

深度报告 ● 餐饮旅游行业

2018年10月22日 星期一

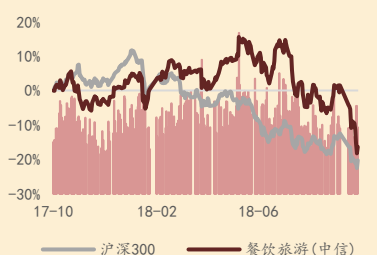
爱建证券有限责任公司
研究所

分析师：方采薇

TEL: 021-32229888-28110

E-mail: fangcaiwei@ajzq.com

执业编号: S0820518070001

**行业评级：同步大市
(维持)**


数据来源：Wind，爱建证券研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-12.81	-17.48	-15.86
相对表现	-8.70	-0.71	4.66

相关报告：

《餐饮旅游行业周报》

《餐饮旅游行业 2018 年中期投资策略》

2018-6-28

 《餐饮旅游行业 2018 年第二季度投资策略》
 2018-3-28

全球旅游零售业巨头 Dufry 的经营分析与启示

投资要点：

❖ Dufry 通过并购确立了在全球机场零售领域的领导地位。收购 Nuance 使得公司 2014 年销售额同比增长 17.50%，首次提升至旅游零售商排行榜第一，次年收购 WDF 进一步扩大了领先优势。旅游零售运营商头部集中现象凸显，强者愈强。

❖ Dufry 推行多元化的经营战略：通过地理多元化布局最大化机会、减轻风险。从渠道来看，公司的营收主要来自于机场且近年来仍有逐渐增长的趋势。目前经营效益较好的是英国、中欧和东欧板块这样的成熟市场，坪效和人均创收上都具有领先地位。而拉丁美洲较有发展潜力。公司的营收和增速不仅仅依赖于某个单一市场或单一的地区板块。特许经营合同的分布情况比较多样化，照顾了各个地区板块以及新兴市场和成熟市场的平衡，公司经营多种业态的旅游零售商店。

❖ Dufry 从 2014 年开始稳居全球旅游零售排行榜榜首，主要得益于公司在 2014 年收购 Nuance 及次年收购 WDF。据公司年报，以稳定汇率折算，近十年公司营业收入的复合增长率为 19%，其中内生增长贡献 4%、并购贡献 15%，增长稳健。分析 Dufry 毛利润结构构成，推测中国国旅旗下免税商品零售的毛利率上限，可得出 Dufry 免税品的毛利率区间大约是 (59.4%，62.3%)。2018 年上半年并表后的中国国旅免税商品销售业务毛利率达到 52.5%，该数据包括批发和零售。对比 Dufry 免税品毛利率可见通过扩大规模增强议价能力，中国国旅的免税商品毛利率还有一定上升空间。

❖ Dufry 近九年的利润表数据表明销售费用上升，而人员开支和一般营业费用处于下降趋势。并购给公司带来良好的规模经济。规模经济是否达到转折点尚待进一步财务数据验证。公司的总负债比例较为稳定，基本保持在 60%-70% 区间，在内部结构上长期负债比例不断提高，短期负债逐渐减少。

投资建议：

中国国旅在国内的免税业务发展加速，目前在国内免税市场占比高，拥有极强的行业护城河，看好未来国际扩张。维持餐饮旅游行业“同步大市”的评级。

风险提示：

- 1) 旅游行业系统性风险；
- 2) 重大意外灾害事件；
- 3) 国内免税政策变化；
- 4) 免税特许经营合同续期风险。

目录

1、Dufry 公司发展历程.....	4
1.1 创立与并购.....	4
1.2 行业地位.....	5
2、Dufry 公司经营情况.....	8
2.1 全球布局.....	8
2.2 多元经营.....	13
2.3 盈利能力.....	14
2.4 营运能力.....	17
2.5 资本结构.....	18
3、国内免税龙头中国国旅（601888）.....	20
风险提示.....	21

图表目录

图表 1: 2017 年公司按地区部门划分的净销售额情况	5
图表 2: 2012 年-2017 年全球主要旅游零售商营业收入增长情况 (百万欧元)	5
图表 3: 穆迪评选 2017 年世界 25 大旅游零售商 (百万欧元)	6
图表 4: 2012 年-2017 年全球主要旅游零售商营业收入占比变化 (百万欧元)	7
图表 5: 2012 年-2017 年 Dufry 营业收入与同业比较 (百万欧元)	7
图表 6: 2015 年-2017 年 Dufry 市场覆盖数统计	8
图表 7: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区经营商店数 (家)	9
图表 8: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块经营面积 (平方米)	9
图表 9: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块平均单店面积 (平方米)	10
图表 10: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块全职人力工时 (FTE, Full-time equivalents)	10
图表 11: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区人均服务面积 (平方米/人次)	11
图表 12: 2016 年-2017 年 Dufry 各地区板块坪效 (万瑞士法郎/平方米)	12
图表 13: 2016 年-2017 年 Dufry 各地区人均创收 (万瑞士法郎/人次)	12
图表 14: 2013 年-2017 年 Dufry 营业收入及毛利润 (百万瑞士法郎)	15
图表 15: 2013 年-2017 年 Dufry 营业收入及毛利润 (百万瑞士法郎)	16
图表 16: 2009 年-2017 年 Dufry 主营各营业成本占营收比例	17
图表 17: 2010 年-2017 年营运成本的规模经济	18
图表 18: 2009 年-2017 年公司资产负债率	19
图表 19: 2009 年-2017 年公司净债务比率	19
图表 20: 中国国旅 P/E Band	20
图表 21: 中国国旅 P/B Band	20

表格目录

表格 1: Dufry 并购历程	4
表格 2: 2015 年-2017 年 Dufry 各渠道净收入占比	8
表格 3: 2017 年各地区板块人力投入、店铺数量和经营面积排序情况	11
表格 4: 2017 年 Dufry 各地区板块关键运营数据	13
表格 5: Dufry 经营多种业态的旅游零售商店	13
表格 6: Dufry 和 Hudson 毛利率以及免税品、有税品销售占比	16

1、Dufry 公司发展历程

1.1 创立与并购

旅游零售业巨头 Dufry 总部位于瑞士巴塞尔。公司推行全球化和多元化的经营战略，主营旅游商品的零售业务（包括香化、食品、烟酒、奢侈品、电子产品等）。公司按地理位置将全球业务划分为五大地区板块：南欧和非洲，英国、中欧和东欧，亚洲、中东和澳洲，拉丁美洲，以及北美洲。

回顾公司历史，1865 年公司创立于瑞士巴塞尔，当时名为 Weitnauer。1948 年，公司作为批发分销商开始经营免税业务。1952 年公司在巴黎开设第一家免税零售店，由此开始进入旅游零售领域，当时公司业务包括旅游零售、旅游批发等。2003 年公司更名为 Dufry，随后确定了致力于发展旅游零售业务的战略，并于 2005 年在瑞士上市。上市后，公司开启了通过兼并收购扩张的道路。

表格 1：Dufry 并购历程

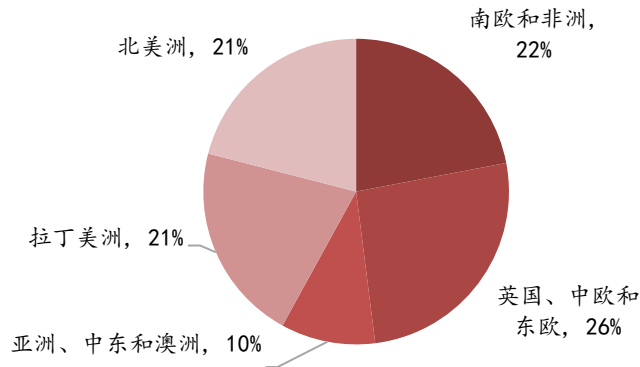
时间	并购事件
2007 年	收购加勒比地区的一家旅游零售商，该公司在波多黎各及加勒比其他地区拥有 23 家商店。
2008 年	收购 Hudson 集团，Hudson 集团主要经营位于美国和加拿大 69 个机场和交通枢纽的 550 家商店（2018 年 2 月 Hudson 在美国上市）。
2011 年	收购阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔、法属马提尼克地区、亚美尼亚的旅游零售商，包括位于十家不同机场的 21 家免税商店。
2012 年	取得与俄罗斯 RegStaer 集团共同设立的合资公司 51% 股权。 收购希腊 Folli Follie 集团的旅游零售业务 51% 股权。
2014 年	收购瑞士的 Nuance 集团，确立 Dufry 在机场零售领域的全球领先地位。
2015 年	收购 WDF 集团（World Duty Free），收购后 Dufry 在机场旅游零售市场的份额进一步扩大。

数据来源：公司官网，爱建证券研究所

旅游零售可分为免税品零售和有税品零售。就免税品而言，中国免税品主要免的是关税、消费税和进口环节增值税，日本免税品免的是消费税，韩国免税品免除商品关税及消费税。由于各个国家和地区的免税政策各不相同，旅游零售商在各地经营免税业务可能会需要获得经营许可，且需要遵守当地的政策法规，或是需要针对不同的交通枢纽运营方采取不同的谈判和经营策略，因此免税行业天然具有地理分割的属性。正是因此，各个国家和地区均会成长起符合各地政策要求、适应当地消费习惯的旅游零售运营商。对于行业领先者来说，自行开拓各地市场经济成本高、操作难度大也无必要，收购当地公司成为进入新市场、扩大规模的极优选项。

作为一家总部位于欧洲的零售运营商，Dufry 公司在欧洲市场耕耘多年，具有良好的品牌效应和影响力。公司先后通过收购加勒比地区和北美的零售运营商，在拉丁美洲和北美洲扩大经营。并表 Nuance 和 WDF 前(据 2015 年年报披露数据)，拉丁美洲加北美洲的合计销售收入占公司总销售收入的 70%左右，并表后占比下降。

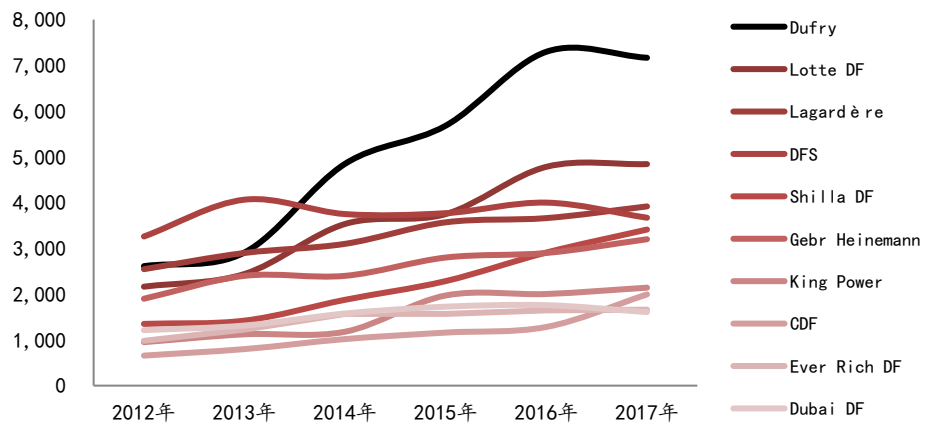
图表 1: 2017 年公司按地区部门划分的净销售额情况



数据来源: 公司年报, 爱建证券研究所

通过并购, Dufry 确立了在全球机场零售领域的领导地位。收购 Nuance 使得公司 2014 年销售额同比增长 17.50%, 公司排名首次提升至旅游零售商排行榜第一名。2015 年公司收购 WDF, 进一步扩大了领先优势, 当年销售额同比增长 46.27% (由于汇率变动及统计口径影响, 财务数据以公司公告为准, 计量货币为瑞士法郎。穆迪报告数据不包括批发业务、食品饮料收入, 与公司公告营收数据略有出入, 仅用于同业公司比较)。

图表 2: 2012 年-2017 年全球主要旅游零售商营业收入增长情况 (百万欧元)

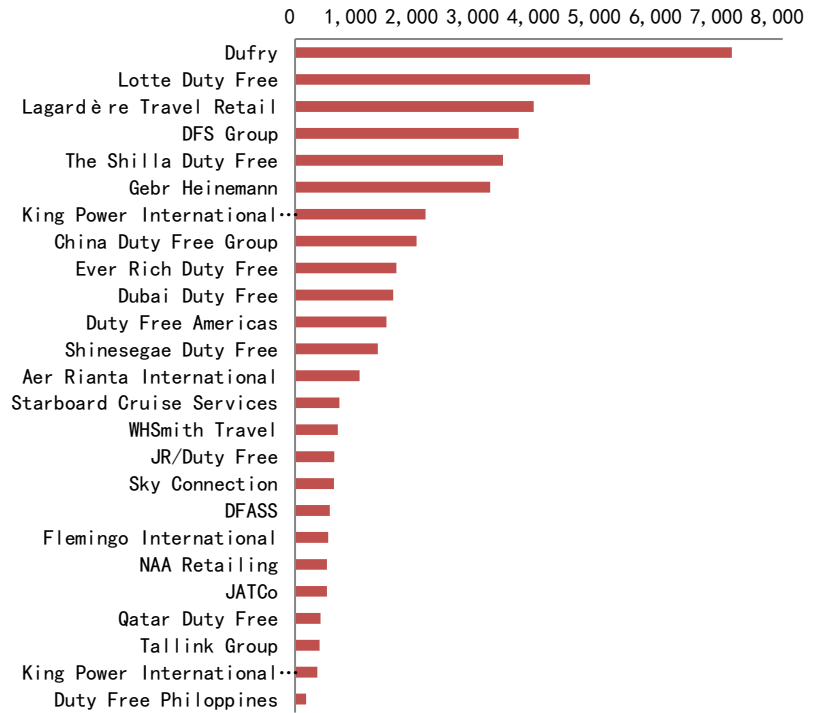


数据来源: Moodie Davitt Report, 爱建证券研究所

1.2 行业地位

穆迪报告 (Moodie Davitt Report) 评选的 2017 年世界 25 大旅游零售商中, Dufry 位列第一。旅游零售商以经营免税品为主, 也经营有税品。除了核心品类经营外 (香化、包袋、服装、烟酒等), 也有一些出售报刊杂志书籍等出版物, 如 Dufry、Lagardere, 而 WHSmith 则经营了很多专门店 (如手表店、太阳眼镜店等)。穆迪评选专注于旅游零售, 下图中数据均剔除了批发业务收入, 实际上一部分公司也经营批发业务, 体量较大的如 Gebr Heinemann。

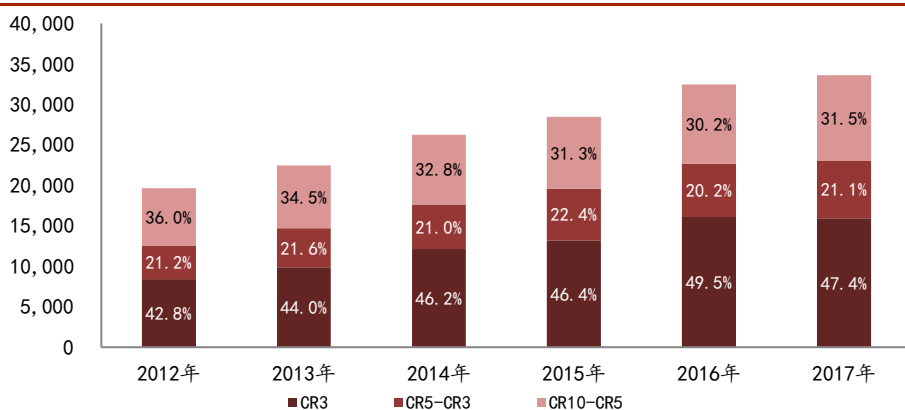
图表 3: 穆迪评选 2017 年世界 25 大旅游零售商 (百万欧元)



数据来源: Moodie Davitt Report, 爱建证券研究所

旅游零售运营商头部集中现象凸显。观察穆迪报告近六年数据, 行业前十大公司营业收入总和持续增长, 2017 年前十大零售商营业收入总和达 336 亿欧元, 同比增长 3.5%。分析前十大零售商的营收结构构成, 虽然前十名的成员略有出入, 但从趋势来看, Top3 零售商的营收占比持续保持增长, 主要侵蚀第五至第十位的零售商份额。也就是说即使是在头部零售商竞争领域, 强者愈强的情况也一直存在, 且持续强化。

图表 4：2012 年-2017 年全球主要旅游零售商营业收入占比变化（百万欧元）

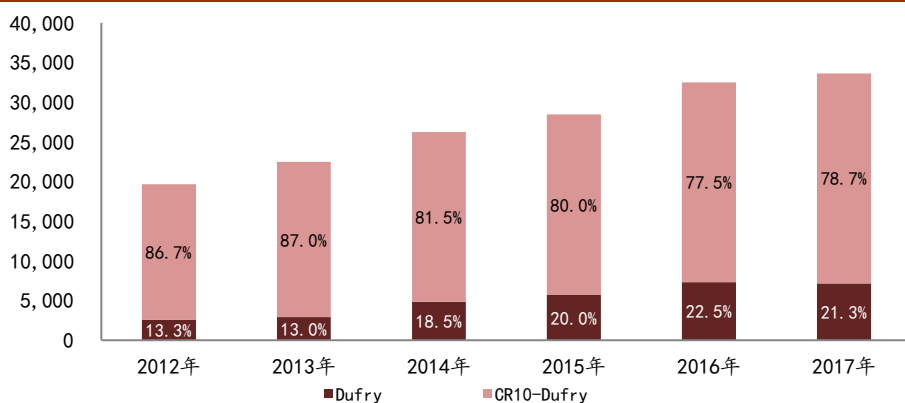


数据来源：Moodie Davitt Report, 爱建证券研究所

从 Dufry 所占份额来看，收购 Nuance 和 WDF 对公司营收提升显著，也极大提升了公司在前十大零售商的营收占比。合并后，Dufry 一家在前十大中的占比就超过 20%。这一方面是并表带来的收入增长使得公式中的分子数字变大，另一方面由于 Nuance 和 WDF 被合并，新的体量较小的零售商进入前十名名单，也就是说分母虽然增加但是远小于分子增量。据公司官网数据，通过内生增长和收购，2016 年公司在整个旅游零售业的市场份额达到 13%。

在目前的行业格局下，旅游零售巨头在选择收购标的时，更倾向于选择有一定规模和品牌，对自身的地理布局、产业链布局有补充的公司，这样的公司往往本身规模不小，在行业中排名中上。在这样的巨头通过收购兼并扩大自身规模的情况下，行业的集中度在一段时间内将越来越高。寡头垄断的趋势越发明显。

图表 5：2012 年-2017 年 Dufry 营业收入与同业比较（百万欧元）



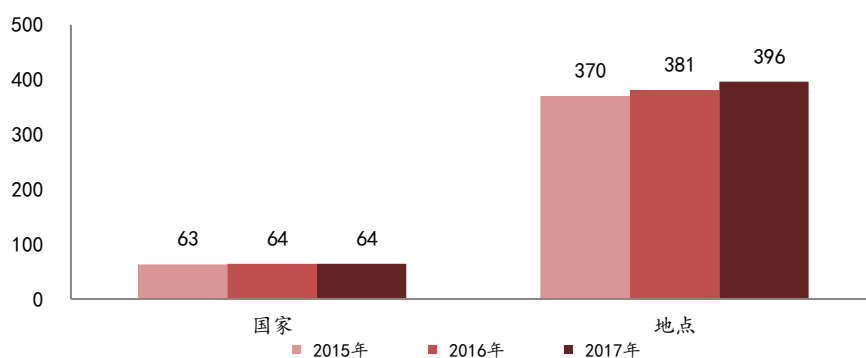
数据来源：Moodie Davitt Report, 爱建证券研究所

2、Dufry 公司经营情况

2.1 全球布局

Dufry 推行多元化的经营战略：通过地理多元化布局最大化机会、减轻风险 (Geographic diversification to maximize opportunities and mitigate risks)。截至 2017 年底，公司在五大洲 64 个国家的 396 个地点拥有 2,249 家店铺。

图表 6：2015 年-2017 年 Dufry 市场覆盖数统计



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从渠道来看，公司的营收主要来自于机场，占比达 91%，且近些年仍有逐渐增长的趋势。与之形成鲜明对比的是亚洲旅游零售商在市内店的营收占相当比例，这也是欧美旅游零售商和亚洲旅游零售商在经营渠道上最明显的区别。

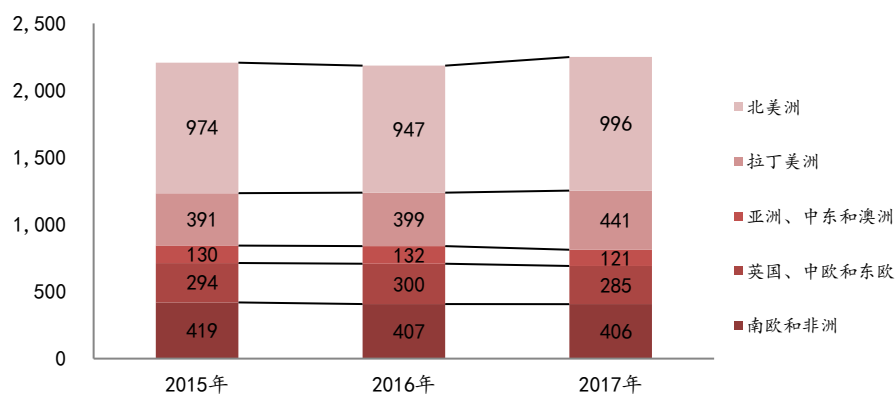
表格 2：2015 年-2017 年 Dufry 各渠道净收入占比

渠道	2015 年	2016 年	2017 年
机场	90%	91%	91%
边境、市内店、宾馆店	4%	3%	3%
火车站及其他	4%	4%	3%
游轮、港口	2%	2%	3%

数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从商店分布结构来看，北美洲经营商店数居五大地区板块之首，2017 年有 996 家商店处于运营状态。其次是拉丁美洲 441 家，在 2017 年首次超过南欧和非洲位居第二。随后是南欧和非洲 406 家，英国、中欧和东欧 285 家，亚洲、中东和澳洲 121 家。五个板块中商店数增长最快的是拉丁美洲，2017 年同比增长 10.5%。截至 2017 年底，北美洲和拉丁美洲商店数合计占比达 63.9%，这两个地区板块正是 Dufry 着力发展的重点地区。

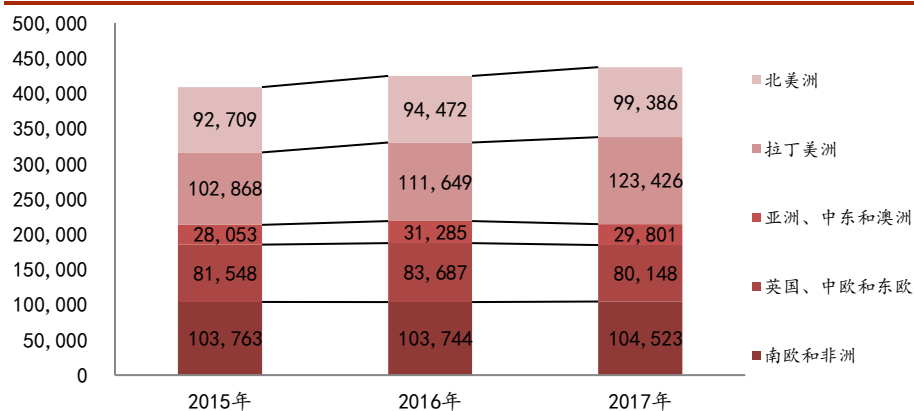
图表 7: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区经营商店数 (家)



数据来源: 公司年报, 爱建证券研究所

但从经营面积而言, 排第一的是拉丁美洲, 其经营面积达 12.3 万平方米, 其次分别是南欧和非洲 10.45 万平方米, 北美洲 9.94 万平方米, 英国、中欧和东欧 8.01 万平方米, 亚洲、中东和澳洲 2.98 万平方米。仍旧计算北美洲和拉丁美洲的合计数, 2017 年底两个地区经营面积合计占比为 51.0%, 虽小于商店数量在集团中的占比, 但也占了总营业面积的一半。

图表 8: 2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块经营面积 (平方米)



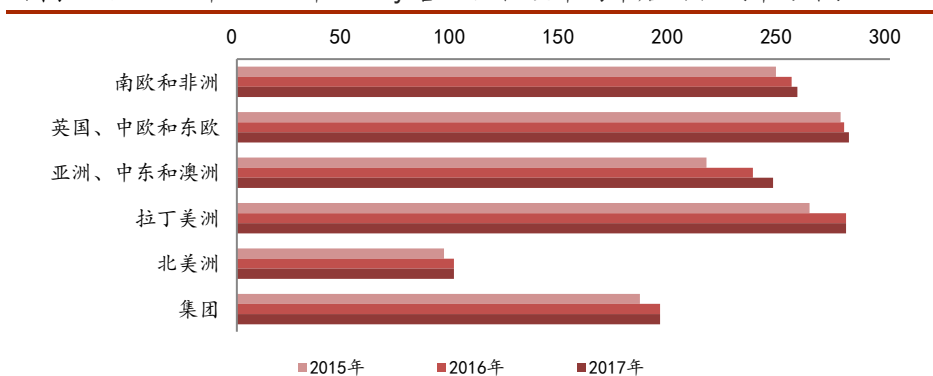
数据来源: 公司年报, 爱建证券研究所

测算各地区板块平均单店面积。首先从时间序列上看各版块都表现为单店面积的逐渐增加, 拉丁美洲, 亚洲、中东和澳洲两个板块在单店面积上增速较快。仅从年报公布数据来做分析, 两者增加的原因不尽相同。拉丁美洲新开店速度快, 可能是新开门店面积较大, 从而提升该地区单店面积的整体水平。而亚洲、中东和澳洲商店数量减少, 可能是由于关闭了一些面积较小的门店, 从而提高了剩余门店的平均单店面积。

从店铺单店面积绝对数上分析, 四大地区板块数据大致接近, 而北美洲远远落后。北美洲商店数最多, 经营面积却只能排到第三, 单店面积更是垫底, 原因在于

Dufry 在北美地区的经营主体主要是 Hudson，Hudson 旗下业态较多，包括旅行必需品和便利店、书店、免税店、专有和品牌专卖店、电子商店、主题商店和快速服务的食品和饮料店等 (Travel essentials and convenience stores, bookstores, duty-free stores, proprietary and branded specialty stores, electronics stores, themed stores and quick-service food and beverage outlets)，因不同业态的经营特点，其单店面积会相应变化。北美洲地区的 996 家门店中超过 500 家是 Hudson 旗下的便利商店，与此可做对比的数字是全球其他地区板块在营便利店总计约 150 家，因此北美洲单店面积自然较小。

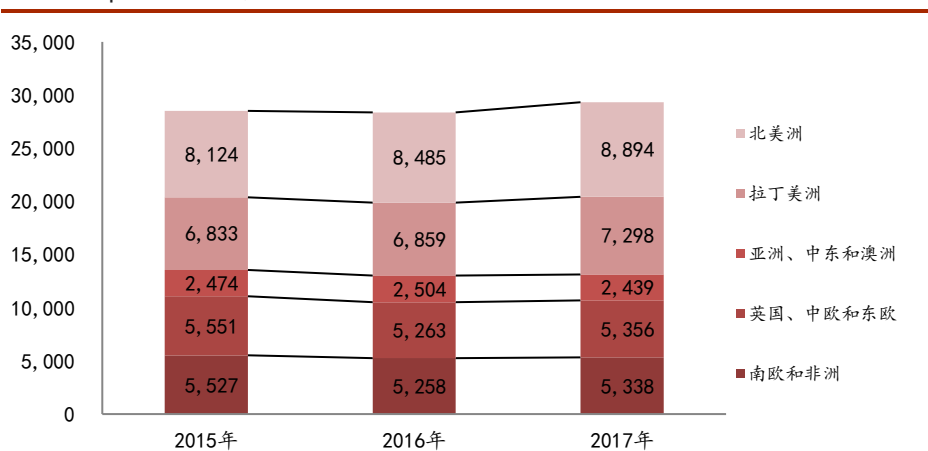
图表 9：2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块平均单店面积（平方米）



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从人力资源使用角度来看，以全职人力工时 (FTE, Full-time equivalents) 为单位进行比较，假定 1FTE 为一个全职员工全年工作量的基本单位，称作 1 人次。北美洲的人力投入最高，达到 8,894 人次，其次是拉丁美洲 7,298 人次。第三名是英国、中欧和东欧 5,356 人次，与之相差无几的是南非和欧洲 5,338 人次，居于末尾的是亚洲、中东和澳洲 2,439 人次，远低于其他地区板块。

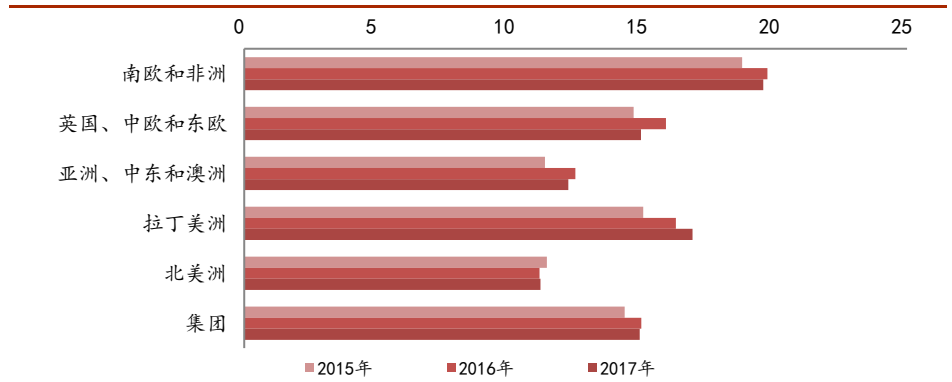
图表 10：2015 年-2017 年 Dufry 各地区板块全职人力工时 (FTE, Full-time equivalents)



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从人力资源使用效率上来看，考虑各版块的经营面积得到人均服务面积数据。南欧和非洲人均服务面积最大，估计存在人力成本较高的原因。人均服务面积较小的是亚洲、中东和澳洲，以及北美洲。前者可能因为亚洲地区人力成本较低，因此在相同成本预算下可以比其他地区板块雇佣更多人力，为顾客提供更优质、细致的服务；后者预计更多是受业态影响，北美洲地区便利店占比高，单店面积小，需要更多的人力投入，因此人均服务面积相应变小。在所有板块中，拉丁美洲是唯一一个人均服务面积持续增大的地区，原因可能与上文讨论过的拉丁美洲单店面积持续增长有关，面积较大的门店数量增加，而人力增速相当对较慢。

图表 11：2015 年-2017 年 Dufry 各地区人均服务面积（平方米/人次）



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

对比各板块的人力投入和店铺数量、经营面积的关系，可见人力投入主要与店铺数量相关，受经营面积影响相对较小。也就是说在店铺不同业态的经营中，人力是绝对值相对固定的一个成本构成部分，理论上来说在店铺总成本中的占比会随着经营面积的增加而减少。如果小面积业态占比高、分布多，则人均服务面积较小，人力成本较高；如果大面积店铺占比高，则人均服务面积会增大，人力成本较小。人力成本与公司营收的关系与变化情况，将在后文的“营运能力”部分做进一步阐述分析。

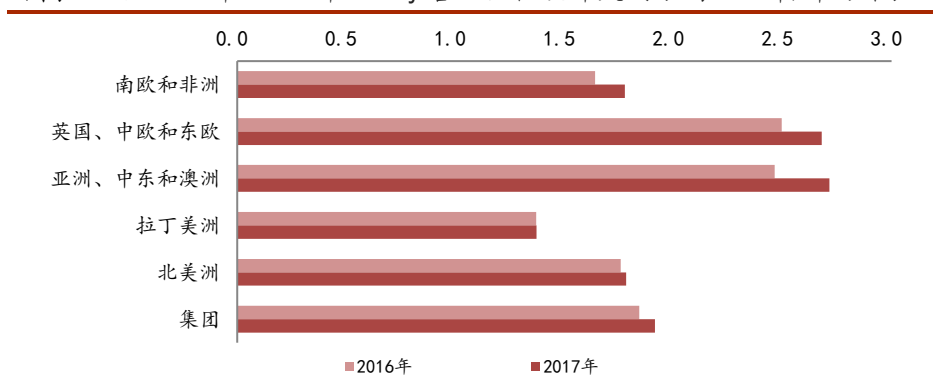
表格 3：2017 年各地区板块人力投入、店铺数量和经营面积排序情况

位序	人力投入	店铺数量	经营面积
1	北美洲	北美洲	拉丁美洲
2	拉丁美洲	拉丁美洲	南欧和非洲
3	英国、中欧和东欧	南欧和非洲	北美洲
4	南欧和非洲	英国、中欧和东欧	英国、中欧和东欧
5	亚洲、中东和澳洲	亚洲、中东和澳洲	亚洲、中东和澳洲

数据来源：公司年报，爱建证券研究所

分析完地理分布情况，接下来测算各地区板块的经营效率。由于年报披露数据口径问题，仅比较 2016 年和 2017 年各地区板块的店铺坪效情况。从增长上来看，2017 年南欧和非洲 8.3%，英国、中欧和东欧 7.3%，亚洲、中东和澳洲 10.2%，这三个地区板块坪效增速较快。拉丁美洲，北美洲两地坪效增速较慢，除了地区因素的差别和商店业态的不同外，过去一年两地开店速度较快也是重要原因，新开店爬坡期拖累板块总体坪效增长。从坪效绝对数来看，英国、中欧和东欧 2.68 万瑞士法郎/平方米，亚洲、中东和澳洲 2.71 万瑞士法郎/平方米，远超其他地区位列第一梯队。

图表 12：2016 年-2017 年 Dufry 各地区板块坪效（万瑞士法郎/平方米）

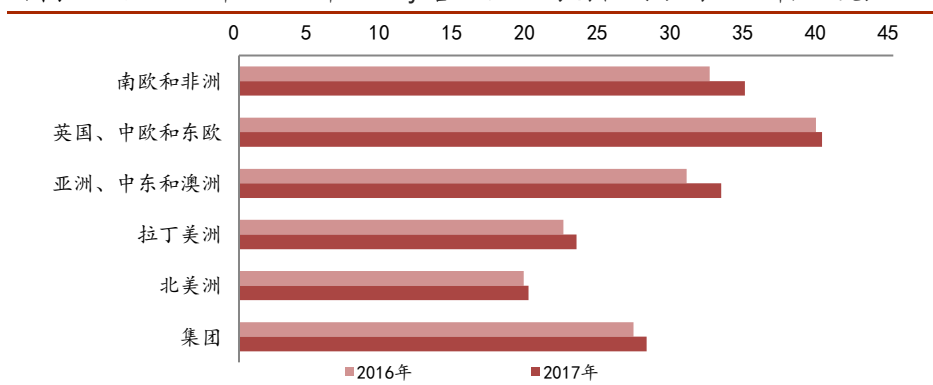


数据来源：公司年报，爱建证券研究所

测算人均创收情况，以单位全职人力工时即每人时为最小单位。三个地区的人均创收高于集团平均水平，分别是英国、中欧和东欧 40.09 万瑞士法郎/人次，南欧和非洲 34.80 万瑞士法郎/人次，亚洲、中东和澳洲 33.17 万瑞士法郎/人次。其中英国、中欧和东欧，南欧和非洲两地营业收入较高、FTEs 较低，因此人均创收自然较高。拉丁美洲，北美洲两地人均创收较低，也正是受营收不高、FTEs 投入较多所拖累。

而从人均创收的变化来看，各地均保持增长，其中南非和欧洲 7.5%，亚洲、中东和澳洲 7.8% 两地增长较快，而这两个地区也正是人均创收较高的地区。仅从人均创收来看，这两地表现出良好的成长性和较强的盈利能力。

图表 13：2016 年-2017 年 Dufry 各地区人均创收（万瑞士法郎/人次）



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

小结 2017 年年报数据来对比各个地区板块的基本情况。大体来说目前经营效益较好的是英国、中欧和东欧板块这样的成熟市场，坪效和人均创收上都具有领先地位。而拉丁美洲在营商店的总经营面积大，业态分布以大面积店铺为主，较有发展潜力。

表格 4：2017 年 Dufry 各地区板块关键运营数据

地区	商店数	经营面积 (平方米)	全职人力工时 (人次)	营收(百万瑞 士法郎)
南欧和非洲	406	104,523	5,338	1,858
英国、中欧和东欧	285	80,148	5,356	2,147
亚洲、中东和澳洲	121	29,801	2,439	809
拉丁美洲	441	123,426	7,298	1,694
北美洲	996	99,386	8,894	1,772

数据来源：公司年报，爱建证券研究所

2.2 多元经营

公司贯彻多元化经营的策略，各个地区板块的经营侧重各有不同。这意味着公司的营收和增速不仅仅依赖于某个单一市场或单一的地区板块。公司目前所签订的最大的特许经营合同所创营业收入仅占公司总营收的 7%，前十大特许经营合同合计占比不到 35%。特许经营合同的分布情况比较多样化，照顾了各个地区板块以及新兴市场和成熟市场的平衡。即使某一板块业务出现剧烈波动或较大衰退（如严重疫情、恐怖袭击等事件发生重创当地旅游业），公司在其他地区的经营仍能正常运行，而总营收不至于受到太大影响。得益于近期一些重要合同的成功续约，至 2017 年底公司所签订的特许经营合同平均剩余期限超过七年。

从业态来看，公司运营的店铺类型包括旅游零售店、Dufry 购物店、品牌精品店、便利店、专门店和主题店等。公司大力推进数字化战略，主要手段是开设新一代店铺 (New Generation Stores)。2017 年至 2018 年初，公司在马德里、墨尔本、坎昆、苏黎世开设了四家新一代店铺，标志着商店设计进入新纪元。这种新型的旅游零售店模式通过数字化的设备与服务，给予顾客全新的购物体验，包括可提供多种服务语言、个性化的促销定制、针对不同顾客不同国情的全天候机场营销推广等。

表格 5：Dufry 经营多种业态的旅游零售商店

类型	经营情况
旅游零售店 General travel retail shop	最常见的旅游零售店，含有全品类商品，主要在机场运营，也开设于港口或其他地点。截至 2017 年底 Dufry 共运营超过 700 家此类商店。

<p>Dufry 购物店 Dufry shopping store</p>	<p>主要面向境内旅行者，提供有税商品，所提供的商品和服务的体验对标免税店。此类商店最早在 2014 年创立于巴西，随后快速推广至巴西其他 7 个城市，2017 年开始美国也开设此类商店。</p>
<p>品牌精品店 Brand boutique</p>	<p>为旅行者提供大型商场般的购物体验，一般以单体店或店中店的形式开设。截至 2017 年底 Dufry 共运营超过 150 家品牌精品店。</p>
<p>便利店 Convenience store</p>	<p>公司通过几个不同的零售品牌来运营便利店，其中 Hudson 是该领域最重要的品牌。便利店在机场的国际区域和境内区域均有运营，同时也布局于火车站以及其他交通枢纽。北美地区有超过 500 家便利店，其他地区有超过 150 家。</p>
<p>专门店和主题店 Specialized store and theme store</p>	<p>提供不同品牌的同一类商品，或者具有相关性的一些产品，如钟表首饰店、地方特产店、亲子产品店、酒世界等，一般开设于机场、港口、游轮、酒店、市中心等位置。截至 2017 年底 Dufry 共运营超过 650 家此类商店。</p>

数据来源：公司官网，爱建证券研究所

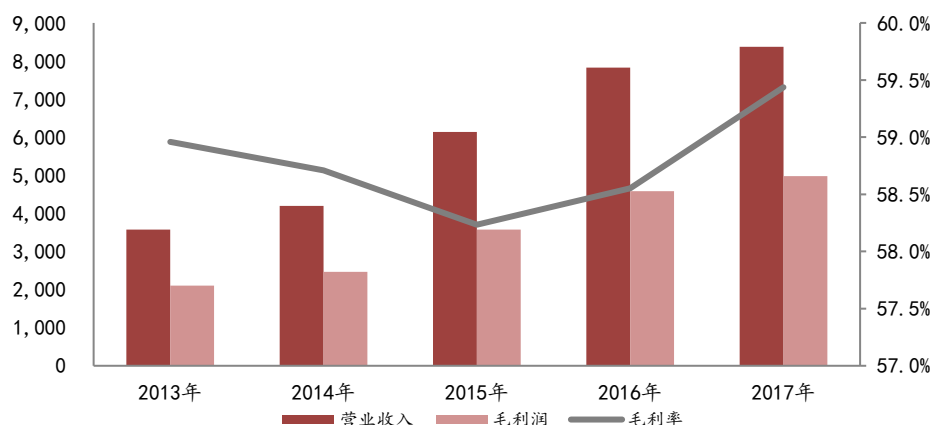
2.3 盈利能力

Dufry 从 2014 年开始稳居全球旅游零售排行榜榜首，主要得益于公司在 2014 年收购 Nuance 及次年收购 WDF。据公司年报，以稳定汇率折算，近十年公司营业收入的复合增长率为 19%，其中内生增长贡献 4%、并购贡献 15%。

2014 年-2017 年公司营业收入增长分别为 17.5%、46.3%、27.5%、7.0%，前三年的增速主要来自于收购并表带来的规模扩张，2017 年的增速可视作收购整合之后的内生增长收益，在拥有世界第一的旅游零售规模后，仍能达到 7%的营收增速，Dufry 的增长较为稳健。

公司毛利润稳定增长。而从毛利率来看，2014 年、2015 年由于并购整合略有下降，因为 Nuance 和 WDF 各自的毛利率低于 Dufry，两年分别降低了 0.25pct、0.47pct。在 2016 年 WDF 全年并表之后，整合成果显现，当年毛利率转而上升 0.32pct，2017 年更是提高了 0.89pct 到 59.44%，且高于收购 Nuance 和 WDF 前的 2013 年。公司通过并购产生规模效应，提高了购买议价能力，同时也获得了整合协同效应。

图表 14：2013 年-2017 年 Dufry 营业收入及毛利润（百万瑞士法郎）



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

免税毛利空间测算

公司的销售业务分免税品和有税品两个品类。Dufry 根据购买者的出入境情况将其分为国际旅行者和境内旅行者，分别对应免税品零售和有税品零售。Dufry 通过“Dufry 购物店”（Dufry Shopping store）这个概念来为境内旅行者提供可与国际旅行者免税服务水平相看齐的高水准购物服务，在这样的有税环境中针对国内旅行者销售的产品被称之为有税品。根据 Dufry 的定义，免税品和有税品产品本身并没有明显的差别，因而其毛利率水平相差自然不大。2017 年年报显示 Dufry 综合毛利率为 59.4%。

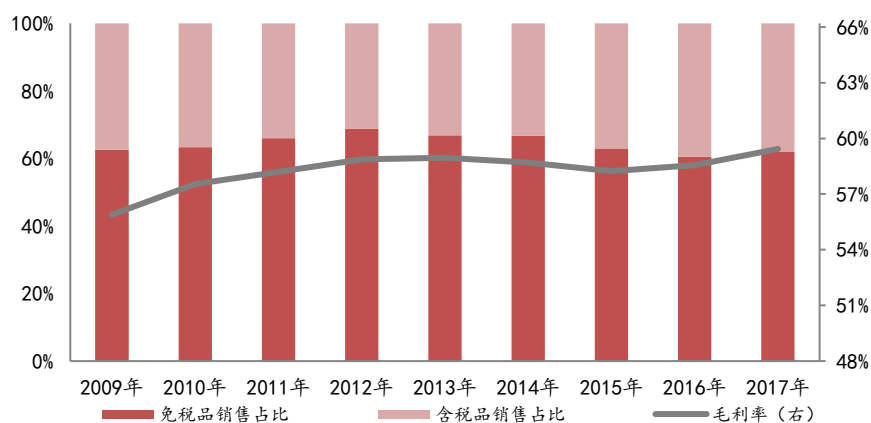
而中国国旅对免税、有税的划分标准则与之不同。根据中国国旅招股说明书显示：“有税业务板块——特许经营业务、自有品牌产品开发业务以及有税商品的品牌代理业务”，主要是从产品的角度来区分出有税品这一品类。根据公司的年报数据，2018 年上半年公司免税商品销售业务（包括批发和零售）毛利率为 52.5%，有税商品销售业务毛利率为 27.6%。

直接对比 Dufry 和中国国旅免税品、有税品毛利率不具有现实意义。而对 Dufry 毛利润构成进行结构分析，可以来推测中国国旅旗下免税商品零售的毛利率上限，或者说提升空间。

据 Hudson（Dufry 子公司，是 Dufry 在北美洲的经营主体，于 2018 年 2 月在纽交所上市）的招股说明书显示，2017 年前三季度销售毛利率为 62.2%，2016 年同期为 61.5%。毛利率提升主要是由于产品矩阵由低毛利率产品往高毛利率产品迁移，以及并购 WDF 之后产生的供应链协同效应。2017 年前三季度免税品、有税品销售收入占比分别为 24%和 76%，两者的毛利率均有较小幅度的提升。招股说明书称 Hudson 有税品销售的毛利率仅略高于（slightly higher）免税品销售的毛利率。需补充说明的是 Hudson 的免税品大部分由 Dufry 供货，而 Dufry 的年报数据中北美地区的营业收入几乎全部来自于上市公司 Hudson（包括 Hudson 及其运营的 Nuance、WDF）。

对比近十年 Dufry 的免税品、有税品营业收入结构以及毛利率变化数据,可以发现 Dufry 综合毛利率的波动受免税品影响更大(Dufry 免税销售占比高),且免税品销售占比上升时毛利率大概率也会提高,由此推测 Dufry 全球范围内有税品毛利率低于免税品。

图表 15: 2013 年-2017 年 Dufry 营业收入及毛利润 (百万瑞士法郎)



数据来源: 公司年报, 爱建证券研究所

假设 Dufry 和 Hudson 免税品毛利率相似,全球范围内有税品毛利率因地区差异、产品矩阵不同存在波动空间,由上文推论假定全球范围内 Dufry 有税品毛利率低于免税品。从 Hudson 2017 年年报财务数据可得, Hudson 免税毛利率 < 62.26% < Hudson 有税毛利率。因此:

Dufry 有税毛利率 < 59.43% < Dufry 免税毛利率 ≈ Hudson 免税毛利率 < 62.26% < Hudson 有税毛利率

若以上假设和推论成立,可得出 Dufry 免税品的毛利率区间大约是 (59.4%, 62.3%)。从历史数据分析,以及考虑 2014 年、2015 年收购 Nuance 和 WDF 后的整合协同效应,2017 年的毛利率已是历史较高水平,从规模经济角度来看可以认为已经逼近免税品毛利率上限值。

表格 6: Dufry 和 Hudson 毛利率以及免税品、有税品销售占比

Dufry	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
毛利率	55.89%	57.54%	58.21%	58.87%	58.96%	58.70%	58.23%	58.55%	59.43%
免税品销售占比	62.61%	63.33%	66.00%	68.81%	66.88%	66.76%	62.94%	60.49%	61.95%
有税品销售占比	37.39%	36.67%	34.00%	31.19%	33.12%	33.24%	37.06%	39.51%	38.05%
Hudson						2014	2015	2016	2017
毛利率						62.05%	61.93%	61.75%	62.26%
免税品销售占比						14.66%	21.50%	22.19%	24.22%
有税品销售占比						85.34%	78.50%	77.81%	75.78%

数据来源: 公司年报, 爱建证券研究所

2017年中国国旅免税商品销售业务毛利率为45.72%，当年收购的日上中国其商品销售毛利率为55.99%。2018年上半年并表后的中国国旅免税商品销售业务毛利率达到52.5%，该数据包括批发和零售。对比Dufry免税品毛利率（59.4%，62.3%），可见通过扩大规模增强议价能力，中国国旅的免税商品毛利率还有一部分上升空间，毛利润增量将对业绩提升作出可观贡献。

2.4 营运能力

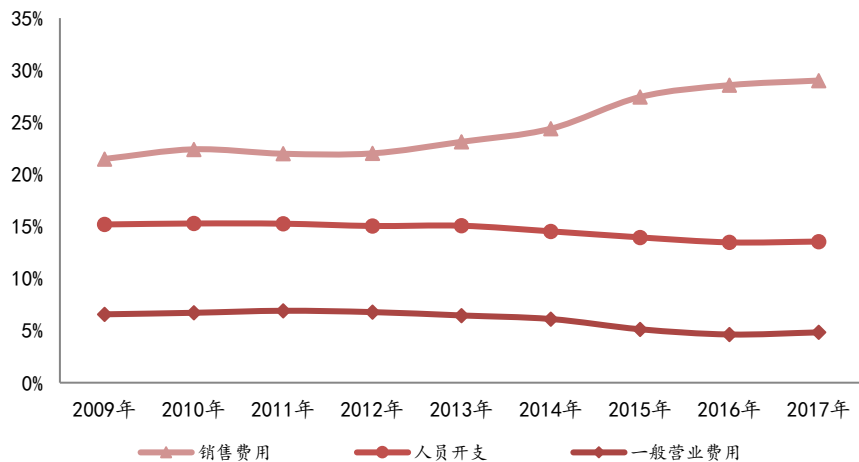
分析Dufry近九年的利润表数据，重点关注销售费用、人员开支和一般营业费用，以其占营业收入比例来衡量，可以观察到比较明显的变化趋势。

三者中占比最高的是销售费用。销售费用包括特许经营费和租金、信用卡佣金、广告费和佣金、打包材料、其他支出，抵扣项包括特许经营收入和租金收入、佣金收入、商业服务和其他收入。从2009年到2017年，销售费用的支出占比从21.5%上升至29.0%，主要源于特许经营费和租金的上升。销售费用构成中特许经营费和租金占93%以上。2017年Dufry特许经营费和租金支出达到23.3亿瑞士法郎，以营业收入为分母来做比较，特许经营费和租金占比达到了27.7%，而该数字在2009年仅为21.1%。

占比第二的是人员开支，主要包括员工工资、社保支出、退休福利、其他人员支出等。人员开支从2009年的15.2%下降到2017年的13.5%，减少了1.7pct。人员开支占比下降的主要原因是人员效率的提升，FTE在2017年相比2009年增加了166.6%，而同期营业收入增长了252.2%。

占比较少的是是一般营业费用，所含科目较多，支出数额较为均衡，该项目主要包括维修费、律师审计等中介费、信息系统费、管理费用、差旅费用等等。一般营业费用同人员开支一样受益于公司收购扩张的规模效应，从2009年的6.6%下降到2017年的4.8%，减少了1.6pct。

图表 16：2009年-2017年 Dufry 主营各营业成本占营收比例

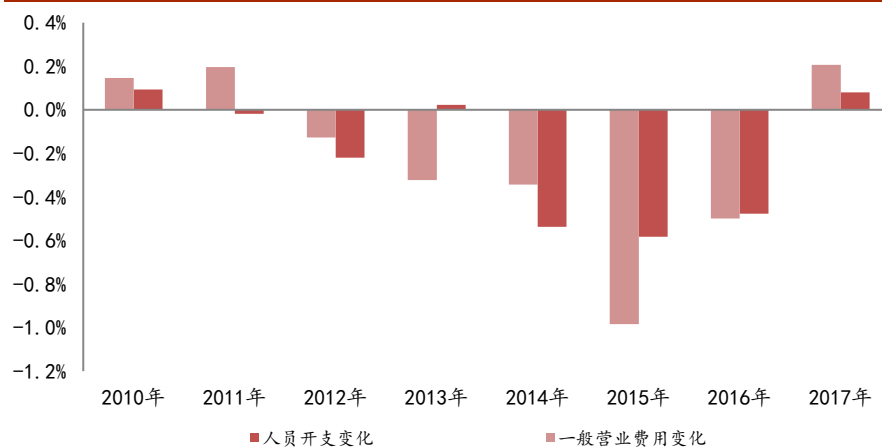


数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从时间序列来看公司经营的规模经济。由于销售费用主要是特许经营费和租金，而特许经营费是与不同的交通枢纽运营方或房东具体谈判而商定的，虽然可能在谈判阶段一定程度上受益于良好的品牌效应和顾客基础，但主要影响因素不是公司经营规模，因此在此处不讨论销售费用的变化与规模经济的关系。从人员开支和一般营业费用来看，2009年-2011年保持稳定，2012年-2016年处于下降阶段，在先后收购 Nuance 和 WDF 的 2014 年和 2015 年，公司的人员开支和一般营业费用则出现了明显的下降，2016 年也延续了下降趋势，直到 2017 年才略有上升。因此可以说在目前来看，公司收购带来的是良好的规模经济效应，

2017 年公司的经营商店数、经营面积都实现了较大的增长，营运成本控制是否由于受新开业商店拖累不得而知，而 2017 年的成本上升是否意味着规模经济的转折点，尚待后续财务数据的披露来进一步分析。

图表 17：2010 年-2017 年营运成本的规模经济

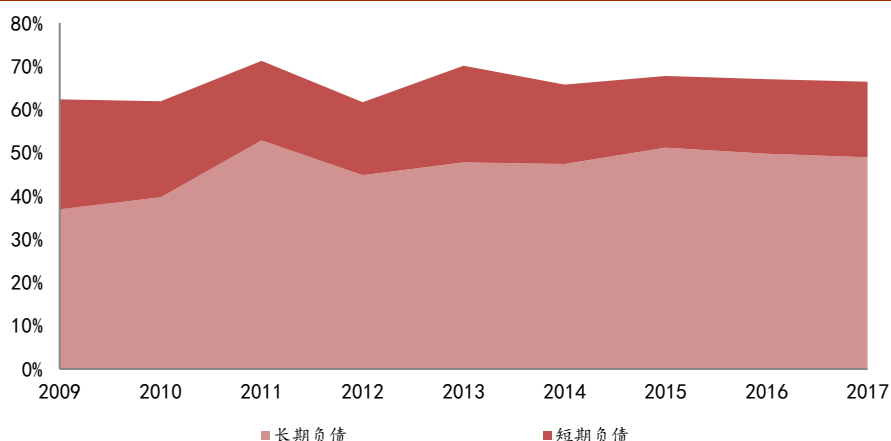


数据来源：公司年报，爱建证券研究所

2.5 资本结构

公司一直以来在全球各个地区通过收购各种规模的旅游零售公司来扩大在当地的经营规模，尤其是 2014 年、2015 年对 Nuance、WDF 的收购，极大提高了公司的资产规模和营业收入。在频繁的收购下，分析公司的资产负债率指标，可以发现从 2009 年至今，公司的总负债比例较为稳定，基本保持在 60%-70% 区间。而在内部结构上则出现了分化，长期负债比例不断提高，短期负债逐渐减少。2009 年长期、短期占比分别为 36.9% 和 25.4%，而到了 2017 年，两者分别为 48.9% 和 17.5%。

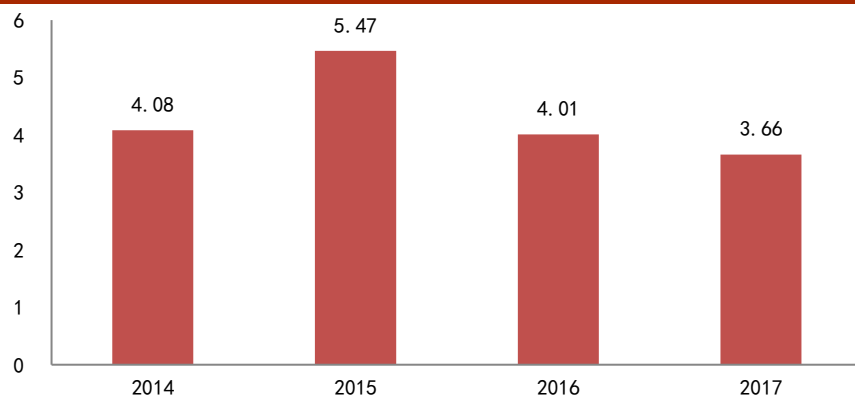
图表 18：2009 年-2017 年公司资产负债率



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

公司在完成对 Nuance 和 WDF 并表之后，曾在 2015 年年报中提出，凭借强大且稳定的现金创造能力，公司可以在降杠杆的同时实行更灵活的战略来实现有机增长，或者将现金分红给股东，并提出未来两年的重点将是把净债务比率（Net debt/EBITDA）降低至三倍以内。2016 年-2017 年公司净债务比率相较 2015 年有很大的下降，但距离 3 倍还有一定的空间。

图表 19：2009 年-2017 年公司净债务比率



数据来源：公司年报，爱建证券研究所

从以上分析来看，公司的债务情况良好，且处于可控的改善趋势中。即使未来有进一步的大型收购计划，公司的财务情况将能够支持收购所需资金，且在收购完成后通过良好的盈利能力和稳定的现金流保持较好的偿债能力。

3、国内免税龙头中国国旅（601888）

先后收购日上中国和日上上海后，中国国旅旗下的中免公司在穆迪评选的 2017 年世界 25 大旅游零售商排名第 8 位，首次跻身前十。如同 Dufry 走过的收购扩张之路，中免公司也在探求最大化日上协同效应的方式。并表日上之后，中免公司在国内免税市场的营收占比据估算将达到近八成。

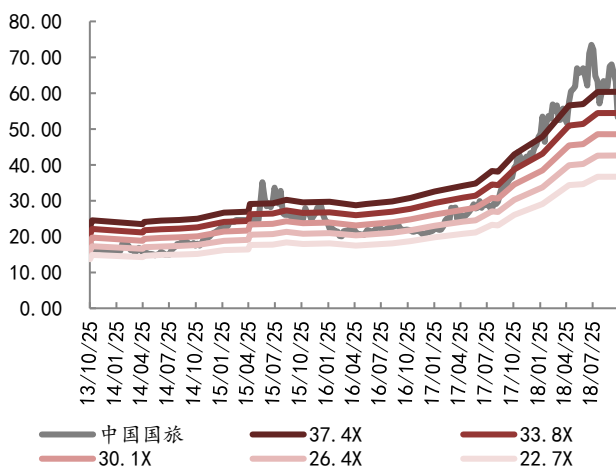
在国内业务方面，公司已获得北京、上海、广州以及一些二线城市的出入境机场免税业务经营权，目前的重点是发挥日上的渠道优势，丰富产品矩阵，提高毛利率以对冲机场高扣点率对业绩的一部分影响。

离岛免税方面，公司免税销售收入近一半来自于三亚店贡献。而近期受海南岛或放开免税牌照传言影响，公司股价大幅回调。消息是否属实尚待文件正式出台，估值回调更多是由于前期涨幅较大，而在外围环境影响下大盘调整、消费股回调，中国国旅此前股价调整较小，此次随着传言而将利空情绪集中释放。就基本面而言，仍然看好公司免税业务的发展。

目前中免公司更多着眼于开拓国际市场，在国际扩张方面，可以参考 Dufry 的一些战略选择。在地区、业态方面以多元化的方式适应不同市场、不同客户群体的偏好与需求。近期公司先后发布澳门机场免税店、澳门市内免税店公告，在中免公司当下的规模和运营能力下，看好公司未来开拓国际市场的前景。

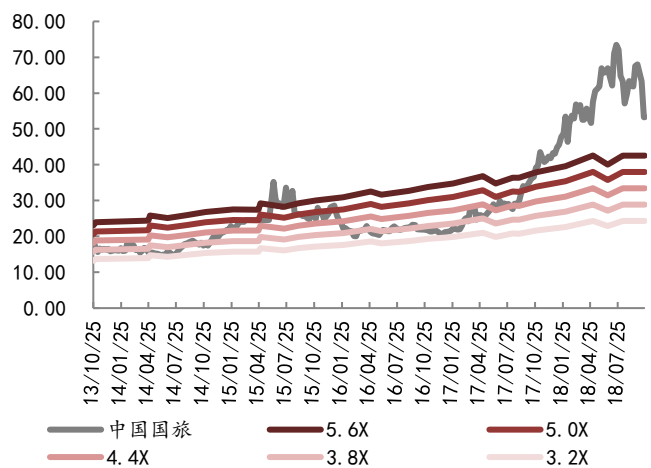
中国国旅在国内的免税业务发展加速，目前在免税市场占比高，拥有极强的行业护城河，看好未来国际扩张。预计公司 2018、2019 年 EPS 分别为 2.07/2.46 元，对应 PE 为 26/22 倍，给予“推荐”评级。

图表 20：中国国旅 P/E Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 21：中国国旅 P/B Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 1) 旅游行业系统性风险；
- 2) 重大意外灾害事件；
- 3) 免税经营政策变化；
- 4) 免税特许经营合同续期风险。

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com