

免税新势力，此处风景独好

——后疫情时代奢侈品免税渠道研究

投资观点

品牌商：疫情凸显中国奢侈品市场重要性

全球个人奢侈品市场呈现‘她’经济、线上化率提升以及中国拉动效应增强的发展趋势，新冠疫情强化并加速了这一进程。不论对奢侈品整体行业，还是LVMH、历峰、开云、爱马仕等顶级品牌商，中国市场已成为盈利韧性的重要来源。在国际旅游交通缓慢复苏与中国消费力快速释放的背景下，免税渠道是品牌商谋求增长的‘战略要地’。

免税运营商：疫情后竞争格局已然生变

免税作为一个全球性行业，是重要的海外消费品购买渠道。奢侈品行业发展离不开免税。Dufry、乐天、新罗是世界免税业传统三巨头，受新冠疫情剧烈冲击。而中免弯道超车，成为规模第一的免税运营商。免税运营商向上需要与品牌商、中间商议价，向下直面国际旅游者比价。携手奢侈品、合作共赢，是免税店发展的必然趋势。

品牌商与运营商合作要素：规模与区位

在奢侈品以直营渠道为主的未来，免税店若希望引进奢侈品，其核心是与奢侈品品牌方建立良好的合作关系。合作主要取决于免税商采购规模和免税店地理区位。规模决定了奢侈品品牌商是否愿意为免税商供货，而免税店的区位则决定了门店高奢精品入驻意愿。

中国是撬动奢侈品万亿市场的支点

疫情期间中国奢侈品消费市场风景独好，奢侈品集团在未来战略布局时不得不更加重视中国市场，与中国免税企业携手合作。Y世代、Z世代享受中国经济增长红利，独生子女家庭财富更加集中，有望为奢侈品市场注入强大购买力。根据最新税率测算，进口税占商品进口成本的20%-40%，免税的价格优势是推动国人海外684亿欧元（2019年）奢侈品消费的直接因素。

合作共赢，聚焦海南离岛免税

奢侈品不同于一般产品，对于品牌形象定位有极高的要求，因此在选择合作伙伴、入驻具体门店时会考虑规模、区位等多方面因素。三亚国际免税城、海口日月广场免税店、中服三亚国际免税公园等免税店在大区位和小区位上都有吸引奢侈品的亮点，而从规模上讲，中免拥有明显的规模优势，引入国际一线奢侈品指日可待。参考LV入驻仁川国际机场免税经验，我们作了离岛免税规模的敏感性分析。

投资建议：中国中免为首的免税新势力在危机中崛起，海南将成为国际交流的重要窗口，未来将有更多品牌、品类入驻离岛免税市场，有序竞争、合作共赢有望实现行业的良性增长，推荐海南离岛免税龙头中国中免。

风险分析：奢侈品入驻进度低于预期；疫情反复导致海南客流下滑；供货不足可能拖累客单价提升。

重点公司盈利预测与估值表

证券代码	公司名称	股价(元)	EPS(元)			PE(X)			投资评级
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	
601888.SH	中国中免	282.45	2.37	2.76	4.36	123	106	67	买入

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止2021-1-5

社会服务行业 买入（维持）

作者

分析师：菅成广

执业证书编号：S0930519080002

021-52523799

jiangcg@ebsecn.com

分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM

执业证书编号：S0930516050001

021-52523866

tangjiarui@ebsecn.com

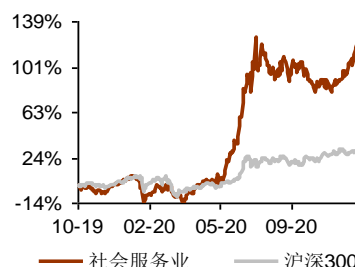
分析师：李泽楠

执业证书编号：S0930520030001

021-52523875

lizn@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

投资聚焦

研究背景

新冠疫情后海内外奢侈品市场冰火两重天，一边是传统奢侈品品牌商、免税运营商的寒冬，一边是国内国内消费者旺盛的购买力。全球奢侈品产业格局已然改变，中国免税新势力正在危机中快速崛起。

市场上不乏免税政策研究，却往往忽略另外 2020 年疫情所引发的竞争格局变化。本篇报告立足奢侈品产业链，对后疫情时代下的品牌商、运营商、消费者进行了讨论，通过详实的数据分析与案例分析，对奢侈品未来进入海南离岛免税市场进行了推演。

我们区别于市场的观点

市场低估了顶级奢侈品品牌疫情后对中国的依赖度。全球个人奢侈品市场呈现“她”经济、线上化率提升以及中国拉动效应增强的发展趋势，新冠疫情强化并加速了这一进程。不论对奢侈品整体行业，还是 LVMH、历峰、开云、爱马仕等顶级品牌商，中国市场已成为盈利韧性的重要来源。在国际旅游交通缓慢复苏与中国消费力快速释放的背景下，免税渠道是品牌商谋求增长的“战略要地”。

市场过度强调规模而忽视了区位因素在运营商引入奢侈品品牌时的重要性。在奢侈品以直营渠道为主的未来，免税店若希望引进奢侈品，其核心是与奢侈品品牌方建立良好的合作关系。合作主要取决于免税商采购规模和免税店地理区位。规模决定了奢侈品品牌商是否愿意为免税商供货，而免税店的区位则决定了门店高奢精品入驻意愿。

奢侈品购买力正在由 Y 世代向 Z 世代过渡。Y 世代、Z 世代享受了中国经济增长红利，家庭财富更加集中。随着在校 Z 世代步入职场，奢侈品市场将释放巨大的增量空间。相较于 Y 世代，Z 世代受教育水平更高。未来随着中国产业持续升级和对高学历人才的需求变大，Z 世代整体收入水平有望持续提高，对奢侈品消费的边际贡献将显著增强。

我们对顶级奢侈品入驻海南免税市场作了推演以及定量测算。奢侈品不同于一般产品，对于品牌形象定位有极高的要求，在选择合作伙伴、入驻具体门店时会考虑规模、区位等多方面因素。三亚国际免税城、海口日月广场免税店、中服三亚国际免税公园等免税店在大区位和小区位上都有吸引奢侈品的亮点，而从规模上讲，中免拥有明显的规模优势，引入国际顶级奢侈品指日可待。参考 LV 入驻仁川国际机场免税经验，我们作了离岛免税规模的敏感性分析。

投资观点

新冠疫情深刻改变了奢侈品产业链竞争格局，全球奢侈品品牌商、免税运营商不得不加大对中国重视与投入。在国际旅游交通缓慢复苏与中国消费力快速释放的背景下，免税渠道是市场参与者谋求增长的“战略要地”。以中国中免为首的免税新势力在危机中崛起，海南将成为国际交流的重要窗口，未来将有更多品牌、品类入驻离岛免税市场，有序竞争、合作共赢有望实现行业的良性增长，推荐海南离岛免税龙头中国中免。

目录

1、 品牌商：疫情凸显中国奢侈品市场重要性	6
1.1、 中观：疫情强化了个人奢侈品三大发展趋势	6
1.2、 微观：中国是国际奢侈品龙头韧性之源.....	8
1.1.1、 LVMH 集团：收购扩展业务版图，终成全球最大顶奢集团.....	8
1.1.2、 历峰集团：专注珠宝和手表细分市场.....	9
1.1.3、 开云集团：核心品牌 Gucci，后起新秀 Bottega Veneta.....	11
1.1.4、 爱马仕：创始家族掌握所有权和经营权，传承品牌文化.....	12
2、 免税运营商：疫情后竞争格局已然生变.....	13
2.1、 中国免税新势力弯道超车.....	13
2.2、 产业链定位：上游参与议价，下游直面比价	17
3、 品牌商与运营商合作要素：规模与区位.....	18
3.1、 免税是奢侈品重要的销售渠道	19
3.1、 规模决定营运商议价能力.....	20
3.1、 区位决定品牌商入驻意愿.....	22
3.1.1、 市内免税.....	22
3.1.2、 机场免税.....	25
4、 中国是撬动奢侈品万亿市场的支点	26
4.1、 疫情期间中国奢侈品消费逆势上涨.....	26
4.2、 国内奢侈品购买力旺盛	27
4.2.1、 精品类奢侈品消费者：现在是 Y 世代，未来是 Z 世代.....	27
4.2.2、 高端香化类消费者：核心化妆品人口有望提升	29
4.3、 价格优势是海外消费回流的直接因素.....	29
5、 合作共赢，聚焦海南离岛免税	30
5.1、 免税店的竞争：谁是下一个精品引入者？	30
5.2、 奢侈品的力量：顶级奢侈品入驻影响几何？	34
6、 投资建议	35
7、 风险分析	36

图目录

图 1：个人奢侈品占全球奢侈品市场 22%（2019 年）	6
图 2：个人奢侈品市场规模和增速	6
图 3：中国大陆个人奢侈品市场规模及增速	7
图 4：全球个人奢侈品销售额（按细分品类划分）	7
图 5：全球个人奢侈品销售额（按地区划分，2019 年）	7
图 6：LVMH 盈利能力稳步提升	9
图 7：时装&皮具类贡献主要营收	9
图 8：亚洲贡献营收占比不断增加	9
图 9：历峰集团旗下品牌	10
图 10：Richemont 营收规模	10
图 11：珠宝首饰类贡献主要营收	10
图 12：2021 财年 H1 亚洲营收贡献过半	11
图 13：Kering 营收规模	11
图 14：亚洲地区贡献主要增长	11
图 15：Gucci 营收占比在 50%以上	12
图 16：Hermès 营收规模	13
图 17：皮具和马具业务贡献 50%以上营收	13
图 18：疫情后亚洲（除日本）营收贡献达 48%	13
图 19：2019 年全球免税商营业额排名（单位：十亿欧元）	14
图 20：Dufry 营收及净利润	14
图 21：Dufry 利润率	14
图 22：新罗免税营收及净利润	15
图 23：新罗免税利润率	15
图 24：新世界免税营收及净利润	15
图 25：新世界免税利润率	15
图 26：2020 年第三季度中免成全球最大规模免税商	16
图 27：80/90 后越来越多在免税店消费	16
图 28：年轻人成为奢侈品消费主力	16
图 29：2019 年 Dufry 销售额中奢侈品仅占 12%	17
图 30：免税奢侈品供货渠道	17
图 31：全球免税市场中机场免税店销售渠道占比最大（2018）	18
图 32：韩国免税市场中市内免税店渠道销售比例最高（2018）	18
图 33：爱马仕直营店比例缓慢抬升	19
图 34：乐天免税明洞总店位置	22
图 35：乐天免税世界大厦店位置	22
图 36：济州旅游入次数	24
图 37：新罗免税首尔店位置	24
图 38：乐天/新罗免税济州店位置	24
图 39：仁川机场国内旅客吞吐量	25
图 40：仁川机场国外旅客吞吐量	25

图 41：新世界免税仁川机场 T1 店格局.....	26
图 42：新世界免税仁川机场 T2 店格局.....	26
图 43：疫情下中国奢侈品市场率先回暖.....	27
图 44：到 2025 年中国奢侈品消费将占全球总消费的 40%.....	27
图 45：奢侈品购买资金过半源自父母资助.....	28
图 46：中国 Y 世代住房拥有率遥遥领先.....	28
图 47：大部分女性在经济条件允许下会选择高端化妆品.....	29
图 48：中国“核心化妆人口品”人口增长迅速.....	29
图 49：2020 年 5-10 月海南离岛免税消费快速增长.....	31
图 50：2019 三亚国际免税城免税收入达到 102 亿元，CAGR 达 20%.....	32
图 51：海棠湾免税店腕表品牌.....	33
图 52：海棠湾免税店配饰品牌.....	33
图 53：海棠湾免税店配饰品牌.....	33
图 54：三亚国际免税城 1 层结构图.....	33
图 55：三亚国际免税城 2 层结构图.....	33
图 56：三亚国际免税城 3 层结构图.....	33
图 57：海口日月广场免税店位置.....	34
图 58：海口日月广场免税店双子座 1 层.....	34
图 59：中服三亚国际免税购物公园位于三亚城市商业中心.....	34

表目录

表 1：LVMH 集团旗下品牌.....	8
表 2：爱马仕历代掌门人.....	12
表 3：爱马仕、LV、卡地亚入驻乐天免税和新罗免税.....	19
表 4：乐天/新罗免税分别拥有分店 21/9 家.....	20
表 5：Dufry 集团自 2005 年开启兼并收购之路.....	21
表 6：主要免税商品品类的免税比例测算.....	29
表 7：海南离岛免税市场经营主体及项目.....	31
表 8：离岛免税新增营收规模敏感性分析.....	35
表 9：公司盈利预测与估值简表.....	36

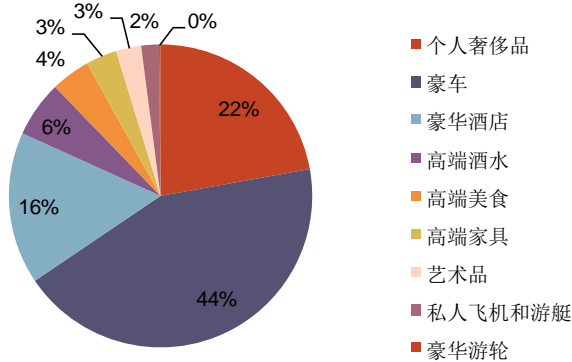
1、品牌商：疫情凸显中国奢侈品市场重要性

全球个人奢侈品市场呈现“她”经济、线上化率提升以及中国拉动效应增强的发展趋势，新冠疫情强化并加速了这一进程。不论对奢侈品整体行业，还是LVMH、历峰、开云、爱马仕等顶级品牌商，中国市场已成为盈利韧性的重要来源。在国际旅游交通缓慢复苏与中国消费力快速释放的背景下，免税渠道是品牌商谋求增长的“战略要地”。

1.1、中观：疫情强化了个人奢侈品三大发展趋势

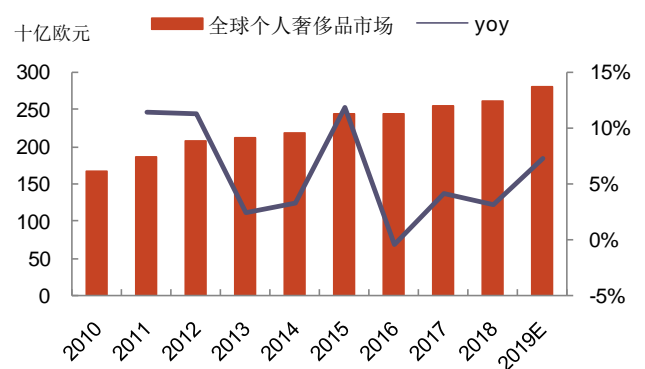
广义奢侈品主要包含奢侈体验类服务、奢侈体验类商品、个人奢侈品三大品类。2019年全球奢侈品市场（包括豪车、个人奢侈品、豪华酒店、高端酒水、高端家具、艺术品、私人飞机和游艇九个细分市场）规模达到1.3万亿欧元，同比增长4%。其中个人奢侈品与整体市场保持一致，实现增长4%，规模达到2810亿欧元，占整体市场的22%。根据BCG、贝恩咨询定义，个人奢侈品具体包括服装、配饰、鞋履、皮革制品、手表、珠宝以及高端化妆品。当前阶段全球个人奢侈品市场呈现以下发展趋势：

图1：个人奢侈品占全球奢侈品市场22%（2019年）



资料来源：贝恩，光大证券研究所

图2：个人奢侈品市场规模和增速



资料来源：贝恩，光大证券研究所（注：19年为贝恩预测值）

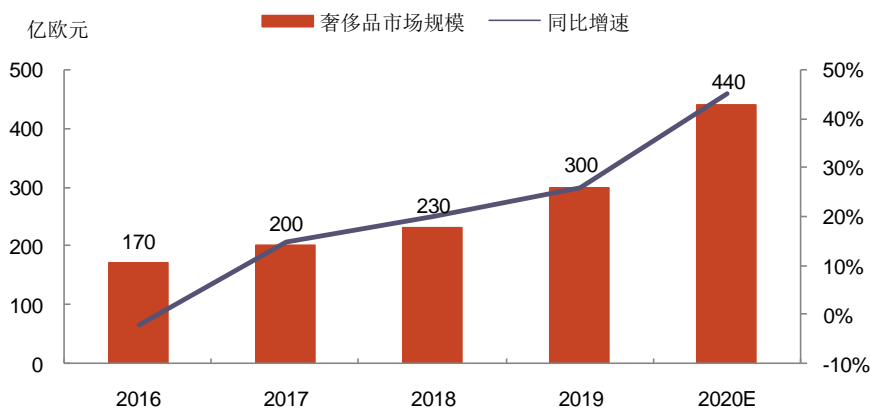
(1) 女性品类引领个人奢侈品市场增长

以女性消费者为主的珠宝、手袋表现优异，2019年高端珠宝销售额实现增长12%，规模达到200亿欧元；2019年皮革制品同比增长7%至570亿欧元，主要受入门款手袋的驱动；2019年香化类创造600亿欧元收入，占个人奢侈品市场的22%；2019年成衣市场同比增长5%，规模达到640亿欧元，其中女性成衣市场占比54%，贡献主要增长；受休闲鞋需求增长，鞋类在2019年实现增长9%，规模至210亿欧元。相比之下，以男性消费者为主的手表表现疲软，销售额以固定汇率计算下降了2%。

(2) 存量市场欧洲为主，增量贡献来自中国

2017年起中国大陆个人奢侈品消费市场快速增长，呈现消费回流趋势。2018年政府下调进口关税并加强对代购灰色市场的监管，包括人民币兑一篮子货币整体贬值，奢侈品消费呈现出中国大陆回流趋势。2017-19年中国大陆奢侈品市场保持高速增长，销售额复合年增长率在27%。

图 3：中国大陆个人奢侈品市场规模及增速

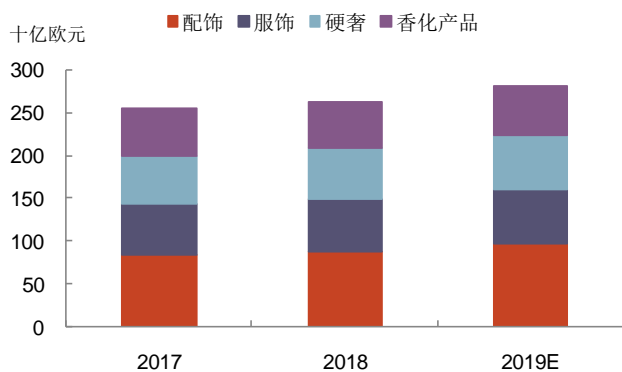


资料来源：贝恩咨询，光大证券研究所

2019 年按照地区划分欧美依然是全球奢侈品市场的主要消费力，销售额占比 61%，中国仅占 11%。值得指出的是，若按照消费者国籍划分中国消费者占比高达 35%，并贡献了 2019 年全球个人奢侈品市场 90% 的增量。可以看出高端购物已经成为我国消费者出境游的重要目的之一。

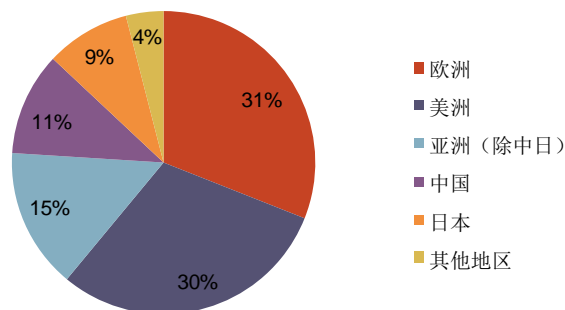
2019 年个人奢侈品市场在亚洲仍保持持续增长，其中中国大陆地区市场规模同比增长了 26%，达到 300 亿欧元；日本保持较快增长（4%），市场规模达 240 亿欧元；亚洲其他地区实现增长 6%；而奢侈品销售的核心区域欧洲（市场规模 880 亿欧元）、美洲（840 亿欧元）的增长较为缓慢，在固定汇率下增速分别为 1%/0%。

图 4：全球个人奢侈品销售额（按细分品类划分）



资料来源：贝恩，光大证券研究所（注：配饰主要包括皮革制品、鞋类；硬奢主要包括腕表、高端珠宝；2019 年为贝恩预测值）

图 5：全球个人奢侈品销售额（按地区划分，2019 年）



资料来源：贝恩，光大证券研究所

(3) 疫情加速个人奢侈品行业消费结构转型

疫情推动线上奢侈品消费增长。疫情期间各大奢侈品门店纷纷闭店暂停营业，消费者转向线上购买奢侈品。根据贝恩统计 2020 年线上渠道占比达 23%，较 2019 年的 12% 上升近一倍。同时各大奢侈品加速线上渠道布局，Cartier、Prada、Alexander Wang、Giorgio Armani 等先后在疫情期间入驻天猫，11 月 6 日阿里巴巴集团宣布与历峰集团共同对奢侈品电商平台 FARFETCH 投资 11 亿美元。

疫情后消费者青睐于保值属性强的奢侈品类。疫情对消费者收入和消费信心都造成了一定的负面影响，消费者购买奢侈品时更倾向于购买经典抗周期的珠宝等品类，珠宝类特别是入门级单品的需求持续增长。由于疫情影响消费者社交场合减少，贝恩预计 2020 年全球服装市场规模下降 30% 至 453 亿欧元，手表或延续 19 年的疲软态势，市场规模预计下降 30%。

1.2、微观：中国是国际奢侈品龙头韧性之源

品牌是奢侈品公司最重要的无形资产，这是奢侈品行业属性所决定的。品牌力使消费者愿意为商品支付远超其生产成本的高额溢价，多数奢侈品公司的毛利率在60%以上。维持品牌资产并将其转化为定价权是奢侈品公司得以长期成功的关键因素。

奢侈品通过提价来维护品牌价值，降价成本十分高昂。降价/打折会造成品牌价值受损，削弱未来定价能力。打折促销在一定程度上会增加客户数量，但增量客户大部分属于价格敏感性顾客，忠诚度不高。降价/打折会降低大众对品牌的心理定位，同时使得现有顾客产生了支付过高价格的不平衡心理，造成高质量忠诚客户的流失，有损品牌价值。奢侈品公司通过提价来维护品牌价值、满足消费者情感需求，例如LV在20年5月宣布上调价格，涨幅在4-6%之间。

无约束扩张是在稀释品牌价值，加速品牌衰败。店铺扩张和品类扩张可以帮助奢侈品公司提高渗透率进而实现短期增长，但过度或者无约束的规模扩张会减弱奢侈品的稀缺程度，降低奢侈品对消费者的吸引力，甚至有可能出现产品质量和服务质量问题，品牌价值也会受到损害。

约束商品供应，维护奢侈品稀缺性。向消费者传递奢侈品的稀缺性不仅会吸引其注意力，增强对产品的价值感知和评价，也会通过一系列的心理反应，如竞争感知、欺骗感知以及所有权认知和预期后悔等激起消费者的购买欲望，而稀缺性的缺失会使得奢侈品被大众化，丧失品牌的竞争优势，进而降低消费者的购买欲望。

由于奢侈品行业特性，孵化新奢侈品品牌难度较大，行业内部竞争格局变化较小，LVMH集团、历峰集团、爱马仕和开云集团构成业内四大巨头，2019年销售收入总和占全球个人奢侈品市场规模的32%，行业集中度高。

1.1.1、LVMH集团：收购扩展业务版图，终成全球最大顶奢集团

自成立以来，LVMH的收购进程十分迅速，先后收购了Kenzo, Celine, Loewe等时装和皮具类品牌，DFS和Sephora等精品零售，Bulgari、Chaumet等珠宝品牌，Guerlain、benefit、fresh、make up forever等香化品牌，目前已成为全球市值最大的奢侈品公司。公司于20年10月29日宣布将以158亿美元收购Tiffany，业务版图有望进一步扩大。

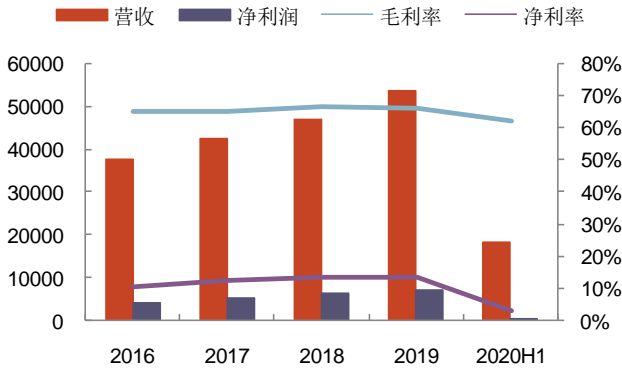
表1：LVMH集团旗下品牌

品类	核心品牌
酒类	Ardbeg, Belvedere, Bodega Numanthia, Cape Mentelle, Chandon, Château Cheval Blanc, Château d'Yquem, Cheval des Andes, Clos des Lambrays, Cloudy Bay, Dom Pérignon, Glenmorangie, Hennessy, Krug, Mercier, Moët & Chandon, Newton Vineyard, Ruinart, Terrazas de los Andes, Veuve Clicquot, Volcan de mi Tierra, WOODINVILLE、敖云
时装&皮具	Berluti, Celine, Christian Dior, Emilio Pucci, FENDI, FENTY, Givenchy, Kenzo, Loewe, Loro Piana, Louis Vuitton, Marc Jacobs, Moynat, Nicholas Kirkwood, Patou, RIMOWA
香水&化妆品	Acqua di Parma, Benefit Cosmetics, Cha Ling, Fenty Beauty by Rihanna, Fresh, Givenchy Parfums, Guerlain, Kenzo Parfums, KVD Vegan Beauty, Maison Francis Kurkdjian, Make Up For Ever, Marc Jacobs Beauty, Parfums Christian Dior, Perfumes Loewe
手表&珠宝	Bulgari, Chaumet, FredHublot, TAG Heuer, Zenith
精品零售	DFS, La Grande Epicerie de Paris, Le Bon Marché Rive Gauche, Sephora, Starboard Cruise Services
其他	《回声报》(Les Echos)、《巴黎人报》(Le Parisien)、《投资》(Investir)、《艺术知识》(Connaissance des Arts)、Belmond, Cova, Jardin d'Acclimatation Royal Van Lent, 古典音乐之声 (Radio Classique)、白马庄园 (Cheval Blanc)、莎玛丽丹百货公司 (La Samaritaine)

资料来源：LVHM，光大证券研究所

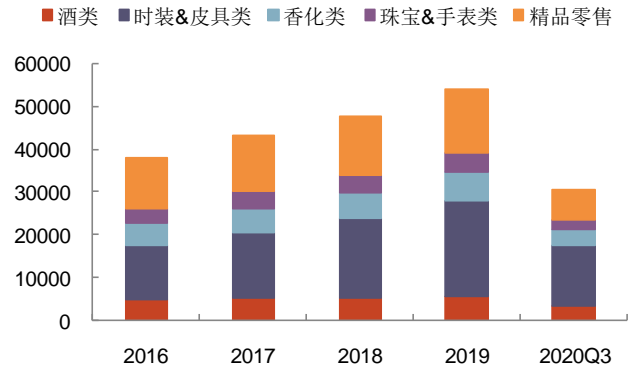
2019年LVMH实现营收536.7亿欧元,同比增长15%,净利润为71.7亿欧元,同比增长13%,毛利率、净利率分别为66%/21%。其中时装&皮具类和精品零售贡献主要营收,占比分别为41%/28%;其次是香化类(13%)、酒类(10%)和珠宝&手表类(8%)。时装&皮具类的营业利润率最高(33%),其次是酒水类(31%)、珠宝&手表类(17%)和香化类(10%),精品零售的利润率最低为(9.4%)。

图6：LVMH盈利能力稳步提升



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：单位为百万欧元）

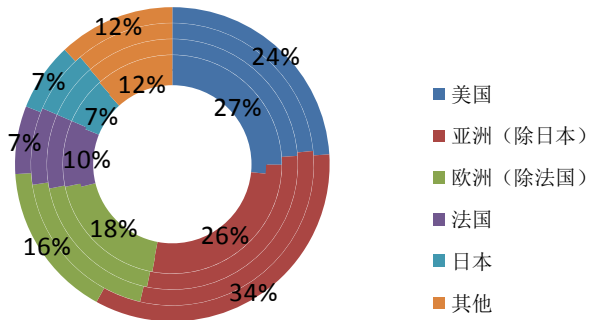
图7：时装&皮具类贡献主要营收



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：单位为百万欧元）

受疫情影响，2020年Q1-3LVMH实现营收303.5亿欧元，同比下降21%。集团主要品牌Louis Vuitton、Christian Dior和Moët Hennessy展现了良好的抗压能力，Hennessy销售额在Q3重回正增长，Louis Vuitton和Christian Dior市场份额实现逆势增长，带动时装和皮具类Q3实现12%增长。同时亚洲市场（除日本）体现了强大的韧性，Q3逆势增长13%，对整体营收占比提升4pct达34%，贡献了主要收入。

图8：亚洲贡献营收占比不断增加



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：由内向外分别为2016/17/18/19/20Q3）

1.1.2、历峰集团：专注珠宝和手表细分市场

不同于其他奢侈品集团的全品类经营策略，历峰集团旗下主要以珠宝和手表为主，珠宝首饰品牌有卡地亚、梵克雅宝等品牌，专业手表包括朗格、积家等品牌。此外，历峰集团还拥有全球最大的奢侈品电商平台YOOX NET-A-PORTER以及Chloé、万宝龙等品牌。

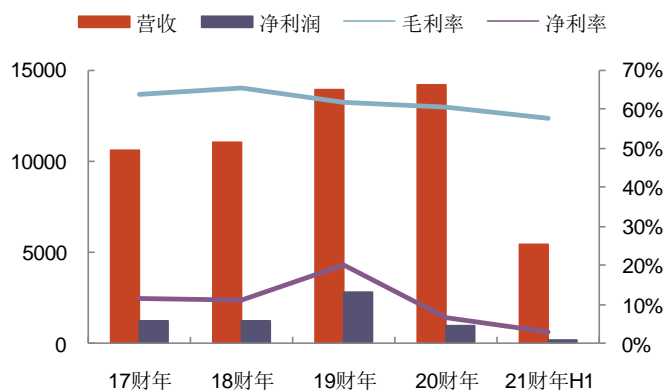
图 9：历峰集团旗下品牌



资料来源：Richemont 官网

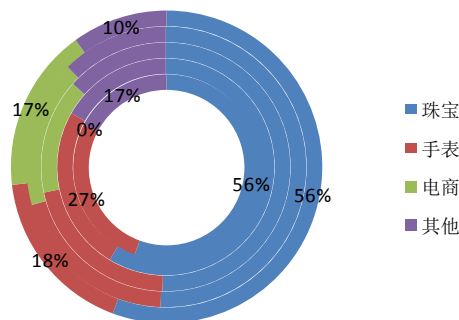
2020 财年 (2019Q2-2020Q1) 历峰集团实现营收 142.4 亿欧元, 同比增长 2%, 利润同比下降 67% 至 9.3 亿欧元, 主要受疫情冲击和其持有 YNAP 股份公允价值下跌所致。2021 财年 H1 (2020Q2-2020Q3) 历峰集团实现营收 54.78 亿欧元, 净利润 1.6 亿欧元。珠宝首饰贡献 56% 的销售额, 其次是专业手表 (18%) 和电商平台 (17%)。从营业利润率来看, 珠宝类最高 (30.1%), 专业手表类下滑 19pct 至 -0.8%, 电商平台下滑 6pct 至 -14.8%。疫情后亚洲地区的需求恢复迅速, 2020Q2-2020Q3 亚洲地区 (除日本) 贡献营收 47%。同时在线销售是最具弹性的渠道, Q3 反弹 17%, 特别是在中国在线销售额增长达三位数, 显示出强劲的增长。

图 10：Richemont 营收规模



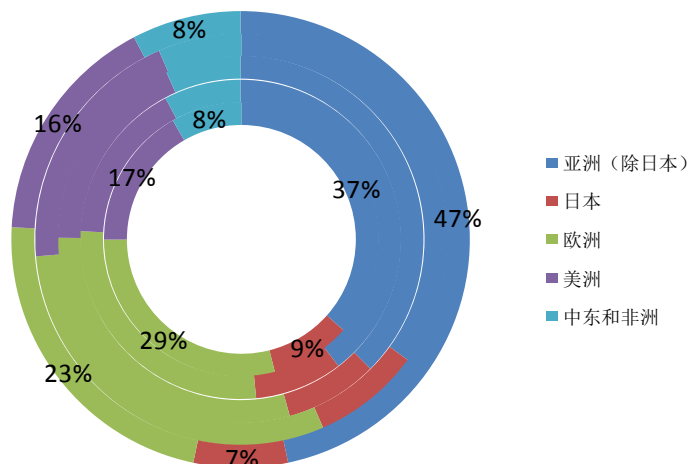
资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所 (注：单位为百万欧元)

图 11：珠宝首饰类贡献主要营收



资料来源：Bloomberg, 光大证券研究所 (注：由内向外分别为 2017/18/19/20/21H1 财年)

图 12：2021 财年 H1 亚洲营收贡献过半

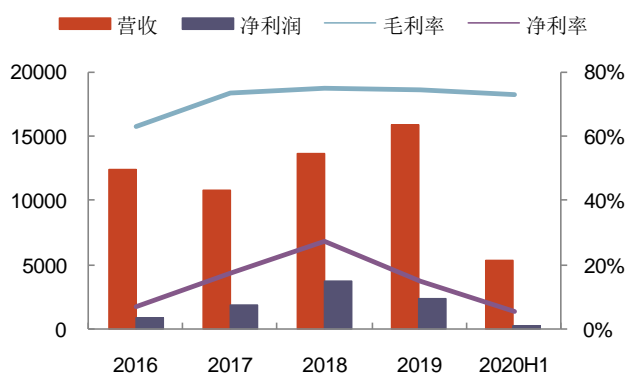


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：由内向外分别为 2017/18/19/20/21H1 财年）

1.1.3. 开云集团：核心品牌 Gucci，后起新秀 Bottega Veneta

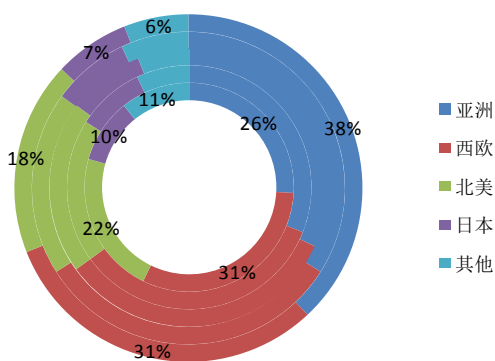
作为 Gucci 的母公司，开云集团还拥有 Yves Saint Laurent、Bottega Veneta、Alexander McQueen、Balenciaga 等众多奢侈品牌。同时为了更好的专注于奢侈品领域，开云集团自 2018 年起开始逐步剥离持有 Puma 股权。2019 年开云集团实现营收 158.8 亿欧元，同比增长 5%，受上半年向意大利税务局缴纳高达 12.5 亿欧元罚款影响，净利润同比下降 38% 至 23.1 亿欧元，净利率下降 13pct 至 14.7%。受疫情冲击，2020 年 H1 开云集团营收下降至 53.8 亿欧元，净利润 2.9 亿欧元，净利率下滑至 5.3%。分地区来看，亚洲地区（除日本）贡献主要增长，其市场占比从 2016 年的 26% 上升至 2019 年的 34%，疫情后 2020H1 跃升至 38%。

图 13：Kering 营收规模



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：单位为百万欧元）

图 14：亚洲地区贡献主要增长

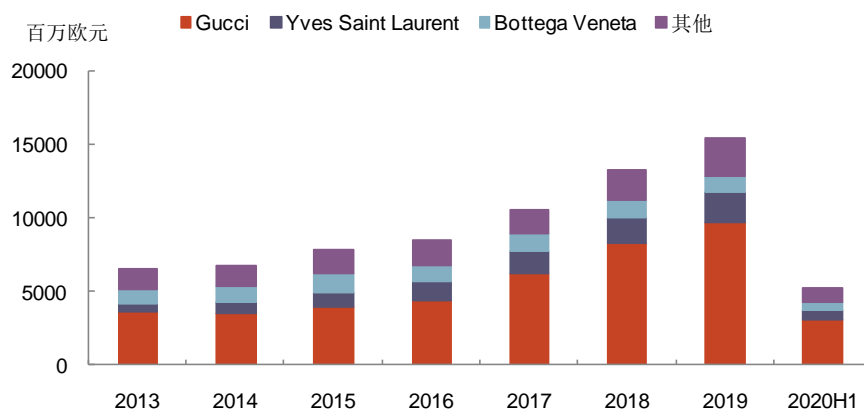


资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：由内向外分别为 2016/17/18/19/20H1）

在 Kering 旗下品牌集群中，Gucci 营收贡献过半，其 2019 年营收达 96.0 亿欧元，占比 63%，Saint Laurent 占比 13%，Bottega Veneta 占比 8%。品牌成功的基础是将迎合市场偏好的美学设计与管理层战略和执行力结合。2015 年在新任 CEO Marco Bizzarri 与新任创意总监 Alessandro Michele 的领导下，Gucci 开始重回业内领先地位，并自 2017 年起持续跑赢奢侈品行业。2018 年创意总监 Daniel

Lee 的到来为 Bottega Veneta 注入新的活力，其设计的新品系列市场反应极佳，在疫情期间实现逆势扩张，2020Q1 销售额同比增长 10.3%至 2.7 亿欧元。

图 15：Gucci 营收占比在 50%以上



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

1.1.4、爱马仕：创始家族掌握所有权和经营权，传承品牌文化

爱马仕自创立起，一直由创始家族—爱马仕家族所掌控。在现任 CEO Patrick Thomas 之前，公司历代掌门人均为爱马仕家族成员。同时在 1993 年上市之后，爱马仕家族的持股占比一直保持在 50%以上，对公司享有绝对控制权，让公司的经营理念得以长期执行，品牌文化得以传承。

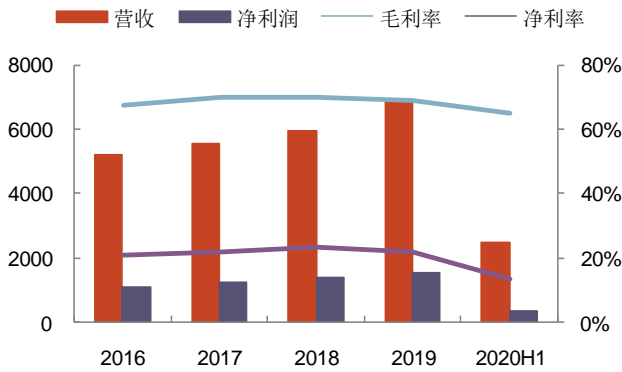
表 2：爱马仕历代掌门人

传承	姓名	备注
第 1 代	Thierry Hermes	Hermès 的创始者
第 2 代	Charles-Emile Hermes	Thierry Hermes 之子
第 3 代	Emile-Maurice Hermes	Thierry Hermes 的孙子
第 4 代	Robert Dumas-Hermes	Emile-Maurice Hermes 的女婿
第 5 代	Jean-Louis Dumas	Robert Dumas-Hermes 之子
第 6 代	Patrick Thomas	Hermès 的现任 CEO

资料来源：Hermès 公司公告，光大证券研究所

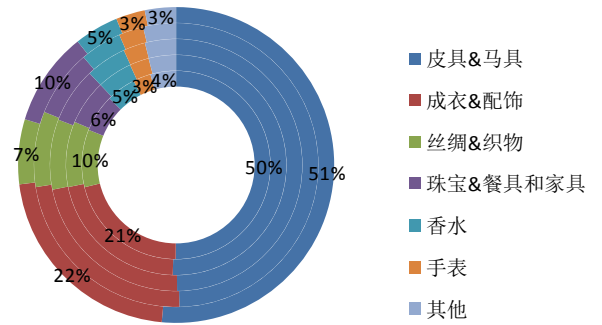
爱马仕创立起始于马具专营店，目前已发展成为多品类经营公司，包括有皮具和马具、成衣和配饰、丝绸和织物、珠宝&餐具和家具、香水、手表和其他七个品类。2019 年爱马仕实现营收 68.8 亿欧元，同比增长 15%，净利润为 15.3 亿欧元，同比增长 9%。受疫情影响 2020H1 爱马仕营收下降 24%至 24.9 亿欧元，净利润为 3.4 亿欧元，同比下降 56%。其中皮具和马具业务贡献上半年营收的 51%，其次是成衣与配饰类（22%）、珠宝&餐具和家具（10%）和丝绸和织物类（9%）。疫情后亚洲地区（除日本）的营收规模占比从 2019 的 38%跃升至 2020H1 的 48%，亚太地区对爱马仕的重要性不言而喻。

图 16：Hermès 营收规模



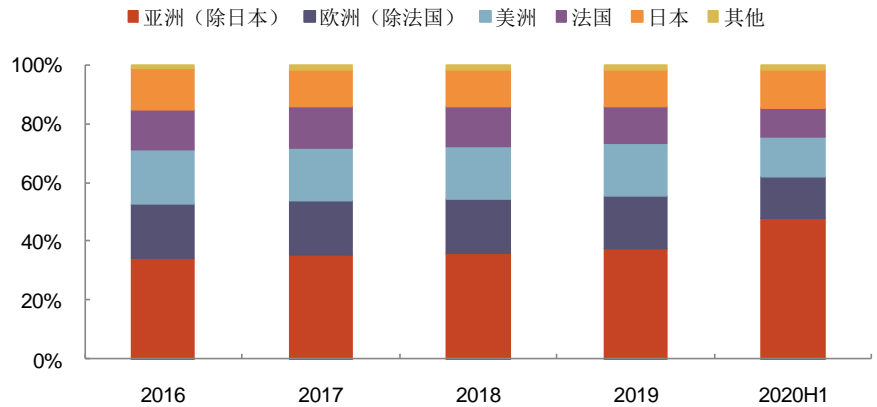
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：单位为百万欧元）

图 17：皮具和马具业务贡献 50%以上营收



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：由内向外分别为 2016/17/18/19/20H1）

图 18：疫情后亚洲（除日本）营收贡献达 48%



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

2、免税运营商：疫情后竞争格局已然生变

免税作为一个全球性行业，是重要的海外消费品购买渠道。奢侈品行业发展离不开免税。Dufry、乐天、新罗是世界免税业传统三巨头，受新冠疫情剧烈冲击。而中免弯道超车，成为规模第一的免税运营商。免税运营商向上需要与品牌商、中间商议价，向下直面国际旅游者比价。携手奢侈品、合作共赢，是免税店发展的必然趋势。

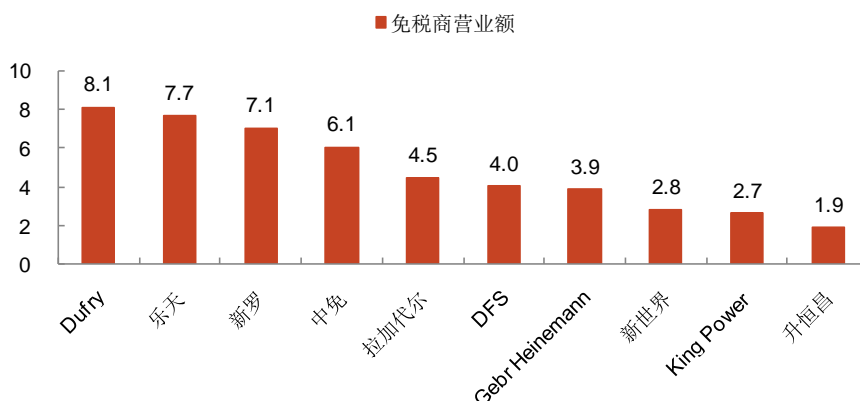
2.1、中国免税新势力弯道超车

免税行业指在口岸、运输工具、市内等区域的特定场所，向出入境旅客提供免税商品销售服务的旅游服务行业。免税商品免去了进口商品的进口关税、增值税、消费税等，具有明显的价格优势。因此，免税是一个全球性行业，是重要的海外消费品购买渠道。

根据 Moodie Davitt 报告，2019 年全球最大的免税运营商为 Dufry 集团，其营业额达到 81.4 亿欧元。排名第二、第三的分别是韩国的乐天免税和新罗免税，其营业额分别为 76.7 亿欧元和 70.5 亿欧元。中免集团位列第四，营业额达到 60.7

亿欧元。此外，排名前十的免税商还有拉加代尔免税、DFS 集团、Gebr Heinemann、新世界免税、King Power 国际集团和升恒昌免税店 (Ever Rich Duty Free Shop)。

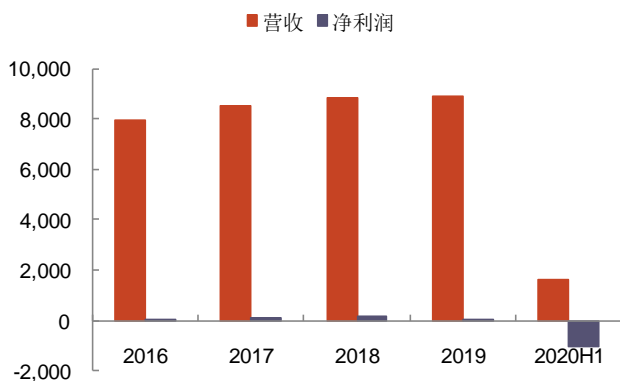
图 19：2019 年全球免税商营业额排名 (单位：十亿欧元)



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

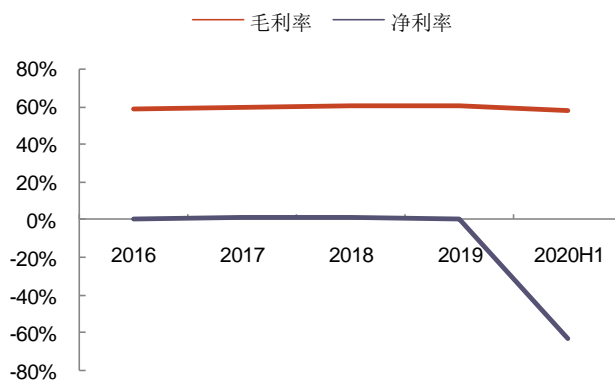
- Dufry** :Dufry 是受疫情影响前全球最大的免税运营商。Dufry 集团成立于 1865 年，总部位于瑞士巴塞尔，1948 年切入免税零售业务，1952 年在巴黎勃勒布热开设了第一家免税店，同时也是继爱尔兰香农机场外全球第二家免税店。2004 年，Dufry 将自身业务更加聚焦于旅游零售，并于 2005 年在瑞士上市。Dufry 拥有超过 20 年的免税运营经验，2400 多家免税及有税店铺、1000 多家品牌供应商、5 万多种产品和超过 47 万平方米的商业空间，占据了机场免税市场将近 20% 的市场份额。

图 20：Dufry 营收及净利润



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所 (注：单位为百万美元)

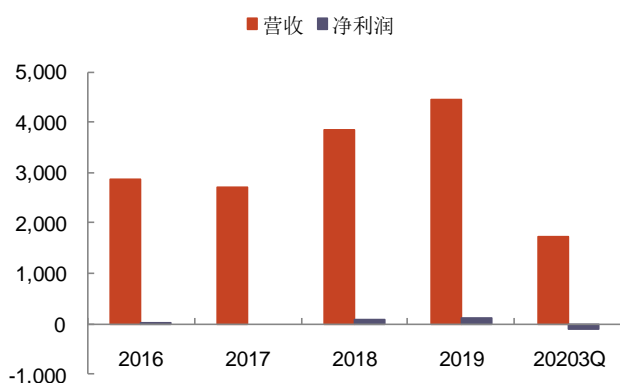
图 21：Dufry 利润率



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

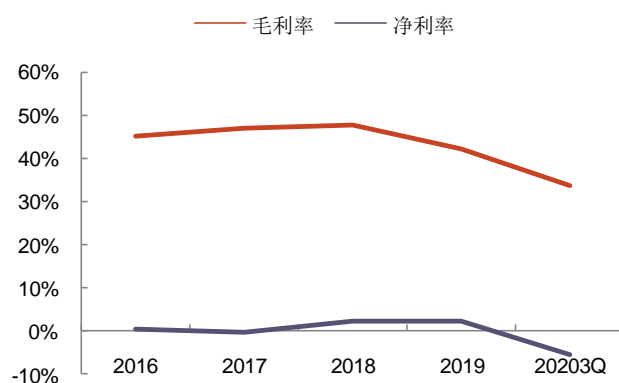
- 乐天免税、新罗免税、新世界免税**：韩国三大免税运营商，2019 年分别占据韩国免税市场 37.8%/26.6%/17% 的市场规模，使得韩国免税业形成三足鼎立之势。乐天免税隶属于乐天集团旗下非上市的乐天酒店股份有限公司，新罗免税隶属于三星集团旗下上市公司新罗酒店，两者是较早获得韩国免税运营牌照的企业，分别于 1980 年和 1986 年开设第一家免税店，至今已有超过 30 年的运营经验。新世界免税则隶属于韩国百货巨头新世界集团，在 2015 年才进入韩国免税市场，依托丰富的百货经营经验，迅速扩张，成功晋升为韩国免税巨头之一。

图 22：新罗免税营收及净利润



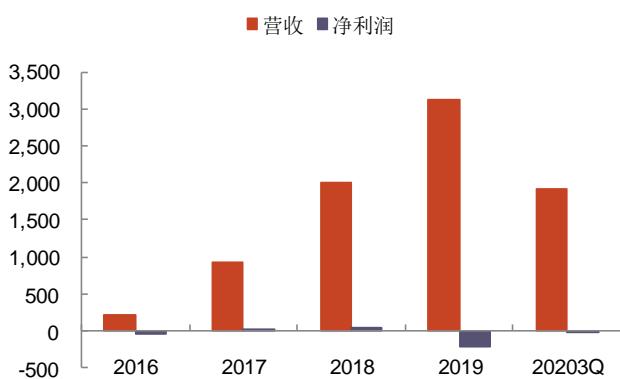
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：单位为百万美元）

图 23：新罗免税利润率



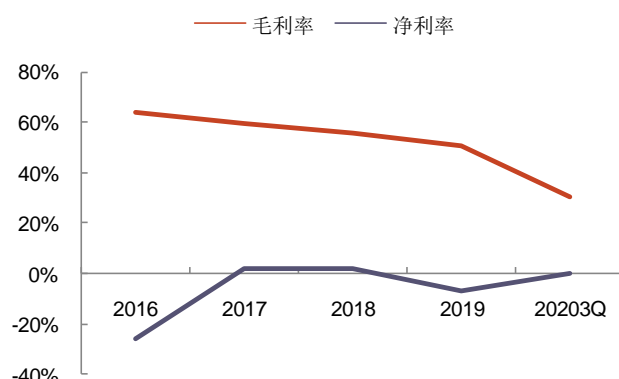
资料来源：Bloomberg，光大证券研究所（注：毛利率指新罗酒店集团的整体毛利率）

图 24：新世界免税营收及净利润



资料来源：公司年报，光大证券研究所（注：单位十亿韩元）

图 25：新世界免税利润率



资料来源：公司年报，光大证券研究所（注：2016-2019 年毛利率指新世界免税集团整体毛利率）

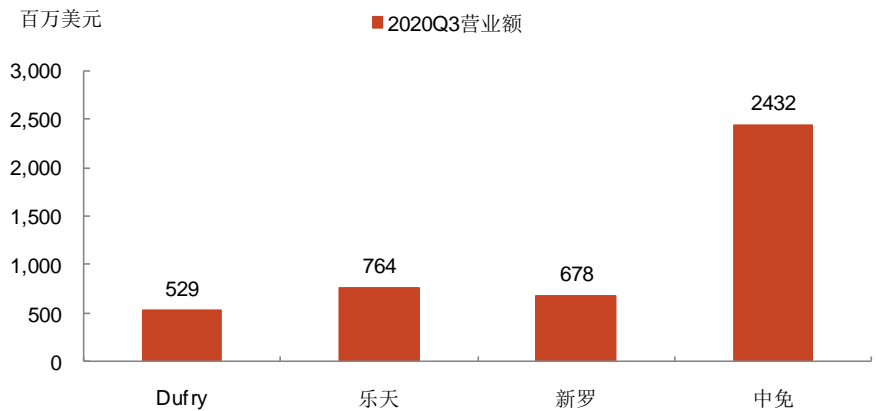
➤ **DFS**：DFS 集团是世界领先的奢侈品免税商。1960 年，DFS 集团成立于香港。和其他免税商不同，作为一家私营公司，DFS 集团大部分股权由世界上最大的奢侈品集团——LVMH 拥有，另外一位重要股东为 DFS 共同创始人罗伯特·米勒先生。至今，DFS 拥有超过 700 个世界著名品牌的精品，店铺遍及四大洲 885 个不同地区，零售网络分布在全球 11 家主要机场的免税店、21 家位于市场中的 T 广场以及其他分支机构和度假地商店。

2016-2019 年 Dufry 免税营收规模持续上升，新罗免税受“萨德事件”影响营收在 17 年略有下降，此后又快速上升，新世界 2015 年进入免税行业后，营收规模始终保持快速增长。免税是个高毛利的行业，如 Dufry 基本可以维持在 60% 左右，但受较高的机场扣点、物业租金、店面装修、人员需求影响，免税企业在销售费用、管理费用上较高，导致其净利率较低。2020 年受疫情影响，免税企业营收规模大幅缩减，尽管各企业尽可能降低成本，但收入下降程度远大于成本下降成本，导致其净利润为负。

和中国免税运营商相比，目前全球领先的国际免税运营商成立时间更久，有着更大的规模、更广的渠道和更丰富的运营经营。但受 2020 年新冠疫情影响，全球免税店业务受到巨大冲击。第三季度，Dufry/乐天免税/新罗免税营业额分别为 5.3/7.6/6.8 亿美元，同比下降 80%/46%/42%。在国内疫情得到有效控制、鼓励性

新政不断出台和消费回流共同作用下，中国免税业逆势增长。中国中免第三季度营业收入达到 158 亿人民币（24.3 亿美元），成为全球最大规模的免税商。

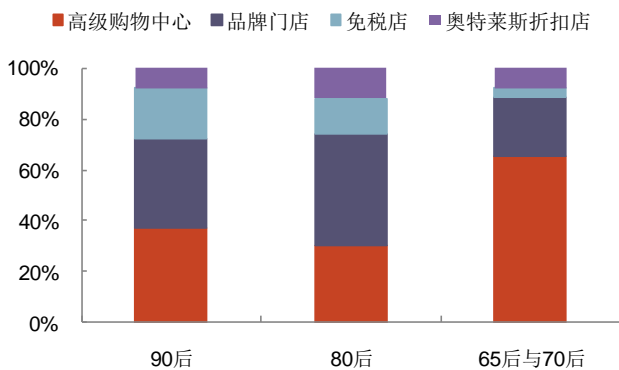
图 26：2020 年第三季度中免成全球最大规模免税商



资料来源：Moodie Davitt Report, Bloomberg, Wind, 光大证券研究所

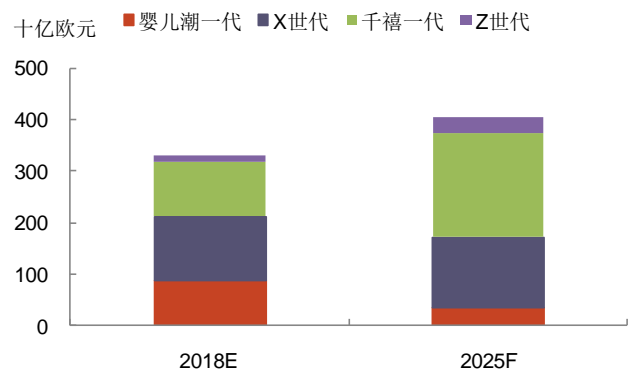
免税是奢侈品行业未来销售增长的核心动力。根据 Mob 研究院的调查，奢侈品行业整体线上渗透率不高，线下销售仍然占主导地位。2018 年奢侈品线下销售比例达到 90%。线下渠道主要包括高级购物中心、品牌门店、免税店以及奥特莱斯折扣店等，65 后与 70 后更多选择在高级购物中心消费，而 80 后、90 后则越来越多地在免税店消费。年轻人已经成为奢侈品的主要消费人群，2018 年 Y 世代年轻人贡献了全球 32% 的奢侈品消费，波士顿咨询预计，到 2025 年这个比例将达到 50%。随着以 90 后、00 后为代表的年轻人成为消费奢侈品的的主力军，免税渠道在奢侈品销售中也显得越来越重要。

图 27：80/90 后越来越多在免税店消费



资料来源：Mob 研究院，光大证券研究所

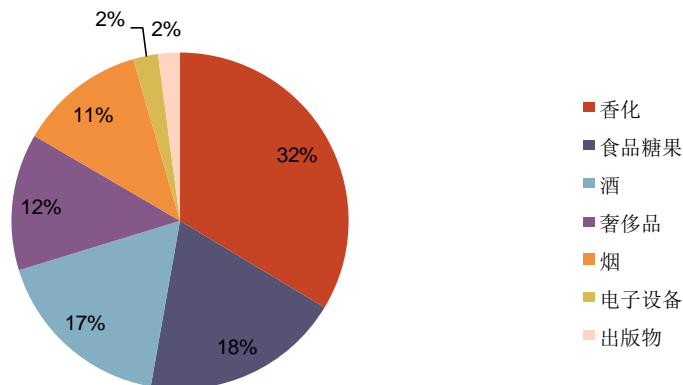
图 28：年轻人成为奢侈品消费主力



资料来源：波士顿咨询，光大证券研究所（注：婴儿潮一代在 1945-1965 年出生；X 世代在 1965-1980 年出生；千禧一代又称 Y 世代，在 1980-1995 年出生；Z 世代 1995-2010 年出生）

对于免税店而言，奢侈品的引进起到了**旗舰效应**。以 Dufry 为例，虽然其 2019 年净销售额中 32% 来自香化产品，28% 来自烟酒，18% 来自食品糖果，奢侈品仅贡献了 12%，但是奢侈品的象征意义确定了免税店的品牌定位。通过引入奢侈品，一方面可以提高消费的客单价，另一方面免税店能吸引到一部分高端客群，扩大消费群体的覆盖面。即使奢侈品本身的销售能力不强，但它有可能带动香化、烟酒等副线产品的销售，从而提高免税店整体的营收水平。因此对于免税店而言，现在要争夺的就是顶级奢侈品品牌。

图 29：2019 年 Dufry 销售额中奢侈品仅占 12%

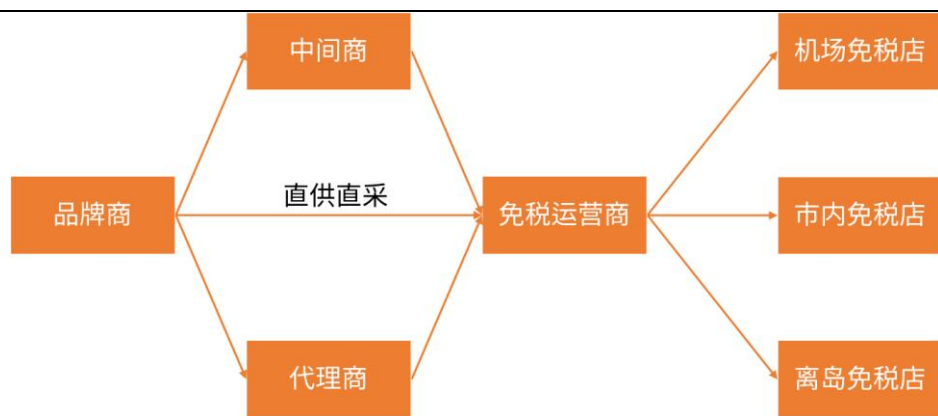


资料来源：公司 2019 年年报（注：年报定义中奢侈品包括腕表、珠宝、包类、成衣，不含香化）

2.2、产业链定位：上游参与议价，下游直面比价

免税产业上游与品牌商、中间商议价，下游直面国际旅游者比价。

图 30：免税奢侈品供货渠道



资料来源：光大证券研究所

从上游供应链角度看，免税运营商主要通过三种方式采购产品：

- ① **直供直采**，即免税运营商能够拿到国际顶级品牌的直供货源，通常只有大型免税运营商凭借规模优势能向品牌商直采。通过减少中间渠道扣点，直供直采有效提高企业的毛利率。
- ② **中间商采购**，即免税运营商通过中间商招商、采购。小型免税商由于受到规模限制缺少直供渠道，通常只能通过这种方式从其他免税商处拿货。中免独立拥有上游品牌商直供渠道的免税运营商，而深免、珠免等运营商均需通过国际免税运营商或中免进行采购。受到免税牌照的限制，Dufry、乐天、新罗等国际大型免税商目前无法在国内开设免税店，因此只能选择给持有牌照的国内免税商供货，或利用自己的品牌影响力合作招商。
- ③ **品牌代理**，即品牌商建立自己的代理商，在免税店运营专柜，代理商按零售价的一定折扣进货，并销售收入的一定比例以分成或扣点的形式给予免税运营商，剩余部分减去成本即为品牌代理商的利润。因代理商承担了部分营销运营功能，所以供货价格有优势，批发价可以达到零售价的 50% 左右。

从下游渠道角度看，免税运营商面向国际旅游者的渠道多种多样，目前主要渠道为机场免税店、市内免税店和离岛免税店三类：

① **机场免税店**：免税业务始于 1947 年爱尔兰香农机场开设了世界第一家机场免税店。机场免税是最传统的免税形式，从免税诞生以来一直起着支柱作用。至今，机场免税店可以分为出境免税店和入境免税店。在我国，出境机场免税店既针对离境的本国居民，也针对进入本国旅游后需要离境的外国居民，销售免进口税商品。旅客在购买和提取商品后必须直接出境。入境免税店针对尚未办理入境海关手续的旅客，旅客必须持有入境有效证件和搭乘交通工具凭证，才能购买商品。通常，入境免税店规模比出境免税店规模小，商品种类也更少。

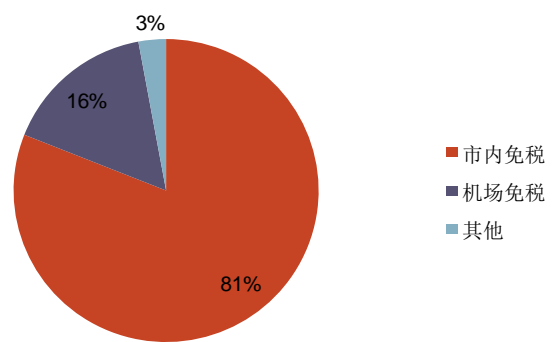
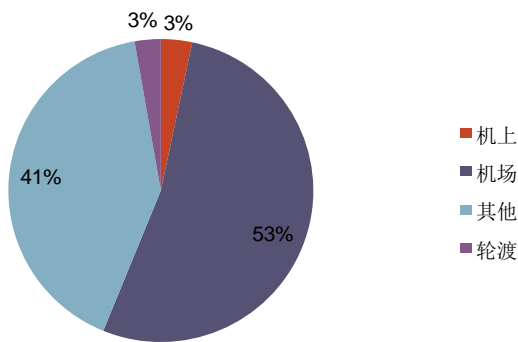
② **市内免税店**：市内免税店来源于韩国的政策创新。1979 年，韩国政府首先允许本土免税运营商经营市内离境免税业务，开创了市内免税店的先河。至今，免税店可以分为出境市内免税店和出境归国人员免税店。在我国，出境市内免税店面向出境外国人、港澳台同胞销售免税商品，旅客需要进店内购物，在出入境口岸提货，不出口烟酒品牌产品。出境归国人员免税店面向持有中华人民共和国护照入境的中国旅客（年满 16 周岁以上），自入境 180 天内，可凭护照在免税店内购买一定数量但不超过 5000 元的免税商品，不出口烟酒品类产品。旅客在店内购物，直接提货。

③ **离岛免税店**：离岛免税始于 1998 年日本对冲绳岛免税政策的放开，至今离岛免税店只在中国海南岛、日本冲绳岛、韩国济州岛和中国台湾金门马祖岛四个地区设立，是东亚地区独有的免税形态。在我国，离岛免税指对乘飞机、火车、轮船离岛（不包括离境）旅客实行限值、限量、限品种免进口税购物，旅客需在实施离岛免税政策的免税商店内或经批准的网上销售窗口付款，在机场、火车站、港口码头指定区域提货离岛。

从全球范围看，机场免税店销售规模最大，2018 年占据了免税总体市场份额的 53%。但作为免税大国的韩国却独树一帜，以发展市内免税店为主。2018 年市内免税店渠道销售比例达到 81%，相比之下机场免税店销售渠道仅占 16%。

图 31：全球免税市场中机场免税店销售渠道占比最大（2018）

图 32：韩国免税市场中市内免税店渠道销售比例最高（2018）



资料来源：The Moodie Davitt Report，光大证券研究所

资料来源：DFN，光大证券研究所

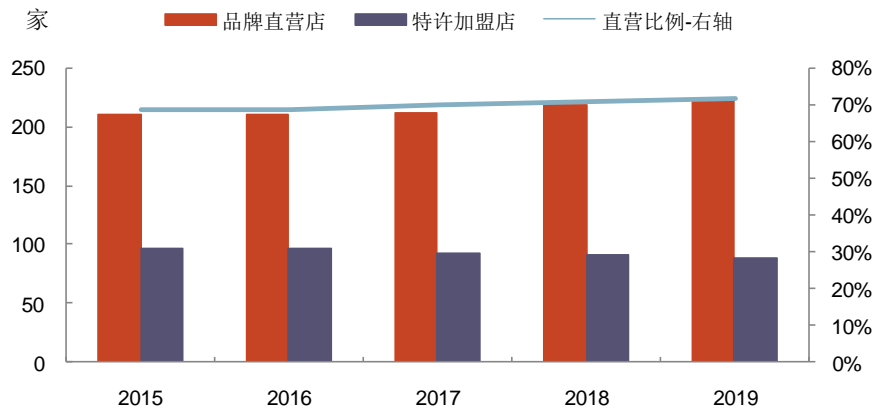
3、品牌商与运营商合作要素：规模与区位

在奢侈品以直营渠道为主的未来，免税店若希望引进奢侈品，其核心是与奢侈品品牌方建立良好的合作关系。合作主要取决于免税商采购规模和免税店地理区位。规模决定了奢侈品品牌商是否愿意为免税商供货，而免税店的区位则决定了门店高奢精品入驻意愿。

3.1、免税是奢侈品重要的销售渠道

奢侈品在免税店的供应主要通过直供直采/品牌代理的模式。因此，没有与品牌商的合作，免税店难以引入奢侈品。从奢侈品特征看，奢侈品之奢在于其价格体系、供求关系、品牌故事包装而成的稀缺性。为了维持这种稀缺性，奢侈品品牌通常爱惜羽毛，销售过程中以公司直营或第三方运营的独立商店等直营零售渠道为主，以保证品牌的价格纪律和顾客的消费体验。以顶级奢侈品牌爱马仕为例，2015-2019年其直营店比重不断上升，直营零售分店数从210家上升至223家，比重从68%上升到72%。在奢侈品以直营渠道为主的未来，免税店若希望引进奢侈品，其核心是与奢侈品品牌方建立良好的合作关系。

图 33：爱马仕直营店比例缓慢抬升



资料来源：公司年报，光大证券研究所

奢侈品更青睐于市内免税店。以韩国为例，乐天免税、新罗免税、新世界免税都已引入了爱马仕、路易威登、卡地亚等世界知名奢侈品品牌，但其高奢精品如包类、成衣等只在部分免税店中出现，如乐天免税的明洞总店、釜山店、世界大厦店、济州店和新罗免税的首尔店、济州店。而新世界免税的仁川机场店是目前韩国唯一拥有LV的机场免税店。

表 3：爱马仕、LV、卡地亚入驻乐天免税和新罗免税

品牌	免税商	分店	商品类别
爱马仕	乐天免税	明洞总店	香化，名表，精品
		世界大厦店	香水，名表，精品
		釜山店	香水，成衣，名表，精品
	新罗免税	首尔店	包类/钱夹，时装/配饰，腕表/珠宝
		仁川机场店 T1	包类/钱夹，时装/配饰，腕表/珠宝
		济州店	包类/钱夹，时装/配饰，腕表/珠宝
路易威登	乐天免税	明洞总店	精品 (luxury boutique)
		世界大厦店	精品 (luxury boutique)
		釜山店	精品 (luxury boutique)，名表
	新罗免税	济州店	精品 (luxury boutique)
		首尔店	包类/钱夹，时装/配饰
		济州店	包类/钱夹，时装/配饰
卡地亚	乐天免税	明洞总店	高级成衣

	世界大厦店	高级成衣
新罗免税	釜山店	高级成衣, 腕表/珠宝
	首尔店	包类/钱夹, 时装/配饰, 腕表/珠宝
	济州店	包类/钱夹, 时装/配饰, 腕表/珠宝

资料来源: 各免税店官网

特别需要说明的是韩国济州岛免税。2002年, 韩国政府颁布《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。济州岛的免税政策分为两种, 一种是离岛, 即离开济州岛, 该类免税店主要由国企 JDC、JTO 运营; 另一种是离境, 即离开韩国国境, 该类免税店由乐天、新罗等民企运营。两类免税政策均对韩国国民和外国居民开放, 但离境免税政策, 仅适用于消费者离开韩国国境的情况。因此, 乐天济州店和新罗济州店虽然位于济州岛, 但跟一般的出境市内店没有区别。

承载空间和停留时长是市内免税店的优势。相较于机场免税店, 市内免税店和离岛免税店一般拥有更大的建筑面积。以新罗免税为例, 其首尔市内店面积达到 7178 平方米、龙山 I-Park 店面积达到 11417 平方米、济州岛店 6384 平方米, 相比之下仁川国际机场店面积仅为 5580 平方米、济州国际机场店仅为 400 平方米。旅客在市内免税店停留的时间更长。根据 Generation Research 数据, 2019 年旅客乘坐出境航班在机场停留的时间平均为 137 分钟, 其中在商业区停留时间仅约 29 分钟 (占比 21%)。而在市内免税店和离岛免税店突破了时空的限制, 消费者享受的是纯购物形式, 购物时间更加灵活, 消费者在购物中心平均逗留时间在 2.5-3 小时左右, 远超机场免税店逗留时长。

3.1、规模决定营运商议价能力

免税行业呈明显的寡头垄断, 龙头企业规模优势明显, **规模效应是免税业构筑护城河的重要一环。**规模提升一方面使得免税商对于同一品牌的采购量上升, 品牌商出于营收考虑, 有动力和免税商合作。**另一方面, 对于品牌商尤其是奢侈品而言, 品牌形象远比单纯的市场扩张更加重要。**大规模免税店为奢侈品提供了一个机会, 可以在国际专属环境中向全球较有购买力的旅客展示其品牌。以 Dufry 为例, 2018 年超过 10 亿人次乘客经过 Dufry 的商店经营店铺, 奢侈品进入免税店在增加销售的同时相当于向这 10 亿名乘客做了广告。免税店因此成为品牌重要的展示窗口。

免税规模的扩大一方面取决于门店数量。乐天免税店至今则共开设海内外免税店 21 家, 其中包括明洞总店、釜山店、金浦机场店等在内的韩国境内免税店 9 家。2012 年起乐天免税开始海外布局, 分别在印尼、日本、越南、澳大利亚、新西兰、新加坡等 6 个国家拥有了 12 家海外分店。和乐天免税相比, 新罗免税规模略小, 至今拥有首尔店、济州店、仁川机场店、金浦机场店、济州机场店等 5 家韩国国内分店, 和澳门国际机场店、樟宜机场店、普吉市内免税店、香港机场店等 4 家海外分店。

表 4: 乐天/新罗免税分别拥有分店 21/9 家

免税商	分店	年份
乐天免税	明洞总店	1980
	釜山店、金浦机场店	1990
	仁川机场 1 航站楼店	2001
	COEX 店	2010
	济州店	2015
	金海机场店	2016
	世界大厦店	2017
	仁川机场 2 航站楼店	2018
	境外	印尼雅加达机场店

	雅加达市内店、关岛机场店	2013
	关西机场店	2014
	东京银座店	2016
	越南岷港机场店	2017
	越南河内机场店、澳大利亚布里斯班机场店、堪培拉机场店、达尔文机场店、墨尔本市区店、新西兰惠灵顿国际机场店	2019
	芽庄金兰机场店、樟宜机场店	-
	首尔店	1986
	济州店	1989
韩国境内	仁川机场店 T1	2008
	金浦机场店	2011
新罗免税	济州机场店	-
	澳门国际机场店	2014
	樟宜机场店	2015
境外	普吉市内免税店	2016
	香港机场店	2017

资料来源：免税店官网，光大证券研究所

另一方面，企业间的并购也是免税商扩张的重要方式。目前规模最大的免税运营商 Dufry 主要依靠收购实现快速扩张。Dufry 于 2005 年在瑞士上市后开启了兼并收购的扩张之路，在 06-15 年间收购了南美/加勒比地区/美国/俄罗斯/希腊/瑞士等地的主要旅游零售商。通过收购，Dufry 实现门店布局的地理多元化，截至 2019 年底公司在六大洲 65 个国家 420 多个地点拥有了超过 2400 家门店，其中欧洲和非洲/亚太和中东/北美/中南美地区分别有门店 660/221/1013/535 家。

表 5：Dufry 集团自 2005 年侯开启兼并收购之路

时间	事件
2006	收购巴西主要的旅游零售商，在圣保罗和卢森堡上市
2007	收购加勒比地区的一家旅游零售商，该公司在波多黎各及加勒比其他地区拥有 23 家商店
2008	收购美国 Hudson 集团，该公司主要经营位于美国和加拿大 69 个机场和交通枢纽的 550 家商店
2010	Dufry 与 Dufry 南美合并，收购加勒比地区的哥伦比亚翡翠国际品牌
2011	收购阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔、法属马提尼克地区、亚美尼亚的旅游零售商，包括位于 10 家不同机场的 24 家免税商店
2012	合资收购俄罗斯领先的旅游零售运营商 RegStaer 集团
2013	收购希腊 Folli Follie 集团的旅游零售业务 51% 股权
2014	收购瑞士的 Nuance 集团
2015	收购 WDF 集团 (World Duty Free)，强化其在欧洲市场的地位
2018	Hudson 集团在美国纽交所上市
2020	与阿里巴巴组建合资公司开展旅游零售业务，阿里与 Dufry 持股比例分别为 51% 和 49%

资料来源：Dufry Corporate Brochure 2019，光大证券研究所

规模扩大后，免税运营商的话语权明显提高。经过收购，2006-2019 年 Dufry 营收复合年均增长率达到 14%，尤其是 2015 年收购 WDF 集团后，当年 Dufry 营收同比增长 46%。在营收增长的同时，是集团毛利率的显著提升。2003 年集团毛利率为 45.4%，而到了 2019 年 Dufry 的毛利率可以达到 60.2%。毛利率的提升进一步证明了规模决定话语权。随着免税商规模体量的扩大，品牌商更有意愿和免税商合作，并降低采购成本。

3.1、区位优势决定品牌商入驻意愿

大小区位决定了奢侈品在免税店的入驻。大区位指免税店的地理位置，一方面与免税渠道即是市内店还是机场店有关，另一方面也与免税店周边客流水平、经济活跃程度相关。小区位指奢侈品门店在免税店物业结构中的具体位置。

3.1.1、市内免税

对展示空间、购物体验有较高要求的奢侈品精品更青睐于市内免税店和离岛免税店。空间的扩大不仅使免税店可引入更多的品牌数，而且每个品牌也有更加充分的展示空间。没有限制的购物时间也有利于成衣等需要试穿、试戴类精品产品的购物体验。市内免税占据韩国免税市场主导地位。韩国市内免税流程便捷，本土商品可以直接从市内店带走，其他商品在获得兑换券后可以在机场取货点凭借护照领取。韩国的市内免税（包括离岛免税）又可以分为两类：以百货商店为依托的市内免税店和独立的市内免税店。

① 以百货商店为依托的市内免税

从大区位上看，以百货公司为依托的市内免税更能抢占到核心商圈和客流。百货业发展较早，具有先发优势，提前占据优势区位，商店通常布局在繁华商圈或者景区周边，交通便利、配套设施完善，位于百货商店内的免税店能与周边景区、商圈相互引流，共同发展。以乐天免税明洞总店为例，明洞总店位于首尔市中心乐天购物大厦的 9-12 层内，比邻韩国代表性购物街明洞商业街，是外国游客较为集中的商圈。明洞商业街全长约 1.5 公里，商圈面积在 0.44 平方公里，常住人口 5 万人。明洞虽然面积不大，但店铺密度非常高，一天的流动人口可以超过 200 万，每年有 400 万以上的外国观光客来此，2000 年 3 月被政府指定为观光特区。乐天免税明洞总店毗邻明洞商圈，享受明洞商圈带来的溢出效应。类似的，乐天免税世界大厦店位于乐天商城 Avenuel & Tower 8-9 楼，它毗邻地铁站和乐天世界，后者是世界最大的室内主题公园，在 2018 年亚太地区主题公园游客量排行榜中排名第七，接待游客接近 600 万人次。乐天免税釜山店则位于韩国第二大城市——釜山。釜山店地处市区的乐天百货店釜山店 8 楼，距离金海国际机场和釜山港约 40 分钟车程，交通非常便利。

图 34：乐天免税明洞总店位置



资料来源：韩游网

图 35：乐天免税世界大厦店位置

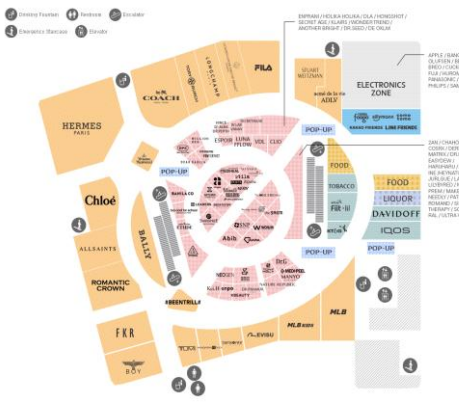


资料来源：百度地图

从小区位上看，物业结构在很大程度上已经决定奢侈品能否进入。以百货公司为依托的市内免税店通常将免税店至于百货公司的高层，以保证商品在百货公司原有有税渠道的销售。但在免税店内部，免税运营商也会给予奢侈品品牌最佳的位置和面积。以乐天免税明洞总店为例，其 9 层以轻奢品牌为主，如 Longchamp、Chloe、

Coachdeng, 10 层则以高奢品牌为主, 如爱马仕、LV、卡地亚、宝格丽、香奈儿等世界奢侈品品牌都入驻明洞总店, 并销售箱包、服饰、腕表在内的多种产品。对于顶级奢侈品, 明洞总店给出了最佳的位置和面积。在奢侈品精品主要分布的 9-11 楼, 著名高奢品牌如爱马仕、路易威登、卡地亚、迪奥、香奈儿环绕在上下扶梯的两侧, 保证这些品牌对顾客有最高的曝光率。其中爱马仕/路易威登/香奈儿精品店都给予了两层店面, 分别在 9-10/10-11/10-11 楼, 店内有专门的楼梯相连, 给予消费者更好的购物体验。以 LV 精品店为例, 虽然路易威登在明洞总店开店之初就已入驻, 但在 2013 年 2 月明洞总店的路易威登专柜在原有 10 层的基础上扩展至 11 层, 成为业内首家双层结构的专柜。利用更大的购物空间, 路易威登引入皮革制品以及男女鞋专柜, 尤其 11 层是专门面向中国游客的购物空间, 特别配置了能够使用中文交流的员工。2016 年明洞总店又重新装修, 在乐天百货商店 12 层新增化妆品专卖场, 将 9-11 层的化妆品卖场转移至 12 层。此次改装后, 明洞总店的营业面积由原先的 13355 平方米扩至 16115 平方米, 扩大了 2760 平方米, 主要品牌的柜台面积都得到了扩大。

图 12：乐天免税明洞店 9 层结构图



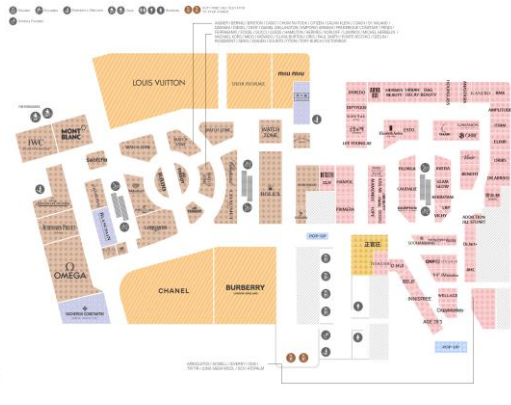
资料来源：乐天免税官网

图 13：乐天免税明洞店 10 层结构图



资料来源：乐天免税官网

图 14：乐天免税明洞店 11 层结构图



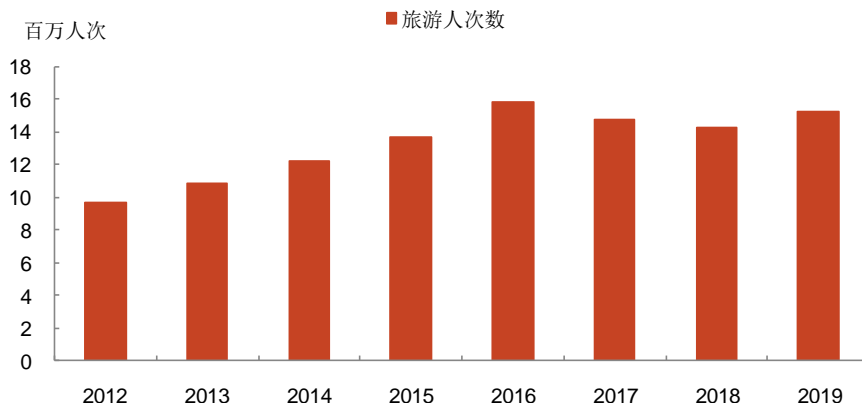
资料来源：乐天免税官网

② 独立的市内免税店

缺乏百货商店为依托的免税店, 在大区位上稍显落后, 通常需要通过打造其他吸引物来弥补。以有奢侈品入驻的新罗免税首尔店为例, 其地理位置没有乐天如此优越, 但是集团也打造了除免税购物之外的其他吸引物。新罗首尔店距离明洞 15 分钟, 离东大门 5 分钟, 免税店提供优惠, 若打车来新罗免税店首尔店, 即可报销打车费。此外, 在新罗首尔店的 3 楼可以欣赏到包括南山塔全景在内的迷人的首尔夜景。新罗免税首尔店与中国国家主席习近平等访韩贵宾下榻的韩国顶级酒店并排坐落。完善的配套设施为免税店吸引了更具购买力的消费者, 同时也让消费者在购物之余能立刻得到适宜的休憩。

除了在首尔和釜山地区的免税店外, 奢侈品还入驻了乐天、新罗的济州免税店。济州岛是韩国最大的岛屿, 总面积 1800 多平方公里, 是一座典型的火山岛, 也是韩国著名的旅游胜地。2012-2016 年济州岛旅游人次快速增加, 年均复合增长率超过 10%。2016 年受“萨德”事件影响后, 济州岛旅游人次有所下降。2019 年, 济州岛旅游人次达到 1528 万。

图 36：济州旅游人次



资料来源：济州特别自治道，光大证券研究所

从大区位上看，乐天免税济州店坐落于济州岛，位于济州乐天城市酒店 1-4 楼，距离济州国际机场只需 10 分钟车程，是济州地区最大规模的免税品商场。新罗免税济州店和乐天较为临近，距离机场也只有 10 分钟车程。新罗免税济州店拥有宽敞的停车空间，附近有特级酒店、景点、高尔夫等设施，方便游客前往。

图 37：新罗免税首尔店位置



资料来源：韩游网

图 38：乐天/新罗免税济州店位置



资料来源：百度地图

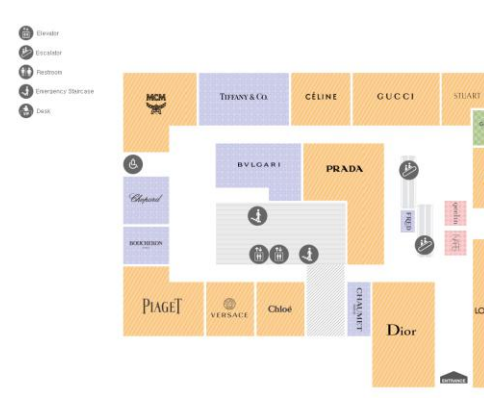
从小区位上看，没有了百货商店有税渠道的限制，新罗免税首尔店、济州店、乐天免税济州店都将 1 层用于主要经营国顶尖奢侈品品牌。奢侈品在 1 层既提升了自己品牌的曝光度，也为免税店带来广告效益，通过高附加值产品充分体现免税店的商业价值。LV 在这三家免税店中均有入驻，主要销售包类、成衣，且都位于免税店的入口处。此外有芬迪、迪奥、蔻驰等一线奢侈品品牌。免税店的其他楼层则以经营香化产品（2 层）、腕表类产品（3-4 层）为主。

图 18：新罗免税首尔店 1 层结构图



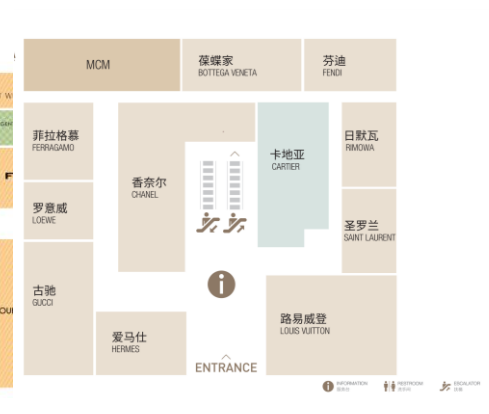
资料来源：新罗免税官网

图 19：乐天免税济州店 1 层结构图



资料来源：乐天免税官网

图 20：新罗免税济州店 1 层结构图



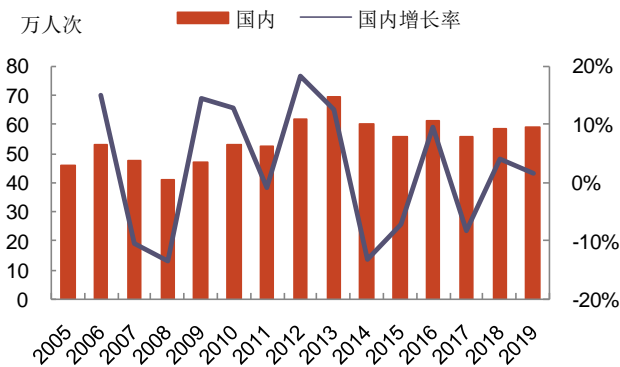
资料来源：新罗免税官网

3.1.2、机场免税

机场免税主要由机场公开招标，在协商保底经营费和销售提成的基础上，选择一家免税运营商合作，双方共同经营免税店。垄断的机场相对于免税运营商有很强议价能力，表现为高扣点。目前全球机场免税扣点率在 45%左右，高额的扣点大幅压缩免税商的利润空间。但是不可否认，机场免税拥有极高的流量。因此，奢侈品会入驻机场免税店，但仅入驻拥有大吞吐量的知名国际机场。

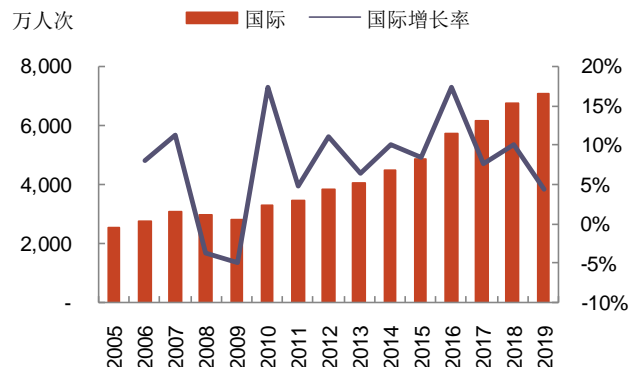
就韩国而言，奢侈品品牌的精品基本仅入驻仁川国际机场的免税店。仁川国际机场是韩国最大的机场，也是东北亚的枢纽机场之一。仁川机场选址于仁川永宗岛和龙游岛之间的浅海滩，位于北京和东京两个大都会连线的中点，南北向上又处于西伯利亚和东南亚的中间。从该机场起飞 3-5 小时飞行距离内，有 40 余座人口百万以上的各国大城市，距离首尔约 50 公里，是韩国出入境主要使用的机场。仁川机场不断发挥区位优势，其可运吞吐量从 2005 年的 2605 万，提升到 2019 年的 7117 万人次，年均复合增长率达到 7%。吞吐量在国际机场中排名不断攀升，从 2005 年第四十位升至 2019 年第十四位。此外，仁川机场主要实施国际化发展战略，近十年逐渐成为中国大陆-北美以及东南亚-北美航线上的重要枢纽，其国际旅客吞吐量在世界排名前列，2018 年排名第五，仅次于迪拜、伦敦、中国香港及阿姆斯特丹。

图 39：仁川机场国内旅客吞吐量



资料来源：韩国航空公社，光大证券研究所

图 40：仁川机场国外旅客吞吐量



资料来源：韩国航空公社，光大证券研究所

机场免税店与市内店的消费模式不同。首先，在韩国，机场免税店以韩国本国消费居多，市内店以外国人消费居多。2018 年，乐天免税明洞总店的消费中，

有 88%来自于外国消费者，其中大部分是以代购主导的中国消费者。相比之下，仁川机场免税店外国人消费仅占 49%，51%来自于韩国本国出境消费。此外，仁川机场作为东北亚枢纽机场，连接东亚和北美，能吸引到更多商务中转旅客，其消费时间有限，但消费能力更强。最后，仁川机场通常作为韩国购物的最后一站，主要满足旅客需要补货的需求。

仁川国际机场有 2 座航站楼，其中 T1 航站楼主楼面积 50.5 万平方米，卫星厅 16.7 万平方米，T2 航站楼面积 38.7 万平方米。两个航站楼均设有免税店，其中 DF1、DF2 主营化妆品和香水，DF3 和 DF4 主营烟酒，DF5 主营精品，DF6、DF7 主营时尚配饰。另有针对中小免税店的 DF9-DF12 区域。

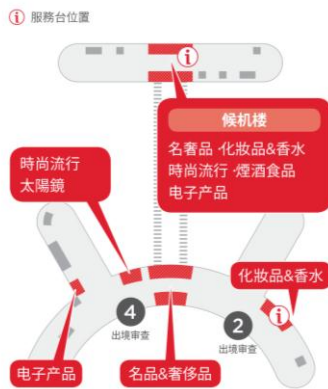
2011 年 9 月，路易威登入驻新罗免税店仁川机场店，这是 LV 在全世界范围内第一次把店开进机场免税店。后经机场重新招投标，2015 年乐天获得 LV 所在奢侈品区域的免税经营权。2018 年起，新世界免税取得仁川机场第一航站楼 DF1 区域（5091 平方米）、DF5 区域（1814 平方米）免税店经营权。至此，仁川机场包括 LV 在内的大部门奢侈品品牌都由新世界免税店运营。在一号航站楼，奢侈品主要布局在海关出口处和候机楼，LV 专卖店位于仁川机场候机楼 27 和 28 号登机口之间，是机场免税的黄金地段。

图 41：新世界免税仁川机场 T1 店格局

图 42：新世界免税仁川机场 T2 店格局

仁川機場1號航站樓店

仁川機場2號航站樓店



资料来源：新世界免税官网

资料来源：新世界免税官网

4、中国是撬动奢侈品万亿市场的支点

疫情期间中国奢侈品消费市场风景独好，奢侈品集团在未来战略布局时不得不更加重视中国市场，与中国免税企业携手合作。Y 世代、Z 世代享受中国经济增长红利，家庭财富更加集中，有望为奢侈品市场注入强大购买力。根据最新税率测算，进口税占商品进口成本的 20%-40%，免税的价格优势是推动国人海外 684 亿欧元奢侈品消费的直接因素。

4.1、疫情期间中国奢侈品消费逆势上涨

疫情后奢侈品行业面临巨大挑战，中国消费者将巩固其在奢侈品业的关键驱动地位。受新冠疫情冲击，2020 年全球个人奢侈品市场出现自 2009 年金融危机后的首次萎缩，全年销售额根据贝恩预测将下降 23%至 2170 亿欧元。疫情限制跨境旅行，中国大陆购买成为消费者首选，中国大陆得益于境外消费回流和疫情平稳后消费者信心恢复，成为全球唯一实现增长的市场，预计全年个人奢侈品销售额实现 48%的增长，达到 3460 亿人民币，占全球奢侈品销售总额的 20%。各大顶级奢侈品牌在重新开业后均取得亮眼的业绩，广州太古汇爱马仕 (Hermes) 商店在 4 月

重新开业的当天获得了 70 万美元的销售额，打破爱马仕在中国最高的单店单日销售记录；LV 上海恒隆店在 8 月销售额达 1.5 亿，创下 LV 在中国最高的单店月销售记录。

中国市场对奢侈品行业的重要性不言而喻。短期来看，2020 年全球奢侈品市场受新冠疫情重创，一季度全球市场规模同比下降 20-30%，中国下降 30-40%，但随着疫情逐步得到有效控制，至二季度中国市场率先回暖，市场规模同比增加 10-20%，预计三至四季度同比增加 30-40%，全年增速维持在 20-30%左右。

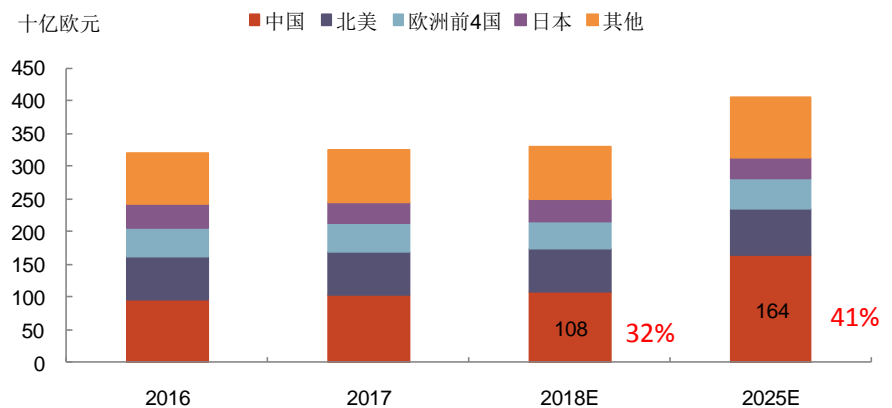
图 43：疫情下中国奢侈品市场率先回暖



资料来源：波士顿咨询

波士顿咨询预计，到 2025 年中国富裕阶层的人口数将会扩大一倍，中国奢侈品消费将占全球总消费的 41%。中国对于奢侈品产业的贡献巨大，奢侈品集团在未来战略布局时，不得不慎重考虑中国市场。与中国免税企业合作，是奢侈品的必经之路。

图 44：到 2025 年中国奢侈品消费将占全球总消费的 40%



资料来源：波士顿咨询，光大证券研究所（注：2018/2025 为波士顿咨询预测）

4.2、国内奢侈品购买力旺盛

4.2.1、精品类奢侈品消费者：现在是 Y 世代，未来是 Z 世代

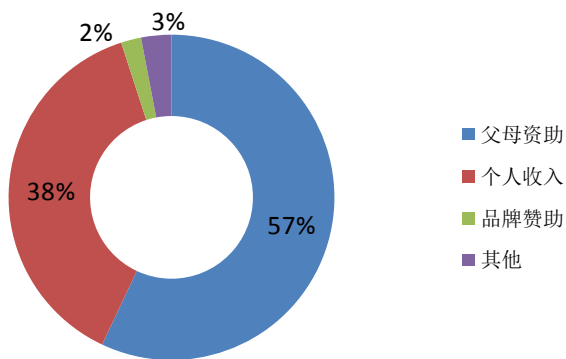
中国居民家庭收入和资产分布分化为奢侈品提供了主要消费人群。根据中国人民银行所发布的 2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查结果，2019 年中国城镇居民家庭净资产最低 20%家庭的净资产占全部样本家庭净资产的 2.3%，而最高

20%家庭的净资产占 64.5%。进一步细分高净资产家庭，最高 10%的家庭所拥有的净资产占全部样本家庭净资产的 49.0%，最高 1%的家庭占 17.1%。

根据麦肯锡的数据，截至 2017 年中国奢侈品消费的 88%来自家庭年收入超过 30 万元的群体，该群体在奢侈品客群中占比达到 50%，其余主要来自家庭年收入介于 10 万至 30 万元之间的群体。2018-25 年中上收入家庭数量（家庭可支配年收入在 20.9-31.4 万区间）CAGR 为 28%，2025 年将达到 3.5 亿人，富裕家庭（家庭可支配年收入在 31.4 万元以上）达到 6500 万人。我们认为这 4.15 亿人口或是未来奢侈品消费的主力人群。

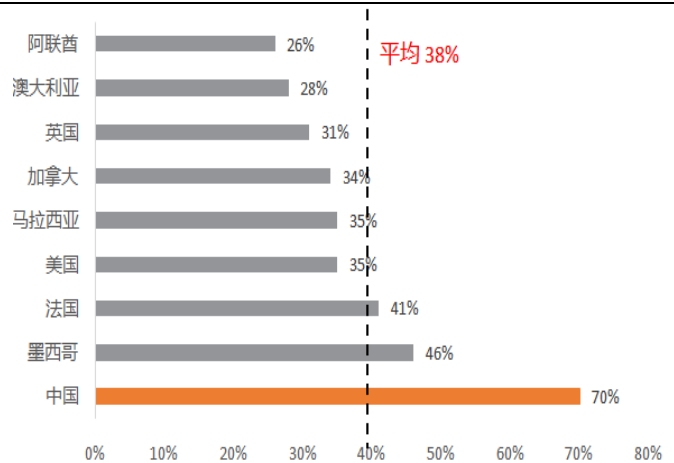
Y 世代是奢侈品的稳定购买力。根据贝恩数据，2019 年 Y 世代贡献了全球 35% 的奢侈品消费。在中国 Y 世代（出生于 1980-1995 年，约 3.2 亿人）对奢侈品（包括高端香化）不仅有消费意愿，也有足够消费能力。Y 世代目前正处于个人事业与收入的黄金时期。根据 2017 年汇丰银行发布的调查报告显示，中国 Y 世代的住房拥有率为 70%，远高于其他国家。同时父母的资助是他们购买奢侈品的主要资金来源之一。

图 45：奢侈品购买资金过半源自父母资助（2017 年）



资料来源：贝恩咨询，光大证券研究所

图 46：中国 Y 世代住房拥有率遥遥领先（2017 年）



资料来源：汇丰，光大证券研究所

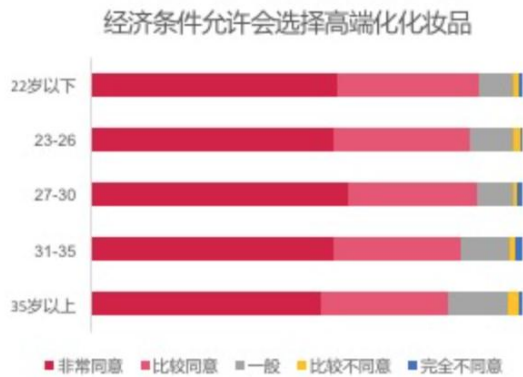
Z 世代是未来 5-15 年内奢侈品市场的主力军。根据贝恩数据，2019 年 Z 世代的顾客仅占全球奢侈品购买量的 4%，到 2035 年他们将占奢侈品购买量的 40%。同样在中国，我们认为随着 80 后进入适婚和生育年龄，房贷、抚育孩子的支出将挤压他们在奢侈品的消费，Z 世代（出生于 1995-2010 年，约 2.2 亿）是未来 5-15 年内奢侈品的消费主体。其驱动力在于：（1）Z 世代的出生与成长伴随中国经济高速增长。1995 年首批 Z 世代诞生，我国城镇居民人均可支配收入仅 4283 元，2019 年突破 4.24 万元，CAGR 达 9.53%，我国 GDP 总量也从 1995 年排名第八发展至目前仅次于美国。（2）Z 世代享受的家庭资源更为集中。Z 世代的父辈（65 后和 70 后，即 X 世代）经过长期财富积累，家庭经济环境普遍比较优越，而且 Z 世代多为独生子女，享受的家庭资源更为集中。根据麦肯锡统计，中国中上收入家庭父母每月至少会补贴他们的“90 后”子女 4,000 元人民币，几乎相当于他们个人收入的一半。父母给予的经济支持对 Z 世代的消费意愿，特别是购买奢侈品起到强大的助推作用。

随着在校 Z 世代步入职场，奢侈品市场将释放巨大的增量空间。首批 95 后已陆续工作，首批 00 后也已进入大学校园，未来 Z 世代 5-15 年将逐步步入职场，收入水平和财务自主权提升。相较于 Y 世代，Z 世代受教育水平更高，2013-19 年我国高等教育毛入学率均值为 42.9%，1998-2013 年这一指标均值仅为 20.5%。未来随着中国产业持续升级和对高学历人才的需求变大，Z 世代整体收入水平有望持续提高，对消费（尤其是奢侈品）的边际贡献将显著增强。

4.2.2、高端香化类消费者：核心化妆品人口有望提升

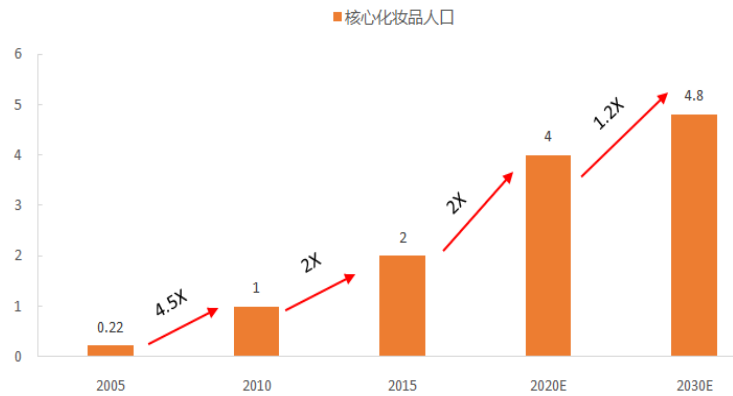
随着人均可支配收入和城镇化率的提升，中国女性的美妆护肤意识觉醒，香化品消费已成为必需消费。同时根据网易考拉调研，约88%的消费者在经济条件允许下使用高端化妆品，高端香化产品诉求强烈。资生堂在中国提出的“核心化妆品人口”定义：居住在城镇；年龄为20岁以上；年收入不低于3万人民币的女性。国内核心化妆品人口数量从2005年的2200万人已增长到2010年的1亿人，资生堂预计2020年我国核心化妆品人口可达4亿。我们认为，随着Y世代女性年龄和收入的增长以及Z世代步入职场，化妆品的消费升级现象十分明显，预计到2030年高端香化在中国拥有4.8亿核心化妆品人口。

图 47：大部分女性在经济条件允许下会选择高端化妆品



资料来源：网易考拉（注：数据时点为2017年）

图 48：中国“核心化妆品人口”人口增长迅速



资料来源：资生堂，光大证券研究所预测（注：单位亿人，2020年为资生堂预测值）

4.3、价格优势是海外消费回流的直接因素

免税渠道的价格优势。国内进口消费品的成本由完税价格、关税、消费税、进项增值税等构成，其中关税和消费税根据商品品类不同而税率有所差别，关税、消费税和增值税合计占总成本的比例为20%-40%。由于免税商品享受豁免进口关税、增值税和消费税的政策优惠，因此相比于高级购物中心、品牌专柜的奢侈品价格，免税渠道在价格上具备较强优势。

表 6：主要免税商品品类的免税比例测算

	关税税率			消费税	增值税	理论折价率
	关税最惠国税率	暂定税率	普通税率			
香水 (≥10元/毫升或克)	3%		150%	15%	13%	26.97%
高档化妆品 (≥10元/毫升或克以及≥15元/张)					13%	
眼类、唇类化妆品	5%		150%	15%	13%	28.36%
指(趾)甲类化妆品	5%		150%	15%	13%	28.36%
粉扑及粉拍，施敷脂或化妆品用分拍或化妆品用	6%		130%	15%	13%	29.04%
护肤品 (≥10元/毫升或克以及≥15元/张)	1%		150%	15%	13%	25.52%
塑料或纺织材料箱包	6-10%		100%	0%	13%	18.06%
皮革或再生皮革箱包	6-8%		100%	0%	13%	17.29%
濒危动物皮制箱包	10%		100%	0%	13%	19.55%
手表	8-15%		80-100%	20% (10000元以上)	13%	36.51%

纯金银级钻石首饰	8%		130%	5%	13%	22.16%
铂金以及贵金属及钻石首饰	10%		130%	5%	13%	23.57%
其他含贵金属首饰及珠宝玉石	10%		130%	10%	13%	27.59%
鞋子	6-14%		90-100%	无	13%	19.55%
服饰	6-12%	5%	90-130%	无	13%	18.81%
皮带	6%		100%	无	13%	16.51%
太阳镜	7%	6%	100%	无	13%	17.29%
进口香烟	25%		180%	36%+0.003 元/支 56%+0.003 元/支	13%	59.63%
进口酒类	10%	5%	180%	10%	13%	27.59%

资料来源：海关总署，国家税务总局，光大证券研究所测算（注：关税采用最惠国税率，消费税不考虑从量计征部分）

海南免税政策释放本土奢侈品消费潜力。海南离岛免税政策自 2011 年落地，期间多次进行调整，2020 年 7 月迎来重大调整，每年每人免税购物额度从 3 万元提升至 10 万元，且取消了单件商品 8000 元免税限额规定。尽管目前额度仍低于部分顶奢商品的价格，但不失为一个信号，未来免税额度有望进一步提升。海南在短期内有望成为中国香港、韩国等传统购物目的地的替代选择。

免税企业的线下渠道和线上新零售渠道将成为承接高端香化和部分奢侈品回流的重要渠道。不考虑国外消费者在境内的奢侈品消费，2019 年中国消费者境外消费奢侈品规模达 684 亿欧元，消费回流空间巨大。考虑香化产品相对标准化，且在免税店 SKU 较为丰富，预计香化类回流比例较高。

5、合作共赢，聚焦海南离岛免税

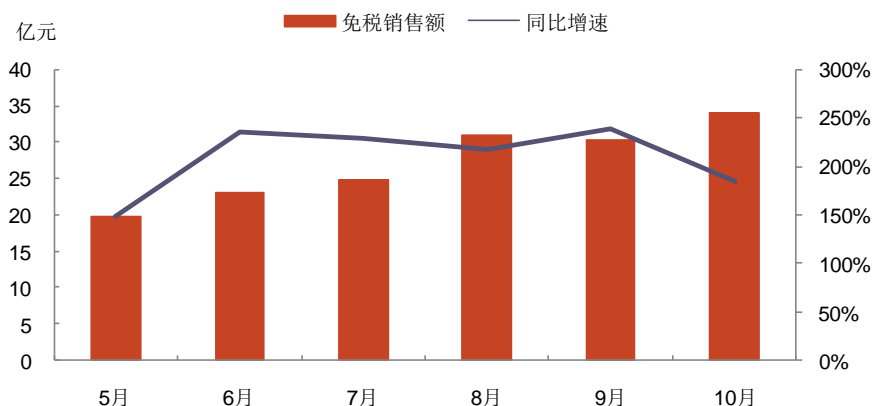
奢侈品不同于一般产品，对于品牌形象定位有极高的要求，因此在选择合作伙伴、入驻具体门店时会考虑规模、区位等多方面因素。三亚国际免税城、海口日月广场免税店、中服三亚国际免税公园等免税店在大区位和小区位上都有吸引奢侈品的亮点，而从规模上讲，中免拥有明显的规模优势，引入国际一线奢侈品指日可待。参考 LV 入驻仁川国际机场免税经验，我们作了离岛免税规模的敏感性分析。

5.1、免税店的竞争：谁是下一个精品引入者？

尽管中国市场对奢侈品行业至关重要，但此前通过国内免税渠道受规模与限额影响，奢侈品消费规模并不大。一方面，受疫情影响前，国人海外消费比重高，根据贝恩《2019 年全球奢侈品市场跟踪》报告，按国籍来分中国居民消费的个人奢侈品达到市场份额的 35%，但按地域来分中国市场产生消费仅约 11%，中国居民个人奢侈品消费大量发生在境外，导致中国免税运营商规模较小，奢侈品合作也没有得到相应的重视。另一方面，国内免税市场一度受到消费限额限制。机场和市内出境免税累计限额 3 万，单件限额 8000 元，另有件数限制。离岛免税个人消费额度自 2020 年 7 月 1 日起才从 3 万元放宽至 10 万元。然而对于包类、成衣、珠宝、腕表等高奢产品而言，10 万元的额度也可以被轻易达到。消费额度的限制直接影响了奢侈品消费者的购买意愿和数量。

疫情刺激消费回流，加速了中国免税业的发展。在中国新冠疫情得到有效控制，以及免税新政的助推之下，海南成为全球免税业最具活力的地区。自 7 月 1 日离岛免税新规实行以来，海南离岛免税销售大涨，7 月至 10 月免税销售额 120.1 亿元，同比增长 214%，销售件数 1286.9 万件，同比增长 139.7%，免税购物人数 183.28 万人次，同比增长 63%。日均销售额近 1 亿元。

图 49：2020 年 5-10 月海南离岛免税消费快速增长



资料来源：海口海关，光大证券研究所

免税规模的扩大为免税与奢侈品的合作带来新契机，诸多知名奢侈品品牌加快了进入海南的步伐，与此同时牌照的逐步开放使得海南免税进入适度竞争。截至 2020 年 12 月，海南离岛免税共办发 6 张离岛免税牌照，分别给到中免、海免、海旅投、海发控、中服、深免。2020 年 5 月，中免完成对海免公司 51% 股权的收购，海免纳入并表。12 月 28 日，经国务院批准，四部委正式批复，海南新设立 6 家离岛免税店。至今海南离岛免税市场已存在 10 个项目。

表 7：海南离岛免税市场经营主体及项目

地区	免税店	股权结构	运营商	合作	开业时间	地点	建筑面积	商业面积	类型
三亚	三亚国际免税城(海棠湾)	中免 100% 持股	中免	自有采购团队	一期 2014.9/二期 2019.12	三亚海棠湾	12 万平方米(一期)/6.4 万平方米(二期)	7.2 万平方米(一期)/3.4 万平方米(二期)	市内离岛
	海旅免税城(原规划居然之家生活广场)	海旅投 100% 控股	海旅投	拉格代尔	2020.12.30	三亚迎宾路中段	10 万平方米	5 万平方米	市内离岛
	中免凤凰机场免税店	中免持股 51%，三亚临空持股 49%	中免	自有采购团队	2020.12.30	凤凰机场	-	800 平方米(一期)	机场离岛
	中服三亚国际免税购物公园	中出服 100% 控股	中出服	Dufry	2020.12.30	三亚鸿洲广场	-	1.5 万平方米(首期)/共 3.3 万平方米	市内离岛
海口	海口美兰机场免税店	海免持股 51%	海免	中免	2011.12/T2 将于美兰机场二期运营时开业	美兰机场	-	1.4 万平方米(一期)/9000 平方米(二期)	机场离岛
	海口日月广场免税店	海免 100% 持股	海免	中免	2019.1	日月广场西区的射手座和双子座	-	2.2 万(首期 1.3 万)	市内离岛
	海口国际免税城	中免 100% 持股	中免	自有采购团队	预计 2024 年	新海港	29 万平方米	预计是三亚免税城的 2 倍	市内离岛
	全球精品海口免税城	海发控 100% 持有	海发控	-	2021.1	日月广场东区的摩羯座及水瓶座	-	5 万平方米	市内离岛
	深免海口观澜湖免税店	深免	深免	DFS	2021.1	观澜湖	10 万平方米	-	市内离岛

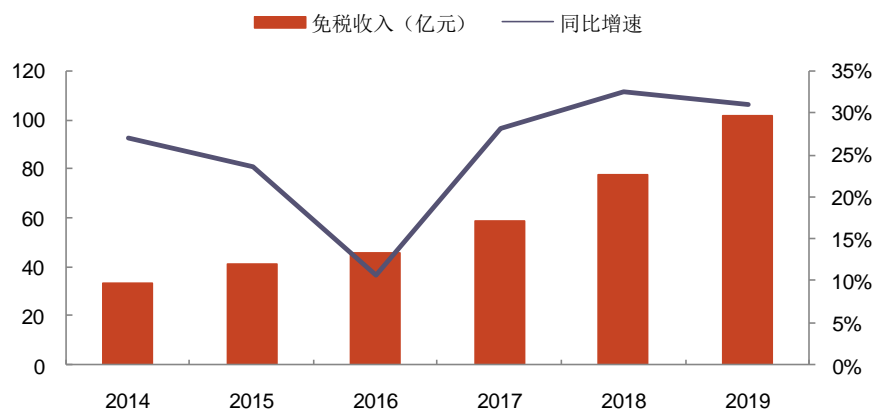
琼海	琼海博鳌免税城	海免 100%持股	海免	中免	2019.1	博鳌亚洲论坛景区	4200 平方米	市内离岛
----	---------	-----------	----	----	--------	----------	----------	------

资料来源：搜狐，CDF 官网，光大证券研究所整理

正如之前分析，奢侈品不同于一般产品，对于品牌形象定位有极高的要求，因此在选择合作伙伴、入驻具体门店时会考虑规模、区位等多方面因素。三亚国际免税城、海口日月广场免税店、中服三亚国际免税公园等免税店在大区位和小区位上都有吸引奢侈品的亮点，而从规模上讲，中免是目前全球最大的免税运营商，拥有明显的规模优势，引入国际一线奢侈品指日可待。

三亚国际免税城投资 50 亿元兴建，由中免 100%持股运营，一期于 2014 年 9 月开业。二期作为开放式、低密度的街区形态购物中心，于 2020 年初正式开业。自开业以来，三亚国际免税城销售收入逐年递增，至 2019 年免税收入达到 101.74 亿元，年均复合增长率达 20%，占据了海南离岛免税总收入的 76%。

图 50：2019 三亚国际免税城免税收入达到 102 亿元，CAGR 达 20%

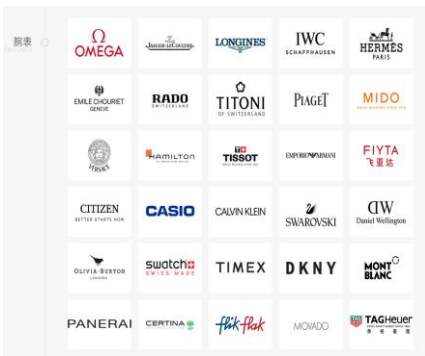


资料来源：波士顿咨询，光大证券研究所

从大区位上看，三亚国际免税城位于三亚海棠区海棠北路 118 号，虽然距三亚市区有 30 分钟车程，但毗邻海南 G98 环岛高速东线与海棠湾酒店群连接干道的海棠北路，自驾交通十分便利，与三亚市区之间也有免费班车接驳。免税城建筑一期面积 12 万平方米，经营面积 7 万平方米，是目前全球规模最大的单体免税店，二期建筑面积约 6.4 万平方米，商业面积约 3.4 万平方米，通过步行景观桥“云戒”与一期直接联通。

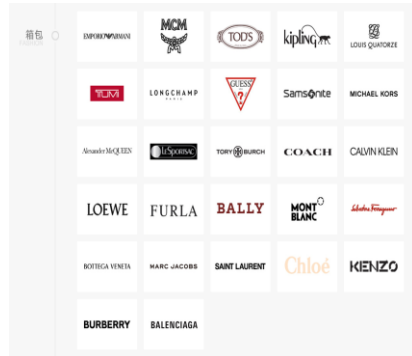
目前奢侈品主要位于三亚国际免税城的一期，二期作为一期的配套设施主要以用餐、休息和有税商品为主。亚国际免税城的精品入驻情况明显好于其他三家已开业的离岛免税店。腕表方面已引进欧米茄、爱马仕等品牌，配饰方面已引进施华洛世奇、蒂芙尼等品牌，箱包方面已引进古驰、蔻驰、罗意威等品牌。2020 年 9 月，Bottega Veneta 精品店、卡地亚精品店、Valentino 精品店等奢侈品精品店也纷纷进驻三亚国际免税城。

图 51：海棠湾免税店腕表品牌



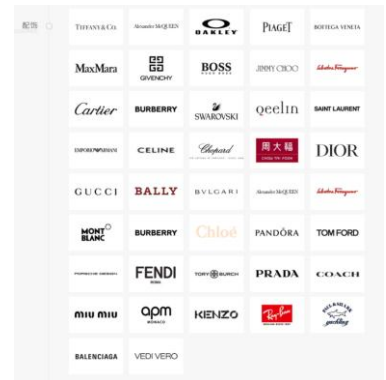
资料来源：CDF 免税官网

图 52：海棠湾免税店箱包品牌



资料来源：CDF 免税官网

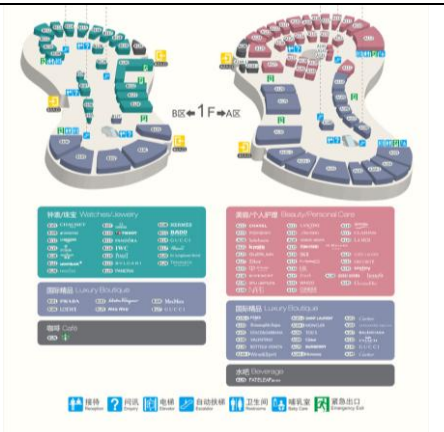
图 53：海棠湾免税店配饰品牌



资料来源：CDF 免税官网

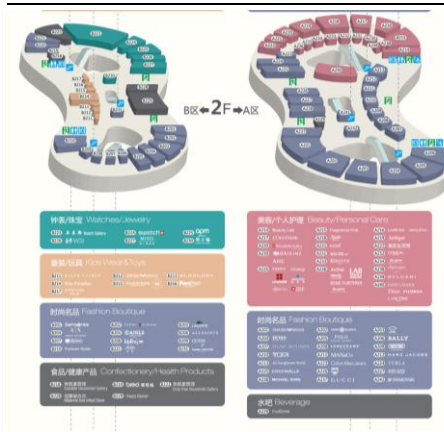
从小区位上看，国际知名奢侈品品牌主要坐落于 1 层 A、B 区，A 区以精品和香化为主，B 区以精品和腕表珠宝为主。目前，免税城内最好的位置分别由古驰、卡地亚、普拉达入驻。古驰位于 A 区入口处，拥有上下两层店面。Cartier 也同时拥有两个店面，其中较小的店面位于扶梯旁，主要销售配饰。普拉达则位于 B 区入口处，位置显眼。和腕表、配饰相比，在箱包奢侈品品牌的引入上，三亚国际免税城还有待发掘空间，顶级奢侈品品牌如 LV、爱马仕（包类）尚未入驻免税城。

图 54：三亚国际免税城 1 层结构图



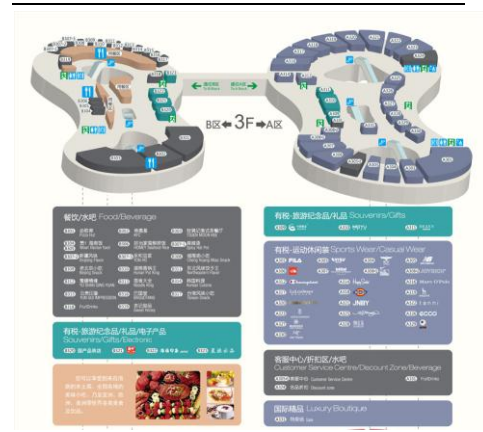
资料来源：CDF 免税官网

图 55：三亚国际免税城 2 层结构图



资料来源：CDF 免税官网

图 56：三亚国际免税城 3 层结构图



资料来源：CDF 免税官网

海口日月广场免税店原由海免 100%持股，2019 年 1 月开业，2019 年营收达 8.1 亿元，占海南离岛免税销售额的 6%。2019 年前海免主要依靠与 DFS 合作谈下大部分奢侈品品牌，2020 年中免完成对海免公司 51%股权的收购，海口日月广场免税店并入中免旗下，主要由中免供货。从大区位上来看，海口日月广场免税店位于海口市 CBD 核心区域的日月广场射手座 L 层、双子座 1-2 层，正处海南省政府对面，距海口美兰国际机场约 40 分钟车程。经营面积 2.2 万平方米，首期开业面积 1.3 万平方米，未来将引进更多奢侈品。从小区位上看，日月广场免税店射手座 L 层主营香化、腕表，双子座 1 层主营国际精品，双子座 2 层则以食品、电子产品等为主。目前，双子座 1 层已引入蒂芙尼、罗意威、宝格丽、巴宝莉、普拉达等奢侈品品牌。从空间上看，日月广场免税店还有引入更多、更高级奢侈品的余地。

图 57：海口日月广场免税店位置



资料来源：高德地图

图 58：海口日月广场免税店双子座 1 层



资料来源：小红书

中服三亚国际免税购物公园是中服免税倾力打造的全新概念商业公园，于 2020 年 12 月 30 日开业。免税店位于三亚鸿洲广场，地处城市商业中心、旅游中心与运动中心，毗邻鸿洲国际游艇码头、半山半岛高端酒店、凤凰岛中央商务区，地理位置优越，经营面积 33000 平方米，首期开放 15000 平方米。商品涵盖国际知名品牌的香水化妆品、珠宝首饰、箱包皮具、服装服饰、手表钟表、酒类、3C 数码、运动户外、大健康等品类。中服免税与众多国际知名品牌均保持了良好合作关系，已经与 LVMH 集团、雅诗兰黛集团、历峰集团等国际顶尖奢侈品集团达成意向合作，预计 21 年有望引入目前海南免税市场稀缺的一线国际品牌。

图 59：中服三亚国际免税购物公园位于三亚城市商业中心



资料来源：三亚国际免税购物公园微信公众号

5.2、奢侈品的力量：顶级奢侈品入驻影响几何？

顶级奢侈品入驻明显地提升了免税商的营收。以奢侈品之王 LVMH 集团旗下最著名的奢侈品品牌 LV 为例，2011 年 9 月 LV 入驻仁川国际机场免税店，这是全球 1700 多个机场免税店中第一次出现 LV。LV 入驻后为其免税运营商新罗免税和仁川机场带来巨额收入。2012-2014 年 LV 精品店的销售额分别为 1027/848/732 亿韩

元，连续三年成为仁川机场免税店销售排名第一的品牌。虽然在刚开业的风潮过去后，LV 销售额出现逐年递减的趋势，但是精品店依旧能保持每天 24 万美元的稳定收入。

得益于 LV 全球首家机场专卖店的开业以及日益增多的中国游客，2011 年仁川机场免税销售表现出众，超越迪拜免税成为世界上销售规模最大的机场免税店。2010 年，仁川机场国内和国际旅客总吞吐量为 3347 万，免税销售额达到 12.6 亿美元。2011 年，总旅客吞吐量为 3506 万，相比 2010 年增加了 5%，而免税销售额达到 15.3 亿美元，相比 2010 年增加了 21%。如果假设 2010-2011 年，旅客购买率不变，那么可以发现仁川机场免税店的客单价提升了 16%。

2020 年 12 月国内首家爱马仕彩妆专柜入驻三亚国际免税城。虽然此次爱马仕只入驻了彩妆而不是核心的皮具品类，未来随着品牌商与海南免税运营商合作的深入，有望引入更多顶奢品牌及品类。离岛新政实施以来，2020 年 8-11 月免税购物实际人次数为 45/46/49/57 万人次，环比增加 817%/2%/7%/15%，客单价分别为 6904/6597/6921/6568 元，环比增加 7%/-4%/5%/-5%。根据顶奢精品店对客单价和购物人次提升影响程度的不同，在 11 月离岛免税规模基础上，我们也测算了海南免税市场规模弹性。假设 LV 精品店使客单价分别提升 5%/10%/15%/20%/25%，实际购物人次增加 2%/4%/6%/8%/10%，则离岛免税营收规模增幅如下。

表 8：离岛免税新增营收规模敏感性分析

实际购物人次/客单价	5%	10%	15%	20%	25%
2%	7%	12%	17%	22%	28%
4%	9%	14%	20%	25%	30%
6%	11%	17%	22%	27%	33%
8%	13%	19%	24%	30%	35%
10%	16%	21%	27%	32%	38%

资料来源：光大证券研究所测算

6、投资建议

新冠疫情深刻改变了奢侈品产业链竞争格局，全球奢侈品品牌商、免税运营商不得不加大对中国重视与投入。在国际旅游交通缓慢复苏与中国消费力快速释放的背景下，免税渠道是市场参与者谋求增长的“战略要地”。以中国中免为首的免税新势力在危机中崛起，海南将成为国际交流的重要窗口，未来将有更多品牌、品类入驻离岛免税市场，有序竞争、合作共赢有望实现行业的良性增长，推荐海南离岛免税龙头中国中免。

➤ 中国中免 (601888.SH)

三亚已增设两家市内免税店（分别由海旅投及中出服运营）以及机场免税店（中免控股公司运营），海棠湾店仍有扩大面积空间，未来整体离岛免税体量仍将不断扩容。

近期市场对免税格局变化的担忧加剧，我们认为国家鼓励吸引消费回流大逻辑不变，叠加机场仍有减免租金空间全年业绩仍会有较大增长可能，外部环境的变化短期不必过于担忧，我们更强调当下更应关注公司内部的改善变化，目前公司正积极狠抓核心能力建设，包括商品采购，新品开发和引进，供应链管理，数字化平台建设等，解决供给瓶颈。

盈利预测、估值与评级：我们维持 20-22 年 EPS 预测为 2.76、4.36、5.39 元，维持“买入”评级。

风险提示：疫情影响下居民购买力下降、政策落地不及预期。

表 9：公司盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	47,007	47,966	54,028	76,305	91,917
营业收入增长率	66.21%	2.04%	12.64%	41.23%	20.46%
净利润（百万元）	3,095	4,629	5,393	8,510	10,528
净利润增长率	22.29%	49.58%	16.51%	57.79%	23.71%
EPS（元）	1.59	2.37	2.76	4.36	5.39
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.06%	23.27%	22.59%	27.48%	26.81%
P/E	184	123	106	67	54
P/B	22.2	18.1	15.1	11.7	9.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价截止 2021-1-5

7、风险分析

- **奢侈品入驻进度低于预期。**爱马仕彩妆入驻海棠湾免税店加大了市场对于更多顶级奢侈品的入驻预期。虽然我们认为规模与区位优势下，更多品牌与品类入驻是发展的必然趋势，但不排除具体进驻时点低于市场预期的可能。
- **疫情反复导致海南客流下滑。**我们无法对疫情恢复进度做出预测，若疫情出现反复将导致海南旅客数量下降，从而影响离岛免税消费规模。
- **供货不足可能拖累客单价提升。**从消费者购物反馈来看，部分爆品存在供货不足的情况。若供应链没有得到妥善解决，将影响消费者的购物体验，从而拖累客单价。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳