

竞争格局与空间展望

—中国机场免税行业研究

深度研究报告/餐饮旅游

2019年07月26日

报告摘要:

● 引言

总结来看,当前市场对免税和机场板块的关注重点在于:(1)出境免税店暂行管理办法出台后,免税产业链各环节之间的博弈走向何方?(2)市内店与机场店的分流之争;(3)机场免税的天花板究竟多高?此前,我们通过小专题的形式对以上问题进行了讨论,本文在原有研究基础之上,进一步系统性对此进行了研究。

● 我们的研究路径

我们认为中国免税业的发展仍是政策驱动为主,市场驱动为辅。因此本文与市场不同之处在于,我们更加关注政策制定者、行业监管者、业务执行者的利益诉求与动机,借此重新审视中国免税业未来的发展趋势,竞争格局走向。

● 机场管理当局视角下,新出境店管理办法影响几何?

2003年之后,全国机场的产权关系大部分实施了下放,对于多数机场管理当局而言,反映和体现的更多是地方政府的利益诉求。而在地方政府的利益诉求之中,经济利益并非其唯一考量。结合对机场产权隶属关系的分析,考虑到枢纽机场与非枢纽机场不同的先天禀赋,以及属地化的管理背景下所有者对机场收益/公益属性的不同要求,我们认为在新的《口岸出境免税店管理暂行办法》出台后,不同区域的机场管理当局对机场免税特许经营权如何定价会有不同考量,枢纽机场目前的扣点率大概率将是长期均衡水平,二线及以下机场的租金提升空间则相对有限,中免在这些机场的领先优势不会发生变化。

● 机场免税的空间展望

通过回顾机场免税的发展历程,我们认为中国机场免税行业分为两个阶段。第一阶段由流量增长驱动的免税规模扩大,是中免过去牌照垄断价值形成的主要原因。但随着核心机场的流量增长趋缓,更加精细化的运营管理,及对市场需求变化的敏锐嗅觉将成为第二阶段驱动机场免税规模扩大的核心动能。我们通过对标仁川机场,以及从中国化妆品市场增长的角度测算了浦东机场的免税销售规模,预计2025年浦东机场免税销售规模将在250-300亿之间。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 强超廷

执业证号: S0100519020001

电话: 021-60876718

邮箱: qiangchaoting@mszq.com

研究助理: 顾熹闽

执业证号: S0100119020001

电话: 021-60876718

邮箱: guximin@mszq.com

相关研究

1. 民生社会服务、交通运输行业周(月)报 20190722: 二季度行业数据观察: 需求承压, 结构分化延续
2. 民生社会服务、交通运输行业周(月)报 20190717: 出境免税店新政影响探析

● 市内免税与机场免税之争

与韩国免税业运营主体众多，市内、机场均处于激烈竞争的市场格局不同，中国免税业政策仍较为严格，市场竞争较为温和有限。在目前机场店、市内店同一运营主体之下，从中免/日上自身的视角来看，短期均不具备主动分流机场免税销售的动机。长远而言，若中免分流过多的机场免税销售，最终将导致双输结局，也不利于其国际化的战略布局。此外，出境市内免税店与入境市内免税店的性质不同，出境市内免税店对有税渠道的冲击有限，品牌商对其限制较少，从已开业市内店情况看，尚未出现品牌商对品类供应或价格出现限制的情况。

● 投资建议

整体而言，我们认为中国机场免税业成长空间可观，且竞争格局变化有限。继续推荐中国国旅和上海机场，同时建议关注免税经营处于爬坡期的白云机场、出境店未来将重新招标的深圳机场以及高分红率的厦门机场。

● 风险提示

宏观经济持续放缓；国人市内免税政策进展不及预期；出境店管理政策执行力度超预期。

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月25日	EPS			PE			评级
			18	19E	20E	18	19E	20E	
601888	中国国旅	88.03	1.61	2.43	2.90	38.0	36.3	30.4	推荐
600009	上海机场	84.96	2.20	2.64	3.00	27.3	31.8	28.0	推荐
600009	白云机场	17.19	0.55	0.47	0.63	18.4	36.9	27.2	未评级
600115	深圳机场	8.94	0.33	0.39	0.45	23.9	22.9	19.6	未评级
601111	厦门空港	23.44	1.70	1.91	1.99	12.5	12.3	11.8	未评级

资料来源：公司公告、民生证券研究院 注：未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测

目录

引言	4
一、机场管理当局视角下，新出境店管理办法影响几何？	4
（一）中国民用机场管理体制的历史沿革	4
（二）机场管理当局视角下，出境店竞争格局走向何方？	5
二、机场免税的空间展望	7
（一）国内机场免税行业发展回顾	7
（二）浦东机场免税规模空间测算	12
三、市内免税与机场免税之争	14
（一）机场免税的基本盘是什么？	14
（二）政策及利益分配视角下，分流过多将导致双输结局	15
四、投资建议	18
五、风险提示	19
插图目录	20
表格目录	20

引言

总结来看，当前市场对免税和机场板块的关注重点在于：（1）市内店与机场店的分流之争；（2）出境免税店暂行管理办法出台后，免税产业链各环节之间的博弈走向何方？此前，我们通过小专题的形式（《量化分析：再谈市内免税与机场免税》、《出境免税店暂行管理办法》解读）对以上问题进行了讨论，本文在我们原有研究基础之上，进一步系统性的对这两个问题进行了研究。

我们认为中国免税业的发展是政策驱动为主，市场驱动为辅。因此本文与市场不同之处在于，我们更加关注政策制定者、行业监管者、业务执行者的利益诉求与动机，借此重新审视中国免税业未来的发展趋势，竞争格局走向。

此外，我们认为市场之所以关心市内免税店对机场店的分流，还隐含了另一层疑惑：中国的机场免税店，尤其是浦东机场免税店的天花板应该在哪里？回答这一问题，将有助于我们从更长期的视角看待机场免税业务的价值。在本文中，我们试图从转化率、化妆品发展趋势的角度探讨这一问题，并求得浦东机场免税销售的合理空间。

一、机场管理当局视角下，新出境店管理办法影响几何？

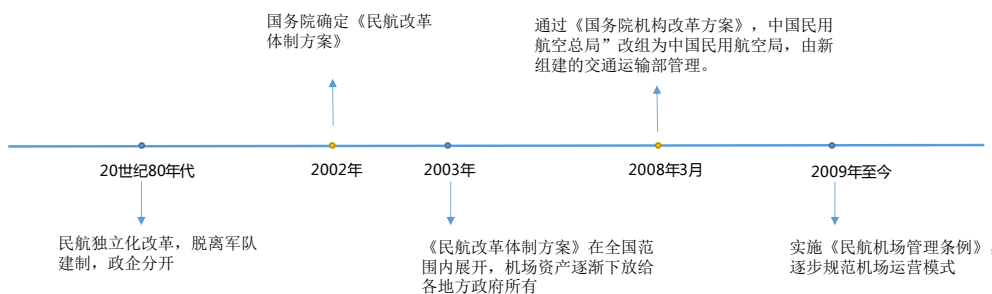
（一）中国民用机场管理体制的历史沿革

我国机场行业主要经历了两次变革：

一是 20 世纪 80 年代到 2003 年，民航不再由空军代管，机场的隶属关系由空军转向民航局，逐步实行向民用机场的改革。

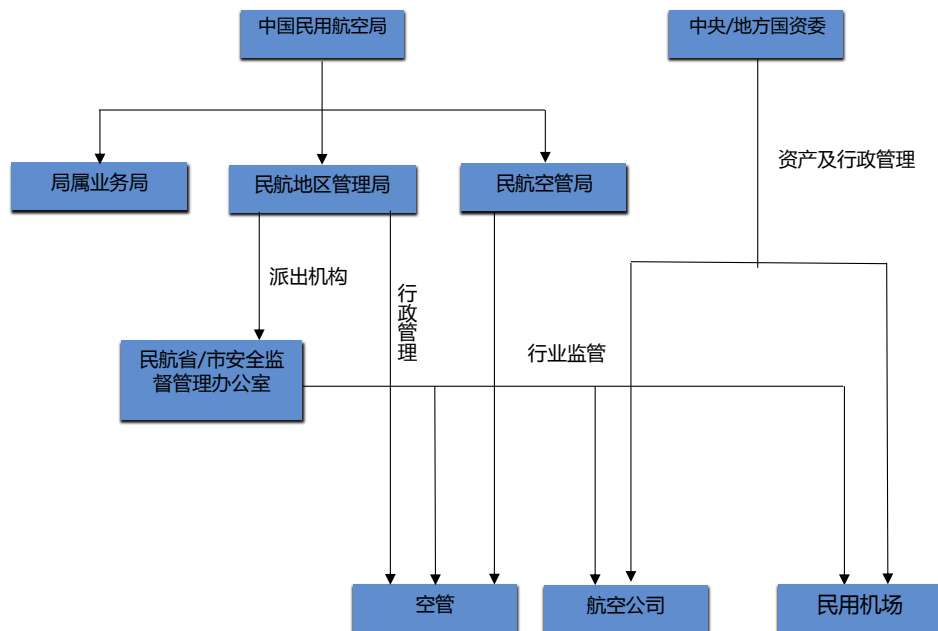
二是 2002 年国务院《民航体制改革方案》下发后，我国机场开始实施属地化改革。全国除北京首都机场和西藏辖区内的民用机场以外，民航局直接管理的其他机场全部移交各省(区、市)政府。机场属地化改革完成后，我国大部分机场的产权都回归了地方，由地方国资委进行资产和行政管理，各地民航局负责行业监管。

图 1：我国民用机场管理体系历史沿革



资料来源：民生证券研究院整理

图 2：我国民用机场管理体系



资料来源：民生证券研究院整理

（二）机场管理当局视角下，出境店竞争格局走向何方？

从各地机场产权的隶属关系看，全国约 75%左右的机场由地方国资委控股。这意味着，我国境内大多数机场的发展，背后反映和体现的更多是地方政府的利益诉求。而在地方政府的利益诉求之中，经济利益并非其唯一考量。

表 1:国内机场产权隶属关系

机场产权隶属关系	主要机场	代表机场
民航局所属	首都机场集团，西藏区局所属 5 个机场及洛阳机场	首都机场
地方政府所属（含控股）	省、市、县等所属机场，占全国总量的 75%以上	上海机场、深圳机场、白云机场
跨省所属	陕西、甘肃、宁夏和青海四省（区）的 19 个机场	西部机场集团
航空公司所属（含控股）	海航所属机场及南航所属的河南南阳机场	美兰机场
其他	中联航的南苑和佛山机场	南苑机场

资料来源：民生证券研究院整理

机场发展潜力由地区经济发展水平和航空资源禀赋情况所决定，机场所有者追求的目标是实现社会效益的最大化，而非简单的财务收益。从国内外机场建设经验看，机场作为地方公共基础设施建设，投入产出比高达 1:8，对地方经济社会发展具有非常强的拉动效应，因此地方政府看待机场的作用不单单从机场本身的财务角度出发，它的贡献是更全面的，它有对当地经济层面产生的影响，还有社会层面的影响。

当前机场管理体制下，如何看待机场出境店租金趋势以及出境店的竞争格局？

根据最新颁布的《口岸出境免税店管理暂行办法》，未来我国境内口岸的出境免税店招标将由过去完全由中免集团垄断，变为国资免税运营商之间的有限竞争。同时，为遏制免税店招标过程中出现无序竞争的态势，《暂行办法》还规定“财务指标占比不得超过 50%，租金原则上不得高于国内含税零售业租金平均单价的 1.5 倍，提成不得高于国内含税零售业提成的 1.2 倍”。

结合前文对机场产权隶属关系的分析，考虑到枢纽机场与非枢纽机场不同的先天禀赋，以及属地化的管理背景下所有者对机场收益/公益属性的不同要求，我们认为在新的《口岸出境免税店管理暂行办法》出台后，不同区域的机场管理当局对机场免税特许经营权如何定价会有不同考量。

枢纽机场：目前的扣点率大概率将是长期均衡水平。简单通过提高扣点率，以实现机场效益提升，是另一种“懒政”思维的体现，既不利于消费回流，也不利于机场免税蛋糕做大。诚然，枢纽机场的航站区是盈利性很强的优质资产，在市场化的竞标机制下，其特殊的地理位置和稳定的客货流往往可以为机场带来良好的投资收益。但是，机场作为公共设施，在地区内仍负有较大的社会责任。就目前国家引导消费回流的政策而言，核心枢纽机场免税店毋庸置疑是其中一个极为重要的回流渠道。而过去三年，在京沪机场免税店、杭州等机场进境免税店特许经营权招标过程中均出现了保底租金/扣点率的高企现象，若不加遏制，长期免税保底租金/扣点率上升的趋势，势必将成为免税运营商不能承受的生命之重，进而导致免税运营效率下降，最终影响旅客的机场免税购物体验，不利于消费回流的大局。在这一背景之下，2018 年以来，财政部等部委也陆续发文对机场进出境免税店招标进行规范（2018 年 3 月《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》、2019 年 7 月《口岸出境免税店管理暂行办法》）。长期而言，我们认为枢纽机场作为国资委下属资产，仍将倾向于以大局为重，通过设置合理的机场免税租金，实现各方利益的平衡。同时，通过增加国际航线、提升中转服务体验、科学规划航站楼商业区域等方式，来实现自身的商业利益提升。

二线及以下机场：租金提升空间有限，中免的领先优势不变。一方面，如前文所述，地方政府兴建机场的动力，主要源自通过发展民用航空市场从而拉动当地经济的发展。当前多数该类型机场的管理当局面临的核心诉求在于如何提高旅客吞吐量，对于强二线城市的机场而言，则是国际旅客吞吐量。因而，对于这一类型的机场来说，在进行免税招标时，更倾向于引入实力较强的免税运营商以帮助其丰富机场业态（该类机场的免税店运营状态未来或许也会和开放前有所不同），从而吸引更多国际旅客，和更多航司入驻。在这一点上，他们与枢纽机场的逻辑有所不同，中免将最为受益。另一方面，受制于整体旅客吞吐量的限制，二线及以下机场的国内厅保底租金/提成比例偏低且提升难度较大，考虑到口岸进、出境免税店管理办法中均要求机场免税店保底租金/扣点提成，不得高于其有税商业零售业态的 1.5/1.2X，而机场免税招标文件中一般会明确保底租金/提成比例的上下限范围（如注明招标人在保底租金金额 1 千万-2 千万，提成比例 20%-40%之间进行投标），因此，对于免税运营商而言，《口岸出境免税店管理暂行办法》将有利于其租金成本的控制，同时也为运营规划、品牌招商、市场营销能力更强的优质运营商，提供了更高的胜率。

表 2：国内主要出入境机场概览

枢纽/干线机场	GDP 排名	旅客吞吐量(万)	国际旅客吞吐量(万)
北京首都	2	10098	2685
上海两场*	1	11763	3840
广州白云	4	6972	1730
深圳宝安	3	4935	395
成都双流	7	5295	600
西安咸阳	15	4465	270
杭州萧山	9	3824	548
南京禄口	10	2858	342
长沙黄花	12	2527	263
武汉天河	8	2450	290
昆明长水	25	4709	409
青岛流亭	13	2454	363
乌鲁木齐	30	2303	110

资料来源：民航局，民航资源网，民生证券研究院

对中免财务影响有限。中免非一线机场免税店销售结构以烟酒为主，估算 2018 年中免非一线机场、口岸免税店收入约 22 亿（剔除批发），销售以烟酒为主，归母净利润 4.2 亿，占中国国旅 2018 年归母净利润比重约 14%，归母净利率约 18~20%。由此可见，极端情景下即使中免在二线及以下机场出现全面失守的情况，对其整体的盈利影响也极为有限。

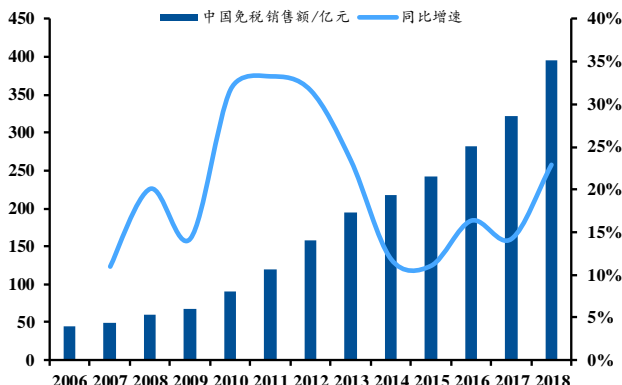
二、机场免税的空间展望

（一）国内机场免税行业发展回顾

机场免税渠道仍是国内最为主要的免税销售场景，这与全球范围内的免税销售渠道占比情况基本一致。2018 年，中国免税业总销售规模约 395 亿元，同比增长 27.3%。扣除离岛免税销售的 101 亿元，中国大陆境内免税渠道销售额约 295 亿元，同比增 28%。其中，日上上海作为浦东、虹桥机场的免税运营商，2018 年实现销售收入 135 亿，同比增 64%，占中国大陆免税销售比重的 46%。日上上海旗下浦东机场免税店 2018 年估算实现免税销售额 120 亿元，占中国大陆免税销售比重的 40%，为国内机场免税销售规模之最。

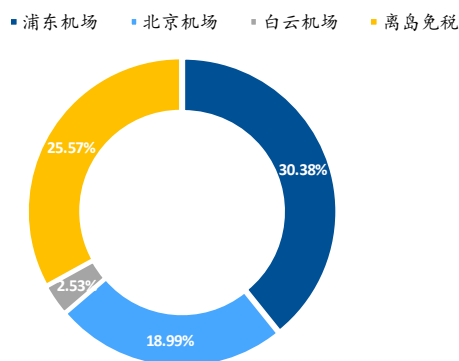
我们沿用前述计算方法，对 2006-2018 年的国内免税销售收入进行二次处理，结果显示，中国机场的免税销售渠道规模在这十二年间增长了约 5 倍，复合增速约 17%。

图 3：2006-2018 年中国免税业销售规模



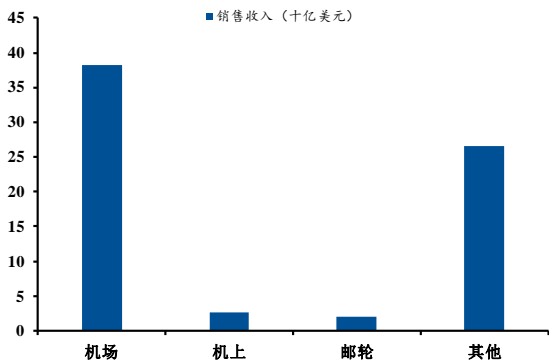
资料来源：智研咨询，民生证券研究院

图 4：2018 年浦东机场免税销售额占行业比重



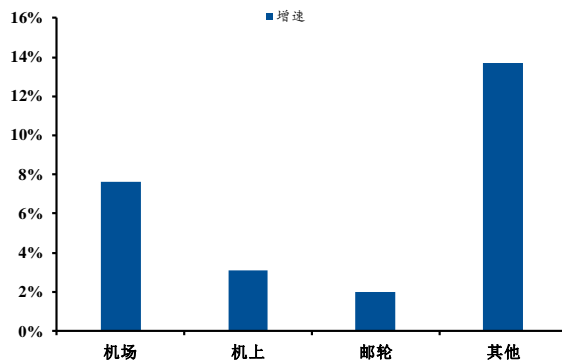
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 5：按渠道分全球免税业收入



资料来源：Generation Research, TFDA, 民生证券研究院

图 6：按渠道分全球免税业收入增速



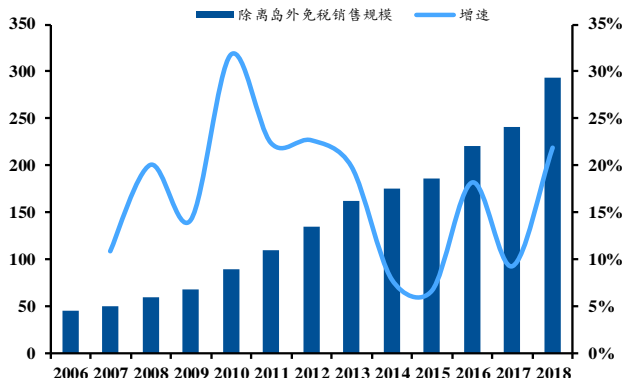
资料来源：Generation Research, TFDA, 民生证券研究院

总结过去十几年我国免税业的发展轨迹，我们认为可将其可分为两个阶段：

第一阶段（2006-2014 年）：流量增长驱动

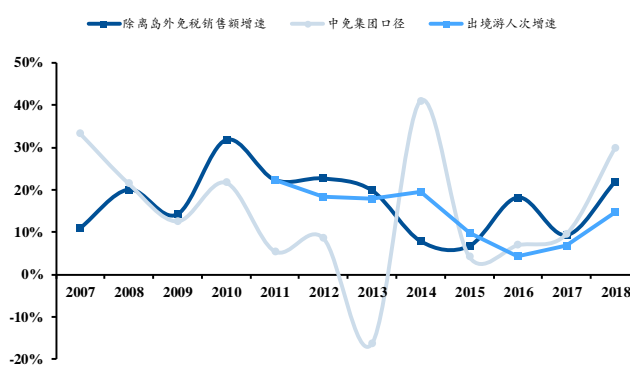
这一阶段伴随中国出境游人次的高增长，免税购物可覆盖的人群规模迅速扩大，免税品依托价格优势在机场商业中脱颖而出。实际上，这一阶段免税业规模的高速增长主要归因于自然增长，即出境游发展初期，可进行免税消费客群的快速扩大。因而，在这一时期，免税运营商（中免集团）仅需凭借其特许经营权，即可享受出境游爆发式增长带来的红利，这也构筑了市场过去认为牌照垄断是中免主要投资要点的认知逻辑。

图 7：2006-2018 年中国机场免税销售规模



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图 8：出境游人次增速与机场免税销售增速对比

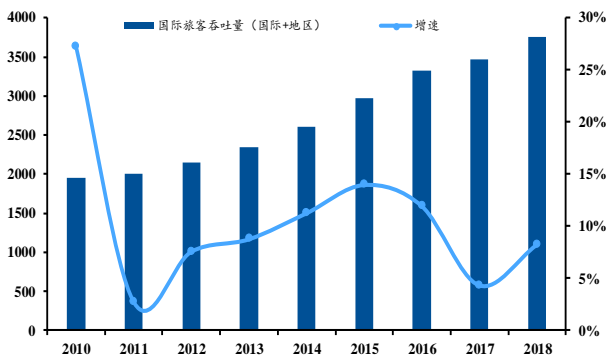


资料来源：公司公告，民生证券研究院

第二阶段（2017-2018 年）：消费升级+信息传播加速+运营能力提升

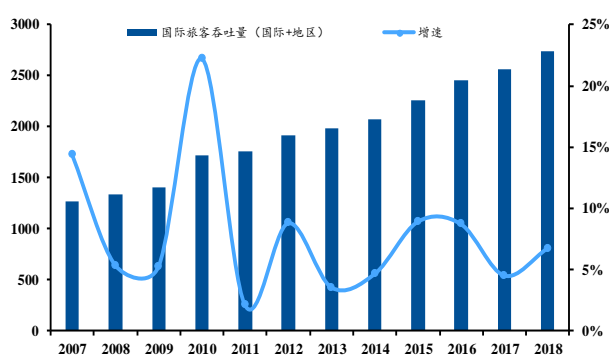
伴随出境游行业红利逐步消化，2015-16 年国人出境游增速开始趋缓，高基数之下，单纯依靠吞吐量增长驱动免税销售增长的时代已经过去，免税销售增速开始出现放缓。但从 2017 年开始，我们发现国内机场渠道的免税销售增速再次出现回升，日上上海、日上北京 2017-18 年销售增速分别为 29%/65%、23%/36%，较 2015-16 年的增速明显抬升。而同期浦东机场和首都国际机场的国际旅客吞吐量仅出现小幅提升，无法解释机场免税销售为何重新回归高速增长。

图 9：浦东机场国际旅客吞吐量（万）



资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图 10：首都机场国际旅客吞吐量（万）



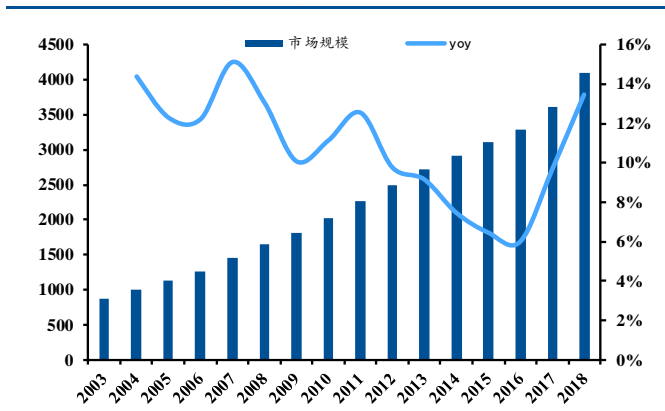
资料来源：公司公告，民生证券研究院

考虑两地区机场国际旅客吞吐量增速仅为 4.3%/8.2%、5.7%/8%，两地区机场免税销售的增长主要来源于于客单价的提升，2017-2018 年分别提升了 23%/52%、16%/26%。由于免税销售额=（旅客吞吐量/2）*购物转化率*平均旅客免税购物支出，因而 2017-2018 年的机场免税销售增长主要由旅客免税购物支出和购物转化率提升贡献。那么，又是什么因素促使机场免税客单价与转化率在 2017-18 年出现大幅跃升？我们认为有三点因素：

(1) 国内化妆品市场回暖，高端化妆品占比提升。历经十年增速下滑后，2016 年成为国内化妆品市场的分水岭。无论是大众化妆品市场，还是高端化妆品市场的销售增速在 2016 年之后都出现了明显抬升，尤其是高端化妆品市场的增速已领先整体化妆品市场，在销售结构中

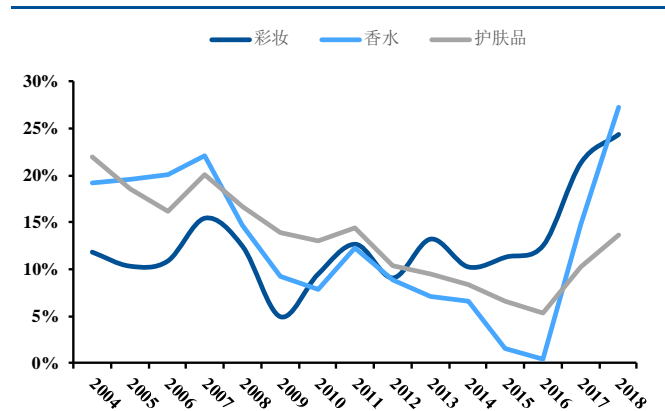
的占比也突破了30%。而机场免税店销售产品中，香化的占比一般在60%以上。

图 11：国内化妆品市场销售情况（亿元）



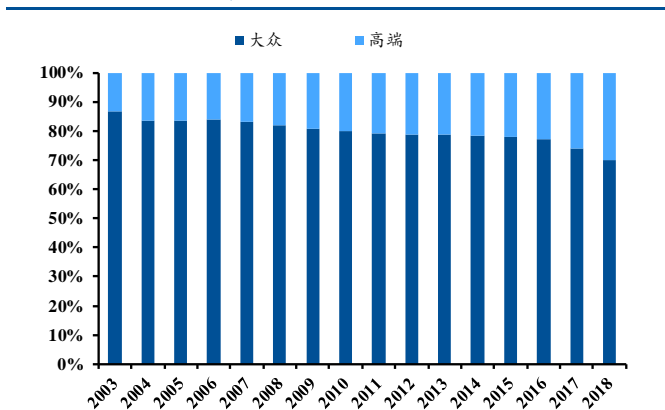
资料来源：欧睿，民生证券研究院整理

图 12：按品类分化妆品销售增速



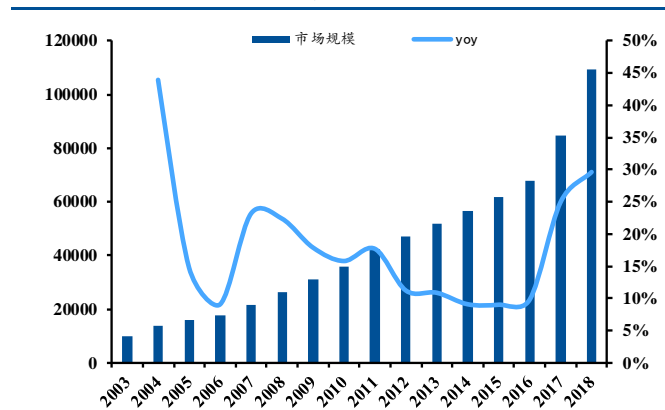
资料来源：欧睿，民生证券研究院

图 13：国内化妆品市场结构



资料来源：欧睿，民生证券研究院整理

图 14：国内高端化妆品销售增速（亿元）



资料来源：欧睿，民生证券研究院

虽然化妆品是机场免税销售产品的主力构成，但如果我们观察 2016 年之前化妆品销售增速与免税行业增长的变化，则会发现，化妆品行业的回暖仍不足以完全解释机场免税销售增速的回升，而我们认为还有以下原因可能促使机场免税销售额在 2017-18 年出现回升：

(2) 免税运营商的精细化运营能力提升。免税运营商自身经营效率也在不断优化，除了加强备货、对引进的品牌、SKU 进行迭代升级外，免税运营商自身也积极开展多渠道营销，如日上于 2017 年既已开设网上预订功能，支持微信公众号及 APP 预订。同时，早于 2015 年日上便开始搭建自身会员体系，通过线下体验活动及各类促销活动拉新留旧，提升转化率。

表 3: 免税店部分热门产品价格对比 (单位: 元人民币)

品牌	品类	上海 日上	海棠湾	樟宜 免税	香港 DFS	迪拜 免税	悉尼海 尼曼	泰国 皇权	KDF	乐天	WDF
SKII	神仙水 330ml	1383	1516		1378		1550	1746	1642	1636	
LA MER	海蓝之谜精华 面霜 30ml	1037	1192	1210	1325	985		1411		1208	860
	海蓝之谜精华 面霜 60ml	1776	2146		2120	1836		2446		2342	1612
	海蓝之谜精华 面霜 100ml	2826	3259		2711	2774		3832			2472
科颜氏	牛油果保湿眼 霜 14ml	203	222	217	247		208	267	211	241	186
雅诗 兰黛	特润修护肌透 精华露 II (小棕 瓶) 50ml	620	645	713	733	646	608	896		759	544
资生堂	红妍肌活精华 露 50ml		717	708	759		574	743	728		
兰蔻	精华肌底液 (小 黑瓶) 100ml	883	995		892		1048	1369	1195	1339	947
	睛彩眼部精华 液 20ml		495		570		468		498	524	345
Fresh	磨砂棕糖 400g	454	475	510	530					524	
黛珂	紫苏水 150ml	250	278	274				314	287	283	
Sisley	全能乳液 125ml	1129	1242	1234	1396	1233	1193	1411	1342	1291	1190
YSL	莹亮纯魅唇膏 #12 4.5g	211	232	221	260	285	232	286	236	241	206
	莹亮纯魅唇膏 #80	211	232	221	260	285	232	286	236	241	206
倩碧	润肤乳-啫喱配 方	218	190(海 免)	248	260		198	262		241	222

资料来源: 杰西卡的秘密, 民生证券研究院整理

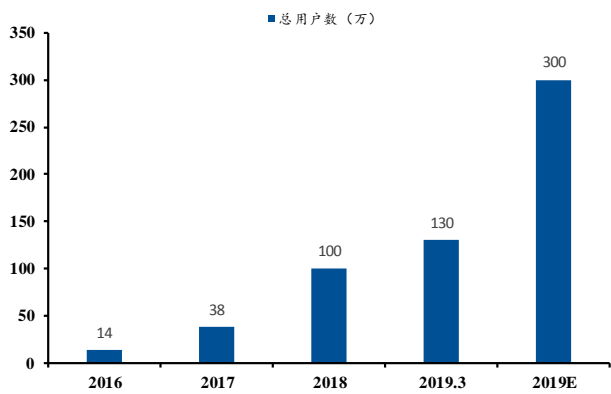
(3) 信息的传播速度在加快, 高性价比的免税购物渠道更加广为人知。移动互联网时代的到来, 使得任何高性价比的购物渠道都会被快速挖掘。从百度搜索指数表现看, 2016-2017年, 日上的百度搜索指数出现明显抬升。期间首都机场免税招标等新闻事件, 也在一定程度上为日上和中免形成了广告效应。而免税比价软件的兴起, 则进一步加强了免税价格的透明性, 机场的促销活动也更易于为旅客所知。

图 15: 日上免税百度搜索指数 (2015 年 6 月 1 日至今)



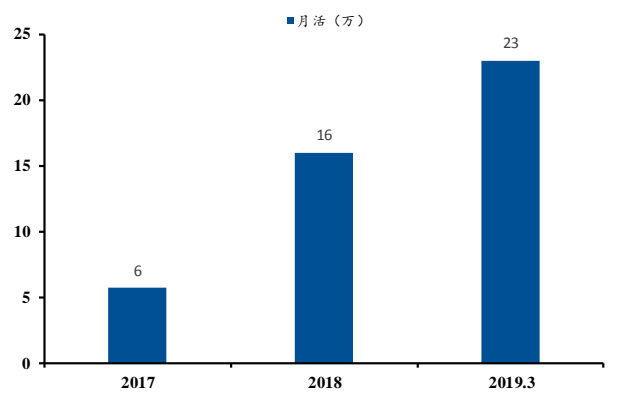
资料来源：百度指数，民生证券研究院

图 16：杰西卡的秘密总用户数增长情况



资料来源：杰西卡的秘密，民生证券研究院

图 17：杰西卡的秘密总用户数增长情况



资料来源：杰西卡的秘密，民生证券研究院

（二）浦东机场免税规模空间测算

在回顾过往十多年机场免税发展历程的基础上，我们认为未来机场免税销售的增长将主要来自于转化率与旅客免税购物支出的提升，旅客吞吐量增长在其中的贡献权重将逐步降低。同时，由于机场销售品类仍以高周转的香化产品为主，因此，对于未来机场免税销售增长的预测，我们认为可以围绕转化率、旅客免税购物支出、国内化妆品市场趋势三个维度展开。

1. 对标仁川机场，浦东机场免税销售规模空间测算

转化率与人均免税消费支出：就现阶段而言，我们认为全球机场中能够为浦东机场对标提供参照系的只有韩国仁川机场。2018年，仁川机场国际旅客吞吐量为6768万人次，实现免税销售额24亿美元/+14% YoY，为全球免税销售规模最大的机场。目前，仁川机场拥有免税店156家，品牌专营店70余家，经营面积约2.5万平，主要免税运营商包括乐天、新罗、新世界等。我们根据KDFA数据推算，2018年仁川机场的每个免税购物旅客的支出在123~160美元之间，旅客免税购物转化估算不低于49%。

浦东机场转化率：对于浦东机场而言，2019年卫星厅落成后，免税经营面积将增加至1.9万平方米，同时将已经满负荷的航站楼旅客吞吐量承载上限提升至8000万人次。我们预计航站楼和免税店经营面积的扩产将同时有利于国际旅客吞吐量规模和旅客免税购物转化率的提升。

每个免税购物旅客的支出：对于机场免税而言，受物理空间和安检、登机时间限制，我们认为精品占比（包、衣服、手表、鞋）的提升空间较为有限。因而我们判断目前的浦东机场免税旅客购物支出水平将整体保持稳定，预计未来数年将在2000-4000元之间波动。

在此基础上，我们以仁川机场对标，对浦东机场远期免税销售规模测算：2018年，浦东机场免税销售额共计120亿人民币，国际旅客吞吐量3094万人次。根据我们的预测假设，至2025年浦东机场的国际旅客吞吐量有望达到4973万人次，复合增速预计为7%。届时，对标仁川机场2018年的转化率水平，我们预计浦东机场合理的免税销售规模应在280亿-311亿元

之间。

图 18：2019-2027 年浦东机场国际旅客吞吐量预测

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E
旅客吞吐量	7401	7824	8450	9126	9674	10206	10716	11198	11646	12054
同比		5.7%	8.0%	8.0%	6.0%	5.5%	5.0%	4.5%	4.0%	3.5%
国际旅客占比	42%	42%	43%	43%	43%	44%	44%	44%	45%	45%
国际旅客吞吐量	3094	3294	3592	3925	4199	4471	4726	4973	5207	5425
同比	8.8%	6.5%	9.0%	9.3%	7.0%	6.5%	5.7%	5.2%	4.7%	4.2%

资料来源：公司公告，民生证券研究院整理

图 19：2025 年浦东机场免税销售规模测算

转化率/每购物旅客支出	2000	2100	2500	3000	4000
39%	194	204	242	291	388
40%	199	209	249	298	398
45%	224	235	280	336	448
50%	249	261	311	373	497
60%	298	313	373	448	597

资料来源：民生证券研究院整理

2. 中国化妆品市场增长潜力巨大，中高端产品占比呈提升趋势

另一方面，高周转的香化产品始终是枢纽机场免税店的核心销售品类。因此，通过跟踪化妆品市场的变化趋势，也有助于我们判断未来机场免税销售的增长空间。

国内化妆品市场规模增长空间巨大，较之东亚近邻日韩国内市场高端化妆品占比，我国高端化妆品占比提升空间客观。2018 年我国化妆品市场整体规模约 4102 亿元人民币，人均化妆品消费支出仅 295 元，而同期美国、日本、韩国、英国人均化妆品消费支出分别为 1814、1970、1730、1726 元。导致这一结果的原因既受到人均可支配收入的影响，以及下沉市场的消费潜力仍未释放，同时也与高端化妆品的占比较低有关。但整体而言，较低的人均化妆品消费支出和高端化妆品占比，也预示着这一市场的增长潜力仍十分可观。

图 20：中国人均化妆品消费增长潜力巨大

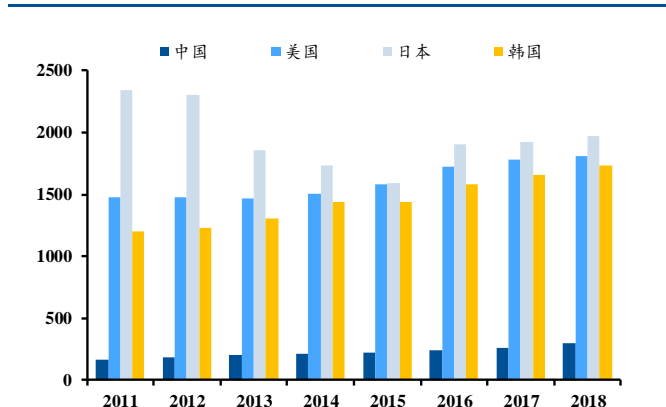
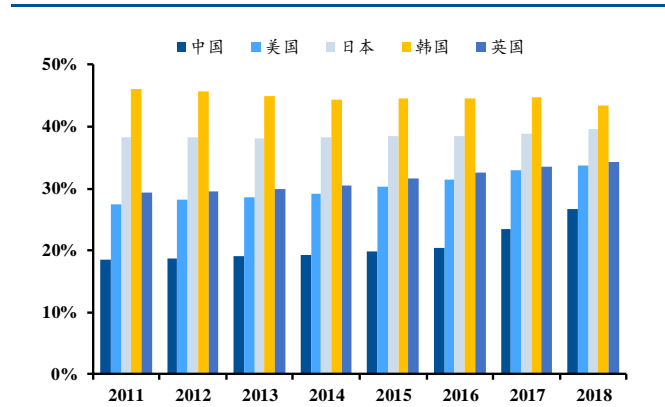


图 21：各国高端化妆品占整体市场比重



资料来源：欧睿，民生证券研究院

资料来源：欧睿，民生证券研究院

预计至 2025 年，境内机场免税渠道的化妆品销售规模有望达到 615 亿元，复合增速 19%，浦东机场凭借其流量垄断优势，将占据主要红利。2018 年中国境内机场免税销售额（不含离岛）中约 70% 左右来自香化产品（主要为高端化妆品），对应销售额约 177 亿元，占中国高端化妆品销售规模的 19%。目前，中国高端化妆品占整体化妆品市场比重约为 26.7%，在化妆品使用和消费习惯相似的日韩，高端化妆品的占比则分别为 39.6% 和 43.4%。我们以 2018 年化妆品市场作为预测基数，假设该市场 2019-2025 年复合增长率为 10%，同时我们预计至 2025 年高端化妆品市场占比提升至 40%，对应当年高端化妆品市场规模约 3240 亿元（复合增速 14%）。在此基础之上，假设机场免税渠道香化产品的销售额占高端化妆品市场规模的比例不变，则 2025 年机场香化产品的销售额有望达到 615 亿元人民币，复合增速 19%。考虑浦东机场出入境旅客量占全国比重近 30%，且未来这一趋势难以出现明显逆转，因此我们预计仅香化品类免税销售额即可为浦东机场贡献 180 亿元的收入，假设香化在浦东机场免税销售的占比为 60%-70%，则 2025 年浦东机场的免税销售也可达到 260-300 亿元，与我们之前按照转化率测算的结果基本一致。

三、市内免税与机场免税之争

（一）机场免税的基本盘是什么？

由于市内店不能销售烟酒产品，而京沪机场烟酒销售占比均接近 20%，因此易知这一部分的销售额无法被市内分流。其次，市内免税店针对的主要是从当地出发，前往机场出境的旅客，而机场免税店的客源中还涵盖了中转旅客，包括国内-国际中转、国际-国际中转。我们测算当前京沪机场中转旅客占国际旅客的比重分别为 40%、30%，这部分旅客的免税购物行为只能在机场产生，因此也不会被市内店。**结合以上数据，假设两种极端情景：**

情景 1（最悲观）：京沪机场所有烟酒销售额均由中转旅客贡献，这意味着京沪机场中转旅客在香化上的消费仅为 20%/10%，对应最大分流比例为 $(1-(40\%/30\%-20\%)-20\%)=60\%/70\%$

情景 2（最乐观）：机场所有烟酒销售额均由本地出发旅客贡献，则所有中转旅客仅购买香化产品，对应最大分流比例为 $(1-40\%/30\%-20\%)=40\%/50\%$

表 4：京沪机场中转旅客占比

	首都国际机场	上海浦东机场	上海虹桥机场
国际旅客吞吐量（万人次）	2736	3094	166
中转旅客量（万人）	542	463	29
中转占比（%）	39.6	29.9	34.9

资料来源：中国民航局，MIDT，民生证券研究院整理

注：虹桥机场以 2016 年国际旅客吞吐量为预测基础

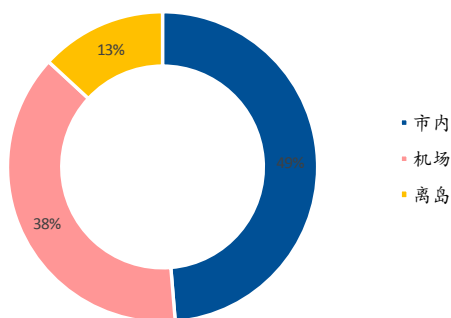
结合以上两种情景，我们预计北京市内店对首都机场免税销售的分流比例最大值在 40%-60% 之间；上海市内店对浦东、虹桥机场的免税销售分流比例最大在 50%-70% 之间。因此，整体而言，机场免税的基本盘仍有 50% 左右无法被市内渠道所分流。

(二) 政策及利益分配视角下，市内店主动分流机场店的概率较低

1. 韩国市内免税：经营主体众多，市场竞争激烈

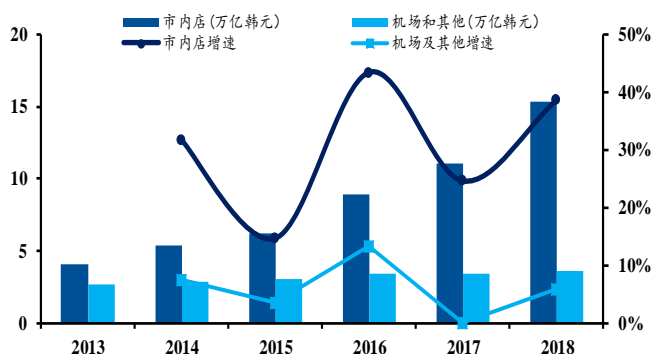
市内免税在韩国免税业格局中占主导地位。韩国境内当前共有 26 家市内免税店中，其中首尔市内即拥有 13 家市内免税店，这使得首尔地区的免税销售销售额占韩国整体的比例高达 70%。此外，韩国的市内店支持外国游客即购即提和邮寄，同时还配套有高额返点激励。

图 22：按购物金额计算的韩国居民免税消费渠道构成



资料来源：KDFA，民生证券研究院

图 23：2013-2018 年韩国免税业规模及增长情况



资料来源：KDFA，民生证券研究院

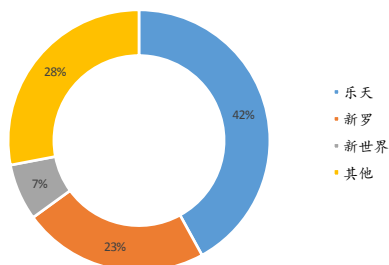
从政策上看，韩国市内免税店遵循特许经营制，但政府鼓励充分竞争。韩国市内免税发轫于 1979 年，初期仅由乐天等大型集团经营。但自 2012 年起，韩国政府为避免财阀垄断，开设限制大型免税集团（牌照限制、经营面积限制），并大幅增加免税牌照的发放（主要在首尔地区以外）以及缩短经营期限（10 年至 5 年）和放开市场招投标。同时，各免税运营渠道均有多个不同的经营主体，彼此之间的竞争十分激烈，这导致运营商丧失了平衡其在多个渠道销售额的能力。

图 24：韩国各主要免税销售渠道运营商

免税销售渠道	主要运营商
仁川机场	新罗、乐天
济州岛	新罗、乐天、JTB、JTO
首尔市内	乐天、新罗、新世界、东和等
釜山机场	新世界、Dufry 等

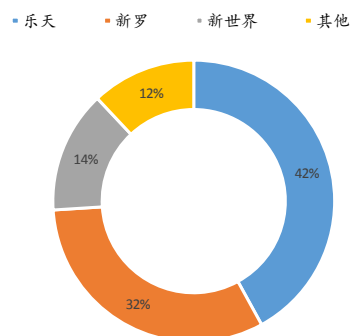
资料来源：Moodie Report，民生证券研究院

图 25：韩国免税业整体竞争格局



资料来源：Moodie Report，民生证券研究院

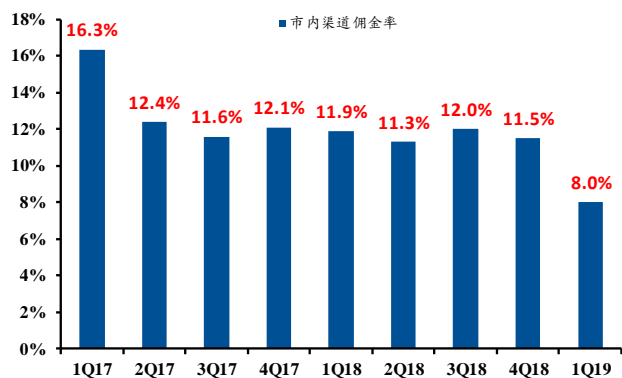
图 26：韩国市内免税竞争格局



资料来源：Moodie Report，民生证券研究院

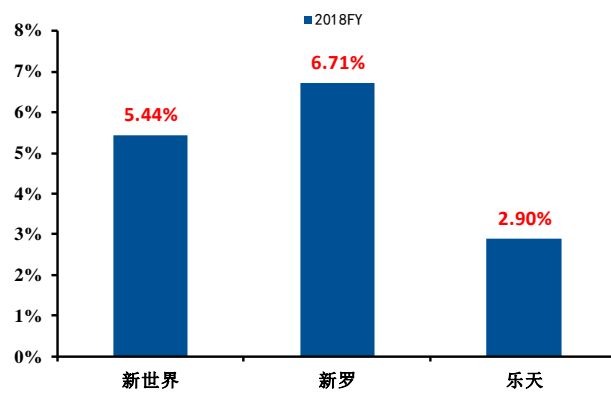
从市场主体的竞争行为看，韩国市内免税店高额返佣成为常态，运营商利润率受到挤压。由于市内店经营主体众多，竞争激烈，韩国免税运营商的经营策略较为激进，具体表现为通过返点对代购的销售渠道进行扶持。同时大型运营商都十分重视线上（电商APP）和线下门店的融合。据我们调研了解，目前韩国免税销售中约 25% 的销售额来自线上渠道（其中 2018 年乐天线上免税销售 18 亿美元/+50% YoY，占其销售规模的 20% 左右）。

图 27：韩国市内免税店佣金率



资料来源：Moodie Report，民生证券研究院

图 28：韩国主要免税运营商利润率



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2. 中国市内免税：经营主体统一，牌照数量控制严格

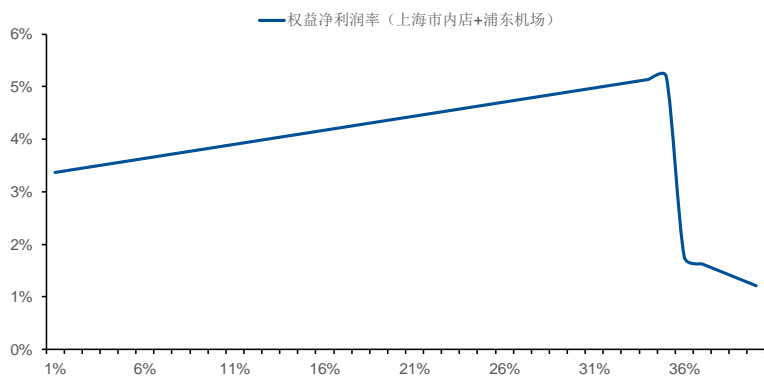
牌照稀缺：不同于韩国对免税业的宽松管理趋势，当前我国市内免税政策较为严苛。我国当前市内免税牌照数量十分有限，除中免拥有出境市内免税牌照外，中出服还拥有在国内数个城市开设进境市内店免税店的牌照。但从我们走访情况看，免税运营商能否在牌照范围内的城市顺利开店，还需要财政部、海关等多个部门审批，并非简单拥有一张牌照即可开店那么简单。同时，旅客的购物流程仍遵循传统的“市内购物+机场提货”模式，即使是目前仅支持外籍游客购买的情况下，市内店也无法做到店内即购即提。

市场竞争温和有限：有限竞争格局下，免税运营商具备能力平衡自身在多个渠道的利益。与韩国免税市场迥异的是，我国出境市内免税店与机场免税店均由中免集团控制，甚至在上海、北京两个最为重要的地区，出境市内免税店与机场免税店的运营管理方均为日上。因此，从直

接运营免税店的管理者角度而言，前期市内店不具备分流机场免税店销售额的动机。但从中长期而言，分流的风险仍然存在。

从中免集团整体利益出发，我们认为市内店也不宜过多分流机场店的免税销售。我们通过构建一个静态的上海市内店+浦东机场店的盈利模型，即可看出，当市内店销售规模低于机场店时，从中免集团的整体利益出发，应当将机场店的免税销售额维持在保底提成要求的销售收入之上，否则机场店的净利润率会随销售收入流失的增加而降低，届时中免的整体权益利润将出现下滑。在下图中，我们以 2022 年 T1 新合同执行后的浦东机场免税销售情况（T1+T2 销售额 227 亿）进行模拟测算，横轴为分流比率，纵轴为权益净利润率。

图 29：2022 年中免集团（上海市内店+浦东机场店）权益利润率测算



资料来源：民生证券研究院整理

需要说明的是，上图测算结果是基于静态情景下的模型，假设市内免税与机场免税之间是完全的竞争关系。但事实上：

(1) 中国免税市场的渗透率依然较低，未来仍将处于不断提升的趋势之中，免税业的蛋糕会不断做大；

(2) 免税运营商仍可通过差异化定位等措施，如品类上的差异化或品牌上的差异化均衡分配销售额，从而保证各方利益的平衡；

(3) 机场渠道长期而言仍是重要的免税购物场景，中免与机场集团之间的关系需要维系和平衡。

此外，从中免集团的战略视角看，也需要一个世界排名前列的机场免税店以支撑其国际化战略的需要。公司的愿景是成为全球前三的免税运营商。自 2017 年起，通过陆续整合日上中国、日上上海、海免等免税运营商，公司已逐步完成了对国内免税渠道的掌控，并开始向港澳延伸，中标香港机场烟酒标段，并计划在澳门、香港落地市内免税店。但从世界范围看，中国免税业占全球免税业的比重不到 10%，想要实现“保三争一”的目标，势必需要在海外市场进行布局，尤其是中标大型国际枢纽机场，不仅将为中免集团带来销售规模的进一步提升，还可进一步增强公司在品牌商处的议价能力。因此，公司也在 2018 年年报中提出，将密切关注亚太重点大型零售平台投标和并购机会。

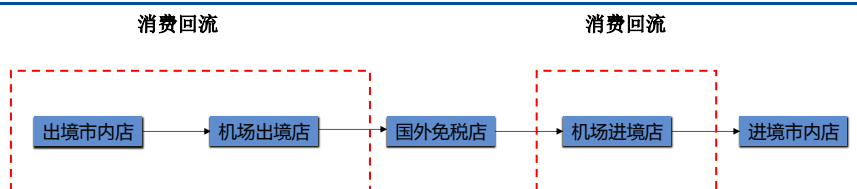
但大型国际机场的竞争格局十分激烈，如 Dufry、乐天、新罗等世界大型免税运营商，均为有力竞争者，机场方也十分看重免税运营商的运营实力，尤其是在机场渠道的运营经验。而目前中免集团旗下能够作为其在国际机场竞标过程中进行展示的机场，我们认为仅有浦东机场一例，2018 年免税销售额约 120 亿，旅客免税购物转化率估算在 15%-35% 之间，较世界排名第一的仁川机场销售规模（160 亿）和转化率（50%）为低。因此，我们认为中免集团仍有**很强的动力进一步扩大其在浦东机场的销售规模，为增加其未来中标国际枢纽机场免税店提供谈判筹码。**

3. 市内店与品牌商的博弈

目前，国内发展历史较为悠久的市内免税形态仅有进境市内免税店，其主要运营商为中国出国人员服务总公司。该类型市内免税店的购物流程为，国人在归国 180 天内，可凭护照进店购买免税品，从国人旅行的环节和购物的流程角度看，处于出境游的最后一个环节，补购性质较强，因而对于引导消费回流而言，意义有限，而且存在冲击有税渠道的可能。因而，在供应商环节上，虽然中出服主要采取与品牌直接采购，但其主要品类的毛利率均低于中免公司，且部分品牌商对其定价有额外的指导。

而对于出境免税店的出现，实际上是替代了机场免税店原来所处的最前端位置，并非对有税渠道的冲击，据我们了解，目前品牌商暂未出现对中免已开业的市内免税店进行限价，或限制品类的举措。

图 30：一般居民出境免税购物流程



资料来源：民生证券研究院整理

四、投资建议

整体而言，我们认为中国机场免税业成长空间巨大，且竞争格局变化有限。总结来看：

(1) 当前国内外宏观经济形势下，转变国内经济发展方式，扩大国内市场需求，仍是宏观经济政策的主要推动方向，免税业作为其中重要的微观调控工具，政策的进一步放开值得期待；

(2) 中国居民极低的境内免税购物渗透率（10-23%），使得消费回流的空间十分可观，同时化妆品消费的重新兴起，将对免税市场的整体增长提供有利支撑；

(3) 不同政策环境下，中国市内免税不会对机场免税造成过多影响，出境市内免税店与供应商之间的关系预计将保持平稳。

综上，我们继续推荐：

(1) 中国国旅：我们预计自 2019-2022 年，中国免税业规模将在现有 395 亿元的基础上，进一步增长至 885 亿元，复合增速高达 22%。中免集团作为行业龙头，当前已实现对国内核心免税渠道的掌控，未来仍将是未来中国免税业高速增长的主要受益者。假设 2020 年海免 51% 股权注入及国人市内免税政策放开，预计公司 2019-2021 年 EPS 各为 2.43、2.90、3.37 元，对应 PE 各为 36X、30X、26X。若剔除 2019 年 Q1 因转让国旅总社取得的投资收益，我们预计公司 2020 年业绩增速接近 40%，当前估值依然具备较强的吸引力，维持“推荐”评级。

(2) 上海机场：国际枢纽绝对地位，19 年底卫星厅的投产，有望带动免税经营效率进一步提升。预计公司 2019-2021 年 EPS 为 2.64、3.00、3.34 元，对应 PE 为 31、27、25 倍。长远而言，机场盈利可预测性强，我们预计 2025 年浦东机场合理的免税销售规模应在 280 亿-311 亿元之间，远期有望接近 400 亿的上限，DCF 模型下，公司绝对估值预计在 1900-2000 亿，维持“推荐”评级。

表 5：重点公司盈利预测表

代码	重点公司	现价 2019/7/25	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
601888	中国国旅	87.71	1.61	2.43	2.90	38.0	36.1	30.2	推荐
600009	上海机场	81.93	2.20	2.64	3.00	27.3	31.0	27.3	推荐
600009	白云机场	17.19	0.55	0.47	0.63	18.4	36.9	27.2	未评级
600115	深圳机场	8.94	0.33	0.39	0.45	23.9	22.9	19.6	未评级
601111	厦门空港	23.44	1.70	1.91	1.99	12.5	12.3	11.8	未评级

资料来源：Wind，民生证券研究院 注：未评级公司盈利预测来自 Wind 一致预测

五、风险提示

宏观经济持续放缓；国人市内免税政策进展不及预期；出境店管理政策执行力度超预期。

插图目录

图 1: 我国民用机场管理体系历史沿革	4
图 2: 我国民用机场管理体系	5
图 3: 2006-2018 年中国免税业销售规模	8
图 4: 2018 年浦东机场免税销售额占行业比重	8
图 5: 按渠道分全球免税业收入	8
图 6: 按渠道分全球免税业收入增速	8
图 7: 2006-2018 年中国机场免税销售规模	9
图 8: 出境游人次增速与机场免税销售增速对比	9
图 9: 浦东机场国际旅客吞吐量 (万)	9
图 10: 首都机场国际旅客吞吐量 (万)	9
图 11: 国内化妆品市场销售情况 (亿元)	10
图 12: 按品类分化妆品销售增速	10
图 13: 国内化妆品市场结构	10
图 14: 国内高端化妆品销售增速 (亿元)	10
图 15: 日上免税百度搜索指数 (2015 年 6 月 1 日至今)	11
图 16: 杰西卡的秘密总用户数增长情况	12
图 17: 杰西卡的秘密总用户数增长情况	12
图 18: 2019-2027 年浦东机场国际旅客吞吐量预测	13
图 19: 2025 年浦东机场免税销售规模测算	13
图 20: 中国人均化妆品消费增长潜力巨大	13
图 21: 各国高端化妆品占整体市场比重	13
图 22: 按购物金额计算的韩国居民免税消费渠道构成	15
图 23: 2013-2018 年韩国免税业规模及增长情况	15
图 24: 韩国各主要免税销售渠道运营商	15
图 25: 韩国免税业整体竞争格局	16
图 26: 韩国市内免税竞争格局	16
图 27: 韩国市内免税店佣金率	16
图 28: 韩国主要免税运营商利润率	16
图 29: 2022 年中免集团 (上海市内店+浦东机场店) 权益利润率测算	17
图 30: 一般居民出境免税购物流程	18

表格目录

表 1: 国内机场产权隶属关系	5
表 2: 国内主要出入境机场概览	7
表 3: 免税店部分热门产品价格对比 (单位: 元人民币)	11
表 4: 京沪机场中转旅客占比	14
表 5: 重点公司盈利预测表	19

分析师与研究助理简介

强超廷，民生研究院教育&中小盘&计算机行业首席，2019年加入民生证券研究院，上海对外经贸大学金融学硕士。曾任职于海通证券研究所，传媒团队。2017年新财富最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员；2016年新财富、水晶球、金牛奖最佳分析师评比“传播与文化”第3名团队成员。

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业研究助理，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。