

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 86.40
合理价格区间(元): 110.16~116.28

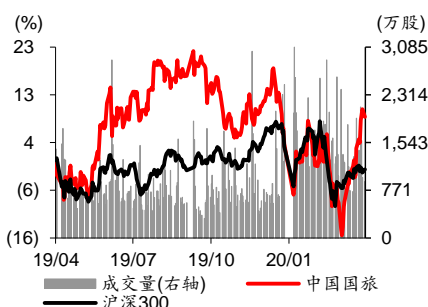
梅昕 执业证书编号: S0570516080001
研究员 021-28972080
meixin@htsc.com

孙丹阳 执业证书编号: S0570519010001
研究员 021-28972038
sundanyang@htsc.com

相关研究

- 1 《中国国旅(601888 SH,买入): 龙头稳健成长, 逆境中或有机遇》2020.04
- 2 《中国国旅(601888 SH,买入): Q3 免税收入较快增长》2019.10
- 3 《中国国旅(601888 SH,买入): 公司免税收入维持高增长》2019.09

一年内股价走势图



资料来源: Wind

免税龙头强者恒强

中国国旅(601888)

免税龙头优势不断巩固, 享受行业成长红利

我们预计 19 年中国居民海外总消费支出 2856 亿美元, 占全球的 17%; 中国免税市场规模 485 亿元人民币, 占全球免税市场 9%。机场店提升规模壁垒, 三亚店贡献盈利增长。若未来海南免税牌照开放, 中免享有先发优势和规模优势, 竞争力不减。国人市内免税开放渐行渐近, 市内店有望贡献盈利。中免牌照优势、先发优势和规模优势带来综合竞争力, 有望享受行业增长红利。我们认为疫情不影响公司长期成长逻辑, 预计 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元, 维持“买入”评级。

海外消费有望回流, 免税成长空间广阔

国人境外消费能力强, 近年来, 以购买奢侈品和高端香化为主。我们预计 19 年国内免税市场规模 485 亿元, 占全球免税市场 9%, 对比中国出境游人次和出境游消费占全球 10%和 17%的比例显著偏低。免税政策有望提升限额和扩大购买渠道, 消费回流空间广阔。18 年国人在韩国免税店购买额约为 837 亿元, 我们估算化妆品购买额约为 460~502 亿。免税额度不足限制奢侈品购买, 18 年我国免税市场奢侈品占比为 15%, 低于海外的 21%。若将来提限额或调升行邮税起征点, 有望优化品类结构, 带来增量。

三亚店为盈利增长点, 机场店提升规模壁垒

19 年三亚店收入占比为 22%, 净利润占比为 37%, 加回总部批发后占比为 64%左右。离岛免税政策宽松, 购买转化率和客单价持续增长。未来, 政策进一步宽松, 海南旅游市场基础设施完善, 公司运营能力提升, 商业业态丰富, 三亚店收入和利润有望继续增长。19 年上海和北京店收入合计占比为 50%, 运营优化促使客单价提升。因保底销售额和扣点较高, 拉低机场店利润率。展望未来, 机场店规模提升, 有望开启盈利爬坡。

海南自贸港机遇大于挑战, 市内店有望成增长点

海南全岛免税需分阶段逐步讨论落地, 免税品类或限制在居民日常消费品, 与离岛免税经营品种不重合。极端假设下, 若海南实现香港模式, 中免有望大幅受益于市场扩容。我们预计市内免税店有望对出境国人放开。市内店客户停留时间长, 奢侈品类更丰富, 客单价较高。对比韩国, 20 年 2 月韩国市内店收入占免税市场比例为 86%, 盈利能力高于机场店。若国内市内免税政策放开, 免税商或主动从机场店向市内店导流, 促使盈利增长。

投资建议: 龙头享受行业增长红利, 维持“买入”评级

我们认为海外消费有望回流, 免税市场空间广阔。中免牌照和规模优势显著, 政策弹性带来盈利增长。考虑疫情影响, 假设机场店保底租金有望协商下调, 预计 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元, 对应 PE 分别为 77/28/24 倍。近 5 年公司平均 PE 为 34 倍, 我们认为免税龙头优势显著, 享行业成长红利, 疫情不改公司长期成长逻辑, 对 21 年 EPS 给予目标 PE 区间 36~38 倍, 维持 21 年目标价 110.16~116.28 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 政策落地不达预期; 牌照放松, 市场竞争加剧; 宏观经济风险; 全球疫情持续时间超出预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,952
流通 A 股 (百万股)	1,952
52 周内股价区间 (元)	67.20-97.10
总市值 (百万元)	168,694
总资产 (百万元)	2,215
每股净资产 (元)	10.17

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	47,007	47,966	35,270	58,075	67,328
+/-%	66.21	2.04	(26.47)	64.66	15.93
归属母公司净利润 (百万元)	3,095	4,629	2,202	5,975	7,068
+/-%	22.29	49.58	(52.43)	171.35	18.30
EPS (元, 最新摊薄)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62
PE (倍)	54.51	36.44	76.61	28.23	23.87

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

海外消费有望回流，免税成长空间广阔	5
海外购物金额较高，国内免税规模尚小	5
政策红利有望释放，免税市场空间打开	6
免税价格优势显著，政策有力支持	6
高端香化需求增长，免税渠道受益	9
回流空间广阔，品类结构优化可期	11
中免：三亚为盈利增长点，机场店提升规模壁垒	13
海棠湾店：客流扩大，政策带来弹性	13
离岛政策持续宽松，客单价提升效果显著	16
海南旅游基础设施不断完善，免税客群基础有望扩大	17
门店运营能力提升，加大进店购买转化	19
商业业态更加丰富，旅客停留时间有望延长	19
上海机场免税店：产能扩张，盈利逐渐提升	20
免税经营面积扩大，规模提升盈利爬坡	20
机场产能有望提升，国际客流持续增长	22
整合提高采购能力，品类、品牌有所升级	25
北京机场免税店：经营提升，大兴带动客流	26
先后中标北京两场，丰富品牌提升客单	26
大兴机场投入使用，驱动国际旅客增长	27
广州机场免税店：潜力释放，持续快速成长	27
门店运营显著提升，人均消费快速增长	27
对比北上空间，计划扩建提升客流	28
展望：政策有较大弹性，中免有望长期受益	30
海南自贸港对中免机遇大于挑战	30
香港：内地赴港游客较多，支撑本土奢侈品购买	30
DFS：规模最大的免税商，品牌丰富体验良好	32
海南：政策具有不确定性，中免有望迎来机遇	34
国人市内免税有望带来新增长点	36
韩国：带动本土香化产业，市内店盈利高于机场	37
我国：市内店或分流机场，盈利贡献市内免税政策可期	40
龙头强者恒强，维持买入	45
估值分析	45
盈利预测及投资建议	46
风险提示	48
PE/PB - Bands	48

图表目录

图表 1：中国公民境外消费总额	5
图表 2：中国公民出境旅游人次	5
图表 3：中国对全球个人奢侈品消费市场贡献大（单位：十亿元）	5
图表 4：中国奢侈品消费外流比重变化	5
图表 5：2016 年中国出国游客购物渠道比例	6
图表 6：2016 年中国游客海外购买品类渗透率	6
图表 7：中国国人境外消费额及国内免税销售额	6
图表 8：中国出境游人次占全球比重	6
图表 9：我国部分消费品进口关税、消费税和增值税税率情况	7
图表 10：国内免税商品价格优势明显（以进口价格 100 元为例）	7
图表 11：2020 年 4 月国内免税渠道的价格与百货柜台、天猫旗舰店的价格比较（部分产品，单位：元）	8
图表 12：我国持续放宽免税政策	8
图表 13：电商法相关政策	9
图表 14：我国免税销售额规模及增速	9
图表 15：我国大众化妆品和高端化妆品销售额同比增速	10
图表 16：国内不同层级城市消费者高端化妆品消费额同比增速	10
图表 17：中国美容化妆品及护肤品进口金额及增速	10

图表 18:	中国化妆品高端市场内资和外资品牌历年市场份额变化	10
图表 19:	欧莱雅总收入增速及旅游零售增速	10
图表 20:	资生堂总收入增速及旅游零售增速 (以当地货币计量)	10
图表 21:	韩国免税销售额	11
图表 22:	2018 年中国游客在韩消费支出分布	11
图表 23:	韩国免税销售额本国人和外国人对比	11
图表 24:	韩国免税购买人数本国人和外国人对比	11
图表 25:	韩国免税店销售品类	11
图表 26:	中国游客在韩免税消费情况	11
图表 27:	2018 年中国免税销售品类分布	12
图表 28:	2018 年全球免税销售额品类分布	12
图表 29:	免税政策的对比	12
图表 30:	中免集团成为全球第四大旅游零售集团	13
图表 31:	2019 年中国国旅收入结构	13
图表 32:	2019 年中国国旅归母净利润结构	13
图表 33:	海南离岛免税销售额及增速	14
图表 34:	三亚海棠湾店免税销售额及增速	14
图表 35:	海南离岛免税销客单价与渗透率	14
图表 36:	三亚海棠湾免税店销客单价与渗透率	14
图表 37:	三亚海棠湾店归母净利润及同比增速	15
图表 38:	三亚海棠湾归母净利率	15
图表 39:	海口项目与三亚海棠湾项目对比	15
图表 40:	历年三亚和海口的常住人口对比	15
图表 41:	历年三亚和海口机场离岛人数对比	15
图表 42:	离岛免税政策持续宽松	16
图表 43:	离岛免税人均销售额与政策节点	17
图表 44:	2020 年 4 月畅销单品价格对比	17
图表 45:	2018 年以来海南省关于旅游的政策	18
图表 46:	交通的改善	18
图表 47:	免税店分布	19
图表 48:	三亚国际免税城建设情况	20
图表 49:	河心岛整体外观图	20
图表 50:	河心岛内部图 (商户展示)	20
图表 51:	日上持股比例关系	20
图表 52:	上海机场 (浦东、虹桥) 免税店保底扣点情况	21
图表 53:	上海机场 (浦东+虹桥) 国际旅客吞吐量及增速	21
图表 54:	上海机场免税销售额及客单价	21
图表 55:	上海机场日上免税店净利润及增速	21
图表 56:	上海机场日上免税店利润率	21
图表 57:	免税销售额提升逻辑	22
图表 58:	上海国际航班量	22
图表 59:	上海国际旅客吞吐量	22
图表 60:	2018 年上海机场国际航班量占比	23
图表 61:	2018 年上海机场国际航点分布	23
图表 62:	上海机场航站楼、跑道利用率	23
图表 63:	浦东机场扩建, 国际旅客量将提升	23
图表 64:	2019/2020 冬春航季十大机场航班量增速	24
图表 65:	各类型飞机占比	24
图表 66:	上海两场定位国际枢纽功能	25
图表 67:	浦东机场 T1 出境免税店分布	25
图表 68:	浦东机场 T2 出境免税店分布	25
图表 69:	北京首都机场保底扣点情况	26
图表 70:	北京首都国际机场国际旅客吞吐量及增速	26
图表 71:	北京首都机场免税销售额及客单价	26
图表 72:	日上中国净利润及增速	27
图表 73:	日上中国净利率	27
图表 74:	北京大兴机场国际旅客量规划	27
图表 75:	广州白云机场保底扣点情况	28
图表 76:	白云机场国际旅客吞吐量及增速	28
图表 77:	白云机场免税销售额及客单价	28
图表 78:	2019 年主要机场免税店年坪效对比	28

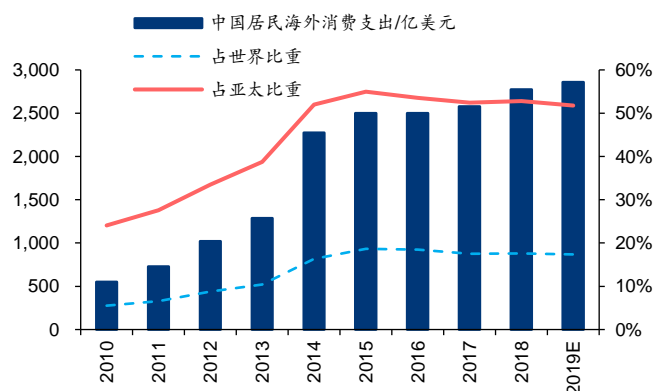
图表 79: 中免白云机场店经营品牌	29
图表 80: 主要机场国际旅客吞吐量占全国的比重 (%)	29
图表 81: 主要机场免税销售额占全国比重 (%)	29
图表 82: 白云机场三期扩建规划	29
图表 83: 《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》指出自由贸易港建设分步走	30
图表 84: 中免海南离岛免税布局 (2019 年 1~9 月)	30
图表 85: 香港税费情况	30
图表 86: 香港入境旅客量、yoy 及 CAGR	31
图表 87: 中国内地旅客人次及 yoy 及 CAGR	31
图表 88: 香港本土零售业规模、yoy 及 CAGR	31
图表 89: 香港内地旅客总购物额及占比	31
图表 90: 2019 年香港零售业销售额结构	32
图表 91: 香港奢侈品市场品类结构 (零售额 HKD million)	32
图表 92: 2018 年香港奢侈品零售商的规模排名前 10	32
图表 93: DFS 是最早进入香港的免税零售商	33
图表 94: DFS 香港门店位置分布	33
图表 95: DFS 在香港的免税店	33
图表 96: T 广场门店内部奢华	34
图表 97: 海南省政府提到关于免税的探讨: 现有政策来看, 免税品类以居民必需品为主, 免税税种以关税为主	35
图表 98: 香港、海南省入境/入岛旅客量	35
图表 99: 香港、海南省零售额对比	35
图表 100: 中免竞争优势显著	36
图表 101: 现有市内免税店政策	37
图表 102: 目前中免市内免税店情况	37
图表 103: 韩国国人免税政策	37
图表 104: 韩国免税销售额及其占全球比例	38
图表 105: 韩国免税市场渠道结构 (2019 年 5 月以来)	38
图表 106: 韩国各个免税渠道的市场份额 (2020 年 2 月)	38
图表 107: 韩国各业态免税店数量 (截至 2020 年 3 月底)	38
图表 108: 机场免税店和市内免税店对比	38
图表 109: 韩国历年入境游和出境游人次及增速	39
图表 110: 韩国市内免税店销售额及增速	39
图表 111: 18 年韩国免税前三十大品牌中, 后及雪花秀名列前茅 (单位: 亿韩元)	39
图表 112: 2018 年韩国新罗免税店营业利润率 (非合并报表数据)	40
图表 113: 2018 年韩国主要免税零售商盈利情况 (非合并报表)	40
图表 114: 韩国和中国市内免税产业链的差异对比	41
图表 115: 中国赴韩游客人次及增速	41
图表 116: 2018 年韩国免税销售品牌国别结构 (TOP30)	41
图表 117: 上海市内店收入规模预测的敏感性分析	42
图表 118: 北京市内店收入规模预测的敏感性分析	42
图表 119: 上海市内店净利润贡献的敏感性分析	43
图表 120: 北京市内店净利润贡献的敏感性分析	43
图表 121: 各免税运营上奢侈品品牌覆盖面	44
图表 122: 中国国旅总市值	45
图表 123: 2017 年以来估值溢价提升	45
图表 124: 2017 年以来相对消费者服务 (中信) 板块估值持续提升	45
图表 125: 国旅历史复盘总结	46
图表 126: 盈利预测 (单位: 亿元)	47
图表 127: 中国国旅历史 PE-Bands	48
图表 128: 中国国旅历史 PB-Bands	48

海外消费有望回流，免税成长空间广阔

海外购物金额较高，国内免税规模尚小

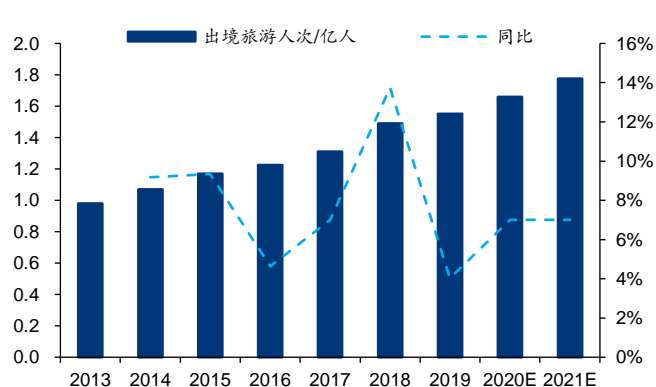
随着我国中产阶级群体扩大，出境游快速增长，国人海外消费规模快速扩张。2018年我国居民海外总消费支出达到2773.45亿美元（折合人民币18337.5亿元），居全球首位。海外总消费占全球比例达到18%，占亚太国家比例达到52.8%。假设国人和全球海外消费的人次和客单价同比增速较2018年持平，我们估算2019年我国居民海外总消费支出达到2856.3亿美元，占全球比例达到17%，占亚太国家比例达到52%。从出境游人次角度，2019年全国出境游1.55亿人次，同比增长3.3%，但全国持有护照人口数1.3亿本，占人口总数仅8%左右，未来出境旅游消费仍有广阔成长空间。

图表1：中国公民境外消费总额



资料来源：世界银行，华泰证券研究所

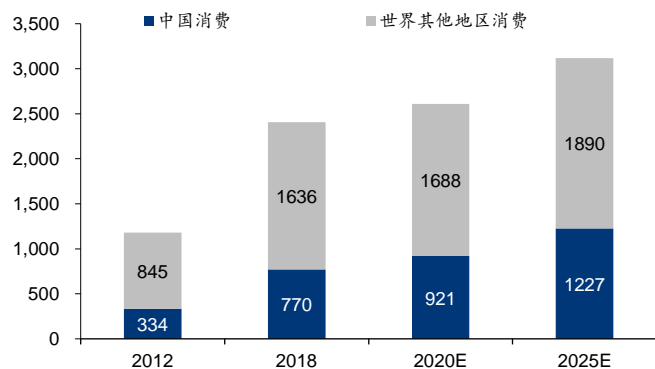
图表2：中国公民出境旅游人次



资料来源：文化与旅游部年度统计公报，华泰证券研究所

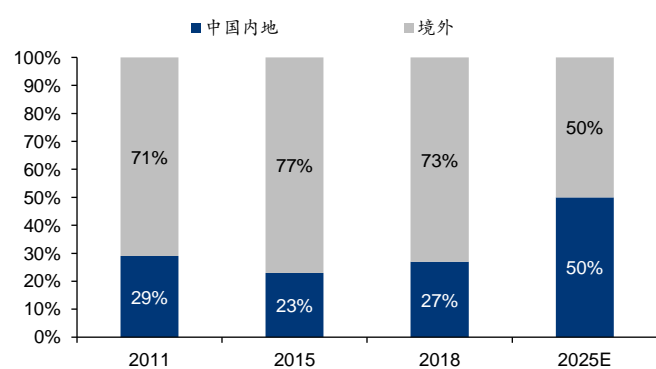
国人偏好在海外购买奢侈品和高端化妆品。根据麦肯锡调查报告，2018年中国人奢侈品消费总额（包含奢侈品和轻奢品牌，品类包括成衣、配饰、珠宝、腕表、美妆）总额达到7700亿元，占全球奢侈品总消费额的32%。国人奢侈品消费中有约5621亿元发生在境外。麦肯锡预测，至2025年，中国奢侈品市场将达到1.2万亿元人民币，2018~2025年CAGR为6.88%。根据Oliver Wyman，2016年65%的国人会在海外购买化妆品，近年来，随着国人对高端香化需求的增长，我们预计这一比例在不断提升。

图表3：中国对全球个人奢侈品消费市场贡献大（单位：十亿元）



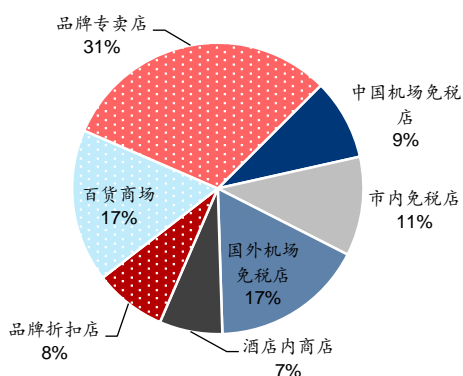
资料来源：麦肯锡，华泰证券研究所

图表4：中国奢侈品消费外流比重变化



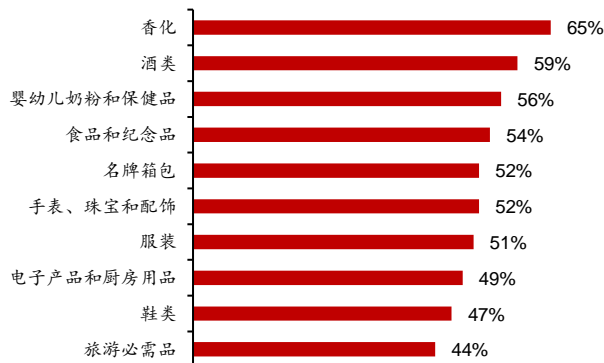
资料来源：贝恩，华泰证券研究所

图表5: 2016年中国出国游客购物渠道比例



资料来源: Oliver Wyman, 华泰证券研究所

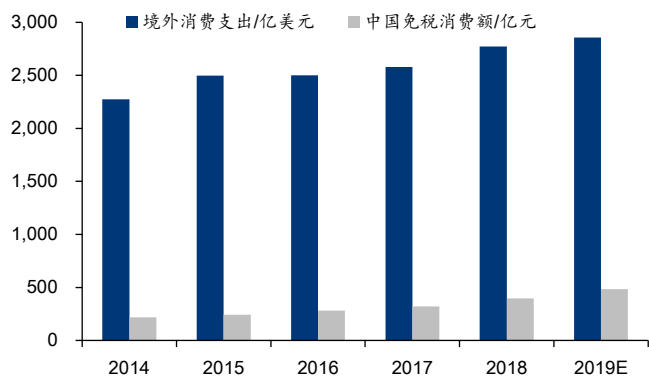
图表6: 2016年中国游客海外购买品类渗透率



资料来源: Oliver Wyman, 华泰证券研究所

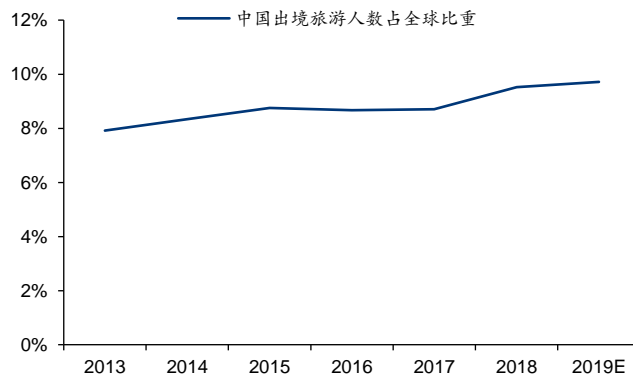
中国免税市场规模较小, 与海外消费市场相对不匹配。根据智研咨询, 2018年中国免税市场规模 395 亿元人民币, 占全球免税市场比例约为 8%。根据世界银行, 2018年中国出境游人次和出境游消费占全球 10%和 18%, 中国免税市场占全球免税市场的比例显著偏低。假设全球和中国的出境游人次和客单价同比增速较 2018 年持平, 我们预计 2019 年中国免税市场规模达到 485 亿元人民币, 占全球免税市场比例约为 9%, 而中国出境游人次占全球的 10%, 出境游消费占全球的 17%。

图表7: 中国人境外消费额及国内免税销售额



资料来源: 世界银行, 智研咨询, 华泰证券研究所

图表8: 中国出境游人次占全球比重



资料来源: 麦肯锡, 华泰证券研究所

政策红利有望释放, 免税市场空间打开

免税价格优势显著, 政策有力支持

消费者在旅游前和旅游中容易冲动消费, 开展离境免税业务能有效截留境外旅游购物消费。免税商品低价形成核心吸引力。免税免除的是进口环节关税和流通税费。国内进口消费品关税分为最惠国税率、暂定税率及普通税率几档, 手表、高档化妆品、服饰箱包等综合税费成本在税后总价占比约 20%-40%。

图表9：我国部分消费品进口关税、消费税和增值税税率情况

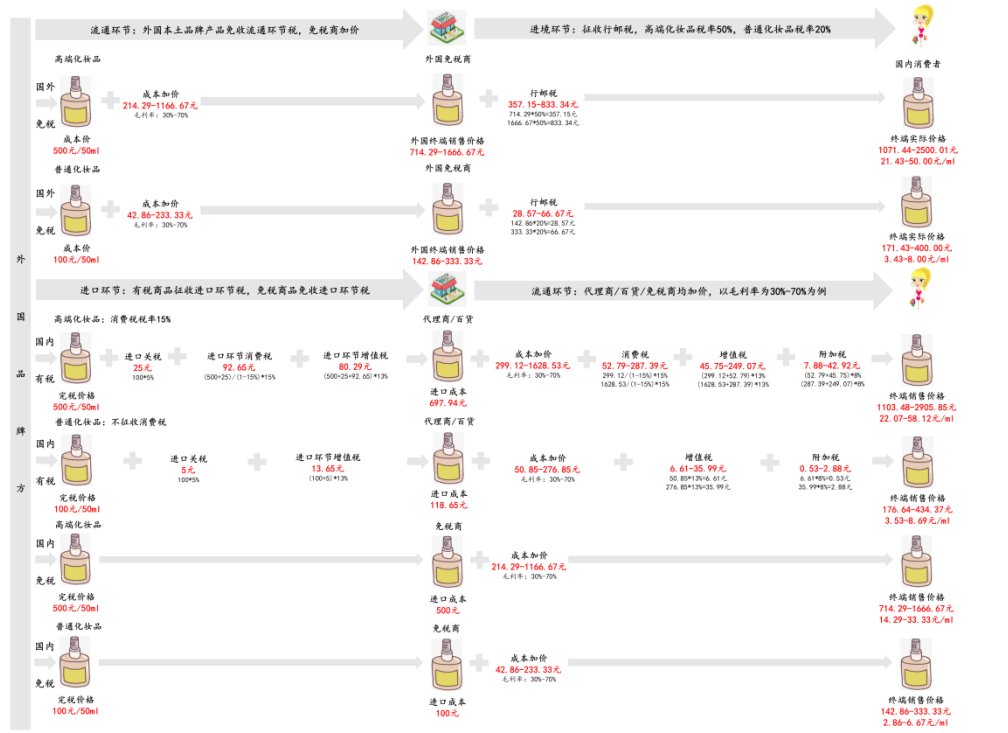
	暂定税率		普通税率		消费税	增值税	理论折价率
	关税最惠国税率 (当和最惠国税率 (WTO成员且互 相给予关税优惠)	(和最惠国税率 并存的时候优先使 用暂定税率)	(适用于没有外交 关系的国家和产地 不明的进口货物)				
香水	3.00%	5.00%	150.00%	15% (10元/毫升或克 以及15元/张以上的)	17%	32.7%	
高档化妆品							
眼类、唇类化妆品	5.00%	5.00%	150.00%	15% (同上)	17%	32.7%	
指甲类化妆品	5.00%	5.00%	150.00%	15% (同上)	17%	32.7%	
粉扑及粉拍, 施敷脂粉或化妆品 用分拍或化妆品用	6.00%	8.00%	130.00%	15% (同上)	17%	34.5%	
护肤品	1.00%	2.00%	150.00%	15% (同上)	17%	30.7%	
塑料或纺织材料箱包	10.00%	10.00%	100.00%	无	17%	21.9%	
濒危动物皮制箱包	6.00%	10.00%	100.00%	无	17%	20.3%	
皮革箱包	8.00%	10.00%	100.00%	无	17%	21.8%	
手表	8%-15%	无	80-100%	20% (10000元以上)	17%	0.0%	
纯金银及钻石首饰	8.00%	无	无	5%	17%	25.9%	
铂金以及贵金属及钻石首饰	10.00%	无	无	5%	17%	25.9%	
其他含贵金属首饰及珠宝玉石	10.00%	无	无	10%	17%	31.3%	
鞋子	4%, 6%, 8%, 10%, 12%, 14%	12.00%	100%	无	17%	23.9%	
塑料或纺织材料箱包	10.00%	10.00%	100.00%	无	17%	21.9%	
濒危动物皮制箱包	6.00%	10.00%	100.00%	无	17%	20.3%	
皮革箱包	8.00%	10.00%	100.00%	无	17%	21.8%	

注：理论折价率=全部进口税费/含税成本价，是免税产品可能的降价空间

资料来源：中华人民共和国海关，财政部，华泰证券研究所

相较于国内普通零售渠道，免税渠道更为扁平化。免税运营商向品牌直采，降低流通环节成本。部分免税商品终端零售价相较于普通零售渠道折价率较高，化妆品可达到 32.7%，服饰箱包可达到 21.9%。

图表10：国内免税商品价格优势明显（以进口价格100元为例）



注：以消费税15%、增值税13%、附加税8%（城建税5%+教育税3%）、行邮税50%、毛利率30%-60%为例

资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表11: 2020年4月国内免税渠道的价格与百货柜台、天猫旗舰店的价格比较(部分产品, 单位: 元)

品类类别	产品名称	日上北京	日上上海	三亚海棠湾	百货专柜	天猫旗舰店
美妆及香水	雅诗兰黛特润修护肌透精华露 50ML	864	734(100ml)	645	850	850
	兰蔻全新小黑瓶精华肌底液 50ML	683	884(100ml)	750	1080	1080
	海蓝之谜精华面霜 30ml	1037	985	1192	1450	1450
	迪奥烈艳蓝金唇膏-哑光系列 999# 3.5g	226	212	220	330	320
	香奈儿五号香水(经典) 100ML	1071	1071	1070	1520	1520
时装及配饰	迈克高仕女士单肩背包 30S9GWHL9T-436	3040		4240	5300	5300
	雷朋太阳镜 ORB3026 L282162		1010	1025	1280	1270
腕表及珠宝	天梭 CDT 系列机械表 T099.407.16.048.00		4780	4700	5600	5600
	施华洛世奇项链 5512095		660	740	999	999

资料来源: 三亚国际免税城官方商城, 品牌官网, 品牌天猫旗舰店, 华泰证券研究所

免税业务具有强政策属性。免税本质上是中央让渡部分税收利益, 让居民享受实惠的价格。免税政策由财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家文化与旅游部联合制定颁布。**中央为吸引消费回流, 持续放宽免税政策, 主要体现为额度调升和渠道拓展。**2011年离岛免税政策正式实施, 其后5次调升限额、扩充品种、拓展离岛覆盖渠道。2018年底, 中免提出恢复设立北京等地市内免税店, 获海关总署同意。2019年, 青岛、厦门、大连、北京、上海市内免税店相继开业, 允许外国人士离境前购买。

图表12: 我国持续放宽免税政策

发布时间	使用范围	政策	政策要点
2018.12.1	海南岛	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	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。
2017.1.12	海南岛	关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告	海南铁路离岛纳入离岛免税政策范围内。
2016.2.18	全国	关于印发《口岸进境免税店管理暂行办法》的通知	国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸, 深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸, 珠海闸口岸, 黑河口岸等水陆口岸各设1家口岸进境免税店。
2016.2.18	全国	关于口岸进境免税店政策的公告	在维持居民旅客进境物品5000元人民币免税限额不变基础上, 允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额, 连同境外免税购物额总计不超过8000元人民币。
2016.1.29	海南岛	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	1.非岛内居民取消购物次数限制, 额度不超过16000元 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。
2015.2.17	海南岛	关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	1.增加免税品种类 2.放宽部分热销商品的单次购物数量限制。
2014.1	海南岛	——	三亚店全面试点实施“即购即提、先征后退”的购物方式。
2012.10.24	海南岛	关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告	1.政策适用对象年龄调整为16周岁。 2.增加3类免税品种。 3.将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币8000元。
2011.12.5	海南岛	海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法	一店一批。
2011.3.24	海南岛	关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告	1.免税试点运行。 2.政策适用对象18周岁。 3.免税购物金额5000元(同时指单件商品和累计额度)。
2005.11.28	全国	中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法	确立了免税行业垄断格局, 以及免税品购物方式。
2000.1.1	全国	关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定	免税行业的基础规定, 四个统一的方针。

资料来源: 财政部, 海关总署, 商务部, 华泰证券研究所

《电商法》出台，代购受到抑制。2019年1月1日电商法实施生效，严格监管电商主体登记、税收监管、数据监管、适用规章。海关抽检香化类小件难度较大，当前查处比例较低。长远来看，中央打击非法代购态度坚决，代购可能被挤压离场，利于免税。

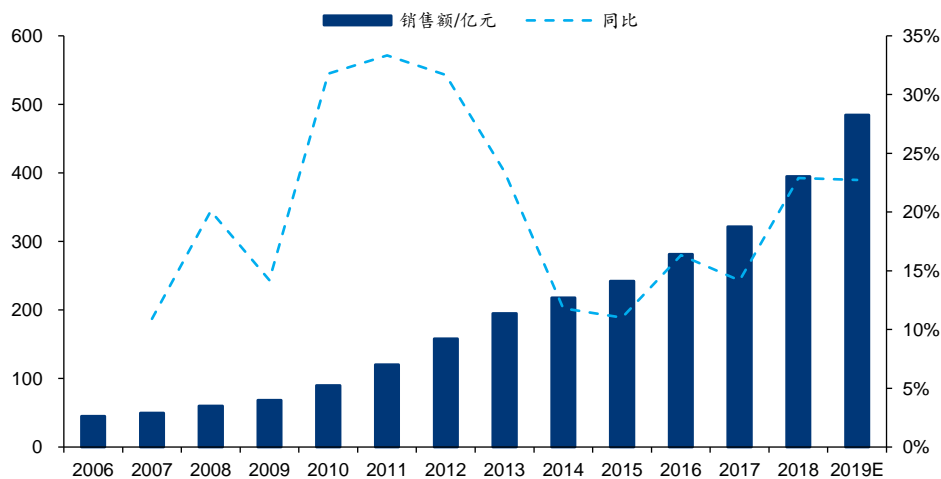
图表13： 电商法相关政策

主题	规定内容	对代购的影响
适用范围	<p>第九条 本法所称电子商务经营者，是指通过互联网等信息网络从事销售商品或者提供服务的经营活动的自然人、法人和非法人组织，包括电子商务平台经营者、平台内经营者以及通过自建网站、其他网络服务销售商品或者提供服务的电子商务经营者。</p>	<p>一般所称的海外代购大多通过社交平台完成交易，属于跨境电商经营者，是《电商法》的适用对象。</p>
主体登记	<p>第十条 电子商务经营者应当依法办理市场主体登记。但是，个人销售自产农副产品、家庭手工业产品，个人利用自己的技能从事依法无须取得许可的便民劳务活动和零星小额交易活动，以及依照法律、行政法规不需要进行登记的除外。</p>	<p>在市场主体登记方面，目前绝大部分代购没有进行主体登记。按照电商法要求，如果海外代购进行的是大规模的商业行为，就是市场主体，超过一定数额需要依法纳税，需要缴纳增值税、所得税。</p>
税收监管	<p>第十一条 电子商务经营者应当依法履行纳税义务，并依法享受税收优惠。</p>	<p>对于代购类个体户来说，由于产品的来源在国外，且没有商业化的合规通关单据，因此没有进项税发票，进而造成增值税和所得税异常高。</p>
数据监管	<p>第二十五条 有关主管部门依照法律、行政法规的规定要求电子商务经营者提供有关电子商务数据信息的，电子商务经营者应当提供。有关主管部门应当采取必要措施保护电子商务经营者提供的数据信息的安全，并对其中的个人信息、隐私和商业秘密严格保密，不得泄露、出售或者非法向他人提供。</p>	<p>进口跨境电商企业的支付单原始数据将与和海关总署系统打通。业内所有在电商平台上相关的转支付操作、虚假支付单、虚假物流单、低报通关等都将受监管。</p>
适用规章	<p>第二十六条 电子商务经营者从事跨境电子商务，应当遵守进出口监督管理的法律、行政法规和国家有关规定。</p>	<p>添加上“国家有关规定”，将部门规章纳入监管标准范畴，跨境电商中存在的法律、法规及部门规章冲突的问题得到解决。</p>

资料来源：商务部，华泰证券研究所

根据 Generation Research 的数据，2011-2018 年全球免税销售额 GAGR 为 5.66%，而中国市场 GAGR 达 18.55%。Generation Research 预测 2019 年全球免税市场同比增速为 3.6%，我们估算中国免税市场同比增速为 22.7%。

图表14： 我国免税销售额规模及增速

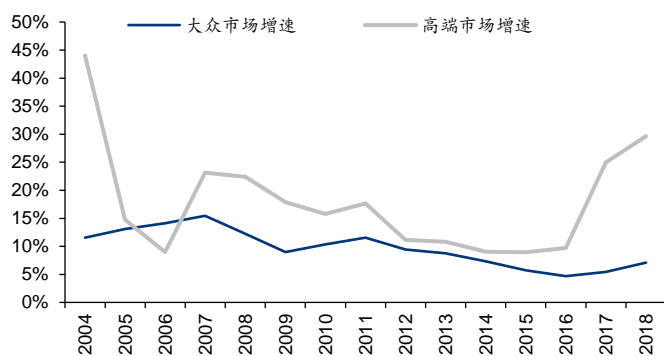


资料来源：智研咨询，华泰证券研究所

高端香化需求增长，免税渠道受益

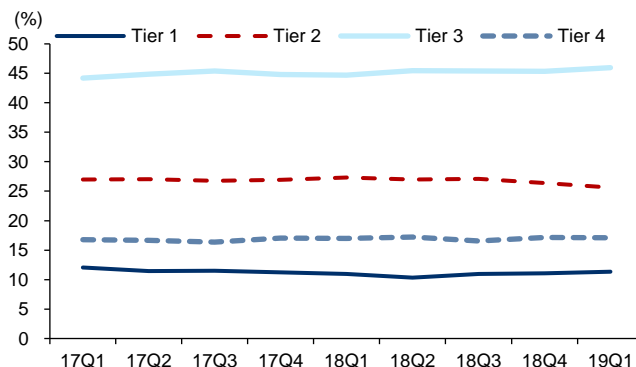
居民收入增长，消费升级。短视频平台和社交媒体带来移动互联网新增用户，香化品牌具有较强的视觉效果和社交属性，通过平台教育消费者，扩大消费群。电商渠道下沉，促使二三线城市居民的高端香化消费高速增长。根据 Euromonitor，2016~2018 年我国高端化妆品销售额 CAGR 达到 27.27%，高于大众市场的 6.28%。2018 年，我国高端化妆品消费总额为 1095.60 亿元，占化妆品市场的比例为 29.93%，低于美国的 39.34% 和日本的 43.32%，还有提升空间。

图表15: 我国大众化妆品和高端化妆品销售额同比增速



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

图表16: 国内不同层级城市消费者高端化妆品消费额同比增速



资料来源: Kantar, 华泰证券研究所

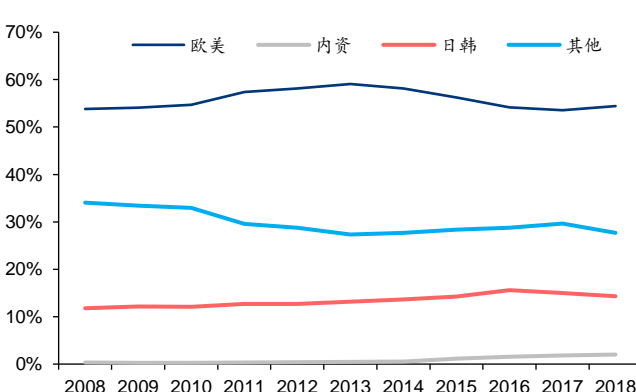
外资品牌垄断高端香化市场。我国进口化妆品市场规模庞大。根据海关总署, 2019年我国美容化妆品及护肤品进口总金额为132.27亿美元, 2010~2019年CAGR达到36.46%。欧美、日韩外资品牌, 较早进入我国市场, 在国内高端化妆品市场中占据主导地位。根据Euromonitor, 2018年外资品牌占高端市场的份额达到97.99%。

图表17: 中国美容化妆品及护肤品进口金额及增速



资料来源: 海关总署, 华泰证券研究所

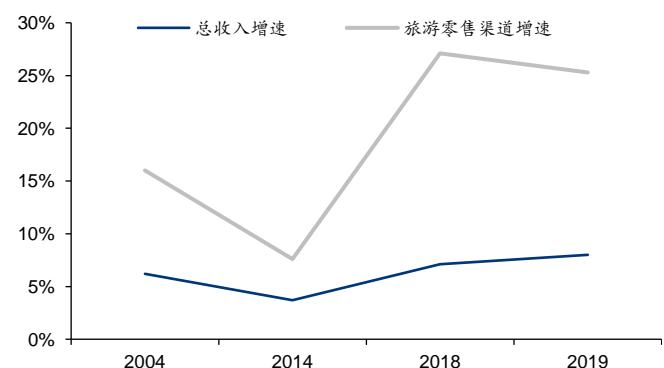
图表18: 中国化妆品高端市场内资和外资品牌历年市场份额变化



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

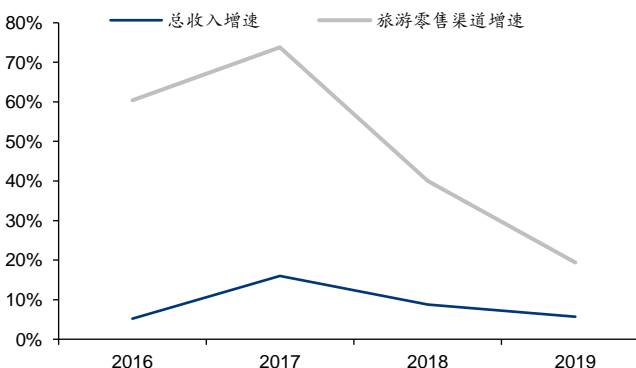
免税是高端香化最重要的渠道之一。以全球化妆品龙头欧莱雅和资生堂为例, 根据公司财报, 2018年欧莱雅和资生堂的旅游零售(免税为主)渠道占比分别为7.4%和8.0%, 2019年旅游零售同比增速分别为25.3%和19.4%, 显著高于公司整体收入增速。

图表19: 欧莱雅总收入增速及旅游零售增速



资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

图表20: 资生堂总收入增速及旅游零售增速 (以当地货币计量)

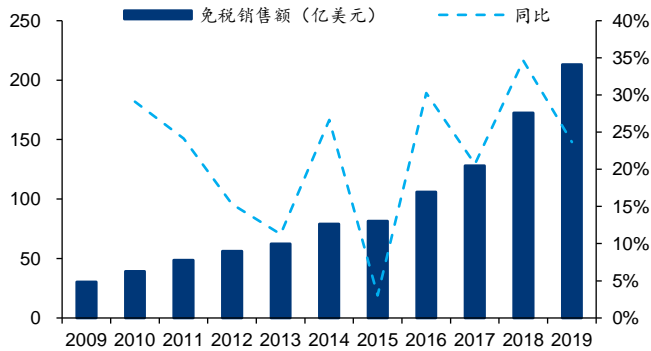


资料来源: 公司年报, 华泰证券研究所

回流空间广阔，品类结构优化可期

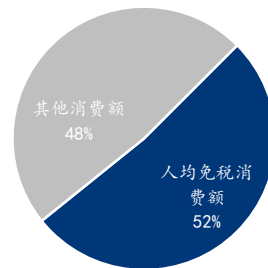
以韩国为例，2018年韩国免税市场规模达到172.38亿美元（折合1140亿元人民币），占全球份额达到23%，在亚太居首。2019年韩国免税市场规模达到213.18亿美元（折合1470亿元人民币），同比增速达23.67%。

图表21： 韩国免税销售额



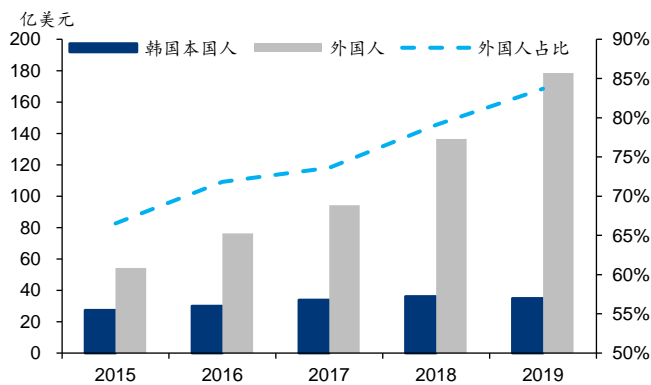
资料来源：韩国免税厅，华泰证券研究所

图表22： 2018年中国游客在韩消费支出分布



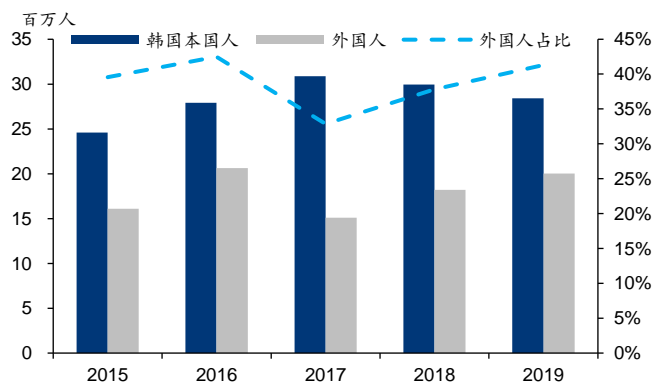
资料来源：韩国观光公社，华泰证券研究所

图表23： 韩国免税销售额本国人和外国人对比



资料来源：韩国免税店协会，华泰证券研究所

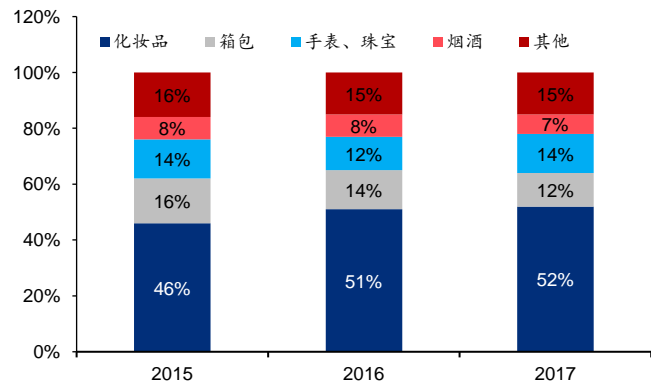
图表24： 韩国免税购买人数本国人和外国人对比



资料来源：韩国免税店协会，华泰证券研究所

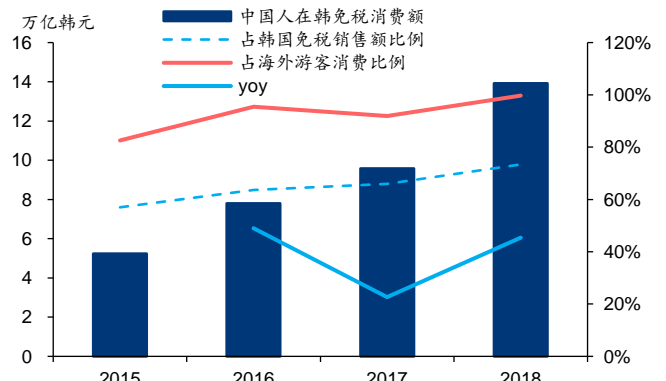
我们估计2018年国人购买化妆品金额约460~502亿，政策推动下，回流空间可观。根据韩国关税厅，2018年中国游客在韩国免税店购物额为836亿元人民币，占韩国免税市场比例73.4%。根据Senator Hojoony Yoon数据，2015~2017年韩国免税店化妆品销售占比从46%提升至52%。因国人更偏好韩国香化，我们保守估算国人在韩国免税店购买额中55~60%为香化产品，略高于香化整体的占比，对应消费规模约为460~502亿。

图表25： 韩国免税店销售品类



资料来源：Senator Hojoony Yoon's office，华泰证券研究所

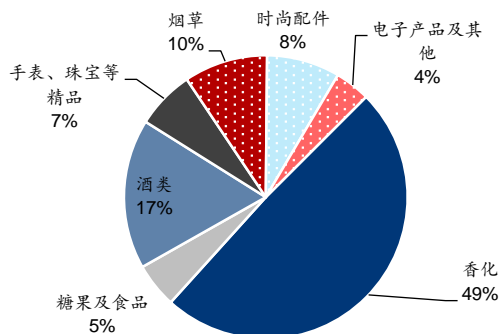
图表26： 中国游客在韩免税消费情况



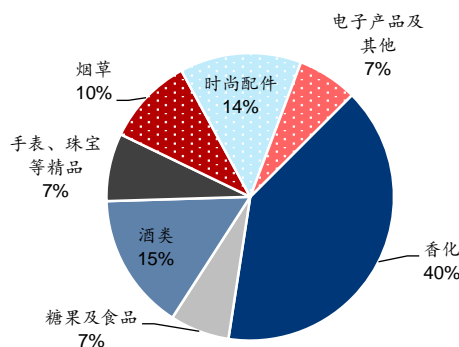
资料来源：韩国免税店协会，华泰证券研究所

全球比较来看，我国免税市场中，奢侈品销售额占比较低。根据 Generation Research，2018 年我国免税中奢侈品销售额（时尚配件和手表、珠宝等精品）占比仅为 15%，低于全球免税市场中的 21%。

图表27： 2018 年中国免税销售品类分布



图表28： 2018 年全球免税销售额品类分布



资料来源：Generation Research，华泰证券研究所

资料来源：Generation Research，华泰证券研究所

政策弹性有望促使品类结构优化，打开增量空间。当前政策规定，国人每人每年离境免税限额 5000 元，购买奢侈品额度不足。海南离岛免税限额 30000 元，但商品单件超过 8000 元需补交差额行邮税，价格优势不明显。参考韩国经验，政府为吸引消费回流，持续调升免税限额。韩国本国居民离境免税限额从 1979 年的 500 美元/人，提升至 2006 年的 3000 美元/人。未来，若能提限额及上调行邮税起征点，我国奢侈品销售额有望大幅提升。

图表29： 免税政策的对比

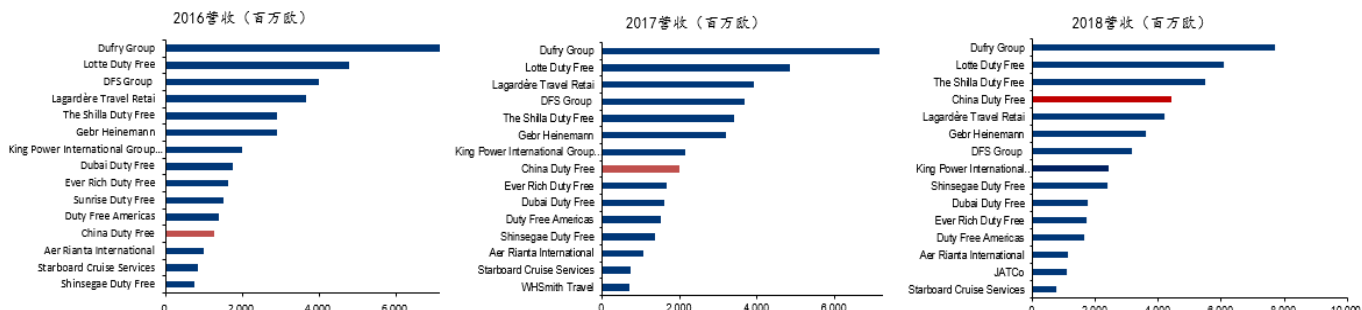
	韩国	中国	机场免税	入境免税	市内免税	海南离岛免税	离岛免税	离境退税
针对人群	本国居民	已办理出境手续、即将前往境外的人员（本国+外国）	全部离岛人员	口岸入境针对入境旅客，市内入境针对持护照入境，自入境之日起 180 天内的中国籍旅客	本国或外国离境居民	离岛旅客（包括岛内居民旅客）	本国或外国离境居民	准备出境的境外旅客
限额	每人每年 5000 美元	出境免税额度并无严格限制，需要满足到达国家要求	每年限购 6 次，每次限额 600 美元，酒不超过 1 瓶，烟不超过 10 包	游客在进境免税店购买免税品时，连同境外免税购物总额总计不能超过 8,000 元人民币	离境免税额度 3000 美元，入境免税额度 600 美元	游客在海南离岛免税店每人每年累计免税购物限额为 30,000 元人民币，不限次。	离境免税额度 3000 美元，入境免税额度 600 美元	游客在退税商店购物的最低起退点为 500 元人民币（同一境外旅客同一日在同一退税商店购买的退税物品金额），最高没有限额
品类	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。	出境免税店经营的免税进口产品包括 18 个类型	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。	进境免税店可以经营的品种包括烟、酒、香化等 14 类商品，开刃购买烟刀不能超过 2 条，酒刀不能超过 2 瓶，奶粉不能超过 4 件	所有品类（酒类不超过 1 瓶，香烟不超过 1 条，香水不超过 60ml）	海南离岛免税店可以经营的商品品种包括首饰、工艺品、香水、化妆品等 38 种进口商品	所有品类（酒类不超过 1 瓶，香烟不超过 1 条，香水不超过 60ml）	离境退税商店采取负面清单的方式限定，除了国家禁止、限制进出口物品，适用增值税免税的物品外，目前没有限制
免除税种	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	关税、进口环节增值税和消费税	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	关税、进口环节增值税和消费税	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	关税、进口环节增值税和消费税	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	退税商店在商品销售环节没有免税，但消费者在离境时可以退增值税。
提货方式	机场提货	口岸点提货	机场提货	口岸入境在口岸点提货，市内入境在市内店当场提货	机场提货	口岸点提货	本国品牌可现场提货，国际品牌机场提货	当场提货，出境时交验

资料来源：海关总署，国家财政部，商务部流通发展司，韩国海关，华泰证券研究所

中免：三亚为盈利增长点，机场店提升规模壁垒

中国国旅全资子公司中免集团为我国第一大免税运营商，2018年国内市场份额为84%。营收规模排名在全球免税运营商中持续上升，2018年位居第四。

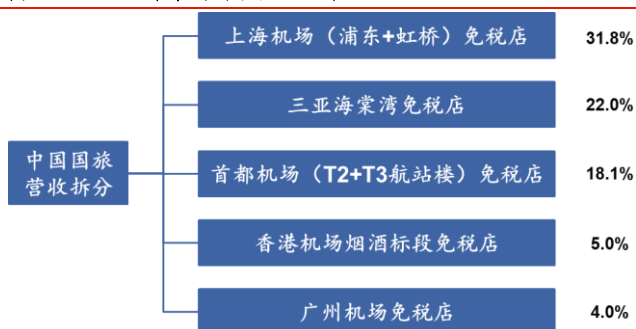
图表30：中免集团成为全球第四大旅游零售集团



资料来源：Moodie Report, 华泰证券研究所

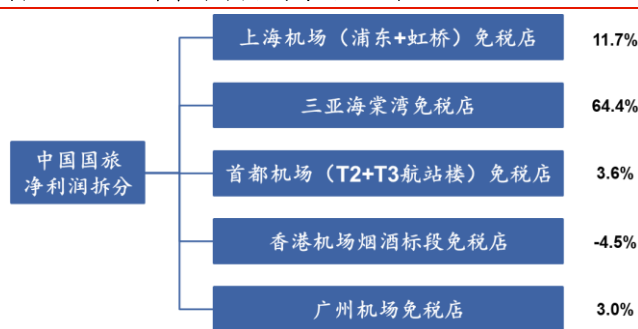
根据公司财报，2019年中免集团实现营业收入473.6亿元，同比增长37.4%；归母净利润41.2亿元，同比增长33.8%。其中，三亚海棠湾店收入占比22.0%，因自有物业费用较低，净利润占比64.4%；上海机场店和首都机场店免税收入占比分别为31.8%和18.1%，因机场扣点较高，净利润占比分别为11.7%和3.6%；其它渠道中，广州白云机场店规模较小；香港机场店短期受事件影响较大。

图表31：2019年中国国旅收入结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表32：2019年中国国旅归母净利润结构



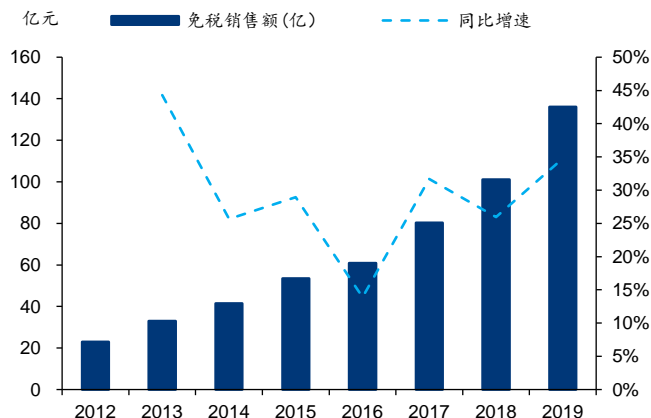
注：2019年使用公司扣非净利润计算利润占比，三亚海棠湾净利润包含总部批发端毛利。我们调研，总部批发端毛利率约为10%~15%

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

海棠湾店：客流扩大，政策带来弹性

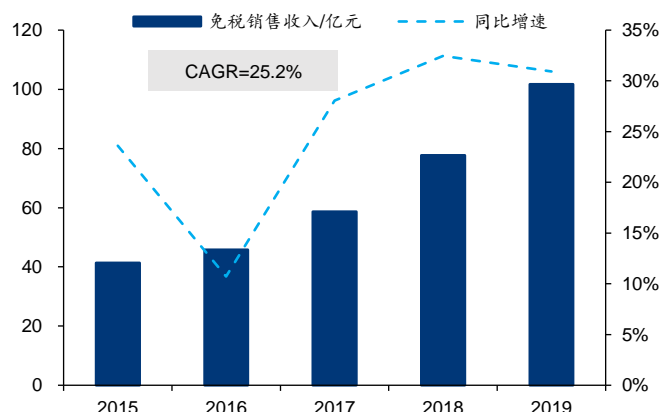
三亚海棠湾店销售额快速增长。海南离岛免税政策自2011年开始实施。2019年，离岛免税规模136.1亿元，同比增长35%。三亚海棠湾店于2014年9月1日开业，2015~2019年营业收入CAGR为25.2%。2019年三亚海棠湾店免税业务收入101.7亿元，同比增长30.9%。根据海口海关数据，19年三亚店占离岛免税市场份额为74.8%。

图表33: 海南离岛免税销售额及增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表34: 三亚海棠湾店免税销售额及增速

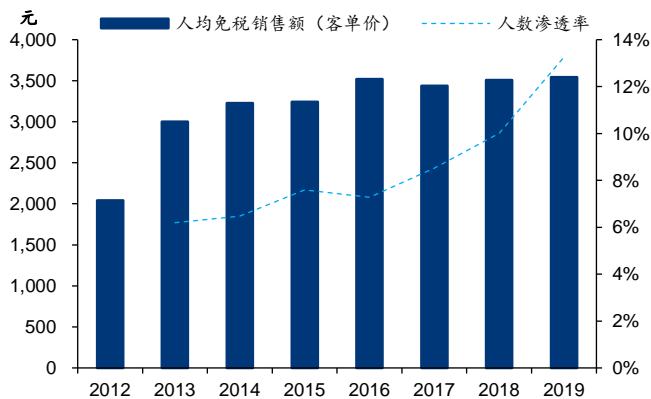


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

转化率和客单价双提升驱动销售增长。三亚海棠湾店除 2016 年因暂停跟旅行社合作, 当年门店购买人次和客单价下滑, 其余年份购物渗透率和客单价均快速增长。2019 年三亚店免税购物人次 217 万人, 对应三亚机场离岛旅客的购买渗透率为 21.6%, 同比提升 4.6pct, 客单价为 4688 元, 同比提升 2.6%。

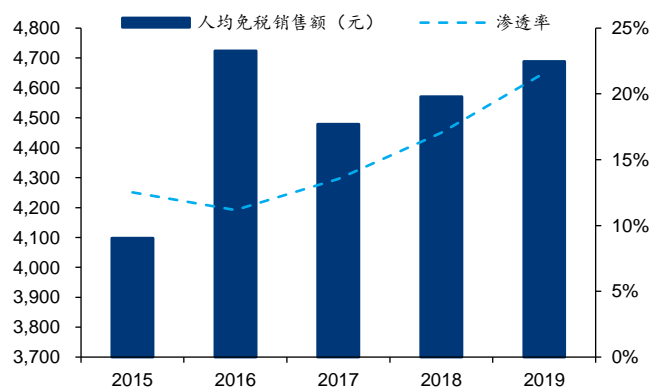
根据海南省统计局数据, 2019 年离岛购物人次达到 384 万人次, 同比增长 34%, 当年离岛旅客量为 2896 万人, 免税购物渗透率为 13.26%, 较去年同期提升 3.25pct, 客单价为 3544 元, 同比提升 1.1%。

图表35: 海南离岛免税销客单价与渗透率



资料来源: 海南省海关网, 华泰证券研究所

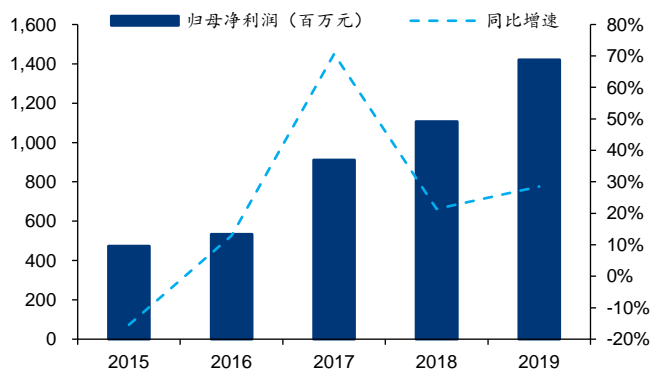
图表36: 三亚海棠湾免税店销售额客单价与渗透率



资料来源: 海南旅游局, 三亚统计局, 华泰证券研究所

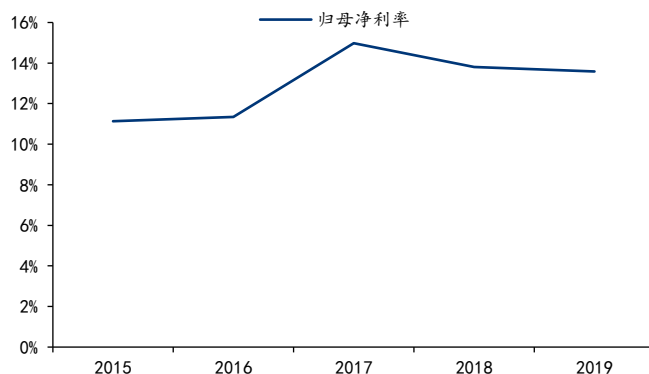
门店盈利能力较强, 盈利快速增长。随着公司规模采购议价能力提升, 三亚店盈利能力持续提升。2015~2019 年, 三亚店门店归母净利润从 4.7 亿元增长至 14.2 亿元, CAGR 为 31.7%, 净利率从 11.1% 提升至 13.6%。我们调研, 总部批发端毛利率约为 10~15%。若考虑总部批发端的毛利, 我们估算三亚店实际净利率在 24~29% 左右。

图表37: 三亚海棠湾店归母净利润及同比增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表38: 三亚海棠湾归母净利润率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

公司准备投资 128.6 亿元建设海口国际免税城项目, 占地面积 32.4 万平方米。海口项目业态多元化, 包含免税商业综合体、公寓、住宅、商业街区、写字楼和酒店。

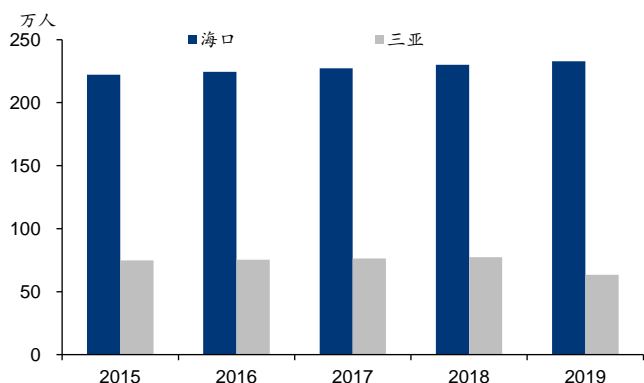
图表39: 海口项目与三亚海棠湾项目对比

项目	总投资额	占地面积	建筑面积	容积率	拿地情况	工期
三亚海棠湾国际购物中心项目	34.51 亿	8.23 万平方米	11.72 万平方米, 其中地上建筑面积 7.08 万平方米, 主要用于免税商品的销售, 地下建筑面积 4.64 万平方米, 主要用于物业管理用房及地下停车。	0.86	2011 年 10 月 31 日, 公司以挂牌方式竞得三亚市海棠湾商服(旅游)用地的土地使用权, 宗地坐落于三亚市海棠湾 40 号开发单元 A8-04 地块, 成交价 9.18 亿元	2012 年开始建设施工, 施工周期两年, 2014 年 9 月 1 日开始运营
海口市国际免税城项目	128.6 亿	32.4 万平方米	69.3 万平方米, 其中商业用地 47.5 万平方米, 办公用地 7.8 万平方米, 住宅用地 8 万平方米, 酒店用地 6 万平方米	平均 2.14	2018 年 12 月 17 日, 全资孙公司海口投资公司成功竞得海口市滨海大道西侧、新港经六街以东的四块国有建设用地使用权, 成交价 12.13 亿元。12 月 27 日, 成功竞得其余两块国有建设用地使用权, 成交价 3.46 亿元, 六宗地块成交价合计 15.59 亿元	一期项目 36 个月, 二期项目 42 个月

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

海口免税城位于海口市西海岸新海港东侧, 接驳海秀快速路、新海港, 近海南环岛高铁, 20 分钟可抵达海口核心生活圈, 半小时覆盖琼州海峡交通圈, 2 小时通达全岛。海口免税城能较好辐射轮船离岛人群和海口常住人口。2019 年, 海南轮船离岛游客为 674 万人, 海口美兰机场离岛旅客 1206 人, 海口常住人口为 233 万。相较而言, 三亚机场离岛游客为 1005 万人, 三亚户籍人口仅为 63 万。海口免税城有望于 2022 年开业, 长期盈利可观。

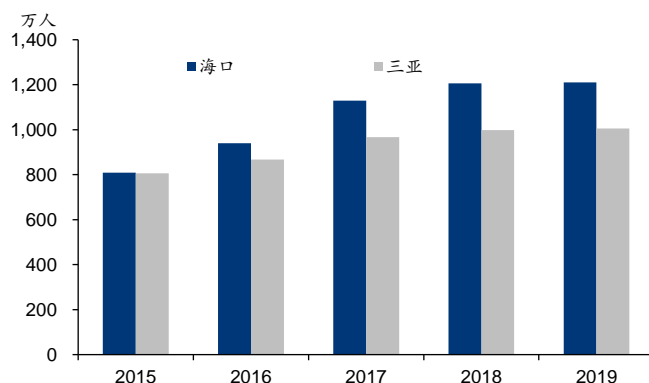
图表40: 历年三亚和海口的常住人口对比



注: 2019 年三亚为户籍人口, 官方尚未公布常住人口

资料来源: 海南省统计局, 海口统计局, 三亚统计局, 华泰证券研究所

图表41: 历年三亚和海口机场离岛人数对比



注: 假设机场进港和离港旅客数接近, 海口美兰机场以机场旅客吞吐量/2 估算。

资料来源: 中国民用航空局, 三亚统计局, 华泰证券研究所

离岛政策持续宽松，客单价提升效果显著

2011年离岛免税正式实施，至2019年经历5次调整。2016年限额从8000元提升至1.6万，2018年底再次提升至3万元。渠道上看，2017年1月扩大到火车离岛人群，2018年12月再次扩大到轮渡离岛人群。

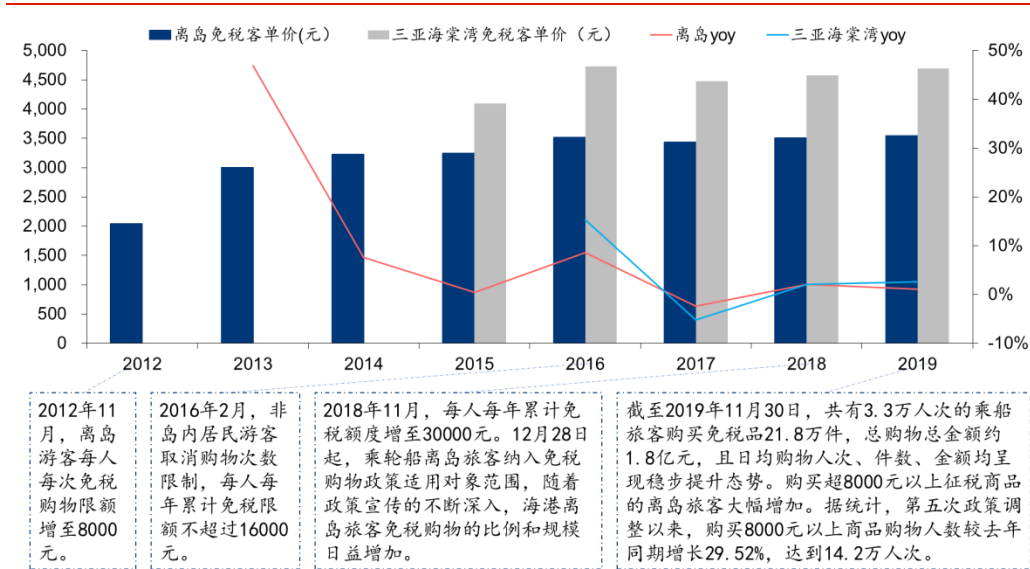
图表42：离岛免税政策持续宽松

时间	适用对象	购物额度	品类及件数	购买渠道	政策分析
2011.4	飞机离岛不离境，年满18岁	5000元，非岛内居民每年2次，岛内居民1次	首饰*2，工艺品*2，手表*2，香水*2，眼镜（含太阳镜）*2，丝巾*2，领带*2，毛织品*2，棉织品*2，鞋帽*2，皮带*2，箱包*2，体育用品*2；小皮件*4；化妆品*5，笔*5，服装服饰*5，糖果*5	海口美兰机场，三亚市内店	额度较低，件数偏少，限制客单价
2012.11	不变	提升至8000元 8000元以上单品可调剂使用余额	增加3类免税商品品种 化妆品*8，香水*5，手表*4，服装服饰*4，小皮件*4，皮带*4，箱包*4，眼镜*4	不变 2014.9.1海棠湾店开业	额度提升，受欢迎的香化、手表件数提升比例较大。可购买单价8000元以上商品，提升客单价 但8000元以上需缴纳行邮税，高价商品价格优势不明显
2015.3	年龄要求降低至16岁	不变	增加17种消费品 化妆品*12，香水*8，手表*6，服装服饰*6，小皮件*6，皮带*4，箱包*4，眼镜*4	不变	再次提升香化、手表等件数限制，客单价提升
2016.1		提升至1.6万，非岛内居民取消次数限制	不变	海棠湾店和海口美兰机场店开设网上销售窗口	额度大幅提升，因行邮税限制未放开，客单价提升并不明显
2017.1	扩大到乘坐火车的离岛旅客				火车离岛旅客消费能力低于飞机离岛旅客，人次提升效果有限
2018.12	扩大到轮渡离岛	提升至3万，次数限制取消	增加部分家用医疗器械，如视力训练仪、助听器，每人每次限购2件		额度大幅提升，行邮税限制，高价商品购买动力不足。岛内居民次数限制放开，轮渡离岛成本较低，可能催生部分代购。
2019.4		下调对进境物品征收的行邮税税率，其中对食品、药品等由15%降至3%，纺织品、电器等由25%降为20%。			服装、成本进一步降低，有望提升价格优势

资料来源：财政部，商务部，海关总署，海南省政府，华泰证券研究所

政策宽松驱动购买渗透率和客单价提升。2012年底，购买额度提升至8000元，2013年离岛免税客单价同比提升41.7%。2016年初，购物额度提升至16000元，当年离岛免税客单价同比提升23.04%，同时三亚店客单价同比提升15.27%。购买额度提升，促使最受欢迎的香化销售额持续增长。三亚店和海口机场店的香化销售额占比持续提升。我们调研，三亚店香化免税销售额占比由2017年的42%提升至2019年的50%，海口美兰机场店由2017年50%提升至2019年的60%。

图表43：离岛免税人均销售额与政策节点



注：2014年及以前国旅未公布三亚免税店购物人数。

资料来源：海南旅游局，Wind，华泰证券研究所

未来，重点关注香化购买件数额度和行邮税起征点的变化。2018年底，离岛免税购物额度提升至30000元，2019年离岛免税客单价为3544元，同比基本持平，额度提升对客单价促进作用不明显。一方面是因为香化品类件数额度较低。以雅诗兰黛小棕瓶精华为例，按海棠湾售价960元/件*12件，总金额仅为11520元，远低于人均3万元的额度。另一方面，行邮税起征点较低，单件商品8000元以上部分需缴纳行邮税，影响高价商品的消费。

图表44：2020年4月畅销单品价格对比

商品	三亚海棠湾店价格	有税渠道零售价格	海外零售价格	韩国乐天免税店价格
雅诗兰黛小棕瓶精华	645元/50ml	850元/50ml	730元/50ml	1270元/100ml
海蓝之谜修护精粹液	860元/150ml	1100元/150ml	1100元/150ml	1068元/150ml
YSL 染唇液	247元/6ml	335元/6ml	262元/6ml	249元/6ml
爱马仕尼罗河香水	571元/50ml	760元/50ml	709元/50ml	651元/50ml
MaxMara 女士大衣	9445元/件	9988元/件	6035元/件	--
COACH 查理 28号包	2750元/件	3500元/件	2561元/件	2354元/件

资料来源：cdf免税店官网，品牌官网，乐天免税店官网，华泰证券研究所

海南旅游基础设施不断完善，免税客群基础有望扩大

海南省政府积极推动旅游产业发展，扩大免税客群基数。2018年4月11日中央在《关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》中提出海南战略定位国际旅游消费中心，强调要拓展旅游消费发展空间，提升旅游消费服务质量，大力推进旅游消费国际化。2019年5月，海南省政府推出《海南省旅游电子行程监管服务平台管理办法》，通过电子监管提升海南旅游便利和健康发展。2019年10月《关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》发布，提出利用5年左右时间基本形成综合性国际消费中心城市的工作目标。2019年12月，推出市场公平竞争审查制度，促进海南旅游健康发展。在政策推动下，海南省旅游产业有望进一步发展，扩大免税客群基数。

图表45： 2018年以来海南省关于旅游的政策

时间	政策	内容
2020年3月22日	《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施（2020-2021年）》	一、加大财税金融扶持力度，提振市场信心；二、促进旅游项目落地，打造核心吸引物；三、加大推广营销力度，刺激旅游消费；四、深入推进“旅游+”，促进产业深度融合；五、提升旅游国际化水平，蓄势发展入境游；六、加大人才培养力度，提升旅游服务质量
2020年2月8日	《海南省应对新型冠状病毒肺炎疫情支持海南旅游企业共渡难关六条措施》	一、实施援企稳岗；二、延长办理社保业务期限；三、减免房屋租金；四、降低运营成本；五、减免、延期缴纳相关税费；六、强化财政金融支持
2019年12月10日	《海南省旅游和文化广电体育厅市场公平竞争审查制度》	一、基本原则：尊重市场，竞争优先；立足全局，统筹兼顾；依法审查，强化监督。三、审查对象；四、审查方式；五、审查标准；六、审查程序；七、加强监督；八、本制度自公布之日起实施。
2019年10月14日	《商务部等14部门关于培育建设国际消费中心城市的指导意见》	一、总体要求；二、重点任务；三、组织实施 利用5年左右时间，指导基础条件好、消费潜力大、国际化水平较高、地方意愿强的城市开展培育建设，基本形成若干立足国内、辐射周边、面向世界的具有全球影响力、吸引力的综合性国际消费中心城市，带动形成一批专业化、特色化、区域性国际消费中心城市，使其成为扩大引领消费、促进产业结构升级、拉动经济增长的新载体和新引擎。
2019年6月18日	《中国(海南)自由贸易试验区琼港澳游艇自由行实施方案》	一、总体目标；二、政策措施；三、机制保障 紧紧围绕打造“海南国际旅游消费中心”的战略定位，通过在中国(海南)自由贸易试验区(以下简称海南自贸区)实施琼港澳游艇自由行，探索创新香港、澳门特别行政区籍游艇(以下简称港澳游艇)在出入境管理、监管查验、航行水域规划、码头设置、牌照互认等方面的政策，形成便于操作、规范清晰的游艇出入境政策体系、管理机制和操作指南，促进海南游艇业对外开放，培育旅游消费新热点，提升服务质量和国际化水平，把海南打造成“国际游艇旅游消费胜地”。
2019年5月6日	《海南省旅游电子行程监管服务平台管理办法》	加强旅游电子行程监管服务平台的管理，保障旅游者和旅游经营者的合法权益，维护旅游市场秩序，促进我省旅游业健康发展。海南省旅游协会负责建立全省统一的旅游电子行程监管服务平台，通过信息科技手段，实现旅游团队全要素、全过程动态监管。
2018年10月16日	《国务院关于印发中国(海南)自由贸易试验区总体方案的通知》	四、加快服务业创新发展：推动现代服务业集聚发展；提升国际航运能力；提升高端旅游服务能力；加大科技国际合作力度
2018年4月11日	《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》	五、创新促进国际旅游消费中心建设的体制机制：拓展旅游消费发展空间；提升旅游消费服务质量；大力推进旅游消费国际化。

资料来源：海南省政府官网，海南省旅游和文化广电体育厅官网，华泰证券研究所

海南地区空域调整，提升三亚机场客流承载能力。经中国民用航空局批复同意，海南地区空域调整方案2020年2月27日零时正式实施，改变空域进出单一通道的模式，构造两条平行航线的“空中高速路”，实现海南民航运行安全、效率、容量的“三提升”。新增的平行航线和海口美兰机场进离场分离航线进行了有机结合，航线启用后，海南岛内海口、三亚和博鳌机场基本实现主要进出口进离场分离。三亚凤凰机场的时刻容量由20架次逐步提升至25架次，增幅达到25%。

加快建设三亚新机场，环岛铁路投入使用。海南政府提出加快建设三亚新机场，工程环评于2019年9月重新开启，计划总工期为5年，填海33平方公里，满足2030年旅客吞吐量5500万人人次需求，为2019年海南机场旅客吞吐量的1.25倍。海南环岛铁路东环和西环分别于2010年底和2015年底通车，通过不断建设规划，铁路客运量从2015年1691万提升至2018年的2978万。

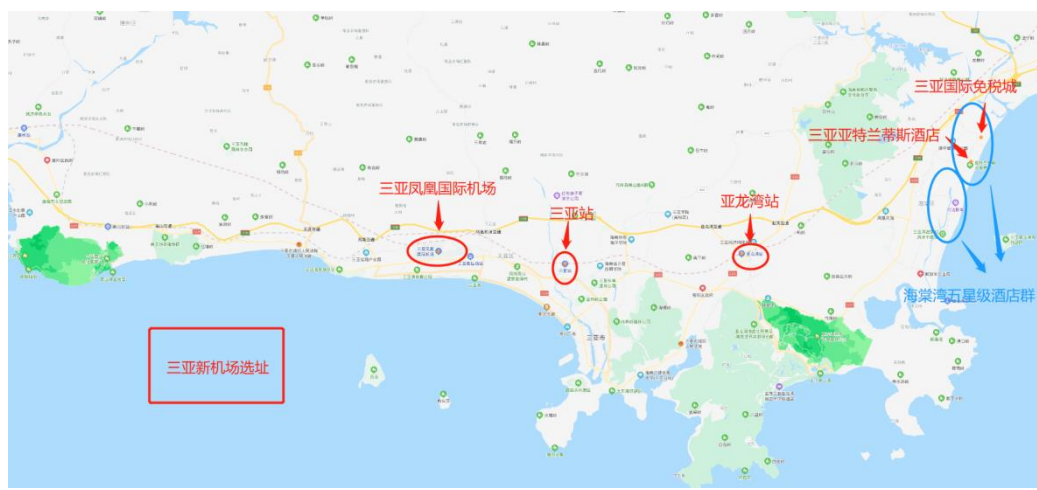
图表46： 交通的改善

离岛方式	目标承载能力
三亚新机场	满足2030年旅客吞吐量5500万人人次需求。
高铁	铁路客运量从2015年1691万提升至2018年的2978万 2020年打造海南“城际高铁1.5小时通达圈”，稳步推进海口城际铁路等项目，加快推动“田字型”高速铁路规划建设。

资料来源：海南省政府官网，交通部官网，海南省统计局，华泰证券研究所

高端酒店群引流效果有望持续显现。海棠湾免税店所在区域，海棠湾五星级酒店群规模庞大，根据携程数据，截至2020年4月，海棠湾区五星级酒店共25家，房间数共8865家。其中三亚亚特兰蒂斯是全球著名一站式海洋主题度假酒店。根据复星文旅的业绩公告，三亚亚特兰蒂斯酒店2019年到访客户达520万人/+62.5%，RevPAR达1485元。高端度假酒店客流购买力较强，通过酒店联动营销等方式，这部分游客有望转化为三亚店客人。

图表47：免税店分布



资料来源：百度地图，华泰证券研究所

门店运营能力提升，加大进店购买转化

2016年底，中免引入原DFS高管CC Lee担任COO。海棠湾免税城运营能力大幅提升。

推动品牌、品类的优化。我们调研，海棠湾免税城减少坪效较低的品牌/品类经营面积，增加坪效较高的香化品类经营面积。在原来免税店第一层销售香化的基础上，在第二层中庭增加品牌柜台，提升旺季接待能力。

香化持续高增长。我们调研，海棠湾门店2017年香化品类销售额同比增速达到50%左右，占门店销售额42%。2019年，香化产品销售额占比进一步提升至50%左右。

营销活动常态化。2016年6月海棠湾门店恢复跟旅行社的合作，团客购买率高于散客。产品方面推出多种免税店专有套装，提升性价比，同时充分利用政策的品类数量限额，促进客单价的提升。2019年举办第五届“6.6”免税购物节城市推广活动，提升客流对离岛免税政策的了解。线上商城常态化推出满减、折扣项目，获得品牌方资源支持。我们调研，2019年线上平台销售占比7~8%，比去年提升1pct。

提货流程优化。2019年2月起，各离岛免税渠道提货打通。消费者在线下门店或线上购买后，可选择当场提货或前往任意离岛口岸提货。

商业业态更加丰富，旅客停留时间有望延长

二期河心岛项目正式开业，完善商业配套，延长客户停留时间。海棠湾免税城二期河心岛项目已于2020年1月正式开业，商业面积在一期的7.2万平方米之上再增加3.2万平方米。二期不能销售免税商品，主要用于引入各类优质休闲娱乐商家，延长客户在海棠湾整体停留时间。未来一期商城的有税、餐饮业务可以按需要迁至河心岛，增加更多免税面积。

图表48： 三亚国际免税城建设情况

项目	总投资额 (亿元)	建筑面积 (万平方米)	商业面积 (万平方米)	规划用途	开业时间
海棠湾免税城一期	50	12	7.2	免税商品销售和配套餐饮	2014年9月1日
二期河心岛项目	12	6.5	3.2	补充优质休闲、餐饮	2020年1月17日

资料来源：公司公告，公司官网，免税店官网，华泰证券研究所

图表49： 河心岛整体外观图



资料来源：三亚日报，华泰证券研究所

图表50： 河心岛内部图（商户展示）



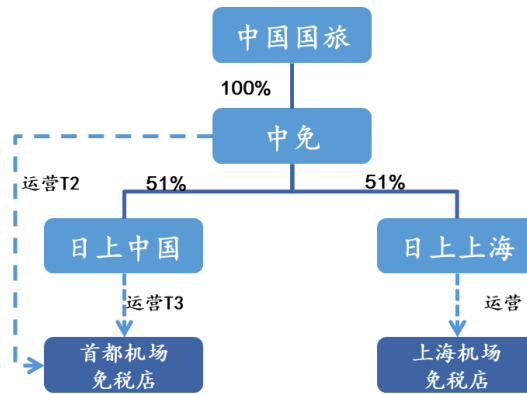
资料来源：大众点评，华泰证券研究所

上海机场免税店：产能扩张，盈利逐渐提升

免税经营面积扩大，规模提升盈利爬坡

外延并购日上上海，中标上海机场免税店。2018年，中免收购日上上海51%股份。以日上上海作为主体，参与上海机场免税店竞标。2018年7月，日上上海获得上海机场出入境免税店运营权。

图表51： 日上持股比例关系



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中标囊括虹桥、浦东 T1/T2/卫星厅，经营期限至 2025 年。除浦东机场 T1 免税店因上一合同尚未到期，其他免税店经营期限从 2019 年至 2025 年，共 7 年。招标后，虹桥免税经营面积由 1500 平方米增加至 2088 平方米，浦东机场免税经营面积由 6600 平方米增至 16915 平方米。保底销售额要求合同期达到 431 亿元，折算每月保底销售额需达到 5.1 亿元。综合扣点率 42.5%，百货类扣点率为 25%，有利于鼓励百货（奢侈品）销售，优化品类结构，从 2019 年开始执行（浦东 T1 免税店自 2022 年起执行）。

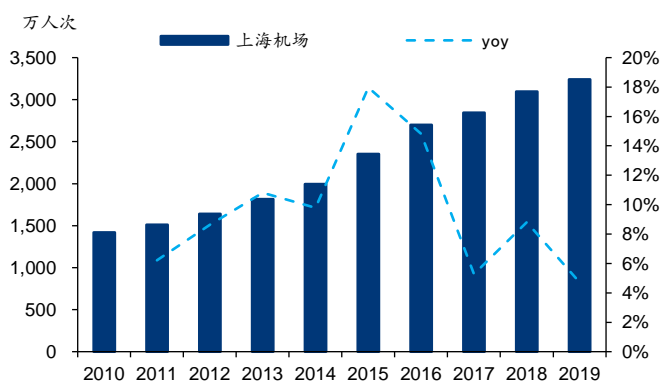
图表52: 上海机场(浦东、虹桥)免税店保底扣点情况

中标企业	中标机场	标段	面积(m ²)	保底租金	机场提成比率	提成方式	经营期限
日上上海 (中免持 51%)	上海虹桥机场	T1 入境/出境	2088	合同期内合计保底销售 提成总额 20.71 亿元 410 亿元	综合 42.5% 香化、烟酒、食品 45% 百货 25%	保底/扣点孰高	2019-2025
	上海浦东机场	T1 入境	821				
		T1 出境	2465				
		T2 入境	1136				
T2 出境		3431					
	S2 卫星厅出境	4678	(浦东 T1 2021 年前执行 35%旧扣点率; 2022 年开始 执行 42.5%新扣点率)			(2019 年 9 月 16 日卫星厅启用)	
	S2 卫星厅出境	4384					

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

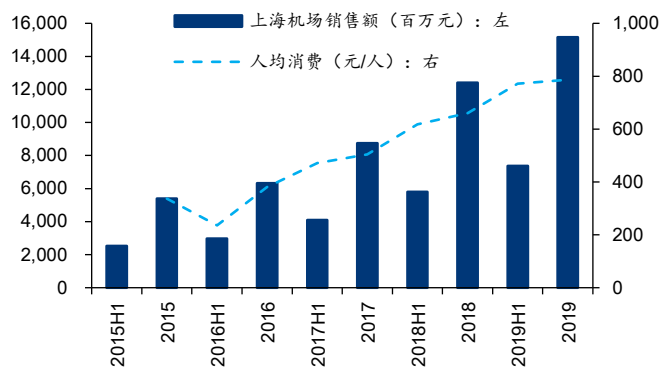
2019 年上海机场(浦东、虹桥)免税销售额 151.5 亿元, 同比增长 22.1%, 客单价 787 元, 同比增长 19.2%, 同期上海机场国际旅客吞吐量同比增速为 4.7%。

图表53: 上海机场(浦东+虹桥)国际旅客吞吐量及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

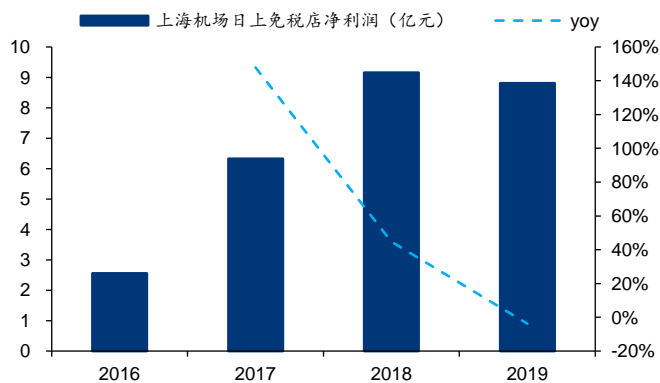
图表54: 上海机场免税销售额及客单价



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

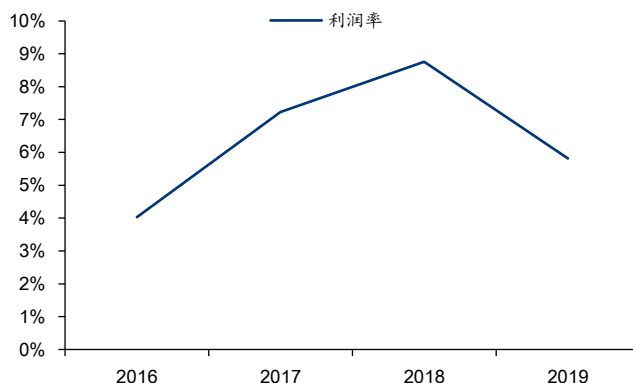
规模贡献较大, 高保底之下盈利逐步爬坡。2019 年, 上海机场(浦东+虹桥)免税店贡献公司 31.8% 的收入, 成为公司单一收入体量最大的渠道。期间上海机场免税店净利润 6.3 亿元, 同比增长 47.9%, 净利率 8.1%, 同比下降 0.7pct。2019 年执行新扣点比例, 较 18 年提升 9.5pct, 因为规模增长带来采购议价能力提升。我们预计随销售规模增长, 盈利将逐步爬坡。

图表55: 上海机场日上免税店净利润及增速



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表56: 上海机场日上免税店利润率

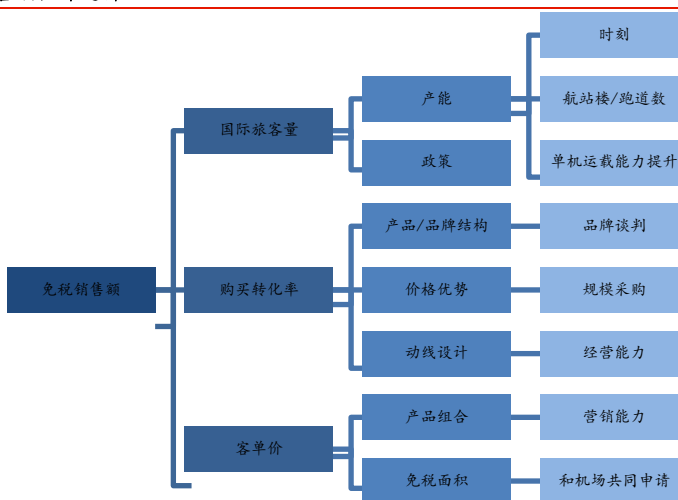


资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

机场产能有望提升，国际客流持续增长

机场免税增长的核心驱动因素一方面来自机场产能扩张带来国际客流占比提升，优质客源增长，另一方面来自于免税运营商能力提升带来的购买转化率和客单价的提升。

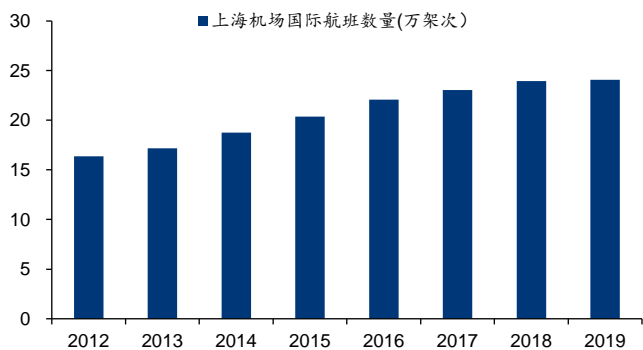
图表57：免税销售额提升逻辑



资料来源：华泰证券研究所

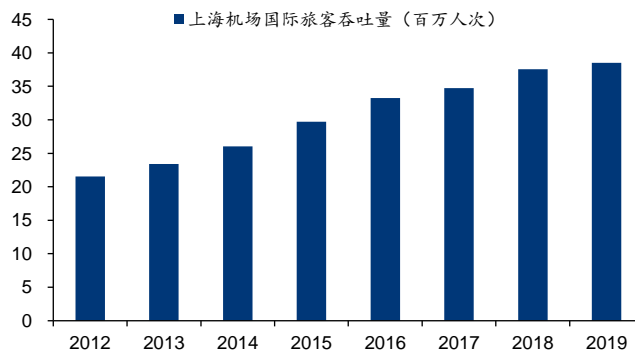
国际航班数量和国际旅客吞吐量持续增长。2012 到 2019 年，上海机场国际航班数量由 16.4 万架次增长至 24.1 万架次，CAGR 为 5.7%。同期，国际旅客量由 2153 万人次增长至 2851 万人次，CAGR 为 8.7%。

图表58：上海国际航班量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

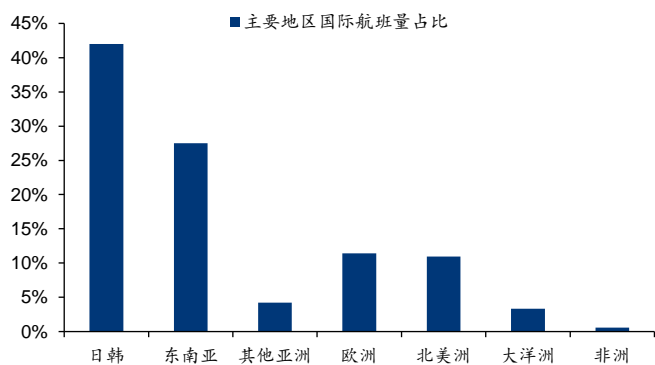
图表59：上海国际旅客吞吐量



资料来源：Wind，华泰证券研究所

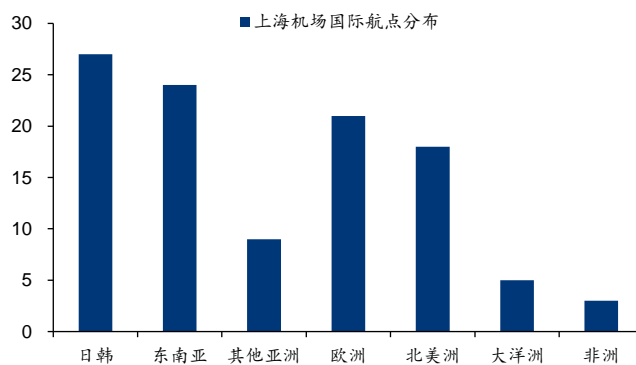
欧美、日韩航线占比较高，旅客消费能力相对较强。VariFlight 的数据显示，2018 年，上海机场出港国际航班中，飞往日韩的航班量最大，占比为 42%；亚洲以外的地区，欧洲和北美洲占比较高，分别为 11.4%和 11%。从上海机场国际航点分布来看，日韩航点最多，达到 27 个，欧洲和北美的航点数量分别为 21 和 18 个。

图表60: 2018年上海机场国际航班量占比



资料来源: VariFlight, 华泰证券研究所

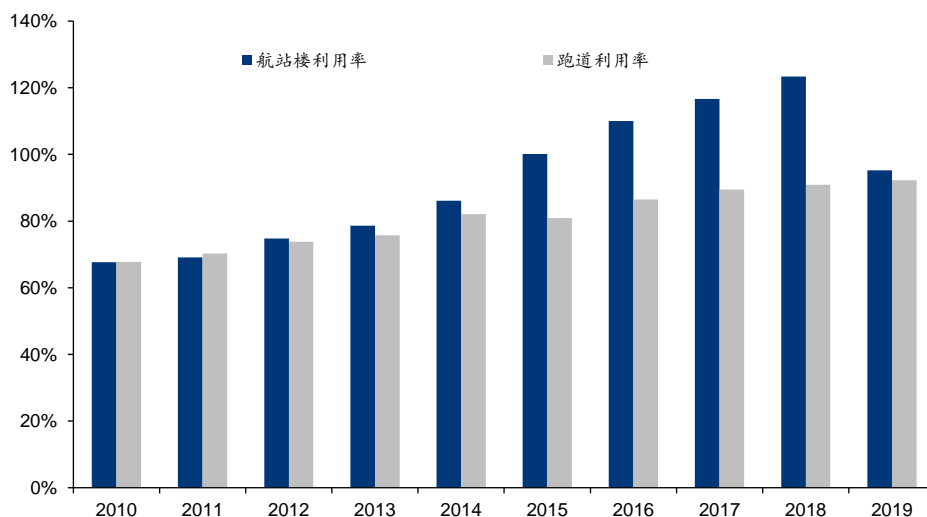
图表61: 2018年上海机场国际航点分布



资料来源: VariFlight, 华泰证券研究所

2019年卫星厅启用后,上海浦东机场设计吞吐量为8000万。2019年上海浦东机场旅客吞吐量7615万,产能利用率为95.2%。实际运行中,机场航站楼的实际产能利用率可以高出设计产能,跑道利用率来看,浦东机场设计起降架次为55.5万架次/年,2019年实际起降架次为51.2万架,跑道利用率为92%。航站楼利用率及跑道利用率还有提升空间。

图表62: 上海机场航站楼、跑道利用率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

浦东机场计划2035年实现满足年旅客吞吐量1.6亿人次的运行需求,年国际旅客吞吐量扩大至2倍左右,对应2019-2035年国际旅客吞吐量CAGR为5.4%。

图表63: 浦东机场扩建,国际旅客量将提升

机场	目前运载量	扩建计划	变化
上海机场	2019年上海虹桥旅客吞吐量4564万,上海浦东机场旅客吞吐量7615万	浦东机场2035年前建成第三航站楼,增加4000万人次的吞吐量; 浦东机场2035年前将在第二航站区再建设2座新航站楼和3条跑道,可增加年旅客吞吐量4000万人次	到2035年,浦东机场实现总吞吐量1.6亿人次,年国际旅客吞吐量扩大至2倍左右

资料来源: 公司官网, 公司公告, 民航机场公报, 民航网, 华泰证券研究所

机场准点率提升，时刻资源有望调增。民航局发布《关于把控运行总量调整航班结构提升航班正点率的若干政策措施》（以下简称《措施》），规定准点率连续9个月在80%以上，可申请调增时刻。2019/2020年冬春航季全国机场内航国际线同比增长16.5%，内航港澳台线同比增长7.5%；同期浦东机场内航国际线航班量同比增速为3%。

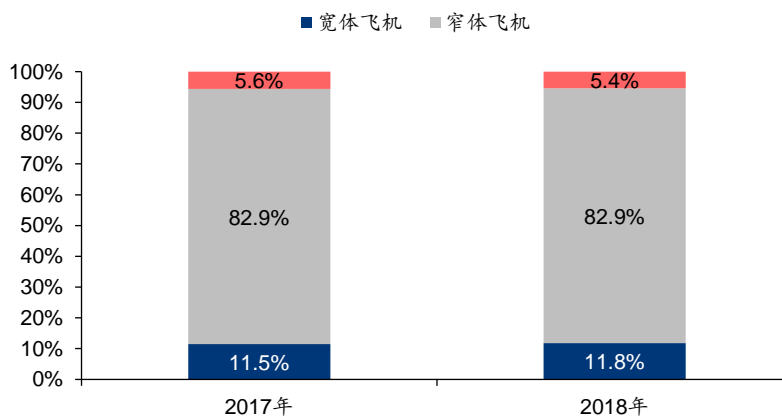
图表64：2019/2020冬春航季十大机场航班量增速

(次/周)	内航内线		内航国际线		内航港澳台线		国际航司航线		合计	
	2019冬春季	同比	2019冬春季	同比	2019冬春季	同比	2019冬春季	同比	2019冬春季	同比
全国机场	90368	5.0%	13228	16.2%	1806	7.5%	10661	0.6%	116063	5.8%
浦东机场	2560	1.0%	1411	3.0%	179	-4.8%	1119	-6.3%	5269	-0.3%
首都机场	4421	4.0%	663	-6.9%	64	-5.9%	645	-8.0%	5793	-4.8%
白云机场	3686	4.5%	842	20.5%	18	5.9%	541	3.8%	5087	6.8%
深圳机场	3243	2.0%	388	42.1%	19	0.0%	225	12.5%	3875	5.5%
杭州萧山	2608	2.0%	145	2.1%	36	-10.0%	217	-14.2%	3006	0.5%
虹桥机场	2509	2.5%	28	0.0%	53	15.2%	76	0.0%	2666	2.7%
成都机场	3146	2.4%	274	21.2%	29	0.0%	225	1.4%	3674	3.6%
昆明机场	3244	1.6%	383	-0.5%	18	38.5%	94	16.0%	3739	1.9%
西安机场	3228	2.8%	189	34.0%	19	35.7%	82	-7.9%	3518	3.9%
重庆机场	2920	3.3%	136	-20.0%	19	18.8%	123	-1.6%	3198	1.9%
前十总计	31565	1.6%	4459	7.5%	454	0.9%	3347	-3.3%	39825	1.8%
其余机场	58803	7.0%	8769	21.2%	1352	9.9%	7314	2.5%	76238	8.0%

资料来源：民用航空预飞行计划管理系统,华泰证券研究所

宽体机占比提高，单机运载人次有望提升。根据民航局数据，2018年国内客运飞机总量为3479架，其中宽体客机409架。国内宽体客机在全部客运飞机中的占比为11.8%，较17年同比提升0.3%。波音公司预测，到2038年中国将新增客运飞机8090架，其中新增宽体客机1780架，占比为22%。宽体客机的运载人次是窄体客机的1.5到3倍，未来单机运载人次有望会提升。

图表65：各类型飞机占比



资料来源：中国民用航空总局，华泰证券研究所

政策支持，国际航权申请向上海机场倾斜。根据《上海市城市总体规划（2017-2035年）》，至2035年，上海航空枢纽设计年客运吞吐能力1.8亿人次左右，出入境客流比例达到38%。2018年5月民航局发布《国际航权资源配置与使用管理办法》，支持长三角机场群联动发展，通过调整国际航权资源配置指标体系给予政策扶持。2019年8月，国务院印发《中国（上海）自由贸易试验区临港新片区总体方案》，要求提升拓展临港新片区全球枢纽港功能，推动浦东国际机场与“一带一路”沿线国家和地区扩大包括第五航权在内的航权安排，吸引相关国家和地区航空公司开辟经停航线。

图表66： 上海两场定位国际枢纽功能

时间	文件	主要内容
2018 年 1 月	《上海市城市总体规划（2017-2035 年）》	至 2035 年，上海航空枢纽设计年客吞吐能力 1.8 亿人次左右，出入境客流比例达到 38%
2018 年 5 月	《国际航权资源配置与使用管理办法》	支持京津冀、长三角、珠三角世界级城市群和机场群联动发展，形成联系更紧密、分工更合理、功能更齐全的机场共同体。对于服务国家战略和行业发展战略的枢纽机场发展、航线网络拓展，民航局通过调整国际航权资源配置指标体系给予政策支持。
2019 年 8 月	《中国（上海）自由贸易试验提升拓展全球枢纽港功能，推动浦东国际机场与“一带一路”沿线国家地区扩大包括第五航权在内的航权安排，吸引相关国家和地区航空公司开辟经停航线。》	

资料来源：上海市政府官网，中国民用航空局官网，华泰证券研究所

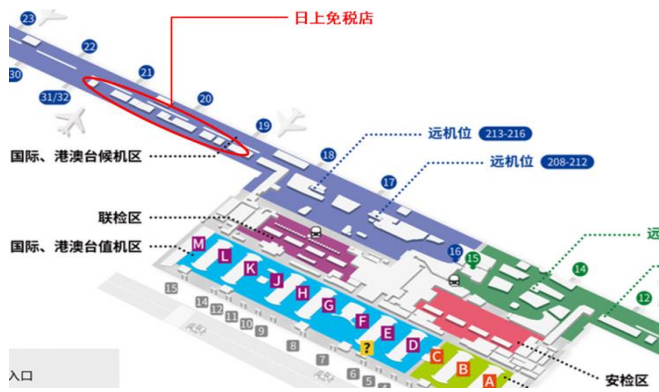
整合提高采购能力，品类、品牌有所升级

中免中标上海机场免税店后，与日上在采购端充分整合，议价能力显著提升。2019 年，中免与日上深度整合，打通采购端。2019 年浦东机场卫星厅启用以来，日上免税店正在将免税品价格优势，从香化品类覆盖至全品类，将进一步提高烟、酒、百货和食品类的价格竞争力，打造“亚太机场免税店最佳价格”。

卫星厅投产带来免税面积的扩张。2019 年 9 月 16 日，上海浦东机场 S1、S2 卫星厅启用，日上免税店面积由 7853 平方米增至 16915 平方米。运营面积扩大，利于免税店产品结构调整优化。

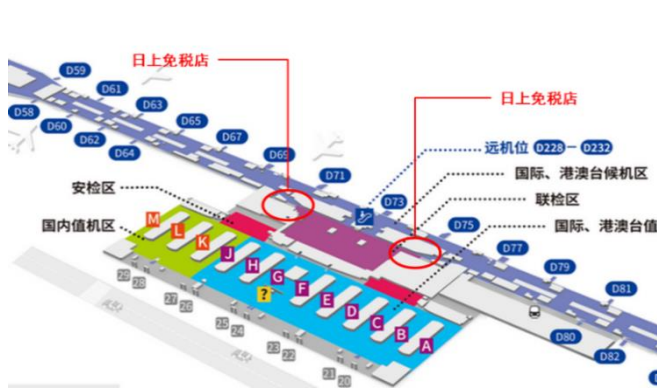
升级店铺形象，优化品牌布局以契合旅客动线，丰富商品组合。上海机场披露，2019 年 9 月浦东机场卫星厅启用，日上免税店引进 Gucci 手表、Qeelin 等百货品牌，并在内地机场行业率先引入周大福机场免税金店。至 2022 年底前，浦东机场还将陆续引进数个高端时装皮具品牌和顶级珠宝腕表品牌。

图表67： 浦东机场 T1 出境免税店分布



资料来源：上海机场官网，华泰证券研究所

图表68： 浦东机场 T2 出境免税店分布



资料来源：上海机场官网，华泰证券研究所

北京机场免税店：经营提升，大兴带动客流

先后中标北京两场，丰富品牌提升客单

2017年7月，中免和日上中国分别中标首都机场T2和T3航站楼免税店经营权，中免完成对日上中国51%股份的收购。合同期限为经营区域交付之日起八年，合同约定经营面积为15003平方米。由中免公司运营的首都机场T2航站楼免税店首年保底经营费为8.3亿元，销售额提取比例为47.5%。由日上免税行运营的首都机场T3航站楼免税店首年保底经营费为22亿元，销售额提取比例为43.5%。首都机场免税店的综合扣点率44.6%高于上海机场免税店的42.5%。

2019年3月，中免中标大兴机场两个标段的免税经营权，第一标段烟酒、食品标段，基准年保底销售额为2.3亿元，销售额提取比例为49%，经营期为10年；第二标段香化、精品标段，基准年保底销售额为4.2亿元，香化品类销售额提取比例为46%，精品品类销售额提取比例为20%，经营期为10年。

图表69：北京首都机场保底扣点情况

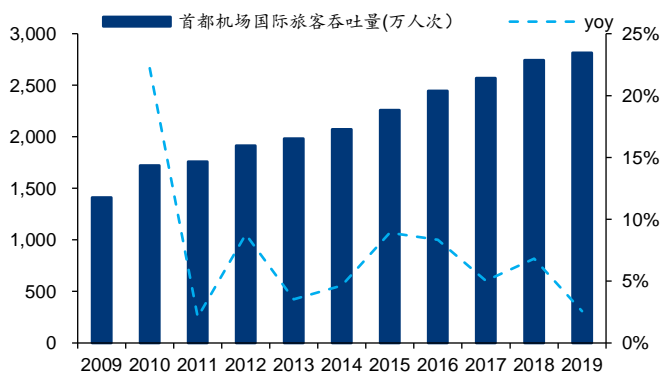
机场	标段	面积(m ²)	保底租金	机场提成比率	提成方式	经营期限
北京首都机场	T2 入境	417	6917 万元/月	47.5%	保底/扣点孰高	2018-2025
	T2 出境	3186	18333 万元/月	47.5%	保底/扣点孰高	2018-2025
	T3 入境	1939	18333 万元/月	43.5%	保底/扣点孰高	2018-2025
	T3 出境	9461	18333 万元/月	43.5%	保底/扣点孰高	2018-2025
北京大兴机场	烟酒、食品标段	1666	1917 万元/月	49%	保底/扣点孰高	2019-2029
	香化、精品标段	3467	3467 万元/月	46%	保底/扣点孰高	2019-2029

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

首都机场免税店的购物环境和商品品类优化，国际化水平提高。创新设计店铺，提升购物体验。如19年2月1日在北京首都机场开幕运营的T2香化概念店、T3精品免税店，引入包括雅思兰黛、迪奥、兰蔻等8家国际知名美妆品牌，以及Moncler、巴黎世家、圣罗兰等6家国际奢侈品牌，未来计划新的国际知名品牌入驻。

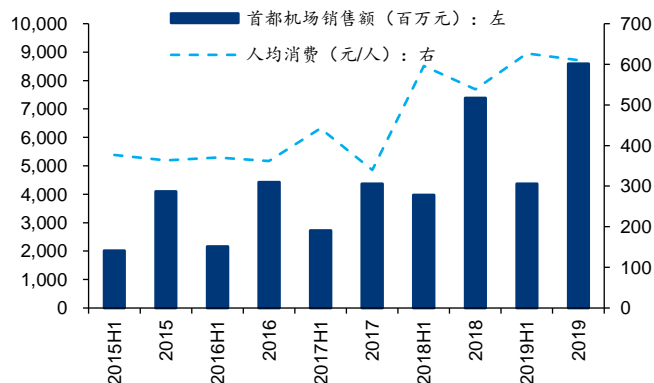
2019年首都机场免税店实现免税销售收入85.9亿元，同比增长16.2%，对应客单价为610元。2017~2019年，首都机场免税店销售额CAGR为40.3%，同期国际旅客吞吐量CAGR为4.7%，销售额的增长主要来自于客单价的增长。净利润方面，2019年日上中国运营的首都机场T3免税店实现净利润2.7亿元，同比下降20.5%，净利率为3.7%，同比下降1.4pct，主要因为实行新扣点。2019年受机场跑道维护和任务保障影响，导致飞机起降架次和旅客吞吐量减少，国际旅客吞吐量同比增速下降。

图表70：北京首都国际机场国际旅客吞吐量及增速



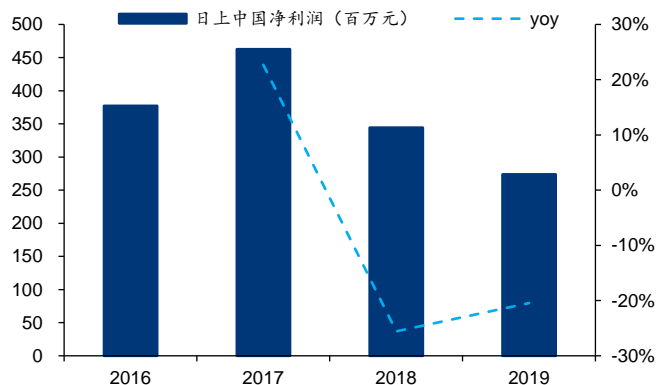
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表71：北京首都机场免税销售额及客单价



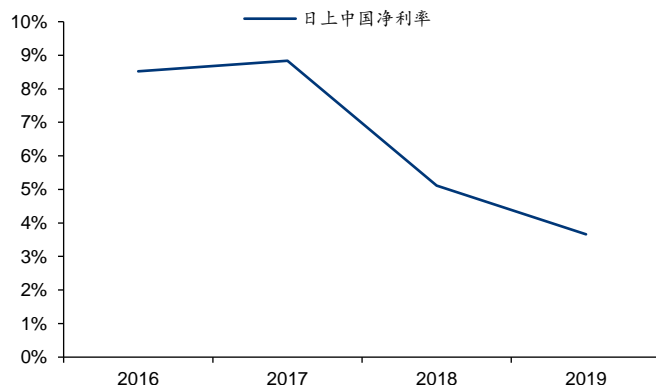
资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

图表72: 日上中国净利润及增速



资料来源: 公司官网, 华泰证券研究所

图表73: 日上中国净利率



资料来源: 公司公告, 公司官网, 华泰证券研究所

大兴机场投入使用, 驱动国际旅客增长

2019 年 9 月大兴机场投入使用, 中长期首都机场及大兴机场整体旅客吞吐量有望持续增长。2021 年之前首都机场承受一定分流压力。大兴机场启用后, 东航集团、南航集团以及首都航、中联航转场至北京大兴国际机场, 全部转场工作将于 2021/2022 年冬春航季前结束; 自 2019/20 年冬春航季开始, 港澳台及外国航空公司可自行制定转场投运计划, 或保留在首都机场, 也可选择在两场运行。据民航局 19 年 1 月印发的大兴机场《协调方案》, 2021 年夏秋航季结束之前, 首都机场均不新增航班时刻, 2021/22 年冬春航季开始可开始新增航班时刻; 大兴机场在 2019/2020 年冬春航季将新增少量航班时刻, 2020 年夏秋航季及之后将逐步新增航班时刻 (注: 夏秋航季是指当年 3 月最后一个星期日至 10 月最后一个星期日的的前一天; 冬春航季是指当年 10 月最后一个星期日至翌年 3 月最后一个星期日的的前一天)。

据民航局规划, 到 2025 年大兴机场旅客吞吐量达 7200 万人次。根据《协调方案》, 大兴机场和首都机场功能定位接近, 按 19 年首都机场国际旅客占比 28% 计算, 北京大兴机场国际旅客吞吐量为 2016 万人。同时, 首都机场将通过“提质增效”改造计划, 至 2025 年实现旅客吞吐量 8200 万人次。至 2025 年, 首都机场与大兴机场国际旅客吞吐量合计达 3496 万人次, 对应 19-25 年 CAGR 3.7%。

图表74: 北京大兴机场国际旅客量规划

机场	目前运载量	转场与新增航班时刻计划	变化
北京大兴机场	2019 年首都机场旅客吞吐量 1 亿人次;	首都机场从 2021/22 年冬春航季开始可开始新增航班时刻	2025 年大兴机场旅客吞吐量达 7200 万人次; 预计国际旅客吞吐量达 1656 万人。
	2019 年大兴机场旅客吞吐量 314 万人次 (9 月启用)	大兴机场在 2019/2020 年冬春航季将新增少量航班时刻, 2020 年夏秋航季及之后将逐步新增航班时刻	2025 年, 首都机场与大兴机场旅客吞吐量合计国际旅客吞吐量合计达 3496 万人次, 较 2018 年扩大 1.5 倍。

资料来源: 民航局, 华泰证券研究所

广州机场免税店: 潜力释放, 持续快速成长
门店运营显著提升, 人均消费快速增长

2017 年, 中免先后中标白云机场 T1 进境、T2 进境和 T2 出境免税店。2018 年 4 月白云机场 T2 启用后, T1 进境免税店保底销售额 2356 万元/月, 提成比例为 39%; T2 进境店保底销售额 3533 万元/月, 提成比例为 42%; T2 出境店保底销售额为 3292 万元, 提成比例为 35%。T1 进境和 T2 进境店经营期限为 2018-2024 年, 到期可再延 3 年; T2 出境店经营期限为 2018-2026 年。

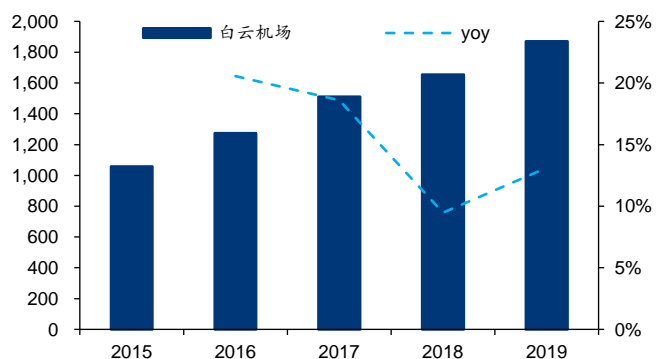
图表75：广州白云机场保底扣点情况

机场	标段	面积(m ²)	保底租金	机场提成比率	提成方式	经营期限
广州白云机场	T1 入境	400	918.84 万元/月	39%	保底/扣点孰高	2018-2024 (可再延3年)
	T1 出境	1600				
	T2 入境	700	1483.86 万元/月	42%	保底/扣点孰高	2018-2024 (可再延3年)
	T2 出境	3544	1152.2 万元/月	35%	保底/扣点孰高	2018-2026 (可再延2年)

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

广州白云机场免税销售规模快速增长。2018年4月，白云机场T2航站楼启用，T2入境店和出境店的总面积为4244平方米，是T1免税店面积的2.1倍。2019年白云机场T2免税店品牌入驻的完成。2019年广州白云机场免税店销售额为19.2亿元，同比增长134.4%，客单价为209元，同比增长110.3%，同期国际旅客量同比增长13.1%。

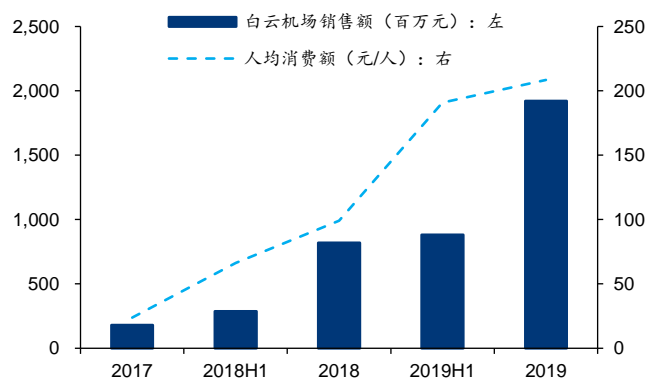
图表76：白云机场国际旅客吞吐量及增速



注：2015年前未公布国际旅客吞吐量

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表77：白云机场免税销售额及客单价



资料来源：公司公告，公司官网，华泰证券研究所

对比北上有空间，计划扩建提升客流

人均免税消费额较低，购买转化率有望提升。2019年，首都机场的国际旅客吞吐量占全国的17%，我们测算首都机场免税销售额占全国的18%，免税店坪效为57.3万元/平方米。同期，上海机场的国际旅客吞吐量占全国的23%，免税销售额预计占全国免税销售额的31%，免税店坪效为79.7元/平方米。而2019年白云机场国际旅客吞吐量占全国的11%，免税销售额预计仅占全国的4%，免税店坪效仅为41.3万元/平方米。

图表78：2019年主要机场免税店年坪效对比

	免税销售额/亿元	面积 (平方米)	坪效 (万元/平方米)
上海机场免税店	151.5	19003	79.7
首都机场免税店	85.9	15003	57.3
白云机场免税店	19.2	4644	41.3

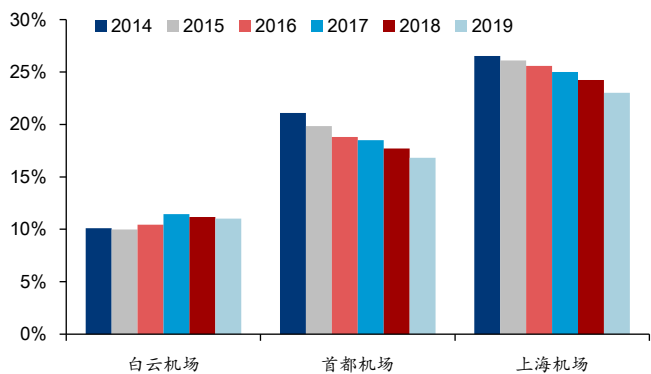
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表79：中免白云机场店经营品牌



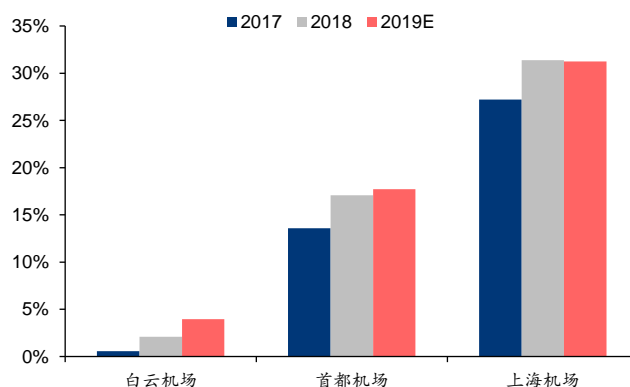
资料来源：公司官网，华泰证券研究所

图表80：主要机场国际旅客吞吐量占全国的比重 (%)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表81：主要机场免税销售额占全国比重 (%)



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

机场扩建，未来国际旅客吞吐量有望持续增长。2019年广州白云机场旅客吞吐量7337万人次，国际旅客吞吐量1871万人次。根据《广州白云国际机场三期扩建工程实施策划咨询服务招标公告》，预计白云机场2030年实现年旅客吞吐量1.2亿人次。按照2019年国际旅客占比计算，2030年白云机场国际旅客吞吐量有望达到3060万人次，较2019年扩大1.6倍左右，19-30年CAGR 4.6%。

图表82：白云机场三期扩建规划

机场	目前运载量	扩建计划	变化
广州白云机场	2019年广州白云机场旅客吞吐量7337万	2030年实现机场年旅客吞吐量1.2亿人次	按照2019年国际旅客占比计算；2030年国际旅客吞吐量有望扩大至1.6倍左右

资料来源：公司官网，公司公告，民航机场公报，民航网，华泰证券研究所

展望：政策有较大弹性，中免有望长期受益

海南自贸港对中免机遇大于挑战

2018年是海南特区建立30周年。习近平总书记在4月13日提出，党中央支持海南逐步探索、稳步推进中国特色自由贸易港建设，分步骤分阶段建立自由贸易港政策和制度体系。4月14日，中央发布纲领性文件《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》，提出建设自由贸易港时间表。

图表83：《中共中央国务院关于支持海南全面深化改革开放的指导意见》指出自由贸易港建设分步走

时间	内容
到2020年	自由贸易试验区建设取得重要进展，国际开放度显著提高
到2025年	自由贸易港制度初步建立，营商环境达到国内一流水平
到2035年	自由贸易港的制度体系和运作模式更加成熟，营商环境跻身全球前列
到本世纪中叶	率先实现社会主义现代化，形成高度市场化、国际化、法治化、现代化的制度体系

资料来源：中华人民共和国中央人民政府官网，华泰证券研究所

目前，中免垄断海南离岛免税市场。2019年1月，中国国旅母公司中国旅游集团并购海免51%股权，中免托管海免旗下的海口美兰机场店、海口市内店、和博鳌市内店，负责门店运营、供货，实质上垄断海南离岛免税市场。

图表84：中免海南离岛免税布局（2019年1~9月）

	股权结构	免税店类型	开业时间	经营面积 (万平方米)	2019 前三季度 营业收入
三亚海棠湾	中免100%持股	市内免税店	2014年9月1日		70.5亿元
海口美兰机场	海免持股51%，中免托管	机场免税店	2011年12月11日	3.05	16.2亿元
海口免税店	海免100%持股，中免托管供货	市内免税店	2019年1月19日	2.2	5.4亿元
博鳌免税店	海免100%持股，中免托管	市内免税店	2019年1月19日	0.42	0.5亿元

资料来源：海口海关，公司公告，华泰证券研究所

海南加速对外开放，若实现全岛免税，市场参与者会增加，竞争格局会有变化。本部分，我们研究香港自由贸易港的发展，对此进行初步探讨。

香港：内地赴港游客较多，支撑本土奢侈品购买

香港是全球最开放的自由贸易港之一，除四类特殊商品，其他商品全部免税。根据香港海关官网显示，“进口及出口货物均毋须缴付任何关税，亦无任何关税配额或附加税。香港特区亦不设任何增值税或一般服务税，只有四类应税商品需要缴税，包括酒类、烟草、碳氢油类及甲醇”。

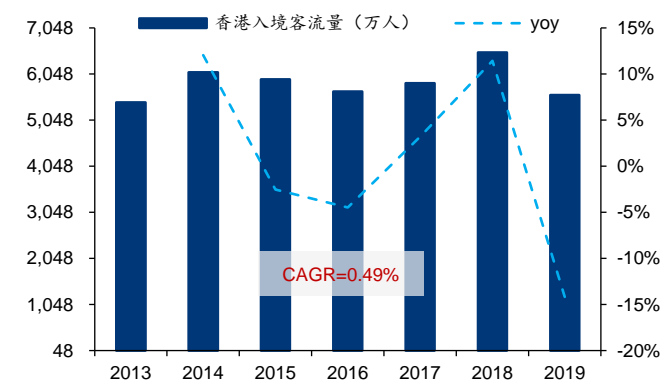
图表85：香港税费情况

品种	税率
酒类	在摄氏20度的温度下量度所得酒精浓度以量计多于30%的酒类 酒精浓度以量计超逾30%的每1% 在摄氏20度的温度下量度所得酒精浓度以量计不多于30%的酒类，葡萄酒除外 葡萄酒
烟草	每1000支香烟 雪茄 中国熟烟 所有其他制成烟草，拟用作制造香烟者除外
碳氢油类	飞机燃油 汽油（含铅汽油） 汽油（无铅汽油） 轻质柴油 超低含硫量柴油 欧盟V期柴油
甲醇	每百升甲醇及任何含甲醇的混合物（在摄氏20度的温度下量度）

资料来源：香港海关，华泰证券研究所

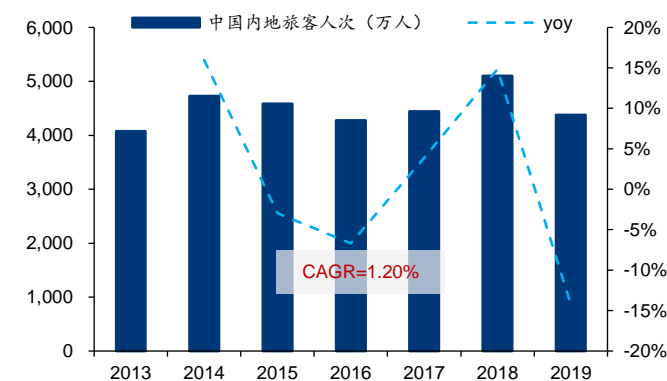
入境旅客市场规模庞大，内地旅客占比过半。根据香港旅游发展局数据，2013~2019年，香港入境旅客量从5430万人次增长至5591万。2019年内地赴港旅客4378万人次，受事件性影响，人次同比下滑14.2%，内地旅客占入境旅客比例为78%，较去年持平。

图表86: 香港入境旅客量、yoy及CAGR



资料来源: 香港旅游发展局, 华泰证券研究所

图表87: 中国内地旅客人次及yoy及CAGR

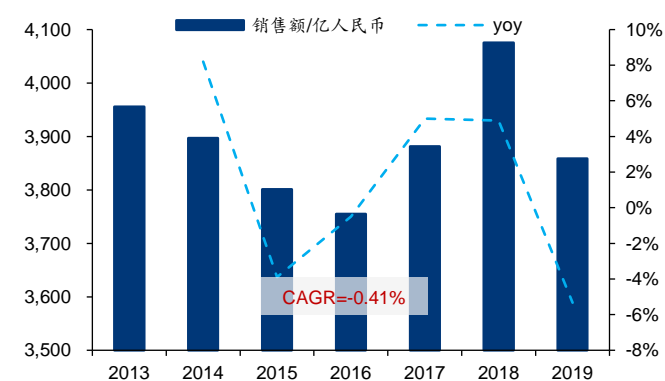


资料来源: 香港旅游发展局, 华泰证券研究所

内地旅客购物额占香港零售市场比例超过三分之一。香港本土零售业规模从2013年的3955.61亿人民币增长至2018年4075亿元。根据香港旅业网，2018年入境过夜旅客消费达到679亿元，其中内地游客占比95.1%，内地游客消费中88.6%为购物。入境过夜旅客总消费为1756亿元，其中内地游客占比72.3%，内地游客消费中60.9%为购物。综上，内地游客在香港购物额合计约为1331亿元人民币，占香港零售市场比例为33%。

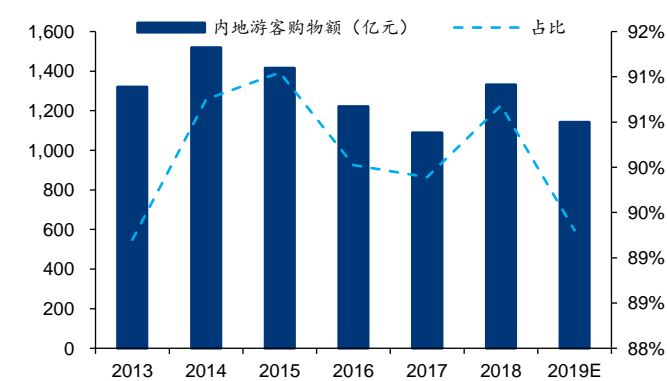
2019年受香港事件影响，香港本土零售额为3858亿元，同比下降5%。19年中国内地旅客人数同比下降14%，假设客单价不变，我们估算19年内地旅客购物额为1142亿元，占香港零售市场比例为30%左右。

图表88: 香港本土零售业规模、yoy及CAGR



资料来源: 香港旅业网, 华泰证券研究所

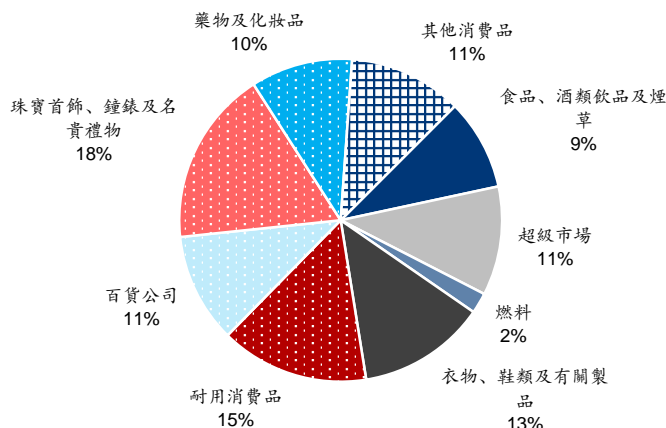
图表89: 香港内地旅客总购物额及占比



资料来源: 香港旅业网, 华泰证券研究所

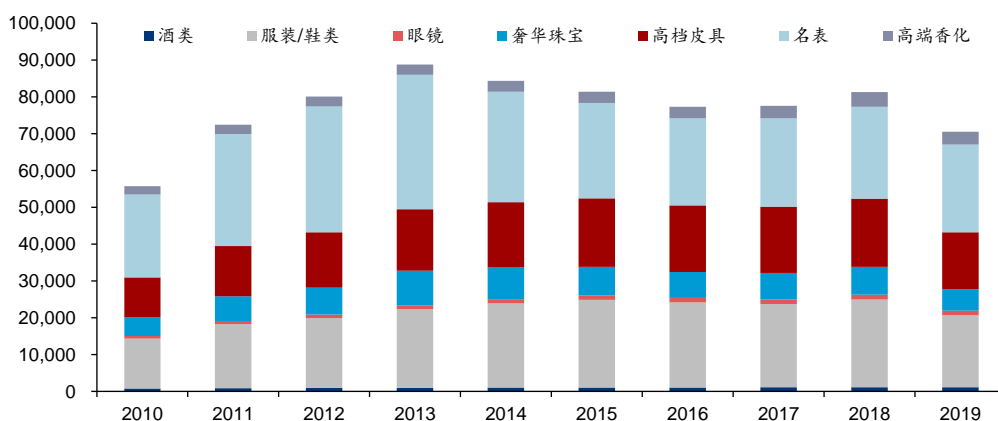
分品类看，奢侈品和化妆品类占比较高。根据香港统计局，2019年按照零售商分类，珠宝首饰、钟表及名贵礼物销售额占零售业销售额比例为18%，药物及化妆品销售额占比为10%。根据Euromonitor，2019年香港奢侈品销售额约为309亿元人民币，占零售市场比例为8%。

图表90： 2019年香港零售业销售额结构



资料来源:香港政府统计处, 华泰证券研究所

图表91： 香港奢侈品市场品类结构 (零售额 HKD million)



资料来源: Euromonitor, 华泰证券研究所

DFS：规模最大的免税商，品牌丰富体验良好

DFS 为 LVMH 旗下免税运营商，是香港规模最大的免税运营商及第四大奢侈品零售商。根据 Moodie Davitt 数据, 2018 年 DFS 全球销售额为 3154 百万欧元(折合人民币约 247.6 亿元)。根据 LVMH 年报, 2018 年 DFS 旗下 20 家 DFS Galleries 门店销售占比为 60%，平均每家门店销售额 7.4 亿元。根据以上数据, 我们估算 2018 年香港三家 DFS T Galleries 总销售额约为 22.3 亿元, 占香港奢侈品零售市场份额约为 7%。

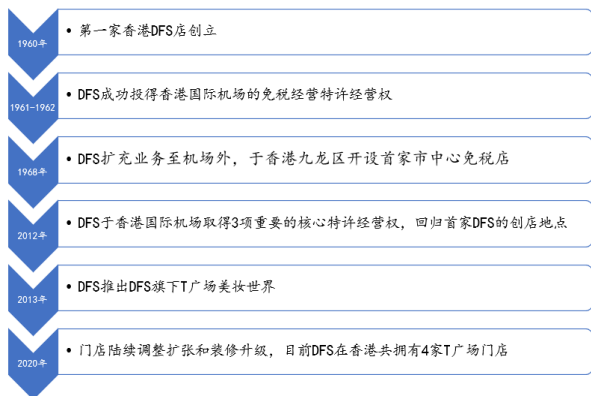
图表92： 2018年香港奢侈品零售商的规模排名前10



资料来源:Euromonitor, 华泰证券研究所

DFS 是最早进入香港的免税零售商，具有先发优势。DFS 是全球老牌免税零售商。在全球拥有 23 个位于市中心的 T 广场，11 家机场免税店。DFS 于 1960 年进入香港，经过门店陆续调整扩张和装修升级，目前在香港共拥有 4 家 T 广场门店。门店分布在铜锣湾希慎广场、九龙尖沙咀新太阳广场、九龙尖沙咀华懋广场、九龙旺角新世纪广场。门店均地处香港繁华购物区，临近地铁站和多家香港顶级酒店及餐厅，区位优势显著。

图表93： DFS 是最早进入香港的免税零售商



资料来源：DFS 官网，华泰证券研究所

图表94： DFS 香港门店位置分布



资料来源：DFS 官网，华泰证券研究所

图表95： DFS 在香港的免税店

门店名称	DFS 旗下香港 T 广场美妆世界铜锣湾店	DFS 旗下香港 T 广场美妆世界旺角新世纪店	DFS 旗下香港 T 广场广东道店	DFS 旗下香港 T 广场尖东店
经营分布	一层汇集了全球超过 50 多个知名美容品牌的化妆品、护肤品和香水系列，产品种类琳琅满目。二层是一个环境奢华的奢华精品区，汇集了 15 个国际知名的手表及珠宝品牌。	是楼高两层的零售空间，分布在 MOKO 的 MTR 楼层跟 L1 楼层	一层汇集魅可 (M.A.C)、资生堂和科颜氏等全球知名品牌。在二层可以尽情选购最新的时装及配饰。三层荟萃钟表和珠宝首饰。	四层楼，一层含美妆及香水，二、三、四层含时装及配饰、腕表及珠宝，四层还包括美妆、美食及礼品、保健及个人护理产品
开业时间	2015 年 7 月 10 日	2019 年 12 月份	2013 年 10 月 28 日改名	2013 年 10 月 28 日改名
商业面积	18000 平方英尺 (约 1700 平方米)	全新开幕的 DFS 旗下香港 T 广场美妆世界 MOKO 新世纪广场店占地超过 10,000 平方尺 (约 1100 平方米)	拥有逾一万平方米的购物空间 (115000 平方英尺)	95,000 平方英尺 (约 9000 平方米)
品牌情况	时装及配饰 45 个品牌, 美妆及香水 109 个品牌, 腕表及珠宝 48 个品牌, 美食及礼品 15 个品牌, 酒类 2 个品牌	暂时歇业至另行通告	时装及配饰 57 个品牌, 美妆及香水 100 个品牌, 腕表及珠宝 54 个品牌, 美食及礼品 20 个品牌, 酒类 3 个品牌	暂时歇业至另行通告

资料来源：DFS 官网，华泰证券研究所

背靠大股东 LVMH，奢侈品品牌优势强，打造极致购物体验。DFS 旗下 T 广场的前身是 DFS 环球免税店，是 DFS 市中心豪华免税百货商店，象征全新的市中心购物体验。“T”灵感来自游客，是全球品牌聚集地，提供独特的购物环境、个性化的服务与贴身的购物体验。广场门店面积普遍较大，专注美妆的 T 广场美妆世界 1000 平方米。综合型的 T 广场达到 10000 平方米，一般为 2~4 层。第 1 层是美妆及香水品类，第 2 层是时装及配饰品类，3 层是腕表及珠宝品类。门店内有爱马仕、古驰等顶级奢侈品牌。

图96: T广场门店内部奢华



资料来源: DFS 官网, 华泰证券研究所

综上, 香港自由贸易港因完全免税, 免税运营商与普通零售商无差异, 市场竞争激烈。DFS 最早进入香港, 深耕多年, 形成强大的规模壁垒, 积累了丰富的本地运营经验。公司大股东为 LVMH, 奢侈品牌资源丰富。门店经过搬迁扩建, 地处香港最繁华商圈, 购物环境奢华, 购物体验优越。在激烈的市场竞争中, 2018 年 DFS 在奢侈品零售市场获得 7% 的市场份额, 排名市场第 4。

海南: 政策具有不确定性, 中免有望迎来机遇

全岛免税需分阶段逐步探讨落地。全岛免税需要以全岛封关作为基础, 短期内实现难度较大。预计全岛免税分品类、分税种逐步探讨, 落地。根据海南省政府历次发言, 估计全岛免税大概率限制在居民日常消费品。日常消费品与离岛免税经营品种奢侈品、高端化妆品并不重合, 不会造成影响。

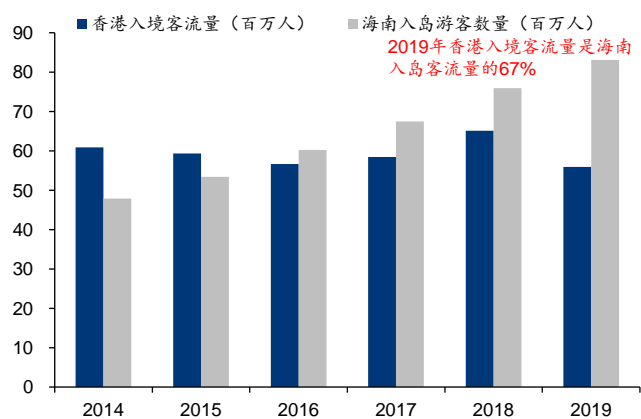
图表97：海南省政府提到关于免税的探讨：现有政策来看，免税品类以居民必需品为主，免税税种以关税为主

时间	政策或发言领导	主要内容
2018年12月5日	海南省副省长沈丹阳	海南正在努力降低企业营商成本、制度成本和交易成本。随着探索建设中国特色自贸港进程的加快，海南或将分步骤、分阶段实行零关税和低所得税等政策，进一步降低企业成本。
2018年12月15日	海南省委常委、常务副省长长毛超峰	海南建设国际贸易“单一窗口”，将分为三个阶段。第一阶段，力争在2019年4月初步建成国际贸易“单一窗口”3.0版，逐步完善海南离岛免税等特色功能。第二阶段，力争在2019年12月基本建成国际贸易“单一窗口”3.0版，在离岛免税、邮轮游艇、零关税商品进出境、外贸支付结算等方面形成海南特色。第三阶段，到2020年建成与海南自由贸易试验区建设相适应的、国内领先、面向国际的中国（海南）国际贸易“单一窗口”（3.0版），通关效率达到全国先进水平。
2018年12月18日	海南省建设国际旅游消费中心的实施方案	实施更加开放便利的离岛免税政策。创新监管模式，丰富提货模式，将乘轮船离岛旅客纳入离岛免税政策适用对象范围，实现各种交通方式离岛旅客全覆盖。适当提高离岛免税政策免税限额，进一步增加免税商品品种，对旅游人数达到一定规模且具备免税品安全离岛等实施条件的，可考虑增设免税店。
2019年1月27日	海南省财政厅厅长王惠平	在全球化背景下，关税水平的降低是一个必然趋势，随着自贸港建设推进，未来海南进口的物品和原料有望实现零关税，从而实现日常消费全岛免税。目前，财政部门正配合省委省政府规划、推动自贸港财税制度的设计和论证。
2019年7月5日	海南省财政厅党组书记、厅长王惠平	按照中央12号文件提出的“实施更加开放便利的离岛免税购物政策”要求，在具备实施条件的区域增设免税店，增加免税购物品种，提高单件商品的免税限额，全面助力国际旅游消费中心建设。同时省财政厅将探索试行自由贸易港财税政策，在部分行业和园区压茬试行零关税和低税率，形成具有国际竞争力的财税政策制度，打造与国际接轨的一流营商环境。
2019年9月3日	海南省副省长沈丹阳	在自贸港建设方面，相关政策和制度虽然还需要一小段时间才会正式出台，但立足贸易自由化便利化和投资自由化便利化，对标世界最高水平开放形态，以适当方式实施世界各地自贸港普遍实施的包括“零关税、低税率、简税制、更自由”在内的政策和制度，越来越成为普遍共识。
2019年12月26日	海南国际经济发展局副局长长姬国辉	未来海南自贸港政策可期。目前有两点可以形成共识：一是海南要做全世界最开放的自由贸易港。二是‘三税三自由’，即零关税、简税制、低税率和人员、货物、资金跨境自由流动。
2020年1月6日	海南省反走私暂行条例	严禁利用国家给予本省的关税优惠政策和便利条件进行走私违法犯罪活动。禁止违反国家和本省关于海南自由贸易港减免税进口货物、物品监管的有关规定，擅自将减免税进口货物、物品运输、携带、邮寄出岛销售牟利。
2020年1月10日	海南省商务厅	2020年，海南将拓展离岛免税政策，做大旅游消费，发展居民日用消费品免税消费，将海南打造为国际消费中心城市。
2020年2月22日	海南省商务厅厅长陈希	该厅正会同有关部门，抓紧研究完善“一负三正”四张“零关税”商品清单。结合“零关税”各项政策，对飞机融资租赁、船舶融资租赁、保税船舶登记、免税品、新能源企业等近期能签约或落地的项目进行梳理推进，与目标企业展开对接，争取实现早期收获。
2020年3月25日	海南省委书记、省委全面深化改革委员会主任刘赐贵	消费便利化是自贸港建设的重要标志，要深刻把握促进消费的政治意义，加强与国家有关部委的沟通对接，深入研究国内广大消费者的购物习惯和实际需求，丰富商品种类，增加免税店，创新提货方式，引进竞争机制，引导境外消费回流，让14亿中国人在自贸港建设中增强获得感。

资料来源：海南日报，海南政府官网，海南自由贸易港官网，华泰证券研究所

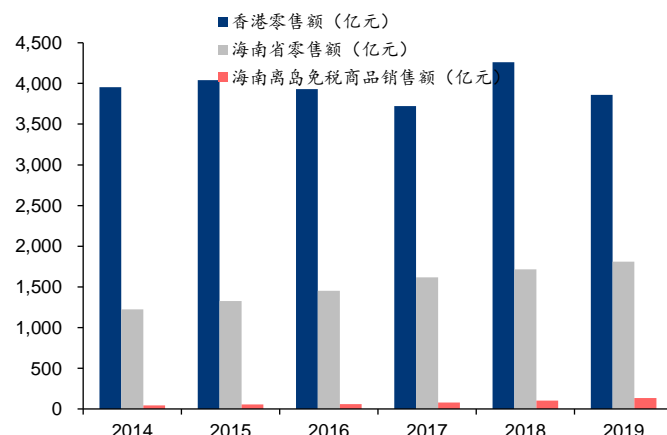
着眼远期，若海南与香港一样实现全岛所有商品免税，海南岛旅游和零售市场有望打开空间。2018年海南省零售总额为1717亿元，当年入岛游客数量7590万人，离岛免税店购物人数288万人次，总购物额为101亿元。对比香港，2018年香港零售市场总额为4261亿元，约为海南的3倍，当年入境客流量6510万人次，低于海南入岛客流量，入境旅客购物消费总额为2006亿元，大陆游客总购物额达到1834亿元。

图表98：香港、海南省入境/入岛旅客量



资料来源：香港旅游发展局，海南省统计局，华泰证券研究所

图表99：香港、海南省零售额对比

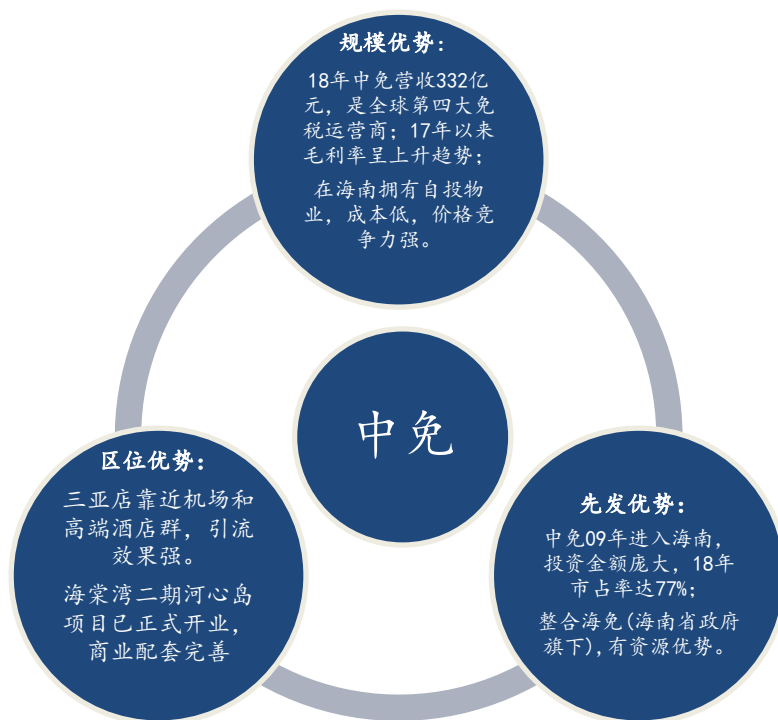


资料来源：香港政府统计处，商务部，海南省统计局，华泰证券研究所

按照《海南省旅游发展总体规划(2017—2030)》，2025年海南旅游人数超过1.1亿人次。假设2025年海南全岛免税，参考2018年香港内地旅客客单价2608元，假设2025年海南客单价保持或达到2018年香港水平，估算未来海南旅游零售总额约为2869亿元。

若牌照放开，中免仍将最大程度受益。现阶段鼓励消费回流，本质是居民海外消费的渠道价值转移回国内，而免税运营商为主要载体。我们预计现阶段离岛免税对国际运营商放开可能性相对不大。中免在海南市场深耕10年，2018年占据76.9%的免税市场份额，而DFS在香港入境游客奢侈品购物的比例为7%。2018年中免整体销售额超过DFS，成为全球第四（DFS排名第7）。现有门店和建设中门店位于黄金商圈，有望充分受益于未来的客流增长。

图表100：中免竞争优势显著



资料来源：Moodie Report, Wind, 公司公告, 华泰证券研究所

国人市内免税有望带来新增长点

市内免税店发展受政策限制，离境前免税市内店有望对国人开放。海南省外中国内陆地区，仅中免和中出服拥有市内免税店牌照，分别针对即将出境的境外人员和入境后中国旅客。市内免税店发展不理想，主要因为：1) 境外人员具有本土品牌优势，很少在中国购买；2) 入境归国后，冲动消费动力不足，且品牌方担心归国后购买免税品会冲击国内有税渠道，合作意愿较低，门店内商品款式不足。

图表101: 现有市内免税店政策

运营商	免税店类型	购买对象及条件	限额	存在的问题
中免	出境前市内免税店	购买对象限于即将出境的境外人员,免税商店凭其出境有效证件及机(船、车)票销售免税品,并且应当在口岸隔离区内将免税品交付购买人员本人携带出境。	无	仅针对外国人,且商品价格跟海外相比优势不明显
中出服	入境后市内免税店	购买对象为持中华人民共和国护照入境的中国旅客(年满16周岁以上),自入境之日起180天内,均可凭护照在免税商场内免税购买,当场提货	每次入境限购一次,多次入境可累计,每人每次购物限额为5000元/人/年	仅针对出国后归国人员,归国后购买预算已经使用较充足 品牌方认为归国后购买会冲击国内有税渠道,合作意愿较低 门店内品牌、款式陈旧且品类较少,缺乏价格优势

资料来源:海关总署,公司官网,华泰证券研究所

2019年中免恢复上海、北京、大连、厦门、青岛5家市内免税店。参考海南,三亚免税店2009年9月1日投入营业,2011年4月离岛免税政策正式落地。我们预计国人离境前免税市内店政策有望放开。

图表102: 目前中免市内免税店情况

门店	地址	面积	开业时间	针对人群
上海市内免税店	上海浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4平方米	2019年8月23日	
北京市内免税店	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513平方米	2019年5月30日	当前市内免税店的免税品销售对象限于即将出境的境外人员。
大连市内免税店	大连市沙河口区新星·星海中心	500余平方米	2019年5月26日	
厦门市内免税店	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331平方米	2019年5月1日	
青岛市内免税店	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355平方米	2019年5月1日	

资料来源:中免集团官网,华泰证券研究所

市场关心国人离境市内店政策若放开,增量空间会有多大,是否会对机场店有分流影响。本部分,我们研究韩国市内免税店的发展,对此进行初步探讨。

韩国: 带动本土香化产业, 市内店盈利高于机场

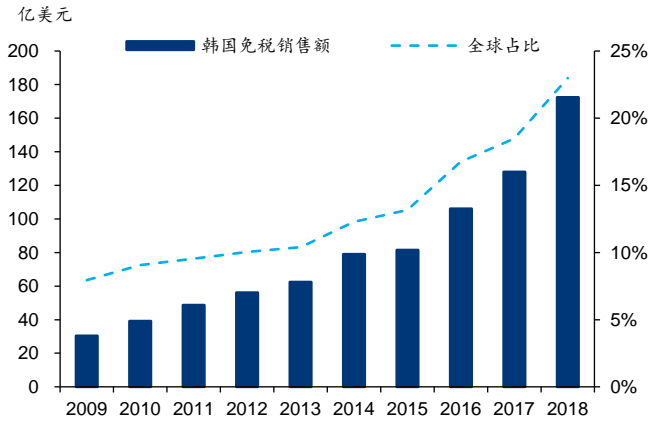
韩国为全球最大市内免税市场。根据 Generation Research, 2017年全球免税市场中,市内免税店渠道(包括口岸等)销售规模266亿美元,占比38.33%。韩国拥有全球最大的市内免税市场,2017年市内免税店销售额98亿美元,全球占比为37%。根据韩国免税店协会,2020年2月,韩国共有市内店21家,市内店销售额占韩国免税销售额的86%。

图表103: 韩国国人免税政策

企业	离岛免税	机场免税	市内免税
政策开放时间	2002年	1967年	1979年允许,2013年放宽
针对人群	全部离岛人员	本国或外国离境居民	本国或外国离境居民
适用条件		对未成年者(19岁以下)限制酒类和香烟的免税	对未成年者(19岁以下)限制酒类和香烟的免税
限额	每年限购6次,每次限额600美元,酒不超过1瓶,烟不超过10包	离境限免额度3000美元,入境限免额度600美元	离境限免额度3000美元,入境限免额度600美元
品类	酒类、烟草、计手表、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。	所有品类(酒类不超过1瓶,香烟不超过1条,香水不超过60ml)	所有品类(酒类不超过1瓶,香烟不超过1条,香水不超过60ml)
免除税种	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税	增值税、个别消费税、酒税、关税及烟草消费税
提货方式	机场提货	机场提货	本国品牌可现场提货,国际品牌机场提货
代表企业商铺	JDC、JTO	乐天、新罗	乐天、新罗

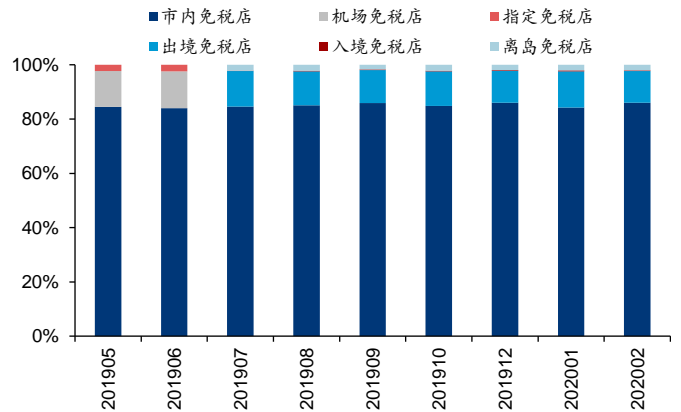
资料来源:韩国海关,华泰证券研究所

图表104: 韩国免税销售额及其占全球比例



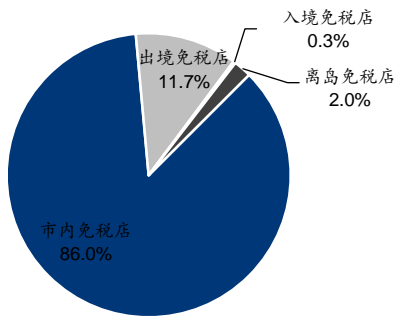
资料来源: 韩国免税店协会, 世界免税理事会, 华泰证券研究所

图表105: 韩国免税市场渠道结构 (2019年5月以来)



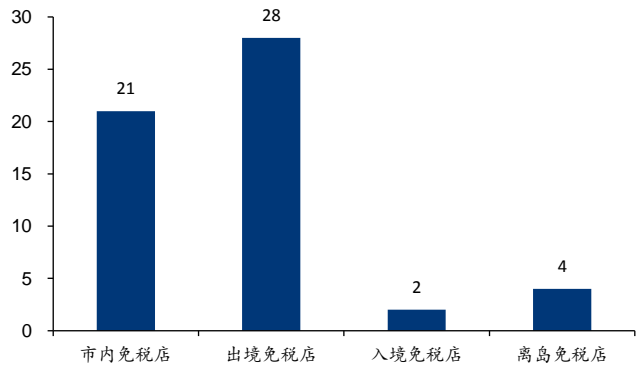
资料来源: 韩国免税店协会, 华泰证券研究所

图表106: 韩国各个免税渠道的市场份额(2020年2月)



资料来源: 韩国免税店协会, 华泰证券研究所

图表107: 韩国各业态免税店数量 (截至2020年3月底)



资料来源: 韩国免税店协会, 华泰证券研究所

市内免税店购物体验较好, 入境客人购买较多, 客单价较高。市内店顾客提前购买的时间充足, 因此与机场店相比客单价更高。市内店空间大, 商品品种、品牌更丰富, 能展示服饰、箱包、手表等高单价商品。

以韩国为例, 乐天旗下的明洞市内店是全国最大的市内免税店。门店经营面积达到 16115 平方米, 拥有 LV、CHANEL、HERMES 等最知名的品牌。2018 年门店总销售额 260.90 亿元, 客单价是机场店的 8-9 倍, 远超旗下仁川机场免税店。

图表108: 机场免税店和市内免税店对比

门店	经营面积	品牌特征	购物人次	外国人购买比例	客单价	销售额
乐天仁川机场免税店	1407 平方米	以酒类、香烟、包装食品为主, 包括轩尼诗等	82.37 万人	42%	134 美元/人	1.10 亿美元
乐天明洞市内免税店	16115 平方米	拥有韩国最多品牌以及各种商品	68.30 万人	59%	1163 美元/人	7.94 亿美元

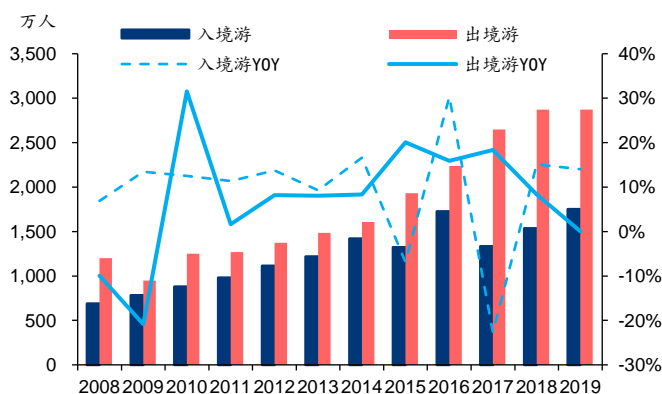
注: 其中购物人次、客单价、全年销售额为 2020 年 2 月韩国机场免税店和市内店整体数据; 外国人购买比例为 2019 年韩国整体数据

资料来源: 公司公告, 集团官网, 韩国免税店协会, 华泰证券研究所

韩国市内免税店发展呈现出几大特征: 中国人为购买主力, 免税带动本土文旅和香化产业发展, 市场高度集中。根据韩国免税店协会和韩国免税斤数据, 2018 年韩国免税销售额 73.4% 以上由中国人贡献。2018 年中国游客在韩国免税店购买额为 13.92 万亿韩元 (折合 836 亿元人民币)。我们调研, 在 2017 年萨德事件之前, 中国代购占韩国免税化妆品销售额的 75%; 萨德事件后, 根据韩国旅游发展局数据, 2017 年中国至韩国的游客数量下降 47%, 中国代购占韩国免税化妆品销售额提升至 90%。

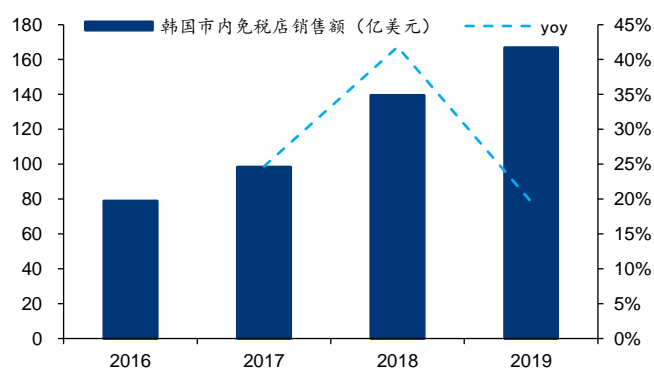
市内免税店带动入境游产业链。1979年政府为鼓励消费回流，设立市内免税店制度。乐天于1980年开设第一家市内免税店。此后，除1997年金融危机期间下调过一次，韩国居民离境免税限额持续上调。2000年以来，韩国免税产业重心发生变化，从引导韩国居民消费回流到吸引境外游客前来购物消费，带动本土文旅产业。2007年，韩国《Promulgation of Bonded Store Operations》修订案中规定，不论是新设免税店还是已有的免税店，只有外国人占总顾客数的一半及以上（或外国人消费额占免税店及以上）的店铺才能继续运营。

图表109： 韩国历年入境游和出境游人次及增速



资料来源：韩国旅游发展局，华泰证券研究所

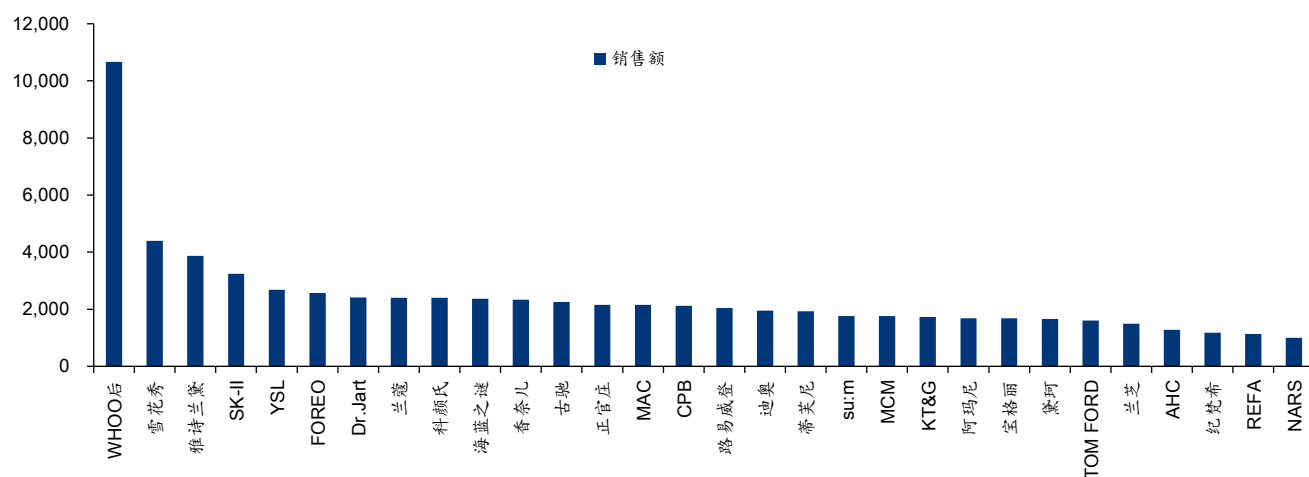
图表110： 韩国市内免税店销售额及增速



资料来源：韩国免税协会，华泰证券研究所

市内免税店带动本土香化产业。2018年化妆品占韩国免税销售额的52%。本土品牌表现亮眼。免税前三十大品牌中，韩后和雪花秀排名第一和第二，销售额分别达到63和26亿人民币。根据韩国化妆品龙头爱茉莉太平洋财报，公司免税渠道占比从2013年的13.6%升至2018年的24%。

图表111： 18年韩国免税前三十大品牌中，后及雪花秀名列前茅（单位：亿韩元）

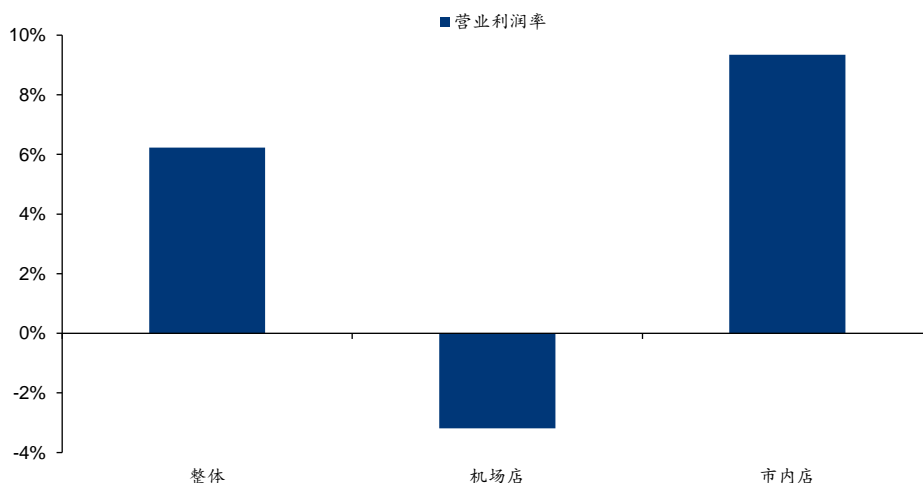


资料来源：韩国免税店协会，华泰证券研究所

政府发放牌照鼓励竞争，龙头规模优势显著，占据较高市场份额。韩国政府希望引入更多参与者，通过竞争做大市内免税市场蛋糕。根据Moodie Davitt和KDFA的数据，韩国市内免税店牌照数量从2009年的10张提升至2017年的27张。但颁发更多牌照并未影响龙头地位，2017年韩国市内免税店零售额为98亿美元，乐天和新罗市内店免税零售额分别为30亿美元和20亿美元，两者合计占据市内店市场50%以上的市场份额，核心原因是老牌免税龙头规模优势显著，能够获取更低的采购价格，与上游品牌商长期合作关系稳定，拥有更丰富的商品。

市场店租金成本较低，盈利水平高于机场店。根据 Moodie Davitt 的数据，2018 年新罗机场店营业利润为 -3.2%，同期市内店营业利润为 9.3%；2018Q1-2019Q3 新罗机场店的营业利润率持续为负，低于市内店营业利润率。根据 Moodie Davitt 的数据，2017 年第三季度乐天韩国机场店亏损 0.42 亿美元。2018 年乐天因租金成本过高减少仁川机场 T1 门店面积，仅保留了烟酒专柜。

图表112：2018年韩国新罗免税店营业利润率（非合并报表数据）



资料来源：The Moodie Davitt Report, 华泰证券研究所

韩国市内店竞争激烈，高返点率拉低盈利水平。佣金率是韩国市内免税店支付给代购商的返点。根据韩国先驱报数据，2018 年乐天世界塔店和 Coex 店的返点率高达 21%，同期新罗市内店的返点率也超过 11%。高佣金率使得韩国零售商的营业利润率较低，2018 年乐天、新罗和新世界的营业利润率分别为 4%/6%/4%。

图表113：2018年韩国主要免税零售商盈利情况（非合并报表）

	乐天	新罗	新世界
营收 (KRW bn)	5307	3247	3128
成本 (KRW bn)	3465		
销售管理费用 (KRW bn)	1636		
营业利润 (KRW bn)	205	202	112
毛利率	35%		
销售费用率	31%		
营业利润率	4%	6%	4%

注：乐天数据包括酒店业务，酒店业务占比低于 20%

资料来源：The Moodie Davitt Report, 华泰证券研究所

我们调研，乐天市内免税店销售本土香化品牌的返佣比率为 20%左右，高于国际品牌的 15~20%。高返佣吸引中国代购购买韩国本品品牌，刺激本土高端化妆品销售，扶持本土香化品牌。

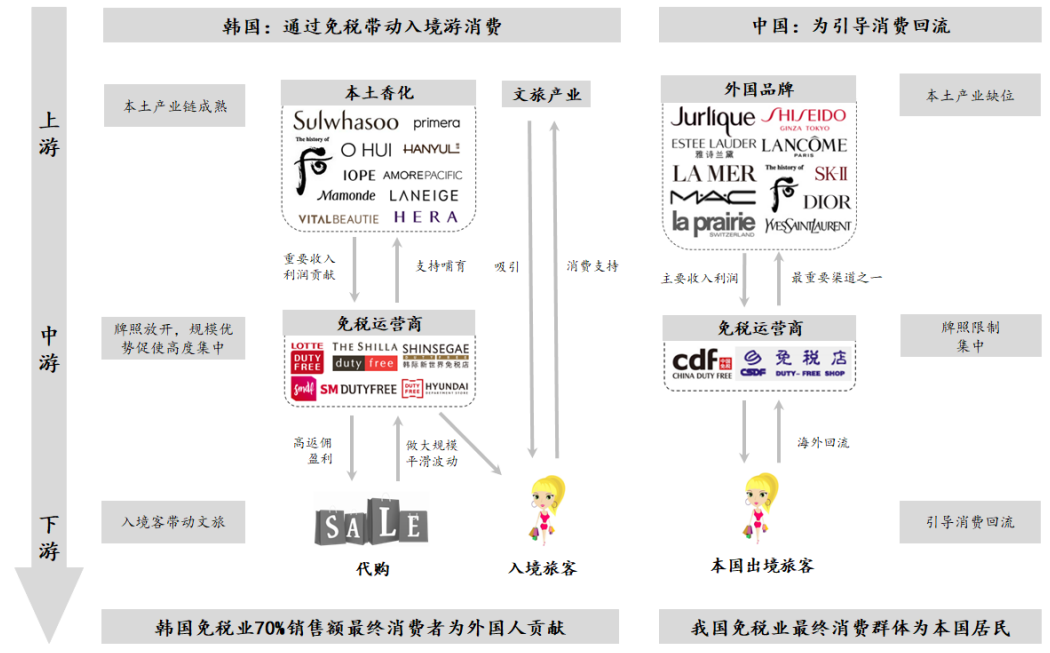
我国：市内店或分流机场，盈利贡献市内免税政策可期

我国与韩国免税消费主体和上游香化产业竞争力不同。根据韩国关税厅，2018 年韩国免税业 73.4% 销售额最终消费者为中国人贡献。韩国通过免税吸引中国消费者，带动整个入境游产业。我国免税最终消费群体为本国出境游居民，发展免税的背景为吸引海外消费回流。韩国上游香化产业发展成熟，通过免税塑造更加高端的形象，吸引中国消费者。而我国上游高端香化品牌缺位，不能通过免税受益。

韩国免税运营商普遍大比例返佣支持代购，做大销售规模，哺育本土日化品牌。2018年韩国免税店化妆品TOP30的销售额中40%来自本土品牌。市内店位于首尔市中心核心商圈，带动免税品客人产生其它消费。政策层面，韩国政府通过发放牌照，鼓励市场竞争，做大市场蛋糕。

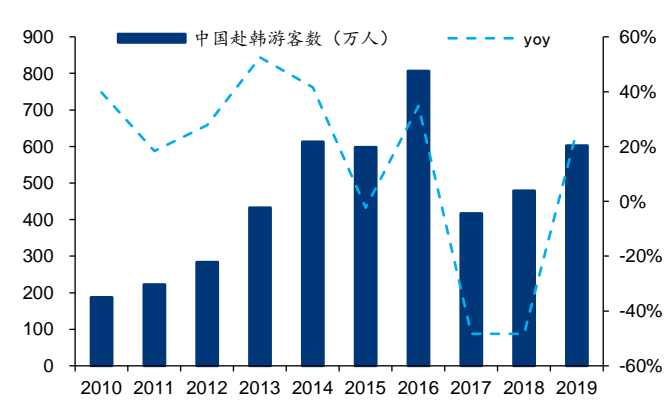
我国现阶段为渠道价值的转移回流，以免税运营商为价值链核心，提升规模议价能力，降低终端价格，提高出境旅客的购买率和客单价。

图表114：韩国和中国市内免税产业链的差异对比



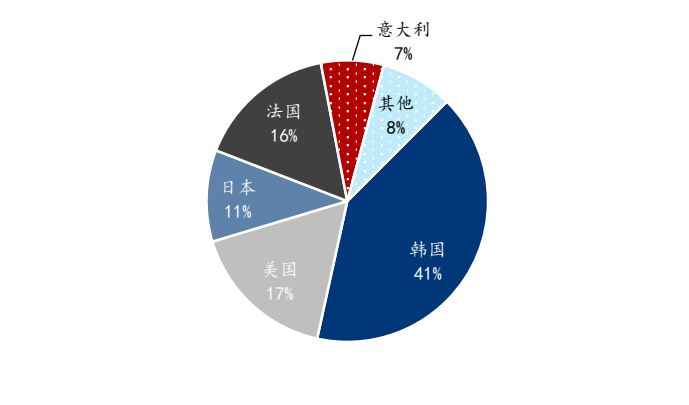
资料来源：韩国免税店协会，中国海关总署，中免集团官网，中出服官网，韩国关税厅，华泰证券研究所

图表115：中国赴韩游客人次及增速



资料来源：韩国关税厅，华泰证券研究所

图表116：2018年韩国免税销售品牌国别结构 (TOP30)



资料来源：韩国关税厅，华泰证券研究所

根据我们2019年7月10日发布的《量化测算长短期空间，市内免税前景可期》报告，从渗透率和客单价角度对市内店市场空间进行测算，参考韩国情况：据CAPA数据，18年韩国国际航线旅客吞吐量共计为8646万人，据韩国免税店协会数据，市内免税店购物人次222万，则测算市内店购物渗透率约23%（直接按购物人次/国际旅客吞吐量计算）；截至20年2月韩国本国游客/外国游客消费客单价分别为130/2055美元。

综合对比我国机场店经营情况及韩国市内店经营情况,基于18年上海3757万出境人次,我们预计上海市内店对国人开放后:

购买渗透率:上海机场≈上海市内店<韩国市内店;主要基于韩国市内店业已发展成熟,相关配套政策、产业链更完善。

购物客单价:上海机场<上海市内店<韩国市内店;主要基于市内店较机场商品品类更为丰富,旅客逗留时间较机场可延长。

据此预估上海成熟市内店年收入规模可能在94-225亿元。同样逻辑预估北京成熟市内店年收入规模可能在67-165亿。

图表117: 上海市内店收入规模预测的敏感性分析

可参考指标说明		购买渗透率					
		10%	15%	20%	25%	30%	
		18年上海机场免税购物渗透率约16% (按客单价2000元估算)		18年韩国市内免税购物渗透率约23% (购物人次/旅客吞吐量),略低于机场			
客单价(元)	韩国本土居民免税消费单价124美元。韩国机场免税单价123美元	500	18.79	28.18	37.57	46.97	56.36
	上海机场购物单价约1500-2000元	1000	37.57	56.36	75.15	93.93	112.72
		1500	56.36	84.54	112.72	140.90	169.08
		2000	75.15	112.72	150.30	187.87	225.44
		2500	93.93	140.90	187.87	234.84	281.80
		3000	112.72	169.08	225.44	281.80	338.16
		3500	131.51	197.26	263.02	328.77	394.52
		4000	150.30	225.44	300.59	375.74	450.89
		4500	169.08	253.62	338.16	422.71	507.25
		5000	187.87	281.80	375.74	469.67	563.61
19年5月韩国外国游客消费单价843美元	5500	206.66	309.98	413.31	516.64	619.97	
	6000	225.44	338.16	450.89	563.61	676.33	

资料来源:韩国关税厅,华泰证券研究所

图表118: 北京市内店收入规模预测的敏感性分析

可参考指标说明		购买渗透率					
		10%	15%	20%	25%	30%	
		18年首都机场免税购物渗透率约16% (按客单价1500元估算)		18年韩国市内免税购物渗透率约23% (购物人次/旅客吞吐量),略低于机场			
客单价(元)	韩国本土居民免税消费单价124美元。韩国机场免税单价123美元	500	13.77	20.66	27.54	34.43	41.31
	首都机场购物单价约1000-2000元	1000	27.54	41.31	55.08	68.85	82.62
		1500	41.31	61.97	82.62	103.28	123.93
		2000	55.08	82.62	110.16	137.70	165.24
		2500	68.85	103.28	137.70	172.13	206.55
		3000	82.62	123.93	165.24	206.55	247.86
		3500	96.39	144.59	192.78	240.98	289.17
		4000	110.16	165.24	220.32	275.40	330.48
		4500	123.93	185.90	247.86	309.83	371.79
		5000	137.70	206.55	275.40	344.25	413.10
19年5月韩国外国游客消费单价843美元	5500	151.47	227.21	302.94	378.68	454.41	
	6000	165.24	247.86	330.48	413.10	495.72	

资料来源:韩国关税厅,华泰证券研究所

假设净利率水平高于新罗10%~15%(加回代购返佣),低于三亚门店的30%,长期来看,我们预计上海成熟市内店净利润区间可能为14.3-67.5亿元,北京成熟市内店净利润区间可能为9.8-49.5亿元。

图表119: 上海市内店净利润贡献的敏感性分析

可参考指标		净利率					
		10%	15%	20%	25%	30%	35%
		新罗+代购的净利率 10%~15%			19年上半年三亚海棠湾 净利率约为31% (加回 中免批发净利率15%)		
营收 (亿元)	30	3.0	4.5	6.0	7.5	9.0	10.5
	63	6.3	9.5	12.6	15.8	18.9	22.1
	95	9.5	14.3	19.0	23.8	28.5	33.3
	128	12.8	19.2	25.6	32.0	38.4	44.8
	160	16.0	24.0	32.0	40.0	48.0	56.0
	193	19.3	29.0	38.6	48.3	57.9	67.6
	225	22.5	33.8	45.0	56.3	67.5	78.8
	258	25.8	38.7	51.6	64.5	77.4	90.3
	290	29.0	43.5	58.0	72.5	87.0	101.5
	323	32.3	48.5	64.6	80.8	96.9	113.1

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表120: 北京市内店净利润贡献的敏感性分析

可参考指标		净利率					
		10%	15%	20%	25%	30%	35%
		新罗+代购的净利率 10%~15%			19年上半年三亚海棠湾 净利率约为31% (加回 中免批发净利率15%)		
营收 (亿 元)	15.0	1.5	2.3	3.0	3.8	4.5	5.3
	40.0	4.0	6.0	8.0	10.0	12.0	14.0
	65.0	6.5	9.8	13.0	16.3	19.5	22.8
	90.0	9.0	13.5	18.0	22.5	27.0	31.5
	115.0	11.5	17.3	23.0	28.8	34.5	40.3
	140.0	14.0	21.0	28.0	35.0	42.0	49.0
	165.0	16.5	24.8	33.0	41.3	49.5	57.8
	190.0	19.0	28.5	38.0	47.5	57.0	66.5
	215.0	21.5	32.3	43.0	53.8	64.5	75.3

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

市内店对机场可能有一定分流影响。我国市内店购物人群为国内出境居民, 与机场店高度重合。现阶段, 中免引入的服饰、箱包类奢侈品品牌较少, 引入奢侈品牌谈判过程中, 品牌方可能会担心市内店影响周边有税渠道销售。因此, 预计早期市内店销售额中香化占比较高, 与机场产品结构类似, 可能造成分流。从免税运营商角度, 因市内店租金成本远低于机场租金扣点率, 或有动力采取打折促销、提升产品丰富度等措施, 向市内店主动引流。

长期来看, 若国人市内免税店购买限额提升, 可以购买奢侈品。随着中免奢侈品品牌谈判能力提升, 市内店奢侈品销售有望增加, 与机场店错位发展, 做大总规模。

图121: 各免税运营上奢侈品品牌覆盖面

	乐天	DFS	中免(官网)	日上(上海和北京)
LV	√	√		
Dior	√	√	√	√
HERMERS	√	√	√	√
CHANEL	√	√	√	√
PRADA	√	√	√	
FENDI	√	√		
MCM	√	√	√	
CELINE	√	√		
BOTTEGA VENETA	√	√		
菲拉格慕	√	√	√	
LOEWE	√	√		
BURBERRY	√	√	√	√
GUCCI	√	√	√	√
宝格丽 BULGARI	√	√	√	√
BALLY	√	√	√	√
YSL	√	√	√	√
VERSASE		√		√
巴黎世家 Balenciaga	√	√	√	
GIVENCHY	√	√		√
ROLEX	√	√	√	
OMEGA	√		√	√
万国 IWC	√	√	√	
浪琴 LONGINES	√	√	√	
天梭 TISSOT	√	√	√	√
肖邦 CHOPARD	√	√	√	
江诗丹顿	√	√		
积家 Jaeger-LeCoultre	√	√	√	
伯爵 PIAGET	√	√	√	
帝舵 Tudor	√		√	
泰格豪雅 Tag Heuer	√	√		
沛纳海 Panerai	√	√		
万宝龙 Montblanc	√	√	√	
Tory Burch	√	√	√	
Marc Jacobs	√	√		√
Moschino	√	√		
Catier	√	√	√	
Tiffany	√	√	√	
尚美 Chaumet	√	√	√	
梵克雅宝 Van Cleef&Arpels	√		√	

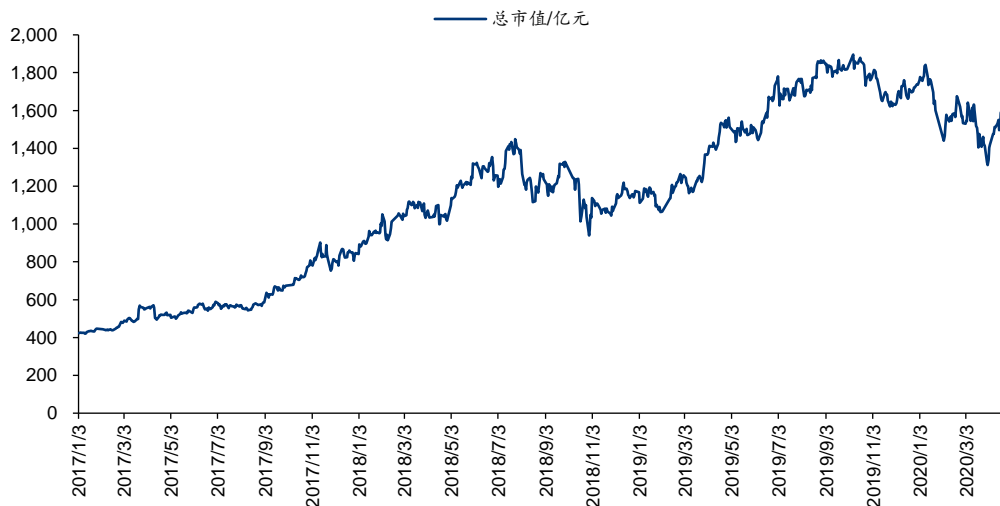
资料来源: 乐天、新罗、新世界、DFS、中免、日上官网, 华泰证券研究所

龙头强者恒强，维持买入

估值分析

2017年初，中国国旅完成与港中旅集团（现更名为中国旅游集团）的重组，机制理顺，市值从2017年初的425.74亿元提升到1686.94亿元（2020年4月27日），3年上涨近3倍。

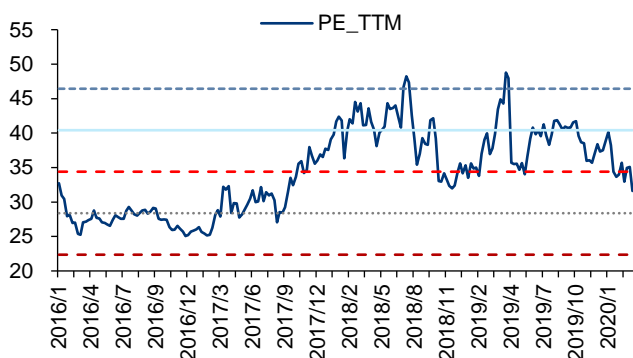
图表122：中国国旅总市值



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017年起，公司估值溢价持续提升，PE_TTM从25~30X提升至35~40X，相对消费者服务板块的估值倍数从0.6倍提升至1.2倍。

图表123：2017年以来估值溢价提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表124：2017年以来相对消费者服务（中信）板块估值持续提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

分阶段复盘中国国旅股价走势：

2016.12~2018.7，股价上涨来自于北京、上海机场免税店招标事件驱动。2017年3月，公司控股日上中国，联合竞标首都机场免税业务。因珠海市免税企业集团报价较高，引发市场担忧，公司估值受到压制。凭借综合实力，7月初，公司宣布和日上中标首都机场免税业务。公司行业龙头地位确立，市场对于公司进一步整合，扩大市场份额预期升温。2018年3月，公司收购日上（上海），7月中标上海浦东和虹桥机场免税店。这一阶段，公司估值从25X最高提升至48X。

2018.7~至今，海南离岛免税政策和出境市内店政策放松的预期升温，提升估值。2018年7月，海南省政府提出增设海口、琼海市内店，10月公布海免51%股权将无偿划转至上市公司母公司，承诺未来将注入上市公司。2018年11~12月，离岛免税新政策提高岛内居民购物额度至3万元，不限购物次数，增加覆盖乘轮船离岛旅客。2019年1月，中免旗下海口、博鳌市内免税店正式开业。2019年5月和8月，北京和上海市内免税店分别正式营业，国人离境市内店购买的预期持续发酵。

图表125：国旅历史复盘总结

时间	区间股价涨跌幅	PE_TTM 平均估值	PE_TTM 估值区间	事件
2016年12月	28.5%	28x	27x~29x	2016年，中免筹划重组，12月重组获批。 国旅管理层履新，原中免董事长李刚担任上市公司董事长，原中免总经理彭辉担任上市公司总经理，原中免总经理助理薛军担任上市公司副总经理、董事长秘书，外聘DFS高管担任中免总经理
2017年2-4月	17.2%	28x	24x~31x	2017年2月底，北京首都机场免税业务正式发布公开招标，3月中免控股日上中国，4月上旬首都机场招标公示，机场扣点率大幅提升
2017年7月	-1.9%	35x	30x~41x	2017年7月初，公司宣布中免和日上分别中标首都机场T2和T3国际区免税业务，估值从31X提升至40X，开启了股价持续上涨。
2018年3月	95.8%	43x	41x~44x	2018年3月收购日上(上海)51%股权，7月份随着中标上海浦东和虹桥机场免税店
2018年H2	16.0%	47x	40x~52x	2018年下半年以来，中美贸易战加剧
2018年12月	-6.5%	47x	41x~57x	2018年底，海南免税限额进一步放宽
2019年	46.4%	51x	34x~60x	2019年以来，三亚店销售额月度环比增速50%左右，持续超市场预期
2020年以来	-7.5%	-	-	2020年初以来，新冠疫情爆发

资料来源：公司公告，Wind，华泰证券研究所

盈利预测及投资建议

受疫情影响，三亚店海棠湾门店2020年1月26日~2月19日停业，2月20日开业后快速恢复，考虑疫情仍然影响国人出游需求，我们预计2020年三亚店整体客流量同比下降30%。2017-2019年，三亚店购物人次CAGR为29%，假设2021年疫情过后，三亚店购物人次增速恢复至疫情前水平，我们预计2021年购物人次同比增长94%，相较于2019年增长38%，相当于平均每年增长18%。我们预计20-22年三亚门店购物人次增速为-29%/94%/18%。客单价方面，2017-2019年三亚门店客单价CAGR为1.3%，2020年受疫情影响，购物人次可能下降，公司加强促销，代购占比有望提升，我们预计2020年客单价有较大提升。2021年疫情过后，购物人次恢复，客单价大概率回落至2019年水平，因此我们预计20-22年三亚门店客单价增速分别为40%/-30%/0%。我们预计20-22年三亚门店营收增速分别为-0.4%/36%/19%。

2017-2019年，三亚门店毛利率在47%左右，2020年受促销影响，毛利率可能有所下降；2021年疫情过后，我们预计毛利率恢复至疫情前水平。我们预计20-22年三亚门店毛利率为42%/47%/47%。费用方面，2017-2019年三亚门店销售费用率在7%左右，受疫情影响，2020年三亚门店促销可能增加；2021年疫情过后，销售费用率大概率恢复至疫情前水平。我们预计20-22年三亚门店销售费用率为8%/7.5%/7%。2017-2019年三亚门店特许经营费率为4%，管理费用率在6%左右，假设特许经营费率为4%，管理费用率为6%，我们预计20-22年三亚门店归母净利润增速为-23%/92%/22%。

2020年Q1上海机场国际旅客吞吐量同比下降55.1%，疫情对国际客流影响显著，假设国际疫情持续到下半年，我们预计2020年上海机场国际旅客吞吐量同比下降55%。2021年疫情结束后，假设国际客流恢复至2019年水平。根据上海机场扩建计划，浦东机场2035年旅客吞吐量有望达到1.6亿人次；根据上海市规划，到2035年上海市机场出入境客流比例有望达到38%，浦东机场国际旅客吞吐量达7600万人次，对应2021-2035年CAGR为4.6%。我们预计20-22年上海机场国际旅客人次同比增速为-55%/127%/4.6%。客单价方面，20年受疫情影响，机场国际客流减少，公司打折促销，代购占比有望提高，我们预计20年客单价有较大提升。21年后，若国际客流恢复，代购占比大概率会有所下降，

我们预计客单价恢复到 913 元，相对于 19 年增长 16%，相当于平均每年增长 7.7%。我们预计 20-22 年人均消费额同比增速 45%/-20%/4%。我们预计 20-22 年上海机场免税店收入同比增速-35%/81%/8.8%。

2019 年上海机场免税店整体销售提成比例为 41%，我们预计 20-22 年上海机场免税店整体销售提成比例保持稳定。根据公司公告，机场免税店毛利率在 56%左右，受疫情和促销活动影响，我们预计 20 年毛利率略有降低；未来随采购规模扩大、议价能力提升，毛利率有望提升，我们预计 20-22 年毛利率为 50%/53%/54%。根据公司公告，机场免税店管理费用率在 8%左右，特许经营费为 1%，假设管理费用率 8%，特许经营费率 1%，所得税率 25%，我们预计 20-22 年上海机场免税店归母净利润同比增速为-84%/390%/30%。

受疫情影响，2020 年 Q1 首都机场国际客流量同比下降 55.8%，假设国际疫情持续到下半年，我们预计 2020 年首都机场旅客吞吐量同比下降 55%。2021 年疫情结束后，国际客流量有望恢复至 19 年的水平。按照《配置方案》，到 2025 年，北京首都机场和大兴机场实现旅客吞吐量合计 1.54 亿人次，按照 2019 年首都机场国际旅客占比 28%计算，2025 年首都机场和大兴机场国际旅客吞吐量合计为 4312 万人次，对应 21-25 年 CAGR 11%。我们预计 20-22 年首都机场国际旅客人次同比增速 -55%/129%/5.3%。客单价方面，20 年受疫情影响，机场国际客流减少，公司打折促销，代购占比有望提高，我们预计 20 年客单价有较大提升。21 年后，若国际客流恢复，代购占比大概率会有所下降，我们预计客单价恢复到 641 元，相对于 19 年增长 5.1%，相当于平均每年增长 2.5%。我们预计 20-22 年首都机场免税店人均消费额同比增速为 50%/-30%/4%，预计 20-22 年首都机场免税店收入同比增速-33%/60%/7%。

首都机场利润方面，根据公司公告，机场免税店毛利率在 56%左右，20 年受疫情影响，我们预计毛利率略有降低；未来随中免采购规模扩大，毛利率有望提升，我们预计 20-22 年毛利率为 54%/56%/56%。2018 年首都机场免税店整体提成比例约为 45%，我们预计未来机场提成比例为稳定。根据公司公告，机场免税店管理费用率在 8%左右，特许经营费为 1%，假设管理费用率 8%，特许经营费率 1%，所得税率 25%，我们预计 20-22 年首都机场免税店归母净利润同比增速-82%/280%/6%。

我们认为海外消费有望回流，免税市场空间广阔。中免牌照和规模优势显著，政策弹性带来盈利增长。考虑疫情影响，假设机场店保底租金有望协商下调，预计 20/21/22 年 EPS 为 1.13/3.06/3.62 元，对应 PE 分别为 77/28/24 倍。近 5 年公司平均 PE 为 34 倍，我们认为免税龙头优势显著，享行业成长红利，疫情不改公司长期成长逻辑，对 21 年 EPS 给予目标 PE 区间 36~38 倍，维持 21 年目标价 110.16~116.28 元，维持“买入”评级。

图表126：盈利预测（单位：亿元）

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入					
三亚海棠湾店	80.10	104.65	104.24	141.63	167.33
上海机场（浦东+虹桥）免税店	124.03	151.49	98.85	179.24	194.99
首都机场（含日上）免税店	73.89	85.89	57.98	92.89	99.46
其他	192.05	137.64	91.64	166.98	211.50
合计	470.07	479.66	352.70	580.75	673.28
权益利润					
三亚海棠湾店	11.07	14.21	10.95	21.03	25.60
上海机场（浦东+虹桥）免税店	4.67	4.49	0.71	3.48	4.53
首都机场（含日上）免税店	1.75	1.39	0.25	0.95	1.01
其他	13.46	26.20	10.12	34.29	39.54
合计	30.95	46.29	22.02	59.75	70.68

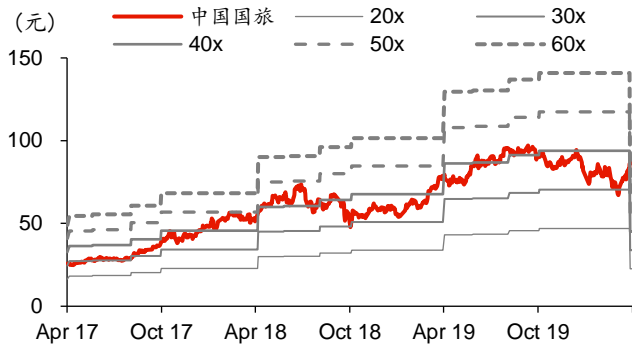
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

风险提示

- 1) **政策落地不达预期**: 免税业务受国家免税政策影响较大, 若市内店免税政策落地时间和力度不达预期, 可能带来公司业绩不达预期的风险。
- 2) **牌照放松, 市场竞争加剧**: 若市内免税店或海南离岛店免税牌照放松, 市场参与者增加, 市场竞争加剧, 促使中免以更低的价格和更高的销售费用应对竞争, 中免盈利能力可能受到影响。
- 3) **宏观经济风险**: 经济不景气可能对居民收入和消费造成负面影响, 使得出境游人次大幅减少, 影响公司业绩。
- 4) **全球疫情持续时间超出预期**: 我们预期全球疫情在 20 年下半年结束, 如果全球疫情持续时间超出预期, 机场国际客流量下降幅度可能扩大, 对机场免税店带来的负面影响可能超出预期。

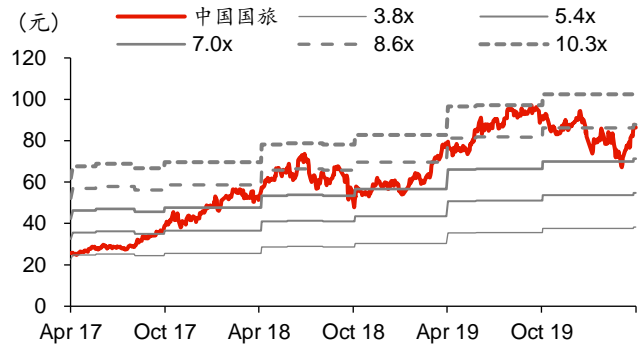
PE/PB - Bands

图表127: 中国国旅历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表128: 中国国旅历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	19,578	22,246	22,013	34,970	36,263
现金	11,289	11,906	20,189	20,788	31,241
应收账款	978.57	800.08	788.62	1,579	1,162
其他应收账款	606.91	918.76	179.47	1,570	517.72
预付账款	693.36	381.03	674.63	886.26	866.14
存货	5,943	8,060	0.00	9,966	2,295
其他流动资产	66.94	180.13	181.64	180.48	181.34
非流动资产	7,269	8,442	7,619	8,920	9,364
长期投资	284.33	254.69	275.25	300.41	323.28
固定投资	1,932	1,632	875.11	1,905	2,166
无形资产	1,202	2,504	2,735	2,975	3,272
其他非流动资产	3,851	4,051	3,734	3,740	3,602
资产总计	26,847	30,687	29,632	43,890	45,627
流动负债	7,793	7,961	4,223	12,360	6,348
短期借款	289.05	223.95	223.95	223.95	223.95
应付账款	2,859	3,537	282.76	5,862	1,541
其他流动负债	4,645	4,200	3,716	6,274	4,584
非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	469.77	415.43	415.43	415.43	415.43
负债合计	8,263	8,377	4,638	12,775	6,764
少数股东权益	2,349	2,421	2,902	4,059	5,514
股本	1,952	1,952	1,952	1,952	1,952
资本公积	3,844	3,852	3,852	3,852	3,852
留存公积	10,414	13,961	15,780	21,003	27,531
归属母公司股东权益	16,235	19,890	22,092	27,056	33,349
负债和股东权益	26,847	30,687	29,632	43,890	45,627

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	2,722	2,926	7,270	2,759	11,368
净利润	3,935	5,415	2,683	7,132	8,524
折旧摊销	370.99	407.90	401.43	477.98	583.58
财务费用	(6.98)	10.69	(204.45)	(156.71)	(280.73)
投资损失	(50.63)	(965.28)	(386.28)	(472.00)	(605.56)
营运资金变动	(1,775)	(2,150)	4,778	(4,218)	3,152
其他经营现金	248.67	207.74	(1.78)	(3.37)	(4.34)
投资活动现金	(1,906)	(1,099)	808.35	(1,307)	(421.30)
资本支出	1,582	1,498	(441.98)	1,755	1,004
长期投资	8.52	6.59	(20.56)	(25.16)	(22.86)
其他投资现金	(315.72)	406.04	345.80	422.55	560.31
筹资活动现金	(1,149)	(1,646)	204.45	(853.69)	(494.16)
短期借款	186.98	(65.11)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1.60	8.09	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,337)	(1,589)	204.45	(853.69)	(494.16)
现金净增加额	(246.64)	266.62	8,283	598.96	10,453

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	47,007	47,966	35,270	58,075	67,328
营业成本	27,518	24,273	18,732	28,817	33,035
营业税金及附加	659.36	771.82	470.46	805.91	965.04
营业费用	11,601	14,904	11,154	17,325	20,050
管理费用	1,601	1,549	1,711	1,876	2,343
财务费用	(6.98)	10.69	(204.45)	(156.71)	(280.73)
资产减值损失	(298.31)	(378.23)	(250.97)	(435.59)	(492.04)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	50.63	965.28	386.28	472.00	605.56
营业利润	5,426	7,109	3,574	9,483	11,370
营业外收入	25.35	66.37	66.37	66.37	66.37
营业外支出	115.60	14.50	48.22	59.21	59.38
利润总额	5,336	7,160	3,593	9,490	11,377
所得税	1,401	1,746	909.51	2,358	2,854
净利润	3,935	5,415	2,683	7,132	8,524
少数股东损益	840.41	785.72	481.16	1,157	1,456
归属母公司净利润	3,095	4,629	2,202	5,975	7,068
EBITDA	5,386	7,225	3,526	9,367	11,194
EPS (元, 基本)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	66.21	2.04	(26.47)	64.66	15.93
营业利润	40.81	31.00	(49.72)	165.29	19.91
归属母公司净利润	22.29	49.58	(52.43)	171.35	18.30
获利能力 (%)					
毛利率	41.46	49.40	46.89	50.38	50.93
净利率	8.37	11.29	7.61	12.28	12.66
ROE	21.17	24.27	10.73	22.92	21.93
ROIC	101.03	80.91	865.07	144.90	1,860
偿债能力					
资产负债率 (%)	30.78	27.30	15.65	29.11	14.82
净负债比率 (%)	(58.16)	(50.93)	(78.61)	(65.07)	(78.99)
流动比率	2.51	2.79	5.21	2.83	5.71
速动比率	1.65	1.71	5.01	1.94	5.19
营运能力					
总资产周转率	1.97	1.67	1.17	1.58	1.50
应收账款周转率	48.77	53.93	44.36	49.02	49.10
应付账款周转率	10.74	7.59	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.59	2.37	1.13	3.06	3.62
每股经营现金流(最新摊薄)	1.74	1.53	3.72	1.41	5.82
每股净资产(最新摊薄)	8.32	10.19	11.31	13.86	17.08
估值比率					
PE (倍)	54.51	36.44	76.61	28.23	23.87
PB (倍)	10.39	8.48	7.64	6.24	5.06
EV_EBITDA (倍)	29.75	22.11	43.09	16.28	12.82

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，梅昕、孙丹阳，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师梅昕、孙丹阳本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司