

航空机场

报告日期：2023年03月17日

从仁川机场免税竞标看国内机场竞争力

——行业点评报告

投资要点

- 3月17日，根据穆迪戴维特报道，仁川机场 T1&T2 免税招标首轮结果已出，免税运营商的出价大幅高于最低标准，预计客流完全恢复后仁川机场免税租金将超越疫情前。我们认为疫后机场渠道流量价值不减，将迎来业绩和估值的双重修复。
- 仁川机场为韩国门户机场，疫情前免税销售额和客单价保持稳步增长。
仁川机场为韩国最大机场，2019年客流量7058万人次，占全韩国际客流的78%。2012-2019年，韩国增发多张市内免税牌照，市内免税店供给大幅增加，在这样的背景之下，仁川机场免税销售额保持稳健增长，2013-2019年复合增速6.2%，客单价同样保持小个位数增长。疫后仁川机场免税购物者消费力高于疫情前，2021年仁川机场免税店单人消费4.9万韩元（约278人民币），相比2019年增长22.5%。
- 疫情前采取保底+提成孰高的模式，2019年综合扣点54%。
2019年，仁川机场商业收入（主要为免税租金）为1.5万亿韩元（按当年平均汇率计算约89亿人民币），综合扣点率54%。疫情期间，仁川机场采取了较多免税租金让利措施。据韩国中央日报报道，2020年9月起，在客流恢复至2019年的80%以前，仁川机场取消保底租金，免税运营商享有等同于客流恢复率的租金折扣率。2021年，仁川机场商业收入（主要为免税租金）仅为2019年的6%。
- 2022年12月仁川机场新一轮免税招标，重新采用保底租金+扣点的模式。
2022年12月，仁川机场对T1和T2航站楼的免税区域进行招标，合同起始日期为2023年7月，合同期限为10年。模式依然采用保底+提成的模式，但保底租金并非固定，而是采用**客流量*单人租金的模式**，单人租金标准按照区域和品类进行了区分。举例说明，新协议下，若客流量恢复到2019年，最低租金要求为0.71（亿人次）*17253（韩元）=12278亿韩元（约73亿元人民币），为2019年免税租金收入的81%。**参与竞标的免税运营商在最低单人租金要求的基础上进行报价。**扣点率方面，新一轮免税协议多个品类（除烟酒）扣点率在30%以下，与疫情之前相比有所降低（详情见下表）。
- 免税运营商踊跃竞标，多个标段最高出价相比最低标准高60%以上。
3月17日，首轮竞标结果公布。本次参与竞标的运营商有韩国本土免税运营商乐天、新罗、新世界、现代以及中国免税龙头中国中免。本次招标面向大型免税商共5个标段，分为香化和精品两个大组。从目前对单人租金的出价来看，出价最高的是新罗（香化）和新世界免税（新世界），中免排在第三位。**多个标段的最高价超过招标书中的最低标准60%以上（见下表），体现出免税运营商对于机场渠道能够达到的销售规模抱有较高期望。**
- 核心枢纽议价权回升，免税租金有望突破疫情前水平。
若将每个标段的最高出价进行加总，单人租金约为132元人民币（按今日汇率计算），2019年客流水平对应总保底租金收入将超过90亿元（按今日韩元兑人民币汇率计算），超过疫情前水平。此外，中小免税商竞标情况尚未公布，同样也会贡献租金收入。（注：仁川机场按照出价（40%）+商业计划书（60%）进行综合评分，并非完全价高者得，该测算仅供参考。）
- 高奢品牌青睐度不减，仁川机场疫后免税总面积精品占比增加。
截至目前，仁川机场T1航站楼免税经营面积1.1万平、T2航站楼免税经营面积8856平，共计2.0万平。根据穆迪戴维特对招标书的报道，新一轮免税规划面积（2023年7月起开始营业）增加至2.4万平。新规划面积中精品占比达到49%，与现在相比提升6pct。疫后高奢品牌对核心枢纽机场的青睐度不减，香奈儿于

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹
 执业证书号：S1230520040003
 lidan02@stocke.com.cn

分析师：徐晴
 执业证书号：S1230521010001
 xuqing@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《1月国内航司盈利31.6亿元，吹响全面复苏号角》
2023.03.10
- 2 《春运表现亮眼，客流、票价持续向上，继续看好航空大周期——航空运输行业更新报告》
2023.02.18
- 3 《亚太国家恢复得怎么样了？——出行链专题报告之一 日本篇》 2023.01.03

2021年在仁川机场开设第二家店，LV、香奈儿、劳力士等品牌在疫情期间退出多家韩国市内店，但均表示会保留仁川机场店。我们认为核心枢纽机场天然聚合了大量的中高端客群，在高奢品牌的布局方面将持续处于领先地位。

□ **我国机场免税客单价提升空间大，看好国际线逐步放开之下机场板块投资机会。**

2019年，上海机场、首都机场、白云机场免税单人次消费额分别为358、311、103元，销售额主要来自香化和烟酒。受制于经营面积有限，奢侈品占比较小。疫后上海机场、首都机场均增加免税经营面积，高附加值客户必经之地有望吸引重奢入驻，从而大幅提升客单价水平；白云机场18、19年免税经营刚刚起步，处于高速增长阶段，2023年1月白云机场免税客单价118元，为历史最佳。我们认为随着国际客流逐步恢复，我国核心枢纽机场的客单价均有极大的提升空间，从而带动销售额取得超预期表现。推荐核心个股：白云机场、上海机场。

□ **风险提示**

国际客流恢复缓慢、消费力低迷、重奢引入进度缓慢。

表1：仁川机场新一轮免税合同竞标情况

	最高出价（韩元）	最低要求（韩元）	品类	涨价幅度	客流完全恢复后对应收入（亿韩元）
DF1	8987	5346	香化	68%	6381
DF2	9163	5617	香化	63%	6506
DF3	2690	2078	精品	29%	1910
DF4	2506	1863	精品	35%	1779
DF5	1706	1056	精品	62%	1211
最高出价对应保底租金（亿韩元）	17787				
最高出价对应保底租金（亿人民币）	94				

资料来源：穆迪戴维特，浙商证券研究所（注：最终中标仍需看商业计划书分数，并非完全价高者得，1万韩元=52.8人民币）

表2：仁川机场本次招标各标段面积及各免税运营商出价（韩元/人次）

	面积（平方米）	新罗出价	新世界出价	乐天出价	中免出价
DF1	4258	8987	8250	6738	7388
DF2	4709	9163	9020	7224	7833
DF3	4649	2530	2690	-	2238
DF4	5198	2200	2506	-	1928
DF5	2078	1705	1760	1200	-

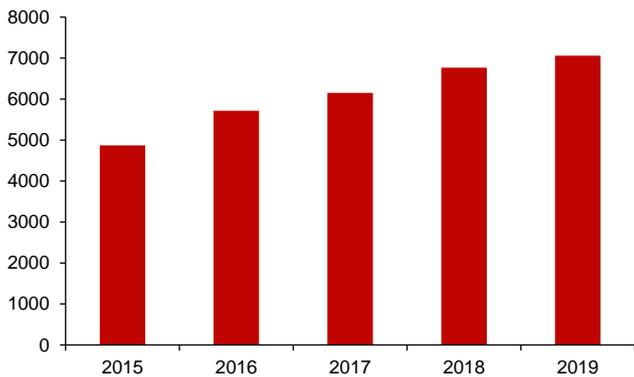
资料来源：穆迪戴维特，浙商证券研究所（红色为最高出价）

表3: 仁川机场新一轮免税各品类扣点率

商品	扣点	品类	扣点
香水和化妆品	30%	皮革与时尚	20%
电子美容设备	20%	时尚饰品	20%
酒	34%	手表	20%
烟草	31%	太阳镜	20%
电子烟	8%	电子产品	8%
人参和红参	25%	纪念品	20%
包装食品	25%	玩具及婴儿用品	8%

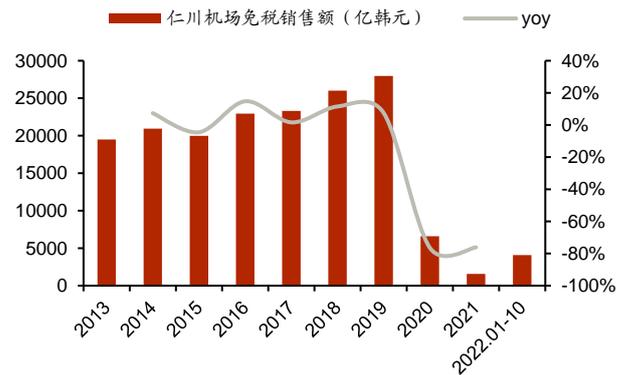
资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

图1: 仁川机场国际客流 (万人次)



资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

图2: 仁川机场免税销售额疫情前保持稳健增长



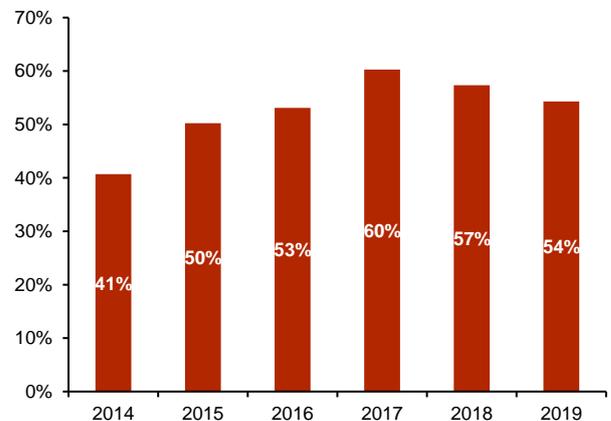
资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

图3: 仁川机场历年商业收入 (主要为免税租金)



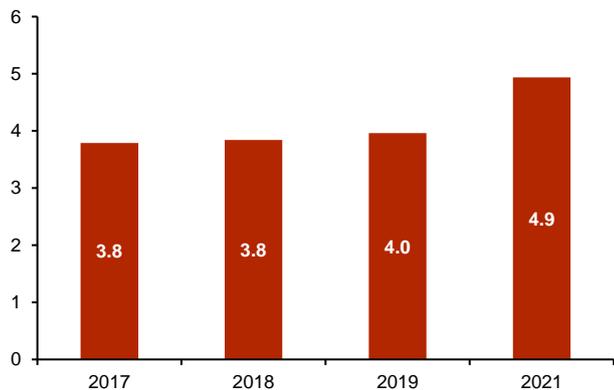
资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

图4: 仁川机场综合扣点率



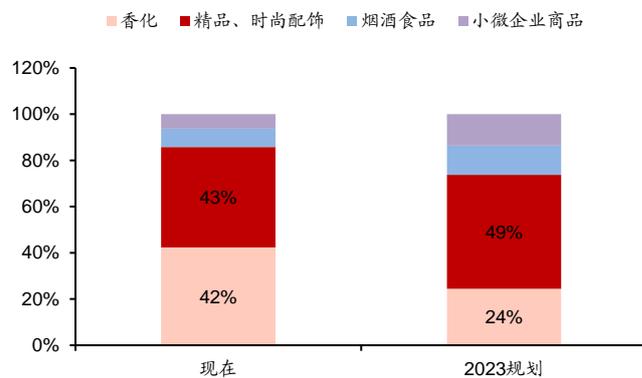
资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

图5: 仁川机场免税单人消费不断提升 (万韩元)



资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

图6: 仁川机场免税规划面积精品占比提升



资料来源: 穆迪戴维特, 浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深300指数表现+20%以上；
2. 增持：相对于沪深300指数表现+10%~+20%；
3. 中性：相对于沪深300指数表现-10%~+10%之间波动；
4. 减持：相对于沪深300指数表现-10%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深300指数表现+10%以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深300指数表现-10%~+10%以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深300指数表现-10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>