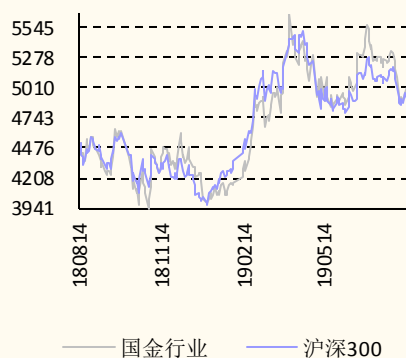


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金航空机场指数	5024.68
沪深300指数	3665.75
上证指数	2797.26
深证成指	8902.63
中小板综指	8395.80



相关报告

- 1.《周期轮回的力量：航空股一倍空间刚起步！-航空行业深度报告》，2019.4.3
- 2.《供给或中期边际收紧，需求韧性支撑票价上涨-《2019-03-...》，2019.3.15
- 3.《航空淡季客座率高位下滑，油价汇率利好推动业绩提升-《2019...》，2019.1.16
- 4.《大兴机场转场方案出台，利好中长期逐步体现-《2019-01-...》，2019.1.4
- 5.《三重周期叠加，基本面迎来向上拐点-《2018-11-14 航空...》，2018.11.14

徐君

联系人
xu_jun@gjzq.com.cn

孙春旭 分析师 SAC 执业编号：S1130518090002

基于出境游波动趋势，度量三大枢纽机场免税消费回流空间

投资建议

- **行业策略：**出境游目的地危机事件频发，市场担心影响机场国际旅客增速及免税业务增长。我们的研究表明：1) 地缘政治等危机事件对单一目的地的出入境旅客数确有短期影响，但同时具备出境游相邻目的地之间的相互替代和需求回补特征。目的地结构的多元化，使主要机场的客流量和收入端并无明显负面影响。2) 当出境目的地发生突发性事件引致对应的客流损失时，消费者在免税购物消费时，会选择在国内机场免税店或替代目的地进行消费。国际形势动荡下，对国内机场免税消费并无显著负面影响。
- **推荐组合：**我们认为，上海机场享有更大的出境游潜力客群，白云机场有望受益于出境游“由东亚向东南亚”转移趋势。推荐**上海机场和白云机场**。

行业观点

- **地缘政治等危机事件对单一目的地的出入境旅客数确有短期影响，但对机场国际旅客增速和免税销售额并无显著负面影响。**①出境游目的地国家形势动荡，短期对单一地区客流量确有负面影响。测算国际关系事件大致对客流损失率为9.6%，影响时长0.5-1年。②因同时具备相邻目的地之间相互替代和需求回补特征，对国际旅客增速并无显著负面影响。③出境目的地发生突发性事件引致对应的客流损失时，消费者在免税购物消费时，会选择在国内机场免税店或替代目的地进行消费。“萨德”事件爆发使17年赴韩人次减少，但上海机场免税销售增速反而达到38%的水平。④危机事件发生时，周边机场对外溢游客的承接能力与危机事件影响时长、相关机场航线重合度、产能利用率等因素相关。香港机场事件难以给深圳机场带来业绩的显著利好，对白云机场则仍旧需要观察国际航线的增加情况和国际旅客的变现能力。
- **出境游目的地的免税竞争力并不相同，通过机场的旅客结构影响实际消费回流空间。**①首次勾勒中国游客在不同出境游目的地的免税市场空间，认为韩国化妆品的供应链优势和免税运营商的规模优势，实际可回流空间最多为其中国居民在韩免税消费的不到一半（300亿元）。②欧洲、日本在精品和药妆以及电子产品方面具备原产地和供应链优势，或为我国机场免税的主要竞争对手。③趋势上看，泰国尽享我国居民出境游红利，但免税商优势并不明显，香港购物天堂地位趋于下降，或为未来消费回流的重要地区。
- **考虑出境游渗透率提升与短期扰动，度量机场的国际旅客增速与免税体量。**①基于潜在消费客群的增加和免税渗透率在居民购物消费的提升维度，上海机场享有更大的出境游潜力客群。②对出境游不同目的地的回流空间按比例分拆至不同机场，度量不同机场免税消费回流合理天花板，预计上海机场/白云机场/首都机场的免税回流天花板分别为403亿元/104亿元/207亿元，较目前的免税体量分别有3.6倍/11.4倍/2.8倍空间。③对具备替代效应的东亚和东南亚地区的出境游增速进行加总测算其三年复合增速后，我们考虑了出境游自然增速，对三大机场的消费回流空间做测算，预计2019年白云机场/上海机场/首都机场的消费回流增量空间分别在13.5亿元/46亿元/23亿元。

风险提示

- 突发事件调整时间长于预期；经济大幅下滑导致免税消费意愿下降；市内免税店冲击超预期

内容目录

1. 我们如何看待出入境旅客的短期波动	5
1.1 地缘政治等危机事件对单一目的地的出入境旅客数确有短期影响	5
1.2 但危机事件对机场的出入境旅客数和免税消费并无明显负面影响	7
1.3 汇率：单一目的地汇率变动与游客人次增速直接相关性并不明显	8
1.4 经济下行压制长线游，短期存在向下替代为短线游现象	11
2. 出境游目的地的免税竞争力并不相同	11
2.1 概述：出境游目的地免税商能力与其规模、原产地商品结构直接相关	11
2.2 韩国：本土香化产品颇具竞争力，代购已成完整产业链	12
2.3 欧美：奢侈品具备竞争优势，国内外价差缩小有助于奢侈品消费回流	15
2.4 日本：主要场景实则发生在种类繁多的各类退税商店	18
2.5 泰国：尽享中国游客消费红利，免税店商品价格优势并不明显	20
2.6 香港：购物天堂的影响力趋于减弱	21
3. 长期如何度量机场的国际旅客增速与免税体量？	25
3.1 长期消费潜力的度量：上海机场享有更大的出境游潜力客群	25
3.2 免税空间的度量：基于动态出境游增速和理性消费回流空间视角	28
投资建议	30
风险提示	31

图表目录

图表 1：我国居民出行目的地出境人次占总出境人次的比例	5
图表 2：2010-2018 年我国出境旅游人次与赴港澳台旅游人次比较	5
图表 3：北京、宁波、南京的出国游目的地结构（2018 年）	5
图表 4：政治事件客流损失率平均 24.1%	6
图表 5：国际关系事件客流流失率平均 9.6%	6
图表 6：大部分危机事件影响周期在一年以内	6
图表 7：我国赴日、泰、韩三国旅游客流增速（2012-2019 年）	7
图表 8：我国赴泰国、越南、菲律宾三国旅游客流增速（2009-2018 年）	7
图表 9：我国三大枢纽机场航线洲际结构分布（2019 夏秋）	8
图表 10：我国三大枢纽机场的前八大航班目的地（2019 夏秋）	8
图表 11：2017 年“萨德”事件影响国人赴韩旅游人次	8
图表 12：韩国 vs 上海免税销售额增速	8
图表 13：1997-2018 年美国旅客出境人次与美元指数同比变动	9
图表 14：2010-2018 年我国旅客因私出境人次与人民币指数同比变动	9
图表 15：汇率及中国赴日游客人次增速与汇率	10
图表 16：中国赴韩游客人次增速与汇率	10
图表 17：汇率变动与免税销售额同比增速的相关性不强	11
图表 18：汇率变动与免税购物人次同比增速的相关性不强	11

图表 21: 出境游目的地的免税运营商实力并不相同.....	12
图表 22: 国人在韩国免税消费市场拆分.....	13
图表 23: 外国人在韩国免税消费额增速快于本国.....	13
图表 24: 2019Q1 大陆游客免税消费占韩国免税消费 77%.....	13
图表 25: 韩国免税销售品类结构.....	14
图表 26: 部分免税商品平均返点率 (以乐天为例).....	14
图表 27: 韩国代购与其他渠道指数化价格对比.....	14
图表 28: 韩国免税店中各种品牌收入贡献 (亿韩元).....	14
图表 29: 乐天免税店大部分商品价格低于 50 美元.....	14
图表 30: 韩国政府大力扶持本土品牌.....	15
图表 31: 乐天免税店基本开设于乐天集团旗下地产.....	15
图表 32: 欧洲各国退税税率要求.....	16
图表 33: 2018 年主要布局欧美地区的免税零售商欧美地区销售额.....	16
图表 34: 2018 年 Dufry 销售结构较为均衡.....	17
图表 35: LV 包欧洲、香港及大陆价差.....	17
图表 36: 中国内地消费者奢侈品 73% 购于海外 (地区).....	18
图表 37: 奢侈品生产国调查中意大利最为受欢迎.....	18
图表 38: 2011-2017 年各类奢侈品境内外价差明显减小.....	18
图表 39: 价差小于 20% 时 88% 的消费者愿意国内购买.....	18
图表 40: 日本三大机场免税收入 (2016-2018 年).....	19
图表 41: 成田机场免税收入结构.....	19
图表 42: 日本可以申请退税店的商店资质.....	19
图表 43: 日本特色药妆店.....	20
图表 44: 部分数码产品日本免税店价格高于国内售价.....	20
图表 45: 中国内地游客占泰国入境外国游客的 27.5%.....	20
图表 46: 18 年中国内地赴泰国游客达 1054 万人次.....	20
图表 47: 中国出境游消费最高目的地和商户类型.....	21
图表 48: 指数化价格对比, 泰国价格处于高位.....	21
图表 49: 各机场免税销售额排名与国际旅客量大致排名.....	22
图表 50: 香港机场免税收入分析预测.....	22
图表 51: 韩国主要市内免税店坪效.....	22
图表 52: 新罗获取的香港机场香化标段部分产品价格比较.....	23
图表 53: 机场免税店品类齐全指数 (以日上为 100).....	24
图表 54: DFS 最低价格保障清单.....	24
图表 55: 日上在多种香化产品上具备价格优势.....	25
图表 56: 我国出境游 TOP20 和高增长城市 (2010-2018 年).....	26
图表 57: 三大城市群中属于出境游 top20 城市和高增长城市的城市边际消费倾向 (人均消费支出/人均可支配收入).....	26
图表 58: 消费升级下消费者最想增加消费支出的类别.....	27

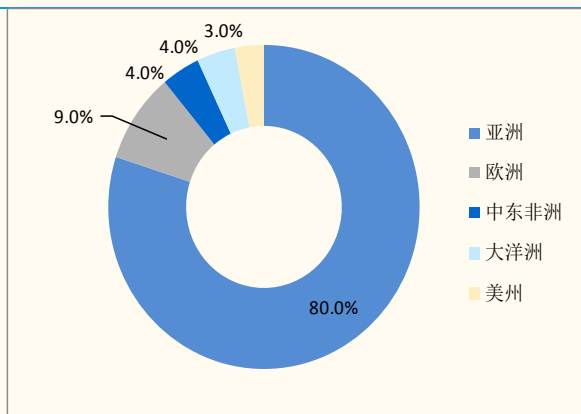
图表 59: 2017-2018 年高端彩妆、香水、护肤增速领先于行业.....	27
图表 60: 拆分化妆品产业链, 可见免税渠道价格优势明显.....	28
图表 61: 按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分.....	28
图表 62: 按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分.....	29
图表 63: 不考虑出境游自然增速下按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分 (2019)	29
图表 64: 测算东南亚和东亚地区出境游人次三年复合增速.....	30
图表 65: 不考虑出境游自然增速下按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分.....	30
图表 66: 重点公司估值表.....	31

1. 我们如何看待出入境旅客的短期波动

1.1 地缘政治等危机事件对单一目的地的出入境旅客数确有短期影响

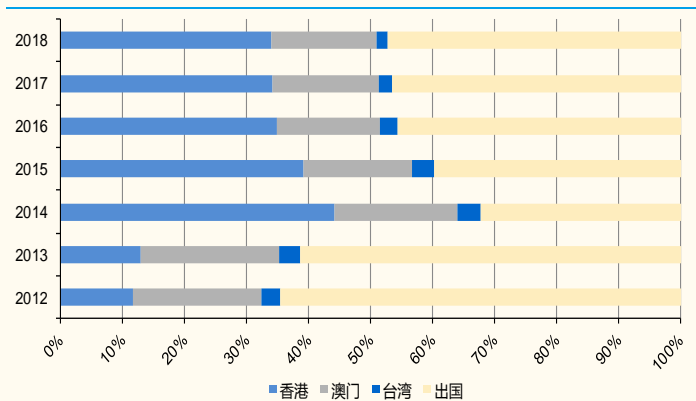
中国出境游人次保持较快增长。2018年，中国公民出境旅游人数1.5亿人次/+14.7%，稳居世界出境旅游的第一位。从各目的地出境人次占总出境人次的比例来看，八成游客的出境游目的地选择亚洲，其中港澳游在出境游中的占比近半。

图表 1：我国居民出行目的地出境人次占总出境人次的比例



来源：中国旅游研究院，国金证券研究所

图表 2：2010-2018 年我国出境旅游人次与赴港澳台旅游人次比较



来源：中国旅游研究院，国金证券研究所

但不同地区的出行结构呈现区域异质性。观察北京/南京/宁波的出国游目的地结构，发现：相比较宁波、南京而言，北京的出境游目的地更加多元化，长线游占比相对更高。

图表 3：北京、宁波、南京的出国游目的地结构（2018 年）

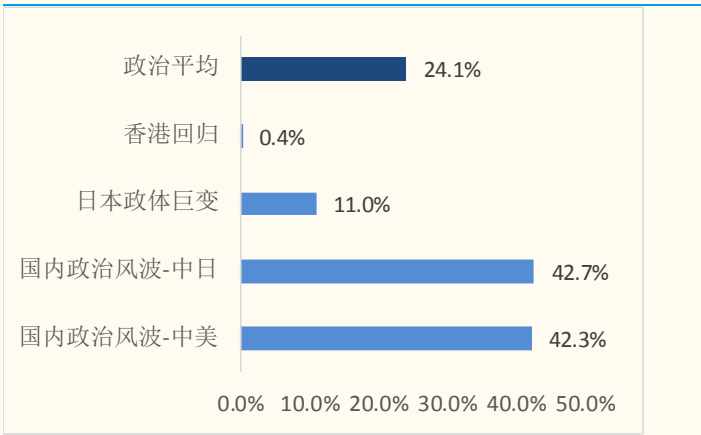
北京		宁波		南京	
日本	28%	日本	30%	泰国	24%
泰国	25%	泰国	25%	日本	22%
港澳台	8%	港澳台	20%	港澳台	16%
韩国	7%	新加坡	8%	新加坡	5%
法国	6%	马来西亚	4%	越南	5%
德国	5%	法国	3%	印尼	4%
意大利	5%	美国	3%	韩国	3%
美国	5%	德国	2%	柬埔寨	2%
新加坡	4%	意大利	2%	美国	2%
马来西亚	4%	澳大利亚	2%	俄罗斯	2%
澳大利亚	3%	韩国	1%	菲律宾	1%

来源：地方旅游局，国金证券研究所

近年来中国游客出游主要目的地国家形势动荡，短期对目的地国家客流量确有负面影响。客流量影响程度排序：国内政治事件>自然及人为灾害>两国外交事件>目的地政治事件。

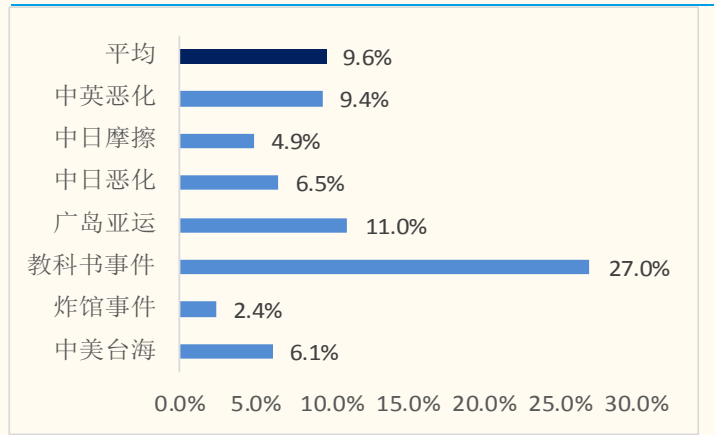
影响时长：大部分危机事件影响周期在一年以内，国内重大政治事件影响较长。

图表 4：政治事件客流损失率平均 24.1%



来源：Wind，国金证券研究所

图表 5：国际关系事件客流流失率平均 9.6%



来源：Wind,国金证券研究所

图表 6：大部分危机事件影响周期在一年以内

事件类型	事件内容	时间	影响时长
自然灾害	福岛核泄漏	2011.3	7 个月
	韩国 MERS 疫情	2015.5	3 个月
社会事件	马航 MH370 坠机	2014.3	7 个月
	普吉岛沉船	2018.7	5 个月
目的地政治事件	马来西亚沉船事件	2017.1	-
	泰国反政府游行	2013.8	12 个月
两国外交事件	泰国旅游市场整顿	2016.9	7 个月
	韩国萨德事件	2017.3	3 个月
	钓鱼岛“国有化”	2012.9	12 个月
	菲律宾劫持渔船事件	2014.3	12 个月
	中菲黄岩岛争议	2012.4	10 个月

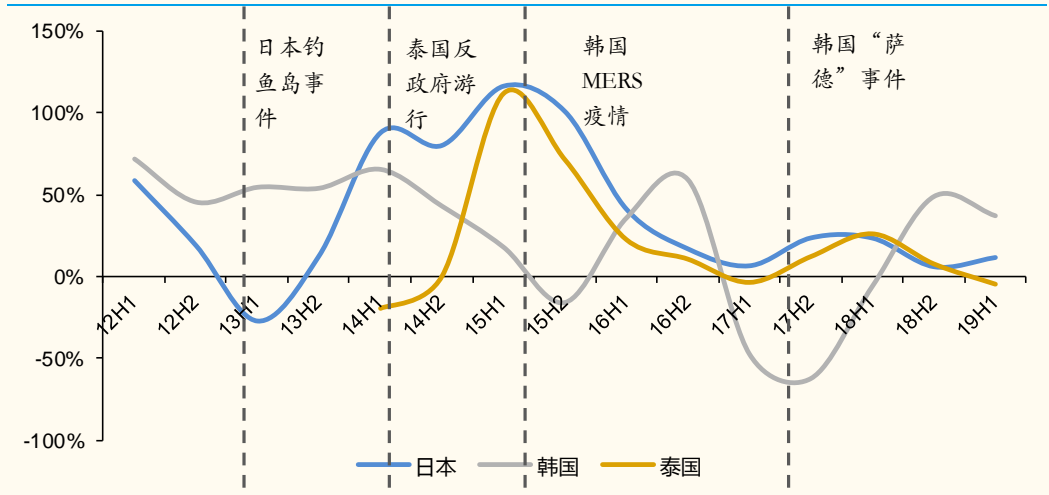
来源：Wind，国金证券研究所

但同时具备相邻目的地之间的相互替代和需求回补特征。观察东亚、东南亚地区内部的中国客流，我们发现：当区域内个别国家发生危机事件时，相近目的地的替代作用明显。同时，当事件性因素的影响消除后，需求通常会实现迅速反弹。

我们将其总结为：1) 以“买买买”为主的香港、韩国、日本等东亚三地之间的相互替代；2) 以观光游览为主的东南亚（泰国、越南、新加坡等地区）之间的相互替代；3) 高预算（欧美长线游）和低预算（亚洲各国）之间的向下替代。

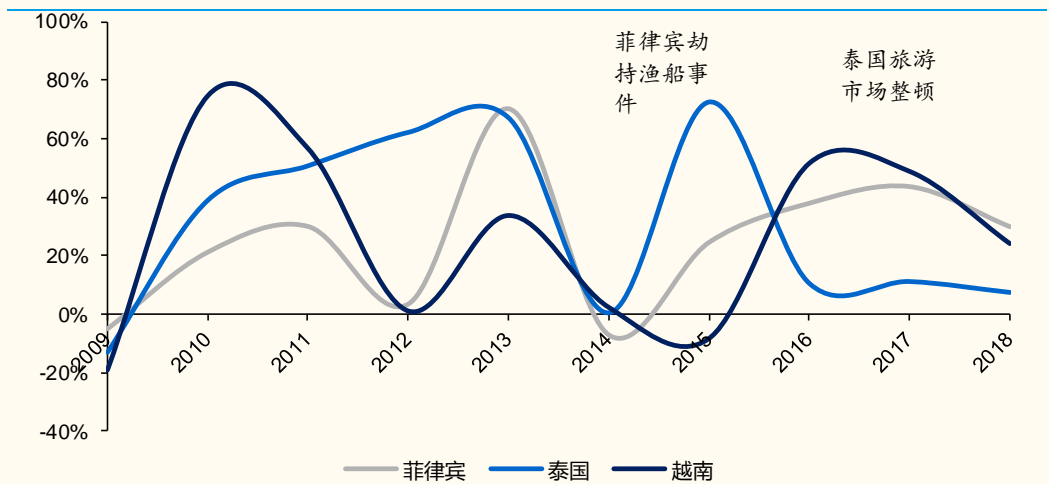
东亚和东南亚之间的相互替代，一定程度上源于其出行目的的相似性和目的地国家的政治文化的相似性，而欧美长线游和亚洲目的地之间的相互替代，则主要受限于消费者的预算约束。

图表 7：我国赴日、泰、韩三国旅游客流增速（2012-2019 年）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：我国赴泰国、越南、菲律宾三国旅游客流增速（2009-2018 年）



来源：Wind，国金证券研究所

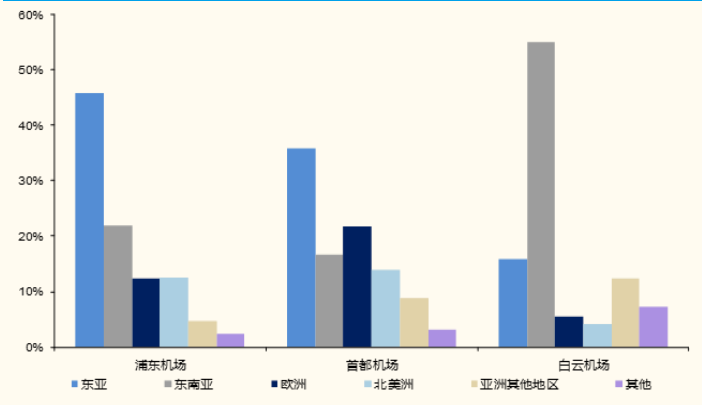
1.2 但危机事件对机场的出入境旅客数和免税消费并无明显负面影响

目的地结构的多元化，使主要机场的客流量和收入端并无明显负面影响。我们对三大枢纽机场的航班结构和前八大出境目的地进行拆分，结果表明：上海机场和首都机场的航线结构更加均衡，当单一目的地发生突发性事件时，其他目的地的替代效应可有效弥补相应的客流量损失。

收入端而言，当出境目的地发生突发性事件引致对应的客流损失时，消费者在免税购物消费时，会选择在国内机场免税店或替代目的地进行消费。因此，我们认为国际形势动荡下，对国内机场免税消费并无显著负面影响。

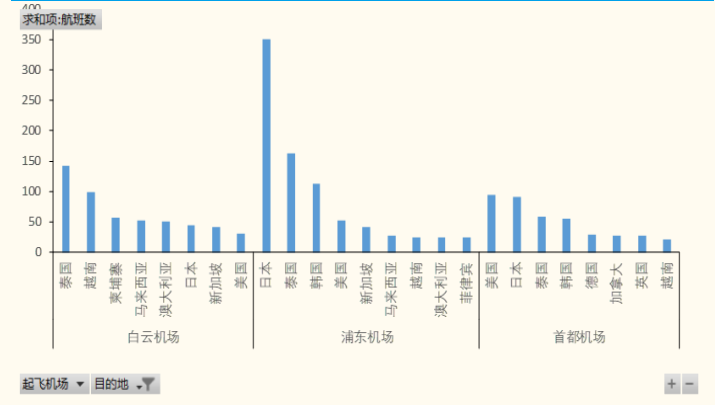
举例来看，中国和韩国是免税销售的两大巨头国家。其中中国游客免税购物额 2016 年占了韩国整体免税销售额的 64%（约 7.8 万亿韩元）。随着“萨德”事件的爆发，3 月以来赴韩中国游客大幅减少，同比降幅在 40% 以上，使得韩国免税行业受到极大冲击，但上海机场免税销售增速反而达到 38% 的水平。

图表 9：我国三大枢纽机场航线洲际结构分布（2019 夏秋）



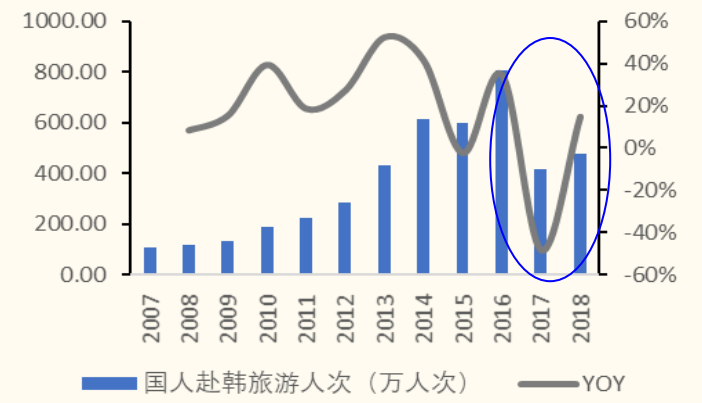
来源：pre-flight，国金证券研究所

图表 10：我国三大枢纽机场的前八大航班目的地（2019 夏秋）



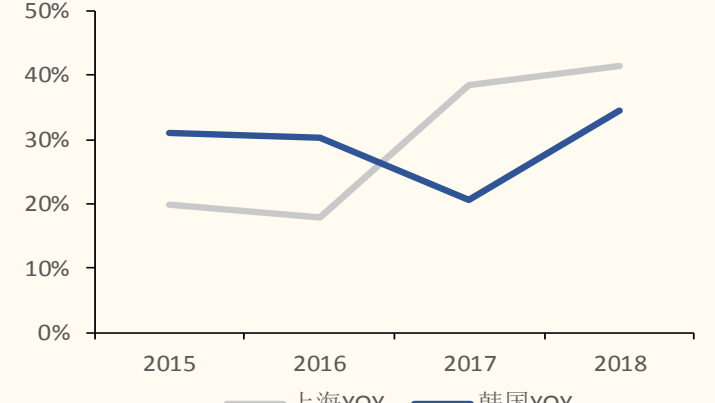
来源：pre-flight，国金证券研究所

图表 11：2017 年“萨德”事件影响国人赴韩旅游人次



来源：Wind，国金证券研究所

图表 12：韩国 vs 上海免税销售额增速



来源：Wind，国金证券研究所

外溢游客的承接能力与危机事件的影响时长、相关机场的航线重合度、产能利用率等因素相关。

我们以前述数据中政治关系问题的最严重的情形下（影响时长为 1 年，影响香港机场客流量 27%）做分析。

首先，香港机场 2018 年吞吐量 7452 万人次，假设影响旅客人次为 2012 万人次。而香港机场的航线结构上，与白云机场的重合度大致在 30%-35% 之间，与深圳机场的重合度在 15% 以内。初步测算下，2012 万人次在白云机场和深圳机场的承接能力在 704 万人次和 300 万人次，占 2018 年白云机场和深圳机场旅客人次的 10% 和 6%，占 2018 年白云机场和深圳机场国际旅客人次的 38% 和 80%。

考虑到同一航线的时刻分布差异将所缩小旅客范围，同时航线的变更并不必然带来免税收入的增加（还需考虑到机场免税店的运营能力），我们认为香港机场事件等突发性事件难以给深圳机场带来业绩的显著利好，对于白云机场则仍旧需要观察国际航线的增加情况和国际旅客的变现能力。

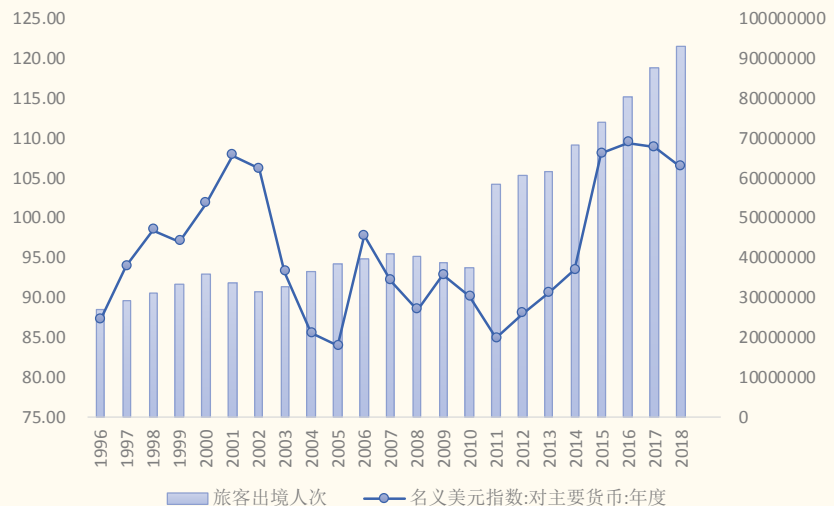
1.3 汇率：单一目的地汇率变动与游客人次增速直接相关性并不明显

发达国家历史经验表示汇率对旅客出境人次的影响并不明显。

以美国为例，1997-2018 年期间，美元指数经历了多轮升贬周期，而同期旅客出境人次除 2000-2002 互联网泡沫破裂及 2008-2018 次贷危机期间外，始终保持持续增长态势。

我们测算，美元指数同比增长率与美国旅客出境人次不具有明显相关性，1997-2018 年数据经线性回归统计得出的相关系数 r 仅为 -0.175。

图表 13：1997-2018 年美国旅客出境人次与美元指数同比变动

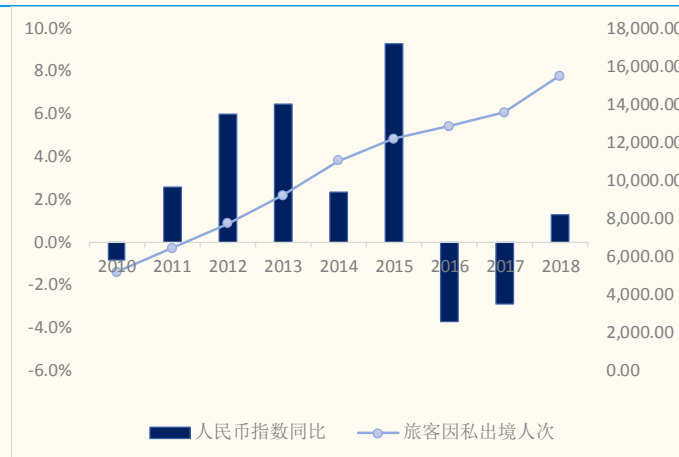


来源：美国商务部、美联储，国金证券研究所

我国出境旅客人次仍处于高速增长期，人民币贬值对出境旅游需求增长的抑制有限。自 2015 年以来，人民币进入贬值周期，2016、2017 年人民币指数分别同比变动 -3.7%、-2.9%。同期旅客因私出境人数同比增长 5.6%、5.7%，增长率略有下滑但绝对值仍在上升，2018 年同比增长率恢复至 14.1%。

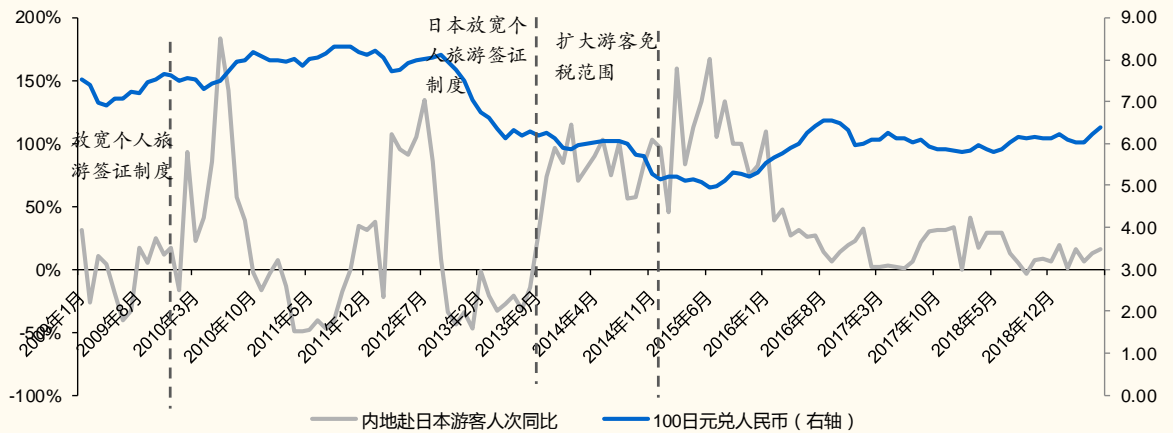
近几年中国赴日本、韩国、英国等地的游客数增速和汇率变化关系，大部分情况下单一目的地汇率变动与游客人次增速直接相关性并不明显，我们认为对增速影响更大的是出游需求的快速释放、签证政策、地缘政治等因素。

图表 14：2010-2018 年我国旅客因私出境人次与人民币指数同比变动



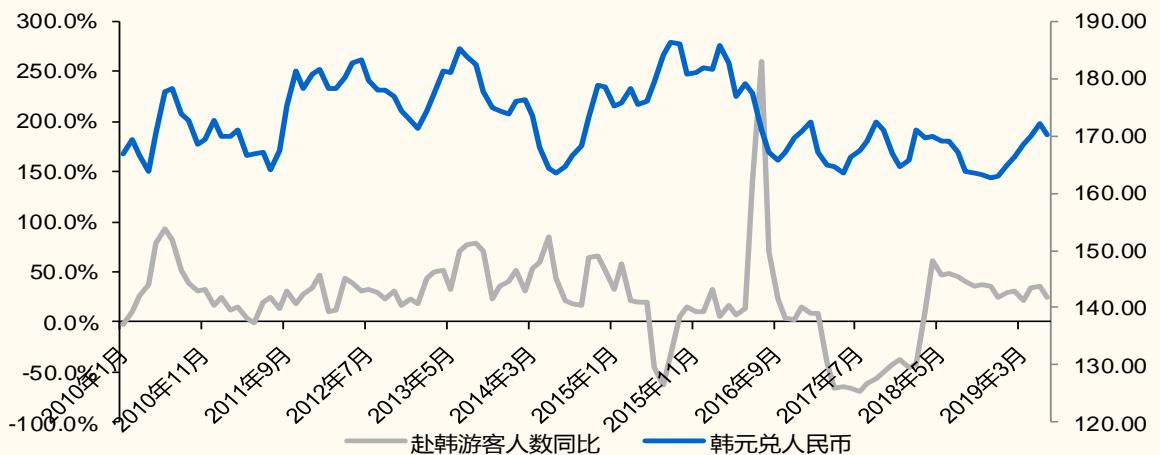
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 15：汇率及中国赴日游客人次增速与汇率



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：中国赴韩游客人次增速与汇率

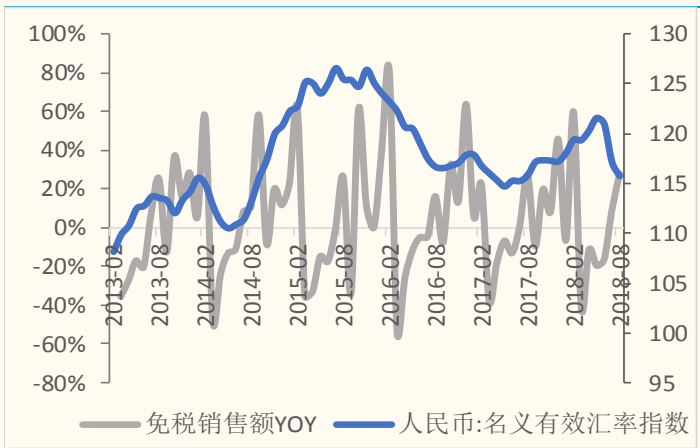


来源：Wind，国金证券研究所

汇率变动虽然直接影响人民币购买力，但对国内机场免税店而言未必是坏事。奢侈品货值高，受汇率变动影响大。相比于当地特色产品，奢侈品具有面向全球销售的特点，消费者变更奢侈品购物地点的转换成本低。双因素叠加放大了销售地之间销量变化对汇率变化的相对弹性。

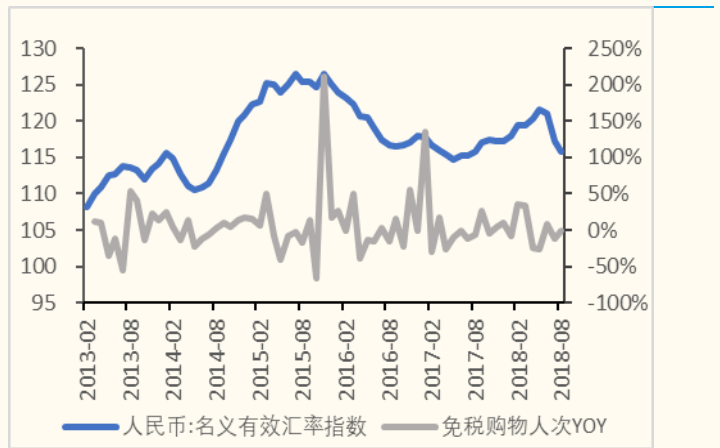
人民币贬值使得人民币定价的商品产生比较优势，或有利于境外免税消费向国内机场免税店转移。

图表 17：汇率变动与免税销售额同比增速的相关性不强



来源：中国旅游研究院，国金证券研究所

图表 18：汇率变动与免税购物人次同比增速的相关性不强



来源：公司公告，国金证券研究所

1.4 经济下行压制长线游，短期存在向下替代为短线游现象

长期而言，人口结构的变化以及对应的消费观念和消费倾向的变化是出境游趋势的重要驱动力。随着消费认知能力比较强、边际消费倾向较高的 90 后群体进入主流消费市场，出境游消费升级的趋势仍将持续。

另一方面，出境游属于较为典型的可选消费行为。根据行为经济学的研究，个人消费由即期收入（I）和预期收入（F）决定，消费函数也可以表达为 $C=f(I, F)$ 。如果我们把消费划分成即期消费和远期消费，那么大致可以认为：即期消费由 I 决定，远期消费则由 I+F 决定。

13-15 和 15-17 两轮地产周期带来的资产升值，带动我国居民对未来收入提升的预期。而消费信贷使得收入在时间序列上的分配发生了改变，即远期消费可以通过金融手段提前进行。财富效应驱动消费升级，一二线城市消费者由于资产升值带来的未来收入提升预期，更多的驱动了可选消费的增长。

长线目的地旅游消费水平更高，对经济下行更加敏感，同时出境游在一线城市和二三线城市之间呈现的区域异质性特征，或将使出境游行业在经济下行期间呈现出：一线城市的长线游向下降级为短线游，二三线城市韧性更强的现象。

2. 出境游目的地的免税竞争力并不相同

2.1 概述：出境游目的地免税商能力与其规模、原产地商品结构直接相关

免税是重要且有力的截留境外消费的渠道，但不同的机场免税店所能够截留的免税市场空间与其对应的潜在出境游群体消费能力、出境游目的地的免税运营商的竞争力直接相关。

在本章节，我们通过首先拆解了我国居民在主要的出境游目的地的免税市场空间、比较优势，这将有助于我们厘清我国四大枢纽机场免税店的竞争对手实力和居民消费回流的空间、难易度。我们的结论如下表所示。

图表 19：出境游目的地的免税运营商实力并不相同

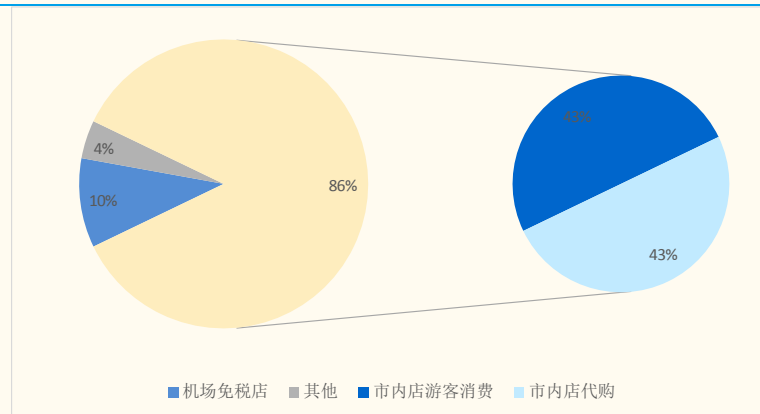
	金额	占比	免税店形态			品类结构竞争力			综合竞争力	国人出境游需求
			机场免税店	市内免税店	退税店	香化	烟酒	精品		
韩国	700亿元左右	38%	70亿元以上	600亿元以上	-	韩国本土香化具备价格优势。 香化在韩国免税品中占比超过50%，而其中韩国国产品占比接近40%，且中高低端国产品基本完全涵盖。	-	乐天免税在引进国际品牌方面具有先发优势，品牌线齐全。	※※※※※	购物消费为主，测算中国人在韩国代购市场规模至少在300亿元以上。
日本	320亿元左右	18%	70亿元	250亿元		药妆店模式成熟，遍布范围广，门店数量多，覆盖低中高端产品线。	烟酒品类竞争力一般，根据JTA调查数据，中国旅客购物支出中用于烟酒品类的占比约为10%	主要以销售国际奢侈品牌为主，本土奢侈品牌数量少。	※※※※※	2018年赴日旅游人数约800万，同比增长约9%，消费支出占游客整体支出50%。
欧洲	150亿元左右	8%	150亿元左右			中高端品牌认可度最高。	本土优势明显。 欧洲和美国当地特产红酒葡萄酒种类丰富。美国洛杉矶DFS免税店共有147种酒类产品。	从欧洲主要奢侈品牌品牌的最新全球售价来看，欧洲与中国价差最大，达到50%。 趋势上，香港在精品品类的优势在减弱，国内免税的主要竞争对手来自欧洲。	※※※※※	需求多样化，购物、游览观光、当地体验兼备。
美国	160亿元左右	8%	160亿元左右			雅诗兰黛和欧莱雅性价比比高。		中国游客到美国消费的对象主要为 美国本土品牌 ，蔻驰、MK、Kate spade等时尚轻奢品。	※※※※	
泰国	140亿元左右	8%	140亿元左右			无明显优势，以国际大牌和泰国本土品牌销售为主。		价格优势不明显。	※※※※	以“观光游览+购物”需求为主，目前已居于我国出境游目的地国家首位。
香港	250亿元左右	14%	70亿元左右	180亿元左右		机场主打品牌仍以韩国本土化妆品为主。DFS市内店：品类齐全，化妆品部分有强势产品保证亚洲最低价格，但整体价格优势并不明显。	免税香烟价差优势显著，中国品牌香烟90%消费者为大陆游客。	高端奢侈品消费领跑亚洲，后续发展的不确定性较大。 香港奢侈品消费历史时间久，机制成熟，包袋、太阳镜、手表等高端奢侈品定价占优。但近年来受国人访港游客减少、欧洲奢侈品国调价等因素影响，香港购物天堂的影响力趋于减弱	※※※※※	逐渐由“购物天堂”向国人去香港“买保险”转变。

来源：Wind，国金证券研究所

2.2 韩国：本土香化产品颇具竞争力，代购已成完整产业链

根据我们的测算：2018年，中国人在韩免税销售空间在700亿元左右，系韩国免税市场的主要驱动力。其中，韩国机场免税店和市内店消费体量分别为70亿元和600亿元以上，市内店中代购产业链占比近半。

图表 20：国人在韩国免税消费市场拆分



来源：韩国观光公社，国金证券研究所

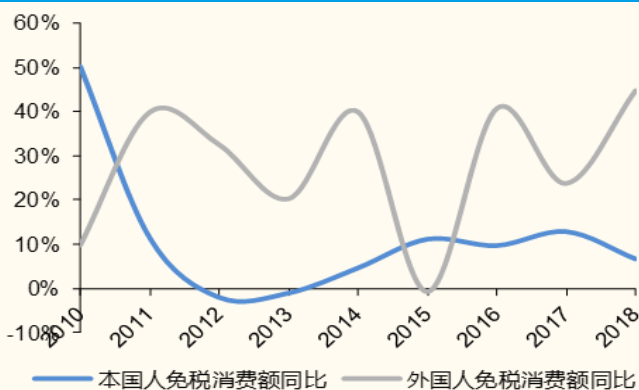
2018 年韩国免税收入整体达到约 172 亿美元/+34.6%，已成全球最大免税市场。其中，外国顾客贡献韩国免税销售额的 79%，中国游客消费额占比超过 60%，即中国人在韩免税销售空间在 700 亿元左右。

据韩国仁川国际空港公社报道，2017 年仁川机场店销售额达 21 亿美元（约合 136 亿元人民币），销售额占机场店整体比例超 80%。客群结构上，机场店与市内店有明显差异：韩国机场店的外国人贡献度仅在 50%左右（其中 70%~80%为中国人），我们预计 2018 年中国人在韩国机场免税店的消费体量在 70 亿元左右。

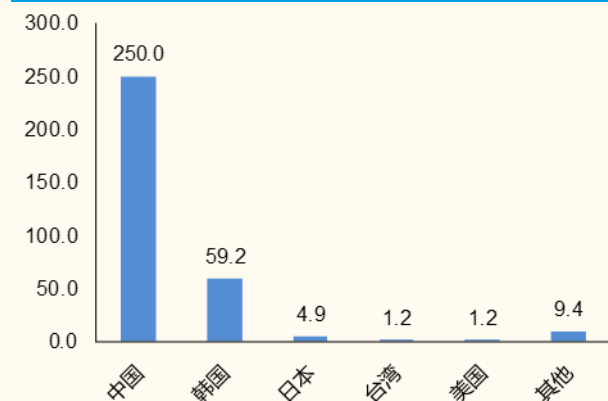
目前，市内店销售额已经达到韩国免税市场的 80%，半数市内店集中在首尔。据 Moodie Davitt 报道，2018 年首尔市中心近 80%的销售额来自外国人。预计 2018 年中国人在韩国市内免税店的消费体量在 600 亿元以上。

国人在韩市内免税店的消费空间，代购产业链占比近半。为吸引中国客源，韩国中小免税运营商往往给予旅行社及代购较高返点，韩国本土产品的返点率最高可达 40%。与中韩两国免税渠道定价相比，代购价格仍然颇具优势。根据我们调研的情况，一个中等规模的韩国代购的每月销售额在 2 万元左右。2018 年，中国赴韩旅游人次为 479 万人，假设其中有 3%为职业代购，则中国人在韩国代购市场规模至少在 300 亿元以上。

图表 21：外国人在韩国免税消费额增速快于本国

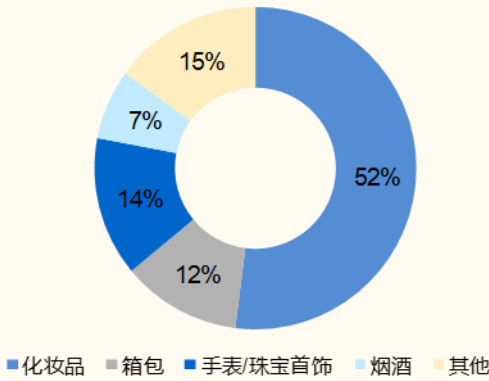


图表 22：2019Q1 大陆游客免税消费占韩国免税消费 77%



来源：韩国免税协会，国金证券研究所

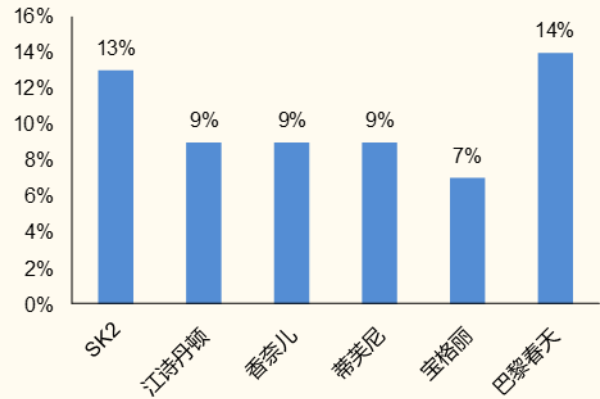
图表 23：韩国免税销售品类结构



来源：Moddie Report，国金证券研究所

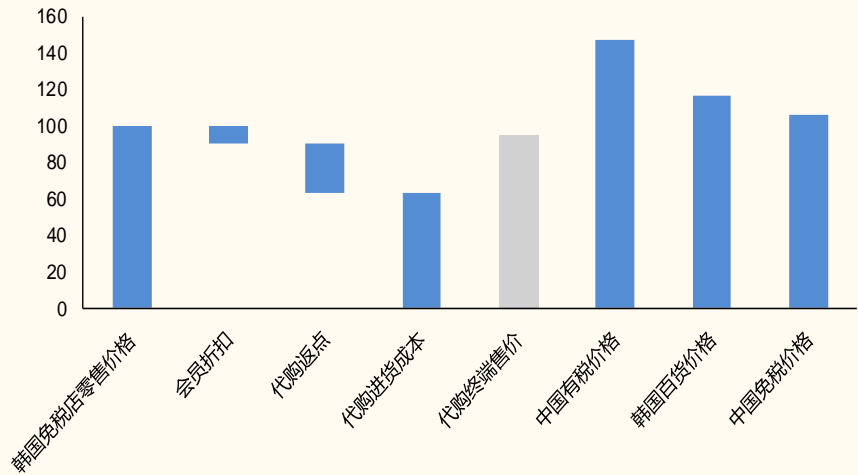
来源：Moddie Report，国金证券研究所

图表 24：部分免税商品平均返点率（以乐天为例）



来源：Moddie Report，国金证券研究所

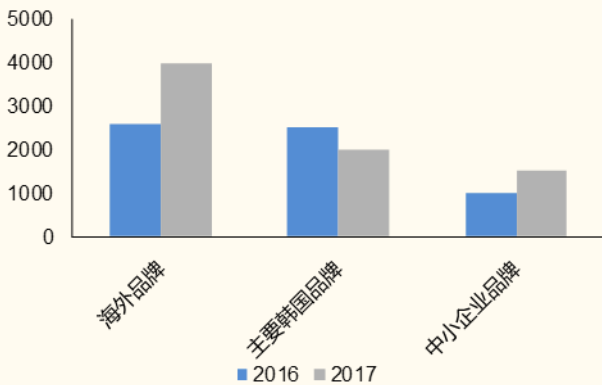
图表 25：韩国代购与其他渠道指数化价格对比



来源：公开资料整理，国金证券研究所

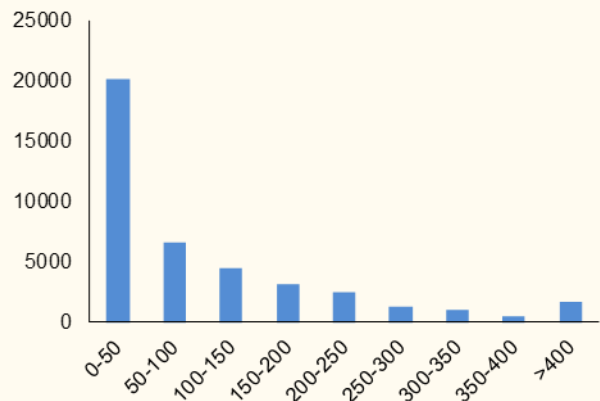
就品类而言，香化在韩国免税品中占比超过 50%，而其中韩国国产品占比接近 40%，且中高低端国产品基本完全涵盖。乐天免税店共拥有超 4 万种韩国当地品牌产品，其中价格区间位于五十美元以下的商品数过半。

图表 26：韩国免税店中各种品牌收入贡献（亿韩元）



来源：KDFA，国金证券研究所

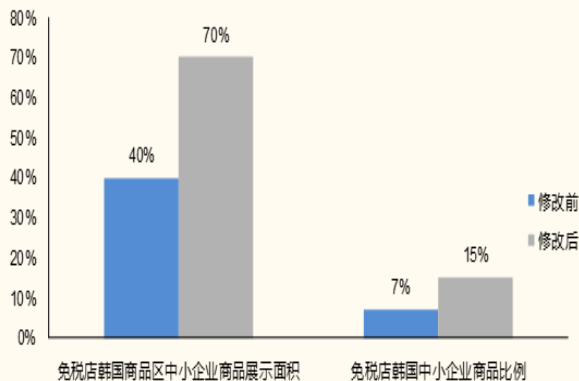
图表 27：乐天免税店大部分商品价格低于 50 美元



来源：乐天免税官网，国金证券研究所

韩国香化产品高吸引力，源于韩国经历了从免税牌照带来的垄断优势到目前依托本国产业优势对外输出的过程。

图表 28：韩国政府大力扶持本土品牌



来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 29：乐天免税店基本开设于乐天集团旗下地产

免税店	位置	地产是否归于乐天集团旗下
乐天明洞总店	首尔市明洞乐天百货 9-12 楼	√
乐天 COEX 店	首尔市江南区 159 号 COEX 洲际酒店	×
乐天世界大厦店	首尔市乐天世界大厦 8-9 楼	√
乐天济州店	济州岛市乐天城市酒店 1-3 层	√

来源：公开资料整理，国金证券研究所

2.3 欧美：奢侈品具备竞争优势，国内外价差缩小有助于奢侈品消费回流

根据我们的测算：2018 年，中国人在欧美的购物销售消费空间在 1570 亿元左右，其中，免税店消费体量为 310 亿元左右。

欧洲：有数据表明，中国游客欧洲游人均花费预计将超过 25000 元（3268 欧元），2018 年总旅游消费额将达到 1500 亿元人民币（196 亿欧元），其中 50% 以上属于在欧洲当地购物消费。

美国：美国国家旅游办公室表示，2018 年共有 218.8 万名中国旅客访美，总共豪掷 237.7 亿美元，每 10 名中国客 9 人会购物，平均每人花费约 10,800 美元。在 2018 年 218 万多名中国访美旅客中，在旅游期间从事的活动，以“购物、观光、美食”名列最受欢迎前三名，其中更有高达 89% 的游客，在美期间进行购物，其比率比 2013 年增加 4%。

参考上述口径，预计中国人在欧洲、美国的购物消费金额分别为 750 亿元和 820 亿元左右。

但相比东亚国家，欧美的免税店优惠幅度不大。国外游客购物一般通过两个途径：退税购物（退增值税和消费税）和免税（免进口关税）。事实上，欧盟成员之间国民和商品的流动，已经不存在“免税的概念”。

（注：退税指的是退税购物（tax free shopping），退的是增值税和消费税，税率集中在 10%~20%；而免税免的是（duty, tariff），税率一般在 10-20%。）

图表 30：欧洲各国退税税率要求

国家	VAT税率	免税最低消费额 (以本国货币表示)	国家	VAT税率	免税最低消费额 (以本国货币表示)
比利时	21%	€ 125.01	立陶宛	21%	200LTL
保加利亚	20%	200 LEV	卢森堡	15%	€ 74
塞浦路斯	17%	50 CYP	马耳他	18%	€ 55
丹麦	25%	300 DDK	荷兰	21%	€ 50
德国	19%	€ 25	奥地利	20%	€ 75.01
英国	20%	30 pounds	波兰	23%	200 PLN
爱沙尼亚	20%	€ 38	葡萄牙	23%	€ 60
芬兰	24%	€ 40	罗马尼亚	24%	250 RON
法国	20%	€ 175.01	斯洛伐克	20%	€ 175
希腊	23%	€ 120	斯洛文尼亚	20%	€ 50
匈牙利	27%	50000 HUF	西班牙	21%	€ 90.15
爱尔兰	23%	€ 0	捷克	21%	2000 CZK
意大利	22%	€ 154.94	瑞典	25%	200 SEK
拉脱维亚	22%	30.26 LVL	克罗地亚	25%	500 Kuna

来源：公开资料整理，国金证券研究所

由于零售商进入 tax free 零售的门槛大大低于 duty free，同时在成本上，很多免税店仍需支付高额的特许经营费。也就是说，抛开采购优势，免税店在销售欧美产品方面的价格和成本优势是基本不存在的。正因如此，欧洲机场免税店的商品售价反而比市内精品店或超市更贵。

我们假设中国游客在欧美的总旅游消费额中有 50%用于购物消费，且机场免税业态发展成熟，假设在免税店中购物金额占比为 20%，则预计中国人在欧洲和美国的免税消费体量在 150 亿元和 160 亿元左右。

同时，我们还可以通过拆分主要免税运营商在不同区域的免税销售额进行交叉验证，结果表明：1) 2018 年，规模前十的免税运营商在欧洲和北美地区的销售额合计为 950 亿人民币左右；2) 中国人在欧美机场的国际客流总占比一般不到 5%，但预计贡献销售额 20%-40%之间（迪拜机场免税店中国顾客只占 3%，贡献 12%的销售额），则国人在欧美免税店的消费体量大致在 200-300 亿元左右。

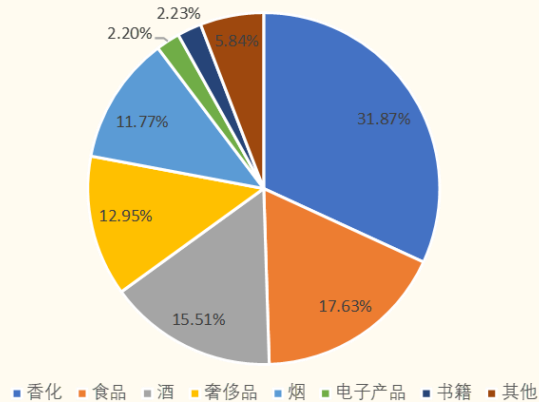
图表 31：2018 年主要布局欧美地区的免税零售商欧美地区销售额

	2018年销售规模 (亿欧元)	2018年销售规模 (亿元)	欧美地区销售额 (亿元)
Dufry	77	588	353
拉加代尔	42	332	232
DFS	37	292	102
乐天	61	466	47
新罗	55	419	42
其他免税运营商	30	237	166
合计	302	2334	942

来源：穆迪，国金证券研究所

品类结构上，由于欧美系主要奢侈品发源地，客户需求偏好多元化，其香化、精品等产品结构较为均衡。参考 Dufry2018 年的产品销售情况，香化、食品、奢侈品分别占据 32%/18%/13% 的份额。

图表 32：2018 年 Dufry 销售结构较为均衡



来源：公开资料整理，国金证券研究所

同时，欧洲是世界主要奢侈品品牌发源地，享有全球最低的奢侈品定价，除此之外，中国旅客在欧洲主要国家可享受退税政策，欧洲平均最高可享受退税率为 16.22%，再次降低了中国旅客的实际购买价格，使欧洲成为中国消费者购买奢侈品的重要考虑对象。

从欧洲主要奢侈品品牌的最新全球售价来看，欧洲与中国价差最大，达到 50%。趋势上，香港在精品品类的优势在减弱，国内免税的主要竞争力来自欧洲。同样，中国游客到美国消费的对象主要为美国本土品牌，蔻驰、MK、Kate spade 等时尚轻奢品。

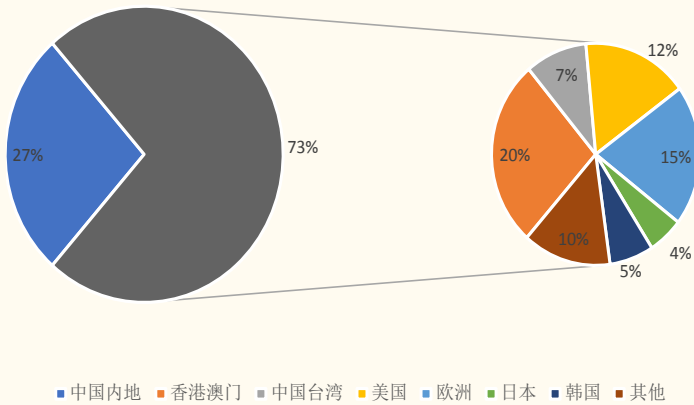
近年来，代购、跨境电商等渠道使得奢侈品价格信息不断透明化、政府调整关税也对国际奢侈品牌在华定价策略施加了一定压力。奢侈品行业的国内外价差有所降低，而调差结果显示，当国内外价差小于 20% 时，88% 的消费者愿意在本国消费，国内外价差的缩小有助于奢侈品消费的回流。

图表 33：LV 包欧洲、香港及大陆价差

	欧洲免税价	香港价格	大陆价格 (含税)	大陆欧洲价差	大陆香港价差
LV NEVERFULL	6530	8898	9650	48%	8%
LV SPEED 25	5148	6716	7250	41%	8%
LV ALMA BB 黑色	7946	11294	12200	54%	8%
LV NEONOE	6875	9839	10700	56%	9%
LV PEPITE					
MALLE 经典老花	25914	36793	39500	52%	7%
平均值				50%	8%

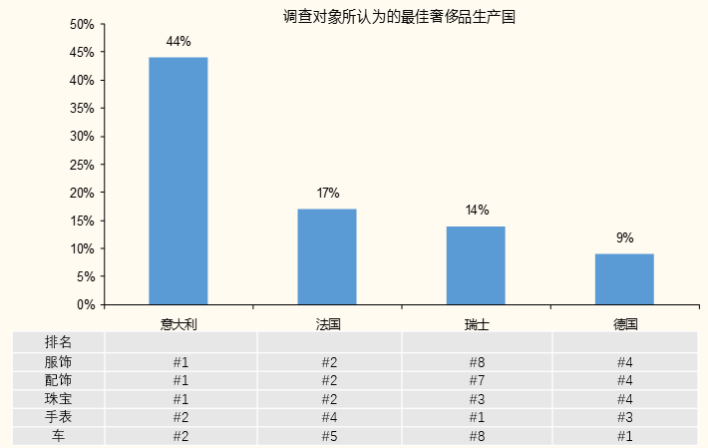
来源：公开资料整理，国金证券研究所

图表 34：中国内地消费者奢侈品73%购于海外（地区）



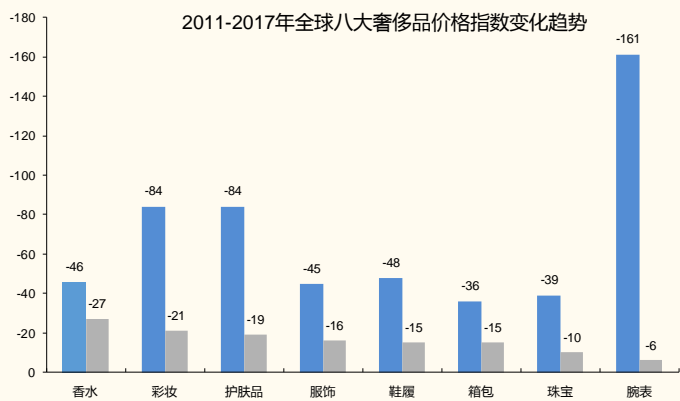
来源：Bain & Company, 国金证券研究所

图表 35：奢侈品生产国调查中意大利最为受欢迎



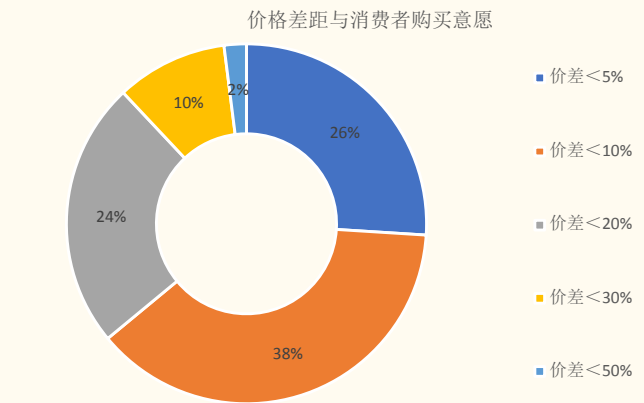
来源：BCG, 国金证券研究所

图表 36：2011-2017 年各类奢侈品境内外价差明显减小



来源：财富品质研究院, 国金证券研究所

图表 37：价差小于 20% 时 88% 的消费者愿意国内购买



来源：Generation Research, 国金证券研究所

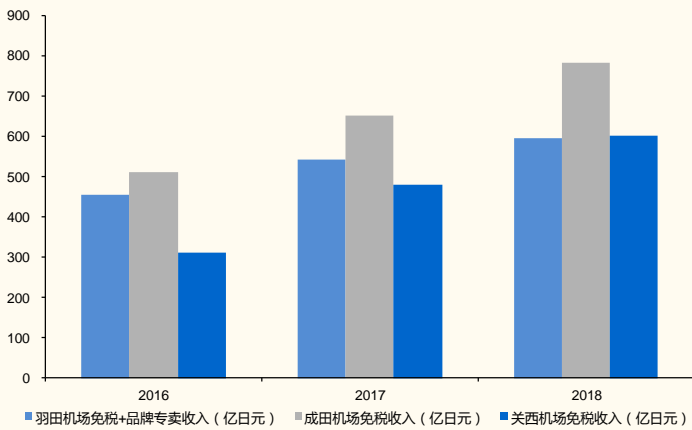
2.4 日本：主要场景实则发生在种类繁多的各类退税商店

与欧美国家类似，日本同样由免税和退税两种类型的门店构成，并以退税店为主。

日本观光厅的数据显示，去年访日中国内地游客数量达 838 万人，占比 26.9%，总消费规模也是夺得第一，达 1.545 万亿日元（约合人民币 987 亿元）。这一数据，较 2014 年大陆旅客赴日旅游的数字翻了三倍之多。此外，日本国土交通厅数据显示，购物消费中在购物上花费占比为 55%。从购物场所来看，机场免税店是内地游客的主要购物场所，占比达到 78.9%；其次是超市和购物中心，占比 74.2%；百货店排名第三，占 68.1%（多选）。我们假设 2018 年大陆游客在日本的消费金额中有 55% 用于购物消费，购物消费中 60% 为免税店消费，则预计中国人在日本的免税消费体量在 320 亿元左右。

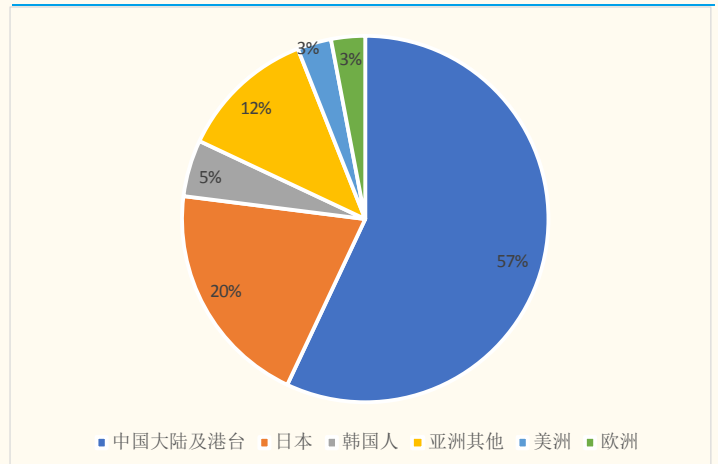
2017 年，日本全国国际旅客吞吐量 0.93 亿人次，成田机场、羽田机场、关西机场的国际旅客份额合计达 75%。2018 年，三家机场免税收入分别为 782 亿、594 亿、600 亿日元，共计约 117 亿元人民币。其中，中国人对日本三大枢纽机场的免税收入贡献亦非常高，2018 年合计达 70 亿元人民币。

图表 38：日本三大机场免税收入（2016-2018 年）



来源：日本机场官网，国金证券研究所

图表 39：成田机场免税收入结构



来源：日本机场官网，国金证券研究所

中国人在日本的免税消费的主要场景实则发生在种类繁多的各类退税商店。此前，日本政府为了吸引外国游客，拉动消费，一定程度上降低了申请“退税店”的要求，并积极鼓励土特产店、食品店等申请退税店。近年来，日本为通过入境游拉动相关产业投资，退税政策正逐步扩大。

图表 40：日本可以申请退税店的商店资质

商店类型	备注
服装店	
土特产店	
大型商铺	
当地土特产店	New
化妆品店	New
药店	New
酒屋	New
点心店	New
家电售卖店	
百货店	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

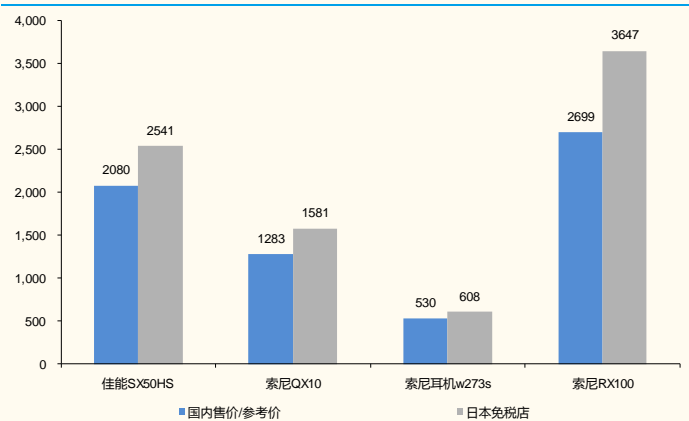
日本免税店的特色为日本本土化妆品、零食、电子数码产品等，机场免税店价格高出市内免税，部分电子产品价格甚至高于中国国内，与中国免税店竞争关系较弱。

图表 41：日本特色药妆店



来源：小红书，国金证券研究所

图表 42：部分数码产品日本免税店价格高于国内售价



来源：日本免税观光厅，国金证券研究所

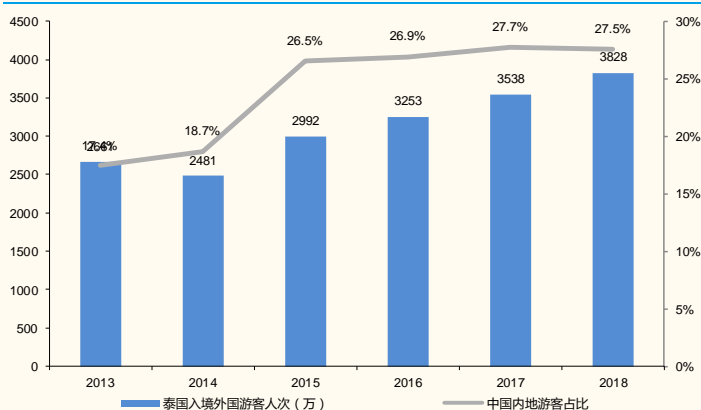
2.5 泰国：尽享中国游客消费红利，免税店商品价格优势并不明显

中国游客赴泰国旅游人数增加，推动泰国旅游和机场特许经营收入高速增长。2018 年泰国入境旅游人数达到 3828 万人次，其中中国游客排名居首，达到 1050 万人次。

泰旅局上海办事处李表示，中国游客的消费能力非常强。2017 年前十月，中国游客已经为泰国创收 4354.91 亿泰铢（约合人民币 870 亿元），同比增长 8.34%，约占全部外国游客创收总额的 29.57%。

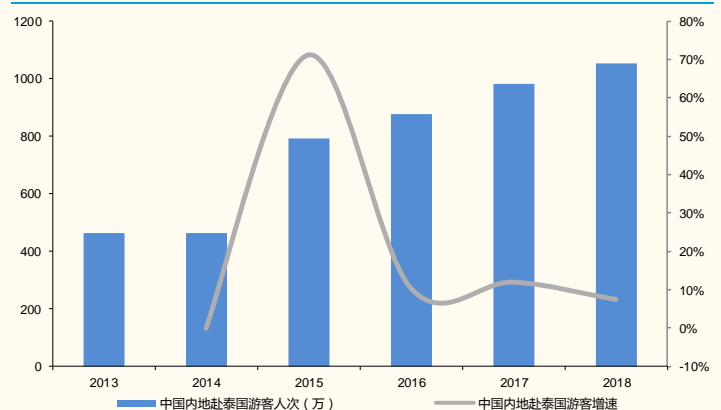
泰国是近年来国人出境游的新兴热门旅游目的地之一，“买买买”也成为国人在泰国旅游的重要需求。假设 2018 年国人赴泰国的消费金额为 900 亿元，在购物上花费占比为 40%，免税店消费占购物消费金额的 40%，则预计国人在泰国的免税消费体量在 140 亿元左右。

图表 43：中国内地游客占泰国入境外国游客的 27.5%



来源：泰国旅游体育部，国金证券研究所

图表 44：18 年中国内地赴泰国游客达 1054 万人次



来源：泰国旅游体育部，国金证券研究所

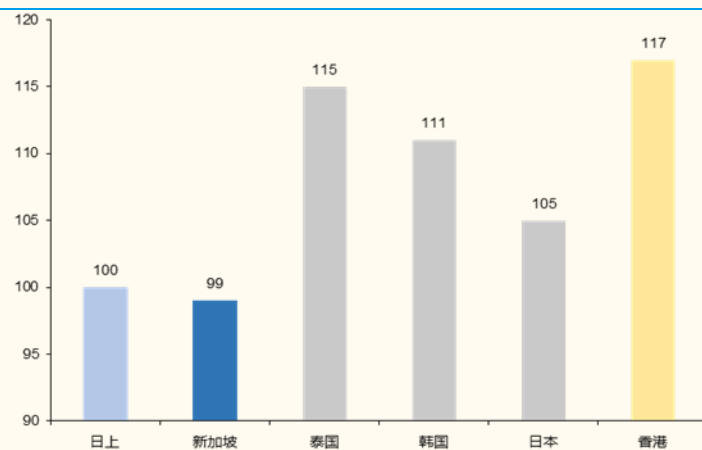
图表 45：中国出境游消费最高目的地和商户类型

按消费排序	1 美国	2 中国香港	3 加拿大	4 澳大利亚	5 日本	6 英国	7 法国	8 泰国	9 德国	10 阿联酋
住宿										
家庭服装										
百货商店										
餐饮										
商超										
珠宝首饰										
综合商品										
保险										
女装										
保健/美容用品										
连锁药店										

来源：携程，国金证券研究所

泰国免税店商品价格优势并不明显。泰国免税业务目前由王权免税垄断，拥有泰国机场唯一免税特许经营权。免税店品类较为齐全，包括精品、香化和泰国本土特色产品。由于泰国系欧莱雅的生产的基地之一，价格优势明显。除此以外，泰国的免税产品价格优势整体并不明显。

图表 46：指数化价格对比，泰国价格处于高位



来源：Euromonitor, 国金证券研究所

2.6 香港：购物天堂的影响力趋于减弱

测算香港免税的市场规模在 250 亿元左右。香港作为知名的购物天堂，品牌店、珠宝手表店、药妆店等零售业态颇为丰富。免税店业态上，香港有机场免税店和三家市内免税店（DFS 经营）。

国际航线旅客量更能代表免税店潜在购物人群。对比亚太地区各主要机场国际航线吞吐量以及其销售额排名，排除香港和新加坡两大城市型国家（没有国内航线），两大指标对应排名大致能够对应；这也能帮助我们确定香港机场免税销售额的大致范围。

2015年浦东机场免税销售额如前所述为64亿元，而根据TR Business报道，东京成田机场2015年非航收入为1169亿日元，其中免税销售额占比近90%，约为57亿元，香港机场位于两者之中，其销售额大致估算可为60亿元。

由于香港机场不存在国内航线，其出入境旅客量和总旅客量几乎一致。以总旅客吞吐量代替计算出入境旅客量，假设旅客人次增速为5%，客单价增速为2%，预计香港机场的免税店收入在70亿元左右。

图表 47：各机场免税销售额排名与国际旅客量大致排名

机场名称	国际航线旅客量（万人，2014年）	按机场免税销售排名（2015年）	按旅客量排名
首尔仁川机场	4491	1	3
新加坡樟宜机场	5329	2	2
曼谷素万那普国际机场	3718	3	4
上海浦东机场	2606	4	7
香港国际机场	6290	5	1
东京成田机场	2688	6	6
北京首都国际机场	2073	7	8
台北桃园机场	3309	8	5
济州岛机场	664	9	10
大阪关西机场	1304	10	9

来源：Generation Research, 国金证券研究所

图表 48：香港机场免税收入分析预测

	2015A	2016E	2017E	2018E	
收入（亿元）	60	63	67.5	72.3	收入（亿元）
YOY		10%	10%	10%	YOY
旅客吞吐量（万）	6829.6	7050.2	7402.7	7772.8	旅客吞吐量（万）
YOY	8.10%	2.90%	5%	5%	YOY
客单价（元）	88	89	91	93	客单价（元）
YOY		2%	2%	2%	YOY

来源：Generation Research, 国金证券研究所

由于香港机场不存在国内航线，其出入境旅客量和总旅客量几乎一致。以总旅客吞吐量代替计算出入境旅客量，假设旅客人次增速为5%，客单价增速为2%，预计香港机场的免税店收入在70亿元左右。

三家市内免税店，分别位于尖沙咀的太阳广场，尖东的华懋广场，铜锣湾的希慎广场，经营面积均在6000平方米左右。经营业态接近于正常药妆店，化妆品部分有强势产品保证亚洲最低价格。参考韩国市内店坪效（新世界明洞店130万元/平米、乐天Coex店93万元/平米），假设DFS免税店坪效为100万元/平米，则三家市内店的销售规模在180亿元左右。

图表 49：韩国主要市内免税店坪效

	乐天明洞店	新罗 I-park 免税店	新罗首尔免税店	新世界明洞店	乐天 Coex	北上市内店初期
销售额（亿元）	244	67	174	120	13	26
面积（平米）	12000	11400	7178	15000	1400	2000
坪效（万元/每平米）	203	59	242	80	93	130

注：新罗 I-park 免税店坪效低因其 2015 年底才开业，来源：韩国旅游观光厅，国金证券研究所

预计大陆游客贡献香港免税市场的 80%。2018 年内地赴港人数有望接近 5000 万，位居出境游第一大目的地。根据尼尔森最新的年度内地旅客研究调查，每位旅客每次来港旅游花费 21,000 港元，相比 2017 年上升 3%。根据尼尔森最新的年度内地旅客研究调查，购物持续为旅游消费最高的项目（45%），住宿、餐饮及娱乐占总体费用的比率则相对平均。假设 45% 用于购物，其中 5% 为免税店消费（香港购物天堂的定位，有税与免税价差不明显），则国人在港免税消费的市场规模在 200 亿元左右。

香化：机场店价格优势不强，市内店品类全、定价高。香港机场的香化标段由韩国的新罗免税负责经营。产品价格上，如果不采用促销，大部分产品和日上相比并没有明显的价格优势，主打品牌仍以韩国本土化妆品为主。

图表 50：新罗获取的香港机场香化标段部分产品价格比较

品牌	商品名称	价格(港币)	人民币	日上	折扣	国内专柜	折扣
雅诗兰黛	小棕瓶 100m l	996	886	864	103%	1700	52%
倩碧	黄油200m l (2瓶装)	790	703	447	157%	590	119%
科颜氏	金盏花植物 精华爽肤水 500m l	490	436	353	124%	550	79%
娇兰	御庭兰花面 霜50m l	3680	3275	2418	135%	3800	86%

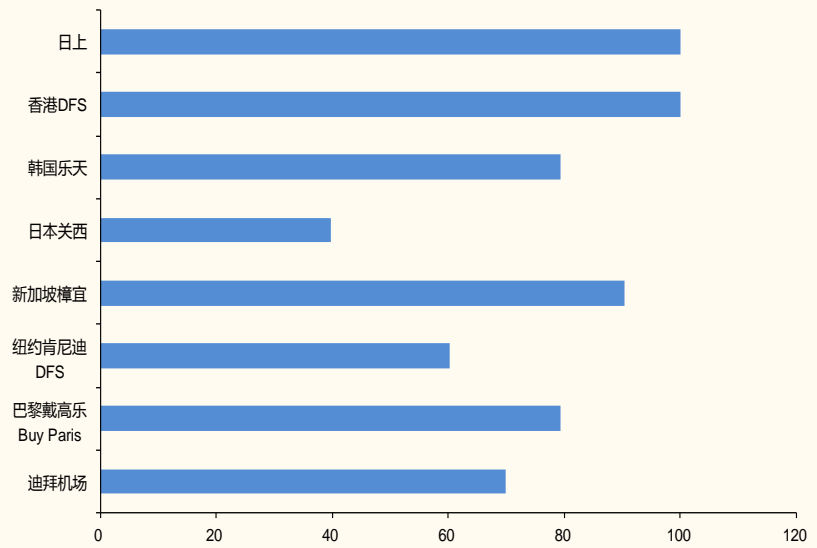
来源：公开资料整理，国金证券研究所

注：港币兑人民币按 0.89 计

DFS 市内店：品类齐全，化妆品部分有强势产品保证亚洲最低价格，但整体价格优势并不明显。将中国消费者需求最多的化妆品牌与各免税店化妆品牌进行匹配，我们发现：对中国游客来说，日上免税店和香港 DFS 免税店香化类产品品种最全，最能满足中国消费者需求。

价格保证（亚洲地区）清单的化妆品价格基本与日上持平，其他产品的价格优势并不明显。

图表 51：机场免税店品类齐全指数（以日上为 100）



来源：蓝莓网，国金证券研究所

图表 52：DFS 最低价格保障清单

品牌	商品名称	港币	人民币	日上价格	折扣	国内专柜	折扣
兰蔻	小黑瓶100m l	1030	917	883	103.82%	1720	53.30%
兰蔻	小黑瓶眼霜 30m l	650	579	563	102.75%	560	103.30%
雅诗兰黛	小棕瓶100m l	1020	908	864	105.07%	1700	53.40%
雅诗兰黛	肌透修护眼部 精华霜15m 双 瓶套装	755	672	665	101.05%	490	137.13%
娇兰	御庭兰花面霜 及眼霜套装	4300	3827	3416	112.03%	4500	85.04%
科颜氏	金盏花植物精 华爽肤水 500m l	415	369	353	104.63%	550	67.15%
海蓝之谜	精华面霜 100m l	3300	2937	2826	103.93%	3900	75.31%

来源：公开资料整理，国金证券研究所

注：港币兑人民币按 0.89 计

图表 53： 日上在多种香化产品上具备价格优势

	日上	香港	韩国	日本	新加坡
LA MER 海蓝之谜精华面霜 (30ml)	1037	1335	1050	1054	1057
雅诗兰黛肌透修护眼部精华露 两支装	620	623	781	682	647
雅诗兰黛花漾倾慕唇膏	194	270	182		184
雅诗兰黛特润修护肌透精华露 (50ml)	620	823	725		619
雅诗兰黛 Double Wear 持妆粉底液	268		310		258
雅诗兰黛 DOUBLE WEAR 持妆无暇气垫粉霜	280		310		288
阿玛尼造型素颜粉底液	400	525	414		410
阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉	200	254	221		205
Dior 梦幻美肌气垫修颜霜	419	490	490	538	442
Dior 烈焰蓝金唇膏	188	249	207		198
科颜氏金盏花爽肤水 (250ml)	244	303	311		233
科颜氏高保湿面霜 (50ml)	211	263	200		185
兰蔻精华肌底液 (50ml)	695	863	814	746	662
娇韵诗双萃赋活修护精华露 (50ml)	670	783	759		684
倩碧天才黄油+ (125ml)	226	276	235	321	267
欧舒丹乳木果丰凝润手霜 (150ml)	177	209	186	148	182
娇兰幻彩流星粉球	336	427		425	370
YSL 明彩轻垫粉底液	344	427		413	353
纪梵希轻盈无痕明星四色散粉	344	449	421	401	363
植村秀绿茶新肌洁颜油 (150ml)	189	236	202		
香奈儿五号香水 (50ml)	731	930		987	682
Sisley 希思黎全能乳液 (125ml)	1192	1406	1153		

来源：实地调研，日上官网，乐天官网，国金证券研究所

高端奢侈品消费领跑亚洲，后续发展的不确定性较大。香港奢侈品消费历史时间久，机制成熟，包袋、太阳镜、手表等高端奢侈品定价占优。但近年来受国人访港游客减少、欧洲奢侈品国调价等因素影响，香港购物天堂的影响力趋于减弱。

3. 长期如何度量机场的国际旅客增速与免税体量？

3.1 长期消费潜力的度量：上海机场享有更大的出境游潜力客群

我们认为，以下两点因素有望实现对经济增速放缓对出境游和免税行业的负面因素的对冲：1.潜在消费客群的增加；2.免税渗透率在居民购物消费的提升。

首先，在潜在消费客群方面，根据中国旅游院发布的《2018 中国游客出境游大数据》显示，北上广居于出境游 Top 3 城市，而众多“新一线”城市为出境旅游市场贡献了最大的新客群。我们将这些城市的居民视为北上广三大枢纽机场的潜在消费客群。

结果表明：出境游基数大和高增长这两大维度下，长三角地区都拥有更大的出境游消费潜力。

(注：需要说明的是，我们并不清楚这一统计口径是居民身份证件还是出境口岸，这可能会使得对珠三角城市群的测度有失偏颇。)

图表 54：我国出境游 TOP20 和高增长城市 (2010-2018 年)

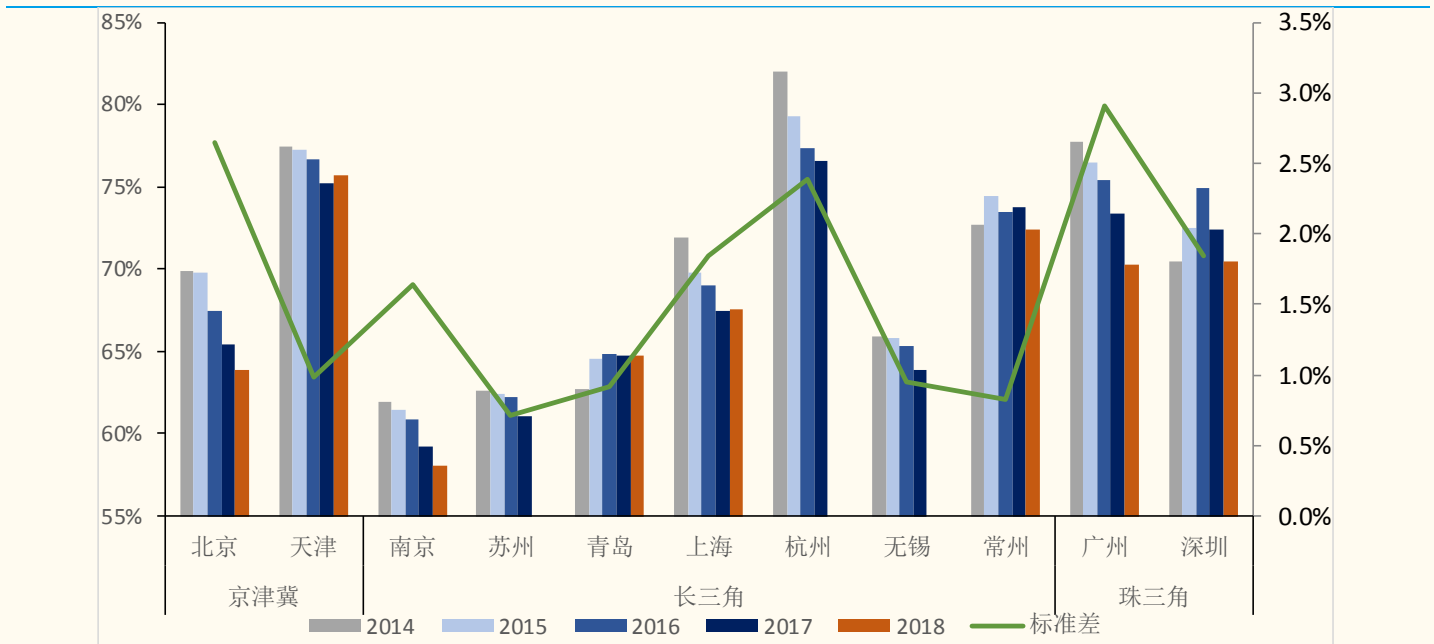
	出境游TOP20出发城市 (2018年)						高增长城市 (2016-2018年复合增速TOP20)				
京津唐	北京	天津					天津				
长三角	南京	上海	杭州	无锡			常州	无锡	苏州	南京	青岛
珠三角	广州	深圳									
其他	成都	重庆	昆明	武汉	西安	郑州	贵阳	南昌	昆明	太原	西安
	长沙	贵阳	南昌	济南	南宁	合肥	郑州	济南	重庆	合肥	南宁
							长沙	武汉	福州	成都	

来源：公开资料整理，国金证券研究所

进一步，我们对三大城市群覆盖的出境游 Top 城市和高增长城市的居民边际消费倾向进行测算，结果表明：1) 就北上广深而言，近年来的边际消费倾向均不高，北京最低且下降幅度明显；2) 就三大城市群的其他出境游高增长城市而言，京津冀的天津的边际消费倾向高，而长三角内部城市整体表现为边际消费倾向不高，但下降趋势并不明显的特征。

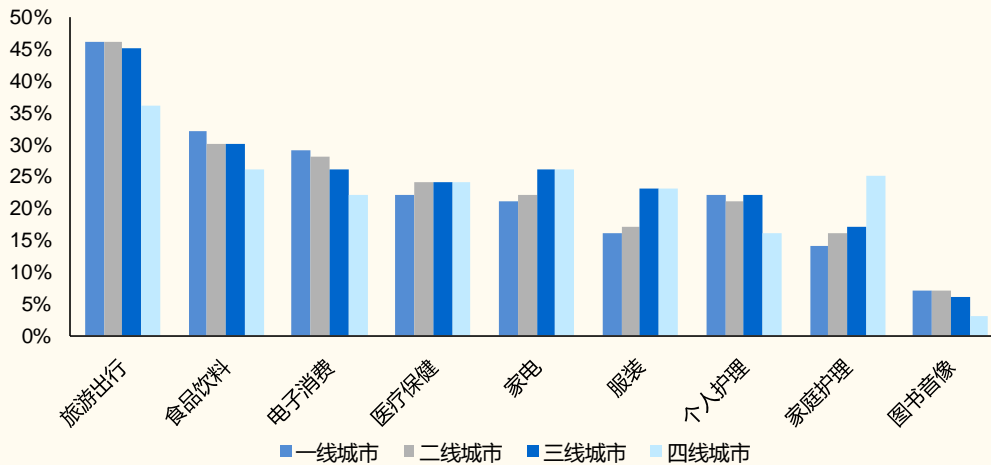
我们认为，在潜在消费客群方面，上海机场所覆盖的长三角地区享有更大的发展潜力。同时，一二线城市的消费者资产升值带来的未来收入提升预期，更多的驱动了可选消费品的增长；三四线市场伴随着城镇化，消费者收入水平的提升可能带动可选消费品消费的增长。同时，三四线城市房价压力相对较低且家庭已经有资产存量，由此带来的边际消费倾向更加稳定也将驱动消费升级的持续。

图表 55：三大城市群中属于出境游 top20 城市和高增长城市的城市边际消费倾向 (人均消费支出/人均可支配收入)



来源：WIND，国金证券研究所

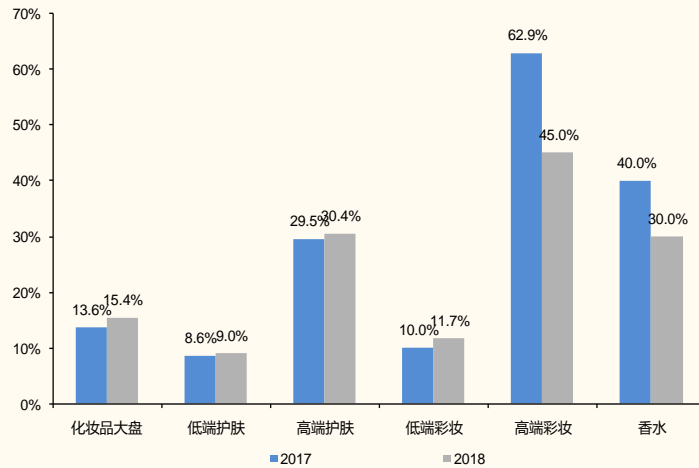
图表 56：消费升级下消费者最想增加消费支出的类别



来源：智研咨询，国金证券研究所

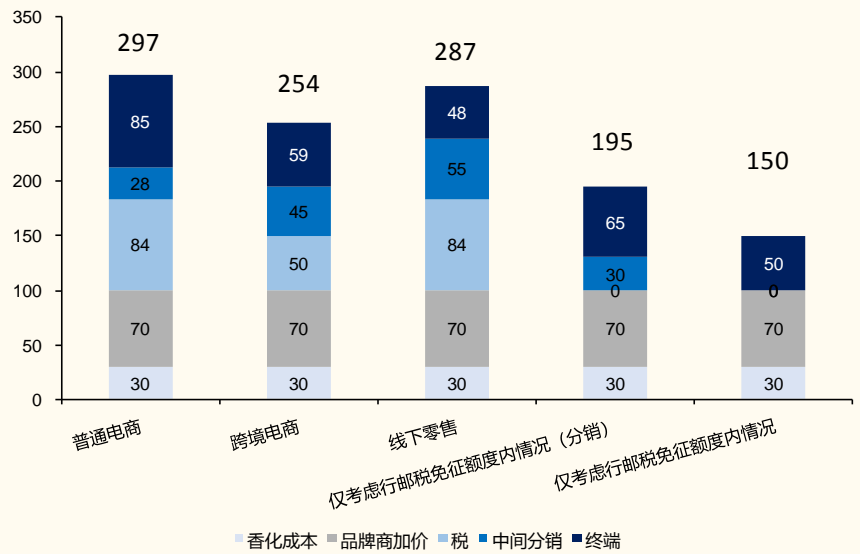
免税渗透率在居民购物消费提升方面，源于：1) 中高端化妆品消费持续增长，免税渠道凭借价格优势受益明显；2) 随着价格、体验、品类等竞争优势的逐步改善，免税在中国居民购物中的地位提升。也即预期可支配收入降低，消费者价格敏感性提升，而免税品作为相对廉价的奢侈品，消费者对消费品的低价偏好效应更加显著。

图表 57：2017-2018 年高端彩妆、香水、护肤增速领先于行业



来源：Euromonitor，国金证券研究所

图表 58：拆分化妆品产业链，可见免税渠道价格优势明显



来源：莎莎国际官网，公司公告，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

3.2 免税空间的度量：基于动态出境游增速和理性消费回流空间视角

我们认为，对不同机场的免税回流空间的测量，应该同时考虑出境游自然增速（决定居民在不同国家的免税消费体量）和不同目的地的比较优势（可度量的合理天花板）。

首先，在出境游自然增速方面，我们将日本、韩国、香港、台湾的游客数进行加总，对东南亚各国（泰国、菲律宾、越南、柬埔寨）等国家进行加总，测算其三年复合增速。考虑到相似目的地之间的替代效应，我们认为这在一定程度上降低了突发事件对游客数量的扰动。

进一步，我们参考不同机场的航班数量，对出境游不同目的地的回流空间按比例分拆至不同机场。

图表 59：按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分

	周度航班数	白云机场	浦东机场	首都机场
日本	485	9.1%	72.2%	18.8%
泰国	364	39.3%	44.8%	15.9%
韩国	192	12.0%	58.9%	29.2%
美国	177	16.9%	29.9%	53.1%
越南	146	67.8%	17.1%	15.1%
新加坡	105	40.0%	40.0%	20.0%
马来西亚	87	59.8%	32.2%	8.0%
澳大利亚	86	59.3%	27.9%	12.8%
港澳台	270	6.7%	68.1%	25.2%
欧洲	709	10.2%	46.0%	43.9%

来源：pre-flight，国金证券研究所

由于不同出境游目的地的比较优势并不相同，我们认为诸如具备当地供应链优势的产品的可回流空间相对有限。在不考虑出境游自然增速的情形下，我们首先度量不同机场免税消费回流的合理天花板。在不考虑出境游自然增速的情形下，我们预计，上海机场/白云机场/首都机场的免税回流天花板分别为 403 亿元/104 亿元/207 亿元，较目前的免税体量分别有 3.6 倍/11.4 倍/2.8 倍空间。

图表 60：按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分

	中国在当地的免税消费体量 (亿元)	假设可回流空间比例	实际可回流空间 (亿元)	白云机场 (亿元)	浦东机场 (亿元)	首都机场 (亿元)
日本	320	40%	128.00	11.61	92.37	24.02
泰国	140	60%	84.00	33.00	37.62	13.38
韩国	700	35%	245.00	29.35	144.19	71.46
美国	160	50%	80.00	13.56	23.95	42.49
新加坡	20	35%	7.00	2.80	2.80	1.40
港澳台	220	50%	110.00	7.33	74.96	27.70
欧洲	150	40%	60.00	6.09	27.59	26.32
总计	1710		714.00	103.75	403.49	206.77

来源：pre-flight，国金证券研究所

在不考虑出境游自然增速的测算下，我们预计 2019 年上海机场/白云机场/首都机场的消费回流增量空间分别在 13 亿元/44 亿元/23 亿元。

图表 61：不考虑出境游自然增速下按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分 (2019)

	中国在当地的免税消费体量 (亿元)	假设每年可回流比例	可回流免税空间 (亿元)	白云机场 (亿元)	浦东机场 (亿元)	首都机场 (亿元)
日本	320	4%	12.80	1.16	9.24	2.40
泰国	140	10%	14.00	5.50	6.27	2.23
韩国	700	3%	21.00	2.52	12.36	6.13
美国	160	6%	9.60	1.63	2.87	5.10
新加坡	20	5%	1.00	0.40	0.40	0.20
港澳台	220	7%	15.40	1.03	10.49	3.88
欧洲	150	4%	6.00	0.61	2.76	2.63
总计	1710		79.80	12.84	44.39	22.57

来源：pre-flight，国金证券研究所

在对具备替代效应的东亚和东南亚地区的出境游增速进行加总测算其三年复合增速后，我们考虑了出境游自然增速，对三大机场的消费回流空间做测算，预计 2019 年白云机场/上海机场/首都机场的消费回流增量空间分别在 13.5 亿元/46 亿元/23 亿元，较未考虑出境游增速的情形，分别在边际上提升 0.66 亿元/1.46 亿元/0.55 亿元。

图表 62：测算东南亚和东亚地区出境游人次三年复合增速

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
东南亚各国总计(万人次)	703.50	909.29	1232.51	1192.21	1599.13	1956.90	2359.61	2511.83
同比	35%	29%	36%	-3%	34%	22%	21%	6%
三年递推CAGR		20%	21%	9%	9%	18%	14%	9%
(日本+韩国+台湾+香港)总计	3314.76	4175.84	4925.60	5976.32	6100.20	6072.30	5871.77	6689.21
同比	100%	26%	18%	21%	2%	0%	-3%	14%
三年递推CAGR		36%	14%	13%	7%	1%	-1%	3%

来源：Wind,国金证券研究所

图表 63：不考虑出境游自然增速下按目的地航班数量进行枢纽机场的免税回流市场空间拆分

	中国在当地的免税消费体量(亿元)	假设自然增速(%)	假设每年可回流比例	可回流免税空间(亿元)	2019年			2020年		
					白云机场(亿元)	浦东机场(亿元)	首都机场(亿元)	可回流免税空间(亿元)	白云机场(亿元)	浦东机场(亿元)
日本	320	3%	4%	13.18	1.20	9.51	2.47	13.58	1.23	9.80
泰国	140	9%	10%	15.26	6.00	6.83	2.43	16.63	6.53	7.45
韩国	700	3%	3%	21.63	2.59	12.73	6.31	22.28	2.67	13.11
美国	160	0%	6%	9.60	1.63	2.87	5.10	9.60	1.63	2.87
新加坡	20	9%	5%	1.09	0.44	0.44	0.22	1.19	0.48	0.48
港澳台	220	2%	7%	15.71	1.05	10.70	3.96	16.02	1.07	10.92
欧洲	150	0%	4%	6.00	0.61	2.76	2.63	6.00	0.61	2.76
总计	1710			82.47	13.50	45.85	23.12	85.30	14.22	47.39

来源：Wind,国金证券研究所

投资建议

出境游目的地危机事件频发，市场担心影响机场国际旅客增速及免税业务增长。我们的研究表明：1) 地缘政治等危机事件对单一目的地的出入境旅客数确有短期影响，但同时具备出境游相邻目的地之间的相互替代和需求回补特征。目的地结构的多元化，使主要机场的客流量和收入端并无明显负面影响。2) 当出境目的地发生突发性事件引致对应的客流损失时，消费者在免税购物消费时，会选择在国内机场免税店或替代目的地进行消费。因此，我们认为国际形势动荡下，对国内机场免税消费并无显著负面影响。3) 危机事件发生时，周边机场对外溢游客的承接能力与危机事件的影响时长、相关机场的航线重合度、产能利用率等因素相关。

由于出境游目的地的免税运营商实力并不相同，进而通过机场的旅客结构影响实际消费回流空间。我们首次对中国游客在不同出境游目的地的免税市场空间、当地产品结构的供应链优势、价格优势进行度量，我们发现：1) 韩国虽然是我国居民在外免税消费的最大市场，但基于韩国化妆品的供应链优势和免税运营商的规模优势，实际可回流空间最多为其中国居民在韩免税消费的一般(300 亿元左右)；2) 趋势上看，泰国尽享我国居民出境游红利，但免税商优势并不明显，香港购物天堂地位趋于下降，或为未来消费回流的重要地区。

在对不同目的地的中国居民免税市场空间拆分后，我们对出境游不同目的地的回流空间按比例分拆至不同机场。在不考虑出境游自然增速的情形下，我们预计，上海机场/白云机场/首都机场的免税回流天花板分别为 403 亿元/104 亿元/207 亿元，较目前的免税体量分别有 3.6 倍/11.4 倍/2.8 倍空间。

基于出境游的替代效应，我们考虑了出境游自然增速，对三大机场的消费回流空间做测算，预计 2019 年白云机场/上海机场/首都机场的消费回流增量空间分别在 13.5 亿元/46 亿元/23 亿元，较未考虑出境游增速的情形，分别在边际上提升 0.66 亿元/1.46 亿元/0.55 亿元。我们认为，上海机场享有更大的出境游潜力客群，白云机场有望受益于居民出境游“由东亚向东南亚”转移的趋势。推荐上海机场和白云机场。

图表 64：重点公司估值表

	股价	EPS				PE		评级
		17A	18A	19E	20E	19E	20E	
上海机场	80.78	1.91	2.2	2.81	3.14	29	26	买入
白云机场	19.11	0.77	0.56	0.46	0.6	41	32	买入

来源：Wind，国金证券研究所

风险提示

- **2019 年及之后时刻放量不及预期。**虽然 2019 年有北京二机场和浦东卫星厅等机场大型基础设施投产，但需要配合空域的释放。空域放开需要民航局与军方协调，若维持目前约 25%的空域划分为民航，2019 年及之后的航空时刻放量将低于预期，限制枢纽机场流量增速回升。
另外，如果目前准点率新政施行效果不佳，民航局将延续控制航班总量政策，同样将对枢纽机场流量增速造成更长期的限制
- **突发事件调整时间长于预期。**2003 年的非典造成航空业重大打击，流量出现罕见下滑，此类突发事件将对枢纽机场形成重大利空。不过当此类事件消除后，机场会产生报复性反弹，所以对于枢纽经济机场利空影响较为短暂。
- **经济大幅下滑导致免税消费意愿下降。**虽然免税消费具备一定的抗周期性，但可选消费品类始终要由预期收入决定。经济大幅下滑，长期会对免税消费产生负面影响。
- **市内免税店冲击超预期。**上海市内免税店落地在即，若市内店规模与韩国对标，则将对上海机场免税店形成渠道稀释。

公司投资评级的说明：

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。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 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