

休闲服务行业

韩国免税崛起之道：市内店政策+零售业集中+亚洲消费力

● **韩国免税：千亿规模快速增长，市内店占 81%，中国消费超 800 亿元** 韩国是全球最大的免税商品销售市场，根据韩国免税业协会数据，2018 年韩国免税销售额达到约 1183 亿元人民币，同比增长 35%，近十年复合增速高达 21%，19 年 Q1 增长 27.0%。从客源结构来看中国消费者的购买力为韩国免税业高速增长核心驱动力，我们估算 18 年中国消费者赴韩免税购物约 830 亿元人民币，19 年 Q1 中国赴韩免税消费约 255 亿元，同比增长 34%，17 年以来赴韩中国代购剧增。从渠道结构来看韩国免税业以市内店渠道为主，2018 年市内店渠道销售占比达 81.1%，近 5 年占比提升了 21 个百分点，19Q1 进一步提升至 84%。从竞争格局来看韩国免税业寡头垄断格局凸显，竞争激烈且或加剧，19 年 Q1 行业 CR3 高达 87%，19 年 5 月韩国政府拟再增加 6 块市内免税店牌照，韩国免税业竞争或进一步加剧。

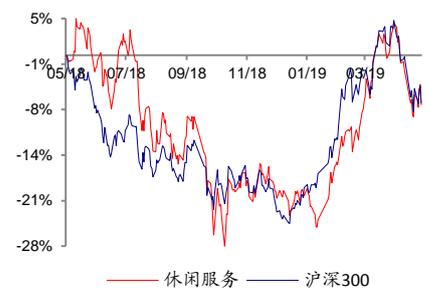
● **韩国免税成功之道：市内店政策、零售百货业集中、化妆品工业基础**
1) 政策支持市内店：韩国政府支持市内免税店发展，免税店牌照不断增发：根据 Moodie Davitt 数据，目前韩国一共有 60 张免税店牌照，包括 29 个机场免税店、26 个市内免税店，其中首尔有 10 张大企业市内免税店牌照。根据韩国海关公告，2015 和 16 年首尔连续分别增发 2 张和 3 张大企业市内免税牌照，引起韩国国内免税市场近三年供给剧增，免税店之间高佣金引流竞争加剧；2) 韩国零售百货业高度集中：规模大、渠道覆盖度全、品牌合作悠久带来选品和价格优势；3) 韩国化妆品工业具备积累，善用韩流强势营销。2017 年香化品类销售额占韩国免税销售额比例 52.5%，其中外国游客购买占比 83.5%，均持续提升。细分来看，韩国本土香化品牌占比 41%，韩国化妆品牌中大企业和小企业占比各半。

● **中国免税业启示：韩国市内免税经验值得借鉴，境外消费回流空间较大**
1) 预计 19 年中国消费者在韩免税购物或超千亿元，超过 90% 消费在市内店：Moodie Davitt 数据显示 2018 年中国游客在韩国市内免税店购物金额约 804 亿元人民币，同比大幅增长 47%，我们估算 18 年中国人在韩国免税消费购物或约 830 亿元，19 年 Q1 已达 255 亿元，预计 19 年中国消费者在韩免税购物或超过 1000 亿元人民币，消费回流空间较大。市内免税店购物面积大，品类全、消费体验佳，破除了机场免税店在时间、空间上的限制，韩国市内免税店以价格和便捷的购物环境形成了中国消费的巨大虹吸力。目前我国大力引导消费回流的背景下，如果借鉴韩国市内店经验，选择发展市内免税店渠道，在选址、选品、价格上创造更佳条件，或将有效引导我国居民赴韩消费的回流。2) 集中力量做大龙头，形成免税零售的规模优势进而形成价格和采购优势：对比韩国零售免税业的高集中度，我国免税业需要集中力量做大做优免税渠道龙头，在免税渠道内部进行规模化和多元化，叠加我国免税店高比例的中国短程出境客群与高端香化和轻奢购买主力客群的高度重合度，或将形成我国免税店对国际品牌商的高度议价能力，并转化成在采购选品、补货上新和成本价格上的优势，利用香化品类标准化属性和香化免税渠道的快速成长阶段迅速做大做强本土免税运营商。3) 我国免税龙头全球份额提升可期：贝恩数据显示中国消费者境外奢侈品消费体量近 5000 亿元人民币，我们估算其中通过免税渠道购买约 1800 亿元人民币，免税渠道为成熟、可控的引导回流渠道首选，我国免税龙头中免集团及其控股股东收购日上和海免后在国内免税市场占有率大幅提升，在全球免税业的份额从 2016 年的 2.2% 提升至 17 年 3.5%，18 年进一步提升至 6.7%，未来 3 年内预期有望超过 10%，而对比中国消费者占全球奢侈品消费额比例高达 33% 仍有空间，中国免税销售额冲击全球第一免税运营商可期。

● **风险提示：**针对中国居民出境的市内免税政策出台不及预期、汇率波动、事件性和宏观经济因素影响出境旅游和高端消费需求、新开店前期销售规模不及预期、机场扣点率过高、费用控制不及预期。

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-05-22

相对市场表现



分析师：	安鹏
	SAC 执证号：S0260512030008
	SFC CE No. BNW176
	021-60750610
	anpeng@gf.com.cn
分析师：	沈涛
	SAC 执证号：S0260512030003
	SFC CE No. AUS961
	010-59136693
	shentao@gf.com.cn
分析师：	张雨露
	SAC 执证号：S0260518110003
	SFC CE No. BNU523
	021-60750610
	zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

东方时尚 (603377.SH) :18 年盈利小幅下滑，异地项目逐步推进	2019-05-08
休闲服务行业:免税增长驱动板块稳健成长，酒店、出境游景气回升可期	2019-05-07
三特索道 (002159.SZ) :盈利显著好转，成熟项目快速增长	2019-04-29

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)	PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)			
			收盘价	报告日期			评级	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国国旅	601888.SH	CNY	76.32	2019/4/28	买入	78.0	2.36	2.57	32.3	29.7	19.2	15.5	22.1	19.4

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

韩国免税业：千亿规模快速增长，市内店为主，中国消费贡献超 800 亿元	6
市场规模：18 年韩国免税销售额达 172 亿美元，同比增长 35%，19Q1 增长 27%	6
客源结构：18 年中国消费者赴韩免税购物约 830 亿元，占比 84%，近两年代购剧增 ...	7
渠道结构：市内店占比超过八成，机场、离岛、口岸渠道多样化	10
竞争格局：乐天、新罗、韩国新世界寡头垄断，韩国免税业竞争激烈且或加剧	12
韩国免税业成功之道：政策支持市内店+零售业集中+化妆品工业具备基础	14
政策支持市内店：韩国政府支持市内免税店发展，免税店牌照不断增发	14
韩国零售业高度集中：规模大、渠道覆盖度、品牌合作悠久带来选品和价格优势	17
化妆品工业基础：韩国化妆品工业具备积累，善用韩流强势营销	19
中国免税业启示：韩国市内免税经验值得借鉴，境外消费回流空间较大	26
发展市内免税店：预计 19 年中国消费者在韩免税购物或超千亿元，超 90% 消费在市内	
店	26
集中力量做大龙头，形成免税零售的规模优势进而形成价格和采购优势	27
中国居民境外消费近五千亿元，免税渠道为成熟可控的引导回流渠道首选	28
风险提示	29

图表索引

图 1: 18 年韩国免税销售额达到 172 亿美元, 同比增长 35%, 09-18 年 CAGR 达 21%.....	6
图 2: 19 年 Q1 韩国免税销售额同比增长 27.0%, 其中外国旅客消费额增长 32.2%	7
图 3: 2018 年中国游客在韩国市内免税店购物达到 117 亿美元, 同比大幅增长 47%	7
图 4: 2018 年韩国市内免税店 84% 销售额由中国旅客购物贡献, 占比较 15 年提升 15 个百分点	8
图 5: 2018 年外国人在韩国免税购物消费额 136 亿美元, 占比 79%.....	8
图 6: 18 年外国人在韩免税购物消费额达 136.4 亿美元, 同比大幅增长 44.6% ...	9
图 7: 18 年外国人在韩国免税购物 1820 万人次, 增长 20.4%.....	9
图 8: 17、18 年国际旅客单价大幅增长 69% 和 20%.....	9
图 9: 2017 年中国游客在韩国免税购物客单价高达 5656 元人民币, 18 年继续提升	9
图 10: 2018 年中国旅客占赴韩外国旅客比例为 31%, 16 年曾达到 47%	10
图 11: 2018 年赴韩中国旅客数量为 479 万人次, 同比增长 15%	10
图 12: 2018 年韩国市内店渠道免税销售额占比达到 81%, 19Q1 达到 84%.....	11
图 13: 18 年韩国市内免税店销售额 140 亿美元, 同比增长 38.7%, 19Q1 增速 32%	12
图 14: 2017 年乐天、新罗和韩国新世界市占率分别为 42%、30% 和 13%	12
图 15: 2019 年 Q1 乐天、新罗和韩国新世界市占率分别为 38%、31% 和 18%	12
图 16: 2018 年以来韩国前三大免税运营商合计市场份额有所回升	13
图 17: 韩国国内免税业竞争激烈, 乐天和新罗海外扩张步伐加快 (单位: 亿美元)	13
图 18: 2013、2015 和 2016 年韩国分别新增 7、4、5 张市内免税牌照	14
图 19: 目前韩国 26 家市内免税中, 13 家位于首尔, 其中 10 家由大企业运营 ..	15
图 20: 18 年乐天购物、GS 零售、韩国新世界和现代百货市占率分别为 14%、7%、4% 和 2%, 合计约 27%	17
图 21: 18 年韩国零售业 CR4 约为 26.6%, 14-16 年 CR4 超过 40%	17
图 22: 17 年乐天百货、韩国新世界百货和现代百货市占率分别为 14%、17% 和 8%, 合计超过 38%	18
图 23: 17 年韩国百货业 CR3 约为 38.5%, 14-16 年 CR3 大于 50%	18
图 24: 2018 年乐天购物销售额 1782.1 百亿韩元, 零售市场份额 14.1%	18
图 25: 18 年韩国新世界销售额 518.2 百亿韩元, 百货市场份额 22.1%, 14-18CAGR 20.1%	19
图 26: 2015-17 年香化品类占韩国免税销售额 45.5%、51.2%、52.5%, 不断提升	20
图 27: 2016 年香化、时尚精品和手表首饰占韩国免税销售额 54%、16% 和 15%	20

图 28: 2017 年韩国本土品牌化妆品销量占比 41%	21
图 29: 免税店韩国化妆品销售额中大企业和中小企业约各占一半	21
图 30: 2017 年韩国化妆品工业总产值 13.5 万亿韩元, 近 5 年 CAGR 为 14.1%	21
图 31: 近年来韩国化妆品产值与日本化妆品产值差距不断缩窄	22
图 32: 17 年韩国化妆品企业数量 5829 家, 同比增长 17.5%	22
图 33: 17 年韩国化妆品产品种类超 12 万, 同比增 5.6%	22
图 34: 2018 年韩国化妆品出口总额达到 62.6 亿美元, 同比增长 26.6%	23
图 35: 2018 年韩国化妆品出口中国金额占韩国化妆品出口总额的 42.4%	23
图 36: 2014 年以来中国进口化妆品金额加速增长, 2014-18 年 CAGR 达 45.8%	24
图 37: 18 年爱茉莉太平洋收入 5.3 万亿韩元, 同比增长 3%	25
图 38: 18 年爱茉莉太平洋净利润 33.5 百亿韩元	25
图 39: 18 年爱茉莉太平洋高端化妆品收入 1.8 万亿韩元	25
图 40: 18 爱茉莉太平洋年海外销售额占比 37.3%, 近 8 年 CAGR 达 29.25% ..	25
图 41: 2016 年爱茉莉太平洋中国销售收入约 56.43 亿人民币, 同比增长 47.4%	26
图 42: 2018 年中国居民在韩国市内店购物额达到 804 亿元, 市内渠道占比约 95%	27
图 43: 2017 年以来我国免税龙头中免集团快速扩张, 19 年或将超过全部韩国免税商 (单位: 亿美元)	27
图 44: 2018 年中国居民在境外奢侈品消费达到接近 5000 亿元人民币	28
图 45: 未来中国境内渠道高端消费复合增速预期保持快速增长	29
表 1: 韩国免税店类型多样, 包含市内、机场、离岛等多种渠道	11
表 2: 增发韩国市内免税店牌照需要满足外国游客增长和销售额增长的条件	15
表 3: 首尔地区市内免税店特许经营牌照申请审评表评分体系 (一级)	16
表 4: 2016 年关税法修改后韩国市内免税牌照费用提升	17
表 5: 2017 韩国前 10 大产值化妆品产品有 9 款来自爱茉莉太平洋和 LG 生活健康	24

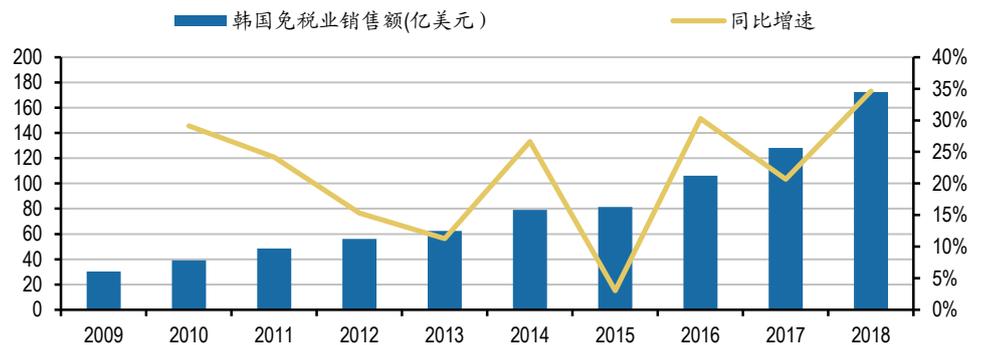
韩国免税业：千亿规模快速增长，市内店为主，中国消费贡献超 800 亿元

市场规模：18 年韩国免税销售额达 172 亿美元，同比增长 35%，19Q1 增长 27%

韩国是全球最大的免税商品销售市场。韩国免税业起源于1979年，旨在吸引海外游客到韩旅游促进韩国入境旅游业发展。根据韩国免税业协会数据，2018年韩国免税销售额达到172亿美元（约合1183亿人民币），同比增长35%，近十年韩国免税市场规模保持高速增长，从2009年的30亿美元增长至2018年的172亿美元，年复合增速高达21%。

2015年受MERS疫情影响，韩国免税销售额增速放缓至3%，2016年迅速复苏，销售额同比增长30%。2017年虽然中国赴韩国旅游人次锐减55%，但韩国免税业在中国代购需求支撑下依然保持快速增长，同比增长21%达到128亿美元，2018年韩国免税业规模增长加快，销售额同比增长35%至172亿美元，突破人民币千亿体量。

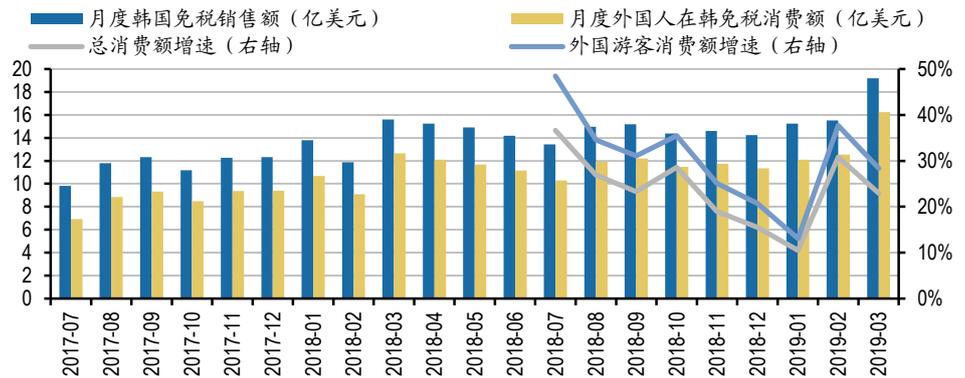
图1：18年韩国免税销售额达到172亿美元，同比增长35%，09-18年CAGR达21%



数据来源：韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

2019年中国新电商法实施以来，韩国免税业普遍担心中国代购需求急剧减少，从1-3月免税销售情况来看，韩国免税业依然保持快速增长。根据韩国免税业协会数据，2019年第一季度韩国免税业销售额达到50.0亿美元，同比增长27.0%（剔除汇率波动影响），而其中由外国旅客贡献的免税消费额同比增长32.2%（剔除汇率波动影响），目前韩国免税业依然维持快速增长。

图2: 19年Q1韩国免税销售额同比增长27.0%，其中外国旅客消费额增长32.2%



数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

客源结构: 18年中国消费者赴韩免税购物约830亿元, 占比84%, 近两年代购剧增

从客源结构来看, 目前韩国免税销售额近80%由外国消费者贡献, 其中接近75%由中国消费者贡献。根据KBeauty Science 数据, 2017年中国居民在韩国的免税消费购物额达到585亿元人民币, 2018年估算达到835亿人民币, 其中市内店消费804亿元人民币。

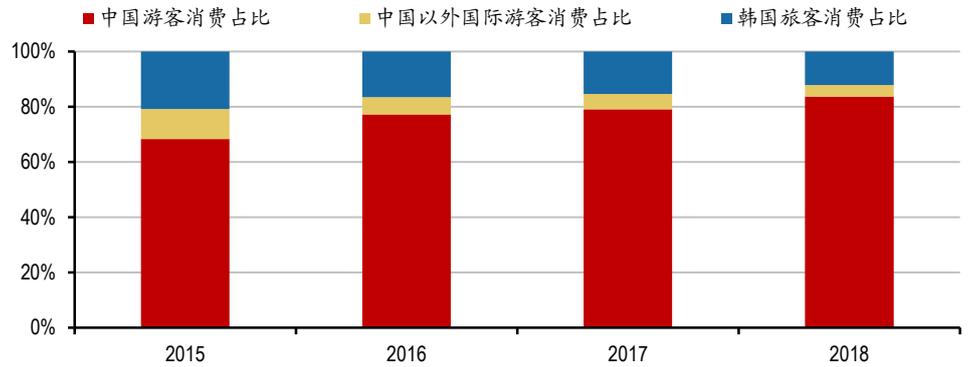
根据韩国媒体《亚洲经济》报道引用韩国海关数据显示, 2019年一季度韩国面向中国游客的免税销售额达到4.31万亿韩元(约合人民币255亿元), 同比增长34%, 占韩国19Q1免税销售总额5.62万亿韩元的比例高达77%, 较18Q1占比73%进一步提升了4个百分点。中国消费者的购买力已经构成了韩国免税业的最主要基石。

图3: 2018年中国游客在韩国市内免税店购物达到117亿美元, 同比大幅增长47%



数据来源: Moodie Davitt Research、广发证券发展研究中心

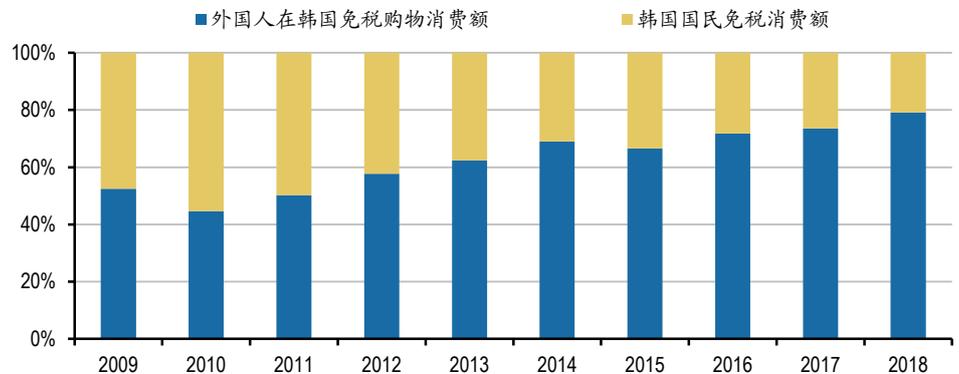
图4: 2018年韩国市内免税店84%销售额由中国旅客购物贡献, 占比较15年提升15个百分点



数据来源: Moodie Davitt Research、广发证券发展研究中心

根据韩国免税业协会数据, 2018年外国人在韩国免税购物消费额达到136.4亿美元, 同比大幅增长44.6%, 占当年韩国免税业销售总额79.1%, 同比提升5.5个百分点。2010年以来外国消费者购买额占韩国免税市场份额稳步提升, 从45%提升至2015年的69%, 15年受MERS疫情影响当年外国人免税消费额略有下降0.6%, 16年迅速反弹增长41%, 至2018年外国人消费额占比达到79%, 外国游客成为韩国免税业的主要客源。

图5: 2018年外国人在韩国免税购物消费额136亿美元, 占比79%

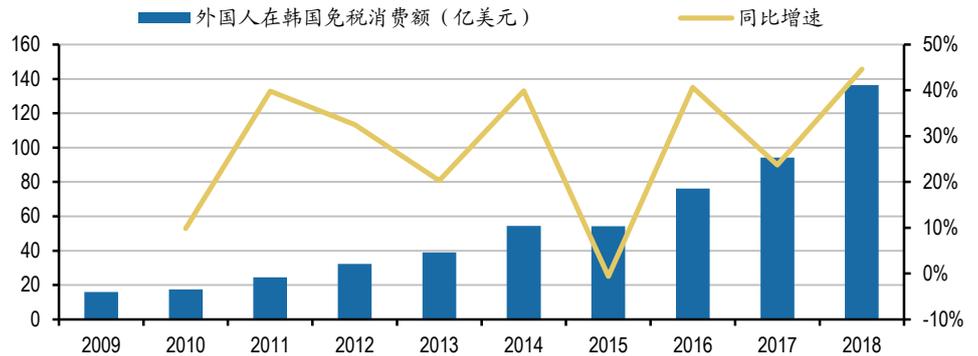


数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

根据韩国免税业协会数据, 2018年外国人在韩国免税购物人次达到1820万人次, 同比增长20.4%, 主要由于17年受事件性影响外国购物人次同比下滑27%, 2009-2018年外国人购物人次年复合增速为9.0%。

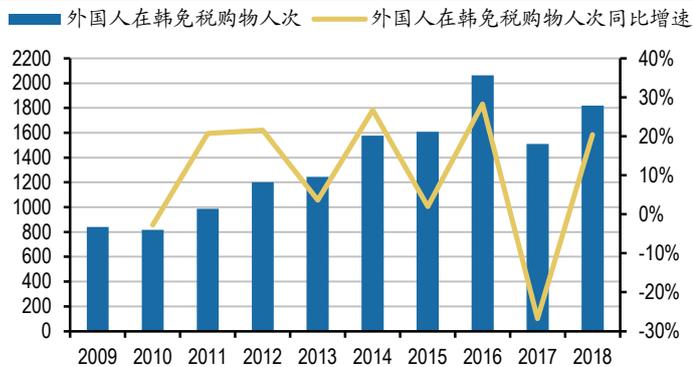
客单价方面, 外国消费者免税购物客单价远超韩国国民, 且近年来大幅上升, 主要由于中国赴韩代购增多。18年外国人免税购物平均消费额为749美元, 大幅超过韩国国民120美元的人均购物单价, 且2017、18年外国游客购物客单价大幅提升, 同比分别增长69.0%和20.1%, 主要由于近两年赴韩代购的中国代购大幅增加。根据KBeauty Science数据, 2017年中国游客在韩国免税购物客单价高达5656元人民币/人, 较16年的2800元/人大幅跃升91%, 18年继续提升, 前八个月客单价已经达到6481元, 中国代购现象态势严峻。

图6: 18年外国人在韩免税购物消费额达136.4亿美元, 同比大幅增长44.6%



数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

图7: 18年外国人在韩免税购物1820万人次, 增长20.4%



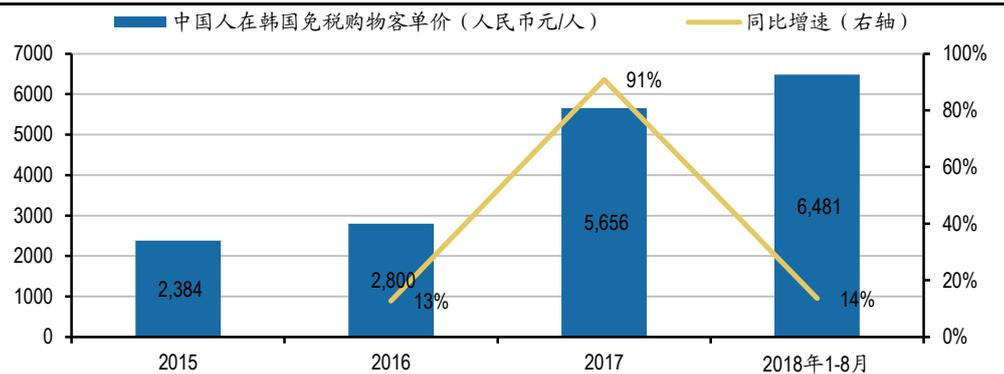
数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

图8: 17、18年国际旅客单价大幅增长69%和20%



数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

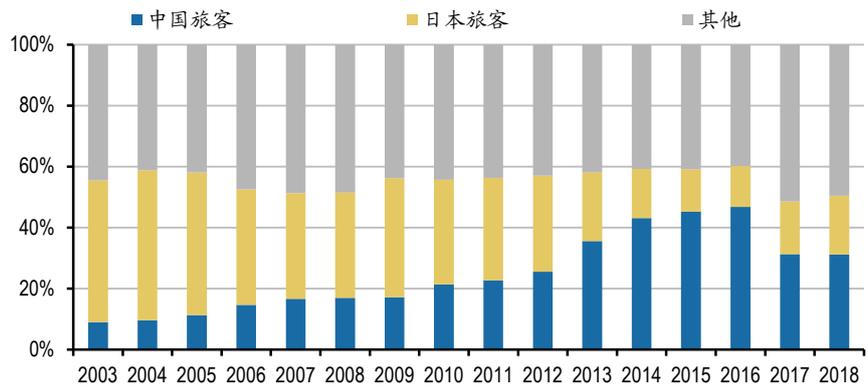
图9: 2017年中国游客在韩国免税购物客单价高达5656元人民币, 18年继续提升



数据来源: KBeauty Science、广发证券发展研究中心

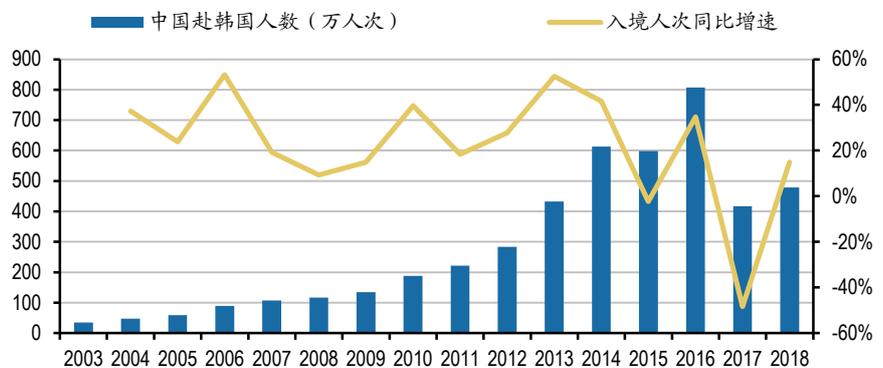
从韩国入境旅客构成来看, 18年中国旅客占入境外籍旅客比例为31%, 2010年至2016年中国游客赴韩国人数从188万人次快速增长至807万人次, 年复合增速高达27.5%, 中国旅客人数2013年开始超过日本, 占赴韩国际旅客比例从2010年的21%大幅提升至2016年的47%。2009年至2018年中国入境韩国人次年复合增长15.2%, 韩国免税购物业的繁荣发展一定程度上促进了韩国入境旅游的稳健成长。

图10: 2018年中国旅客占赴韩外国旅客比例为31%，16年曾达到47%



数据来源: 韩国观光业协会、广发证券发展研究中心

图11: 2018年赴韩中国旅客数量为479万人次，同比增长15%



数据来源: 韩国观光业协会、广发证券发展研究中心

渠道结构: 市内店占比超过八成, 机场、离岛、口岸渠道多样化

韩国免税业业态多样化, 包括市内免税店、机场免税店(出境+入境)、离岛免税店、口岸免税店、网上免税商店和机上免税。早在1979年, 韩国便放开市内免税店, 允许境外游客凭护照、离境机票于市内免税店购物, 无金额限制, 离境时于机场或港口提货。

表1: 韩国免税店类型多样, 包含市内、机场、离岛等多种渠道

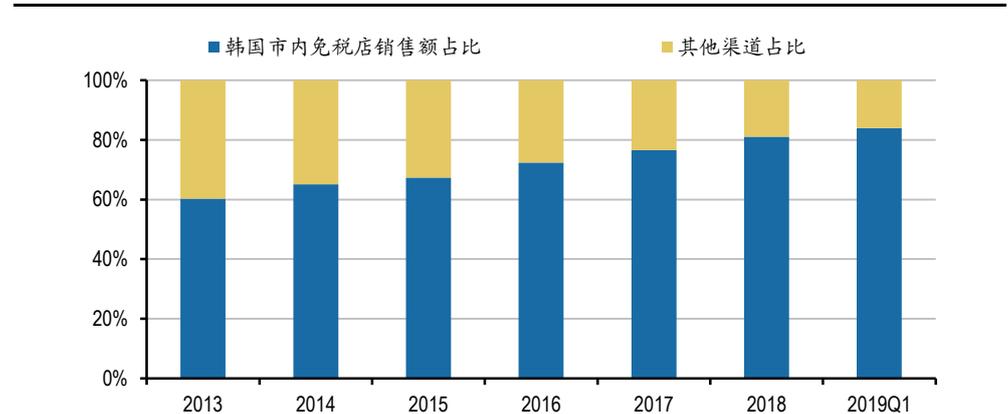
免税店类型	类型介绍
市内免税店	位于城市市区的免税商店, 向准备离境的国内外居民销售免税商品, 消费者在离境出发前可以在市内免税商店购物, 离境时在机场提货。1979年首次开业。
机场免税店	位于机场出境隔离区域的免税店, 面向离境的国外人旅客。1962年机场出境店开业。2019年5月首家机场入境免税店开业。
离岛免税店	2002年《济州国际自由城市特别法》允许济州岛实行离岛游客免税购物政策, 面向离岛的国内外游客, 2003年首次开业。
外交人员免税店	面向驻韩大使馆, 领事馆和国际机构事务所等外交人员专用免税店, 购物需要出示外交官身份证件

数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

从渠道结构来看, 韩国免税市场以市内店渠道为主, 2018年市内店免税销售额占韩国免税销售额比例达到81.1%, 占比较17年提升4.5个百分点。市内店渠道占比从2013年的60%持续大幅攀升至18年的81%, 2019年Q1进一步提升至83.9%。

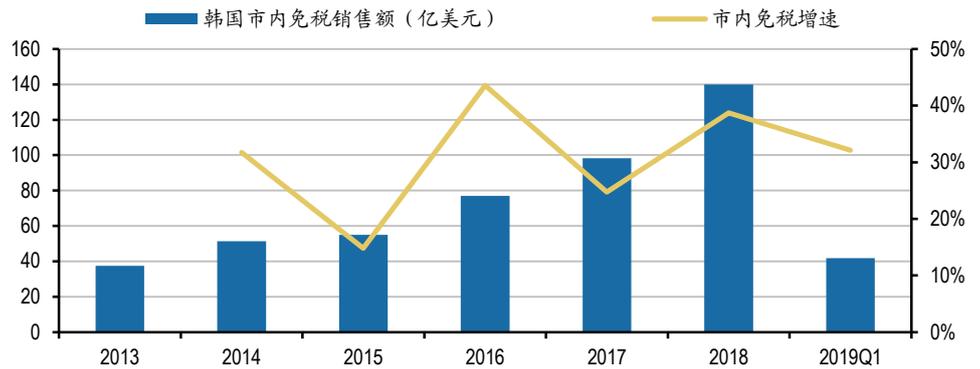
市内店销售规模来看, 2018年韩国市内免税店销售额15.4万亿韩元, 约合140亿美元, 同比增长38.1%, 同比增速较2017年24.7%进一步加速。2013-18年韩国市内免税销售额复合增速高达30.3%。2019年Q1市内免税销售规模达到4.7万亿韩元, 约合42亿美元, 同比增长32.1%, 维持高速增长。

图12: 2018年韩国市内店渠道免税销售额占比达到81%, 19Q1达到84%



数据来源: Moodie Davitt Research、广发证券发展研究中心

图13: 18年韩国市内免税店销售额140亿美元, 同比增长38.7%, 19Q1增速32%

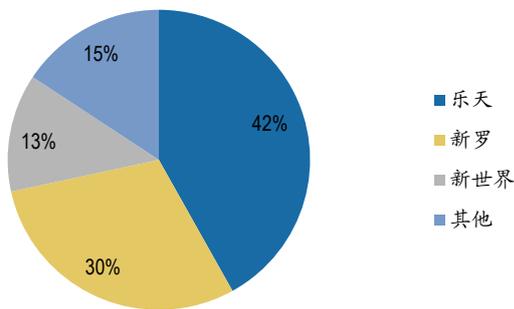


数据来源: Moodie Davitt Research、广发证券发展研究中心

竞争格局: 乐天、新罗、韩国新世界寡头垄断, 韩国免税业竞争激烈且或加剧

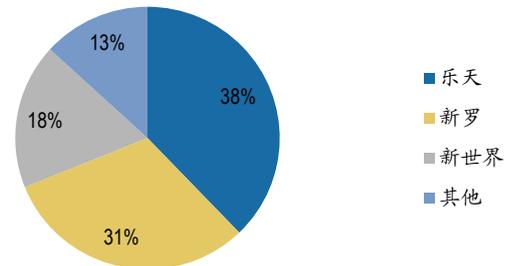
韩国免税行业主要由乐天、新罗和韩国新世界三家龙头寡头垄断竞争, 主要免税运营商之间竞争激烈, 营销费用高企。根据韩联社2019年5月15日报道, 2019年Q1乐天、新罗和韩国新世界的市场占有率分别为37.8%、31.1%和17.9%, 韩国前三大免税零售商合计市场份额高达86.8%, 较17年提升2.5个百分点, 2018年以来三大免税运营商合计市场份额有所提升, 三大龙头地位有所巩固。其中受仁川机场免税业务交接影响, 乐天免税份额有所下降, 韩国新世界免税份额快速提升。根据韩国媒体Sisa Journal报道, 2017年乐天、新罗和韩国新世界的市场占有率分别为41.9%、29.7%和12.7%, 前三大免税零售商合计市场份额达84.3%, 韩国免税业高度集中, 寡头垄断格局凸显。

图14: 2017年乐天、新罗和韩国新世界市占率分别为42%、30%和13%



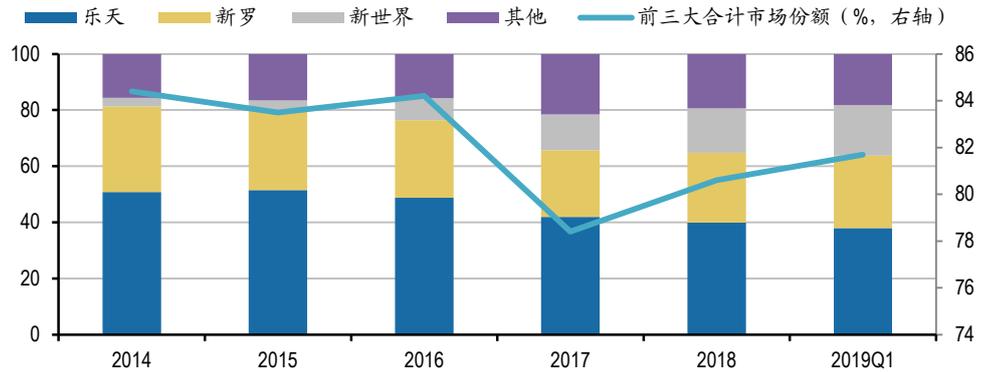
数据来源: Sisa Journal、广发证券发展研究中心

图15: 2019年Q1乐天、新罗和韩国新世界市占率分别为38%、31%和18%



数据来源: 韩联社新闻、广发证券发展研究中心

图16: 2018年以来韩国前三大免税运营商合计市场份额有所回升

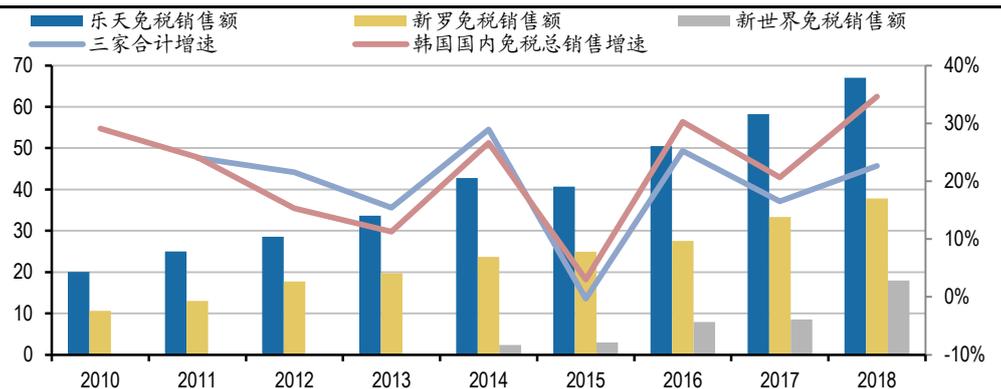


数据来源: Moodie Davitt Research、广发证券发展研究中心

根据Moodie Davitt数据, 2018年乐天、新罗和韩国新世界免税业务销售额分别为67、38和18亿美元, 同比分别增长25%、38%和119%。2019年Q1乐天、新罗和韩国新世界免税销售额分别为11.8、10.8和6.2亿美元, 同比分别增长10%、21%和107% (韩国新世界免税18年8月和7月分别新增仁川机场和首尔江南免税店)。

2016年以来受到韩国政府增发市内免税店牌照的影响, 韩国国内免税业竞争加剧, 乐天、新罗和韩国新世界三大免税龙头合计免税销售额增速略低于韩国本土免税业整体的高增长, 其中规模前二的乐天和新罗免税销售额16-18年复合增速分别为10%和11%, 低于韩国免税业总销售额同期31%的复合增速, 也低于排名第三的韩国新世界免税31%的增速, 近两年韩国国内免税行业竞争加剧, 期间也伴随着头部免税运营商激烈的获客竞争和高昂的营销费用。2019年5月以来韩国政府拟再增加6块市内免税店牌照, 未来韩国免税业竞争或进一步加剧。

图17: 韩国国内免税业竞争激烈, 乐天和新罗海外扩张步伐加快 (单位: 亿美元)



数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

韩国免税业成功之道: 政策支持市内店+零售业集中+化妆品工业具备基础

政策支持市内店: 韩国政府支持市内免税店发展, 免税店牌照不断增发

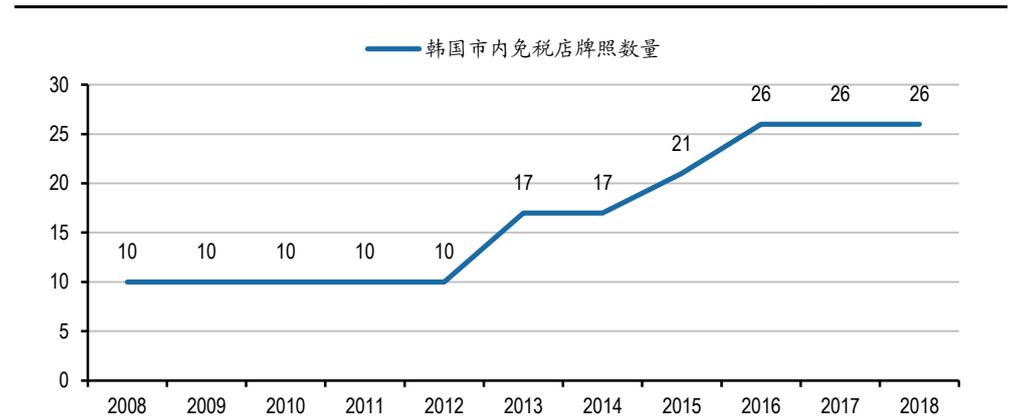
韩国免税行业以市内店免税业态发端, 起源于1980s年代初韩国贸易自由化之初时期, 韩国开始对服装、鞋、包类商品实行进口全面开放, 乐天最早于1980年在其乐天百货大楼专区内, 面向入住乐天酒店的日本旅客销售免税商品。此后, 1986年汉城亚运会和1988年汉城奥运会首尔接连的两大国际赛事使得乐天免税店知名度得到提升, 免税店商品品类也从最初的韩国电子产品拓展到其他国际化商品, LV、爱马仕和香奈儿等多个国际一线奢侈品牌均在80年代中后期开始入驻乐天免税店。

免税店提供优质购物环境, 促进韩国入境旅游发展: 韩国市内免税店、结合韩国流行文化, 已经成为吸引国际游客到访韩国旅游购物的重要基础设施, 起到了促进韩国消费、贸易、交通和城市服务业的巨大正向效应。韩国政府方面对于扩大韩国免税销售规模、通过免税渠道带动韩国国产商品走向海外市场一直持有积极鼓励的态度和政策举措。

韩国市内店免税店以牌照准入经营, 韩国财政部及下属关税厅负责监管: 韩国市内免税店经营需要以政府发放市内免税店经营牌照准入经营。韩国企划财政部及其下属韩国关税厅负责韩国市内免税店的政策制定和牌照发放。

牌照数量: 截止目前韩国一共有60张免税店牌照, 包括29个机场免税店、26个市内免税店、4家离岛免税店和1家外交人员免税店。分运营商类别来看, 大型企业拥有25张免税店牌照, 中小型企业拥有31张免税店牌照, 政府企业拥有4张牌照。韩国26家市内免税中, 13家位于首尔, 其中10家由大企业运营。

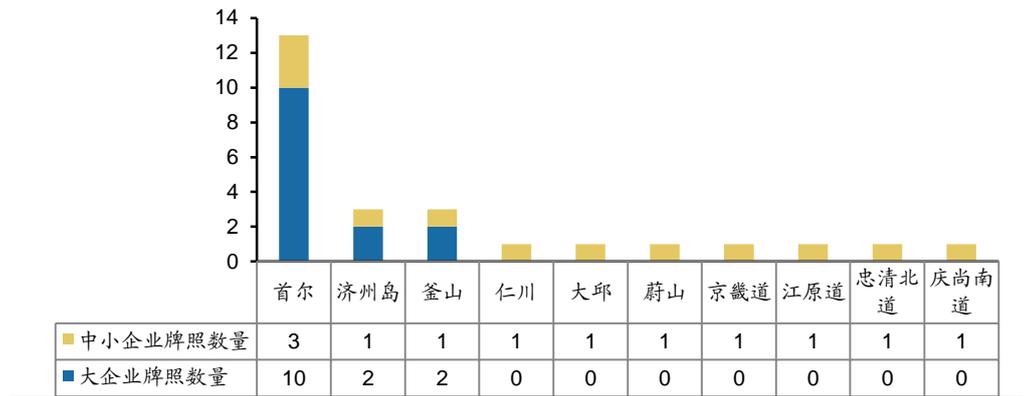
图18: 2013、2015和2016年韩国分别新增7、4、5张市内免税牌照



数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

区域分布来看, 目前韩国26家市内免税中, 13家位于首尔, 其中10家由大企业运营。济州岛和釜山各有3家免税店, 其余城市均只有1家免税店且由中小企业运营。

图19: 目前韩国26家市内免税中, 13家位于首尔, 其中10家由大企业运营



数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

增发牌照条件限制: 韩国市内免税店牌照进行增发需要满足当地外国游客增长和免税店销售额增长的条件。现行限制为拟增发牌照地区的市内免税店上一年销售额同比增加2000亿韩元, 或者该区域入境外国游客数量同比增长超过20万人次。

表2: 增发韩国市内免税店牌照需要满足外国游客增长和销售额增长的条件

日期	市内店牌照增发条件
2018年5月(提案)	上一年该地区国际游客数量增长30万, 或该运营商三年平均营业额增速超过10%
现行	当拟增发牌照地区的市内免税店上一年销售额同比增加2000亿韩元, 或者该区域入境外国游客数量同比增长超过20万人次
2007年修订	只有当拟增发牌照地区的市内免税店上一年的购物人次和销售金额均有超过一半来自外国消费者, 且该区域的入境外国游客数量同比增长超过30万人次, 则该地区可以增发新的市内免税牌照。

数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

韩国市内免税店牌照增发历程: 2013、15、16年均有增发, 19年或再度增发。

- ✧ **2013年新增7张牌照**, 只针对中小企业且不在首尔: 2012年12月31日韩国关税厅发布公告预批准对韩国中小企业新增9张市内免税店牌照。9个地区包括大邱、仁川、大田、蔚山、京畿道、忠清北道、全罗南道、庆北和庆尚南道。最终在2013年9月确认为蔚山, 京畿(水原), 庆南(昌原), 大田, 大邱, 忠北(清州), 忠南(天安)7个地区。
- ✧ **2015年新增4张牌照: 首尔3张+济州1张**: 2015年1月19日韩国关税厅发布公告将新增4块市内店牌照, 其中首尔地区3张(2张大企业, 1张中小企业), 济州新增1张(中小企业)。2015年是自2000年的15年以来首尔地区首次新增市内免税店牌照。最终2015年7月由HDC新罗和韩华Galleria获得首尔地区两张新增大企业牌照。SM免税获得首尔新增中小企业牌照。济州观光公社获得济州新增中小企业牌照。
- ✧ **2016年新增5张牌照: 首尔4张+釜山1张+江原道1张**: 2016年10月政府拟新增市内免税牌照6块, 市内免税店增至27家, 其中首尔新增4家(3张大企业, 1张中小企业), 釜山、江原道分别新增1家(均为中小企业)。

◇ **2019年或再次新增6块市内免税店牌照，首尔将新增3家总数达16家**，根据韩联社2019年5月15日报道，韩国财政部拟计划在今年新增六张新市内免税牌照，预计首尔地区将新增3家市内免税牌照，仁川和光州各新增1家，另有1家将由中小企业在忠清南道运营。韩国关税厅将在5月内发布牌照申请通知，并将在2019年11月底之前确定新增牌照的运营商。

牌照有效期和牌照续期程序：目前市内免税店牌照期仍为5年，2019年01月韩国海关新规允许大企业市内免税牌照可以延期一次（即最长10年），小企业可以延期两次（即最长15年）。此前大公司不被允许续期市内免税店牌照，中小企业可以续期1次。**2013年韩国关税厅将市内免税经营牌照期限由10年缩短为5年，且牌照续期从半自动续期变为公开招标。**牌照期限缩短和公开招标化，直接导致2015年11月招标后两家大型首尔市内店牌照易主，乐天世界塔店和Walker Hill免税店的经营牌照被Doosan和韩国新世界获得。

评判标准体系多元：根据2016年6月和12月韩国关税厅公布的市内免税店牌照申请和结果公告显示，首尔地区市内免税店特许审评表主要审核内容包括保税货物的管理能力、公司财务和经营能力以及对当地旅游、中小企业和社会发展的贡献度。

表3：首尔地区市内免税店特许经营牌照申请审评表评分体系（一级）

评估项目	评分
保税货物管理系统	70
保税货物管理人员	50
保税货物管理设施	50
法规遵从性	80
业务可持续性	120
财务稳健性和投资规模	180
无障碍环境	80
建设当地旅游基础设施	70
中小企业支持措施	80
对经济和社会发展的贡献	70
企业利润的回报	80
合作共赢	70
总分	1000

数据来源：韩国海关公告、广发证券发展研究中心

评审委员会：拟成立非政府评标委员会：2017年9月韩国财政部公告或拟将以100名公开的业界专家组成市内店牌照竞标的评标委员会取代现行的15名政府官员为主要成员的评标委员会，以期促进韩国市内免税牌照招标过程的透明度和公平性。

牌照费用：2016年关税法修订后韩国市内免税店牌照费从原有销售额的0.05%大幅上升至销售额的0.1~1%，其中对销售额2000亿韩元以下的免税店运营商的牌照费率为0.1%，对销售额超过2000亿韩元不到1万亿韩元的部分费率为0.5%，超过1万亿韩元的部分费率为1%。中小企业牌照费率维持在0.01%。

表4: 2016年关税法修改后韩国市内免税牌照费用提升

销售额	牌照费
2000 亿韩元及以下	销售额*0.1%=A
超过 2000 亿韩元不足 10000 亿韩元部分	A+ (销售额*0.5%)=B
超过 10000 亿韩元部分	B+ (销售额*1.0%)

数据来源: 韩国财政经济部、广发证券发展研究中心

限额: 韩国免税店对外国游客在免税店内购物金额不限额度。而针对韩国国民的离境免税购物有限制额度, 1985年提升韩国国民离境免税额度从500美元提升至1000美元, 1995年提升至2000美元, 1997年受经济危机冲击将额度降低到400美元, 2001年恢复到2000美元, 2006年进一步提升至3000美元。

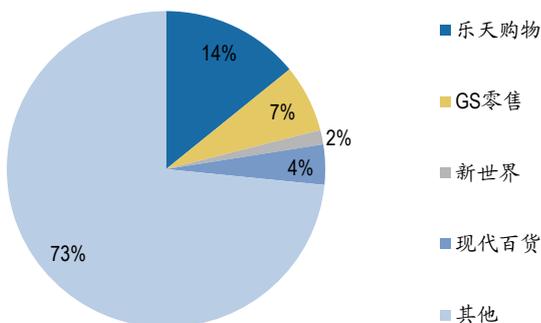
限品类: 韩国市内免税店不售烟酒, 济州离岛免税店限量销售烟酒。

韩国零售业高度集中: 规模大、渠道覆盖度、品牌合作悠久带来选品和价格优势

韩国零售业集中度高, 1) 渠道多样化: 免税店运营商诸如乐天、韩国新世界和现代, 不仅覆盖免税渠道, 也覆盖百货、奥莱、折扣、超市、便利店、化妆品和服装等专营店以及电商等多样化渠道。**2) 覆盖亚洲市场:** 凭借入境旅游发达, 韩国的百货运营商不仅覆盖韩国本国客户, 也在多年免税店运营的过程中积累了对日本和中国客户需求洞察, 而亚洲消费者占据主要奢侈品品牌客群体量过半。**3) 与品牌商合作历史悠久:** 韩国高端百货市场发展较早, 跟主要奢侈品供货商合作时间长, 议价能力相对强, 因此韩国免税渠道在选品和价格上相对具备优势。

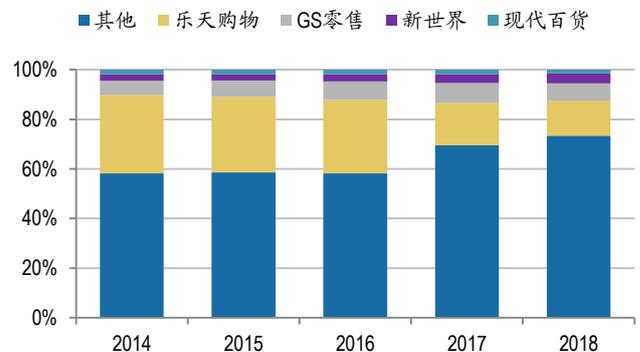
韩国零售业集中度高, 2018年乐天购物、GS零售、韩国新世界和现代百货四家企业合计市场份额约26.6%。根据韩国产业通商资源部统计, 2018年韩国零售业销售规模约12616.3百亿韩元(约合1060.1亿美元)。乐天购物、GS零售、韩国新世界和现代百货四家公司营收分别为1782.1、869.2、518.2和186.2百亿韩元, 在韩国零售业的份额分别为14.1%、6.9%、2.7%和1.5%。2014至2016年, 四家零售巨头合计市场份额稳定在40%以上, 行业集中度较高。

图20: 18年乐天购物、GS零售、韩国新世界和现代百货市占率分别为14%、7%、4%和2%, 合计约27%



数据来源: 韩国产业通商资源部、公司财报、广发证券发展研究中心

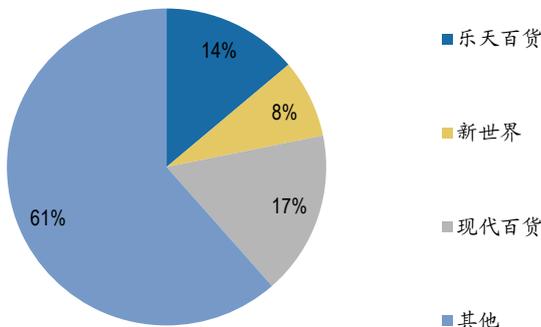
图21: 18年韩国零售业CR4约为26.6%, 14-16年CR4超过40%



数据来源: 韩国产业通商资源部、公司财报、广发证券发展研究中心

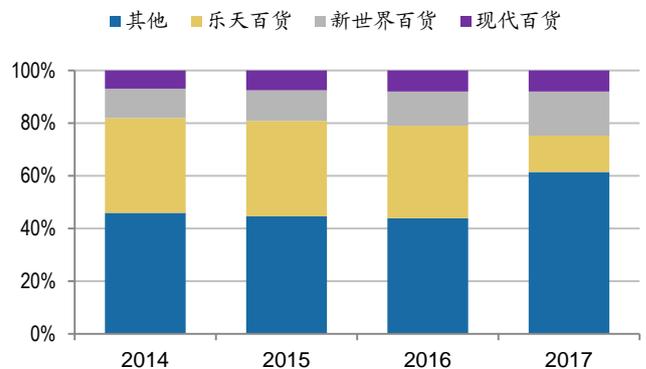
百货业方面，韩国百货业高度集中。韩国产业通商资源部数据显示，2017年百货业销售额为2316.5百亿韩元（约合194.6亿美元）。其中乐天百货受事件性影响，17年销售收入为320.4百亿韩元，相比16年803百亿韩元锐减60.1%，市占率为13.8%。韩国新世界百货和现代百货的2017年销售收入分别为387.1和184.8百亿韩元，市占率分别达到16.7%和8%，三家百货巨头合计市场份额约为38.5%。此前，乐天百货、韩国新世界百货和现代百货在2016年分别取得803、294.7和183.2百亿韩元销售收入，在百货业2284.5百亿韩元总销售额中占比分别为35.2%、12.9%和8%，合计市场份额达56.1%。2014、2015年三大企业合计市场份额分别为54%和55.4%。

图22: 17年乐天百货、韩国新世界百货和现代百货市占率分别为14%、17%和8%，合计超过38%



数据来源：韩国产业通商资源部、公司财报、广发证券发展研究中心

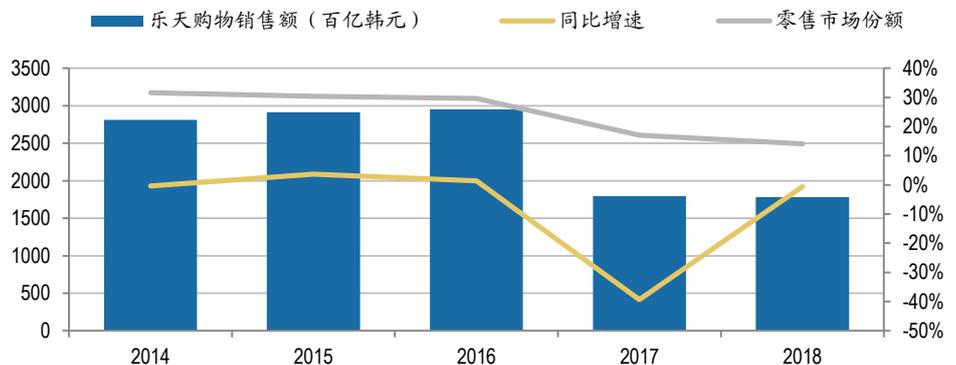
图23: 17年韩国百货业CR3约为38.5%，14-16年CR3大于50%



数据来源：韩国产业通商资源部、公司财报、广发证券发展研究中心

乐天集团是韩国五大集团之一，旗下子公司经营范围实现了百货、免税等零售渠道的全覆盖。成立于1979年的乐天购物是韩国最大的零售商。2018年乐天购物营业收入1782.1百亿韩元，同比小幅下降0.6%，在韩国零售业12616.3百亿韩元销售额中占14.1%份额。2017年受事件因素影响，乐天购物销售收入同比锐减39.3%至1792.6百亿韩元，市场占有率17.1%。此前乐天购物在2014至2016年的市占率分别为31.6%、30.4%和29.6%。

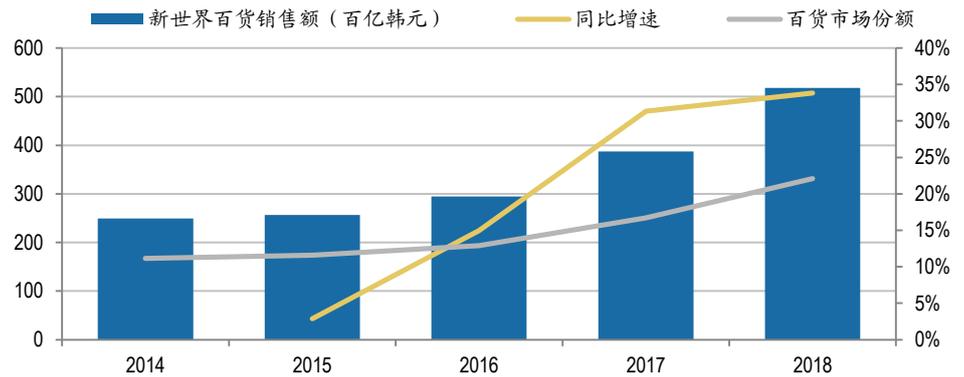
图24: 2018年乐天购物销售额1782.1百亿韩元，零售市场份额14.1%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

韩国新世界百货拥有韩国第一家百货商店，目前经营范围也覆盖百货和免税业务。2018年韩国新世界百货销售收入518.2百亿韩元，同比增长33.9%，占百货市场总销售额2346.6百亿韩元中22.1%的份额。2014年，韩国新世界百货销售收入为249.23百亿韩元，市场占有率为11.1%。14至18年销售收入复合增长率达20.1%，市场份额提升11个百分点。

图 25：18年韩国新世界销售额518.2百亿韩元，百货市场份额22.1%，14-18CAGR20.1%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

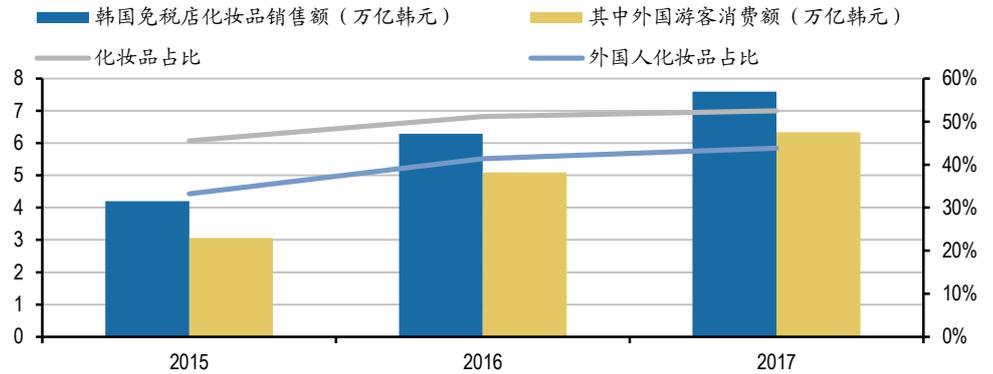
韩国免税店在客源结构上覆盖了韩国本地客户和以中国、日本消费者为主的亚洲中产客户，消费产品以高端香化品牌和国际奢侈品牌为主。乐天、韩国新世界等公司在零售百货业具有规模优势，与国内外供货商发展了长期的合作关系，议价能力相对强，特别是在韩国化妆品的选品和价格上具有优势。在韩国国内，LV、DIOR等国际奢侈品牌只为乐天、新罗和韩国新世界三家行业龙头企业供货。目前乐天明洞店是品牌最多、产品种类最全的韩国免税店。雪花秀、Whoo等高端韩国化妆品牌在乐天、韩国新世界等韩国免税店销售的价格最低、供应的品类最全，且免税渠道占韩国高端香化销售额比例过半，且不断提升。

化妆品工业基础：韩国化妆品工业具备积累，善用韩流强势营销

1、韩国免税品类结构：香化品类占比过半，其中韩系化妆品占比约四成

香化品类占韩国免税销售额比例过半且占比不断提升。香化品类成为韩国市内免税渠道最主要的品类，根据KBeauty Science报道，2015-2017年香化品类销售额占韩国免税销售额比例分别为45.5%、51.2%、52.5%，占比不断提升，其中外国游客购买比例分别为72.9%、80.9%和83.5%，占比也持续提升，中国游客和代购对高档化妆品的巨大消费需求推升了韩国免税店销售额不断增长。2018年前8个月韩国免税店的化妆品销售额达6.87万亿韩元，占免税总销售额比例55.5%，较2017年占比52.5%进一步提升了3个百分点。

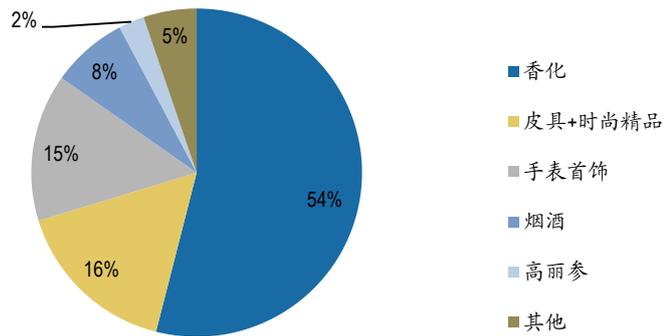
图26: 2015-17年香化品类占韩国免税销售额45.5%、51.2%、52.5%，不断提升



数据来源: KBeauty Science、广发证券发展研究中心

根据Moodie davitt数据, 2016年韩国免税销售额中香化、时尚精品和手表首饰占免税总销售额比例分别为53.9%、16.3%和14.5%。烟草、酒类、人参占比分别为4.9%、2.6%和2.5%。

图27: 2016年香化、时尚精品和手表首饰占韩国免税销售额54%、16%和15%



数据来源: Moodie davitt 广发证券发展研究中心

分产地来看, 韩国免税店销售的化妆品销售额中来自韩国本土品牌和国际品牌比例约为4: 6, 免税店韩国化妆品销售额中大企业和中小企业约各占一半。根据DFN数据, 2017年韩国免税店化妆销售额中的国产商品和外国产商品的销售总额分别达到3.10万亿韩元和4.48万亿韩元, 占总销售额比例分别为59.1%和40.9%。而在韩国本土生产的化妆品销售额中, 大型韩国化妆品企业和中企业的免税店销售额分别为1.55和1.56万亿韩元, 占比分别为49.7%和50.3%。

图28: 2017年韩国本土品牌化妆品销量占比41%

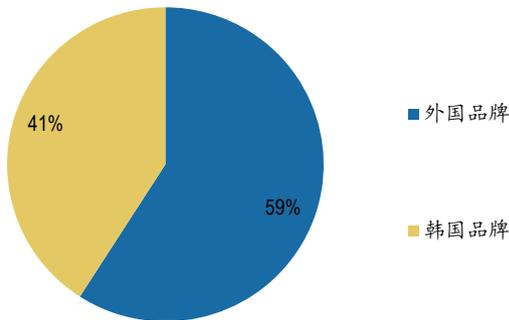
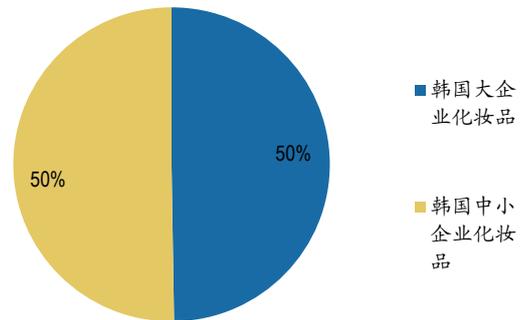


图 29: 免税店韩国化妆品销售额中大企业和中小企业约各占一半



数据来源: DFN、广发证券发展研究中心

数据来源: DFN、广发证券发展研究中心

2、韩国化妆品工业发展迅速，17年产值约125亿美元，近5年增速远超中国和日本

韩国化妆品工业起步较早，始于20世纪60年代，在韩国政府扶持下迅速进入高速发展阶段。80年代以来韩国实施化妆品进口自由化并全面放开零售市场，本土化妆品企业为了应对来自国际市场的竞争压力而不断研发创新。90年代以来韩国化妆品品牌重要性逐渐凸显，催生了爱茉莉太平洋、LG等大品牌的出现。2000年以来韩国化妆品行业借助互联网渠道拓展以及韩流文化营销，迅速打开海外市场，开启了韩系化妆品产业发展的全盛时代。

根据韩国化妆品协会数据，2017年韩国化妆品工业总产值达到13.5万亿韩元（约合124.5亿美元），近5年CAGR为14.1%。2003年至2017年韩国化妆品工业总产值呈现持续高速增长态势，由2003年的34.52千亿韩元增长至2017年的135.16千亿韩元，年复合增长率为10.24%，其中2012年至2016年是产值增长最快时期，年复合增长率高达17.86%。

图 30: 2017年韩国化妆品工业总产值13.5万亿韩元，近5年CAGR为14.1%

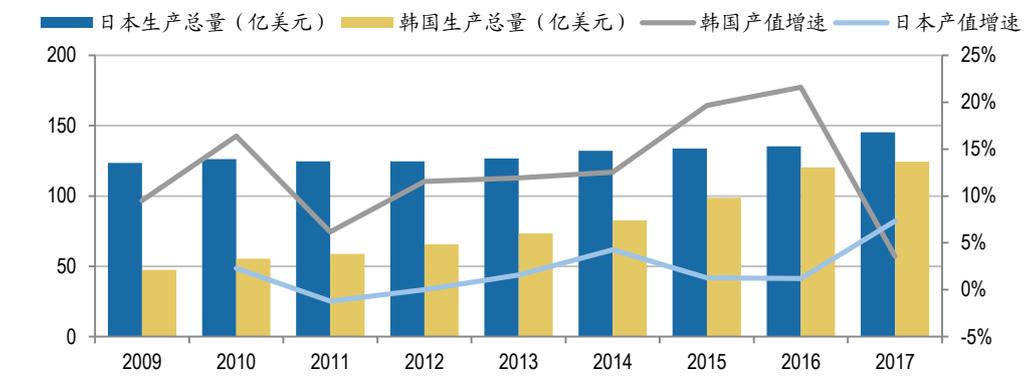


数据来源: 韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

近年来韩国化妆品产业发展速度超过日本，两者差距不断收窄。2017年韩国化妆品产值约124.5亿美元，日本化妆品产值约145.3亿美元，两国差距已缩小至20.8亿美元，而2009年韩国、日本化妆品产值分别为47.6和123.4亿美元，差距高达75.8亿

美元。2009至2017年，韩国化妆品产值CAGR为12.8%，比同期日本化妆品产值CAGR的2.1%高出10.7个百分点。

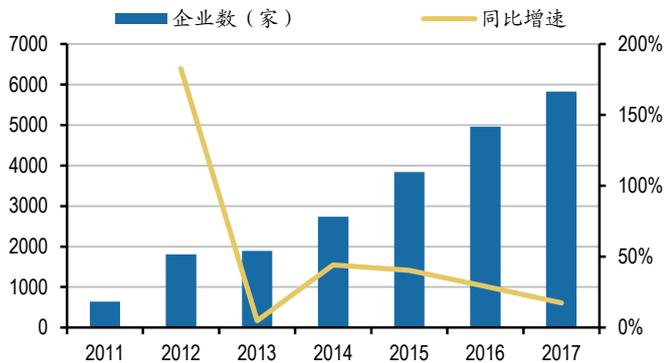
图31：近年来韩国化妆品产值与日本化妆品产值差距不断缩窄



数据来源：日本产经省、广发证券发展研究中心

在韩国国家政策的支持下，韩国化妆品企业数量不断增多，2017年已增至5829家，同比增长17.5%，2011至2017年CAGR高达44.5%。2017年韩国化妆品产品种类数达12.6万种，同比增长5.6%。

图32：17年韩国化妆品企业数量5829家，同比增长17.5%



数据来源：韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

图33：17年韩国化妆品产品种类超12万，同比增5.6%

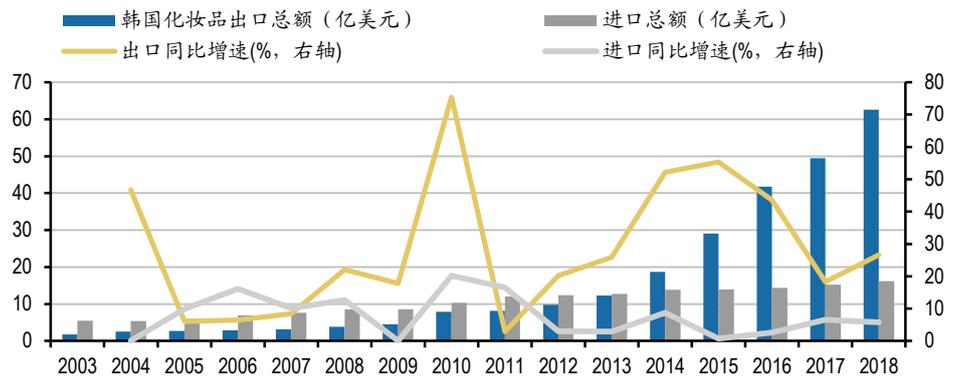


数据来源：韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

3、海外需求旺盛，18年中国进口化妆品百亿美元，其中进口韩国化妆品27亿美元

2011年以来韩国化妆品品牌纷纷走向海外市场，韩国化妆品协会统计数据显示，2018年韩国化妆品出口额达到62.6亿美元，同比增长26.6%，2011年至2018年复合增速高达33.8%。同期化妆品进口额仅从12.03亿美元小幅增至16.16亿美元，年复合增长率4.3%。18年韩国化妆品贸易顺差达到46.44亿美元，同比增长35.91%，近年来韩国化妆品出口额呈现高速增长趋势。

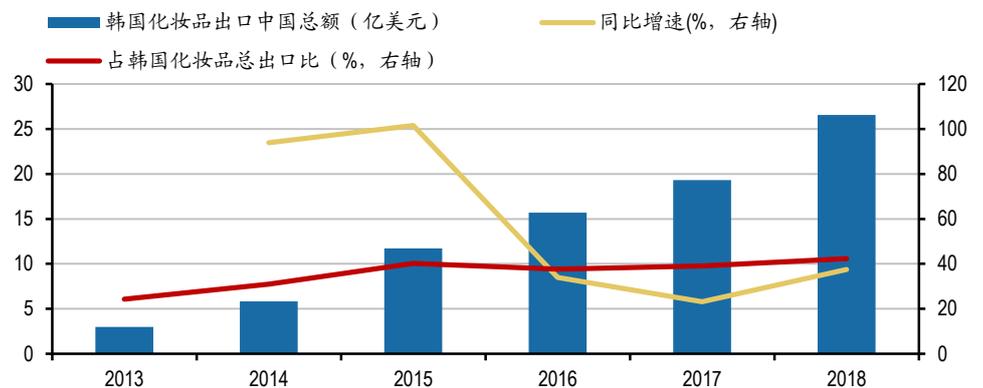
图34: 2018年韩国化妆品出口总额达到62.6亿美元, 同比增长26.6%



数据来源: 韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

中国是韩国化妆品出口最重要的海外市场。根据韩国化妆品协会数据, 2018年韩国向中国出口化妆品总额达到26.6亿美元, 同比增长37.5%, 2013-18年年复合增长率高达54.7%。其中2013至2015年韩流在中国的盛行推动了韩国化妆品对华出口的强势增长, 期间复合增速高达97.7%, 2015当年同比增幅高达101.5%。2017年事件因素影响下韩国化妆品出口中国总额增速放缓至23.1%。

图35: 2018年韩国化妆品出口中国金额占韩国化妆品出口总额的42.4%

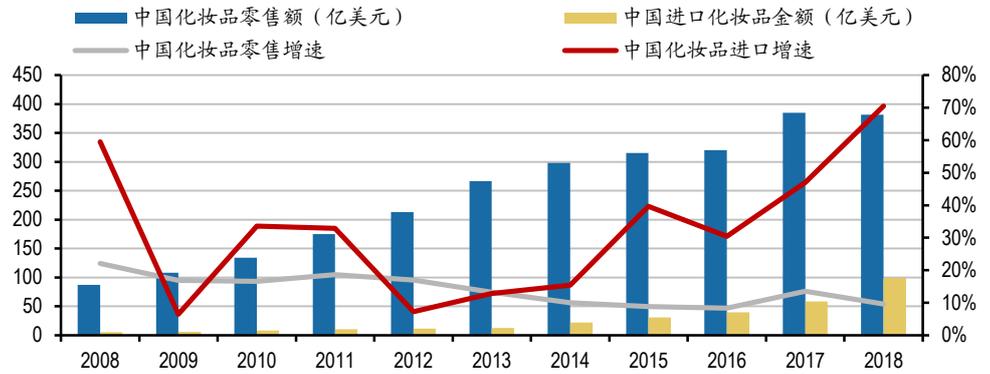


数据来源: 韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

从出口结构来看, 2018年韩国化妆品出口中国大陆金额占韩国化妆品出口总额的42.4%, 其他主要出口地区集中在亚洲地区, 依次为美国、日本、越南、泰国、俄罗斯、新加坡和马来西亚。

近年来中国化妆品消费增长快速，根据中国国家统计局数据，2018年中国化妆品零售金额2619亿人民币，同比增长9.6%，约合382亿美元，近十年复合增速15.9%。2018年中国进口化妆品金额达到99.2亿美元，同比大幅增长70.5%，2014年以来中国进口化妆品金额加速增长，2014-18年复合增速高达45.8%。

图36: 2014年以来中国进口化妆品金额加速增长，2014-18年CAGR达45.8%



数据来源: 中国国家统计局、中国海关总署、广发证券发展研究中心

4、爱茉莉太平洋等韩国化妆品龙头企业实力突出

韩国化妆品协会统计显示，2017年韩国产值前十大的化妆品产品有9款来自爱茉莉太平洋和LG生活健康两大韩国化妆品龙头企业，其中，爱茉莉太平洋旗下的雪花秀润致焕活肌底精华露以18.9百亿韩元的产值占据榜首。1994年以来韩国化妆品行业的品牌意识逐渐崛起，爱茉莉太平洋、LG生活健康等企业确立行业龙头地位。

表5: 2017韩国前10大产值化妆品产品有9款来自爱茉莉太平洋和LG生活健康

排名	生产产商	产品名称	单品年产值 (百亿韩元)
1	爱茉莉太平洋	雪花秀润致焕活肌底精华露	18.9
2	LG 生活健康	后 天气丹花献润肤乳液	17.4
3	LG 生活健康	后 秘贴自生精华	15.6
4	LG 生活健康	后 天气丹花献爽肤水	15.4
5	爱茉莉太平洋	雪花秀滋盈肌本平衡水	13.5
6	爱茉莉太平洋	雪花秀滋盈肌本平衡乳	12.9
7	爱敬集团	AGE 20's 精华粉底霜	11.4
8	爱茉莉太平洋	雪花秀滋盈生人参凝萃焕颜修护霜	8.1
9	爱茉莉太平洋	美仙护发精油	7.9
10	LG 生活健康	后 拱辰享水妍平衡乳	7.5

数据来源: 韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

爱茉莉太平洋: 高端产品是销售主力, 韩流营销开拓海外市场

2010年至2016年, 爱茉莉太平洋营业收入始终保持高速增长, 由10年的227.2百亿韩元迅速增至2016年的564.5百亿韩元, 年复合增长率16.38%。2017年中国赴韩

旅游人数锐减，公司营业收入同比下降9.2%至512.4百亿韩元，2018年营业收入小幅增至527.8百亿韩元，缓慢复苏迹象逐渐显现。净利润方面，爱茉莉太平洋盈利水平波动较大，2013至2016年为快速增长时期，净利润由26.7百亿韩元增至64.6百亿韩元，2017年起公司净利润持续下行，到2018年跌至33.5百亿韩元，与2010年的28.8百亿韩元相比年复合增长率仅1.9%。

图37: 18年爱茉莉太平洋收入5.3万亿韩元，同比增长3%

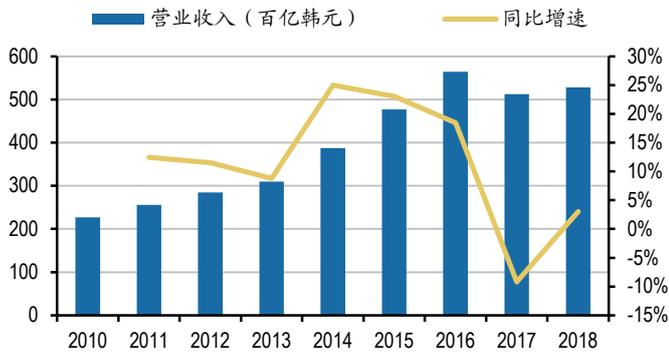
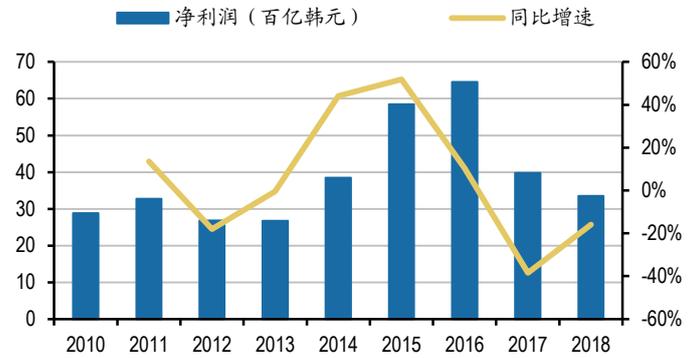


图38: 18年爱茉莉太平洋净利润33.5百亿韩元



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

分产品来看，高端化妆品是爱茉莉太平洋销售主力。2019Q1高端化妆品销售收入51.4百亿韩元，同比小幅增长2.1%，占总销售收入145.13百亿韩元的35.4%份额。2013至2016年，高端化妆品销量的迅速增长是推动公司业绩上行的强劲动力，2013年公司销售收入310百亿韩元，其中120.4百亿韩元来自高端化妆品销售，占比38.84%，经过3年迅速发展，高端化妆品收入在2016年达到243.6百亿韩元，年复合增长率26.48%，对总销售收入564.5百亿韩元的贡献率达45.15%，2017年至2018年，韩国免税销售经营惨淡，受此影响公司整体销售业绩下滑。

分地区来看，虽然国内销售额超过半数，但海外市场规模扩张迅速。2011年韩国化妆品企业逐渐开始探索海外市场，爱茉莉太平洋公司创造了32.7百亿韩元的海外收入，占比为15.2%，经过7年的发展，海外市场规模已扩张至197百亿韩元，年复合增长率29.25%，海外销售占比达到37.3%。

图39: 18年爱茉莉太平洋高端化妆品收入1.8万亿韩元

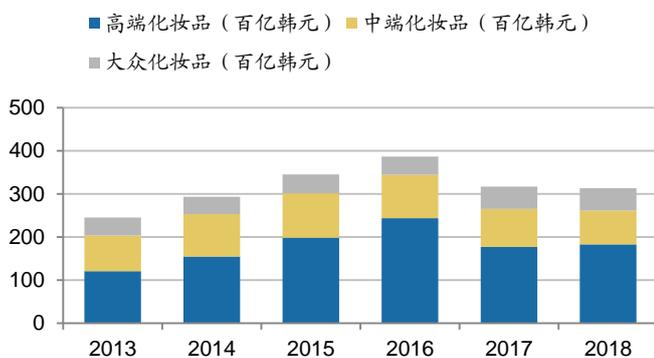
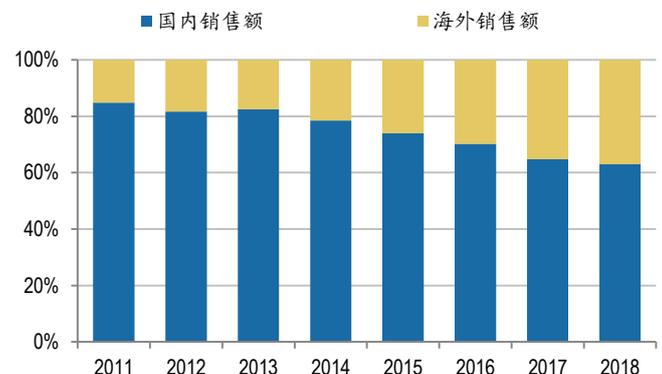


图40: 18年爱茉莉太平洋海外销售额占比37.3%，近8年CAGR达29.25%



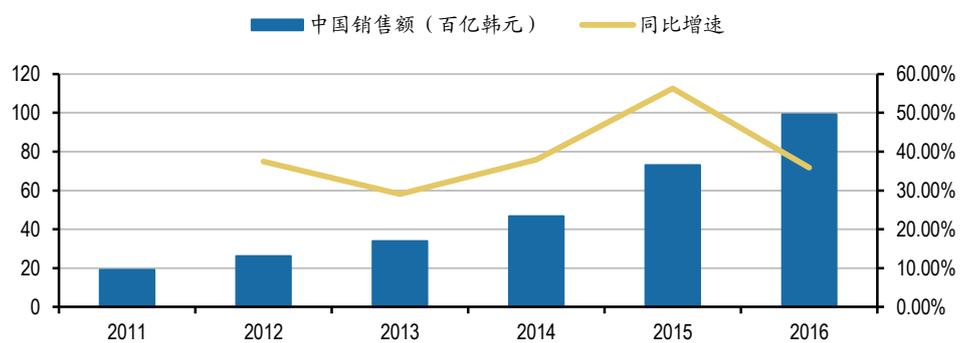
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

韩流和韩剧在海外广泛传播带动了韩系化妆品的流行与崛起。爱茉莉太平洋善用韩流进行营销，起用韩流明星代言产品，并在韩剧中植入广告，极大拓宽了公司销售的海外渠道。2013年底韩剧《来自星星的你》大热，爱茉莉太平洋作为主要赞助商，在剧中植入旗下产品，成功打造多个爆款产品。

以中国为代表的亚洲市场是爱茉莉太平洋海外需求的绝对主力。公司公告显示，中国市场的销售收入从2011年的19.1百亿韩元增至2016年的99.2百亿韩元（约合人民币59.43亿元），年复合增长率约40%，2016年中国收入在海外销售中的比重接近60%。2017年中国赴韩游客锐减导致韩国国内免税渠道及主要观光商圈销售萎靡，公司业绩有所下滑。

图41：2016年爱茉莉太平洋中国销售收入约56.43亿人民币，同比增长47.4%



数据来源：韩国化妆品协会、广发证券发展研究中心

中国免税业启示：韩国市内免税经验值得借鉴，境外消费回流空间较大

发展市内免税店：预计19年中国消费者在韩免税购物或超千亿元，超90%消费在市内店

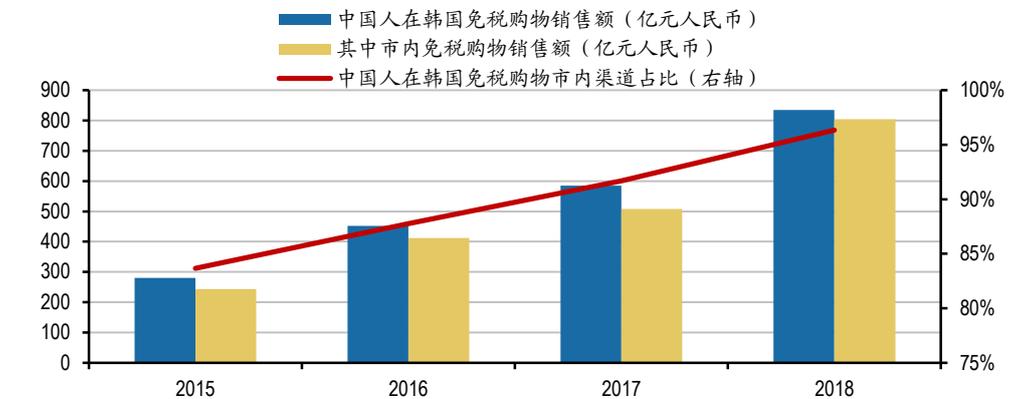
对比中国居民在韩国免税购物消费体量和渠道选择，我国发展市内免税店潜力较大。根据KBeauty Science数据，2017年中国居民在韩国免税消费购物额达到585亿元人民币，2018年估算达到835亿元，2019年Q1已经达到255亿元，预计2019年中国消费者在韩免税购物额或超过1000亿人民币，消费回流空间较大。

渠道选择上，中国消费者更加青睐于市内免税店购物。2018年赴韩中国消费者选择在韩国市内免税店的购物消费额占比高达约95%，中国消费者购物的市内店渠道占比从2015年的84%持续提升了11个百分点。根据Moodie Davitt数据，2018年中国游客在韩国市内免税店购物金额达到117亿美元（约合人民币804亿元），同比大幅增长47%，增速较2017年28%有所加速，2016年增速更是高达62%。

市内免税店购物面积大，品类全、消费体验佳，破除了机场免税店在时间、空间上的限制，且韩国市内免税运营商为了吸引中国消费者给与较大力度的促销返佣和各类优惠折，极具吸引力的价格和优质的购物体验促成了韩国免税店对中国消费的巨

大虹吸力。目前我国大力引导消费回流的背景下，选择发展市内免税店渠道，在选址、选品、价格上创造更佳条件，或将有效引导我国居民赴韩消费的回流。

图42: 2018年中国居民在韩国市内店购物额达到804亿元，市内渠道占比约95%



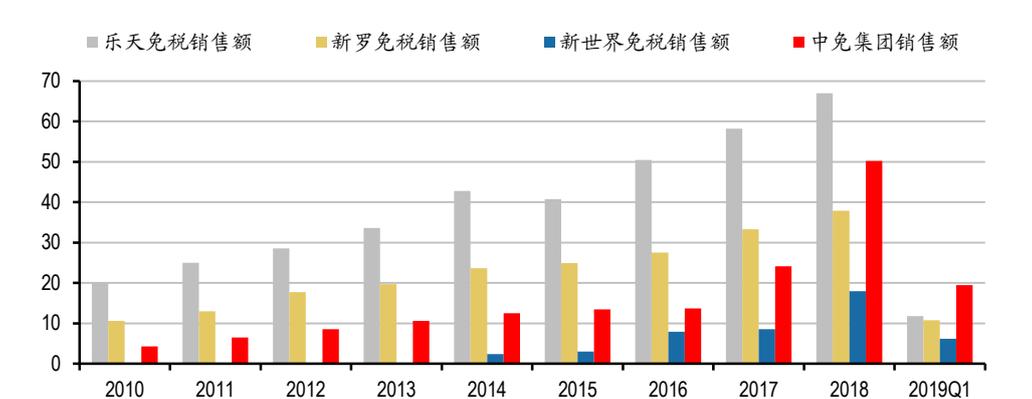
数据来源: Moodie Davitt、KBeauty Science、广发证券发展研究中心

集中力量做大龙头，形成免税零售的规模优势进而形成价格和采购优势

免税行业性质上类似基于旅游场景的零售百货业，规模是第一要义。韩国的零售百货业发展早、百货业集中度极高，韩国免税龙头能够凭借规模大、渠道全（免税+有税）、覆盖中国、韩国、日本的高端亚洲客群，形成对国际和韩国本土的高端香化和奢侈品品牌商较大的议价能力。韩国本土化妆品品牌对免税渠道依赖度较高，销量过半通过免税渠道，且对于小品牌化妆品、2017年以后尤甚。

对比韩国零售免税业的高集中度，我国免税业需要集中力量做大做优免税渠道龙头，在免税渠道内部进行规模化和多元化，叠加我国免税店极高比例的中国短程出境客群与高端香化和轻奢购买主力客群的高度重合度，且我国免税店作为以零售为主渠道具备更高价值量（韩国代购为主类批发），或将形成对国际品牌商的高度议价能力，并转化成我国免税店在采购选品、补货上新和成本价格上的优势，利用香化品类标准化属性和香化免税渠道的快速成长阶段迅速做大做强本土免税运营商。

图43: 2017年以来我国免税龙头中免集团快速扩张，19年或将超过全部韩国免税商（单位：亿美元）



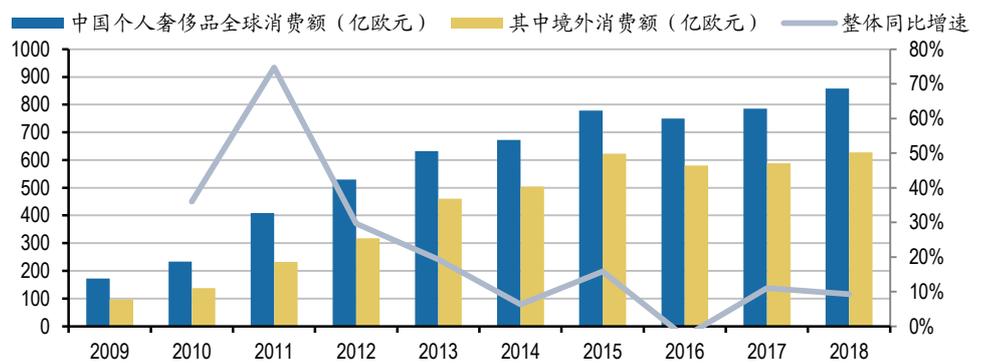
数据来源: Moodie Davitt、公司财报、广发证券发展研究中心

中国居民境外消费近五千亿元，免税渠道为成熟可控的引导回流渠道首选

中国居民境外消费接近5000亿元人民币，免税渠道回流空间较大。贝恩咨询数据显示2018年中国居民在境外奢侈品消费达到接近5000亿元人民币，我们估算其中通过免税渠道购买约1800亿元人民币，其中韩国免税渠道购买超过800亿元人民币，而18年中国免税销售额仅395亿元人民币，同比增长27.3%，保持快速增长。根据贝恩咨询的数据，2018年中国居民在全球购买个人奢侈品消费总额达到约6700亿人民币，其中中国境内消费约1700亿人民币，境外消费高达约5000亿人民币，贝恩咨询预测未来中国消费者全球购买个人奢侈品总消费额年复合增速在4%-5%，到2025年或达到超1.2万亿人民币规模，届时境内/境外消费渠道或各占一半（目前境内仅占27%），意味着未来7年中国境内奢侈品（高端）消费复合增速预期高达19%（2017、18年增速均为20%），境外预期增速仅为3.0%（过去9年平均增速高达25%）。

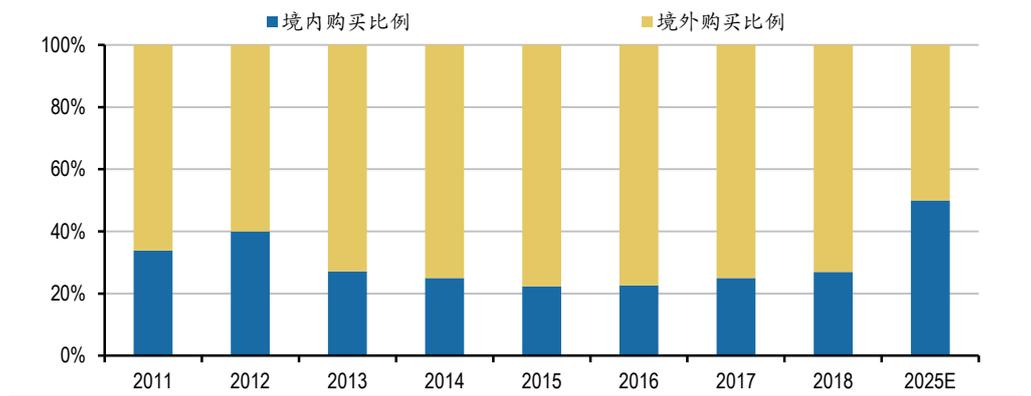
中国免税行业全球市场份额有望快速提升：全球免税行业竞争格局相对集中，近年来行业内大型并购频现，行业集中度呈现提升趋势，前十大免税零售商合计份额从2004年31%提升至2010年47%，2017年进一步提升至57%，强者愈强的规模效应在免税行业较为明显。中免集团及其控股东收购日上和海免后在国内免税市场占有率大幅提升，国内免税行业格局更趋集中，而中免集团在全球免税业的份额从2016年的2.2%提升至17年3.5%，18年进一步提升至6.7%，未来3年内预期份额有望提升至超过10%，而对比中国消费者占全球奢侈品消费额比例高达33%仍有空间，中国免税销售额冲击全球第一免税运营商可期。

图44：2018年中国居民在境外奢侈品消费达到接近5000亿元人民币



数据来源：贝恩咨询、广发证券发展研究中心

图45: 未来中国境内渠道高端消费复合增速预期保持快速增长



数据来源: 贝恩咨询、广发证券发展研究中心

风险提示

针对中国居民出境的市内免税政策出台不及预期、汇率波动、事件性和宏观经济因素影响出境旅游和高端消费需求、新开店前期销售规模不及预期、机场扣点率过高、费用控制不及预期。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密性

务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。