

春节假期还没有结束，有关海南岛游客爆满的消息就开始刷屏。这对于中国中免的15万股东来说，显然是个好消息。

1月30日，A股开盘突破了3300点整数关口，创去年7月中旬以来新高。但颇令投资者意外的是，中国中免却在兔年第1个交易日上演了高开低走的戏码，全天大跌5.64%。港股的走势则更为惨烈，全天跌幅超过13%，总市值一日蒸发近百亿港元。

比行情更还让人失望的则是中国中免的业绩。2月3日，中国中免发布2022年度业绩快报，2022年全年，公司实现净利润50.25亿元，同比大幅下降47.95%。

疫情成为中国中免白马失速的主要原因：“疫情的持续反复和多点爆发导致公司重点渠道客源锐减，主力门店几度闭店，物流运营出现中断，公司业务尤其是线下业务遭受严重冲击。”中免在业绩预告中表示。

在腰斩的业绩之下，还有中国中免腰斩的股价。截至2月8日，中国中免最新市值约为4253亿元。就在一年之前，中国中免股价在虎年的第一个交易日最高涨至401.28元/股，市值也创出8000亿元的历史新高。

然而展望2023年，中国中免似乎仍颇有信心，“今年以来，公司门店销售呈现明显回升迹象，截至目前，营业收入同比、环比均实现大幅增长”。

业绩与股价双双腰斩的“免税之王”，底气在哪？

一、舶来之品：免税行业的前身今世

对于有过出境经历的人来说，或对首都机场或是浦东机场里的“日上免税行”并不陌生，这就是中国中免旗下最大的机场免税店。如果去到香港、新加坡或则更远，可以在市内看到DFS环球免税店，这也是全球最为知名的免税店运营商。

顾名思义，免税店，即所售商品是免税的，价格优势较为突出。同时，免税店商品主要是以化妆品、香水、皮草、名酒等奢侈品为主，产品单价较高。此外，免税店主要针对出入境游客，而国际旅客通常意味着天然的高购买力。

因此，免税行业拥有着客流高、产品单价高、目标客户购买力强等优势。数据显示，Dufry、DFS等免税行业巨头的毛利率都在60%以上。这可谓是一门堪比印钞机的生意。

1947年，世界上第一家免税店诞生于爱尔兰的香侬机场，之后很快就传遍欧洲和美洲，最后渗透至亚太地区，业务也逐渐渗透到港口、火车站、边境、船上等，并诞

生了许多知名免税店，成为全球旅行者的最佳购物渠道之一。

相比欧美市场，免税店这一“舶来品”在中国发展时间并不长。直到1979年，原中国旅行游览事业管理总局才向国务院上报开办免税销售业务，比国外晚了30多年。

因此，相比于海外成熟市场，我国免税市场起步较晚、规模较小，品类供应较少，导致消费外流现象明显,尤其是在奢侈品方面。

近年来，为了吸引消费回流，我国加大了对免税行业政策支持力度。尤其是海南岛免税业务的快速发展，让中国免税行业的规模和影响力不断提升，尤其是中国中免迅速发展成全球最大的旅游零售商，一定程度上改变了全球免税行业的竞争格局。

二、离岛免税：海南有望挑战韩国

根据所处位置的不同，传统免税店通常分为“机场免税店”、“市内免税店”及“离岛免税店”三大类。其中，机场免税店属于最早的免税店模式之一，也是全球分布最广的免税渠道。

市内免税起源于韩国，目前已经成为亚太地区重要的免税业态。相较机场免税店，市内免税店具有租金低、交通便捷、客流量大等优势，能够有效的增加购买人次和销售额。

自1979年第一家市内免税店——东和免税店开业以来，乐天、新罗、天堂、SKM相继首尔开设各自的市内免税店。2008年韩国以全球免税市场8.7%的份额，超越英国成为了全球第一，此后一直稳居免税行业全球第一的位置。

离岛免税店则属于东亚地区特色的免税业态，目前仅存在于我国海南岛、日本冲绳岛、韩国济州岛及中国台湾地区的金门马祖岛四个地区。其中，韩国属于离岛免税店的首创者，但中国海南却是这一模式的集大成者。

2020年，受离岛免税新政利好刺激，海南免税品销量迎来井喷。根据海口海关数据，2020年海南离岛免税销售额达到274.79亿元，同比增长102.05%；2021年，海南离岛免税销售额进一步跃升至504.9亿元，同比增长83%。

疫情以来，海南离

岛免税已成为我国免税行业最大的增长点。而根据

毕马威联合穆迪戴维特共同发布的《全球旅游零售白皮书》数据，海南将在未来五年内取代韩国，成为世界上最大的旅游零售市场。

数据显示，2019年，韩国免税市场约为1200亿元，位居世界第一。海南免税消费市场现状与趋势》研究报告称，若能有效提升免税购物渗透率和客单价，到2025年，海南离岛免税消费市场规模将有望突破1600亿元，成为全球最大的免税消费市场。

值得一提的是，韩国免税产业有80%以上的销售额是中国人贡献的。因此，海南免税市场的快速发展对促进海外消费回流有着重要的意义，同时也给中国中免的发展提供了历史性的机遇。

三、一路狂飙：免税之王的进阶之路

中国中免成立于1984年，前身为中国国旅。2009年，中国国旅成功登陆上交所，募集资金17.05亿元，成为A股第一家拥有免税业务的上市公司。

自2017年开始，中国国旅开始着重发力免税业务。尤其是在2017年—2018年期间，中国国旅相继收购日上上海和日上中国各51%的股权，由此获得了首都机场、浦东机场两大核心机场的运营权。至此，中国国旅国内免税市场的份额从31%大幅提升到84%，一举奠定了公司在中国免税行业中的霸主地位。

2019年，中国国旅将国旅总社100%股权转让给中国旅游集团，彻底剥离了旅行社业务，专注于免税业务的发展。2020年6月，中国国旅股票简称正式更名为中国中免。

上市之后的头一个十年，中国中免经营业绩稳步提升。2010年-2019年，中国中免营业收入由96.1亿元增长至479.7亿元，10年间涨幅接近500%，全球排名也由第十九位升至第四位。

2020年对中国中免来说是至关至关重要的一年。这一年年初，疫情的突发导致海南游客锐减，作为海南三大主导产业之一的旅游业受到明显冲击。

在此情形下，海南省政府于2020年6月发布了离岛免税新政，将海南离岛免税购物额度从每年每人3万元提高至10万元、并取消了单件商品8000元免税限额等规定。

由于在海南市场布局较早，中国中免成为海南免税政策红利的最大赢家。截至目前，海南共有12家免税店，而中国中免一家就拥有7家离岛免税店，包括世界最大单体免税店——海口国际免税城。

基于在海岛市场的门店数量优势，2020年中国中免海南地区实现营业收入299.62亿元，同比增长123%，2021年该数字增至470.96亿元，同比增幅达到57%。

2021年，中国中免海南地区营收为470.96亿元，收入占比70%，上海、其他地区收入占比分别为18%、12%，海南离岛业务已成为中免最大的营收支柱。

凭借海南离岛免税业务的快速发展，中国中免一跃成为全球最大的旅游零售商。数据显示，2021年，中国中免销售规模达到669亿元，在全球旅游零售市场的份额为25%，位居全球第一，韩国乐天、韩国新罗、瑞士Dufry以及法国DFS集团分别位于第二至第五位，5家免税店市占率合计达到73%。

弗若斯特沙利文报告数据，2009年中国中免在免税行业的全球排名仅为19位。仅用了10余年的时间，中国中免就超过了Dufry、DFS外资巨头成为全球“免税之王”。

四、终局展望：牌照松动影响几何？

回顾中国中免近40年的发展历史不难看出，并购与重组一直是影响公司发展的关键。由于占据着浦东机场、首都机场两大两个高客流、高净值用户的机场资源以及海南省范围内离岛免税品特许经营权，中国中免国内市场份额更是高达86%，霸主地位无人可敌。

当然，在中国中免一路逆势的背后，既有着政策红利的持续助力，更有着国家层面利用发展免税产业促进消费回流的顶层设计。

本杰明·富兰克林有言“唯有死亡与税收不可避免”，税收是维持一个国家正常运转最重要的财政来源。因此，各国免税业务都是采用特许经营的模式，需要由政府批准。

自上世纪80年代开展免税业务以来，我国仅有10家公司获批了免税牌照。其中，中国中免一家就有持有3张牌照。凭借独特的牌照资源，中国中免建立了全国最大和最全面的免税零售网络。据其赴港招股书数据，公司共经营193家免税店，其中包括123间口岸免税店、5间海南离岛店、11间市内免税店以及54间其他门店。

随着防疫政策的持续优化，免税行业正在快速回暖，中国中免下属传统口岸免税店

已有70余家恢复经营，这也是中国中免对2023年充满信心的一個主要原因。

但从二级市场走势来看，投资者似乎对中免的未来发展仍有疑虑。若从免税年第一个交易日算起，中国中免A股2023年累计跌幅已经超过10%。

亮威资产基金经理高立港对财经网表示，“相比经营业绩的短期下滑，投资者更加担心免税牌照的放开对中免护城河的冲击，这也是公司股价走势不佳的一个重要原因”。

2020年6月，我国第八张免税牌照被王府井拿下，免税牌照的重新放开引起资本市场热议。显然，随着牌照发放的松动，中免在国内近乎垄断的地位难免受到影响。

不过，国泰君安在一份研报中认为，从韩国免税市场的发展历史来看，牌照放开后龙头企业的竞争优势并未受到冲击。

资料显示，2013年开始，韩国政府为了进一步促进免税行业的发展，宣布放开免税牌照。此后，新世界、斗山、韩华等企业相继拿到市内免税经营许可，韩国市内免税店数量也从2012年前的10家快速扩张至27家。一时间，首尔商圈的市内免税店竞争由此进入白热化状态。

然而，由于中小企业在品牌、SKU丰富度等方面均处于劣势地位，根本无法与乐天、新罗等传统巨头相抗衡，经营业绩始终处于亏损状态。

自2017年开始，韩亚免税店等5家免税店接连宣布停止运营，最终选择黯然退场。

实际上，免税行业既是一门牌照生意，但同时也是一门零售生意，企业的运营能力至关重要

。只有企业拥有了

规模优势，才具有与上游品牌谈判的

话语权。长期来看，免税企业的竞争将由牌照优势逐步过渡到规模优势。

“中国中免之所以能够相继拿下日上免税行、海免等龙头企业的股权，也有着国家扶持中国中免做大最大规模的考虑。从这一点来讲，免税牌照的松动并不会影响到中国中免的龙头地位”，高立港对财经网表示。