

机场免税红利再探讨：

“颜值经济” 黄金时代受益者

华创证券交通运输与供应链

吴一凡 S0360516090002

2019年6月

本报告由华创证券有限责任公司编制

报告仅供华创证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。华创证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成对所涉及证券的个人投资建议。

请仔细阅读PPT后部分的分析师声明及免责声明。

■ 机场是华创交运护城河策略框架（需求潜力定行业，护城河要素选公司）下选择的行业，此前我们5篇深度报告从**护城河要素**探讨机场具备独享的区位优势，从**消费视角探讨需求潜力**，认为免税红利未完待续。

■ 本篇报告与市场的不同：

对高档化妆品消费-免税Vs有税-境内Vs境外-机场Vs市内店进行全链条完整分析。市场对机场免税研究更多在免税以及机场业务本身，而在香化占比接近80%的品类设置下，**免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求。**

■ **探讨：为什么是2016-17？中国高端化妆品及免税销售额大爆发！我们提出，颜值经济黄金时代开启！**

■ **有税Vs免税，境外Vs境内，性价比是第一王道**

静态测算：免税回流大势所趋，空间约3倍（1000-1500亿规模回流规模，18年国内免税销售仅395亿）。

吸引回流重要边际变化：一看免税运营商提升空间可观；二看机场承接能力上台阶。

与市场观点不同：我们认为中韩免税在共享黄金时代红利，17-18年韩国免税并未因中国崛起而增速下滑，反而快速增长。

■ **机场店Vs市内店：做大总量阶段，分流或非常有限，后续仍需关注政策导向。**

■ **探讨：市值空间，2025年会如何？上海机场3000亿，白云机场500-800亿市值能否实现？**

■ **重点推荐：**上海机场超级枢纽价值凸显，白云机场免税红利加速释放。

■ **风险提示：**经济大幅下滑，人均贡献存在瓶颈。

■ 机场系列报告

2018/11 需求潜力决定长期价值，区位护城河推动强者恒强——再论护城河系列之机场

2019/1 外资为何青睐机场板块？——全球视野下的中国机场配置价值分析

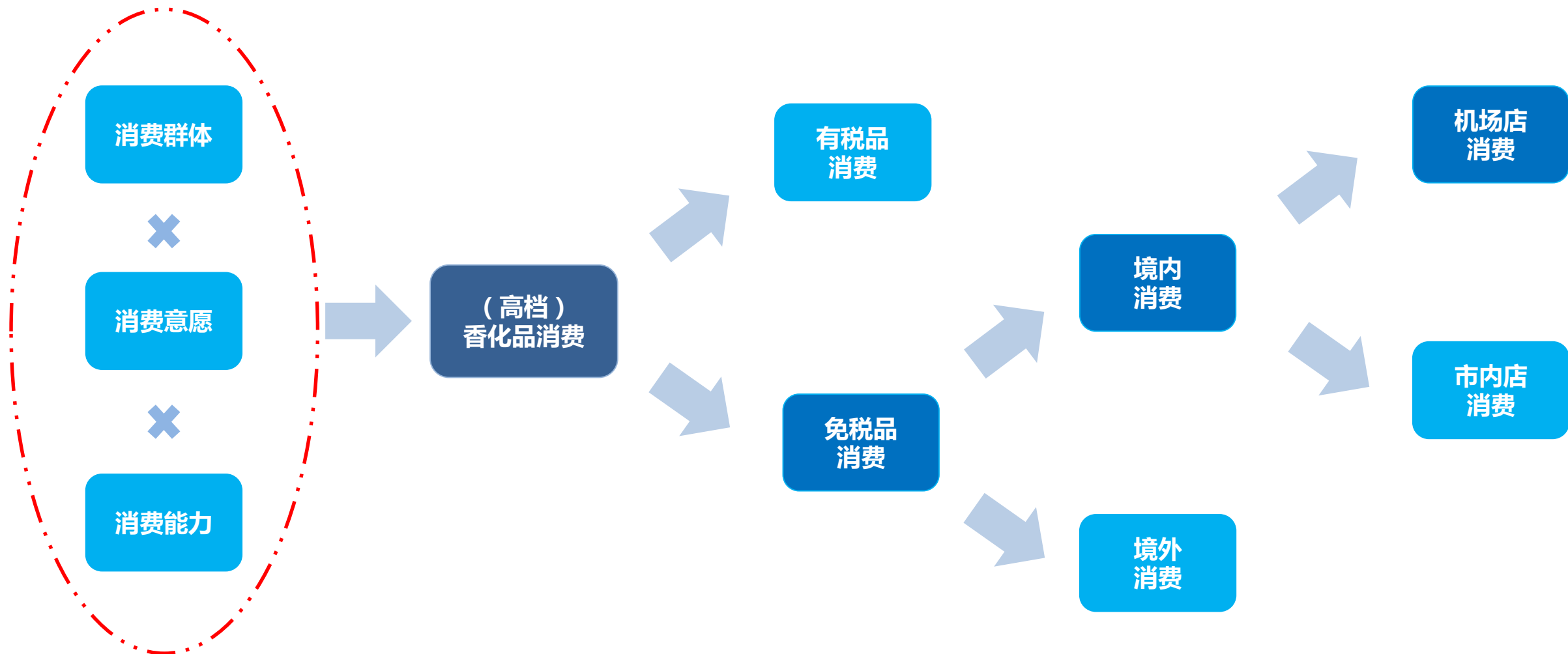
2019/4 **上海机场**深度：超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续

2019/5 **白云机场**深度：传统机场投资时点与免税红利加速释放期共振，首次覆盖给予“推荐”评级

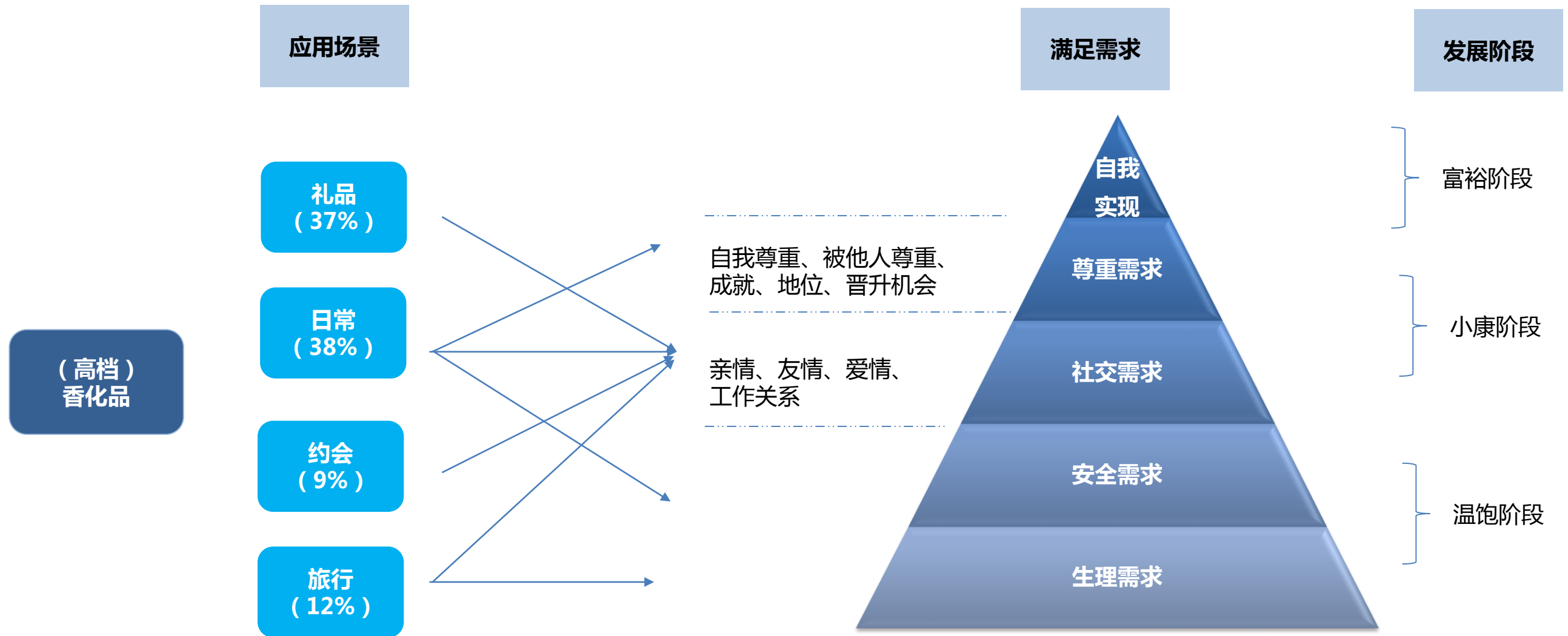
2019/5 消费视角看交运：正值潜力释放期

2019/6 **机场免税红利再探讨，颜值经济黄金时代受益者**

- 市场对机场免税研究更多在免税以及机场业务本身，而在香化占比接近80%的品类设置下，**免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求。**
- 我们将对**高档化妆品消费-免税Vs有税-境内Vs境外-机场Vs市内店**进行全链条完整分析



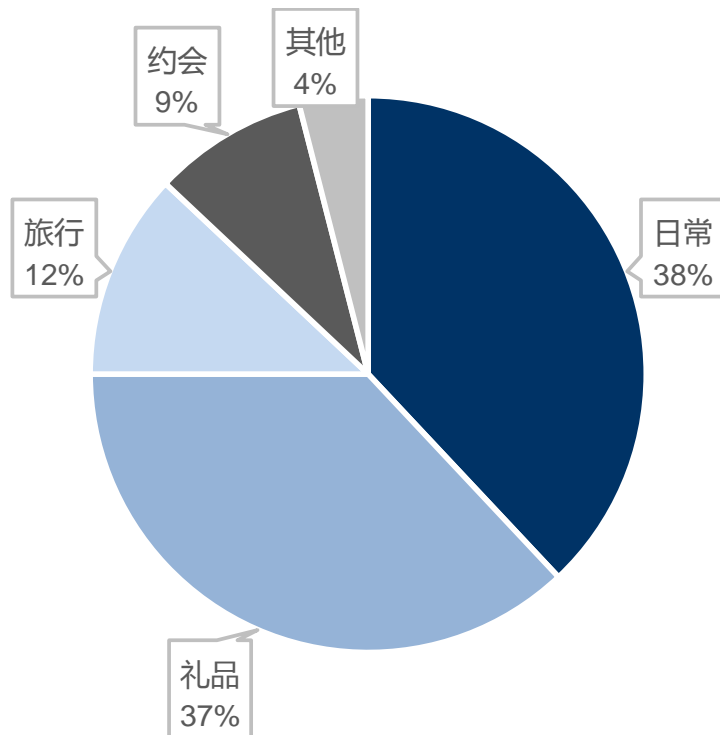
高档化妆品应用场景及满足需求



高档化妆品应用场景及满足需求

- **消费场景**：日常占比38%，礼品占比37%，旅行占比12%，约会占比9%，其他占比4%。我们以占比最高的日常与礼品消费为例进行分析：
- **日常**：最基础的生理护肤、美妆等需求；化妆品同样提升精神面貌，提升在社交中的信心，同时高端品牌也是情感化和精神化的消费；奢侈品旗下的口红、香水等耐用产品，比平价品牌贵数百元，却能达到极致体验和精神奖励的效果。
- **礼品**：生日、纪念日、新年、情人节、妇女节等是主要应用场景，同时出国旅游给同事、亲戚、朋友带礼品中，化妆品是最“安全”且广泛接受的合适礼品。天猫2019颜值经济报告中指出线上产品中，男性送礼首选单品是口红，如YSL圣罗兰口红7成是被男性购买。

图表1 化妆品的应用场景



资料来源：微博数据中心，华创证券

图表2 部分线上单品男性购买比例



资料来源：天猫2019颜值经济报告，相关品牌官网，华创证券

SECTION 1

为什么是2016-17？颜值经济黄金时代开启！

观察2016-17：中国高端化妆品-免税销售额大爆发！

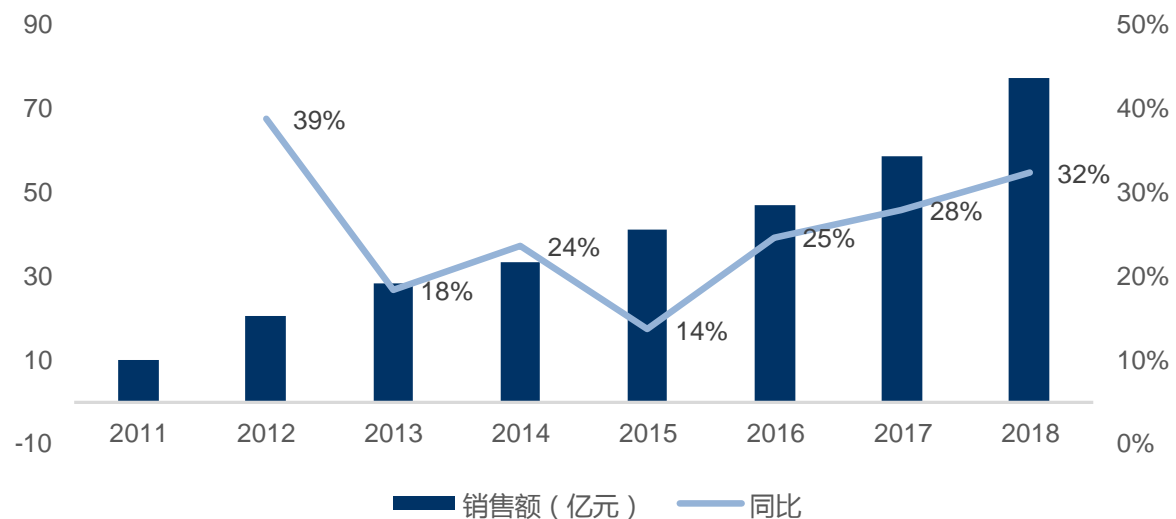
以三亚海棠湾与上海机场免税店为例，爆发始于16-17

■ 三亚海棠湾：离岛免税随额度提升明显刺激销售额

海棠湾免税店2011年设立，2012年11月起额度提升至每人每年累计不超过8000元，16年2月提升至1.6万，2018年12月起进一步提升至3万元，2016-18年销售额同比增速分别为25%、28%及32%，明显进入提速阶段。

2018年海棠湾销售额77.7亿元，占全国免税比重的19.7%。

图表3 三亚海棠湾免税销售额增速



资料来源：Wind，华创证券

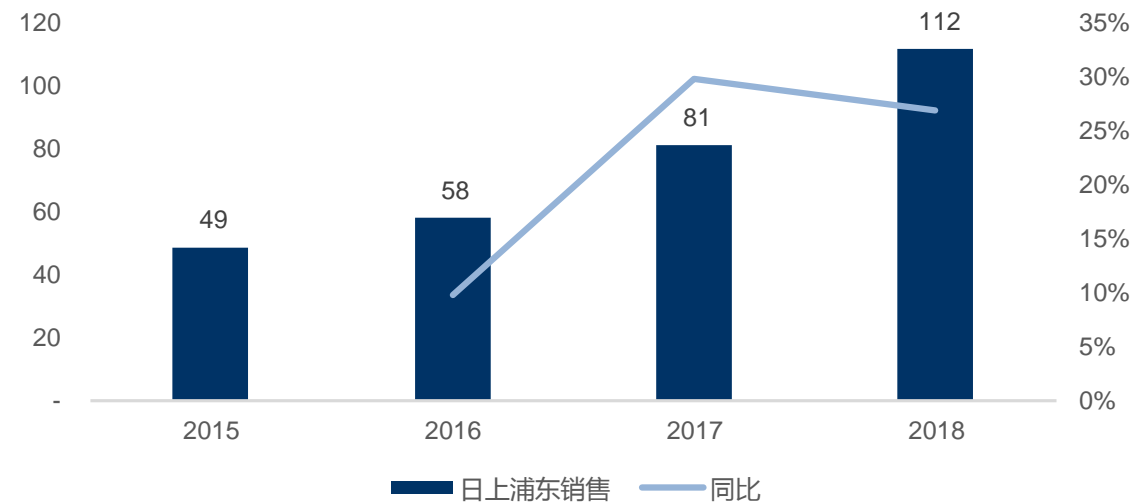
■ 上海机场免税店（日上浦东）：人均贡献明显提升期

2016-18年增速分别为19%、40%、38%，根据公司19Q1业绩测算，Q1免税销售额约为36亿，同比增长约30%。

国际旅客人均贡献明显提升：2015年测算约164元，18年已经达到298元，16-18年增速分别为10%、30%及27%。

2018年浦东机场免税销售约112亿，占全国免税比重的28.4%。

图表4：上海机场免税业务



资料来源：公司公告，华创证券

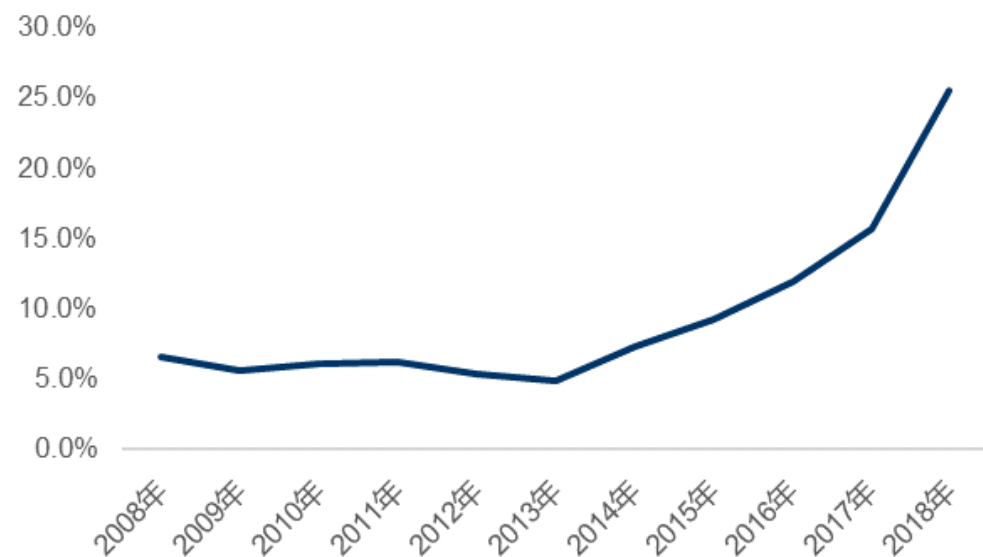
观察2016-17：中国高端化妆品-免税销售额大爆发！

■ 进口化妆品占化妆品零售比重加速提升：

2018年我国进口化妆品金额99亿美元，同比增长近70%，2009-18年的10年间复合增速37%，远超国内化妆品销售额增速，占比由09年的6%左右提升至18年的25.5%，尤其在2016年占比达到两位数并加速上行。

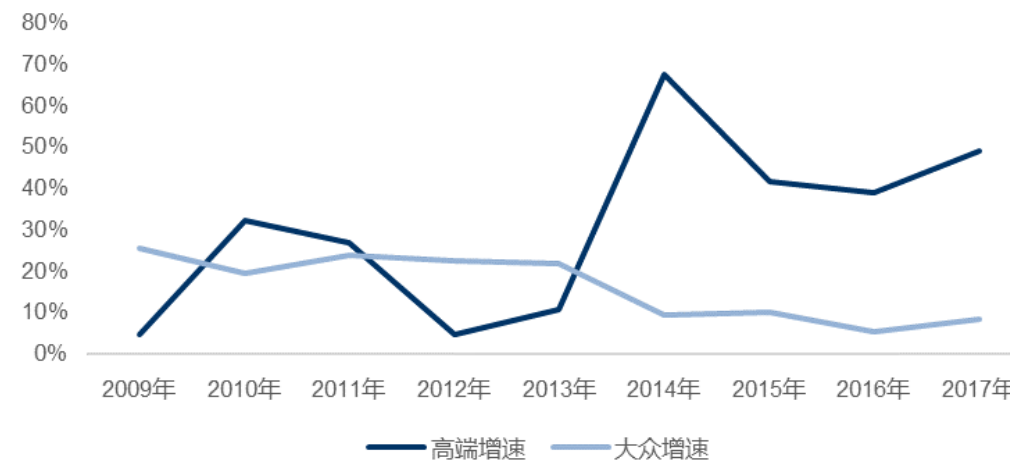
若我们简单将进口化妆品列为高端品，其他列为大众品，可发现两者增速背离，高端品明显更快。

图表5 进口化妆品占化妆品零售比重



资料来源：Wind，华创证券

图表6 高档化妆品与大众化妆品增速比较



资料来源：Wind，华创证券

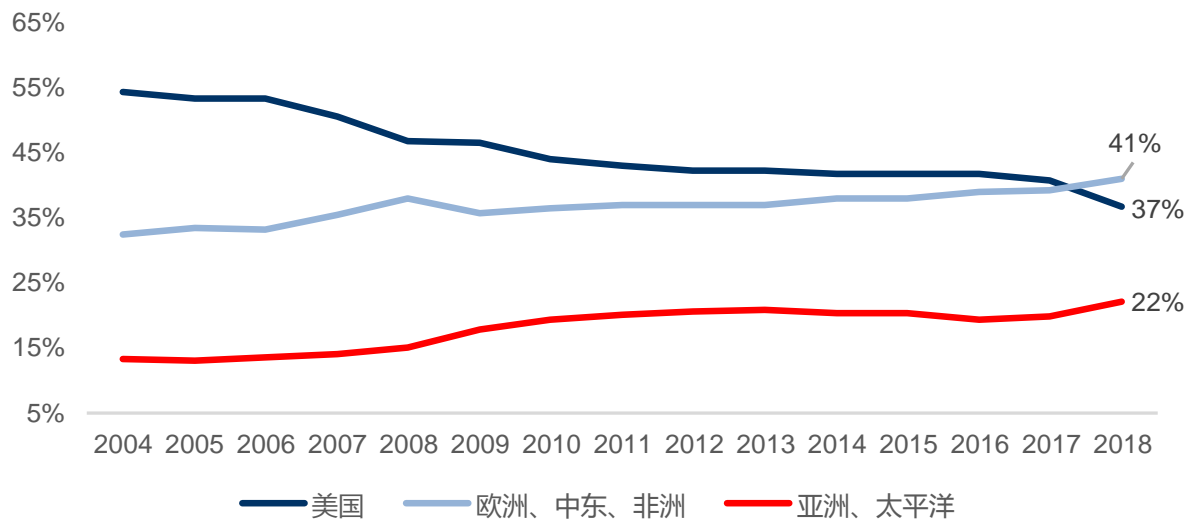
观察2016-17：雅诗兰黛亚太地区增速明显提升

- **产品结构**：2018年公司销售额137亿美元，化妆品与护肤品各占41%，香水占13%，护发产品4%。
- **区域结构**：美洲占比37%，欧洲/中东/非洲占比41%，**亚洲/太平洋占比22%（04年仅13%）**
- **增速**：十年收入复合增速7.2%，其中亚太增速9.9%。

2018年财年收入增速15.8%，为**2005年以来最高**，同时**15年触底后连续三年增速回升**。

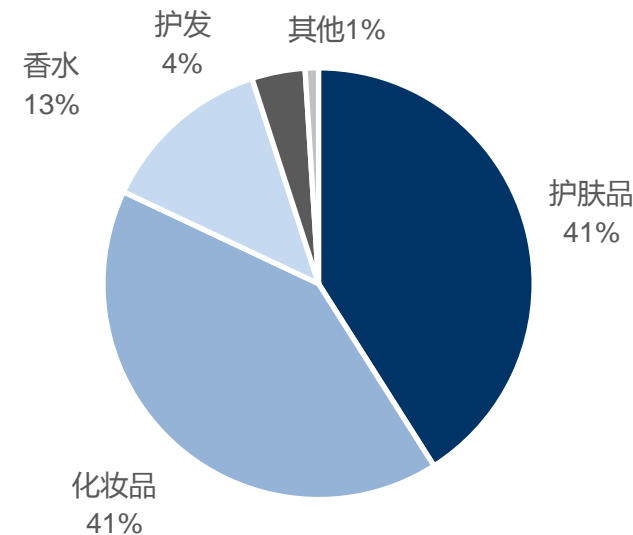
分区域看：亚太增速29%最快，其中中国大陆及中国香港贡献了增量的86%，相当于整体收入增量的32%。

图表8 区域结构占比



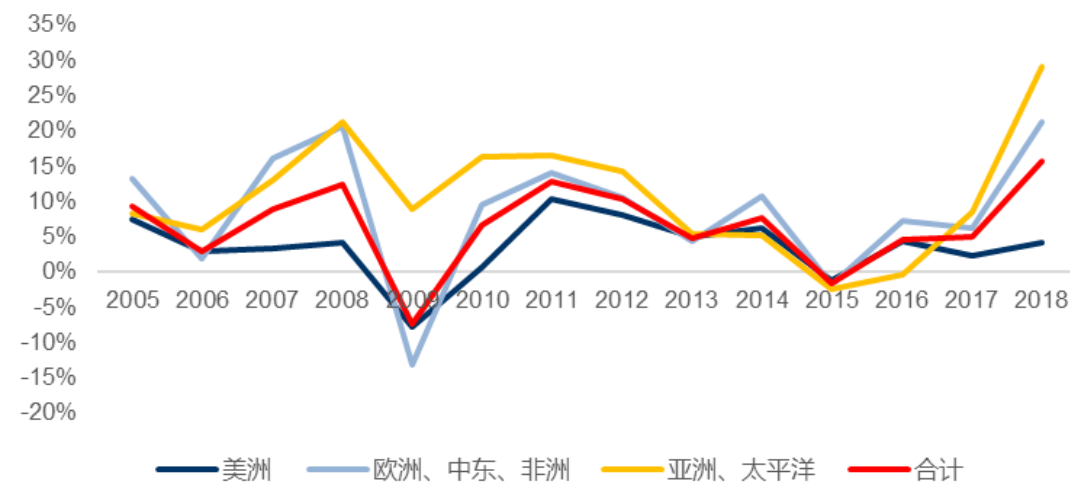
资料来源：公司年报，华创证券

图表7 雅诗兰黛货品构成



资料来源：公司年报，华创证券

图表9 区域增速情况

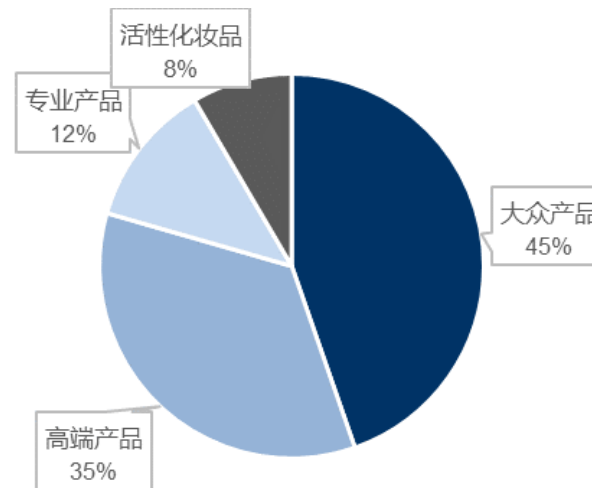


资料来源：公司年报，华创证券

观察2016-17：欧莱雅亚太区同样快速增长

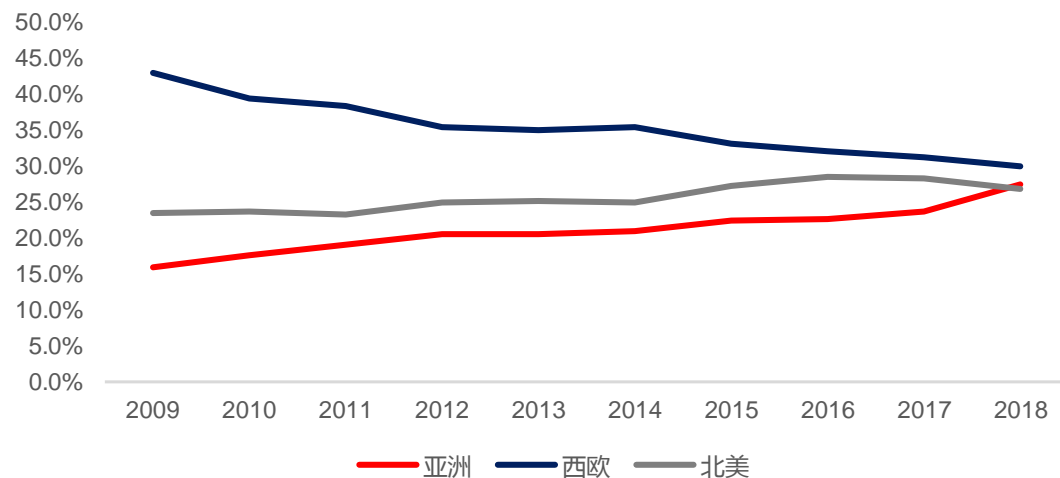
- **产品结构**：2018年公司销售额318亿美元，其中大众产品占比45%、高端产品占比35%，此外为专业产品及活性化妆品占比共20%。
- **区域结构**：北美占比27%，西欧占比29%，**亚洲占比28%（09年为16%）**。
- **增速**：2018年财年收入增速8.2%，分品类看，高端品增速15.6%，大众品增速3.8%，**16年开始加速提升**。分区域看，亚洲增速达到26%最快。

图表10 欧莱雅货品构成



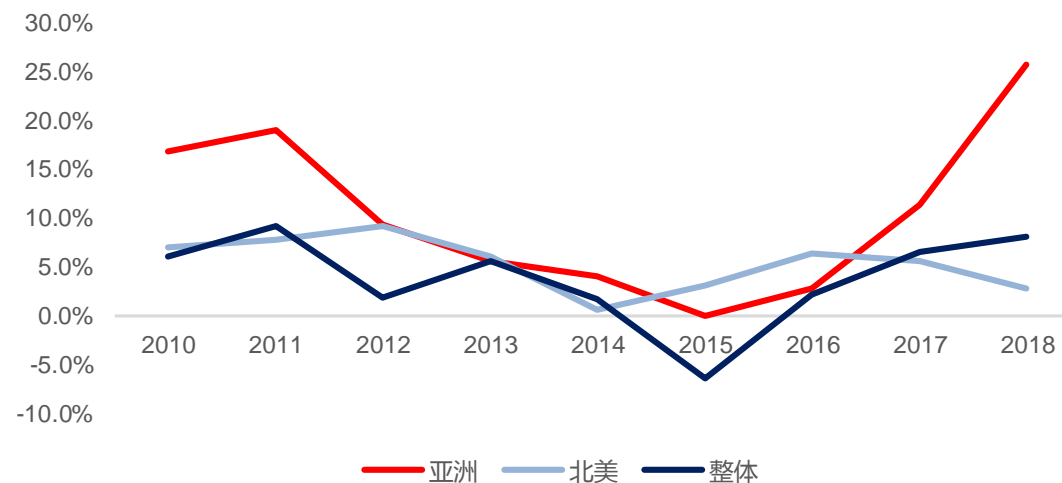
资料来源：公司年报，华创证券

图表 11 欧莱雅区域结构



资料来源：公司年报，华创证券

图表12 欧莱雅区域增速



资料来源：公司年报，华创证券

归因1：人均GDP到达高端化妆品消费爆发点

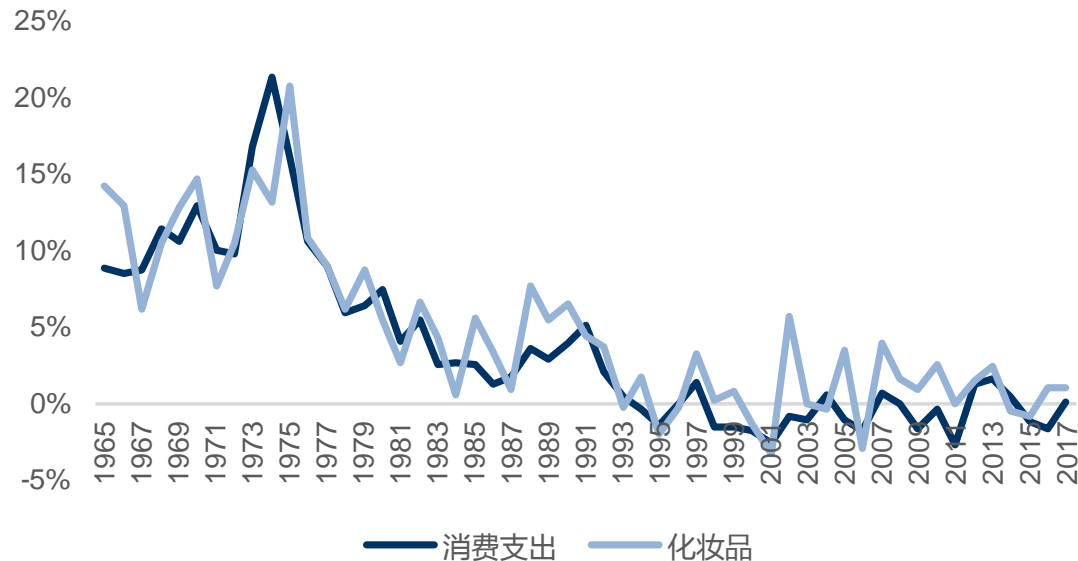
日本经验看：人均GDP在5000-10000美元阶段，化妆品消费明显提升

日本作家三浦展在《第四消费时代》中，将日本消费划为四个时代，其中“第三消费时代（1975~2004）：个性化消费——个性化、品牌化、高端化、体验式消费快速增长”

日本人均GDP在1975年达到5000美元左右，78年到8000，80年代初到达10000美元：

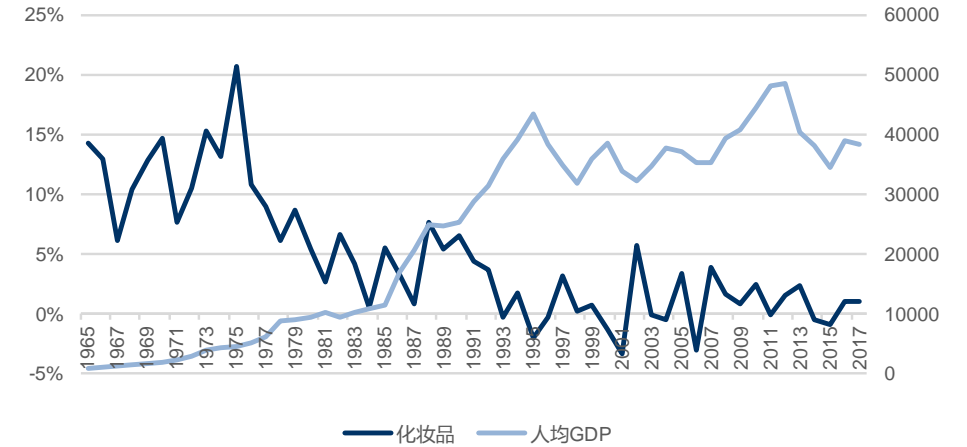
- a) 化妆品消费支出增速高于整体，且处于较快增速阶段
- b) 化妆品CPI指数在75-95年的表现明显高于后期。

图表14 日本家庭销售支出与化妆品支出增速比较



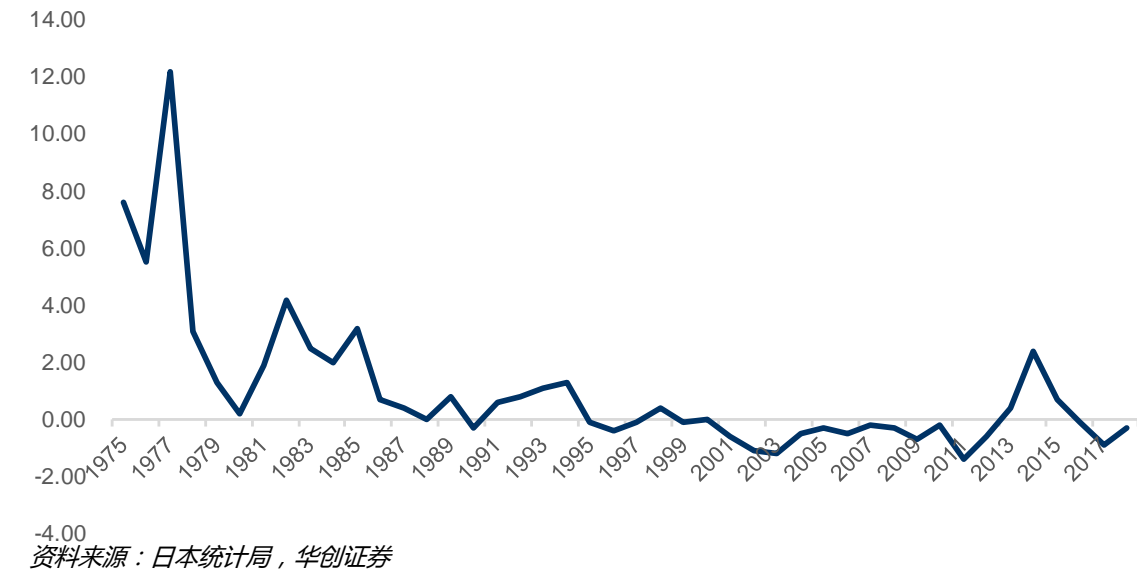
资料来源：日本统计局，华创证券

图表13 日本化妆品销售额增速与人均GDP比较



资料来源：日本统计局，华创证券

图表15 日本化妆品CPI指数



资料来源：日本统计局，华创证券

归因1：人均GDP到达高端化妆品消费爆发点

■ **我国的验证**：09-18年进口化妆品金额从6亿美元提升至9.9亿，15倍，年均36.5%。

2011年人均GDP突破5000美元—> **进口化妆品金额同比增速超30%**，海棠湾免税店设立，

2015年人均GDP突破8000美元—> **进口化妆品维持在更高增速**，海南离岛免税在16年额度提升至1.6万元人民币，

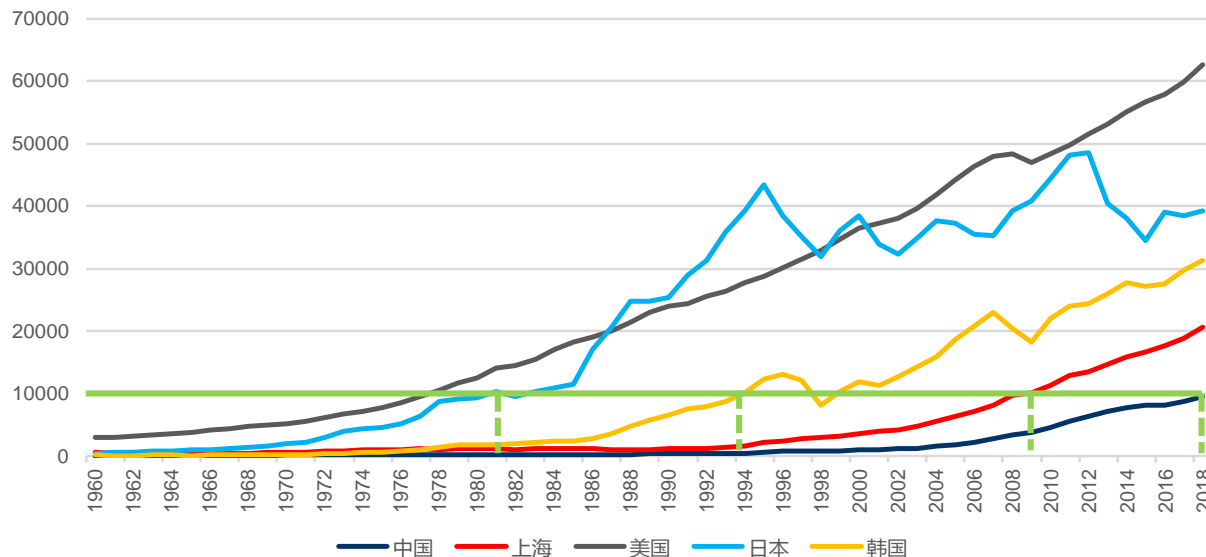
2018年人均GDP超过9600美元，相当于80年代初的日本以及1994年的韩国，进口化妆品金额增速接近70%

消费品价格指数看，化妆品RPI在2010-12年明显上行，2016年后显著上行。

图表16 我国化妆品消费价格指数

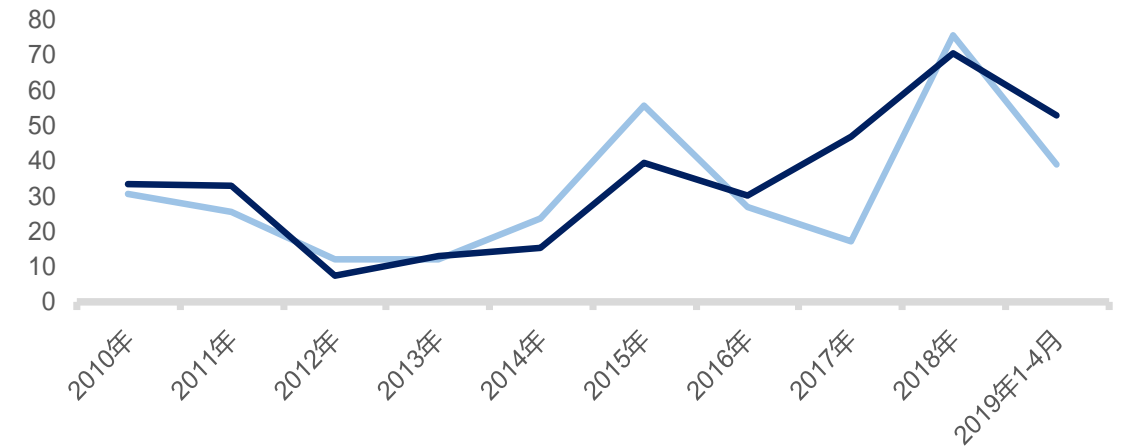


图表17 人均GDP比较 (美元)



资料来源：Wind，华创证券

图表18 我国进口化妆品金额与数量同比



资料来源：Wind，华创证券

归因2：消费意愿：，信心在提升，恩格尔系数在下降

■ 消费者信心：

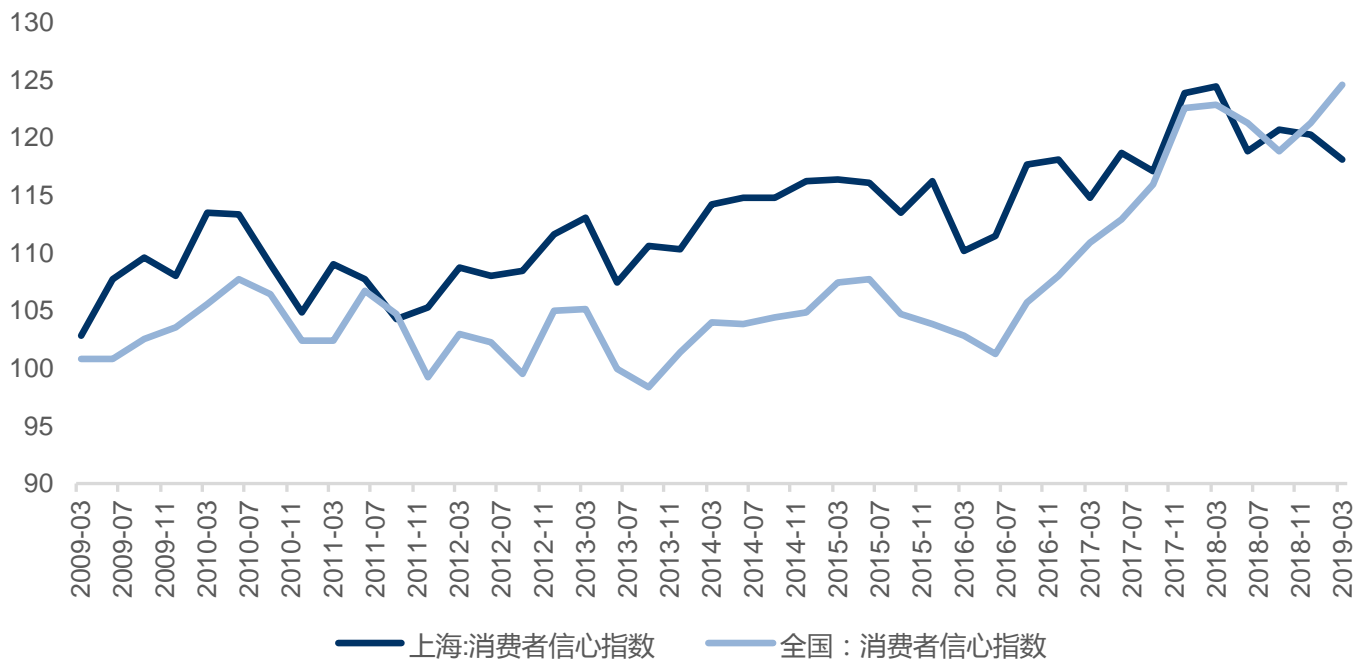
全国消费者信心指数看，2016年Q3后呈现明显上行，上海消费者信心指数整体平稳增长。

■ 恩格尔系数：

持续回落，2018年城镇居民恩格尔系数已经降至27.7%，反应消费升级显著。

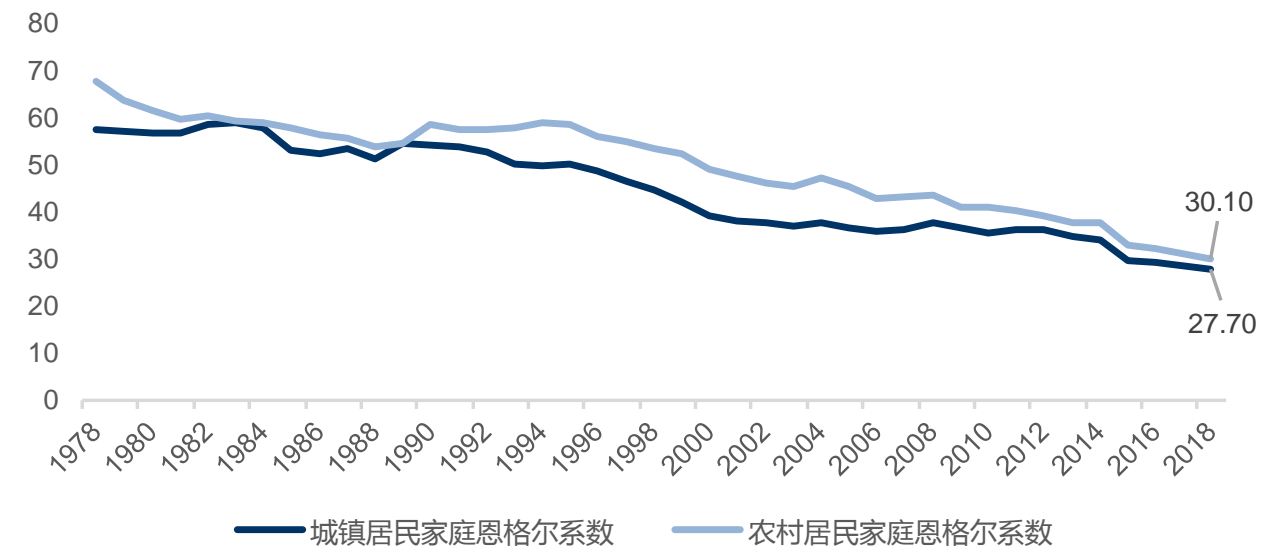
■ 其背后的因素，或包括房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升等

图表19 消费者信心指数



资料来源：Wind，华创证券

图表20 恩格尔系数在持续下降



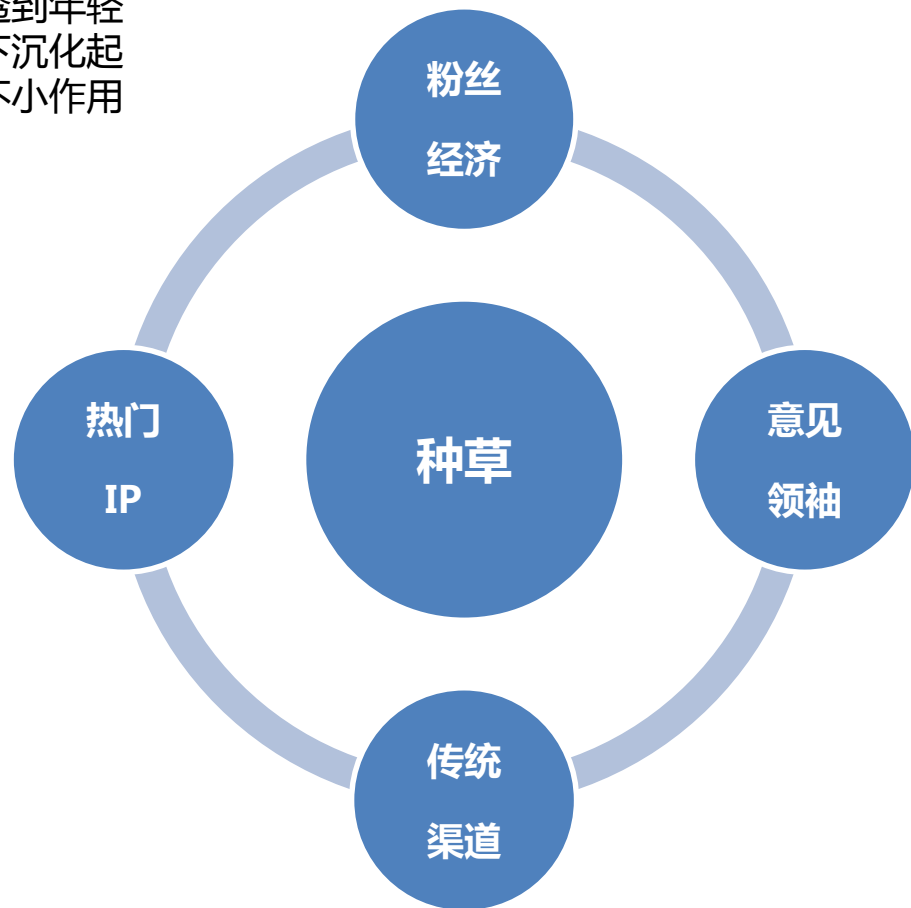
资料来源：Wind，华创证券

归因3：新经济模式使得消费在“跨越式”升级



抖音短视频等平台对于将产品渗透到年轻化，下沉化起到了不小作用

明星代言、各类节目、直播平台



法国娇兰口红
Vs
《延禧攻略》

揭晓富察皇后、魏璎珞、娴妃，三位人物口红色号

通过热门IP种草



熟人介绍、商店柜台

小红书

2019年3月用户突破2.2亿人，其中70%是90后

学习曲线最陡的两个阶段
高考进入大学
毕业进入社会



- 粉丝经济+热门IP+KOL强势种草，小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态，使得高端化妆品的消费升级并不像过去随着年龄-收入水平的提升带来渐进式增长，而是出现消费年龄层，消费产品层的跨越式升级。

黄金时代的持续性？人均潜力仍巨大

■ 我国限额以上化妆品零售市场：

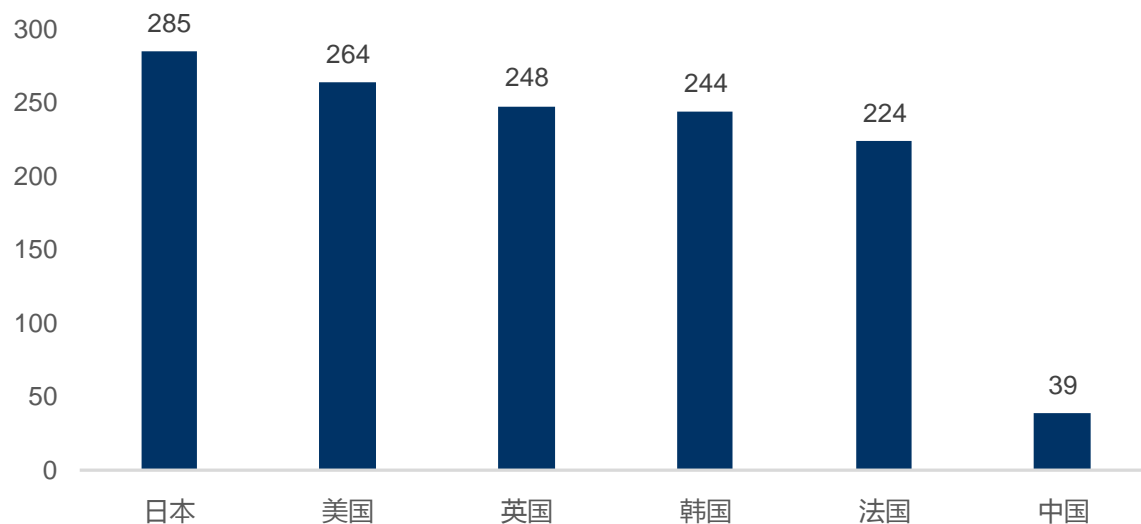
2009-18年的10年间我国限额以上化妆品零售额从740亿提升至2619亿，年均15%增速，2017年后重新回到两位数增长，并重新快于社零增速。

■ 人均化妆品消费：空间仍巨大

根据Euromonitor数据，2017年中国人均化妆品消费39美元，较发达国家200美元以上的水平差距在5-7倍，日本人均285美元是消费最高的国家。人均角度看，我国化妆品市场消费潜力巨大。

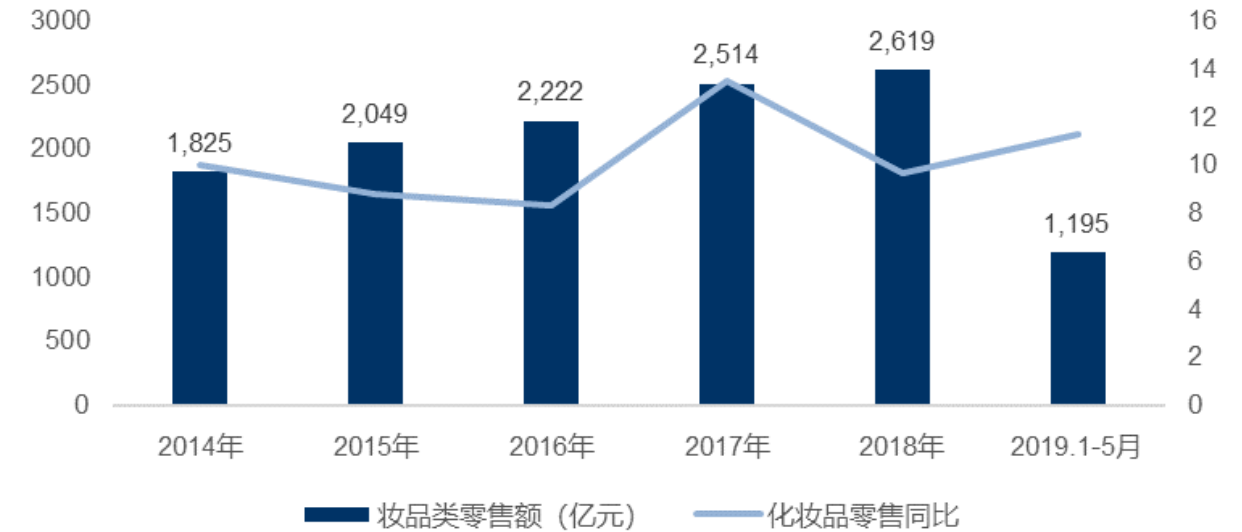
参考日本70-80年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续5-10年。

图表21 人均化妆品消费（美元）



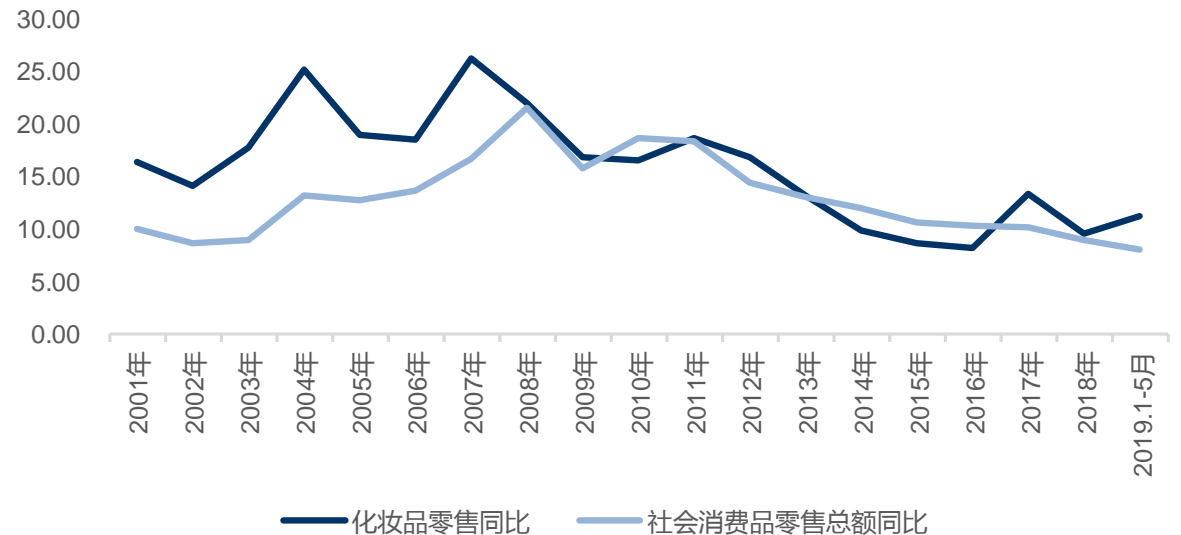
资料来源：Wind，华创证券

图表22 我国化妆品市场



资料来源：Wind，华创证券

图表23 化妆品零售与社零增速比较



资料来源：Wind，华创证券

■ 我们提出“为什么是2016-17？中国高端化妆品及免税销售额大爆发

我们观察：海棠湾、日上浦东、进口化妆品、雅诗兰黛/欧莱雅亚洲区增速均在16-17年明显上台阶

我们认为：宏观层面到达了消费能力和消费意愿提升的阶段，而新经济模式使得升级出现了跨越式，包括产品与消费群体。

其一，人均GDP达到了高端化妆品消费爆发点，参考日本经验，5000-10000美元阶段，化妆品快速增长，在我国也可得以验证。

其二，房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升，16Q3之后消费者信心指数在提升，而恩格尔系数已经降至30%以下。

其三，新经济模式（粉丝经济+热门IP+KOL强势种草，小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态），使得消费出现年龄层，产品层的跨越式升级。

■ 我们认为，颜值经济黄金时代开启！

人均化妆品消费潜力仍巨大，17年我国人均39美元，而发达国家在200美元之上。

参考日本70-80年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续5-10年。。

SECTION 2

有稅Vs免稅，境外Vs境內，性价比是第一王道

有税Vs免税：显著的价差

- 我们选取几款产品，对比免税价格与专柜价格（含税），免税品普遍比含税产品低30-40%，因此显著的价差是购买免税品的驱动力。
- 进口化妆品缴税环节主要包括，关税，进口环节消费税以及进口环节增值税。

图表24 免税品与专柜价差价

品牌	产品	规格	免税价	专柜价	折扣
SK-II	护肤精华露(神仙水)	330ml	1314	2150	61%
	小灯泡	50ml	1085	1540	70%
纪梵希	纪梵希卸妆水	200ml	223	305	73%
雅诗兰黛	海蓝之谜精华乳霜	30ml	1037	1450	72%
	海蓝之谜精萃水	150ml	811	1100	74%
兰蔻	兰蔻小黑瓶	50ml	649	1080	60%

资料来源：公司官网，华创证券

图表25 进口化妆品缴税环节

缴税环节	税率	税费	总价格
关税完税价格			100.00
进口关税	10%	10.00	110.00
进口环节消费税	15%	19.41	129.41
进口环节增值税	13%	16.82	146.24

资料来源：税务总局，华创证券

境外Vs境内：境内免税性价比还会进一步显现

- 从境内免税店的全球比价看，日上浦东通常有95折优惠，而韩国新罗和乐天得益于较大的销售体量，经常会有大规模促销，因此总体价格优势明显，但浦东机场在相当多热门品类具有价格优势。
- 伴随中免收购日上后经营实力、对供应商议价能力的提升，价格优势预计会进一步显现。

图表26：日上上海对比海外价格（标红项目为在该国家或地区免税店价格最低；均为考虑优惠后的折扣价格）

品牌	品类	品项	中国内地			中国香港		韩国		新加坡	泰国	日本	英国	美国
			日上上海	日上北京	三亚海棠湾	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场	KingPower	关西KIX	伦敦机场	ishoppes
迪奥	香水	迪奥小姐喷装EDT100ml	779	820	863		962	744	876			693	692	
	彩妆	迪奥烈艳蓝金唇膏	215	226	230		265	224	224	257				
	彩妆	迪奥恒久钻肌粉底液30ml	342	360			415	375	375					
	彩妆	迪奥魅惑润唇膏	208	219	223	175	247	217		241				
MARC JACOBS	香水	MARC JACOBS雏菊花语女士淡香水EDT125ml	551			530	577	369		631	717		671	
SK-II	护肤	SK-II护肤精华露330ml(神仙水)	1314	1257	1516	1394	1716	1410	1289		1753	1646		
	护肤	SK-II护肤面膜(前男友面膜)	639	673	813			605	622	742	870	813		
	护肤	SK-II肌因光蕴采钻白精华露50ml(小银瓶)	1085	1142	1199	1218		1035	1035		1294	1287	1232	
	护肤	SK-II肌因光蕴祛斑精华露50ml(小灯泡)	971	1022	1106			944	944		1155	839		
雅诗兰黛	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透眼凝霜15ml(小棕瓶)	371	390	385		437	372		421	491	384	351	
	护肤	雅诗兰黛ANR特润修护肌透精华50ml(小棕瓶)	589	620	645	501	732	437	533	836	855		500	
	彩妆	雅诗兰黛倾慕唇膏魅色系列			227			120	115	250	238			
海蓝之谜	护肤	海蓝之谜全新修护精萃液150ml	854	854	880	715	935	863	863		928		934	
	护肤	海蓝之谜精华面霜60ml(奇迹面霜)	1776	1869	2146	1544	2030	1546	1343	1201	2457		2024	
纪梵希	彩妆	纪梵希轻盈无痕明星四色散粉12g	327	344	365	388		340	414		458	416		
	彩妆	纪梵希高级定制小羊皮唇膏3.4g(小羊皮)	195	205	219	236	282	244	199	233		250		
娇韵诗	护肤	娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露50ml		643	768		794		620	757	829		492.73	
	护肤	娇韵诗纤柔塑身霜200ml	355	374	429	413	485					436		
	护肤	娇韵诗抚纹身体霜200ml	316	333	429	405		279	247		477		303	
科颜氏	护肤	科颜氏牛油果眼霜14ml	193	203	222	214	247	154	189	215	255	211	208	
	护肤	科颜氏高保湿面霜125ml	332	349	419	325		404	334	382	419	397	346	
	护肤	科颜氏金盏花植物爽肤水500ml	335	353	413			353	344	384	493	379	429	
兰蔻	护肤	兰蔻精华肌底液100ml(小黑瓶)	839	883	995	840	900	972	972		1307	1198	982	
	护肤	兰蔻眼部精华液20ml	406	430	495	395	463		322	576	530	501	457	
倩碧	护肤	倩碧紫晶卸妆膏125ml	188	198	212		238	119	119	221	284		186	
	护肤	倩碧匀净卓研淡斑双效精华露50ml	571	601	556	459	635	369	383	577	623		484	

资料来源：公司官网，机场官网，华创证券

境外Vs境内：长期看免税回流大势所趋，静态测算空间约3倍

消费回流空间可观：假设50%海外回流，即相当于当前免税市场的2.5-3.5倍

■ 我国境内免税销售额仅占全球的8%左右。

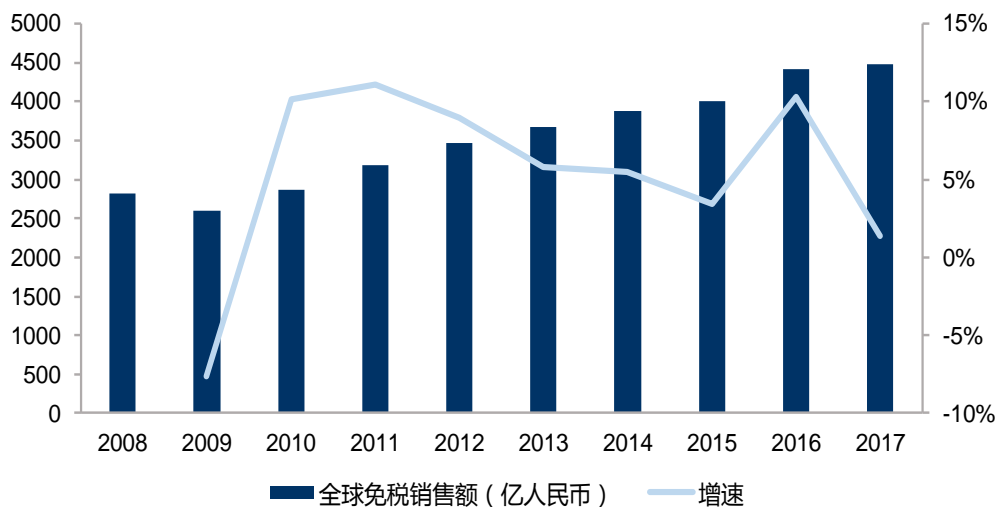
我们预计2018年全球免税销售额约为5000亿元，我国免税总销售额为395亿，占比8%左右。

■ 我们测算内地居民海外免税购物规模在2000-3000亿左右，占全球40%-60%。

2018年内地居民出境购物消费超过1200亿美元，人均消费额约5500元。根据中国出境旅行者调查，约37%发生在免税店。以此测算内地居民在海外免税店共消费约3000亿元，占全球的60%

■ 静态看：假设中长期50%可以回流，即1000-1500亿规模，相当于当前免税市场的2.5-3.5倍。

图表27：全球免税销售额2017年4500亿人民币



资料来源：TFWA Asia Pacific Conference，华创证券

图表28：回流规模测算

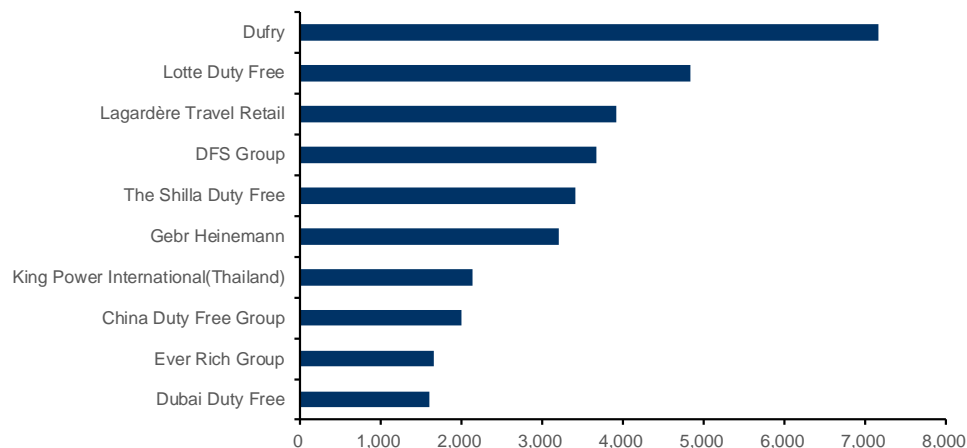
	规模 (亿元)	占全球比重
全球免税销售	5000	
我国境内免税销售	395	8%
我国居民海外免税消费	2000-3000	40%-60%
假设回流	50%	
回流量	1000-1500	
相当于当前	2.5-3.5倍	

资料来源：TFWA Asia Pacific Conference，华创证券

中免排名世界第八：提升空间可观

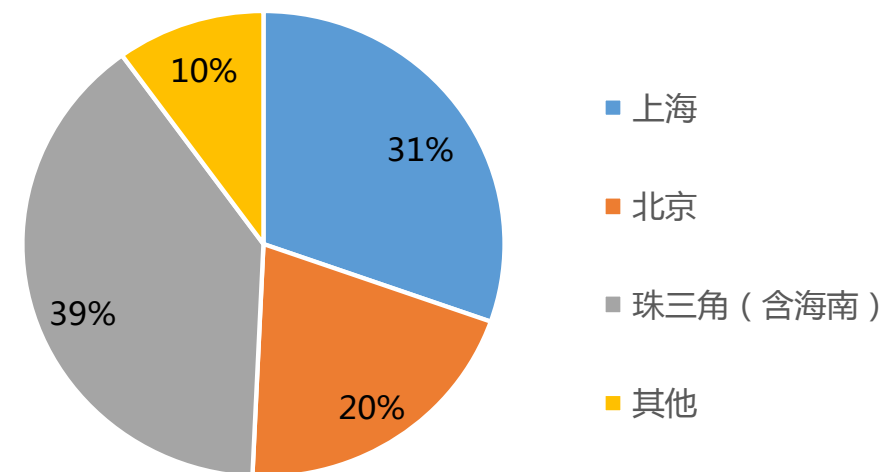
- 根据Moodie Davitt数据，全球前十大免税集团合计销售336.1亿欧元，约合2600亿人民币，占全球比重58%
- 我国最大的免税集团中免集团销售额排名全球第八。但其销售额仅相当于Dufry的三分之一，乐天免税店一半不到水平
- 免税运营商实力越强，对供应商议价能力越强，提供的产品性价比越高。

图表29：2017全球Top10免税集团销售额（百万欧元）



资料来源：Moodie Davitt、华创证券

图表30：全国免税格局



资料来源：公司公告、华创证券

静态看免税回流，边际重要变化：机场承接能力更上台阶

上海机场：卫星厅9月投产，更强资源保障，更大购物面积，可承接回流280-420亿/年

- 卫星厅免税店面积大幅增加，品牌品类更加丰富，购物体验改善，有望进一步带动免税销售大幅增加。（卫星厅启用后面积大幅增加9062平，为此前面积的115%）
- 假设1000-1500亿回流，按照28%的比例测算上海机场免税可承接回流量达到约280-420亿/年，综合扣点42.5%，**相当于可为机场带来120-176亿/年。**
- 浦东机场2018年旅客吞吐量7400万人次（上海两场合计1.17亿人次），按照远期浦东机场1亿人次吞吐考虑，55%的国际旅客占比，5500万人，人均贡献700-1000元。（相当于兰蔻小黑瓶883元，至SKII神仙水1300元，2018年上海机场国际旅客人均贡献298元）

图表31：公司免税店面积规划

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022年1月1日-2025年12月31日
	出境店	2465.3	2022年1月1日-2025年12月31日
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019年1月1日-2025年12月31日
	出境店	3431.07	2019年1月1日-2025年12月31日
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025年12月31日
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025年12月31日
总计	-	16915.37	-

资料来源：公司公告，华创证券

免税回流的边际重要变化：机场承接消费回流能力更上台阶

白云机场：T2投产面积大幅增加+中免发力产品更具吸引力

■ T2投产后面积大幅增加

增加入境免税店1100平米（T1 400平米，T2 700平米），以及T2出境3544平米，加上此前T1出境的1300瓶，合计达到5944平米，面积增加3.6倍

■ 中免收购日上后实力更上台阶，其发力品类扩充与性价比构筑白云吸引力。目前虽白云机场仍较上海机场价格差距5-10%，但随着渠道融合，货品的价格预计也将趋同。

图表32：T2投产后面积大幅增加

航站楼		开业时间	面积（平方米）
T1	出境	2008年1月	1300
	进境	2018年2月1日	400
T2	出境	2018年7月	3544
	进境	2018年7月	700
	合计		5944

资料来源：公司公告，华创证券

图表33：上海与白云部分品类比较

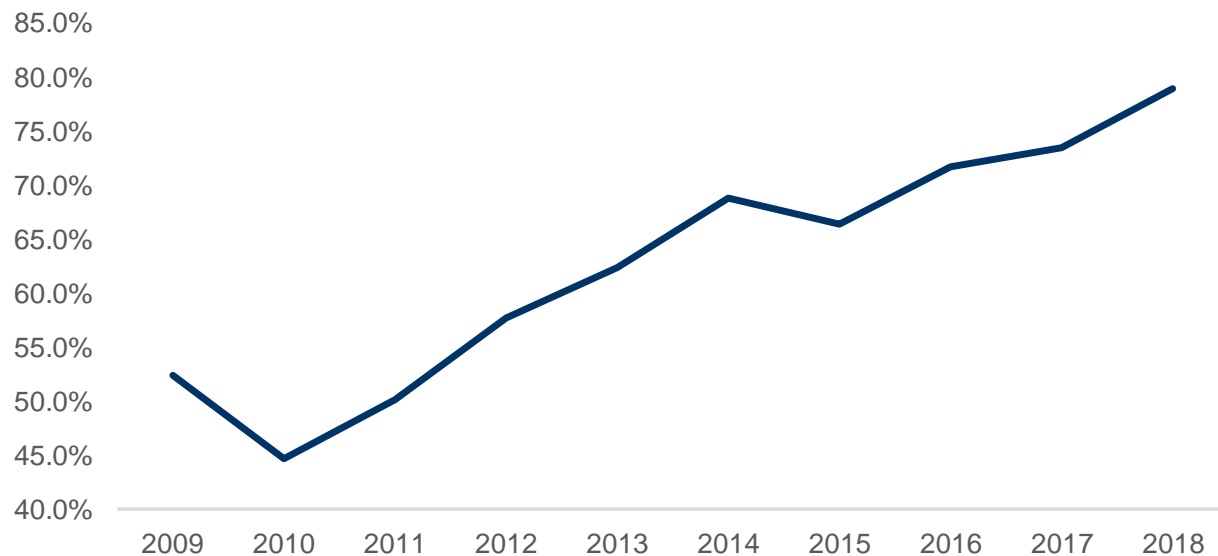
品项	上海日上	白云机场	差异	差异率
SK-II护肤精华露330ml(神仙水)	1383	1470	87	94.1%
SK-II护肤面膜（前男友面膜）	673	790	117	85.2%
SK-II肌因光蕴环彩钻白精华露50ml（小银瓶）	1142	1225	83	93.2%
SK-II肌因光蕴祛斑精华露50ml（小灯泡）	1022	1070	48	95.5%
YSL黑管唇釉	211	215	4	98.1%
黛珂保湿美容赋活精华露套装	1116	1150	34	97.0%
海蓝之谜精华面霜60ml（奇迹面霜）	1869	1870	1	99.9%
纪梵希高级定制小羊皮唇膏3.4g（小羊皮）	205	235	30	87.2%
娇韵诗抚纹身体霜	333	450	117	74.0%
科颜氏金盏花爽肤水500ml	353	420	67	84.0%
兰蔻精华肌底液50ml（小黑瓶）	683	690	7	99.0%
倩碧卓越润肤乳125ml（黄油）	218	200	-18	109.0%
雅诗兰黛ANR特润修护肌透精华50ml（小棕瓶）	589	590	1	99.8%
雅诗兰黛花漾倾慕唇膏	194	215	21	90.2%
雅诗兰黛Double Wear持妆粉底液30ml	281	275	-6	102.2%
悦木之源灵芝焕能精华水200ml*2（菌菇水）	414	415	1	99.8%
资生堂新红妍肌活精华露100ml（红腰子）	983	1080	97	91.0%
祖马龙蓝风铃香水30ml	447	450	3	99.3%
祖马龙鼠尾草与海盐古龙水30ml	447	475	28	94.1%
乔治阿玛尼小胖丁染唇液	233	255	22	91.4%

资料来源：中免APP，华创证券

动态看：中韩共享时代红利，巨大增量，而非此消彼长

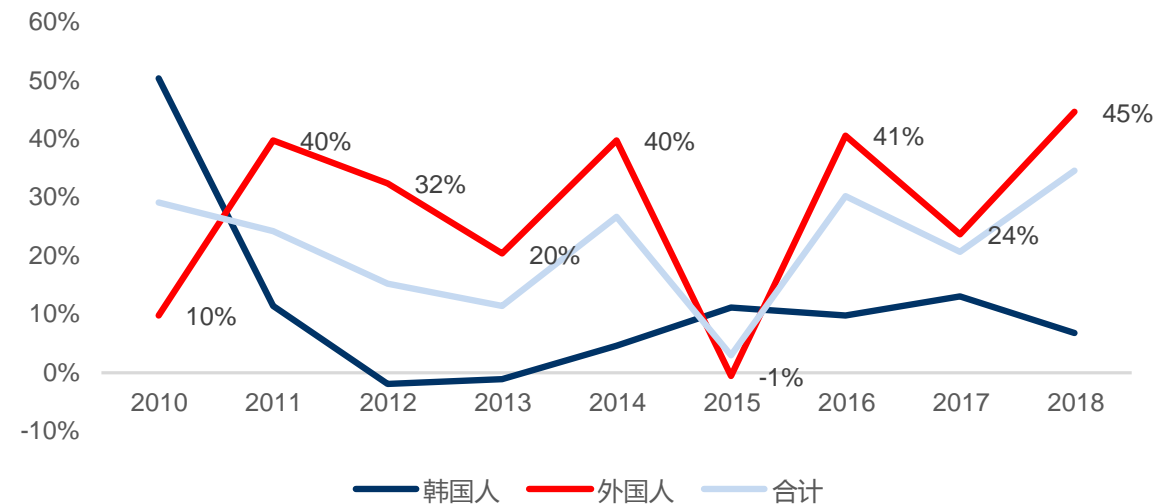
- 我们与市场不同的观点：此前有观点认为中韩免税之间存在替代效应，但我们认为应动态看，双方均在享受中国颜值经济黄金时代红利。
- 韩国免税消费结构：外国人消费比例不断提升，2018年韩国免税销售额合计172亿美元（约1200亿人民币），其中外国人在韩消费免税品比例已经达到79%，大部分又为中国人。
- 韩国免税增速：2015年MERS疫情后，16年恢复性增长，17-18年连续快速增长，2018年增速35%，其中韩国人消费增速稳定在10%附近，外国人消费增速则在18年高达45%。
2019年1-5月累计销售增速19%，其中外国人继续贡献增速25%。从人均贡献角度，外国人在2018年人均贡献达到749美元。
- 韩国免税增速并未因为中国免税的崛起而出现下滑，因此我们认为中韩的总量增速反应了颜值经济黄金时代的红利。

图表34 韩国免税销售额中外国人贡献占比



资料来源：KDFA，华创证券

图表35 韩国免税销售额增速



资料来源：KDFA，华创证券

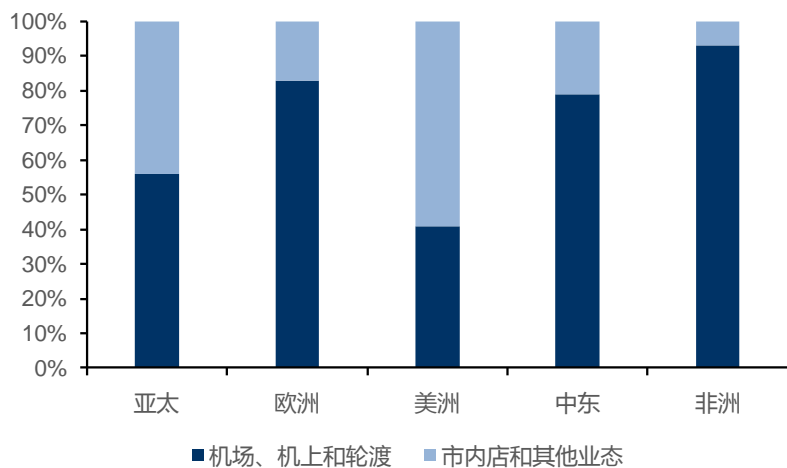
SECTION 3

机场店Vs市内店

市内店Vs机场店：韩国是特殊的分布

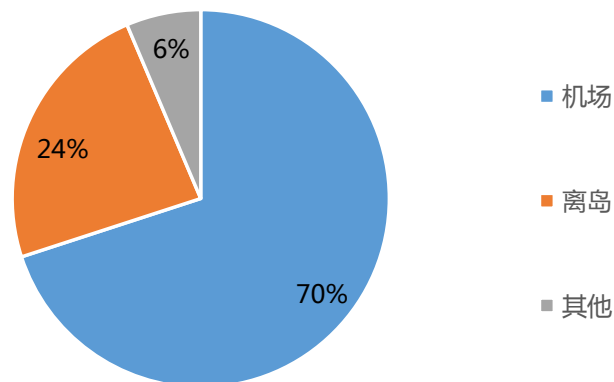
- 全球来看，机场为免税业主要渠道。2017年全球免税销售中56%在机场发生，37%在市内和边境店。
- 分区域看，亚太区域由于韩国市内店带动，总体市内店占比高于全球均值；美洲由于存在免税州等，非机场免税占比也较大；欧洲、中东和非洲等机场占据主导。
- 我国机场免税占比70%左右，离岛免税占比23%，市内等其他渠道占比极低；
- 韩国是特殊的分布：市内店占比极高达到85%（2019年5月），机场仅占比13%。

图表 36 全球免税业销售分布（2017）



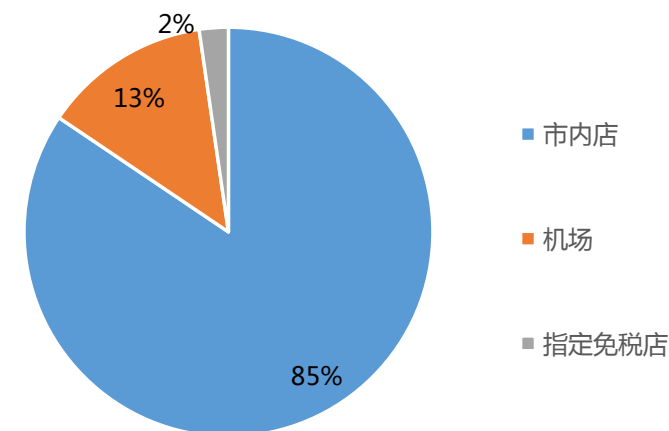
资料来源：Euromonitor，华创证券

图表37 我国免税业销售分布（2017）



资料来源：公司年报，华创证券

图表 38 韩国免税业销售分布（2017）



资料来源：KDFA，华创证券

市内店Vs机场店：做大总量阶段，分流或非常有限

- **初期仅对外国人开放。**市内免税店初期仅向境外人士开放，即出国之前在市内免税店购物，之后在机场提货出境。因当前国内免税店绝大多数消费人群为国人，因此初期影响非常有限。**后续预计将对出内地旅客放开。**
- **价格优势或不明显。**目前市内店开设在中心商圈，过大的价差会明显冲击周边普通含税商品销售，预计品牌供应商定价会做出相应调整。我们预计市内店价格或不会低于机场店。

注：我们观察全国各地奥特莱斯品牌折扣店，均在交通较为不便的远郊，一方面考虑奥特莱斯需巨大营业面积，也为节省建造或租赁成本，更大的原因在于品牌授权商首要保护的是利润最高的市内正价店，因此奥特莱斯通常开设在城市中心的正价店保持距离，
- **市内店购物需要在机场提货，机场有一定谈判能力。**市内店购物不能当场提货，需要在机场出境时完成提货，在此过程中机场有一定的谈判能力，机场或仍可获得相应部分提点。
- **考虑消费场景上，**市内店相比机场免税店，在购买时间上相对灵活，通常为，可满足部分有提前选购需求的旅客，但考虑出入境旅客中有相当多非上海本地旅客，预计市内店吸引非本地客源能力有限。

- **政策层面**，市内免税店开放力度受国家政策限制，**而政策边际或在于不能对国内市场和财政收入造成影响。**
- ✓ 全球来看，除韩国等少数国家或境外离岛大力发展免税业，以刺激本国消费和经济外，全球大部分国家免税业并不十分发达，机场免税为主要的免税渠道。
- ✓ 回溯我国免税政策，根据国务院办公厅《关于设立外币免税商店（场）有关问题的通知（国办发（1993）21号）》解释：“**由于免税店(场)经营的商品免去的是国家税收，大规模地开办免税商店(场)，扩大销售对象，大量经营免税商品，容易在管理上出现漏洞，势必减少中央财政收入，影响和冲击国内市场和商品生产。**同时，随着我国经济建设的发展，我国消费品生产水平、质量、档次和花色品种都有很大提高，免税店(场)也应积极推销和经营国产商品，促进我国商品出口，增加外汇收入。”
- ✓ 简而言之，**免税店的大规模无限制开设，势必冲击国内市场，进而造成中央财政收入减少。这构成了免税业的法律和政策层面的限制。**考虑上海市内免税店位于市中心陆家嘴，周边高端商场聚集，若市内免税店大规模开设冲击将非常显著。

SECTION 4

重点推荐上海机场与白云机场

上海机场：独特区位造就超级枢纽

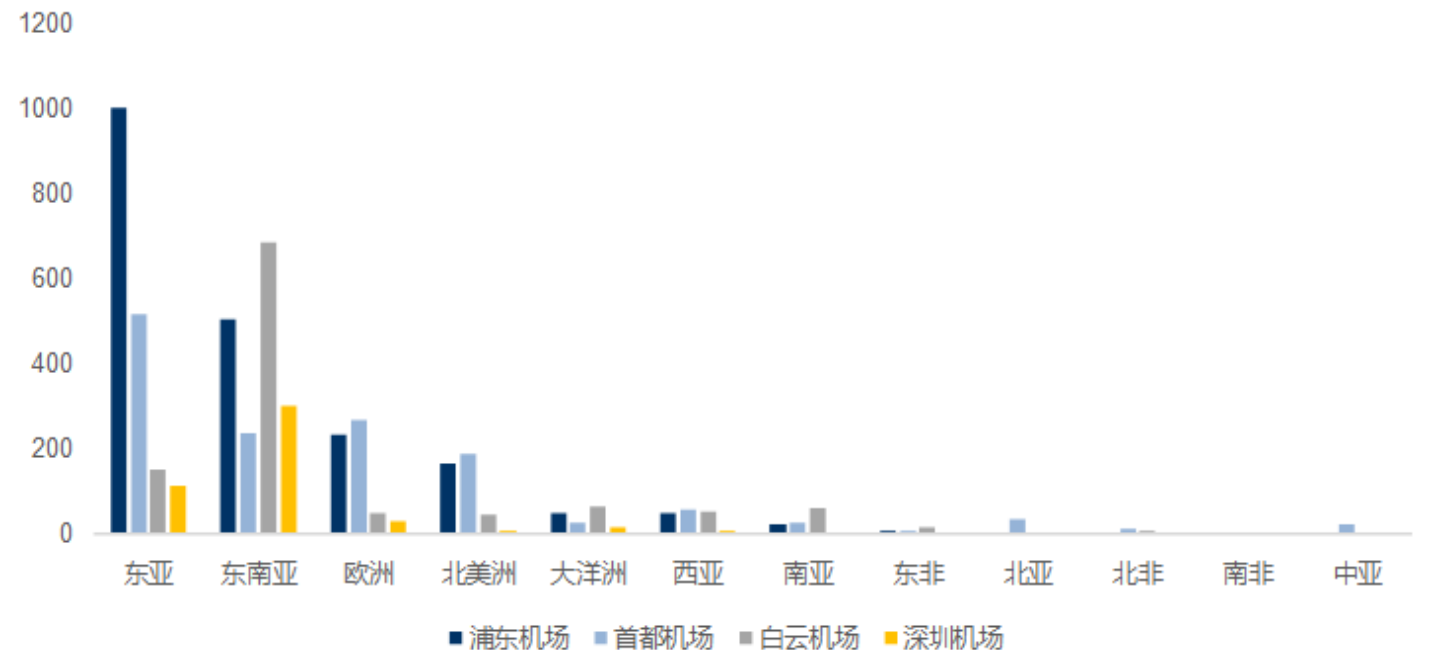
- **客流量充沛**：上海作为国际特大型城市，长三角区域核心，2018年上海两场旅客吞吐量突破1.2亿人次，超过首都机场近20%。且旅客构成基本定型，航线网络基本搭建完毕，上海主基地已经成熟，无需为新开拓航线投入大量导入资源。
- **航程适中**：地理位置位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为10小时左右，飞往亚洲主要城市时间在2至5小时，航程适中。
- **可覆盖国内核心经济区**：2小时飞行圈资源丰富，涵盖中国80%的前100大城市、54%的国土资源、90%的人口、93%的GDP产出地和东亚大部分地区。
- **国际/地区目的地分布均衡**，东亚航线（日韩等，包括地区航班）为浦东机场优势航线，航班量远高于首都、白云，深圳，几乎为第二的首都机场2倍；东南亚也保持较高多的航班量，低于白云机场；远程洲际航线中欧洲和北美航班量略低于首都机场，大洋洲略高于首都机场；其他区域航班量较少。

图表39 浦东机场区位优势显著



资料来源：公司官网，华创证券

图表40 四大机场国际分区域周航班量对比



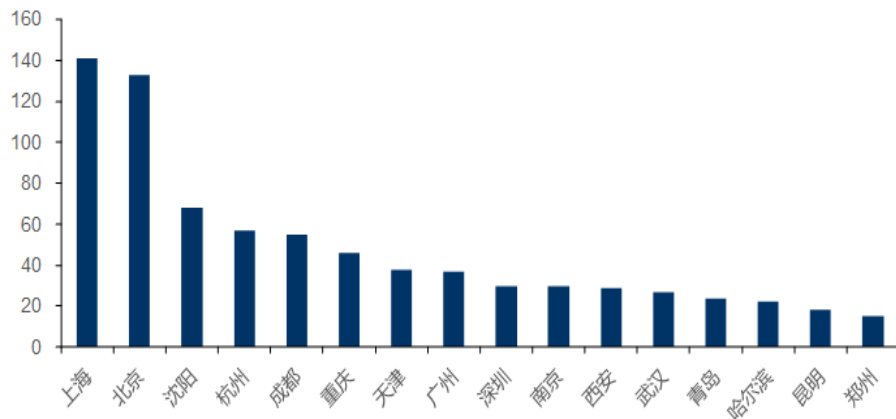
资料来源：时刻预先飞行管理计划系统，华创证券

独特区位造就超级枢纽：强经济腹地，无明显分流

- 强大经济实力奠定上海客群的消费能力。
- 长三角是我国第一大经济引擎。以占全国2.2%的面积，11%的人口，贡献了全国近20%的GDP总量、38%的进出口总额以及17%的社零销售额。
- 星巴克门店数量其开店数量可以作为衡量城市消费能力的可比指标。上海有超过600家星巴克门店，与伦敦、纽约全球最顶尖城市比肩。
- 奢侈品门店数量：2017年全球主要奢侈品牌门店数量排名，上海、北京远超其他城市。

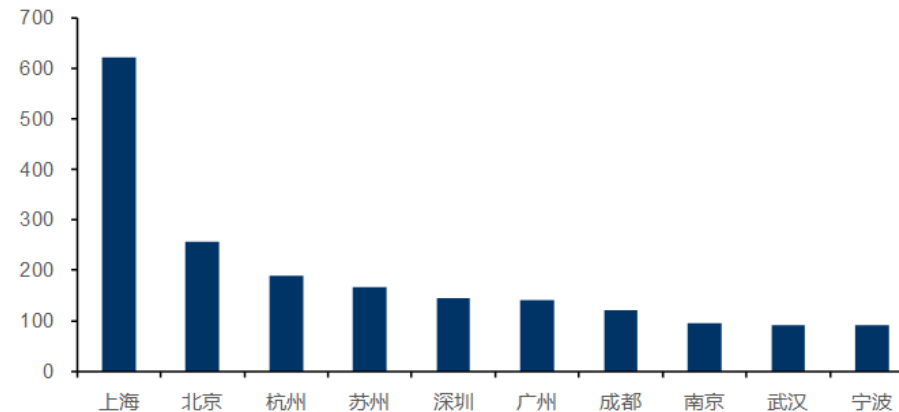
- 上海机场最为特殊的优势在于缺乏竞争的强区位优势，即华东地区无其他重要机场构成明显出境分流。仅浦东机场接近3800万出境旅客遥遥领先周边其他机场（2018年杭州约550万、南京约340万、宁波约136万、合肥约60万）。
- 从区域内竞争格局来看，长三角和京津冀均呈金字塔形分布，浦东机场和首都机场的总旅客吞吐量远超其他机场，吞吐量占区域内比重分别为32%和70%，若将浦东与虹桥合并来看，共占长三角的51%，而珠三角两超并立，香港广州分别占比35%和32%，深圳紧随其后占比23%，竞争较为激烈。

图表 41 奢侈品牌门店数量排名



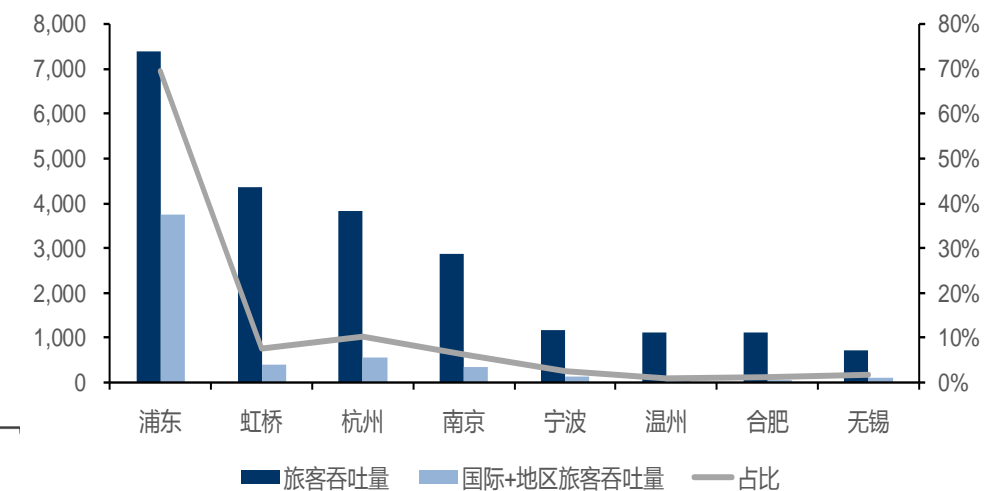
资料来源：公司官网，华创证券

图表42 星巴克门店数量排名



资料来源：公司官网，华创证券

图表43 长三角机场群旅客吞吐量分布

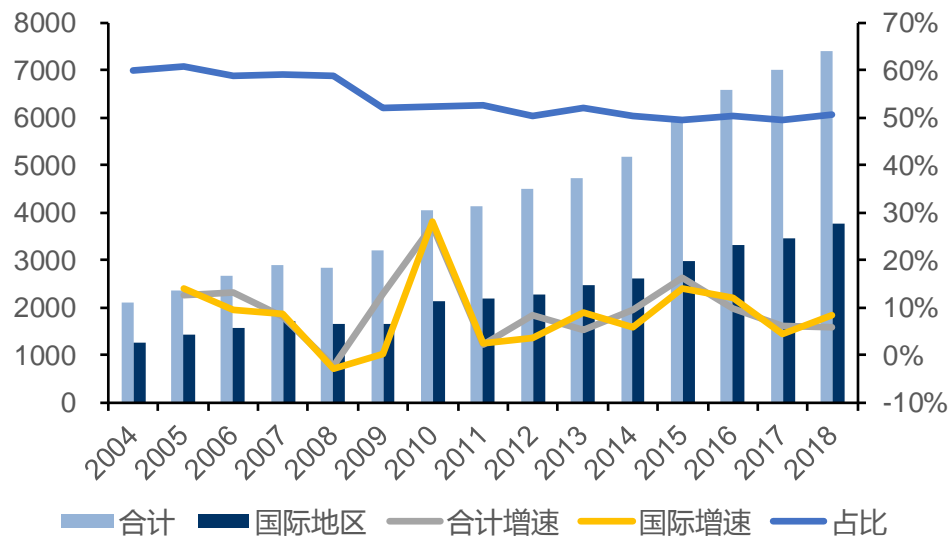


资料来源：Wind，华创证券

独特区位造就超级枢纽：一市两场

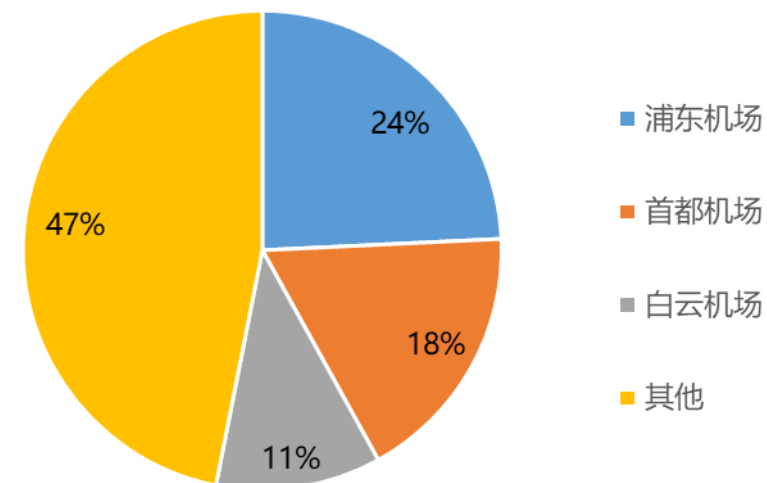
- 公司主要运营管理上海浦东机场，虹桥机场为集团运营。浦东机场为4F级民用机场，是中国三大门户复合枢纽（北京首都、上海浦东、广州白云）之一，华东区域第一大枢纽机场、门户机场。
- 浦东机场自建成即确立了国际为主的发展方向，而虹桥面向国内干线运输，二者分红明确，因此浦东机场国际+地区旅客占比始终在50%左右。18年旅客吞吐量达到7400万人，国内仅次于首都机场，国际排名第9。其国际+地区旅客合计3757万，占比50.8%，国际+地区旅客吞吐量稳居国内第一，占全国机场总吞吐量比重达到24%。
- 截至2018年底，浦东机场定期航班通航48个国家，共272个航点，其中国际航点134个。已开通定期航班的航空公司有106家，其中，国内航空公司37家（含港澳台），国外航空公司69家。

图表 44 浦东机场历年吞吐量



资料来源：公司年报，华创证券

图表 45 国内主要机场国际+地区旅客吞吐量占全国份额



资料来源：公司年报，华创证券

独特区位造就超级枢纽：龙头集中

■ 从行业国际航权分配规则来看，民航局2018年发布了《国际航权资源配置与使用管理办法》，航权资源配置实行打分制，包括消费者利益、枢纽发展、资源使用效率以及企业运行品质等四大指标，是综合考虑航空公司与机场的发展，根据打分规则，我们预计二三线城市将很难与三大枢纽竞争，未来会体现出头部航空+核心枢纽的马太效应，二三线机场对浦东机场国际旅客分流趋缓甚至回流，进一步刺激公司国际旅客增长。

■ 以2019年4月，民航局网站公示中国城市-英国（含伦敦）客运航权18班的情况来看，浦东-伦敦拿下其中11班，昆明拿下7班，同时申请的长三角地区的南京、杭州均未获得航权配置。

图表46 民航局中国-伦敦航权分配情况

附件：评分结果（B2019002）

国家	航权情况					消费者利益指标 (A)：40分					枢纽发展指标 (B)：20分				资源使用效率指标 (C)：20分			企业运行品质指标 (D)：20分			评分结果	拟配置班次	
	航线	公司	申请周班次	客货	申请类型	始发地航点衔接性 A1	目的地航点衔接性 A2	始发地航班量 A3	目的地航班量 A4	目的国航点数量 A5	目的国航班量 A6	基地航空公司 B1	中转比例 B2	枢纽地位 B3	北京新机场 B4	二类国际航线使用率 C1	二类国际航线平均每班座位数 C2	二类国际航线平均每班运输量 C3	公司原因飞行事故征候万时率 D1	公司原因航班不正常率 D2			顾客投诉万分率 D3
英国	上海浦东-伦敦	东航	7	客货混合	增班	7.78	1.33	7.20	1.78	4.00	3.57	2.63	3.68	5.00	0.00	5.38	6.50	5.85	4.30	3.46	1.25	63.71	7
		国航	7	客货混合	新开航线	1.80	2.67	1.55	4.00	4.00	8.00	0.37	0.25	5.00	0.00	3.40	7.00	6.00	1.40	9.57	2.82	57.82	4
	上海浦东-伦敦	南航	7	客货混合	新开航线	1.74	4.00	2.35	2.59	4.00	5.18	0.58	0.03	5.00	0.00	4.59	0.16	3.49	4.50	0.88	3.38	42.47	0
		吉祥航	7	客货混合	新开航线	3.37	0.00	2.18	0.00	0.00	0.00	0.49	0.02	5.00	0.00	3.50	3.50	3.00	1.10	10.00	4.39	36.56	0
		上海航	7	客货混合	新开航线	3.86	0.00	3.60	0.00	0.00	0.00	0.65	0.19	5.00	0.00	3.50	3.50	3.00	5.00	7.62	5.00	40.92	0
	昆明-伦敦	东航	7	客货混合	新开航线	4.90	1.33	4.31	1.78	4.00	3.57	3.88	4.42	4.50	0.00	5.38	6.50	5.85	4.30	3.46	1.25	59.43	7
	广州-郑州-伦敦	南航	3	客货混合	新开航线	5.12	4.00	4.62	2.59	4.00	5.18	3.60	3.21	4.50	0.00	4.59	0.16	3.49	4.50	0.88	3.38	53.31	0
	南京-伦敦	吉祥航	4	客货混合	新开航线	1.52	0.00	0.39	0.00	0.00	0.00	0.49	0.21	4.00	0.00	3.50	3.50	3.00	1.10	10.00	4.39	32.10	0
	杭州-伦敦	首都航	3	客货混合	新开航线	1.36	1.33	0.40	0.49	4.00	0.97	0.41	0.29	4.00	0.00	4.67	0.00	2.37	1.10	6.55	1.60	29.55	0
	贵阳-伦敦	海航	2	客货混合	新开航线	0.00	1.33	0.00	0.77	8.00	3.55	0.21	0.00	4.00	0.00	5.76	3.62	3.34	5.00	4.21	3.43	43.22	0
天津-贵阳-伦敦	天津航	1	客货混合	新开航线	1.58	4.00	0.46	1.60	4.00	3.20	0.88	0.86	4.00	0.00	7.00	2.76	4.39	5.00	5.81	0.00	45.04	0	
深圳-伦敦	深圳航	4	客货混合	增班	3.16	0.00	3.36	0.00	0.00	0.00	2.58	2.00	4.50	0.00	0.00	6.07	0.00	0.00	0.00	3.72	25.39	0	
俄罗斯	北京大兴-莫斯科	南航	7	客货混合	新开航线	6.40	4.00	8.00	4.00	8.00	8.00	5.00	5.00	5.00	5.00	7.00	0.00	1.41	5.00	0.00	5.00	76.81	7
		东航	7	客货混合	新开航线	8.00	2.00	7.05	1.04	0.00	1.98	5.00	1.71	5.00	5.00	0.00	7.00	6.00	4.71	4.55	0.00	59.04	4
		首都航	5	客货混合	新开航线	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00	4.39	1.20	0.00	0.00	10.00	0.83	26.42	0

注：1. 此次共配置中国城市-英国（含伦敦）客运航权18班，北京-莫斯科客运航权11班。2. 综合评分中，串飞航线分数=各串飞航点分数平均值-0.5。

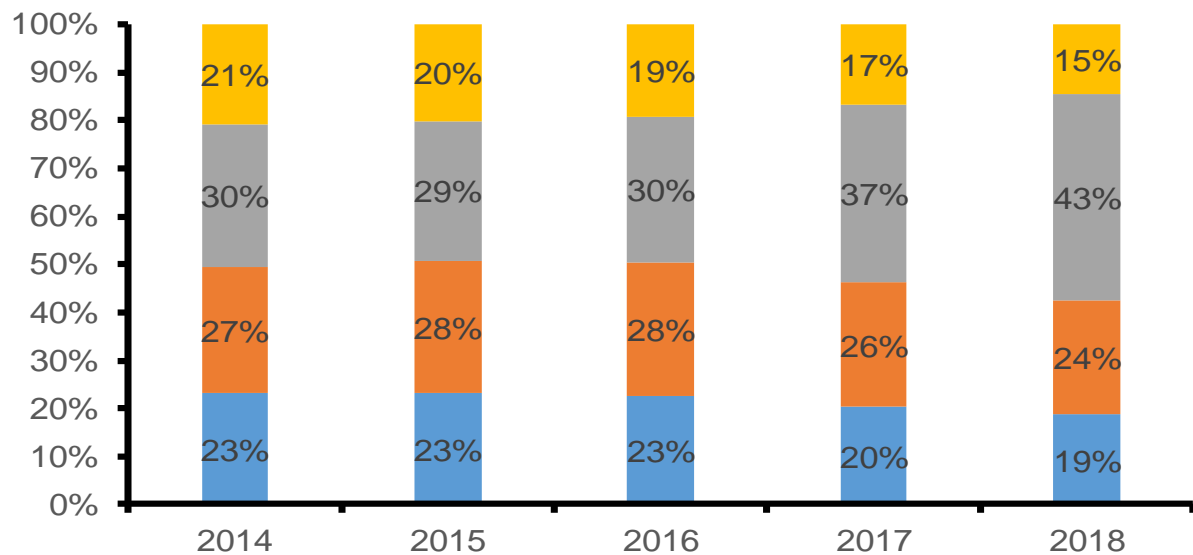
收入结构分析：非航占比逐年提升

■ **公司业务主要分为航空性业务和非航空性业务。**航空性业务指与飞机、旅客及货物服务直接关联的业务；其余延伸商业、办公室租赁、值机柜台出租等都属于非航业务。

■ **结构上：**2018年公司收入93.1亿元，其中航空性业务收入38.7亿元，占比42.6%，非航业务收入53.4亿元占比57.4%。其中，商业餐饮占比已经达到43%。

■ **增速看：**2018年公司航空性业务增速6.6%，非航业务增速23.2%。14年至今公司架次相关收入复合增速7.1%，旅客及货邮增速9.9%，商业餐饮复合增速23.8%，其他非航收入增速3.1%，商业餐饮收入增速远超其他收入，成为增量收入贡献主要来源，而其中最重要的是免税收入大幅增长贡献。

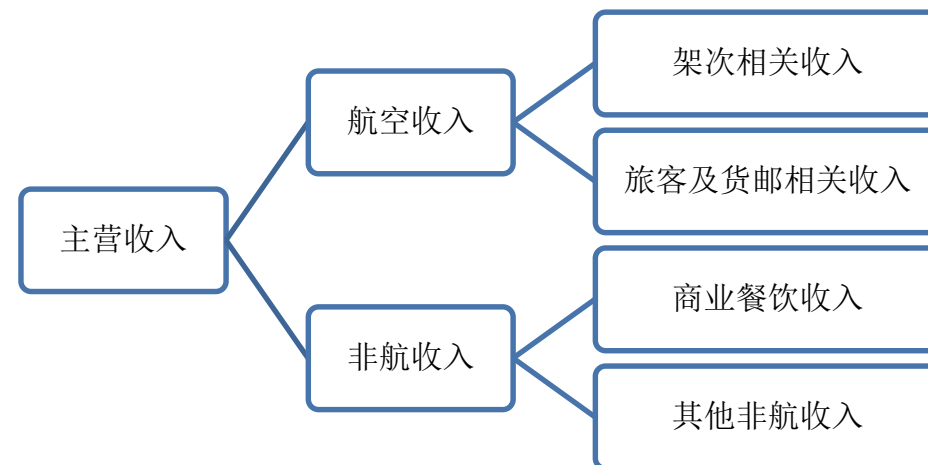
图表47上海机场分业务收入占比



■ 架次相关收入 ■ 旅客及货邮相关收入 ■ 商业餐饮收入 ■ 其他非航收入

资料来源：公司年报，华创证券

图48 上海机场主营收入构成



资料来源：公司年报，华创证券

图表 49 上海机场分业务收入(亿元)

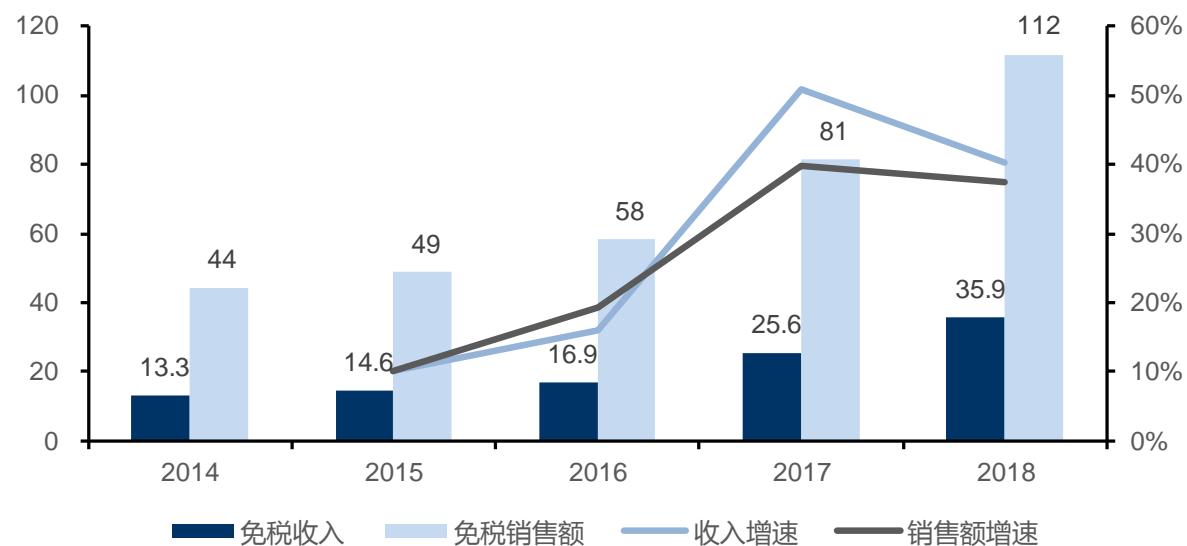
亿元	2014	2015	2016	2017	2018
架次相关收入	13.27	14.61	15.74	16.50	17.48
旅客及货邮相关收入	15.24	17.35	19.38	20.74	22.22
商业餐饮收入	16.97	18.28	20.95	29.92	39.86
其他非航收入	12.03	12.62	13.45	13.46	13.58
		5%	7%	0%	1%
		10%	8%	5%	6%
		14%	12%	7%	7%
		8%	15%	43%	33%

资料来源：公司年报，华创证券

收入结构：2017年免税业务开始爆发

- 商业餐饮占非航的75%，其他非航占比25%。而免税业务占商业餐饮80%，或占整体非航收入的67%，为非航业务最主要推动。
- **免税销售额角度看**：2014-18年分别为44、49、58、81及112亿元，销售额在17年提速至39.7%，18年延续37.5%的增速，19Q1预计增速超30%
- **对机场免税收入**：14-18年分别为13.3、14.6、16.9、25.6及35.9%，17-18年增速分别为51%及40%。
- **由于免税业务的爆发推动了商业收入增速显著提升，而公司航空主业输入增速较为稳定在6-7%的增速。**

图表 50 免税业务销售额



资料来源：公司年报，华创证券

图表51 非航收入分项占比

	2014	2015	2016	2017	2018
非航收入	29.00	30.90	34.40	43.38	53.44
		8%	15%	43%	33%
商业餐饮收入	16.97	18.28	20.95	29.92	39.86
		8%	15%	43%	33%
其中免税：	13.3	14.6	16.9	25.6	35.9
		10.0%	16.0%	50.8%	40.3%
其中含税	3.70	3.68	4.01	4.37	4.00
		-0.5%	8.9%	9.0%	-8.3%
其他非航收入	12.03	12.62	13.45	13.46	13.58
		5%	7%	0%	1%

资料来源：公司年报，华创证券

上海机场免税数据预测

- 预计公司2019-21年起降架次增速分别为2%、5%及4%，其中国际2%、7%及6%，旅客吞吐量2018-21年增速分别为5%、9%及7%，其中国际6%、12%及10%，则2019-21年公司国际+地区旅客占比可达到3963、4391及4787万人，占比为51.2%、52.3%及53.3%。
- 预计2019年公司人均免税贡献可达到372元，同比增长25%，2020年因卫星厅投产面积翻倍预计可仍有20%增速，此后逐步下降。
- 2019-21年免税收入可达到58.5、79.6及98.3亿元。

图表 52 上海机场免税经营预测

亿元	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
日上浦东销售	81.4	111.8	147.4	196	239.3	287.4	339.9	380.8	430.7
yoy	40%	37%	32%	33%	22%	23%	15%	12%	13%
旅客人数(万人次)	7,000	7,401	7,734	8,388	8,984	9,497	9,869	10,257	10,764
	6%	6%	5%	8%	7%	6%	4%	4%	5%
国际旅客人数	3472	3757	3963	4391	4787	5132	5374	5626	5948
yoy	4.4%	8.2%	5.5%	10.8%	9.0%	7.2%	4.7%	4.7%	5.7%
国际旅客占比	49.6%	50.8%	51.2%	52.3%	53.3%	54.0%	54.4%	54.9%	55.3%
人均消费	234	298	372	446	500	560	633	677	724
yoy		27%	25%	20%	12%	12%	10%	7%	7%
机场免税收入：	25.6	35.9	58.5	79.6	98.3	125.4	144.5	161.8	183.1
YOY		40%	63%	36%	23%	28%	15%	12%	13%
保底免税收入			35.3	41.6	45.6	62.9	68.6	74.6	81.5

- 基于前述假设，我们预计公司航空业业务增速在19-21年维持4.2%、8.5%及7.5%的增速，非航收入增速则可达到48.5%、39%及17.9%，得到整体收入分别为120.7、155.2及178.2亿元，同比增长29.6%、28.5%及14.9%

图表 53 上海机场收入预测

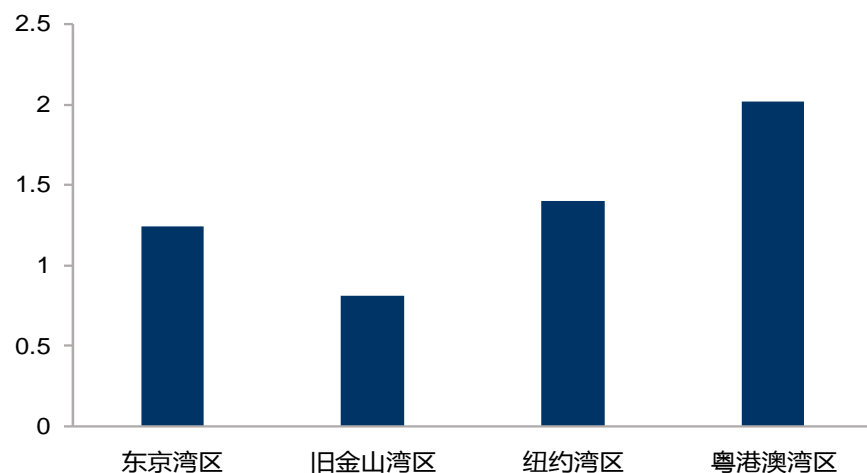
百万元	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
收入	6951	8062	9313	12070	15515	17822
yoy	10.60%	16.00%	15.50%	29.60%	28.50%	14.90%
航空性收入	3512	3724	3970	4135	4486	4823
yoy	9.90%	6.00%	6.60%	4.20%	8.50%	7.50%
架次相关	1574	1650	1748	1813	1954	2086
yoy	7.80%	4.90%	5.90%	3.80%	7.70%	6.70%
旅客及货邮相关	1938	2074	2222	2321	2533	2737
yoy	11.70%	7.00%	7.10%	4.50%	9.10%	8.10%
非航收入	3440	4338	5344	7936	11028	12999
yoy	11.30%	26.10%	23.20%	48.50%	39.00%	17.90%
商业租赁	2095	2992	3986	6364	8776	10701
yoy	14.60%	42.80%	33.20%	59.70%	37.90%	21.90%
其中免税：	1,694	2,555	3,585	5,846	7,963	9,831
yoy	16.00%	50.80%	40.30%	63.10%	36.20%	23.50%
其他非航收入	1345	1346	1358	1571	2253	2298
yoy	6.60%	0.10%	0.90%	15.70%	43.40%	2.00%

白云机场：传统投资时点与免税红利加速释放期共振

区位：粤港澳大湾区足够容纳三个国际机场

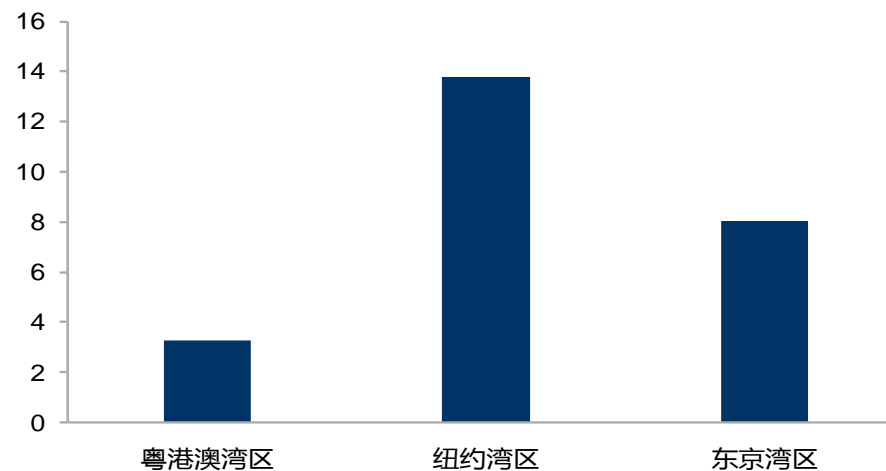
- 对标世界级湾区，2018年粤港澳大湾区客运总量达到2.1亿人次，领先于纽约，旧金山及东京湾区，但从人均出行看，3次左右的人均出行远低于纽约湾区的13.8及东京的8次，依然有很大提升空间。白云机场是我国三大门户枢纽机场，当前正处于广东自贸区，粤港澳大湾区建设重大战略机遇期中。
- 以伦敦为例：全球唯一城市拥有4个吞吐量过千万的机场。2017年，伦敦主要5机场，希斯罗、盖特维克、斯坦斯特德、卢顿和城市机场分别旅客吞吐量为7799、4556、2589、1580及451万人次，合计1.7亿人次。希斯罗机场吞吐量高于白云机场（6580），而盖特维克与深圳机场（4561）基本相同。

图表54：四大世界级湾区航空客运总量（亿人次）



资料来源：Wind，华创证券

图表55：粤港澳大湾区人均乘机次数较低



资料来源：Wind，华创证券

图表56：伦敦机场布局



资料来源：机场官网，华创证券

白云国际旅客空间探讨：预计2025年将达到当前上海机场水平

■ 白云机场2018年旅客吞吐量6972万人，相当于首都的69%，浦东的94%，其中：国际及地区旅客吞吐量1733万人，相当于首都的63%及上海的46%，占比来看，接近首都，远低于上海。

图表57：白云与浦东、首都机场生产数据比较

	旅客吞吐量 (万人次)	国际及地区旅客 (万人次)	国际及地区占比	整体增速	国际及地区增速
首都机场	10,098	2,741	27%	5.4%	6.9%
浦东机场	7,401	3,757	51%	5.7%	8.2%
白云机场	6,972	1,733	25%	5.9%	9.0%
白云VS首都	69%	63%	-2%		
白云VS浦东	94%	46%	-26%		

资料来源：公司公告，华创证券

图表58：白云远期旅客空间

2025E	中性	乐观
旅客吞吐量 (万人次)	10000	11000
复合增速	5.3%	6.4%
国际旅客吞吐量	3000	3760
复合增速	8.2%	11.7%
占比	30.0%	35.0%

资料来源：华创证券

■ 我们观察发现当前白云机场更类似于首都机场2010年的各项指标。

首都机场在2010年达到白云当前水平后的2011-18年，国际旅客复合增长11.7%，参照类似情况，则预计2025年附近白云机场旅客吞吐量约为1.1亿，国际旅客将达到3760万人水平，与2018年浦东机场国际旅客人数接近，占比达到35%。

相佐证的是，广东机场集团规划到2025年白云机场旅客吞吐量达到1亿人次、国际旅客占比达到30%以上。

图表59：白云vs首都

	首都 (2010)	白云 (2018)	差异
旅客吞吐量 (万人)	7395	6974	-5.7%
前5年 (首都06-10、白云14-18年) 复合增速	11.0%	6.2%	
国际+地区吞吐量 (万人)	1723	1730	0.4%
前5年 (首都06-10、白云14-18年) 复合增速	11.6%	14.9%	
占比	23.3%	24.8%	1.5pts
产能情况			
航站楼	3 (2008年春T3投产)	2 (2018年4月底T2投产)	
跑道	1+1+1	2+1	
设计吞吐量 (万人)	8550	8000	

资料来源：公司公告，华创证券

白云机场：T2投产+中免发力，免税业务快速追赶期

- **2018年之前，白云机场免税业务销售处于较低水平。**年免税销售额仅约3-4个亿。2017年人均免税消费额仅25元左右，**2018年公司免税销售额达到约10亿元，人均消费约58元**，随着T2投产以及中免收购日上后的发力解决了前述过往两大压制因素：一是免税面积低，二是免税产品性价比不够（与上海不同，广州临近香港易被分流）
- **我们预计2019年白云机场单人免税消费额有望快速修复至100元左右**，总销售额达到20亿元左右，大幅超过保底。
- **人均修复合理性：**统计近年进境免税新招标的二线机场，保底单人消费额介于20-60元之间，平均在40元以上。海口机场离岛免税，人均贡献高于90元。考虑客源质量、购买条件和价格优势（离岛免税价格一般高于机场），白云机场平均单人免税销售额应当高于海南离岛免税。白云机场出入境旅客数和免税经营面积远大于二线机场，形成较强的规模效应和价格优势，人均消费额应高于二线机场。
- 注:保底收入为5亿元左右（进境3.09+T2出境1.44+T1出境0.5-1亿元），对应销售额13亿。

图表60：二线机场进境免税招标结果

	中标公司	进境免税店招标面积	保底租金（万元/年）	提成比例	坪效(万元/平米)	保底销售额	2017年出入境旅客	单人销售额
西安咸阳机场	深免	576	885	8%	1.54	1.11	203	54
昆明长水机场	中免	489	619	9%	1.27	0.69	340	20
重庆江北机场	中出服	572	1373	27%	2.40	0.51	270	19
大连周水子机场	中出服	295	2159	34%	7.32	0.64	151	42
天津滨海机场	珠免	110	6000	39%	54.55	1.54	245	63
南京禄口机场	中免	600	3300	33%	5.50	1.00	315	32
杭州萧山机场	中免	111	7992(有提货点)	45%	72.00	1.78	450	39
			11055.6(无提货点)	46%	99.60	2.40		53

资料来源：公司公告，华创证券

图表61：美兰机场离岛免税店销售额

	2017	2018H1
销售额	20.52	11.75
旅客吞吐量	2258.48	1234.59
购物人数	109.75	64.46
单人免税消费额	90.84	95.13

资料来源：公司公告，华创证券

中长期免税销售空间测算：2025年或达60-113亿，相当于6年3-5倍

■ 中性假设：

国际旅客人数：2025年3000万，

人均免税消费额：200元，

白云机场免税销售额：可达到60亿元，与首都机场2017年水平（55.44亿）接近，获得免税收入23亿元，比19年预计7亿收入增加15亿左右，净利润增加13亿元。

相当于19年的3倍，即6年3倍。

■ 乐观假设：

国际旅客：2025年达到3760万人，

人均免税贡献：300元，与2018年浦东机场类似水平，

免税销售额：可达到113亿销售额，机场获得收入43亿。相当于2019年的5倍，即6年5倍的水平。

上述测算相当于年均20-30%增速。

图表62：四大机场免税比较

机场	国际及地区旅客	免税销售额	国际旅客人均免税贡献
浦东机场	3,757	112	298
首都机场	2,741	80	292
白云机场	1,733	10	58
深圳机场	458	1	26

资料来源：公司公告、华创证券

图表63：白云远期免税空间

2025年	国际旅客吞吐量	国际复合增速	占比	2018年	人均免税消费额/销售额 (亿元)				
2018年	1733			58	100	150	200	250	300
预计2019年基础	1900		25%	10	19	29	38	48	57
中性	3000	6.40%	30%		30	45	60	75	90
乐观	3760	11.70%	35%		38	56	75	94	113
机场提成									
预计2019年基础					7	11	15	18	22
中性					12	17	23	29	35
乐观					14	22	29	36	43

资料来源：WIND，华创证券

白云机场：非航业务测算

- 我们预计公司2019-21年免税销售额分别为20、27及36亿元，机场确认免税收入7.6、10.4及13.8亿元，其中国际旅客人均贡献分别为105、131及157元。
- 预计含税业务分别为11.4、11.6及12.3亿元。
- 广告业务根据保底测算分别为6.6、7.3及8亿元
- 则整体非航业务收入26、29及34亿元。

图表64：白云机场非航业务测算

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
非航收入	11.4	18.1	25.6	29.3	34.0	37.6	41.8	46.5	51.5
	12%	59%	41%	15%	16%	11%	11%	11%	11%
其中：免税	2.8	4.0	7.6	10.4	13.8	16.3	19.4	23.1	26.9
同比	12%	44%	88%	38%	32%	19%	19%	19%	17%
免税销售额	3.7	9.8	19.9	27.4	36.2	43.0	51.1	60.7	70.8
同比	0.0%	162.3%	103.5%	37.5%	32.0%	18.8%	18.8%	18.8%	16.6%
国际旅客吞吐量	1589	1730	1,903	2,094	2,303	2,487	2,686	2,901	3,075
同比	17%	9%	10.0%	10%	10%	8%	8%	8%	6%
人均贡献	24	58	105	131	157	173	190	209	230
同比		141%	85.0%	25%	20%	10%	10%	10%	10%
其中：含税	4.5	8.4	11.4	11.6	12.3	12.9	13.5	14.1	14.7
同比	10.16%	87.4%	35.1%	2.3%	5.3%	5.0%	4.7%	4.4%	4.7%
其中：广告	4.1	5.7	6.6	7.3	8.0	8.4	8.9	9.4	9.9
同比	13.9%	38.0%	16.9%	9.7%	10.1%	5.3%	5.5%	5.5%	5.5%

盈利预测：

上海机场：超级枢纽价值凸显，免税红利未完待续。维持盈利预测：2019-21年53.2、59.6及73亿元，对应PE 30、26和21倍，强调“推荐”评级。

白云机场：传统投资时点与免税红利释放期共振。维持盈利预测：预计2019-21年利润分别为10、13.9、17.9亿元，对应PE37、27、21倍，强调“推荐”评级。

市值空间讨论：2025年会如何？上海机场3000亿，白云机场500-800亿市值能否实现？

上海机场：

国际旅客人数：我们测算2025年上海机场国际旅客人数或达5900万，

人均免税消费额：超700元

免税销售额：430亿，机场提成180亿元，考虑税后净利135亿，

非免税业务净利：维持15亿左右

利润体量：可达到150亿，

市值：若给予20倍PE，公司市值可达3000亿，较目前91%空间，相当于年化14%。

白云机场：

国际旅客人数：我们测算2025年公司国际旅客人数达3000-3700万，

人均免税消费额：200-300元，

免税销售额：60-113亿，机场提成23-43亿元，相当于6年3-5倍，税后净利17.3-33亿元

非免税业务净利：贡献7.7亿元

利润体量：合计25-41亿元

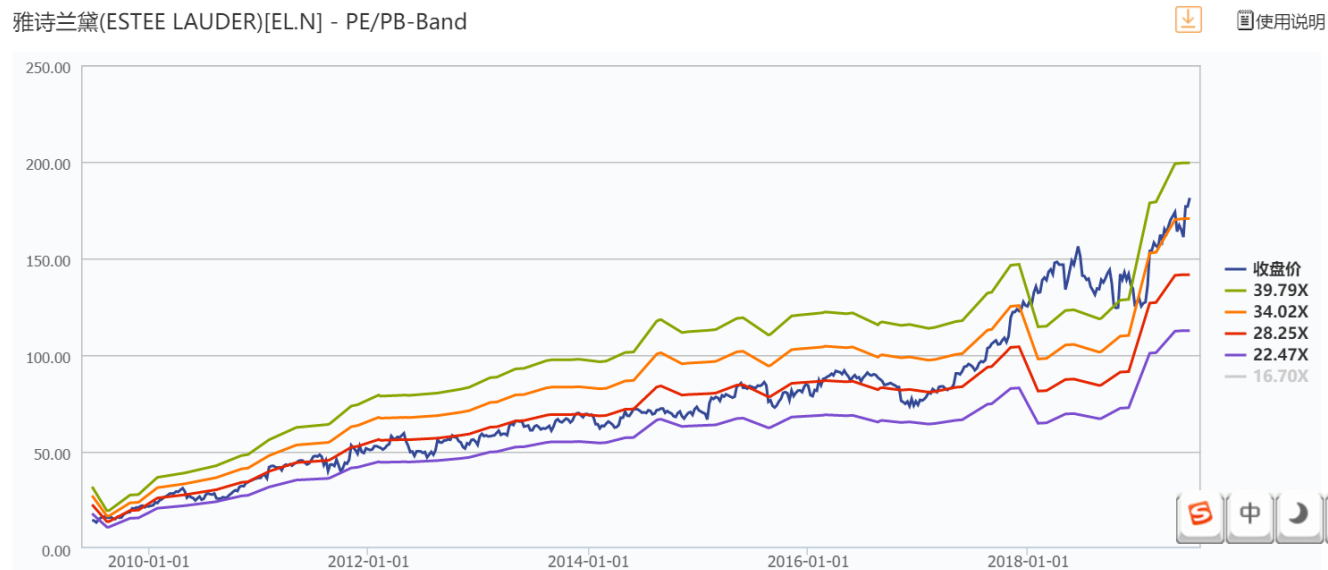
市值：给予20倍PE，对应中期市值500-820亿。较当前较当前369亿有35%到112%的空间，相当于年均6%-20%的涨幅，由于初期公司免税增速更快，市值修复预计将或快于均值。

换个视角看：雅诗兰黛，国旅均为大牛股，估值且高

■ 雅诗兰黛

- **股价**：2009-19年，从8.76美元涨至180美元，涨幅20.5倍，复合涨幅40%，公司PE中枢34倍左右。
- **利润**：2.2亿到11亿，19财年前三季度16亿，年化20亿，相当于10倍增长，复合增速20%，
- **收入**：73亿到137亿，接近翻倍。

图表65 雅诗兰黛PE-band



资料来源：Wind、华创证券

■ 中国国旅

- **股价**：2017-19年，从20元涨至86元，涨幅3倍，
- **估值**：公司PE中枢32-37倍左右。

图表66 中国国旅PE-band



资料来源：Wind、华创证券

- 1) 经济大幅下滑或影响消费意愿
- 2) 人均免税贡献或存在提升瓶颈
- 3) 国际航线开拓不及预期或影响客流增长
- 4) 市内店或产生超预期分流

吴一凡：交通运输与供应链小组组长、首席分析师

S0360516090002

电话：021-20572560

Email: wuyifan@hcyjs.com

刘阳：研究员

电话：021-20572578

Email: liuyang@hcyjs.com

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。