

## 上海机场 (600009.SH) 买入 (维持评级)

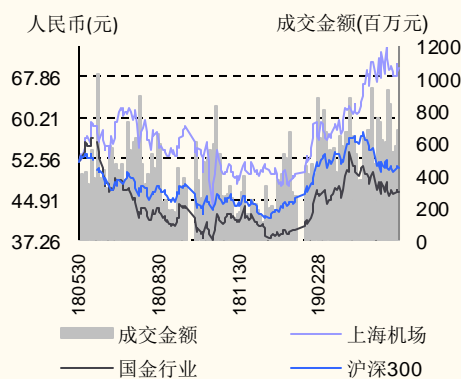
公司研究

市场价格 (人民币): 69.56 元

## 广阔增量市场, 机场免税战略价值被低估

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	16,917.99
总市值(百万元)	222,356.83
年内股价最高最低(元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



## 公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	1.912	2.196	2.750	2.967	3.376
每股净资产(元)	13.04	14.66	16.70	18.77	21.14
每股经营性现金流(元)	2.13	2.32	2.79	3.41	3.76
市盈率(倍)	23.55	23.12	24.03	22.28	19.57
净利润增长率(%)	31.29%	14.88%	25.22%	7.89%	13.81%
净资产收益率(%)	14.66%	14.98%	16.46%	15.81%	15.97%
总股本(百万股)	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96	1,926.96

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **消费回流空间可承接市内店体量, 于上海机场免税店无明显冲击。**①近年来亚太地区免税销售额的高速增长几乎全部由香化品类的高增长驱动。未来, 中国免税行业空间: 短期看香化, 中期看精品, 长期看国产品崛起。②测算在仅考虑香化品类回流带来的免税行业增量空间, 预计 19-21 年香化品类带来的免税品销售规模增量分别为 36 亿元/38 亿元/54 亿元。两种办法下, 预计上海市内免税店首年落地营收规模在 8-20 亿元左右, 成熟期 70 亿元以内。未考虑精品类, 香化品回流增量空间亦可完全覆盖市内店收入规模。
- **机场 vs 市内渠道战略之平衡: 机场店扩规模, 市内店谋盈利。**①市内店盈利能力好, 市场担心中免对渠道有不同侧重。②DFS 成长路径最具参考意义: 以机场店为运营基石, 扩张之路以机场店为筹码向市内店延伸, 联合扩张并做大做强。中免未来成长中, 机场作为免税核心流量目的地具有战略意义, 向市内店等其他业态扩张更加自然, 上海机场战略价值不容小觑。③单一机场店业态往往使其免税运营商盈利能力堪忧。市内店良好的盈利能力对维持机场店价格优势具备重要意义。中免规模效应带来毛利提升的边际改善空间已然有限, 开设新免税业态可使机场店价格优势得以维持。④上海机场对冲空间亦足够: 假设市内免税店首年落地规模 15 亿元, 且行业无明显增量空间, 预计影响上海机场当年免税收入 7%。而国际旅客增速边际提升 1.5pct 或渗透率提升 2pct 或人均客单价提升 2pct, 可实现完全对冲。
- **我国市内免税店占比难及韩国水平。**①中韩两国对奢侈品需求的狂热和免税品价差优势, 决定两国均具备免税行业广阔成长空间。②但市场普遍忽视中韩两国在奢侈品渠道结构、推动免税行业发展背后的政策诉求、两国免税行业竞争结构上的较大差异。③渠道结构差异, 决定奢侈品生产商在中国更需平衡免税 vs 有税渠道。政策诉求差异, 决定中国市内店大概率需对消费额度进行限制, 且我国政策力度难及韩国水平。竞争结构差异, 决定市内店规模盲目扩张与价格战难在中国发生。

## 投资建议

- 由于市内免税店政策放开尚未落地, 我们维持公司 19-21 年免税业务收入预计分别为 53 亿元/72 亿元/93 亿元, 对应 EPS 分别为 2.75 元/2.97 元/3.38 元, 对应 PE 分别为 24X、22X、20X, 3 个月目标价 75 元, 维持“买入”评级。

## 风险提示

- 新建卫星厅成本增量超预期, 免税销售低于预期, 突发性事件影响。

## 相关报告

1. 《新免税协议履行, 毛利率显著提升-《2019-04-27 上海机...》, 2019.4.27
2. 《营收增长提速, 关注卫星厅新增成本-《2019-02-21 上海...》, 2019.2.21
3. 《免税推动业绩增长依旧坚挺-《2018-10-29 公司点评》, 2018.10.29
4. 《免税合同签订, 披露细节揭示商业价值-《2018-09-08 公...》, 2018.9.8
5. 《Q2 业绩增速高位回落, -《2018-08-26 公司点评》, 2018.8.26

徐君 联系人  
xu\_jun@gjzq.com.cn

黄凡洋 分析师 SAC 执业编号: S1130519020004  
(8621)61038274  
huangfanyang@gjzq.com.cn

## 内容目录

1. 市内店是亚洲免税渠道的重要业态.....	4
1.1 政策推动，是市内免税渠道发展的重要驱动力.....	4
1.2 离岛免税政策放宽力度大，源于“海岛”的特殊地理形态和有税商品业态不发达.....	4
1.3 出境市内免税店更加偏向于“零售”业态，有税与免税品渠道之间的平衡不容忽视.....	5
2. 韩国免税行业的渠道结构难以成为中国的对标.....	7
2.1 相同的是对奢侈品需求的狂热和免税品价差优势.....	7
2.2 韩国市内免税店和中国零售商场分别是奢侈品生产商在两国发展的重要线下业态.....	8
2.3 韩国意在以免税为引流做大文化旅游产业，中国旨在吸引消费回流.....	14
2.4 韩国市内免税行业竞争激烈，规模盲目扩张和价格战在中国难出现.....	11
3. 沙盘推演：中国免税行业渠道结构将如何演变？.....	12
3.1 额度若进一步提升将显著扩大免税行业空间.....	12
3.2 品类结构的演变：短期看香化，中期看精品，长期看国产品崛起.....	12
3.3 渠道稀释还是蛋糕做大？—消费回流增量空间可承接市内店体量.....	16
4. 上海机场：战略价值明显，对冲空间亦足够.....	20
4.1 机场 vs 市内渠道战略之平衡：机场店扩规模，市内店谋盈利.....	20
4.2 对冲策略：“可能的分流”情形下上海机场的边际改善可能.....	23
5. 投资建议.....	24
6. 风险提示.....	24

## 图表目录

图表 1：2017 年全球机场渠道免税销售额 383 美元，占比 56%.....	4
图表 2：2017 年世界各大洲免税渠道分布.....	4
图表 3：各国离岛免税政策整体较为宽松.....	5
图表 4：韩国济州岛与海南岛外国游客占比均不高.....	5
图表 5：韩国人是韩国离岛免税店的主要消费客群.....	5
图表 6：当前市内免税店政策仍有很大开放空间.....	6
图表 7：当前我国入境与出境市内免税店业态对比.....	6
图表 8：乐天与新罗的免税店在首尔分布在核心区域.....	7
图表 9：上海新市内店免税店位于尚悦湾（陆家嘴商圈）.....	7
图表 10：全球大型免税商多数源出亚洲.....	8
图表 11：中韩两国较高的流转税税制结构.....	8
图表 12：韩国大力发展政府主导型经济，国企数增多.....	8
图表 13：韩国朴正熙政府早期严格的贸易保护主义政策.....	8
图表 14：市内免税店是韩国重要的零售渠道之一.....	9

图表 15: 奢侈品百货是中国奢侈品渠道的重要业态 .....	9
图表 16: 外国人在韩国无免税购物额度限制 (离岛免税除外) .....	9
图表 17: 韩国经济增速从 2010 年开始显著放缓 .....	10
图表 18: 韩国市内店销售额主要由中国旅客购物贡献 .....	10
图表 19: 2017 年韩国本土品牌化妆品销量占比 41% .....	10
图表 20: 2017 年韩国免税销售额 top5 中本土品牌位列前 2 .....	10
图表 21: 乐天集团旗下的乐天购物市场份额 14% .....	10
图表 22: 韩国百货业高度集中 .....	10
图表 23: 截留消费是当下我国政府制定免税政策考虑的主要方向 .....	11
图表 24: 财阀垄断逐步侵蚀了韩国中小企业的生存空间 .....	12
图表 25: 近年来韩国市内免税牌照持续增加 .....	12
图表 26: 中免已在中国免税行业形成大一统格局 .....	12
图表 27: 亚太免税分品类销售额及增速 .....	13
图表 28: 半数 90 后消费者在过去一年才接触到奢侈品 (2018 年) .....	13
图表 29: 90 后青睐免税店因价格适中且他们出国次数更多 .....	13
图表 30: 化妆品是主要的代购品类 .....	13
图表 31: 2015 年海外代购规模开始缩窄 .....	13
图表 32: 拆分化妆品产业链, 可见免税渠道价格优势明显 .....	14
图表 33: 指数化价格比较下, 日上定价已属低位 .....	14
图表 34: 三亚海棠湾免税店销售产品结构 .....	15
图表 35: 上海机场免税店的品类结构 .....	15
图表 36: 欧洲是中国消费者购买奢侈品的最大目的地 .....	15
图表 37: 欧洲和香港在奢侈品定价上占优 .....	15
图表 38: 日上“精品类”种类少品牌数目上升空间大 .....	15
图表 39: 国产品进入免税目前以烟酒为主 .....	16
图表 40: 香化品类渠道结构拆分 .....	17
图表 41: 香化品类回流空间测算 .....	18
图表 42: 坪效办法测算市内店落地后的收入规模 .....	19
图表 43: 渗透率方法测算市内店落地后的收入规模 .....	20
图表 44: 复盘国际免税运营商的成长之路, DFS 的可借鉴意义最强 .....	21
图表 45: 其他国际免税运营商的成长路径的借鉴意义 .....	21
图表 46: Dufry 的规模收益递增与不变 .....	22
图表 47: 2004-2011 年 Dufry 毛利率增速高 .....	23
图表 48: 规模效应与上海机场免税店并表致使 2018 年中国国旅免税业务毛 利率提升 7.36pct .....	23
图表 49: 上海机场对冲三因素的敏感性测算 .....	23

## 1. 市内店是亚洲免税渠道的重要业态

### 1.1 政策推动，是市内免税渠道发展的重要驱动力

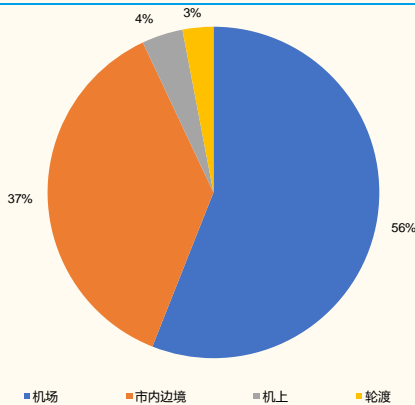
免税行业，本质上是增量税基的转移支付。以中、韩为代表的亚洲国家进口环节较高的增值税、消费税等流转税和关税，使得奢侈品在免税渠道中定价优势明显，也决定了免税行业在亚洲地区天然具备高政策管制的属性。

得益于免税政策的推动，市内免税店渐成亚洲免税渠道的重要业态。以渠道划分免税店形式，主要包括：机场渠道、市内店渠道、离岛免税、口岸等多种业态。2017年，全球仅机场渠道的销售额占比达56%，为免税品的主要销售渠道。

与全球免税渠道的结构分布不同的是，亚洲免税渠道的结构分布更加多元化。2017年，亚洲机场+航空公司+轮渡的合计销售额占比为56%，其他渠道（包括市内店、口岸等渠道）的占比达44%。

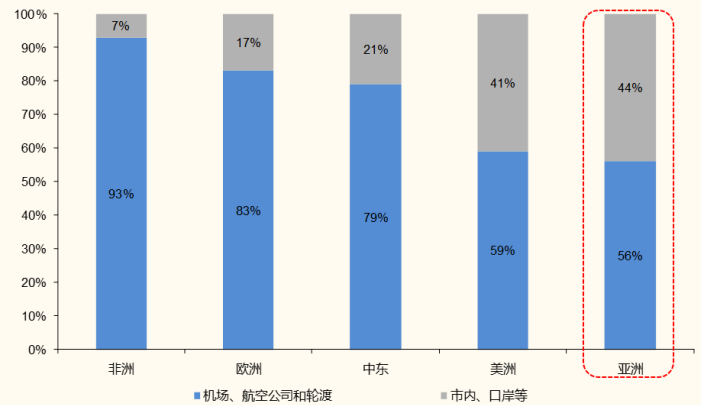
我们无法预测政策出台的时点和节奏，但任何一项政策的出台，都是对相关利益蛋糕的重新切分。免税行业，作为商品流通渠道的一种特殊形态，与有税渠道之间的平衡，将成为我们在下文进行政策探讨和情景推演时需要考虑的重要因素。

图表 1：2017 年全球机场渠道免税销售额 383 亿美元，占比 56%



来源：Generation Research，国金证券研究所

图表 2：2017 年世界各大洲免税渠道分布



来源：Generation Research，国金证券研究所

### 1.2 离岛免税政策放宽力度大，源于“海岛”的特殊地理形态和有税商品业态不发达

市内免税店，包括传统入境和出境市内店以及离岛免税店等业态。其中，离岛免税这一渠道，只在极少数国家或地区出现，其中实施时间长、运营较为成熟的主要是中国海南岛、韩国济州岛和日本冲绳岛。

“海岛”与大陆在地理形态的分离，使得海岛区域的有税商品业态亦相对不发达，但对于免税品的流通管理却十分方便。正因如此，政府通过对离岛免税政策给予大力支持，往往能有效促进当地旅游产业的快速发展。事实上，韩国济州岛实行离岛免税政策，本就是韩国政府构建其“国际城市大战略”的一部分。

离岛免税的客群定位与传统市内店有一定互补性。同时，由于机场免税店和传统市内店受制于只能向出入境游客开放，使得离岛免税政策在引导消费客群方面与前两种业态存在较为明显的互补定位，即着力于挖掘“不方便或不需要出入境，但具备较大奢侈品消费潜力的本国入”客群。

免税品易管控、有税业态不发达以及差异化的客群定位，使得离岛政策的出台阻力较小。观察日韩及中国的离岛免税政策，都呈现持续的政策放宽趋势。



图表 3：各国离岛免税政策整体较为宽松

	韩国济州岛	日本冲绳	中国海南
竞争格局	2家国人离岛免税运营商（JDC,JTO），另外2家（新罗，乐天）面向离境本/外国游客的免税运营商。	1家免税运营商（DFS）	中免和海免2家运营商
经营业态	JDC免税店为机场和码头离岛免税店，JTO免税店为市内免税店	冲绳离岛免税店由那霸机场免税店和DFS GALLERIA市内店组成	目前为海口机场免税店、三亚海棠湾免税购物中心、海口市内免税店和博鳌免税店
销售对象	从济州岛乘飞机或船舶前往济州特别自治道以外地区的本国及外国人员	本国本土、本岛以及外国的离岛、离境旅客	乘坐飞机、火车和轮船离岛的，年满16岁的岛内外居民旅客
销售限制	每人一次购物限600美元以内；酒类限1瓶，香烟限10包（1条）	每次限购20万日元（1830美元），不销售香烟和本国商品，酒和香水有数量限制	1.免税购物限额为每人每年16000元，可以选择一次或多次用完； 2.同一旅客在同一年度内乘飞机、乘火车和乘轮船免税购物合并计算，在现行免税购物限额内享受相关政策。 3.离岛免税商品清单中新增了部分家用医疗器械，每人每次限购2件
购买次数限制	1年6次	无限制	无限制
提货方式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式	市内免税店按“店内购物、离境口岸提货”模式

来源：各国家及地区旅游局、海关网站，国金证券研究所

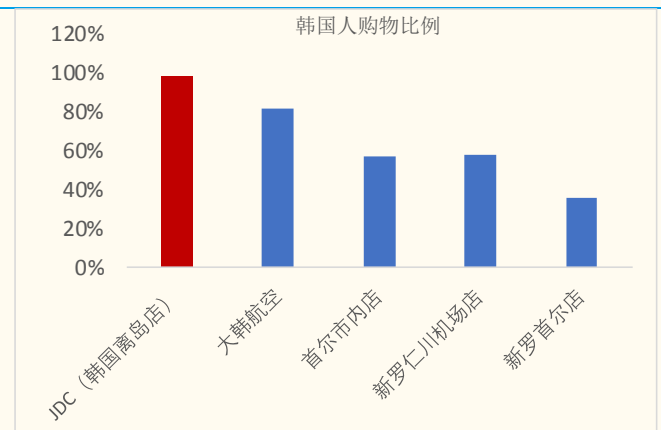
图表 4：韩国济州岛与海南岛外国游客占比均不高

	韩国济州岛	中国海南
2014年游客总数(万人)	1299	
2014年过夜游客数(万人)		4060.18
2014年外国游客数(万人)	307	
2014年外国过夜游客数(万人)		42.16
外国游客占比	23.63%	1.04%

来源：Wind，济州岛观光协会，国金证券研究所

注：因济州岛数据有限，截取同一时间标准

图表 5：韩国人是韩国离岛免税店的主要消费客群



来源：Martin Roll Inc，国金证券研究所

### 1.3 出境市内免税店更加偏向于“零售”业态，有税与免税品渠道之间的平衡不容忽视

出境市内店的定位客群为即将离境的外国游客或中国游客。目前，出境市内店仅针对将离境的外国居民，若政策放宽至即将离境的中国居民，则基本与机场免税店定位于同一消费客群。

图表 6：当前市内免税店政策仍有很大开放空间

时间	机构	政策	内容
1984.12	国务院		国务院批准成立中国免税品公司，承接中国旅游服务公司免税品销售业务
1988	国务院		国务院批准在北京试点开办市内免税店
1989	海关总署	《关于中国免税品公司经营市内免税店业务问题的通知》	明确规定“市内免税业务由中国免税品公司统一经营。经营对象限外国籍者”；同时对市内免税店经营产品作出限制，免税产品类别仅限于“首饰、工艺品、香水、化妆品、笔、打火机、眼镜、丝巾、领带、毛织品、棉织品、服饰、皮带、皮包、小皮件等16种
1990	海关总署	《关于同意北京市内免税店增加经营品种的函》	将北京市内免税店增加高档名牌手表、糖果两个品种
1999.9	国务院		同意在上海、大连、青岛和厦门等四个城市开办市内免税店，由中免公司统一经营管理上述五市市内免税业务
2000	财政部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局	《关于进一步加强免税业务集中统一管理的有关规定》	明确规定“开办市内免税店，有中免公司提出申请，财政部会同海关总署、国家旅游局和国家税务总局提出意见报国务院审批”
2005	海关总署	《中华人民共和国海关对免税商店及免税品监管办法》	对包括市内免税店在内的各类免税店的设立和终止、销售对象等方面进行了规范

来源：财政部，中国海关，国金证券研究所

图表 7：当前我国入境与出境市内免税店业态对比

	市内入境免税店	市内离境免税店
针对客群	本国入境公民	外国离境公民
提货方式	现场提货	离境口岸提货（机场、港口）
免税额度	5000元/人/年	5000元/人/年
免税品类	化妆品、手表、小家电、玻璃水晶制品、瑞士军刀、服饰、皮鞋、热水器、电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等	化妆品、手表、小家电、玻璃水晶制品、瑞士军刀、服饰、皮鞋、热水器、电视、背投、摄像机、洗衣机、冰箱等
优点	提货方便、作为出境购物补充消费更加合理	门店多（若政策放开）、品类齐全、价格优势
缺点	门店少、规模小、品类不占优势、价格不占优势	提货不方便

来源：国家旅游局，财政部，国金证券研究所

机场店与市内店的共性表现为二者都具备一定的零售业态属性，收入的产生依靠“客流量\*客单价\*渗透率”的公式。而二者的差异，则体现为：

机场店：拥有天然的客流量。稀缺渠道的代价是来自机场的高昂佣金扣点。

市内店：无天然的客源优势。核心驱动因素来自政策放开力度和免税运营商的运营效率（包括品类丰富度、店面业态设计等）。

客源优势的缺失，使市内免税店往往在门店位置上布局于城市核心商圈的优质店面，规模效应下市内店在价格、品类等方面优势明显。正因如此，市内免税店与有税商店（即线下零售业态）之间的渠道平衡，是奢侈品生产商决定不同国家的市场进入策略时需要考量的重要维度，亦是政策需要维持巧妙平衡的关键点。

图表 8：乐天与新罗的免税店在首尔分布在核心区域



图表 9：上海新市内店免税店位于尚悦湾（陆家嘴商圈）



来源：Korea Investment & Securities, 国金证券研究所

来源：国金证券研究所

## 2. 韩国免税行业的渠道结构难以成为中国的对标

作为全球规模最大的免税业市场，韩国免税行业的发展可作为我们理解中国免税业及其未来发展潜力的一面镜子。但市场上大部分投资者将韩国免税行业的渠道结构作为中国的发展标杆，却忽视了对中韩两国免税行业的时代背景和发展阶段等差异的分析。

我们认为，两国免税行业发展的共性在于：①奢侈品消费的本质是消费欧美文化，文化与品牌的沉淀非一朝一夕，东亚国家对欧美文化的模仿与追逐决定了东亚国家对欧美奢侈品的狂热短期无法改变；②奢侈品生产商在新兴市场的定价策略和进口产品税负结构决定东亚免税行业具备长期发展空间。

**但更为重要的是，中韩两国在奢侈品渠道结构、推动免税行业发展背后的政策诉求、两国免税行业竞争结构上的较大差异，决定我国免税行业的渠道结构中，市内免税店占比或不及韩国。**

一言以蔽之，其共性决定了东亚国家的免税行业均具备高成长性，其差异决定了中国市内免税店销售额占比无法达到韩国的比例（19Q1 已达 80%）。

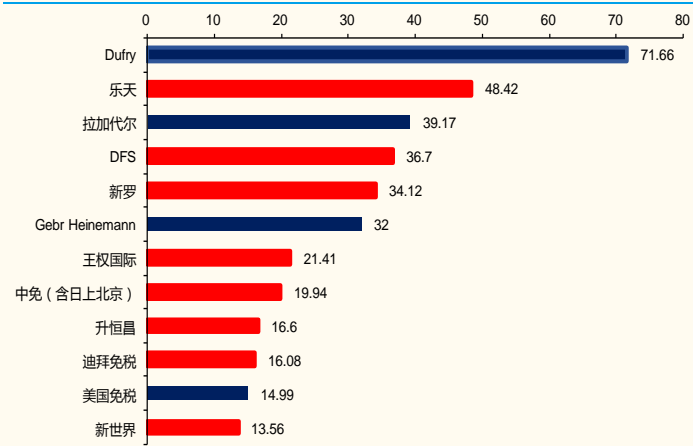
### 2.1 相同的是对奢侈品需求的狂热和免税品价差优势

中韩两国的奢侈品消费文化类似，且均为非奢侈品生产国。奢侈品消费，本质上是对文化消费和艺术消费的追逐。欧洲文艺复兴成就了大量欧美奢侈品牌的崛起，而东亚消费者愿意为奢侈品付出超额价格，与其对欧美文化的模仿与追逐密不可分。此外，由于中韩两国都没有出现具备较高国际影响力的奢侈品品牌（韩国有部分化妆品大牌），因此两国居民对奢侈品的需求都需要通过进口零售和免税零售这两大渠道解决。

而奢侈品在新兴市场高定价和中韩两国的税制结构因素则使得大型免税商多数源出亚洲。2017 年，全球前十大免税商有 6 家免税商位于亚洲，主要在亚洲新兴国家经营免税业务。全球免税销售额排前 10 的机场，有 8 家位于亚洲。

**高定价+高税率使得亚洲免税行业天然具备做大的土壤。**新兴市场国家消费者的狂热需求，使得奢侈品生产商采取价格歧视策，顺势抬高定价。而流通环节中施加的增值税、消费税等流转税，使得奢侈品在免税渠道的定价优势明显。

图表 10：全球大型免税商多数源出亚洲



来源：Moodie Davitt Report，国金证券研究所

图表 11：中韩两国较高的流转税税制结构

主要国家及地区	关税	增值税 (部分国家 为消费税)	消费税 (部分国家 为奢侈品 税)	备注
中国大陆	0-35%	17%	0-56%	
台湾	2-60%	5%		
香港	0%	0.0%	60-100%	香港仅征收烟、酒、碳氢油类及甲醇四类商品的消费税，计征方式为从量，实际有差别
日本	0-40%	8.0%		消费税针对烟酒从量税
韩国	7.9%	10.0%	15-100%	
美国	0-35%	0-9.46%	0.0%	美国除联邦税外还有州税，各州税率各不相同，目前美国不征收奢侈品税
加拿大	0-25%	5.0%		
俄罗斯	5-20%	18.0%	20-570%	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

## 2.2 韩国市内免税店和中国零售商场分别是奢侈品生产商在两国发展的重要线下业态

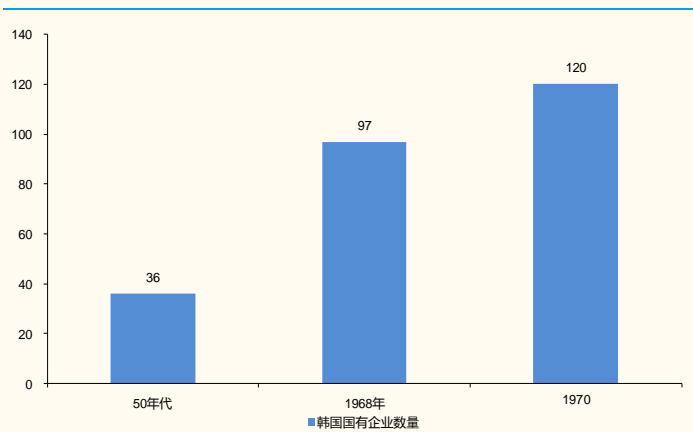
于生产商而言，不同渠道间平衡的最优解，是维持不同渠道间合理的资本回报率水平，从而带来总量空间的提升。

韩国：市内免税店落地时间早，免税集团与品牌商合作悠久，市内店是奢侈品牌在韩发展的重要业态。1979年韩国市内免税店落地之前，韩国朴正熙政府实行严格的贸易保护主义政策，这极大限制了奢侈品生产商在韩国零售业态的发展。市内免税政策开放后，乐天集团、三星集团迅速在首尔开设了免税店。此后，韩国免税业开始快速发展。

此后，免税集团对国际品牌的积极引进进一步使市内免税渠道更加深入人心。乐天集团于1980年开设第一家免税店，并于1984年-1986年三年间，陆续引进全球奢侈品龙头LV、爱马仕和香奈儿。在引进全球三大顶尖奢侈品后，乐天进一步引进Prada等其他高端品牌，品牌线不断完善。国际一线奢侈大牌对其他高端品牌的发展亦具有一定的带动作用。

与韩国不同的是，奢侈品牌在20世纪90年代主要通过香港的代理商率先进入中国，卖点设置在国际化程度较高的城市的豪华酒店。90年代末期，不少奢侈品牌对省会城市的零售业态采取直接控制的方式，二三线城市交给代理商管理。2004年，这些奢侈品牌在政策允许的前提下，开始抛开代理商进行自主扩张，日益稀缺的黄金地段成为竞争的重点。总体而言，线下零售业态是奢侈品生产商在中国发展的重要业态。

图表 12：韩国大力发展政府主导型经济，国企数增多



来源：Wind，国金证券研究所

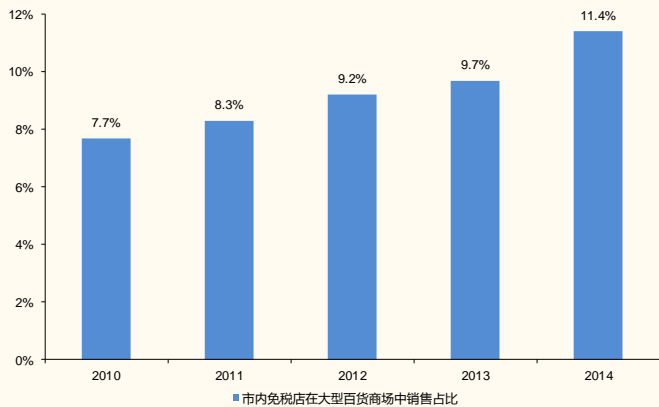
图表 13：韩国朴正熙政府早期严格的贸易保护主义政策

时间	政策	举措	目的
上世纪60年代至80年代	高度严格的贸易保护主义	对于外国商品，收取高额关税或直接禁止进口。很多外国消费品被视为“奢侈品”，要么成为违禁品，要么用高关税加以限制（“奢侈品”甚至包括外国威士忌和饼干）；通过鼓励公民告密来禁止使用外国货	铁腕手段保护民族工业
	严格控制外汇和限制外国投资	对稀缺的外汇实行绝对的管制（违反外汇管制的人可以判死刑）；详细规定外汇使用的优先顺序；韩国政府也严厉地管制外国投资，根据与时俱进的国家发展计划，在一些领域张开双臂欢迎外资的同时在另一些领域则完全禁止，直到1984年7月，韩国才撤销了外资不得超过50%的规定。	确保外汇能用于进口重要的机械和工业投入品上

来源：CNKI，国金证券研究所

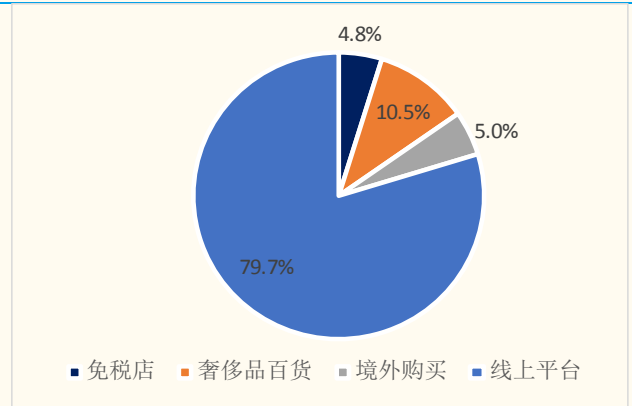


图表 14：市内免税店是韩国重要的零售渠道之一



来源：Samsung Securities, 国金证券研究所

图表 15：奢侈品百货是中国奢侈品渠道的重要业态



来源：开瑞咨询, 36Kr, 国金证券研究所

奢侈品牌进驻渠道的先后差异，使韩国与全球大多数国家免税业态的演变（先机场店后市内店）明显不同。韩国免税业渠道中，市内店这一业态先于机场店兴起，并呈现出“市内免税店独占鳌头”的渠道格局。

我们认为，中韩两国奢侈品渠道结构的差异，会使得奢侈品生产商在中国市内店供货时，更加注重渠道结构的平衡(市内免税店/机场免税店/有税商店)和品牌的高端化定位。

### 2.3 韩国意在以免税为引流做大文化旅游产业，中国旨在吸引消费回流

韩国免税行业经历了“吸引韩国本土居民（1979-1990 年）—吸引韩国本国居民与日本游客（1990-2011 年）—吸引中国游客（2012 年—至今）”的发展过程。事实上，中国游客已成为当前推动韩国免税行业发展的主要驱动因素。在这一发展过程中，韩国市内免税政策的推进，亦是其特殊的财阀制度下产业结构调整中的集中映射。

韩国政府不断放宽市内免税政策的核心诉求是进行产业结构调整、发展文化旅游产业。进入 21 世纪之后，韩国将文化旅游产业作为其国家战略产业。2010 年之后，韩国经济增速放缓（平均 GDP 增速不到 3%），而中国赴韩旅游人次却增长迅猛。受“韩流文化”影响，韩国香化类产品成为中国消费者在韩最爱消费的品类。中国游客已成为推动韩国免税行业发展的主要驱动因素。

经济增速放缓，使韩国高端化妆品转型国际化发展战略。2015 年韩国免税商品中化妆品销售额占比最大(34.28%)，烟草次之(15.35%)，两类产品合计接近 50%，占据了半壁江山，国产品是免税销售主力。

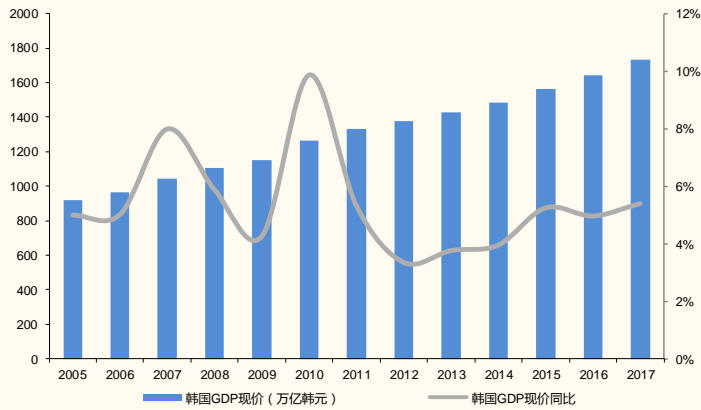
韩国市内店政策刺激力度大，但对有税商品渠道基本无冲击。韩国主要的免税运营商（乐天、新世界等）亦覆盖百货、超市、酒店等多种零售业态，以“免税”为引流，可推动“吃住娱购行”整个出境游产业链的发展，对韩国零售业亦具备反哺作用。因此，韩国政府对市内免税消费额度和渠道管控力度方面的管理也较为宽松。

图表 16：外国人在韩国无免税购物额度限制（离岛免税除外）

	韩国人	外国人
出境时免税品购买限额	3000 美元（但韩国产品无购买限制）	无限制
入境时旅客每人免税限额	600 美元（在免税店购买所有物品及在国内外购买的商品总额）	600 美元（在免税店购买所有物品及在国内外购买的商品总额）

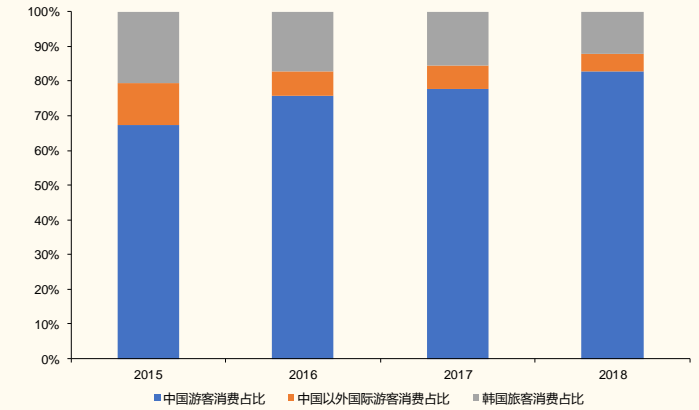
来源：乐天免税官网, 国金证券研究所

图表 17: 韩国经济增速从 2010 年开始显著放缓



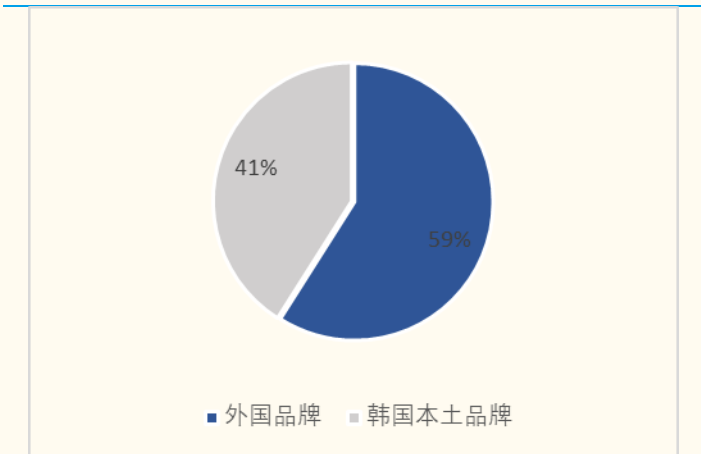
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 18: 韩国市内店销售额主要由中国旅客购物贡献



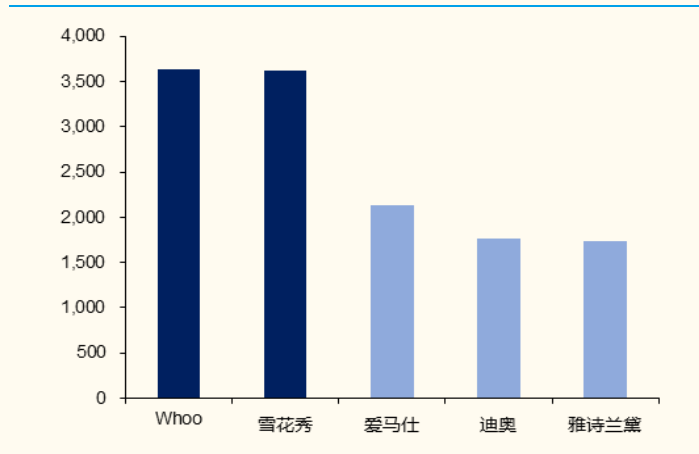
来源: Moodie Davitt Report, 国金证券研究所

图表 19: 2017 年韩国本土品牌化妆品销量占比 41%



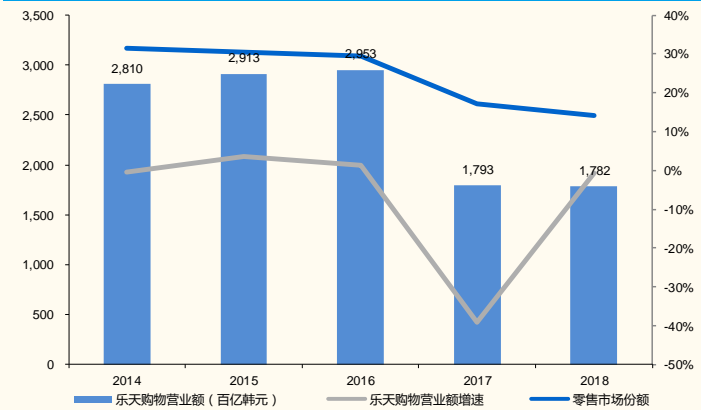
来源: DFN, 国金证券研究所

图表 20: 2017 年韩国免税销售额 top5 中本土品牌位列前 2



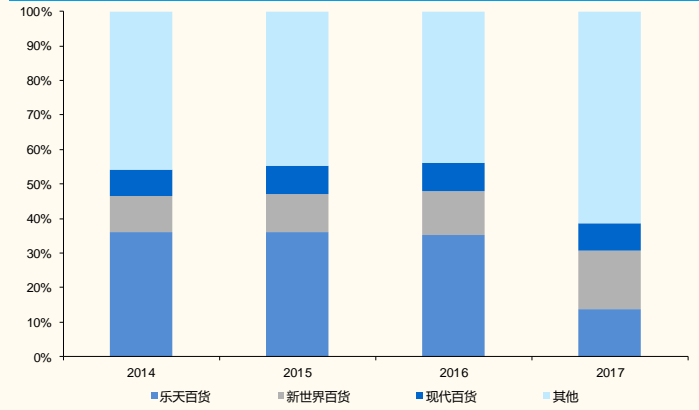
来源: 韩国关税厅, 国金证券研究所

图表 21: 乐天集团旗下的乐天购物市场份额 14%



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 22: 韩国百货业高度集中



来源: 韩国产业通商资源部、公司财报, 国金证券研究所

截留境外消费、降低我国旅游消费海内外差额则是当下我国政府推动市内免税行业政策放宽的主要诉求。

图表 23：截留消费是当下我国政府制定免税政策考虑的主要方向

时间	相关部门	具体内容
2017.6	国家外汇管理局	境内发卡金融机构要向外汇局报送境内银行卡在境外发生的提现和单笔1000元人民币以上的消费交易信息
2016.3	中国海关	中国海关宣布4月8日起将实施关税新政，对跨境消费限额，跨境电子商务等等将实行最严征税，跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值为人民币2000元，个人年度交易限值为人民币20000元
2015.12	总理会议发言	国务院总理李克强在一次会议上说，不能限制大家出国买东西，但同时必须要以民众消费需求升级，促进国内消费品产业升级
2015.9	国家外汇管理局	中国境内银联人民币卡在境外取现，除每卡每日不超过等值1万元人民币外，增设年度取现限额：等值10万元人民币
2015.8	《国务院关于进一步促进旅游投资和消费的若干意见》	实施旅游消费促进计划，培育新的消费热点；加大政府支持力度。符合条件的地区要加快实施境外旅客购物离境退税政策

来源：政府官网，国金证券研究所

中韩两国不同的时代背景和产业结构差异，在政策出台力度和实施效果的差异体现为：

1) **免税消费额度**。中国消费者在韩消费贡献大，且不限额度。但中国市内店旨在吸引本国出境游客，存在对消费额度进行限制和加大核查力度的可能（否则易滋生免税品黑市）。

此外，为吸引中国客源，韩国免税运营商往往给予旅行社及代购较高返点，返点率最高可达 40%。我国出境市内店的覆盖人群主要为“从当地出发的出境游客人群”，而二三线城市的代购客群或难以覆盖。

2) **出行目的与消费场景**。韩国财阀集团完善的零售渠道覆盖和出境游产业链，使得韩国市内免税店是其零售业态的重要组成部分。中国市内免税店消费场景较为单一，通过免税推动其他零售业态乃至整个旅游产业链的发展，则需要更长时间消费者的培育和产业链整合。我国市内免税业态与有税零售业态之间的关系，“竞合”多于“反哺”。

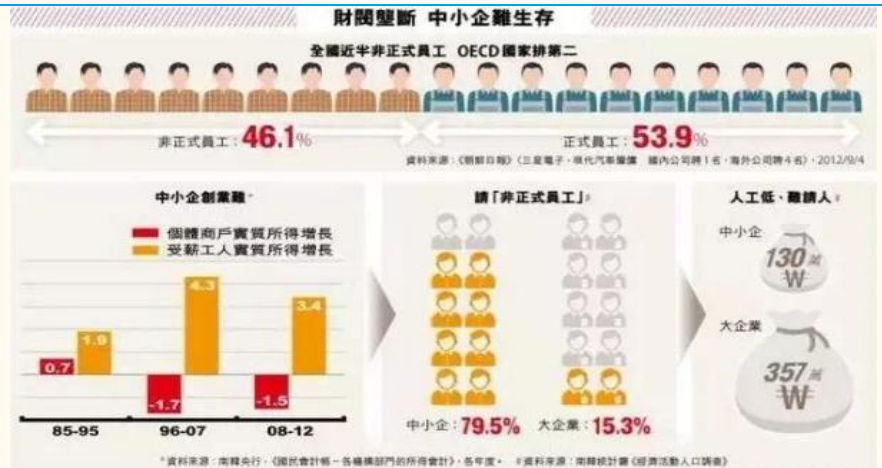
3) **奢侈品产业发展阶段**。20 世纪 60 年，韩国化妆品进入迅速发展阶段。80 年代之后，本土化妆品企业为应对国际市场竞争压力加大研发创新力度，爱茉莉、LG 等大牌在 90 年代之后相继兴起。成熟的品牌力，是韩国化妆品在加大免税渠道布局、吸引中国客源背后的重要支撑。我国自有奢侈品牌崛起，仍需时间以弥合。

## 2.4 韩国市内免税行业竞争激烈，规模盲目扩张和价格战在中国难出现

韩国政府出于做大免税行业蛋糕及扶持中小企业角度考虑，一方面提高免税商店里韩国商品区的中小企业商品比例，另一方面不断增发市内免税牌照。预计 2019 年首尔市将新增 3 家市内免税牌照总数达 16 家。

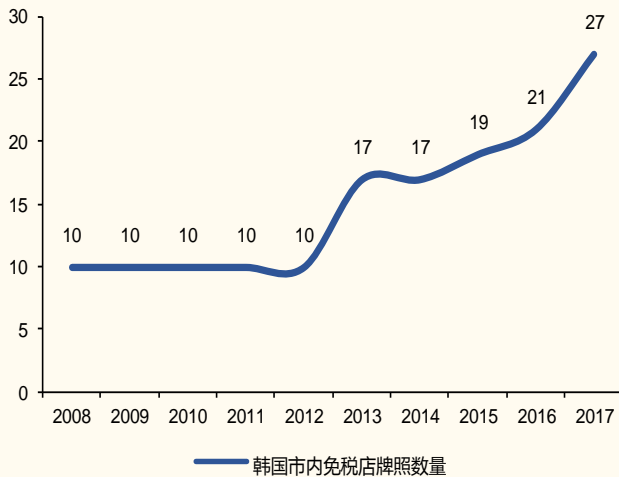
较为宽松的渠道管理力度，使得韩国市内免税的竞争颇为激烈，价格折扣力度颇大，以至免税运营商利润微薄。对比而言，中免在国内免税市场已成大一统格局，中国免税行业竞争格局明显优于韩国。韩国免税运营商之间为争夺客源，导致规模的盲目扩张和相互间恶性竞争的现象料不会在中国发生。

图表 24：财阀垄断逐步侵蚀了韩国中小企业的生存空间



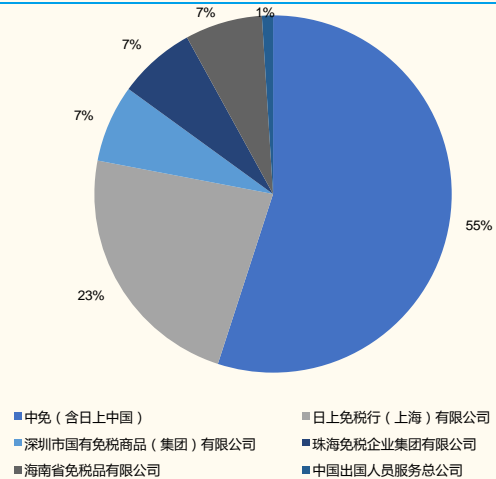
来源：《愤怒的数字》，国金证券研究所

图表 25：近年来韩国市内免税牌照持续增加



来源：韩国海关总署，国金证券研究所

图表 26：中免已在中国免税行业形成大一统格局



来源：公司财报，国金证券研究所

### 3. 沙盘推演：中国免税行业渠道结构将如何演变？

#### 3.1 额度若进一步提升将显著扩大免税行业空间

如前文所述，若出境店政策向国人放开，将影响免税政策中消费额度的限制力度（事实上，韩国市内店针对韩国居民，亦有消费额度的限制）。当前，我国机场免税店的额度为 8000 元/人/年，考虑到未来市内店与机场店或将服务于同一客群，我们认为消费额度的放宽大势所趋。

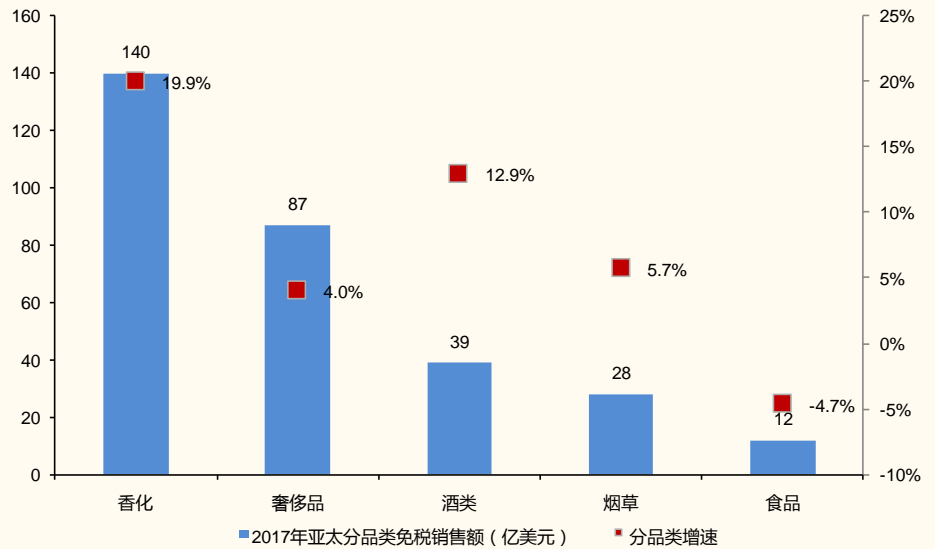
从近日上海市官员近日的表态来看，将目前境外购物和口岸进店总计 8000 元的免税额度提升到 1.3 万元，或为短期可期的额度放宽空间。

#### 3.2 品类结构的演变：短期看香化，中期看精品，长期看国产品崛起

**短期看香化。**事实上，近年来亚太地区免税销售额的高速增长几乎全部由香化品类的高增长驱动。



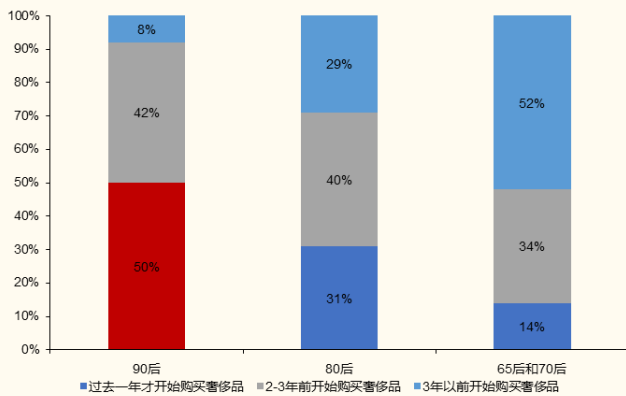
图表 27：亚太免税分品类销售额及增速



来源：Generation Research, 国金证券研究所

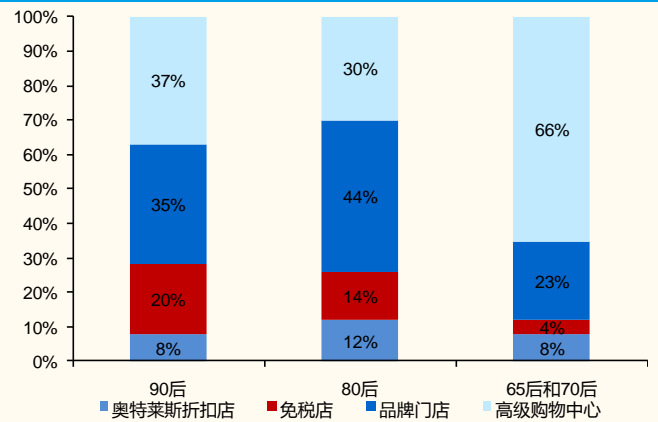
人均可支配收入提升和代际变迁（90后、00后进入消费市场，且更注重品质消费）是驱动我国中高端化妆品消费持续增长的主要因素。而近年来，行邮税改革以及奢侈品牌重新调整亚太区定价策略，致使代购的空间被进一步压缩，免税渠道凭借价格优势受益明显。

图表 28：半数 90 后消费者在过去一年才接触到奢侈品 (2018 年)



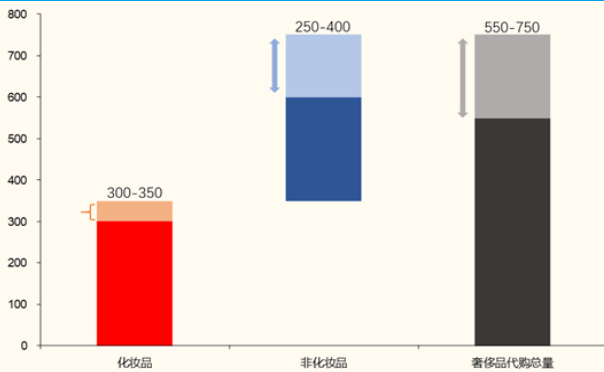
来源：麦肯锡，国金证券研究所

图表 29：90 后青睐免税店因价格适中且他们出国次数更多

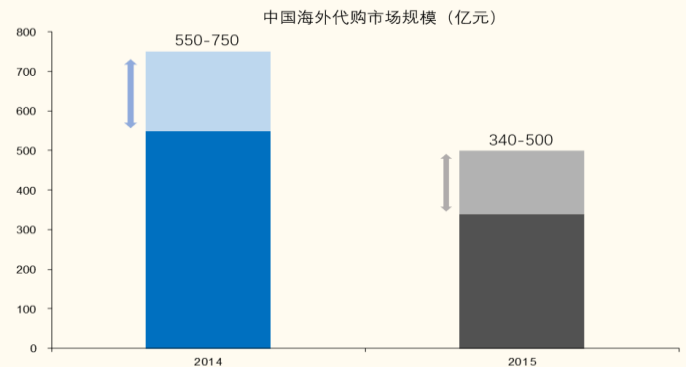


来源：麦肯锡，国金证券研究所

图表 30：化妆品是主要的代购品类



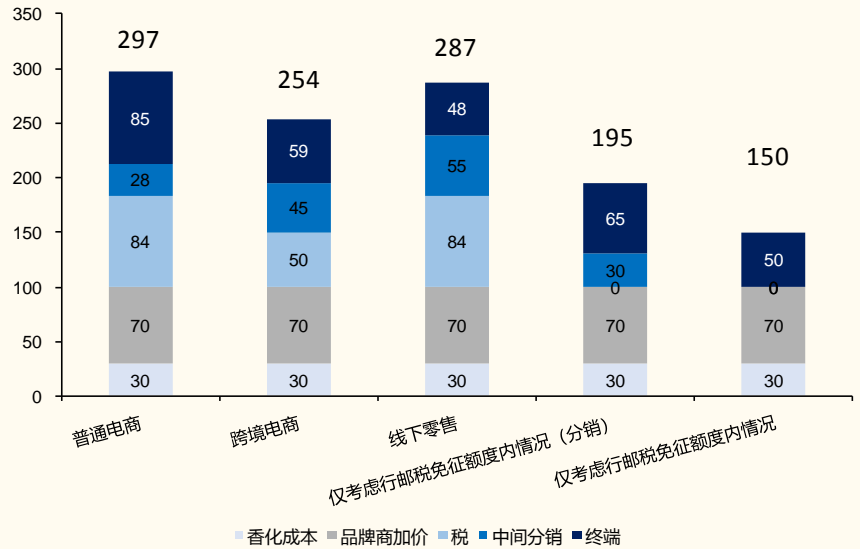
图表 31：2015 年海外代购规模开始缩窄



来源：贝思咨询，国金证券研究所

来源：贝思咨询，国金证券研究所

图表 32：拆分化妆品产业链，可见免税渠道价格优势明显

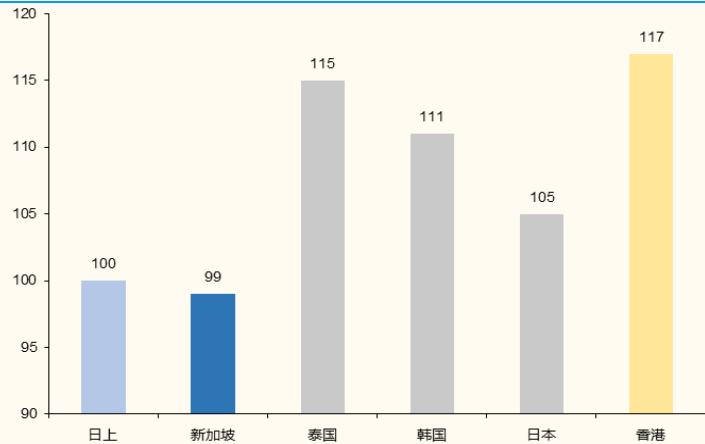


来源：国金证券研究所

注：普通电商参考莎莎国际数据，跨境电商参考青岛金王和丽人丽妆数据，线下零售参考屈臣氏数据

而在收购日上之后，中免在香化品类的经营优势亦更加明显。日上具有全国乃至东亚地区最好的香化品类经营优势，其香化和烟草主打产品的平均折扣率在 60%-70%。

图表 33：指数化价格比较下，日上定价已属低位

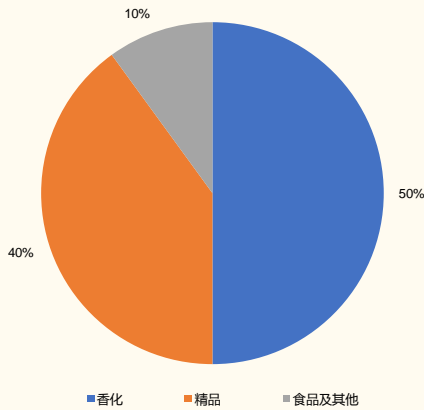


来源：华丽志，国金证券研究所

**中期看精品。** 与机场店相比，市内店拥有更加从容的消费场景和购物体验，是更加适合于精品品类的业态。目前成熟的市内店业态中，精品占比也普遍高于机场店占比。

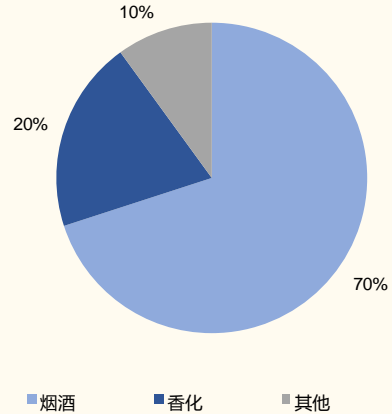
但免税品类一方面需要契合消费者的需求和购物环境，同时也需要充分利用经营资质最大化变现。精品类（尤其以箱包鞋等）产品非标、款式/生产年份/价格等因素差异大，对免税运营商的采购与谈判能力要求更高，而这亦是中免集团未来走向海外扩张过程中需要补全之处。

图表 34：三亚海棠湾免税店销售产品结构



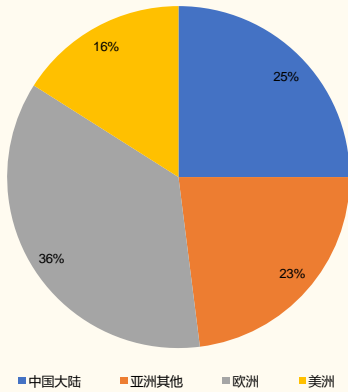
来源：公司官网，国金证券研究所

图表 35：上海机场免税店的品类结构



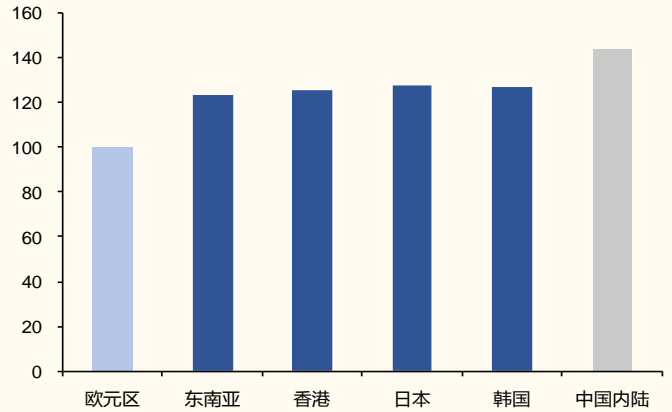
来源：公司公告，国金证券研究所

图表 36：欧洲是中国消费者购买奢侈品的最大目的地



来源：Wind，国金证券研究所

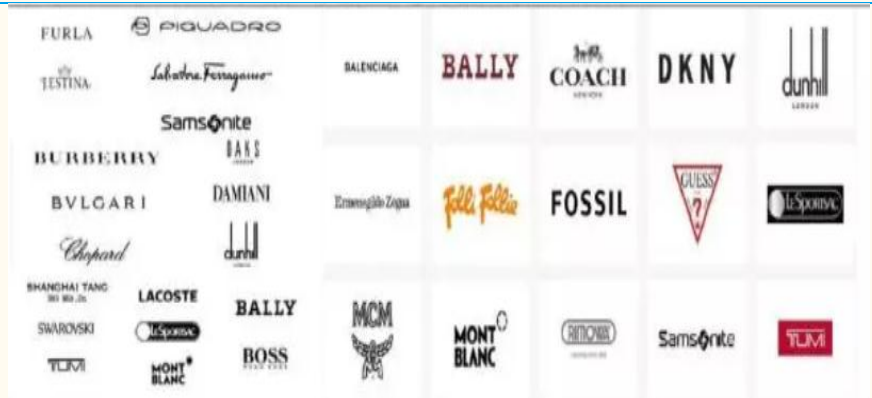
图表 37：欧洲和香港在奢侈品定价上占优



来源：华丽志，国金证券研究所

注：欧元区价格索引为 100

图表 38：日上“精品类”种类少品牌教目上升空间大



来源：日上官网，国金证券研究所

**长期看国产品崛起。**目前免税店销售的国产商品主要为烟酒类和少量 3C 产品（如华为手机）。若国产品通过免税渠道对外进行国际化输出，可为我国免税行业打开新的增长空间，助力国产品与免税行业互利共赢。

当然，任何奢侈品的定价力都来自其深刻的无形魅力，这使得其品牌独一无二，背后是长久的文化内涵和传统传承。我们认为，香化、精品等品类的国际化进程长期可待。

图表 39：国产品进入免税目前以烟酒为主

公司	经营国产品
中国免税品（集团） 有限责任公司	白酒类：习酒、五粮液、剑南春、古井贡、唐宋、文君、水井坊、汾酒、泸州老窖、牛栏山、玉山高粱酒、竹叶青、茅台、荣太和、郎酒、金六福 玩具类：Silverlit 银辉玩具 小家电：Breco倍轻松
日上免税行	白酒类：钓鱼台国宾酒、水井坊、会稽山、塔牌等 烟类：红塔山、玉溪、云烟等 纪念品：西藏唐卡及西藏佛像、西藏风情油画

来源：日上免税行官网，中免集团官网，国金证券研究所

### 3.3 渠道稀释还是蛋糕做大？—消费回流增量空间可承接市内店体量

预计市内店品类结构或由香化占比为主逐渐向香化、精品、其他品类相对均衡的结构过渡。那么，未来一至两年之内市内店与机场店之间关系的探讨，很大程度上取决于香化品类的回流空间、市内店可承接空间和速度之间的“赛跑”。

首先，我们对香化产品的回流空间进行测算。在主要的化妆品销售渠道中，境外消费、线下零售以及跨境电商、海外代购等其他渠道是可能回流至免税行业的市场增量。

测算在仅考虑香化品类回流带来的免税行业增量空间，预计 19-21 年香化品类带来的免税品销售规模增量分别为 36 亿元/38 亿元/54 亿元。

由于未考虑到精品类回流带来的增量空间以及市内店开业后可能使中国免税行业增速提速，我们认为这一测算结果实则被低估。



**图表 40：香化品类渠道结构拆分**

	销售总额	市场份额占比	销售总额统计口径	香化类产品销售总额	香化产品各渠道市场份	香化类产品销售总额统计口径
境外购买 (亿元)	6400	77%	参考麦肯锡《2018年中国奢侈品消费报告》	2560	73%	根据2017中国出境消费趋势报告大致估算
其中：品牌专卖店	1088	13%	根据Oliver Wyman 中国旅行者调查渠道占比倒算	154	4%	根据Generation Research对17年全球免税销售额数据
国外机场免税店	1728	21%		691	20%	
百货商场/购物中心	1984	24%		992	28%	
品牌/工厂折扣店	576	7%		173	5%	
酒店内商店	256	3%		128	4%	
市内免税店	768	9%		422	12%	
境内购买 (亿元)	1900	23%	参考麦肯锡《2018年中国奢侈品消费报告》	958	27%	
其中：免税店	300	4%	参考中国国旅年报	180	5%	参考中国国旅机场和三亚店情况
奢侈品百货	850	10%	参考中国前十大高端百货商场营业额，倒推计算	425	12%	
奢侈品电商	350	4%	统计口径为天猫、京东等综合电商以及寺库等垂直型电商的合计	193	5%	
其他渠道	400	5%		160	5%	
<b>合计 (亿元)</b>	<b>8300</b>			<b>3518</b>		

来源：麦肯锡，OliverWyman，GenerationResearch,中国国旅年报，国金证券研究所

图表 41：香化品类回流空间测算

	海外消费 (亿元)	自然增速	回流比例	消费回流规模	回流至免 税品比例	消费回流带来 的免税品销售 规模增量	备注
2017	2259		5%	112.96	50%	56.48	①自然增速参考麦肯锡对中国居民海外消费的年复增长率；②海外回流带来的市场空间可能被免税、线下零售等业态共同切分
2018	2395	6%	6%	143.69	50%	71.84	
2019	2538	6%	7%	177.69	50%	88.85	
2020	2691	6%	7%	188.35	50%	94.18	
2021	2852	6%	10%	285.22	50%	142.61	
	奢侈品百货 (亿元)	自然增速	回流比例	消费回流规模	回流至免 税品比例	消费回流带来 的免税品销售 规模增量	备注
2017	425		5%	21.25	60%	12.75	①自然增速较高，源于奢侈品生产商近年来重新审视亚洲区市场定价策略，价差略有缩窄；②随市内店等免税消费场景的多元化，回流至免税品的比例高于海外消费的假设
2018	468	10%	5%	23.38	60%	14.03	
2019	514	10%	5%	25.71	60%	15.43	
2020	566	10%	5%	28.28	60%	16.97	
2021	622	10%	5%	31.11	60%	18.67	
	其他渠道 (亿元)	自然增速	回流比例	消费回流规模	回流至免 税品比例	消费回流带来 的免税品销售 规模增量	备注
2017	160		15%	24.00	60%	14.40	新电商法实施下，预计代购的空间被进一步压缩，自然增速放缓。
2018	168	5%	15%	25.20	60%	15.12	
2019	176	5%	15%	26.46	60%	15.88	
2020	185	5%	15%	27.78	60%	16.67	
2021	194	5%	15%	29.17	60%	17.50	
海外+奢侈品百货+其他渠道回流至免税行业的增量空间（亿元）				上海地区可承接回流至免税行业增量（亿元）			
2017	84			<b>25</b>			
2018	101			<b>30</b>			
2019	120			<b>36</b>			
2020	128			<b>38</b>			
2021	179			<b>54</b>			

来源：国金证券研究所

注：海外消费的口径中包括品牌专卖店、国外机场免税店、百货商场/购物中心、市内免税店四类渠道。

**市内店可承接的回流空间：**我们在下表中对免税额度和品类做了不同情况下的情景讨论，在不同的政策组合下，预计上海市内免税店首年落地营收规模在 8-20 亿元左右。后续根据额度放开和免税运营商经营情况，中期（2023-2025 年）或可达 40-70 亿元。

**图表 42：坪效办法测算市内店落地后的收入规模**

	乐观	中性	悲观	备注
上海浦东机场零售额(亿元)	115.0	115.0	115.0	2018年数据
免税面积(平方米)	7,853.0	7,853.0	7,853.0	
对应浦东机场免税商业坪效(万元/平)	146.4	146.4	146.4	
海棠湾免税店零售额(亿元)	80	80	80	2018年数据
免税面积(平方米)	30000.0	30000.0	30000.0	
对应海棠湾免税商业坪效(万元/平方米)	26.7	26.7	26.7	
韩国乐天明洞市内免税店零售额(亿元)	244.0	244.0	244.0	2018年数据
免税面积(平方米)	21000.0	21000.0	21000.0	
对应乐天免税商业坪效(万元/平)	116.2	116.2	116.2	
上海市内免税店面积	3,000.00	3,000.00	3,000.00	
开业首年坪效(元/平方米)	58.1	26.7	13.3	取决于免税额度和品类。乐观假设为额度提升且香化、精品品类均放开，坪效取韩国乐天市内店坪效的一半；中性假设为额度暂未提升且香化、精品品类均放开，坪效参照海棠湾；悲观假设为额度暂未提升且仅有部分品类放开，坪效参照海棠湾的一半。
出境市内免税销售额(亿元)	17.43	8.00	4.00	

来源：国金证券研究所

此外，我们可以进一步以渗透率\*客单价的办法做交叉测算。

假设出境市内店政策向国人放开，且市内店消费额度与机场店共享 8000 元。市内出境店业态，本质上是针对当地出境游客人群的消费截留，其购物渗透率应当低于机场免税店。人均免税消费额则取决于额度和品类结构。我们预计在初期香化品类占比较高的情况下，客单价预计在 1500-2500 元左右(略低于机场店)。结果表明：在中性假设下，上海市内店落地后收入规模预计在 12-17 亿元左右，成熟期或达 50-70 亿元规模。

**我们认为，在未考虑到精品类回流带来的增量空间以及市内店开业后可能使中国免税行业增速提速的测算办法下，对香化品类做偏保守的回流空间测算，其回流空间亦可完全覆盖市内店落地后的收入规模。**

图表 43：渗透率方法测算市内店落地后的收入规模

		人均消费(元)														
预计上海市2019年出境游客人次为920万					初期假设基准			北京机场店免税客单价							三亚海棠湾店免税客单价	
渗透率		1000	1200	1400	1500	1600	1800	2000	2500	2700	3000	3500	4000	4500	首年落地营收规模	
	7%	6.44	7.73	9.01	9.66	10.30	11.59	12.88	16.10	17.38	19.32	22.53	25.75	28.97		
	8%	7.36	8.83	10.30	11.04	11.77	13.24	14.72	18.40	19.87	22.07	25.75	29.43	33.11		
	9%	8.28	9.93	11.59	12.42	13.24	14.90	16.56	20.70	22.35	24.83	28.97	33.11	37.25		
	韩国 JDC 免税店第一年水平	10%	9.20	11.04	12.88	13.80	14.72	16.56	18.40	22.99	24.83	27.59	32.19	36.79		41.39
		11%	10.12	12.14	14.16	15.18	16.19	18.21	20.24	25.29	27.32	30.35	35.41	40.47		45.53
		12%	11.04	13.24	15.45	16.56	17.66	19.87	22.07	27.59	29.80	33.11	38.63	44.15		49.67
		13%	11.96	14.35	16.74	17.94	19.13	21.52	23.91	29.89	32.28	35.87	41.85	47.83		53.81
		14%	12.88	15.45	18.03	19.32	20.60	23.18	25.75	32.19	34.77	38.63	45.07	51.51		57.95
		15%	13.80	16.56	19.32	20.70	22.07	24.83	27.59	34.49	37.25	41.39	48.29	55.19		62.09
		16%	14.72	17.66	20.60	22.07	23.55	26.49	29.43	36.79	39.73	44.15	51.51	58.87		66.22
		17%	15.64	18.76	21.89	23.45	25.02	28.15	31.27	39.09	42.22	46.91	54.73	62.55		70.36
		18%	16.56	19.87	23.18	24.83	26.49	29.80	33.11	41.39	44.70	49.67	57.95	66.22		74.50
		19%	17.48	20.97	24.47	26.21	27.96	31.46	34.95	43.69	47.19	52.43	61.17	69.90		78.64
	一般机场或市内免税店成熟水平	20%	18.40	22.07	25.75	27.59	29.43	33.11	36.79	45.99	49.67	55.19	64.39	73.58		82.78
	30%	27.59	33.11	38.63	41.39	44.15	49.67	55.19	68.98	74.50	82.78	96.58	110.37	124.17		
	40%	36.79	44.15	51.51	55.19	58.87	66.22	73.58	91.98	99.34	110.37	128.77	147.17	165.56		
迪拜免税店水平, 为世界最高	50%	45.99	55.19	64.39	68.98	73.58	82.78	91.98	114.97	124.17	137.97	160.96	183.96	206.95		

来源：国金证券研究所

#### 4. 上海机场：战略价值明显，对冲空间亦足够

##### 4.1 机场 vs 市内渠道战略之平衡：机场店扩规模，市内店谋盈利

在 3.3 章节，我们测算后认为，香化品类回流空间亦可完全覆盖市内店落地后的收入规模，于机场店并无明显冲击。而另一方面，中免在渠道之间的平衡之道，也会对机场业绩产生影响。

高客流的枢纽机场扣点率的不断提升，使得大型免税运营商的净利率水平整体偏低。由于约 90% 的业务在机场，给机场的提成佣金占 Dufry 销售额比重从 19.5% 上升到 27.4%，Dufry 在 2008-2016 年间整体净利润水平表现不佳，提成佣金的提升基本抵消了毛利率的改善。

由于无需缴纳高额的扣点，市内店预计净利润率有望维持在 10%-15% 左右，盈利能力显著优于机场等边境免税店。也正因如此，投资者普遍担心中免在机场店与市内店之间的渠道平衡。

那么，在扩张的过程中，机场店与市内店之间渠道平衡的核心又是什么呢？

复盘国际免税巨头公司的成长路径，我们认为：机场店扩规模，市内店谋利润将成为渠道平衡之核心。

首先，随着中免陆续拿下我国枢纽机场的免税运营资格，公司未来的成长路径，需要对内拿下市内免税店，对外沿袭国人出境游的路径布局国际市场免税店。而观察国际免税运营商的成长路径，我们认为：DFS 的成长路径最具参考意义，可将其总结为：以机场店为运营基石，扩张之路以机场店为筹码向市内店延伸，联合扩张并做大做强。

具体体现为：

- 1) 机场免税店的租金通常非常高昂，以机场店为筹码，逐步延伸至国际市场的市内店，路径可行性高；



2) 机场作为免税核心流量目的地具有战略意义，国旅此后向其他免税经营形式（如市内店）扩张更加自然。而在上海、北京、香港等枢纽机场开设免税店，对于提升品牌形象作用不言而喻，具备非常高的战略价值。

图表 44：复盘国际免税运营商的成长之路，DFS 的可借鉴意义最强

	销售额规模排名	公司基本情况	成长路径总结	成长路径启发	差异
DFS Group	4	1997 年后，DFS 成为 LVMH 的子公司，DFS 在亚太区发家，其主要的门店也位于亚洲环太平洋地区。目前在全球 17 个国际机场，18 个市内商业街以及 14 个国家的度假胜地经营约 420 家免税店。	机场免税店是机场免税店是 DFS 真正起步之基石，此后通过先拿机场，再开立市内免税店，并通过先拿机场，再开立市内免税店，并通过旅行社导流方式做大做强。	1. 以美国/香港机场店起家，此后 <b>通过先拿机场，再开立市内免税店，同时旅行社为其导流做大做强</b> 。同时，在亚洲其他区域类似新加坡以及美国部分地区积极推广机场-市内免税店并举联合扩张方式。 2. 樟宜机场烟酒品类长期由 DFS 运营，一是由于其其在樟宜机场历史经营沉淀下来的良好信誉，二是由于其早先中标香港机场及洛杉矶机场证明的优势竞争力。 <b>作为对比，Nuance 未能延续其在樟宜机场的香化类经营权（由新罗在 2014 年获得），主要是由于其在樟宜机场的盈利能力较差，未能提供有利的扣点率及月保证金。这些因素一直是樟宜机场招标主要考虑的问题。</b> 3. 把握日本人出境游热潮，强化在日本游客出境游偏爱的目的地类似夏威夷、关岛、香港等区域的布局。	1. LVMH 子公司，依托 LV 大股东入驻的优势，DFS 品类结构中高端占比较高。有限的数表明，公司的奢侈类类的收入占比从 1998 年的 50% 提高至 2008 年的 85%。 2. 在欧洲等地区，公司的产品模式已经逐步发展成为购物，游览等多元于一体的零售业态。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

当然，其他国际免税运营商的成长路径亦有可借鉴之处：

- 1) 海外机场招标颇为市场化，国旅的扩张之路需要运营效率的进一步提升。采购环节产品质量、规模和盈利能力，一直是国际机场招标中主要考虑的问题。
- 2) 对免税运营商而言，单一机场店业态往往使其盈利能力堪忧。市内店良好的盈利能力对反哺机场店，维持机场店价格优势具备重要意义。

图表 45：其他国际免税运营商的成长路径的借鉴意义

	销售额规模排名	公司基本情况	成长路径总结	成长路径启发	差异
Dufry	1	瑞士上市公司，以旅游零售为主业，免税业务在其销售额中占比约为 60%-70%。机场是最主要的消费场景，2016 年超过销售总额的 90%	并购扩张是公司发展的主旋律。	1. <b>规模效应</b> 提高免税运营商对上游议价能力，带来毛利率改善。 2. <b>多品类、多渠道运营</b> 。 3. <b>提高运营效率</b> ，包括供应链管理、采购物流渠道整合以及人才引进等。	由于欧美的免税店优惠幅度并不大（税制结构差异以及欧美奢侈品生产商在原产地定价较为便宜）， <b>Dufry 的市场竞争格局颇为市场化，免税企业难以实现垄断地位。</b>
乐天	2	韩国本土免税龙头，以市内免税店起家，目前机场免税业务规模占比为 20% 左右。2012 年，乐天开始进行海外布局，目前在越南（越南金兰国际机场免税店）、日本（关西机场免税店）等国家开设机场免税店。	外延式扩张同样是公司发展的主旋律。由于在竞标中失去仁川机场的部分良好商业位置（西航站楼香化区段），公司转而更为注重市内免税店尤其是首尔市内免税店的扩张。	仁川机场市场化招标的方法，使得各家公司都倾向于为竞标成功而开出高价码，但也为免税店的经营成本带来了隐患。2000 年，新罗因为之后对高昂的特许费（3.4 亿美元）提出异议而被取消资格，其资格由后来者 AK 免税店承继。 <b>2010 年，AK 和 KTO 曾经表示打算出售其免税业务，很重要的原因之一即在于特许费用过高，相关店面盈利状况并不乐观。单一的机场店业态，使得中小免税运营商盈利能力堪忧。</b>	1. 韩国政府视市内免税店为吸引国际游客到访韩国旅游购物的重要组成部分，是发展文化旅游产业之核心。 2. 乐天不仅覆盖免税渠道，也覆盖韩国百货、奥特莱斯等渠道， <b>免税商业可有效反哺其集团其他业态。</b> 3. 市内免税店落地时间早，业态发展成熟。
Lagard tre	3	欧洲主要免税机场运营商，免税业务销售额占四成。法国是其主要营收来源，营收占比 25%。	通过竞标获取更多机场运营权和外延收购其他旅游零售商亦为公司发展的重要路径。	参考 Dufry	参考 Dufry
新罗	5	同样以市内免税店起家，机场渠道免税业务销售额占比较为稳定，目前维持在 40% 左右。13 年，新罗开始布局海外市场。	08 年以后，公司成功竞标获得仁川机场两个核心位置，获得香化类等重要标段，免税业务开始突飞猛进。 <b>近几年来，新罗更多主要致力于机场免税店的扩张。</b>	1. 2011 年 9 月，新罗积极争取到在仁川机场开立全球首家 LV 机场 机场店免税专卖店（LV 此前通常不进入免税渠道销售），有效地提升了其影响力，推动其 2012 年免税业务的较快成长。2. 机场店为公司发展的重要载体，测算新罗在仁川 机场免税店的坪效与其市内免税总店的坪效大致相当。	1. 韩国政府视市内免税店为吸引国际游客到访韩国旅游购物的重要组成部分，是发展文化旅游产业之核心。 2. 新罗免税是新罗酒店的业务条线之一，新罗酒店母公司为三星集团，免税商业亦可有效反哺其集团其他业态。

来源：公开资料整理，国金证券研究所

**再观当下：中免规模效应带来毛利提升的边际改善空间已然有限，提价易使其竞争力下降，开设新免税业态以改善盈利能力迫在眉睫。**

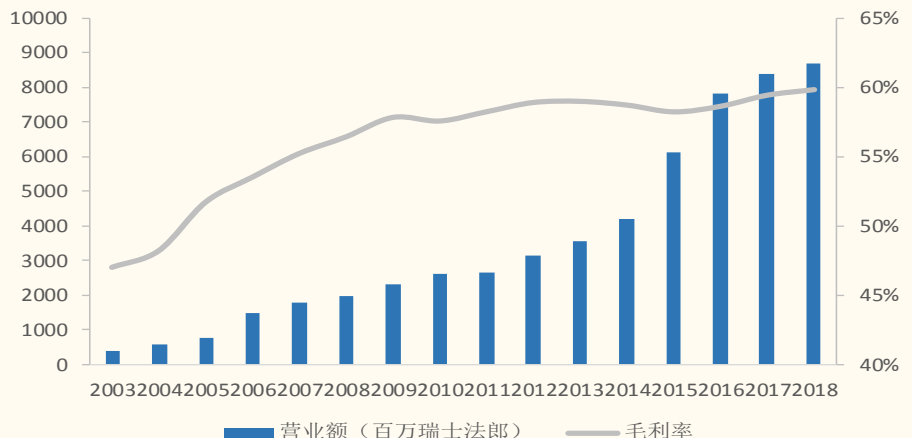
规模效应带来毛利提升的边际改善空间已经有限。免税行业规模经济明显，但同样存在规模不经济。观察行业龙头 Dufry 的发展历程，即是一段特许经营推动内生增长，并购外延扩张的历史，也画出了一条从规模经济到规模不经济的曲线。我们发现，Dufry 在 2013 年收入规模达到 38.54 亿美元时，毛利率由升转降，结束了“规模收益递增”时代；在 2012 年收入规模达到 33.64 亿美元时，净利润由升转降，达到经营的“最优规模”。而 Dufry 免税业务的毛利率在 2013 年之后已基本稳定在 70% 左右。

同样，我们观察到中国国旅 2018 年免税业务毛利率为 53.09%/+7.36pct，规模效应和渠道整合带来明显的毛利率改善。**我们认为，其规模经济带来毛利率提升的边际改善空间已然收窄。**

提价将使上海机场免税店竞争力下降。日上免税店为购买香化产品的最佳选择，海内外价差并不明显。参考图表 21，我们选取免税商品中最受欢迎的香化类产品中的主要 SKU 品类进行日上、香港、新加坡、泰国、日本、韩国的售价进行了比较，结果表明：新加坡 DFS 免税店香化商品价格最低，香港机场免税店价格最高，日上免税店定价几乎与新加坡相同，整体价格指数仅高 1% 左右。

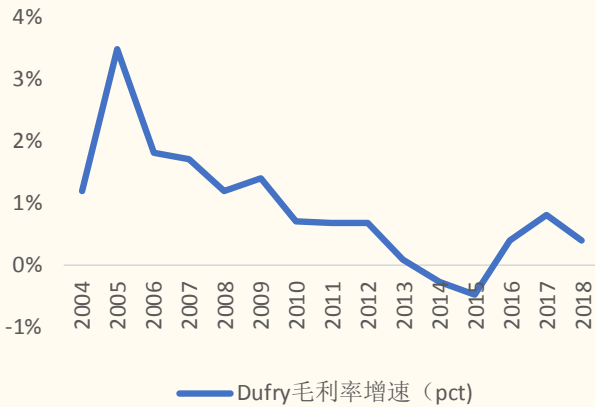
开设免税新业态可显著改善中免盈利能力，从而使机场店的价格优势得以维持。由于无需缴纳高额的扣点，市内店预计净利润率有望维持在 10%-15% 左右，盈利能力显著优于机场等边境免税店。

图表 46：Dufry 的规模收益递增与不变



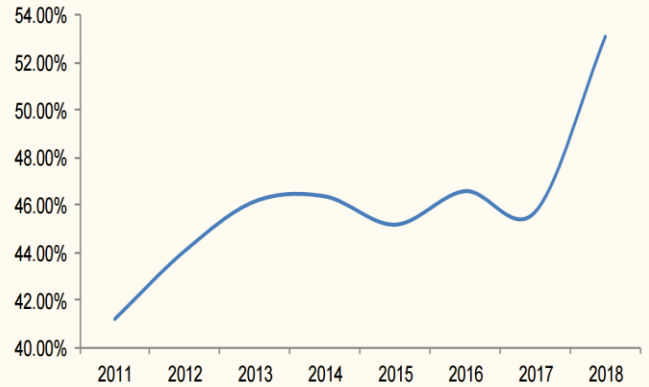
来源：Dufry 年报，国金证券研究所

图表 47：2004-2011 年 Dufry 毛利率增速高



来源：Dufry 年报，国金证券研究所

图表 48：规模效应与上海机场免税店并表致使 2018 年中国国旅免税业务毛利率提升 7.36pct



来源：Wind，国金证券研究所

#### 4.2 对冲策略：“可能的分流”情形下上海机场的边际改善可能

机场店与市内店之间竞合关系的最优解，是短期共同受益于香化品回流空间，中期形成差异化品类结构，长期做大国产品免/退税空间。

但企业竞争环境的不可测性，使发展偏离最优解亦属常态。基于前文对市内店落地后的规模测算，我们对上海机场免税店的收入三要素（国际旅客数/客单价/渗透率）做敏感性分析，以期在“可能的分流”情形下分析上海机场的边际改善可能。

结果表明：假设市内免税店首年落地的销售规模为 15 亿元，且行业无明显增量空间，预计影响上海机场当年免税收入的 7%。而上海机场国际旅客增速边际提升 1.5pct 或渗透率提升 2pct 或人均客单价提升 2pct，可实现完全对冲。

我们认为，随着长三角一体化加速和对外开放程度的进一步提高以及新卫星厅投产，上海机场实现“分流的对冲”亦非难事。

图表 49：上海机场对冲三因素的敏感性测算

		贡献上海机场收入端增量 (亿元)								
渗透率基准为 20%，客单价假设为 2100 元，国际旅客数基准假设为 4057.97 万人次 (2019 年)	国际旅客增速提升的对冲测算 (客单价与渗透率不变)									
	国际旅客增速	8.0%	8.5%	9.0%	9.5%	10.0%	10.5%	11.0%	11.5%	12.0%
	收入端增量	12.00	12.75	13.50	14.25	15.00	15.75	16.50	17.25	18.00
	渗透率提升的对冲测算 (国际旅客数与客单价不变)									
	渗透率提升幅度	0%	1%	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%
	收入端增量	0.00	8.52	17.04	25.57	34.09	42.61	51.13	59.65	68.17
	人均客单价提升的对冲测算 (国际旅客数与渗透率不变)									
	客单价增速	0.0%	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
	收入端增量	0.00	4.26	8.52	12.78	17.04	21.30	25.57	29.83	34.09

来源：国金证券研究所

## 5. 投资建议

**价格优势可维持，消费回流空间仍可观。**上海市内免税店落地在即，市场担心市内免税店将对上海机场免税店形成渠道稀释。根据上述分析我们认为，一方面市场忽视了市内免税店对免税运营商盈利能力的改善，对机场免税店的反哺作用（维持价格优势和运营效率改善），另一方面，仅香化品类的消费回流空间即可覆盖市内免税店体量，预计短期二者可共同受益于免税空间扩容，中性形成差异化品类结构。

**卫星厅投产，承接能力更上一台阶。**卫星厅预计将于 19 年年底启用，预算数由 18 年半年报的 210 亿，减少 34 亿至 167 亿，投产后折旧压力将明显减小。另一方面，19 年关联交易披露承租关联人资产场地费用增加 3.5 亿至 10.5 亿。但卫星厅投产有望迎来时刻释放，出境免税店面积合计 9062 平方米，将扩大一倍，有利于持续刺激免税销售。

**中期盈利模式有望向仁川机场或樟宜机场靠拢。**中国机场的定位介于美式机场和欧式机场之间，平衡公益属性和商业属性，非航收入驱动公司业绩增长。未来随长三角对外开放程度进一步提高，上海机场国际旅客增速将快于整体增速，非航收入变现能力值得期待。

**盈利预测：**由于市内免税店政策放开尚未落地，我们维持公司 19-21 年免税业务收入预计分别为 53 亿元/72 亿元/93 亿元，对应 EPS 分别为 2.75 元/2.97 元/3.38 元，对应 PE 分别为 24X、22X、20X，维持“买入”评级。

## 6. 风险提示

新建卫星厅成本增量超预期，免税销售低于预期，突发性事件影响。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	6,951	8,062	9,313	11,440	13,206	14,930	货币资金	9,966	8,764	8,766	10,549	12,455	15,742
增长率	16.0%	15.5%	22.8%	15.4%	13.1%		应收账款	1,039	1,200	1,314	1,578	1,820	2,053
主营业务成本	-3,814	-4,046	-4,499	-5,351	-6,819	-7,635	存货	20	19	20	23	30	33
%销售收入	54.9%	50.2%	48.3%	46.8%	51.6%	51.1%	其他流动资产	198	97	537	627	634	638
毛利	3,137	4,016	4,814	6,090	6,387	7,295	流动资产	11,224	10,080	10,637	12,777	14,939	18,466
%销售收入	45.1%	49.8%	51.7%	53.2%	48.4%	48.9%	%总资产	41.7%	36.6%	34.4%	35.3%	37.3%	40.7%
营业税金及附加	-60	-21	-22	-23	-26	-30	长期投资	2,364	2,739	3,247	4,347	5,647	7,047
%销售收入	0.9%	0.3%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	固定资产	12,990	14,369	16,667	18,687	19,086	19,405
营业费用	-13	-7	-1	-1	-1	-1	%总资产	48.2%	52.2%	53.9%	51.6%	47.6%	42.8%
%销售收入	0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	无形资产	350	353	372	391	409	425
管理费用	-224	-240	-243	-286	-264	-299	非流动资产	15,719	17,468	20,292	23,434	25,151	26,887
%销售收入	3.2%	3.0%	2.6%	2.5%	2.0%	2.0%	%总资产	58.3%	63.4%	65.6%	64.7%	62.7%	59.3%
息税前利润 (EBIT)	2,841	3,748	4,547	5,779	6,095	6,965	<b>资产总计</b>	<b>26,944</b>	<b>27,547</b>	<b>30,929</b>	<b>36,211</b>	<b>40,090</b>	<b>45,353</b>
%销售收入	40.9%	46.5%	48.8%	50.5%	46.2%	46.7%	短期借款	2,498	0	0	878	0	0
财务费用	147	121	194	171	209	292	应付款项	823	875	1,032	1,122	1,417	1,587
%销售收入	-2.1%	-1.5%	-2.1%	-1.5%	-1.6%	-2.0%	其他流动负债	997	1,183	1,255	1,389	1,599	1,807
资产减值损失	0	-1	0	-5	-3	-5	流动负债	4,317	2,058	2,287	3,389	3,016	3,394
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	730	975	893	1,100	1,300	1,400	其他长期负债	2	9	8	0	0	0
%税前利润	19.6%	20.1%	15.9%	15.6%	17.1%	16.2%	<b>负债</b>	<b>4,319</b>	<b>2,067</b>	<b>2,294</b>	<b>3,389</b>	<b>3,016</b>	<b>3,394</b>
营业利润	3,717	4,842	5,634	7,046	7,602	8,652	普通股股东权益	22,297	25,132	28,246	32,184	36,166	40,745
营业利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.6%	57.6%	57.9%	少数股东权益	327	349	389	638	908	1,214
营业外收支	0	0	-5	3	3	3	<b>负债股东权益合计</b>	<b>26,944</b>	<b>27,547</b>	<b>30,929</b>	<b>36,211</b>	<b>40,090</b>	<b>45,353</b>
税前利润	3,718	4,842	5,630	7,049	7,605	8,655	<b>比率分析</b>						
利润率	53.5%	60.1%	60.5%	61.6%	57.6%	58.0%		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
所得税	-752	-984	-1,199	-1,501	-1,619	-1,842	<b>每股指标</b>						
所得税率	20.2%	20.3%	21.3%	21.3%	21.3%	21.3%	每股收益	1.456	1.912	2.196	2.750	2.967	3.376
净利润	2,966	3,857	4,431	5,548	5,986	6,812	每股净资产	11.571	13.042	14.658	16.702	18.769	21.145
少数股东损益	160	174	200	250	269	307	每股经营现金净流	1.336	2.135	2.318	2.786	3.412	3.758
归属于母公司的净利润	2,806	3,683	4,231	5,298	5,716	6,506	每股股利	0.440	0.580	0.660	0.820	0.900	1.000
净利率	40.4%	45.7%	45.4%	46.3%	43.3%	43.6%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	12.58%	14.66%	14.98%	16.46%	15.81%	15.97%
净利润	2,966	3,857	4,431	5,548	5,986	6,812	总资产收益率	10.41%	13.37%	13.68%	14.63%	14.26%	14.34%
少数股东损益	160	174	200	250	269	307	投入资本收益率	9.02%	11.72%	12.50%	13.50%	12.94%	13.07%
非现金支出	831	837	788	996	1,616	1,700	<b>增长率</b>						
非经营收益	-597	-883	-890	-1,078	-1,274	-1,403	主营业务收入增长率	10.60%	15.98%	15.51%	22.84%	15.43%	13.05%
营运资金变动	-625	303	139	-97	247	132	EBIT增长率	12.23%	31.94%	21.32%	27.10%	5.46%	14.27%
经营活动现金净流	2,575	4,114	4,468	5,369	6,574	7,241	净利润增长率	10.83%	31.29%	14.88%	25.22%	7.89%	13.81%
资本开支	-2,584	-2,291	-3,569	-3,027	-2,027	-2,027	总资产增长率	5.09%	2.24%	12.27%	17.08%	10.71%	13.13%
投资	88	-110	-538	-1,100	-1,300	-1,400	<b>资产管理能力</b>						
其他	634	711	905	1,100	1,300	1,400	应收账款周转天数	50.4	50.2	49.1	50.0	50.0	50.0
投资活动现金净流	-1,861	-1,690	-3,203	-3,027	-2,027	-2,027	存货周转天数	1.9	1.8	1.6	1.6	1.6	1.6
股权募资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	12.9	19.7	30.0	30.0	30.0	30.0
债权募资	0	-2,500	0	870	-878	0	固定资产周转天数	512.8	410.1	333.6	591.2	495.6	421.7
其他	-1,161	-1,126	-1,263	-1,429	-1,763	-1,927	<b>偿债能力</b>						
筹资活动现金净流	-1,161	-3,626	-1,263	-559	-2,641	-1,927	净负债/股东权益	-33.01%	-34.39%	-30.61%	-29.46%	-33.60%	-37.52%
现金净流量	-447	-1,202	2	1,783	1,906	3,287	EBIT利息保障倍数	-19.4	-30.9	-23.4	-33.8	-29.1	-23.9
							资产负债率	16.03%	7.50%	7.42%	9.36%	7.52%	7.48%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	7	15	28	39
增持	1	3	11	16	19
中性	0	0	3	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.30	1.59	1.50	1.46

来源：贝格数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

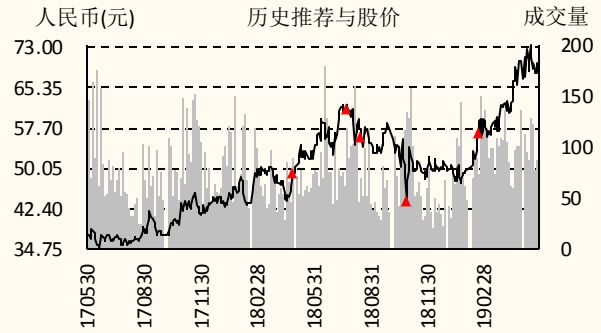
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性  
3.01~4.0 = 减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2018-04-27	买入	47.00	N/A
2	2018-07-23	买入	61.83	76.50~76.50
3	2018-08-17	买入	56.58	76.50~76.50
4	2018-08-26	买入	57.06	76.50~76.50
5	2018-09-08	买入	53.07	76.50~76.50
6	2018-10-29	买入	48.60	65.00~65.00
7	2019-02-21	买入	56.31	N/A
8	2019-04-27	买入	66.08	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；  
 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；  
 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；  
 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级(含 C3 级)的投资者使用；非国金证券 C3 级以上(含 C3 级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH