 sogo 百货旗下本身还有超市等业务则自营模式下净利率不排除更高，如 18-20%等。此外，从这些大型购物中心的单体规模来看，海港城作为经典的购物圣地，2018 年零售销售总额可达 373 亿港元规模可观，只是盈利上地租模式为主相对不可比。

其次，从中小型购物连锁来看，以莎莎、卓悦为例，前者高峰期销售规模 80-90

亿港币，后者仅 15-30 亿港币。二者专注香化等（兼有一定本地品牌或保健品等），依托平行进口（全球利用品牌洲际定价差异寻找价格较优的代理商采购，平行报关）、自营或独家代理品牌等，高峰期毛利率可以达到 45-47%，净利率高峰期也能 9-11%。其中，以莎莎为例，其人工占比 13-14%，租金占比 10-13%（香港地租不低），相对不低，但推广费用占比较低，仅 2%，对其高峰期净利率形成支撑。

表 14：莎莎和卓悦经营数据对比总结

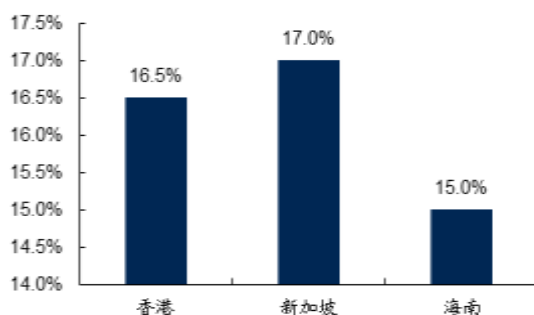
	销售规模（港元）	人工/收入	租金/收入	毛利率	净利率
莎莎	36 亿-90 亿（高峰期：77 亿-90 亿）	13%-14%	10%-13%	41%-47%（高峰期：44%-47%）	4%-11%（高峰期：9%-11%）
卓悦	15 亿-30 亿（高峰期：26 亿-30 亿）	11%-15%	10%-23%	34%-47%（高峰期：42%-47%）	-10%-9%（高峰期：8%-9%）

资料来源：公司财报，Wind，国信证券经济研究所整理

注意：卓悦 2014 年销售额取持续经营业务销售额

综合香港黄金时期旅游零售商盈利水平，从中免的情况来看，一方面，虽然中免海南目前还包括精品等品类，从品类毛利率的角度明显不如香化，但考虑其整体 400 亿以上的采购规模，毛利率上预计仍有较良好支撑；另一方面，中免三亚海棠湾购物中心以及在线的海口自贸港购物中心系自有物业，未来至少这两个门店租金折摊这块成本较为可控（2019 年三亚海棠湾 100 亿规模背景下，我们估算内部子公司层面租金率或不高于 5%）。此外，从所得税的角度，香港目前 7.5%-16.5%（企业利润 200 万港币以上 16.5%），新加坡 8.5-17%（企业利润 30 万新元以上 17%），海南按照最新自贸港规定所得税率 15%，因此从所得税率对比看，海南自贸港也有优势。

图 27：海南、香港、新加坡等所得税率对比（一般情况）



资料来源：财政部、国务院、搜狐媒体等新闻媒体报道，国信证券经济研究所整理

综合来看，未来随着中国国旅的免税规模不断壮大（冲击全球免税 NO.1）和全方位运营能力有效提高，长线来看（5-10 年后），即使海南届时类似香港全面竞争的背景下，在海南自贸港的稳定成熟期，在其自贸港良好发展消费蛋糕不断做大，区域各方面内外部已经稳定良好发展的前提下，预计中免三亚、海口市免税店净利率税率或仍有 18-20%或更高（考虑批发扣点加回）；机场店需要跟踪后续租金扣点情况，但海口美兰机场免税店本身系海免与美兰机场的合资公司，从海口美兰机场免税店的实际合作经验来看，租金成本一直合理可控，从而对中免长线的盈利成长仍有良好支撑。

不过，短期刚开放期也需要跟踪当时实际情况，可能阶段扰动或竞争激烈难免（类似韩国刚放开牌照之时）。如果全面放开全面放开的实施时间较晚，比如 5 年后或者更长一点的时间，则此时中免的相对低位更加巩固，其规模本身也有望成为全球免税第一，则这个时候竞争优势也可能更加充分。从其后进者理性分析的角度，倾向于错位竞争或者跨区域竞争等或者更加可能。

当然，需要说明的是，如果海南全面放开节奏比我们预期更快，包括引入外资

的节奏快于预期，这种情况下可能存在短期过度竞争压力。此外，如果海关监管未有效跟上，过早放开，则也不能完全一些企业非合规操作等，也可能导致短期非正当竞争，影响市场秩序。但从理性的角度，在目前海南自贸港稳步推进的情况下，只要给予充分的时间和准备，则中免在海南的成长并不悲观。

投资建议：国际借鉴下，中免海南短期积极长线不悲观，战略看好公司成长

总览海南自贸港总体政策：一看短期，预计岛内免税≠离岛免税，扩额度，降所得税，有望直接利好公司盈利成长，我们据此将中国国旅 20-22 年 EPS 预测从此前的 1.14/2.93/3.52 元上调至 1.80/3.37/4.25 元（2020 年兼顾离岛免税线上补购、日上直邮等影响）；二看中线，关注离岛免税牌照调整，暂未定论，预计即使突破亦局部有限突破为主，倾向于差异化或跨区域竞争，且中免有望依托大股东支持增设三亚市内、机场免税店），强化规模和卡位优势；三看长线，全面放开尚未定论，但借鉴香港黄金时期零售运营商盈利能力（Sogo、Sasa、卓悦等），我们预计中免自有物业海南市内免税店净利率规模和卡位优势叠加下，长线稳定盈利能力仍有良好支撑（预计净利率 18-20%+，考虑批发扣点加回），并可持续分享海南免税蛋糕的做大。

综合来看，我们认为海南自贸港政策背景下，中免短期有望直接利好，借鉴香港情况，中长线盈利成长仍有支撑。与此同时，消费回流背景下，政府持续持续支持国内免税产业持续崛起，国人离境市内免税店仍有期待，且中免有望全球免税保三争一，我们继续坚定看好中国国旅未来 3-5 年的成长，给予公司未来 6-12 月合理估值 2600 亿元（对应 2021 年 PE40x），坚定维持“买入”评级。此外，我们也建议积极关注海南自贸港建设背景下，凯撒旅业在海南的免税布局等。

风险提示

免税政策可能低于预期；国内外大规模传染疫情等风险；汇率及宏观系统性风险；机场招标租金风险；国企主观诉求调整也会影响经营积极性等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-6-9	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国国旅	买入	110.00	2.37	1.80	3.37	46.40	61.11	32.64	13.23
002607	中公教育	买入	27.90	0.29	0.38	0.51	95.35	73.93	55.19	58.25
300144	宋城演艺	买入	19.66	0.51	0.21	0.64	38.37	93.04	30.85	6.07
300010	立思辰	买入	16.90	0.04	-0.04	0.41	434.83	-422.50	41.22	0.00
600754	锦江酒店	买入	30.19	1.14	0.85	1.32	26.47	35.46	22.80	2.29
600258	首旅酒店	买入	16.88	0.90	0.05	0.95	18.84	315.32	17.75	2.04
300662	科锐国际	增持	43.77	0.84	0.92	1.22	52.41	47.48	35.97	10.96
000796	凯撒旅业	买入	10.04	0.16	-0.10	0.18	64.16	-104.91	55.81	3.64
002707	众信旅游	增持	6.74	0.08	-0.10	0.21	86.36	-65.82	31.79	2.79
603136	天目湖	增持	25.20	1.07	0.79	1.29	23.55	31.90	19.53	3.54
600138	中青旅	买入	10.20	0.78	0.20	0.88	12.99	50.15	11.59	1.21
002621	美吉姆	增持	6.47	0.20	-0.18	0.23	32.35	-35.94	28.13	4.45
000888	峨眉山 A	增持	5.93	0.43	0.06	0.44	13.81	96.81	13.61	1.32
600054	黄山旅游	增持	8.44	0.46	0.10	0.50	18.35	88.64	16.86	1.51
002159	三特索道	买入	11.11	0.08	-0.12	0.39	138.88	-92.58	28.28	1.60
000978	桂林旅游	增持	4.72	0.15	0.13	0.24	31.47	36.31	19.67	1.08
002033	丽江股份	增持	6.01	0.37	0.09	0.38	16.23	63.82	15.97	1.36

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032