

# 中国免税的十年之约：从奢侈品需求、海外回流、渠道格局展望行业未来空间



行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 餐饮旅游行业  
报告发布日期 2019年09月08日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 王克宇  
021-63325888-5010  
wangkeyu@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860518010001

联系人 徐椰香  
021-63325888-6129  
xuyexiang@orientsec.com.cn

随着中国国旅股价屡创新高，市场关注不断提升，尤其对国旅及中国免税的远期前景关心较多。通过近期交流，我们发现市场对于中国免税的长期空间认知仍存在局限：1.仅孤立看待免税的自身发展，而未意识免税的实质是奢侈品的一个销售渠道；真正对免税的未来展望，一方面要考虑奢侈品的未来需求冷暖，另一方面要考虑海外直买/跨境电商/国内百货等渠道未来竞争力与分流的动态变化；2.在消费回流的市场逻辑共识下，对实际回流空间并无概念：对海外购买的核心原因、不同区域/品类的回流可能性都没有深入理解。针对以上，我们推出本篇深度报告，供参考。

## 核心观点

- **奢侈品消费现状：国人奢侈品消费需求基数大增速高，境外消费仍是主流。**17年，国人奢侈品消费占全球奢侈品市场32%，整体规模约812.9亿欧元；其中国内消费部分仅占25%，约203.2亿欧元，609.69亿欧元的奢侈品消费外流；
- **奢侈品需求展望：长周期下的内生动力叠加中周期的财富效应，期待十年后的万亿市场：**1. **定性分析：**长周期看奢侈品需求的内生增长动力主要来源于用户扩充+频次提升+消费升级，中周期看财富效应影响远大于可支配收入，仍将激发“有产阶级”特别是富人阶层的购买潜力，贡献弹性；2. **定量测算：**对标海外，我国人均奢侈品消费空间仍大，在高奢侈品偏好+经济发展推动下，预计2030年中国整体奢侈品消费将达到9801.9亿元，接近万亿数量级。
- **到底多少可以回流？国内奢侈品市场十年销售测算：回流加速是大势所趋，预计2030年国内奢侈品销售占比接近50%，CAGR+8%：**我们详拆还原了外流奢侈品消费区域（欧美/亚太/其他）与品类结构（服装/配饰/香化/皮具等），并对每一个细项做回流可能性假设，我们预计未来十年1/4海外消费将回流，至2030年，国内奢侈品销售近5000亿规模，占整体约46%-51%，十年CAGR8%。
- **渠道格局：透视未来国内奢侈品销售，免税渠道/线下有税/跨境电商的份额变化：**1. **定性分析：**免税优势明显，未来十年有望一枝独秀。免税相比其他渠道具备购买资质、价格及政策端优势，具备承接回流消费天然优势；2. **定量角度：**我们根据各渠道特征对购买基数/转化率/客单价做详细预测，预计线下有税渠道维持稳定增长（2030年2243亿，CAGR+4.6%），跨境电商高增速但政策限制下体量难上规模（2030年495亿，CAGR+9.7%），免税渠道一枝独秀，预计2030年规模可达1773-2284亿元，17-30年CAGR 15.7%-17.98%。
- **从免税细分看增长实现路径：机场仍是核心重头，市内店贡献最大增量。**我们对前述中国免税的成长路径做详细推演，预计2030年，国内机场/离岛/市内店规模可达972/465/661亿元，机场仍是核心，市内免税贡献可观增量。

## 投资建议与投资标的

- 我们继续坚定推荐中国国旅(601888，买入)，看好公司在规模和盈利双重提升下可看十年的长期价值。我们认为公司受益垄断优势获得身位领先，尽管国内竞争部分放开但优势仍显著，后续独大仍大概率持续，看点仍具：1. 行业上限高，中期翻倍长期接近十倍的空间增长构建长坡；2. 从盈利角度看，规模优势+市内店开出，将进一步带动毛利率与净利率双升，进一步增厚盈利弹性。
- 我们维持中国国旅19-21年EPS预测为2.54/2.84/3.48元，维持2020年37倍估值，2020年目标价位105.08元，维持“买入评级”

## 风险提示

- 宏观经济环境，房地产市场下行，市内店等政策不及预期，特许经营费提升

| 证券代码   | 公司名称 | 股价    | EPS  |      |      | PE    |       |       | 投资评级 |
|--------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|
|        |      |       | 18   | 19E  | 20E  | 18    | 19E   | 20E   |      |
| 601888 | 中国国旅 | 94.18 | 1.59 | 2.54 | 2.84 | 59.42 | 37.15 | 33.17 | 买入   |

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

## 相关报告

- 19H1 奢侈品销售：亚太区继续强势拉动增长，Q2 单季增速略有回落； 2019-09-04
- 出境游月报：航空客运及订座高景气持续，泰国游低基数上增速转正； 2019-09-02
- 酒店板块领涨，旺季来临期待板块相对收益； 2019-09-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

# 目录

|        |   |    |
|--------|---|----|
| 一、     | 奢侈品消费现状：国人奢侈品消费需求基数大增速高，境外消费仍是主流、免税占比低.....                   | 6  |
| 二、     | 奢侈品需求展望：长周期下的内生动力叠加中周期的财富效应，期待十年后的万亿市场.....                   | 8  |
| 2.1、   | 定性分析：长周期的用户扩充/频次提升/消费升级+中周期的财富效应，奢侈品空间仍大.....                 | 8  |
| 2.1.1、 | 长周期的内生动力：用户扩充+频次提升+消费升级，是未来奢侈品需求上行的主要动力.....                  | 9  |
| 2.1.2、 | 中周期的弹性叠加：财富效应影响远大于可支配收入，仍将激发“有产阶级”特别是富人阶层的购买潜力.....           | 11 |
| 2.2、   | 定量测算：人均奢侈品消费空间仍大，长期看市场规模近万亿.....                              | 14 |
| 三、     | 国内奢侈品市场十年销售测算：回流加速是大势所趋，预计 2030 年国内奢侈品销售占比接近 50%，CAGR+8%..... | 16 |
| 3.1    | 还原外流奢侈品消费：区域结构与品类结构各有不同.....                                  | 17 |
| 3.1.1  | 还原外流奢侈品消费的区域结构.....   | 17 |
| 3.1.2  | 还原外流奢侈品消费的品类结构.....   | 18 |
| 3.2    | 回流规模预测：预计未来十年 1/4 海外消费将回流.....                                | 20 |
| 四、     | 渠道格局：透视未来国内奢侈品销售，免税渠道/线下有税/跨境电商的份额变化.....                     | 22 |
| 4.1、   | 定性分析：免税优势明显，未来十年有望一枝独秀.....                                   | 22 |
| 4.1.1、 | 购买资质端：免税具备承接消费回流的天然优势.....                                    | 22 |
| 4.1.2、 | 价格端：免税价格优势显著.....   | 22 |
| 4.1.3、 | 政策端：免税承载着消费回流的重任，政策倾向显著.....                                  | 25 |
| 4.2、   | 定量角度：线下有税渠道维持稳定增长，跨境电商高增速但体量难上规模.....                         | 27 |
| 4.2.1、 | 线下有税：基数大，增长稳.....   | 28 |

|           |  |           |
|-----------|--|-----------|
| 4.2.2、    | 跨境电商：发展初期仍享行业扩张红利，后续仍存发展瓶颈             | 29        |
| 4.2.3、    | 免税渠道：一枝独秀，未来十年 CAGR+15%                | 31        |
| <b>五、</b> | <b>从免税细分看增长实现路径：机场仍是核心重头，市内店贡献最大增量</b> | <b>32</b> |
| 5.1、      | 机场免税店测算                                | 32        |
| 5.2、      | 离岛免税店测算                                | 33        |
| 5.3、      | 市内免税店测算                                | 34        |
| <b>六、</b> | <b>投资建议：继续坚定看好中国国旅</b>                 | <b>36</b> |
| 6.1、      | 中国免税市场：国旅一家独大将长期存在，后续尽管放开竞争但国旅优势依然显著   | 36        |
| 6.2、      | 核心看点 1：垄断格局下受益于行业高上限，中期翻倍长期十倍构建长坡      | 38        |
| 6.3、      | 核心看点 2：规模先行盈利跟随，对标海外公司盈利能力仍可看提升        | 40        |
| 6.4、      | 盈利预测与评级                                | 42        |
|           | <b>风险提示</b>                            | <b>42</b> |

## 图表目录

|  |           |
|--|-----------|
| 图 1：中国市场奢侈品销售增速显著高于其他地区 .....              | 7         |
| 图 2：中国奢侈品消费占全球 32% .....                   | 7         |
| 图 3：奢侈品消费外流的主要因素分析 .....                   | 7         |
| 图 4：中国奢侈品消费外流严重 .....                      | 7         |
| 图 5：2017 年国内各渠道奢侈品销售额及占比 .....             | 8         |
| 图 6：国内奢侈品市场规模增速与 GDP 增速出现背离 .....          | 9         |
| 图 7：奢侈品男性消费者占比提升 .....                     | 10        |
| 图 8：一、二、三线城市潜在客户占比 .....                   | 10        |
| 图 9：中国奢侈品消费年龄构成 .....                      | 10        |
| 图 10：2017 年消费者购买奢侈品次数 .....                | 10        |
| 图 11：新中产阶级年龄分布 .....                       | 11        |
| 图 12：各等级城市不同收入层次占比 .....                   | 11        |
| 图 13：奢侈品增速与领先一期房屋销售面积同步波动 .....            | 12        |
| 图 14：奢侈品增速与领先一期房价同步波动 .....                | 12        |
| 图 15：百城住宅价格指数（同比）走势 .....                  | 13        |
| 图 16：一、二、三线城市二手房房价指数（同比）走势 .....           | 13        |
| 图 17：全国房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析 .....    | 13        |
| 图 18：全国房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析 .....  | 13        |
| 图 19：日本奢侈品销售增速与领先一期房屋价格指数增速 .....          | 14        |
| 图 20：中美日韩四国财富效应对比 .....                    | 14        |
| 图 21：2019-2030 年中国人口基数情况/万人 .....          | 15        |
| 图 22：2019-2030 年中国人均奢侈品消费情况/元 .....        | 15        |
| <b>图 23：2019-2030 年中国奢侈品销售规模预测 .....</b>   | <b>16</b> |
| <b>图 24：国内奢侈品消费规模预测逻辑 .....</b>            | <b>17</b> |
| 图 25：全球奢侈品销售及消费格局分布 .....                  | 18        |
| 图 26：中国外流奢侈品消费区域分布（预测） .....               | 18        |
| <b>图 27：2017 年世界各地奢侈品销售结构 .....</b>        | <b>19</b> |
| 图 28：中国海外奢侈品消费结构（预测） .....                 | 19        |
| 图 29：细分奢侈品品类中国消费结构 .....                   | 19        |
| 图 30：2017-2030 年中国奢侈品销售格局（海外及国内消费占比） ..... | 22        |
| 图 31：线下有税渠道客流基数假设 .....                    | 28        |
| 图 32：线下有税渠道转化率假设 .....                     | 29        |
| 图 33：线下有税渠道客单价假设 .....                     | 29        |

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图 34：线下有税渠道规模预测 .....                 | 29 |
| 图 35：跨境电商渠道转化率假设 .....                | 30 |
| 图 36：跨境电商渠道客单价增速假设 .....              | 30 |
| 图 37：跨境电商渠道规模预测 .....                 | 31 |
| 图 38：国内奢侈品销售三渠道 2030 年规模预测展望/亿元 ..... | 31 |
| 图 39：机场免税店预测假设 .....                  | 33 |
| 图 40：2019-2030 年机场免税店预计规模 .....       | 33 |
| 图 41：离岛免税渠道预测假设 .....                 | 34 |
| 图 42：2019-2030 年离岛免税渠道预测规模 .....      | 34 |
| 图 43：市内免税店规模预测假设 .....                | 35 |
| 图 44：2019-2030 年市内免税店规模预测 .....       | 35 |
| 图 45：2017-2030 年国内免税各渠道增长情况/亿元 .....  | 35 |
| 图 46：中国国旅历史沿革 .....                   | 36 |
| 图 47：招标文件对于技术标及财务标比重分配 .....          | 38 |
| 图 48：香港机场招标技术标及财务标比重分配 .....          | 38 |
| 图 49：2017-2030 年免税规模增长情况/亿元 .....     | 40 |
| 图 50：韩国主要免税商机场租金占比 .....              | 42 |
| 图 51：首尔明洞店租金占收入比例测算 .....             | 42 |
| <br>                                  |    |
| 表 1：房地产增速领先奢侈品消费一期 .....              | 11 |
| 表 2：各消费品行业财富效应与收入效应对比 .....           | 12 |
| 表 3：中日人均奢侈品消费对比 .....                 | 15 |
| 表 4：外流奢侈品消费品类及区域结构拆分 .....            | 20 |
| 表 5：中性假设下各个区域及品类回流比例 .....            | 20 |
| 表 6：乐观假设下各个区域及品类回流比例 .....            | 20 |
| 表 7：免税渠道、线下有税渠道及跨境电商渠道价格对比/元 .....    | 23 |
| 表 8：中国免税及跨境电商税收计算方法 .....             | 25 |
| 表 9：离岛免税政策放宽 .....                    | 25 |
| 表 10：跨境电商政策变更前 .....                  | 26 |
| 表 11：免税渠道、线下有税及跨境电商渠道对比 .....         | 27 |
| 表 12：国内主要免税店经营信息 .....                | 36 |
| 表 13：2015-2018 年全球免税运营商排名情况 .....     | 38 |
| 表 14：2015-2017 年 Dufry 单品类毛利率拆分 ..... | 40 |
| 表 15：中免海棠湾毛利率预测 .....                 | 41 |
| 表 16：中免机场免税店毛利率预测 .....               | 41 |

中国国旅是我们自 17 年初以来的持续重点推荐。随着今年以来股价再创新高，市场关注度再度提升，特别是对于国旅及中国免税的远期前景与空间关心较多。

但通过近期我们与市场的路演交流，我们发现市场对于免税行业的空间认知仍存在一定局限：

第一， 仅孤立看待免税的自身发展，而未意识到免税的实质其实是奢侈品的一个销售渠道。从更高的视野来看，免税并非一个独立行业，无论国内外它都更多是依靠于奢侈品行业的一个重要渠道。真正对免税的未来空间展望，一方面要考虑奢侈品的未来需求冷暖，另一方面要考虑海外直买/跨境电商/国内百货等并列渠道的竞争力与分流的动态变化。这个层面的研究在目前市场上仍是空白。

第二， 在消费回流的市场逻辑共识下，对实际回流空间的模棱两可。免税将极大受益于国人海外奢侈品消费的回流已是市场共识逻辑，但对于国人在海外买了些什么？海外购买的原因？海外回流的具体制约？哪些能回流哪些难以回流？等问题较少更细致深度的理解。

针对以上市场研究与认知的空白，我们特别推出本篇深度报告：

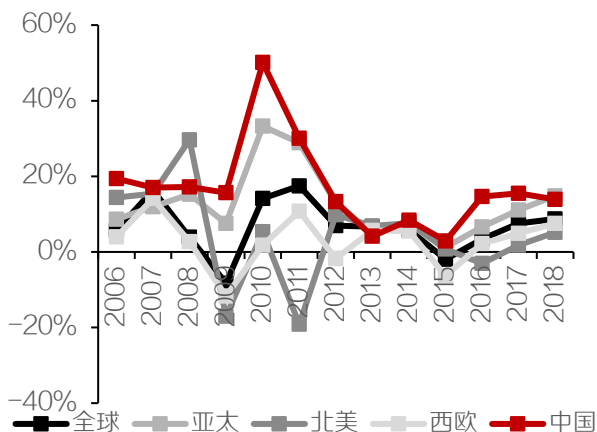
一方面，开创全市场先河，从奢侈品的需求层面理解行业需求，并从海外购买/国内购买，以及免税/跨境电商/国内百货等各个渠道的竞争力及未来变化来框定免税行业的成长空间

另一方面，我们对国人目前外流的奢侈品消费做了品类和区域的详拆，并基于各个细分类目对可能的回流比例做了预测

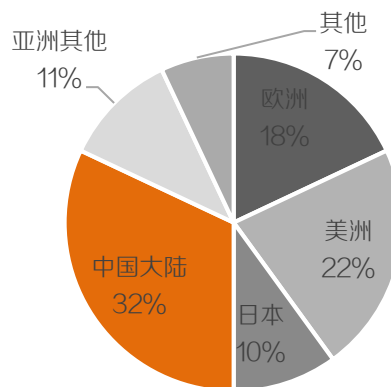
此外，我们还对得出的未来十年免税行业空间做了路径推演，对机场、市内、离岛等各个主要渠道做了详细预测，以供市场参考。

## 一、奢侈品消费现状：国人奢侈品消费需求基数大增速高，境外消费仍是主流、免税占比低

国人奢侈品需求旺盛，整体消费占全球奢侈品市场 32%，且销售增长仍维持高于世界均值的增速。根据贝恩咨询数据，2017 年全球奢侈品市场规模约 2540 亿欧元（仅包含个人奢侈品），其中中国消费者消费占比 32%，约 812.8 亿欧元（折合人民币约 6201.66 亿元），需求规模体量巨大，接近全球三分之一。同时，仅从国内市场奢侈品销售增速看，中国市场增速始终高于世界其他地区，维持两位数的中高速增长，体现了旺盛的奢侈品需求。

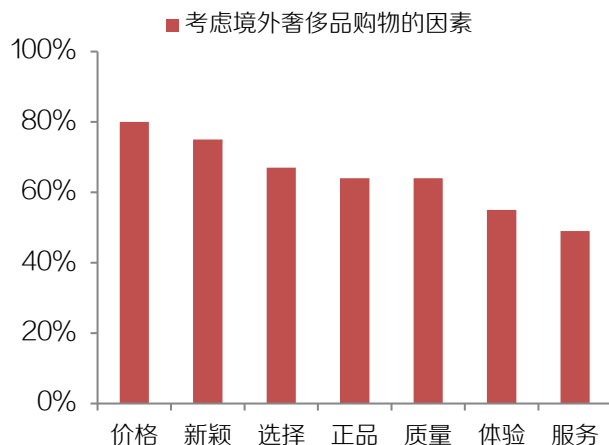
**图 1：中国市场奢侈品销售增速显著高于其他地区**


数据来源：公开数据，东方证券研究所

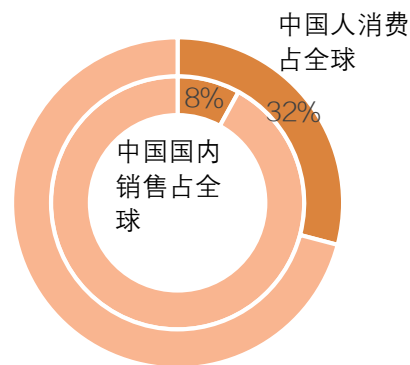
**图 2：中国奢侈品消费占全球 32%**


数据来源：贝恩咨询，东方证券研究所

我国奢侈品消费外流现象严重，国内销售仅占 25% 左右，呈现大需求但小市场的行业格局。2017 年，我国奢侈品销售规模占全球奢侈品市场的 8%，约 203.2 亿欧元（折合人民币约 1550.4 亿元），仅占全国奢侈品消费的四分之一。奢侈品行业存在较为严重的外流现象，主要由于我国奢侈品进口关税高导致价格显著高于海外渠道，同时款式上新速度亦不及欧美高奢原产地。

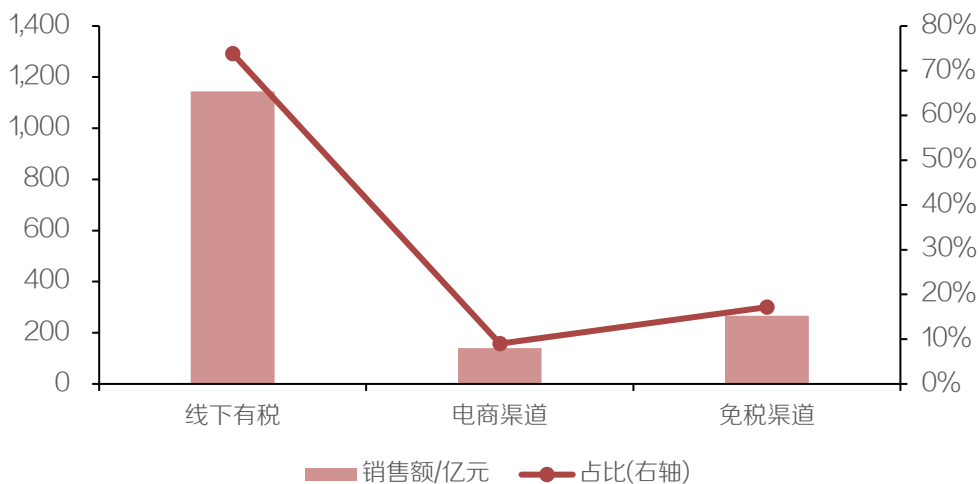
**图 3：奢侈品消费外流的主要因素分析**


数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

**图 4：中国奢侈品消费外流严重**


数据来源：贝恩，东方证券研究所

具体来看目前国内奢侈品市场销售，从渠道上我们可大致拆分为免税渠道、线下有税以及线上有税渠道：数据显示，2017 年国内整体奢侈品销售规模为 1550.42 亿元，其中线下销售规模约 1401 亿元，占比 91%，线上销售规模 139.54 亿元，占比约 9%。进一步拆分线下渠道为有税及免税渠道，其中免税渠道主要考虑国旅免税销售规模叠加日上上海规模，2017 年免税渠道规模约为 266.32 亿元，剔除免税部分，线下有税部分销售额约 1144.56 亿元。

**图 5：2017 年国内各渠道奢侈品销售额及占比**


数据来源：贝恩，公司财报，东方证券研究所

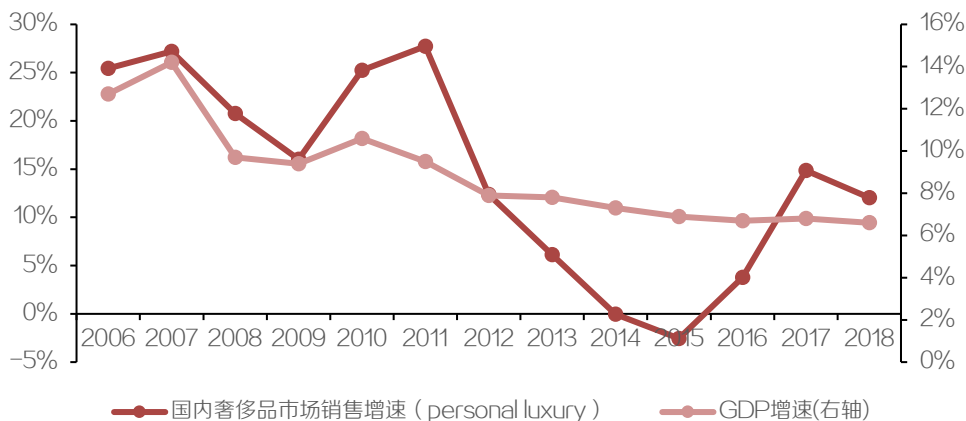
## 二、奢侈品需求展望：长周期下的内生动力叠加中周期的财富效应，期待十年后的万亿市场

既然免税是奢侈品的渠道之一，对其未来空间预测的底层逻辑应是奢侈品需求的潜力。本章我们主要对国内奢侈品消费数据的深入挖掘，并提供对后市规模的详细定量测算。

### 2.1、定性分析：长周期的用户扩充/频次提升/消费升级+中周期的财富效应，奢侈品空间仍大

16 年以来，亚太区域的奢侈品销售在国人需求带动下出现一轮强劲增长，且持续至今；虽然增长起点与中国经济向好时点相对一致，但后期的增速强劲、特别是近两年的高景气，与整体宏观经济与外部环境的波动走势还是出现了较大背离。



**图 6：国内奢侈品市场规模增速与 GDP 增速出现背离**


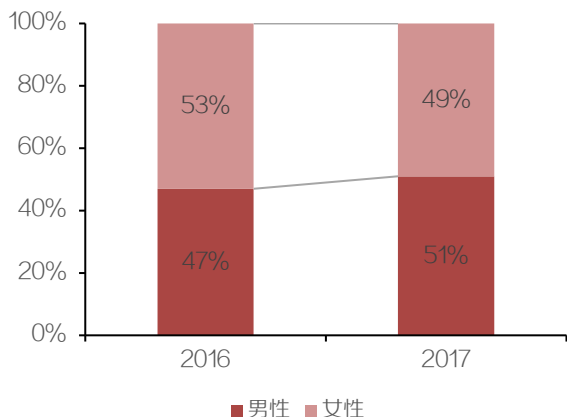
数据来源：wind，公开数据，东方证券研究所

我们认为宏观经济冷暖当然会对奢侈品消费产生影响，但并不是目前阶段乃至未来十年的主要矛盾。奢侈品这一轮的强劲表现，一方面来自于新 80 乃至 90 后消费力推动的一二线城市的消费升级与中低线城市的需求觉醒，这是持续的内生性的提升动力；另一方面来自于小部分极富人群的潜在“二八效应”，其消费抉择受经济影响小且贡献体量大，在前一轮地产的财富效应下进一步贡献了此轮增长的更大弹性。我们将在后文做详细阐述。

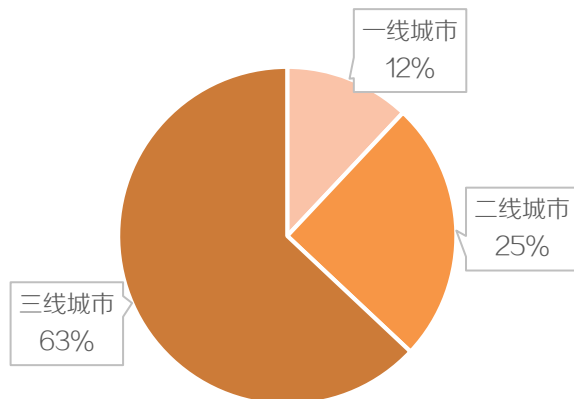
### 2.1.1、长周期的内生动力：用户扩充+频次提升+消费升级，是未来奢侈品需求上行的主要动力

走访较多奢侈品业内专家，我们认为此轮奢侈品在国内的强需求提升主要存在三大动力拉动：**用户的扩充、频次的提升以及新生代中产阶级推动的消费升级，将继续带动奢侈品的长周期内生增长：**

- 1. 用户扩充：**用户扩充主要包括奢侈品消费从一线城市向二三线城市渗透，奢侈品用户年龄向年轻化渗透、男性用户崛起等方面。

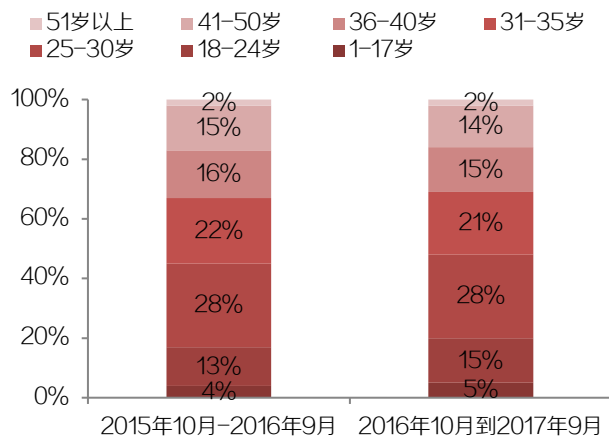
**图 7：奢侈品男性消费者占比提升**


数据来源：寺库，东方证券研究所

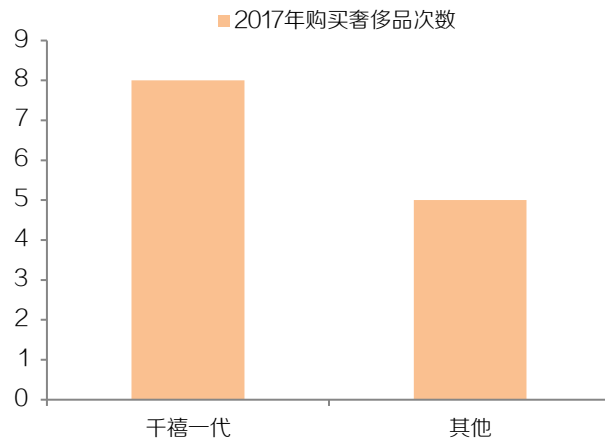
**图 8：一、二、三线城市潜客占比**


数据来源：寺库，东方证券研究所

2. **使用频次的提升：**随着整体消费能力提升、消费习惯转变及消费客群的切换，奢侈品使用频次也有了较大的提升。以香化产品为例，根据寺库数据显示，目前奢侈品消费者主要客群为 18-30 岁，占比超 40%，而麦肯锡调研显示这部分客群，即千禧一代对香化等奢侈品使用频次显著高于其他受访者。

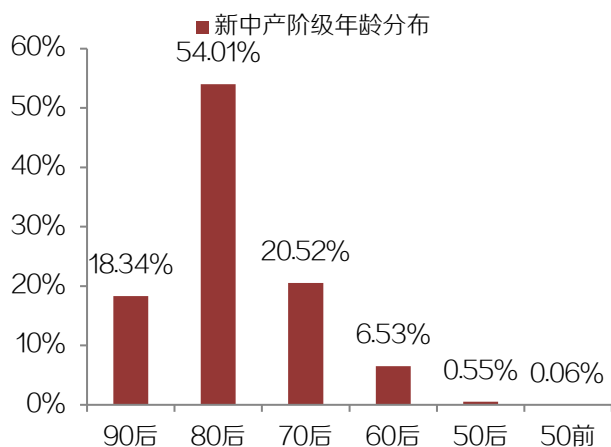
**图 9：中国奢侈品消费年龄构成**


数据来源：寺库、腾讯，东方证券研究所

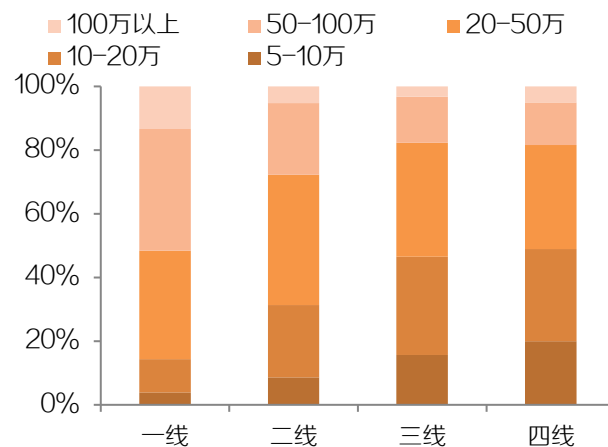
**图 10：2017 年消费者购买奢侈品次数**


数据来源：麦肯锡，东方证券研究所

3. **新生代中产阶级推动的消费升级：**新生代中产阶级以 80.90 后为主，即我们所说的千禧一代，与传统中产阶级不同，新生代中产阶级拥有清晰且符合当代商业美学的审美趣味，在满足物质生活的前提下，将更多的时间和金钱投入与体验有关的商品与服务，提升自我价值。根据相关数据显示，40% 的年轻人在第一次使用化妆品时会选择奢侈品，在提升自我外貌气质方面，新生代中产阶级有意愿、并且有能力投入更多。

**图 11：新中产阶级年龄分布**


数据来源：吴晓波频道 2017 新中产报告，东方证券研究所

**图 12：各等级城市不同收入层次占比**


数据来源：吴晓波频道 2017 新中产报告，东方证券研究所

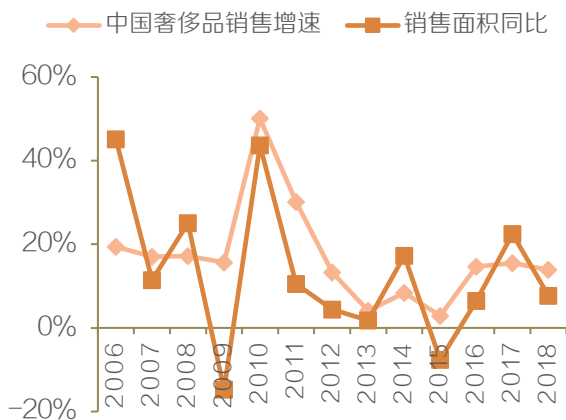
### 2.1.2、中周期的弹性叠加：财富效应影响远大于可支配收入，仍将激发“有产阶级”特别是富人阶层的购买潜力

我们通过长周期历史回溯发现，奢侈品行业有显著财富效应，当期奢侈品销售与上一期房地产发展特别是房价存在显著正向相关性。奢侈品消费对个人资产、收入均有较高要求，具有显著的财富效应，因此个人资产尤其是房产价值的涨跌，对奢侈品销售增速有较大影响。我们复盘了 06-18 年奢侈品行业增速与国内房地产发展情况，上一期房地产销售面积/房价与当期奢侈品销售增速相关系数为 0.61/0.70，关联明显，房地产繁荣特别是房价的坚挺对奢侈品销售具有正向促进作用。

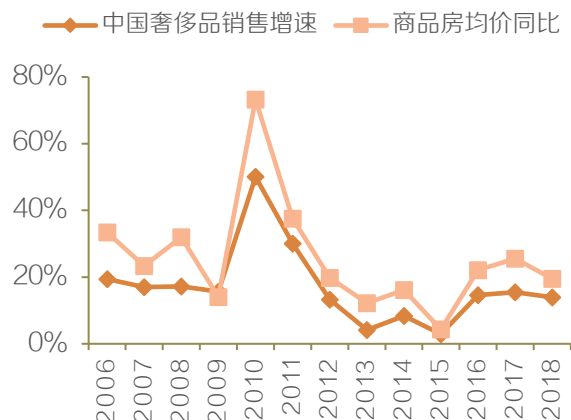
**表 1：房地产增速领先奢侈品消费一期**

| 奢侈品消费增速与房地产增速相关性分析 |           |      |             |      |
|--------------------|-----------|------|-------------|------|
|                    | 房地产销售面积增速 |      | 房地产单位面积均价增速 |      |
|                    | 当期        | 领先一期 | 当期          | 领先一期 |
| 中国奢侈品销售增速          | 0.01      | 0.61 | 0.02        | 0.70 |

数据来源：Wind，公开信息，东方证券研究所

**图 13：奢侈品增速与领先一期房屋销售面积同步波动**


数据来源：公开信息，Wind，东方证券研究所

**图 14：奢侈品增速与领先一期房价同步波动**


数据来源：公开信息，Wind，东方证券研究所

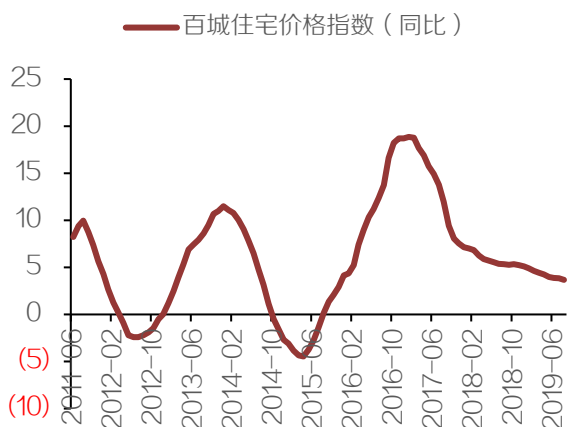
相比其他消费品，奢侈品行业的财富效应属性更强，受人均可支配收入影响较弱，这也侧面体现了富人阶层对奢侈品购买的现阶段影响更大。我们对比了各个细分消费品行业的财富效应和收入效应，可以看出：（1）消费品行业均具有一定程度的收入效应和财富效应；（2）奢侈品行业的财富效应远强于其他消费品行业；（3）奢侈品行业的收入拉动相对弱于其他消费品行业。我们认为这也侧面体现了，当前时点奢侈品的购买主要由富人阶层主导，其对收入的敏感度低，更多的是身价效应，因此其一方面体现出对经济波动的一定抵御能力，另一方面房价的上涨将进一步激发其购买潜力。

**表 2：各消费品行业财富效应与收入效应对比**

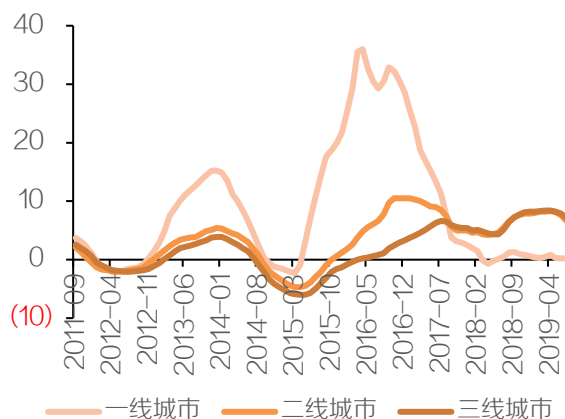
| 行业  | 商品房均价增速 | 人均可支配收入增速 | 比值   |
|-----|---------|-----------|------|
| 奢侈品 | 0.7     | 0.33      | 2.1  |
| 烟酒  | 0.48    | 0.69      | 0.68 |
| 服装  | 0.25    | 0.8       | 0.31 |
| 家具  | 0.24    | 0.57      | 0.42 |
| 饮料  | 0.19    | 0.64      | 0.3  |
| 电器  | 0.12    | 0.73      | 0.16 |
| 化妆品 | 0.06    | 0.07      | 0.84 |

数据来源：Wind，公开信息，东方证券研究所

因此，我们认为此轮奢侈品的持续高景气，除前述的长期内生性原因外，地产周期的繁荣也贡献了一定弹性。从百城住宅价格指数同比走势可以看出，2015 年中-2017 年，整体房地产市场经历了一轮上行周期，分拆看，我们认为二手房市场的价格起伏更关乎于存量资产的价值，其财富效应相比新建住宅更显著。因此我们回顾了一二三线城市二手房住宅价格走势，可以看出，这轮房地产上行周期中，二手房价格同比增速高于整体住宅价格涨幅，同时一线城市显著强于二三线城市。地产上行周期增厚了存量资产总量头部的人财富价值，而这部分人恰恰是奢侈品的主要目标客户群体，因此本轮奢侈品的高景气与前两年的地产强周期有不可分割的关系。

**图 15：百城住宅价格指数（同比）走势**


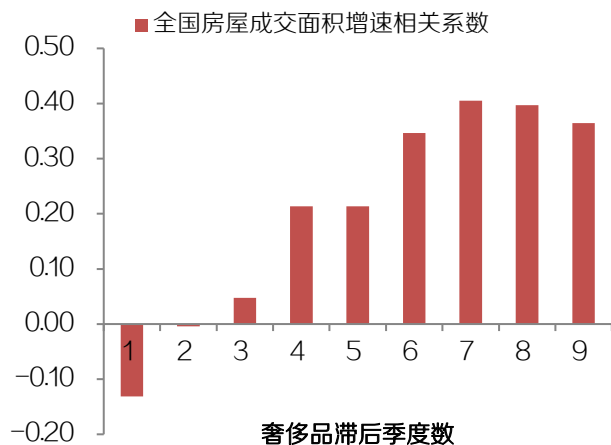
数据来源：Wind, 东方证券研究所

**图 16：一、二、三线城市二手房房价指数（同比）走势**


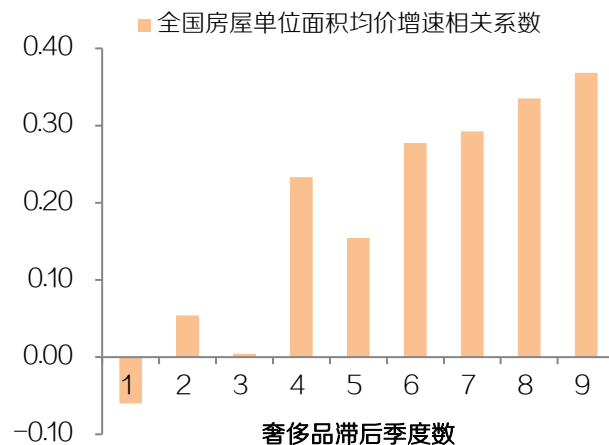
数据来源：Wind, 东方证券研究所

展望未来，财富效应对奢侈品需求的贡献？我们认为：

- 1、中短期来看，房价的财富效应对奢侈品购买有 2 年左右滞后带动效应的体现，在哪怕房价无上升的情况下仍将有一定中期正贡献：随着房住不炒的决心加大以及调控政策的持续严格，市场担心房价短期进一步上行的概率降低，但哪怕在房价无提升的基础上，房价的财富效应贡献仍有一定滞后性：其对奢侈品购买的正向影响在房价持续高位后的 1 年开始显现，7-8 季度为峰值，仍将对近几年的奢侈品购买提供正效应。

**图 17：全国房屋成交面积增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析**


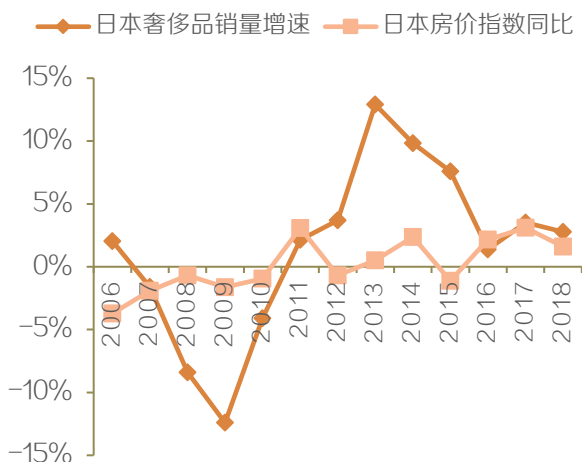
数据来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

**图 18：全国房屋单位面积均价增速与 LVMH 季度营收增速相关性分析**


数据来源：Wind，公司财报，东方证券研究所

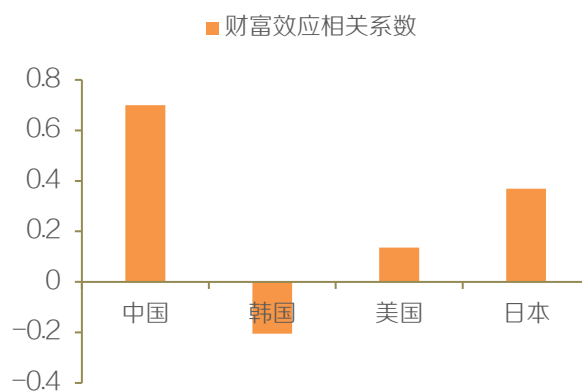
2、中长期来看，对比发达国家，我们认为财富效应将随着经济发展逐步削弱，中期贡献弹性，但长期影响有限。对比发达国家，中国房地产销售单位面积均价与下一期奢侈品销售相关系数达到 0.7，同处亚洲的日本、韩国房价指数增速对下一期奢侈品消费相关系数为 0.37/-0.2，相关性较弱，美国房价指数增速与下一期奢侈品消费相关系数仅为 0.14，相关性亦较低。我们认为，这一方面是由于发达国家的房价增速趋缓其财富积累效应相比中国有所减弱，另一方面也是由于人均消费水平和人均奢侈品拥有量的提升带来了奢侈品的更理性认知，对其偏好度的下降。所以中期来看，我国经济增长中枢仍显著高于发达国家水平，仍处于财富更快积累阶段，中周期仍将贡献奢侈品消费弹性；但长期来看，我们认为财富效应的影响将逐步趋于平缓。

图 19：日本奢侈品销售增速与领先一期房屋价格指数增速



数据来源：公开信息，Wind，东方证券研究所

图 20：中美日韩四国财富效应对比



数据来源：公开信息，Wind，东方证券研究所

## 2.2、定量测算：人均奢侈品消费空间仍大，长期看市场规模近万亿

如何看待后续国人奢侈品消费的规模走势？基于前文分析，我们认为奢侈品行业增速主要由个人年消费额增长以及消费客群扩张，但由于具体奢侈品购买人次的数据不可得，因此我们定量测算将以全国人均奢侈品消费及人口基数为切入点，这种测算方式虽然没有能够反映奢侈品消费渗透率提升逻辑，但本身消费客群提升可以减弱人均奢侈品消费额的摊薄，因此消费能力提升及客群扩张都集中反映在人均奢侈品消费额指标中。

对标日本，人均奢侈品消费仍有三倍以上提升空间。对比中日两国奢侈品消费，2017 年中国/日本奢侈品消费总体规模（按消费者国籍分）为 812.9/254 亿欧元，根据总人口折算人均年奢侈品消费 58.47/200.46 美元，从人均的角度看，中国的奢侈品总体仍有三倍以上的广阔空间。

但与目前的实际收入及经济发展水平相比，国人对奢侈品的偏好目前已经开始体现。从上面的中国/日本人均年奢侈品消费 58.47/200.46 美元，我们除以体现收入及购买力水平的人均 GDP，可得到中国/日本人均奢侈品消费占人均 GDP 0.75%/0.59%，中国更高。可见，目前阶段，中国消费者已具有明显更强的奢侈品消费意愿，这既有我们前面提到的中国目前财富效应的影响相比日本更

为显著，也有目前中国消费者对奢侈品认知相比日本还处于更前期的阶段，在 80/90 新的消费群体及低线城市消费觉醒的过程中已体现了更强的偏好。

**表 3：中日人均奢侈品消费对比**

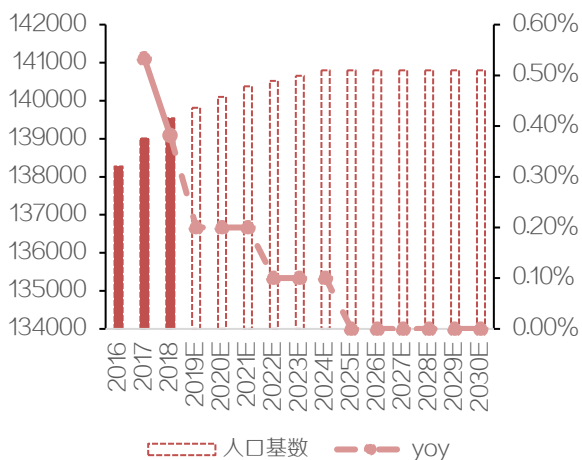
|                | 日本      | 中国     |
|----------------|---------|--------|
| 奢侈品消费/亿欧元      | 254     | 812.8  |
| 2017 年人口/万人    | 12670.6 | 139008 |
| 人均奢侈品消费/欧元     | 200.46  | 58.47  |
| 欧元兑美元          | 1.13    | 1.13   |
| 人均奢侈品消费/美元     | 226.52  | 66.07  |
| 人均 GDP/美元      | 38331   | 8759   |
| 人均奢侈品消费/人均 GDP | 0.59%   | 0.75%  |

数据来源：公开数据，Wind，东方证券研究所

所以展望未来，我们认为对标发达国家，我国人均奢侈品的 3 倍空间的实现，可能一方面来自于这种高偏好的保持，但其余更多仍来自于经济发展的推动。所以我们对于未来奢侈品市场的测算逻辑仍主要从人均奢侈品消费额及人口基数出发，其中人均奢侈品消费额主要与人均 gdp 挂钩：

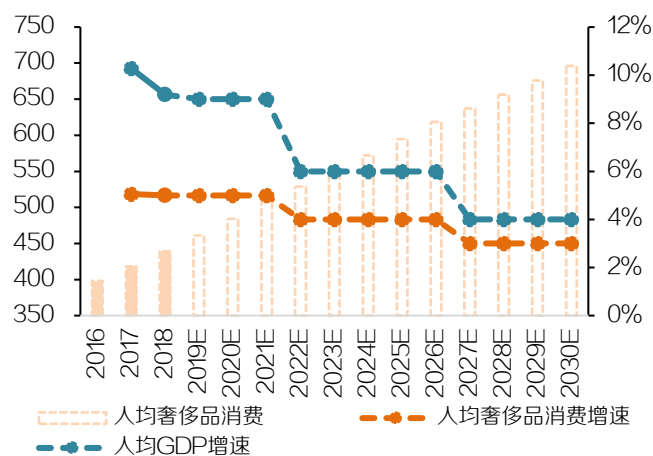
1. **人口基数**：2017-2018 年我国人口基数增速为 0.53%/0.38%，整体增长基本维持低水平增速，后续我们假设人口增速逐步放缓，直至零增长水平。
2. **人均奢侈品消费**：鉴于国人对于奢侈品的更强偏好、也即财富效应+新消费群体消费观念等已在目前的人均消费中有一定体现，我们对于人均奢侈品消费额的预测主要与人均 gdp 挂钩，不做比例的进一步上调以反应偏好的进一步上升。2017 年我国人均奢侈品消费增速为 5.05%，我们假设人均 GDP 每五年切换一次增速，反映在人均奢侈品消费上增速呈现阶段性放缓的态势。

**图 21：2019-2030 年中国人口基数情况/万人**



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

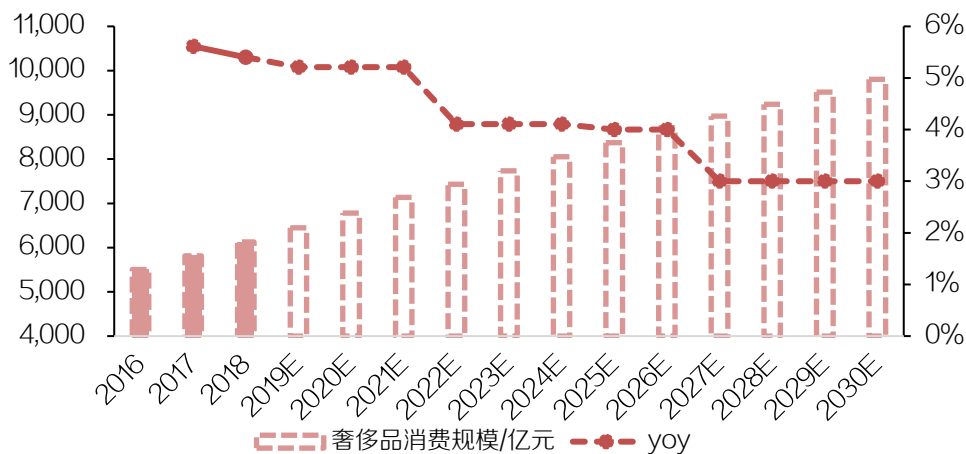
**图 22：2019-2030 年中国人均奢侈品消费情况/元**



数据来源：Bloomberg，世界银行，贝恩咨询，东方证券研究所

根据以上假设我们测算了 2019-2030 年奢侈品消费规模，预计 2030 年中国整体奢侈品消费将达到 9801.9 亿元，接近万亿数量级，整体 CAGR 3.88%。

**图 23：2019–2030 年中国奢侈品销售规模预测**

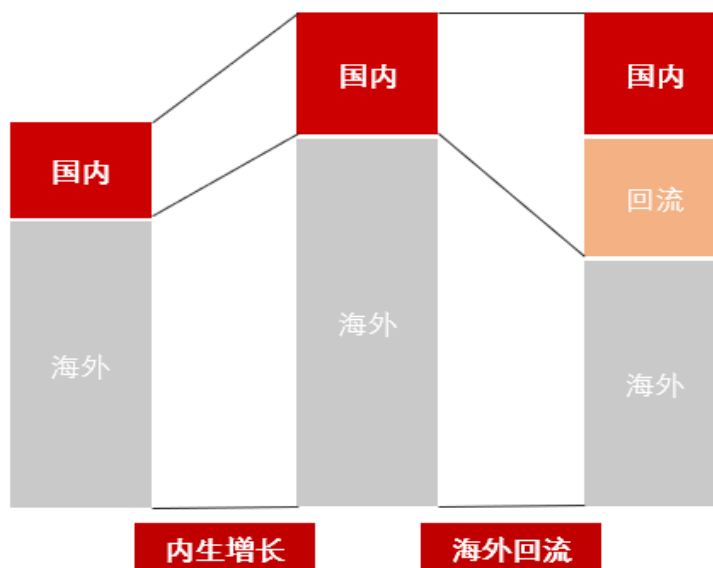


数据来源：公开数据，东方证券研究所

### 三、到底多少可以回流？国内奢侈品市场十年销售测算：回流加速是大势所趋，预计 2030 年国内奢侈品销售占比接近 50%，CAGR+8%

我们认为，未来国内市场奢侈品销售增长主要有两大动力，一方面来源于消费群体扩大，消费能力提升带来的内生增长动力，即奢侈品消费全市场的增长，另一方面亦来源于国内奢侈品销售渠道完善大趋势下，海外奢侈品消费的回流。关于奢侈品消费全市场的增长，我们在上一章已做了详尽探讨，本章我们将对消费回流做详尽测算，以最终得出我们对未来国内奢侈品消费规模的预测。



**图 24：国内奢侈品消费规模预测逻辑**


数据来源：东方证券研究所

市场对于海外奢侈品消费回流大趋势的认知基本统一，但涉及回流规模却难以量化，我们认为，直接赋予外流消费回流比例固然可以提供对长期消费回流规模数量级的一定认知，但一方面回流比例的假设合理性缺乏理论支撑，另一方面对于细分奢侈品品类的回流亦没有一个可供参考的回答。因此我们将深度拆解分析目前海外消费中细分品类及不同区域所占比例，基于各个品类的不同特点赋予回流比例假设，从而测算出长期看海外奢侈品消费回流比例。

### 3.1 还原外流奢侈品消费：区域结构与品类结构各有不同

我们认为对于外流的奢侈品消费，不同的区域和不同的品类结构都对回流的难易程度起到了决定性作用，所以为计算回流，我们先模拟拆解目前外流的奢侈品消费的区域及品类结构

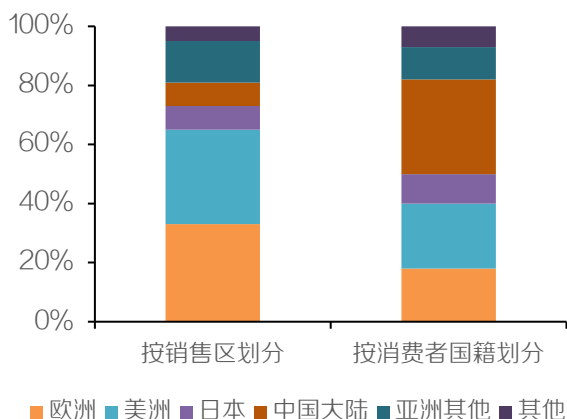
#### 3.1.1 还原外流奢侈品消费的区域结构

预计我国外流消费中，欧洲消费占比最高，可达 40% 以上，其次为亚洲及美洲。从全球奢侈品销售区域分布看，欧洲/美洲/日本/中国大陆/亚洲其他/其他分别占比 33%/32%/8%/8%/14%/5%，但从全球奢侈品消费者国际分布看，欧洲/美洲/日本/中国大陆/亚洲其他/其他分别占比 18%/22%/10%/32%/11%/7%，欧美市场中外籍人员奢侈品消费占比较高。

从数据端显示，欧洲/美洲/中国大陆/日本/亚洲(除中国&日本)/其他消费者消费比例与地区销售比例之间差值分别为-15%/-10%/24%/2%/-3%/2%，欧美地区承接了其他地区，且欧美奢侈品消费理论上外流比例非常小。2017 年中国在韩消费约 95757 亿韩元，折合人民币约 572.4 亿人民币，大约可解释中国差值 3pct，假设整体亚洲市场承接中国外流消费 24 个百分点中的 6pct，其他市场约承接

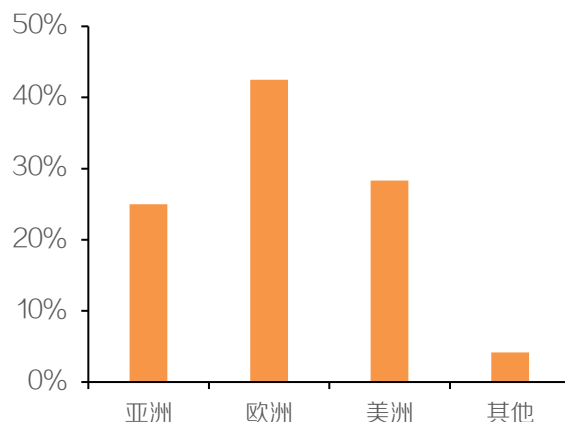
1pct，欧美市场按照 3:2 的比例分摊剩下 17%。依次估算欧洲/美洲/亚洲(剔除中国)/其他承接中国人境外消费占整体国人境外消费的 42.5%/28.33%/25%/4.17%。

图 25: 全球奢侈品销售及消费格局分布



数据来源：贝恩咨询，东方证券研究所

图 26: 中国外流奢侈品消费区域分布（预测）

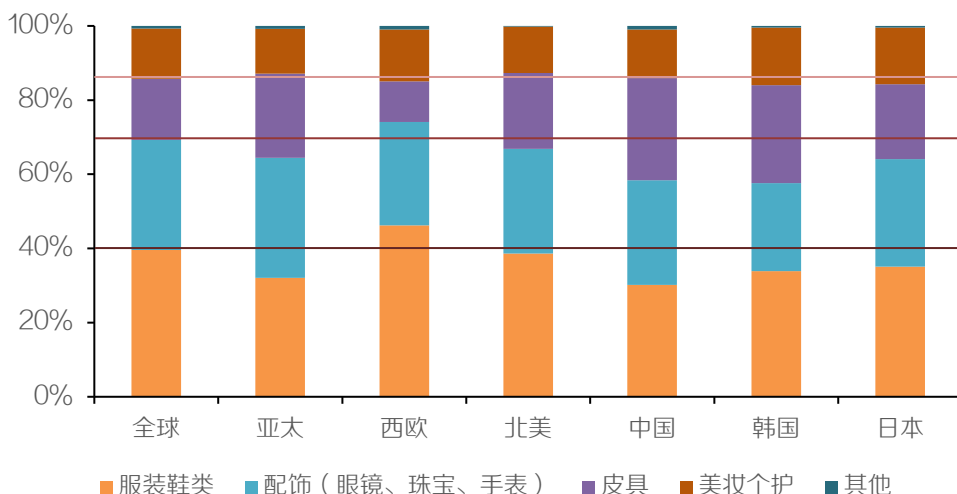


数据来源：贝恩咨询，东方证券研究所

### 3.1.2 还原外流奢侈品消费的品类结构

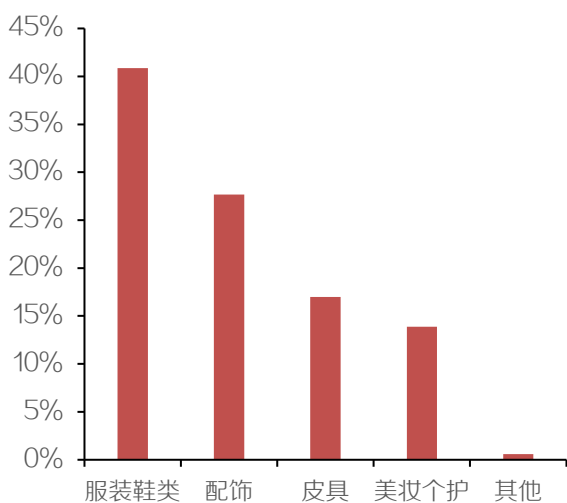
通过拆解各个销售市场细分奢侈品品类的销售占比情况，我们可以看出：

1. **西欧市场服饰鞋类及珠宝配饰等销售占比显著高于世界平均水平**：服饰鞋类等奢侈品潮流时效性较高，更新速度快，西欧地区具有良好的时尚基因，是每季时尚新品的发源地，更适宜购买时尚服饰鞋类奢侈品；
2. **配饰销售比例差异不大，基本维持在 28%-30% 的比例之间**：配饰包含珠宝、眼镜及钟表，全球看，除韩国在珠宝上销售不佳外，其余地区基本维持在 28%-23% 的水平，珠宝属于高价奢侈品，单品价值高，购买者基本稳定在高财富值人群，价格敏感性相对较弱
3. **亚太消费者显示出对皮具奢侈品更强的偏好**：我们可以合理地认为，亚洲地区的奢侈品消费基本由亚太消费者贡献，从结构看，亚太消费者对皮具展现出更强的偏好，占比高于世界平均水平 4pct；
4. **美妆个护占比不高，区域间差异亦不大，日韩市场显示出美妆个护销售的优势**：美妆个护虽然消费频次高，但由于单品价值低，整体消费占奢侈品比例不高，区域间差异亦不十分显著，日韩市场由于价格优势，其美妆个护占比高于其他区域 2pct；

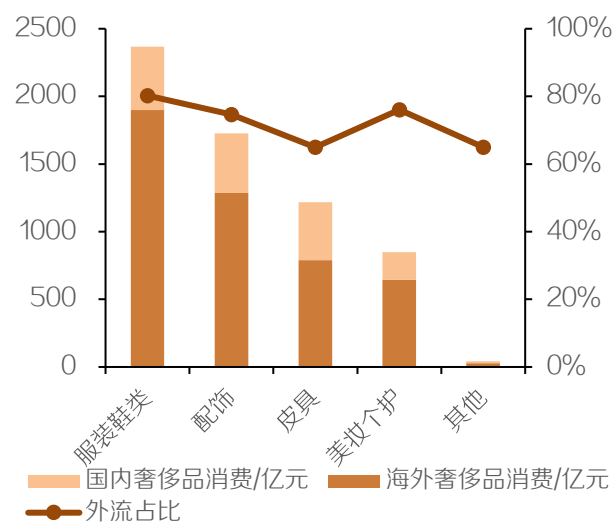
**图 27：2017 年世界各地奢侈品销售结构**


数据来源：公开数据，东方证券研究所

我们假设，中国人在海外各个区域的奢侈品消费基本遵循该地的奢侈品销售结构，结合前面我们对中国海外奢侈品消费地域数据，可以计算出海外奢侈品消费中，服装鞋类/配饰/皮具/美妆个护/其他占比分别为 40.85%/74.62%/64.95%/76.09%/64.99%。由中国消费者在国内外消费的各类奢侈品规模，其中服饰鞋类外流比例最高，为 80.23%，美妆个护及配饰外流比例为 76.09%/74.62%，与整体外流比例持平。

**图 28：中国海外奢侈品消费结构 (预测)**


数据来源：贝恩，公开数据，东方证券研究所

**图 29：细分奢侈品品类中国消费结构**


数据来源：贝恩，公开数据，东方证券研究所

**表 4：外流奢侈品消费品类及区域结构拆分**

| 品类 \ 区域 | 亚洲    | 欧美    | 其他    |
|---------|-------|-------|-------|
|         | 服装鞋类  | 8.63% | 30.6% |
| 配饰      | 6.59% | 19.8% | 1.24% |
| 皮具      | 5.83% | 10.5% | 0.69% |
| 美妆个护    | 3.84% | 9.5%  | 0.56% |
| 其他      | 0.11% | 0.5%  | 0.03% |

数据来源：贝恩，公开数据，东方证券研究所

### 3.2 回流规模预测：预计未来十年 1/4 海外消费将回流

基于对上述数据的拆分，我们认为长期看，随着国内奢侈品价格比较优势提升，消费回流是必然趋势，但是并非所有的境外消费均可实现回流，外流消费的回流比例在不同奢侈品品类及不同区域间均有差异，例如

(1) 对于不同品类，如香化 VS 精品，我们认为香化的比较优势主要还是集中于价格优势，虽然存在部分产品区域间产品质量差异，但这部分影响较小，而精品类在区域间存在品类丰富度、新品上新速度、货品价格等多元化差异，因此我们合理推测香化类产品回流比例中枢会高于精品品类回流中枢。

(2) 对于不同区域，需考虑其作为原产地的影响：欧美市场作为时尚发源地，在精品类品牌齐全度、更新速度及价格均有一定天然优势，则其回流难度大、比例相对较低；同理亚洲区韩国的韩妆优势等也会带来相应的回流难度加大、比例低的可能性；

因此我们分别针对不同品类及不同地区的回流比例作了中性及乐观两种假设，以从长期视角看海外消费可回流比例。

**表 5：中性假设下各个区域及品类回流比例**

| 品类 \ 区域 | 亚洲     | 欧美     | 其他     |
|---------|--------|--------|--------|
|         | 服装鞋类   | 50.00% | 15.0%  |
| 配饰      | 40.00% | 10.0%  | 40.00% |
| 皮具      | 50.00% | 15.0%  | 50.00% |
| 美妆个护    | 55.00% | 60.0%  | 60.00% |
| 其他      | 40.00% | 40%    | 40.00% |

数据来源：东方证券研究所

**表 6：乐观假设下各个区域及品类回流比例**

| 区域 | 亚洲     | 欧美    | 其他     |
|----|--------|-------|--------|
| 亚洲 | 50.00% | 15.0% | 50.00% |
| 欧美 | 40.00% | 10.0% | 40.00% |
| 其他 | 50.00% | 15.0% | 50.00% |

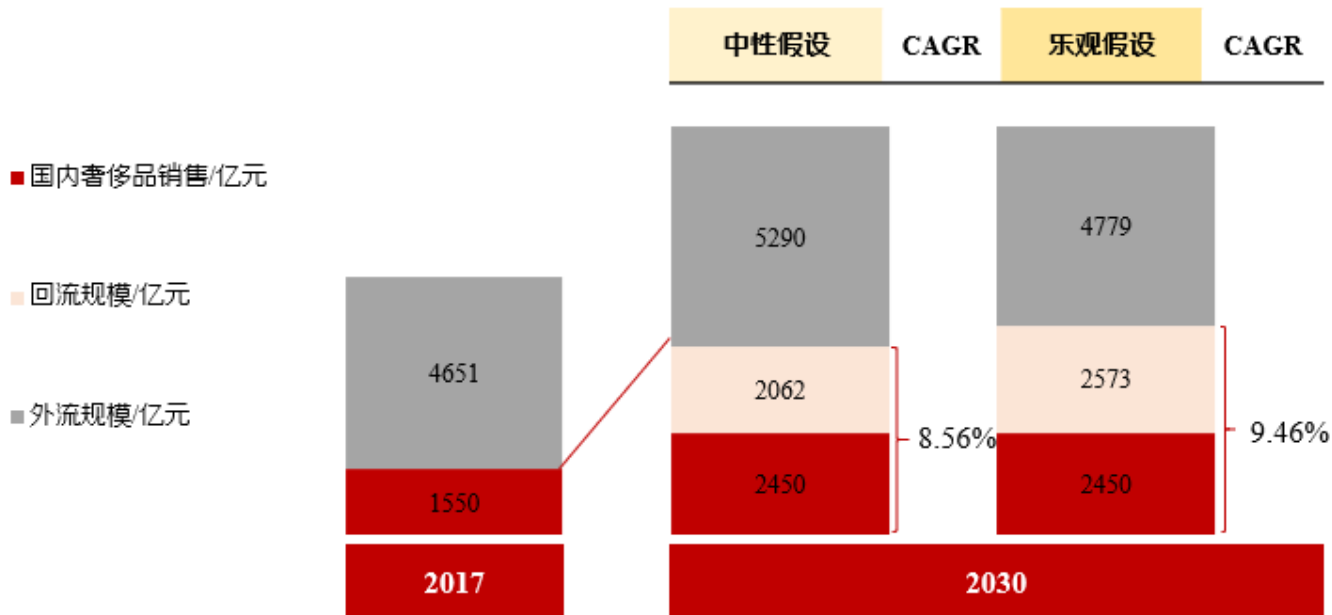
| 品类   |        |       |        |
|------|--------|-------|--------|
| 服装鞋类 | 60.00% | 20.0% | 60.00% |
| 配饰   | 50.00% | 15.0% | 50.00% |
| 皮具   | 60.00% | 20.0% | 60.00% |
| 美妆个护 | 65.00% | 70.0% | 70.00% |
| 其他   | 50.00% | 50%   | 50.00% |

数据来源：东方证券研究所

- 美妆个护回流区域差异不大，且可回流比例较高：**美妆个护作为单品价值较低的奢侈品品类，其消费群体最广，消费价格敏感性亦显著高于其他品类，因此价格是消费区域选择的主要衡量指标。我们对比了国内香化类产品价格最低的免税渠道与韩国免税渠道价格（韩国香化产品处于全球低位），国内渠道已经具备和海外竞争的能力，且存在更强的降价能力（尤其是市内店开业，更高的盈利能力提供更大的降价空间），考虑到韩国消费中部分韩妆回流可能性较低，因此我们假设中性预期下亚洲/欧美/其他市场回流比例分别为 55%/60%/60%，乐观假设下亚洲/欧美/其他市场回流比例分别为 65%/70%/70%；
- 服装鞋类及皮具区域间回流比例存在一定差异，亚太地区销售可回流比例显著高于欧美：**服装鞋类及皮具等奢侈品消费对市场消费环境的要求非常高，西欧地区作为各类时尚秀场集中地，其产品上新速度及品类丰富度均远高于国内，隐性优势在可见时间区间内难以有本质转圜，但亚太地区销售的精品类奢侈品主要竞争优势主要在于价格，因此我们认为欧美地区精品消费可回流比例相对较低，亚洲及其他地区可回流比例较高，中性假设下欧美/亚洲可回流比例为 15%/50%，乐观假设下欧美/亚洲可回流比例为 20%/60%；
- 配饰类产品：**珠宝和钟表单品价值高，且关税比例高，国内外价差较大，目前限制钟表消费回流的重要因素在于免税渠道的额度限制下高价单品消费依然受到显著抑制。后续，我们认为随着政策端的逐步放宽，中高端珠宝及钟表可在免税消费范围内。但欧洲作为高端钟表发源地，我们依旧合理假设欧美地区钟表类回流比例较低，中性假设下欧美/亚洲回流比例为 10%/40%，乐观假设下欧美/亚洲回流比例为 15%/50%；
- 其他：**其他产品包括电子产品、运动及书写类奢侈品，中性/乐观假设下回流比例为 40%/50%。

基于如上假设，将时间区间放到十年的维度，我们测算出，海外消费中可回流的部分占外流消费比例约为 28.04%/35%，叠加考虑海外消费占整体国人奢侈品消费 75%，则海外可回流部分占整体国人奢侈品消费 21.03%/26.25%，则到 2030 年，中国奢侈品消费中国国内市场销售占比约为 46%/51.2%，叠加考虑前文我们对于整体奢侈品消费市场规模的预测，国内奢侈品市场规模预计可达到 4512-5023 亿元。

图 30：2017-2030 年中国奢侈品销售格局（海外及国内消费占比）



数据来源：贝恩咨询，东方证券研究所

## 四、渠道格局：透视未来国内奢侈品销售，免税渠道/线下有税/跨境电商的份额变化

前文我们对长期视角下中国奢侈品消费及销售进行了详细测算，但其实现需要渠道的支撑，免税在其中又将扮演怎样角色？本章中，我们将以奢侈品消费的两条渠道为切入点，即免税，专柜等其他线下渠道、跨境电商渠道，分析各个渠道现状及未来增长情况，一方面，我们对各渠道，尤其是免税渠道，长期规模天花板形成具象的认知，同时，综合三渠道发展亦可作为前文我们对国内奢侈品销售规模预测的对照分析。

### 4.1、 定性分析：免税优势明显，未来十年有望一枝独秀

#### 4.1.1、 购买资质端：免税具备承接消费回流的天然优势

未来十年国内奢侈品市场的增长，最大部分将来自于消费回流，而免税与外流消费的群体重合度高，具备回流的天然优势。免税消费群体具有天然的消费区隔，实现免税消费需要满足出入境或者出入岛的资格要求，而对于目前比重较大的外流奢侈消费的购买者，其均满足出入境要求，即满足免税购物资格，对于承接外流消费的回流具备天然优势。

#### 4.1.2、 价格端：免税价格优势显著

由于奢侈品各渠道提供同质化商品，价格是最核心的竞争力。免税相对线下有税渠道价格优势碾压；相比跨境电商，除个别电商集中投入打造的爆品价格相近或略高外，大部分商品亦有显著价格优势，且质量保证更加坚实。我们搜集了目前主流香化类奢侈品牌主力产品在三大渠道的价格，从表中可以看出，免税渠道价格基本是线下有税渠道的 7 折左右，有显著的价格优势。对比跨境电商，平均来看免税渠道价格优势仍在但有所削弱，但是由于消费者对跨境电商在正品及质量等方面仍存在一定担忧，免税渠道仍有极强的竞争优势。

**表 7：免税渠道、线下有税渠道及跨境电商渠道价格对比/元**

|                |          | 免税渠道                     |     | 线下有税  | 跨境电商     | 免税/线<br>下有税 | 免税/跨境<br>电商 |         |
|----------------|----------|--------------------------|-----|-------|----------|-------------|-------------|---------|
|                |          | 日上                       | 海棠湾 | 官方旗舰店 | 网易<br>考拉 |             |             |         |
| 韩国<br>以外<br>品牌 | 阿玛尼      | 阿玛尼无痕持妆粉底液               | 349 | 405   | 580      | 379         | 64.41%      | 98.56%  |
|                |          | 阿玛尼漆光迷情唇釉                | 190 | 225   | 310      | 234         | 66.13%      | 87.61%  |
|                |          | 阿玛尼柔亮自然粉饼                | 284 | 345   | 455      |             | 67.99%      |         |
|                |          | 阿玛尼持色迷情唇膏                | 190 | 225   | 320      | 299         | 64.06%      | 68.56%  |
|                |          | 阿玛尼造型紧颜粉底液               | 380 | 465   |          | 498         |             | 83.33%  |
|                |          | 阿玛尼晶柔光韵防晒凝乳              | 313 | 355   | 560      |             | 59.32%      |         |
|                | SK-II    | SK-II 护肤精华露 250ml        | 914 | 1080  | 1540     | 1159        | 63.98%      | 85.01%  |
|                |          | SK-II 嫩肤清莹露 230ml        | 442 | 520   |          | 489         |             | 97.26%  |
|                |          | SK-II 男士焕活保湿洁面霜<br>120g  | 286 | 315   |          | 389         |             | 77.29%  |
|                |          | SK-II 护肤洁面油              | 297 | 335   |          | 329         |             | 95.78%  |
|                |          | SK-II 男士焕活护肤精华露<br>230ml | 870 | 1045  | 1540     | 1259        | 61.28%      | 74.96%  |
|                |          | SK-II 活肤紧颜面膜             | 690 | 770   | 1070     | 899         | 68.09%      | 81.04%  |
|                | 雅诗兰<br>黛 | 鲜活焕采泡沫洁面乳                | 178 | 200   | 280      | 192         | 67.22%      | 98.03%  |
|                |          | 持妆粉底液                    | 255 | 275   | 390      | 258         | 68.17%      | 103.05% |
|                |          | 修护肌透精华露与肌透修护眼<br>部精华霜套装  | 871 | 900   | 1100     | 929         | 81.46%      | 96.45%  |
|                |          | 鲜活亮采面霜与晚霜套装              | 712 | 845   |          | 809         |             | 95.00%  |
|                |          | 青春抗皱滋润眼霜                 | 345 | 375   |          | 284         |             | 127.10% |
|                | YSL      | 圣罗兰莹亮纯魅唇膏                | 200 | 230   | 320      | 198         | 66.82%      | 107.99% |
|                |          | 圣罗兰明彩轻垫粉底液               | 359 | 380   | 560      | 448         | 66.49%      | 83.12%  |
|                |          | 圣罗兰纯色唇釉                  | 200 | 230   | 320      | 198         | 66.82%      | 107.99% |
|                |          | 圣罗兰纯口红                   | 200 | 230   | 320      | 228         | 66.82%      | 93.78%  |
| 圣罗兰眉笔          |          | 145                      | 155 | 220   | 231.5    | 68.69%      | 65.28%      |         |
| 圣罗兰反转巴黎女士香水    |          | 633                      | 730 | 770   | 498      | 87.82%      | 135.79%     |         |
| 圣罗兰妍活青春粉底液     |          | 358                      | 415 | 600   | 528      | 63.90%      | 72.61%      |         |

|        |                |                   |     |     |      |        |         |         |
|--------|----------------|-------------------|-----|-----|------|--------|---------|---------|
| CPB    | 圣罗兰黑管唇釉        | 200               | 230 | 320 | 182  | 66.82% | 117.48% |         |
|        | 圣罗兰妆前饰底乳       | 306               | 355 | 460 | 455  | 71.22% | 72.01%  |         |
|        | 圣罗兰明彩丝柔粉饼      | 205               | 285 | 400 | 428  | 58.85% | 55.00%  |         |
|        | 肌肤之钥光凝妆前霜      | 374               | 420 | 540 | 370  | 73.35% | 107.05% |         |
|        | 肌肤之钥光透妆前乳      | 374               | 420 | 540 | 429  | 73.35% | 92.33%  |         |
|        | 肌肤之钥御龄防晒乳霜     | 606               | 700 | 800 | 759  | 81.00% | 85.38%  |         |
|        | 肌肤之钥光采洗面膏（清爽型） | 327               | 400 | 450 | 379  | 79.32% | 94.18%  |         |
|        | 肌肤之钥光采防晒修颜霜    | 427               | 525 | 660 | 649  | 70.73% | 71.93%  |         |
|        | 肌肤之钥按摩霜        | 575               | 705 | 900 | 819  | 69.81% | 76.71%  |         |
|        | 兰蔻             | 兰蔻粉水清滢柔肤水 400ml   | 259 | 298 | 420  | 339    | 65.90%  | 81.65%  |
|        |                | 兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml  | 839 | 990 | 1480 | 979    | 61.08%  | 92.33%  |
|        |                | 兰蔻广角羽扇防晕染睫毛膏      | 200 | 235 | 360  | 169    | 59.86%  | 127.50% |
|        |                | 兰蔻水漾轻透隔离露         | 349 | 435 | 480  | 379    | 79.91%  | 101.20% |
|        |                | 兰蔻空气轻垫柔雾唇釉        | 182 | 185 | 250  |        | 74.59%  |         |
|        |                | 兰蔻梦魅防水眼线笔         | 109 | 130 |      | 249    |         | 47.42%  |
|        |                | 兰蔻净透洁面泡沫          | 220 | 230 | 350  | 119    | 64.99%  | 191.15% |
|        |                | 兰蔻新立体塑颜紧致乳液       | 548 | 590 | 920  | 577    | 62.14%  | 99.08%  |
|        |                | 兰蔻菁纯柔润唇膏          | 180 | 220 | 270  | 199    | 72.66%  | 98.58%  |
|        |                | 兰蔻水份缘舒缓日霜         | 359 | 385 | 600  | 189    | 62.34%  | 197.90% |
| 韩妆     | 后拱辰享           | 后拱辰享水妍洁面乳 180ml   | 185 | 220 | 280  | 239    | 71.46%  | 83.72%  |
|        |                | 后拱辰享气韵生 3 件套装     | 770 | 860 |      | 838    |         | 97.04%  |
|        |                | 后清颜顺滑精华液 2 件套     | 794 | 885 |      |        |         |         |
|        |                | 后拱辰享美玉琼隔离霜        | 211 | 235 | 360  | 200    | 61.84%  | 111.32% |
|        |                | 后拱辰享气韵生润颜洁面膏套装    | 334 | 375 |      |        |         |         |
|        | 雪花秀            | 雪花秀顺行柔和洁面泡沫 200ml | 132 | 155 | 320  | 145    | 44.38%  | 97.94%  |
|        |                | 雪花秀采淡致美气垫粉底液 21 号 | 256 | 315 | 400  | 297    | 69.96%  | 94.23%  |
|        |                | 雪花秀与润修护睡眠面膜       | 231 | 260 | 380  | 259    | 64.37%  | 94.45%  |
|        |                | 雪花秀彩妆平衡焕肤精华乳 1 号  | 268 | 300 | 430  |        | 65.88%  |         |
|        |                | 雪花秀润致焕活肌底精华面膜     | 273 | 315 |      |        |         |         |
|        |                | 雪花秀凝脂玉面膜          | 386 | 420 | 600  |        | 67.32%  |         |
| 价格优势均值 |                |                   |     |     |      | 67.73% | 96.16%  |         |

数据来源：各渠道官网，东方证券研究所



从长期来看，我们认为免税与跨境电商的价差亦有税费差异上的保障，若跨境电商采用大额补贴方式降低售价，其盈利能力上将有较大差距，这也是免税模式上的优越性。

**表 8：中国免税及跨境电商税收计算方法**

|      |                          |  |
|------|--------------------------|--|
| 免税渠道 | 单价≤8000                  | 0  |
|      | 单价>8000                  | $\text{应交税费} = [\text{价格} - \min(8000, \text{剩余额度})] \times \text{行邮税率}$   |
| 跨境电商 | 单价<5000<br>&<br>全年<26000 | $\text{应交税费} = (\text{消费税} + \text{增值税}) \times 70\%$ $\text{消费税} = \frac{\text{商品价格}}{1 - \text{消费税率}} \times \text{消费税率}$ $\text{增值税} = (\text{商品价格} + \text{消费税}) \times \text{增值税率}$ |
|      | 单价>5000<br>&<br>全年>26000 | $\text{应交税费} = \text{关税} + \text{消费税} + \text{增值税}$ $\text{消费税} = \frac{\text{商品价格}}{1 - \text{消费税率}} \times \text{消费税率}$ $\text{增值税} = (\text{商品价格} + \text{消费税}) \times \text{增值税率}$   |

数据来源：东方证券研究所

#### 4.1.3、政策端：免税承载着消费回流的重任，政策倾向显著

未来引导消费回流大趋势中，免税是最具备核心竞争力的渠道，也是目前政策最主要的扶持方向。未来消费回流的顶层设计的落实，一方面需要一个奢侈品属性充分内容充足的渠道、另一方面需要渠道的价格具备国际竞争力；在这几点上，免税具备最强的竞争力。从政策角度看，国家也一直在努力推进免税政策的放宽，从试点到推广，逐步推进国内免税行业走向国际化。

1. **离岛免税政策端逐步放开，在购物资格、购买频次及额度限制等多方面屡次宽松。**自 2011 年离岛免税试点以来，政策端持续放宽：（1）免税额度：免税额度由 12 年以前的 5000 元上调至目前的 30000 元，整体放宽比例较大，同时不再区分岛内外居民；（2）免税购物次数：由 1-2 次的购物限制放宽至无限次，同时不再区分岛内外居民；（3）品类及件数：逐步提升免税品类的丰富度，加入美容及家用医疗器械，同时 16 年对单品类购买件数限制进行放宽。

**表 9：离岛免税政策放宽**

|  |  |        |        |         |
|--|--|--------|--------|---------|
|  |  | 2012.1 | 2016.2 | 2018.12 |
|--|--|--------|--------|---------|

|        |         |                           |                           |                           |
|--------|---------|---------------------------|---------------------------|---------------------------|
| 购物对象   |         | 年满 16 周岁；离开海南本岛但不离境的国内外旅客 | 年满 16 周岁；离开海南本岛但不离境的国内外旅客 | 年满 16 周岁；离开海南本岛但不离境的国内外旅客 |
| 免税额度   | 岛内居民    | 8000                      | 8000                      | 30000                     |
|        | 岛外居民    | 8000                      | 16000                     | 30000                     |
| 购物次数   | 岛内居民    | 1                         | 1                         | 不限次                       |
|        | 岛外居民    | 2                         | 不限次                       | 不限次                       |
|        | 价位的件数限制 | 8000 以上的商品限购一件            | 8000 元以上产品单次来回限购一件；全年限购两件 | 8000 元以上产品单次来回限购一件；全年限购两件 |
| 行邮税起征点 |         | 8000                      | 8000                      | 8000                      |

数据来源：商务部，东方证券研究所

2. **机场免税端，政府干预机场提成比例设置，推动免税行业与机场共赢发展。**19 年七月，财政部针对口岸出境免税招标及运营提出一系列条例，其中口岸招标评判及租金上限提出了一定指导意见，一定程度限制了当下免税招标中机场强势地位的议价力。机场扣点费用的限制进一步促进了国内免税相对国际市场竞争力的提升，未来国内免税行业做大做强实质上可以实现机场与免税双赢局面。

此外，对于跨境电商，在 16 年的大幅收紧后，虽略有放宽，但政策限制依然较大，对其长期发展特别是高价商品的售卖仍然存在较大制约。

**表 10：跨境电商政策变更前**

| 时间点   | 商品分类 | 征收税种 | 税率              | 免征额度 | 征收方法   |
|-------|------|------|-----------------|------|--------|
| 四八新政前 | 物品   | 行邮税  | 10%、20%、30%、50% | 50 元 | 按行邮税征收 |
|       | 货物   |      |                 |      |        |
| 四八新政后 | 物品   | 行邮税  | 15%             | 无    | 按行邮税征收 |

|                        |                  |      |                  |  |   |
|------------------------|------------------|------|------------------|--|---|
| 跨境<br>电<br>商<br>新<br>政 |                  |      | 30%              | 运动用品（不含高尔夫球具）、钓鱼用品；纺织品及其制成品；电视摄像机及其他电器用具；自行车；税目 1、3 未包含的其他商品 |   |
|                        |                  |      | 60%              | 烟酒；贵重首饰及珠宝玉石；高尔夫球及球具；高档手表；化妆品                                |   |
|                        | 货物               | 正常征税 | 对应品类关税、增值税、消费税税率 |  | 单价<2000 或者全年消费<20000，免征关税，征收增值税及消费税的70%<br>单价>2000 或者全年消费>20000，按一般贸易全额征收 |
|                        | 未作改变，新增 63 个税目商品 |      |                  |  | 单价<5000 或者全年消费<26000，免征关税，征收增值税及消费税的70%<br>单价>5000 或者全年消费>26000，按一般贸易全额征收 |

数据来源：互联网，东方证券研究所

## 4.2、定量角度：线下有税渠道维持稳定增长，跨境电商高增速但体量难上规模

从定量角度，我们如何看待后续各个奢侈品销售渠道的发展？我们将三大渠道的未来增长拆分为购买基数、转化率、客单价，对比如下：

1. **免税（尤其是出入境免税）面对中高收入客群，且目前仍处于发展初期，政策端支持较大，后续增长空间向上弹性更大。**线下有税渠道发展多年，已经趋于成熟，后续的增长动力主要来源于消费客单价提升（专柜消费客群普遍收入较高），其转化率边际提升有限，跨境电商渠道受到政策限制显著，无法承载贵价奢侈品销售，且客户大多消费能力较弱，属于价格敏感性较强的客户群体，整体提升主要来源于跨境电商低基数客群基础上的高增长。免税一方面仍处于发展初期，转化率提升仍有极大空间，其次免税面对客群属于中高收入人群，后续客单价及转化率双驱动增长动力及空间更充足。

表 11：免税渠道、线下有税及跨境电商渠道对比

|  | 免税渠道 | 线下有税渠道 | 跨境电商渠道 |
|--|------|--------|--------|
|--|------|--------|--------|

| 目标客群   | 出境人次 | 未出境消费者 | 未出境消费者 |
|--------|------|--------|--------|
| 客群消费能力 | 强    | 强      | 弱      |
| 政策支持力度 | 强    | 无      | 弱      |
| 发展阶段   | 初期   | 成熟     | 初期     |

数据来源：东方证券研究所

参照上述逻辑，我们对三个渠道的未来十年发展做了详细拆解预测

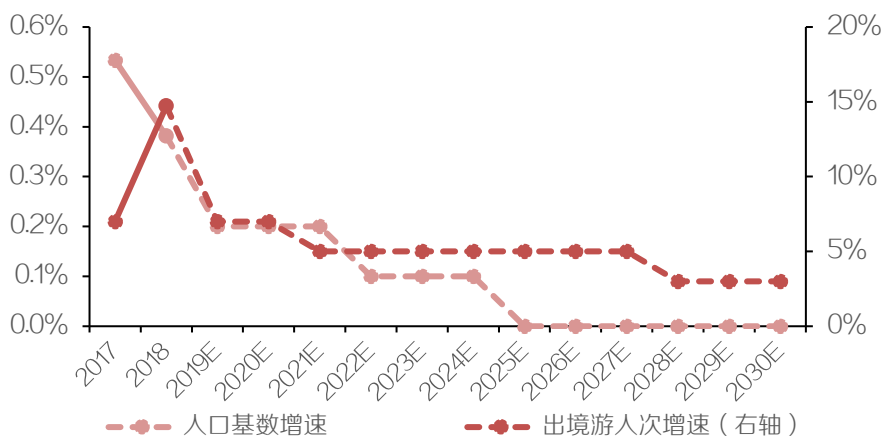
#### 4.2.1、 线下有税：基数大，增长稳

有税线下渠道包括专柜，百货等多种渠道，由于发展成熟、渗透率高，是目前国内最大且发展最为成熟的奢侈品销售渠道，其消费客群主要为资产及收入均较高的奢侈品消费者，后续商业地产向低线城市发展仍能带动渗透率提升，但预计边际提升较小。

针对有税线下渠道的未来规模预测，我们主要拆分为客流基数、转化率及客单价：

1. **客流基数**：前文已述，由于免税相对有税线下及跨境电商均有较强比较优势，因此我们认为但凡出境游客若有购物需求均将选择免税店消费，因此线下有税渠道面临的客流基数为总人口基数剔除出境游人次，对于总人口端，2018年国内总人口增长0.38%，预计后续将呈现低增速增长且增速呈现阶梯式下降趋势，出境游端，目前我国出境游渗透率仍远低于日韩欧美等发达国家，我们认为后续出境游仍将维持中速增长且增速逐步趋于平缓；

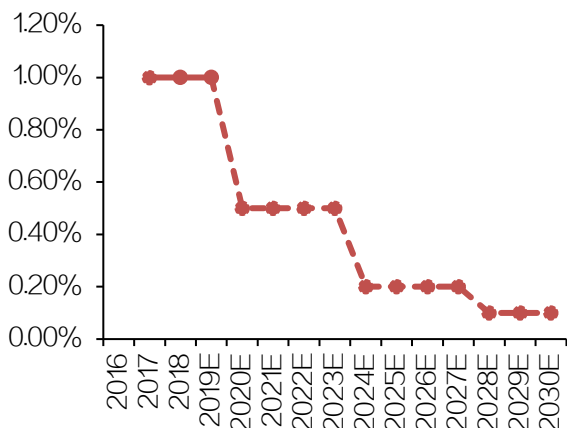
图 31：线下有税渠道客流基数假设



数据来源：Wind，东方证券研究所

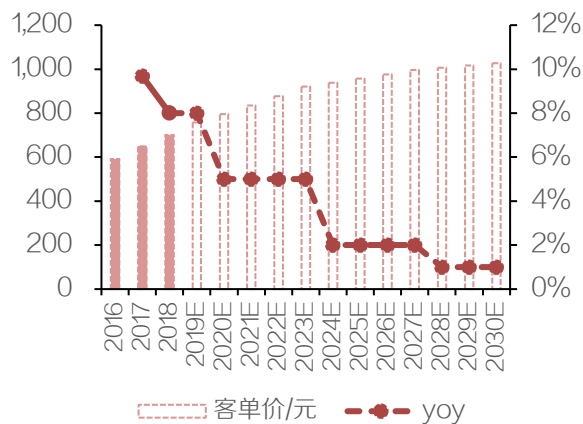
2. **转化率**：预计 18 年线下有税渠道渗透率 16%，消费客群约为 1.87 亿人，由于线下有税由来已久，整体发展较为成熟，其渗透率亦远高于免税 3%-8%及跨境电商 5%，后续转化率的边际改善幅度有限，低于其他渠道转化率；

3. **客单价**：目前估测全国有税线下客单价约为 650 元/人，由于线下有税渠道客户群体属于高消费能力客群，我们预计后续客单价增速显著高于跨境电商等渠道。

**图 32：线下有税渠道转化率假设**


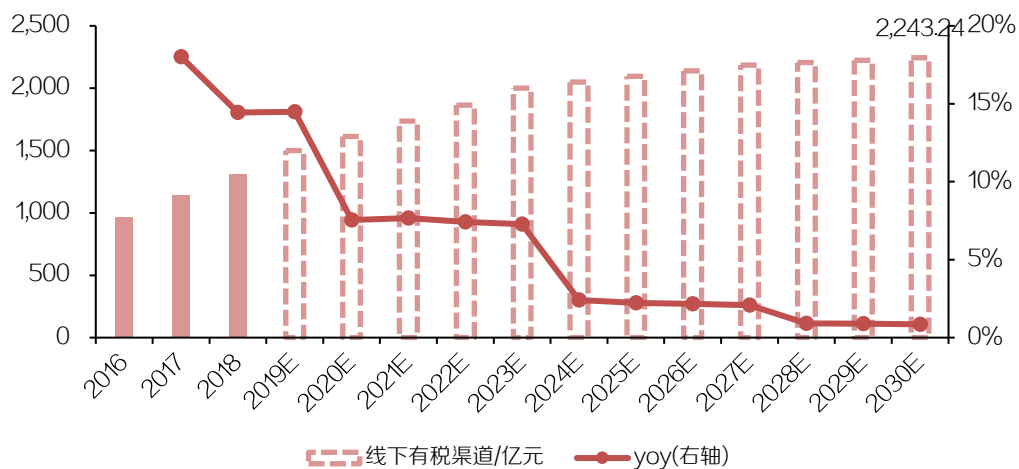
备注：左轴代表年转化率增量

数据来源：贝恩，Wind，东方证券研究所

**图 33：线下有税渠道客单价假设**


数据来源：贝恩，Wind，东方证券研究所

根据以上假设，我们预计到 2030 年，国内线下有税奢侈品销售规模约为 2243.24 亿元，18-30 年 CAGR 4.59%。

**图 34：线下有税渠道规模预测**


数据来源：贝恩，Wind，东方证券研究所

#### 4.2.2、 跨境电商：发展初期仍享行业扩张红利，后续仍存发展瓶颈

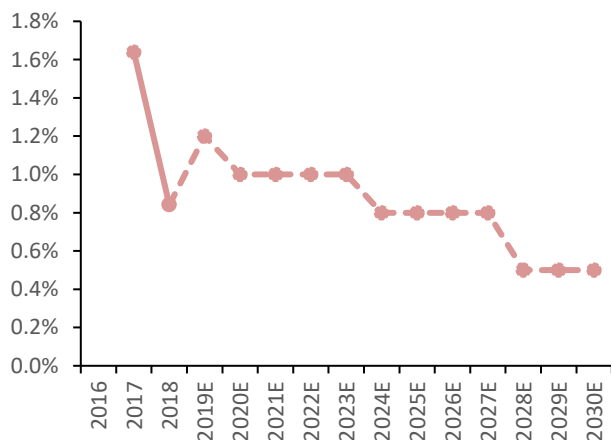
近年来，随着各大电商平台纷纷介入跨境电商业务，该渠道销售增速显著提升，但目前消费者对跨境电商仍存在一定货品质量质疑，同时由于政策对于单次消费额度的限制以及奢侈品线上销售服务的缺失，跨境电商重点仍主要在销售绝对价值较低的香化个护产品及部分低价轻奢产品。

对于跨境电商渠道后续的发展，我们认为：

1. **客流基数**：跨境电商客流与有税线下基本重合，以人口基数剔除出境游人次为衡量指标；
2. **转化率**：2016-2017 年国内海淘用户数量为 4100/5800/7600 万人，以此估计整体转化率为 2.67%/4.6%/5.45%，后续我们认为跨境电商在转化率上仍有较大提升空间，
3. **客单价**：跨境电商消费者主要是消费能力较弱且价格敏感性较强的一部分消费者，且由于单次消费额限制及产品质量无保证，跨境电商本身不适合消费高价产品，客单价相对提升速度慢于免税及线下有税渠道。

根据如上假设，预计 2030 年国内跨境电商奢侈品销售规模可达 495.16 亿元，18-30 年 CAGR 可达 9.7%。

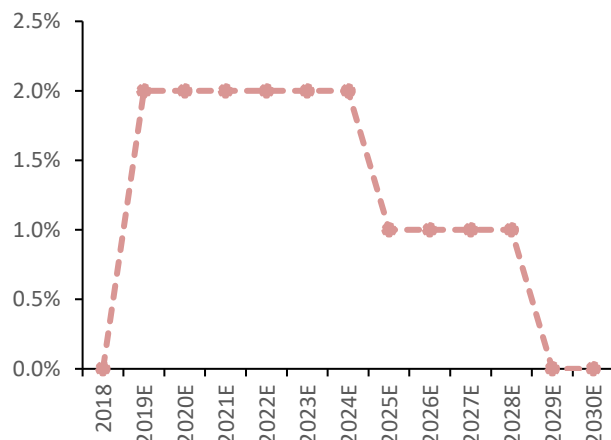
图 35：跨境电商渠道转化率假设



备注：左轴代表年转化率增量

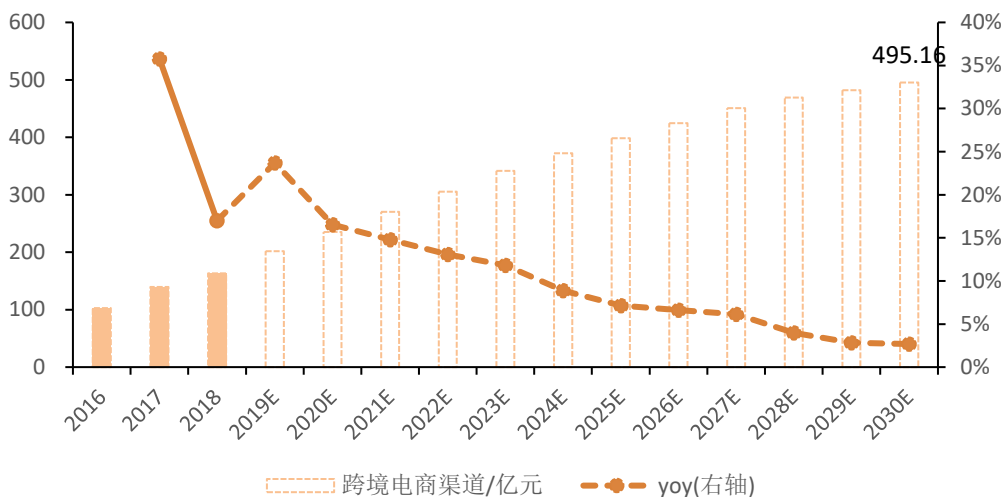
数据来源：贝恩，Wind，东方证券研究所

图 36：跨境电商渠道客单价增速假设



数据来源：贝恩，Wind，东方证券研究所

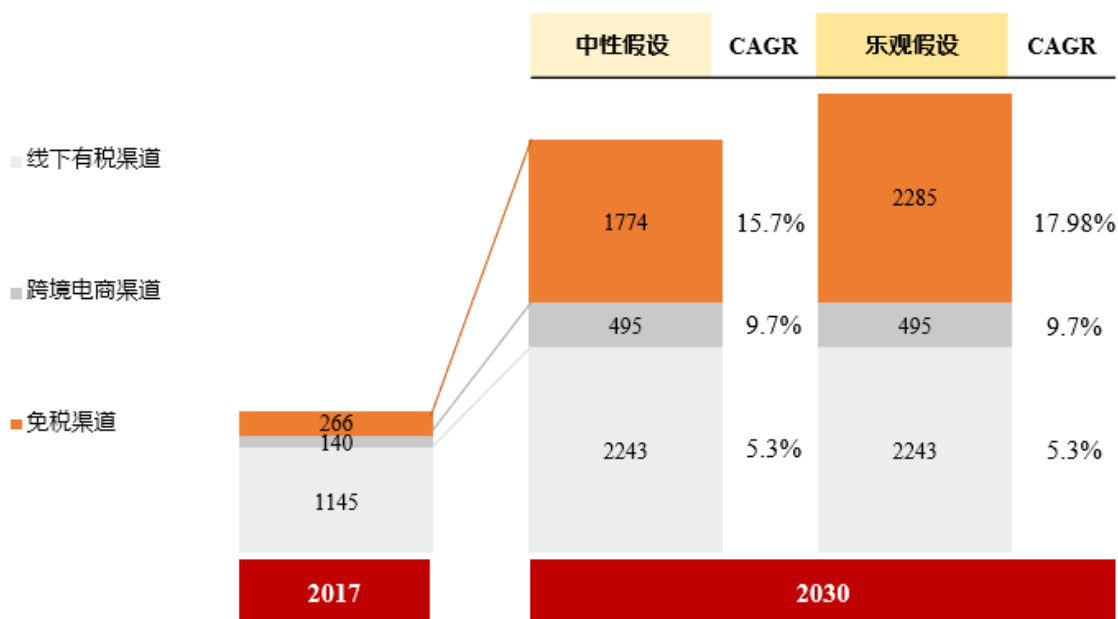
根据以上假设，我们预计到 2030 年，国内线下有税奢侈品销售规模约为 495.16 亿元，18-30 年 CAGR 9.7%。

**图 37：跨境电商渠道规模预测**


数据来源：贝恩，东方证券研究所

#### 4.2.3、 免税渠道：一枝独秀，未来十年 CAGR+15%

结合我们前文对于国内奢侈品销售市场规模的预测，剔除掉线下有税、线上销售规模，预计 2030 年在消费回流完成基础上，则免税的规模可能达到 1773-2284 亿元，2017-2030 年 CAGR 15.7-17.98%。

**图 38：国内奢侈品销售三渠道 2030 年规模预测展望/亿元**


数据来源：贝恩，公司财报，东方证券研究所

## 五、从免税细分看增长实现路径：机场仍是核心重头，市内店贡献最大增量

前文我们从整体市场发展及其他渠道规模扩张，推算出免税未来十年的潜在规模空间在 1788-2299 亿元。但同样免税渠道的持续增长也离不开各类免税店的相应发展，15%左右的复合增长率的实现路径也是我们需要核心考量的因素。

因此本章，我们将从国内免税的三条主要渠道入手测算，机场/离岛/市内免税成长性及空间几何？能否支撑起达到这样的规模目标？

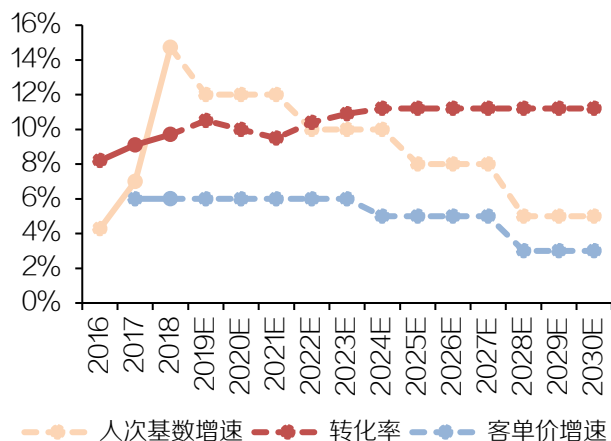
### 5.1、机场免税店测算

**机场免税店：**由于北京、上海及广州机场等三大全国免税业务最大的机场均归属于中国国旅旗下，因此国内机场免税店存量规模主要考量中国国旅营收披露叠加考虑目前集团体内承诺注入的海口美兰机场营收。针对机场免税店后续规模预测，我们拆分为客流基数、转化率及客单价三要素进行预测：

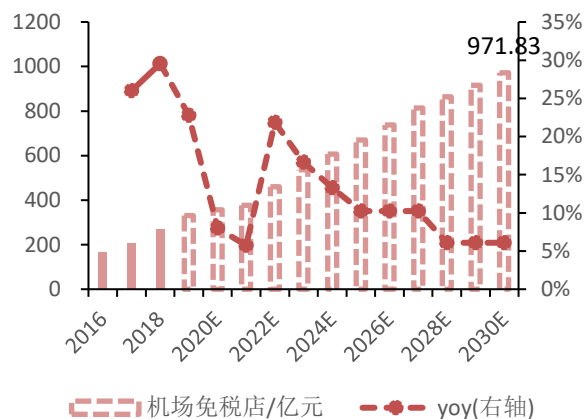
- (1) **客流基数：**我们使用全国出境游人次基数+机场出境客流数作为机场免税店面向客流基数；2016-2018 年出境客流增速 4.27%/7%/14.72%，18 年出境游渗透率达到 10.73%，相比日韩等发达国家出境游渗透率仍有一定提升空间；17-18 年北京/上海机场出境客流增速 4.89%/3.6%，考虑机场潜在的航线瓶颈，我们认为其客流增速的持续性更好，因此认为其未来维持在 5%左右水平。
- (2) **转化率：**机场整体运营已经处于比较成熟的阶段，客户挖掘持续深化转化率稳步提升，但由于 20 年市内店牌照大概率放开，理论上短期会造成机场客流的一部分分流，导致转化率下滑，但 2022 年上海机场卫星厅启用对整体转化率提振亦有正向作用。长期看，我们认为机场和市内店面对不同消费场景和消费需求，在优势品类上的错位布局可实现两者共荣发展，因此我们假设 20-21 年机场店转化率有小幅下滑，此后将有所回升然后保持稳定；
- (3) **客单价：**16-18 年机场客单价基本维持 6%左右的增速，预计中短期该增长继续，后续假设机场店主要满足临时购物需求，客单价基本维持与物价指数同步的低增速；

根据以上假设，我们预计到 2030 年，机场免税销售规模约为 971.83 亿元，17-30 年 CAGR 12.6%。



**图 39：机场免税店预测假设**


数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

**图 40：2019-2030 年机场免税店预计规模**


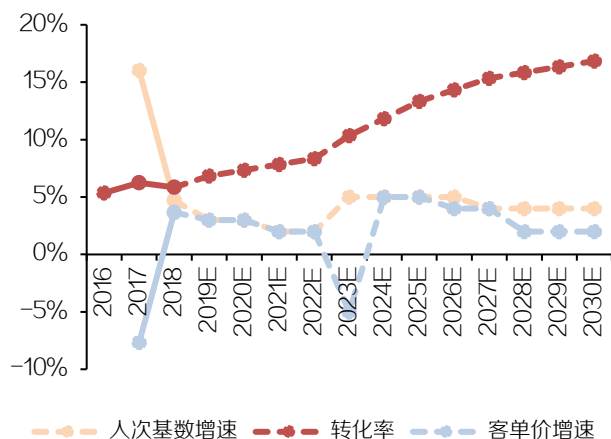
数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

## 5.2、离岛免税店测算

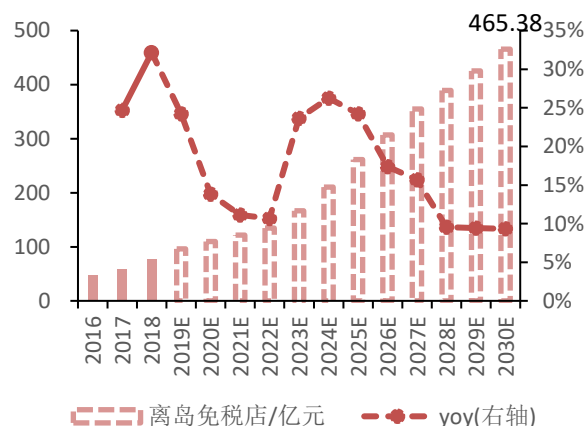
**离岛免税店：**离岛免税店主要指海南岛板块，目前海南岛离岛免税共有三家门店，包括三亚海棠湾，海口及博鳌，其中博鳌店由于选址问题规模较小，暂不做过多考虑，海口免税店目前仍在日月广场临时门店运营，2023 年海口免税城建设完毕，海口店将面临规模的跨越式增长。针对离岛免税未来发展，我们仍从客流基数、转化率及客单价三个角度进行拆解分析：

- (1) **客流基数：**2017 年火车离岛免税购物资格放开，2018 年轮船离岛免税资格放开，因此 2019 年离岛免税客流基数为全岛出入岛人次。一方面，海南旅游吸引力是免税客群基数发展的核心要素（中长期来看其吸引力较为稳固），但同时免税店建设本身对海南旅游吸引力亦有较大正向作用，尤其是海口免税城对附近省份居民的吸引力。因此我们认为基底的海南客流整体维持中低增速，2023 年海口免税城运营后对整体客流人次有一定提振作用；
- (2) **转化率：**2019-2022 年，转化率保持每年 0.5% 的提升速度，2023 年海口市内店开放造成转化率的大幅提升；
- (3) **客单价：**目前离岛免税板块对客单价限制较大的主要为政策端因素（行邮税政策），后续政策端限制放开是必然趋势，但具体落地时间等仍不确定，此处暂不做考虑。谨慎假设 19-22 年客单价将维持自然增长率，2023 年海口市内免税店开放，由于面向客户主要为商务客户及地方居民，消费呈现频次高而客单低的特点，因此我们假设 2023 年客单价综合将有一定下滑，后续仍持稳定增速；

根据以上假设，我们预计到 2030 年，机场免税销售规模约为 465.38 亿元，17-30 年 CAGR 17.27%。

**图 41：离岛免税渠道预测假设**


数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

**图 42：2019-2030 年离岛免税渠道预测规模**


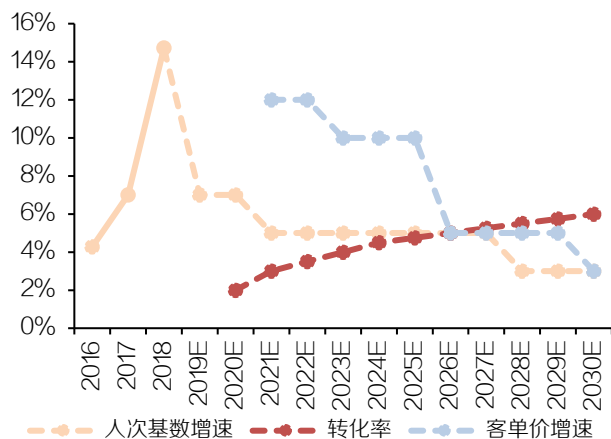
数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

### 5.3、市内免税店测算

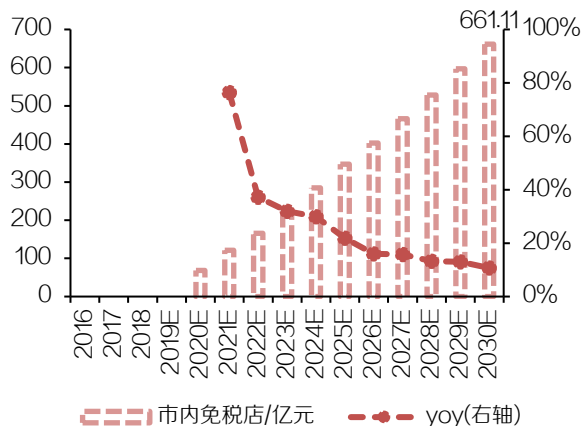
**市内店：**目前市内店已有中出服运营的部分门店，但由于整体体量规模较小且营收数据无可参考依据，在此暂不考虑。在预测市内店规模上，我们依旧拆分为客流基数、转化率及客单价三要素进行预测：

- (1) **客流基数：**我们使用全国出境游人次基数作为市内免税店面向客流基数，2016-2018 年出境客流增速 4.27%/7%/14.72%，18 年出境游渗透率达到 10.73%，相比日本出境游渗透率仍有较大提升空间。因此我们假设出境游增速将维持中速增长，呈现阶梯式放缓的节奏；
- (2) **转化率：**由于目前中免仅在北京、上海、厦门、大连及青岛等五座城市布局市内店，理论而言从这五座城市中出入境的旅客消费可能性更高，假设首年渗透率为 5%，并呈现逐年提升的态势，非这五座城市的出入境游客消费转化率较低，假设为 0.5%，基本维持稳定。这五座城市出入境客流占全国人次 50%以上，我们以 50%作为权重将渗透率加权平均计算出整体转化率数据；
- (3) **客单价：**目前上海、北京机场店客单价大约 1500 元，海棠湾市内店客单价约 4500 元，上海北京等市内店面向出入境游客消费能力相对更强，但由于旅行途中可能存在境外消费，购物需求和目的性前期可能不及海南岛旅游型游客，但市内店客单价肯定高于机场店。因此我们假设起始客单价为 2000 元，后续随着市内店市场认知力提升，将呈现稳步增长态势；

根据以上假设，我们预计到 2030 年，市内店免税销售规模约为 661.11 亿元。

**图 43：市内免税店规模预测假设**


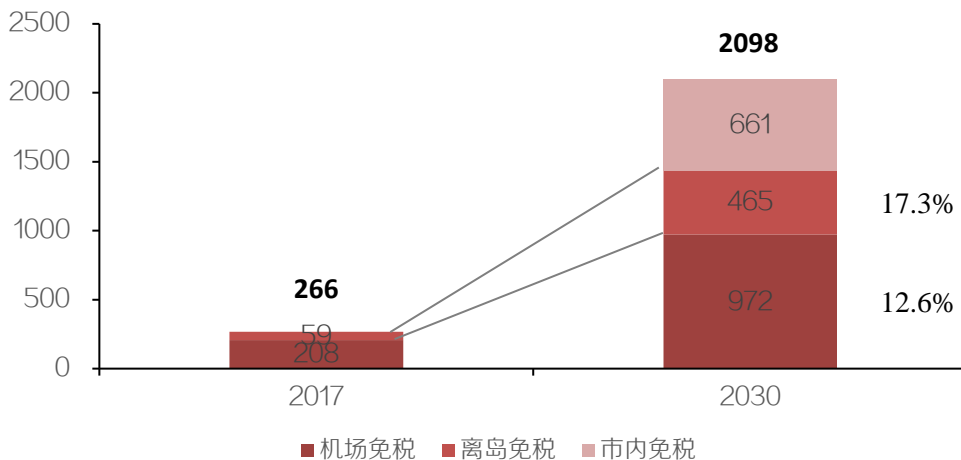
数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

**图 44：2019-2030 年市内免税店规模预测**


数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

当然,也要指出由于市内店尚未开业,缺乏起始基础数字,此处测算仅为长期空间的一个大概模拟。若需要针对开业及中短期的更精确测算,欢迎参考我们之前的深度报告《透视市内店: 国旅发展新征程》,我们从自上而下及自下而上多维度对市内店的中短期规模做了更详细拆解。

基于如上假设,我们估算出 2030 年免税渠道整体规模约为 2098.32 亿元,其中机场/离岛/市内免税店规模分别为 971.83/465.38/661.11 亿元,预测中未考虑后续额度、件数等放宽带来的客单价大幅提升,但政策放宽为必然趋势,将为整体市场提供更大上行弹性。

**图 45：2017-2030 年国内免税各渠道增长情况/亿元**


数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

## 六、投资建议：继续坚定看好中国国旅

我们坚定推荐中国国旅(601888, 买入), 看好公司在规模和盈利双重提升下可看十年的长期价值:

### 6.1、中国免税市场：国旅一家独大将长期存在，后续尽管放开竞争但国旅优势依然显著

在强政策支持下，国旅不断收并其他免税经营商，实现了双寡头向一家独大的免税巨头格局转变。2017 年收购日上中国 51%的股权，2018 年收购日上上海 51%的股权（之前日上中国+上海总营收高于国旅中免），目前海免已划归中旅集团母公司，后续亦将注入上市公司体系内部，近年来，公司加快其免税运营蓝图规划，外延拓张持续推进，实现了规模上的迅速攀升与垄断优势的不断夯实。

图 46：中国国旅历史沿革



数据来源：公司公告，东方证券研究所

目前，中国国旅在国内免税市场一家独大稳固，国内垄断优势地位突出。国内除国旅外，亦存在深免、珠免等地方性免税运营商，从目前格局看，国旅旗下中免以及控股子公司日上分别掌控了国内流量最大的机场以及规模最大的离岛免税，国内市占率在 90%以上。

表 12：国内主要免税店经营信息

| 经营商 | 免税店                | 类型   |
|-----|--------------------|------|
| 中免  | 三亚海棠湾              | 离岛免税 |
|     | 博鳌市内免税             | 离岛免税 |
|     | 海口市内免税             | 离岛免税 |
|     | 首都机场 T2            | 机场免税 |
|     | 广州白云机场             | 机场免税 |
|     | 南京禄口机场             | 机场免税 |
|     | 香港国际机场烟酒段（中免-拉格代尔） | 机场免税 |
|     | 杭州萧山机场             | 机场免税 |

|           |          |           |
|-----------|----------|-----------|
|           | 长沙黄花机场   | 机场免税      |
|           | 武汉天河机场   | 机场免税      |
|           | 成都双流机场   | 机场免税      |
|           | 深圳湾口岸免税  | 边境免税      |
|           | 福田口岸免税   | 边境免税      |
|           | 皇岗口岸免税   | 边境免税      |
|           | 广州东火车站   | 火车站免税     |
| 海免        | 海口美兰机场   | 机场免税/离岛免税 |
| 日上(国旅子公司) | 浦东机场     | 机场免税      |
|           | 首都机场 T3  | 机场免税      |
| 深免        | 罗湖口岸免税   | 口岸免税      |
|           | 深圳宝安机场   | 机场免税      |
| 珠免        | 横琴出境免税店  | 边境免税      |
|           | 天津滨海国际机场 | 机场免税      |
| 中出服       | 中出服上海店   | 入境市内免税    |
| 中侨        | 哈尔滨中侨免税  | 入境市内免税    |
| 东方航空      | 东航机上免税   | 机上免税      |
| 南方航空      | 南航机上免税   | 机上免税      |

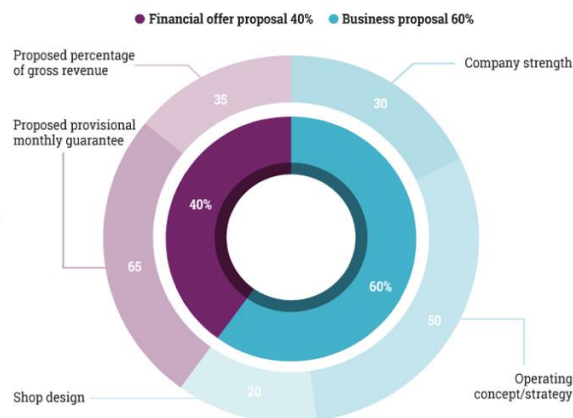
数据来源：公开资料，东方证券研究所

尽管近期对国内机场免税放开竞争，但同时亦强化了国旅在技术指标上的优势，以目前的规模博弈情况，即使放开对国内免税运营商的市场化竞争，国旅的垄断地位仍可维持。此前，财政部发布关于离境免税管理办法引起了市场关于竞争放开的担忧，我们认为该政策从两方面利好公司：（1）对机场的招标行为做出明确限制，避免再出现价高者得的恶性竞争：加大了技术标比例至 50%以上，与香港招标指标可以对等，国旅在品牌招商、营销及服务等多方面均有超出同业竞争者的强优势；（2）对机场的盈利带来明确限制，保障国旅等免税运营商利益：限制了扣点率水平，可显著提升后续招标机场免税店的盈利能力。目前来看，国旅已经具备与国际一线免税商相较的实力，国内免税市场面向国内运营商的市场化竞争放开难以撼动国旅的垄断地位。

**图 47：招标文件对于技术标及财务标比重分配**

|                            |               |                           |
|----------------------------|---------------|---------------------------|
| 投<br>标<br>衡<br>量<br>指<br>标 | 财务指标 < 50%    | 保底租金、销售提成等                |
|                            | 技术指标 > 50%    | 店铺布局与设计规划 20%             |
|                            |               | 品牌招商 30% (烟酒<50%; 其他>50%) |
|                            |               | 运营计划 20%                  |
|                            | 市场营销及顾客服务 30% |                           |

数据来源：财政部，东方证券研究所

**图 48：香港机场招标技术标及财务表比重分配**


数据来源：公司官网，东方证券研究所

## 6.2、核心看点 1：垄断格局下受益于行业高上限，中期翻倍长期十倍构建长坡

我们认为伴随着中国免税行业的增长，国旅作为唯一龙头，未来规模将是公司最为核心的看点之一。

在本轮国内免税格局由双寡头格局变为一家独大格局切换过程中，国旅规模体量大幅提升，目前已跻身全球免税运营商第四，仅次于 Dufry、乐天及新罗，已接近之前坐五望三的目标。中期看，公司亦有做到全球第一免税商的雄心，对标当下 dufry 至少仍有翻倍以上的空间。

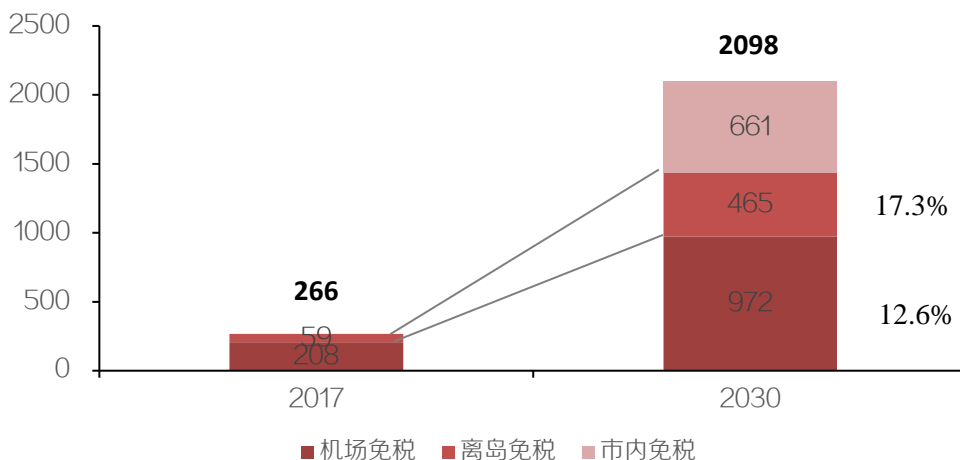
**表 13：2015-2018 年全球免税运营商排名情况**

| 2018 年排名 | 免税商                                      | 单位   | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 |
|----------|--|------|------|------|------|------|
| 1        | Dufry Group                              | 百万欧元 | 5683 | 7298 | 7166 | 7687 |
| 2        | Lotte Duty Free                          | 百万欧元 | 3750 | 4783 | 4842 | 6093 |
| 3        | The Shilla Duty Free                     | 百万欧元 | 2286 | 2900 | 3412 | 5477 |
| 4        | Sunrise Duty Free                        | 百万欧元 | 1344 | 1520 |      | 4394 |
| 5        | China Duty Free Group                    | 百万欧元 | 1160 | 1283 | 1994 |      |
| 6        | Lagardere Travel Retail                  | 百万欧元 | 3570 | 3662 | 3917 | 4200 |
| 7        | Gebr Heinemann                           | 百万欧元 | 2800 | 2900 | 3200 | 3600 |
| 8        | DFS GROUP                                | 百万欧元 | 3770 | 4000 | 3670 | 3154 |
| 9        | King Power International Group(Thailand) | 百万欧元 | 1971 | 2003 | 2141 | 2428 |

|    |                           |      |      |       |       |      |
|----|---------------------------|------|------|-------|-------|------|
| 10 | Shinsegae Duty Free       | 百万欧元 |      | 763.5 | 1355  | 2375 |
| 11 | Dubai Duty Free           | 百万欧元 | 1726 | 1758  | 1608  | 1755 |
| 12 | Ever Rich Duty Free Shop  | 百万欧元 | 1570 | 1643  | 1660  | 1723 |
| 13 | Duty Free Americas        | 百万欧元 | 1234 | 1377  | 1499  | 1620 |
| 14 | Aer Rianta International  | 百万欧元 | 920  | 1010  | 1058  | 1100 |
| 15 | Starboard Cruise Services | 百万欧元 | 823  | 831   | 729   | 762  |
| 16 | WH Smith Travel           | 百万欧元 | 706  | 671   | 702   | 745  |
| 17 | Doota Duty Free           | 百万欧元 |      |       |       | 671  |
| 18 | NAA Retailing             | 百万欧元 | 468  | 485.8 | 523.4 | 660  |
| 19 | Flemingo International    | 百万欧元 |      | 501   | 541.4 | 655  |
| 20 | 3Sixty Duty Free          | 百万欧元 |      |       |       | 606  |
| 21 | Sky Connection            | 百万欧元 | 640  | 646   | 636   | 557  |
| 22 | Qatar Duty Free           | 百万欧元 | 416  | 475   | 416   | 500  |
| 23 | JR/Duty Free              | 百万欧元 | 660  | 670   | 645   | 425  |
| 24 | Tallink Group             | 百万欧元 | 501  | 391   | 402.5 | 393  |
| 25 | King Power Group(HK)      | 百万欧元 | 484  | 422   | 367   | 384  |
| 26 | DFASS                     | 百万欧元 | 553  | 641   | 571.5 |      |
| 27 | Japan Airport Terminal Co | 百万欧元 | 586  | 543   | 522.3 |      |

数据来源：Moodie Daviit，东方证券研究所

长期看，我们本文对于免税整体市场的规模预测基本等同于国旅未来的规模增长空间，即看到 2030 年，国旅市场规模可达 1774-2285 亿元，以上限看国旅规模提升相较 17 年有接近翻十倍的空间。

**图 49：2017-2030 年免税规模增长情况/亿元**


数据来源：公司财报，Wind，东方证券研究所

### 6.3、核心看点 2：规模先行盈利跟随，对标海外公司盈利能力仍可看提升

免税行业本质是零售业态，由于销售产品同质，盈利能力的提升依靠成本和费用的高效。随着国旅规模的快速扩张及免税店形态的不断丰富，公司毛利率与净利率仍有大幅提升机会，这是公司的长期第二个核心看点：

(1) 规模效应+垄断的渠道优势带来向上议价力增强，毛利率仍有较大提升空间

对标海外优势免税商，公司毛利率仍有 10pct 以上的提升空间。我们深度拆解了 Dufry 品类结构以及单品类毛利率，假设未来随着公司规模提升，单品类毛利率可做到 Dufry 当前的水平，则依照现有的品类结构，海棠湾/机场毛利率仍有 16.4/11.3pct 的提升空间。若叠加考虑公司未来品类结构的改善，则毛利率提升空间将更大。

**表 14：2015-2017 年 Dufry 单品类毛利率拆分**

|                                  | 品类结构产比 |        |        | 毛利率拆分 |      |      |
|----------------------------------|--------|--------|--------|-------|------|------|
|                                  | 2015   | 2016   | 2017   | 2015  | 2016 | 2017 |
| Retail                           |        |        |        |       |      |      |
| Perfumes and Cosmetics           | 30.77% | 32.18% | 32.31% | 66%   | 67%  | 68%  |
| Confectionery and Food           | 17.07% | 17.00% | 17.13% | 86%   | 86%  | 86%  |
| Wine and Spirits                 | 15.19% | 15.30% | 15.69% | 68%   | 69%  | 69%  |
| Tobacco Goods                    | 11.01% | 11.37% | 11.23% | 84%   | 86%  | 87%  |
| Watches, Jewelry and Accessories | 7.03%  | 6.23%  | 7.13%  | 70%   | 70%  | 70%  |
| Fashion, Leather, and Baggage    | 6.61%  | 5.90%  | 6.06%  | 65%   | 68%  | 68%  |
| Electronics                      | 3.84%  | 2.91%  | 2.99%  | 30%   | 30%  | 30%  |
| Souvenirs                        |        |        | 2.53%  |       |      | 70%  |



|                               |       |       |       |        |        |        |
|-------------------------------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| Other                         | 5.04% | 6.30% | 2.51% | 60%    | 60%    | 60%    |
| Literature and Publications   | 3.43% | 2.81% | 2.41% | 30%    | 30%    | 30%    |
| <b>免税综合毛利率</b>                |       |       |       | 68.96% | 70.67% | 71.34% |
| <b>(假设 dufry 有税业务毛利率 40%)</b> |       |       |       |        |        |        |
| <b>毛利率 (根据拆分计算)</b>           |       |       |       | 68.99% | 70.39% | 71.31% |

数据来源：公司财报，东方证券研究所

**表 15：中免海棠湾毛利率预测**
**根据 dufry 拆分结果预测海棠湾毛利率**

|                 | 业务营收占比 | 当前毛利率拆解 | 对标 dufry 目标毛利率 |
|-----------------|--------|---------|----------------|
| 香化              | 55%    | 56%     | 68%            |
| 精品（服饰，箱包）       | 25%    | 50%     | 68%            |
| 手表，首饰           | 20%    | 45%     | 70%            |
| 当前免税综合毛利率       |        | 52%     |                |
| 综合毛利率（根据拆分数据计算） |        | 52.30%  | 68.40%         |

数据来源：公司财报，东方证券研究所

**表 16：中免机场免税店毛利率预测**
**根据 dufry 拆分结果预测机场毛利率**

|                 | 业务营收占比 | 当前毛利率拆解 | 对标 dufry 目标毛利率 |
|-----------------|--------|---------|----------------|
| 香化              | 55%    | 63%     | 68%            |
| 烟               | 15%    | 75%     | 87%            |
| 酒               | 15%    | 55%     | 69%            |
| 其他（钟表、珠宝、食品等）   | 15%    | 40%     | 70%            |
| 当前免税综合毛利率       |        | 60%     |                |
| 综合毛利率（根据拆分数据计算） |        | 60.15%  | 71.30%         |

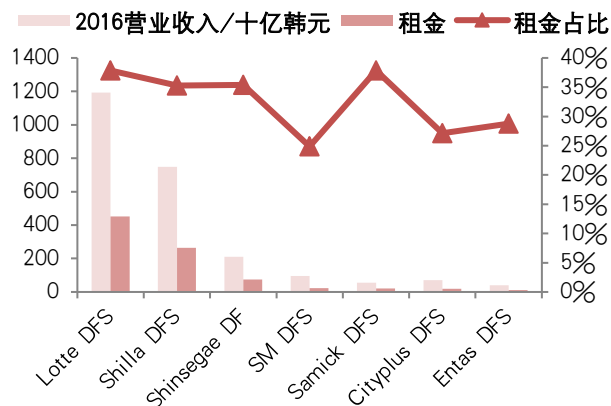
数据来源：公司财报，东方证券研究所

## （2）市内店盈利能力更强，后续市内店政策放开将带来净利率结构性提升显著

市内免税店盈利能力显著强于机场免税店，后续市内免税政策放开将带来公司盈利能力结构性提升。对于免税行业而言，机场免税运营中高昂的机场扣点一直是压缩行业盈利空间的重要原因。但相比之下，市内店无需支付高昂的扣点费用，盈利能力显著强于机场店，相比机场店更有竞争优势。以韩国免税市场为例，主要免税商的机场销售费用占比均在 35%以上，同时，我们也测算了乐天

明洞市内免税店租金占收入的比例约为 6.4%，远低于机场扣点费用。后续，国内市内店政策放开带动市内店结构性占比提升有望带动公司整体盈利能力持续提升。

图 50：韩国主要免税商机场租金占比



数据来源：公司财报，东方证券研究所

图 51：首尔明洞店租金占收入比例测算

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 每平方米月租金/美元      | 908        |
| 明洞店面积/平方米       | 16000      |
| 年租金/美元          | 174336000  |
| 2017 明洞店收入/十亿韩元 | 3162       |
| 2017 年美元兑韩元     | 1160       |
| 2017 明洞店收入/美元   | 2725862069 |
| 租金占收入比例         | 6.40%      |

数据来源：互联网，东方证券研究所

## 6.4、盈利预测与评级

我们维持 19-21 年 EPS 预测为 2.54/2.84/3.48 元，维持 2020 年 37 倍估值，2020 年目标价位 105.08 元，维持“买入评级”。

## 风险提示

经济增速下行，奢侈品属于可选消费范畴，长期看仍会受到经济波动的影响

房地产市场下行：房地产市场繁荣程度直接关乎国内消费者财富价值的增减，我们亦分析了国内房地产对于奢侈品销售的领先指标意义，因此房地产市场的大幅景气下行可能也会带来行业下行

政策端放开不及预期：市内店政策放开不及预期，可能导致整体消费回流步伐减慢。

特许经营费提升：目前国家向离境免税收取 4%/离岛免税收取 1% 特许经营费，如大幅上调可能会削弱相关公司的盈利能力

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究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；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

