

对标韩国：市内免税店份额超八成，离岛+机场锦上添花

韩国免税市场规模连续十年全球第一，市内免税店份额超 80%
2017 年韩国免税市场份份额高达 128 亿美元，2009-2017 年复合增速高达 19.77%，市场规模连续十年居全球第一。从渠道份额来看，韩国的市内免税店是主体，占比超过 80%，因此，韩国的免税产业发展对免税行业一尤其是市内免税研究，具备重要意义。

乐天免税：市内免税店龙头，业务蒸蒸日上。

韩国市内免税店龙头乐天在 2017 年的免税销售额已经达到 5.4539 万亿韩元（约 50.99 亿美元），同比下降 0.02%（因萨德事件影响），占韩国免税市场份额 39.82%，位居韩国第一、世界第二，其营收主要由市内店贡献，占比为 64%。乐天免税店发展：
1) 对内受益于韩国市内免税政策的放宽、集团优势、规模效应、先发优势以及成熟的韩流营销法；2) 对外则积极布局海外市场，目前已在香港、日本、越南、印度尼西亚、泰国、关岛等地开设分店，随着萨德事件影响消散和国内外分店的持续经营，乐天未来收益有望大增长，实现大反弹。

新罗免税：机场免税店龙头，积极拓展海外市场。

2017 年新罗免税店实现营收 3.576 万亿韩元（约 33.43 亿美元），同比增长 7.1%，占整个新罗酒店营收的 89.15%，实现营业利润 582.86 亿韩元（约 0.55 亿美元），对比去年，下降 0.19 亿美元。营收主要来源于机场免税店，占比达 40%，但机场店需付出的高额的特许经营权费用，我们估算 2017 年新罗机场特许经营权费用占机场店营收的 40%-60%，经营压力较大，是新罗营业利润下降的最主要原因。随着萨德事件影响减弱、特许经营费用削减（仁川机场同意减少 29% 的特许经营费用）以及海外五大门店发展，预计 2018 年新罗营收有望更上一层楼。

济州岛离岛、离境相互区别，共同发展

济州岛免税分为离境免税、离岛免税，二者有着明显差异：2002 年开放离岛免税，由 JTO、JDC 两家国企运营，主要面向本国居民（本国居民消费额占 98%），在销售品类和限额等方面有着严格的规定。离境免税上济州岛遵循韩国离境免税统一规定，目前岛上有新罗、乐天免税店，销售额主要由国外游客贡献。

韩国免税崛起对中国免税发展的启示

市内免税店是未来最重要的免税渠道，国家免税政策直接决定了市内免税店发展；我国放宽市内免税政策的趋势有助于国内免税行业腾飞；其中大型免税店对国家免税行业发展至关重要，在政策倾斜+规模效应下，大型免税店将是行业的主要受益方。同时，免税行业的发展遵循深耕国内、积极拓展海外的趋势。

旅游综合 II

维持

买入

贺燕青

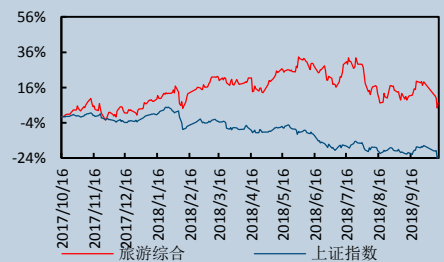
heyanning@csc.com.cn

010-85159268

执业证书编号：S1440518070003

发布日期：2018 年 10 月 19 日

市场表现



相关研究报告

目录

一、韩国免税业：世界第一，发展迅猛。	1
（一）韩国免税：起步虽晚，成长迅速	1
（二）多重优势，推动韩国免税发展	5
1、地理优势+宽松签证，吸引中国游客	5
2、本土+全球品牌全覆盖，深度合作构筑产品优势。	7
（三）市内免税店占主体，化妆品受全球追捧	9
1、渠道份额：市内免税店占主体	9
2、品类份额：化妆品最受欢迎	10
二、乐天免税：市内店龙头，业务蒸蒸日上	12
（一）市内免税政策向好、购物便捷	12
1、市内店政策现状：政策放宽、大型免税店更有机会	12
2、市内免税店购物：流程清晰，购物便捷	13
（二）乐天免税店：发展较快，布局东南亚	14
1、发展历程：起步较早，营收第一	14
2、业务版图：加强国内，扩展全球	15
（三）客单价+客流量双升，助力乐天免税增长	16
1、优越的销售场景，宾至如归的体验	17
2、网店方便快捷，延长隐形购物时长	18
3、韩流文化特色，明星宣传策略	19
4、“量”+“价”刺激购买欲望	21
（四）财务分析：2017 年营收微降，2018 年 H1 反弹	22
三、新罗免税：机场店巨头，发展稳中向好	25
（一）机场免税店：享受机场客流，承担较高费用	25
（二）新罗公司：韩国机场龙头，向海外扩张	26
1、发展历程：机场龙头，蓬勃发展	27
2、业务版图：国内+国外双向发展	28
（三）网店+APP+会员服务，推动新罗营收增长	30
1、网店+APP，为消费者提供便捷、全面购物服务	30
2、精品会员服务，多重促销手段	30
四、济州岛：离岛+离境，打造免税黄金岛	32
（一）离岛免税：限额较小，国企运营	32
1、离岛免税政策：开放较晚，限额较小	32
2、消费群体：韩国本国占比 98%	33
3、国企运营：JDC、JTO 运营济州岛离岛免税店	33
（二）济州岛离境免税：限额较高，民企运营	34
1、离境免税政策：发展较早，限额较高	34
2、消费群体：外国游客占销售额比重超过 99%	34
3、民企运营：新罗、乐天独占鳌头	35
（三）离境、离岛对比：离境免税较有优势	36

1、政策对比：离境免税政策较为宽松.....	36
2、营业对比：离境免税营业能力强于离岛免税.....	36
五、韩国免税发展对我国启示	38

图目录

图 1：韩国免税市场发展迅猛	1
图 2：世界免税店营收 TOP10（2017 年，单位百万欧元）	1
图 3：韩国免税行业发展历程	2
图 4：韩国人均 GDP 在上世纪 80 年代快速上涨	3
图 5：2011 年韩国免税份额达到 10.4%，全球第一	3
图 6：2003-2011 年间日本游客增多	4
图 7：2012-2016 年间中国游客增多	4
图 8：境外游客在韩免税消费额显著高于韩国居民.....	5
图 9：2017 年中国游客消费占韩国境外免税规模的 60%.....	5
图 10：中国在韩人均免税消费额高于其他地区（2015）	5
图 11：中赴韩游客增速和韩国免税规模增速趋势相同.....	5
图 12：中国国人境外消费额逐步增长	6
图 13：中国国人境外消费额全球第一（2016）	6
图 14：国内去往韩国的机票可以控制在 2000 元内	6
图 15：韩国对中国旅客来说出境购物成本较低	6
图 16：免税店产品种类繁多	7
图 17：乐天、新罗、新世界 7 月部分活动	8
图 18：韩国市内免税店分布	9
图 19：韩国机场（港口）离境免税店分布	9
图 20：济州岛离岛指定免税店分布	10
图 21：韩国市内免税店销售占比达 80.6%	10
图 22：化妆品在韩国免税品占比达到 52%（2017）	10
图 23：韩国免税化妆品销售额中国际品牌占 59%.....	10
图 24：免税店内备受喜爱的韩国本土品牌	11
图 25：乐天 1980 年首尔明洞店开业	13
图 26：韩国免税牌照增多至 27 家	13
图 27：市内免税店购物具体流程	14
图 28：乐天免税店发展历程	14
图 29：乐天营收占韩国免税总营收 39.82%	15
图 30：乐天国内免税店主要分布在首尔	15
图 31：乐天免税店 6 家海外分店主要分布在东南亚.....	16
图 32：乐天多重优势提升客流量和客单价	17
图 33：乐天免税明洞总店位置优越	18
图 34：乐天免税明洞总店交通便捷	18
图 35：乐天免税明洞总店 10、11 层品牌分布	18

图 36: 乐天免税明洞总店购物环境好	18
图 37: 乐天免税店网上订购流程	19
图 38: 赴韩旅游人群中 20-40 岁占比达 48.61%	19
图 39: 免税购物人群中 20-40 岁中占比超 70% (新罗)	19
图 40: 乐天免税代言人家族	20
图 41: 乐天免税明星推广活动	20
图 42: 乐天免税星光大道	20
图 43: 乐天免税星光大道许愿墙	20
图 44: 乐天免税店杂志	21
图 45: 乐天免税网剧带动免税店搜索量上升	21
图 46: 乐天免税店门庭若市	22
图 47: 乐天的营收达到 51 亿美元, 略有下降 (2017)	23
图 48: 市内免税店营收占乐天免税店营收 63.08% (2017)	23
图 49: 明洞总店销售占比最高	23
图 50: 2018 全球赴韩人次复苏	24
图 51: 2018 年中国赴韩逐月增加	24
图 52: 乐天仁川机场店特许经营费高昂	26
图 53: 仁川机场免税店特许经营费占营收 40%~60%	26
图 54: 机场免税店分析思路	26
图 55: 新罗免税店发展历程	27
图 56: 新罗免税店营收增长 7.1%, 营业利润小幅下降	27
图 57: 新罗机场店营收占比远超乐天及韩国整体情况	28
图 58: 新罗机场免税店营收占比为 41.87%	28
图 59: 新罗分店布局	28
图 60: 新罗国内免税店实现营收 83%	28
图 61: 新罗首尔店营收占比 49.87%	29
图 62: 新罗首尔店坪效最高	29
图 63: 新罗提供最丰富、全面的购物指南	30
图 64: 顾客对手机依赖高	30
图 65: 新罗免税店 app 深受用户喜爱	30
图 66: 新罗会员卡	31
图 67: 新罗网上会员	31
图 68: 新罗代言人	31
图 69: 新罗活动	31
图 70: 济州岛免税店分布	32
图 71: 离岛购物人次及金额本国人占比均超 98%	33
图 72: 离岛免税客单价上升了 11.54 倍	33
图 73: 济州岛港口离岛免税流程	34
图 74: 济州岛离境免税中外国游客占比为 92.87%	35
图 75: 离境免税销售额中外国游客消费占比超 99%	35
图 76: 济州岛外国人离境免税消费客单价是国内人的十倍	35

图 77: 2017 新罗济州岛市内店占新罗免税总营收 13.44%.....	36
图 78: 2016 乐天济州岛市内店占乐天免税总营收 8.18%.....	36
图 79: 离境免税销售金额占比超 70%	37
图 80: 离境免税客单价是离岛免税的十倍以上	37

表目录

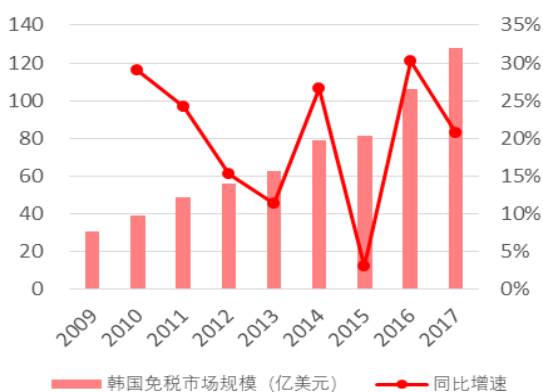
表 1: 各免税店明星产品价格低于官网价格.....	8
表 2: 韩国近十年免税政策变化	12
表 3: 韩国本国居民离境免税额限额逐步提高.....	13
表 4: 乐天海外分店主要以机场店为主	16
表 5: 韩国免税政策变化	17
表 6: 乐天 2018 家族演唱会购物送票活动	20
表 7: 韩国免税品价格相对便宜	21
表 8: 韩国 8 大机场国际航线客流及机场免税店.....	25
表 9: 新罗国内分店以市内店为主	29
表 10: 新罗海外分店以机场店为主	29
表 11: 济州岛离岛政策趋于宽松	33
表 12: 济州岛离境政策较为宽松	34
表 13: 相比于离岛免税, 离境免税较为宽松	36

一、韩国免税业：世界第一，发展迅猛。

韩国免税业始于 1964 年，当年出现了第一家专门给驻韩外国人销售免税特定商品的连锁店。此后韩国免税业一直保持迅猛发展态势，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，并一直保持至今。在 2009-2017 年，韩国免税规模由约 30 亿美元上升至 128 亿美元，年均复合增速高达 19.77%，其中除 2015 年（当年韩国爆发 Mers 病毒，赴韩游客下降，韩国免税市场规模仅增长 3%）外，其余年份均保持两位数以上增长。

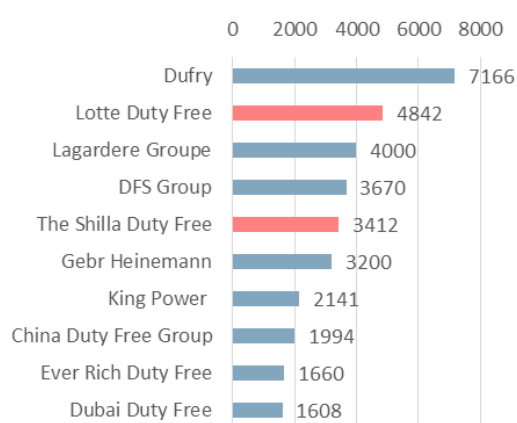
根据 MoodieDavitt 给出的 2017 年全球免税公司销售额排行榜，韩国有两家公司位列前五，分别是韩国乐天免税店（全球第二）、新罗免税店分（全球第五）。

图 1：韩国免税市场发展迅猛



资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

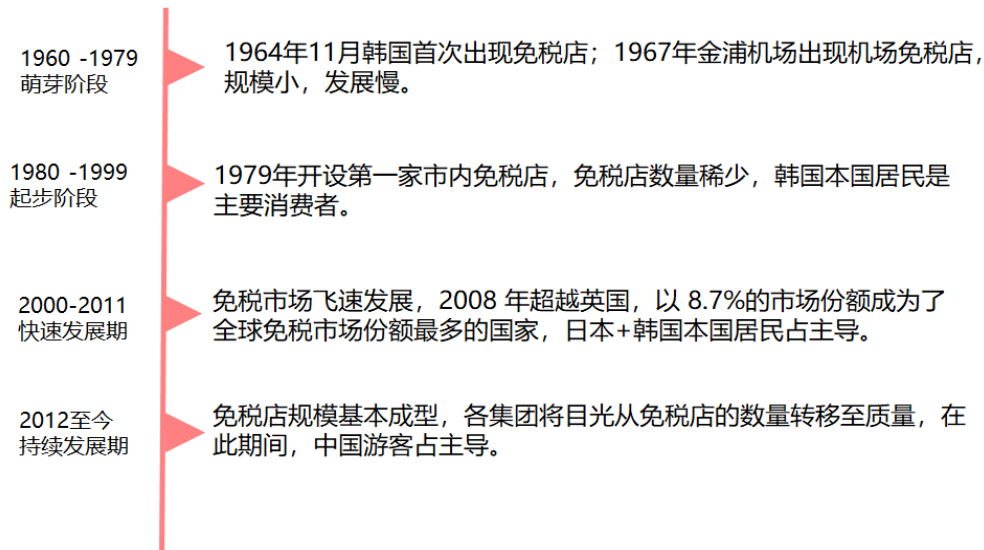
图 2：世界免税店营收 TOP10（2017 年，单位百万欧元）



资料来源：MoodieDavitt，中信建投证券研究发展部

（一）韩国免税：起步虽晚，成长迅速

韩国免税行业虽然起步较晚，但是发展速度较快。世界上第一家免税店是 1947 年由布莱登奥雷根在爱尔兰香农国际机场开设的，17 年后的 1964 年韩国才诞生第一家免税店，此后 1967 年韩国开设了第一家机场免税店，1979 年开设第一家市内免税店，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。

图 3：韩国免税行业发展历程


资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

1) 萌芽阶段（1960-1979）：萌芽期长，发展缓慢

萌芽期长，发展较慢。1964年11月韩国出现免税店雏形。1967年KTS（the Korea Tourist Service）在首尔金浦机场开设了机场免税店，主要向美军和国外旅客出售免税品，规模非常小。在此期间韩国免税店发展缓慢。

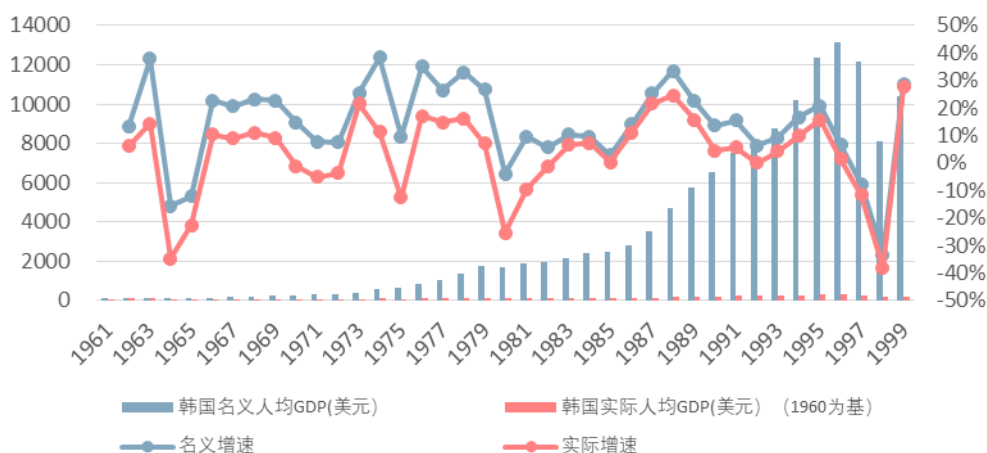
2) 起步阶段（1980-1999）：开放市内，探索前行

以获取外汇、增加消费和振兴观光为目的开放市内免税。1979年7月引进了市内免税店制度，开设东和市内免税店。

免税店数量稀少，免税市场摸索前进。免税一词还没有进入绝大部分消费者的眼中，各个财阀都处于试验阶段，免税市场的建设较为缓慢。乐天1980进入免税店市场，在1980-2000年，乐天共开设4家免税店，1986新罗免税店正式营业第一家免税店，之后1989年开第二家免税店。在这个阶段，免税店只是各公司的一种附属业务，并不是营业利润的重要部分。至1997年，亚洲金融危机到来，韩国旅游市场遭受打击，成长中的免税业也遭到打击，一些免税店开始停业，免税市场震荡中前进。

韩国本国居民是当时主要消费者。韩国经济水平的增加和人均可支配收入的上升，韩国本国入出境增多，带动韩国免税消费的增长。在1985年，免税政策趋于宽松，韩国本国人人均限制购买额从500美元上升至1000美元，而后提升到2000美元，但随着金融危机到来，购买额度下降至400美元。

图 4：韩国人均 GDP 在上世纪 80 年代快速上涨

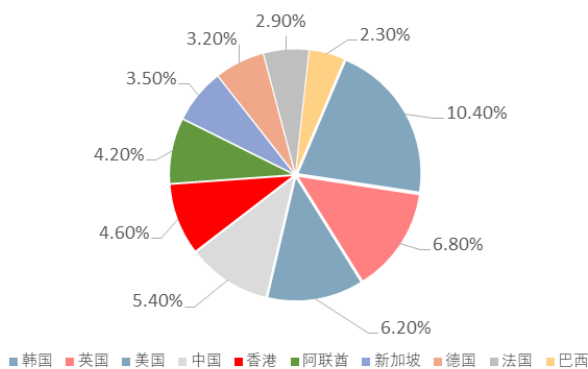


资料来源：IMF 数据库，WB 数据库，中信建投证券研究发展部

3) 快速发展阶段（2000-2011）：规模跃升，全球第一

韩国免税市场飞速发展。随着韩国逐步走出金融危机，免税市场飞速发展，2002 年韩国世界杯带动旅游业增长，推动免税销售额增长，居民的购买限额重回 2,000 美元/人水平，使得免税业蓬勃发展，并在 2008 年超越英国，以 8.7% 的市场份额成为了全球免税市场份额最大的国家。在此期间，乐天新增 3 家免税店，开设第一家网店。新罗新开业 4 家免税店。

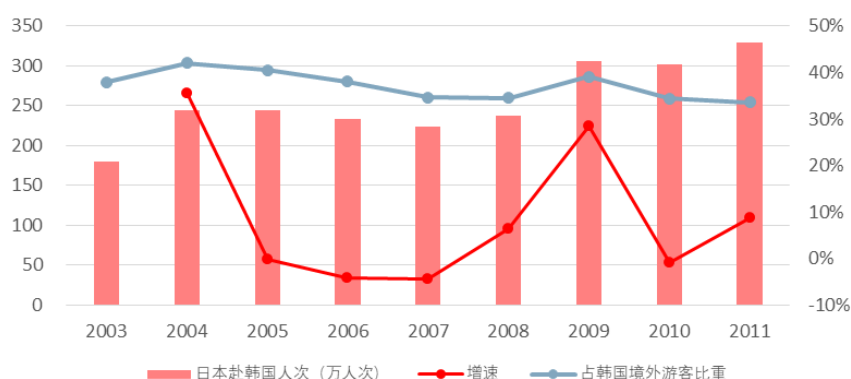
图 5：2011 年韩国免税份额达到 10.4%，全球第一



资料来源：KTO，中信建投证券研究发展部

日本游客+韩国本国居民构成此阶段韩国免税的主要消费者。2012 年前韩国免税店消费额中韩国本国居民占据第一，而第二大顾客群是日本游客。2003-2011 年间，日本赴韩游客数量从 180.25 万人上升至 328.91 万人次，复合增速达 7.81%，此期间内，日本游客占韩国境外游客平均比例为 37.18%。日本游客贡献的增量带动韩国免税行业快速发展。

图 6：2003-2011 年间日本游客增多



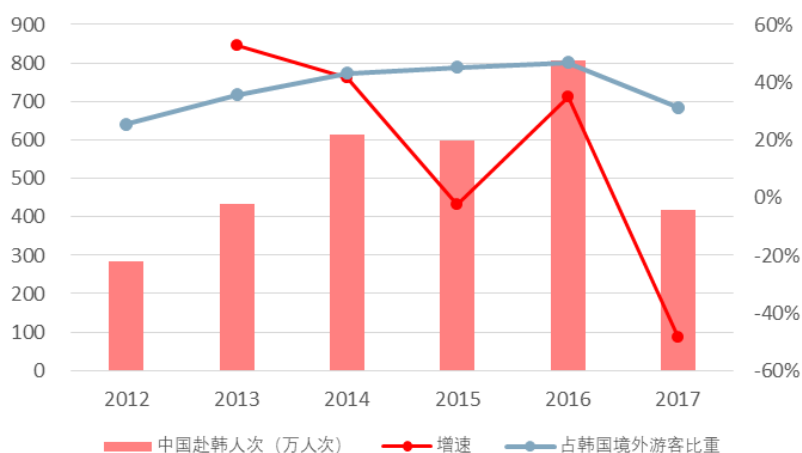
资料来源：KTO，中信建投证券研究发展部

4) 持续发展阶段（2012 至今）：蝉联第一，稳中向好

韩国国内大型免税店实施全球化战略，开始海外布局。免税巨头新罗、乐天在 2013 年开始开设海外分店，之后不断在东亚、东南亚开设免税店，目前已覆盖香港、澳门、越南、泰国、印尼、新加坡、日本、关岛。2018 年 8 月乐天免税收购新西兰、澳大利亚当地免税店 JR 免税店，开始向澳洲布局，海外市场的扩展为韩国免税发展提供动力。

中国游客成为韩国免税消费的最主要顾客。2012-2016 年间，中国赴韩游客由 283.7 万人上升至 806.78 万人，2017 年因萨德事件游客数下降至 417 万人，旅游人数的增长推动中国游客在韩国免税消费增多；2012 年中国游客在韩免税店消费达到 10.5 亿美元，远超日本游客消费额，成为仅次于韩国人的第二大免税店顾客群，2013 年韩国海关发布数据，中国游客在韩消费额正式超过韩国本国游客，是韩国免税店最大顾客群。到 2017 年外国游客在韩免税消费总额 94.27 亿美元，占韩国免税业总消费额的 73.63%。其中，中国游客消费额占比达到 60%，从人均消费来看，2015 年中国在韩国免税店的人均消费为 12,601 元，远超于其他地区的人均消费。从 2010 年之后整个趋势来看，中国赴韩游客增速和韩国免税市场规模增速具有相似的趋势，拐点相同。

图 7：2012-2016 年间中国游客增多



资料来源：KTO，中信建投证券研究发展部

图 8：境外游客在韩免税消费额显著高于韩国居民

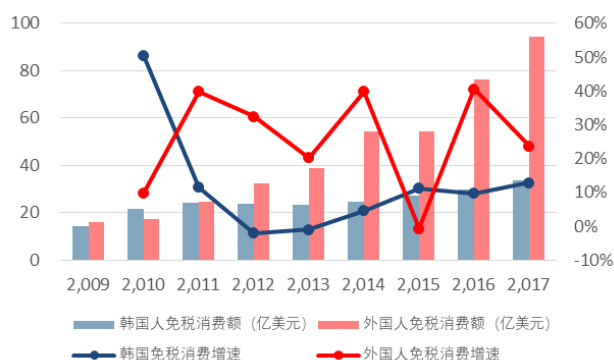
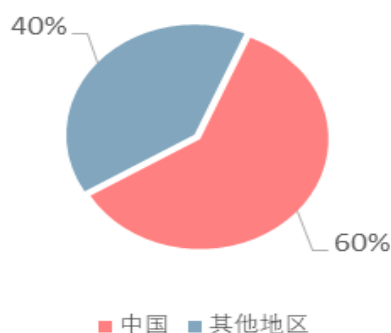


图 9：2017 年中国游客消费占韩国境外免税规模的 60%



资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

图 10：中国在韩人均免税消费额高于其他地区（2015）

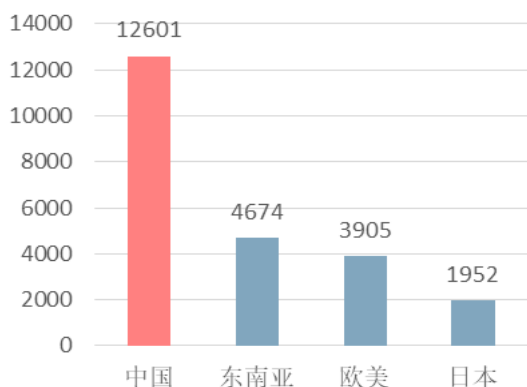
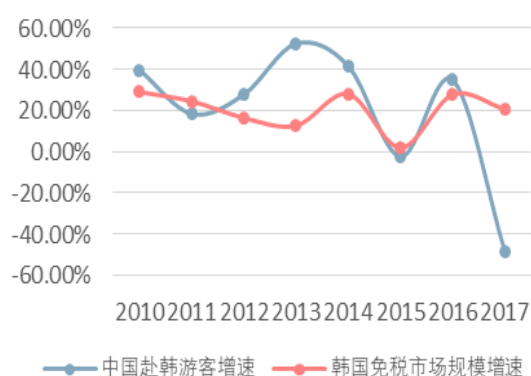


图 11：中赴韩游客增速和韩国免税规模增速趋势相同



资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

（二）多重优势，推动韩国免税发展

1、地理优势+宽松签证，吸引中国游客

韩国邻近中国，对中国游客具有较大吸引力，而中国游客的高消费能力促进韩国免税业繁荣。根据联合国旗下世界旅游组织（UNWTO）发布报告，2017 年中国人境外消费 2580 亿美元，占全球旅游购物消费的五分之一，相比 2013 年的 1287 亿美元，年复合增速达到 14.92%，增速较高，韩国和中国隔黄海相望，距离较近，对国人来说，去韩国相比去欧美的免税圣地更具有成本优势，而韩国对中国游客在签证上也比较宽松，使得具备消费能力的中国人更愿意去韩国，以此带动韩国免税发展。

图 12: 中国人境外消费额逐步增长

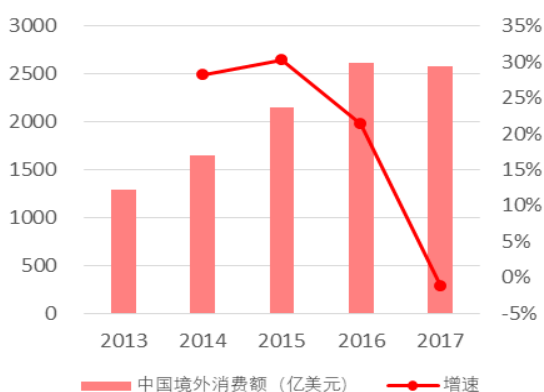
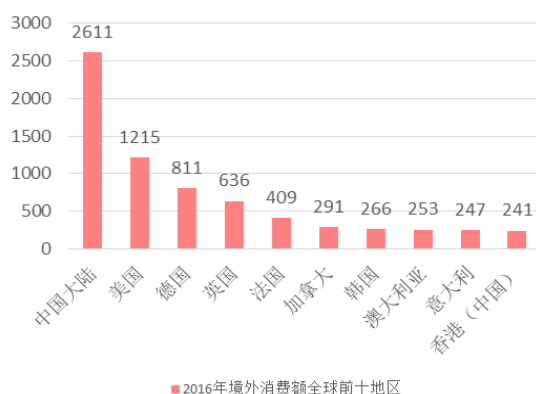


图 13: 中国人境外消费额全球第一 (2016)



资料来源: KDFA, 中信建投证券研究发展部

(1) 出行成本低廉, 机票酒店物美价廉

韩国和中国距离较近, 成本相对于其他购物圣地具有较大的优势。中韩航线共有 87 条, 共有 22 家航空公司在中韩航线上运行, 中国游客去往韩国的单程票价可以控制在 2000 元内, 价格相对便宜; 酒店每晚成本在 200-600 元浮动。我们根据携程按照受欢迎程度选取韩国酒店 (平均推荐人数占 95% 以上), 首尔的此类酒店价格多在 350-600 元之间浮动, 济州岛的酒店每晚平均在 400 元以下, 物美价廉。相较去其他免税圣地, 韩国的机票、住宿 (一晚)、签证总费用可控制在 3360 元左右, 中国游客选择韩国可以节省较多成本。

图 14: 国内去往韩国的机票可以控制在 2000 元内

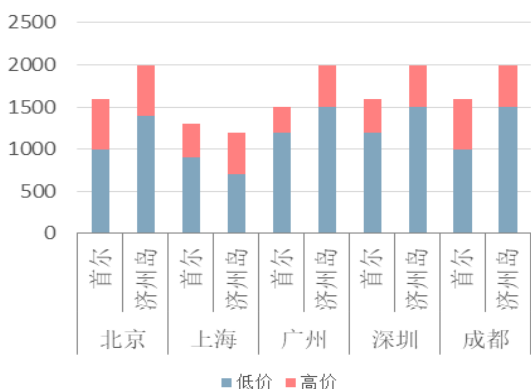
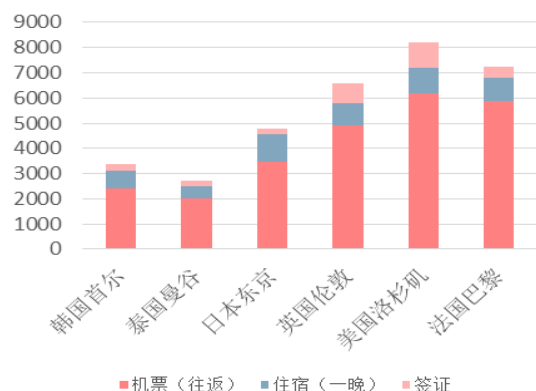


图 15: 韩国对中国旅客来说出境购物成本较低



资料来源: 携程, 中信建投证券研究发展部

(2) 签证政策宽松, 办理便捷

韩国的签证政策较为宽松, 中国游客直飞济州岛单地可享受免签(30天)。如果前往“济州岛+韩国本地某地(如: 首尔)”则仍然需要办理韩国旅游签证。持有美国、日本有效签证和前往第三国出境机票的中国游客可免签证享受入境停留 30 天。

韩国签证办理时间短: 一般的访问签证, 如旅游观光、商务探亲等需要 6 个工作日, 团体旅游签证需要 5 个工作日, 若申请加急可 2-3 个工作日出签。费用上也较为便宜: 一般签证办理费用仅 260 人民币, 加急费用为 390 元, 相比于美国签证 (160 美元, 约 1089 元)、欧洲签证 (60 欧元, 约 475 元) 要更便宜。

2、本土+全球品牌全覆盖，深度合作构筑产品优势。

韩国免税规模连续十年全球第一，是全球免税购物圣地。在韩国，一共有 24 家离境免税店、24 家市内免税店、4 家离岛免税店，产品涵盖化妆品、配饰等所有品类，在品牌上涵盖所有国际大牌，以及最全的韩国本土品牌，在这里顾客能找到各种需要的免税商品，而在价格上，韩国免税品相对于其他地区价格较低。总的看来，韩国是免税购物天堂。

(1) 产品品类齐全，品牌全覆盖

韩国免税店种类繁多，品牌多样。通过乐天免税店、新罗免税店、格乐丽雅免税店、东和免税店等的官方网站，我们可以看到其产品涵盖化妆品、服装、箱包、珠宝配饰、电子数码、儿童用品等多种产品，并与多个国际、国内品牌有合作关系，以乐天和新罗为例，乐天免税店中涵盖 911 个品牌；新罗拥有超 500 种世界顶级美妆品牌，共计超 1,300 个品牌。乐天、新罗、新世界三家免税店拥有全球奢侈品全品牌。丰富的产品和多样的品牌为消费者提供多种选择。

图 16：免税店产品种类繁多



资料来源：各免税店官网，中信建投证券研究发展部

免税店与各品牌合作密切，优惠多多。韩国的免税店与各大品牌合作时间一般比较久，关系密切，以乐天为例，在 1984-1986 年分别引进 LV、爱马仕、香奈儿，合作时间长，关系稳定；此外各大免税店基本在各个月

份各个分店经常推出各种品牌优惠活动，折扣力度非常大，同时还有较多礼品赠送，对消费者来说比较有吸引力。以乐天为例，2018年七月乐天免税店将开展自由行贵宾满额赠送代金卡、腕表及珠宝品牌优惠等活动，并在各个分店都设有优惠活动，刺激消费者增加免税消费。

图 17: 乐天、新罗、新世界 7 月部分活动



资料来源: 各免税店官网, 中信建投证券研究发展部

(2) 免税品价格优势明显

通过对比免税店的明星产品价格与其在官网售卖的价格，我们发现平均来看免税店价格要比官网价格便宜 5%-30%，具有价格优势。

表 1: 各免税店明星产品价格低于官网价格

种类	产品	免税店价格 (元)	官网价格 (元)	官网价格增幅
护肤	雪花秀滋盈肌本润颜水乳 2 件套装	620.62	840	35.35%
	后拱辰享气韵生润颜系列礼盒 6 件套	907.06	1220	34.5%
	SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露(50ml)	1282.16	1540	20.11%
	雅诗兰黛特润修护肌透精华露(100ml)	1268.52	1310	3.27%
	资生堂 ANESSA(90ml)	225.06	235	4.42%
彩妆	CPB 隔离霜 (30ml)	409.2	650	58.85%
	纪梵希四色散粉	416.02	55	32.21%
	TOM FORD 口红	341	50	2.64%
	乔治阿玛尼口红	226.77	310	36.7%
	兰芝雪纱丝柔修颜隔离霜(30ml)	177	245	38.42%
香水	祖马龙伦敦香水 (30ml)	497.86	600	20.52%
	宝格丽男士 POUR HOMME (50ml)	422.84	625	47.81%

	蒂芙尼 EAU DE PARFUM (50ml)	627.44	930	48.22%
首饰/包	FINDKAPOORPINGO BAG 20 BASIC LINE SET 单肩包	668.36	865	29.42%
	DW CLASSIC CUFF RG SMALL 手镯	343.72	490	42.56%
电子	CANONEOS 80D BODY 数码相机	5101.36	6599	29.36%
	REFA CARAT RAY	1807.3	1950	7.9%
	OREO MINI 2	965.37	1280	32.59%

资料来源：韩国免税店官网，各品牌官网，中信建投证券研究发展部

（三）市内免税店占主体，化妆品受全球追捧

1、渠道份额：市内免税店占主体

韩国免税产品主要通过三种渠道进行销售，包括：市内免税店，机场（港口）等离境免税店以及济州岛离岛指定店，其中市内免税店份额超过 80%。截至 2018 年 6 月，韩国共有 24 家市内免税店铺，24 家机场（港口）离境免税店铺，4 家离岛指定免税店。以 2018 年 6 月的最新数据说明，市内免税店销售金额达 11.42 亿美元，占总比的 80.6%，机场（港口）离境免税店销售总额达到 2.3 亿美元，占比为 16.24%。离岛免税店销售总额为 0.45 亿美元，占比仅为 3.16%。

图 18：韩国市内免税店分布



图 19：韩国机场（港口）离境免税店分布

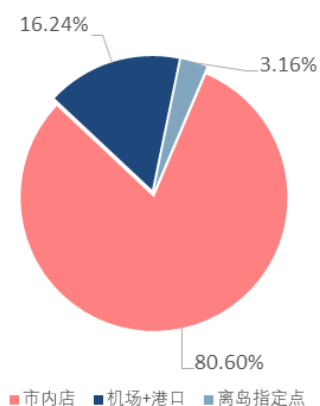


资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

图 20: 济州岛离岛指定免税店分布



图 21: 韩国市内免税店销售占比达 80.6%



资料来源: KDFA, 中信建投证券研究发展部

2、品类份额：化妆品最受欢迎

化妆品是韩国免税产品中最受欢迎的，在 2017 年的总销售额中占比达 52%。从近三年的数据来看，化妆品销售额在韩国免税品销售额排名第一，占比从 46% 上升至 52%，份额比第二名箱包高出 40%。免税店经营的化妆品包括韩国本国产品和海外品牌，海外品牌占比达 59%，韩妆本土品牌销售额主要归属于两家公司 AMOREPACIFIC 和 LG 生活健康，占总销售额比重达到 20%，其产品在普通品牌到顶尖品牌都有分布，深受女性游客欢迎。

图 22: 化妆品在韩国免税品占比达到 52% (2017)

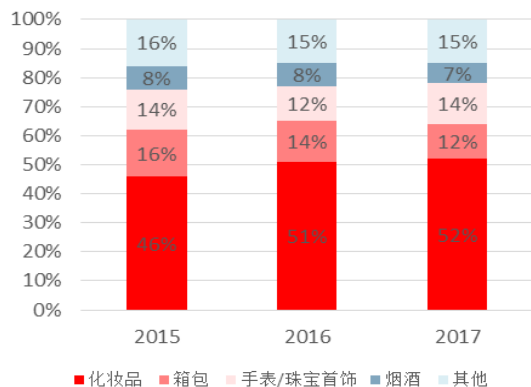


图 23: 韩国免税化妆品销售额中国际品牌占 59%



资料来源: Senator Hojoong Yoon's office, 中信建投证券研究发展部

图 24：免税店内备受喜爱的韩国本土品牌

顶级品牌	The history of  (LG)	 Sulwhasoo (爱茉莉太平洋)
高端品牌	O HUI (LG)	HERA (爱茉莉太平洋)
中高端品牌	IOPE (爱茉莉太平洋)	ISA KNOX (LG)
中端品牌	 秀丽韩 (LG)	ISA KNOX (LG)
普通品牌	LANEIGE (爱茉莉太平洋) 兰芝	Mamonde (爱茉莉太平洋) 梦妆

资料来源：乐天、新罗、新世界网上免税店，各品牌官网，中信建投证券研究发展部

二、乐天免税：市内店龙头，业务蒸蒸日上

（一）市内免税政策向好、购物便捷

韩国 1979 年开放第一家市内免税店(即后来的东和免税店)，此后市内免税店快速发展，截至 2018 年 6 月，韩国共有 24 家市内免税店铺，2018 年 6 月市内免税店铺的销售额为 11.42 亿美元，占比达 80.6%，远超前于其他渠道。

1、市内店政策现状：政策放宽、大型免税店更有机会

免税政策开始重新构思，大型免税店更有机会。为限制财阀，避免垄断，韩国在 2012 年开始对大型免税店采取严格的免税政策，韩国关税厅规定大型免税店不能获取新牌照，并大幅增加中小免税店的牌照发放；2013 年市内免税牌照经营时间由 10 年减少至 5 年；2015 年市内免税牌照由自动续约变更为公开招标。

这些政策在 2016 年开始引发争议，在 2018 年，韩国免税系统改进组长 Yoo Chang jo 公开表示：许可证期限将延续以前的五年时间，但企业集团可以进行资格续约（再延长五年），达到十年；中小企业可以进行两次续约，最长达 15 年的期限。政策的改变将解除韩国国内对大型免税店如乐天、新罗的限制，借助于大型企业所具备的优势，韩国免税店预计迎来增长。

表 2：韩国近十年免税政策变化

时间	政策方向性改变
2007	为增加外汇，《Promulgation of Bonded Store Operations》修订案中规定，不论是新设免税店还是已有的免税店，只有外国人占总顾客数的一半及以上（或外国人消费额占免税店及以上）的店铺才能继续运营。
2012	为维持市场秩序，抵制垄断，韩国关税厅公布，只有中小规模的免税店（SME）可以申请新的市内免税店牌照，大型免税店如：乐天、新罗等不能开设新店。并颁发十个中小免税店牌照。
2013	市内免税牌照经营时间由 10 年减少至 5 年
2015	市内免税牌照由自动续约变更为公开招标
2016	鼓励中小免税店限制大型免税店政策引起思考，中小免税店缺乏足够的经验、资源和规模来应对复杂的国际免税市场
2018	免税系统改进组组长公开发言：许可证期限将延续以前的五年时间，但企业集团可以进行资格续约（再延长五年），达到十年；中小企业可以进行两次续约，最长达 15 年的期限。

资料来源：Moodie Davitt，中信建投证券研究发展部

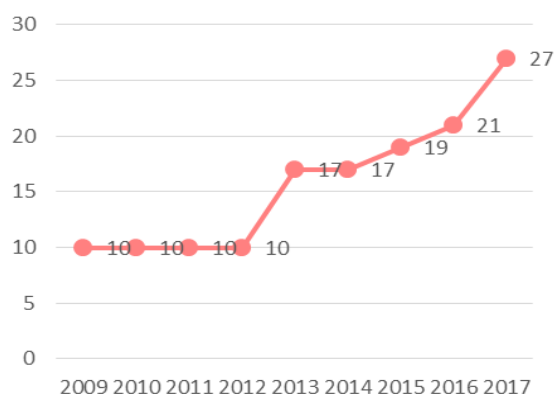
韩国市内免税店牌照增多。1979 年韩国开放市内离境免税业务，到 2009 年已经发放 10 家市内免税店牌照，2013 年韩国大幅度增加中小免税店牌照，至 2017 年韩国已发放免税牌照 27 家。2018 年预计中小免税店牌照发放将减少。

图 25: 乐天 1980 年首尔明洞店开业



资料来源: Senator Hojoong Yoon's office, 中信建投证券研究发展部

图 26: 韩国免税牌照增多至 27 家



免税限额逐步提高。韩国对本国居民离境免税限额方面做出调整，该数值已由开放市内免税店初期的 500 美元/人上升至 3,000 美元/人，入境时韩国居民每人免税限额为 600 美元；对外国人来说，出境时无购买限额，入境时限额 600 美元，政策较为宽松。

表 3: 韩国本国居民离境免税限额逐步提高

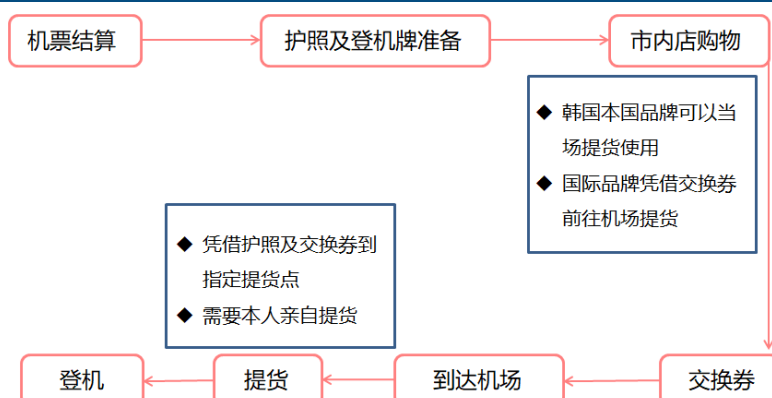
时间	韩国本国居民离境免税限额变化
1979	韩国本国居民离境免税限额 500 美元/人
1985	韩国本国居民离境免税限额上升至 1000 美元/人
1995	韩国本国居民离境免税限额继续上升至 2000 美元/人
1997	由于金融危机，韩国本国居民离境免税限额调低为 400 美元/人
2001	经济逐渐复苏，韩国本国居民离境免税限额上升至 2000 美元/人
2006	为进一步引导消费回流，韩国本国居民离境免税限额上升至 3000 美元/人

资料来源: Moodie Davitt, 中信建投证券研究发展部

2、市内免税店购物：流程清晰，购物便捷

在韩国市内免税店购物非常便捷，流程清晰，结算方式多样，十分方便。在韩国市内店购物时直接出示护照和登机牌，就可以直接购买，韩国本国品牌可以当场提货使用，国际品牌商家提供交换券，然后顾客于出境前在机场或港口亲自提货。出境前两天都可以办理退换货，如果离境后要交换退货需根据一下海关规定进行：若交换退货总额超过\$600 时，需在海外通过 EMS 邮寄申请，或者携带回韩国，在出境处将商品交给韩国海关可进行交换退货，交换退货总额不超过\$600,可免海外国际邮寄和携带送到韩国海关，直接可以进行交换退货。结算方式可选择支付宝、微信、银联（信用卡）、境外信用卡等支付方式，十分方便。

图 27：市内免税店购物具体流程



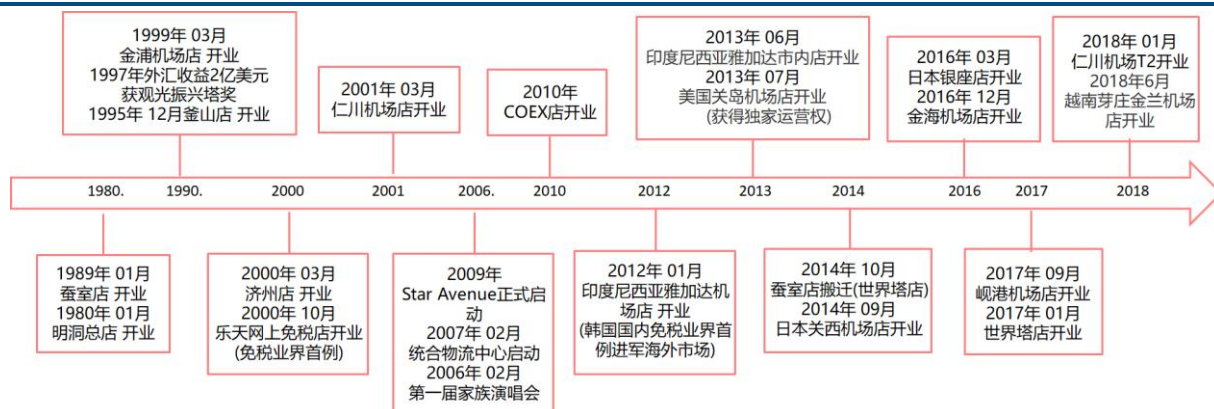
资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

（二）乐天免税店：发展较快，布局东南亚

1、发展历程：起步较早，营收第一

乐天免税店成立于 1980 年，随着韩国免税政策的放宽，其规模不断扩大。80 年代韩国随着出口导向型的“汉江奇迹”居民可支配收入提升，免税业逐渐发展，乐天免税店成立于 1980 年，是乐天集团旗下“乐天酒店（Hotel Lotte Co.）”主要业务板块之一，经过 38 年的经营，目前有 805 名员工，旗下有 9 家国内分店，6 家国际分店，规模仍在继续扩大。

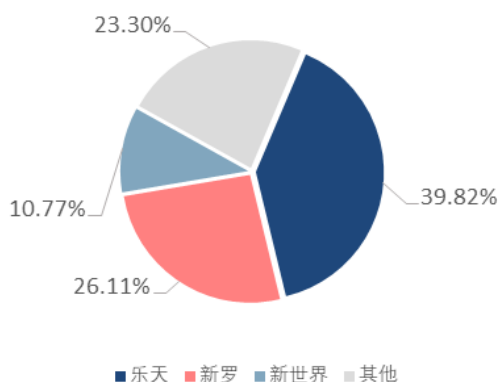
图 28：乐天免税店发展历程



资料来源：乐天免税店官网，中信建投证券研究发展部

受益于免税政策、规模经济，乐天 2017 年免税营收韩国第一、世界第二。直到 2017 年乐天共有 14 家国内外分店，借助于其已有的规模、经营经验、品牌渠道和固定顾客，乐天 2017 年乐天免税实现营收 5.45 万亿韩元（约 50.99 亿美元），同比下降 0.02%（规模下降主要因为萨德事件的影响），占整个韩国免税市场的 39.82%，是韩国免税龙头，在世界排名上，仅次于 DUFYRY，营收排在第二位。随着萨德事件影响逐步消退，乐天免税店业绩有望进一步增加。

图 29：乐天营收占韩国免税总营收 39.82%

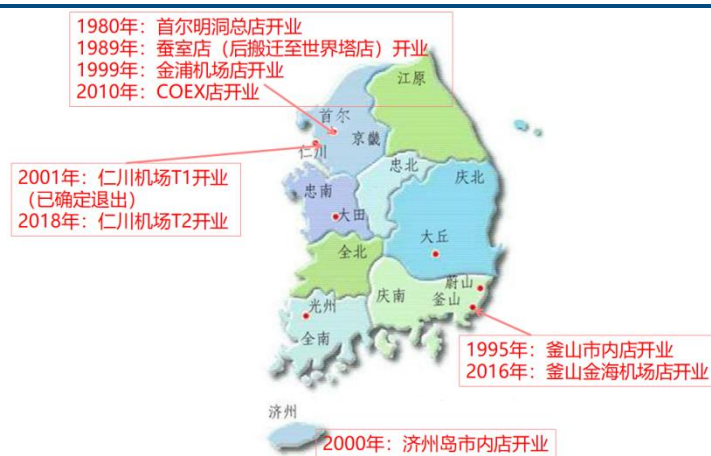


资料来源：MoodieDavitt，中信建投证券研究发展部

2、业务版图：加强国内，扩展全球

目前，乐天免税店共有 8 家国内免税店，6 家境外免税店。1980 年乐天获得牌照在明洞设立了第一家市内免税店，之后乐天跟随着韩国不断放宽的政策，再借以背后乐天集团的势力支撑和自身具备的经营优势，不断在韩国机场、市内进行布局，2017 年成功续期 COEX 店的五年经营期限，2018 年乐天因高昂租金退出仁川机场 T1（还保留烟酒专柜），现在乐天有 3 家机场店、5 家市内店，是目前分店数量最多的免税店。

图 30：乐天国内免税店主要分布在首尔



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

内外因交织，全球化战略。2012 年韩国公布免税新规，为限制财阀势力，仁川等 13 个省的新免税牌照只颁给中小企业（SME），为完成其 2018 年成为全球 top3 免税店的战略目标，乐天在战略上做出改变，布局海外市场：2012 年在印度尼西亚苏加诺一哈达国际机场获得 6 年特许经营权；2013、2014 相继在日本大阪，美国关岛开设机场免税店；2017 年乐天通过与越南当地企业建立合资企业 Phu KhanhDuty Free（乐天持股 60%）方式获得越南岷港经营权；此外因泰国政府放开准入限制，乐天 2017 年在曼谷成功开设市内免税店；2017 年 11 月乐天中标越南芽庄金兰机场，已于今年 6 月开业；2018 年 8 月乐天成功收购澳大利亚和新西兰的 JR 免税店，未来乐天计划在越南胡志明市、河内等城市开设市内免税店，创造新利益增长点。

图 31：乐天免税店 6 家海外分店主要分布在东南亚



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

表 4：乐天海外分店主要以机场店为主

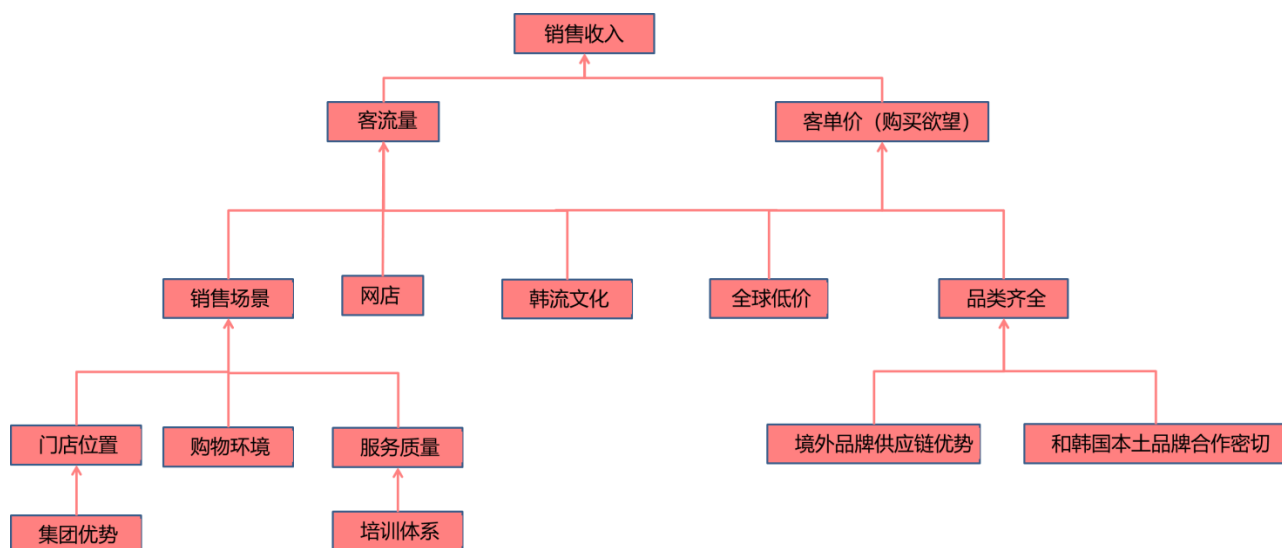
时间	国家	免税店	经营期限	占地面积（平方米）
2012	印度尼西亚	苏加诺—哈达国际机场店	2012.02-2017.07	900
2013	印度尼西亚	雅加达市内免税店	未披露	5500
2013	美国	关岛机场免税店	未披露	2230
2014	日本	关西机场免税店	2014.09-2020.03	330
2016	日本	银座市内免税店	未披露	4396
2017	泰国	曼谷市内免税店	未披露	9354
2017	越南	岘港机场免税店	未披露	1091
2018	越南	芽庄金兰机场免税店	2018.06-2028.06	1680

资料来源：MoodieDavitt，中信建投证券研究发展部

（三）客单价+客流量双升，助力乐天免税增长

从客单价和客流量来看，乐天免税均有值得借鉴的成功经验。乐天免税店的销售收入取决与客单价和客流量，客流量取决于销售场景、网店、韩流文化，而客单价取决于价格、品类和品质。在这些方面乐天免税店都有其经营的优势，值得我们学习。

图 32：乐天多重优势提升客流量和客单价



资料来源：中信建投证券研究发展部

1、优越的销售场景，宾至如归的体验

地段：依托乐天集团的地产优势，乐天可以以较低的成本获取城市较好的地段。乐天免税店在韩国的 5 家市内免税店中 4 家位于乐天百货或者乐天酒店大厦内，都处于城市的中心地带，紧邻地铁、公交站点，交通便捷，客流量大，此外由于其分店多位于乐天百货公司内，近邻乐天酒店，可结合百货商店和酒店，发挥协同效应，为顾客提供一站式购物服务，带动销售额增长。

表 5：韩国免税政策变化

分店名	地址	是否属于乐天集团地产资源
明洞总店	首尔市中区小公洞 1 号乐天百货店明洞总店 9~12 楼	属于
世界塔店	首尔市松坡区新川洞 29 号乐天世界大厦 Mall 8,9 楼	属于
COEX 店	尔市江南区三成洞 159 号 COEX 洲际酒店 B1-B2	不属于
釜山店	釜山广域市釜山镇区釜田洞 503-15 乐天百货店釜山店 7-8 楼	属于
济州店	济州特别自治道济州市道令路 83 乐天酒店 1-3 层	属于

资料来源：乐天免税店官网，中信建投证券研究发展部

以乐天明洞总店为例，其位于首尔的中心位置，交通便捷，具有 200 多个车位，交通便利；临近南大门市场、景福宫、南山和梨泰院等观光名胜，客流量大。

图 33: 乐天免税明洞总店位置优越



资料来源: 乐天免税店官网, 中信建投证券研究发展部

图 34: 乐天免税明洞总店交通便捷

地铁	乘坐地铁2号线, 在乙支路入口站下车, 从7, 8号出入口出。
公共汽车	机场巴士 6701路 干线巴士 100路、143路、151路、152路、202路、261路、262路、405路、501路、701路、702A路、702B路、705路、N15路、N30路 直线巴士 7017、7021路
出租车	在乙支路入口站的乐天百货店前下车。
机场豪华客车	· [KAL 6701] 豪华机场专车路线 [仁川机场] > [COREANA] > [THE PLAZA HOTEL] > [朝鲜酒店 (CHOSUN HOTEL)] > [LOTTE HOTEL] · [仁川机场] < [LOTTE HOTEL] 首尔 · [KAL 豪华机场专车 NO.1] (市厅方向) 在酒店前下车 · [仁川国际机场 4-45] 直道车, 每隔20分钟发车一次所需时间: 约1小时30分钟
其它 (详细说明)	乘坐地铁2号线在乙支路入口站下车, 然后从7, 8号出入口出, 直走50m后右转。

门店: 店面空间宽敞, 购物环境优越。乐天分店的占地面积不低于 900 平方米 (2018 乐天逐渐退出仁川机场 T1, 仅保留烟酒专柜), 环境较好。以明洞店为例, 其购物空间分为韩国特产贩卖部和 9、10 楼的名牌专柜, 共有 30 多个精品店, 超 500 个品牌, 满足不同顾客需求, 店面装修简约时尚, 购物环境较好。

图 35: 乐天免税明洞总店 10、11 层品牌分布

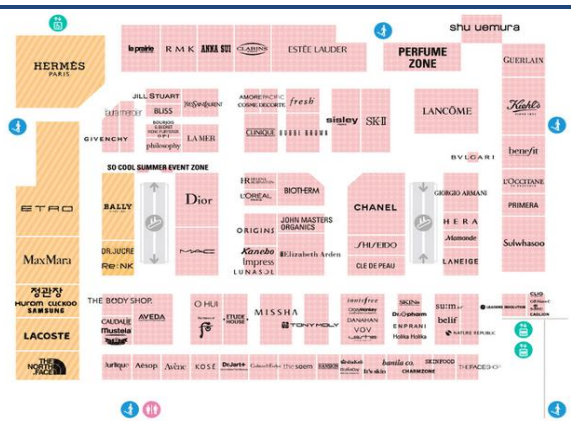


图 36: 乐天免税明洞总店购物环境好



资料来源: 乐天免税店官网, 中信建投证券研究发展部

人员: 开设乐天人才开发院, 服务质量绝佳。乐天人才开发院针对全体员工开设分级培训、职务与职能培训、核心人才培养、全球化培训、子公司支援培训等课程, 并提供外语在内的多种形式的网上培训课程, 使员工随时随地都可以进行学习。乐天免税店员工衣着得体, 大部分员工会说中、英、韩三国语言, 对产品十分了解, 能为大部分旅客提供绝佳服务。

2、网店方便快捷, 延长隐形购物时长

线上作为补充, 为顾客提供便捷服务, 延长了顾客隐形购物时间。乐天网上免税店可以为顾客提供预览、订购、咨询等服务, 网上免税店涵盖免税店超 900 品牌的产品 (不含烟酒), 顾客可以在确定出境后, 在网上免税店查询商品, 并提供有效的护照和出入境信息, 进行订购, 然后在出入韩国后进行提货, 非常便捷, 此外在网上免税店还可享受会员特价, 积分换购以及客服咨询等服务。

图 37：乐天免税店网上订购流程



资料来源：乐天网上免税店，中信建投证券研究发展部

3、韩流文化特色，明星宣传策略

韩流影响，赴韩中青年增多，并逐渐成为免税消费主力。2017 年全球赴韩人数约 1,233.9 万人次，其中 21-30 岁游客 324.6 万人次，占比为 26.31%，占比超过其他年龄阶段；第二多的人群是 31-40 岁游客，数量为 275.4 万，占比达 22.3%。因韩国流行文化输出，越来越多的中青年奔赴韩国感受韩国文化，这也带动了韩国免税业的发展。以新罗 2016 年首尔店数据为例，2016 年销售额中 21-30 岁人群购买金额占比达 35.9%，31-40 岁购买金额占 36.8%，中青年是目前韩国免税消费主力。

图 38：赴韩旅游人群中 20-40 岁占比达 48.61%

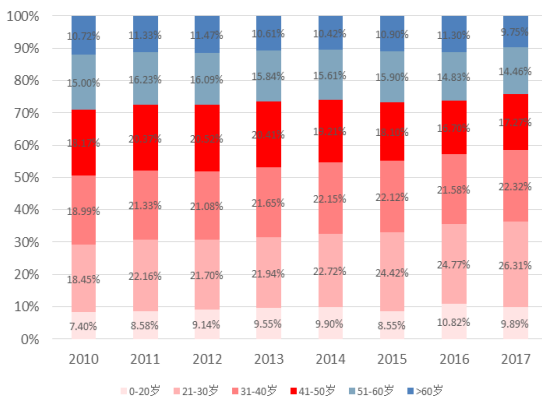
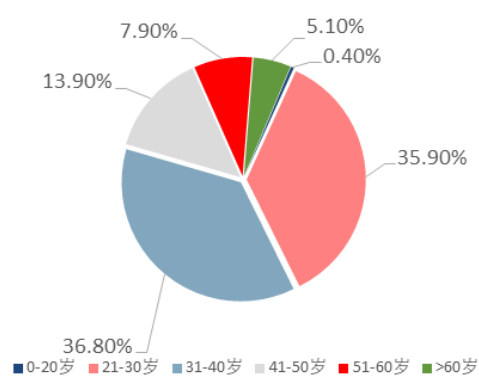


图 39：免税购物人群中 20-40 岁中占比超 70%（新罗）



资料来源：KTO，MoodieDavitt，中信建投证券研究发展部

面对“韩流”，乐天免税最早进行明星宣传法。乐天免税店于 2004 年邀请当红偶像裴勇俊担当其代言人，这是韩国免税业界首个聘请明星担任代言人的免税店，此做法引起其他免税店效仿，现在韩国新罗、新世界等大型免税店都聘请了明星代言人，但在利用明星宣传上远赶不上乐天，乐天在利用明星宣传上主要可分为四大类别：代言人家族，星光大道，家族演唱会，杂志、网剧、乐天宣传片。乐天免税店 2017 年聘请了共 9 组明星，一共 25 位明星进行代言，并且将活动宣传与明星代言结合起来，进一步触发粉丝购买欲望。

图 40: 乐天免税代言人家族

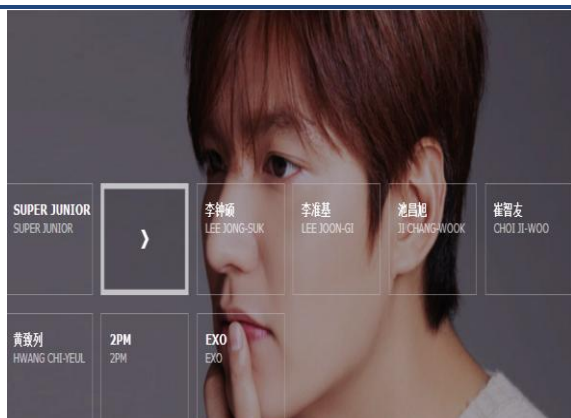


图 41: 乐天免税明星推广活动



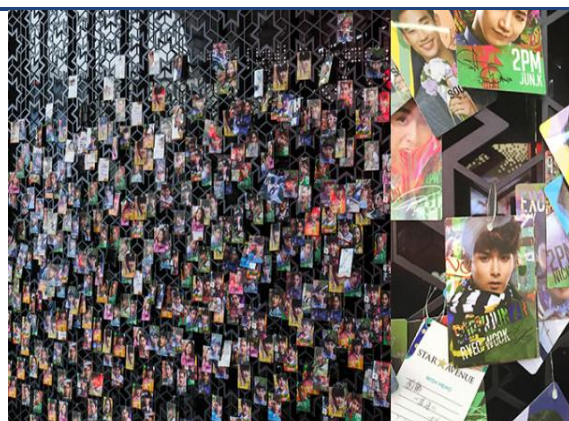
资料来源: 乐天免税店官网, 中信建投证券研究发展部

星光大道: 粉丝必去, 带动消费。星光大道是指以乐天免税店的明星代言人为主题的娱乐空间, 自 2009 年建成以来, 到 2016 年 6 月, 累计游客达 1,500 万人次, 在首尔明洞总店、世界塔店、COEX 店等 7 家分店都有分布, 主要展示代言人的照片、手印和影像, 此外还有一些明星藏品和专属购物优惠等, 对粉丝和游客具有较大吸引力, 带动免税品消费。

图 42: 乐天免税星光大道



图 43: 乐天免税星光大道许愿墙



资料来源: 乐天免税店官网, 中信建投证券研究发展部

乐天演唱会: 扩撒影响, 增加消费动力。乐天家族演唱会自 2006 年开办以来, 已举行过 25 届, 吸引较多观众参与, 增加乐天品牌知名度, 同时乐天会有较多购物换票活动, 直接增加销售额。2017 年乐天家族演唱会共有超 15 万观众参与, 展现出强大的粉丝吸引能力。

表 6: 乐天 2018 家族演唱会购物送票活动

时间: 2018.04.20——送完为止 (V 席, R 席送完由 S 席、A 席代替)

明洞总店	消费 400 美元以上, 送 A 席
世界塔店	消费 700 美元以上, 送 S 席
COEX 店	消费 1200 美元以上, 送 R 席
	消费 1800 美元以上, 送 V 席

仁川机场店	消费 700 美元以上，送 S 席
金浦机场店	消费 1800 美元以上，送 V 席
持乐天卡追加赠送	消费 500 美元以上，追加送 A 席 消费 800 美元以上，追加送 S 席

资料来源：乐天免税店官网，中信建投证券研究发展部

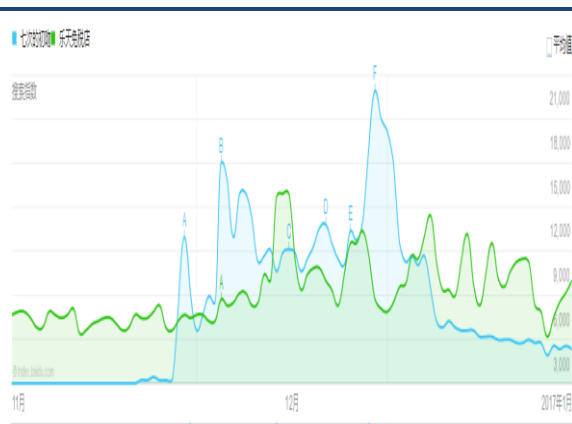
宣传片、杂志等：点击较高，带动对乐天免税的关注度提升。2016 年乐天拍摄以乐天免税店为题材的《七次的初吻》，引发关注，带动乐天免税店的搜索量也大幅上升。此外乐天还有《乐天免税店》杂志，宣传曲等增加影响力。

图 44：乐天免税店杂志



资料来源：乐天免税店官网，中信建投证券研究发展部

图 45：乐天免税网剧带动免税店搜索量上升



4、“量”+“价”刺激购买欲望

对比其他国家免税店韩国免税店价格低廉，对比韩国其他免税店，乐天品类繁多。种类齐全，价格又相对低廉，单个顾客在乐天免税店的消费会比较多。

表 7：韩国免税品价格相对便宜

产品	韩国	新加坡	美国	法国	泰国
雅诗兰黛特润修护肌透精华露 50ml	650	699	713	805	811
娇韵诗双粹赋活精华露 50ml	745	773	840	769	802
SK-II 小灯泡 50ml	1094	1126	1800	/	1266
兰蔻新精华肌底液 100ml	1054	1073	1060	1193	1266
科颜氏高保湿霜 125ml	211	224	234	251	274
烟（比原产国便宜多少个百分比）	0.4	0.3	0.3	/	0.2

资料来源：各国免税店官网，中信建投证券研究发展部

图 46：乐天免税店门庭若市



资料来源：公开资料整理，中信建投证券研究发展部

（1）国际品牌：乐天具有先发优势，各国际品牌供应齐全

品牌引进优势，议价能力强。乐天免税店因成立时间早加之集团的支持，在品牌引进上具有较强的优势，由于其世界第二的销售规模，产品采购量巨大，在与上游品牌议价会有更明显优势。

最早引入国际大牌，先发优势明显。乐天在 1984 年引入全球奢侈品龙头 LV，1985 年引入爱马仕，1986 引进香奈儿，与三大品牌合作历史悠久；三大品牌入驻带动其他一线品牌入驻，乐天目前是韩国拥有奢侈品全品牌的三家免税店之一（其他为新罗、新世界）；此外，因国际一线品牌的渠道管控严格，只愿意进驻乐天和新罗这样的免税店龙头，具有垄断优势。

（2）本土品牌：乐天具有规模优势，和品牌商关系密切

与韩国本土品牌合作密切。以目前免税店销售额占比达 50% 的化妆品为例，乐天免税店覆盖所有的韩国本土化妆品品牌，最畅销的爱茉莉的“雪花秀”和 LG 的“后”均设有专柜。乐天免税店是游客购买“雪花秀”首选之地，套装齐全，价格低廉，品类最多；“后”只在乐天、新罗、新世界开设专柜。

（四）财务分析：2017 年营收微降，2018 年 H1 反弹

2017 年客流量下降导致销售收入下降，但仍处于世界第二。2017 年受萨德事件影响，中国游客赴韩数量大幅下降，2017 年乐天免税店实现营收 5.4539 万亿韩元（约 50.99 亿美元），比 2010 年下降约 10 亿韩元，同比下降 0.02%，占整个乐天酒店总营收的 83.59%，占整个韩国免税市场 39.82%，是韩国营收最高的免税店，在世界上仅次于 Dufry。但其营业利润因机场租金上涨（比 2016 年上升了 1254% 至 352.04 亿韩元，约占乐天在仁川机场收入的一半）加之收入下降，2017 年仅为 24.71 亿韩元（约 2.38 百万美元），同比下降 99.25%（为保证一致性，转换汇率采用 2017 韩美平均值）。

从渠道方面来看，乐天免税店主要渠道为市内免税店，2017 年市内免税店营收 3.44 万亿韩元（约 30.43 亿美元），占总营收 64%。

图 47: 乐天的营收达到 51 亿美元, 略有下降 (2017)

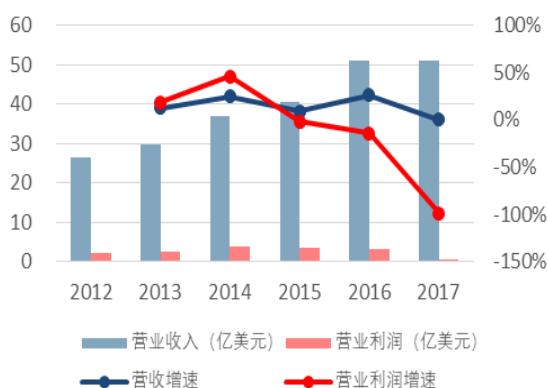
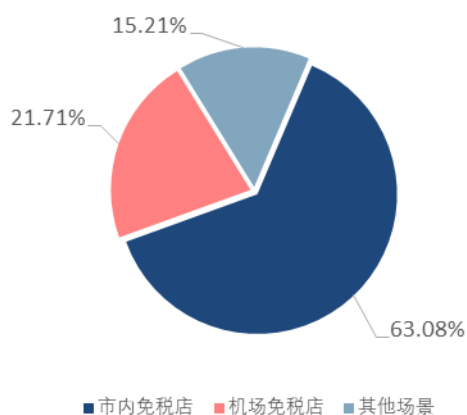


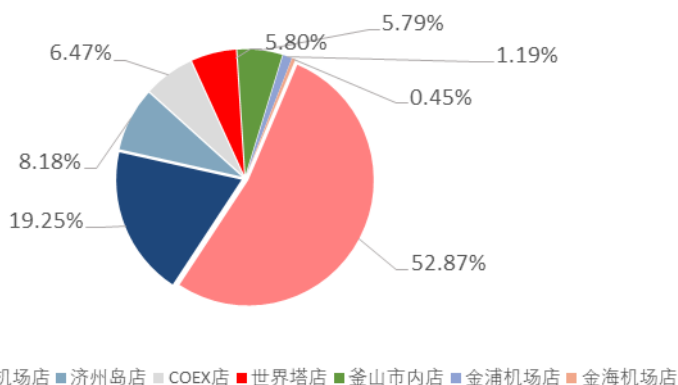
图 48: 市内免税店营收占乐天免税店营收 63.08% (2017)



资料来源: 乐天 2017 年报, 中信建投证券研究发展部

从分店销售来看, 首尔明洞总店占比过半。通过穆迪所证实的 2016 年乐天韩国各分店的数据, 明洞总店作为乐天免税店面积最大、开设时间最久、品牌最齐全的分店, 其销售额达到 3.161 万亿韩元, 占比达 52.87%; 仁川机场店销售额为 1.12 万亿韩元, 占比为 19.25%。

图 49: 明洞总店销售占比最高



资料来源: 乐天网上免税店, 中信建投证券研究发展部

萨德事件影响有所减退, 赴韩客流复苏明显, 2018 年上半年乐天销售额同比上涨 29%。2018 年上半年全球赴韩人次达到 721.9 万人, 同比上升 6.92%。其中, 中国旅客 217 万人, 略有下降, 但从月度数据来看, 中国赴韩旅游人数逐步上升, 预计下半年仍将持续增长。客流量复苏刺激韩国免税品消费增多, 再加之因乐天退出仁川机场 T1 (还保留了烟酒专柜), 不用支付巨额租金, 2018 年 H1 乐天实现总营收 2 万亿韩元 (约 23.9 亿美元), 同比上涨 29%, 其中市内店同比上升 44%, 网上预定额上升 50%, 营业利润为 1,550 亿韩元, 回到以前水平, 预计随着海外市场的开拓和赴韩游客增加, 2018 年乐天免税销售收入将迎来较大增长。

图 50：2018 全球赴韩人次复苏

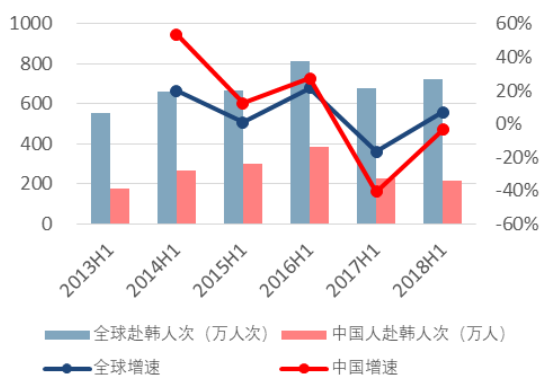
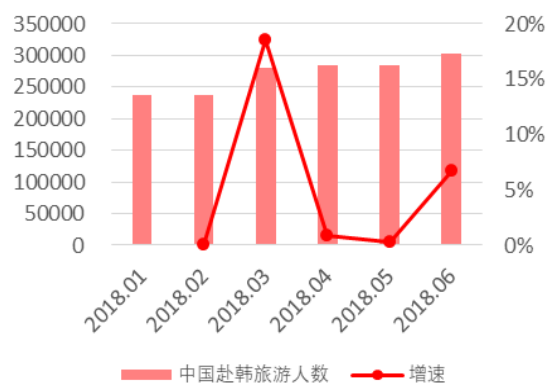


图 51：2018 年中国赴韩逐月增加



资料来源：KTO，中信建投证券研究发展部

三、新罗免税：机场店巨头，发展稳中向好

（一）机场免税店：享受机场客流，承担较高费用

机场为韩国最早的免税店场景。1967年韩日关系正常化，为满足国外旅客需求，KTS(the Korea Tourist Service)在首尔金浦国际机场设立机场免税店，是韩国第一家免税店，随着韩国经济发展、国民出入境人数增长、国外游客增长，韩国的机场免税业蓬勃发展，最初韩国机场免税业务主要由KTO（韩国旅游发展局）把持，到2000年左右，KTO多个经营场所到期，开始退出机场免税店，2018年乐天、新罗、新世界、SM免税店、恩塔斯等免税店都有机场免税店，韩国仁川、金浦、金海、济州、务安、清州、襄阳、大邱这8家机场都开设有免税店。

表 8：韩国 8 大机场国际航线客流及机场免税店

机场	2017 年国际航线客流量（人次）	免税店
仁川国际机场	61096753	乐天、新罗、新世界、SM 免税店、恩塔斯、city plus、top city
金海国际机场	8733095	乐天、Dufry ThomasJulie
金浦国际机场	4011833	乐天
济州国际机场	1268195	新罗
清州国际机场	184916	City
大邱国际机场	1488563	大邱免税店
务安国际机场	156379	（株）国民产业免税店
襄阳国际机场	15757	DMM 免税店

资料来源：韩国国土交通部，KDFA，中信建投证券研究发展部

机场免税以公开招标为主，免税店承担较高的特许经营费用。不同于开设市内免税店需要获取政府牌照才能经营，机场免税店以公开招标为主，一般 5-10 年又需要重新招标一次，竞争激烈。免税店要获取机场的经营权，必须满足严格的要求和支付较高的费用，以仁川机场为例，目前采用的是 MAG 制度（Minimum Annual Guarantee），免税店需要向机场缴纳规定的 MAG 和百分比费用中较大的部分，当百分比费用大于 MAG，免税店需要支付差额给机场，机场的特许经营费用一般较高，乐天需要为其在仁川机场 T1（现因为高昂的租金已退出）的四个区域每年支付超 5,000 亿韩元，新罗需要为其三个区域每年支付 2,600 亿韩元，特许经营费占到营业收入的 40~60%，费用高昂。

图 52: 乐天仁川机场店特许经营费高昂

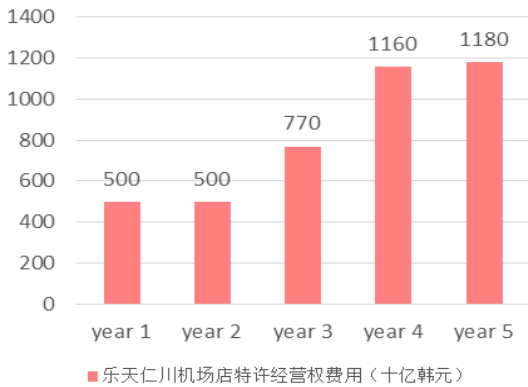
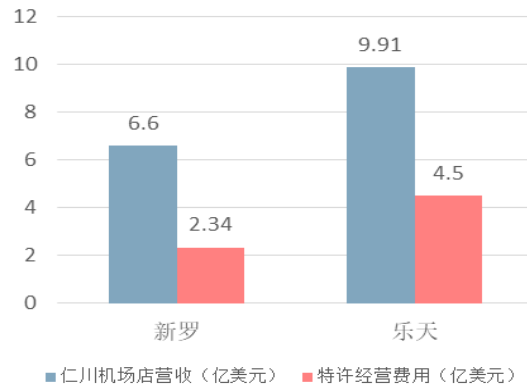


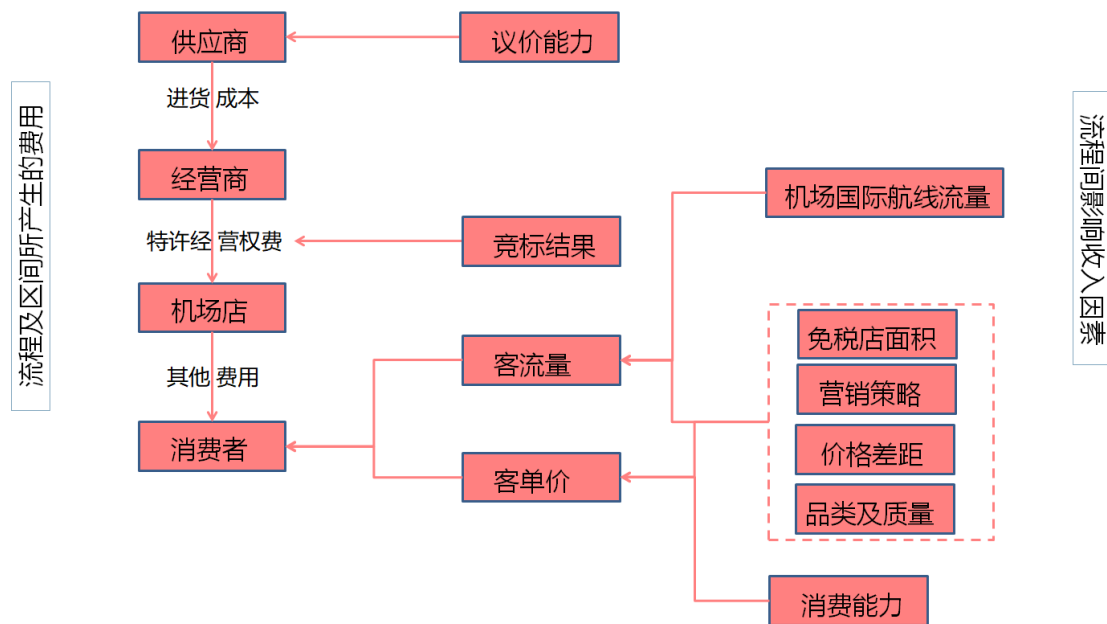
图 53: 仁川机场免税店特许经营费占营收 40%~60%



资料来源: MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

机场为免税店带来国际航线客流，同时也增加了其费用。机场店的费用和收入与其他类型免税店不同，其在流程中加入了“机场”这一场景，为机场免税店带来了“特许经营权费用”和“国际航线乘客”，相应的收入影响因素多了机场的国际航线流量，总的来说，机场免税店的销售收入取决于下图因素。

图 54: 机场免税店分析思路



资料来源: 中信建投证券研究发展部

(二) 新罗公司: 韩国机场龙头, 向海外扩张

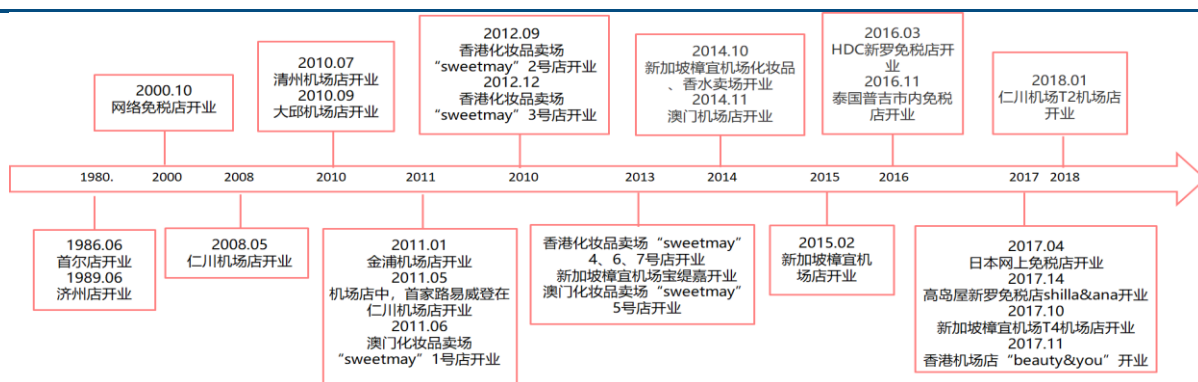
新罗免税店隶属于韩国三星旗下的新罗酒店, 是其 TR (travel retail) 部门, 自 1986 年在首尔开设第一家市内免税店, 经过 22 年的发展已经发展为销售额韩国第二, 世界排名第五的大型免税店, 是韩国机场免税店的龙头。

新罗酒店 (Hotel Shilla Co.) 已在韩国交易所上市, 目前股价 105,500 韩元 (约合 646.89 元), EPS 为 666.99 韩元 (约合 4.09 元)。

1、发展历程：机场龙头，蓬勃发展

前期内生增长，后期以机场店为主向外扩张。新罗免税店成立于 1986 年，最初以市内店为主，前期开分店较少，以内生增长为主，在 2001 年新罗在仁川机场的招标失败后，公司也没有进行外延扩展，但自 2008 年公司中标仁川机场店之后开始在机场店扩张，相继在清州机场（已到期）、大邱机场（已到期）等开设分店，2011 年开始布局全球，之后逐步中标新加坡樟宜机场、澳门机场、香港国际机场，成为韩国国内国际机场店最多的免税店，预计未来新罗会增加在东南亚的机场店布局。

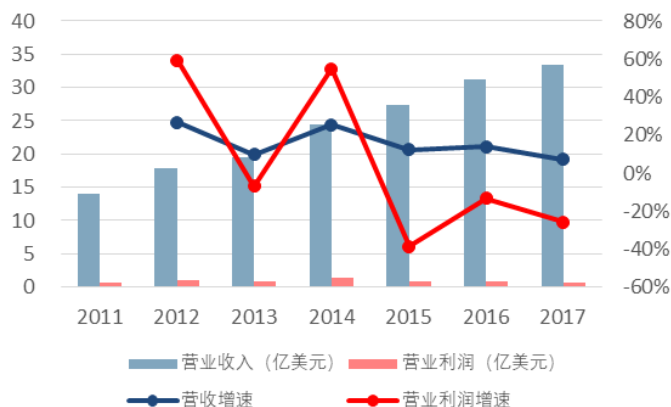
图 55：新罗免税店发展历程



资料来源：新罗免税店官网，中信建投证券研究发展部

2017 营收小幅增长，营业利润略有下滑。2017 年新罗实现营收 3.58 万亿韩元（约 33.43 亿美元），同比增长 7.1%，占整个新罗酒店营收的 89.15%，是最主要营收业务；实现营业利润 582.86 亿韩元（约 0.55 亿美元），对比去年，下降 0.19 亿美元，较高的机场店特许经营费抬高成本、降低利润。

图 56：新罗免税店营收增长 7.1%，营业利润小幅下降



资料来源：新罗免税店官网，中信建投证券研究发展部

机场免税店营收占比超 40%，当之无愧的韩国机场店龙头。新罗目前在国内外拥有 10 家分店，其中有 5 家机场店。以 2018 年最新的 Q2 数据来看，新罗实现营收 15,049 亿韩元（为保证一致性，采用 17 年汇率，约

9.86 亿美元)，其中机场店实现营收 4,417 亿韩元（约 4.129 亿美元），占比为 41.87%。这一比例远超于乐天机场店占比（21.71%）和韩国整体规模中机场店占比（16.24%）。

图 57：新罗机场店营收占比远超乐天及韩国整体情况

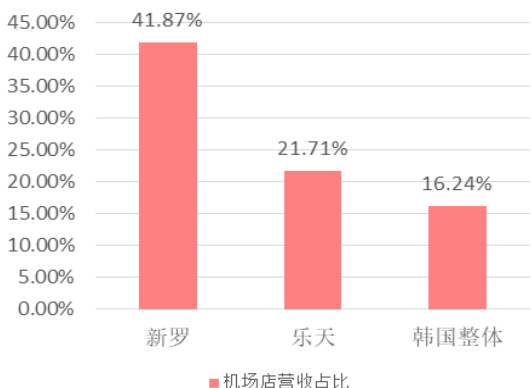
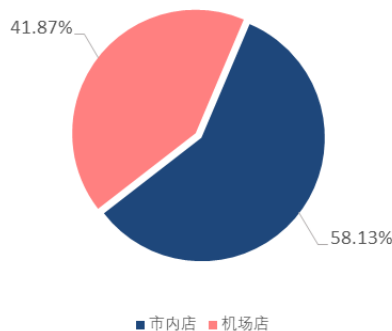


图 58：新罗机场免税店营收占比为 41.87%



资料来源：KTO, MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

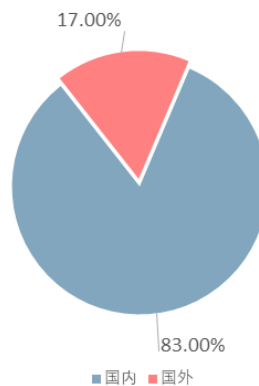
2、业务版图：国内+国外双向发展

国内精益求精，国外铺设店铺。新罗目前拥有十家分店，其中国内 5 家，国外 5 家，从 2017 年营收数据来看，公司国内营收 27.75 亿美元，占总营收的 83%，海外实现营收 5.68 亿美元，占比 17%；目前公司在国内持续经营，增强国内优势，在国外通过合资方式或者独自投标的方式开设国外分店，国内外双向发展。

图 59：新罗分店布局



图 60：新罗国内免税店实现营收 83%



资料来源：KTO, MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

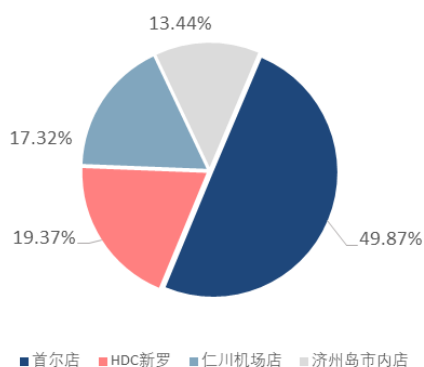
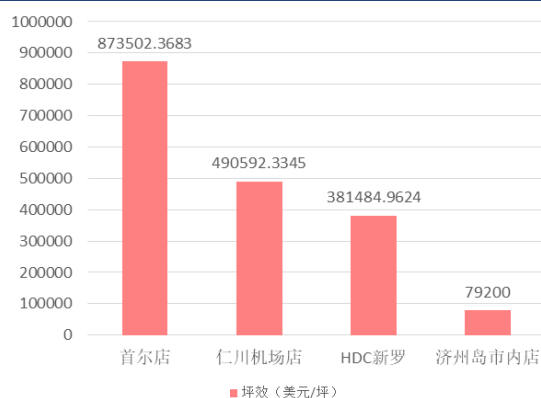
国内持续发展，拥有世界最大的城市中心型免税店。在国内有 5 家分店，其中两家机场店、3 家市内店，从分店来看：首尔店成立时间最早，去年实现营收 19 亿美元，为新罗贡献了最多的营收，其次是 HDC 新罗店，这是由新罗和全球建筑文化企业“HDC 集团”合资打造的顶级免税购物空间，去年实现营收 7.38 亿美元，同比上升 113.54%，增速惊人，预计未来将会创造更多的利润。

表 9：新罗国内分店以市内店为主

时间	免税店	经营期限	占地面积（平方米）	经营品类
1986	首尔市内店	无	7178	全品类
1989	济州市内店	无	6384	全品类
2008	仁川机场店	2017.04-2022.04	3444	香化、烟酒
2015	Shilla Γpark 免税店	无	27500	全品类
2017	济州机场店	2017.12-2022.12	114	全品类

资料来源: MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

坪效较高, 总店经营收益好, 其余店提升空间较大。从新罗国内店铺的数据来看, 首尔总店的坪效最高, 2017 年达到了 873,502.4 美元/坪, 第二名为仁川机场店, 达到了 490,592.3 美元/坪, HDC 新罗的新罗 Γpark 店的坪效仅为 381,485 美元/坪, 具有较大的上升空间和发展潜力。

图 61：新罗首尔店营收占比 49.87%

图 62：新罗首尔店坪效最高


资料来源: 新罗免税店官网, MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

国际扩展初见成果, 将迎来销售额增长。实际上新罗自 2011 年就开始布局海外, 2011-2013 年相继在澳门、香港开设韩妆专卖店“sweetmay”(思维美), 向游客提供品类齐全、物美价廉的韩国化妆品; 新罗于 2013 年中标新加坡樟宜机场, 获得了 6 年的经营权, 之后开始在东亚、东南亚布局海外免税店, 随后相继获得澳门、香港、普吉岛(合资)、东京(合资)的免税店资格, 2017 年海外实现营收 5.68 亿美元, 占比 17%, 预计 2018 年随着各大海外免税店持续运营, 这一比重将上升至 24%。

表 10：新罗海外分店以机场店为主

时间	国家	免税店	经营期限	占地面积（平方米）
2013	新加坡	樟宜国际机场店	2014.09-2020.09	8044
2014	澳门	澳门机场免税店	2014.11-2019.11	1120
2016	泰国	普吉市内店	无	8155
2017	香港	赤鱗角机场免税店	2017.04-2024.09	3283
2017	日本	东京新宿市内店	无	2317

资料来源: MoodieDavitt, 中信建投证券研究发展部

(三) 网店+APP+会员服务，推动新罗营收增长

1、网店+APP，为消费者提供便捷、全面购物服务

应对占比最大的青年顾客的手机依赖现象，新罗网上免税店和移动端 APP 提供从准备购物到退换货一系列最详细指南，为消费者提供最大便捷，增加顾客隐形购物时间。20-40 岁人群是韩国免税最主要的消费者，新罗 2016 年销售额中 21-30 岁人群购买金额占比达 35.9%，31-40 岁购买金额占 36.8%，而当代年轻人一大特点就是对互联网和手机的依赖，面对这一现象，新罗开设网上免税店以及相应的 app，为消费者提供查询、比对、订购等服务，新罗网上免税店将顾客群体分为第一次购物和购物老手，分别为其提供全网最丰富、全面的购物指南，新罗免税店 app 页面简洁，无广告，为顾客推送最新促销信息和提供移动端即时服务，网店+app 实时推送，增加顾客隐形购物时间。

图 63：新罗提供最丰富、全面的购物指南



资料来源：新罗网上免税店中信建投证券研究发展部

图 64：顾客对手机依赖高



资料来源：MoodieDavitt，新罗免税店 app，app store，中信建投证券研究发展部

图 65：新罗免税店 app 深受用户喜爱



2、精品会员服务，多重促销手段

会员享有不同程度折扣，以折扣促消费。新罗免税店会员可以享受最高 8 折优惠，打车去新罗免税店车费

报销，以及顶楼庭院的咖啡和休闲等服务。会员等级分成会员卡等级和网上会员等级两类，二者都是以消费金额来评定等级，除了购物折扣还可以领取优惠券、积累优惠积分以及各种会员抽奖活动等，一个新的注册会员第一次购物叠加各种优惠后一般能减少 500 元人民币左右，随着消费金额上升，优惠越大，新罗以会员折扣来促进产品销售。

图 66：新罗会员卡

新罗会员指南	网上免税店会员指南	
会员卡	评选基准	
	优惠	
	SILVER 最近2年购买\$1,000以上的顾客 - 维持条件:无	9~9.5 折
	GOLD 最近2年购买\$10,000以上的顾客 或自发卡后5年内购买10,000以上的顾客 - 维持条件:无	8.5~9.5 折
	BLACK - 上年度10月31日为准, 最近3年内购买金额 \$20,000 以上的顾客 - 有效期1年 - 未达到要求时转换为金卡会员	8~9.5 折
	BLACK PRESTIGE - 黑誉卡会员可享受追加优惠	8~9.5 折

会员卡无年费，可在新罗免税店全店使用

图 67：新罗网上会员

新罗会员指南	网上免税店会员指南
会员等级	    
评选条件	红色: \$5,000 以上 紫色: \$3,000 以上 绿色: \$1,000 以上 黄色: \$500 以上 白色: 新注册会员
折扣优惠	红色: 最低8折 紫色: 最低8折 绿色: 最低8.5折 黄色: 最低8.5折 白色: 最低9折
优惠积分	红色: \$15 紫色: \$10 绿色: \$7 黄色: \$5 白色: \$5
登录时红包赠送	红色: 150 紫色: 100 绿色: 70 黄色: 50 白色: 30
写一般商品评价时红包赠送	红色: 400 紫色: 300 绿色: 250 黄色: 200 白色: 150
写图片商品评价时红包赠送	红色: 500 紫色: 400 绿色: 350 黄色: 300 白色: 250
会员等级升级时红包赠送	红色: 600 紫色: 500 绿色: 500 黄色: 200 白色: 200

资料来源：新罗免税店官网，中信建投证券研究发展部

明星代言，多种营销，促进销售增长。新罗目前邀请了宋慧乔、李光洙、HIGHLIGHT、RED VELVET、SHINEE 等作为代言人，还有中国明星 ANGELABABY、借助明星力量，带动粉丝消费，除此之外，还有多中促销活动，在新罗网上免税店 app 上进行每日推送，以活动优惠促进销售增长。

图 68：新罗代言人



图 69：新罗活动



资料来源：新罗免税店官网，中信建投证券研究发展部

四、济州岛：离岛+离境，打造免税黄金岛

济州岛免税政策分为离岛免税和离境免税，遵循不一样的政策。韩国济州岛地处中、日、韩三国海上交通要处，总面积 1845.61 平方公里，总人口超 60 万人，是韩国第一大岛和最小的道。济州岛免税政策分为离岛免税和离境免税，离境免税是济州岛上最早的免税店，新罗于 1989 年在济州岛设立第一个市内的离境免税店，随后乐天、格乐丽雅等进入济州岛设立离境免税店，目前岛上有乐天的一家市内店和新罗的一家市内店，一家机场店。为了增加岛内盈利，济州岛于 2002 年开放离岛政策，现在济州岛的离岛免税由两家国营企业 JTO(Jeju Free International City Development Center) 和 JDC (Jeju Tourism Organisation) 经营。

图 70：济州岛免税店分布



资料来源：百度地图，中信建投证券研究发展部

免签政策+优惠成本，推动中国赴济州岛旅游人次不断增加。自 2008 年 3 月起，济州开始对持中国护照的游客实行免签证政策，出境时只需出示有效护照以及有效的往返机票即可，可在济州岛停留 30 天，此外中国去往济州岛的机票成本可以控制在 2,000 元以下，国际邮轮也比较多，价格在 1,000 元左右。济州岛住宿成本也较低，一晚上经济型酒店成本在 150-300 元/间浮动。免签政策+优惠成本，推动中国赴济州岛旅游人次不断增加，从而带动免税增长。

（一）离岛免税：限额较小，国企运营

1、离岛免税政策：开放较晚，限额较小

为了增加济州岛的收入，推动旅游经济的发展，济州岛于 2002 年开放离岛免税政策。政府颁布《济州国际自由城市特别法》等法律，制定了《面向赴济州特别自治道旅游的游客免税特例规定》、《关于在济州自由国际城设立指定免税商店的管理公告》等相关办法和规章，正式开放济州岛游客免税。初期只开设了机场和港口离岛免税，2009 年开放了市内离岛免税。离岛免税政策在销售对象、免税限额、免税品类等方面有特殊的规定，并多次放宽限制。

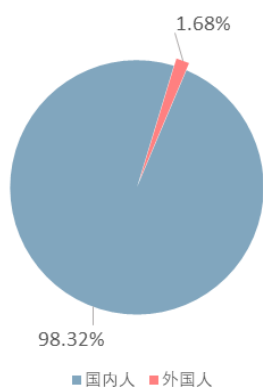
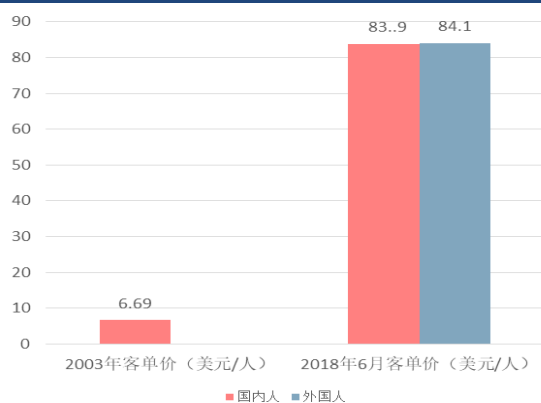
表 11：济州岛离岛政策趋于宽松

项目	开放初期规定	目前规定
销售对象	济州离岛免税销售对象是指从济州岛乘飞机或船舶前往济州特别自治道以外地区的 19 岁以上的本国及外国人员	去掉 19 岁的年龄限制
销售品种	酒类、烟草、计时表、化妆品、香水、手包、钱包、腰带、太阳镜、饼干类、人参类、领带、围巾、贴身饰品、文具类、玩具类、打火机等 15 大类商品	无变化
购买限额	每人每次消费 35 万韩元（约 320 美元） 每人每年购买次数：6 次 酒类：限购 1 瓶 烟类：10 盒（1 条）以下	每人每次消费上升至 600 美元 其他未变

资料来源：《韩国济州岛离岛免税政策实施情况》，JDC 官网，中信建投证券研究发展部

2、消费群体：韩国本国占比 98%

离岛免税消费群体以本国居民为主，客单价提升明显。2018 年 6 月数据显示，济州岛离岛免税购物人次共有 53.3 万人，其中韩国本国 52.42 万人，占比达到 98.32%；而外国购买人次仅有 8,955 名，占比为 1.68%。在销售金额方面，济州岛免税数据 4,472.5 万美元，其中国内消费 4,397.19 万美元，占比为 98.32%，外国人消费 75.3 万美元，占比仅为 1.68%。客单价，国内人为 83.89 美元/人，外国人平均为 84.1 美元/人，略高于国内人。从历史数据来看，JDC 免税店 2003 年实现销售额 8,300 万美元，购物顾客达 124 万人次，其中 98.6% 为国内游客，2010 年 JTO 实现零售额 0.3 亿美元国内消费占比超 98%，离岛免税对韩国本国消费具有促进作用。

图 71：离岛购物人次及金额本国占比均超 98%

图 72：离岛免税客单价上升了 11.54 倍


资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

3、国企运营：JDC、JTO 运营济州岛离岛免税店

济州岛离岛免税由两家国有企业 JDC、JTO 负责运营。2003 年在济州岛国际自由城市执行计划下，韩国国土海洋部附属国营企业 JDC 在济州岛机场国内空港建立了第一家机场离岛免税店和两家港口离岛免税店。目前机场店零售面积 2,949 平方米，共有 260 多个品牌，34,000 多个商品，价格比市场价格便宜 20%-60%；2009 年由隶属济州道政府的 JTO 在济州建立了市内免税店，面积 2000 平方米，2016 年 JTO 中标中文观光区的一家市内免税店，2016 年 JTO 成功与 DFS 达成战略合作，DFS 将在国际奢侈品品牌供应商方面为 JTO 提供帮助，有利于 JTO 利润增长。

图 73：济州岛港口离岛免税流程



资料来源：JDC 官网，中信建投证券研究发展部

（二）济州岛离境免税：限额较高，民企运营

1、离境免税政策：发展较早，限额较高

济州岛于 1989 年有第一家免税店，发展较早，政策限制较少。在济州岛离境免税店购买免税品限制较少，每人每年购物额度为 3,000 美元，全年不限次数，政策限制较少。

表 12：济州岛离境政策较为宽松

项目	当前规定
销售对象	离开济州岛前往韩国以外地区的本国和外国人员
销售品种	全品类
购买限额	每人每年 3000 美元
	不限购物次数
	每个香化品牌，只能购买 50 件商品以下 手表箱包总件数小于 10

资料来源：韩国海关总署，中信建投证券研究发展部

2、消费群体：外国游客占销售额比重超过 99%

离境免税消费群体以外国游客为主，占比超过 99%，国外游客客单价是国内游客的十倍。2018 年 6 月数据显示，济州岛离境免税购物人次共有 11.84 万人，其中外国游客购买人次 10.99 万人，占比达到 92.87%；而本国购买人次仅有 8434 名，占比为 7.13%。在销售金额方面，济州岛免税数据 1.32 亿美元，其中外国人消费 1.316 亿美元，占比为 99.29%。国内消费 94.39 万美元，占比仅为 0.71%，客单价方面，国内人为 111.94 美元/人，外国人平均为 1197.07 美元/人，是国内消费者的十倍。

图 74: 济州岛离境免税中外国游客占比为 92.87%

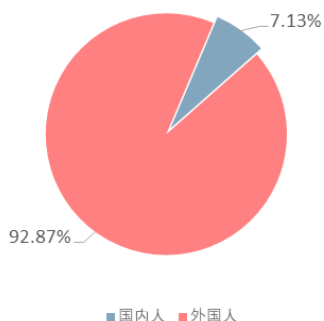
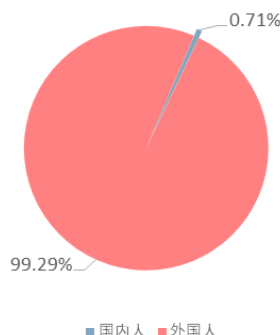
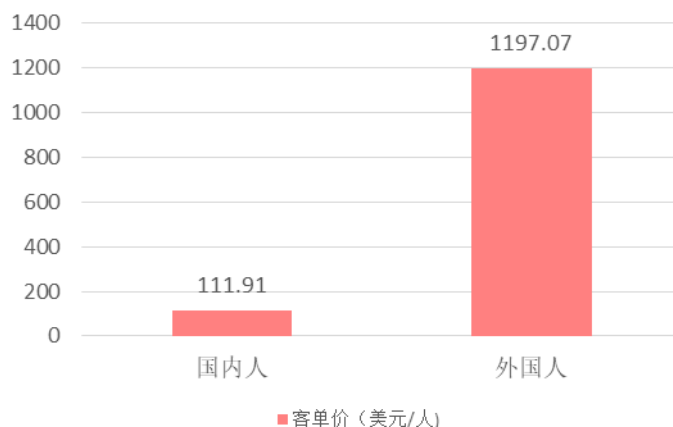


图 75: 离境免税销售额中外国游客消费占比超 99%



资料来源: KDFA, 中信建投证券研究发展部

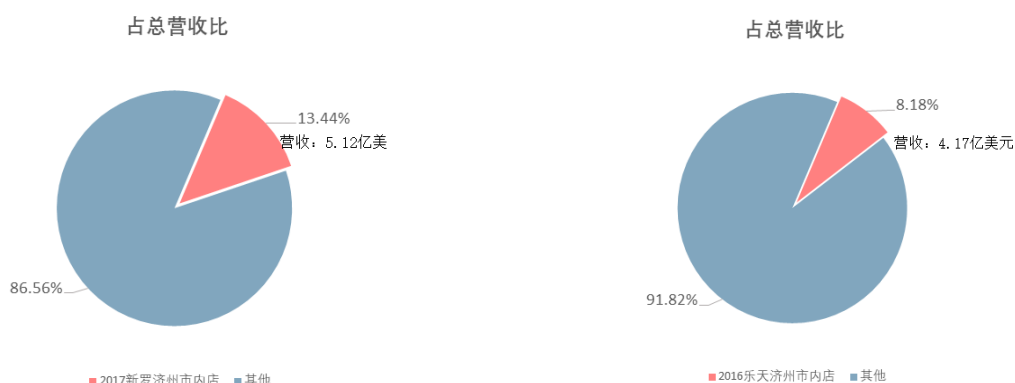
图 76: 济州岛外国人离境免税消费客单价是国内人的十倍



资料来源: KDFA, 中信建投证券研究发展部

3、民企运营：新罗、乐天独占鳌头

目前济州岛的离境免税店主要是由民企运营，只有两家店新罗和乐天在济州岛上运营。新罗最早 1989 年就开始在济州岛建立市内免税店，2017 年新罗济州市内店实现营收 5.12 亿美元，占新罗免税营收的 13.44%，2017 年还获得了济州机场 10 年的经营权，预计未来将为新罗贡献更多的营收；乐天于 2000 年在济州岛设立市内免税店，2016 年销售额达到 4.17 亿美元左右，占整个乐天免税营收比重的 8.18% 是乐天营收排名第三的国内分店。

图 77：2017 新罗济州市内店占新罗免税总营收 13.44% 图 78：2016 乐天济州市内店占乐天免税总营收 8.18%


资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

（三）离境、离岛对比：离境免税较有优势

1、政策对比：离境免税政策较为宽松

通过将离岛免税的政策和离境免税政策进行对比，可以发现，离境免税店的限额较大，政策较为宽松。

表 13：相比于离岛免税，离境免税较为宽松

项目	离岛免税	离境免税
销售对象	济州离岛免税销售对象是指从济州岛乘飞机或船舶前往济州特别自治道以外地区的本国及外国人员	离开济州岛前往韩国以外地区的本国和外国人员
销售品种	酒类、烟草、计时表、化妆品、香水、手包、钱包、腰带、太阳镜、饼干类、人参类、领带、围巾、贴身饰品、文具类、玩具类、打火机等 15 大类商品	全品类
购买限额	每人每次消费 35 万韩元（约 320 美元） 每人每年购买次数：6 次 酒类：限购 1 瓶 烟类：10 盒（1 条）以下	每人每年 3000 美元 不限购物次数 每个香化品牌，只能购买 50 件商品以下 手表箱包总件数小于 10

资料来源：《韩国济州岛离岛免税政策实施情况》，JDC 官网，中信建投证券研究发展部

2、营业对比：离境免税营业能力强于离岛免税

因限额差异，离境免税在济州岛免税销售额、客单价远超前于离岛免税。以最新的 2018 年 6 月数据来看，济州岛总免税销售额为 1.7726 亿美元，其中离岛免税销售额为 0.4472 亿美元，占比为 25.23%；离境免税销售额为 1.324 亿美元，占比为 74.77%，而从购买人数来看，离岛免税购买人数 53.3 万人，而离境免税店的购物人次为 11.83 万人次，大幅小于离岛免税购买人数，离境免税的客单价是 1119.75 美元/人，离岛免税的客单价是 83.9 美元/人。而造成销售额反差的主要原因为离境免税限额为 3000 美元，大幅高出离岛的 600 美元的限额。

图 79：离境免税销售金额占比超 70%

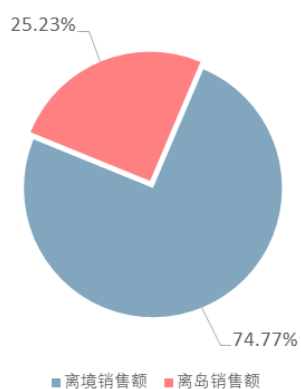
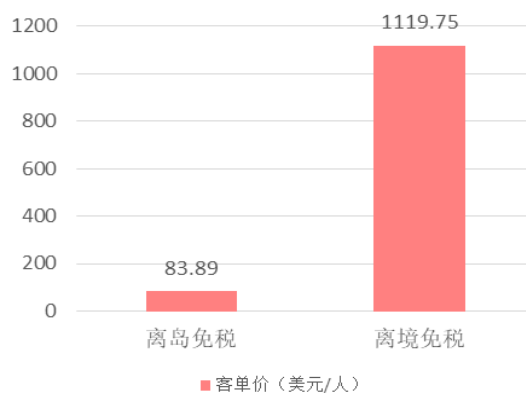


图 80：离境免税客单价是离岛免税的十倍以上



资料来源：KDFA，中信建投证券研究发展部

五、韩国免税发展对我国启示

免税政策对室内免税店发展至关重要。对比韩国乐天免税和新罗免税的发展过程，我们发现市内免税店完全取决于政策的变动，目前我国免税政策相对韩国来说比较严格，我国市内店每人最高消费 16,000 元，机场店最高消费 8,000 元，相对于韩国对国人 3,000 美元、外国人不限额。考虑到韩国的每次限额放宽都促进免税店消费份额增长，国内放宽免税政策将大幅利好免税行业。

大型免税店对国家免税行业发展至关重要。韩国在 2012 年为避免垄断而大力发展中小免税店，硬性规定在仁川等 13 个省份只能向中小免税店发放免税牌照。但站在目前时点来看，韩国免税份额绝大部分仍是由大型免税店贡献，中小免税店缺乏规模优势和先发优势，大型免税店在品牌引进、扩展规模以及经营经验方面具有中小免税店无可媲美的优势，从行业趋势来看，大型免税企业是市场的主导者，且实现“强者恒强”。

利用文化软实力，推动免税业发展。韩国为促进免税品的销售增长，大力利用“韩流”文化，邀请明星宣传，带动粉丝消费。我国也可以借鉴这种方式，将中国传统文化因素引进免税店，如增加国货品牌、中国风装修风格等，吸引更多对中国文化感兴趣的国内外游客，增加店内消费，促进免税规模增长。

深耕国内的同时，积极布局全球。韩国的巨头乐天、新罗在 2013 年都开始向外扩张，抢占东南亚的市场，现在乐天已经向澳大利亚、新西兰进军，海外市场对巨头们的销售额的贡献逐步上升，可以预见，随着东南亚的经济水平不断发展、巨头们海外分店持续经营，海外市场将会贡献更多的份额。目前我国免税行业国内市场还有待深耕，但免税企业也要积极关注国际市场。这方面，国内免税龙头中免早已布局海外免税市场，并于 2017 年中标香港机场，进军国际机场免税店市场，未来有望贡献利润增量。

分析师介绍

贺燕青：中信建投研究发展部社会服务行业首席分析师，武汉大学会计学本科、经济法研究生，7年证券从业经验。

报告贡献人

李铁生 18511588701 litieshengzgs@csc.com.cn

陈语匆 18688866096 chenyucong@csc.com.cn

陈如练 15001873769 chenrulian@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859