

客流回归，吸金不减

——全球机场商业复苏专题

行业评级：看好

2023年05月08日

分析师 李丹
邮箱 lidan02@stocke.com.cn
证书编号 S1230520040003

分析师 徐晴
邮箱 xuqing@stocke.com.cn
证书编号 S1230521010001

1、疫情前海外机场免税经营情况

- **19年免税销售额TOP5机场亚洲占据4席：**亚太机场国际客流量不具备绝对优势，但具有更高的单人次消费水平。2019年上海浦东机场、北京首都机场、韩国仁川机场免税店单人次消费分别为52、45、33美元，高于其他机场。
- **疫情前大多数机场按照保底与提成孰高的方式收取租金：**免税销售额前10名的机场中，戴高乐机场和法兰克福机场采取合资公司的方式参与免税经营、日本成田机场为自营，其余机场均按照保底与提成孰高的方式收取免税租金。
- **亚太机场免税租金收入占比高于欧美机场，同时也具有更高的扣点率：**由于亚太机场具有更高的租金扣点和销售额，免税租金的绝对额和总收入占比均高于欧美机场。2019年仁川机场商业收入占总收入54%，法兰克福、希思罗机场零售租金收入仅占总收入的6%、11%。

2、疫后海外机场经营恢复情况

- **疫情给机场免税运营商带来沉重打击，本着共渡难关的原则，多机场采取租金减免措施。**主要措施有以下几种：1) 免除或修改保底租金要求；2) 租金折扣；3) 延期支付。
- **2021年全球机场租金收入大幅减少。**巴黎戴高乐机场、德国法兰克福机场、伦敦希思罗机场、仁川机场、新加坡樟宜机场、香港国际机场的零售租金收入分别恢复至2019年的44%、33%、30%、6%、23%、2%。
- **随着客流恢复，欧洲机场已经大幅扭亏。**法国ADP机场集团、西班牙机场运营集团AENA2022年零售收入分别恢复至2019年的96%、119.5%，总利润水平接近疫情前。

3、疫后复苏启示：

1) **趋势一：**疫后机场免税客单价大幅提升；2) **趋势二：**高奢品牌踊跃入驻机场店；3) **趋势三：**机场免税奢侈品销售额占比提升；4) **趋势四：**疫后机场免税租金议价权恢复。多个机场按照疫情前的方式进行新一轮招标，租金收入超过疫情前。

4、投资建议

随着客流恢复，全球枢纽机场议价权回归，体现出免税运营商和品牌方均对机场渠道充满信心。我国核心机场客单价同样具备极大的提升空间，国际客流快速恢复和重奢入驻是重要催化，看好国内机场板块的投资机会。**推荐个股：白云机场、上海机场。**

5、风险提示：疫情影响升级，需求不及预期，消费恢复不及预期，油价、汇率大幅波动。

目录

C O N T E N T S

01

疫前海外机场经营概述

- 亚洲机场免税具有更高的销售额和单人次消费
- 大多数机场按照固定保底与提成孰高的方式收取租金
- 免税租金是亚洲机场收入和利润重要组成部分

02

疫后海外机场恢复情况

- 疫情期间多机场采取租金减免措施
- 2021年机场零售租金大幅减少
- 2022年欧洲机场大幅扭亏
- 迪拜免税销售额恢复至19年86%，高于客流恢复率
- 泰国、仁川机场尚未扭亏

03

复苏启示

- 趋势一：疫后机场免税客单价高于疫情前
- 趋势二：疫后重奢品牌纷纷入驻亚洲机场
- 趋势三：疫后机场免税销售额中奢侈品占比提升
- 趋势四：疫后机场租金议价权恢复

04

投资建议、风险提示

01

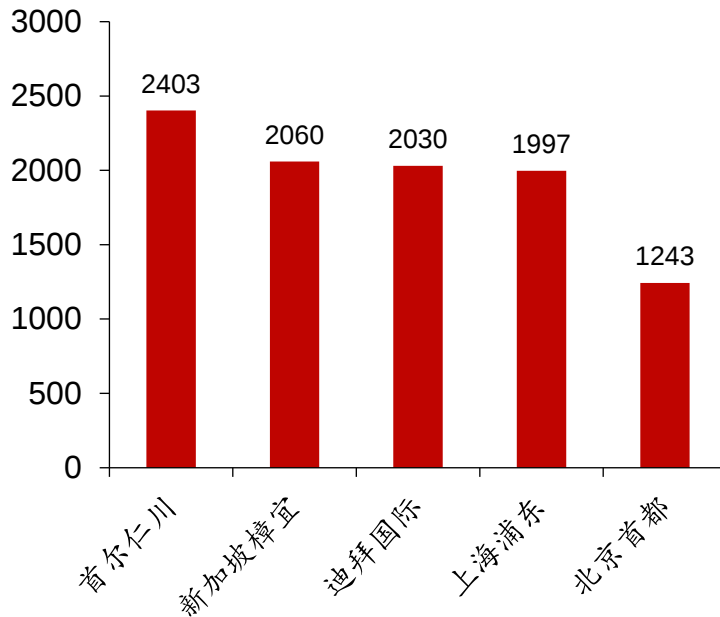
疫前海外机场 经营情况概述

19年免税销售额TOP5机场亚洲占据4席

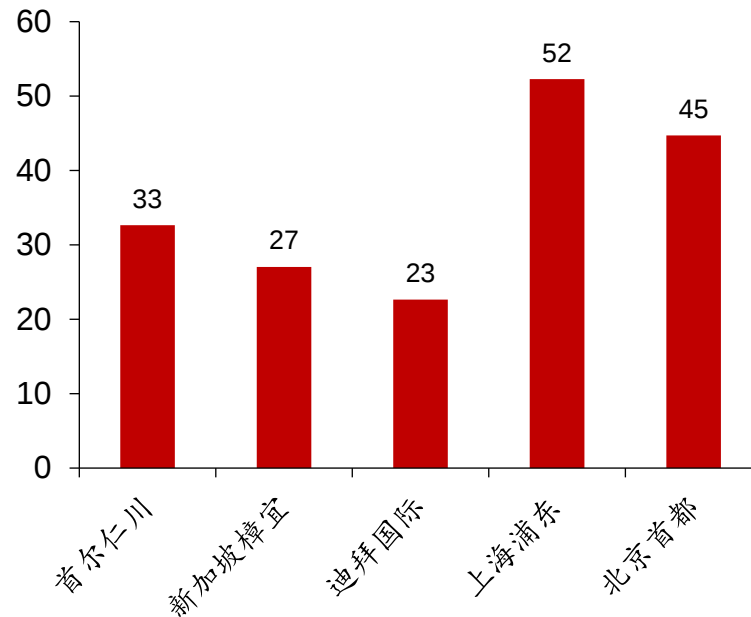
疫情前机场综合扣点率较高

- 2019年免税销售额TOP5机场亚太占据4席。根据TR Business统计，2019年仁川机场以24亿美元的销售额位列机场免税销售额TOP1，且销售额TOP5机场中有亚太机场占据4个。
- 亚太机场国际客流量不具备绝对优势，但具有更高的单人次消费水平。亚太机场在国际旅客吞吐量上并不占据绝对优势，但由于亚太大部分国家并非高端香化生产国，奢侈品有税渠道定价相对较高，因此免税品吸引力更强，从而亚太机场免税店有更高的进店率和客单价。2019年上海浦东、北京首都机场、韩国仁川机场免税店单人次消费分别为52、45、33美元，高于其他机场。

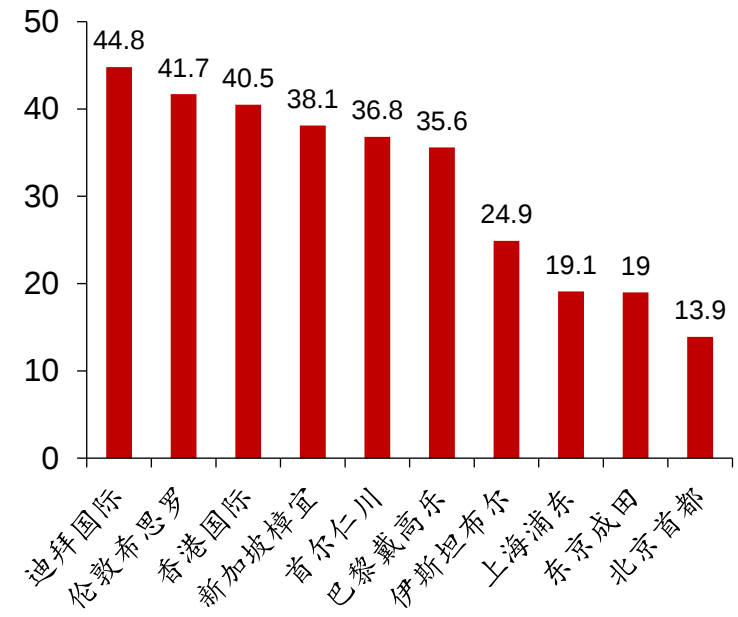
图：2019年机场免税销售额TOP5（百万美元）



图：2019年免税销售额TOP5机场单人次消费（美元）



图：2019年免税销售前10机场离境人次（百万）



- 免税销售额前10名的机场中，戴高乐机场和法兰克福机场采取合资公司的方式参与免税经营、日本成田机场为自营，其余机场均按照固定保底与提成孰高的方式收取免税租金。
- 疫情前保底租金多为定额，每年根据通胀率、预测客流量及其他因素有一定增长，扣点率一般在20%-40%之间。
- 亚太机场保底租金或扣点率水平相对较高，给免税运营商造成经营压力。乐天免税由于仁川机场较高的租金要求在2017年提出抗议最终于2018年在T1撤柜，新罗于2014年起在新加坡樟宜机场经营香化免税业务，但直至2019年才产生正的利润贡献。

表：头部机场免税运营模式一览

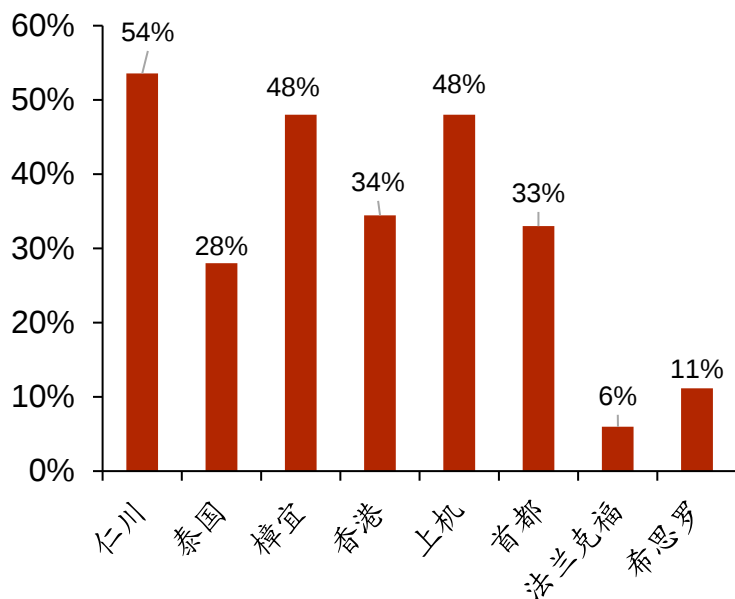
机场	免税运营方式	运营方
首尔仁川	共同运营	乐天、新罗、新世界、现代等韩国本土免税运营商
新加坡樟宜	共同运营	新罗、拉加代尔、DFS（2020退出）、乐天
迪拜国际	独家运营	DDF
上海浦东	独家运营	中免
北京首都	独家运营	中免
伦敦希思罗	独家运营	Dufry
巴黎夏尔·戴高乐	合资公司	SDP（机场&拉加代尔）
香港国际	共同运营	Duty zero（中免&拉加代尔合资）、海内曼、新罗
东京成田	自营	成田机场
伊斯坦布尔阿塔图尔克	独家运营	Unifree Duty Free

表：部分机场疫情前免税合同协议

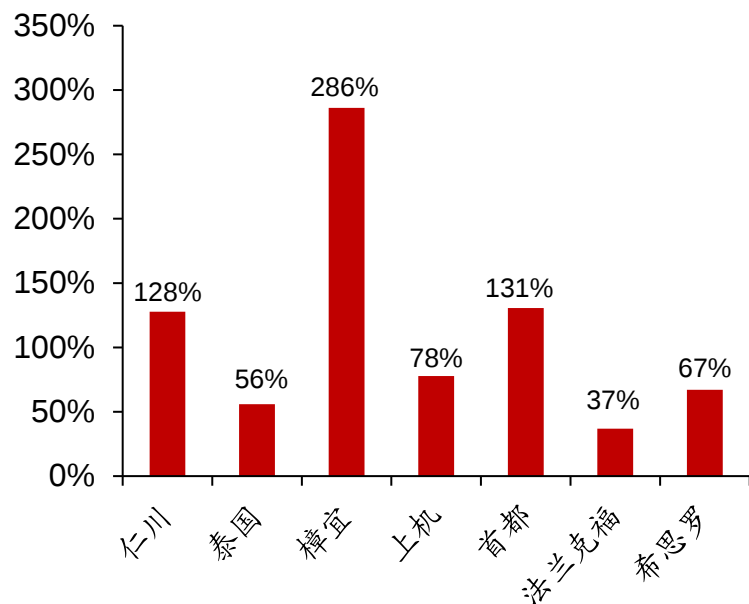
国家	机场	合同期限	租金条款
新加坡	樟宜国际机场	2014-2020	烟酒区：前三年固定保底租金共计2.4亿美元，扣点率约40%
美国	旧金山机场	2018-2021	4200万美元年保底，30%扣点
韩国	仁川机场T2	2018-2022	经营面积1万平，T2投产首年保底租金最低要求1.9亿美元
泰国	素万那普、普吉、清迈机场等	2020-2031	4.93亿美元年保底，20%扣点率

- 亚太机场免税租金收入占比高于欧美机场。** 由于亚太机场具有更高的租金扣点和销售额，免税租金的绝对额和总收入占比均高于欧美机场。2019年仁川机场商业收入占总收入54%，法兰克福、希思罗机场零售租金收入仅占总收入的6%、11%。
- 免税租金利润贡献率更高。** 由于机场的免税租金仅为特许经营费，机场方不参与经营，故成本费用几乎只包含税费，具有较高的利润率。若以商业租金收入*（1-各地企业所得税率）作为免税业务的利润，2019年，仁川机场、新加坡樟宜机场、北京首都机场免税利润均超过机场总利润，上海机场、伦敦希思罗机场免税利润占比也高于60%。
- 亚太机场免税租金综合扣点率较高。** 我们以免税租金收入/当年免税销售额计算各机场的综合扣点率水平，亚洲机场显著高于欧洲机场，2019年韩国仁川、新加坡樟宜、北京首都机场综合扣点率均高于40%，希思罗机场仅为32%。（注：伦敦希思罗机场租金率计算中分子为零售租金（包含有税商业），实际扣点率应略低于计算结果）

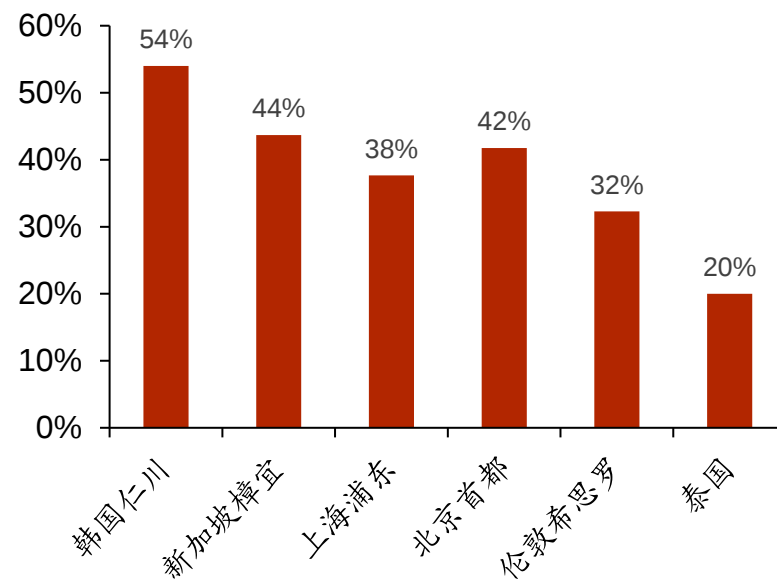
图：2019年机场免税租金收入占比



图：2019年机场免税租金利润占比测算



图：2019年机场免税租金综合扣点率



02

海外机场免税 恢复情况

疫情期间多机场采取租金优惠措施

欧美机场租金收入恢复率高于亚太

22年多个欧美机场扭亏

- 疫情给机场免税运营商带来沉重打击，本着共渡难关的原则，多机场采取租金减免措施。主要措施有以下几种：1) 免除或修改保底租金要求；2) 租金折扣；3) 延期支付。
- 仁川机场疫情初期实施租金折扣和延期支付，免除暂停营业的中小企业的租金，2020年3月起大型企业、小型企业按不同比率进行租金折扣。2020年8月再发政策取消保底租金，进一步放宽延期支付期限的客流要求，免除暂停运营机场所有企业的租金。2023年起，租金减免政策适用的客流标准趋严，且租金折扣率下降。

表：仁川机场疫情期间对商户的救济措施

时间	措施	内容
2020年2月	租金折扣、延期支付	6个月内，提供基本租金20%-35%的折扣；如租金与销售挂钩，则提供六个月的付款宽限期。
2020年3月	租金减免	所有企业：2020年3月-5月，提供3个月付款宽限期；暂停营业的中小企业，免除租金。
2020年4月	租金折扣	小型企业：基本租金50%的折扣；大型企业：2020年3月-8月，提供租金20%的折扣（并且需放弃前合同中2021年客运量下降的租金折扣）。
2020年6月	租金折扣	2020年3月起，提供6个月的付款宽限期，直至客运量恢复至2019年的60%；小型企业：基本租金75%的折扣；大型企业：2020年3月-8月，提供租金50%的折扣；当客运量下降40%-70%，恢复至4月政策。
2020年8月	调整租金计算方式、租金折扣	保底租金转为销售扣点模式（分商品品类）；2020年3月-8月的租金，再给予4个月的付款宽限期；客运量60%阈值更新为80%；国内航班暂停的机场，免除租金（以前只有中小企业享受，现扩大至大企业）。
2022年9月	调整租金计算方式、租金折扣	自2023年起，仁川机场发布通知，租金减免政策只在旅客恢复率60%以下时生效，且折扣率与之前相比减半（如某月旅客恢复率为50%，租金折扣率为25%）

资料来源：TR BUSINESS，浙商证券研究所。

2.1 疫情期间多机场采取租金减免措施

□ 疫情期间泰国机场集团对王权免税主要采取以下救济措施：（1）机场免税合约延长一年。（2）将开始支付保底租金的日期从21年4月延后至22年4月，直到客运量超过2021年投标中的预测。（3）王权免税首年保底租金打折：用2021年拟议的最低保障除以公司21年客运量预测得到人均份额，再乘以AOT在任何给定年份的实际客运量，以确定最低担保。

表：泰国机场集团AOT疫情期间对商户的救济措施

时间	措施	内容
2020/2/19	提供租金折扣、延长支付期限	(1) 2020.2.1-2021.1.31对固定租金打8折； (2) 对于没有固定回报条款的合同，将免除每月和每年的最低费用，运营商只需按给定百分比支付费用，直至 2022.3.31。 (3) 若运营商提出要求，可将该年2月至7月期间的特许权费用支付时间延长6个月
2020/4/23	豁免租金、调整MAG计费	若机场停业或公司停止运营则豁免其租金；对仍在运营的公司减免50%租金；继续延长费用支付期限；将实际乘客数与2019年之比作为MAG的计费依据
2020/7/29	继续延长支付期限	将特许经营商的信贷支付期限延长期从6个月进一步增加到12个月
2020/7/30	延长王权免税合同期限一年、更新其MAG的支付条件	(1) 延长王权免税合约期限一年，到2032.3.31结束。 (2) 首年保底租金MAG将按实际旅客量与2021年预测值之比进行打折，之后AOT将根据上年乘客增长率和通胀率在原公式上进行调整
2020/9/24	延长租金豁免救济期	将豁免停业公司租金及50%租金减免的救济期延长至2022年3月31日
2020/12/23	延长固定月租折扣救济期	将旗下各机场固定租金按比例折扣的救济期延长至2022年3月31日
2021/1/20	进一步延长费用支付期限	2020年2月至7月期间的每月分期付款的信用期延长至18个月；2020年8月至12月期间的月度分期付款的信用期延长至12个月
2021/7/22	进一步延长费用支付期限	在原有基础上继续延长特许权费用的付款信用期5个月
2022/4/27	更新王权公司部分免税合约	曼谷素万那普国际机场新卫星航站楼（SAT-1）启用时间再次推迟（从22年10月推迟到23年4月），将依据该设施实际的启用时间对相应的合约期限进行更新

MAG (Minimum Annual Guarantee) :
年度保底租金

疫情期间：

$$\text{首年MAG} = \frac{\text{实际旅客量}}{\text{原预测旅客量}} \times \text{原MAG}$$

资料来源：穆迪大卫报道、王权免税官网、AOT官网，浙商证券研究所

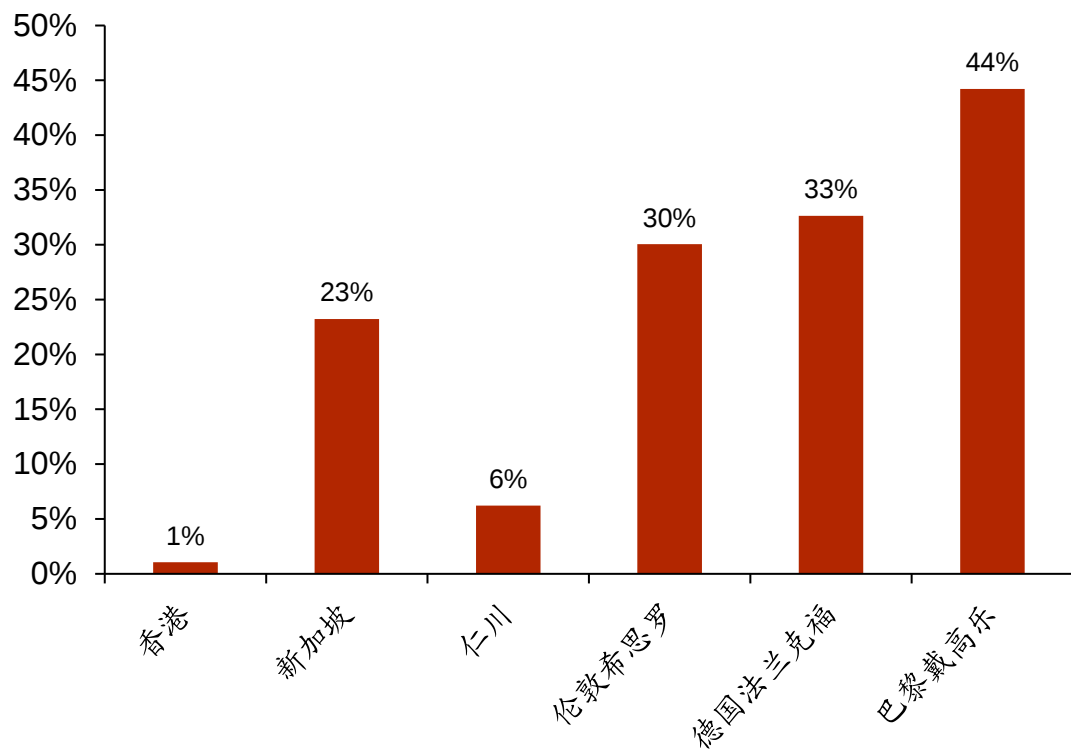
- 中国香港国际机场2019年10月提供基本租金20%的折扣，2020年3-5月和6月分别提供70%和50%的折扣，对暂停营业的租户免除租金，仍在营业的租户免除底租。
- 新加坡樟宜机场2020年2-8月提供基本租金50%的折扣，2020年3月24日起至5月24日免除T4特许权租金，2020年4月对暂停运营的特许经营商免除租金。
- 西班牙各机场在2021年9月修改固定MAG模式，改为与客流量挂钩，直至客流恢复至2019年。
- 美国洛杉矶机场2020年4-6月取消MAG，支付合同规定的百分比租金，租金可在2020年7-12月分期支付。

表：其他机场疫情期间对商户的救济措施

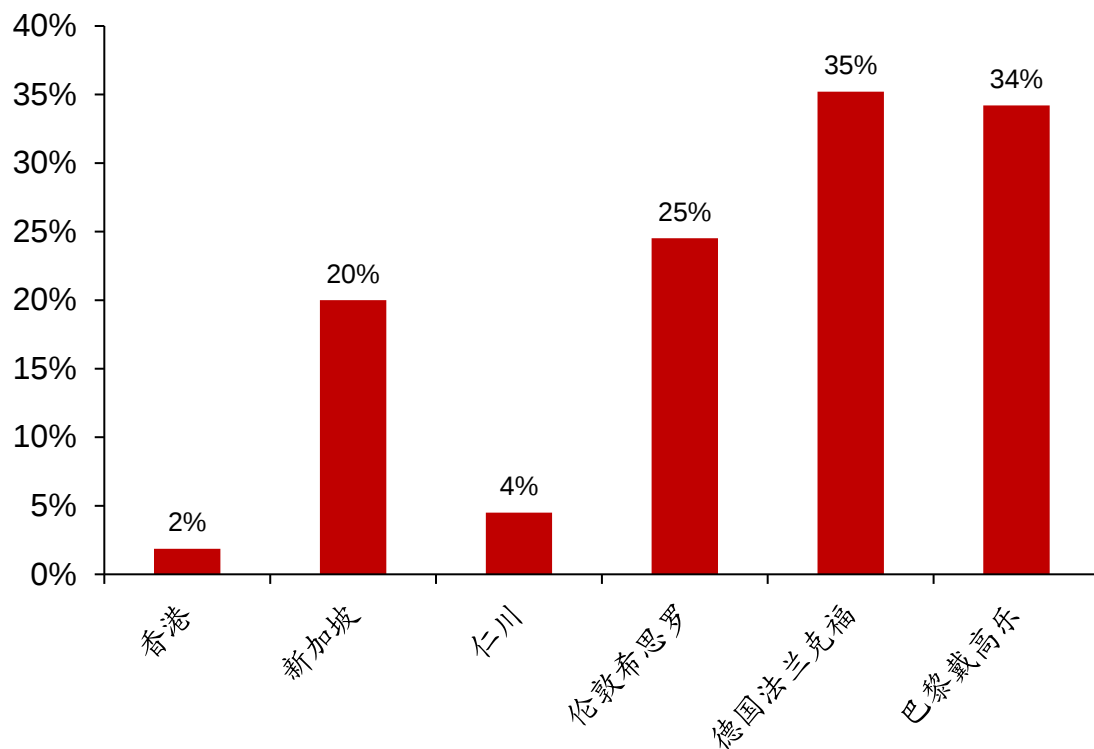
机场	时间	内容
中国香港国际机场	2019年10月	提供定额租金20%的折扣。
	2020年3月	商铺及食肆3月至5月的租金提供70%的折扣，6月提供50%的折扣。2-6月共计减租3.3亿港元。
	2020年3月	对暂停营业的租户免除租金，仍在营业的租户免除底租。
新加坡樟宜机场	2020年2月	2020年2月-8月，提供基本租金50%折扣；从2020.3.24-5.24，免除T4特许权租金。
	2020年4月	T2/T4自2020.5.1/5.16起暂停运营，对于暂停运营的特许经营商免除租金。
西班牙各机场	2021年9月	修改固定MAG模式，改为与客流量挂钩，在客流恢复至2019年之前均适用
美国洛杉矶机场	2020年4月	2020年4月-6月，取消MAG，支付合同中规定的百分比租金；租金可在2020年7月-12月分期支付。

- 由于全球各地疫情管控政策的差异，2021年欧洲机场零售租金恢复率及旅客人次恢复率较高，亚洲地区较低。由于疫情期间租金折扣主要取决于客流的恢复率，机场零售租金恢复率与旅客人次恢复率相当。
- 2021年，巴黎戴高乐机场、德国法兰克福机场、伦敦希思罗机场、仁川机场、新加坡樟宜机场、香港国际机场的零售租金收入分别恢复至2019年的44%、33%、30%、6%、23%、1%。

图：2021年各机场零售租金收入恢复率

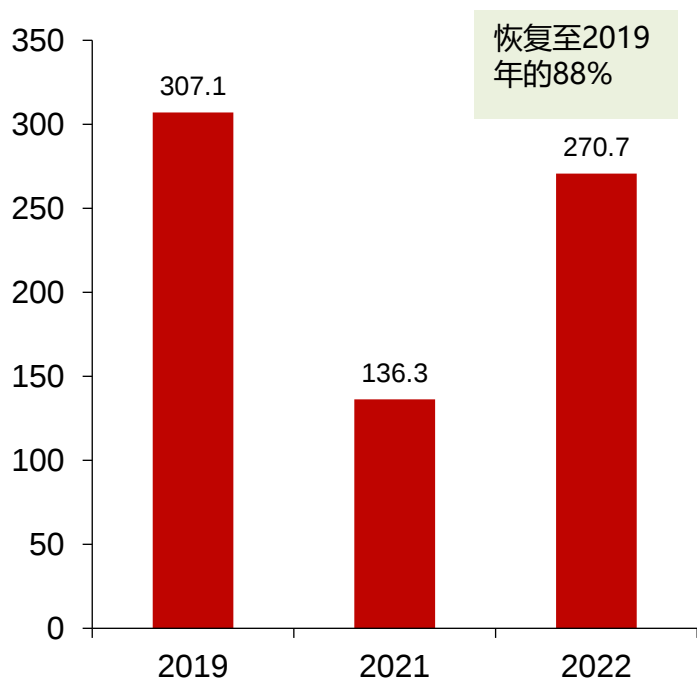


图：2021年各机场旅客人次恢复率

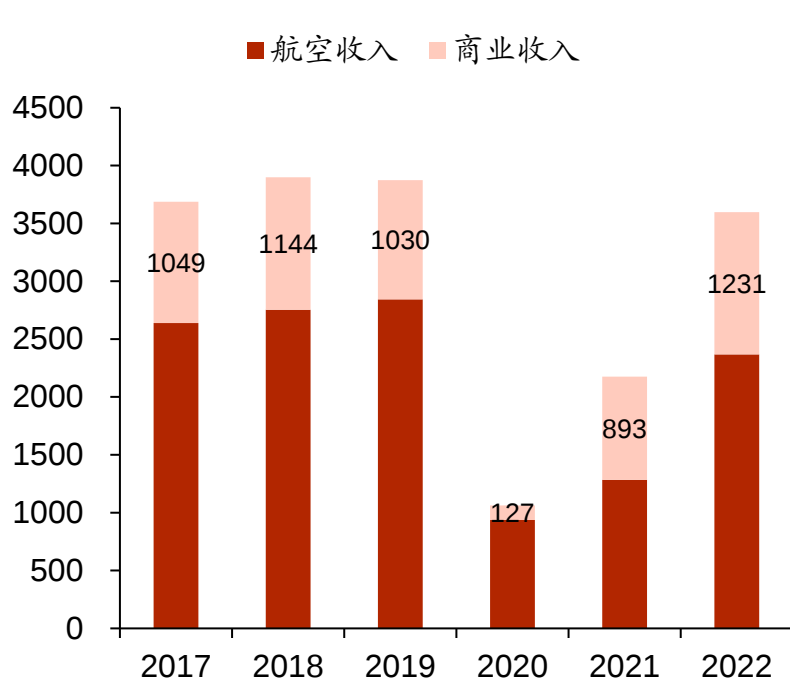


- ❑ 西班牙机场管理运营集团Aena2022年大幅扭亏：
- ❑ Aena是一家管理西班牙46个机场的国有企业，是全球最大的机场运营商，2019年旗下机场总旅客吞吐量达到3.1亿人次。
- ❑ 2022年Aena机场商业销售额及租金（有税+免税）均超过2019年水平（旅客运输量恢复至2019年的88%）。2022年商业收入12.3亿欧元，同比2019年+19.5%。
- ❑ 2021年公司机场业务营业亏损6.1亿欧元，2022年机场分部营业利润达到11.31亿欧元，恢复至2019年的58%，大幅扭亏。

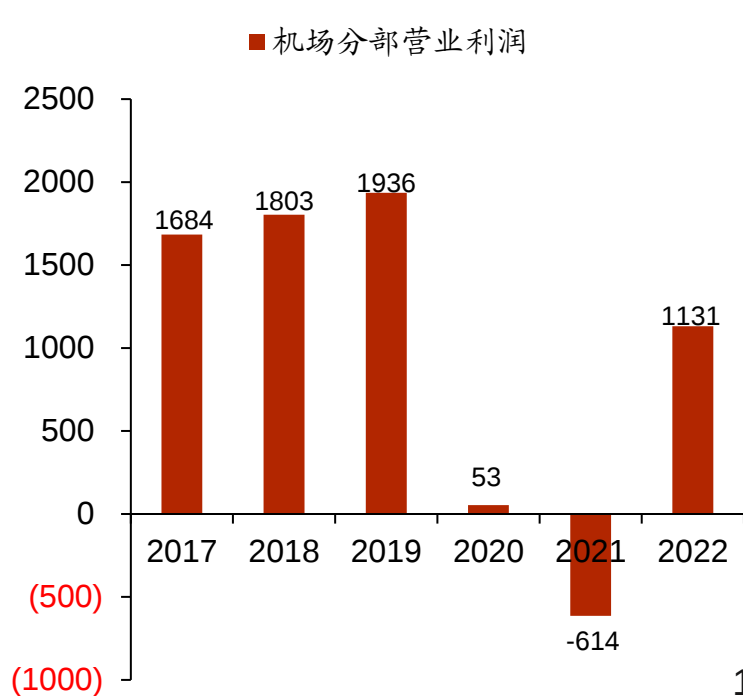
图：AENA机场旅客运输量（百万人次）



图：AENA收入拆分（百万欧元）

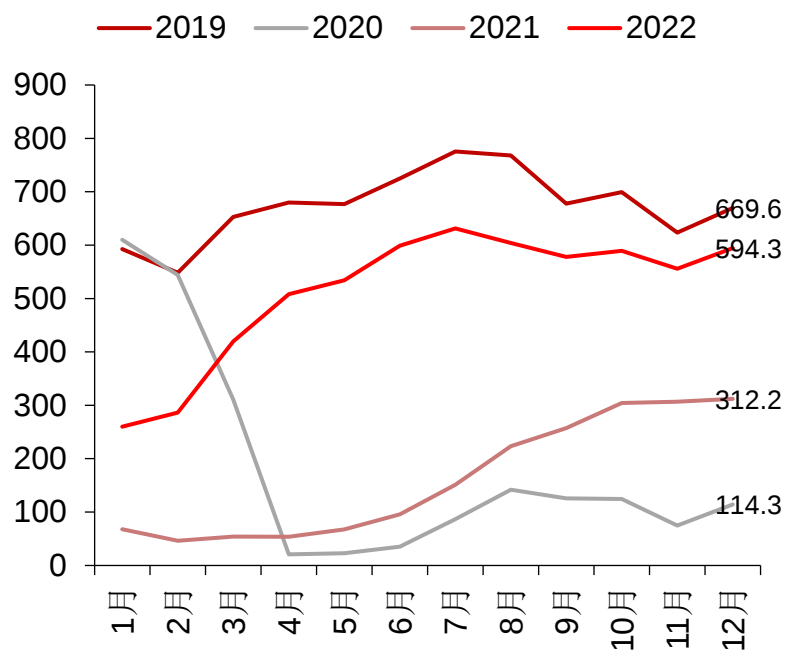


图：AENA分部营业利润（百万欧元）

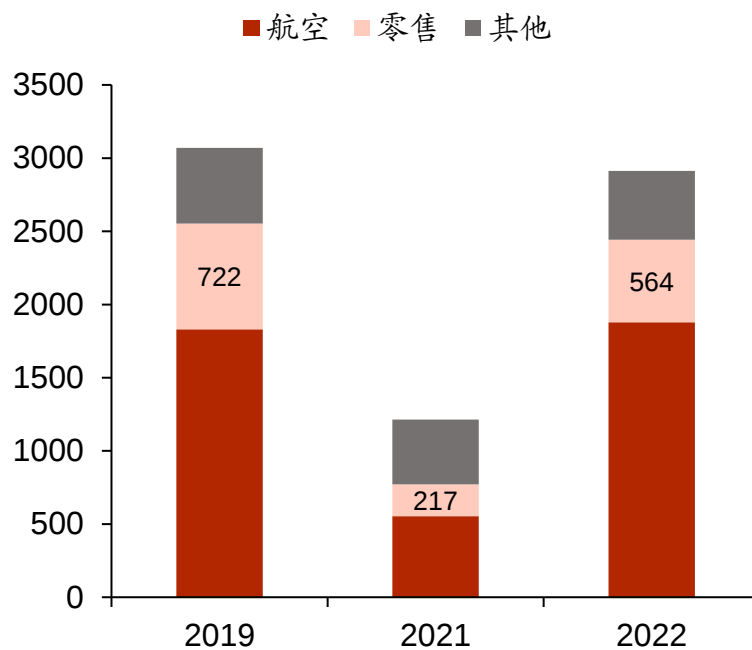


- 伦敦希思罗机场：2022年，由于出入境限制放开，希思罗机场旅客吞吐量显著上升，2022年12月恢复至2019年同期的89%，2022年全年恢复至2019年的76%。
- 2019年，希思罗机场营业收入30.7亿英镑，零售板块占比24%。零售板块由经营许可费、餐饮、其他租金、停车场收入组成，经营许可费占零售收入的47%。
- 2022年，希思罗机场收入恢复至2019年的95%，为29.1亿英镑，经营许可费恢复至2019年的60%（主要由于2021年英国财政部宣布取消增值税零售出口计划，即除烟酒外大部分商品无免税优惠），零售业务总收入恢复至2019年的78%，整体实现扭亏为盈。

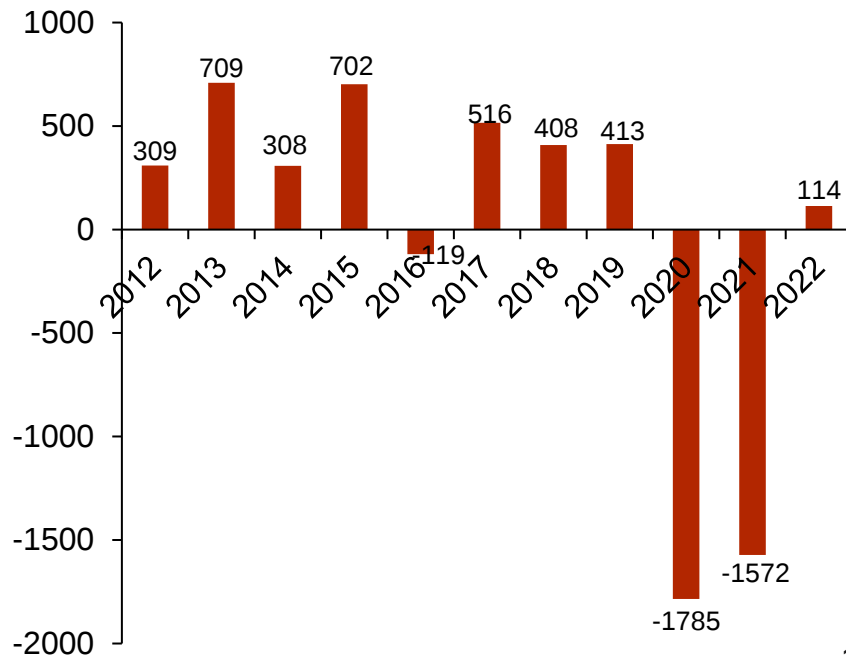
图：希思罗机场旅客吞吐量（万人次）



图：希思罗机场收入拆分（百万英镑）

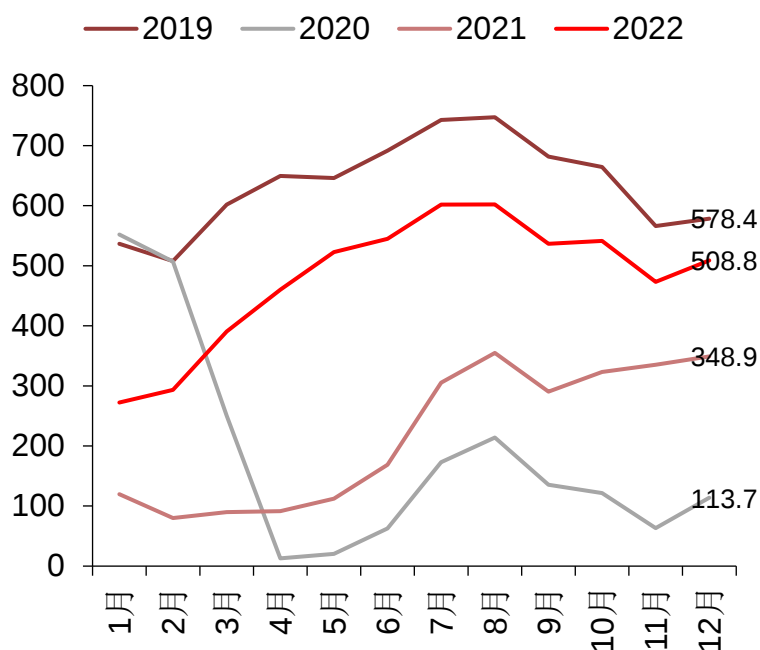


图：希思罗机场GAAP净利润（百万英镑）

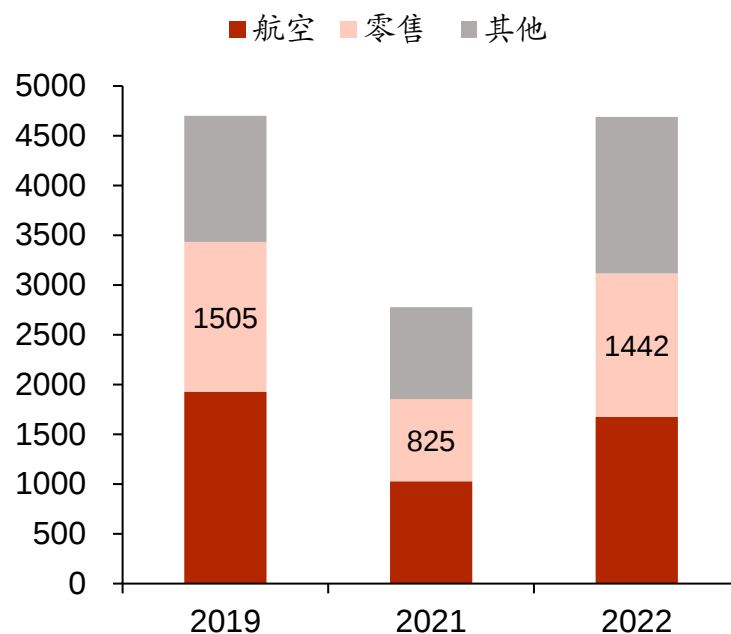


- 巴黎戴高乐机场：2022年，由于出入境限制放开，戴高乐机场旅客吞吐量显著上升，2022年12月恢复至2019年同期的88%，2022年全年恢复至2019年的75%。
- 2019年，ADP集团（管理戴高乐等机场）营业收入47亿欧元，零售租金占比32%。2022年，戴高乐机场收入几乎恢复至2019年水平，为46.9亿欧元，零售租金恢复至2019年的96%，整体扭亏。
- 2020-2021年疫情期间GAAP净利润为负值，累计亏损14亿欧元，2022年实现净利润扭亏为盈，恢复至2019年的88%。

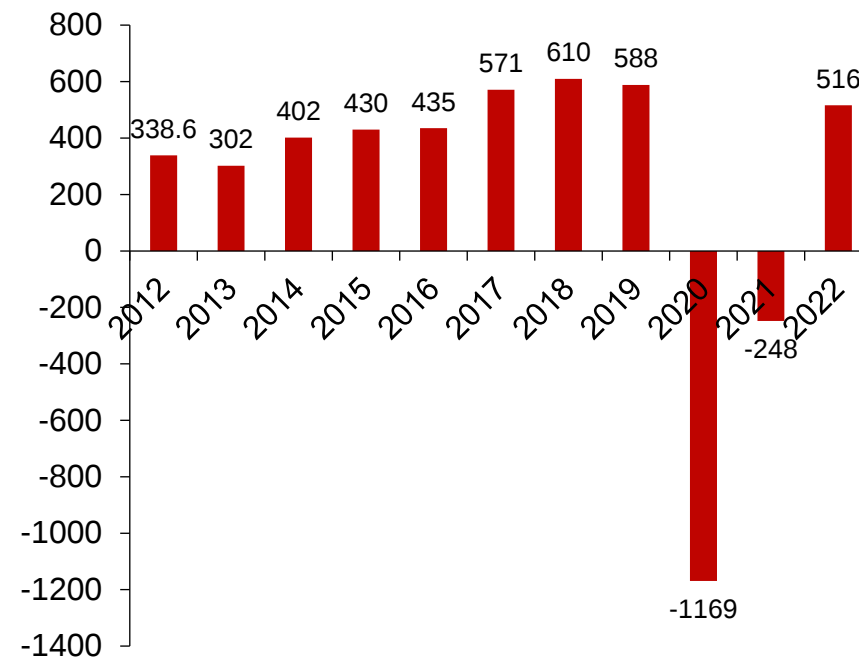
图：戴高乐机场旅客吞吐量（万人次）



图：ADP集团收入拆分（百万欧元）

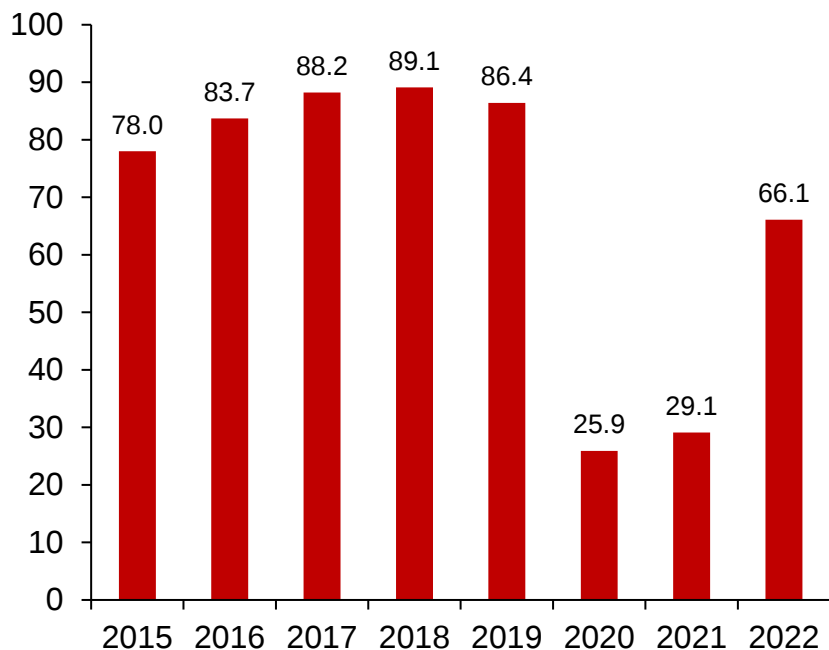


图：戴高乐机场GAAP净利润（百万欧元）

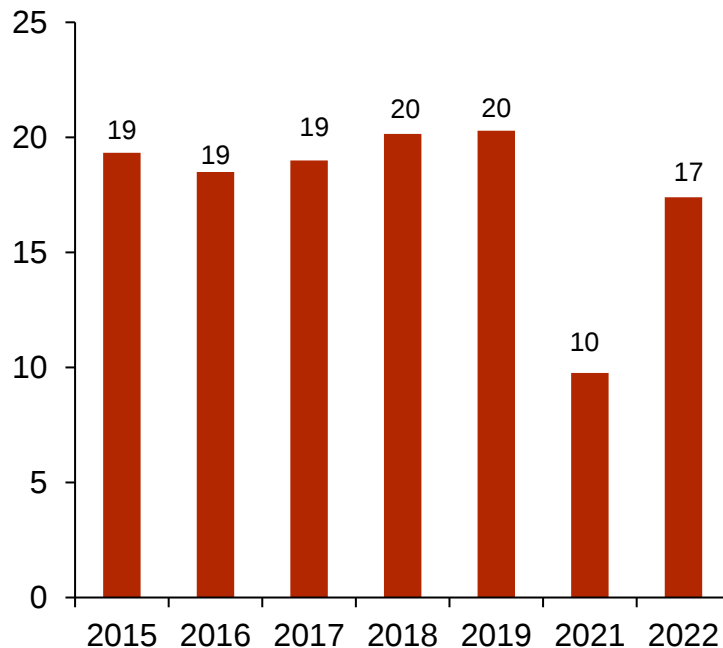


- ❑ 迪拜免税无市内免税店，仅运营迪拜国际机场和阿勒马克图姆国际机场免税店。2019年迪拜免税销售额20.3亿美元，规模仅次于仁川国际机场。
- ❑ 2022年旅客运输人次达到66.1百万，前三大目的地国家分别为印度、阿联酋、英国。旅客吞吐量同比2021年增长127%，恢复至2019年的77%；免税销售额达到17.4亿美元，同比2021年增长78%，恢复至2019年的86%，受客单价提升影响，销售额恢复率高于客流恢复率。

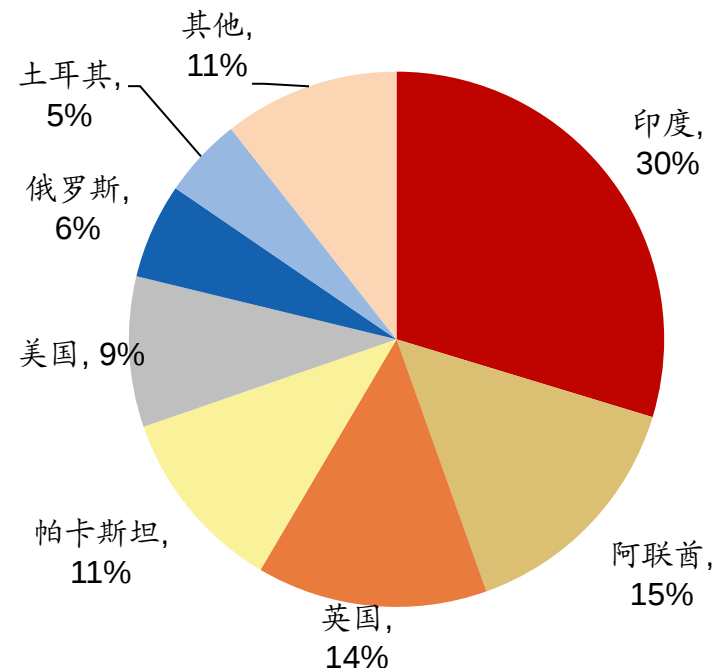
图：历年迪拜机场旅客运输人次（百万）



图：迪拜免税销售额（亿美元）

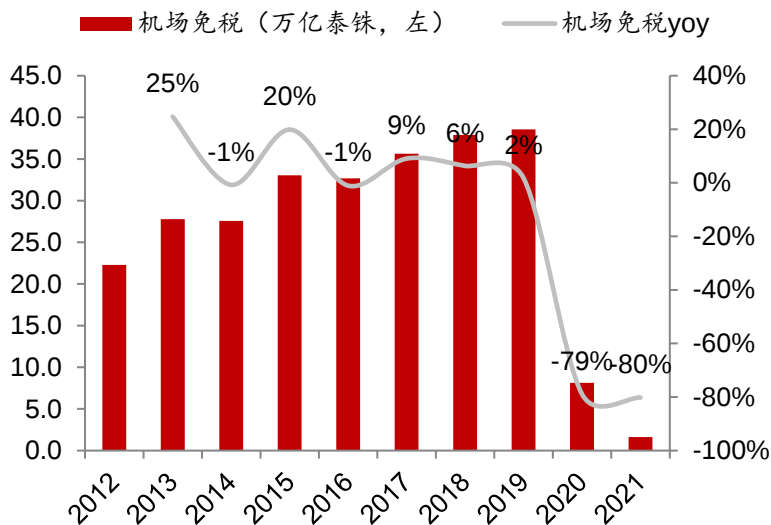


图：2022年迪拜机场旅客目的地构成



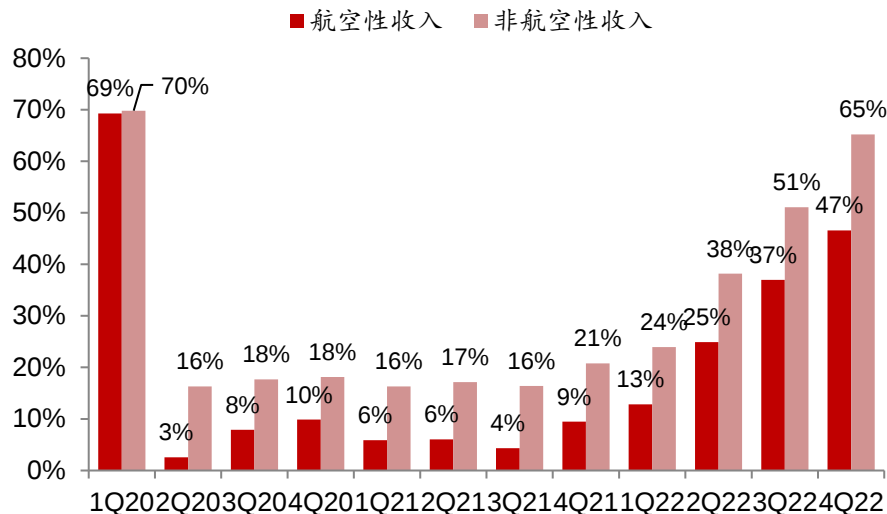
- 22Q4泰国机场集团 (AOT) 航空性收入恢复至2019年的47%，特许经营费收入恢复至2019年的65%，恢复率持续提升。
- 2021年四季度开始亏损逐步减少，2022Q4年已经扭亏为盈。
- 2021年泰国机场集团特许经营费恢复至2019年的8.6%，随着销售额恢复，22Q4特许经营费收入恢复至2019年的52%。

图：泰国王权免税机场渠道销售额

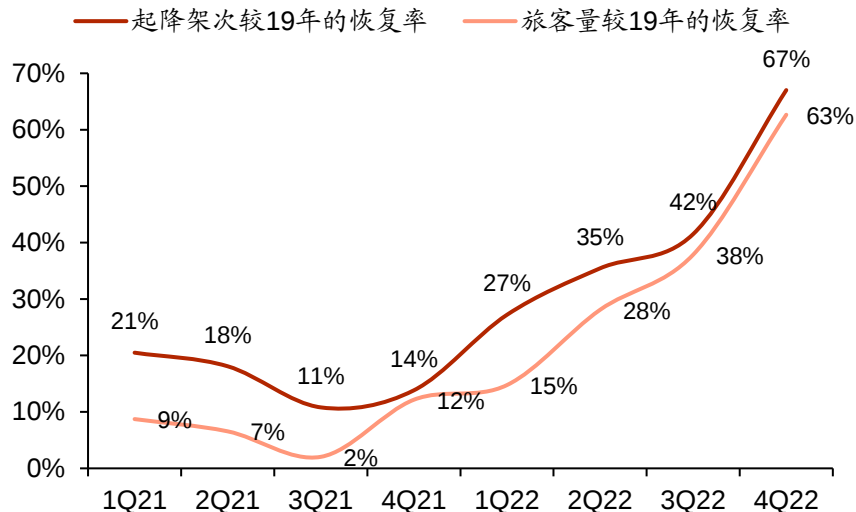


资料来源：AOT官网，DBD，浙商证券研究所。

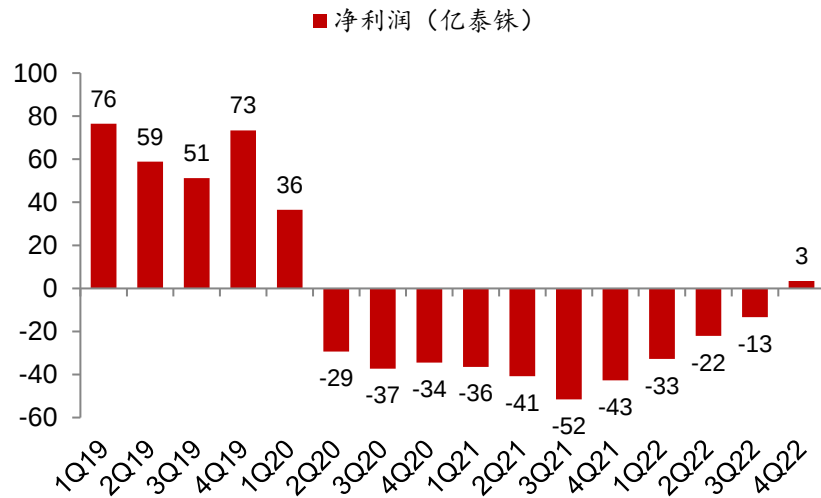
图：泰国机场集团收入较19年的恢复率



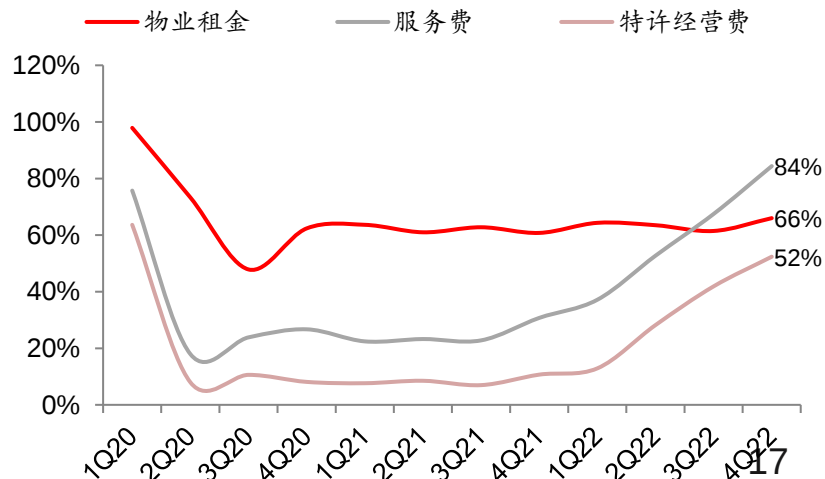
图：22Q3 AOT旅客量恢复至38%



图：22Q4泰国机场集团扭亏



图：泰国机场集团非航空性业务各项细分业务收入较19年的恢复率



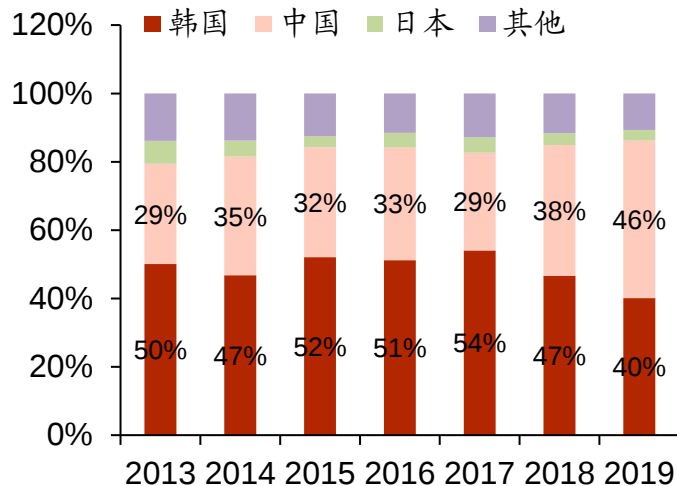
2.6

仁川机场对中国游客依赖度高，恢复率仍在低位

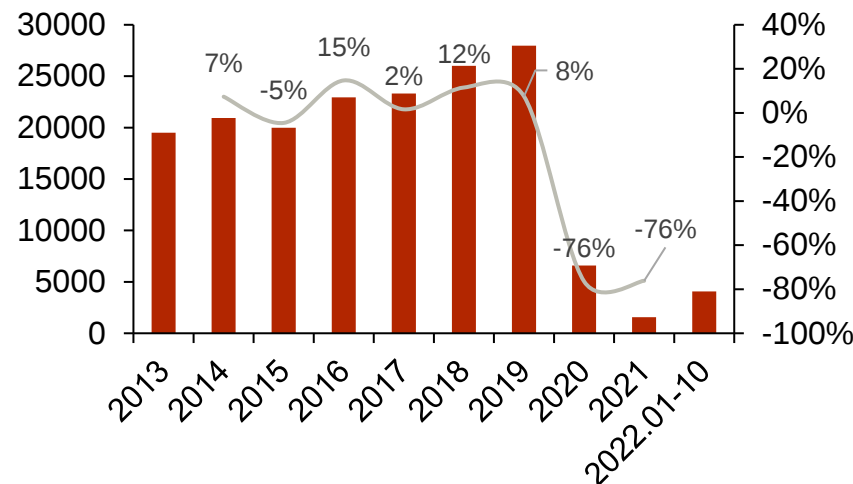
2019年仁川机场免税销售额高达2.8万亿韩元（约24亿美元），为全球机场免税销售额第一，其中46%由中国消费者贡献。

2022年12月，仁川机场旅客吞吐量恢复至2019年的57%，但中国游客仍处于低位，因此2022年1-10月仁川机场免税销售额仅4071亿韩元，与疫情前存在较大差距。

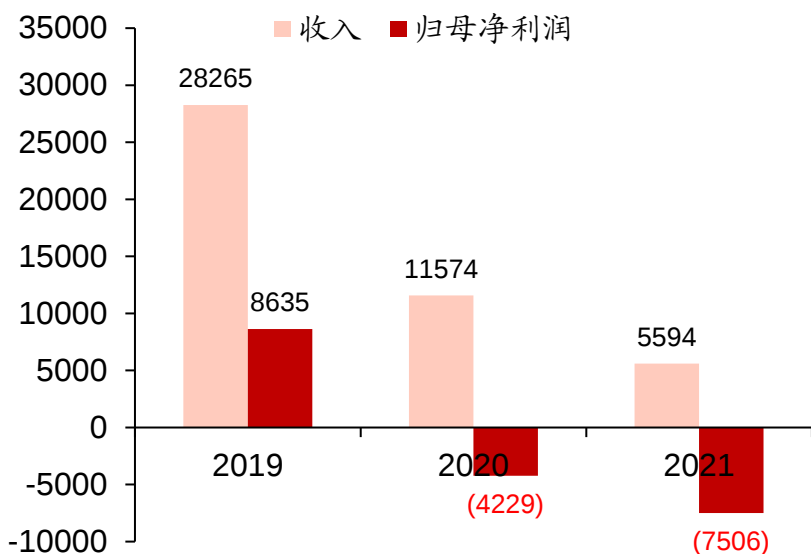
图：19年中国人贡献仁川机场免税46%



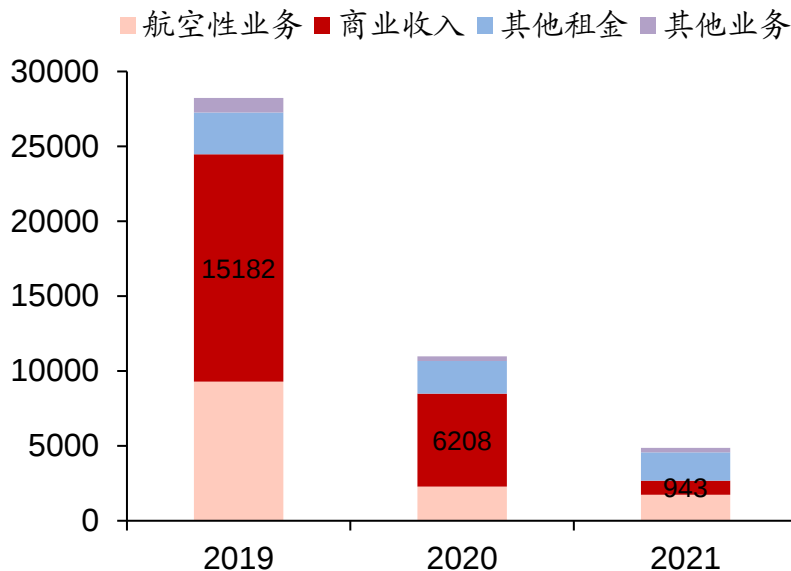
图：仁川机场免税销售额（亿韩元）



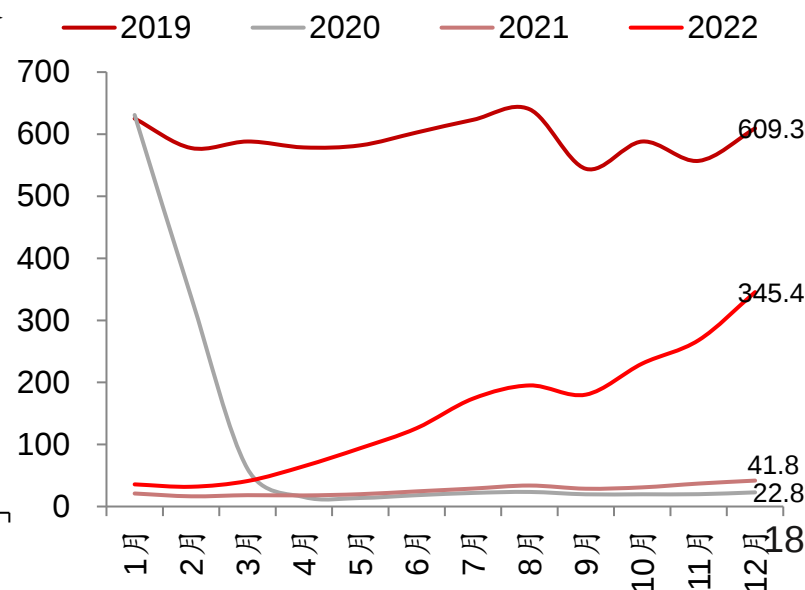
图：仁川机场2020、2021收入及利润（亿韩元）



图：仁川机场收入拆分（亿韩元）



图：仁川机场旅客吞吐量（万人次）



03

疫后复苏趋势

疫后机场免税客单价提升

高奢品牌入驻踊跃

机场免税非香化类占比提升

新一轮招标机场恢复议价权

□ 多个机场免税人均消费金额高于疫情前：迪拜免税人均消费额2021、2022年分别为33.5美元、26.3美元，同比2019年分别+43%、12%；2021年仁川机场免税人均消费额4.9万韩元，同比2019年+23%；ADP机场集团旗下Extime Duty Free人均消费额2021、2022年分别为25.4欧元、27.4欧元，同比2019年分别8%、17%。

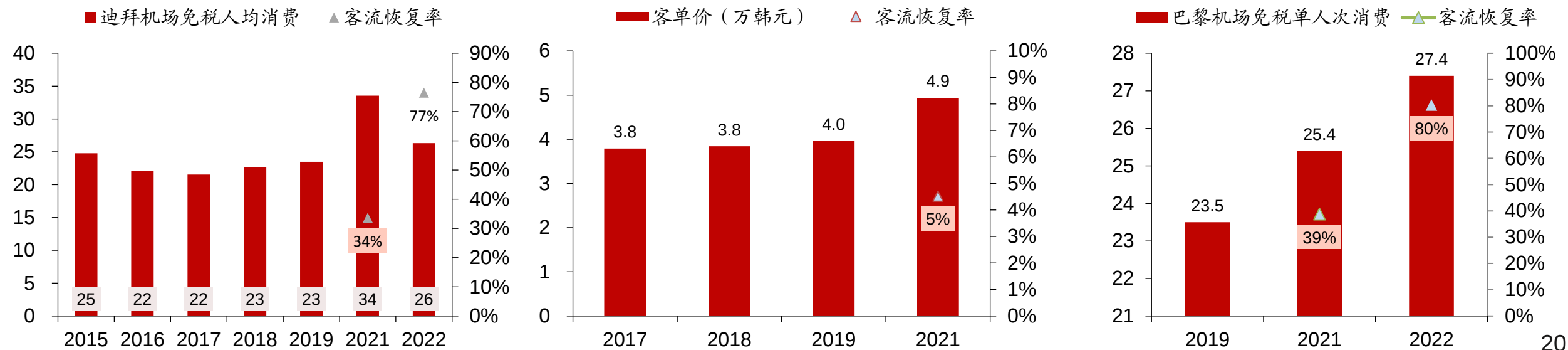
□ 我们认为免税客单价大幅提升主要由于：

- 1) 疫情期间积压的旅游购物需求集中释放；
- 2) 免税购物中高客单价产品（如皮具、腕表、珠宝等）占比提升。

图：迪拜机场免税人均消费额（美元）

图：仁川机场免税人均消费额（万韩元）

图：Extime Duty Free人均消费额（欧元）



□ 疫后高奢品牌对机场渠道青睐度不减：

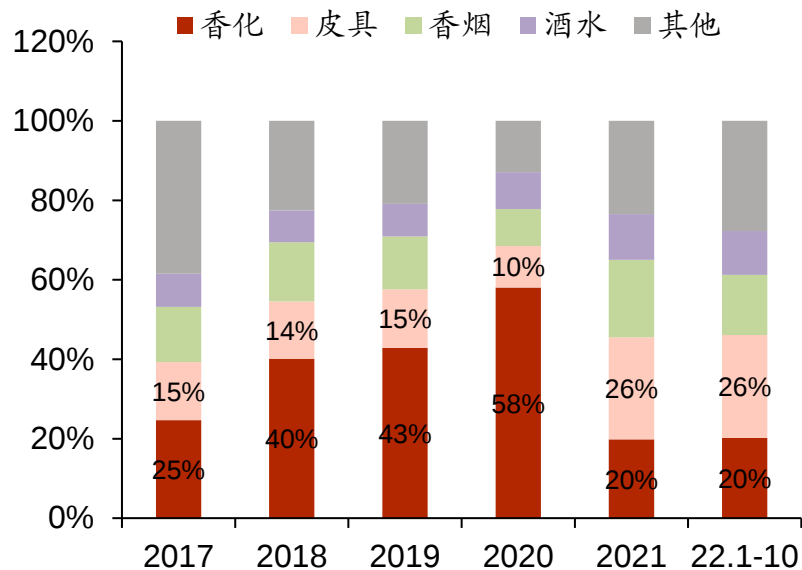
- 1) 2022年，泰国素万那普机场引入香奈儿、LV、卡地亚、DIOR等多个顶奢品牌入驻；
- 2) 2021年，香奈儿在撤出多个韩国市内免税店柜台的情况下，新增仁川机场门店；香港机场爱马仕由一层扩容为两层。

表：疫后高奢品牌踊跃进驻机场

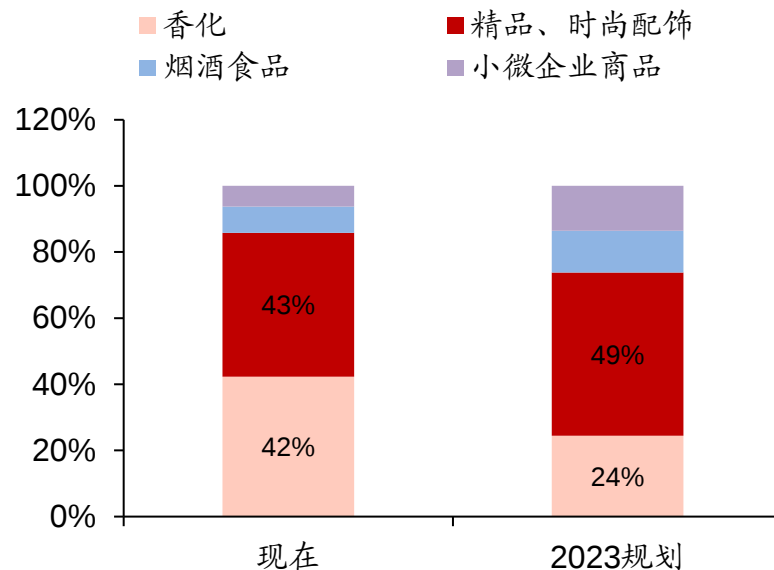
开业时间	高奢品牌	入驻渠道	国家/地区	合作运营商	备注
2022.4	香奈儿	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2022.4	LV	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2022.4	卡地亚	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	东南亚和澳大利亚旅游零售店第一家提供卡地亚全系列男性，女性和中性手表和珠宝产品的商店。
2022.6	GUCCI	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	世界上第一家采用Gucci新设计的旅游零售或市内店
2022.7	DIOR	曼谷素万那普机场	泰国	王权免税	-
2021.10	香奈儿	仁川机场T1	韩国	新世界免税	T2已有一家门店
2021.12	劳力士	仁川T1	韩国	新世界免税	
2022.11	爱马仕	香港国际机场	中国香港	-	由一层扩容为两层
2021.12	LV	迪拜机场	迪拜	-	有税

- **韩国仁川机场免税销售额和规划经营面积中精品占比均提升。**2019年仁川机场免税香化品销售额占比为58%。疫后有多多个高端品牌入驻仁川机场，同时LV、香奈儿于2022年撤出部分市内店柜台，推动游客在机场店购买高奢商品，仁川机场皮具精品销售额占比提升。根据穆迪戴维特数据，新一轮免税合同（2023年7月开始）中精品、时尚配饰规划面积1.2万平，占比由之前的43%提升至49%。
- **迪拜免税中国消费者时尚商品销售额占比提升。**2019年，中国游客在迪拜免税的消费额中时尚品占比仅为11%，2013年1月该比例提升至23%。

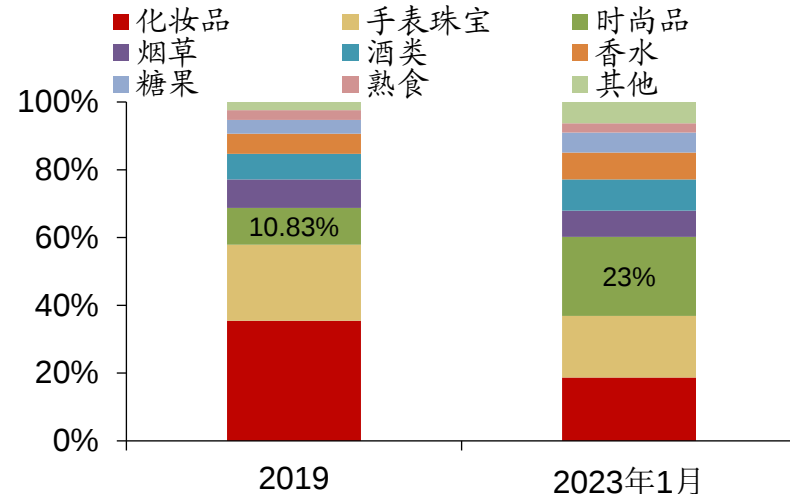
图：仁川机场免税销售品类结构



图：仁川机场免税店经营面积结构



图：迪拜免税中国游客消费中时尚品占比提升



表：仁川机场免税店经营面积（平）

	2022年12月	规划
香化	8430	5909
精品、时尚配饰	8660	11925
烟酒食品	1579	3058
小微企业商品	1251	3280
总面积	19920	24172

3.4 疫后机场免税租金议价权恢复

- 2022年多个欧美机场的租金恢复率与客流恢复率相当，可知随着客流恢复机场渠道价值不减。从部分机场疫后的招标书来看，疫后机场免税租金将超过疫情前租金水平。
- 韩国仁川机场2022年12月发布新一轮免税经营招标书，新一轮招标书特点：
 - 客流完全恢复后，保底租金相对较高。本次招标书取消了过往的保底租金条款，采用客流量*单个旅客收取租金的模式，单人次收费标准按照区域和品类进行了区分。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%，考虑到中标运营商会有一定程度的加价，则客流完全恢复后保底租金将与疫情前总租金水平较为接近；若销售额恢复到2019年，按照29%扣点率（前四大品类香化、皮具、香烟、酒水平均扣点率）计算的租金收入为8108亿韩元（约48亿元人民币），为2019年租金收入的53%，可知扣点率相比疫情前有较大幅度的降低。新模式下，中标运营商将更有动力做大销售规模。
 - 合同期限为10年，较疫情前明显拉长。本轮合同起始日期为2023年7月，期限为10年，相比疫情前（经营5年后可选择延长5年）明显拉长。

表：新一轮招标书每人每次最低租金要求

区域	品类	每人每次收取最低租金（韩元）
DF1-2022	香化、烟酒、食品	5346
DF2-2022	香化、烟酒、食品	5617
DF3-2022	时尚	2078
DF4-2022	时尚	1863
DF5-2022	奢侈品	1056
DF8-2022	全品类	583
DF9-2023	全品类	710
总和		17253

表：新一轮招标书各品类扣点率

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：穆迪戴维特免税，浙商证券研究所（注：人民币对韩元汇率按照2019年平均汇率计算）

- ❑ 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，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。
- ❑ 若将每个标段的最高出价进行加总，单人次租金约为132元人民币（按2023年3月17汇率计算，1人民币=189韩元），2019年客流水平对应总保底租金收入将超过90亿元（按2023年3月17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。）

表：首轮竞标价格大幅超出最低要求

	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				

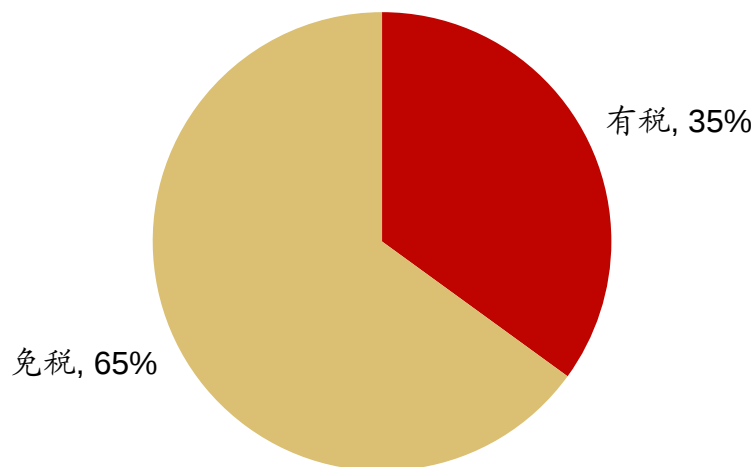
表：仁川机场各标段面积及各免税运营商出价（韩元/人次）

	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	-

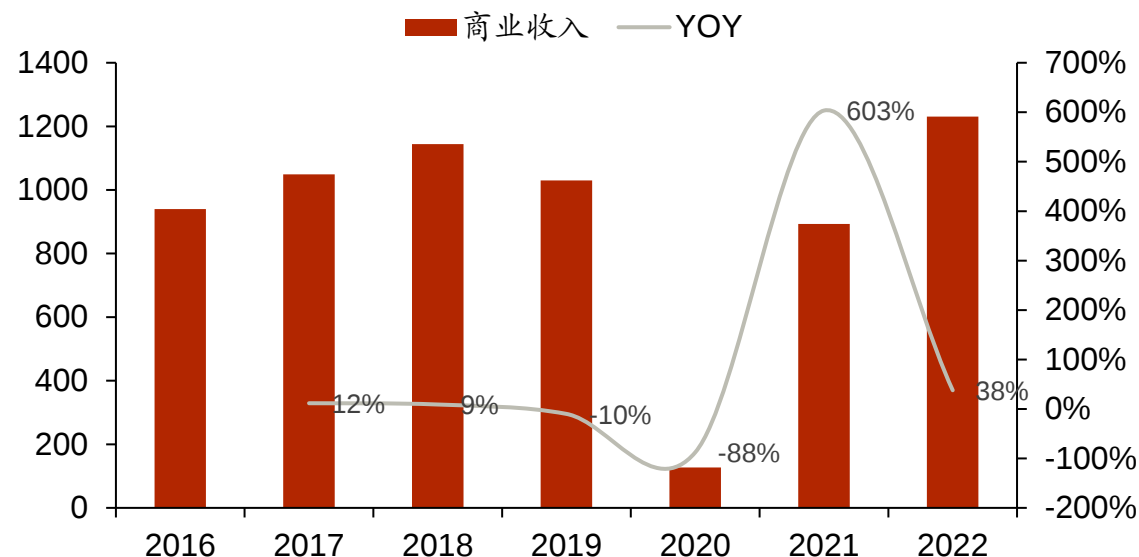
西班牙机场运营商Aena：2023年11月起开始执行新合同，预计新合同下商业收入大幅超过疫情前。

- 包含中国中免在内的10家旅游零售商参与竞标：目前Aena的零售运营商为Dufry，合同期将于2023年10月结束。新一轮协议将于2023年11月开始执行，目前Dufry、新罗、中国中免、拉格代尔等10家旅游零售商参与竞标。
- 本次招标涵盖Aena旗下26家机场的零售运营权，合同期限长达12年：中标的运营商将运营5.5万平有税+免税零售区域，约85家免税店，2022年Aena旗下机场2022年零售额中免税占比65%。
- 租金模式尚未公开，但Aena在推介会表示此轮合同累计租金总额不低于180亿欧元，年化金额为15亿欧元（12年），2019年Aena商业收入为10.3亿欧元，预计新一轮合同下租金收入大幅超过疫情前。

图：Aena旗下机场2022年零售销售额结构



图：Aena商业收入（百万欧元）及同比增速



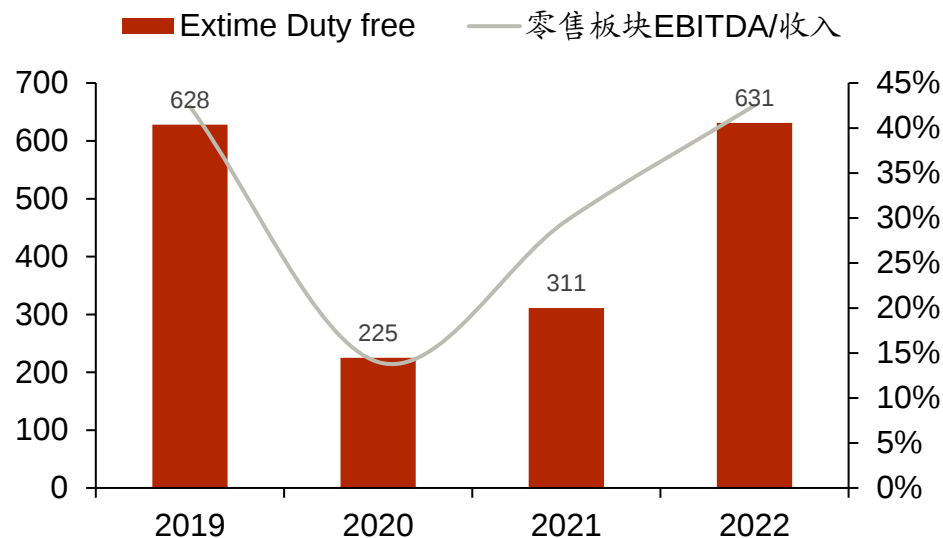
□ 法国巴黎机场集团ADP：继续以合资公司的形式运营免税业务，年销售额与利润率有望超过疫情前。

- ADP机场集团运营巴黎戴高乐机场和奥利机场，两机场的免税业务由子公司Extime Duty Free经营，ADP持股50%且并表，另一持股方为旅游零售龙头拉格代尔。2019年起Extime并表，当年收入6.3亿欧元。
- 新一轮免税经营依然以Extime为主体，ADP持股比例提升至51%，中标方依然为拉格代尔。
- ADP预计新合资公司10年期总销售额达到94亿欧元。ADP预计2023-2032年期间免税（含少量有税零售）销售额将达到94亿欧元，年平均销售额9.4亿欧元，高于2019戴高乐机场免税销售额为7.8亿欧元20%。2022年随着零售业务回暖，ADP零售业务EBITDA%已经超过2019年，公司预计2023-2025年EBITDA%会继续提升。

表：ADP机场集团零售业务

公司	业务	合作方	股权占比	会计处理
Extime Duty Free	免税	拉格代尔	50%	并表
Relay@ADP	旅行必需品	拉格代尔	50%	并表
Media ADP	广告	JC Decaux	50%	并表
EPIGO	餐饮	Select Service Partner	50%	权益法
Extime Paris Food & Beverages	餐饮	Select Service Partner	100%	并表

图：ADP机场集团免税业务收入（百万欧元）及零售业务EBITDA%



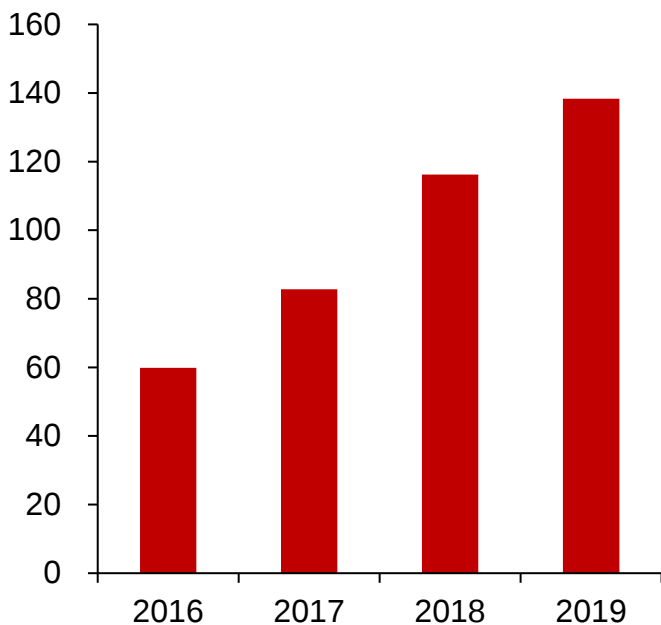
04

投资建议

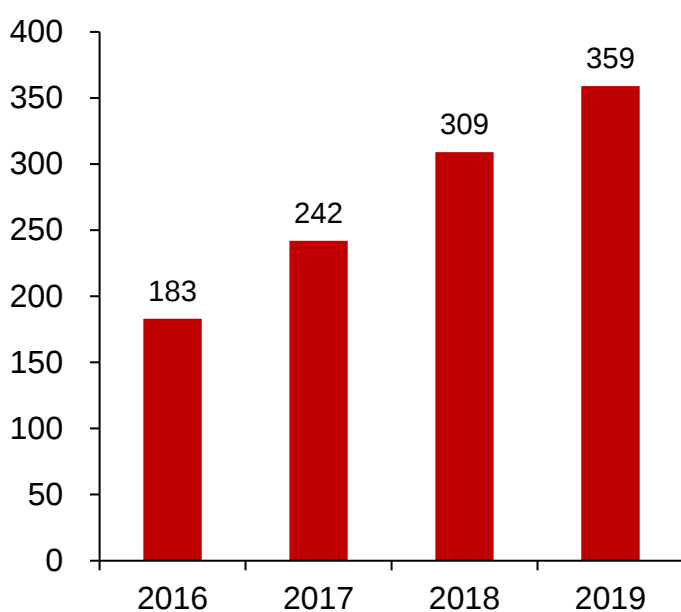
上海机场：

- 上海机场免税店人均消费额最高，且疫情前保持逐年提升。2019年上海浦东机场免税商品销售额138亿元，2016-2019年复合增速为32%；2019年浦东机场人均消费额359元，为全球最高，2016-2019年复合增速为26%。
- T1进境免税店于2019年5月开业，S1\ S2卫星厅免税店于2019年9月开业，免税面积扩充1倍,为品牌持续引进奠定了良好的基础。上海机场4月13日在互动平台表示，上海两场（浦东国际机场和虹桥国际机场）免税店均已开业。

图：浦东机场免税销售额（亿元）



图：浦东机场免税人均消费额（元）



表：上海机场免税面积

所属区域	区域性质	面积（平米）	恢复开业时间
T1航站楼	进境店/提货点	821	2023.3
	出境店	2465	2023.3
T2航站楼	进境店/提货点	1136	2023.3
	出境店	3431	2023.3
S1卫星厅	出境店	4678	2023.3
S2卫星厅	出境店	4384	2023.3
总计		16915	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所。

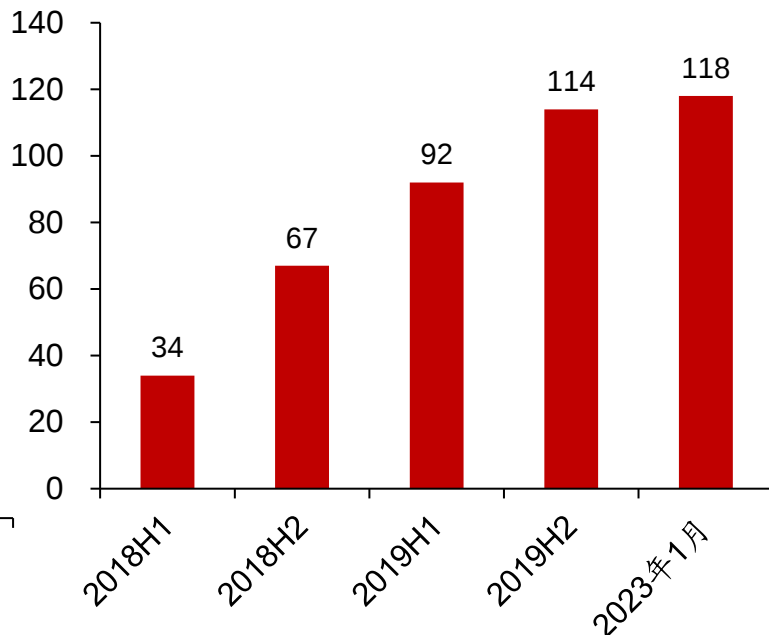
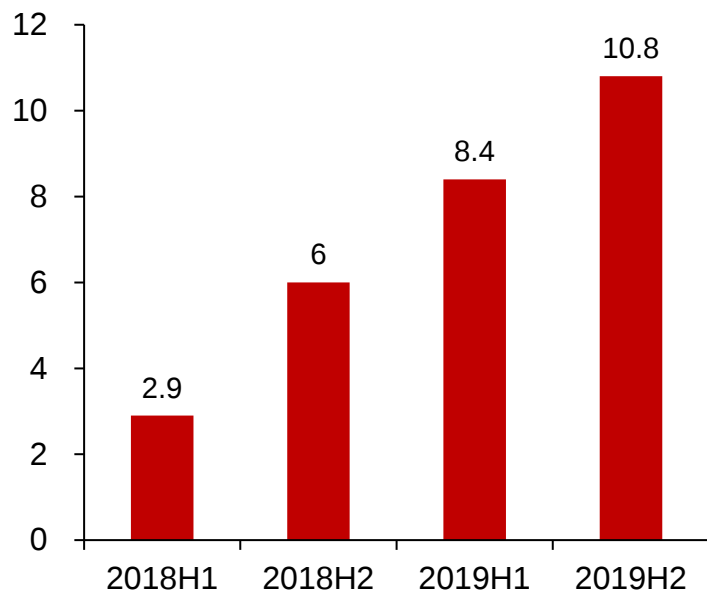
白云机场：

- 白云机场T1免税店面积约2100平，T2于2018年投产，进出境免税店面积4244平。T2投产后免税面积大幅增加，免税销售和客单价不如高速成长期。
- 白云机场免税店销售额2019年大幅提升。白云机场2019年免税销售额为19.2亿元，同比2018年上升117%；国际客流量为1871.3万，同比2018年上升13%；人均消费额为103元，同比2018年上升92%。
- 2023年1月8日起，白云机场入境免税店正式恢复开业，包括香化和酒水两家店铺；出境店铺香化、酒水、精品正常营业。2023年1月，根据海关披露数据，白云机场免税店客单价118元，超过2019年。

图：白云机场免税销售额（亿元）

图：白云机场免税人均消费额（元）

表：白云机场免税面积

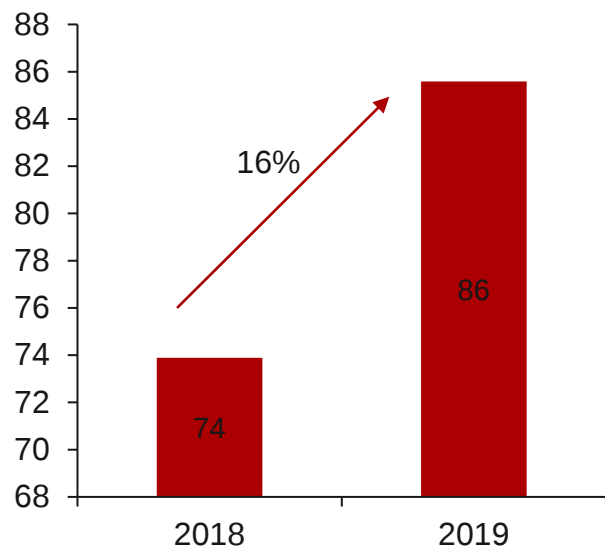


	提成比例	免税面积（平米）	恢复开业时间
T1出境免税店	约36%	1777	2023.1
T2出境免税店	35%	3544	2023.1
T1进境免税店	42%	400	2023.1
T2进境免税店	42%	700	2023.1

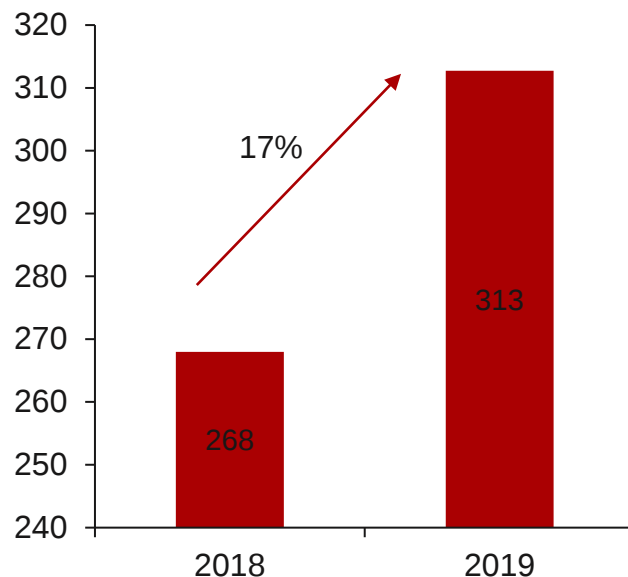
北京机场：

- 首都机场免税店（含T2、T3航站楼和大兴机场免税店）2019年销售额同比+16%，主要依靠客单价提升。2019年免税商品销售额85.6亿元，同比2018年上升16%；国际客流量2736.8万，同比2018年下降0.1%；人均消费额为313元，同比2018年上升17%。
- 首都机场T2\T3免税店于2018年2月开业，总免税面积为15000平米；大兴机场免税店于2020年11月开业，总免税面积为5133平米。2023年1月起，北京首都国际机场各个航站楼的部分免税店恢复营业。

图：首都机场免税销售额（亿元）



图：首都机场人均消费额（元）



表：北京机场免税面积

机场	区域	免税店面积 (平米)	恢复开业时间
首都机场	T2航站楼	进境417, 出境3186	2023.1
	T3航站楼	进境1939, 出境9461	2023.1
大兴机场	烟酒、食品	1666	暂未开业
	香化精品	3467	暂未开业

上海机场：

- 2018年9月，上海机场与日上上海签订了《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》，自2019年至2025年，7年免税保底收入410亿元（具体金额见下表），香化烟酒提成比率45%，精品百货提成比率为25%。月实收费用采用月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式。
- 2019年上海机场免税租金收入52亿元，远超过保底租金，综合扣点率42.5%，2017-2019年上海机场免税租金收入复合增速43%。

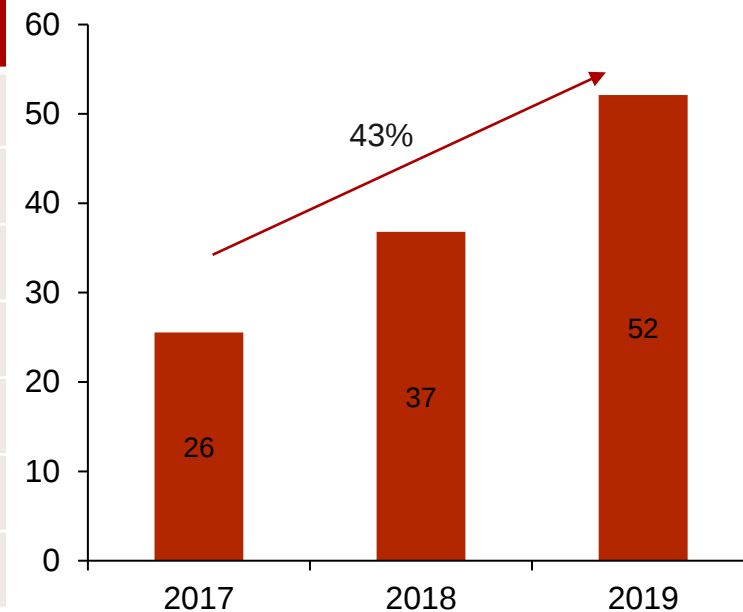
表：上海机场保底免税收入

合同期间	预计每年保底租金（亿元）
2019	35.25
2020	41.58
2021	45.59
2022	62.88
2023	68.59
2024	74.64
2025	81.48

表：上海机场免税面积

所属区域	区域性质	面积（平米）
T1航站楼	进境店/提货点	821
	出境店	2465.3
T2航站楼	进境店/提货点	1136
	出境店	3431.07
S1卫星厅	出境店	4678
S2卫星厅	出境店	4384
总计		16915.37

图：上海机场免税租金（亿元）



白云机场：2017年5月，白云机场与中免签订《进境免税项目经营合作协议公告》，进境免税店提成比例为42%；2018年9月，白云机场与中免签订了《T2出境免税店项目经营合作协议公告》，T2出境免税店提成比例为35%。

中免公司每月缴纳经营权转让费。月经营权转让费为月保底经营权转让费（月保底销售额×提成比例）与月实际销售提成额（实际销售额总和×分段提成比例）**两者取其高。**

年度递增额为以下两者取其高：

- 1、（上年度月平均实际销售额-上年度月保底销售额）× 20%
- 2、上一年度月保底销售额× 6%

2018、2019年，白云机场免税销售额分别为8.8亿元、19.2亿元，客单价分别为51、103元，免税租金随之步入快速成长期。

表：白云机场免税合同情况

	首年月保底销售额 (万元)	提成比例	免税面积（平米）	保底开始时间	合同期
T1出境免税店	-	约36%	约1700		
T2出境免税店	3292	35%	3544	2018.8.1	2018.4.26~2026.4.25
T1进境免税店	2356	42%	400	2018.4.26	2018.4.26~2027.4.25
T2进境免税店	3533	42%	700	2018.4.26	2018.4.26~2027.4.25

上海机场：2021年1月29日，中国中免与上海机场同时公告，基于不可抗力事件及重大情势变更，上海机场与中国中免子公司日上上海签订免 税补充协议。

1、月实际客流 ≤ 2019年月均实际国际客流×80%时

月实际销售提成 = 人均贡献 × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数

其中，“人均贡献”以2019年为基准，2019年上海机场免税收入52.1亿元，对应国际客流3851万，得“人均贡献”=135.28元。

2、月实际国际客流 > 2019年月均实际国际客流×80%时

“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，“月保底销售提成”按以下公式确定：月保底销售提成 = 当年保底销售提成 ÷ 12个月。其中，“当年保底销售提成”按如下顺序确定：

若当年实际国际客流（X）大于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取当年度对应的年保底销售提成；

若当年实际国际客流（X）小于等于下表中当年度对应的客流区间最小值，则取X所在区间对应的年保底销售提成额。

若2022年以后（含）的年实际国际客流（X）在2019-2021年所对应的区间内，则对应年度的年保底销售提成的计算公式为：年保底销售提成 = 对应年度保底销售提成 × (1 + 24.11%)。

□ 简言之，2021-2025年，上海机场的免税收入不再与免税销售额挂钩，仅与国际客流量挂钩。

表：上机与中免免税补充协议中客流与租金的对应关系

客流量区间	2021	2022	2023	2024	2025
<3080.8	135.28*实际国际客流*客流调节系数*面积调节系数				
3080.8~4172	35.25	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411	35.25*1.2411
4172~4404	41.58	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411	41.58*1.2411
4404~4636	45.59	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411	45.59*1.2411
4636~4868	45.59	62.88	62.88	62.88	62.88
4868~5100	45.59	62.88	68.59	68.59	68.59
5100~5360	45.59	62.88	68.59	74.64	74.64
>5360	45.59	62.88	68.59	74.64	81.48

白云机场：2022年签订，客流恢复后将全面恢复议价权。

2022年7月，白云机场与中国中免签订补充协议：

- 1、双方协商一致确定了2020年度经营权转让费，中免给白云机场2.96亿元。
- 2、对2021年1月1日起经营权转让费计算标准进行了调整。

(1) 原协议经营权转让费收取模式不变，即月保底经营权转让费与月销售额提成额取其高。对月保底销售额进行调整，设置客流系数、面积系数。

(2) 原协议2021年的月保底销售额基数执行2019年12月的月保底销售额。

- 当国际客流低于疫情前80%，月保底销售额按照19年12月为基数，不执行递增条款。
- 当国际客流高于疫情前80%，月保底销售额以上年度月保底销售额为基数，执行递增条款。

(3) 对受疫情影响尚未完成装修开业的店面，同意疫情恢复后开业时调整当年的月保底销售额基数，并相应收取店面管理费。

- 3、对进境免税店项目租赁期限进行调整，截止日期变更为2029年4月25日。

与上海机场免税补充协议相比：

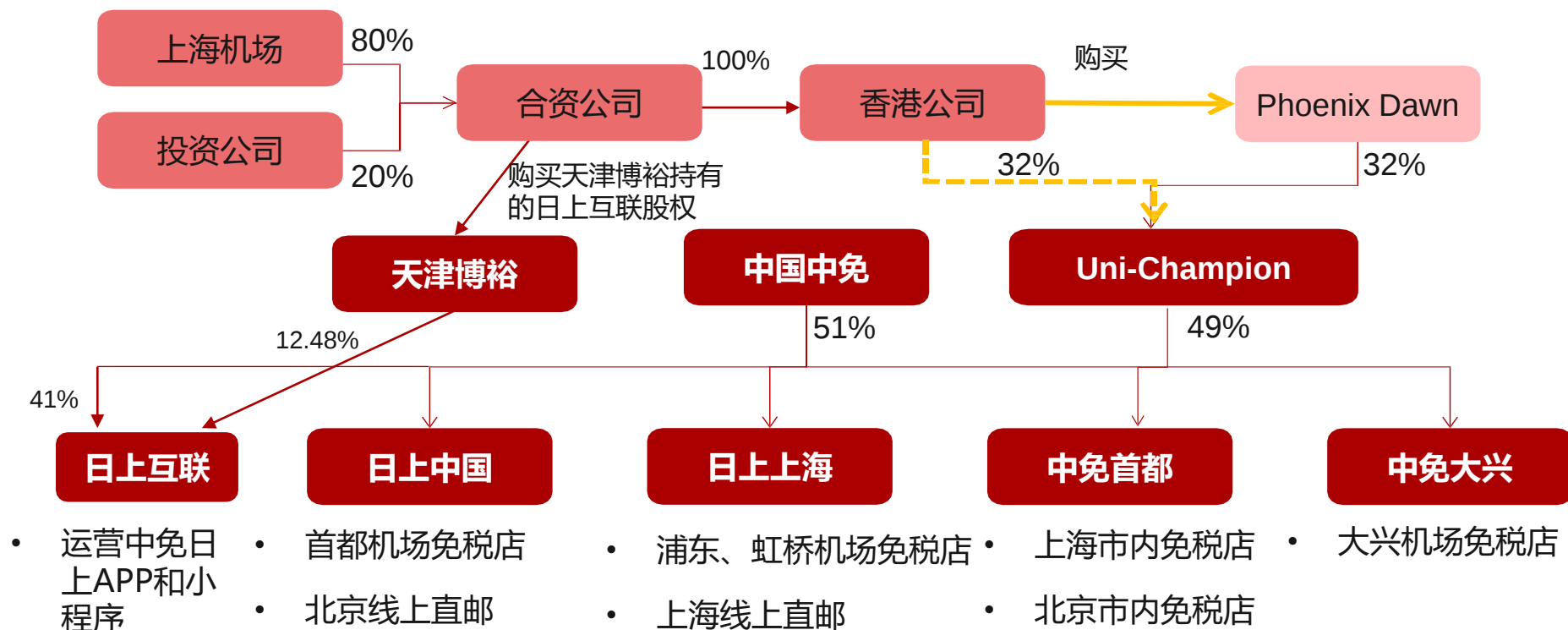
1、保底部分：白云的合同只影响疫情期间（即国际客流低于19年的80%）的保底，上机免税补充协议影响2021-2025年的保底（与客流恢复情况无关）。

2、提成部分：白云机场疫情后仍然按照保底提成（42%）孰高计算免税收入，但上海机场2025年内取消提成，且有封顶。

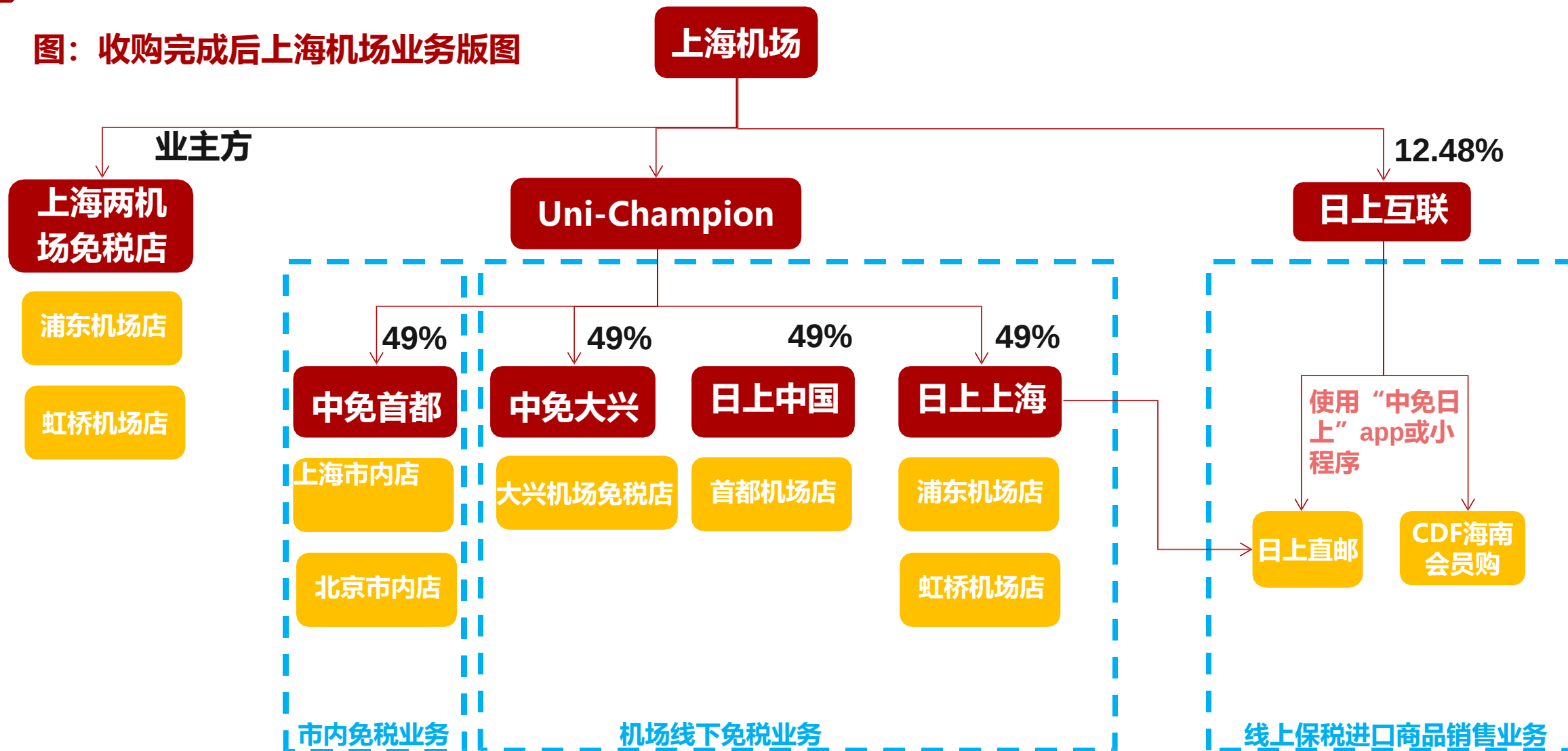
3、合约期限：白云机场进境免税店合约期限增加2年至2029.4.25，即42%进境免税店提成比例可以延长到2029年。上海机场合约期限不变，至2025.12.31。

- 2023年1月13日，上海机场发布公告称，公司决定与上海机场投资公司共同投资设立一家合资公司，并由合资公司在中国香港特别行政区设立一家全资子公司（香港公司）；并以合资公司为收购主体收购日上互联12.48%股权，以香港公司为收购主体收购境外公司Uni-Champion 32.00%的已发行股份。本次交易总投资金额为16.98亿元（Uni-Champion 13.5亿+日上互联3.42亿）。本次交易公司出资13.58亿元，出资额占比80%。
- 收购完成后，上机将持有日上互联12.5%股权、日上上海、日上中国、中免首都、中免大兴15.7%股权。上机从免税业主方，变成“业主方+经营方”，参股市内免税店、机场免税店、线上业务，抗风险能力大大增强。

图：上机收购股权交易框架



图：收购完成后上海机场业务版图



□ 综上所述，疫后海外机场免税：1) 随着客流恢复，零售租金收入大幅恢复，机场盈利能力回升；2) 客单价高于疫情前水平；3) 高奢品牌对机场渠道青睐度不减；4) 新一轮免税招标维持甚至超越了原有的租金水平，可见品牌方和免税运营方均对机场免税渠道充满信心。

□ 推荐白云机场：

(1) 随着国际客流恢复，白云机场免税店销售将修复，并重新回到高速增长轨道，公司将迎来业绩&估值双重修复。

(2) 免税长期增长空间大：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，销售额有望取得超预期表现，从而拉动租金收入超预期。

(3) 高奢入驻、有税渠道价值重塑：LV、GUCCI、Tiffany有税精品店已经开业，未来奢侈品牌有望出现羊群效应，机场有税渠道商业价值天花板有望打开。

□ 推荐上海机场：

(1) 收购Uni-Champion32%和日上互联科技12%股权，交易完成后上机将拥有线下机场和市内店、线上直邮、电商运营平台股权，标的资产将贡献投资收益，同时公司对线下业务依赖度降低，大幅提升公司的抗风险能力。

(2) 当国际客流开始恢复后，上海机场免税议价权回升，本轮免税补充协议有再次重谈的可能。

(3) 卫星厅新增0.9万平免税面积，为免税二次爆发带来良机，2023-2024年有望迎来重奢品牌开业。

4.6

海外上市机场集团估值一览

表：部分海外机场市值及估值水平

代码	公司	2019年归母净利润(亿美元)	市值（亿美元）	PE（2023）	EV/EBITDA（2023）	PB（2023）
AENA.MA	AENA	16.1	242	16	10	3
AOT.THA	泰国机场集团	8.2	311	48	28	10
ADP.PA	巴黎机场集团公司	6.6	156	24	11	4
FRA.DF	法兰克福机场	4.7	48	12	12	1
FHZN.SW	苏黎世机场	3.1	58	20	10	2

注：市值截至2023年5月6日，归母净利润为GAAP归母净利润，估值指标使用彭博2023年一致预期。

资料来源： bloomberg，浙商证券研究所。

- 1、**新免税协议谈判不及预期：**免税协议谈判将直接影响未来的租金收入和利润
- 2、**消费力恢复不及预期：**疫后消费力恢复较慢将导致部分可选消费品受到冲击。
- 3、**行业竞争加剧：**各零售渠道之间若进行价格战，将影响机场渠道的盈利能力。

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29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>