

中免拟收购中服 49% 股权，仁川机场免税首轮竞标出价中免排第三位

——免税行业周报（3月第3周）

投资要点

□ 本周行情回顾（3.13-3.17）

- 本周沪深 300 指数-0.21%，上证指数+0.63%；旅游及休闲指数周涨幅+0.76%，排名 34/109。
- 免税运营商相关个股周涨幅：中国中免+1.96%，中国中免 H+4.44%，海汽集团+6.27%，王府井+1.56%。
- 免税物业方相关个股周涨幅：上海机场-2.36%，白云机场-0.52%，海南机场-0.96%，美兰空港 H-0.21%。

□ 海南离岛免税跟踪

- 海口美兰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.11-3.17）日均航班执行量 488 班次，环比上周+1.3%，同比 22 年+59.8%。2) 本周旅客吞吐量：本周（3.11-3.17）美兰机场旅客运输量日均约 69044 人次，同比 22 年增长 88%，恢复至 19 年的 95%。
- 三亚凤凰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.11-3.17）日均航班执行量 407 班次，环比上周+0.9%，同比 22 年+154.1%。2) 上周旅客吞吐量：上周（3.6-3.12）三亚机场旅客运输量日均约 67143 人次，环比-4.1%，恢复至 21 年 3 月日均水平的 100.9%，恢复至 19 年 3 月日均水平的 103.6%
- 免税折扣跟踪：本周日上直邮（87 折）折扣力度环比减弱，中免海南（约 85 折）折扣力度环比加强，中服（约 75 折）、海控（约 7-75 折）、海旅（约 75 折）、深免（约 7-8 折）折扣力度环比持平。

□ 本周免税行业重点资讯回顾

- 2023 年 3 月 14 日，中国中免发布公告拟出资 12.28 亿元参与中国出国人员服务有限公司的增资，交易完成后，公司将持有中服 49% 的股权。
- 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。从目前对单人次租金的出价来看，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。
- 王府井国际免税港将于 4 月 8 日在海南万宁正式开业，届时将举办海南首届香化节。
- 王府井发布了 1-2 月业绩公告，公司 1-2 月规模销售同比增长近 13%，线上销售同比大幅增长近 50%。

□ 机场免税跟踪：国际客运航班执行量整体呈回升态势

- 国际航班量整体呈回升态势：本周（3.11-3.17）我国国际客运航班（不含地区）执行量 2602 班次，环比增加 7.1%，恢复至 19 年的 18.2%。
- 一线机场国际及地区旅客吞吐量环比回升：2023 年 2 月，上海浦东机场、广州白云机场、北京首都机场、深圳宝安机场国际及地区旅客吞吐量分别为 55.2、26.6、18.4、4.9 万人次，环比分别+50%、+77%、+60%、+26%。

□ 海外旅游零售跟踪

韩国免税店 1 月销售数据：销售额恢复至 19 年的 42%。

- 销售额：1 月，韩国免税店销售额约 6.4 亿美元，环比-38%，恢复至 22 年同期的 66%，恢复至 2019 年同期的 42%。1) 按游客分类：国内游客销售额约 1.6 亿美元，同比 22 年+127%，恢复至 2019 年同期的 51%；外国游客销售

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003

lidan02@stocke.com.cn

研究助理：李逸

liyi01@stocke.com.cn

相关报告

1 《1-2 月乐天免税店韩国国内销售额恢复至 19 年的一半——免税行业周报（3 月第 2 周）》

2023.03.12

2 《1-2 月三亚离岛免税销售额近 80 亿元、客单价 8854 元——免税行业周报（3 月第 1 周）》

2023.03.04

额约 4.8 亿美元，同比 22 年-47%，恢复至 2019 年同期的 40%。2) 按业态分类：市内免税、机场免税、离岛免税渠道销售额分别约 5.10、0.93、0.39 亿美元，占比分别约 79.4%、14.4%、6.1%。

- **购物人次**：1 月，韩国免税店购物人次约 143 万人次，环比+13%，同比 22 年+120%，恢复至 2019 年同期的 36%。其中，国内游客 119 万人次，占比 83%，环比+18%，同比 22 年+98%，恢复至 2019 年同期的 46%；外国游客 25 万人次，占比 17%，环比-6%，同比 22 年+378%，恢复至 2019 年同期的 17%。
- **人均消费额**：1 月，韩国免税店人均消费额为 448 美元，同比 22 年-70%；其中，国内游客人均消费额 136 美元，同比 22 年+15%；外国游客人均消费额 1962 美元，同比 22 年-89%。

□ 投资建议

推荐白云机场、上海机场：1 月白云机场免税客单价超预期，随着国际客流恢复，机场免税销售额亦将恢复，公司有望迎来业绩&估值双重修复。

推荐中国中免：在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间，21 年、22 年旗下离岛免税店密集扩容，增量效应有望在 2023 年显现。

推荐美兰空港 H、海南机场：短期受益于海南客流底部回升、离岛免税销售额将环比改善；中长期将持续享离岛免税高速发展红利。

□ 风险提示

免税销售额不及预期，政策不及预期。

正文目录

1 行情回顾	5
2 行业跟踪	5
2.1 海南离岛免税	5
2.1.1 海南机场客流跟踪：上周三亚机场客流恢复至 19 年的 104%	5
2.1.2 离岛免税折扣跟踪	6
2.2 机场免税：2 月一线机场国际及地区旅客量环比大幅回升	7
2.3 我国免税行业重点资讯回顾	7
3 个股跟踪	7
4 海外旅游零售业跟踪	8
4.1 韩国免税销售额跟踪：1 月销售额环比-38%、恢复至 19 年的 42%	8
4.2 海外旅游零售市场重点资讯回顾	10
5 投资建议	10
6 风险提示	10

图表目录

图 1: 免税相关标的股价累计涨跌幅(2023.2.20-2023.3.17, 以 2023.2.20 收盘价为基准)	5
图 2: 三亚凤凰机场航班执行量 (班次)	6
图 3: 三亚凤凰机场旅客吞吐量恢复率	6
图 4: 海口美兰机场航班执行量 (班次)	6
图 5: 海口美兰机场日度 (预计) 旅客运输量 (人次)	6
图 6: 我国周度国际航班执行量 (班次, 不含地区)	7
图 7: 2023.2 一线机场国际及地区旅客吞吐量 (万人次)	7
图 8: 韩国免税店销售额恢复率 (较 2019 年同期)	9
图 9: 韩免 1 月销售额恢复率 (较 19 年同期, 分渠道类型)	9
图 10: 韩免 1 月销售额结构 (分渠道)	9
图 11: 韩免 1 月销售额结构 (分游客类型)	9
图 12: 韩国免税店购物人次恢复率 (较 2019 年同期)	9
图 13: 韩国免税店人均消费额 (美元)	9
图 14: 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)	10
表 1: 主要免税渠道本周普适性折扣情况对比	6
表 2: 个股追踪	8

1 行情回顾

本周（3月13日-3月17日）行情回顾：

指数周涨幅：沪深300指数-0.21%，上证指数+0.63%。

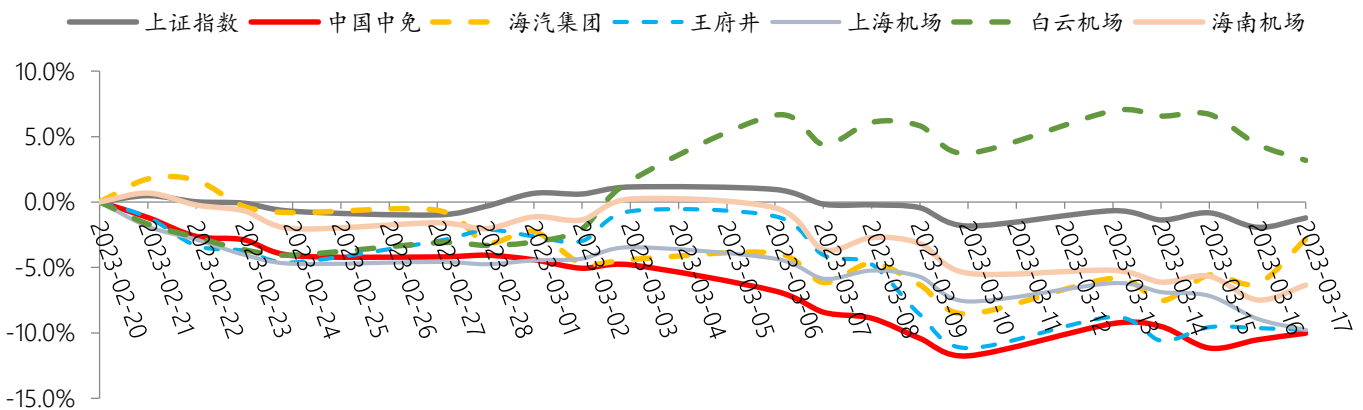
中信一级行业：消费者服务业指数周涨幅-0.17%，排名16/30。

中信二级行业：旅游及休闲指数周涨幅+0.76%，排名34/109；航空机场指数周涨幅-1.28%，排名61/109。

重点个股：

- 1) 免税运营商相关标的：中国中免（收盘价185.30元/股，周涨幅+1.96%），中国中免H（收盘价197.500元/股，周涨幅+4.44%），海汽集团（收盘价27.13元/股，周涨幅+6.27%），王府井（收盘价25.39元/股，周涨幅+1.56%）。
- 2) 免税店物业方相关标的：上海机场（收盘价55.55元/股，周涨幅-2.36%），白云机场（收盘价15.23元/股，周涨幅-0.52%），海南机场（收盘价4.12元/股，周涨幅-0.96%），美兰空港H（收盘价18.880元/股，周涨幅-0.21%）。

图1：免税相关标的股价累计涨跌幅(2023.2.20-2023.3.17，以2023.2.20收盘价为基准)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 行业跟踪

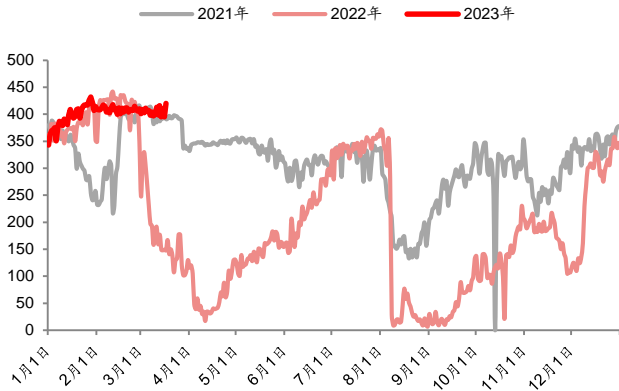
2.1 海南离岛免税

2.1.1 海南机场客流跟踪：上周三亚机场客流恢复至19年的104%

海口美兰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.11-3.17）日均航班执行量488班次，环比上周+1.3%，同比22年+59.8%。2) 本周旅客吞吐量：本周（3.11-3.17）美兰机场旅客运输量日均约69044人次，同比22年增长88%，恢复至19年的95%。

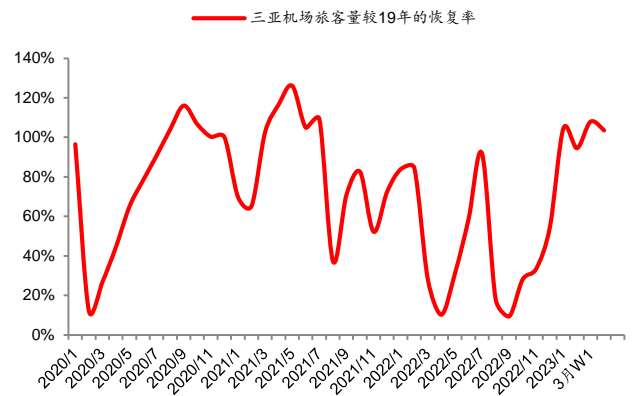
三亚凤凰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.11-3.17）日均航班执行量407班次，环比上周+0.9%，同比22年+154.1%。2) 上周旅客吞吐量：上周（3.6-3.12）三亚机场旅客运输量日均约67143人次，环比-4.1%，恢复至21年3月日均水平的100.9%，恢复至19年3月日均水平的103.6%。

图2: 三亚凤凰机场航班执行量(班次)



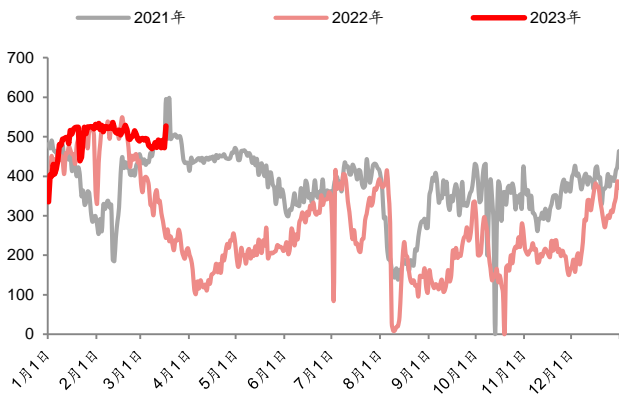
资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图3: 三亚凤凰机场旅客吞吐量恢复率



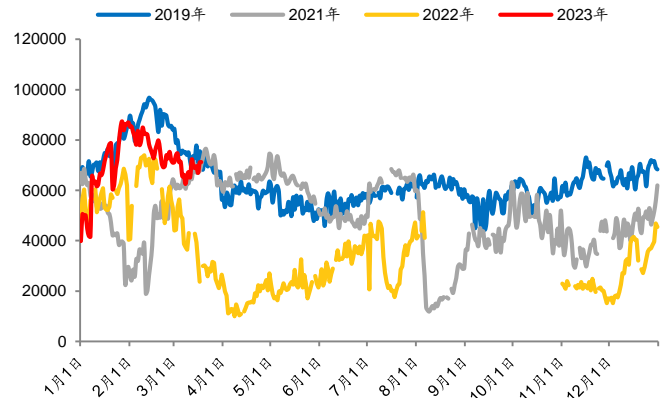
资料来源: Wind, 飞常准, 浙商证券研究所

图4: 海口美兰机场航班执行量(班次)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图5: 海口美兰机场日度(预计)旅客运输量(人次)



资料来源: 公司官微, 浙商证券研究所

2.1.2 离岛免税折扣跟踪

本周离岛免税渠道及线上直邮渠道折扣力度:

- 日上直邮: 约 87 折, 整体折扣力度环比减弱。
- 中免离岛: 约 85 折, 整体折扣力度环比增强。
- 海旅投: 约 75 折, 折扣力度环比基本持平。
- 海发控: 约 7-75 折, 整体折扣力度环比持平。
- 中出服离岛: 约 75 折, 整体折扣力度环比持平。
- 深免: 约 7-8 折, 整体折扣力度环比上周持平。

表1: 主要免税渠道本周普适性折扣情况对比

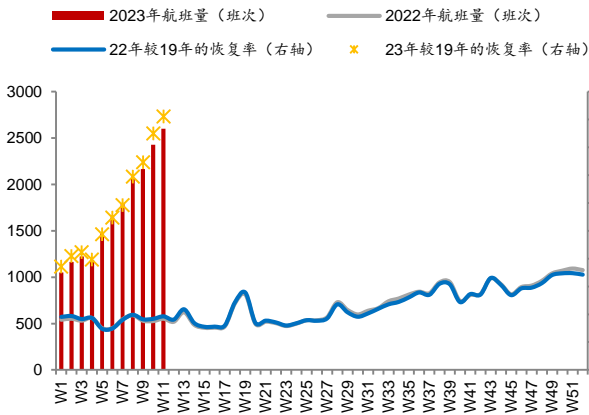
	日上直邮	中免离岛	海旅	海控	中服	深免
本周折扣力度	约 87 折	约 85 折	1 件 75 折	7-75 折	1 件 85 折 3 件 75 折	7-8 折

资料来源: 官方小程序, 浙商证券研究所; 注: 日上折扣包含会员立减。

2.2 机场免税：2月一线机场国际及地区旅客量环比大幅回升

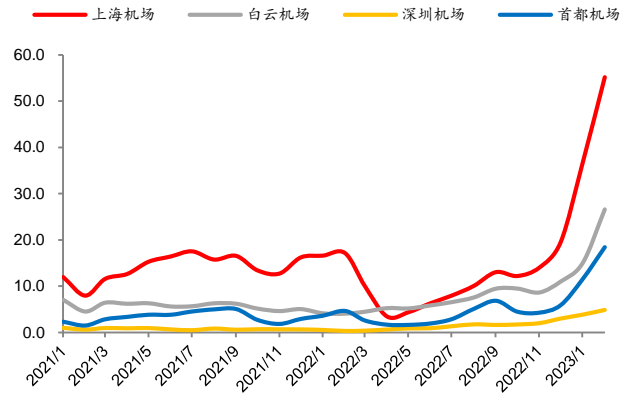
国际航班量整体呈回升态势，2月一线机场国际及地区旅客吞吐量环比回升。本周（3.11-3.17）我国国际客运航班（不含地区）执行量 2602 班次，环比增加 7.1%，恢复至 19 年的 18.2%。2023 年 2 月，上海浦东机场、广州白云机场、北京首都机场、深圳宝安机场国际及地区旅客吞吐量分别为 55.2、26.6、18.4、4.9 万人次，环比分别+50%、+77%、+60%、+26%。

图6：我国周度国际航班执行量（班次，不含地区）



资料来源：航班管家，浙商证券研究所

图7：2023.2 一线机场国际及地区旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司公告、官网，浙商证券研究所

2.3 我国免税行业重点资讯回顾

国药集团与中国旅游集团在深圳签署战略合作协议，股权合作后中免将持股中服免税49%，3月15日，双方旗下中国国际医药卫生有限公司与中国旅游集团中免股份有限公司签署股权合作协议。此次股权合作后国药国际持有国免51%股份，中国中免持股49%，双方将在生命健康、免税、医养康养等方面加快推进战略合作资源整合，就离岛免税、口岸进出境免税、市内免税、会员购、跨境电商、旅行服务、邮轮与康养旅居等领域展开广泛深入合作。（资料来源：每日经济新闻）

王府井国际免税港将于4月8日在海南万宁正式开业，届时将举办海南首届香化节。王府井国际免税港总经营面积10.25万平方米，目前一期项目已引进香化、黄金配饰、数码家电、家居、酒水、儿童、保健品、食品咖啡及体育用品等9大品类，将近500个品牌。王府井国际免税港于1月18日试营业，自试营业至1月31日，项目到店客流同比增长128%，整体销售同比增长67%。（资料来源：中国日报网）

3月12日，王府井发布了1-2月业绩公告，公司1-2月规模销售同比增长近13%，线上销售同比大幅增长近50%，实现了市场重启后的开门红。公司百货、奥莱及购物中心业态受消费复苏的影响，均较同期实现了增长，其中奥莱业态规模销售同比超26%，购物中心业态规模销售同比增长近10%。（资料来源：新京报）

3 个股跟踪

表2: 个股追踪

标的	日期	具体内容	资料来源
中国中免	2023.3.14	公司召开第四届董事会第三十九次会议，同意公司以非公开协议方式出资人民币 12.28 亿元参与中出服的增资。本次交易完成后，公司将持有中国出国人员服务有限公司 49%的股权，不将其纳入公司合并报表范围。	公司公告
中国中免	2023.3.14	董事会审议通过《关于向中免集团（海南）运营总部有限公司增资的议案》，中国中免拟以 H 股募集资金向全资子公司中国免税品（集团）有限责任公司增资 2.46 亿元，再由中国免税品（集团）有限责任公司向其全资子公司中免集团（海南）运营总部有限公司增资 2.46 亿元。增资款主要用于市场宣传推广，符合公司 H 股募集资金用途。	公司公告
海汽集团	2023.3.15	自减持计划公告之日起十五个交易日后的 6 个月内，公司大股东海南高速拟通过集中竞价和大宗交易方式减持本公司股份不超过 6,320,000 股，即不超过公司股份总数的 2%。	公司公告
海汽集团	2023.3.16	公司召开第四届董事会第十四次会议，由于子公司旅投信息技术自成立以来未开展任何实质性业务，亦未成功谋划项目和引入资源，同意注销公司控股子公司海南旅投信息技术有限公司，	公司公告
海南机场	2023.3.15	公司发布 2 月机场业务生产经营数据快报，2023 年 2 月，起降架次 1.46 万架次，同比下降 0.61%；旅客吞吐量 235.16 万人次，同比增长 12.32%；货邮吞吐量 12265.73 吨，同比增长 6.05%。	公司公告
上海机场	2023.3.16	公司发布 2 月运输生产情况简报，2 月飞机起降架次 29000 架次，同比增长 45.88%；旅客吞吐量 255.73 万人次，同比增长 89.42%；货邮吞吐量 26.54 万吨，同比下降 8.10%。	公司公告

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

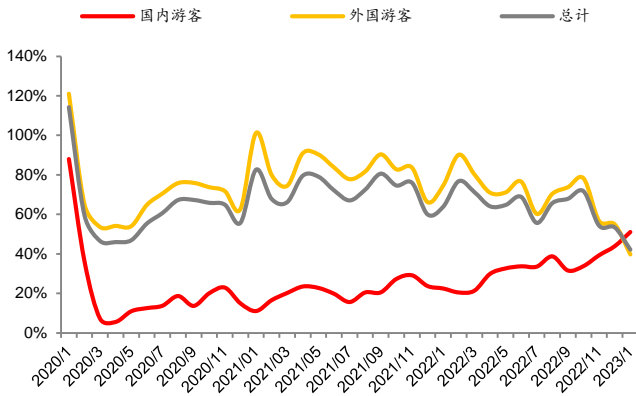
4 海外旅游零售业跟踪

4.1 韩国免税销售额跟踪：1 月销售额环比-38%、恢复至 19 年的 42%

根据韩国免税协会数据，韩国免税店 2023 年 1 月销售情况：

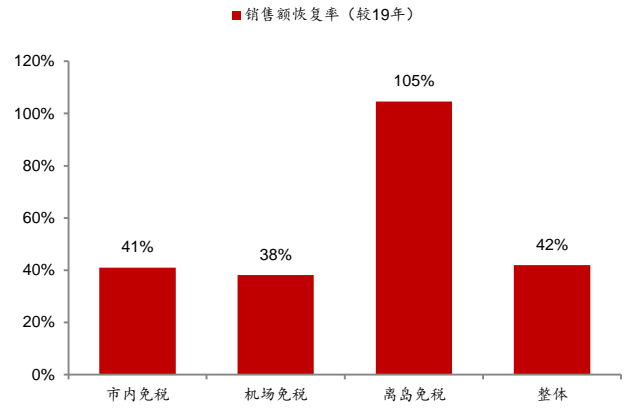
- **销售额**：1 月，韩国免税店销售额约 6.4 亿美元，环比-38%，恢复至 22 年同期的 66%，恢复至 2019 年同期的 42%。**1) 按游客分类**：国内游客销售额约 1.6 亿美元，同比 22 年+127%，恢复至 2019 年同期的 51%；外国游客销售额约 4.8 亿美元，同比 22 年-47%，恢复至 2019 年同期的 40%。**2) 按业态分类**：市内免税、机场免税、离岛免税渠道销售额分别约 5.10、0.93、0.39 亿美元，占比分别约 79.4%、14.4%、6.1%。
- **购物人次**：1 月，韩国免税店购物人次约 143 万人次，环比+13%，同比 22 年+120%，恢复至 2019 年同期的 36%。其中，国内游客 119 万人次，占比 83%，环比+18%，同比 22 年+98%，恢复至 2019 年同期的 46%；外国游客 25 万人次，占比 17%，环比-6%，同比 22 年+378%，恢复至 2019 年同期的 17%。
- **人均消费额**：1 月，韩国免税店人均消费额为 448 美元，同比 22 年-70%；其中，国内游客人均消费额 136 美元，同比 22 年+15%；外国游客人均消费额 1962 美元，同比 22 年-89%。

图8: 韩国免税店销售额恢复率 (较 2019 年同期)



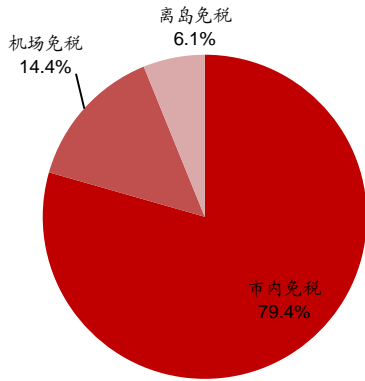
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图9: 韩免 1 月销售额恢复率 (较 19 年同期, 分渠道类型)



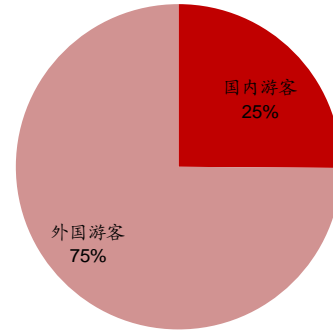
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图10: 韩免 1 月销售额结构 (分渠道)



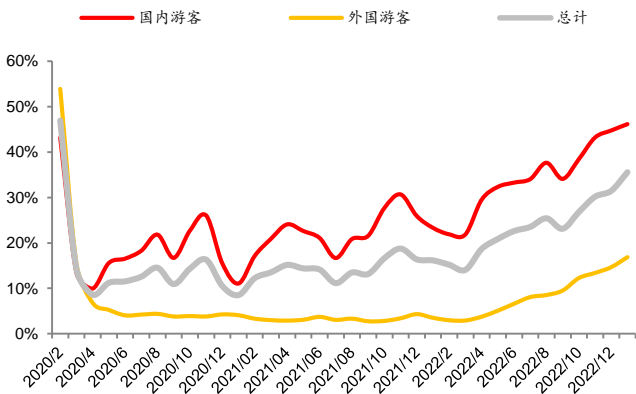
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图11: 韩免 1 月销售额结构 (分游客类型)



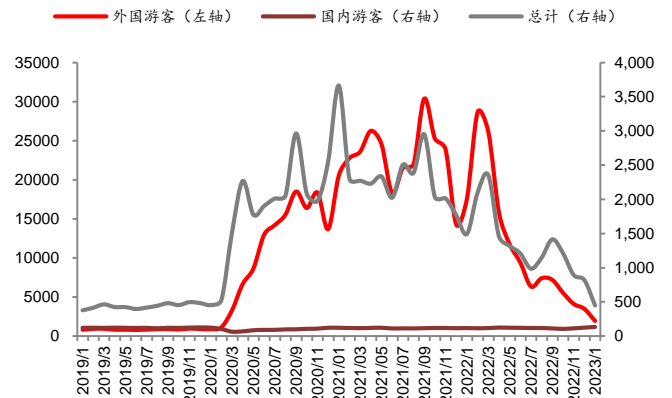
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图12: 韩国免税店购物人次恢复率 (较 2019 年同期)



资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图13: 韩国免税店人均消费额 (美元)



资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

4.2 海外旅游零售市场重点资讯回顾

- 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。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。从目前对单人次租金的出价来看，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）。（资料来源：穆迪大卫报道）

图14： 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）。

- 乐天免税店推出人工智能营销系统。3月12日，乐天免税店宣布，公司已经建立一个以人工智能和大数据为驱动的高度个性化营销系统。公司称这是全球免税业的首创。今年上半年，乐天免税店将在业内首次推出“数字配发身份”（Digital Distributed Identity），让消费者无需实体护照，即可通过智能手机身份验证购买免税品。（资料来源：穆迪大卫报道）

5 投资建议

推荐中国中免：在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，中免仍有较大成长空间。美兰机场二期免税店已于2021年12月与机场二期投产同步运营，新增免税面积9313平；全球最大单体免税店海口国际免税城已于2022.10.28开业，2023年三亚凤凰机场免税店有望继续扩容、三亚国际免税城一期2号地计划开业，公司在海南的销售规模有望保持高增。

推荐上海机场、白云机场、美兰空港、海南机场：国内出行需求边际向上，一旦国际客流恢复，机场免税销售额亦有望恢复，议价权将随之迅速回升，上海机场、白云机场将迎来业绩&估值双重修复。随着海南客流底部回升，离岛免税销售额将环比改善，美兰机场、三亚机场航空性业务、非航业务收入均将恢复，未来将持续享离岛免税高速发展红利。

6 风险提示

免税销售额不及预期，政策不及预期。

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>