



休闲服务行业：免税行业系列 深度(一)：国门放开对中免影 响几何？



报告摘要：

线下客流是离岛免税的核心变量，放开国门后对海南客流并不悲观。

2020 年/2021 年海南客流分别恢复至 2019 年的 78%/97%，国内疫情反复下海南客流虽相对景气，但尚未完全恢复至疫情前。2009-2019 年海南旅游客流 CAGR14%，未来伴随自贸港建设，海南旅游项目及基础设施不断丰富，预计海南岛客流依然将保持双位数复合增长。

疫情导致消费被动回流，但大部分发生在国内有税渠道，疫情后仍有 1600 亿韩国免税商品流入国内。受疫情影响中国消费者的奢侈品消费下降 30%-35%，但由于出境受限境内消费比例由 32%提升至 70-75%，因此 2020 年中国境内奢侈品市场逆市上扬。国内有税商场承接了大部分消费回流，而中免的销售增长更多受益于离岛免税政策放宽、采购量提升后的价格优势、品牌/品类/SKU 增加，而非完全受益于消费被动回流。

疫情后韩国代购的路径依然畅通，估算 2020 年至 2021 年 1-11 月共有近 1600 亿人民币的韩国免税商品流入中国市场，因此未来即使国门打开预计对中免的分流影响十分有限。

疫情后消费还能持续回流吗？香化会继续回流，精品仍需时日。从香化看，疫情结束后韩国免税难以继续依靠高返点吸引代购。一方面离岛免税、日上直邮/CDF 会员购、直播电商等渠道已充分占据消费者心智，通过低价便捷等标签形成较强的客户粘性，导致代购的客源需求松动。另一方

面规模提升后的国内免税价格优势彰显，代购的定价上限&利润空间被大幅压缩，原有的盈利机制已被打破。从精品看，消费外流的核心原因是价差，价差来自税率差异及品牌方自主调控，品牌进驻免税渠道后国内外精品价差会缩小，但部分顶奢品牌进驻国内免税渠道意愿仍较低，免税渠道品牌/品类/SKU 的进一步丰富仍需时日，目前尚无法满足消费者全部的精品购物需求。

投资建议：免税行业在消费回流以及国人奢侈品渗透率、客单价提升过程中将保持较高的景气度和成长性，中免作为龙头具备渠道、规模和运营管理先发优势，未来将持续领跑。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 96 亿/127 亿/187 亿，对应 PE 分别为 42 倍/32 倍/22 倍，维持“买入”评级。

风险提示：疫情反复风险，免税政策风险，市场竞争加剧风险。

关键词：疫情 直播

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_36754

