



顾慧君：免税赛道的投资逻辑



文/新浪财经意见领袖专栏作家 顾慧君

近年来，免税行业炙手可热，很多投资者非常关注。免税这个赛道前景如何？行业的天花板和护城河在哪里？投资这个赛道时应注意哪些问题？今天和大家分享我们的看法，供您参考。

过去 10 年，哪个行业是 A 股表现最牛的行业？在金融、周期、消费、科技这四个大类中，消费拔得头筹。申万 28 个一级行业中，2010-2020 年涨幅排名前 4 的行业都属于大消费，排名第一的是食品饮料，第二是家电，第四是医药生物，而排名第三的是一个很多投资者比较陌生的行业——休闲服务。

休闲服务行业在 10 年间上涨了 301.6%，是除了食品饮料和家电之外唯一一个涨幅超过 3 倍的行业。2020 年，休闲服务的涨幅在 A 股 28 个一级行业中高居榜首，全年涨幅达到 99%，跑赢了新能源产业链中的电气设备行业（94.7%）和白酒所在食品饮料行业（85%）。

休闲服务为什么这么牛？谜底就是中免，中免占这个行业 70% 的权重，而中免在 2011-2020 年这 10 年间股价涨了 18.9 倍，其中 2020 年一年就涨了 218%，茅台都望尘莫及。中免股价飙涨的原因是它垄断了 A 股最有价值的赛道之一——免税行业。

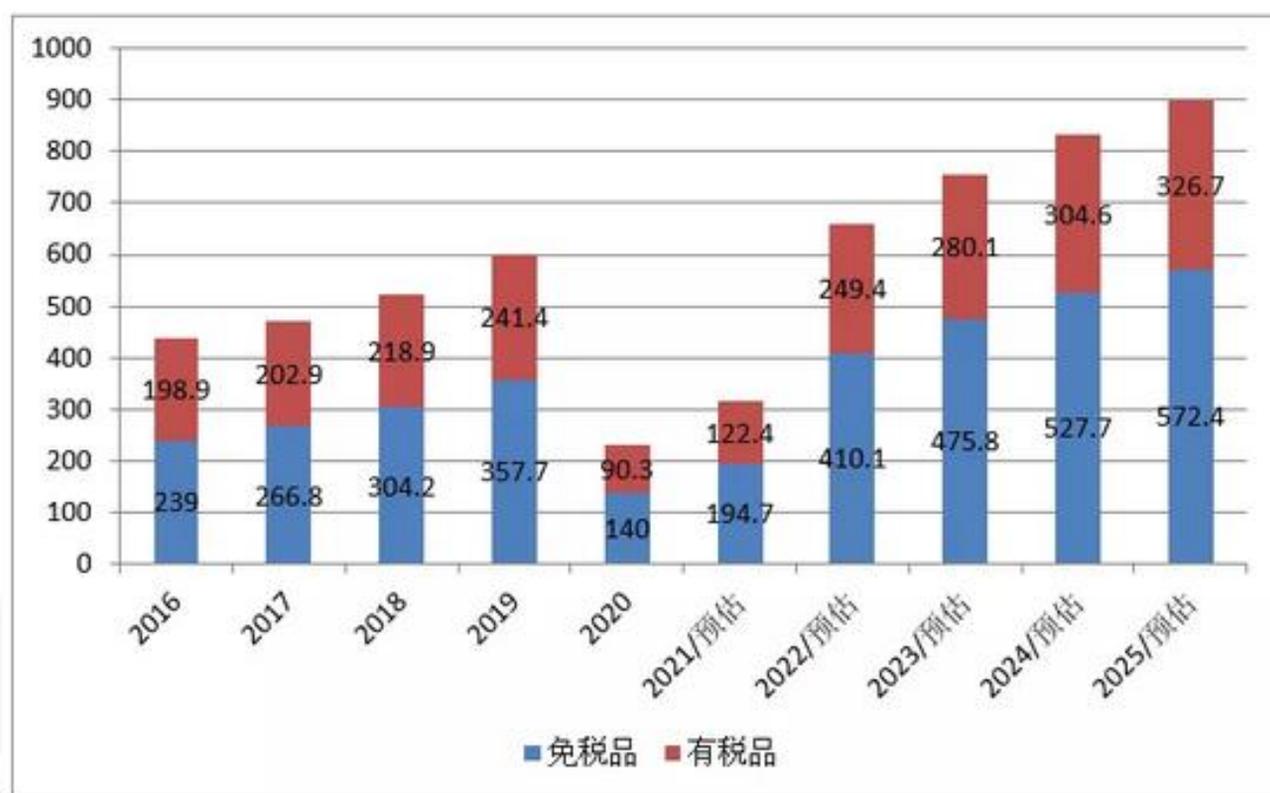
免税行业的成长性分析

免税行业之所以受到资金的追捧，是因为这是一个高速增长且天花板

很高的朝阳产业。

首先来看全球旅游零售市场的情况（如图 1）。2016 年，免税品旅游零售额占全球旅游零售市场的 54.6%，2016-2019 年间的年复合增长率为 14.4%，而同一时期内有税品零售额的年复合增长率只有 6.7%。2019 年和 2020 年，全球旅游零售业受到新冠疫情的沉重打击，各国政府积极采取行动刺激免税行业的发展，2020 年底，免税品旅游零售额占全球旅游零售市场的份额上升至 60.8%。2022 年至 2025 年，弗若斯特沙利文预计免税品旅游零售年复合增长率为 11.8%，至 2025 年底绝对规模达 5724 亿人民币，占全球旅游零售市场总体的 63.7%。

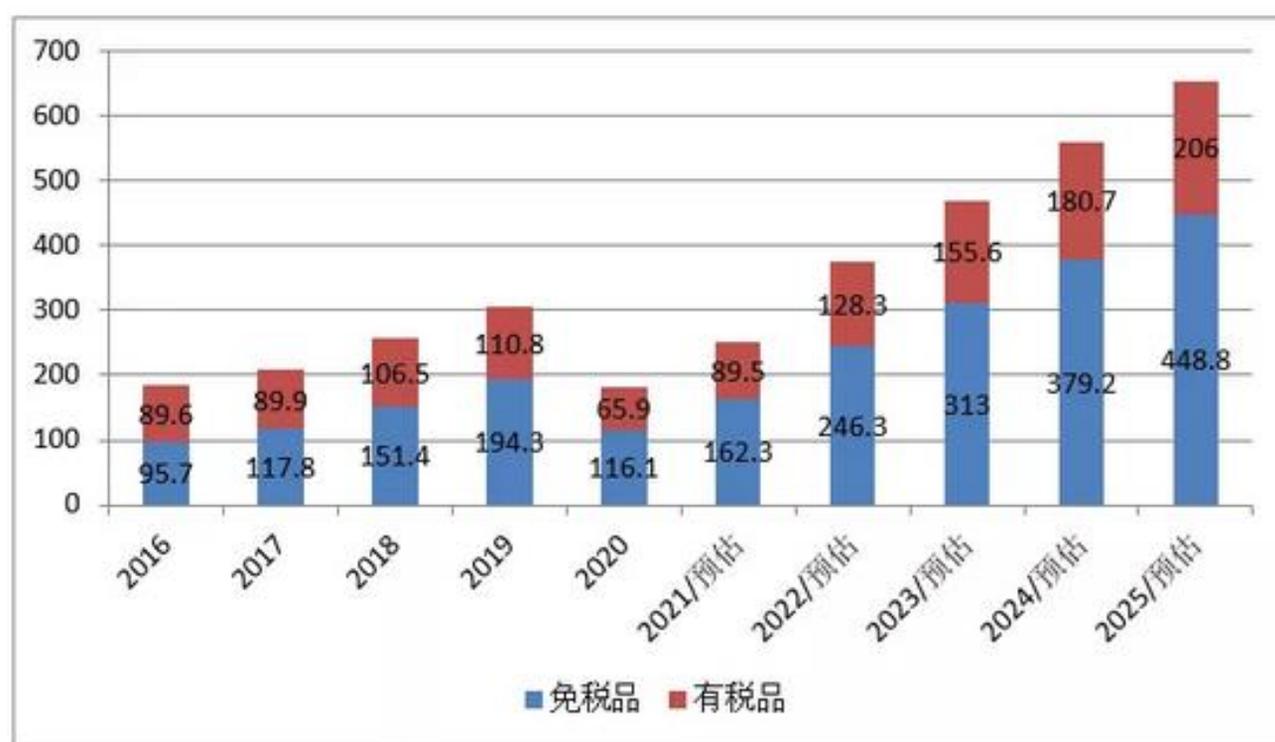
图 1 全球旅游零售市场规模（单位：人民币/10 亿）



数据来源：弗若斯特沙利文，苏宁金融研究院整理

其次来看亚洲旅游零售市场的情况（如图 2）。亚洲的旅游零售市场按大洲来看是全球增速最快的市场之一，2016-2019 年的年复合增长率为 18.1%，其中免税品的年复合增长率为 26.6%。弗若斯特沙利文预计，如果新冠疫情在 2022 年初得到有效控制，叠加免税行业的发展、免税品消费从海外回流中国，将推动亚洲免税行业在 2022-2025 年间以 22.1% 的年复合增长率快速增长，并于 2025 年达到 4488 亿人民币的规模，占亚洲旅游零售市场的 68.5%。

图 2 亚洲旅游零售市场规模（单位：人民币/10 亿）

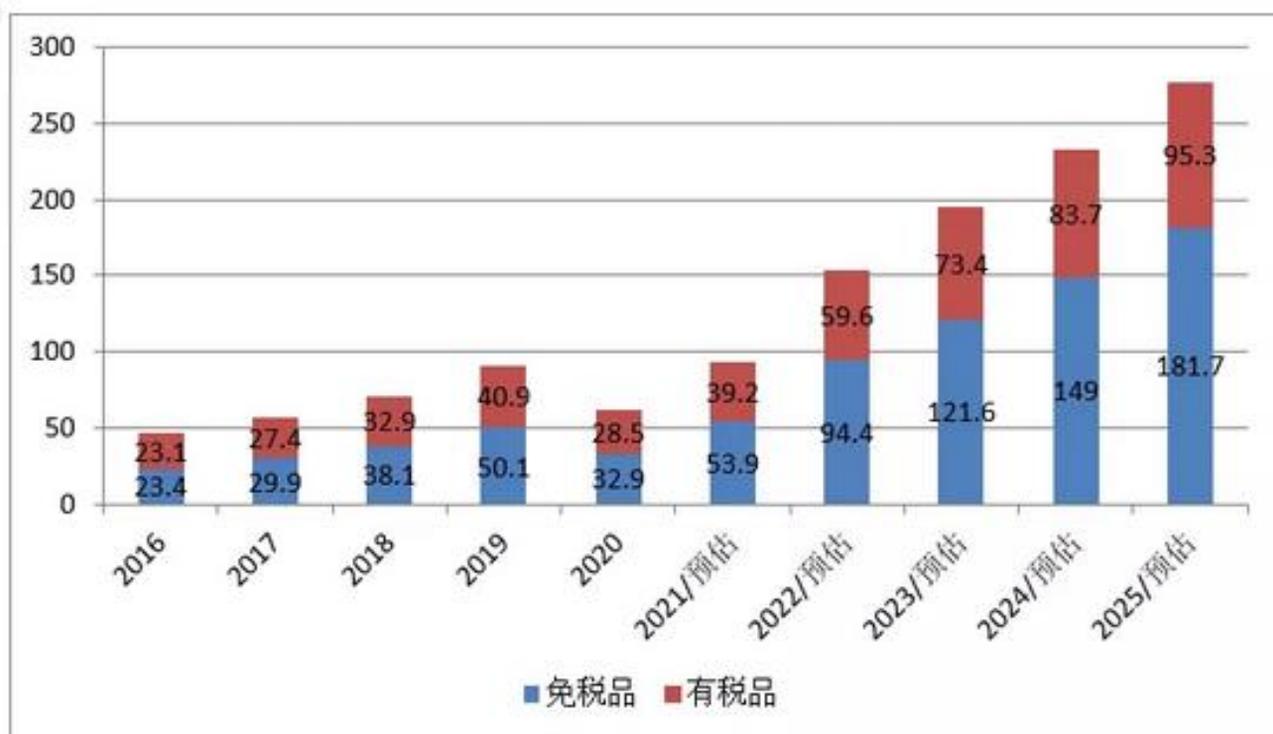


数据来源：弗若斯特沙利文，苏宁金融研究院整理

最后来看中国大陆的旅游零售市场的情况（如图 3）。2016-2019 年间，我国内地旅游零售市场的年复合增长率为 25%，其中免税品的年复合增速为 28.8%，高于全球和亚洲的增速。2020 年，中国政府对新冠疫情的

有效控制加之扩大内需和发展免税行业促进消费回流的有力政策，内地的旅游及免税品零售额虽有下跌但跌幅明显小于其他国家。弗若斯特沙利文预计 2022-2025 年中国大陆免税品零售额的年复合增长率为 24.4%，同样超过亚洲和全球，中国大陆免税品市场在全球的占比也稳步上升(见图 4)。

图 3 中国大陆旅游零售市场规模（单位：人民币/10 亿）



数据来源：弗若斯特沙利文，苏宁金融研究院整理

图 4 中国大陆免税品零售额占全球市场比重



数据来源：弗若斯特沙利文，苏宁金融研究院整理

从以上数据可以看出，虽然全球免税行业已有数十年的历史但仍保持了较高的增速，中国的免税行业作为后来者增长速度明显高于亚洲和全球，其背后的推动逻辑也非常清晰：较快的经济增速→人均可支配收入的增长→旅游业增长→免税行业作为旅游业中的皇冠快速增长。

免税行业的竞争格局分析

从市场主体这个角度看，全球免税行业是一超多强，中国免税行业是一家独大。根据 2020 年数据，中国中免的零售额为 521 亿人民币，占全球市场份额为 22.6%，排名 2-5 的公司其市占率分别为 16.3%、14.5%、8.1%和 7.8%。再看国内市场，从 2020 年数据看国内前 5 大免税旅游零

售商占整个行业的比重为 99%，集中度相当高，其中中国中免占比为 92.3%，排名 2-5 的公司其市占率分别为 3%、2.4%、2%和 0.2%。基于上述数据，中国中免在国内和全球免税行业中都具有举足轻重的地位。

再来看免税行业的渠道情况。从渠道这个角度拆分，免税行业可分为口岸免税店、离岛免税店、市内免税店和其他免税店（例如外交人员免税店、运输工具免税店和供船免税店等）。从图 5 提供的数据可以看出，口岸免税和离岛免税是免税行业中最重要两个渠道，2016-2019 年间口岸免税和离岛免税的年复合增长率分别为 29.4%和 30.5%。2019 年和 2020 年，国家大力发展离岛免税，2019 年和 2020 年离岛免税的增长率分别为 92.6%和 61.1%。弗若斯特沙利文预计 2022-2025 年期间我国口岸免税和离岛免税年复合增长率分别为 27.8%和 21.1%。从渠道来看，这几年离岛免税处于风口，未来增长潜力较大的则是市内免税。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33307

