

旅游综合 II

韩国免税行业重磅专题

超配

(维持评级)

2019年10月22日

一年该行业与沪深300走势比较



行业专题

韩国市内免税 40 年启示录：牌照之上，规模永恒

● 韩国免税总览：市内免税政策创新助力其成为全球免税 NO.1

韩国 2009 年成全球免税第一，政策、客源、营销三维发力，2018 年韩国免税市场达 172 亿美元，同比增长 35%，其全球免税份额从 09 年的 8% 增至 18 年的 22%。分渠道来看，韩国以离境市内免税主导，2018 年占比 81%。同时，乐天、新罗持续崛起，2018 年其销售额分别为 61、55 亿欧元，跻身全球第二、前三。

● 韩国市内免税 40 年风云：政策&政治，牌照之上，规模永恒

纵观韩国市内免税 40 年风云，牌照优势逐步让渡于规模优势。1979-1999 年，韩国离境市内免税政策创新开启新成长；2000-2012 年政策保护期，市内免税渠道支撑下韩国人本土免税消费释放，助力韩国成全球免税 NO.1，产生全球前十免税巨头；2013-2016 年，在韩国财阀经济，总统大选特殊国情和特殊时期下，市内免税政策调整，引入新竞争者，同时中国人贡献助力大蛋糕成长；2017-2019 年，代购兴起带来新格局，政策呈稳定纠偏，新进入者分化，多数在没有规模效应支撑下亏损承压甚至部分退出，仅新世界靠自身零售巨头规模优势逐步崛起。

● 韩国市内免税：释放本国本土免税消费潜力，打造购物产业链

1、2009 年韩国成全球免税第一时，主要依赖韩国人而非中国人免税消费贡献(约 40-50%)。依托离境市内政策支持，韩国人在韩免税消费超出其国外免税消费。2、韩国人本土市内免税>机场免税消费，可见渠道优势。3、本土化妆品企业直接受益其免税崛起。4、2013 年后，中国人在韩免税消费才逐步超越韩国本国，但若没有此前 30 年韩国市内免税良性发展形成的规模基础和价格优势(2011 年，购物系中国人赴韩旅游第一目的)，韩国免税购物产业链吸引力或未可知。

● 中国展望：渐行渐近，空间广阔；短有牌照，长有规模

1、在目前倡导消费回流背景下，我们认为国人离境市内免税政策有望渐行渐近，且对标韩国，无论是从韩国人免税消费的成功回流，亦或近 10 年中国人在韩免税消费规模，均显示该政策潜力巨大，未来若落地，我们中线看百亿空间，长线消费回流更广阔。2、全球免税规模 PK 和价格竞争时代，结合我国国情和消费回流背景，我们认为在中免整体规模明显超越乐天、新罗前，预计国内免税大概率仍维持目前有限竞争格局。3、牌照之上，规模永恒，韩国的牌照优势逐步让渡到规模优势，中免的牌照溢价预计逐渐让渡到规模溢价。综合来看，在宏观经济前景不明朗，政府持续支持国内免税产业持续崛起，中免有望全球免税保三争一背景下，我们继续坚定看好中国国旅未来 3-5 年的成长，维持“买入”评级。

● 风险提示

免税政策可能低于预期；汇率及宏观系统性风险；机场招标租金风险等。

证券分析师：曾光

电话：0755-82150809

E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980511040003

证券分析师：钟潇

电话：0755-82132098

E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号：S0980513100003

联系人：姜甜

电话：0755-81981367

E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
601888	中国国旅	买入	94.75	184,997	2.39	2.62	39.6	36.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 投资摘要

### 关键结论与投资建议

1、在目前倡导消费回流背景下，我们认为国人离境内免税政策有望渐行渐近，且对标韩国，无论是从韩国人免税消费的成功回流，亦或近 10 年中国人在韩免税消费规模，均显示该政策潜力巨大，未来若落地，我们中线看百亿空间，长线消费回流更广阔。2、**全球免税规模 PK 和价格竞争时代**，结合我国国情和消费回流背景，我们认为在中免整体规模明显超越乐天、新罗前，预计国内免税大概率仍维持目前有限竞争格局。3、**牌照之上，规模永恒**，韩国的牌照优势逐步让渡到规模优势，中免的牌照溢价预计逐渐让渡到规模溢价。综合来看，在宏观经济前景不明朗，政府持续支持国内免税产业持续崛起，中免有望全球免税保三争一背景下，我们继续坚定看好中国国旅未来 3-5 年的成长，维持“买入”评级。

### 核心假设或逻辑

第一，韩国市内免税政策在 2013 年调整之前，经历了 30 多年良性发展，其中尤其 2000-2012 年的市内免税政策处于牌照控制，保护发展的阶段，从而通过有效激发韩国人本土免税消费潜力实现消费回流，推动本国成为全球免税 NO.1，并培养出新罗、乐天等世界级的免税巨头，助力韩国本土化妆品崛起。换言之，这一时期的政策保护对韩国免税及其免税企业龙头做大做强具有重要意义。

第二，**韩国市内免税政策调整有其特殊国情背景，且牌照之上，规模成为核心**。2013-2016 年，韩国市内免税政策调整，牌照增加，但本身与韩国财阀经济，总统大选利益博弈特殊国情和特殊时期相关，但此后韩国市内免税店经营表现分化明显，叠加限韩令下代购兴起带来新格局，多数在没有规模效应支撑下亏损承压甚至部分退出（如韩华旗下 Galleria 免税店 2019 年 9 月底关店），仅新世界免税靠自身零售巨头规模优势逐步崛起。

### 与市场预期不同之处

1、部分市场投资者认为，韩国市内免税主要靠中国人贡献，其政策影响与中国不可比，但是：1）2009 年韩国成全球免税第一时，主要依赖韩国人本土免税消费（约 40-50%，该政策下韩国人免税消费回流显著），而非中国人贡献，且韩国人市内免税>机场免税消费，可见该渠道优势；2）2013 年后，中国人在韩免税消费才逐步超越韩国本国，但若没有此前 30 年市内免税发展形成的规模基础和价格优势（2011 年，购物系中国人赴韩旅游第一目的），韩国免税购物产业链吸引力或未可知。

2、部分市场投资者认为韩国免税盈利能力存有争议，其实一方面与其机场免税高扣点盈利能力平平相关，另一方面与这几年韩国免税中国代购日益主导下返佣较高，综合成本费用较高等相关，但韩国市内免税本身特许经营费率预计 1% 左右，对比国内离境免税特许经营费 1%，离岛免税特许经营费 4% 相对不高。

### 股价变化的催化因素

第一，国人离境内免税政策落地，政策内容符合预期或好于预期以及其他免税利好政策落地。

第二，国内免税行业经营数据持续有支撑。

第三，国企考核激励持续强化，免税规模和渠道优势持续强化。

### 核心假设或逻辑的主要风险

免税政策可能低于预期；汇率及宏观系统性风险；机场招标租金风险；国企主观诉求调整也会影响经营积极性等。

## 写在前面:

早在 2013 年 7 月，国信社服团队就发布免税行业专题《市内免税店专题研究行业篇：从韩国免税奇迹看中国潜力》，首次全方位分析全球第一大免税国——韩国免税业务发展，对韩国免税店政策变迁，运营商竞争格局，重点龙头乐天、新罗等都进行详细分析，尤其对其离境市内免税店政策及其影响进行了详细分析，强调离境市内免税对韩国免税和韩国免税运营商的重要意义，报告外发后持续较受市场关注。

随着今年以来媒体报道涉及国内离境市内免税店政策放宽相关内容，我国国内离境市内免税店政策预期也有所强化，市场投资者也更加希望详细了解韩国离境市内免税多年发展的情况。尤其近些年韩国市内免税政策出现调整、限韩令下代购兴起下的新格局对韩国市内免税产生了较大的影响，部分投资者也因此对市内免税店的看法存有分歧。事实上，2009 年韩国免税成为全球第一时，核心是依托韩国本国人的免税消费贡献，直到 2013 年后，中国人的贡献才逐步显现。与此同时，韩国 2013 年后，市内免税政策开始调整，本身与韩国财阀垄断的特殊政治经济发展国情和大选前后特殊时期相关。但此后，新进入者通过各种利益博弈等进入该市场后，经营却分化，部分新进入者持续亏损，其中甚至有部分财阀支持的新进入者因缺乏规模优势最终无奈退出，黯然离场。

鉴于此，我们再次聚焦韩国免税尤其韩国市内免税 40 年发展风云录，尝试全方位分析其发展变化，尤其离境市内免税店政策变化及原因，40 年间不同阶段市内免税政策对韩国免税运营商发展的影响，以及由此对韩国本土化妆品龙头发展影响，以期更好地对中国未来离境市内发展前景及政策进行展望与借鉴。

## 内容目录

写在前面:	3
<b>韩国免税总览: 全球免税第一, 离境市内免税店主导</b>	<b>7</b>
韩国免税崛起背景: 全球免税稳定增长, 亚洲免税占据半壁江山	7
韩国免税崛起: 09 年成全球免税第一, 18 年免税龙头跻身全球前三	8
韩国免税特点: 离境市内免税占绝对主导, 机场和离岛免税补充	9
韩国免税崛起三要素: 政策, 客源, 营销	10
<b>韩国市内免税 40 年变迁: 政策&amp;政治, 规模永恒</b>	<b>15</b>
韩国市内免税风云录总览: 政策核心看政治, 但牌照之上规模永恒	15
1979-1999 年: 离境市内免税店政策创新开启新成长, 但相对优势不显	15
2000-2012 年: 政策保护下的黄金发展期, 市内免税成皇冠上的明珠	17
2013-2016 年: 财阀博弈下政策调整, 韩国市内免税进入动荡期	20
2017-2019 年: 限韩令下代购兴起新格局, 免税牌照优势让渡规模优势	23
<b>韩国市内免税借鉴: 掘金本土免税潜力, 规模成核心</b>	<b>31</b>
离境市内免税对韩国免税意义: 发展基石, 内外兼顾	31
韩国财阀争斗下市内免税政策调整, 牌照优势逐步让渡于规模优势	32
韩国市内免税店: 招标侧重综合实力与机场不同, 代购佣金影响盈利	33
<b>中国离境市内免税展望: 渐行渐近, 空间广阔</b>	<b>36</b>
国人离境市内免税政策: 消费回流迫切下渐行渐近	36
国人离境市内免税空间展望: 综合实力系核心, 中长期成长空间广阔	37
韩国借鉴与中国展望: 牌照之上, 规模永恒, 持续看好中国国旅成长	38
<b>风险提示</b>	<b>40</b>
<b>国信证券投资评级</b>	<b>42</b>
<b>分析师承诺</b>	<b>42</b>
<b>风险提示</b>	<b>42</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b>	<b>42</b>

## 图表目录

图 1: 全球免税市场伴随国际游客增长保持稳定增长.....	7
图 2: 亚洲免税日益崛起, 2018 年达 49%.....	7
图 3: 2018 年全球免税市场份额分布.....	7
图 4: 韩国免税崛起成全球第一大龙头, 2018 年全球份额超过 20%.....	8
图 5: 乐天免税店销售额及增速变化情况.....	8
图 6: 新罗免税店销售额及增速变化情况.....	8
图 7: 韩国免税崛起, 全球份额不断提升.....	9
图 8: 2018 年韩国免税市场分布.....	9
图 9: 2018 年韩国免税地域分布.....	9
图 10: 2012 年韩国人在本国的人均免税消费已经超过其在境外的人均消费.....	12
图 11: 韩国本国居民出境游出游率高, 绝对规模相对不低.....	12
图 12: 韩国入境游客构成: 中日游客占比在一半以上.....	12
图 13: 购物是中国游客赴韩旅游的最重要目的.....	13
图 14: 中国游客在韩国的人均购物消费遥遥领先.....	13
图 15: JDC 离岛免税销售额表现.....	13
图 16: 韩国赴济州岛游客持续保持较快增长.....	13
图 17: 1980-1999 年韩国经济发展情况.....	17
图 18: 1980-1999 年韩国出境游、入境游发展情况.....	17
图 19: 2000-2012 年韩国免税增长情况及其全球免税份额变化.....	17
图 20: 2000-2012 年韩国市内免税店客源构成变化情况.....	18
图 21: 2000-2012 年, 中、日赴韩游客增长及结构变化.....	18
图 22: 2012 年中、日、韩游客在韩国免税店消费金额占比.....	19
图 23: 2010 年韩国免税市场各渠道分布.....	19
图 24: 2010 年韩国首尔市内免税店份额构成.....	19
图 25: 2012 年韩国免税运营商竞争格局.....	19
图 26: 1970-2018 年韩国 GDP 及人均 GNI 的增长情况 (现价).....	20
图 27: 2014-2018 年乐天世界塔店的收入波动.....	22
图 28: 2013 年中国游客对韩免税贡献首次超过韩国人.....	23
图 29: 免税渠道是韩国本土化妆品的重要销售和利润渠道.....	23
图 30: 中国游客是韩国市内免税消费的绝对主力.....	24
图 31: 限韩令后, 赴韩中国游客明显下滑.....	24
图 32: 2017 年, 韩国免税中的外国游客下滑达 27%.....	24
图 33: 韩国免税销售额增长: 外国人贡献为主.....	24
图 34: 免税客单价: 代购致 17 年外国人免税客单价大增.....	24
图 35: 2019Q1 韩国免税中代购的销售额 (百万美元).....	25
图 36: 三种代购的销售额贡献变化.....	25
图 37: 2017 年首尔市内免税店市场竞争格局.....	26
图 38: 新世界免税的市占率不断提升.....	27
图 39: 新世界免税的盈利规模逐渐扩大.....	27
图 40: Galleria 虽销售规模不断提升, 但盈利能力欠佳, 一直处于亏损状态.....	27
图 41: Doota 免税店地理位置相对一般.....	28
图 42: Doota 免税店经营持续承压.....	28
图 43: 2018 年 3 月以来赴韩客流持续恢复.....	29
图 44: 2019Q1 市内免税店市场份额占比.....	29
图 45: 韩国本国人对韩国市内免税店的贡献.....	31
图 46: 乐天免税店中中国游客消费额占比.....	31
图 47: 韩国人本土市内免税店消费仍略高于其机场免税店.....	31
图 48: 韩国市内店和机场店的客单价对比图.....	31
图 49: 2016 年至今新进入免税运营商经营情况 (营业利润: 亿韩元).....	33
图 50: 韩国乐天免税营业利润变化情况 (年度).....	35
图 51: 韩国乐天免税营业利润率变化情况 (季度).....	35
图 52: 中国境外免税消费占全球免税市场的 35%.....	36
图 53: 2018 年韩国免税市场购买情况 (单位: 十亿美元).....	36
表 1: 韩国免税分类及政策创新.....	10
表 2: 韩国离岛免税运营商情况.....	11

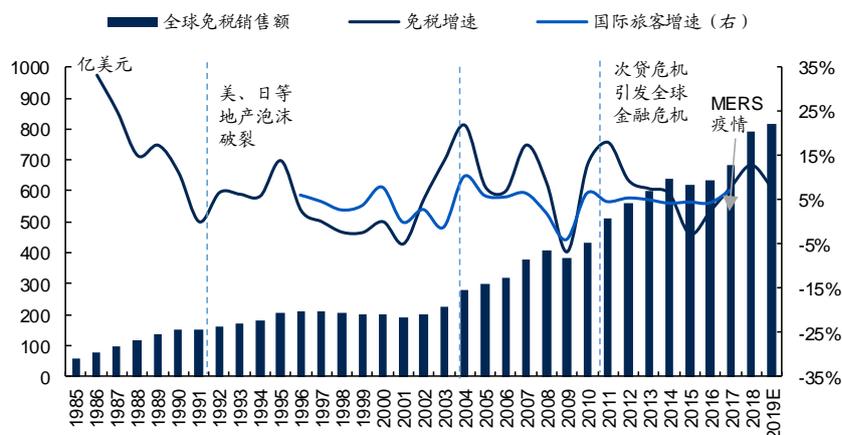
表 3: 韩国免税购买额度限制变更 .....	11
表 4: 韩国免税尤其市内免税政策变迁及核心变化综述 .....	15
表 5: 1979-1999 年韩国离境市内免税政策要求 .....	16
表 6: 2000 年前韩国主要的离境市内免税店情况 (此时尚未有离岛免税政策) .....	16
表 7: 韩国市内免税店牌照与政策 2013-2016 年调整 .....	21
表 8: 2013 年韩国海关新增 9 家市内免税店 .....	21
表 9: 2015-2016 年三次招标情况 .....	21
表 10: 乐天的国籍之争和内部继承人之争 (2013-2015 年尤其加剧) .....	22
表 11: 韩国首尔和釜山主要市内免税店 2013-2016 年变迁调整情况 .....	22
表 12: 2017-2019 年中国在韩代购业务演变 .....	25
表 13: 韩国市内免税三家新进入者的情况 .....	26
表 14: 2018 年市内免税店政策调整 .....	29
表 15: 截至 2019 年 8 月, 韩国市内免税店分布情况 .....	29
表 16: 2016 年韩国市内免税店招标评分标准 .....	34
表 17: 韩国市内免税店牌照政策修正 2016 年修订预案 .....	34
表 18: 中免集团外国人市内免税店开业情况汇总 .....	37
表 19: 上海市内免税店空间估算 .....	37
表 20: 北京市内免税店空间估算 .....	37
表 21: 离境市内免税店空间估算 .....	38
表 22: 2016-2019 年国内出入境免税新政概要 .....	39

## 韩国免税总览：全球免税第一，离境市内免税店主导

### 韩国免税崛起背景：全球免税稳定增长，亚洲免税占据半壁江山

近些年来，伴随全球经济的发展以及国际游客的持续增长，全球免税市场持续保持稳定较快的增长趋势。2000-2018年，全球免税销售额年均复合增长率为8.41%，近八年即2011-2018年年均复合增速7.38%，其中除2008年全球经济危机、2015年MERS疫情影响下出现短暂波动外，全球免税总体维持良好增长势头。2018年全球免税市场已经达789.6亿美元，同比增长12.9%。根据Generation Research预测，2019年全球免税行业销售规模将达到818.22亿美元，同比增长7.8%。

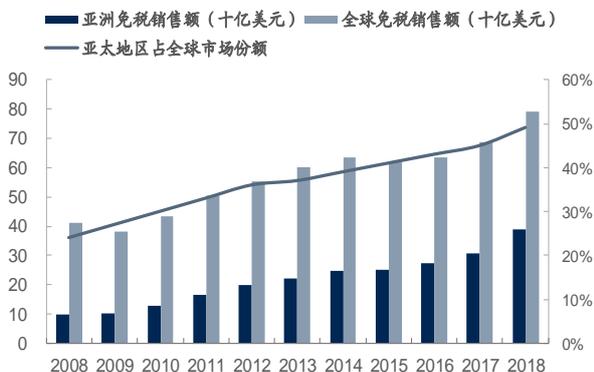
图1：全球免税市场伴随国际游客增长保持稳定增长



资料来源：BCG, Generation research, International Air Transport Association, 国信证券经济研究所整理

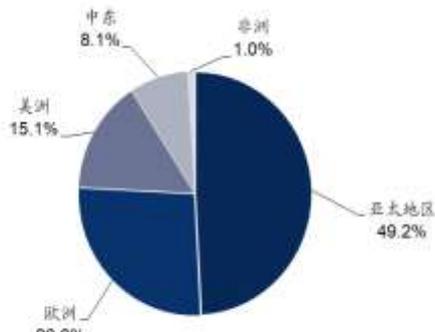
受文化传统和消费习惯影响，亚洲尤其是东亚（中国、日本、韩国、俄罗斯等国）居民对品牌奢侈品以及香化护肤品等历来偏爱。随着这些地区经济的崛起和居民消费能力的提升，亚洲居民成为全球奢侈品最重要的消费群体，免税渠道也成为其主要的购买渠道。在2008年全球经济危机过后，亚洲各国实现了经济迅猛发展，中国、印度、泰国等发展中国家的人均GDP和人均可支配收入都成跳跃式增长，旅游逐渐成为居民主要的休闲方式，而洲际旅行成本相对昂贵，东亚居民更倾向于选择在东亚内部旅游（彼此都是对方重要的入境游客源国），或者国内海岛游的频率更高（离岛免税），地缘优势客观上为区域内部免税业的发展奠定了良好的机会。

图2：亚洲免税日益崛起，2018年达49%



资料来源：Generation research, www.futureairport.com, 国信证券经济研究所整理

图3：2018年全球免税市场份额分布



资料来源：Generation research, www.futureairport.com, 国信证券经济研究所整理

在这种背景下，居民对免税品的偏好，政府相关政策的推动，免税购物场所的扩容，产品竞争力的提升，加大对同区域其他国家的营销等等，使得亚洲部分国家有效地截留了本区域庞大的免税商品购物需求，从而有效地推动了亚洲免税业的崛起。早在 2011 年，亚洲（包括环太平洋地区）即实现免税销售额 160 亿美元，占全球免税额的 34.8%，超越欧洲，成为全球第一大的免税市场（欧洲 2011 年销售额为 156 亿美元，占比为 33.9%）。2018 年，亚洲（包括环太平洋地区）实现免税销售额 383 亿美元，占全球免税额的 49%，亚太免税主导地位更加显著。

**韩国免税崛起：09 年成全球免税第一，18 年免税龙头跻身全球前三**

聚焦亚太免税，毋庸置疑，过去 10 多年，韩国是亚洲免税业崛起的最大受益者。2009 年，韩国免税达到 30.3 亿美金，超过英国，成为全球第一大的免税市场，占全球免税的 8%。

得益于近十年全球免税市场的扩容，亚洲免税市场得天独厚的发展环境和韩国自身的政策支持，2009-2018 年，韩国免税销售额年均复合增速 21.29%。2018 年韩国免税市场达到 172.38 亿美元，同比增长 34.70%，占全球免税的比重提升达 21.8%，影响日益扩大。其中外国消费者（主要是中国消费者）的免税销售额增长近 45%，占销售总额的 80%以上，是韩国免税近些年保持较快增长的主要动力。

图 4：韩国免税崛起成全球第一大龙头，2018 年全球份额超过 20%

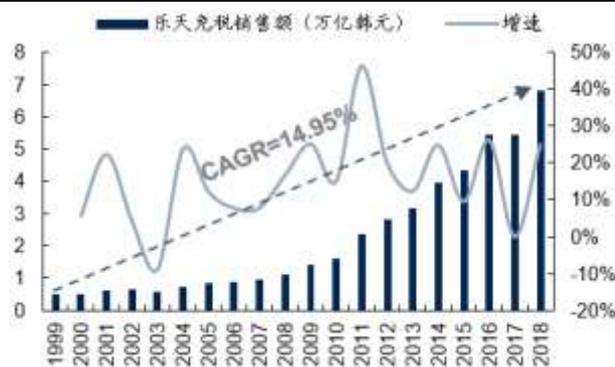


资料来源：穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

**韩国免税崛起催生全球免税龙头，乐天新罗跻身全球前三**

在韩国免税 2000 年以来的蓬勃发展期背景下，韩国免税龙头相应崛起，逐步成为全球免税前三的龙头霸主。

图 5：乐天免税店销售额及增速变化情况



资料来源：Moodie、公司财报，国信证券经济研究所整理

图 6：新罗免税店销售额及增速变化情况



资料来源：Moodie、公司财报，国信证券经济研究所整理

如上图所示，韩国乐天依托其财团优势及政策支持，尤其首尔多家市内免税店

牌照支持，其免税销售额从 2003 年的 9.72 亿欧元提升到 2018 年的 60.93 亿欧元，年均复合增速 13.02%。**新罗**依托其母公司韩国三星集团的强大优势，市内免税和机场免税共同发力，其免税销售额从 2008 年的 8.60 亿欧元增至 2018 年 54.77 亿欧元，10 年复合增速 21.75%，若 1998-2018 年 CAGR 则 17.03%。

**规模扩张致韩国免税龙头全球地位不断提升。**自 2009 年韩国免税根据穆迪报道，2011 年韩国两大免税巨头乐天、新罗全球排名分别为第 4、第 6 位，已经进入全球前十。随着韩国免税业的发展，乐天和新罗在全球的地位进一步提升。2018 年，全球前十免税集团销售额达 412 亿欧元，其中乐天、新罗分别凭借 60.93 亿欧元、54.77 亿欧元的销售额分别位居第二、第三，其销售额在全球免税中占比分别为 7.7%、6.9%，优势凸显。

图 7：韩国免税崛起，全球份额不断提升



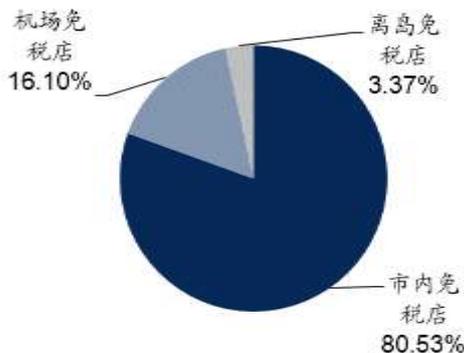
资料来源：穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

**韩国免税特点：离境市内免税占绝对主导，机场和离岛免税补充**

客观而言，韩国的免税制度广义来看可以分为“免税 (Duty Free)”和“退税 (Tax Refund)”两大类型。免税是指直接享受免除商品关税及消费税(附加税、个别消费税等)的优惠政策，退税主要指外国游客在购买完商品后，在机场或市区退税所按退税流程索取商品价值中所包含的消费税(附加税、个别消费税)税金部分。整体来看，韩国免税市场前者是核心，本文所指的免税均为前者。

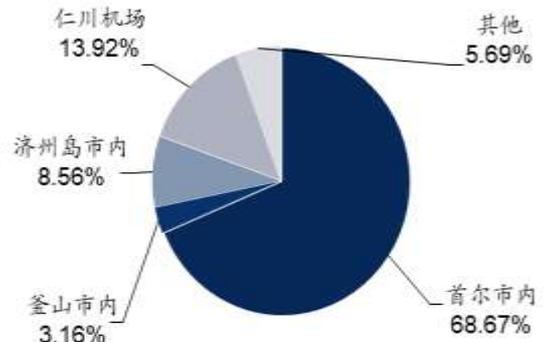
从韩国免税的构成来看，主要包括出入境免税和本国居民离岛免税，但以出境免税为主。由于外国游客(尤其中国游客贡献)，相对较高的本国居民离境免税额度、广泛的离境购物渠道(市内+机场+网上等)以及丰富的离境免税商品，2018 年离境免税占其总免税销售额约 96%，对本国人的济州岛离岛免税仅占比 3%+。

图 8：2018 年韩国免税市场分布



资料来源：Moodie，国信证券经济研究所整理

图 9：2018 年韩国免税地域分布



资料来源：Moodie，国信证券经济研究所整理

分渠道来看，市内免税店是韩国免税最核心的销售渠道，2018年韩国市内免税店销售额占总体免税销售额的81%，较2017年的77%进一步提升，绝对主导地位进一步巩固，其中首尔/济州岛/釜山市内免税店各占69%/9%/3%，**首尔市内免税店是韩国免税的最主要区域**。此外，在“限提货，广渠道”的监管思路下，韩国免税运营商（东和、乐天和新罗等）还在**2000年推出了网上免税购物业务**（主要体现在市内免税店销售额中），从而有效地扩大了韩国免税业的销售。与此同时，**韩国机场渠道占比16%**，较2017年进一步下降约3pct，以仁川机场为主；对本国居民的离岛免税店仅占比约3%。

总体来看，韩国离境市内免税店是韩国免税的最重要构成，占比超8成，其中首尔市内免税占比约7成，贡献卓著。可以说，韩国免税的崛起，与其离境市内免税店的政策创新密不可分。但韩国离境市内免税的变化并非一成不变，一是**客源构成**，最早本国居民和外国居民尤其日本居民发力，此后在2002-2012年期间本国居民出境游客占绝对主导，此后中国游客发力；二是**政策调整**，在**韩国40年的市内免税发展过程中既有本国居民离境免税购物额度提升助力，也有对市内免税店牌照的几经调整变化，且背后与韩国自身政治经济发展，财阀利益等因素相关**。此外，韩国免税的崛起也成为其本土化妆品最核心的销售渠道之一。我们将在第二章全面分析韩国市内免税政策变迁及成长风云录。

### 韩国免税崛起三要素：政策，客源，营销

总体来看，**韩国免税的崛起，一是政策**：韩国政府对其免税业发展尤其重视，通过持续的免税政策创新，包括对本国人的市内离境免税店政策，离岛免税政策，扩大本国人在国内的免税消费，并为吸引外国人免税消费奠定基础；二是**客源**：依托东亚居民本身对免税消费品的偏好，加之韩国本身对入境游的鼓励扶持，其免税业早期受益于日本游客的消费，后期受益于中国消费外流，三是**营销**：主要来自其免税运营商的崛起和多元化营销发力，以及本国香化行业的较快发展，从而进一步扩大了其免税市场蛋糕。简言之，**政策、客源及营销是推动韩国免税崛起的三大核心**。

#### 政策：首创离境市内免税和离岛免税政策，助力韩国成全球免税NO.1

韩国免税崛起，首先得益于其持续的免税政策创新，通过渠道、免税额度等多方面共同发力，**首创离境市内免税店以及离岛免税等**，充分挖掘符合本国居民（离境或离岛居民）境内免税消费潜力，并以此打造优良的免税购物环境，吸引境外游客免税消费，助力其免税崛起。

表 1：韩国免税分类及政策创新

分类	细分	说明
出境免税	机场免税	1967年，韩日邦交正常化后，KTS在首尔金浦国际机场设立机场免税店。
	市内免税	1979年，韩国政府首先允许本土免税运营商经营市内离境免税业务，且允许本国居民在一定额度内离境前一段时间可在市内免税店购买，机场提货等，开创全球离境市内免税店先河。
	网上免税	2000年，东和、乐天、新罗等试点网上免税店，但本国居民同样需满足相应额度等要求。
离岛免税	离岛港口/机场免税	2002年，《济州国际自由城市特别法》，允许济州岛实行离岛游客免税购物政策，规定韩国以及本岛居民在离开济州岛回韩国本土时可以享受免税购物待遇，2002年，韩国国企JDC获批开立离岛机场/港口离岛免税店。
	离岛市内免税	2009年，济州岛地方国企获批开立离岛市内免税店。
入境免税	机场入境免税	2019年5月，韩国仁川机场开立入境免税店。

资料来源：KCS，穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

- **1979年**，韩国政府首先允许本土免税运营商经营**市内离境免税业务**，旨在截留本国居民出境免税购买和便利入境游客境内免税购物（对本国居民规定了免税额度及提货条件），开创了世界新概念市内免税店的先河。
- **2000年**，韩国免税运营商（东和、乐天和新罗等）陆续推出了**网上免税购物业务**，进一步扩大韩国免税业的销售渠道。

- **2002年**，韩国政府颁布《济州国际自由城市特别法》，运用“租税特别措施”，允许济州岛实行离岛游客免税购物政策，规定韩国以及本岛居民在离开济州岛回韩国本土时可以享受免税购物待遇，设立允许国人离岛购买免税商品的市内和机场免税店，由韩国建设交通部旗下的国营企业 JDC 以及济州岛地方政府企业 JTO 经营，其中 2002 年先是由 JDC 在机场和港口设立，2009 年 JTO 开设离岛市内免税店。
- **2019年5月**，仁川机场开出韩国首家入境免税店，销售商品主要以韩国中小企业产品为主，进一步丰富韩国免税业态。

表 2: 韩国离岛免税运营商情况

公司	JDC (济州国际自由城市开发中心)	JTO(济州观光公社)
公司属性	韩国国土海洋部（原建设交通部）旗下国企	隶属于济州岛地方政府企业
开业时间	2002年12月	2009年3月
销售额	03年、10年、13年分别为0.83、2.6、3.1亿美元	2010年：0.3亿美元
免税店	机场免税店（1家）：11年扩建至2949平方米，237品牌； 港湾免税店（2家）：济州港；网络免税店： <a href="http://www.jdc duty free.com">www.jdc duty free.com</a>	市内店位于济州国际会议中心，2000平方米； 2014.12.26将在 Seongsan 口岸新开一家133平方米的免税店
商品品类	烟酒、香化、手表、箱包皮具、服饰配饰、食品（包括韩国特产）、玩具等15个品牌	

资料来源：资料来源：JDC 官网，济州特别自治道网站，Trbusiness，中华人民共和国商务部网站，国信证券经济研究所整理

免税额度不断提升，助力韩国免税成长。

- **离境市内免税政策**：放开之初，韩国对本国居民的离境免税购买额度仅 500 美元/次，此后随着消费能力的提升，加之不断刺激韩国本国居民在本国的免税消费规模，韩国不断调高离境免税额度，自 2006 年调至 3000 美元/次后，又在 2019 年调高至 5000 美元/次。
- **离岛免税方面**，结合 JDC 官网的资料，2015 年起韩国离岛免税的额度从每次 400 美元提升至 600 美元，提高了 50%（全年 6 次，即原则上合计可以 3600 美元/每人每年）。此外，尤其需要说明的是，**韩国离岛免税包括烟酒**，虽有数量限制，但仍对其发展有促进作用。
- **入境免税方面**，2014 年韩国将额度由 400 美元提至 600 美元，外加一升以下容量&400 美元以下的酒水 1 瓶、60ml 以下的香水以及香烟 1 条。2019 年 5 月韩国开出首家入境免税店，未来入境免税额度也不排除进一步调整的可能。

表 3: 韩国免税购买额度限制变更

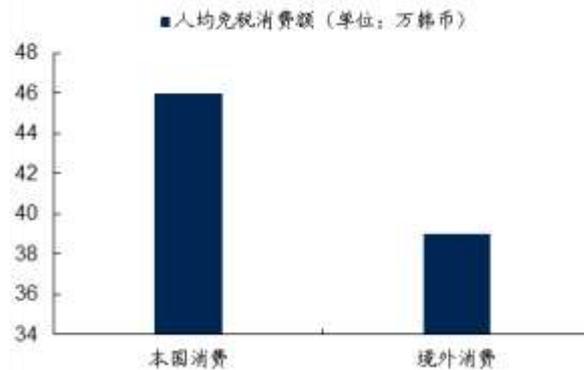
分类	1979	1985	1995	2006	2014	2015	2019
离境免税额度 (单位: 美元)	500	1000	2000	3000	3000	3000	5000
入境免税额度 (单位: 美元)			400	400	600 (额外可购买一瓶或一升酒, 60 毫升香水、一条香烟)	600 (额外可购买一瓶或一升酒, 60 毫升香水、一条香烟)	600 (额外可购买一瓶或一升酒, 60 毫升香水、一条香烟)
离岛免税额度 (单位: 美元)				每人每年限购 6 次, 每次不超过 400 美元, 酒不超过 1 瓶, 烟草不超过 1 条	每人每年限购 6 次, 每次不超过 400 美元, 酒不超过 1 瓶, 烟草不超过 1 条	每人每年限购 6 次, 每次不超过 600 美元, 酒不超过 1 瓶, 烟草不超过 1 条	每人每年限购 6 次, 每次不超过 600 美元, 酒不超过 1 瓶, 烟草不超过 1 条

资料来源：韩国海关、JDC 官网、TrBusiness，国信证券经济研究所整理

综合来看，韩国通过持续的免税政策创新，且不断提升本国居民的免税购买额度，持续刺激韩国居民在本国免税消费，从而有助于其免税产业持续做大做强。根据韩国商会（KCCI）2012 年的抽样调查，韩国人在韩国本国的人均免税消费（约为 46 万韩元，折合 400 美元）已经明显超过其在国外的平均消费（约 39 万韩元，折合 343 美元），依托政策创新，韩国本国居民消费回流效果显著。并且，该调查进一步显示，韩国居民选择在本国免税店消费的主要原因在于：1、可以积分打折等，价格较优惠；2、品类众多，且与销售人员的沟通也更为方便。同时，从出境区域来看，如果韩国居民赴日本或者东南亚等地旅游，则一般宁

愿在韩国本国的免税店购物消费，但是如果选择赴欧美旅游，那么免税品的消费还是以境外居多。后者我们认为主要是由于奢侈品牌的跨区域分别定价，欧美整体定价较亚太区更低的原因。

图 10: 2012 年韩国人在本国的人均免税消费已经超过其在境外的人均消费



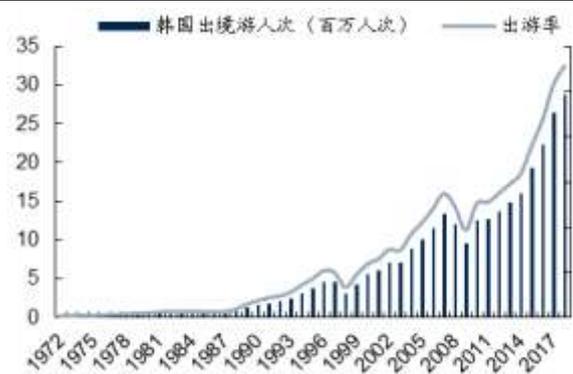
资料来源: 穆迪报告、KCCI 等, 国信证券经济研究所整理

**客源增长: 本国出境游客较快增长, 入境游客尤其是中国游客贡献显著**

从免税销售的目标客源来看, 主要包括三部分: 一是韩国本国出境游客; 二是中国、日本等赴韩旅游的游客; 三是韩国赴济州岛旅游的游客 (离岛免税)。

**韩国居民出境游:** 韩国人口总量虽然相对并不高, 但出境游出游率高 (国内旅游资源有限、航线支持力度大、旅游购物习惯等影响)。自 1989 年韩国人均 GDP 突破 5000 美元后, 韩国出境游迎来爆发, 1989-2017 年复合增速为 11.64%, 出国率从 3% 跨越至 51%, 导致韩国本国出境游的人数绝对量也不低, 2017 年达到 2650 万人次 (日本同期为 1789 万人次), 从而为韩国免税业的健康发展提供了良好的客源基础。

图 11: 韩国本国居民出境游出游率高, 绝对规模相对不低



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

图 12: 韩国入境游客构成: 中日游客占比在一半以上

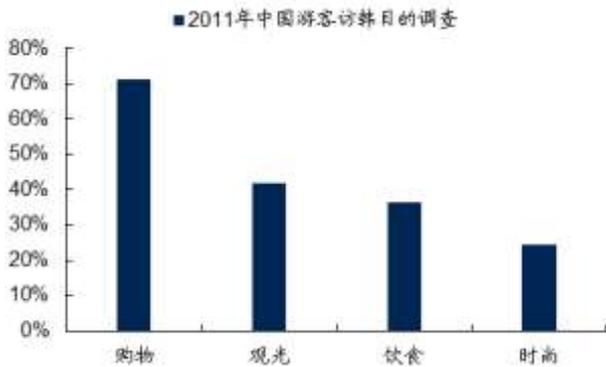


资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

**入境游客方面, 亚洲是韩国入境游客的主要客源地, 1995-2018 年亚洲游客占韩国入境游客比约为 65%-85%, 且一直处于上升态势; 其中尤以日本和中国游客为主, 2013 年中国游客首次超过日本成为韩国入境游第一大支撑; 2018 年, 韩国入境游客共 1535 万人, 其中中、日游客分别占比 31%、19% (2016 年分别占 47%、13%, 2017 年受萨德影响中国游客明显下滑, 2018 年有所恢复)。且东亚游客购物倾向极高, 中日游客为韩国免税的发展贡献巨大, 最初日本人贡献显著, 2012 年后中国人对韩国免税的贡献逐步提升, 超过日本人, 成为韩国免税的重要支撑, 近两年尤其中国代购较快增长, 2019Q1 中国游客贡献了韩国免税销售的近 77%。**

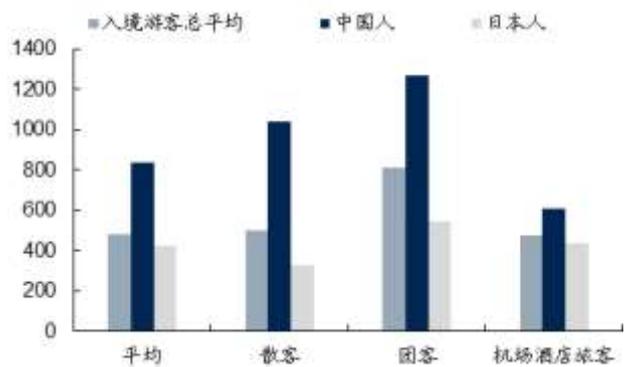
如下图所示，根据韩国文化体育观光局 2011 年调查，购物是中国游客赴韩旅游的首要目的，其次才是观光，高购物倾向的入境客源也进一步助力韩国免税的崛起。与此同时，韩国依托自身政策创新全方位挖掘其本国出国居民免税消费潜力，从而为其免税业发展形成了良好的规模基础，自此基础上，才谈得上吸引外国游客。

图 13: 购物是中国游客赴韩旅游的最重要目的



资料来源: MCST, 国信证券经济研究所整理

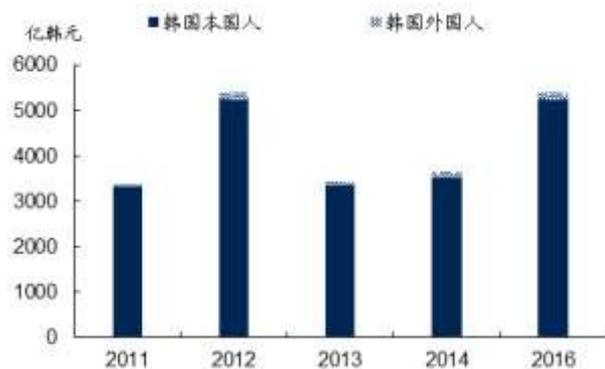
图 14: 中国游客在韩国的人均购物消费遥遥领先



资料来源: Moodie Report, MCST, 国信证券经济研究所整理

韩国本国入赴济州岛游客持续增长。如下图所示，韩国本国居民赴济州岛旅游的游客人数，除 1998 年因经济危机明显减少，其他时期一直保持较可观增长，从而也为韩国济州岛离岛免税业务的蓬勃发展提供了稳定的客源基础。

图 15: JDC 离岛免税销售额表现



资料来源: 济州岛统计局, 国信证券经济研究所整理

图 16: 韩国赴济州岛游客持续保持较快增长



资料来源: 济州岛统计局, 国信证券经济研究所整理

**营销: 免税运营商良好的经营运作和强大的营销推广**

除了政策和客源因素以外，免税运营商卓越的经营管理和营销推广也是韩国免税业崛起的重要原因。具体来看，在经营管理方面，免税运营商（乐天、新罗等）主要是理顺了备货、供货、提货等各个环节，保持了充足有效的货物供给，商品品类持续更新，有效地满足了游客的各种购物需求。在营销方面，韩国免税店通过抓住游客出行（吃住行游）每个环节的营销机会，提高游客对免税购物的认识了解，通过电视、杂志、网络尤其是自媒体时代各种宣传手段以及自身的网上免税点等平台强化营销，配合层出不穷丰富多样的促销优惠活动，激发本国出境游客和外国游客的购物热情。比如，乐天免税通过自身网上免税店平台，让游客“出国前订货，回国前取货”，极大地提高游客购物的便利性。并且，韩国免税店还积极与旅行社、酒店等合作，强化对游客的宣传，理顺游客免税购物的各个环节，提高游客免税购物的舒适度。针对外国游客，韩国目前的免税营销已经前置到其目标客户所在国内（到中国、日本进行宣传），使购物尤其是免税购物成为中日游客赴韩旅游的第一目的。并且，针对中国赴韩游客

年轻人群占比较高的特点，韩国免税点积极采取明星偶像宣传等多种营销手段，扩大其对中国游客的影响力，从而有效提升销售业绩。

需要说明的是，萨德事件后，因为中国游客骤减，韩国免税运营商通过让利给旅行社或代购的方式吸引消费者，据 KDFA 及韩联社报道，韩国免税运营商通常向中方代购按销售额返佣 20-40%，高额的代购返佣比例在吸引代购，推动韩国免税发展的同时，也带来了一些问题，具体见后文分析。

## 韩国市内免税 40 年变迁：政策&政治，规模永恒

### 韩国市内免税风云录总览：政策核心看政治，但牌照之上规模永恒

结合第一章分析，韩国离境市内免税对韩国成为全球免税第一及其免税龙头的崛起居功至伟。纵观 40 年韩国市内免税风云，作为政策创新衍生的庞大离境免税市场，政策无疑对韩国市内免税发展影响至关重要，而韩国政府免税政策及其调整的背后，首先与韩国市内免税不断做大做强，含金量持续提升相关，更深层次受韩国政治经济发展阶段、财阀斗争、政府各方政治利益博弈与平衡等因素影响。与此同时，免税运营商的发展起落、韩国本土化妆品公司的影响也是我们关注的焦点之一。我们整理韩国免税尤其市内免税政策变迁及市内免税起伏如下表所示，分为四个阶段：

- **起步期（1979-1999 年）：**离境市内免税政策创新开启新成长，但韩国本身经济高速发展背景下相对优势不显；
- **政策保护下的黄金发展期（2000-2012 年）：**政策保护下推动韩国免税成全球免税 NO.1，产生世界级的免税巨头；
- **政策博弈调整期（2013-2016 年）：**免税崛起后，韩国财阀政治下，市内免税牌照的高含金量在政治总统大选利益博弈背景下引来各财阀竞相争取，带来政策调整背后黑幕不断，韩国免税发展有所动荡；
- **政策调整纠偏与稳定期（2017-2019 年）：**限韩令下代购兴起带来新格局，政策趋于稳定纠偏。

表 4：韩国免税尤其市内免税政策变迁及核心变化综述

时期	说明
1979-1999 年：起步期，离境市内免税政策创新开启新成长	1967 年韩日邦交正常化，由 KTS (the Korea Tourist Service) 在首尔金浦国际机场 (Gimpo 机场) 成立，这是韩国首家免税店。1979 年，韩国政府允许其国内的免税运营商经营市内离境免税业务，同年，东和免税店开业，开启全世界范围内世界新概念市内免税店的先河。 1980s，乐天，新罗在韩国首尔开上市内免税店，天堂免税在釜山开立免税店等，80 年代末 90 年代，乐天、新罗先后在釜山、济州等开立离境市内免税店。不过，由于这一时期韩国经济本身高速增长，市内免税相对其他行业优势并不明显。
2000-2012 年：政策保护下的黄金发展期，龙头崛起	<b>渠道丰富：</b> 2000 年，东和、乐天、新罗先后开立了网上免税店，进一步渠道扩张。 <b>牌照控制，有限竞争：</b> 2000-2012 年，除了 2000 年新增了乐天济州岛市内免税店牌照外（此前济州岛仅新罗有离境市内免税店牌照），政府一直没有增加韩国各城市的市内免税店牌照，牌照有效期 10 年，且到期自动续期，韩国免税运营商处于保护发展期，得以蓬勃发展。 <b>特许经营费：</b> 离境市内免税店特许经营费极低（按经营面积收，相比收入基本忽略），有利于免税龙头投资扩张，做大做强。 <b>政策支持，额度提升：</b> 2006 年前后，韩国政府进一步提升了对本国居民的离境免税额度，将每人每次出境免税额度从 2000 美金提升至 3000 美金，韩国本国居民消费回流效果显著。 <b>客源贡献：</b> 2000-2012 年，韩国市内免税店最早日本等境外游客为主，此后韩国本国人对韩国市内免税店的贡献由弱转强，06 年时贡献超 60%，2012 年时仍占据 50% 左右。 <b>竞争格局：</b> 2010-2012 年，韩国免税乐天、新罗寡头竞争。 <b>本土化妆品企业：</b> 韩国免税的繁荣还持续助力韩国本土化妆品龙头崛起。 <b>市内免税因牌照含金量相对优势日益突出成为韩国财阀争斗的重要战场。</b> 2013 年初，在财阀纷争及与中小企业矛盾，总统大选激化利益博弈背景下，韩国海关针对其首尔釜山以外的部分中小城市的中小企业颁发 9 张市内免税店牌照。
2013-2016 年：财阀纷争，总统大选利益博弈下政策调整动荡	2013 年下半年，韩国海关快速修订《关税法》，将新增市内免税店牌照有效期缩短为 5 年，并要求新增牌照兼顾中小企业利益。 2015-2016 年三次市内免税店招标，其中涉及部分存量店到期未能有效中标问题，新世界、斗山集团、现代、韩华集团等财阀及部分中小企业进入免税行业，首尔市内免税门店从 6 家增加至 13 家，且此后涉及总统弹劾案中暴露出招标黑幕，引来纷争不断，虽然 2016 年曾尝试纠偏但也因总统弹劾案暂时搁置，韩国市内免税市场整体动荡。 需要说明的是，市内免税与机场免税招标的本质差异在于，机场免税看租金扣点，但市内免税招标政府主导看综合能力和政府诉求，特许经营费用仅有规模差异且最高也仅 1%，本身不是招标竞争条款。
2017-2019 年：限韩令下代购兴起，政策稳定调整，市内免税面临新格局	2013 年韩国海关总署引入了新的市内免税许可证 5 年招标程序，取代了过去的半自动的、10 年更新程序。 1、萨德后限韩令下，中国赴韩游客锐减，但此后代购兴起。 2、中国代购三代演变，对韩国市内免税店议价能力持续提升，佣金返点从最初旅行社 10% 到此后 40%+，市内免税盈利承压，新进入者多数亏损甚至部分推出。 3、2017 年开始政策拟调整，许可证的颁发将由原来的 15 名审查委员扩大至 100 名，并涵盖关税、法律、贸易、旅游等各方面专家。 4、2018 年，市内免税店调整议案公布，明确市内免税牌照 5 年到期后可续期 5 年，10 年再看政策情况决定招标；中小企业市内免税店牌照可以连续两次续签，即综合最长至 15 年； 运营商申请新的许可证，需要其行政区域的入境游客数量比上一年增加 30 万以上，或者他们的三年平均销售额实现+10% 的同比增长或者更多。 5、2019 年在韩华免税店退出，乐天部分门店到期背景下拟新增 6 张市内免税店牌照招标，其中首尔 3 张，但尚未最终落地。

资料来源：韩国海关、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

### 1979-1999 年：离境市内免税店政策创新开启新成长，但相对优势不显

1979年，韩国政府允许本土免税运营商经营市内离境免税业务，首开全球市内免税店先河，具体政策要求如下。总体而言，韩国离境市内免税政策核心目的有二：一是在于提高对入境游客的吸引力（发展旅游购物产业链），二是强化对本国居民的消费吸引力，减少本国居民消费外流。

表 5：1979-1999 年韩国离境市内免税政策要求

分类	说明	提货要求	额度限制
韩国本国居民	凭证件和出境机票可以提前 30 天至出发前 2 天在持有相应牌照的市内免税店购买不超过免税额的商品	最初一般离境机场或口岸提货，此后不同产品有差异	1979 年时为 500 美金，此后逐步提升至 2000 美金左右
外国居民	凭护照等市内免税店购买，根据商品情况，相应对外国人的额度限制不高（仅烟酒或部分进口商品有要求）	一般韩国本土香化产品可直接现场带走（扶持本国化妆品公司），但韩国进口商品需要机场提货	对外国人的额度限制不高（仅烟酒或部分进口商品有要求）

资料来源：韩国海关、穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

2000 年以前，韩国境内免税店主要由零售企业或与入境游相关的旅游企业等开立，主要包括东和、乐天、新罗等。其中，1979 年，东和在首尔核心区域光华门开立的市内免税店是韩国第一家市内免税店。随后，乐天、新罗依托其政府支持，凭借良好的酒店入境游客基础也获得了免税运营牌照。1980 年乐天在首尔明洞，1986 年新罗在首尔也先后开立了各自的首家市内免税店。此后，乐天在首尔、釜山，新罗在济州岛陆续新开市内免税店。总体来看，在 2000 年左右，韩国主要在首尔、济州、釜山共有 8 家离境市内免税店，其中首尔 6 家，济州岛 2 家、釜山 2 家，主要运营商包括乐天、新罗、东和、天堂免税、WakerHill 等，如下表所示。

表 6：2000 年前韩国主要的离境市内免税店情况（此时尚未有离岛免税政策）

开业时间	免税商	市内免税店地址	说明
1979	东和免税 (Dongwha Duty Free)	首尔光华门	1979 年开立韩国首家市内免税店，1986 年开始与日本旅行社强化合作
1980	乐天免税 (Lotte Duty Free)	首尔明洞店	乐天集团最早系韩国最大的食品龙头，同时在零售、旅游方面优势较突出，并拓展延伸至石化、建筑、金融等核心领域较为领先
1983	天堂免税 (Paradise Duty Free)	釜山	Paradise Global 1983 年即在釜山开设免税店，2012 年出售给 Shinsegae Group。需要说明的是，1986 年 9 月，Paradise Global 曾首尔中区奖忠洞开设免税店，但在首尔与乐天、新罗、东和免税店的竞争中表现不佳 1990 年 10 月倒闭
1986	新罗免税 (Shilla Duty Free)	首尔	隶属于韩国最大的财团三星集团旗下，最早新罗系韩国顶级的酒店品牌，此后介入旅游零售等领域
1989	乐天免税 (Lotte Duty Free)	首尔世界店	伴随乐天零售业务拓展，乐天开业第二家市内免税店
1989	新罗免税 (Shilla Duty Free)	济州岛	新罗开业第二家市内免税店，主要针对济州岛外国游客（早期以日本游客为主）
1991	乐天免税 (Lotte Duty Free)	首尔乐天酒店大堂店	
1992	WakerHill 免税店	首尔	Walkerhill 前身是 SKM 免税店，1992 年 8 月在首尔开业，2000 年改名为 Walkerhill
1995	乐天免税 (Lotte Duty Free)	釜山	
2000	乐天免税 (Lotte Duty Free)	济州岛	2000 年 3 月，乐天济州岛免税店开业（仅针对入境外国游客+本国出境游客）

资料来源：穆迪报告，搜狐新闻、百度百科等，国信证券经济研究所整理

纵观 1980-1999 年期间，韩国免税店的发展，主要是伴随韩国当时经济快速发展下旅游业（入境游+出境游）开始逐步兴起而成长，入境游客相对以日本为主。

具体来看，1980 年到 1997 年前亚洲金融危机之前，韩国经济一直处于高速发展期，成为快速崛起的亚洲四小龙之一。虽然 1997 年受到亚洲金融危机影响，但依托 IMF 支持、韩国民众的支持及对内改革，此后也逐步有所恢复。

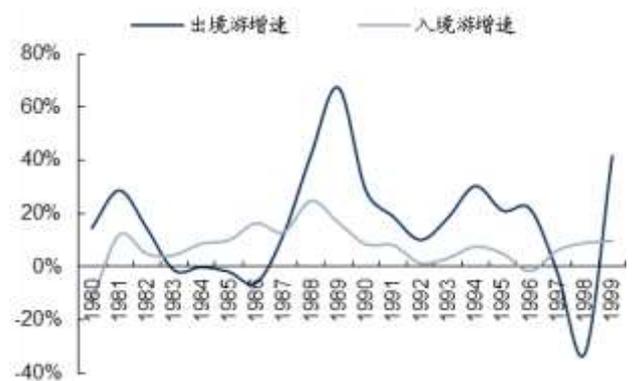
从免税业来看，一方面，由于日本赴韩游客是这一时期韩国入境游客的重要构成，韩国市内免税运营也积极拓展日本游客，以东和免税店为例，其 1986 年 9 月就与日本 JTB、NTA、KNT、TKK、COOP 等签署接待游客合同，大力拓展日本游客市场。另一方面，随着韩国出境游的持续发展，韩国政府也逐步提升韩国本国居民离境免税购买额度，从 1979 年时的 500 美金逐步增加至 2000 美金左右（亚洲金融危机前后），进一步刺激韩国居民国内免税消费。

图 17: 1980-1999 年韩国经济发展情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 18: 1980-1999 年韩国出境游、入境游发展情况



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所整理

这一时期韩国经济本身高速发展，免税业相比其他行业的竞争优势并不特别凸显，主要与其国内旅游、零售运营商协同发展。政府一直对市内免税业发展较为支持，甚至阶段对开设市内免税店的企业提供进一步的税收优惠。

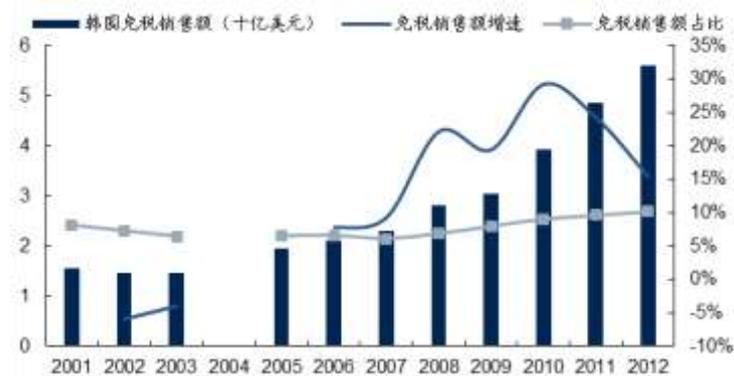
从免税运营商角度，乐天依托其零售百货背景对市内免税店发展较为重视，新罗也主要伴随其零售业务及酒店入境游的发展而较快发展。随着其营销手段的丰富和品类规模的持续优化，乐天、新罗逐步成为韩国免税的主要龙头。

与此同时，1987 年后，韩国本土化妆品业开始逐步萌芽发展，行业产值从最初 5300 亿韩元，发展至 2000 年左右的 31000 万亿韩元，韩国本土化妆品企业如爱茉莉太平洋、LG 开始逐步成长，免税店开始成为其销售的重要渠道之一。

### 2000-2012 年：政策保护下的黄金发展期，市内免税成皇冠上的明珠

2000-2012 年，得益于韩国政治经济稳定、韩国影视宣传发力（韩流等影响），韩国出入境人数快速增加，韩国免税整体快速发展。2001-2012 年，韩国免税年均复合增长 11%，表现良好，2012 年，韩国免税销售额达到 56.08 亿美元。其中，2009 年，韩国免税已经超过英国，成为全球最大的免税市场，占全球免税的 8%，此后一直处于排名第一的领先地位。

图 19: 2000-2012 年韩国免税增长情况及其全球免税份额变化



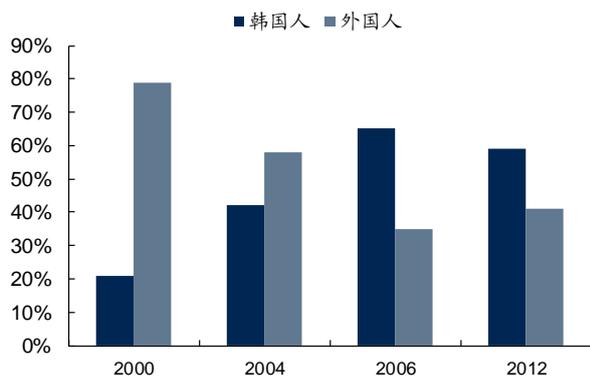
资料来源: 韩国免税业协会、穆迪报告等, 国信证券经济研究所整理

2000-2012 年，韩国免税市场处于政策稳定，积极支持的保护发展期。政策方面：一是总体维持了市内免税店运营商的稳定，2000-2012 年，除了 2000 年新增了乐天济州岛市内免税店牌照外（此前济州岛仅新罗有离境市内免税店牌照），政府一直没有增加韩国各城市的市内免税店牌照。市内免税店许可证严格把控，原市内免税店运营商扩建和新增店面均需政府审核，且每个市内免税门

店的运营商 10 年到期均可以自动续约，因此免税运营商对门店的优化改善扩建动力较足，积极投资优化助力其市内免税门店发展；二是 2005 年底，韩国政府进一步提升了对本国居民的离境免税额度，将每人每次出境免税额度从 2000 美金提升至 3000 美金，进一步拉动韩国本国人在境内的免税消费。渠道方面，韩国免税运营商（东和、乐天和新罗等）还在 2000 年推出了网上免税购物业务，将宣传和销售渠道进一步延伸。三是 2002 年 3 月，韩国推出针对本国人的济州岛离岛免税政策，此后离岛免税店逐步推出，进一步释放其本国人的免税消费潜力。

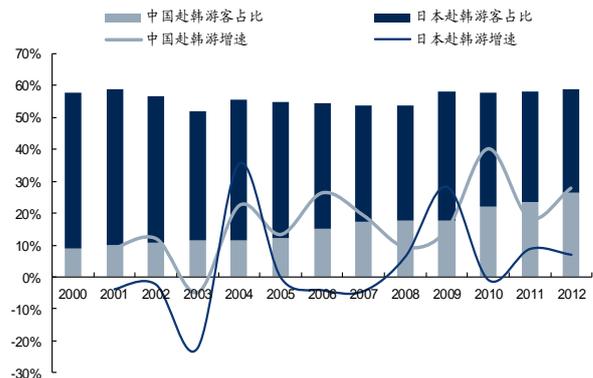
在这种情况下，2000-2012 年韩国免税尤其市内免税成长驱动，首先是政策支持下韩国本国居民在市内免税店的消费逐步提升，其次日本游客和中国游客增长贡献。如下图所示，最初 2000 年时，韩国市内免税店仅约 20% 系韩国本国居民，更多依赖外国游客尤其日本游客。但 2000-2006，随着韩国本国人均居民收入的增长，出境游增长和消费提升，加之 2015 年免税额度提升至 3000 美金，韩国本国人在市内免税店的客源占比逐步提升，到 2006 年时已经占比超过 60%，系这一时期韩国免税尤其市内免税店成长的最主要推动力，此后虽然随着中国人的占比提升韩国本国人在市内免税店的客源占比有所下降，但直至 2012 年时仍达 50% 左右，占据半壁江山。

图 20: 2000-2012 年韩国市内免税店客源构成变化情况



资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 21: 2000-2012 年，中、日赴韩游客增长及结构变化



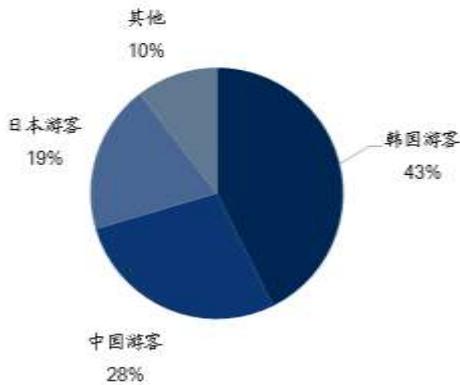
资料来源: CEIC 等, 国信证券经济研究所整理

从韩国入境游客来看，2000-2001 年日本游客占据韩国入境游客的半壁江山，也是其免税店最主要的客群，但此后增长相对平稳，2000-2012 年间年均增长仅 3%，到 2012 年时约占韩国入境游客的 30%+。与之相比，2000 年初，中国游客仅占韩国入境游客的 9%，相对不显，但 2000-2012 年年均符合增长 18%，直至 2012 年时已经占韩国入境游客的 26%，增长显著。

从消费金额来看，结合人民网、韩联社的报道等，2012 年，韩国本国游客仍然是韩国免税店最主要的贡献来源，贡献免税消费额 16.3 亿美金，占比约 43%，占比最高。不过，这一年，中国人在韩国免税店的消费额为 10.6 亿美元，首次超过日本人（6.7 亿美元）。此外，从韩国机场免税店来看，截至 2012 年及以前，韩国本国游客对机场免税店的贡献也超过外国游客。

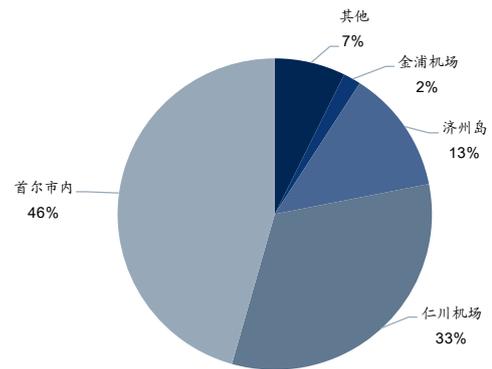
整体来看，2000-2012 年，韩国本国居民系韩国市内免税店消费的中坚力量，韩国本国人的出境游和消费增长，政策支持下其离境免税额度的提升，加之市内免税运营商的营销优化是推动其市内免税店成长的重要因素。正是得益于政策支持，韩国本国人的免税消费回流显著，结合前文韩国商会（KCCI）2012 年的抽样调查，韩国本国人在境内的免税消费（约为 46 万韩元）已经超过其在海外免税消费（约 39 万韩元），可见其成效。与此同时，日本游客的贡献在逐步减少，而中国游客对韩国市内免税店的贡献开始有所显现。

图 22: 2012 年中、日、韩游客在韩国免税店消费金额占比



资料来源: 韩联社, 人民网等, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2010 年韩国免税市场各渠道分布

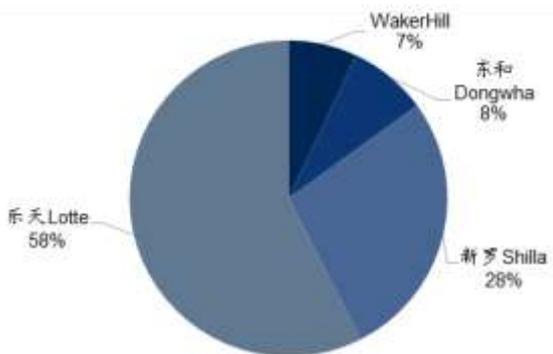


资料来源: KCS, Korea Investment&Securities, 国信证券经济研究所整理

从韩国免税各渠道构成来看, 2010 年, 韩国市内免税店(离境市内免税)占比约 46%, 相对最高; 其次为仁川机场, 占比约 33%; 再次系济州岛, 占约 13%, 金浦机场及其他占比 9%。换言之, 早在 2010 年, 首尔市内免税店已经成为韩国最主要的免税消费渠道, 占据近半壁江山。而首尔市内免税店主要由四家免税运营商构成, 其中乐天免税占比最高, 2010 年占比约 58%, 新罗免税次之, 占比约 28%, 其他东和免税和 WakerHill 免税店各占 8%、7%。

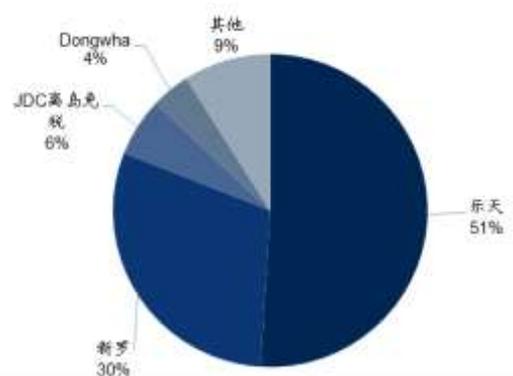
究其原因, 一是韩国离境市内免税政策支持, 本国居民免税消费潜力充分释放, 二是对免税运营商而言, 市内免税相比机场免税的盈利能力和持久性都明显更优。由于机场公开招标模式下, 一有租约限制(新罗中标仁川机场通常 5+2 年租约), 二是中标的保底租金和扣点率通常较高, 因此盈利能力较低, 且若经济大幅波动或政治重大事件等还可能因保底不低而出现亏损(如 2008 年金融危机时 AK 免税店亏损严重)。因此从免税运营商的角度, 市内免税店无论盈利能力还是经营稳定性都明显超过机场, 加之韩国离境市内免税政策支持, 因此市内免税店得以在韩国蓬勃发展, 市内免税店牌照逐步成为皇冠上的明珠。

图 24: 2010 年韩国首尔市内免税店份额构成



资料来源: KCS, Korea Investment&Securities, 国信证券经济研究所整理

图 25: 2012 年韩国免税运营商竞争格局



资料来源: KCS, 国信证券经济研究所整理

从免税运营商的角度, 依托 2000-2012 年韩国免税政策保护期以及市内免税牌照优势, 乐天、新罗等迅速做大做强。并且, 由于市内免税店主要依靠牌照, 不需要支付机场高额的租金扣点。并且, 政府对市内免税店征收的特许经营费非常低廉, 结合 KoreaHerald 的报道, 韩国乐天首尔市内免税店 2011 年的销售额超过 1 万亿韩元, 但仅需向政府支付 90 万韩元的许可费, 相当于百万分之一(韩国市内免税店的许可费此时主要按照免税经营面积收费, 1993-2012 年均未调整), 基本可以忽略不计, 在这种情况下, 韩国市内免税店的盈利能力预计非常突出, 不仅支持其持续投资扩张, 迅速崛起成全球龙头, 2011 年时, 乐天、

新罗已分别位居全球免税第四和第六，排名逐步上升。

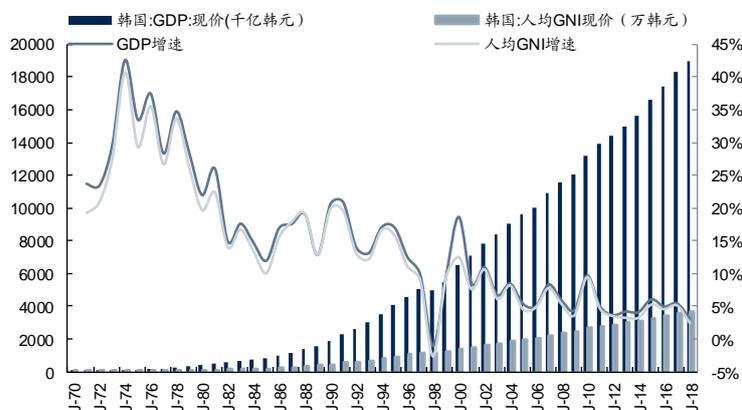
与此同时，**韩国免税的繁荣还持续助力韩国本土化妆品龙头崛起**。具体来看，在韩国免税消费中，香化占据半壁江山，其中结合穆迪的报道韩国本土香化商品占比约 40%，而韩国本土香化品牌主要以爱茉莉太平洋和 LG 生活健康两家公司为主。结合穆迪、第一财经等媒体报道，从 2010 年起，在全球化妆品品牌销售增幅放缓的背景下，韩国上述两大品牌在韩国本土的销售额出现了近 20% 的增长，而其中免税渠道的增幅在总增幅所占据的比重最高达 78.9%。

2000-2012 年，韩国免税处于政策保护发展期，一是推动乐天、新罗等本土免税运营商崛起，成为全球排名第四、第六的一线免税龙头；二是助力韩国本土化妆品龙头成长。这一时期，**韩国免税尤其其市内免税的成长最主要贡献来自韩国本国免税消费潜力的释放，其次才是日本、中国入境游客的贡献。**

### 2013-2016 年：财阀博弈下政策调整，韩国市内免税进入动荡期

**政策调整背景：大选前后政治博弈，财阀斗争。**2013 年，韩国市内免税店政策开始出现调整，但这本质与韩国当时的经济情况、政治大选、政治利益博弈以及财阀垄断下社会矛盾等多因素相关。由于韩国经济具有典型的财阀垄断经济特点，财阀的成长轨迹与韩国经济发展一脉相承，影响遍布韩国每个角落，财阀的扩张崛起也促进了韩国的雄起。但 1997 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机后，韩国财阀也先后受创，且随着其经济增速逐步放缓，韩国各财阀之间你争我夺，财阀与中小企业之间的矛盾逐步加深。叠加 2012-2013 年正值韩国大选前后，各方政治利益博弈角逐更加显著。同时，结合前文分析，在韩国经济增速相对放缓的情况下，市内免税店牌照优势日益突出，成为这一时期韩国各财阀利益博弈的战场之一，也产生了诸多问题与黑幕。

图 26：1970-2018 年韩国 GDP 及人均 GNI 的增长情况（现价）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

### 市内免税店牌照调整风云：牌照调整与新增背后，本质是韩国各财阀利益博弈

2013 年开始，韩国市内免税店政策有所调整，最初仅仅是针对中小城市的中小企业颁发市内免税店牌照，以缓和韩国社会财阀与中小企业之间的矛盾，本身冲击非常有限，但市内免税店牌照的闸门开启后，新旧财阀斗争并不断施加其政治影响力，侧面导致 2013 年下半年，韩国海关总署直接修改《关税法》，市内免税牌照从保护发展模式进入竞标时代，从而直接导致此后 2015-2016 年韩国市内免税市场较大调整与动荡。2013-2016 年韩国免税市场调整如下表。

表 7: 韩国市内免税店牌照与政策 2013-2016 年调整

时期	政策
2013 年初	韩国海关开始放宽市内免税店牌照，在首尔、釜山和济州岛以外的其他中等城市面向地方背景的 SME 颁发了 9 个市内免税店牌照
2013 年下半年	韩国海关总署直接修改《关税法》，将市内免税零售商的许可证由原来的 10 年到期变为 5 年到期，并从此前的半自动续约模式改为招标模式（韩国海关总署主导，并非看政府收费高低，而是侧重免税运营商的综合运营能力、发展入境游就业等以及政治利益博弈权衡）
2013 年 12 月	拟提高免税商店里韩国商品区的中小企业商品比例
2015 年 1 月	拟规定只有 60% 的免税许可证授予大公司，其余的必须归中小企业所有
2015 年底	韩国针对到期的市内免税店开始招标，并相应市内免税牌照有所调整
2016 年 3 月	由于免税政策调整后争议不断，韩国内部各种矛盾加剧，韩国政府宣布了几项与免税行业相关的重大政策修订提案：1、市内免税店许可证期限从 5 年延长至 10 年；2、符合规定的免税店许可证到期可申请自动延期等，但因总统弹劾案该提案又搁置
2016 年中期	新增 4 张市内免税店牌照，其中 3 家面向所有企业公开招标，1 家中小企业 SME 投标

资料来源：KCS，穆迪报告，国信证券经济研究所整理

**2013 年初：韩国市内免税牌照在首尔以外城市有限放开。**新授予的市内免税牌照如下表所示，主要针对首尔、釜山和济州岛以外其他中等城市，全为中小企业，以期缓解国内各方政治矛盾。但这一次调整本身对韩国存量市内免税影响非常小，且这些免税运营商规模也非常小，至今在韩国免税市场的占比也极低。

表 8: 2013 年韩国海关新增 9 家市内免税店

地区	公司	商店面积 (仓库面积)	国内商品面积 (占总面积的百分比)
1 大邱广域市	Grand Tourist Hotel (Hospitality)	1224 m <sup>2</sup> (307 m <sup>2</sup> )	497 m <sup>2</sup> (40.7%)
2 仁川广域市	Songdo, Incheon duty free shops (New company)	3172 m <sup>2</sup> (116 m <sup>2</sup> )	1177 m <sup>2</sup> (37.1%)
3 大田市	Shinwoo Industrial Metal Co (Metal manufacturing)	408 m <sup>2</sup> (84 m <sup>2</sup> )	200 m <sup>2</sup> (49.0%)
4 蔚山市	Qinshan Xuanwu (Wholesale Machinery and Equipment)	487 m <sup>2</sup> (66 m <sup>2</sup> )	195 m <sup>2</sup> (40.0%)
5 京畿道	Hotel d'Angkor (Hospitality)	1867 m <sup>2</sup> (230 m <sup>2</sup> )	784 m <sup>2</sup> (42.0%)
6 忠清北道	Medfield Industry (Hospitality)	358 m <sup>2</sup> (80 m <sup>2</sup> )	180 m <sup>2</sup> (50.2%)
7 全罗南道	Rocket Electric (Cell manufacturing)	1475 m <sup>2</sup> (103 m <sup>2</sup> )	600 m <sup>2</sup> (40.7%)
8 庆尚北道	Seohee Construction (Construction)	658 m <sup>2</sup> (66 m <sup>2</sup> )	265 m <sup>2</sup> (40.2%)
9 庆尚南道	Daedong Department Store (Retailing)	492 m <sup>2</sup> (66 m <sup>2</sup> )	200 m <sup>2</sup> (40.7%)

资料来源：韩国海关、穆迪报告，国信证券经济研究所整理

**2013 年 10 月：在韩国财阀利益博弈和政治影响下，韩国海关修订《关税法》，韩国首尔等主要城市市内免税店牌照重大调整：将市内免税零售商的许可证由原来的 10 年到期缩短为 5 年到期，并由此前的 10 年到期基本自动续约的模式转为招标模式，同时规定了一定的中小企业比例（包括中小企业申请市内免税店牌照比例及免税店中韩国商品的中小企业比例）。**

表 9: 2015-2016 年三次招标情况

时间	牌照变化情况	中标结果
2015 年 7 月	首尔新增三张市内免税店牌照	新罗与现代合资的 HDC Shilla、Hanwha Galleria、Hana Tour 旗下的 SM 中标，前两者是大型免税店牌照，后者系中小企业牌照
2015 年底	首尔+釜山 4 家到期市内免税店招标	乐天总店/新世界釜山免税店延续，乐天世界塔店和 WalkerHill 失去牌照，新增斗山集团、新世界获得首尔市内免税店牌照（均大财阀）
2016 年上半年	首尔新增 3 张牌照	新世界、现代集团获得首尔江南区内免税店牌照，乐天重新赢回世界塔免税店牌照

资料来源：穆迪报告，KCS，KDB，韩联社等，国信证券经济研究所整理

上述调整直接导致 2015 年-2016 年韩国市内免税店牌照三次招标调整(见上表)，其中首尔市内免税店牌照从此前的 6 家增加至 12 家(见下表)，釜山的 2 家不变，对韩国市内免税竞争格局影响较大。具体我们从运营商角度进行分析。

**乐天：阶段失意的昔日霸主。**乐天系韩国免税第一霸主，其最大优势在于拥有多张韩国市内免税店牌照，但 2015-2016 年招标中，虽然成功捍卫了其总店牌照，却阶段丢失了其第二大城市内免税店牌照（首尔世界塔店，也是韩国第三大城市内免税店），导致世界塔店在 2016 年 6 月后被迫关闭，利益直接受到冲击。不过，乐天这一时期地位受损更主要与这一时期乐天国籍之争及内部继承人之争相关(见下表)。不过，由于乐天世界塔店关闭后，1300 人失业，引发争议不断，且上述问题也影响韩国免税运营商的投资扩建运营积极性（乐天世界塔店 2015 年刚投资 2.56 亿美元进行改扩建提升，2015 年销售额 5.18 亿美元）

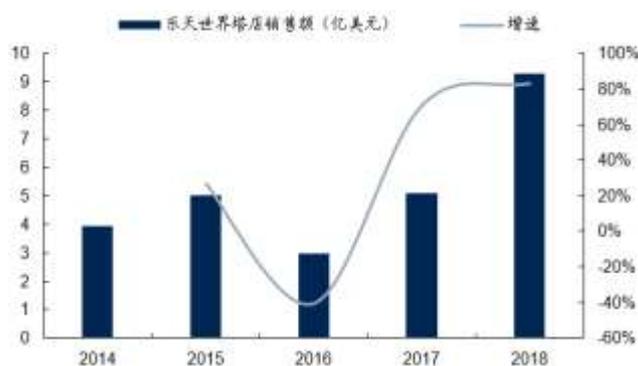
及对外与奢侈品牌的谈判能力，2016年在乐天内部争斗告一段落的情况下重新赢回了世界塔店的牌照，2017年1月重新开业。

表 10: 乐天的国籍之争和内部继承人之争 (2013-2015 年尤其加剧)

分类	说明
乐天国籍之争	乐天集团最早由旅日韩侨辛格浩在日本创立。1965年，韩日邦交正常化后，辛格浩于1967年在韩国成立乐天制果公司，逐渐壮大为现在的韩国乐天集团，但循环控股下，韩国乐天由日本乐天控股公司控股。在韩国本身财阀斗争以及乐天继承人之争越演越烈的背景下，2015年乐天的国籍之争成为舆论关注焦点。
乐天内部继承人之争	2011年，乐天创始人将其大儿子辛东主提为日本乐天会长，二儿子辛东彬提为韩国乐天会长，表面上是日本和韩国乐天分给两个儿子，但因为韩国乐天资产明显大于日本乐天，但日本乐天又循环控股韩国乐天，此后2013-2015年两个儿子为争夺继承权争斗不断。直到2015年底股东大会通过关于调整公司管理体系（涉及控股结构）相关议案等，最终导致辛东彬胜出，上述争斗阶段告一段落。

资料来源：韩联社等报道，新浪财经，环球网、百度百科等报道，国信证券经济研究所整理

图 27: 2014-2018 年乐天世界塔店的收入波动



资料来源：穆迪，国信证券经济研究所整理

**新罗：选择与现代合作，强强联合下成功竞得新增牌照，市场份额相对稳定。** 韩国免税排名第二的龙头新罗，在2015-2016年的竞标博弈中，选择与韩国另一大财团现代合作，新罗自身拥有充足的免税运营经验，现代集团则提供了位置优良的物业，二者强强联合，从而成功竞得新增市内免税店牌照。新罗与现代合资企业新开门店于2015年12月在韩国首尔试营业，2016年3月正式开业。

表 11: 韩国首尔和釜山主要市内免税店 2013-2016 年变迁调整情况

免税运营商	门店地址	开业时间	2015-2016 年调整及后续情况说明
东和免税	首尔光华门店	1979 年	/
乐天免税	首尔明洞总店	1980 年	2015 年 12 月到期，2015 年底续牌照竞标成功
新世界免税	釜山店	1983 年	原 Paradise 免税店，12 年被新世界收购，2015 年 12 月到期，2015 年底续牌照竞标成功。
新罗免税	首尔总店	1986 年	/
乐天免税	首尔世界塔店	1989 年	2015 年 12 月到期，2015 年底续牌照失败导致 2016 年 6 月关闭，2016 年底重新赢回市内免税牌照，2017 年恢复开业
乐天免税	首尔 Coex 店 (江南区)	1991 年	2017 年底租约到期，后成功续标 (对 SME 支持力度较大)
WalkerHill 免税店 (SK 旗下)	首尔店	1992 年	2015 年 11 月到期，2015 年底续牌照失败导致 2016 年中期被迫关闭，此后重新竞标牌照仍未成功
乐天免税	釜山店	1995 年	/
Doota Duty Free (斗山旗下)	首尔店	2016 年 5 月	2015 年击败乐天，新增牌照，系行业新人
新世界免税店	首尔明洞店	2016 年 5 月	2015 年底击败 WalkerHill，新增牌照
Galleria 免税店 (韩华旗下)	首尔店	2015 年 12 月试营业，2016 年 7 月正式开业	2015 年 7 月新增牌照
新罗与现代合资的 HDC	首尔店	2015 年底试营业	2015 年 7 月新增牌照
SM Duty Free (Hana Tour 旗下)	首尔店	2016 年 4 月	2015 年 7 月新增 (针对中小企业牌照)
新世界免税	首尔江南店	2018 年 7 月	2016 年底赢得市内免税牌照
Hyundai (现代旗下)	首尔江南店	2018 年 11 月	2016 年底赢得市内免税牌照

资料来源：穆迪报告，KCS，KDB，韩联社等，国信证券经济研究所整理

**新世界：本轮竞标博弈中的最大赢家。**韩国两大零售巨头，一为新世界百货，二为乐天百货，其中新世界百货成立时间更悠久，但此前一直苦于缺乏市内免税牌照未能进入免税市场。2012年，新世界百货收购天堂免税店（主要在釜山，规模较小经营平平），进入免税市场。2015-2016年的竞标博弈中，新世界集团不仅有效捍卫了其在釜山的市内免税店牌照，并在2015-2016年的两次招标中获得了2张首尔市内免税店牌照（分别位于首尔明洞和首尔江南区，2016年5月和2018年7月开业），成为韩国本轮免税牌照竞标中的最大赢家。

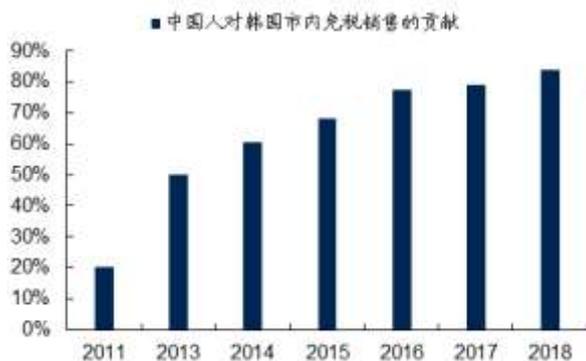
此外，斗山、韩华、现代等韩国大财团作为免税新人在本轮牌照扩张中成功进入免税领域，但后续经营情况有待随后观察和验证。而SK旗下的WalkerHill首尔市内免税店在2015年底续牌照中竞标失败导致2016年中期被迫关闭，2016年重新竞标牌照仍未成功，成为最大失意者。

综合来看，2013-2016年，韩国市内免税店政策调整，市内免税牌照增加，部分新财阀集团进入该市场，但是，首先，结合人民网及韩联社等媒体报道，上述市内免税牌照增加和竞标中存在黑幕和政府官员人为操作等问题（总统弹劾案后进一步暴露，[http://www.sohu.com/a/156735347\\_630337](http://www.sohu.com/a/156735347_630337)）；其次，这些新进入者后续经营情况有待观察和验证，而部分老牌核心门店关闭也会带来失业以及不利于对外与品牌商谈判保持有利地位等问题，引来争议不断。

不过，从韩国免税市场整体来看，这一时期，韩国免税依靠中国人的持续贡献，整体市场规模仍然较快成长。2013年，中国游客对韩国免税店的贡献首次超过韩国本国游客，成为其第一客源，此后占比不断提升，如下图所示。

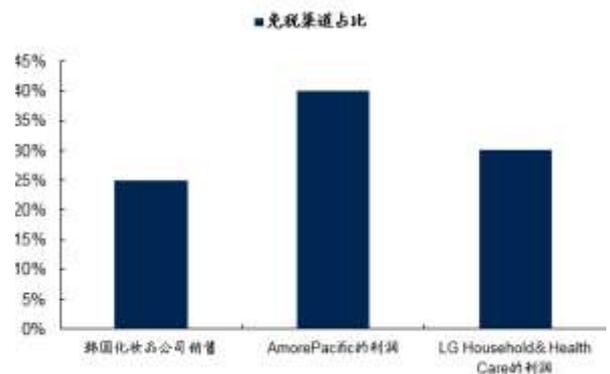
对韩国本土化妆品品牌而言，韩国免税不断强化其韩国本土化妆品重要销售渠道的地位。根据NH Investment & Securities的统计，2016年，约有25%的韩国化妆品公司的销售来自免税，该渠道约占行业巨头AmorePacific利润的40%左右，占LG Household & Health Care的30%左右。

图 28：2013 年中国游客对韩免税贡献首次超过韩国人



资料来源：韩国流通业、Moodie Report，国信证券经济研究所整理

图 29：免税渠道是韩国本土化妆品的重要销售和利润渠道



资料来源：穆迪报告，NH Investment & Securities，国信证券经济研究所整理

**2017-2019 年：限韩令下代购兴起新格局，免税牌照优势让渡规模优势中国游客系韩国市内免税店的绝对主力，限韩令后代购兴起**

中国游客是韩国市内免税消费的绝对主力，从2015年贡献韩国市内免税消费额的68.30%提升至2018年的83.70%，如上图所示，但购买方式却有所变化。

限韩令下代购兴起弥补韩国免税销售下滑。2017年以前，韩国免税店的中国游客以自由行散客购买居多，虽有旅行社团客佣金，但占比相对有限。2017年，受萨德事件后限韩令影响，中国赴韩游客下滑明显，从2017年3月至2018年2月期间每月中国赴韩客流下滑幅度约38%-70%，从而导致韩国免税店阶段经营承压，2017年3月韩国免税销售额下滑18.27%，Q2新罗、乐天在韩国的

免税销售额分别下滑 10.5%、16.8%，但此后随着代购的兴起，韩国免税整体销售额增长有所恢复。

图 30: 中国游客是韩国市内免税消费的绝对主力



资料来源:《亚洲中国》、韩国流通业、韩国免税业协会、穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

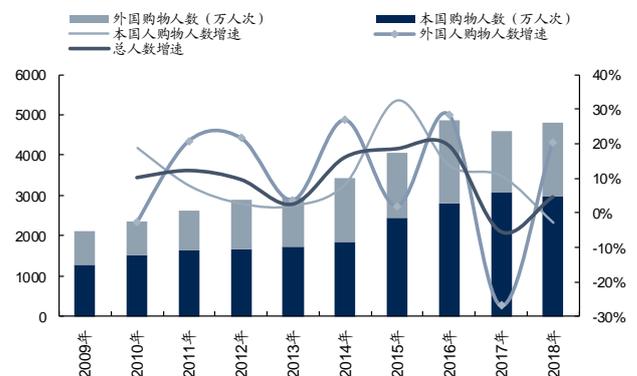
如下图所示, 2017 年, 韩国免税消费人数达到 4599 万人次, 同比下滑 5%, 其外国游客免税购物 1511 万人次, 同比下滑 27%, 主要受中国游客显著下滑影响, 但 2017 年韩国免税消费额仍同比增长 21%, 其中外国人免税消费同比增长 24%, 核心就是外国人的免税客单价从 2016 年的 369 美金增加至 624 美金, 同比增长 69%, 增长迅猛。

图 31: 限韩令后, 赴韩中国游客明显下滑



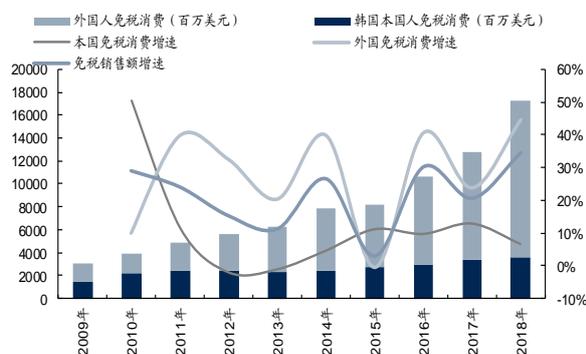
资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 32: 2017 年, 韩国免税中的外国游客下滑达 27%。



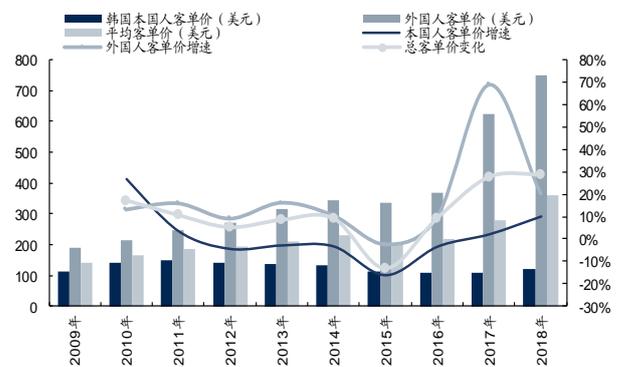
资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 33: 韩国免税销售额增长: 外国人贡献为主



资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 34: 免税客单价: 代购致 17 年外国人免税客单价大增



资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

**2017-2019 年中国在韩代购演变。**结合下表详细梳理，最初中国在韩代购以个人代购为主，主要赚价差和退税等的收益，部分挂靠旅行社获得额外返佣，返点比例相对不高。之后，部分代购规模做大要求更高佣金返点，或者一些机构将零散代购汇总与免税店争取更高返佣，增加至 10-30%(品牌品类不同差异)，不过这些机构本身会抽佣，个人代购直接分成相对更低。2019 年，随着中国电商法的实施，个人代购开始减少，公司代购日益增加，对市内免税店的议价能力进一步增加。如下图所示，2019Q1，在韩个人代购下滑近 50%，而公司代购的销售额增长同比增长近 100%，综合返点压力则相对更高。

并且，首尔明洞、东大门核心区域以外的市内免税店门店，无论从对散客的购物便利，还是对代购的购物效率而言都不高，往往需要支付高额佣金吸引客户。乐天因为萨德事件，部分也需要更高的返点来吸引中国客户。据韩国《亚洲经济》2018 年报道，为抢夺代购客源，韩国乐天免税店和新世界免税店最高给予代购 40%的返现，而新进入者斗山、韩华等的返点压力预计也较大。

表 12: 2017-2019 年中国在韩代购业务演变

在韩中国代购业务演变	第一代	第二代	第三代
代购特点	个人代购为主，挂靠旅行社等方式获取佣金或返点	个人代购普遍，但部分成规模的代购开始崛起做大，并要求更高的佣金或返点	电商法后，大批发商成为公司代购，部分小规模代购则选择抱团议价，个人肉代购和小规模代购相对减少
代购佣金或返点	个位数或 10%-20%不等，	10-30%不等，个别品类到 40%	20-40%不等，且大批发商议价能力更高
中韩产品价差(与中国有税市场相比)	20%-30%	40-50% (折扣更高)	50-80% (公司代购批发下获取更高的返利和佣金)
代购购买渠道	线上线下免税店	免税店和通过品牌商	免税店和通过品牌商
代购运输渠道	人工带回，包裹邮寄	人工带回，包裹邮寄，保税仓仓库邮寄，寄到香港带回	
盈利来源	价差+消费税退税+额外折扣+信用卡+门店积分+行邮税和关税返利等	价差为主，此外返利+消费税退税+行邮税和关税返利等	主要是价差与返利

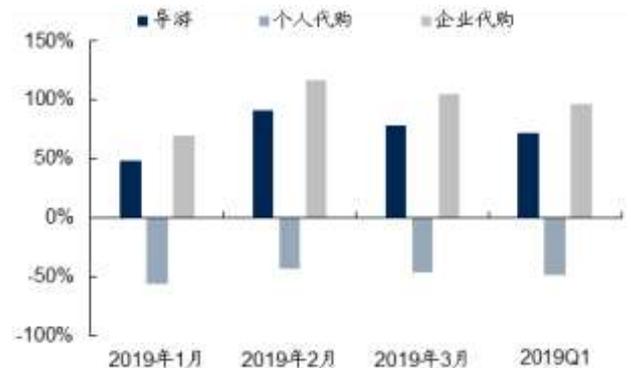
资料来源：穆迪报告，KOTRA，DFI 等，国信证券经济研究所整理

图 35: 2019Q1 韩国免税中代购的销售额 (百万美元)



资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

图 36: 三种代购的销售额贡献变化

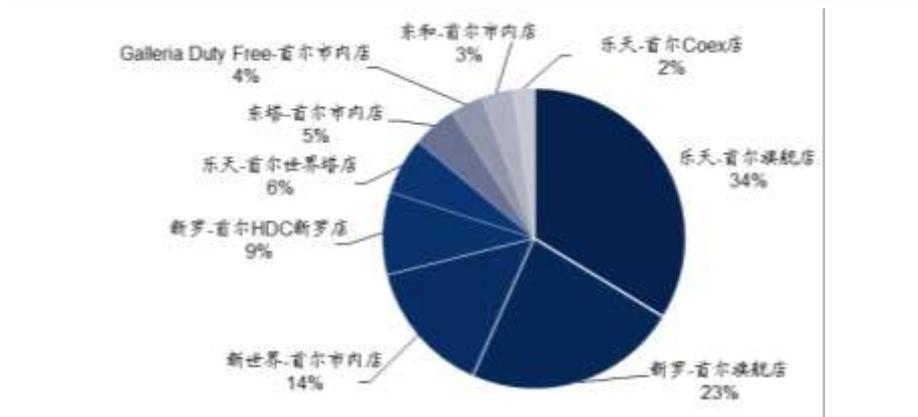


资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

**代购新格局下，韩国市内免税运营商盈利承压分化，新进入者承压明显**

2017 年，韩国市内免税店竞争格局如下，相较 2012 年，参与者明显增加。与此同时，2017 年限韩令后，客流减少，也加剧了韩国市内免税市场的竞争。客观而言，在限韩令导致中国赴韩游客减少的背景下，代购业务的发展，对 2017 年后韩国免税收入的增长尤其市内免税店收入增长起了积极的作用，但由于代购业务的发展以及代购商日趋规模化系统化，议价能力的不断提升也直接影响了韩国市内免税店运营商的盈利能力，加之 2015-2016 年后韩国市内免税门店增加导致竞争加剧，因此部分新进入免税店经营尤其承压。

图 37: 2017 年首尔市内免税店市场竞争格局



资料来源:《韩国财富》杂志、韩国金融监督院等, 国信证券经济研究所整理

总体来看, 韩国首尔三家市内免税新进入者情况汇总如下, 其中仅新世界依托其原有韩国零售百货霸主规模采购优势崛起, 成为韩国排名第三的免税龙头, 且免税分部实现扭亏为盈外, 其他斗山、韩华等韩国财团, 由于缺乏零售百货规模优势等支撑, 经营持续承压, 其中韩华最终被迫退出韩国免税市场。

表 13: 韩国市内免税三家新进入者的情况

运营商	财团背景	牌照情况	门店位置	门店开业时间	经营简述	最新情况
新世界	新世界系韩国与乐天排名前二的零售巨头, 韩国第一家百货公司, 2019 年上半年在韩国百货市占率为 23%, 主营百货、化妆品销售、免税、地产、酒店等。	首尔 2 张牌照	首尔明洞新世界百货 8-12 楼 首尔江南 Central city	首尔明洞 2016 年 5 月 首尔江南 2018 年 7 月	2015 年免税销售规模尚低, 为 24 亿韩元, 16 年明洞店及后续几家免税店陆续开业后, 免税规模提升迅速, 18 年较 16 年销售额增长近 9 倍, 依托规模优势和渠道位置等优势, 免税净利润在 2017 年扭亏为盈。	韩国免税排名第 3, 2018 年免税销售额为 20121 亿韩元, 净利润为 347 亿韩元, 净利率 1.7%, 兼有首尔新店开业和机场免税的因素 (18 年成为仁川机场最大免税商)。
斗山旗下 Doota	斗山集团系韩国最大的财团之一, 主营生产及消耗材料生产, 在设备生产方面享誉全球, 但相对缺乏零售业经验。	首尔 1 家门店	首尔市东大门斗山塔 7~13F	2016 年 5 月	路易威登、香奈儿和爱马仕三大奢侈品牌未进驻免税店; 2016-2018 年销售额分别为 1110、4436、6817 亿韩元, 三年累计亏损达 630 亿韩元。	2018 年因并购 dootamall 实现了盈利, 但 2019 年又转亏
韩华旗下 Galleria	韩华集团系韩国十大财团之一, 主要在工业制造、建筑地产、金融保险、能源开发等优势明显。	首尔 1 家门店	首尔 63 大厦 (市中心区, 但主要系商务、投资银行等所在地)	2015 年底试营业, 2016 年 7 月正式营业	2016-2018 年连续三年亏损, 其中 2017 年销售额为 1873 亿韩元, 营业损失达 439 亿韩元。	持续亏损, 最终 2019 年 9 月 30 日被迫关闭

资料来源: 穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

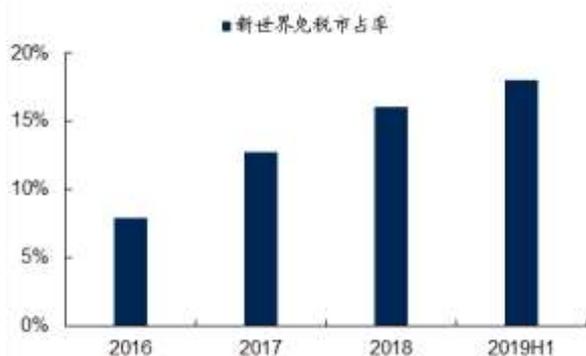
**新世界: 财阀零售巨头优势和 2 家牌照资源, 机场市内发力跻身韩国免税第三**

新世界集团是韩国第一家百货公司, 系韩国排名第一第二的绝对零售霸主, 2019 年上半年在韩国百货市占率为 23%, 主营百货、化妆品销售、免税、地产、酒店等业务。2012 年新世界通过收购天堂釜山免税店进入免税行业, 自此开始其在免税行业的布局。从釜山免税店开始, 新世界又相继在 **2014 年釜山金海国际机场**和 **2015 年仁川国际机场**的免税竞标中获得经营权, 从而拓展了自身免税业务。并且, 新世界集团在 2015 年成立了独立的免税子公司新世界免税, 专门运营免税业务。依托新世界财团零售巨头优势, **2015 年 11 月**新世界打败 WalkerHill DF 获得**首尔 (明洞店, 2016 年 5 月开业)**市内免税运营牌照; **2016 年 12 月**, 新世界再度拿下一张**首尔 (江南店, 2018 年 7 月开业)**新颁发的市内免税运营牌照。此外, 公司还分别于 2016 年、2018 年获得**仁川国际机场 T2 及 T1 航站楼**的免税经营权, 成为仁川国际机场最大的免税运营商, 逐步完成且丰富了涵盖市内及机场免税的业务布局。

**规模优势及零售渠道优势, 助力新世界免税跻身韩国前三。**伴随新世界免税在市内及机场免税的扩张, 其免税销售规模提升迅速。2015 年新世界免税销售额尚仅有 24 亿韩元, 2018 年达到 20121 亿韩元, 增长迅猛, 2018 年其免税销

售在韩国市占率已达 16%。且在机场市内协同作用下,加上其自身雄厚的百货、化妆品采购规模效应支持,新世界免税也较快地在 2017 年实现了扭亏为盈,2018 年免税业务净利润达到了 347 亿韩元。成功后来居上,跻身韩国免税前三。

图 38: 新世界免税的市占率不断提升



资料来源: 新世界公告、Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 39: 新世界免税的盈利规模逐渐扩大



资料来源: 新世界公告、Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

### 韩华旗下 Galleria 免税店: 开始寄予厚望, 最终黯然离场

韩华集团系韩国工业建筑金融方面的大型财团, 一直期望参与免税业务。2014 年, 旗下 Galleria 获得了济州国际机场的免税店经营权开始进入免税行业, 经营权限至 2019 年 4 月, 销售领域包括化妆品、时尚饰品、太阳镜、烟酒以及韩国特产等。2015 年 7 月, 韩华集团旗下 Galleria 在激烈的招标竞争中获得首尔市内免税店经营权, 2015 年底试营业, 2016 年 7 月正式在首尔市中心的地标性建筑 63 大厦开立 Galleria Duty Free 63 免税店, 提供超过 540 个高档和设计师品牌, 并通过打造“Galleria63 - 海洋星球 63 - 63 艺术 (观景台)”等线路, 以“一站式旅游购物服务”及与中国国内万达集团合作吸引顾客, 韩华集团对免税店装修等投入重资, 寄予厚望。

但是, 限韩令下, 中国赴韩游客骤减, 多数新增市内免税店被迫依赖代购, 且因为本身集团百货方面的优势相对平平, 难以获得规模效应, 经营压力较大, 2017 年全年, Galleria 免税店的销售额为 1873 亿韩元, 营业损失达 439 亿韩元, 公司被迫在 2017 年公司放弃济州机场免税店的经营权, 断臂求生。但是, Galleria 韩国市内免税店连续三年亏损的情况下, 韩华集团最终无奈宣布于 2019 年 9 月 30 日彻底关闭其在首尔重磅亏损的 Galleria Duty Free 63 免税店, 彻底退出免税业务。同时, 韩国相关委员会明确表示, 在零售商决定关闭其首尔业务后, 韩华免税店将退还的许可证将不会续签, 也不会计入新的许可证。

图 40: Galleria 虽销售规模不断提升, 但盈利能力欠佳, 一直处于亏损状态



资料来源: 《韩国财富》杂志、韩国金融监督院等, 国信证券经济研究所整理

客观而言, 韩华集团市内免税店的失利, 一是生不逢时, 限韩令下中国赴韩游

客骤减，且门店选址虽系韩国市中心要地，但并非国内赴韩游客传统游览的明洞、东大门等区域，被迫依赖代购；二是由于其集团本身缺乏百货相关采购规模效应支撑，在激烈市场竞争下没有采购规模效应支撑下亏损难以缓解，最终黯然离场。换言之，牌照优势时代过去后，规模优势才是免税运营商的核心。

**斗山集团：集团业务协同性差+地理位置一般，Doota 经营持续承压**

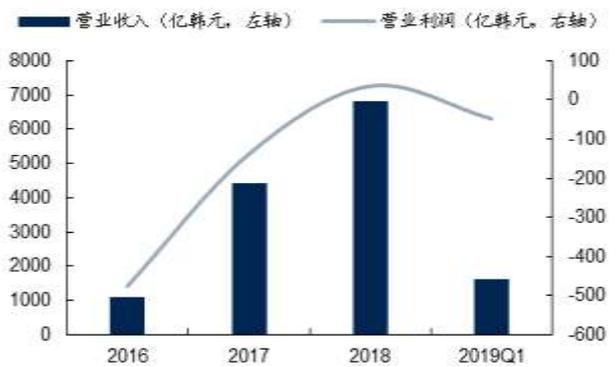
斗山集团是韩华最大的财团之一，在重工业方面是行业领导者。2015 年下半年，斗山集团取代乐天免税（世界塔店）取得了首尔市内免税运营权，Doota 免税店于 2016 年 5 月正式营业，但并未吸引到路易威登、香奈儿和爱马仕三大奢侈品牌的入驻。开业之初，考虑到东大门夜间消费仍比较旺盛的特色，Doota 免税店试图通过打造“夜间免税店”错位竞争，营业至凌晨 2 点。当时 Doota 预计 2016 年能实现收入 5000 亿韩元，但实际收入仅 1100 亿韩元，远低于预期，Doota 也在 2016 年 12 月将其关店时间提前至晚上 12 点。2017 年 3 月之后，受萨德事件影响，Doota 免税店经营明显更加困难，虽然通过各种营销手段使销售额有支撑，但过高的营销费用使公司逐渐不堪重负，免税店的关门时间再次提前至晚上 11 点，并将经营商店面积从 9 层减少至 6 层。2018 年，为破壁求生，Doota 希望通过进入机场免税使渠道多样化，但在仁川机场和金浦机场的免税竞标中均败北。

图 41: Doota 免税店地理位置相对一般



资料来源：百度地图、KDFA，国信证券经济研究所整理

图 42: Doota 免税店经营持续承压



资料来源：The bell、韩国海关等，国信证券经济研究所整理

从 Doota 进入免税领域以来，除 2018 年因合并 Dootamall 获得 35 亿韩元的经营利润，Doota 免税店其他年份均以亏损告终。2019 年上半年继续亏损，免税业务累计亏损额已达到 630 亿韩元。

纵观 Doota 免税店的发展史，其集团虽有雄厚财力，免税业务却几乎年年亏损。一方面是因为其地理位置相对一般，虽地处东大门，但并非最核心游客游览购物区（明洞、世界塔等）；另一方面其集团虽财力雄厚，但零售百货业务方面缺乏协同，缺乏规模优势下的采购协同效应、品牌品类优势以及零售管理经验等，因此经营持续承压。

**2017 年-2019 年政策稳定中调整：规范招标，提高期限，有条件新增**

2015-2016 年韩国市内免税政策调整后，一方面，2016 年韩国总统弹劾案牵涉出上述三次市内免税各种招标黑幕问题；另一方面，限韩令下韩国市内免税调整引来各项争议，也倒逼韩国免税政策制定者更加审慎行事。

2017 年 9 月 27 日，韩国财政部宣布，拟对韩国免税许可程序进行调整，授予合同的评估程序由此前未具体披露的政府官员为主的 15 人评审团调整为由公开的非政府专家领导（包括 100 人组成，共分 4 个组），其中 25 名成员随机挑选组成。韩国政府希望通过扩大评审会成员，且尽量公开的方式，减少招标过程的舞弊情况。同时，再次明确韩国市内免税店政策的核心目标是创造就业机

会，提升国家综合竞争力，支持中小企业，重振免税和旅游业务。**2018年**，市内免税店调整议案的部分核心内容如下所示，核心要点在于：**1、延长市内免税店运营有效期，保障免税运营商能相对长期的连续运营，更好地与奢侈品牌商议价，并有投资扩建的动力；2、新增牌照需要建立在入境游市场蛋糕做大的前提下，以免导致恶性竞争；3、政策的修订更加审慎，需要韩国战略与财政部进行审查，再经国会审议通过，以避免此前未经国会审议直接修改等情况。**

表 14：2018 年市内免税店政策调整

分类	说明
市内免税店有效期	1、每个市内免税店牌照有效期 5 年，可申请续期 5 年，换言之市内免税店的经营延长至 10 年，10 年后根据当时政策情况再看是否需要招标；
新增市内免税店的条件	2、中小企业市内免税店牌照可以连续两次续签，即综合最长至 15 年； 3、运营商申请新的许可证，需要其行政区域的入境游客数量比上一年增加 30 万以上，或者他们的三年平均销售额实现+10%的同比增长或者更多。
其他补充	4、成立一个运营委员会，以监测和应对影响免税行业的变化。 5、上述提案需要交韩国战略与财政部进行审查，此后需要国会审议通过（以避免此前未经国会审议即直接修改相关政策）。

资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

总体来看，自 2016 年韩国市内免税店招标后，直至 2019 年，韩国市内免税店牌照尚未新增，总体呈稳定的状态。目前来看，截至 2019 年 8 月，韩国市内免税店牌照如下，主要首尔市内竞争激烈，其他区域则相对稳定。

表 15：截至 2019 年 8 月，韩国市内免税店分布情况

分类	首尔	釜山	济州	其他 7 个中小城市
大企业	乐天 3 家+新罗 1 家+新罗现代合资 1 家+现代 1 家+新世界 2 家+斗山 1 家+韩华 1 家(2019.9 关闭)	乐天 1 家+新世界 1 家	乐天 1 家+新罗 1 家	0
SME	3 家	1 家	1 家	7 家
合计	13 家	3 家	3 家	7 家

资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

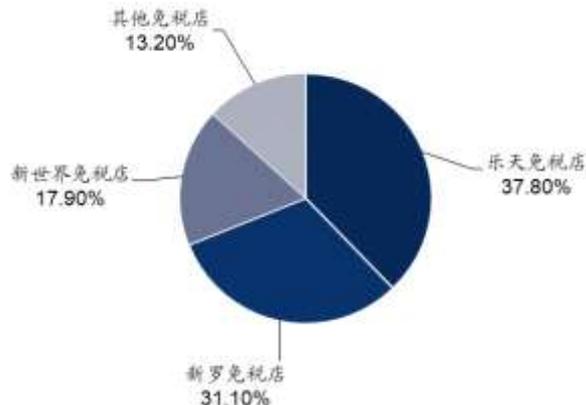
2019 年以来，在限韩令逐步缓和，中国赴韩客流持续恢复下（见下图），结合穆迪 2019 年 5 月的最新报道，韩国政府表态可能进一步新增 6 张市内免税店牌照，其中 3 家在首尔，1 家在仁川，一家在 Gwangju，另一家为 SME 的牌照，在韩国南部的中小城市。不过，韩国政府上述表态也引发免税业内进一步争议，截至 2019 年 9 月底，我们暂未跟踪上述新增牌照实际进展。

图 43：2018 年 3 月以来赴韩客流持续恢复



资料来源：韩国旅游局，国信证券经济研究所整理

图 44：2019Q1 市内免税店市场份额占比



资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

**韩国市内免税调整小结：免税运营商牌照优势外，规模优势长期更突出**

从首尔市内免税来看，由于韩华旗下的 Galleria Duty Free 63 免税店 2019 年 9 月 30 日已经正式关闭，因此即使新的 3 家首尔市内免税牌照新落地，本质净增也就 2 家左右，对本身激烈竞争的首尔市内免税市场新增冲击预计也相对有限。

并且，在目前代购主导的模式下，考虑此前新进入者的表现相对不如人意，我们预计未来即使有新的进入者，估计相比 2015-2016 年也会更加审慎。毕竟，**韩国市内免税店仅靠牌照赚钱的时代早已一去不复返，牌照之上，本身的规模优势和议价能力、选址的优劣、运营营销的组合等等均非常关键，其中规模优势尤其重要，成为免税运营商牌照之外的核心竞争壁垒，短期很难超越！**

整体来看，经历了 2013-2016 年的市内免税店动荡，及 2017-2019 年的纠偏调整，截至 2019Q1，韩国市内免税店的竞争格局如下所示：**乐天**仍然排名第一，市场份额 37.80%，但份额较此前 2012 年 51% 左右的份额明显下滑；**新罗**仍排名第二，市场份额 31.10%，与 2012 年时的市场份额基本相当，**新世界**依托原有零售霸主规模优势+牌照优势逐步崛起排名第三，市场份额 17.90%，其他虽然新增了斗山、Galleria、现代等大型财阀旗下的免税店和部分 SME 免税店，但合计占比也仅 13.20%，相对并不高。**韩国免税仍然呈现寡占竞争的格局。**

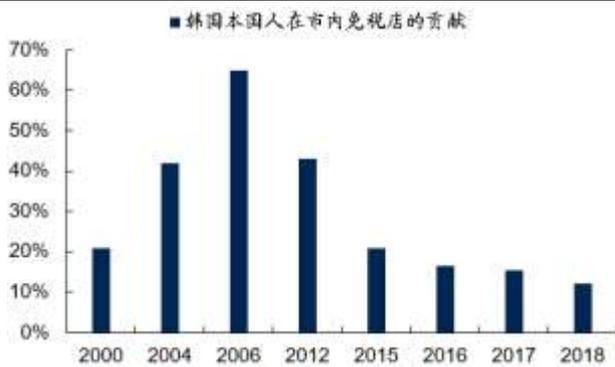
## 韩国市内免税借鉴：掘金本土免税潜力，规模成核心

### 离境市内免税对韩国免税意义：发展基石，内外兼顾

部分投资者认为，韩国市内免税主要靠中国人贡献，其政策影响与中国不可比。我们认为有几个方面需要厘清：

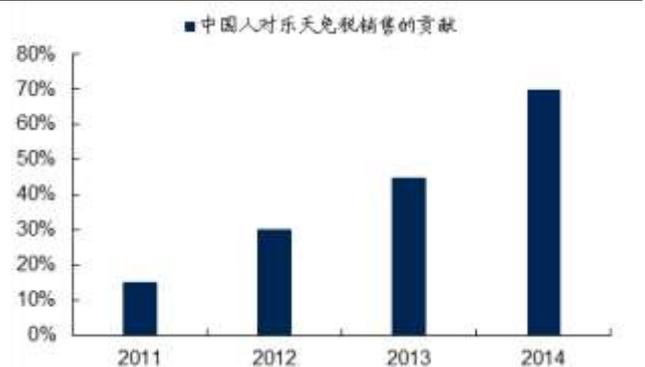
- **2009年韩国成为全球第一大免税国时，并非依赖中国人贡献，而是主要依赖韩国人本土的免税消费，可见离境市内免税政策在挖掘本国居民本土免税消费上的巨大潜力！！**结合前文分析及下图，2000s，韩国人一直是韩国市内免税的主要消费力，依托其对本国免税额度的不断提高提振本国居民在韩免税消费，韩国本国也是韩国免税龙头乐天、新罗的主要客源，**对2010年左右乐天、新罗崛起为全球免税前十的龙头贡献卓著。**此时，中国人的贡献尚很有限，2011年，中国人对韩国乐天的免税销售贡献仅10%+。与此同时，2010年，韩国仅首尔市内免税店已经占据韩国免税的近半壁江山，**可见离境市内免税政策对韩国免税成为全球第一至关重要。**直到2013年以后，中国人在韩免税店的消费才逐步超越韩国本国，成为韩国乐天、新罗的重要客源。

图 45: 韩国本国人对韩国市内免税店的贡献



资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

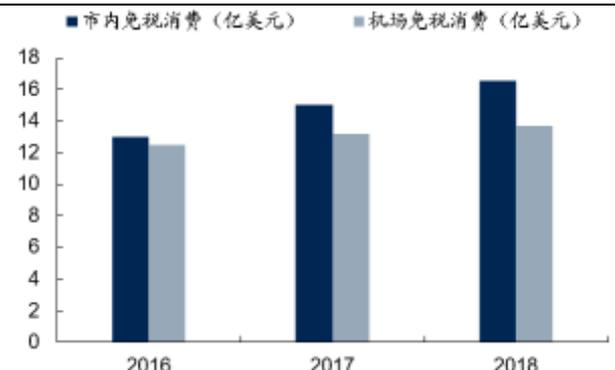
图 46: 乐天免税店中中国游客消费额占比



资料来源: 《亚洲中国》、韩国流通业, 国信证券经济研究所整理

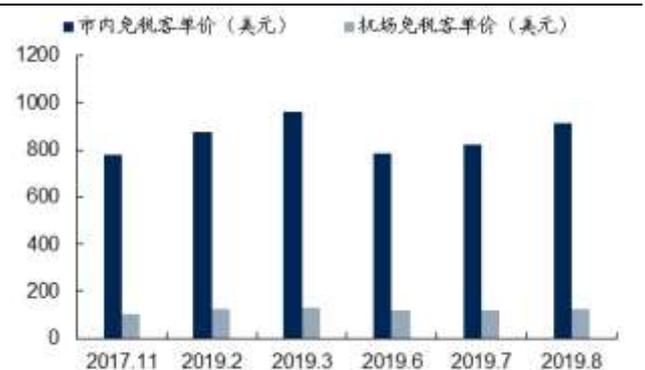
- **韩国人在市内免税店的购买本身也略高于其在机场的购买，说明对于本国居民市内免税渠道相比机场渠道优势也突出。**如图所示，2016-2018年，韩国人在其市内免税店的免税消费一直超过其在机场的消费，因为市内免税店购物时间更灵活充分（出境前1个月内可购买），品类更丰富、优惠更多元（即使同样满额减券优惠，市内店购物时间长客单价更高综合性价比可能更高）。换言之，机场和市内免税各有优势。机场一般渗透率高，市内免税需要引导和转换，但客单价一般更高（品牌丰富时间充足），可互补。

图 47: 韩国人本土市内免税店消费仍略高于其机场免税店



资料来源: Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

图 48: 韩国市内店和机场店的客单价对比图



资料来源: 韩国免税店协会 K DFA, 国信证券经济研究所整理

- **韩国市内免税对韩国免税产业发展和打造韩国旅游购物优势意义重大。**纵观全文，虽然 2013 年以后韩国免税的增长，中国人贡献居功至伟，但是，如果没有此前 30 年韩国各种免税政策创新尤其市内免税店政策创新下，本国居民国内免税消费潜力的释放、以及本土免税运营商的做大做强带来其免税购物产业链优势（具体体现在规模效应形成的价格优势以及机场、市内、网上多元化渠道优势），以及由此对韩国本土化妆品企业做大做强的带动，其对中国人赴韩游的吸引力也会大打折扣，本身能否发展成今日之规模或未可知。结合前图 13，早在 2011 年，购物已经成为中国居民赴韩旅游第一目的。

综合来看，韩国政府推出离境市内免税政策的初衷在于两个方面：一是强化对本国居民的消费吸引力，减少本国居民消费外流；二是发展旅游购物产业链，提高对入境游客的吸引力（韩国其他旅游资源相对有限）。此后均做到了！前者而言，2012 年，结合前文韩国商会（KCCI）的抽样调查，韩国人在韩国本国的人均免税消费已经明显超过其在国外的平均消费，后者而言，2009 年，韩国免税成为全球第一，旅游购物成为吸引其境外游客的第一目的。

### 韩国财阀争斗下市内免税政策调整，牌照优势逐步让渡于规模优势

整体来看，韩国 2013 年以来的市内免税政策调整，有以下几点值得注意。

#### 韩国市内免税政策调整和牌照增加的核心背景：大蛋糕，韩国特殊国情与时期

- 经过 1979-2012 年韩国免税的保护发展，韩国已经出现全球排名前十的免税巨头，且市内免税牌照已成为皇冠上的明珠，引发财阀利益争抢；
- 2012-2013 年中国人消费的爆发助力韩国免税市场蛋糕做大；
- 韩国政治经济具有典型的财阀垄断特征，在 2012-2013 年总统大选各方财阀各利益博弈加剧背景下，市内免税的相对优势使其成为财阀争斗的重要战场。其他财阀通过政治各方博弈期施加其政治影响力，导致了政策调整。并且，存量利益中乐天利益受损较大最主要与其自身问题相关（国籍之争，内斗）。

#### 韩国市内免税政策调整中的问题：新增利益与存量利益博弈可能产生黑幕

- 新增利益与存量利益博弈下，由于市内免税店综合评分的特殊性，容易产生人为操作和黑幕，韩国此后也暴露出其 2015-2016 年市内免税牌照竞标重重黑幕，引发社会争议不断；
- 免税运营商的市内免税牌照期限从 10 年一期到期自动续约的背景调整成 5 年一期后，行业争议较大，主要系不利于持续的投资扩建升级及与品牌商合作，2017-2019 年政策纠偏的焦点也在于此，同时对新增牌照要求市场做大。

总体来看，韩国市内免税牌照有限放开与韩国特殊政治国情、大选特殊时期免税及本身利益突出，市场蛋糕大有关，而我国国内政治环境相对而言与其存在较大差异，预计更加注重免税政策的稳定，政策前后较为连续。

#### 政策调整的结果：牌照增加，但有牌照并不代表能分得有效的一杯羹

- 在这种情况下，2013 年，韩国免税政策修订，2015-2016 年，三次招标大戏，财阀利益博弈下韩国市内免税牌照增加，首尔市内免税门店从最早的 6 家增加至此后的 13 家，新世界、斗山、现代、韩华等大财阀进入该市场，同时政府名义上为安抚中小企业也放开部分中小企业牌照，但实际上，韩国中小企业至今所占份额非常有限，核心在于免税除发展初期牌照优势显著后，此前本身需要 PK 规模与运营能力。
- 事实上，韩国这一轮市内免税博弈后，最终就韩国第一大百货龙头新世界

百货除了新增牌照优势外，核心主要依托其本身零售规模优势和运营渠道优势后来居上，目前成为韩国免税第三大龙头，乐天、新罗仍位居前二，其他斗山、韩华等虽是大财阀但缺乏零售规模优势支撑盈利均承压，韩华连年巨亏下甚至被迫退出，更勿论其他 SME 运营商。

- 具体来看，新世界免税店开业首年实现销售额 24 亿韩元，但净利润亏损达 83 亿韩元，2016 年伴随销售规模的提升及新开明洞店，亏损程度进一步加大，但 2017 年始规模效应及其他优势开始显现，当年实现净利润 135 亿韩元，免税业务走上正轨。Doota 免税店则明显力不从心，虽在 2018 年因收购而短暂盈利，但 2019 年再次转盈为亏，2016 年至今累计亏损 630 亿韩元。韩华则一直未摆脱亏损压力，虽销售额有明显提升，但亏损并未有显著改善，2016 年至 2018 年累计亏损 1155 亿韩元。

图 49：2016 年至今新进入免税运营商经营情况（营业利润：亿韩元）



资料来源：《韩国财富》杂志、韩国金融监督院、公司财报等，国信证券经济研究所整理

**韩国市内免税店：招标侧重综合实力与机场不同，代购佣金影响盈利**  
**市内免税店与机场免税店招标差异：机场重租金扣点，市内店重综合收益**

2013 年以前，除离岛免税 2002 新政新增 JDC、2009 年增 JTO 两张牌照和 2010 年新增乐天济州岛离境市内免税店牌照外，韩国市内免税店牌照基本系存量免税运营商十年为期限、到期基本自动续标的形式，基本以乐天、新罗、东和、WalkerHill 等传统市内免税运营商为主，2013 年修订关税法后，经营期限调整为 5 年，且需要公开招标，但市内免税的公开招标与机场免税因主体和诉求差异，存在本质差异！

- 机场免税招标主体通常为机场本身或民航局，由于机场所提供的天然购物场景，且机场本身系盈利主体，因此给予机场的租金和扣点是重要的竞标项目，从而也导致机场免税租金扣点极高，机场免税运营商主要靠规模赚钱，本身净利率相对平平（一般低个位数水平甚至可能盈利承压）。
- 韩国 2013 年后市内免税店招标主体为韩国海关总署，即政府主体，其招标主要看政府的诉求，主要看重的是免税运营商的综合运营能力及政府诉求的吻合情况，而特许经营费一般统一按照规模等条件收取，并非竞标条件。如下表所示，2016 年韩国市内免税店招标时主要关注：1) 基础经营能力（包括免税店经营能力，面积、设施配套等），2) 与 SME 的合作力度（包括免税店牌照比例和免税商品中 SME 商品比例），3) 社会责任（企业捐款等，与韩国大选等政治体制有关），4) 基础设施等。政府主要诉求在于：1) 平衡大财阀与中小企业的社会矛盾；2) 扶持本国企业做大做强；3) 利好本国入境游发展，提高入境游产业链贡献；4) 就业、税收等综合考核。因此韩国政府主要评价免税运营商的综合运营能力，是否选址等利好入境游发展以及对就业、税收等综合贡献情况。

**表 16: 2016 年韩国市内免税店招标评分标准**

科目	细分	权重
<b>基础经营能力</b>		55%
免税经营情况评估	1、货运系统、员工及管理人员数目、设施情况	25%
	2、相关法律法规的遵守情况	
公司整体情况评估	1、制定经营计划的能力	30%
	2、融资能力	
	3、会计标准	
	4、免税店的营业面积	
<b>SME 合作力度</b>		30%
SME 产品销售对经济的贡献	1、SME 的支持计划	15%
	2、SME 的产品销售情况	
	3、对经济社会的贡献	
<b>相互合作和社会责任</b>	1、慈善活动的参与情况	15%
	2、管理人员的志愿服务情况	
	3、捐赠款项占营业利润的比例	
	4、政府奖励情况	
	5、与其他免税商的关系	
<b>位置、设施和基础建设</b>		15%
旅游基础设施	1、良好的交通系统和停车位	15%
	2、完工的旅游基础设施情况	
	3、在建旅游基础设施进展情况	
	4、旅游业的合作投资发展情况	

资料来源: KCB, 穆迪报告, 国信证券经济研究所整理

**表 17: 韩国市内免税店牌照政策修正 2016 年修订预案**

关键问题	关键任务	实施
<b>市场竞争力</b>	延长许可证期限, 允许续约	目前许可证期限为 5 年, 延长到 10 年
	审查新的市区许可证问题, 建立合理的评价程序	除特殊情况外允许续约
<b>系统和秩序</b>	审查许可证时对垄断者扣分	重新考虑新许可证问题, 建立良好程序 (预定于 4 月底宣布)
	限制滥用垄断权力者的市场参与	垄断者定义: 如果超过 50% 的 M/S 来自单一参与者, 或者超过 75% 的 M/S 来自 3 个或以下参与者 若被发现不正当地滥用市场权力, 该参与者在未来 5 年内不能申请新的许可证 (① 决定或改变产品价格, ② 控制销售, ③ 干扰其他参与者的生意, ④ 妨碍竞争者参与, ⑤ 妨碍消费者利益)
	修订许可证收费结构	收入规模不同的商店采用不同的费率
<b>社会责任</b>		<W200bn: 销售额的 0.1%; W200bn~1tr: W200mn+(revenue over W200bn*0.5%); >W1r: W4200mn+(revenue over W1tn*1%)
	利用免税店帮助发展 SME (中小企业) 的产品	检查 “将至少 20% 的楼面面积分配给 SME 产品” 的强制要求 反映以前与 SMEs 合作审查许可证的案例

资料来源: Relevant Ministries, KDB Daewoo Securities Research, 国信证券经济研究所整理

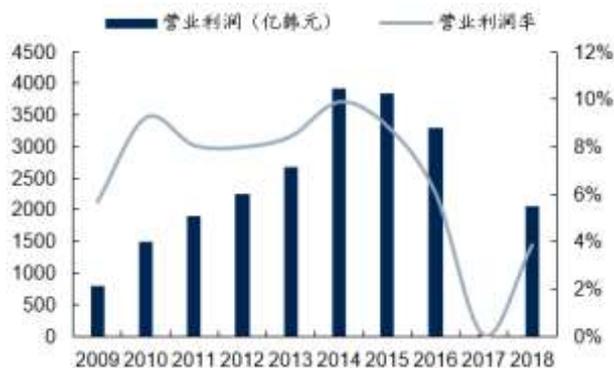
- 从收费的角度, 参考 2016 年相关提案, 韩国市内免税店主要系收入规模不同的商店采用不同的费率, 其中即使以最高标准免税店收入规模 >W1r: W4200mn+收入超过 W1tn\*1%, 估算其收费比例也仅 0.42%+超额部分的 1%, 同时, 结合穆迪报告 2017 年 8 月的报道, 乐天表示其市内免税店的特许经营费用率从最初的 0.05% 提升到 2016-2017 年左右的 1%, 但即使如此, 相比国内目前离岛免税 4% 和离境免税 1% 的特许经营费比例并不高。此外, 虽然市内免税店额外在竞标中有一定固定资产投入要求, 包括选址物业等条件以及周边旅游配套要求, 但总体仍相对可控。换言之, 韩国市内免税店招标, 政府看重的并非收费比例, 而是免税运营商的综合运营实力与是否满足政府各方面综合利益诉求, 导致市内免税招标与运营与机场存在本质区别。

#### 韩国市内免税店盈利承压, 最主要受制于代购佣金提升

**韩国市内免税店盈利的变化:** 客观而言, 结合我们全文分析, 2013 年以前, 尤其 2000-2012 年, 市内免税店系皇冠上的明珠, 结合穆迪报告等媒体报道, 乐

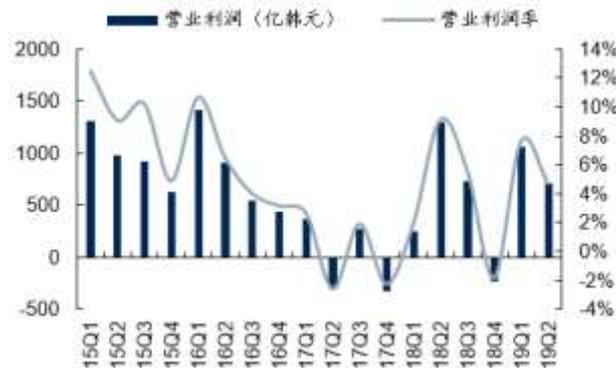
天、新罗均纷纷表示，由于机场的高昂特许经营租金压力，市内免税店才是其盈利的基石。以《韩国时报》的报道，韩国免税业最大的巨头乐天表示：由于机场高昂的特许经营费用，因此尽管其仁川机场免税销售额极为可观，但是其利润仍然主要来自其市内免税店，尤其是自有物业的市内免税店。也正因此，市内免税店牌照成为皇冠上的明珠。

图 50: 韩国乐天免税营业利润变化情况 (年度)



资料来源: Moodie Report, 公司公告等, 国信证券经济研究所整理

图 51: 韩国乐天免税营业利润率变化情况 (季度)



资料来源: Moodie Report, 公司公告等, 国信证券经济研究所整理

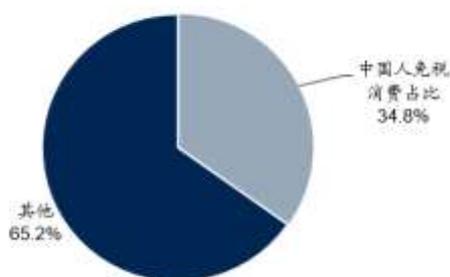
但是 2013-2016 年，韩国市内免税牌照开始增加，但韩国免税大蛋糕同时也随着中国人赴韩热潮持续壮大，2017 年后，限韩令下，团客和散客均承压，代购兴起，经过 2017-2019 年中国赴韩代购三代不同形态的迭代，议价能力不断提升，返点佣金高达 20-40% 或更高，直接影响韩国市内免税店尤其新进入者盈利能力。换言之，韩国市内免税店此后盈利下降更多受高利润率的散客购买显著减少，代购的崛起占比提升以及代购本身佣金率不断增加影响。以乐天为例，2015 年及其以前其免税业务的营业利润率水平一直在 8-10% 左右（机场+市内），中间阶段有新店开业以及收购亏得 AK 整合等影响，2016 年之后，其营业利润率开始下降，首先 2016 年世界塔店关店影响，此后 2017 年受萨德事件影响较大，一度亏损，此后 2018 年后有所回升，但总体不及 2015 年以前水平，主要系代购等因素影响。

## 中国离境市内免税展望：渐行渐近，空间广阔

### 国人离境市内免税政策：消费回流迫切下渐行渐近

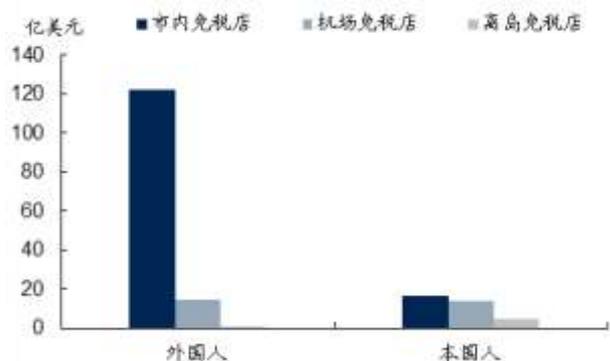
国人免税消费外流空间广阔。我们此前报告中曾多次提到，中国奢侈品消费规模庞大，全球占比最高（2018 年达 33%），但外流严重。从免税来看，参考商务部数据，2018 年，中国居民境外购买免税商品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 34.8%。仅以全球免税第一的韩国为例，2018 年韩国免税销售额中，外国人购买达到 138 亿美元，其中预计近 70%-80% 对应约 97 亿-110 亿美元来自中国人贡献，相当于目前国内免税市场的 1.6-1.9 倍，换言之，未来随着海关监管趋严和本国免税消费崛起，仅国人在韩国免税市场消费部分回流，空间就非常广阔。

图 52：中国境外免税消费占全球免税市场的 35%



资料来源：商务部数据，国信证券经济研究所整理

图 53：2018 年韩国免税市场购买情况（单位：十亿美元）



资料来源：www.Trbusiness.com，穆迪报告，国信证券经济研究所整理

在这种背景下，结合当前国内外宏观经济背景，政府对回流国人消费外流需求日益迫切。结合前文分析，韩国离境市内免税政策的意义在于：1）2009 年，韩国免税成为全球第一，其中主要依赖韩国本国人而非外国游客的贡献，其中韩国对本国人的离境市内免税政策居功至伟；2）韩国本国人在其市内免税的购买超过机场渠道，显示这一渠道的重要意义，且正因这一政策创新，韩国成功实现了免税消费回流的目标。在这种情况下，国人离境市内免税政策的重要性和迫切性预计不断强化。

国人离境市内免税政策有望渐行渐近，且国人离境免税额度有望提升。结合 DFE 及澎湃新闻等媒体报道，上海已经向国家有关部门申请，借鉴国外的经验，使市内免税店能够向国人开放。商务部今年 5 月会议透露，为促进境外消费回流，我国将大力发展市内免税店，并强调吸引国人消费回流的紧迫。为拉动免税商品在境内的销售，在上述现场会上，上海市副市长许昆林提出了放宽免税购物额度的政策建议，将目前境外购物和口岸进境店总计 8 千的免税额度提升到 1 万 3 千元。同时，国产品也有望通过市内免税店平台，与国际品牌同台竞技。中免集团拥有北京、上海、青岛、厦门和大连开设市内免税店的牌照，今年已先后开业，考虑此前上述报道还表示，中免上海市内免税店开业后将推动市内免税店向大陆居民游客开放销售这一政策的实行，我们预计国人离境市内免税政策有望渐行渐近。

**表 18: 中免集团外国人市内免税店开业情况汇总**

城市	开业时间	开业面积 (m <sup>2</sup> )	位置
青岛	2019 年 5 月 1 日	355	青岛市市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层
厦门	2019 年 5 月 1 日	331	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层
大连	2019 年 5 月 26 日	500	大连市沙河口区新星·星海中心
北京	2019 年 5 月 30 日	513	北京市朝阳区公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼
上海	2019 年 8 月 23 日	874.4	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅

资料来源: 中免集团官网、Moodie Report, 国信证券经济研究所整理

### 国人离境市内免税空间展望: 综合实力系核心, 中长期成长空间广阔

结合我们今年 5 月中国国旅深度报告《好风凭借力, 大鹏展翅飞》中的分析测算, 我们参考目前三亚免税店的经营数据, 二是京沪机场国际游客吞吐量及其免税相关数据, 估算京沪市内免税店空间敏感性总空间如下。

**表 19: 上海市内免税店空间估算**

渗透率/ 客单价	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1000	4	6	8	10	12	14	17	19	21	23	25	27	29	31
1500	6	9	12	16	19	22	25	28	31	34	37	40	43	47
2000	8	12	17	21	25	29	33	37	41	46	50	54	58	62
2500	10	16	21	26	31	36	41	47	52	57	62	67	72	78
3000	12	19	25	31	37	43	50	56	62	68	75	81	87	93
3500	14	22	29	36	43	51	58	65	72	80	87	94	101	109
4000	17	25	33	41	50	58	66	75	83	91	99	108	116	124
4500	19	28	37	47	56	65	75	84	93	103	112	121	130	140
5000	21	31	41	52	62	72	83	93	104	114	124	135	145	155
5500	23	34	46	57	68	80	91	103	114	125	137	148	159	171
6000	25	37	50	62	75	87	99	112	124	137	149	162	174	186

资料来源: 公司公告, WIND, 穆迪报告等, 国信证券经济研究所整理估算

**表 20: 北京市内免税店空间估算**

渗透率/ 客单价	2%	3%	4%	5%	6%	7%	8%	9%	10%	11%	12%	13%	14%	15%
1000	3	5	6	8	9	11	12	14	15	17	18	20	21	23
1500	5	7	9	11	14	16	18	20	23	25	27	29	32	34
2000	6	9	12	15	18	21	24	27	30	33	36	39	42	45
2500	8	11	15	19	23	26	30	34	38	41	45	49	53	57
3000	9	14	18	23	27	32	36	41	45	50	54	59	63	68
3500	11	16	21	26	32	37	42	48	53	58	63	69	74	79
4000	12	18	24	30	36	42	48	54	60	66	72	78	84	91
4500	14	20	27	34	41	48	54	61	68	75	81	88	95	102
5000	15	23	30	38	45	53	60	68	75	83	91	98	106	113
5500	17	25	33	41	50	58	66	75	83	91	100	108	116	124
6000	18	27	36	45	54	63	72	81	91	100	109	118	127	136
6500	20	29	39	49	59	69	78	88	98	108	118	127	137	147

资料来源: 公司公告, WIND, 穆迪报告等, 国信证券经济研究所整理估算

若京沪国人离境市内免税店政策突破, 且其免税额度有望达到 8000 元/次 (目前出入境免税额度之和)。在这种情况下, 且假设中免积极主动运营的背景下, 我们预计市内免税店的完整首年渗透率 4-6%, 客单价有望 1500-2500 元, 京沪市内免税完整首年规模有望达到 21-54 亿元, 此后逐步培育后渗透率有望达到 6-8%, 客单价有望 2500-4000 元, 空间有望达到 54-114 亿元, 中长线空间有望 120 亿元+, 长期则看国人消费回流及免税市场的持续做大做强。

从净利率的角度, 参考三亚免税店批发毛利返回后的净利率水平以及对中出服等的免税店的盈利能力估算, 预计国人离境市内免税店政策落地后, 京沪国人离境市内免税店培育期后净利率有望达到 16-26%左右 (考虑批发扣点加回),

盈利能力较为强劲。其中若假设市内免税店中免市内店均持股 51%，权益净利率 8-13%，对应初期盈利规模在 1.7-5.4 亿元，此后逐步成长，中线有望 5-10 亿元+，长线 15 亿元+。

若京沪国人离境市内免税店政策突破，且其免税额度有望达到 13000 元/次，且品类较为丰富，同样假设中免积极主动运营的背景下，我们预计市内免税店的完整首年渗透率 4-6%，客单价有望 2000-3000 元，京沪市内免税完整首年规模有望达到 29-64 亿元，此后逐步培育后渗透率有望达到 6-8%，客单价有望 3000-4500 元，空间有望达到 64-129 亿元，中长线空间有望 150 亿元+，净利率参考假设二，且同样假设中免持股 51%，据此测算相应权益净利率 8-13%，其初期盈利规模在 2.3-6.4 亿元，此后逐步成长，中线有望 5.1-16.8 亿元，此后有望逐步 20 亿+。

**表 21：离境市内免税店空间估算**

假设	初期渗透率 (%)	初期客单价 (元)	初期销售额 (亿元)	成熟渗透率 (%)	成熟客单价 (元)	成熟销售额 (亿元)	净利率 (%)	权益净利率	业绩
一、国人离境市内店政策出台+免税额度 8000 元，中免控股 51%	4-6	1500-2500	21-54	6-8	2500-4000 元	54-114 (中长线 120+)	16-26	8-13	初期 1.7-5.4 亿，中线 5-10 亿+，长线 15 亿+
二、国人离境市内店政策出台+免税额度 13000 元，中免持股 51%	4-6	2000-3000	29-64	6-8	3000-4500 元	64-129 亿元 (中长线 150 亿+)	16-26	8-13	初期 2.3-6.4 亿，中线 5.1-16.8 亿，长线 20 亿+

资料来源：公司公告，穆迪报告、DFE 及澎湃新闻等，国信证券经济研究所整理估算

长期来看，目前中免市内免税店牌照主要仅限北京、上海、青岛、厦门和大连 5 个城市，其中主要以北京和上海为主。未来随着政策落地，其他如成都、广州等城市也不排除争取开立类似的市内免税店（据 2018 年新浪报道，成都也希望谋划和加快市内免税店建设等），这些二线城市出境游客不断增长，也有望持续扩容国人离境市内免税空间。

综合来看，国人离境市内免税店中长线成长空间并不仅限于我们上述假设测算，其背后更大的空间来自政策的持续扩容优化以及区域的扩张，这些空间远期有望不排除从盈利层面有望再造一个中免，而这也是中免作为中国免税龙头成长的长期持续看点之一。

### 韩国借鉴与中国展望：牌照之上，规模永恒，持续看好中国国旅成长

聚焦国内，目前国人离境市内免税政策尚未明确，最终取决于财政部的政策制定，我们只能基于我们分析韩国市内免税 40 年风云变迁基础上，结合我国的国情和国内过往免税政策情况尝试进行思考和大致展望。

首先，从韩国市内免税 40 年变迁来看，长达 30 多年的市内免税店政策保护期其实对做大做强韩国市内免税市场及免税运营商龙头非常关键。2013 年的市内免税政策适度放宽有其特殊的国情及特殊时期背景，其间新进利益与存量利益博弈中也容易滋生较多问题。并且，从国情来看，我国的政治体制与韩国财阀垄断的政治经济体制有较大差异，因此韩国市内免税政策对我国有一定借鉴意义，但中国未来的市内免税政策一定有自身的国情特色。

其次，从 2016-2019 年的我国进出口岸免税政策来看，如下表所示，无论是《关于口岸进境免税店政策的公告》，还是《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》，亦或《口岸出境免税店管理暂行办法》的通知，**核心在于两个方面：一是有限竞争**，但限于符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家；**二是规范招标细则**，强调综合实力和品类优势、合理规范租金比例和提成水平、**避免过度竞争**（细则利好中国国旅）。

**表 22: 2016-2019 年国内出入境免税新政概要**

时间	政策	核心内容
2016 年 2 月	《关于口岸进出境免税店政策的公告》	1、新增进出境免税店（此前除京沪等极少数区域历史原因有进出境免税店外，尚无进出境免税政策）；2、有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。
2018 年 4 月	《关于印发口岸进出境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	规范招标细则：从严甄别投标企业实际情况，选定具有可持续发展能力的经营主体，合理规范口岸进出境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。《通知》要求，应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。技术指标在评标中占比不得低于 50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比 20%；品牌招商占比 30%；运营计划占比 20%；市场营销及顾客服务占比 30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过 50%。
2019 年 5 月	《口岸出境免税店管理暂行办法》	1、出境口岸此前区域特许，该政策允许有限放开；2、同样有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。3、规范招标细则，规定财务上限以及免税保底租金、扣点与有税的最高倍数限制，强化技术分占比，并对品牌品类、综合运营实力等进一步明确要求，破除地方保护等

资料来源：国务院，商务部等政府公开网站，国信证券经济研究所整理

总体来看，我国政府一直注重政策的稳定与连续，因此我们认为未来离境内免税政策有其自身特点，但大体思路方向有一定的延续性，新增牌照等方向涉及多方利益问题预计可能性极低。并且，在政策细则上，品牌品类优势和综合运营实力等预计也将成为我国未来市内免税运营商最主要的考核因素。

其三，从我国免税政策的出发点来看，**发展我国免税产业最核心的目的在于吸引本国居民消费回流**，在国际流通商品跨国比价的时代，虽然我国免税产业目前寡头垄断，中免独大，**但要实现消费回流，核心在于与其他国家免税产业相比要有价格优势**。这就是中免整合日上后，虽然国内免税市场份额已经近 8 成，但一直强调浦东机场、首都机场免税商品尤其香化保持其在全亚洲的价格优势的原因。因此，免税运营商是否垄断并非核心，核心在于在全球免税价格竞争的背景下，我国免税产业能否保持足够的价格优势才可能吸引中国居民消费回流。而长期稳定的价格优势必须要建立的充足的规模优势基础上（而非短期降价亏损行为可以支撑）。因此，提升和保持我国免税运营商的规模优势，尤其相比我国免税直接竞争对手韩国免税运营规模优势显得非常重要。考虑目前韩国乐天、新罗已经位居全球第二、第三，只有通过不断提升中免的规模效应，促进其成为全球第一的免税龙头，最终才能更好地实现强大的规模效应和有竞争力的价格优势，吸引居民免税消费回流。因此从这个角度，我国免税有限竞争、强调综合实力的产业格局在这一历史时期很难打破。

其四，从韩国市内免税 2013 年牌照放宽后的经营成果尤其从新世界的崛起和韩华巨亏后的无奈退出等可以看出，免税牌照优势初期固然重要，但发展至今免税全球竞争的时代，**品牌品类规模优势以及由此带来的价格优势才是免税运营商竞争力的核心。牌照之上，规模永恒。**

其五，免税产业的壮大，不仅仅可以消费回流，还可以扶持本国企业的发展。从韩国化妆品企业龙头 LG 和爱茉莉太平洋的崛起也可以看到韩国免税渠道对其成长的重要意义。从这个角度，在国产品退税等政策支持下，未来我国免税产业也会进一步引入国产商品（电子商品、香化产品等），**未来随着我国免税产业的蓬勃发展，也在一定程度上为上述国产品的成长提供有利支撑。**

综合来看，我们认为：1、在目前倡导消费回流背景下，**我们认为国人离境内免税政策有望渐行渐近**，且对标韩国，无论是从韩国人本土免税消费的成功回流，亦或近 10 年中国人在韩免税消费规模，均显示该政策潜力巨大，未来若落地，我们中线看百亿空间，长线消费回流更广阔。2、全球免税规模 PK 和价格竞争时代，结合我国国情和消费回流背景，我们认为在中免整体规模明显超越乐天、新罗前，预计国内免税大概率仍维持目前有限竞争格局。3、**牌照之上，规模永恒，韩国的牌照优势逐步让渡到规模优势，中免的牌照溢价预计逐渐让渡到规模溢价**。综合来看，在宏观经济前景不明朗，政府持续支持国内免税产业持续崛起，中免有望全球免税保三争一背景下，我们继续坚定看好中国国旅未来 3-5 年的成长，维持“买入”评级。

## 风险提示

免税政策可能低于预期；汇率及宏观系统性风险；机场招标租金风险；国企主观诉求调整也会影响经营积极性等。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 19-10-21	EPS			PE			PB 2018
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
601888	中国国旅	买入	94.75	1.59	2.39	2.62	59.78	39.57	36.12	11.39

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032