



免税行业系列深度(二)-免税专题：价格战是否为持久战？



报告摘要：

海南价格战导致一损俱损，利润诉求显现或将终结低价竞争。短期看，2021 年下半年海南客流承压导致免税商开展促销折扣活动，中免利润率下滑明显，海旅投、海发控免税业务预计因低价竞争而亏损，价格战导致一损俱损并非长久之计；2022 年以来以中免为首的免税商陆续缩小折扣力度，对利润的诉求已显现，预计海南价格战不可持续。中期看，中免发力市内旅游零售综合体，在海发控持有资源优势提升的背景下龙头地位仍然稳固。长期看，海南自贸港的建设长期利好海南旅游的发展，在离岛免税长期增长的背景下，中免利润率有望进一步提升；参考香港自贸港的建设经验背景，海南未来有望实现在岛内充分竞争的同时实现高盈利水平。

跨境电商、直播电商的竞争给免税渠道的香化品销售带来压力。1) 跨境电商品类多、货源足、政策支持力度较大，较免税品购买条件宽松，购物便捷，近年来加速线下布局导致与免税业在销售形式上的竞争加剧，但在没有大促的情况下大多没有超低价格；2) 直播电商货源来源于旗舰店+五大批发渠道，“择低采货”保证货源成本最低，通过 KOL 的议价权可进一步压缩商家利润提升销量，在部分产品能做到低于免税的价格；3) 免税渠道在品质保证优于跨境电商和直播电商的同时，能够利用政策优势、采购模式等优势做到低价。

在渠道竞争中，免税仍然能保持较强竞争力。1) 免税政策红利和品牌直采模式不断巩固中免价格优势和规模优势，未来中免的采购成本仍有下

探空间；2) 相较于免税渠道的正品保证，跨境电商、直播电商的货源供应链中假货盛行，灰色清关等违规操作也将面临日益严格的监管打击；3) 旅游零售综合体协同效应下购物体验独特、场景丰富，旅游发展持续为中免免税销售引流，免税业规模壮大后亦可反哺旅游业；4) 疫情加速中免布局线上有税业务，渠道拓宽迎战跨境/直播电商，有税线上业务有望抢占电商渠道的市场份额。

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，中国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。尽管短期业绩仍受疫情扰动明显，基于 2022 年以来中免折扣力度缩小带来的盈利能力改善、海南渠道的持续扩容以及线上业务的发力，仍长期看好中免的成长性。预计 2021-2023 年公司归母净利润分别为 96 亿/110 亿/175 亿，对应 PE 分别为 33 倍/29 倍/18 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。

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_40097

