

上海机场（600009）深度研究报告

畅想精品战略，免税红利第二阶段未来将启

推荐（维持）

目标价：94元

当前价：79.11元

- ❖ **机场免税第一阶段红利：香化品主导。**1) 6月深度研究《机场免税红利再探讨：颜值经济黄金时代受益者》中，我们着重探讨了以香化占比接近80%的品类设置下，**免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求**，并从对高档香化免税品消费-免税Vs有税-境内Vs境外-机场Vs市内店进行全链条完整分析，提出我国颜值经济黄金时代到来。2) **上海机场：香化优势持续，优化体验增强粘性。**预计浦东机场2019年免税销售额约137亿元，同比增速超20%，人均免税贡献约354元，持续显著领先国内各机场。卫星厅投产后，免税面积增加近1万平方米，我们实地调研观察新入驻品牌如怡丽丝尔、茵芙莎等，对于热销大牌如香奈儿、雅诗莱黛、迪奥等开设单独门店，加开体验式概念店，强化购物体验，增强机场免税购物人群粘性。
- ❖ **机场免税红利第二阶段：畅想精品战略。**我们认为持续强化香化领域优势同时，机场也会进入精品战略期（主要包括箱包、首饰配饰、服饰、手表等）。1) **海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费。**a) 免税额度历经5次调整从5000元提升至3万/人。推动海南免税销售额2011-18年复合增速39%（从9.86亿提升至101亿元），购物人数复合增速28%，截止19年11月销售金额129亿元，购买旅客329万人次，同比增长34%和20%。b) **测算购物人群人均消费金额达到3915元，较11年接近翻倍。**尤其提升到3万额度后，2019年人均贡献再次出现2位数增长。c) **分品类看，19年1-11月化妆品、箱包、手表分别占比54.9%、10.01%和8.82%。**（箱包、手表合计销售额24.26亿元）。2) **LVMH的启示：亚洲地区、精品销售处于集团内的高景气。**LVMH2018年营业收入468亿欧元，同比增长9.8%。a) **分地区看：亚洲（除日本）占比29.3%，2010以来复合增速13.2%，超过整体11%的增速，17-18年增速分别为19.7%及15.5%。**b) **分品类看：精品类销售增速最快。**皮革制品收入占比39.4%，增速看，手表/珠宝2010年以来复合增速19.6%，精选零售增速12.3%，皮革制品增速11.8%。3) **我们认为拓展精品需满足的三项条件：一看机场保障运营能力（面积与流量），二看免税运营商意愿，三看政策。**卫星厅投产使得上海机场正在强化第一项条件；从首都机场以及三亚店精品开拓与设置看，作为国内最具消费潜力的机场开拓精品是大势所趋；目前尚待观察免税政策，若额度提高将加速推进。4) **精品免税销售额空间测算。**我们预计未来上海机场精品销售额占比或至少达到2成水平。2019年海南离岛精品平均客单价为738元（整体3915元）。假设上海机场购买精品旅客单价与之相同，进店购买率10%，对应19年销售29亿，为预计销售额137亿的21%，相当于模拟总额的17%。同理假设2025年购买精品单价提升至1307元（复合10%），对应销售额69亿，相当于模拟总额的18%。考虑扣点25%，精品销售额为机场带来7.13-17.3亿的收入，5.3-13亿净利润。
- ❖ **投资建议：扰动因素料将减弱，公司具备市值提升空间。**a) 维持盈利预测及目标价：19-21年净利润分别为51、56、67亿元，对应PE29、27和23倍。一年期目标价94元，对应2021年27倍PE（相当于2020年32倍PE），强调“推荐”评级。3) 持续看好中长期空间：测算2025年国际旅客可达5300万人，人均贡献约600元，免税销售额320亿，整体120亿利润，给予20-25倍PE，2400-3000亿市值，较当前60%-100%空间。4) **催化剂：未来精品战略实质性启航，推动免税销售可观增量贡献。**
- ❖ **风险提示：宏观经济弱于预期，导致免税消费下降；市内店冲击超出预期。**

主要财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万)	9,313	11,536	13,408	15,185
同比增速(%)	15.5%	23.9%	16.2%	13.2%
归母净利润(百万)	4,231	5,106	5,566	6,713
同比增速(%)	14.9%	20.7%	9.0%	20.6%
每股盈利(元)	2.20	2.65	2.89	3.48
市盈率(倍)	36.0	29.9	27.4	22.7
市净率(倍)	5	5	4	4

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为2019年12月20日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	192,696
已上市流通股(万股)	109,348
总市值(亿元)	1,524.42
流通市值(亿元)	865.05
资产负债率(%)	13.8
每股净资产(元)	16.1
12个月内最高/最低价	88.9/45.84

市场表现对比图(近12个月)



相关研究报告

《上海机场（600009）2019年中报点评：业绩同比增长33.5%符合预期，免税维持高景气，颜值经济黄金时代受益者，持续推荐》

2019-08-27

《上海机场（600009）2019年三季报点评：Q3利润增速15.7%，业绩符合预期，颜值经济黄金时代受益者，持续推荐》

2019-10-30

《上海机场（600009）深度研究报告：复盘泰国机场十年40倍涨幅之路；上海机场优质赛道、管理溢价，市值具备提升空间》

2019-11-03

目录

一、机场免税第一阶段红利：香化品主导.....	5
（一）颜值经济黄金时代催化了香化品占主导的机场免税第一阶段红利.....	5
（二）上海机场：香化优势持续强化，优化体验增强粘性.....	6
二、机场免税红利第二阶段：畅想精品战略.....	9
（一）海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费.....	10
（二）LVMH 的启示：亚洲地区、精品销售处于集团内的高景气.....	12
（三）拓展精品需满足的三项条件.....	14
（四）精品免税销售额空间测算.....	18
三、投资建议：扰动因素将减弱，上海机场具备市值提升空间.....	22
四、风险提示.....	22

图表目录

图表 1	机场免税业务逻辑链条	5
图表 2	三亚海棠湾免税销售额	6
图表 3	上海机场免税销售额	6
图表 4	人均 GDP 比较	6
图表 5	人均化妆品消费金额（美元，2017）	6
图表 6	日上各品类品牌数量	7
图表 7	上海机场免税店面积规划	7
图表 8	卫星厅香化店（均为 2019 年 12 月 14 日实拍）	8
图表 9	香化店内景	8
图表 10	香奈儿香化店	8
图表 11	迪奥香化店	8
图表 12	香化体验店	9
图表 13	修丽可体验仪器	9
图表 14	日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）	9
图表 15	海南离岛免税政策演变	10
图表 16	海南离岛免税销售额	11
图表 17	海南离岛免税购物人次	11
图表 18	海南离岛免税客单价	11
图表 19	海南离岛免税销售额分品类分布	12
图表 20	海棠湾部分精品及价格对比	12
图表 21	亚洲（除日本）占比最高	13
图表 22	亚洲（除日本）增速最快	13
图表 23	精品类占比最高	13
图表 24	时尚&皮革增速最快	13
图表 25	LVMH 分部数据	14
图表 26	樟宜机场 LV 专卖店	14
图表 27	樟宜机场爱马仕专卖店	14
图表 28	樟宜机场精品集成店	15
图表 29	樟宜机场腕表店	15
图表 30	仁川 T1&候机厅店铺分布（绿色文本框为精品品牌）	15
图表 31	仁川 T2 精品店铺分布	16
图表 32	卫星厅精品店	17

图表 33	卫星厅精品店	17
图表 34	卫星厅精品店	17
图表 35	卫星厅精品店	17
图表 36	卫星厅俨然一家大型购物中心	18
图表 37	上海机场销售额分品类分布	18
图表 38	全球免税销售额分品类分布	18
图表 39	韩国免税销售额分品类分布	19
图表 40	仁川免税销售额分品类分布	19
图表 41	模拟测算精品消费	20
图表 42	分类销售提成比例	20
图表 43	上海机场免税模拟测算	20
图表 44	回流规模测算	21
图表 45	国内免税格局	21

一、机场免税第一阶段红利：香化品主导

（一）颜值经济黄金时代催化了香化品占主导的机场免税第一阶段红利

6月深度研究《机场免税红利再探讨：颜值经济黄金时代受益者》中，我们着重探讨了以香化占比接近80%的品类设置下，免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求，从对高档香化免税品消费-免税 Vs 有税-境内 Vs 境外-机场 Vs 市内店进行全链条完整分析，提出我国颜值经济黄金时代到来。

我们提出“为什么是2016-17？中国高端化妆品及免税销售额大爆发

我们观察：海棠湾、日上浦东、进口化妆品、雅诗兰黛/欧莱雅亚洲区增速均在16-17年明显上台阶

我们认为：宏观层面到达了消费能力和消费意愿提升的阶段，而新经济模式使得升级出现了跨越式，包括产品与消费群体。

其一，人均GDP达到了高端化妆品消费爆发点，参考日本经验，5000-10000美元阶段，化妆品快速增长，在我国也可得以验证。

其二，房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升，16Q3之后消费者信心指数在提升，而恩格尔系数已经降至30%以下。

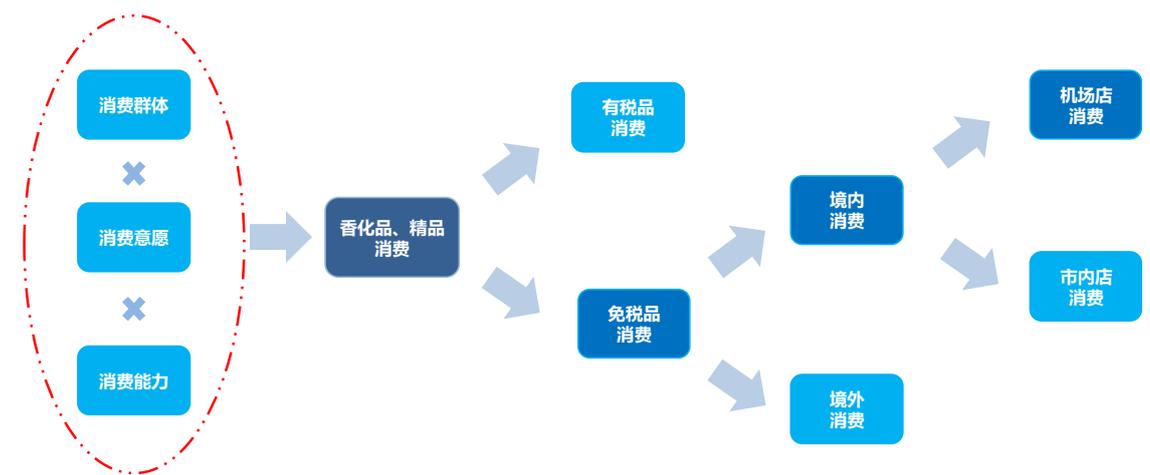
其三，新经济模式（粉丝经济+热门IP+KOL强势种草，小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态），使得消费出现年龄层，产品层的跨越式升级。

我们认为，颜值经济黄金时代开启！

人均化妆品消费潜力仍巨大，17年我国人均39美元，而发达国家在200美元之上。

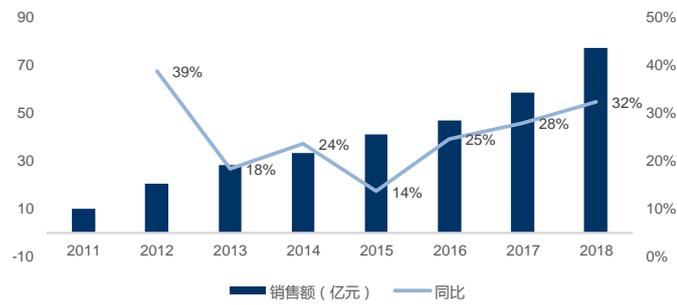
参考日本70-80年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续5-10年。

图表 1 机场免税业务逻辑链条



资料来源：华创证券

图表 2 三亚海棠湾免税销售额



资料来源: Wind, 华创证券

图表 3 上海机场免税销售额



资料来源: 公司公告, 华创证券

附: 海棠湾免税店 2011 年设立, 2012 年 11 月起额度提升至每人每年累计不超过 8000 元, 16 年 2 月提升至 1.6 万, 2018 年 12 月起进一步提升至 3 万元, 2016-18 年销售额同比增速分别为 25%、28%及 32%, 明显进入提速阶段。

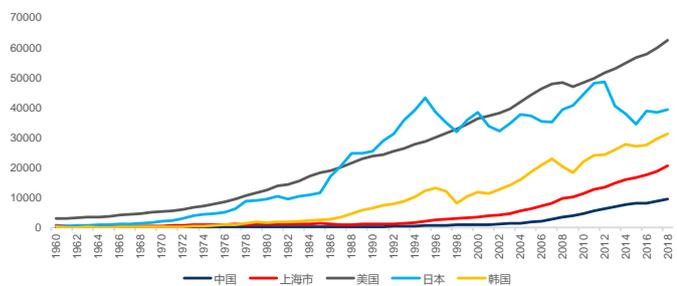
2018 年海棠湾销售额 77.7 亿元, 占全国免税比重的 19.7%。

上海机场免税店 (日上浦东): 人均贡献明显提升期

2016-18 年免税销售额增速分别为 19%、40%、38%。其中国际旅客人均贡献明显提升: 2015 年测算约 164 元, 18 年已经达到 298 元, 16-18 年增速分别为 10%、30%及 27%。

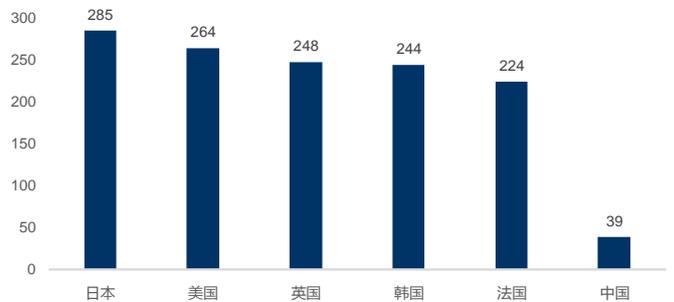
2018 年浦东机场免税销售约 112 亿, 占全国免税比重的 28.4%。

图表 4 人均 GDP 比较



资料来源: Wind, 华创证券

图表 5 人均化妆品消费金额 (美元, 2017)



资料来源: 公司公告, 华创证券

(二) 上海机场: 香化优势持续强化, 优化体验增强粘性

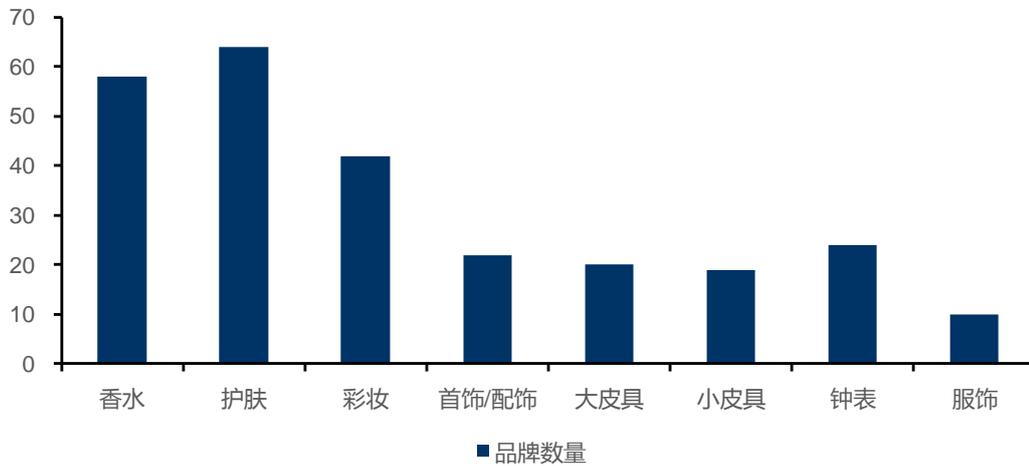
此前报告我们分析香化品销售占据机场免税店 80%以上, 烟酒食品预计占比 15%左右, 因此其他首饰、箱包、服饰、手表等精品占比极小。

从日上 APP 看品牌商数量, 不考虑烟酒食品等, 香水/护肤/彩妆品牌数量明显多于精品。这样的特征本身也与机场免税的旅游零售消费场景相契合:

- 1) 机场免税 (尤其离境免税) 购买时间有限, 香化品标准化程度高, 购物效率更高;
- 2) 香化品消费高频, 容易走量;
- 3) 机场免税店总面积有限, 香化品摆放单位效率更高;

4) 机场免税总额度受限（出境 5000+入境 3000 合计 8000），香化品单价普遍低于限额。

图表 6 日上各品类品牌数量



资料来源：日上 APP，华创证券

浦东机场作为全国最大国际枢纽，垄断长三角国际旅客，叠加日上长期积累的香化品优势和口碑，浦东机场香化品优势持续强化。

卫星厅启用后，免税面积增加 9062 平方米，未来将大幅缓解此前 T1&T2 面积有限导致购物体验差、缺货、品类品牌不全等问题。

图表 7 上海机场免税店面积规划

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	2465.3	2022 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
	出境店	3431.07	2019 年 1 月 1 日-2025 年 12 月 31 日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025 年 12 月 31 日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025 年 12 月 31 日
总计	-	16915.37	-

资料来源：公司公告，华创证券

华创交运团队 12 月进行草根调研了解香化新入驻品牌包括怡丽丝尔/ELIXIR（资生堂旗下）、茵芙莎/IPSA（资生堂旗下）、朵梵/Darphin（雅诗莱黛旗下）、修丽可/SkinCeuticals、欧珑/Atelier Cologne 等热门品牌，品牌/品类丰富程度明显提升，同时价格持续保持竞争力。

此外卫星厅 S1&S2 对于热销大牌如香奈儿、雅诗莱黛、迪奥等开设单独门店，同时加开体验式概念店，提供一对一服务如肌肤测试等，强化购物体验。

这些变化来自于面积增加，为服务改善提供了基本的场地保障；也来自于机场免税店在加强服务营销，持续提供有价格竞争力、品类更加丰富的免税品的同时，提供超预期的购物体验，可大大增强机场免税购物人群粘性。

图表 8 卫星厅香化店（均为 2019 年 12 月 14 日实拍）



资料来源：华创证券

图表 9 香化店内景



资料来源：华创证券

图表 10 香奈儿香化店



资料来源：华创证券

图表 11 迪奥香化店



资料来源：华创证券

图表 12 香化体验店



资料来源：华创证券

图表 13 修丽可体验仪器



资料来源：华创证券

图表 14 日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）

品牌	品类	品项	中国内地			中国香港		韩国		新加坡	泰国	日本	英国	美国
			日上上海	日上北京	三亚海棠湾	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场	KingPower	关西KIX	伦敦机场	ishoppes
迪奥	香水	迪奥小姐喷装EDT100ml	779	820	863		962	744	876					
	彩妆	迪奥烈艳蓝金唇膏	215	226	230		265	224	224		886			692
	彩妆	迪奥恒久钻肌粉底液30ml	342	360			415	375	375		257			
MARC JACOBS	彩妆	迪奥魅惑润唇膏	208	219	223	175	247	217			241			
	香水	MARC JACOBS雏菊花语女士淡香水EDT125ml	551			530	577	369		631	717			671
SK-II	护肤	SK-II护肤精华露330ml(神仙水)	1314	1257	1516	1394	1716		1410	1289	1753	1646		
	护肤	SK-II护肤面膜(前男友面膜)	639	673	813			605	622	742	870	813		
	护肤	SK-II肌因光蕴采钻白精华露50ml(小银瓶)	1085	1142	1199	1218		1035	1035		1294	1287		1232
雅诗兰黛	护肤	SK-II肌因光蕴祛斑精华露50ml(小灯泡)	971	1022	1106			944	944		1155	839		
	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透眼霜15ml(小棕瓶)	371	390	385		437	372	421	491	491	384	351	
	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透精华50ml(小棕瓶)	589	620	645	501	732	437	533	836	855		500	623
海蓝之谜	彩妆	雅诗兰黛倾慕唇膏魅色系列			227			120	115	250	238			
	护肤	海蓝之谜全新修护精萃液150ml	854	854	880	715	935	863	863	928				934
	护肤	海蓝之谜精华面霜60ml(奇迹面霜)	1776	1869	2146	1544	2030	1546	1343	1201	2457			2024
纪梵希	彩妆	纪梵希轻盈无瑕明星四色散粉12g	327	344	365	388		340	414		458	416		
	彩妆	纪梵希高级定制小羊皮唇膏3.4g(小羊皮)	195	205	219	236	282	244	199	233	250			
娇韵诗	护肤	娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露50ml		643	768		794		620	757	829		492.73	
	护肤	娇韵诗纤柔塑身霜200ml	355	374	429	413	485					436		
	护肤	娇韵诗抚纹身体霜200ml	316	333	429	405		279	247		477	303	353	
科颜氏	护肤	科颜氏牛油果眼霜14ml	193	203	222	214	247	154	189	215	255	211		208
	护肤	科颜氏高保湿面霜125ml	332	349	419	325		404	334	382	419	397		346
	护肤	科颜氏金盏花植物爽肤水500ml	335	353	413			353	344	384	493	379		429
兰蔻	护肤	兰蔻精华肌底液100ml(小黑瓶)	839	883	995	840	900	972	972		1307	1198	982	1066
	护肤	兰蔻眼部精华液20ml	406	430	495	395	463			576	530	501		457
倩碧	护肤	倩碧精华肌底液125ml	188	198	212		238			221	284		186	
	护肤	倩碧匀净卓研淡斑双效精华露50ml	571	601	556	459	635	369	383	577	623		484	

资料来源：公司官网，机场官网，华创证券

二、机场免税红利第二阶段：畅想精品战略

在持续强化香化领域优势同时，机场也会进入精品战略期。注：精品主要包括箱包、首饰配饰、服饰、手表等。

精品的经营特征：非标品、单价高额、低频消费、消费者更加挑剔、经营方难以实现价格优势等，但挑战同样意味着机遇（线上无法替代、一旦形成优势和口碑粘性极强）。

（一）海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费

1、离岛免税政策的变化：

2011 年至今，海南离岛免税政策在购物额度/次数、购物旅客年龄/适用范围、免税品种类、购物方式等方面进行 5 次调整，逐步放款。

单看购物额度：从 2011 年试点离岛免税的 5000 元，12 年 11 月提升至 8000 元，16 年 2 月提升至 1.6 万元，18 年 12 月提升至 3 万元，16 年起海南离岛免税额度即大于传统免税人均 8000 元的额度。

其带来的效果是免税销售额，人均贡献的提升。

从 2011 年至 2018 年，海南免税年销售额由 9.86 亿元稳步增长至 101 亿元，复合增长 39%；购物人数由 48.36 万人次增长到 288 万人次，复合增长 28%；2017-18 年销售额同比增速分别为 32% 及 26%，购物人数分别增长 26% 及 23%。其中海棠湾销售额为 28% 及 32%。

海关总署报道：截止 2019 年 11 月 30 日，海南三亚、海口、琼海四家离岛免税店销售金额 128.86 亿元、购买旅客 328.66 万人次，较去年同期相比增长 34.08% 和 20.10%。其中，三亚海棠湾免税店、海口美兰机场免税店和日月广场免税店、琼海博鳌东屿岛免税店分别销售免税品 98.06 亿元、22.67 亿元、7.52 亿元和 0.60 亿元。

图表 15 海南离岛免税政策演变

时间	事件
2011 年 3 月	财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，2011 年 4 月 20 日起海南试点实行。 非岛内居民旅客 每人每年最多可享受 2 次 离岛免税购物政策， 岛内居民旅客 每人每年最多可以享受 1 次 。离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元 以内(含)。此外，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。
2012 年 11 月	财政部发布《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》， 主要调整为：1) 将政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁；2) 增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具(含童车)等 3 类免税商品品种。调整后，免税商品品种扩大至 21 种，其中国家规定不符合民航安全要求、禁止进口以及 20 种不予减免税的商品除外；3) 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元 ，即单价 8000 元以内(含 8000 元)的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 8000 元，同时适当提高购买免税商品数量范围
2015 年 2 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》， 主要调整为：1) 增加免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围；2) 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制。 除以上调整外，离岛免税政策其他内容继续执行
2016 年 2 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》， 主要调整为：1) 调整免税购物限额管理方式，对 非岛内居民旅客取消购物次数限制 ，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元 人民币；2) 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。离岛旅客可通过网上销售窗口免税购物，凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。通过网上销售窗口免税购物要严格执行离岛免税政策的相关规定。
2018 年 12 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》， 主要调整为：1) 将 离岛旅客(包括岛内居民旅客) 每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元 ， 不限次 ；2) 增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备(非生命支持)，每人每次限购 2 件。

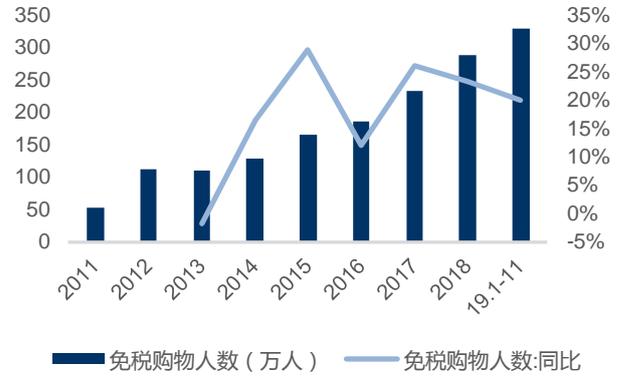
资料来源：财政部，华创证券

图表 16 海南离岛免税销售额



资料来源：公司公告，华创证券

图表 17 海南离岛免税购物人次



资料来源：公司公告，华创证券

从进店购买人群的客单价消费看：11 年至今，基本翻倍。

2011 年试点时人均 2000 元左右，

上调到 8000 元免税额度后，快速提升至 3000 元左右，

而从 8000 提升至 1.6 万的过程中，客单价小幅提升，但购物人次连续维持 20% 以上的增长，

提升到 3 万后，人均贡献再次出现 2 位数增长，达到接近 4000 元，同时购买超 8000 元以上征税商品的离岛旅客大幅增加，购物人数同比增长 29.52%，超过了整体 20% 的购物人数增速。

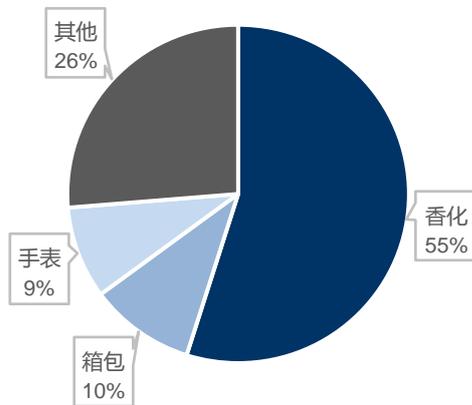
图表 18 海南离岛免税客单价



资料来源：公司公告，华创证券

分品类看，1-11 月，海南离岛免税共销售 128.86 亿元，其中化妆品、箱包、手表三大种类合计销售金额 94.98 亿元，占比 74.2%，其中化妆品销售金额 70.72 亿元，箱包 12.90 亿元，手表 11.36 亿元，分别占比 54.9%、10.01% 和 8.82%。

图表 19 海南离岛免税销售额分品类分布



资料来源：中国海关总署网站，华创证券

我们从中免“离岛免税”APP上查看海棠湾目前部分精品价格，相比官网的价格平均有约2成的折扣，但相比其他渠道如其他国际、地区的免税渠道看，价格优势并不明显。但依旧可以做到约20%精品占比。

图表 20 海棠湾部分精品及价格对比

单品	海棠湾价格	官网中国大陆地区价格	较官网便宜	其他渠道参考价	
腕表	浪琴 Master L2.755.4.77.6	11813	18800	-37.2%	18000 香港DFS
	浪琴 Master L2.793.4.78.6	10480	16000	-34.5%	11649 英国Selfridges
	浪琴 Master L2.793.4.51.6	10480	16000	-34.5%	11905 意大利DFS
	雷达 Coupole Classic R22877165	8750	10200	-14.2%	6390 新加坡樟宜机场
	美度 Commander M021.431.11.061.00	8000	9600	-16.7%	7679 韩国新罗
箱包	菲拉格慕单肩背包696053	15900	18500	-14.1%	
	菲拉格慕单肩背包715708	6950	8200	-15.2%	
	蔻驰单肩背包78159 B4/BK	5300	6500	-18.5%	4494 西班牙
	蔻驰单肩背包73723 B4EQO	4500	5450	-17.4%	3111 西班牙
配饰	古驰太阳镜 GG0447S-001	3370	4000	-15.8%	
	古驰太阳镜 GG0253SA-003	3040	3400	-10.6%	

资料来源：离岛免税APP，公司官网，华创证券

（二）LVMH 的启示：亚洲地区、精品销售处于集团内的高景气

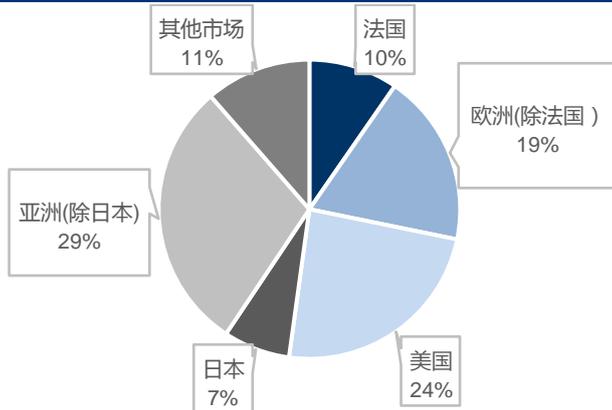
我们观察，世界著名奢侈品集团 LVMH2018 年营业收入 468 亿欧元，同比增长 9.8%

分地区看：亚洲（除日本）占比 29.3%，复合增速最快

亚洲（除日本）137 亿，占比 29.3%，为最大份额占比；其次美国市场 112 亿欧元，占比 23.9%；欧洲（除法国）87 亿欧元，占比 18.6%，此外法国、日本、其他市场各自占比 9.6%，7.2%及 11.4%。

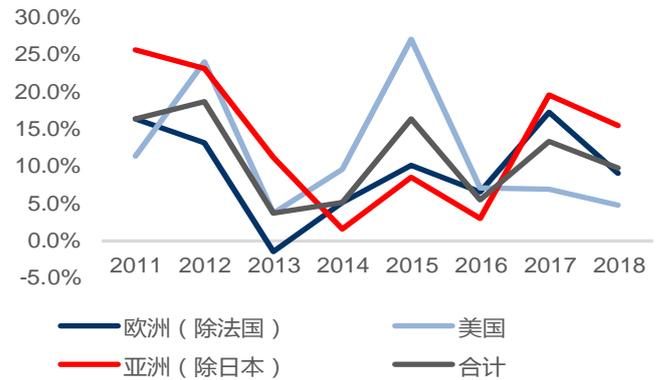
从增速看，2010 以来复合增速亚洲（除日本）13.2%，超过整体 11%的增速，尤其 17-18 年增速分别为 19.7%及 15.5%。

图表 21 亚洲（除日本）占比最高



资料来源：公司官网，华创证券

图表 22 亚洲（除日本）增速最快



资料来源：公司官网，华创证券

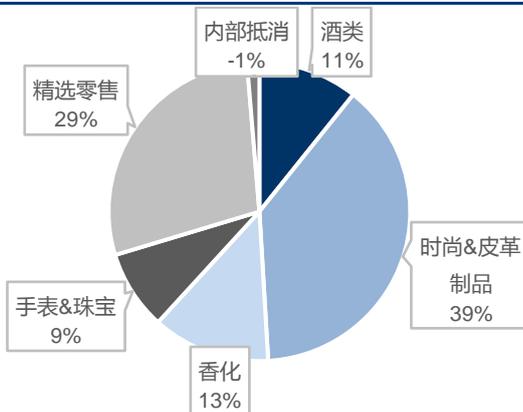
分品类看：精品类销售增速最快

LVMH 共分为葡萄酒/烈酒、时尚/皮革制品、香水/化妆品、手表/珠宝、精选零售（指 DFS、丝芙兰、Le Bon Marché 以及 Starboard 四家零售渠道）等 5 个分部。

其中皮革制品 185 亿欧元，占比 39.4%，位居第一；精选零售 136.5 亿欧元，占比 29.1%，位列第二；香化品、酒类、手表等分别 60、50 亿、40 亿左右。

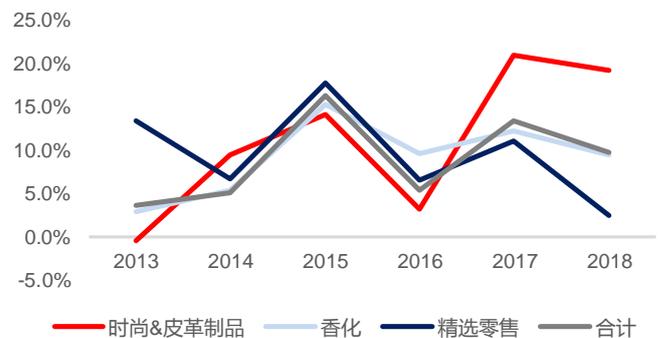
从增速来看，手表/珠宝 2010 年以来复合增速 19.6%，精选零售增速 12.3%，皮革制品增速 11.8%，均超过整体 11% 的增速。

图表 23 精品类占比最高



资料来源：公司官网，华创证券

图表 24 时尚&皮革增速最快



资料来源：公司官网，华创证券

由此可见亚洲区、精品类销售的增速在奢侈品集团内部属于景气向上。

图表 25 LVMH 分部数据

百万欧元	2010	2018	占比	复合增速	2018年增速
合计	20320	46826		11.0%	9.8%
区域					
亚洲（除日本）	5080	13723	29.3%	13.2%	15.5%
美国	4674	11207	23.9%	11.6%	4.8%
欧洲（除法国）	4267	8731	18.6%	9.4%	9.1%
法国	2642	4491	9.6%	6.9%	7.6%
日本	1829	3351	7.2%	7.9%	13.3%
其他市场	1829	5323	11.4%	14.3%	7.8%
品类					
时尚&皮革制品	7581	18455	39.4%	11.8%	19.3%
精选零售	5378	13646	29.1%	12.3%	2.5%
酒类	3261	5143	11.0%	5.9%	1.2%
香化	3076	6092	13.0%	8.9%	9.6%
手表&珠宝	985	4123	8.8%	19.6%	8.4%
内部抵消	39	-633	-1.4%		

资料来源：公司官网，华创证券

（三）拓展精品需满足的三项条件

全球来看，机场正在逐步演变为所在城市的商业中心。

以新加坡樟宜机场为例：其对品牌吸引力较强，LV 在此开设了南亚地区第一家机场专卖店（我国内地尚无机场开店），产品包括成衣，鞋子，配饰，腕表，高级珠宝，香水和文具等，此外还开设了爱马仕、宝缇嘉、万宝龙等专卖店，

机场 Fashion Gallery 云集巴利、宝缇嘉、寇伊、登喜路、施华洛世奇、拓姿和圣罗兰等品牌，

Maison De Chronus（钟表之家）汇集了欧米茄（Omega）、伯爵（Piaget）、积家（Jaeger - LeCoultre）、万国（IWC）等高档名牌腕表。

图表 26 樟宜机场 LV 专卖店



资料来源：机场官网

图表 27 樟宜机场爱马仕专卖店



资料来源：机场官网

图表 28 樟宜机场精品集成店



资料来源：机场官网

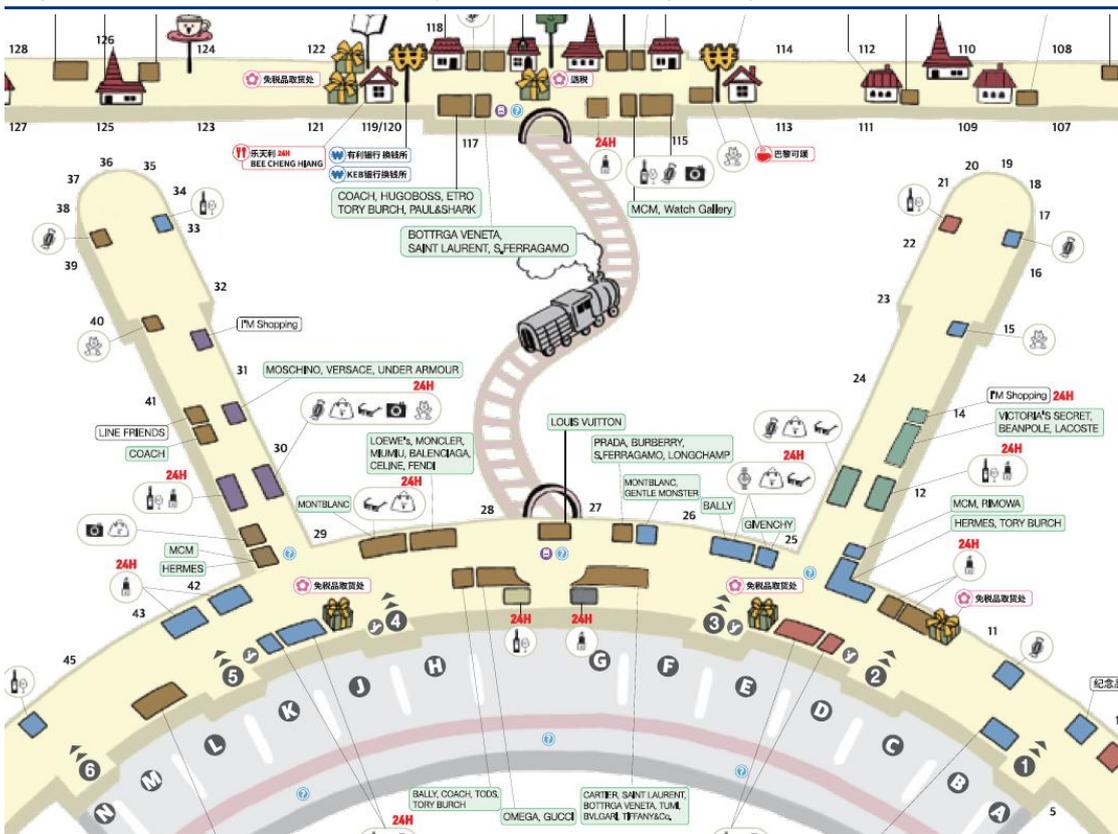
图表 29 樟宜机场腕表店



资料来源：机场官网

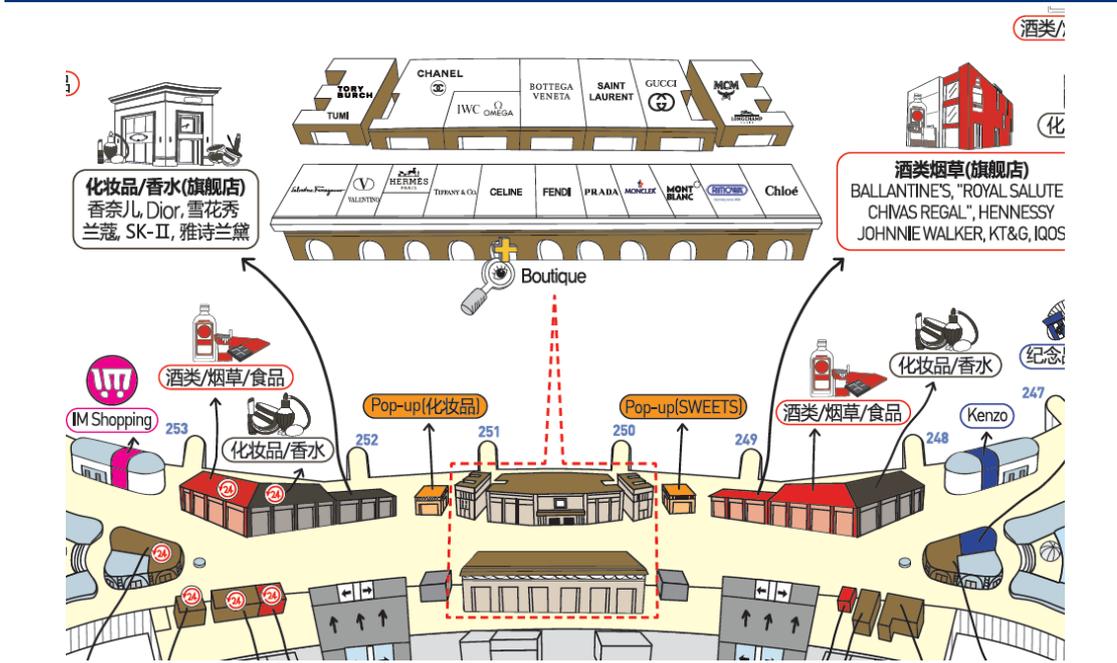
再以仁川机场为例，作为全球免税销售领先的机场，精品店几乎云集了全球所有主要奢侈品牌。

图表 30 仁川 T1&候机厅店铺分布（绿色文本框为精品品牌）



资料来源：机场官网

图表 31 仁川 T2 精品店铺分布



资料来源：机场官网

我们认为拓展精品销售，其一看机场保障运营能力（面积与流量），其二看免税运营商意愿，其三看政策（如免税额度）。

1、上海机场已经具备了足够的流量与面积保障。

当前上海浦东机场 2018 年 3757 万国际+地区旅客，位居国内第一，跻身世界前列，重要的是卫星厅投产后，免税面积扩大 1.7 倍，增加近 1 万平方米，对于流量与店面已经具备了足够的保障条件。

卫星厅预留较大的精品经营面积。

相比香化精品销售需要占用的面积明显增加，卫星厅与原有 T1&T2 相比，除香化经营面积大幅增加外，还预留了大量的精品面积，目前已开业包括 Qeelin 麒麟珠宝、施华洛世奇、Gucci（精品）、周大福、BALLY（精品）、Bose 等，此外仍有大量店铺待开业，总体精品面积远大于香化面积。

2、免税运营商在浦东机场开拓精品是大势所趋。

从北京首都机场 T3 精品店的开拓看：2019 年 2 月起中免在 T3 加大了精品店的开拓，包括 Salvatore Ferragamo、Burberry、Bottega Veneta、Moncler、Balenciaga 和 Saint Laurent 等在内的国际奢侈品牌强势入驻，其中 Moncler、Balenciaga、Saint Laurent 等品牌均为大陆机场渠道首家免税专营店，进一步优化和丰富了北京首都国际机场的免税购物环境和商品品类，也提升了首都机场免税商业的国际化水平。

从三亚国际免税城的精品设置看：三亚国际免税城 B 区一层二层引进了诸多国际一线精品品牌，包含手表首饰、太阳镜、箱包、服饰等品类。PRADA 普拉达、Miu Miu 缪缪、Giorgio Armani 乔治阿玛尼、TIFFANY&Co. 蒂芙尼、BVLGARI 宝格丽、SWAROVSKI 施华洛世奇、OMEGA 欧米茄、ROLEX 劳力士、PIAGET 伯爵、Jaeger-LeCoultre 积家、IWC 万国、RADO 雷达、LONGINES 浪琴、TISSOT 天梭、MIDO 美度等。

上海市：根据上海市人民政府网站披露，2019 年 9 月 9 日上海市人民政府“上海航空枢纽建设，及浦东机场三期扩建工程建设和投运相关情况”新闻发布会提及：卫星厅免税商业规模是航站楼的 1.7 倍，浦东机场也因此成为单机场免税规模境内第一、世界前列。受旅客欢迎的免税香化商品在卫星厅免税店将实现品类全覆盖，价格力争实现“亚太机场

免税店最佳价格”。同时 2022 年底前，浦东机场将陆续引进 20 多个时装、皮具、珠宝、腕表等百货品牌。

从首都机场以及三亚免税城的设置，我们认为浦东机场作为国内机场中最具消费潜力的国际机场，开拓精品品类是大势所趋。

图表 32 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

图表 33 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

图表 34 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

图表 35 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

3、观察免税政策，若额度提高将加速精品战略推进

由于精品总体较高的单价，目前 8000 元免税额度下，推进存掣肘，而我们观察海南离岛免税额度提升到 3 万元后，对于销售人次，单人消费，以及大额消费人次均有大幅提升。而在吸引海外消费回流的背景下，机场免税额度未来或存在提升的可能。

图表 36 卫星厅俨然一家大型购物中心



资料来源：华创证券

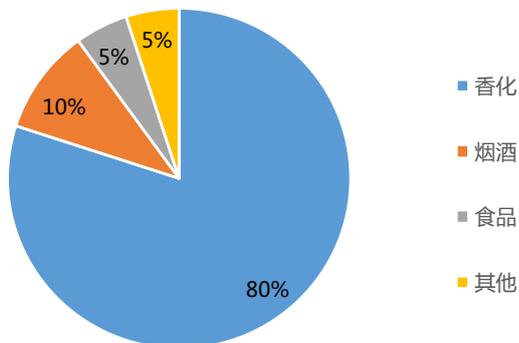
（四）精品免税销售额空间测算

从品类销售额看，上海机场免税香化占据 80%左右，烟酒占比约 10%，食品占比约 5%，其他（主要是百货精品）占比极小。

前述我们从海南免税销售情况看，香化占比 55%，精品占比约 2 成。

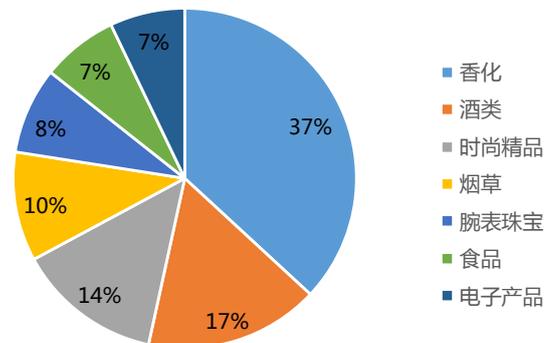
从全球整体范围来看，香化仅占比 37%，烟酒合计占比 27%，时尚精品、腕表珠宝和电子产品合计达到 29%，对比来看上海机场香化比例过高，“偏科”较为严重，也意味着精品存在开拓的巨大空间。

图表 37 上海机场销售额分品类分布



资料来源：华创证券

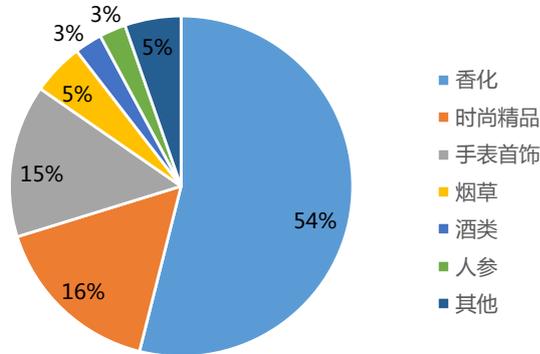
图表 38 全球免税销售额分品类分布



资料来源：Moodie Davitt，华创证券

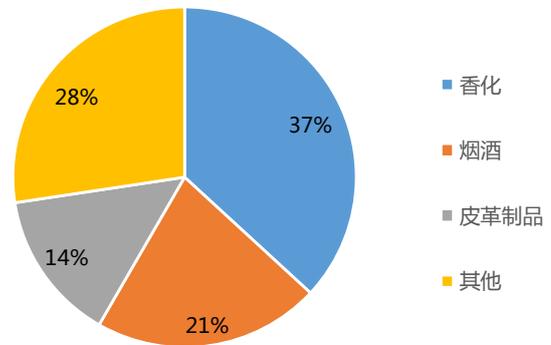
从韩国来看，整体呈现香化过半、精品（时尚精品、手表首饰）占比三成的格局；仁川机场 2017 年销售额 21 亿美元，其中香化、烟酒及皮革制品类销售额分别为 7.7 亿、4.6 亿和 3.0 亿，占比分别为 36.9%、21.9%和 14.3%。

图表 39 韩国免税销售额分品类分布



资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

图表 40 仁川免税销售额分品类分布



资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

综合来看，我们预计未来上海机场精品销售额占比或至少占据 2 成的水平。

- 1) 免税品销售的核心优势是价格。如果日上能够在精品上实现有竞争力的价格优势，则机场精品经营的诸多缺陷如时间不足、消费者挑剔、培养期长、单价高转化率低、货品备货、品类品牌不全等均会大幅缓解。
- 2) 国内免税行业格局暂不会发生巨大变化（我们认为机场免税仍是国内免税的核心渠道，市内店未来或作为重要补充），参考海南和韩国消费结构，精品品类销售占比 20-30%，可理解为免税消费中精品需求天然占比 20% 之上。
- 3) 以海南离岛免税数据分析，2019 年以来箱包+手表合计消费额 24.26 亿，购物人次 328.66 万人次，对应精品平均客单价为 738 元（整体客单价 3915 元）。

模拟假设上海机场当前实际购买精品的旅客单价与海南离岛免税相同为 738 元，假设进店购买率为 10%（低于总体购买率），其他旅客人次等假设不变，则对应 19 年销售额为 29 亿（ $738 \times 0.39 \times 10\%$ ），为当前模型估计全年销售额 137 亿的 21%，相当于模拟总额的 17%。

假设上海机场 2025 年购买精品的旅客单价提高至 1307 元（复合增速 10%），购买率仍为 10%，其他旅客人次等假设不变，则对应 2025 年销售额为 69 亿，为当前模型估计全年销售额 321 亿的 22%，相当于模拟总额的 18%。

图表 41 模拟测算精品消费

亿元/元	2019E	2025E
日上浦东销售(现有模式下)	137	321
国际旅客人数	3,866	5,308
人均消费(销售额/总国际旅客)	354	604
模拟精品消费		
进店人均购物消费	738	1,307
进店购买人次	387	531
消费金额	29	69
合计销售额	166	390
精品占比	17%	18%

资料来源：公司公告，华创证券

扣点：18年9月签署免税新合同，约定百货（含精品）提点25%，则29-69亿的精品销售额可带来机场7.1-17.3亿的收入，5.4-13亿的净利润。

图表 42 分类销售提成比例

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	$(42.5\% - 12.5\% \times 25\%) / 87.5\%$ (=45%)
百货		25%

资料来源：公司公告，华创证券

图表 43 上海机场免税模拟测算

亿元	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上浦东销售(现有模式下)	49	58	81	112	137	164	197	229	258	289	321
yoy		19%	40%	37%	22%	18%	19%	16%	14%	12%	11%
机场免税收入：	14.6	16.9	25.6	35.9	54.8	65.7	83.7	97.2	109.8	122.8	136.4
YOY		16%	51%	40%	53%	20%	27%	16%	13%	12%	11%
保底免税收入(2022年为全口径)								62.9	68.6	74.6	81.5
测算保底合同对应的销售额								148.0	161.4	175.6	191.7
旅客人数(万人次)	6,005	6,600	7,000	7,401	7,647	8,128	8,620	8,990	9,333	9,690	10,115
yoy		16%	10%	6%	3%	6%	6%	4%	4%	4%	4%
国际+地区旅客人数	2970	3327	3472	3757	3866	4138	4431	4634	4846	5068	5308
yoy		14.0%	12.0%	4.4%	8.2%	3%	7%	7%	5%	5%	5%
国际+地区旅客占比	49.5%	50.4%	49.6%	50.8%	50.6%	50.9%	51.4%	51.5%	51.9%	52.3%	52.5%
国际+地区人均贡献(销售额/人数)	164	175	234	298	354	397	445	493	533	570	604
yoy		7%	34%	27%	19%	12%	12%	11%	8%	7%	6%
模拟测算精品类											
精品销售额					3	7	12	23	37	54	69
yoy						132%	74%	88%	58%	44%	25%
购买精品旅客客单价					738	812	893	982	1081	1189	1307
yoy						10%	10%	10%	10%	10%	10%
购买率					1%	2%	3%	5%	7%	9%	10%

资料来源：公司公告，华创证券

精品战略推进的困难之处：

1) 无法在初期就实现明显的价格优势。日上在香化经营上领先优势明显，精品上仍需突破。对于品牌供应商而言在

渠道尚无法证明自己能做大做强阶段，供应商供货意愿、采购价格、渠道平衡、新品上架优先级等均存在较大不确定，继而影响竞争力。

2) 与香化相比，机场免税店竞争对手更加多元。对于香化，机场免税竞争对手主要是线下专柜、线上渠道、海外免税店等，而精品除上述渠道外，还有奥特莱斯等渠道。由于精品非标品，供应商对于不同渠道提供的货品品质或有差异（如专门的奥特莱斯产线），继而造成表观价格差异。对于消费者选择会造成困扰。

3) 精品销售难度更大。与香化销售门槛相对较低不同，精品特别是顶尖品牌，出于品牌调性保护、消费者认知等原因，对于门店装修、摆架、销售人员素质等要求较高。

综合以上，虽然精品销售相比香化难度增加较大，但随着强化竞争优势，会带来开辟新的盈利增长点。

附：长期看免税回流大势所趋，静态测算空间约 3 倍

1) 我国境内免税销售额仅占全球的 8% 左右。

我们预计 2018 年全球免税销售额约为 5000 亿元，我国免税总销售额为 395 亿，占比 8% 左右。

我们测算内地居民海外免税购物规模在 2000-3000 亿左右，占全球 40%-60%。

2018 年内地居民出境购物消费超过 1200 亿美元，人均消费额约 5500 元。根据中国出境旅行者调查，约 37% 发生在免税店。以此测算内地居民在海外免税店共消费约 3000 亿元，占全球的 60%

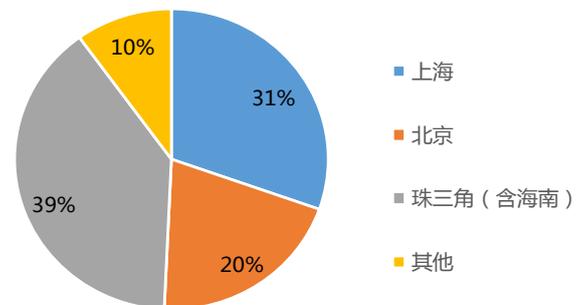
静态看：假设中长期 50% 可以回流，即 1000-1500 亿规模，相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍。

图表 44 回流规模测算

	规模（亿元）	占全球比重
全球免税销售	5000	
我国境内免税销售	395	8%
我国居民海外免税消费	2000-3000	40%-60%
假设回流	50%	
回流量	1000-1500	
相当于当前	2.5-3.5倍	

资料来源：Wind，华创证券

图表 45 国内免税格局



资料来源：公司公告，华创证券

从国内免税格局分布来看，北京、上海、珠三角（含海南）合计占全国免税销售额 90% 左右，其他机场、口岸等占比较小。

不考虑自然增速，按照 28% 的比例测算上海机场免税可承接回流量达到约 280-420 亿/年，而上海机场综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 120-176 亿/年。（中免与上海机场合同保底提成在 2025 年可达 81.5 亿元）

浦东机场 2018 年旅客吞吐量 7400 万人次（上海两场合计 1.17 亿人次），按照远期浦东机场 1 亿人次吞吐考虑，55% 的国际旅客占比，5500 万人，人均贡献 700-1000 元（相当于兰蔻小黑瓶 883 元，至 SKII 神仙水 1300 元，2018 年

上海机场国际旅客人均贡献 298 元）。

三、投资建议：扰动因素将减弱，上海机场具备市值提升空间

近期导致股价回调的因素在减弱

我们认为近期上海机场股价的部分回调因素来自于对免税增速的预期降低，以及对卫星厅投产后成本增加影响利润的担忧：

其一：Q3 免税增速放缓的扰动因素预计将削弱

测算浦东机场 Q3 免税销售额增速 14% 左右，人均消费额约 346 元，同比 12%，较上半年增速有所放缓，市场对免税预期有所下降，导致了股价的回调。但我们分析认为，Q3 的经营表现存在多重扰动因素：

a) 港台地区航线客流量在 8-9 月下滑近 20% 导致浦东机场 Q3 国际+地区旅客增速仅 2%，免税店客流量增速显著放缓；

b) 多发台风天气（上海、日本等地）导致客流放缓。

但我们观察：地区航线减班+中日航线放量+机场时刻上调

a) 冬春换季后上海-香港航班量下降 4.8%，地区航线占比结构性下降，由此其影响会逐步削弱；

b) 中日航线大规模放量，2020 年东京奥运会或刺激赴日旅游客源增加，从而为浦东机场免税销售带来刺激

c) 浦东机场卫星厅投产后，地面保障能力大幅增加，参考白云机场 T2 投产后时刻总量得以提升，浦东机场 2020 年标准容量亦将从现在的 76 架次/小时有所提升，

上述因素或减弱当前扰动因素的负面影响，同时对浦东机场尤其 2020 年国际+地区旅客的增速带来新的支撑。

其二：市场担忧的卫星厅投产后的成本增加或更为可控。

此前市场普遍担忧卫星厅投产后带来的成本增加，但三季报中，观察实际在建工程转固规模仅 120 亿左右，明显低于预算值（最初 201 亿，后降至 186 亿）。

整体三期工程的规模可控，即体现公司管理能力：从转固规模来看，三季度末为 200.8 亿，环比 Q2 增加 118 亿，对应在建工程由 93.5 亿降至 3.8 亿，意味着三期工程实际决算在 120 亿左右，可控的资本开支使得公司折旧将低于初期预算，目前测算年折旧摊销约为 6-7 亿。

看好上海机场市值具备提升空间：

1) 维持盈利预测：预计 19-21 年净利润分别为 51、56、67 亿元，对应 PE29、27 和 23 倍。

2) 看好颜值经济黄金时代可持续 5-10 年；静态测算免税回流空间约 3 倍（1000-1500 亿规模）。

参考海外机场，基于上海机场 2020 年因卫星厅折旧新增成本导致利润增速放缓，2021 年预计重回 20% 增速，维持一年期目标价 94 元，对应 2021 年 27 倍 PE（相当于 2020 年 32 倍 PE），强调“推荐”评级。

3) 持续看好中长期空间：测算 2025 年国际旅客可达 5300 万，人均贡献约 600 元，免税销售额 320 亿，整体 120 亿利润，给予 20-25 倍 PE，2400-3000 亿市值，较当前 60%-100% 空间。

四、风险提示

宏观经济弱于预期，导致免税消费下降；市内店冲击超出预期

附录：财务预测表
资产负债表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	8,766	8,998	14,303	20,475
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,314	1,617	1,879	2,128
预付账款	19	24	30	31
存货	20	25	31	33
其他流动资产	518	629	739	846
流动资产合计	10,637	11,293	16,982	23,513
其他长期投资	2	2	2	2
长期股权投资	3,245	3,407	3,578	3,756
固定资产	8,512	19,659	18,514	17,357
在建工程	8,156	656	706	756
无形资产	348	313	282	254
其他非流动资产	29	26	20	18
非流动资产合计	20,292	24,063	23,102	22,143
资产合计	30,929	35,356	40,084	45,656
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	454	564	707	752
预收款项	3	4	5	5
其他应付款	575	603	633	665
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,254	1,468	1,715	1,853
流动负债合计	2,286	2,639	3,060	3,275
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	8	8	8	8
非流动负债合计	8	8	8	8
负债合计	2,294	2,647	3,068	3,283
归属母公司所有者权益	28,246	32,099	36,123	41,172
少数股东权益	389	610	893	1,201
所有者权益合计	28,635	32,709	37,016	42,373
负债和股东权益	30,929	35,356	40,084	45,656

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	4,468	4,799	5,626	6,544
现金收益	5,025	6,125	7,093	8,198
存货影响	-1	-5	-6	-2
经营性应收影响	-111	-307	-269	-251
经营性应付影响	157	139	174	77
其他影响	-601	-1,153	-1,366	-1,478
投资活动现金流	-3,203	-4,712	-470	-479
资本支出	-3,086	-4,555	-304	-303
股权投资	905	162	170	179
其他长期资产变化	-1,022	-319	-336	-355
融资活动现金流	-1,263	145	149	107
借款增加	0	0	0	0
财务费用	-1,263	-1,618	-1,747	-2,106
股东融资	0	0	0	0
其他长期负债变化	0	1,763	1,896	2,213

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

利润表

单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	9,313	11,536	13,408	15,185
营业成本	4,499	5,587	7,008	7,456
税金及附加	22	23	24	26
销售费用	1	2	3	2
管理费用	243	298	368	387
财务费用	-194	-175	-180	-286
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	893	1,014	1,242	1,357
其他收益	3	1	1	1
营业利润	5,634	6,817	7,429	8,959
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	5	10	8	9
利润总额	5,630	6,808	7,422	8,951
所得税	1,199	1,449	1,580	1,905
净利润	4,431	5,359	5,842	7,046
少数股东损益	200	253	276	333
归属母公司净利润	4,231	5,106	5,566	6,713
NOPLAT	4,279	5,221	5,701	6,821
EPS(摊薄) (元)	2.20	2.65	2.89	3.48

主要财务比率

	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	15.5%	23.9%	16.2%	13.2%
EBIT 增长率	15.2%	22.0%	9.2%	19.6%
归母净利润增长率	14.9%	20.7%	9.0%	20.6%
获利能力				
毛利率	51.7%	51.6%	47.7%	50.9%
净利率	47.6%	46.4%	43.6%	46.4%
ROE	14.8%	15.6%	15.0%	15.8%
ROIC	20.0%	21.2%	20.3%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	7.4%	7.5%	7.7%	7.2%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	465.3%	427.9%	555.0%	718.0%
速动比率	464.4%	427.0%	554.0%	716.9%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.3	0.3	0.3
应收帐款周转天数	48	46	47	48
应付帐款周转天数	30	33	33	35
存货周转天数	2	1	1	2
每股指标(元)				
每股收益	2.20	2.65	2.89	3.48
每股经营现金流	2.32	2.49	2.92	3.40
每股净资产	14.66	16.66	18.75	21.37
估值比率				
P/E	36.0	29.9	27.4	22.7
P/B	5	5	4	4
EV/EBITDA	27	22	19	17

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016年加入华创证券研究所。2015年金牛奖交运行业第五名，2017年金牛奖交运行业第五名。

分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017年加入华创证券研究所。2017年金牛奖交运行业第五名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
汪莉琼	销售助理	021-20572591	wangliqiong@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500