

解析新世界免税业务成功的基因

深度研究报告/消费者服务

2020年07月20日

报告摘要:

● 百货起家，切入免税业务不足十年便跻身全球Top10

新世界集团以百货业务起家，作为韩国百货业先驱，公司2012年通过资本运作切入免税业务，之后于2016年陆续拿下多块市内店、机场店免税特许经营权，从而进入高速发展阶段。目前，公司免税板块收入占比已跃居集团首位，并成功跻身韩国免税市场的top3，以及全球旅游零售商top10。

● 新世界免税业务成功之道探析

免税“赛道”优质，成为韩国财阀必争之地。与中国免税业相似，韩国免税业更早完成了“赚取外汇-引导消费回流-挖掘外国旅客消费”三个发展阶段。2009-2019年，韩国免税销售额从30亿美元增至213亿美元，年均复合增长率高达19%，占全球免税业规模比重上升至23%，远高于全球免税业同期增速，连续11年稳居全球第一大免税市场。与此同时，受益于韩国政府重视发展入境游市场，以及一系列成功的政策措施，韩国免税市场还拥有中央政府、品牌商所乐见的高外国旅客购物占比的特征，这也使得韩国免税市场拥有着较为宽松的免税政策环境，进而有利于其市场规模的进一步增长

除却行业面临的外部有利因素，新世界免税的崛起也与其自身因素相关。一方面，新世界集团背靠三星财力，在韩国免税业的政策博弈过程中充分受益，为其开拓免税业务奠定重要基础。另一方面，新世界原先百货业务的基础，是其获取免税特许经营权后能够成功的关键因素。由于韩国免税业以市内免税店为核心渠道，尤其是首尔市内免税店占据着主要市场份额，新世界集团凭借长期经营百货业务的经验，在首尔市内进行快速布局，并与上游供应商取得联系，以实现市场份额的迅速提升。与此同时，在运营策略上，新世界通过发力线上、线下促销活动，紧握代购这一重要免税购物群体，为其取得亮眼的经营成果提供帮助。

● 投资建议

虽然我们认为背靠韩国独特的社会制度、高速发展的免税行业，新世界免税业务的成功有其独特之处，且这些独特性难以简单在不同社会制度背景下的中国进行复制。但在新世界的种种现象背后，我们认为仍有许多要点可供中国后起之秀的免税运营商借鉴。一方面，公司的本质仍是社会关系的总和，这一点对处于特许经营制背景下的免税运营商至关重要；另一方面，运营能力也是中国免税运营商在行业走向适度竞争过程中突出重围的重要因素，在此之中我们重点建议关注除龙头以外的免税运营商在人才储备、供应链建设等环节的推进进展。综合来说，我们认为王府井最有潜力成为除中免集团之外，未来中国免税业的第二家龙头公司。其次，建议关注珠免集团（格力地产）、深免集团等行业第二梯队公司能否把握离岛免税政策放开所给予的弯道超车机会。

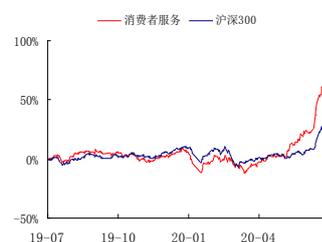
● 风险提示

免税店开店进度低于预期；行业政策进展、变化趋势低于预期。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号：S0100519080001

电话：021-60876718

邮箱：guximin@mszq.com

相关研究

1. 社服交运行业2020年投资策略：紧握免税政策大年主线
2. 行业事件点评：旅游人次环比复苏，自驾出行成为主流

盈利预测与财务指标

| 代码 | 重点公司 | 现价 7月17日 | EPS | | | PE | | | 评级 |
|--------|------|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2019A | 2020E | 2020E | |
| 601888 | 中国中免 | 188.10 | 2.38 | 1.96 | 3.59 | 79.0 | 96.0 | 52.4 | 推荐 |
| 600185 | 格力地产 | 14.07 | 0.27 | 0.18 | 0.41 | 52.1 | 78.2 | 34.3 | 推荐 |
| 600859 | 王府井 | 57.17 | 1.24 | 0.86 | 1.39 | 11.3 | 66.5 | 41.1 | 未评级 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院

注：未评级公司来自 Wind 一致预测

目录

| | |
|--|----|
| 一、新世界集团概览：韩国百货业先驱，免税业务弯道超车 | 4 |
| (一) 百货起家，并购入行跻身韩国免税三巨头 | 4 |
| (二) 股权结构：三星家族为实际控制人，管理层业务经验丰富 | 5 |
| (三) 财阀博弈后牌照放开，新世界背靠三星乘政策东风崛起 | 6 |
| (四) 财务表现：免税业务突飞猛进，盈利水平有待逐步改善 | 8 |
| 二、韩国免税业得天独厚的环境，是新世界免税业务得以成功的基础 | 12 |
| 三、新世界免税成功内因剖析 | 15 |
| (一) 牌照与选址：布局市内、机场核心节点 | 15 |
| 1. 依托区位优势，把握市内免税场景 | 15 |
| 2. 仁川机场免税业务 | 16 |
| (二) 借助百货业务雄厚实力，具备先天竞争优势 | 17 |
| (三) 价格：VIP 折扣协同多元优惠活动，返点助推代购消费热情 | 19 |
| 四、投资建议 | 24 |
| 五、风险提示 | 24 |
| 插图目录 | 25 |
| 表格目录 | 26 |

一、新世界集团概览：韩国百货业先驱，免税业务弯道超车

（一）百货起家，并购入行跻身韩国免税三巨头

新世界集团于1930年在韩国开设第一家百货商店，为韩国业界当仁不让的百货商店始创者。1955年2月，东华百货有限公司成立；1963年11月，该公司被三星集团收购，将其更名后正式开设“新世界百货”，重点发展百货商店及经销业务；1991年11月，新世界百货脱离三星集团独立经营，意图成为分销业领先公司，进一步开启百货商店和分销业的新征程。此后，公司业务范围不断扩大，业务覆盖面包括百货、食品、系统集成、房地产建筑等领域。2001年3月，公司正式由新世界百货更名为新世界，并进行新一轮百货商店战略扩张，随着新世界总店、新世界京畿道店、新世界永登浦店等百货商店陆续开业，新世界百货的品牌得以成功打造。

表 1：公司整体发展历程（进军免税市场前）

| 时间 | 事项 | 概述 |
|----------|-----------------------------|-------------|
| 1930年10月 | 开设韩国第一家百货商店 | |
| 1955年2月 | 东华百货有限公司成立 | |
| 1963年11月 | 开设新世界百货（被三星集团收购） | |
| 1983年6月 | 收购西部朝鲜酒店 | 挑战成为分销业领先公司 |
| 1984年5月 | 新世界百货永登浦店开业 | |
| 1985年5月 | 于韩国证券交易所上市 | |
| 1988年8月 | 新世界百货米娅店开业 | |
| 1991年11月 | 与三星集团分离，宣布独立经营 | |
| 1995年7月 | 创立新世界食品 | |
| 1996年1月 | 创立新世界国际 | |
| 1997年4月 | 创立新世界 I&C | |
| 1997年5月 | 创立新世界建筑 | 公司更名 |
| 2000年8月 | 新世界百货 Masan 开业 | |
| 2000年10月 | 新世界百货江南店开业 | |
| 2001年3月 | 公司名称由新世界百货变更为新世界 | |
| 2007年2月 | 新世界总店开业 | |
| 2007年3月 | 新世界京畿道店开业 | |
| 2009年3月 | 新世界 Centum City 开业 | |
| 2009年9月 | 新世界永登浦店开业 | |
| 2010年12月 | 新世界忠清店开业 | 百货店面扩张 |
| 2011年3月 | 新世界 Chelsea outlet 开业 | |
| 2011年5月 | 分为新世界百货公司和 Emart 公司，并分别重新上市 | |
| 2011年7月 | 新世界国际上市 | |
| 2012年4月 | 新世界议政府店开业 | |

资料来源：新世界集团官网，民生证券研究院

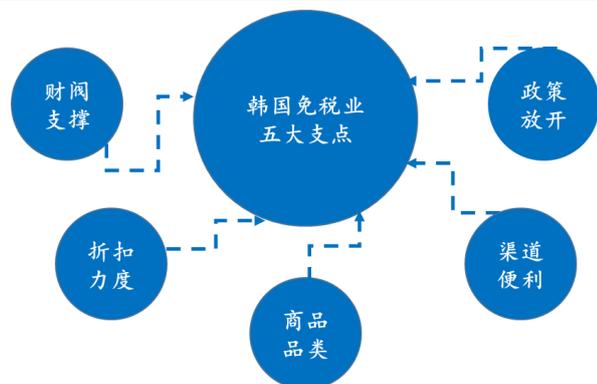
2012年10月成为新世界免税业务的重要发展节点，通过收购釜山天堂免税店，新世界成功获得免税经营牌照，初步涉足免税行业。其后，韩国免税业、乃至政坛的博弈过程，为新世界获取发展免税业务的底层基础——特许经营权提供了巨大帮助。相较于韩国业内乐天、新罗两大综合实力强劲的成熟免税运营商，新世界百货虽涉足免税业较晚，但其背后依靠的是三星集团。通过三星集团所拥有的独特政经背景，新世界集团在2013年后顺利竞得多个重要免税店特许经营权提供了巨大帮助。截止目前，新世界已开设6家线下免税店，其中包括仁川机场1、2号航站楼、明洞、釜山等客流量较大的机场及市内区域。

表 2: 公司免税业务发展历程 (进军免税市场后)

| 时间 | 事项 | 概述 |
|-------------|---|--------|
| 2012 年 10 月 | 新世界朝鲜酒店收购釜山天堂免税店 | |
| 2013 年 10 月 | 网上免税店 (釜山店) 开业 | |
| 2014 年 1 月 | 开设综合线上商城 "SSG.com" | |
| 2015 年 4 月 | 新世界 DF 成立 | |
| 2015 年 9 月 | 仁川机场免税店开业 | |
| 2015 年 11 月 | 获得首尔市区免税营业执照 (明洞支店) | |
| 2016 年 3 月 | 世界最大的购物城新世界 Centum City 开业 (釜山免税店入驻) | 布局免税业务 |
| 2016 年 5 月 | 新世界明洞免税店开业 | |
| 2016 年 10 月 | 线上免税店明洞店开业 | |
| 2018 年 1 月 | 仁川机场免税店仁川机场 2 号航站楼店开业 | |
| 2018 年 6 月 | Shinsegae Duty Free Global 将 Shinsegae DF Global 吸收合并 | |
| 2018 年 7 月 | 新世界江南免税店开业 | |
| 2018 年 8 月 | 仁川机场免税店仁川机场 1 号航站楼店扩大经营面积 | |

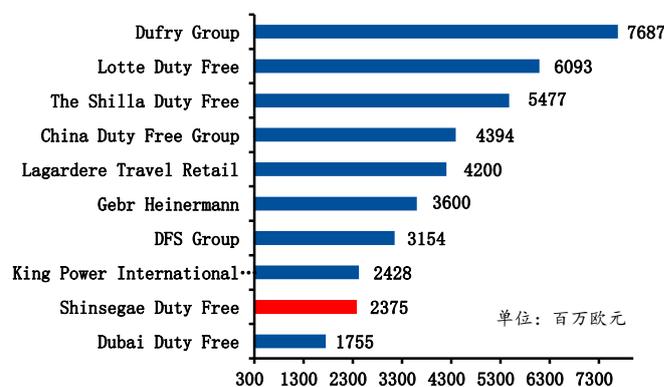
资料来源: 新世界集团官网, 民生证券研究院

图 1: 韩国免税市场与生俱来五大优势



资料来源: The Moodie Davitt Report, 民生证券研究院

图 2: 韩国新世界免税 2018 年跻身全球旅游零售商 top9



资料来源: The Moodie Davitt Report, 民生证券研究院

(二) 股权结构: 三星家族为实际控制人, 管理层业务经验丰富

截至 2020 年一季度末, 公司第一大股东仍为李明熙, 持股 18.22%, 与 2019 年末持平, 其余两位持股 5% 以上的大股东持股比例有所变动, 具体表现为国民养老金持股比例减少 0.5% 至 13.6%; 郑永振持股比例增加 0.51% 至 10.34%, 变动后大股东整体持股比例上浮 0.01%, 总体保持稳定。其中, 李明熙为韩国三星集团创始人李秉哲之女, 郑永振为李秉哲之子李健熙的外甥, 家族关系紧密。三大持股 5% 以上股东总持股比例为 42.16%, 其余股份大多为机构投资者持有。

图 3：持股大于 5% 的大股东（截至 2020 年 3 月 31 日）

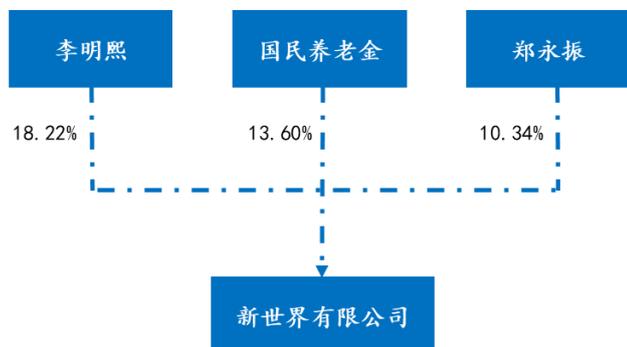


图 4：2019 到 2020Q1 大股东股权变动情况



资料来源：新世界集团官网及年报，民生证券研究院

资料来源：新世界集团官网及年报，民生证券研究院

从公司管理层来看，新世界新任 CEO 兼总裁 Cha Jeong-Ho 曾任新世界国际首席执行官，且其曾在新罗酒店任职，在免税销售业务方面拥有丰富的实践经验，对公司未来免税业务板块的扩张发展起到了良好的促进作用；新世界总裁 Chung Yoo-Kyung 曾任职于朝鲜酒店，隶属于新世界集团；新世界集团中的新世界 DF 专攻免税业务，其现任 CEO 为已加入新世界 30 余年的 Son Yung-sik，此人任职于 2017 年 1 月，对公司整体及免税业务板块拥有较深理解。

表 3：公司高级管理人员任职情况

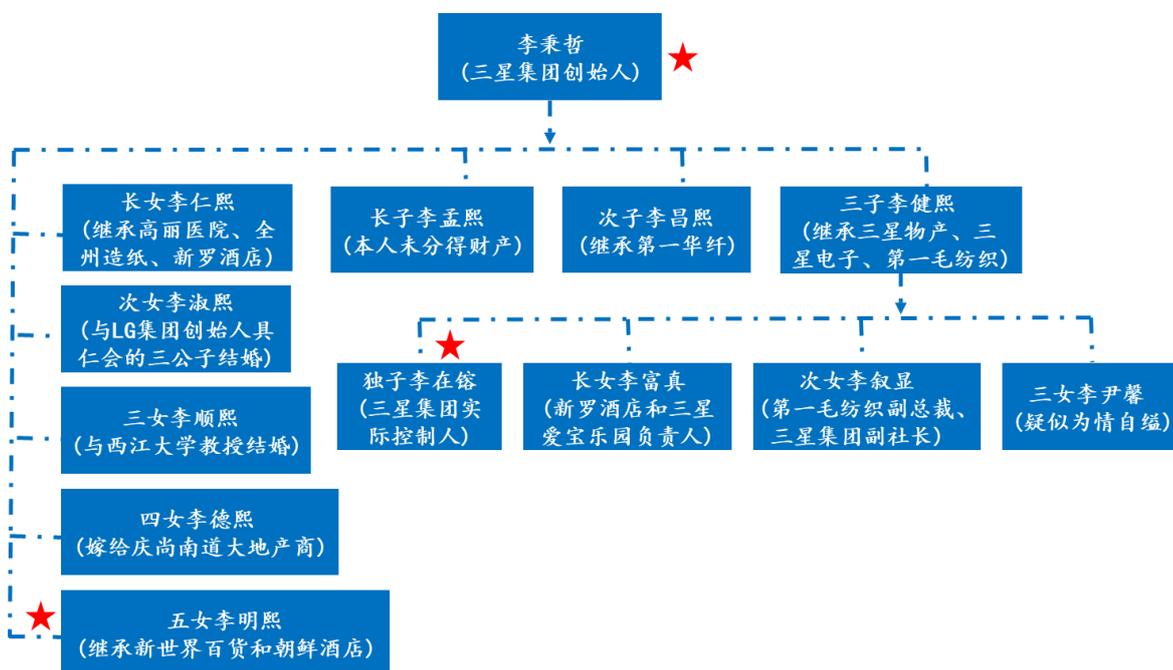
| 姓名 | 职务 | 任职时间 |
|-----------------|---------------------------|------------|
| Cha Jeong-Ho | 新世界首席执行官、总裁 | 2020.03-至今 |
| Chung Yoo-Kyung | 新世界总裁 | 2015.12-至今 |
| Heo Byung-Hoon | 新世界副总裁 | 2018.09-至今 |
| Ko Kwang-Hoo | 新世界副总裁 | 2018.12-至今 |
| Im Hoon | 新世界 Deputy Vice President | 2018.12-至今 |
| Yu Sin-Yeol | 新世界 Deputy Vice President | 2016.12-至今 |
| Son Yung-sik | 新世界 DF 首席执行官 | 2017.1-至今 |

资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

（三）财阀博弈后牌照放开，新世界背靠三星乘政策东风崛起

财阀经济是韩国经济社会的主要特征之一，它们通常热衷于制造业的发展，同时大力推进业务多元化，擅长跨国经营。上世纪 60 年代，韩国为振兴工业企业，实行诸多重点扶持政策，在这段时期内由家族发展起来的大型集团企业，在韩国称之为“财阀”。长期以来，财阀均牢牢掌控韩国整体经济命脉，三星集团就是韩国财阀的典型代表，民间对其市场地位的描述为：“韩国人一生有三件事躲不过：税收、死亡和三星”。从整个韩国来看，三星、LG，SK，现代，乐天为韩国五大财阀，互相之间竞争的结果部分表现为国家政策的相应调整，由于免税市场受政策影响较大，因此也成为财阀间竞争的必争之地。

图 5：三星集团家族关系网一览



资料来源：中国新闻网，彭博商业周刊，BBC NEWS，民生证券研究院

自 1979 年韩国推出市内免税政策以来，免税市场逐渐兴起，最终形成乐天、新罗主导的寡头垄断格局。但 2013 年以后，基于总统大选利益博弈及对执政主导权的考虑，政府开始对大型免税集团实施限制，并向中小型企业放宽免税牌照。当年韩国政府预先批准 9 张开设新市内免税店的牌照（仅限中小型企业），并于 2015 年 7 月追加 4 家、于 2016 年 12 月增设 6 家市内免税店以加强市场竞争，期间韩国免税政策不断调整。2017 年萨德事件爆发，“限韩令”的颁布导致中国赴韩旅游人次大规模缩水，乐天损失惨重，需求端的收紧波及韩国各大免税公司；2019 年 3 月，韩国开始在仁川机场首次设立入境免税店，随后在免税牌照发放、免税品消费额度等领域又进一步做出了新一轮放宽。

表 4：韩国免税市场发展情况及政策变动历程

| 时间 | 事项 | 概述 |
|-------------|---|--------|
| 1979 年 7 月 | 韩国推出市内免税政策，允许本土运营商经营离境市内免税业务 | 起步阶段 |
| 1980 年 | 乐天集团首家市内免税店于首尔明洞开业。 | |
| 1986 年 | 新罗首尔免税店开业 | |
| 1989 年 | 乐天蚕室免税店开业；新罗济州岛免税店开业 | |
| 1995 年 | 乐天釜山免税店开业；韩国政府将本国居民离岛免税额度提至 2000 美金 | |
| 2005 年 12 月 | 韩国公民免税购买限额由 2000 美元上调至 3000 美元（先于仁川机场试行） | 初步发展阶段 |
| 2006 年 6 月 | 自 2006 年 7 月 1 日起，允许出国的本国国民在免税店购买国产免税商品 | |
| 2012 年 3 月 | 在机场、港口出口以外的其他场所设置外国人专用市内免税店制度，计划优先考虑中小企业和本地公共企业；为促进优质中小型企业产品销售，国内产品销售面积必须占店内面积 40% 或 825 m ² | |
| 2013 年 1 月 | 已预先批准 9 张开设新市区免税商店的牌照，新运营商仅限于中小型企业 | 高速发展阶段 |
| 2013 年 9 月 | 对未申请或主动退还专利权的仁川、光州等 6 个地区追加设立市内免税店的机会 | |
| 2013 年 10 月 | 发布《通过免税产业来改善中小企业成长支援对策》，计划将于 2018 年实现中小企业产品销售面积占免税店总面积的比重由 12% 扩大至 25%；将中小企业运营的免税店数量由 7 家扩至 15 家以上 | |
| 2014 年 7 月 | 韩国入境免税额度提高 50%，达到 600 美元 | |

| | |
|----------|--|
| 2015年7月 | 追加4家市内免税店:分别为首尔2家大型企业(Shilla和Hanwha Galleria Time World)、1家中小型企业(SM Duty Free Shop);济州岛1家中小型企业(济州旅游组织)。牌照期限为5年,中小型企业可在5年内续签一次,最长可运营10年 |
| 2015年8月 | WalkerHill Duty Free 将其首尔免税牌照转让给新世界免税,新世界保留釜山牌照;乐天世界牌照由斗山集团(Doosan Group)购得;忠南新牌照由Df Korea Co.Ltd.获得 |
| 2016年3月 | 免税牌照适用期限由5年提升至10年 |
| 2016年12月 | 增设6家市内免税店:首尔3家大型企业(现代百货免税店、新世界、乐天免税)、1家中小型企业(顶级城市免税店);釜山1家(釜山免税有限公司);江原1家(Alpensia) |
| 2017年7月 | 将仁川机场T2釜山港免税经营牌照分别授予新世界、釜山免税有限公司 |
| 2019年3月 | 在仁川机场首次设立入境免税店,SM免税店、ENTAS免税分别获得T1和T2入境经营资格 |
| 2019年6月 | 颁发六张新的免税商店牌照:首尔3份、仁川1份、光州1份、忠清南道中小型企业(SME)1份 |
| 2019年7月 | 免税购买限额从3000美元提至5000美元,可加在抵港免税店使用的600美元单独免税购买限额 |
| 2019年12月 | 扩大抵港免税店:将免税商店扩展到主要机场和邮轮到达港 |
| 2020年1月 | 修订关税法,更改白酒和香烟的免税店限额 |

波动调整阶段

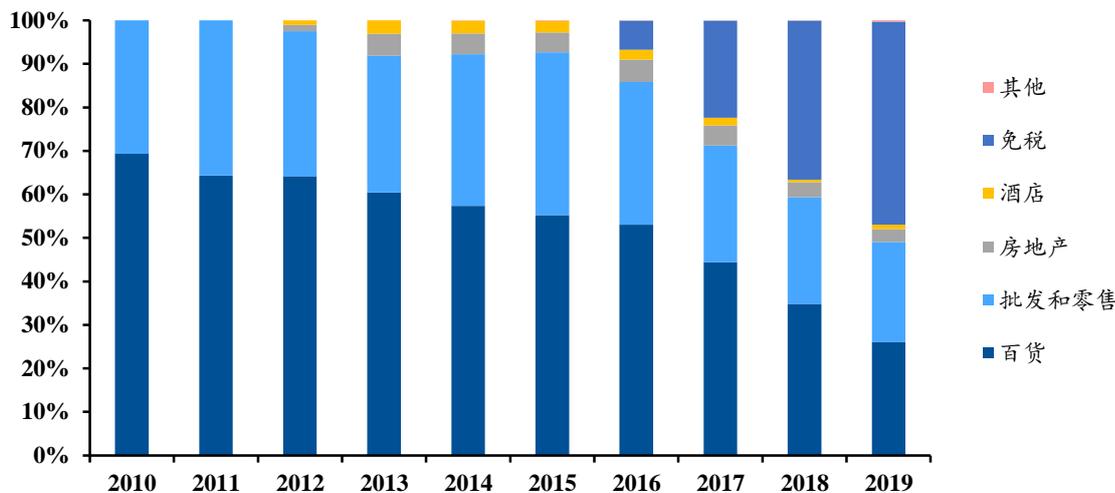
资料来源:KGS, The Moodie Davitt Report, MOEF, 民生证券研究院

财阀削弱韩国免税市场公平性,但对新世界反而是利好。近年来,韩国财阀与总统间的利益纠葛轮番上演,其中也涉及免税牌照的发放。据韩联社报道,2016年2月,韩国前总统朴槿惠与SK集团董事长崔泰源、乐天集团董事长辛东彬均单独面谈,此后两集团分别向朴槿惠闺蜜崔顺实实际控制的Mir财团和K体育财团捐赠111亿韩元(约合人民币6500万元)和49亿韩元,韩国检方怀疑此举是为换取首尔市区免税经营权;2017年3月,韩国检方首次就乐天行贿案展开司法调查,质疑乐天向财团的出资行为,与此同时,乐天免税牌照的失而复得也饱受争议;同年,韩国“亲信门”独立检察组调查认定,朴槿惠与崔顺实合谋从三星集团获利430亿韩元(合人民币约2.56亿元),且崔顺实诱导各财团向其旗下两间基金会共捐赠774亿韩元(约合人民币4.62亿元),并由朴槿惠为捐赠者提供利益。简而言之,韩国由财阀主导市场的特殊国情,使其对韩国免税业的竞争格局影响较大,但新世界因过往无免税业务,反而成为2013以来政策调整的受益者。

(四) 财务表现:免税业务突飞猛进,盈利水平有待逐步改善

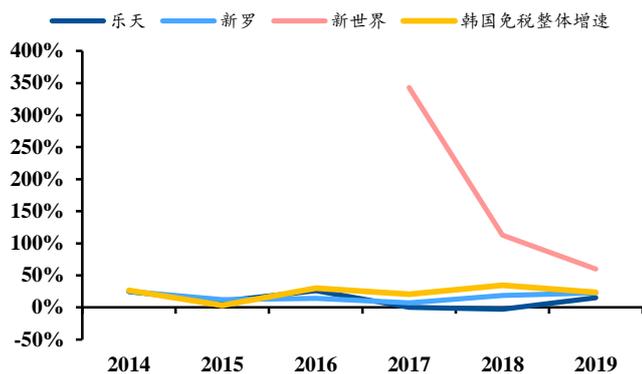
免税跃居公司第一核心业务。新世界按业务部门划分,主要分为百货、批发和零售、房地产、酒店和免税,其中传统核心业务百货的营收占比逐年下降,从2016年的56%降至2019年的27%,相反,免税营收和占比从2078亿韩元/7%激增至31358亿韩元/49%,成为公司主要营收来源。从行业表现看,新世界免税总销售额增速明显高于传统免税龙头公司乐天和新罗,其市场份额从2014年的3%增至2019年的18%,成功跻身韩国第三大免税运营商。

图6:免税成为新世界第一营收来源



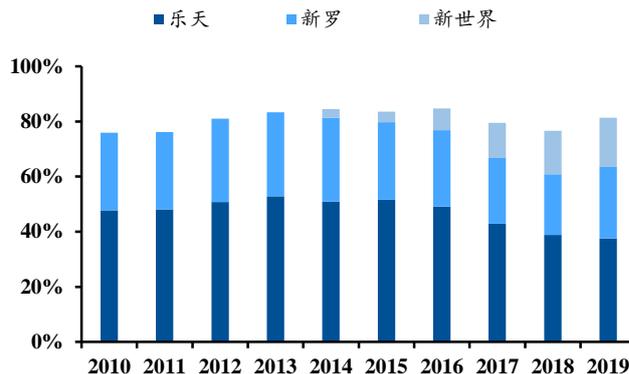
资料来源：新世界集团年报，民生证券研究院

图7: 新世界免税总销售额增长迅猛



资料来源：所列公司年报，民生证券研究院

图8: 新世界免税跻身韩国免税运营商前三



资料来源：所列公司年报，民生证券研究院

新店开业带动销售额增长，但盈利能力承压。新世界免税业务的快速增长，主要受益于门店数量增加，其中DF江南店和仁川机场T1分别于2018年7月和8月开业，推动公司整体销售额增长，2018和2019年免税业务营收增速分别达+113%/+60%。**从分店来看，明洞店销售额持续向好，新店业绩边际改善。**明洞店销售增长靓丽托底营业利润，使得2018年免税业务维持2%营业利润率，驱动1Q19营业利润恢复转正，根据穆迪报告，明洞店始终保持销售和营业利润的强劲增长，2019年各季度销售额同比增速分别为20.1%/34%/30%/46%。江南免税店在2019年第三季度销售额同比增93%，仁川机场店营业利润也在低基础值上得到边际改善，但两家营业利润仍为负。

但在利润端，公司的盈利能力相对来说较低，主要因为：

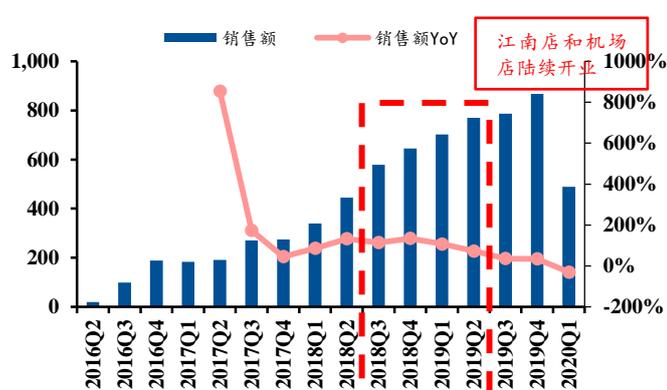
(1) **代购销售占比提升，导致佣金上涨挤压利润。**萨德事件后，伴随韩国免税市内店竞争加剧，以及中国代购行业集中提高带来的议价能力提升，其要求免税运营商支付的佣金费也水涨船高。考虑到中国代购占市场销售份额比重不断增加，免税运营商往往会支付一定的佣金返点来吸引代购客群。从新世界免税报表看，为增强其首尔市内店的吸引力，2018-19年免税业务销售

总额和销售净额的差额为 2560-3240 亿韩元，占营收比重 10%+。

(2) 开业成本使销售&管理费用大增，拖累营业利润。租金成本是免税经营的主要压力，2018 年江南店和机场店陆续开业，致使租金费用激增至 2546 亿韩元，占销售和管理费用比例跃升至 39%。而机场店还需支付更高的特许经营费用，尤其是 2019 年第三季度仁川机场的特许经营费提高，导致销售和管理费用增加，使公司营业利润率再次受到挤压。

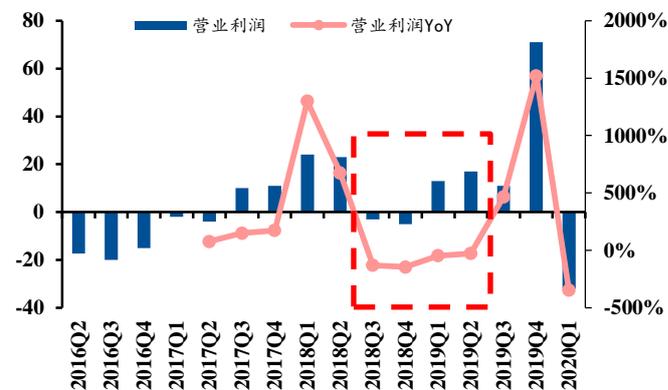
(3) 系租赁会计准则变动，为 4Q19 的 710 亿韩元营业利润贡献了 480 亿韩元的一次性收益，但新增确认了仁川机场 T1 价值 3122 亿韩元的使用权资产减值损失，导致 2019 年净亏损。

图 9：2Q16-1Q20 年公司营收变化（亿韩元）



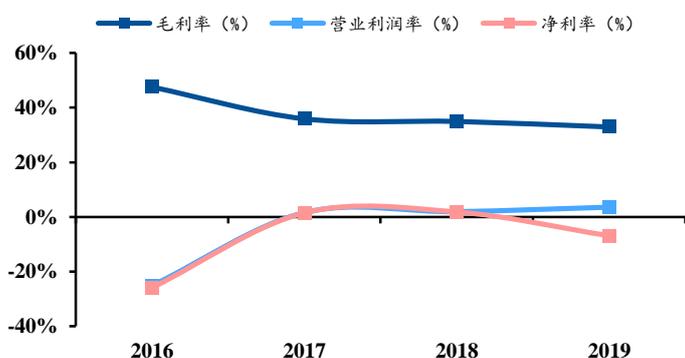
资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

图 10：2Q16-1Q20 年公司营业利润变化（亿韩元）



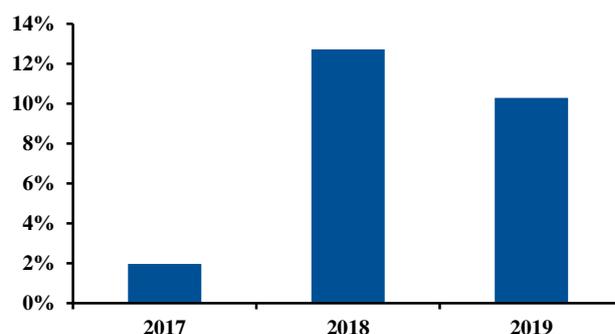
资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

图 11：2016-2019 新世界免税盈利情况



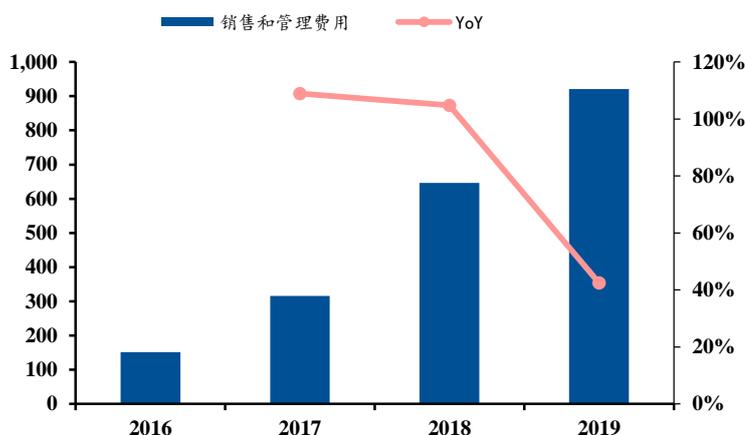
资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

图 12：2017-2019 代购佣金的营收占比情况



资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

图 13：新店开业导致销售&管理费用大幅增加（亿韩元）



资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

表 5：新世界免税收入及费用部分明细

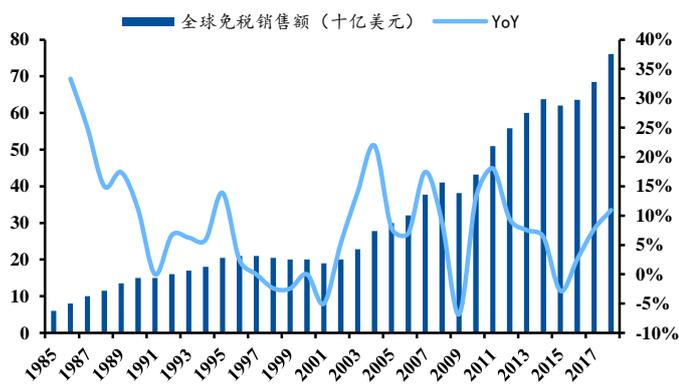
| (单位：bn KRW) | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|---------------|------------|------------|------------|-------------|
| 总销售额 | 304 | 1354 | 2424 | 3938 |
| 销售折扣 | - | 18 | 256 | 323 |
| 销售净额 (营收) | 208 | 920 | 2009 | 3136 |
| 成本 | 109 | 590 | 1307 | 2111 |
| 毛利 | 99 | 330 | 702 | 1024 |
| 销售&管理费用 | 151 | 316 | 647 | 921 |
| 销售&管理费用率 | 73% | 34% | 32% | 29% |
| 租金 | 20 | 32 | 255 | 70 |
| 占销管费用百分比% | 13% | 10% | 39% | 8% |
| 职工薪酬及福利 | 18 | 25 | 36 | 42 |
| 占销管费用百分比% | 12% | 8% | 6% | 5% |
| 广告宣传费用 | 15 | 13 | 10 | 8 |
| 促销费用 | 3 | 6 | 9 | 15 |
| 营业利润 | -52 | 15 | 38 | 112 |
| 净利润 | -54 | 14 | 36 | -216 |

资料来源：新世界免税年报，民生证券研究院

二、韩国免税业得天独厚的环境，是新世界免税业务得以成功的基础

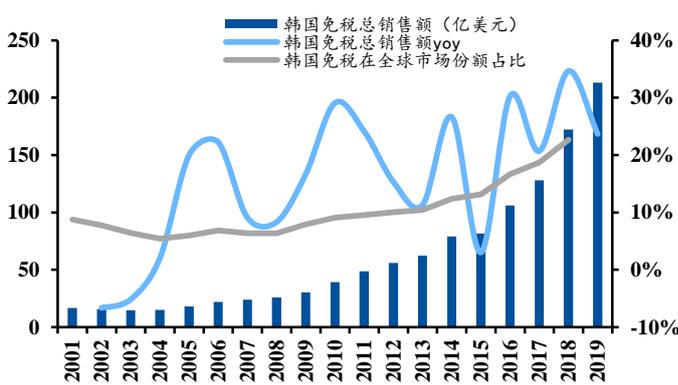
受益于跨国旅行需求的不断增长，全球免税市场规模整体呈现攀升态势，其中韩国免税业自2008年免税市场份额超越英国以来，连续11年稳居全球第一大免税市场，成为行业增长的重要驱动力。2009-2019年，韩国免税销售额从30亿美元增至213亿美元，年均复合增长率高达19%，占全球免税业规模比重上升至23%，远高于全球免税业同期增速。

图 14：1985-2018 年全球免税市场规模变化



资料来源：The Moodie Davitt Report, DFWC, 民生证券研究院

图 15：2001-2019 年韩国免税市场规模变化



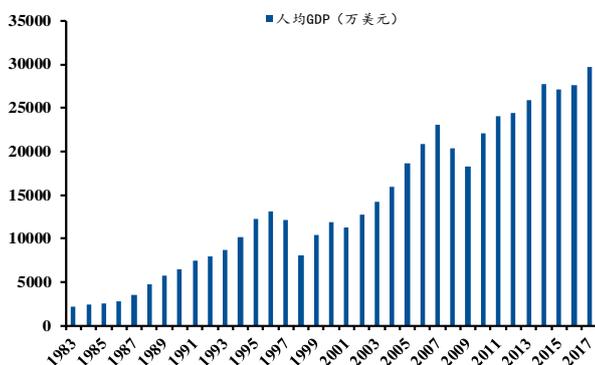
资料来源：KDFA, 民生证券研究院

在《中国国旅深度报告：迈入免税新征程》中（可点击标题阅读），我们曾总结韩国免税业自上世纪 70 年代诞生起，经历了“赚取外汇-引导消费回流-挖掘外国旅客消费”三个阶段，完成了截留国人消费，吸引、挖掘外国客群消费的双重使命。

第一阶段(1967-1979)：初期以赚取外汇为主。韩国免税市场初期发展主要为吸引外国游客，赚取外汇，促进消费。韩国于 1967 年首次在首尔机场开设机场免税店，后于 1979 年在首尔设立市内免税店，是世界上第一家市内型态的免税店，主要面向驻韩美军士兵等外籍客群。

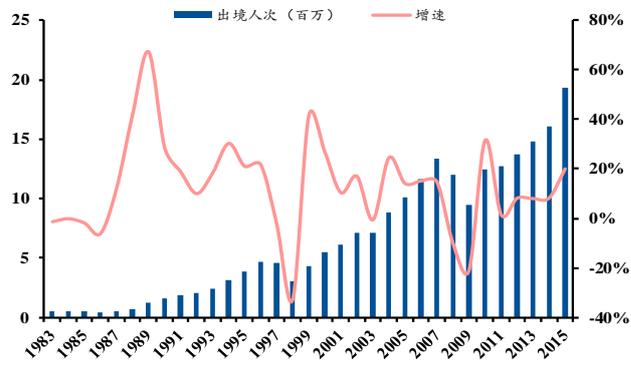
第二阶段(1980-2000)：为引导消费回流，90 年代开始调升居民免税购物额度。随着韩国人均 GDP 在 1989 年突破 5000 美元以及韩元升值，韩国出境游市场开始出现井喷，1989-1996 年韩国出境游人次复合增速高达 26%，但由此也带来国内消费外流的问题，韩国经常项目差额由 1989 年的 42 亿美元下降至 1996 年的-238 亿美元。为引导消费回流，韩国政府自 1985-1996 年开始逐步将本国居民出境免税额度由 500 美元逐步调高至 1000、2000 美元。

图 16: 1983-2017 年韩国人均 GDP



资料来源：世界银行，民生证券研究院

图 17: 1983-2015 年韩国出境游人次

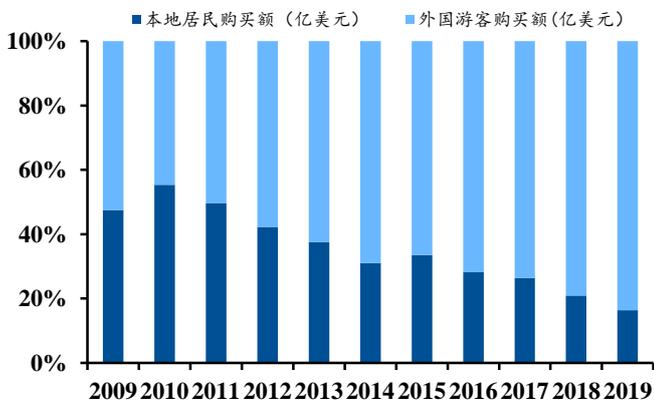


资料来源：KTO，民生证券研究院

第三阶段（2000 年以后）：兼顾消费回流和挖掘外国游客消费潜力，市内免税吸引外国人消费。2000 年后，引导居民消费回流仍是韩国政府的重要目标，如 2006 年韩国政府再次将国人出境免税购物限额提升至 3000 美元以满足国民购物需要。此外，2002 年后受益于日韩世界杯召开、韩流文化的传播，以及旅游产业的定位在韩国国内不断提高（由国家战略性产业提升为国家核心产业），韩国入境游市场步入高速增长阶段。根据 KTO 数据，2003 年韩国入境游市场每年接待 475 万外国游客，至 2016 年该数字已上升至 1724 万，其中中国游客由 2003 年的 51 万大幅上升至 2016 年的 807 万，占韩国入境旅游人数的 46%。在此期间，韩国政府在旅游政策和配套旅游要素层面发力：一方面，韩国政府通过实施《振兴旅游业实施法案》、放松中国和东南亚旅客签证政策等措施，大力拓展外国客群，吸引了一批购买力极强的中国游客至境内免税店消费；另一方面，韩国政府在供给侧不断尝试创新和突破，通过开发各种旅游要素资源占据外国旅客的心智并深度挖掘其消费潜力（如济州岛、江源道的博彩业务等）。

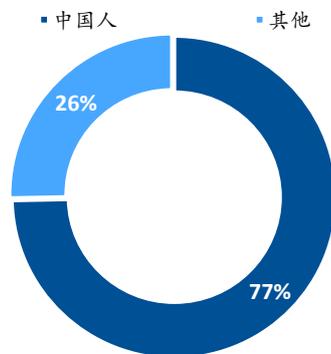
因而自 2009 年起，外籍旅客开始成为韩国免税市场购物主体，其中中国人更是成为消费主力。从韩国免税业销售构成变化看，2012 年以前，虽然对本国旅客销售占比下降，但在销售额上仍占主导地位。而自 2012 年起，外籍旅客的购物金额占比开始超过本国居民，至 2019 年，外籍旅客购物金额占韩国免税市场的 84%。这一变化的出现，主要与中国旅客在韩国入境游产业中的占比提升有关。

图 18: 外国游客在韩免税销售额显著高于韩国居民



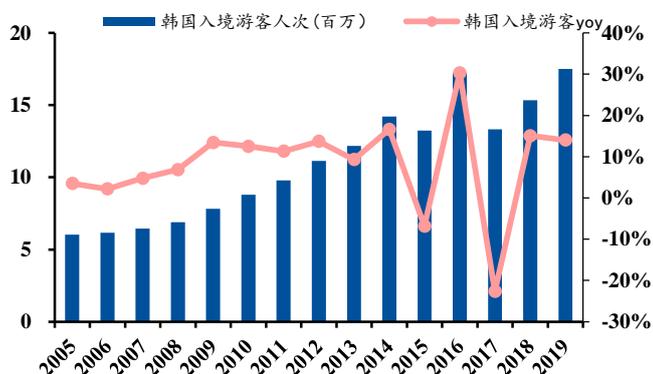
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 19: 74% 销售额由中国人贡献



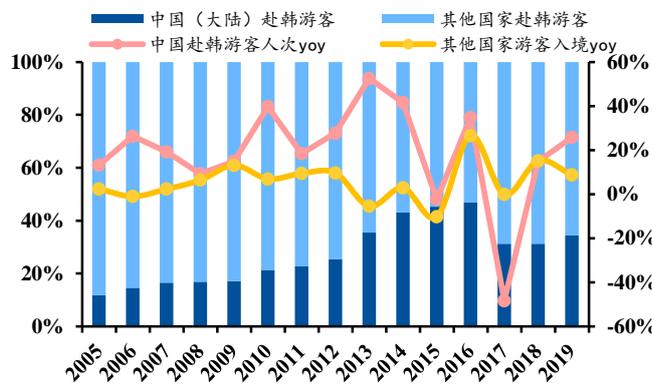
资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 20: 2005-2019 年韩国入境游客人次及增速



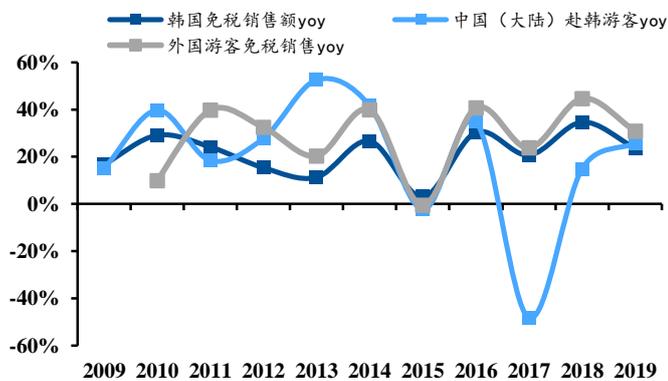
资料来源: KTO, 民生证券研究院

图 21: 中国游客拉动韩国游客数量增长



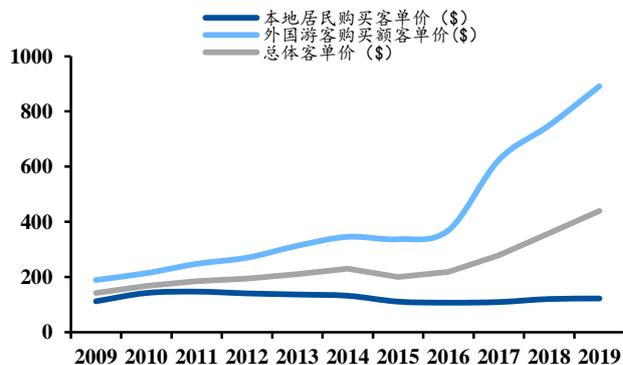
资料来源: KTO, 民生证券研究院

图 22: 中国赴韩游客增速与韩国免税销售增速呈相似趋势



资料来源: KTO, KDFA, 民生证券研究院

图 23: 外国游客客单价远高于本地居民客单价



资料来源: KDFA, 民生证券研究院

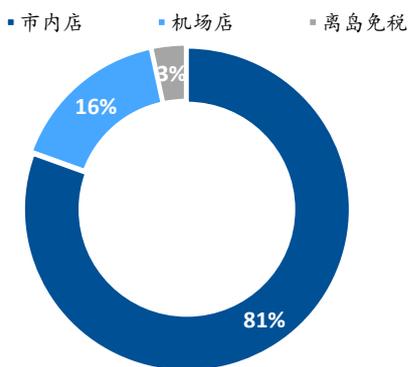
伴随中国旅客，尤其是代购占比的增加，韩国免税业呈现出外国游客购买客单价显著高于本国居民的特征。2019 年外国人客单价已达 921 美元，而韩国本国居民的客单价始终在低位徘徊，仅 122 美元。其中，外国旅客客单价与本国居民显著拉开差距的时间点出现在 2017 年，这与中国代购活动兴起的时间点基本一致。新世界与韩国整体免税客群特点类似，外国游客作为中坚力量，使其受益于外国入境游客客流量增长和高客单价的良好环境，得以快速发展。新世界明洞店在 2018 年市内免税零售商中排名第三，销售额超 18 亿美元/+50%，其中约 89% 的购买来自外国人；同年新开业的江南市内店，在短短五个月就创收 1.59 亿美元，其中外国人贡献了约 90% 的销售额。

三、新世界免税成功内因剖析

(一) 牌照与选址：布局市内、机场核心节点

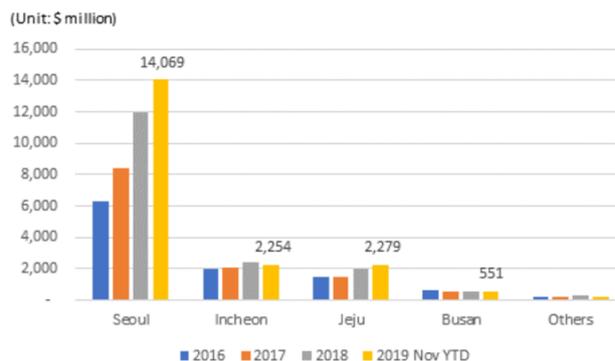
首尔市内免税店是韩国免税运营商的兵家必争之地。市内免税店、机场（港口）出入境、离岛免税店是韩国免税的三种销售渠道，其中市内店更是产生了韩国免税业 80% 以上的销售额。从地域市场来看，首尔市内店更是重中之重。

图 24：按渠道分韩国免税销售市场份额



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 25：首尔是韩国免税消费主要地区



资料来源：The Moodie Davitt Report，民生证券研究院

1. 依托区位优势，把握市内免税场景

短短几年，新世界免税已成功覆盖主要免税渠道与地域市场，仅存济州岛离岛免税空白。截止目前，新世界共拥有三个市内免税店特许经营权，其中之一为 2012 年收购釜山天堂免税店获得，另外两张市内店特许经营权则是在 2013 年韩国免税政策大幅放宽后获得，且均位于免税消费需求最旺盛的首尔。除此之外，新世界还在 2015 年相继获得仁川机场 T2&T1 经营牌照，进一步丰富和扩张了其免税业务。

釜山免税店：新世界 2012 年通过收购方式获得釜山市内免税店经营权，通过三年的积累与探索，后于 2015 年成功保留釜山免税店运营牌照，并在 2016 年 3 月将其店面迁至釜山市中心的新世界 Centum City 百货中心。目前，新世界在釜山市内免税店运营区域覆盖一楼的 1/3 和整个地下层，共 9900 m²，面积是原先的 1.5 倍。此外，釜山市内免税店背靠综合购物体还可为顾客提供众多娱乐选择，包括水疗中心和溜冰场，吸引更多客流。

首尔市内店：分别位于明洞和江南，是首尔旅游必打卡之地。其中，首尔明洞市内店坐落于韩流文化的经典景区，是韩国的购物天堂。公司首尔市内店占其百货中心 8-12 层，约 14000 平方米，在 2Q19 日均销售额达 67 亿韩元，仅靠明洞店，市场份额实现由 2014 年度的 3.1% 扩张至 2017 年的 12.7%，跻身首尔第三大免税市内店。

图 26：首尔市内免税店分布位置图



资料来源：The Moodie Davitt Report, 百度地图, 民生证券研究院

图 27：新世界免税明洞店区位信息



图 28：新世界免税江南店区位信息



资料来源：新世界免税官网, 民生证券研究院整理

资料来源：新世界免税官网, 民生证券研究院

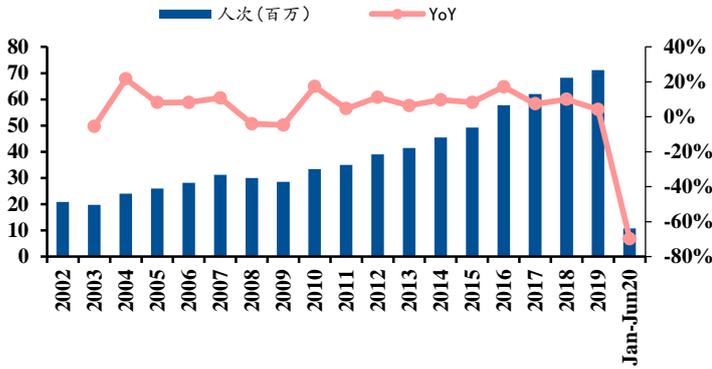
江南店则主要面向散客，着力打造差异化的一站式旅游集群。新世界江南店座落在韩国最大的综合文化购物中心 Central city 中心城内，共覆盖五层楼，占地面积 13570 平方米，毗邻巴士客运站，连接全国性客运网络，近 89% 为散客；与周边 JW 万豪酒店、中央公园、餐饮、美容、医疗服务等一系列景点和旅游服务设施，构建成韩国最大的多元文化休闲旅游区，依靠旅游集群和协同效应，在开店第一年实现 93% 的销售额增速。

2. 仁川机场免税业务

仁川机场在 2020 年度全球 100 大最佳机场排行榜中位列第四，2019 年旅客吞吐量为 7116.9 万人次/+4.3%，实现 24.3 亿美元收入，成为全球免税销售额最多的国际枢纽机场之一。新世界机

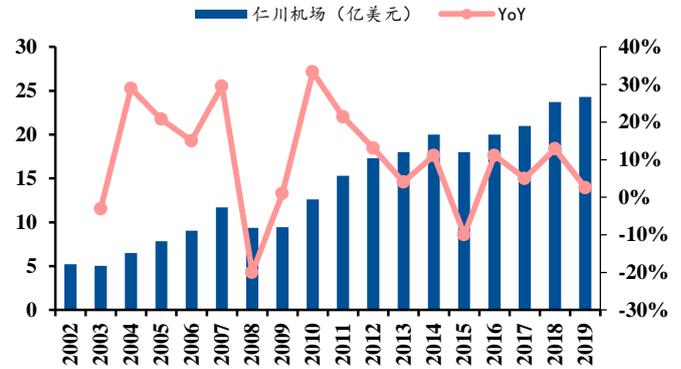
场免税业务于 2018 年在仁川 T2 开业，同年，受益于其市内店和 T2 机场店销售不断增长，新世界提供了更具竞争力的租金报价和业务计划，战胜新罗获取 T1 两个特许经营权，颠覆了长期以来由乐天和新罗主导的机场免税市场，进一步带动公司免税销售额的攀升。

图 29：仁川机场旅客周转量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 30：仁川机场免税销售额及增速



资料来源：The Moodie Davitt Report，民生证券研究院

表 6：新世界仁川机场免税店面信息

| 店面位置 | 经营类型 | 店铺数量 | 面积 (m²) |
|----------------|------------------|------|---------|
| T1 航站楼 23&24 号 | 时尚，配饰，食品，糖果和电子产品 | 12 | 2800 |
| T2 航站楼 DF3 | 时尚，手表，珠宝和配饰 | 14 | 4300 |
| T1 航站楼 (扩建) | DF1 香水和化妆品 | 3 | 1324 |
| | DF1 所有类型 | 19 | 4767 |
| | DF5 皮具及时装 | 4 | 1814 |

资料来源：The Moodie Davitt Report，民生证券研究院

(二) 借助百货业务雄厚实力，具备先天竞争优势

韩国免税业的特许经营权招标主要围绕基础运营能力（55%）、扶持中小企业及社会责任感（30%）、对韩国旅游业的贡献（15%）三个层面进行评估。

表 7：韩国市内免税店运营商招标体系

| 类型 | 子分类 | 具体内容 | 权重 |
|----------------------------------|------------------|--|-----|
| 基础运营能力 (55%) | | | |
| 免税运营 | 产品资源和经营能力 | 1. 供应链、人员管理、设施完备性； 2. 遵守法律 | 25% |
| 对申请公司进行评估 | 对免税运营商运营数量和质量的评估 | 1. 商业机会可行性； 2. 财务稳定性； 3. 会计标准； 4. 免税店面积 | 30% |
| 对韩国本土中小企业 (SME) 的贡献 (30%) | | | |

| | | | |
|---------------------------|------------------------------|---|-----|
| SME 产品销售和对经济的贡献 | 中小企业 | 1. SME 产品计划; 2. 销售 SME 产品数量; 3. 对经济和社会的贡献力 | 15% |
| 企业社会责任感 | 确保与社会共同发展的努力 | 1. 慈善活动的参与度; 2. 员工志愿活动项目; 3. 捐款占营业利润比率; 4. 获得社会共同发展的国家奖项; 5. 维护公平贸易的努力; 6. 促进和其他免税运营商关系的努力 | 15% |
| 位置、设施和基础设施建设 (15%) | | | |
| 旅游基础设施 | 对合作建设旅游基础设施建设的贡献力及促进旅游业发展的能力 | 1. 便利的交通和停车区域; 2. 旅游基础设施的可进入性; 3. 建设旅游服务设施的贡献; 4. 对促进旅游业发展的贡献力 | 15% |

资料来源: KCS, The Moodie Davitt Report, 民生证券研究院

从占比最高的基础运营能力看, 得益于新世界百货作为韩国百货业的开创者, 以及韩国百货业前三甲的传统优势, 公司在在招标体系的多个维度上均具备显著优势。

百货区位、面积优势: 市内店多位于新世界百货商场内, 客流基础与营业区域双优势。新世界百货商场地处市中心的绝佳地段, 客流密集, 尤其是明洞和江南汇聚众多外国游客, 新世界免税借此具备得天独厚的客群资源。

品牌: 借助百货渠道关系, 多元品牌铸就竞争力。 凭借庞大客流带来旺盛的免税消费需求与消费体量, 凭借其多年百货经营积累, 新世界免税对品牌商具备较强的议价能力, 兼之韩国免税店客源以外国旅客为主的特征, 使品牌商能够支持其在市内中心区域开设品类丰富、面积较大的免税店。目前, 公司与众多品牌长期建立了渠道关系, 并成功引入多个国际知名奢侈品牌和大量独家品牌入驻。与香奈儿、LV、爱马仕三大龙头奢侈品品牌的签约成功, 增强了新世界免税品牌的声誉, 从而带动 200 多个国际一线品牌加盟; 而在韩国市内店竞争日益激烈、各家产品价差收窄的背景下, 品牌独家性成为重要吸引力, 新世界通过引入 Hourglass、Manolo Blahnik 和 Sergio Rossi 等网络平台火爆品牌唯一入驻新世界江南店, 大大提高了新店对顾客的吸引力。除此之外, 新世界还拥有众多自有品牌, 对支持 SME 发展的贡献卓著, 其自有品牌中不乏 VOV, G Cut, FindKapoor 等韩国本土前沿品牌, 以江南店来说, 本土品牌经营区域占总免税区域的 36%, 这既满足不同客群的需求, 又为扶持韩国本土品牌发展做出巨大贡献, 成为免税牌照招标时一大独特优势。

图 31: 新世界免税拥有众多品牌



资料来源: 马蜂窝, 新世界免税官网, 民生证券研究院

(三) 价格：VIP 折扣协同多元优惠活动，返点助推代购消费热情

VIP 购物额度累进升级制为韩国各大免税商为顾客提供折扣的方式之一。韩国免税市场长期以来一直以价格实惠、品牌齐全著称，各大免税商凭借其自身强大经营能力，通过对达到要求的客户提供 VIP 折扣及特享服务，抓住客户心理，为购买额较多的客户提供更优折扣方式，引导客户回购。以乐天和新世界为例，其 VIP 折扣卡均分为 5 个等级，各等级的切换以消费额为基础。对于客户而言，消费集中于单家免税店对其最为有利，但限于各免税商合作品牌不一，若单一免税商未满足客户品牌购买需求，客户可能仍会选择多店消费。

表 8：乐天线下免税店 VIP 等级及优惠详情

| | VIP silver | VIP gold | Premium | LVIP 5~20% (赠送特定礼物、商品领取处快捷服务) | LVVIP |
|----------|--------------------------------|---|--|--|------------|
| 折扣力度 | 5~10% | 5~15% | 5~20% | | LVVIP+附加优惠 |
| 韩国人条件 | 最近两年购物总额 \$400 美元以上 | 最近两年或发行银卡后 5 年内购物总额 \$4,000 美元以上 | Silver/Gold 发行后最近 3 年间购物总额 \$10,000 美元以上 | Silver/Gold 发行后最近 3 年间购物总额 \$10,000 美元以上 | - |
| 外国人条件 | 最近两年购物总额 \$1,000 美元以上 | 最近两年或发行银卡后 5 年内购物总额 \$10,000 美元以上 | Silver/Gold 发行后最近 3 年间购物总额 \$20,000 美元以上 | Silver/Gold 发行后最近 3 年间购物总额 \$20,000 美元以上 | - |
| 维持会员资格条件 | 发行会员卡后有效期内如有购物实绩(未达到条件时自动取消资格) | 发行会员卡后有效期内购物总额 \$1,000 美元以上(未达到条件时切换 Silver 等级) | 未达到选定标准时切换 Gold 等级 | 未达到选定标准时切换 Gold 等级 | - |
| 有效期 | 5 年 | 5 年 | 被选定后 1 年 | 被选定后 1 年 | - |

资料来源：乐天官网、民生证券研究院

表 9：新世界线下免税店 VIP 等级及优惠详情

| | Silver | Gold | Platinum | Black | Black VIP |
|----------|-------------------------------------|---------------------------------------|---------------------------|---|---------------------------------|
| 折扣力度 | 最高 9 折 | 最高 8.5 折 | 最高 8 折 | 最高 8 折+专享活动等额外优惠 | BLACK 会员基本优惠+特享优惠：明洞店/江南店使可用休息室 |
| 评选基准 | 最近 3 年内购买 \$3,000 以上或者当天购买 \$500 以上 | 最近 3 年购买 \$10,000 以上或者当天购买 \$3,000 以上 | 最近 2 年期间购买金额为 \$10,000 以上 | 以每年 12 月 31 日为标准反映；3 年期间购买金额为 \$20,000 以上；次年 2 月 1 日给予等级；团购除外 | 采用另选标准/另行个别通知 |
| 维持会员资格条件 | 有效期内购买 \$1,000 以上的顾客 | 有效期内购买 \$3,000 以上的顾客(未达到条件时降为 SILVER) | 在未达到条件时降为 GOLD | 在未达到条件时降为 PLATINUM | |
| 有效期间 | 5 年 | 3 年 | 2 年 | 2 年 | |

资料来源：新世界免税官网、民生证券研究院

一方面是采用业内通行模式，通过返点吸引代购。韩国免税店返点模式主要包含两种，其区别在于返点率不同。其中，MG 为高返点刷货模式，购买化妆品较为划算，返点点数高；而 SG 购买化妆品时返点率较低，购买奢侈品则较为划算。通常来说，返点模式的运作主要依赖返点公司，其先与免税运营商确定返点率，再与自由行旅客签约为其提供返点，各家公司返点率及品类每日返点率均具波动性。2017 年萨德事件后，中国赴韩免税消费主力由跟团游旅客转向代购，期间韩国免税商为其提供大量返点优惠，同时，韩国往返机票便宜、国内奢侈品品类不足且价格高昂等因素使中国代购赴韩消费热情与日俱增，新世界再次因市场利好环境受益。

表 10: 韩国免税品消费返点模式

| 返点模式 | 概述 | 返点计算方式 |
|---------------|--|---------------|
| 普通返点 (SG 模式) | 免税店内品牌皆可返点, 大部分品牌点数统一, 少数特殊品牌点数不一样, 任意结算方式皆可, 可以参加免税店内活动 | (原价-折扣) * 返点率 |
| 新返点模式 (MG 模式) | 不限制签证, 不限国籍 (韩国国籍除外), 返点点数高, 产品种类有限 (化妆品+部分奢侈品), 不可参与免税店活动。需提前预约, 每周为一周期 | 原价*返点率-折扣 |

资料来源: 韩游网, 民生证券研究院

表 11: 韩国免税品消费两种返点模式对比

| | 普通返点 (SG 模式) | 新返点模式 (MG 模式) |
|--------|---------------|-------------------|
| 签证限制 | 需自由行人 | 不限制签证、国籍 (韩国国籍除外) |
| 预约时间 | 当天也可预约 | 需提前一天的固定时间点之前预约 |
| 付款方式 | 无限制 | 需现金付款 |
| 金卡使用 | 可使用 | 可使用 |
| 可返点品牌 | 全部品牌 | 部分品牌 |
| 返点范围 | 市区免税店 | 市区免税店、机场免税店 |
| 返点计算 | (原价-折扣) * 返点率 | 原价*返点率-折扣 |
| 上传小票 | 回国后上传 | 购物当天上传 |
| 团号有效期 | 7-14 天 | 1 天 |
| 适合购买品类 | 奢侈品 | 化妆品 |

资料来源: 韩游网, 民生证券研究院

另一方面, 新世界携手中国多家银行及企业, 合作推出多项满赠及返现活动, 力图发挥联动效应。自 2016 年起, 新世界即与渣打银行合作, 为亚洲 6 家银行中满足条件的 VIP 客户提供明洞店参观活动, 如今, 新世界又与中国建设银行、兴业银行、中国工商银行、中国农业银行、浦发银行等多家银行联手, 活动覆盖新世界所有线下免税店, 其中针对市内免税店的活动居多。同时, 新世界与微信支付、支付宝合作推出扫码赠券活动, 进一步刺激了中国免税消费。除此之外, 韩国三大免税店基本能够提供完备中文服务, 旨在优化中国顾客的购物体验, 这也是韩国免税店的竞争优势之一。对比乐天可见, 因其受萨德事件影响较大, 它与中国企业几乎没有合作, 新世界优势凸显。

表 12: 新世界线下市内免税店优惠活动 (大部分针对中国及外籍自由行旅客)

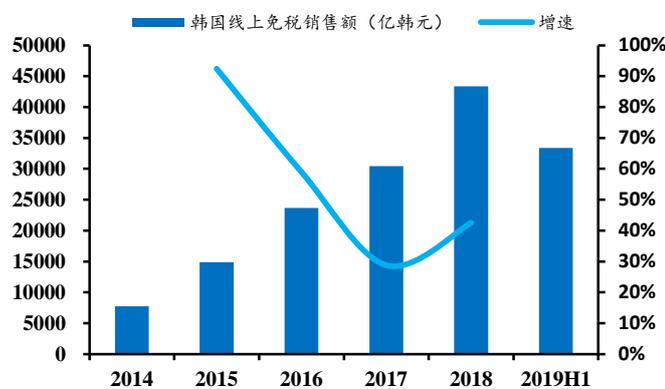
| 活动名称 | 时间 | 范围 | 内容 |
|---------------------------|----------------------|-------------|--|
| 交通银行信用卡返现礼 | 2020.1.1-2020.12.31 | 所有线下分店 | 1) 中国大陆地区持卡人需成功注册本活动单笔签账满人民币 800 元返 5%, 每月最高享人民币 500 元刷卡金返还 (每月 800 人); 2) 香港地区持卡人毋须注册本活动单笔签账满港币 1500 元返 5%, 每阶段最高享港币 200 元签账回赠 |
| 兴业银行发现新世界信用卡专享好礼 | 2020.5.29-2020.7.25 | 所有线下分店 | 1) 持卡即可升级免税店黑卡, 适用于发现新世界白金信用卡 (标准版及悠系列); 2) 白金卡笔笔返现 1%, 每月 1000 人民币封顶 |
| 银联推出跨境返现卡 | 2020.4.10-2020.7.25 | 江南店、明洞店、釜山店 | 持卡人使用银联跨境返现卡在境外单笔消费满 1 元人民币, 每笔消费可享实付金额 1% 优惠, 单卡每月返现金额 1000 元封顶 |
| 微信支付境外游礼包、支付宝独家好礼 | 2020.4.10-2020.12.31 | 所有线下分店 | 扫活动码赠送不同类型满减电子券 |
| 新世界合作伙伴顾客免费办理新世界 VIP 金卡礼遇 | 2020.4.10-2020.12.31 | 所有线下分店 | 持本人指定卡片/支付宝等级页面即可免费办理免税店 VIP 金卡, 指定卡片包括: 银联卡白金卡&钻石卡、交通银行金卡及以上级别信用卡、支付宝铂金/黄金会员等 |
| 嗨游首尔大礼包赠送活动 | 2020.4.10-2020.12.31 | 明洞店、江南店 | 于明洞店、江南店购满 20 美元并出示此券即赠 N 首尔塔入场券+高级韩服租赁券 (访韩期间每人限一次) |
| 腕表及珠宝品牌立减活动 | 2020.7.10-2020.8.27 | 明洞店 | 购物金额满\$3000 赠送 15 万韩元; 满\$5000 赠送 25 万韩元; 满\$10000 赠送 50 万韩元; 满\$20000 赠送 100 万韩元; 满\$30000 赠 |

| | | | |
|--------------------------|-------------------------|-------|--|
| 自由行专享最强特惠最高 100 万韩元相送 | 2020.6.1-20 20.8.31 | 仁川机场店 | 送 150 万韩元（仅限明洞店外籍游客、每人每天限一次、不适用 7 折以上折扣产品、不与其他优惠券叠加） 购物满一定金额赠送仁川机场店（电子）代金卡： 满\$300、\$500、\$1000、\$1500、\$2000、\$3000、\$6000、\$8000、\$10000 分别赠送 3 万、6 万、15 万、20 万、30 万、45 万、60 万、80 万、100 万韩元（仅限外籍自由行旅客、每人每天限一次） |
| 自由行专享最强特惠最高 50 万韩元相送 | 2020.7.10-2 020.8.27 | 釜山店 | 购物满一定金额可选择获赠代金卡或电子代金卡： 满\$300、\$500、\$1000、\$1500、\$2000、\$3000、\$5000 分别赠送 3 万、5 万、10 万、15 万、20 万、30 万、50 万韩元（仅限中华区自由行旅客、当日限一次） |
| 自由行专享最强特惠最高 55 万韩元相送 | 2020.7.10-2 020.8.27 | 明洞店 | 购物满一定金额赠送韩元明洞店（电子）代金卡及仁川机场店代金卡兑换券： 满\$400 分别赠送 5 万、2 万韩元；满\$800 分别赠送 12 万、2 万韩元；满\$1200 分别赠送 19 万、2 万韩元；满\$2000 分别赠送 34 万、2 万韩元；满\$3000 分别赠送 53 万、2 万韩元（适用于外籍自由行旅客、每人每日参与一次） |

资料来源：新世界免税官网，民生证券研究院

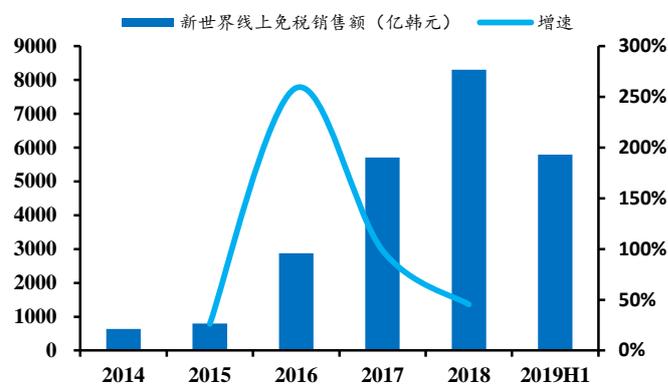
发力线上免税预订业务。自 2000 年乐天与新罗线上免税店相继问世以来，韩国线上免税销售业务快速发展，截至 2019 年上半年，韩国线上免税销售额已达 3.3 万亿韩元，占韩国整体免税销售额的 29%，体量逐年提升。新世界进入免税行业较晚，其于 2013 年才开设第一家线上免税店，并于同年 10 月开办中文线上免税店，以应对中国市场的消费需求。截止 2019H1，公司线上免税业务市场份额约为 17%，2018 年增速仅次于乐天。

图 32：2014-2019H1 韩国线上免税销售额及增速



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 33：2014-2019H1 新世界线上免税销售额及增速



资料来源：KDFA，民生证券研究院

公司线上优惠活动繁多。就其官网现存优惠来看，其线上活动开展区间从 2019 年 6 月覆盖至 2022 年底，最值得关注的是新世界于本月初与中国银联合作开展的“银联返现”活动，该活动精准定位中国市场，根据免税商品不同品类及不同消费金额设置了四种返现级别，可调动中国客户消费的积极性。此外，乐天、新罗、新世界的物流运作规范高效，三者均在线上开设“3 小时前”独立免税单元，该单元不仅能为旅客提供一定幅度的折扣，还有效解决了旅客出行时间紧迫、不便专程前往线下店铺购买免税产品的难题。在“3 小时前”线上免税模块中，旅客可根据产品特定标识，在 3 小时前或 5 小时前进入线上商城进行产品订购，并在出境时前往指定出境提货点提取，产品优惠与提货时效性的双重保障可有效优化旅客购物体验。

表 13: 新世界线上免税店优惠活动

| 活动名称 | 优惠级别 | 优惠条件及内容 | 优惠时间 |
|------|-------|--|--------------------|
| 银联返现 | 基础返现 | 笔笔返现 1%，每卡每月返现封顶 1000 元 | 2020.7.1-2020.7.31 |
| | 一级返现 | 1) 充值娱乐/游戏，单笔实付满 30 元，返 10%，单卡每月该层返现 100 元封顶； | |
| | 二级返现 | 2) 海淘保健品/日用品/服饰美妆/珠宝等，单笔实付满 500 元，返 10%，单卡每月该层返现 500 元封顶 | |
| | 三级返现 | 免税店、奢侈品海淘单笔实付满 5000 元，返 20%，单卡每月该层返现 2000 元封顶 | |
| | 云闪付优惠 | 海淘顶级奢侈品，单笔实付满 10000 元，返 10%，单卡每月该层返现 2000 元封顶 持卡人实名注册云闪付 APP 并绑定银联跨境返现卡，在指定线上商城消费后可获得金额随机的云闪付红包，单客户每个活动日可获 1 个红包，金额最高为 588 元人民币 | |

资料来源：新世界网上免税店官网，民生证券研究院

图 34: 新世界线上免税店官网活动集锦



资料来源：新世界网上免税店官网，民生证券研究院

图 35: 新世界“3 小时前”各出境点可订购时间查询界面

| 分店 | 出境时间 | 可订购时间 |
|--------|------------------|-------------------------|
| 江南/明商店 | 00:00 - 01:59 出境 | 截止至 D-1(1天前) 17时 30分 为止 |
| | 02:00 - 06:59 出境 | 截止至 D-1(1天前) 17时 30分 为止 |
| | 07:00 - 14:59 出境 | 截止至 D-1(1天前) 17时 30分 为止 |
| | 15:00 - 16:59 出境 | 截止至 D-1(1天前) 17时 30分 为止 |
| | 17:00 - 19:29 出境 | 截止至 11时 30分 为止 |
| | 19:30 - 20:29 出境 | 截止至 13时 30分 为止 |
| 釜山店 | 00:00 - 06:59 出境 | 截止至 D-2(2天前) 12时 00分 为止 |
| | 07:00 - 22:59 出境 | 截止至 D-2(2天前) 12时 00分 为止 |
| | 23:00 - 23:59 出境 | 截止至 D-1(1天前) 12时 00分 为止 |

资料来源：新世界网上免税店官网，民生证券研究院

表 14: 新世界“3 小时前”线上免税商店

| 旅客出境口 | 最迟购物时间 | 备注 | 商品数量 |
|-----------|---|--|---------------------------|
| 仁川机场&金浦机场 | 1) 标有“3 小时前”标志的商品，由仁川机场出境时订购时间截止到最晚 3 小时前，由金浦机场出境时订购时间截止到最晚 5 小时前； 2) 标有“5 小时前”的商品，从仁川机场或金浦机场出境的顾客最晚可提前 5 小时购买 | 标有“3 小时前”及“5 小时前”的商品，根据物流仓库的营业时间，可订购时间也有可能不同 | 32458 (总数) 760 (折扣商品) |
| 金海机场&釜山港 | 金海机场和釜山码头出境旅客可在出境 3 小时前订购 | - | 16786 (总数) 1672 (折扣商品) |

资料来源：韩游网，民生证券研究院

搭建线上微信小程序“会员俱乐部”，开展明星助阵活动，借助明星效应吸引中国自由行旅客，提高客户复访率。新世界是同行业中首家通过微信开通会员注册服务的公司，其微信小程序于 2019 年 8 月正式上线，该小程序无需下载，只需扫码或搜索即可使用，能够实时推送最新优惠活动、实现多页面快速跳转，并针对自由行游客与 VIP 会员分别开设了自由行专享板块与 VIP 会员专区，进一步提升中华区客户购物便捷性。据新世界官方报道，“会员俱乐部”上线仅 1 年 6 个月就已吸引 15 万余新会员。2018 年，新世界为升级服务内容，进一步开通微信用户专用微官网，以便为客户营造更舒适的购物环境。除此之外，新世界于 2019 年面向中国消费者举行“2019 锦鲤的奇妙新世界之旅”活动，并于 1 月 31 日至 2 月 20 日间在微信与微博等中国主要社交网络平台进行宣传推广，该活动参与者达 13 万人，活动当天由特邀著名主播主持奖品开箱直播、韩流明星朴孝敏亲自赠送奖品，新世界品牌知名度随之提高。

图 36: 微信小程序“会员俱乐部”上线推广图



资料来源: 新世界网上免税店官网, 民生证券研究院

图 37: “2019 锦鲤的奇妙新世界之旅”明星助阵现场



资料来源: 新世界网上免税店官网, 民生证券研究院

四、投资建议

虽然我们认为背靠韩国独特的社会制度，以及高速发展的免税行业，新世界免税业务的成功有其独特之处，且这些独特性难以简单在不同社会制度背景的中国进行复制。但在新世界的种种现象背后，我们认为仍有许多要素可供中国后起之秀的免税运营商借鉴。一方面，公司的本质仍是社会关系的总和，这一点对处于特许经营制背景下的免税行业至关重要；另一方面，运营能力也是中国免税运营商在行业走向适度竞争过程中突出重围的重要因素，在此之中我们重点建议关注除龙头以外的免税运营商在人才储备、供应链建设等环节的推进进展。综合以上论述，我们认为王府井最有潜力成为除中免集团之外，未来中国免税业的第二家龙头公司。其次，建议关注珠免集团（格力地产）、深免集团等行业第二梯队公司能否把握离岛免税政策放开所给予的弯道超车机会。

五、风险提示

免税店开店进度低于预期；行业政策进展、变化趋势低于预期。

插图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 韩国免税市场与生俱来五大优势..... | 5 |
| 图 2: 韩国新世界免税 2018 年跻身全球旅游零售商 top9..... | 5 |
| 图 3: 持股大于 5% 的大股东 (截至 2020 年 3 月 31 日)..... | 6 |
| 图 4: 2019 到 2020Q1 大股东股权变动情况..... | 6 |
| 图 5: 三星集团家族关系网一览..... | 7 |
| 图 6: 免税成为新世界第一营收来源..... | 8 |
| 图 7: 新世界免税总销售额增长迅猛..... | 9 |
| 图 8: 新世界免税跻身韩国免税运营商前三..... | 9 |
| 图 9: 2Q16-1Q20 年公司营收变化 (亿韩元)..... | 10 |
| 图 10: 2Q16-1Q20 年公司营业利润变化 (亿韩元)..... | 10 |
| 图 11: 2016-2019 新世界免税盈利情况..... | 10 |
| 图 12: 2017-2019 代购佣金的营收占比情况..... | 10 |
| 图 13: 新店开业导致销售&管理费用大幅增加 (亿韩元)..... | 10 |
| 图 14: 1985-2018 年全球免税市场规模变化..... | 12 |
| 图 15: 2001-2019 年韩国免税市场规模变化..... | 12 |
| 图 16: 1983-2017 年韩国人均 GDP..... | 13 |
| 图 17: 1983-2015 年韩国出境游人次..... | 13 |
| 图 18: 外国游客在韩免税销售额显著高于韩国居民..... | 13 |
| 图 19: 74% 销售额由中国人贡献..... | 13 |
| 图 20: 2005-2019 年韩国入境游客人次及增速..... | 14 |
| 图 21: 中国游客拉动韩国游客数量增长..... | 14 |
| 图 22: 中国赴韩游客增速与韩国免税销售增速呈相似趋势..... | 14 |
| 图 23: 外国游客客单价远高于本地居民客单价..... | 14 |
| 图 24: 按渠道分韩国免税销售市场份额..... | 15 |
| 图 25: 首尔是韩国免税消费主要地区..... | 15 |
| 图 26: 首尔市内免税店分布位置图..... | 16 |
| 图 27: 新世界免税明洞店区位信息..... | 16 |
| 图 28: 新世界免税江南店区位信息..... | 16 |
| 图 29: 仁川机场旅客周转量及增速..... | 17 |
| 图 30: 仁川机场免税销售额及增速..... | 17 |
| 图 31: 新世界免税拥有众多品牌..... | 18 |
| 图 32: 2014-2019H1 韩国线上免税销售额及增速..... | 21 |
| 图 33: 2014-2019H1 新世界线上免税销售额及增速..... | 21 |
| 图 34: 新世界线上免税店官网活动集锦..... | 22 |
| 图 35: 新世界“3 小时前”各出境点可订购时间查询界面..... | 22 |
| 图 36: 微信小程序“会员俱乐部”上线推广图..... | 23 |
| 图 37: “2019 锦鲤的奇妙新世界之旅”明星助阵现场..... | 23 |

表格目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 公司整体发展历程 (进军免税市场前) | 4 |
| 表 2: 公司免税业务发展历程 (进军免税市场后) | 5 |
| 表 3: 公司高级管理人员任职情况 | 6 |
| 表 4: 韩国免税市场发展情况及政策变动历程 | 7 |
| 表 5: 新世界免税收入及费用部分明细 | 11 |
| 表 6: 新世界仁川机场免税店面信息 | 17 |
| 表 7: 韩国市内免税店运营商招标体系 | 17 |
| 表 8: 乐天线下免税店 VIP 等级及优惠详情 | 19 |
| 表 9: 新世界线下免税店 VIP 等级及优惠详情 | 19 |
| 表 10: 韩国免税品消费返点模式 | 20 |
| 表 11: 韩国免税品消费两种返点模式对比 | 20 |
| 表 12: 新世界线下市内免税店优惠活动 (大部分针对中国及外籍自由行旅客) | 20 |
| 表 13: 新世界线上免税店优惠活动 | 22 |
| 表 14: 新世界“3 小时前”线上免税商店 | 22 |

分析师简介

顾熹阔，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|-----------------------------|------|------------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 15% 以上 |
| | 谨慎推荐 | 分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间 |
| | 中性 | 分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来股价跌幅 5% 以上 |
| 行业评级标准 | | |
| 以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上 |
| | 中性 | 分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间 |
| | 回避 | 分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上 |

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以其他方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。