仅供内部参考，请勿外传

市内免税：被低估的第二增长极

社会服务业

■ 免税行业深度研究

评级： 增持

姓名	电话	邮箱	登记编号
刘越男(分析师)	021-38677706	liuyuenan@gtht.com	S0880516030003
许樱之(分析师)	0755-82900465	xuyingzhi@gtht.com	S0880525040012
宋小寒(分析师)	010-83939087	songxiaohan@gtht.com	S0880524080011

本报告导读：

当前我国市内免税仍处低渗透率起步期，门店落地、客流修复及政策持续优化，有望共同推动购物转化率提升，为龙头贡献新的边际增长。

投资要点：

- **投资建议：**当前我国市内免税仍处于门店扩容、消费习惯培育和购物便利化持续推进的早期阶段。现行政策已在销售对象、购物额度及线上预约等方面完成首轮关键优化，后续围绕购物流程、提货效率、品类即提及线上线下衔接等环节仍具深化空间，政策红利有望持续释放。随着品牌及品类供给不断完善、履约链路持续优化，购物渗透率有望从低位稳步抬升并转化为可观的新增销售，进一步放大龙头在品牌、供应链、会员体系及口岸网络等方面的协同价值。推荐：中国中免、王府井、珠免集团。

- **全球免税及旅游零售市场疫后持续修复，韩国经验验证市内免税可成为成熟市场主流业态。**全球免税及旅游零售市场规模已从 2020 年低点持续恢复，2024 年达到 741 亿美元，预计 2025—2028 年仍将保持修复增长趋势。韩国是全球市内免税发展最成熟的市场之一，形成了“市内购物+机场提货”的成熟模式，市内免税长期占据核心地位[1]，其市内免税店销售额占比超 70%相比之下，我国市内免税仍处于政策扩容和消费习惯培育阶段，。参考海南离岛免税“即购即提”“担保即提”等便利化经验，未来若市内免税在预约、提货、支付、品类和线上线下联动方面持续优化，购物转化率具备逐步抬升空间。

- **我国市内免税供给体系加速扩容，政策便利化和入境客流修复共同奠定增长基础。**2024 年后，我国市内免税店供给由存量市内店、外汇商品免税店转型和新增市内店三部分组成，广州、天津、福州、成都、深圳、西安、武汉、长沙等重点城市陆续布局新店。新增门店普遍采取免税运营商+地方商业/地产/文旅/机场资源的合作模式，选址多位于核心商圈或成熟商业综合体。与此同时，我国单方面免签、互免协定、240 小时过境免签等政策持续扩容，2026H1 内地居民出境 8802 万人次，同比增 10.5%，入境外国人达 2291.4 万人次，同比增长 20.4%，出入境人次为市内免税提供了充足的潜在客源。

- **全国市内免税市场长期空间取决于出境客流恢复、门店供给扩容、购物便利化与客单价提升的共同兑现。**我们测算 2025 年合格离境客流约 4711.8 万人次；在 0.3%市内店利用率、1400 元客单价假设下，对应全国市内免税 GMV 约 2.0 亿元。随着市内免税新政落地、门店布局完善、消费者认知提升及口岸提货链路优化，我们预计 2026E/2030E 全国市内免税 GMV 有望提升至约 15.5/102.7 亿元；敏感性测算显示，在 2035E 合格离境客流不变、利用率 8%—18%、客单价 1500—3000 元区间内，全国市内免税市场空间约为 93.7 亿—421.8 亿元，显示行业规模对渗透率和客单价具备较强弹性。

- **风险提示：**政策变动；出境游不及预期；居民消费意愿不及预期

相关报告

社会服务业《政策支持成本下行，出行链将迎景气改善》2026.07.12

社会服务业《流通体系持续迭代，服务消费大有可为》2026.06.22

社会服务业《端午民俗游升温，短途清凉消费开启暑期序幕》2026.06.21

社会服务业《强厄尔尼诺预期升温，关注高温天气下消费机会》2026.06.13

社会服务业《关注传统消费筑底机会，拥抱科技与出海》2026.06.01

仅供内部参考，请勿外传

目录

1. 全球镜鉴：韩国市内免税发展成熟，验证高渗透率业态路径.....3
1.1. 免税店种类介绍.....3
1.2. 韩国市内免税业态发展成熟，是免税购物主流选择.....4
1.3. 韩国免税品类观察：化妆品仍是免税消费的基本盘，其他品类占比提升已成趋势。.....8
2. 门店体系加速完善，入境客流奠定潜在需求.....10
2.1. 免税店供给体系不断扩大.....10
2.2. 入境旅客高增，奠定免税购物潜在客流.....11
3. 渗透率目前仍处低位，有望受益于政策便利化持续增长.....15
3.1. 我国当前市内免税渗透率仍处低位.....15
3.2. 政策便利化是大势所趋，更便利的购物场景会带来更高的渗透.....15
4. 空间测算：市内免税市场具备较大增量空间.....18
5. 中国中免多维优势共振，王府井则以商业地产运营见长.....20
5.1. 中国中免：免税行业绝对龙头，多维优势共振，市内免税业务具备天然延展性.....20
5.2. 王府井：依托商业地产和百货运营经验，具备切入市内免税核心商圈场景的差异化优势。.....21
5.3. 珠免集团：剥离地产业务专注免税运营，未来政策若扩围有望积极布局市内免税业务.....22
6. 风险提示.....24

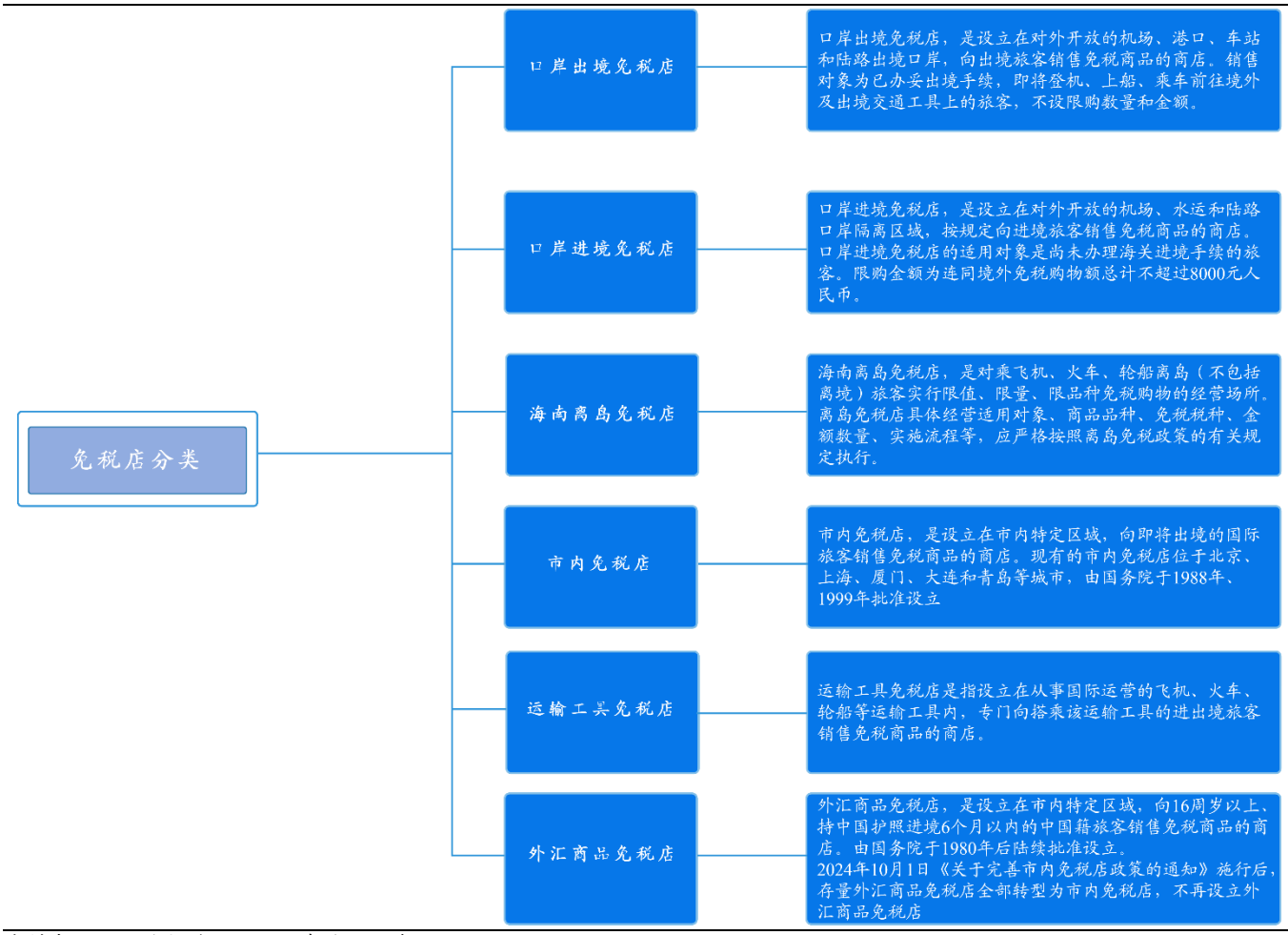
仅供内部参考，请勿外传

1. 全球镜鉴：韩国市内免税发展成熟，验证高渗透率业态路径

1.1. 免税店种类介绍

免税店是经海关总署批准，在符合海关监管要求的销售场所和存放免税品的监管仓库中设立的，向规定对象销售和供应免税品的企业形式。免税店所销售的免税商品包括按规定免征关税、进口环节增值税、消费税的进口商品和实行退（免）增值税、消费税进入免税店销售的国产商品。当前在我国，免税店的种类主要包括口岸出境免税店、口岸进境免税店、海南离岛免税店、市内免税店和运输工具免税店。

图1：我国免税店分类



资料来源：财政部关税司，国泰海通证券研究
注：除上述类型免税店外，我国还设有外交人员免税店和供船免税店，由于其仅面向特定人员开放，故未予列示

市内免税店是在符合海关监管要求的销售场所和监管仓库中，经海关总署批准，在城市繁华商业区内设立的免税商店。其主要面向规定的对象销售免税品，旅客购买后可在机场、口岸提货离境。相比于机场、口岸免税店，市内免税店更加便利地位于城市的繁华商业区内。

图2：各种类免税店比较

免税店类型	购买场景	服务客群	主要城市	分布位置	购物流程	对比优势	主要约束	主要品类	限额
口岸出境免税店	机场/港口/车站/陆路出境口岸免税；消费者在离境前完成购买，离开中国前即时	已办妥出境手续，即将登机、上船、乘车前往境外及出境交通工具上的旅客。	主要分布于国际/地区客流较大的机场、港口、铁路/陆路口岸等出入境枢纽。	出境隔离区内；部分市内店/线上预订商品也在出境口岸提货点交付。	旅客完成出境手续后进入隔离区，凭交通凭证及有效证件现场购买，或线上预订后在对应口岸出	客流确定、监管封闭、即时转化强，是国际旅行零售最传统也最成熟的渠道。	购物时间受航班/船班/通关节奏限制，面积和SKU受口岸物业约束，扩张依赖	口岸出境、口岸进境和市内免税店经营品类统一扩展至25类，包括食品饮料、宠物食品、保健	不设统一金额额度，主要按自用合理数量、品类限制及出境携带监管要求管理。

仅供内部参考，请勿外传

	消费或携带出境。				境免税店/提货点提货。		口岸客流和招标。	食品、非处方药、酒精饮料、烟草制品、纺织品、皮革服饰及配饰、箱包鞋靴、钟表、珠宝首饰、眼镜、香水化妆品、家用医疗器械、美容美发器材、厨卫用具、家电及小家电、摄影摄像设备、计算机及外围设备、手机、微型无人机、可穿戴设备等电子消费产品、文具玩具、母婴用品、工艺品、乐器、运动用品等。	
口岸进境免税店	入境口岸免税；消费者回国/入境时在办结海关进境手续前购买，核心功能是承接消费回流和入境消费。	尚未办理海关进境手续的进境旅客；需持有效出入境证件及公共运输交通工具凭证等。	52 个口岸。2026 年 1 月在武汉天河国际机场等 41 个口岸各新设 1 家口岸进境免税店	机场、水运、陆路口岸的进境隔离区域内，位于旅客入境通关前的监管场景。	入境抵达后、办理海关进境手续前，在进境免税店购物并本人随身携带入境。	相比出境店，购买后直接带回国内，减少海外购买不确定性；是引导海外消费回流最直接的渠道。	受入境通关动线和额度约束，客单提升受限；若旅客已在海外购买较多商品，剩余额度不足。		居民旅客进境物品 5000 元免税限额不变，允许在口岸进境免税店增加一定免税购物额，连同境外免税购物额合计不超过 8000 元人民币。。
海南离岛免税店	海南自贸港特色免税；离开海南岛但不一定离境即可购买，是国内免税消费规模最大的特殊场景之一。	年满 18 周岁、已购买交通凭证并持有效证件的离岛旅客；2025 年起允许“离岛且离境旅客”享受；一年内有离岛记录的岛内居民。	海口、三亚、琼海、万宁等；形成市区店、机场店、港口/离岛提货点联动。	市区大型免税城、机场隔离区店及线上窗口；提货点包括海口美兰机场、三亚凤凰机场、琼海博鳌机场、海口火车站、新海港、南港等。	凭有效证件和离岛行程在门店或经批准线上窗口购买；提货方式包括隔离区提货、邮寄送达、返岛提取、即购即提、担保即提等。	购物时间更充裕、门店面积和品类更丰富、可服务“离岛不离境”旅客，且已有即购即提/邮寄等便利化安排。	消费仍依赖海南旅游客流和额度管理；反套代购、价格竞争和渠道分流是主要约束。	2025 年 11 月政策调整后，海南离岛免税商品由 45 类增至 47 类，新增宠物用品、可随身携带的乐器等，同时优化小家电、电子消费产品等类别；典型品类包括首饰、手表、香水、化妆品、服装服饰、鞋帽、箱包、小皮件、母婴用品、保健食品、小家电、平板电脑、电子消费产品、手机、酒类、宠物用品、乐器等。	离岛旅客每年每人免税购物额度为 10 万元人民币，不限次数；具体商品存在每人每次购买数量限制，例如化妆品 30 件、手机 4 件、微型无人机 2 件、酒类合计不超过 1500 毫升，其余多数品类不限件数但仍需符合政策规定。
市内免税店	城市商圈提前购物、口岸出境提货；核心是把出境旅客购物时间从机场前移到市区。	持有效出入境证件、60 日内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客，包括中国籍旅客；需在即将离境口岸所属城市购物。	北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚、南京、重庆、合肥、南昌、昆明、杭州、郑州、广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙、福州。	市中心/核心商圈门店为主。	旅客在市内门店或线上预订/购买，免税店按离境时间备货，旅客本人凭购物凭证和有效证件在出境口岸提货点提货并携带出境；若所在城市有进境店，可市内预订后进境店付款提货。	购物时间充裕、选址可进入核心商圈、面积/展示体验优于机场小店，利于国货潮品和城市消费场景结合。	当前仍需出境口岸提货，便利性弱于海南即购即提；转化依赖旅客提前到店/线上预订意愿。	与口岸出境、进境免税店品类基本一致，同时鼓励销售老字号、文创、非遗等国产特色商品，用于销售国产品的经营面积原则上不少于其经营面积的四分之一。	出境旅客在市内免税店购买免税品不设购物限额，但应符合旅客携带行李物品进出境以自用、合理数量为限的规定；具体品类中，手机限 1 部，酒精饮料和烟草制品仅限 18 周岁以上旅客购买，且市内免税店不销售烟草制品
运输工具免税店	机上/船上/列车等进出境运输工具上的移动免税销售场景。	搭乘进出境运输工具的进出境旅客。	按国际/地区航线、航司/船司/列车及出入境运输网络分布。	出境飞机、火车、轮船等交通工具上，或相关运输工具免税销售系统/预订系统。	旅客在航班/航程/车程中购买，或部分运营商提供预订后机上/船上交付；商品随旅客进出境携带。	触达旅客行程中的封闭时间，转化路径短，不依赖额外到店；适合小件、高毛利、礼品化商品。	展示面积、库存、品类和服务体验有限；受国际航线恢复、客舱服务政策和物流补货影响大。	品类通常以小件、高价值、便携商品为主，包括香化、烟酒、食品饮料、精品配饰、手表珠宝、小型电子产品、礼品等，具体品类受运输工具空间、航线、运营商和海关监管要求约束。	限旅客进出境行李物品自用合理数量

资料来源：财政部，海关总署，人民日报，南方日报，国泰海通证券研究

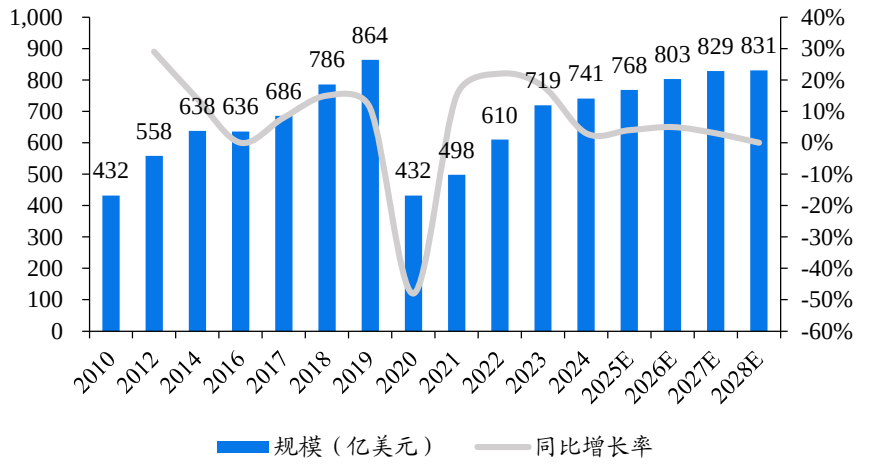
1.2. 韩国市内免税业态发展成熟，是免税购物主流选择

全球免税及旅游零售市场疫后持续修复，行业规模已基本回到疫情前水平。

仅供内部参考，请勿外传

2010—2019 年，全球免税及旅游零售市场规模由 432 亿美元增长至 864 亿美元，整体呈现较快扩张趋势；2020 年受全球出行限制影响，市场规模大幅回落至 432 亿美元。随着国际客流恢复，2021—2024 年行业规模持续修复，2024 年达到 741 亿美元，预计 2025—2028 年将进一步增长至 768/803/829/831 亿美元，虽增速较疫后初期放缓，但全球跨境出行与旅游零售消费仍具备较强韧性。

图3：全球免税及旅游零售市场规模（亿美元）及同比增长率



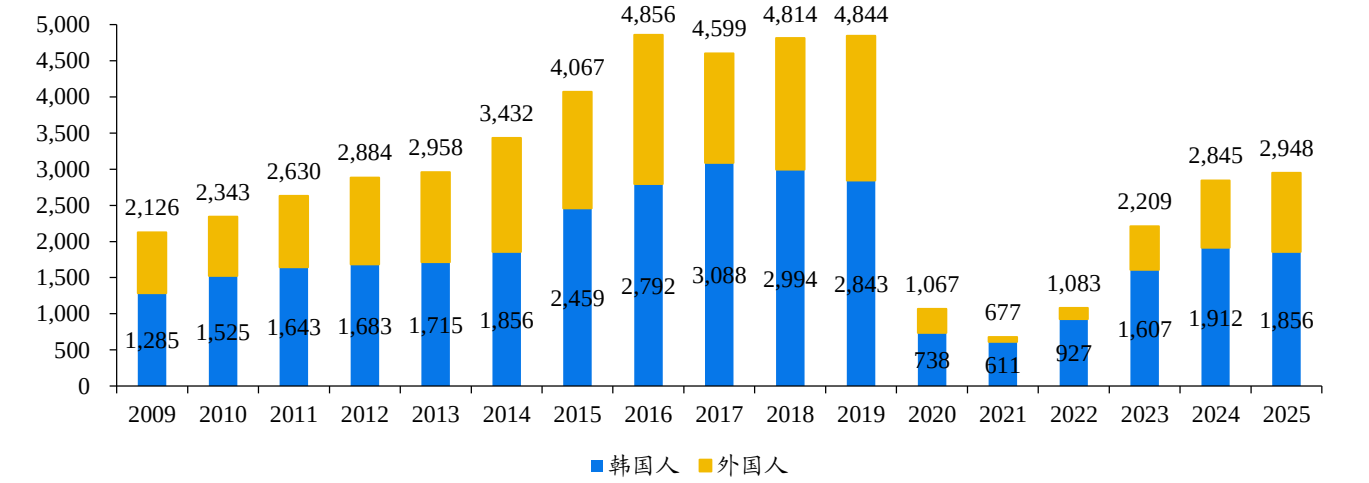
资料来源：《中免消费白皮书》，国泰海通证券研究

韩国是全球免税行业发展最成熟、最具代表性的市场之一，尤其在市内免税业态方面具备领先优势。相较多数国家以机场口岸免税为主，韩国较早形成了“市内免税店+机场提货”的成熟模式，凭借首尔、济州等核心旅游目的地、丰富的国际品牌供给和高频出入境客流，长期吸引外国游客及本国出境居民购物。疫情前韩国免税销售规模居全球前列，市内免税在销售额中占据核心地位，体现出其在购物便利性、品牌招商、游客转化和商业模式成熟度上的优势，对我国市内免税发展具有较强借鉴意义

韩国免税行业疫后人次与销售修复分化，但行业规模尚未回到 2019 年高点。从购买人次看，韩国免税店总购买人次由 2019 年的 4,844 万人次降至 2021 年的 677 万人次，随后随出入境恢复持续修复，2025 年回升至 2,948 万人次，约恢复至 2019 年的 61%。其中韩国本土消费者恢复相对更快，2025 年购买人次达 1,856 万人次，约为 2019 年的 65%；外国消费者为 1092 万人次，约为 2019 年的 55%，入境客流和购物转化仍有修复空间。

仅供内部参考，请勿外传

图4：韩国免税店购物人次（万）



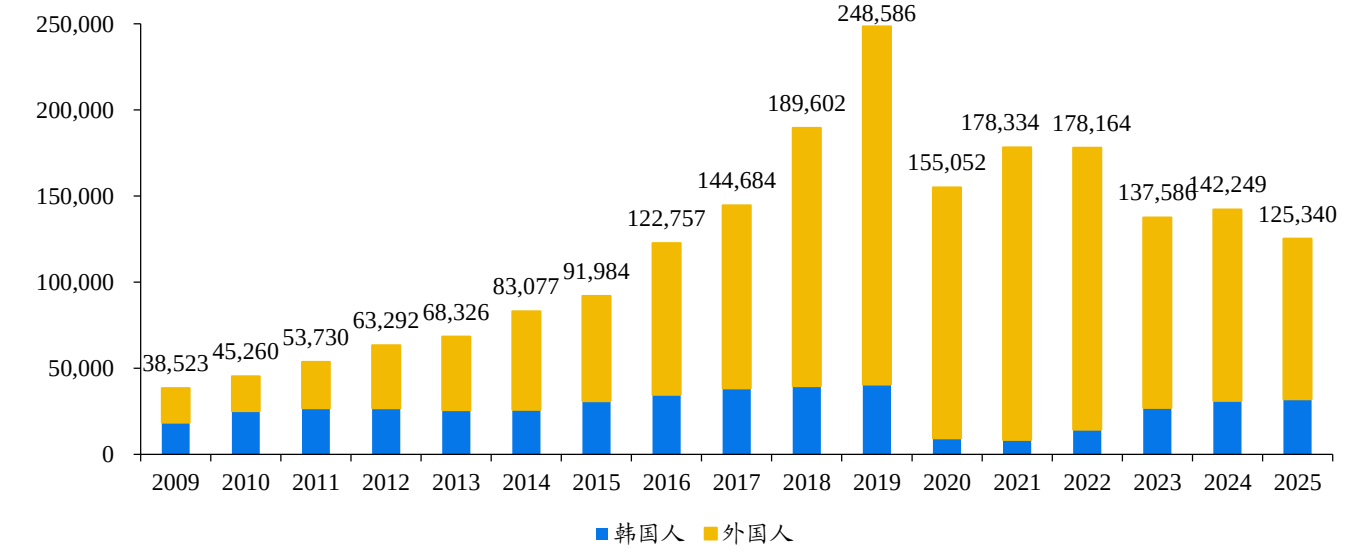
资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

销售额修复明显弱于客流，疫情前代购驱动的高客单式购物逐步转向真实旅游零售需求。2025 年韩国免税店销售额为 12.53 万亿韩元，约为 2019 年 24.86 万亿韩元高点的 50%，恢复程度低于购买人次，核心拖累来自外国消费者销售额回落。2019 年外国消费者贡献销售额 20.81 万亿韩元、占比约 84%，但 2025 年降至 9.33 万亿韩元，约为 2019 年的 45%。

韩国免税行业疫后并非单纯客流不足，而是客群结构、消费渠道及客单价发生变化。其高客单代购、团客及批量采购需求尚未恢复至疫情前水平。

韩国免税曾高度依赖中国代购、团客和高返点批量采购，2022 年下半年开始，韩国海关、品牌方和免税运营商对高返点代购模式的容忍度下降。韩国海关曾多次提到旅行社佣金是免税产业盈利恶化的主要原因，并要求导客佣金正常化，韩国免税销售曾在 2023 年 1 月同比大跌 30%，主要原因即为旅行社佣金率大幅降低。

图5：韩国免税店销售额（亿韩元）



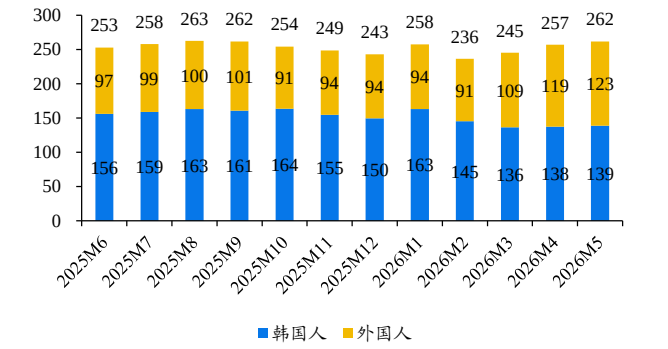
资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

注：指定类别，即“指定免税店”（지정면세점），是依据《济州特别自治道旅行者免税店特例规定》向旅行者销售免税商品的场所，位于济州特别自治道境内的国内线机场、旅客船码头出发区，或济州国际会议中心等指定地点。

仅供内部参考，请勿外传

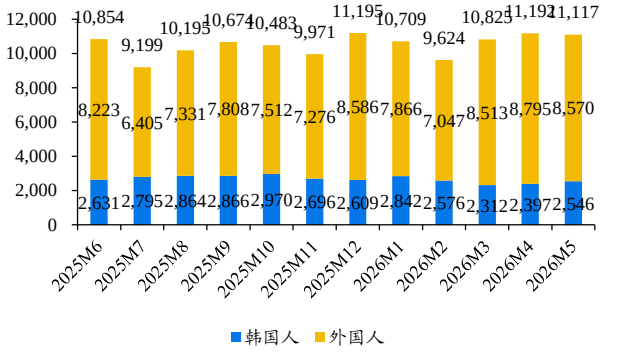
2025 年 6 月至 2026 年 5 月，韩国国内免税销售额多数月份维持在约 1 万亿韩元上下，未出现与购物人次同步的明显上行趋势；其中外国人仍贡献主要销售额，但月度销售额波动较大，高客单代购及批量采购需求尚未恢复至疫情前水平。

图6：韩国国内免税购物人次（万）



资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

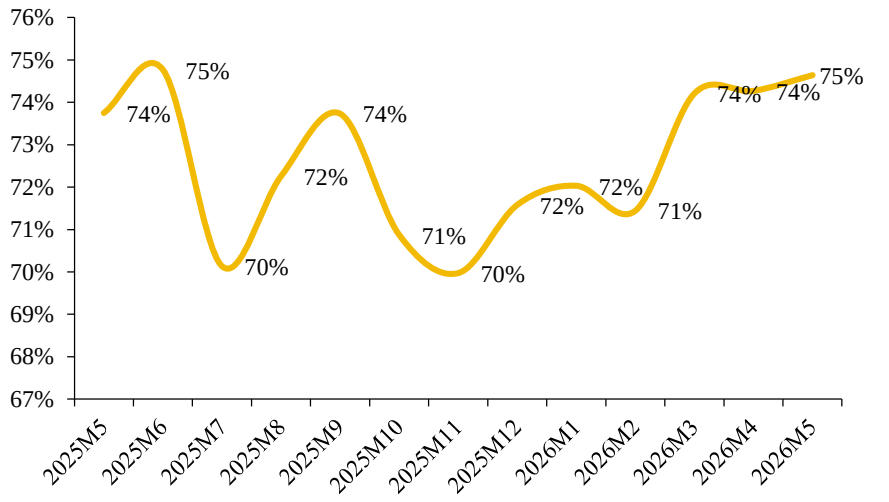
图7：韩国国内免税购物销售额（亿韩元）



资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

韩国免税各业态呈现明显分化：市内免税贡献主要销售额，出境免税贡献稳定客流，入境免税和指定免税体量相对较小，整体仍以外国人消费驱动为主。

图8：韩国市内免税店销售额占比

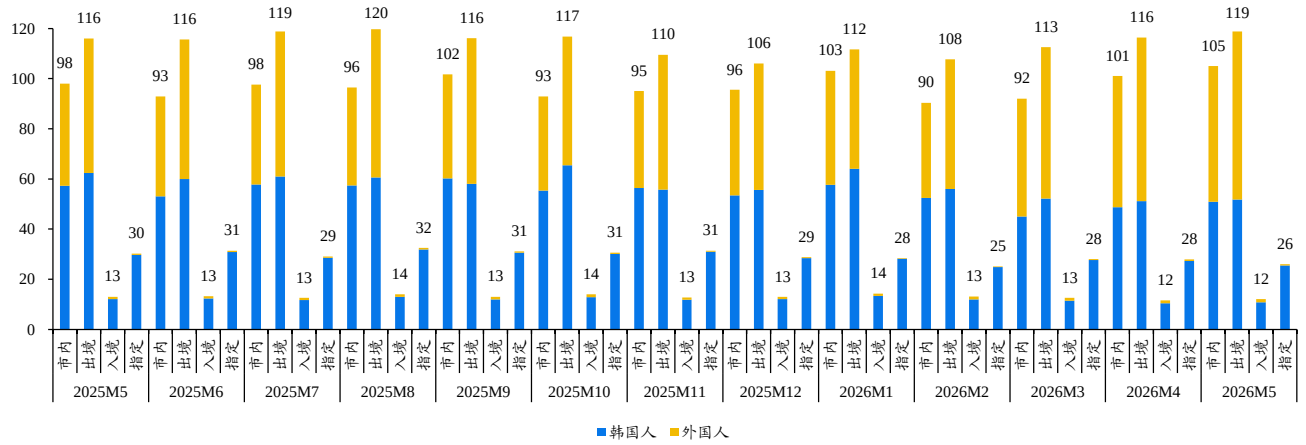


资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

从购买人次看，出境免税店和市内免税店是主要客流入口，二者月度购买人次整体较为接近。2025 年 5 月至 2026 年 5 月，市内免税店月度购买人次大多在 90 万—120 万人次左右，出境免税店大多在 100 万—120 万人次左右，说明机场/港口出境场景仍具备稳定自然客流优势。相比之下，入境免税店和指定免税店购买人次明显较低，其中指定免税店更偏济州离岛免税属性，体量小于市内及出境免税主业态。

仅供内部参考，请勿外传

图9：韩国各种类免税店消费人次（万）

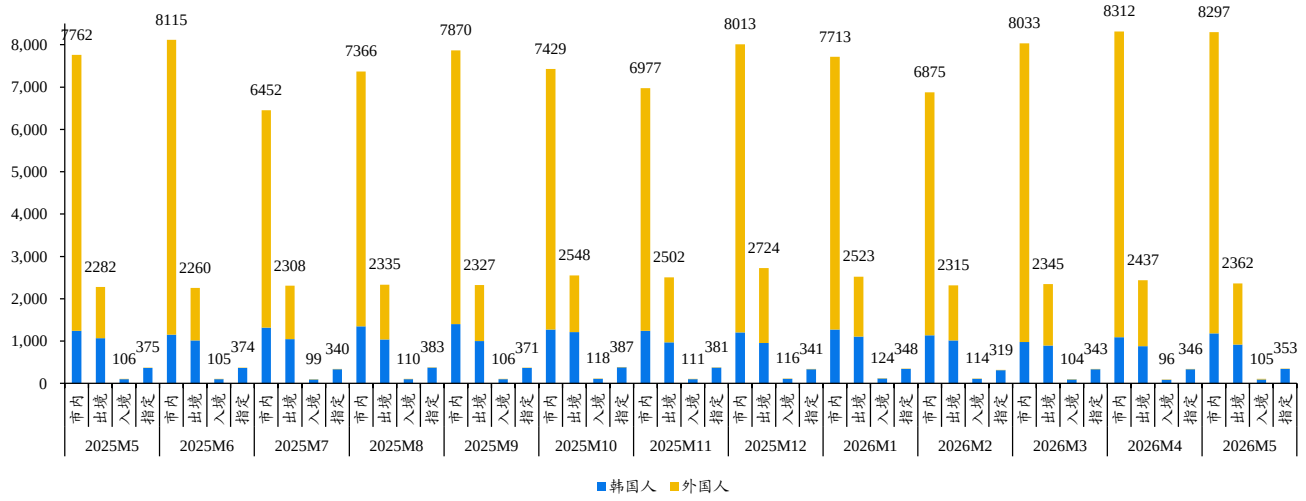


资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

注：指定类别，即“指定免税店”（지정면세점），是依据《济州特别自治道旅行者免税店特例规定》向旅行者销售免税商品的场所，位于济州特别自治道境内的国内线机场、旅客船码头出发区，或济州国际会议中心等指定地点。

从销售额看，市内免税店是韩国免税行业的核心收入来源，且外国人贡献占据绝对主导。市内免税店月度销售额普遍在 6500 亿—8300 亿韩元左右，显著高于出境免税店、入境免税店和指定免税店，反映市内免税客单价和高价值商品销售能力更强。出境免税店虽然购买人次较高，但销售额明显低于市内免税店，其更多承担口岸即时消费和补充购物功能；入境免税和指定免税销售额体量较小，对整体行业贡献有限。

图10：韩国各种类免税店销售额（亿韩元）



资料来源：KDFA，国泰海通证券研究

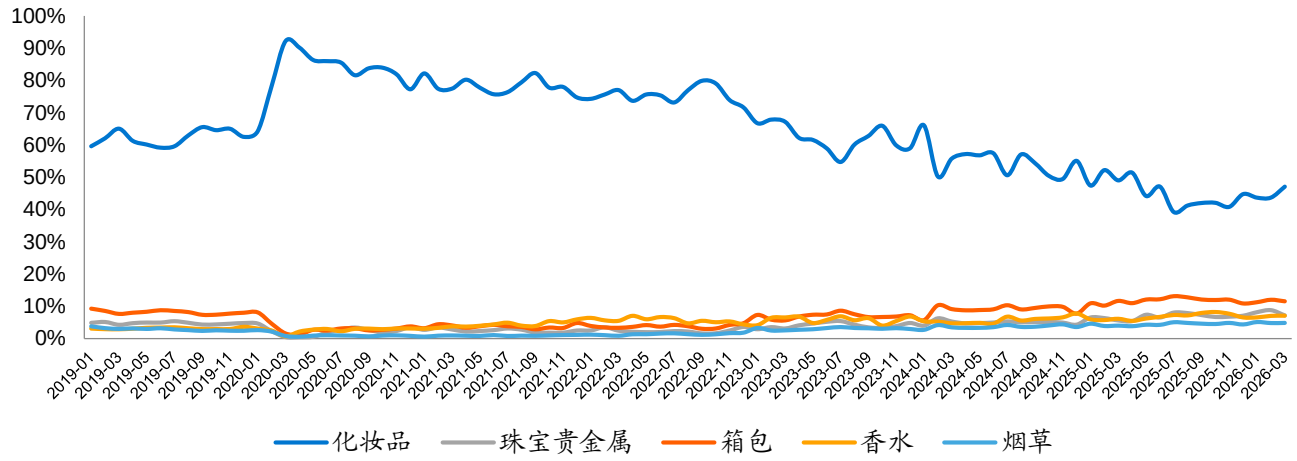
注：指定类别，即“指定免税店”（지정면세점），是依据《济州特别自治道旅行者免税店特例规定》向旅行者销售免税商品的场所，位于济州特别自治道境内的国内线机场、旅客船码头出发区，或济州国际会议中心等指定地点。

1.3. 韩国免税品类观察：化妆品仍是免税消费的基本盘，其他品类占比提升已成趋势。

2019 年以来，韩国化妆品销售占比虽长期保持第一，但整体呈现趋势性下降，由疫情前后高位逐步回落至约 40%—50%区间。箱包、珠宝贵金属、香水等品类占比有所提升，尤其箱包作为典型高客单、强品牌属性品类，在疫后占比中枢明显上移。

仅供内部参考，请勿外传

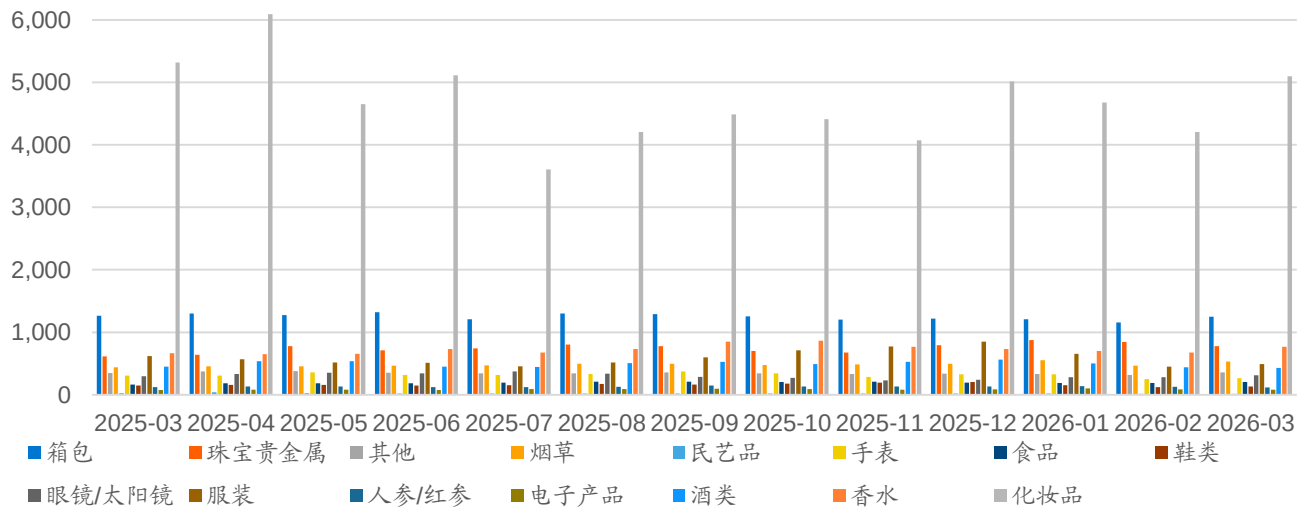
图11：韩国各品类商品免税销售占比



资料来源：韩国公共数据门户，国泰海通证券研究

韩国免税品类销售经验表明，化妆品仍是免税消费的基本盘。近一年韩国各品类免税销售额看，化妆品仍是绝对主力品类，月度销售额多数维持在4000亿—6000亿韩元左右，显著高于其他品类，反映香化品类在免税渠道中仍具备高频、强品牌认知和较强引流属性。除化妆品外，箱包、服装、珠宝贵金属、香水等品类也保持一定销售体量，其中箱包和服装整体位于第二梯队，具备较高客单价和品牌溢价特征。

图12：近一年韩国各品类商品免税销售额（亿韩元）

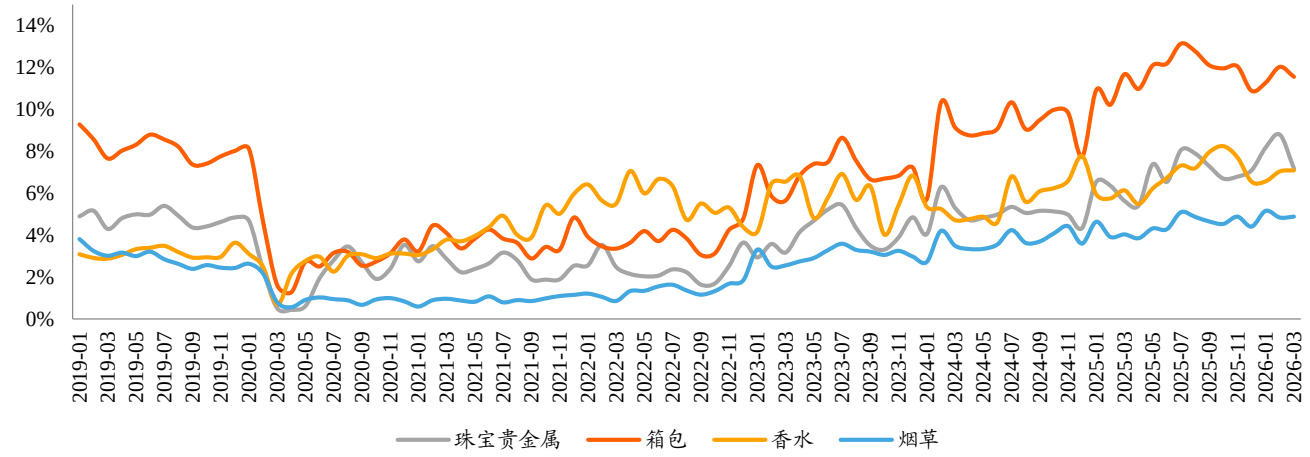


资料来源：韩国公共数据门户，国泰海通证券研究

品类结构正逐步从“香化主导”向“香化+高客单精品”演化，箱包、珠宝贵金属、香水等高价值品类占比提升已成为趋势。除香化类，在韩国免税销售格局中，其他高价值精品、箱包服饰、珠宝香水等品类已形成有效补充；对我国市内免税而言，初期香化仍可能承担主要引流功能，后续随着品牌供给丰富和高客单客群转化，精品箱包、腕表珠宝、服饰配饰等品类有望成为提升客单价和销售弹性的关键方向。

仅供内部参考，请勿外传

图13：韩国各品类商品免税销售占比（剔除化妆品）



资料来源：韩国公共数据门户，国泰海通证券研究

2. 门店体系加速完善，入境客流奠定潜在需求

2.1. 免税店供给体系不断扩大

我国市内免税店供给体系不断扩大，当前由存量市内店+外汇商品免税店转型+新增市内店三部分组成。存量市内免税店主要由中国中免运营，覆盖上海、北京、厦门、青岛、大连、三亚等城市，选址多位于核心商圈、滨海旅游目的地或城市商业综合体，体现出中免在免税供应链、品牌资源及既有门店运营上的先发优势。

外汇商品免税店转型方面，主体以中国出国人员服务有限公司为主，覆盖北京、上海、杭州、重庆、郑州、青岛、昆明、南京、大连、哈尔滨等城市，另有港中旅体系哈尔滨店，整体呈现出由原归国人员外汇商品免税店向新政下市内免税店转换的特征，门店资源更多依托既有城市商业网点。

政策扩容后，市内免税门店向一线及强省会城市核心商圈加速落地。24 政策后新开设的市内免税店覆盖广州、天津、福州、成都、深圳、西安、武汉、长沙等重点城市。运营主体上，中免仍是最核心参与方，广州、深圳、成都、西安、福州等项目均体现出“中免 + 地方文旅/机场/商贸国资”的合作模式。王府井则主要参与武汉、长沙等新增市内店，借助本地百货商圈资源切入免税场景。

表1：市内免税店分布

类型	城市	经营主体	门店地址	面积
存量市内免税店	上海	中国中免	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅	874 平方米
	北京		朝阳区朝阳公园 6 号蓝色港湾 17 号楼 L-SA-296 号	513 平方米
	厦门		思明区思明南路 169 号中华城 A2 地块 C 区一楼 1020 商铺	331 平方米
	青岛		市北区龙城路 31 号青岛卓悦里商场 2 号楼一层	355 平方米
	大连		太原街 175-5 号 2-1-1 至 2-1-7、2-1-7A	500+平方米
	三亚		海棠区海棠北路 118 号	约 7 万平方米
外汇店转型市内免税店	北京	中国出国人员服务有限公司	北京坊 W10 号楼中服免税店	
	上海		静安区江宁路 293-5 号	3000+平方米
	杭州		上城区解放路解百商场 A 座一层	100+平方米
	重庆		南岸区南滨路东段 133 号长嘉汇购物公园 1 层	约 1400 平方米
	郑州		郑东新区绿地中心绿地天空之城	
	青岛		市南区香港中路 2 号海航万邦中心	1000+平方米
	昆明		官渡区滇池国际会展中心	

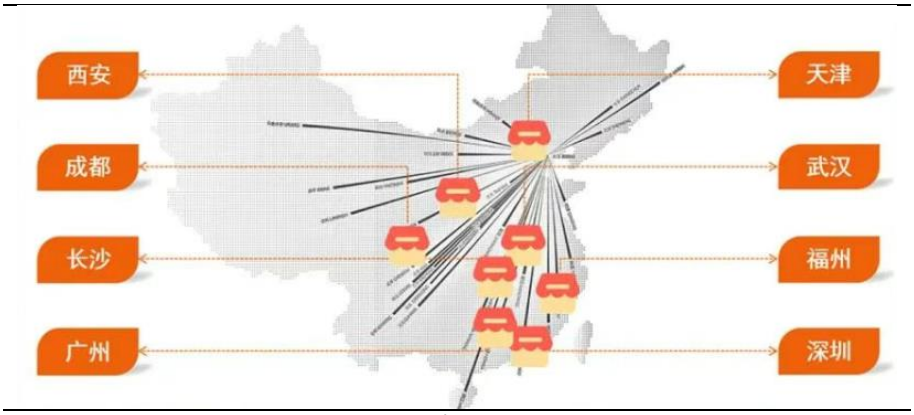
仅供内部参考，请勿外传

	南京		建邺区江东中路 329 号金奥国际购物中心	
	大连		西岗区五四路 66 号大连恒隆广场	
	哈尔滨		南岗区中兴大道 168 号哈西万达广场 1 层	
	哈尔滨	中国港中旅资产经营有限公司	中央大街商圈安隆街 17 号	
新增市内店	广州	中国中免（51%）+广百股份（19.5%）+岭南控股（19.5%）+白云机场（10%）	天河区广州友谊国金店/广州 IFC 相关商圈	2357 平方米
	天津	中国中免	南开区东马路仁恒置地广场 A 馆	1106 平方米
	福州	中国中免（51%）+福建中旅集团、厦门翔业免税运营有限公司（合计 49%）	五四路恒力城商圈	857 平方米
	成都	中国中免（91%）+兴锦商投（9%）	锦江区仁恒置地广场/春熙路商圈	总面积 3140 平方米，其中免税区 687 平方米
	深圳	中国中免（51%）+深圳免税集团、深业集团（合计 49%）	福田区深业上城 L1	近 3000 平方米
	西安	中国中免+西部机场集团	钟楼商圈	约 2050 平方米
	武汉	王府井（51%）+武商集团（49%）	武商 MALL/武汉国际广场购物中心	1818 平方米
	长沙	王府井	天心区黄兴中路 27 号，长沙王府井百货 8 楼/五一商圈	规划建设面积 2034 平方米，一期 1345 平方米

资料来源：财政部等，国药中服官微，新华网，国泰海通证券研究
注：新增市内免税店为《市内免税店管理暂行办法》施行后设立的市内免税店

新开市内免税店呈现“免税运营商与地方商业/地产龙头共同经营、免税有税零售融合”的特点。我们认为，这种模式不仅有助于发挥免税运营商与地方商业龙头的比较优势，还具备以下三点意义：①降低新业态培育期的不确定性，免税客流尚未成熟时，可以通过成熟商场客流、有税消费、跨境购和本地特色商品提高坪效；②提升本地化导流能力，地方文旅和商圈资源可帮助精准触达即将出境旅客和入境游客；③强化城市消费名片属性，将免税店从单一购物点变成“国际品牌+国货潮品+地方特色+离境退税”的城市消费窗口。

图14：我国新开设市内免税店分布



资料来源：王府井市内免税店公众号，国泰海通证券研究

2.2. 入境旅客高增，奠定免税购物潜在客流

我国对外免签政策持续扩容，已形成单方面免签、互免协定、240 小时过境免签及 24 小时过境免签等多层次便利化体系，覆盖国家数量不断增加。签证门槛降低有助于提升外国游客来华便利度，推动入境旅游、商务访问和跨境消费需求修复，为市内免税、离境退税及城市商业消费带来增量客流。

仅供内部参考，请勿外传

表2：中国对外免签政策惠及国家

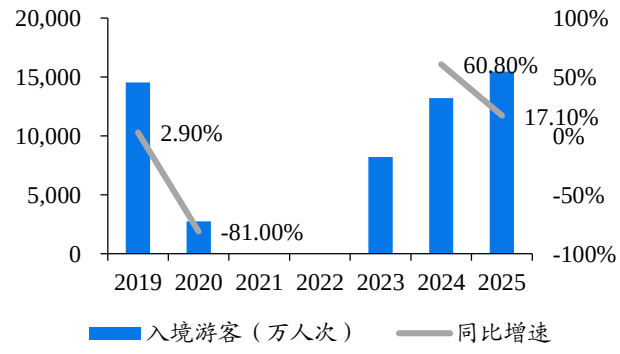
政策	介绍	数量	适用国家
单方面免签	普通护照来华经商、旅游观光、探亲访友、交流访问、过境不超过 30 日，可免签入境。	50	法国、德国、意大利、荷兰、西班牙、瑞士、爱尔兰、匈牙利、奥地利、比利时、卢森堡、波兰、斯洛文尼亚、葡萄牙、希腊、塞浦路斯、斯洛伐克、挪威、芬兰、丹麦、冰岛、安道尔、摩纳哥、列支敦士登、保加利亚、罗马尼亚、克罗地亚、黑山、北马其顿、马耳他、爱沙尼亚、拉脱维亚、俄罗斯 、瑞典、英国、澳大利亚、新西兰、文莱、韩国、日本、沙特、阿曼、科威特、巴林、巴西、阿根廷、智利、秘鲁、乌拉圭、加拿大
互免协定	持各类护照来华短期旅行通常无需事先申请签证	29	阿尔巴尼亚、阿联酋、安提瓜和巴布达、巴巴多斯、巴哈马、白俄罗斯、波黑、多米尼克、厄瓜多尔、斐济、格林纳达、格鲁吉亚、哈萨克斯坦、卡塔尔、马尔代夫、毛里求斯、萨摩亚、塞尔维亚、塞舌尔、圣马力诺、苏里南、所罗门群岛、泰国、汤加、乌兹别克斯担、新加坡、亚美尼亚、阿塞拜疆、马来西亚
240 小时过境签	持本人有效国际旅行证件和确定日期及行程的联程客票，从中国过境前往第三国或地区，可从 24 个省份 65 个开放口岸中的任一口岸免签入境，并在规定区域停留活动不超过 10 天。停留期间可从事旅游、商务、访问、探亲等活动，工作、学习、新闻采访等需事先批准的活动仍应办妥签证。	55	奥地利、比利时、捷克、丹麦、爱沙尼亚、芬兰、法国、德国、希腊、匈牙利、冰岛、意大利、拉脱维亚、立陶宛、卢森堡、马耳他、荷兰、波兰、葡萄牙、斯洛伐克、斯洛文尼亚、西班牙、瑞典、瑞士、摩纳哥、俄罗斯、英国、爱尔兰、塞浦路斯、保加利亚、罗马尼亚、乌克兰、塞尔维亚、克罗地亚、波黑、黑山、北马其顿、阿尔巴尼亚、白俄罗斯、挪威、美国、加拿大、巴西、墨西哥、阿根廷、智利、澳大利亚、新西兰、韩国、日本、新加坡、文莱、阿联酋、卡塔尔、印度尼西亚
24 小时过境免签	中国所有对外开放口岸对世界各国人员实施 24 小时过境免签政策。	所有国家	所有国家

资料来源：外交部，国家移民管理局，国泰海通证券研究

我国出入境客流疫后持续修复，入境端率先恢复并超过 2019 年水平。2019 年我国入境游客约 1.45 亿人次，2020—2022 年受跨境出行限制影响明显回落。随着国际航班恢复、免签政策扩容及入境便利化推进，2023 年以来入境游客快速回升，2025 年已恢复至约 1.55 亿人次，高于 2019 年水平。入境客流的修复为城市商业、离境退税和市内免税带来增量潜在客群，尤其有利于核心口岸城市和热门旅游城市消费场景改善。

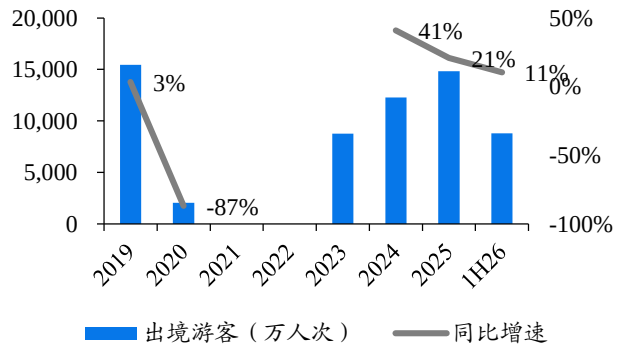
出境端同样呈现修复趋势，但整体恢复略慢于入境端，仍处于接近疫情前水平的阶段。2019 年我国出境游客约 1.55 亿人次，2020 年降至约 2033 万人次，2023 年恢复至 8763 万人次，2024 年进一步回升至 1.23 亿人次，2025 年达到约 1.48 亿人次，已接近 2019 年高点。2026 年上半年延续增长态势，出境人次达 8802.3 万人次，同比增长 10.5%。

图15：2019-2025 我国入境游客量及增速



资料来源：文旅部，中国旅游研究院，国泰海通证券研究

图16：2019-1H26 我国内地居民出境人次及增速

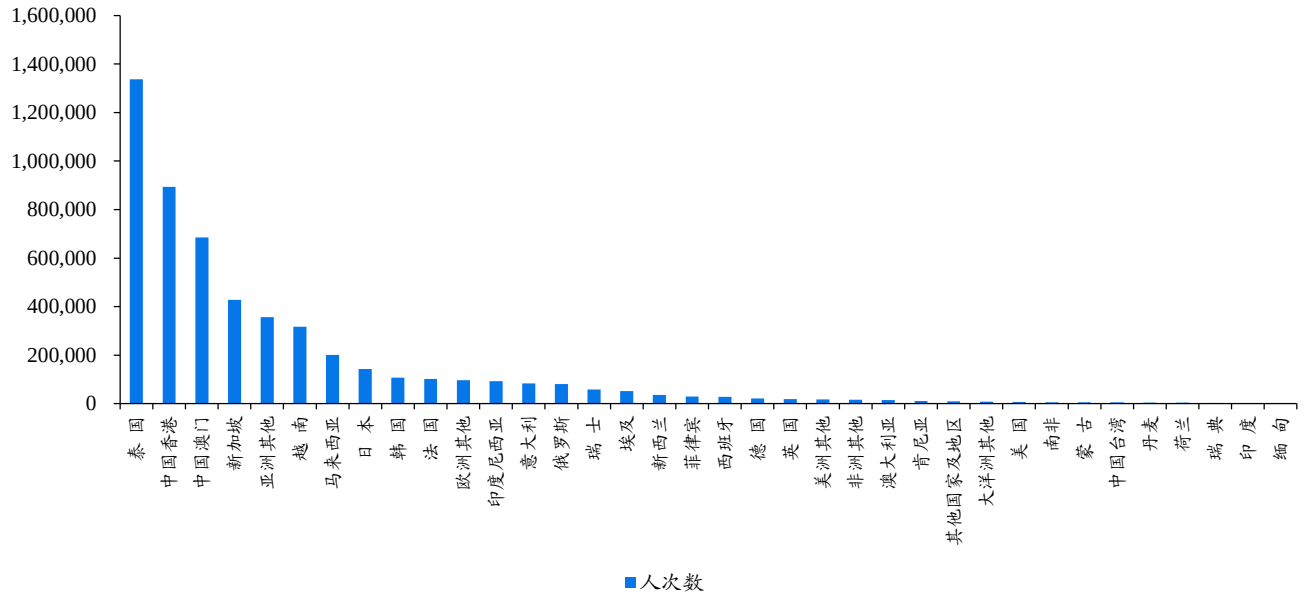


资料来源：文旅部，中国旅游研究院，国泰海通证券研究

出境游客流目的地呈现明显的近程化和亚洲区域集中趋势。2023 年，前往泰国、中国香港、中国澳门的出境客流合计占比达到 55%，新加坡、越南、马来西亚、日本、韩国等周边及亚洲目的地位居前列，说明疫后旅行社组织出境游仍以航程较短、签证/通关便利、旅游产品成熟的目的地为主。

仅供内部参考，请勿外传

图17：2023 年旅行社组织出境游客流目的地结构



资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

结合各地旅行社组织综合活跃度看，广东、重庆、上海、浙江、江苏等地位居前列，说明出境组客能力主要集中在经济较发达、航空口岸完善、居民出游能力较强的沿海省份、经济强省。

图18：2023 年各地旅行社组织出境旅游人次排序

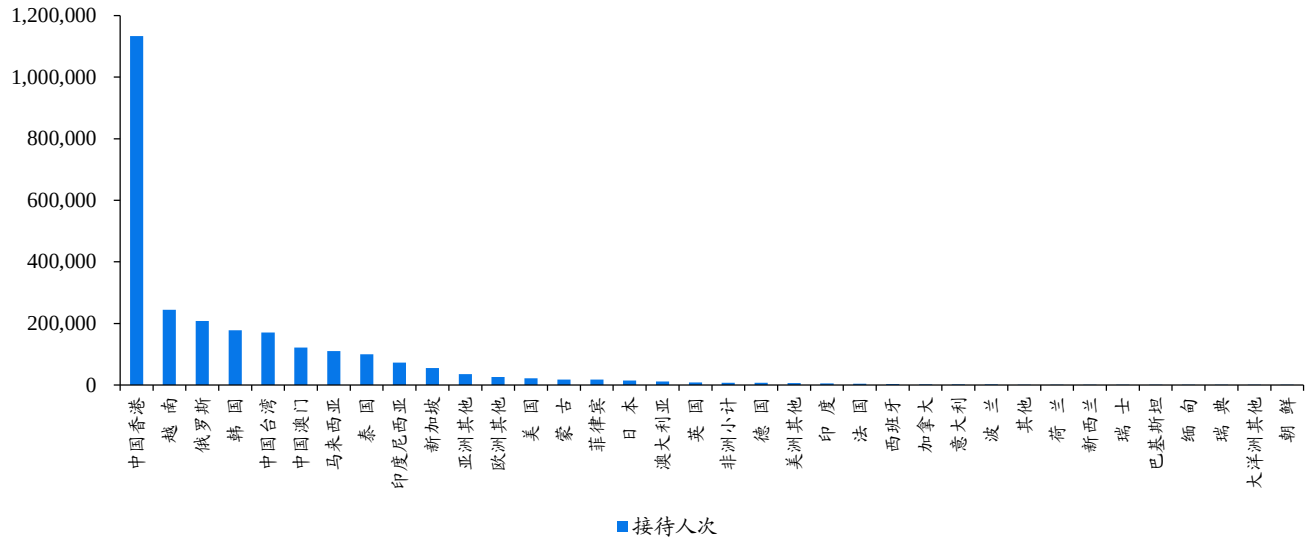
地区	出境组织人次排名	地区	出境组织人次排名
广东	1	辽宁	17
重庆	2	安徽	18
上海	3	山西	19
浙江	4	海南	20
北京	5	吉林	21
江苏	6	黑龙江	22
湖南	7	青海	23
广西	8	河北	24
江西	9	贵州	25
云南	10	天津	26
湖北	11	甘肃	27
陕西	12	宁夏	28
四川	13	内蒙古	29
福建	14	兵团	30
山东	15	新疆	31
河南	16	西藏	32

资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

2023 年旅行社组织入境游客源地呈现明显的近程化和区域集中特征，中国香港为最主要客源地，接待人次显著领先于其他国家和地区。除中国香港外，越南、俄罗斯、泰国、中国台湾、中国澳门、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、新加坡等周边及亚洲客源地位居前列，我国旅行社组织入境游仍主要依赖东亚、东南亚及周边跨境客流。

仅供内部参考，请勿外传

图19：2023 年旅行社组织入境游客流客源地结构



资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

入境旅游接待省份呈现“口岸枢纽+边境省份+成熟旅游目的地”共同领先的格局。广东位居首位，反映其依托粤港澳大湾区口岸、国际航线和旅行资源，在入境团队客流承接方面具备显著优势；湖南、云南、吉林、广西等旅游资源型省份排名靠前，说明成熟景区目的地仍是旅行社入境接待的重要承载地。吉林、黑龙江等东北边境省份进入前十，也体现出东北亚及俄罗斯等周边客源对边境和冰雪旅游的地的贡献。整体看，入境游客流并非仅集中于北上广深等一线城市，而是向口岸城市、边境省份和特色旅游目的地共同分布。

图20：2023 年各地旅行社接待入境旅游人次排序

地区	入境接待人次排名	地区	入境接待人次排名
广东	1	四川	17
湖南	2	新疆	18
云南	3	陕西	19
吉林	4	西藏	20
广西	5	贵州	21
浙江	6	安徽	22
北京	7	江西	23
江苏	8	甘肃	24
黑龙江	9	青海	25
海南	10	河南	26
湖北	11	河北	27
山东	12	辽宁	28
福建	13	山西	29
内蒙古	14	宁夏	30
重庆	15	兵团	31
上海	16	天津	32

资料来源：文旅部，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

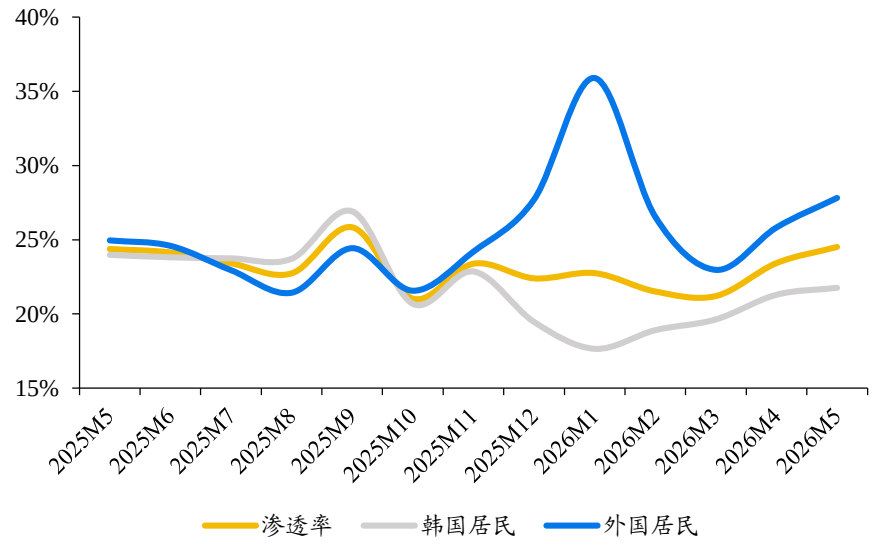
3. 渗透率目前仍处低位，有望受益于政策便利化持续增长

3.1. 我国当前市内免税渗透率仍处低位

韩国市内免税购物渗透率整体处于较高水平，反映市内免税已成为韩国出入境消费的重要渠道。2025 年 5 月至 2026 年 5 月，韩国市内免税整体购物渗透率基本维持在 20%以上，多数月份位于 22%—25%左右，成熟市场中市内免税对出境/入境旅游消费人群具备较强转化能力。

分客群看，外国居民市内免税渗透率波动更大且阶段性高于韩国居民，是韩国市内免税销售弹性的主要来源。外国游客对市内免税的购物依赖度和客单弹性更强，而韩国居民渗透率整体相对平稳，多数月份在 18%—24%区间波动，本国出境客群对市内免税也已形成较稳定的消费习惯。整体来看，韩国市内免税在人次端已经具备较高渗透基础。

图21：韩国市内免税店购物渗透率



资料来源：KDFA，KTO，国泰海通证券研究

新政前我国市内免税渗透率不足 1%，当前仍处低基数起步阶段。据沙利文测算 2019 年全国市内免税销售额约 3 亿元，若按照客单价 800-2000 元计算，2019 年全国市内免税店购物人次约 15 万—37.5 万。2019 年全国边检机关统计出入境共 6.7 亿人次，按出入境方向粗略各半测算，对应潜在客流约 3.35 亿人次，对应市内免税店渗透率约 0.04%—0.11%，处于极低水平。

3.2. 政策便利化是大势所趋，更便利的购物场景会带来更高的渗透

韩国经验：便利化是市内免税发展的重要方向。韩国市内免税的发展路径，本质上是销售对象放宽、购物额度放宽、牌照供给扩容、线上/线下购物和提货链路优化的共同结果。自 2022 年 3 月 18 日起，韩国取消了韩国籍出境旅客购买外国免税品的金额限制。作为成熟的免税消费市场，持续优化额度、预订、提货和入境衔接是政策的主要发展方向。

韩国在提货便利化上也有演进。仁川机场到达免税店于 2020 年 5 月 31 日起开设，政策目的之一是减少旅客不便；到达免税店购物限额为 800 美元，酒类、香水等另有独立免税范围。韩国海关曾宣布调整海关法规，使离境购买免税品的旅客可以“出境时购买、入境时提货”，该变化主要是为提升消费

仅供内部参考，请勿外传

者便利性、缓解出境提货点拥堵，并服务于消费回流。

我国市内免税新政已经完成了第一轮关键放松。2024 年市内免税政策的便利化重点，主要体现在销售对象和购物额度：市内免税店面向即将于 60 日内出境的旅客，包括但不限于中国籍旅客；购买免税商品不设购物限额，但仍需符合自用、合理数量要求。旅客在市内店购物后，需要在口岸出境隔离区提货点提取并一次性携带出境。

2025 年政策进一步把便利化推向履约端。2025 年 10 月，财政部等五部门《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》明确提出“完善免税店便利化和监管措施，持续提升旅客免税购物体验”，支持口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店提供网上预订服务；旅客可根据出入境行程提前在网上窗口预订免税商品，并按规定到口岸出境免税店、口岸进境免税店或免税商品提货点提货。

表3：市内免税相关政策

政策名称	时间	政策发布方	政策原文摘录
《关于完善免税店政策支持提振消费的通知》	2025 年 10 月	财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局	积极支持口岸出境免税店和市内免税店销售国产品。 进一步优化口岸出境免税店和市内免税店经营国内商品退（免）税监管和操作手续，便利国内商品进店销售。 进一步扩大口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店经营品类。支持口岸出境免税店、口岸进境免税店和市内免税店提供网上预订服务。 允许旅客在市内免税店预订后在口岸进境免税店提货。
《关于支持国际消费中心城市培育建设的若干措施》	2025 年 3 月	商务部	落实市内免税店政策，推动已批准设立的市内免税店尽快完成建设并营业。鼓励国产名特优新产品、国货“潮品”进市内免税店和口岸出境免税店销售。
《关于完善市内免税店政策的通知》	2024 年 8 月	财政部、商务部、文化和旅游部、海关总署、税务总局	北京、上海、青岛、大连、厦门、三亚等 6 家市内免税店……适用《市内免税店管理暂行办法》。 12 家外汇商品免税店，以及哈尔滨外汇商品免税店自本通知施行之日起 3 个月内转型为市内免税店，经海关验收合格后开始营业，适用《办法》；到期未完成转型的外汇商品免税店，予以关闭。 在广州、成都、深圳、天津、武汉、西安、长沙和福州等 8 个城市，各设立 1 家市内免税店。
《国务院办公厅关于进一步释放消费潜力促进消费持续恢复的意见》	2022 年 4 月	国务院办公厅	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
《“十四五”现代流通体系建设规划》	2022 年 1 月	国家发展改革委	提升市场采购贸易方式试点便利化水平，完善外汇监管等配套服务。完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	2021 年 3 月	十三届全国人大四次会议批准	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。采取增加居民收入与减负并举等措施，不断扩大中等收入群体，持续释放消费潜力。
《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》	2020 年 3 月	国家发展改革委等 23 部门	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。扩大口岸免税业务，增设口岸免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台。

资料来源：全国人大、国务院办公厅、财政部、商务部、文旅部、海关总署、税务总局、发改委等，国泰海通证券研究

但对标韩国政策演进：我国仍处早中期扩容，尚未进入成熟便利化阶段。与韩国市内免税政策比较，中国目前大致处在韩国的牌照扩容、额度放松及履约便利化起步阶段，还没有进入成熟市场的全链路便利化。如果我国市内免税继续沿韩国或海南免税的政策演进方向推进，下一阶段有望围绕购物流程、提货效率、线上预约、品类即提等便利化细节继续优化。

仅供内部参考，请勿外传

表4：中国 vs 韩国政策对比

阶段	韩国政策特点	中国对应
起步阶段	开设市内免税店，服务出境/入境相关旅客，额度较低，提货依赖口岸 **购物资格：**市内免税店服务对象为出境的内、外国人 **限额：**韩国本国居民在免税店购买外国商品设有 5000 美元购买上限；但外国游客购物限制相对更少 **品类：**以香化、酒类、精品、服饰、食品等传统旅游零售商品为主 **提货方式：**逐步形成“市内购买、出境口岸提货”的基本模式。	中国过去的外籍出境店、归国人员外汇商品免税店 **购物资格：**出境型市内店面向即将离境境外游客，外汇商品免税店面向归国人员 **品类：**以首饰、香水、皮包和高档名牌手表等为主 **提货方式：**出境型市内店以市内预订/购买、口岸提货为主，外汇商品免税店为回国补购方式
扩容阶段	市内免税牌照增加，核心商圈门店扩张 **品类：**随着市内店牌照增加，品牌、SKU 和库存丰富度提升。	中国 2024 年政策，6 家存量+13 家转型+8 家新增，开始供给扩容，同步进行政策放松，实现“携带出境不设购物限额”，但再次带回仍受进境规则约束
放松阶段	出境购物额度不断提升，最终取消韩国籍出境旅客购买外国免税品金额限制 **限额：**韩国自 2022 年 3 月起取消本国居民 5000 美元免税店购买上限，即出境购买端不再设总额上限；但回韩国入境时，仍按旅客携带品免税额度管理	**购物资格：**2024 年新政后，市内免税销售对象统一为 60 日内搭乘航空运输工具或国际邮轮出境的旅客，且包括但不限于中国籍旅客 **限额：**市内免税出境购物，不设购物限额，但应符合旅客携带行李物品进出境“自用、合理数量”要求。进境物品 5000 元人民币免税限额，允许在口岸进境免税店增加一定免税购物额，连同境外免税购物额合计不超过 8000 元人民币 **品类：**以便携消费品和国货潮品为重点，鼓励纳入具有自主品牌和传播中华文化属性的特色产品 **提货方式：**统一采取“市内提前购买、口岸离境提货”，旅客在口岸出境隔离区提货并一次性携带出境
便利化阶段	线上购买、机场提货体系成熟，并探索到达免税、出境购买/入境提货等安排 **提货方式：**市内店/线上店购买，出境当日在机场或港口出境隔离区提货；旅客凭护照、机票或登机信息领取商品，市内免税店购买商品原则上不得在市内直接提走。	2025 年开始支持网上预订、市内预订后进境提货，但整体仍处早期 **品类：**2025 年政策后，口岸出境、口岸进境和市内免税店经营品类扩展至 25 类，包括食品饮料、宠物食品、保健食品、非处方药、酒精饮料、纺织品、皮革服饰及配饰、箱包鞋靴、钟表、珠宝首饰、眼镜、香水化妆品、家用医疗器械、美容美发器材、厨卫用具、家电及小家电、摄影摄像设备、计算机及外围设备、手机、微型无人机、可穿戴设备、文具玩具、母婴用品、工艺品、乐器、运动用品等；其中烟草制品仅限口岸出境和口岸进境免税店销售，不包括市内免税店 **提货方式：**支持网上预订服务；若市内免税店所在城市有口岸进境免税店，可实现市内预订、进境付款提货，

资料来源：财政部，国家税务总局，韩国关税厅，韩国法务部，国泰海通证券研究

海南离岛免税可作为便利化政策先行样本，即购即提便利化购物收效显著。2023 年 4 月 1 日起，海南离岛免税新增“即购即提”和“担保即提”提货方式：单价不超过 2 万元且在清单内的商品，可以按限购数量要求选择“即购即提”，旅客支付货款后现场提货；单价超过 5 万元的免税品，可选择“担保即提”，在缴纳相当于进口税的担保后现场提货。

据海关总署，海南离岛免税新增“即购即提”“担保即提”提货方式实施一年后，已有超过 39 亿元免税品通过“即购即提”方式销售，提货便利能够显著改善

仅供内部参考，请勿外传

免税购物的消费体验并释放购买需求。且其证明了监管条件成熟后，免税购物便利化可以从口岸提货向部分品类即提、担保提货演进，提供了探索更便利提货方式的政策样本。

4. 空间测算：市内免税市场具备较大增量空间

全国市内免税空间测算：低渗透率起步，长期空间取决于客流、利用率与客单价共振。在合格离境客流 4711.8 万人次的 2025 年模型基准上，2025 年按 0.3%利用率、1,400 元客单价校准为约 2.0 亿元非零销售起点；若 2026E 利用率提升至 2.0%、后续渐进提升至 2035E 的 13.0%，且客单价由 1,500 元提升至 2,500 元，则潜在市内免税 GMV 约为 2026E15.5 亿元、2030E 102.7 亿元、2035E 253.9 亿元。

- **客流基准：剔除港澳台，使用国际航线客运量作为基准测算。**据民航局《2025 年全国民用运输机场生产统计公报》，2025 年国际航线客运量完成 11779.6 万人次，同比增长 18.7%。由于该客运量为双向吞吐量，使用 11779.6 ÷ 2=5889.8 万人次单向客流作为离境方向代理，仍包含各国籍旅客。假设其中内地居民占比为 80%，以 5,889.8 × 80%=4711.8 万人次作为 2025 年模型基准客流，并在敏感性中检验内地居民占比为 70%/80%/90%时的不同情况。

- **出境客流增长：以 1H26 实际增速为锚，逐步回归常态。**据国家统计局，1H26 内地居民出境 8,802.3 万人次、同比增长 10.5%。基准情景以此作为 2026 年的近期锚点，取全年+10.0%，出于谨慎的预测考量，未来不线性外推高增速，而是逐步下调至中长期 4%—5%的常态化增长。

- **渗透率：当前渗透率仍处于低位，以韩国早期 13.3%利用率为长期审慎参照。**考虑到我国市内免税店发展尚处于起步阶段，故基期渗透率取较低值 0.3%，随着政策便利化逐步发展、市内免税店供给增加、消费者消费习惯培育，以韩国市内免税发展早期渗透率作为未来参考。据韩国旅游知识信息系统，2001 年，韩国全国市内免税店本国购物者约 81 万人。韩国本国人当年出境 6,084,476 人次，据此计算，远期渗透率有望达到约 81 万 ÷ 608.45 万 = 13.3%。

- **客单价：以海南离岛免税作高位锚点，市内店取显著折价。**据海口海关统计，2024 年，海南省免税购物销售额为 309.4 亿元，购物人次为 568.3 万人次，计算客单价为 5444 元/人次。但由于离岛免税与市内免税的渠道、客群和品类并不相同，且在购物的便利化程度、消费者免税购物新心智上存在较大差异，因此仅将海南离岛免税购物客单价作为高位锚点，在测算中进行折价处理。

表5：全国市内免税购物客单价假设

年份	客单价（元/人次）	逻辑
2025	1,400	起步阶段以低于海南参照值的客单价测算
2026E	1,500	起步阶段以低于海南参照值的客单价测算
2030E	2,000	随品牌、品类、 履约体验和高价值品类渗透逐步改善而温和提升
2035E	2,500	仅为海南 2024 年 5,444 元/购物人次的约 46%，仍保留显著折价

资料来源：国泰海通证券研究

表6：全国市内免税市场空间测算

2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035

仅供内部参考，请勿外传

合格离境客流（万人次）	4,711.8	5,183.0	5,545.8	5,823.1	6,114.3	6,420.0	6,676.8	6,943.9	7,221.6	7,510.5	7,810.9
客流增长	0.0%	10.0%	7.0%	5.0%	5.0%	5.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
市内店利用率/渗透率	0.3%	2.0%	3.5%	5.0%	6.5%	8.0%	9.0%	10.0%	11.0%	12.0%	13.0%
购物离境人次（万人次）	14.1	103.7	194.1	291.2	397.4	513.6	600.9	694.4	794.4	901.3	1,015.4
客单价（元/购物离境人次）	1,400	1,500	1,600	1,700	1,800	2,000	2,100	2,200	2,300	2,400	2,500
市内免税GMV（亿元）	2.0	15.5	31.1	49.5	71.5	102.7	126.2	152.8	182.7	216.3	253.9
GMV同比			99.7%	59.4%	44.5%	43.6%	22.9%	21.1%	19.6%	18.4%	17.4%

资料来源：民航局，国家统计局，国家移民管理局，国泰海通证券研究
计算公式：市内免税 GMV（亿元）= 合格离境客流（万人次）× 市内店利用率 × 客单价（元/购物离境人次）÷ 10,000。2025 年为非零销售校准年，销售并非官方实际披露。

我们进一步对 2035E 市场空间进行敏感性测算，分别考察市内店利用率和客单价变化对市场规模的影响。在 2035E 合格离境客流约 7810.9 万人次不变的情况下，若利用率处于 8%—18%、客单价处于 1500—3000 元区间，全国市内免税 GMV 空间约为 93.7 亿—421.8 亿元。基准情景下，13%利用率、2500 元客单价对应 GMV 约 253.9 亿元；若利用率提升至 18%、客单价提升至 3000 元，对应空间可超过 420 亿元，市内免税在消费习惯形成、品牌供给丰富和高客单品类提升后具备较强向上弹性。

表7：2035E 市场空间敏感性测算（基于渗透率与客单价，亿元）

2035E 利用率 / 客单价（元）	1500	2500	3000
8.0%	93.7	156.2	187.5
13.0%	152.3	253.9	304.6
18.0%	210.9	351.5	421.8

资料来源：国泰海通证券研究

若坚持 13%的长期利用率与 2,500 元客单价，居民占比从 70%调整至 90%，2035 年预测 GMV 约由 222 亿元变为 286 亿元。相较之下，利用率和客单价的组合对市场规模的影响更大。

表8：2035E 合格离境客流测算

内地居民占国际航空离境旅客比例	2035E 合格离境客流（万人次）	2035E 利用率	2035E 客单价（元）	2035E 市内免税 GMV（亿元）
70.0%	6,834.5	13.0%	2,500	222.1
80.0%	7,810.9	13.0%	2,500	253.9
90.0%	8,787.3	13.0%	2,500	285.6

资料来源：国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

5. 中国中免多维优势共振，王府井则以商业地产运营见长

市内免税政策扩容背景下，建议重点关注具备牌照、供应链、品牌招商及线下运营能力的核心受益标的。中国中免与王府井有望分别凭借免税龙头优势和城市商业运营能力受益，珠免集团在剥离地产业务后，有望在免税领域扩围。市内免税本质上是免税消费场景从口岸向城市核心商圈前置，既考验免税运营商的品牌资源、采购能力、海关监管协同能力，也考验门店所在商业地段的客流组织、场景打造和零售转化能力。因此，具备免税主业积淀和城市商业资源的公司，有望在新一轮市内免税扩容中获得更优经营表现。

5.1. 中国中免：免税行业绝对龙头，多维优势共振，市内免税业务具备天然延展性

公司作为国内免税行业龙头，具备多维优势。公司在品牌资源、全球采购、供应链管理、口岸提货、会员体系及数字化运营等方面具备领先优势。市内免税虽然在销售场景上前置至城市核心商圈，但后端仍高度依赖品牌招商、免税供应链、口岸提货衔接及消费者运营能力，随着新增市内免税项目陆续落地，公司有望凭借龙头资源和跨区域门店协同能力，持续巩固在市内免税新业态中的主导地位。

中国中免为市内免税扩容的核心受益标的，市内免税店数量全国最多。2024年市内免税新政前，公司已是国内市内免税店的核心独家运营主体。相较于新进入者，公司在市内免税牌照运营、口岸提货衔接、海关监管协同、品牌招商及消费者运营等环节已具备先发经验。公司目前在13个城市中的13家取得经营权的市内免税店均已实现开业或运营，市内免税网络布局进一步完善。

图22：中免集团中国内地12家市内免税店分布



资料来源：中免集团官方公众号，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

图23：中免旗下免税门店

城市	开业日期	地址
上海	2019 年 8 月	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅
北京	2019 年 5 月	朝阳区朝阳公园 6 号蓝色港湾 17 号楼 L-SA-296 号
厦门	2019 年 5 月	思明区思明南路 169 号中华城 A2 地块 C 区一楼 1020 商铺
青岛	2019 年 5 月	市北区龙城路 31 号青岛卓悦里商场 2 号楼一层
大连	2019 年 5 月	沙河口区太原街 175-5 号 2-1-1 至 2-1-7、2-1-7A
三亚	2014 年 9 月	海棠区海棠北路 118 号
深圳	2025 年 8 月	福田区深业上城南区 L1 层
广州	2025 年 8 月	天河区珠江西路 5 号广州国际金融中心首层
成都	2025 年 9 月	锦江区人民南路 2 段 1 号仁恒置地
西安	2025 年 11 月	碑林区南大街 30 号中大国际
天津	2025 年 11 月	南开区伊势丹一层
福州	2025 年 12 月	鼓楼区五四路恒力城商场 1 层

资料来源：中免集团官网，国泰海通证券研究

风险提示：市内免税新店培育及经营表现不及预期、行业竞争加剧导致盈利能力承压。

5.2. 王府井：依托商业地产和百货运营经验，具备切入市内免税核心商圈场景的差异化优势。

市内免税不同于传统口岸免税的关键之处，在于其经营区位为城市热门商圈、百货门店及商业综合体，门店选址、客流组织、场景体验和本地消费转化能力的重要性显著提升。王府井长期深耕百货及购物中心业态，在城市核心商圈选址、商业空间运营、品牌组合管理和会员客群沉淀方面具备较强经验，与市内免税的业态特征更为契合。

依托头部商业集团核心商圈资源，王府井市内免税店具备显著的点位流量与场景转化优势。公司与武商集团共同运营的武汉市内免税店位于武商集团旗下高端购物中心武商 MALL，地理位置优越，交通便捷，被誉为“华中第一商圈”，2024 年客流量超过 3200 万人次，销售体量突破百亿级，为武汉市内免税店提供了精准触达目标用户的场景入口。

新政后全国首店，具备较强政策示范和监管协同价值。作为新政后首店，武汉店在开业初期就完成了海关监管场景、机场提货链路和行程核验系统的打通。该店为保障境外游客购物便利，自主研发游客行程核验系统，并支持境外卡、微信、支付宝、人民币、武商卡等多种支付方式，其还与湖北省 57 家离境退税商店形成联动，通过“即买即退”等服务，直接优化消费者体验和复购转化。

仅供内部参考，请勿外传

图24：武汉王府井市内免税项目



资料来源：证券日报，国泰海通证券研究

图25：武汉王府井市内免税项目



资料来源：证券日报，国泰海通证券研究

长沙市内免税店落地五一广场王府井百货 8 楼，依托成熟核心商圈和既有百货商业体，有望承接本地居民、外地游客及出境旅客等多区域客流。五一商圈是长沙城市级核心消费地标，王府井百货具备成熟商业运营基础，门店选址可在交通可达性、自然客流、商场配套及消费氛围上形成先发优势。

门店包含免税+有税+跨境零售多消费业态，有税区覆盖国潮主题馆、湖湘特产、老字号、外贸优品等，跨境商品展示区则通过线上下单、直邮到家方式购物，覆盖护肤美妆、酒水、时尚生活、食品保健等品类。有助于承接更广泛商场客流，并满足出境旅客、本地消费者及线上用户的一站式购物需求。

图26：长沙王府井市内免税项目位置优越



资料来源：长沙王府井市内免税店公众号，国泰海通证券研究

图27：长沙王府井市内免税项目销售商品



资料来源：长沙王府井市内免税店公众号，国泰海通证券研究

公司新增市内免税项目具备较强的模式验证意义。若武汉、长沙门店后续在出境客群转化、免税与有税/跨境商品联动、坪效及客单价等方面达到预期，将验证公司当前“核心商圈商业体 + 市内免税”的运营模型可行性。中长期看，公司有望依托既有商业地产资源和高端商圈运营能力，在更多重点城市复制该模式，打开免税业务第二增长曲线。

风险提示：免税供应链及运营能力建设不及预期。

5.3. 珠免集团：剥离地产业务专注免税运营，未来政策若扩围有望积极布局市内免税业务

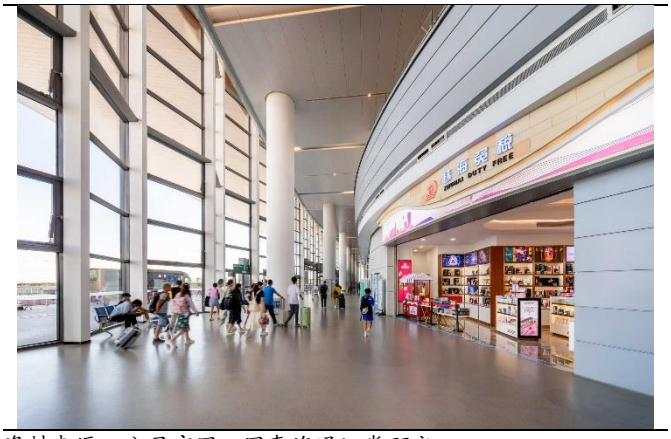
珠免集团免税业务始于 1980 年，是国内首批获得国务院批准并最早开展免税商品经营业务的企业之一，已发展成为全国优秀旅游零售运营商、东南地区口岸免税行业龙头企业。公司深耕免税业务 40 年，当前免税门店 26 个，构建覆盖线下口岸免税和线上商城的产业链布局，口岸免税销售规模位居全国前列。

仅供内部参考，请勿外传

剥离地产包袱，聚焦免税主业运营。公司自 2024 年完成与珠海市免税企业集团有限公司的重大资产重组，2025 年底完成去地产化，公司战略定位转向“以免税业务为核心，围绕大消费产业链建立运营、投资的企业集团”。公司资产结构和主业逻辑发生实质变化，原有地产开发业务的拖累消除，全面聚焦以免税为核心的大消费产业发展体系。

珠免集团具备口岸区位与本地免税经营基础，若政策扩围，有望积极布局市内免税业务。珠海连接澳门，具备横琴、拱北等高频通关口岸和粤港澳大湾区跨境消费场景，天然具备发展口岸免税、旅客零售和城市消费融合的区位基础。当前市内免税新政已率先在一线城市、强省会和重点旅游消费城市落地，若未来政策进一步扩围至更多口岸城市、国际消费节点城市或大湾区重点城市，珠免集团有望依托本地国资资源、口岸客流和既有免税运营经验，争取市内免税新增布局机会。

图28：公司港珠澳大桥珠海口岸免税店



资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

图29：公司横琴口岸免税店



资料来源：公司官网，国泰海通证券研究

风险提示：市内免税政策扩围及新增资质获取不及预期。

5.4. 推荐标的盈利预测与估值

表9：可比公司估值表（2026 年 7 月 23 日）

股票名称	股票代码	收盘价（元）	市值（亿元）	每股收益（元）			PE		
				2025A	2026E	2027E	2025A	2026E	2027E
中国中免	601888.SH	55.24	1147.77	1.73	2.37	2.73	55	28	24
王府井	600859.SH	9.81	110.26	-0.04	0.14	0.15	-438	87	82
珠免集团	600185.SH	4.62	87.09	-0.55	0.25	0.33	-12	30	23

资料来源：Choice，国泰海通证券研究

仅供内部参考，请勿外传

6. 风险提示

政策变动风险：免税行业受政策影响较大，市内免税门店设立、销售对象、商品品类、提货方式、额度管理及监管流程等均与政策安排密切相关。若后续市内免税政策推进节奏低于预期，或门店审批、海关验收、口岸提货、线上预约等配套机制落地不及预期，可能影响市内免税业务扩容速度及经营表现。

渗透不及预期风险：市内免税仍处于培育初期，消费者认知、购物习惯、品牌供给、价格优势及提货便利度均需要逐步验证。若出境旅客对市内免税接受度较低，或市内购物、口岸提货流程对消费转化形成约束，可能导致购物渗透率、客单价及销售额提升不及预期。

居民消费不及预期风险：免税消费受居民收入预期、消费信心、出境旅游需求及高端消费景气度影响较大。若宏观经济承压、居民消费意愿偏弱，或出境旅游及跨境消费恢复不及预期，可能对免税行业整体销售规模及市内免税新业态培育造成不利影响。

仅供内部参考，请勿外传

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）授权客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰海通证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 10%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%～10%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
	无评级	对于个股未来市场表现与基准指数相比无明确观点
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰海通证券研究所

地址 上海市黄浦区中山南路 888 号 邮编 200011 电话 （021）38676666