

机场行业

奢侈品进驻有望重塑机场有税价值

——机场有税商业专题报告

✍️ : 李丹 执业证书编号: S1230520040003
☎️ : 021-80108129
✉️ : lidan02@stocke.com.cn

行业评级

机场 看好

报告导读

在国人旺盛的消费需求支撑下，贝恩预计2025年中国有望成为全球最大奢侈品消费市场。在发现机场有税渠道价值后，奢侈品牌对国内机场空前重视，比如LV计划在2022年底前在中国机场再新开3家门店（已开3家）。白云机场当前重奢布局几近于无，与其国内内容流量TOP3的地位不匹配，结合主观意愿和客观条件，我们认为白云机场有望于近期在重奢布局上实现0的突破，中短期有望增厚利润1-2亿元。

投资要点

❑ **奢侈品：稀缺性带来高溢价，需求价格弹性低，09-19年全球规模CAGR为6.7%**

奢侈品的直接特点为价格高昂，其象征价值高于使用价值，这赋予了其具有想象力的溢价空间。也可以说，奢侈品的高溢价力是建立在稀缺性和独特性上的，消费者主要为品牌买单。2009-2019年全球奢侈品市场规模持续正增长，CAGR约为6.7%。2020年全球奢侈品市场因新冠疫情呈现萎缩，贝恩咨询预计在2022年底至2023年初期间，全球奢侈品消费规模能够恢复到2019年水平。

❑ **国内市场：本土消费需求旺盛，奢侈品发展势不可挡**

疫情前中国人贡献全球约1/3的奢侈品消费，但消费外流高达7成。根据麦肯锡数据，2012-2018年，全球奢侈品市场超过一半的增幅来自中国，但2019年内地奢侈品市场规模仅约全球的1/10。

境外消费因疫情受阻，中国奢侈品市场2020年消费规模逆势上涨48%。2020年全球奢侈品市场规模萎缩23%，但是中国市场消费规模逆势上扬48%达到3460亿元，远高于2016-19年的年均复合增速26%，国人境内消费占比从3成提升至7成左右。

贝恩预计中国有望在2025年成为全球最大的奢侈品消费市场。从消费地域角度看，中国内地奢侈品消费占全球规模的比重从2019年的11%提升至2020年20%。贝恩预计中国内地规模增长趋势将会延续，到2025年有望成为全球最大的奢侈品消费市场。

❑ **重奢转变发展战略，对国内机场有税渠道空前重视**

机场购物场景较优。2018-2019年间，奢侈品机场店销售额虽然只占整体份额的约7%，但增速达到11%，为增长最快的渠道。相比较市内商场而言，我们认为机场渠道是**消费空间**（控制货品重叠度，与市内店协同发展）+**消费能力**（机场旅客消费能力经过机票筛选，与奢侈品目标消费群体重叠度高）+**消费冲动**（候机楼相对封闭，我国大型机场2019年延误时间约为30分钟，旅客在焦躁心情下面对实物将产生较强的消费冲动）共振的优质购物场景，且能够有效覆盖低线城市高净值人群，维持规模增长。

机场渠道价值逐渐凸显。1）**奢侈品机场店坪效表现优异**：根据澎湃新闻，LV上海市内店坪效约为50万元/平米/年；根据开云集团数据，Gucci门店2018

相关报告

- 1《白云机场重大推荐：安全边际充足，困境反转可期》2021.9.3
- 2《白云机场免税专题：拆分品类结构，再谈白云机场免税空间》2020.5.27
- 3《上海机场：从生意模式、财务质量，再谈上海机场投资价值》2020.4.22

报告撰写人：李丹

联系人：李丹

年坪效约为 30 万元/平米/年。基于 LV 仁川机场店 2014 年销售额 4.12 亿元，我们预计奢侈品机场店坪效约为市内店的 1.5-4 倍。2) 国内出行需求已恢复，新冠疫情仍影响境外出行，短期内奢侈品消费回流趋势将较为明显，机场渠道价值提升。2021 年 8 月国际旅客仅为 2019 年同期的 2%，仅 6.7 万人次。

重奢对国内机场有税渠道空前重视。大兴机场（2019）、天府机场（2021）投产时分别有 36、14 个奢侈品牌同步开业。顶级奢侈品集团 LVMH 近年在开设机场店的频次明显加快，2021 年公开表态旗下 LV 决定从韩国市内免税店撤柜，未来将更重视机场渠道，并计划 2022 年底前在中国新增 3 个机场门店。

□ 白云机场潜力空间较大，若引进重奢边际改善将较为显著

白云机场潜力空间较大，改善预期持续增强。1) 通过梳理现有奢侈品牌布局，我们发现白云机场在较高端的奢侈品牌上挂零，远不如北上深机场，与其国内客流量 TOP3 的地位不匹配。2) 深圳机场 2020 年通过招商引入卡地亚、宝格丽、Burberry 等多家奢侈品牌，并拿下 Prada 国内机场首店。在主观意愿和客观条件均具备的情况下，我们认为白云机场亦有望于近期在重奢布局上实现 0 的突破。

白云机场若引进重奢，边际改善将较为显著。1) 广州白云机场商铺硬件基础坚实（可布局高端有税零售的面积在 5000 平以上），但作为成熟机场，升级改造速度势必慢于新机场，我们预计近期引入奢侈品牌数量上限约在 10 个，店铺面积在 2500 平左右。2) 参照市内高端商场面积，以广州太古汇 2020 年零售销售额 80 亿元基准（云集 180 余个国际知名品牌，包括约 60 个奢侈品牌），我们粗略估计得，在上述假设下，中期这部分高端有税零售销售规模有望达到 10 亿元，每年贡献利润约 1-2 亿元。

□ 投资建议

1、推荐白云机场：1) 低位标的，安全边际足，盈利现边际修复。我们认为公司利空已基本出尽，当前 1.47 倍 PB 处在历史相对低位，疫情前中枢在 2-2.3 倍 PB。2) 有税商业重奢布局有望实现 0 的突破，打造第二增长曲线。3) 免税刚起步，潜力空间大，我们预计中期弹性不改。假设疫情在 2023 年基本恢复，考虑免税成长潜力及有税商业价值重估，**维持“买入”评级**。

2、推荐上海机场：当前国内出行市场已基本恢复正常秩序，局部疫情以及恶劣天气扰动有限。国际及地区航线方面，随着国内外疫苗接种持续推进，以及新冠口服特效药数据优异，我们认为明年国际航班管控政策有望出现松动信号，**维持“买入”评级**。

3、建议关注深圳机场：公司 2020 年联合第一太平戴维斯，对有税商业店铺进行重新招商，收获颇丰，已确定引入卡地亚、宝格丽、Prada（国内机场首店）、Burberry、菲格拉慕、Gucci 腕表等多家奢侈品牌；此外，公司免税经营权已于去年到期，料即将启动新一轮招标，我们预计业绩边际改善将较为明显。卫星厅即将于今年底投产，对短期业绩将有所拖累，**维持“增持”评级**。

□ **风险提示：**疫情恢复不及预期，行业需求恢复不及预期，重奢入驻机场情况不及预期。

正文目录

1. 奢侈品：高净值人群的“刚需品”，行业规模稳定增长.....	5
1.1. 属性：稀缺性、高溢价力、低需求价格弹性.....	5
1.2. 规模：09-19 年全球个人奢侈品市场规模 CAGR 约 6.7%.....	8
2. 中国市场：本土消费需求旺盛，奢侈品发展势不可挡.....	10
2.1. 中国人消费实力强劲.....	10
2.2. 贝恩预计 2025 年中国成为全球最大的奢侈品消费市场.....	11
3. 战略转变：重奢对机场空前重视，白云机场业态改善空间大.....	13
3.1. 国内机场重奢布局开始起步.....	13
3.2. 机场渠道价值渐显，料重奢对机场将愈加重视.....	16
4. 重奢入驻机场能带来多大贡献？.....	19
4.1. 市内顶级高奢商场：北上规模破百亿，坪效约 10 万/年.....	19
4.2. 机场引入奢侈品牌贡献的业绩增量测算.....	20
5. 投资建议.....	23
6. 风险提示.....	24

图表目录

图 1：中国消费者购买奢侈品目的统计.....	5
图 2：品牌是中国奢侈品消费者最注重的因素.....	6
图 3：奢侈品牌等级划分金字塔.....	6
图 4：奢侈品集团估值水平普遍较高.....	7
图 5：奢侈品集团毛利率水平较高.....	7
图 6：全球奢侈品市场规模（单位：十亿欧元）及发展阶段划分.....	8
图 7：贝恩预计 2022 年底-2023 年初全球奢侈品市场将恢复至 2019 年水平.....	9
图 8：2017-2019 年奢侈品集团 TOP100 销售额增速高于全球市场整体增速.....	9
图 9：我国居民人均可支配收入、消费支出均持续增加.....	11
图 10：2010-2019 我国公民出境旅游人次及增速.....	11
图 11：2018 年中国城市人口中宽裕小康及以上人口（家庭可支配收入大于 13.8 万元）占比约 49%.....	11
图 12：2019 年中国人奢侈品消费占全球规模比例超过 1/3.....	12
图 13：中国消费者奢侈品消费渠道细分.....	12
图 14：2020 年中国境内奢侈品消费预计逆势上涨 48%至 3460 亿元.....	12
图 15：2020 年中国消费者境内奢侈品消费占比提升至 7 成左右（单位：%、亿欧元）.....	13
图 16：2020 年中国内地奢侈品消费占比翻番至 20%.....	13
图 17：2019 年奢侈品市场各销售渠道份额占比.....	14
图 18：开云集团机场渠道销售额占比 6%.....	14
图 19：LV 北京大兴国际机场店（LV 国内首家机场店）.....	15
图 20：成都天府机场 T2 锦奢汇商业店铺布局.....	15

图 21: Prada 深圳机场店 (国内首家机场店) 正在装修.....	16
图 22: 深圳机场卡地亚门店 2020 年 8 月开业.....	16
图 23: 首都机场客群中 25-34 岁人群占比高达 45%.....	17
图 24: 80 后、90 后 (20-40 岁) 是奢侈品消费主力军.....	17
图 25: 奢侈品中箱包行业 2018-2020 年投放广告中户外各媒体所占比例.....	17
图 26: 2019 年我国一线机场准点率情况.....	18
图 27: 2019 年亚太大型航司到港准点率 TOP10.....	18
图 28: 线下是购买高端奢侈品的主战场.....	18
图 29: 我国奢侈品消费逐渐向下沉市场渗透.....	18
图 30: 上海机场国内旅客吞吐量较 2019 年的同比.....	19
图 31: 2021 年 8 月上海机场国际旅客较 2019 年下降 98%.....	19
图 32: 广州太古汇销售额 2013-20 年 CAGR 约 18.4%.....	20
图 33: 成都 IFS 销售额 2014-20 年 CAGR 约 25%.....	20
图 34: 高奢商场坪效情况 (万元/平方米)	20
图 35: 2012-2014 年仁川机场 LV 免税店销售额.....	21
图 36: 2012-2014 年仁川机场 LV 免税店年坪效.....	21
图 37: 成都天府国际机场 T2 航站楼奢侈品店面积占比 28%.....	22
图 38: 大兴机场服饰店铺数量占比 12%.....	22
表 1: 高奢品牌包包制作时间成本.....	5
表 2: 价格是奢侈品牌差异化定位的重要手段 (单位: 元人民币)	7
表 3: 全球奢侈品集团排名 (单位: 亿美元)	10
表 4: 重奢品牌在机场开店的频次加快.....	14
表 5: 亚洲主要机场奢侈品牌精品店分布及入驻时间 (截至 2021 年 9 月)	15
表 6: 广深机场入驻奢侈品牌情况比较 (截至 2021 年 9 月)	16
表 7: 一线城市及部分准一线城市高奢商场零售额及客流情况.....	19
表 8: 奢侈品机场店与市内店面积 (平方米)	21
表 9: 上市机场商业面积 (万平方米)	22

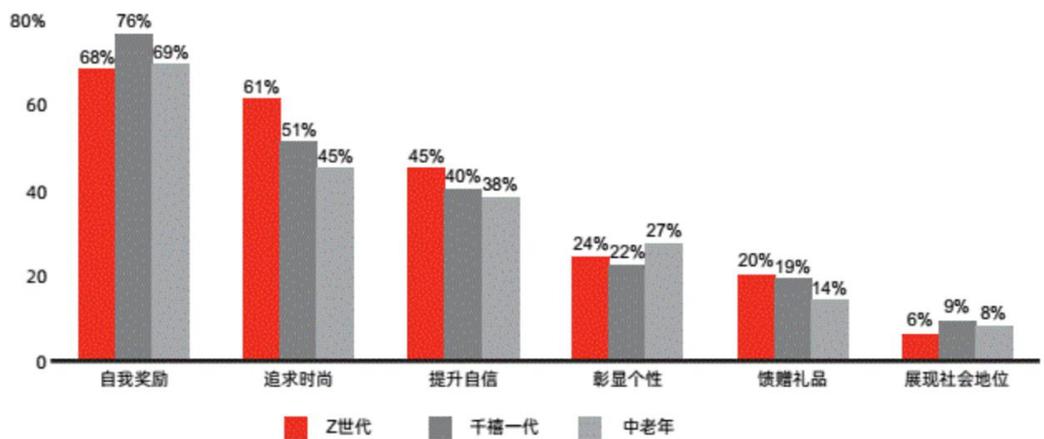
1. 奢侈品：高净值人群的“刚需品”，行业规模稳定增长

1.1. 属性：稀缺性、高溢价力、低需求价格弹性

“奢侈品的象征价值高于使用价值，这为其赋予了具有想象力的溢价空间。换言之，奢侈品的高溢价是建立在稀缺性上的。”——根据中国经济周刊报道，香奈儿首席财务官 Philippe Blondiaux 曾在采访中如此表示。

奢侈品起源于欧洲贵族阶级，在现代是一种社会资本，能够彰显个性、传递价值观，有助于消费者实现身份认同。购买奢侈品本质是一种炫耀性消费，希望通过某些外部公认的象征性符号来诠释身份地位、体现个人品味，象征价值极高。根据麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》，大多数受访者表示购买奢侈品是为了“感受独特和彰显自我，而非泯然众人”。

图 1：中国消费者购买奢侈品目的统计



资料来源：贝恩&天猫奢品中心，浙商证券研究所；注：图中数据为，“在关于购买奢侈品目的的描述中，最认同的三个选项”问题中不同年龄段提及的比例。

奢侈品是非生活必需品，具有稀缺性和独特性特征。奢侈品牌以独特设计风格、稀有材质、精湛的制作工艺满足目标群体与众不同的消费追求，塑造品牌高级形象。此外，为了抓住消费者对稀缺资源的消费欲望，顶级奢侈品牌往往以纯手工制作作为卖点，控制供给速度，以饥饿营销标榜稀缺性来巩固品牌定位，这也是畅销款经常断货以及部分品牌热门款引入配货机制的重要原因。以爱马仕为例，其皮具为 100% 手工制作，整个制造工厂一个月仅能生产 15 个包包，每个的款式和质地都不同。

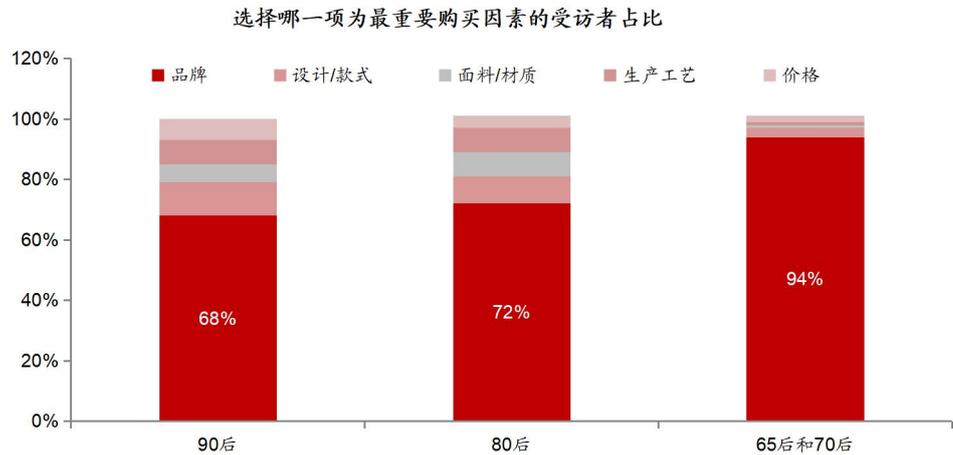
表 1：高奢品牌包包制作时间成本

重奢	代表性产品	工匠人数 (个)	制作 1 个包耗时 (小时)	单位工匠月产量 (个)
爱马仕	Birkin	1	72	6.7
香奈儿	2.55	6	10	8
迪奥	Lady Dior	5	72-120	0.8-1.3
BV	Cabat 编织袋	2	48	5
Loewe	Amazona 手袋	4	6.5	18.5
Gucci	竹节包	3	13	12.3

资料来源：爱马仕官网、摩登先生，浙商证券研究所；注：以每月工作 20 天计算月产量。

奢侈品个人价值突出，功能性价值弱化。品牌是奢侈品消费者最看重的因素。根据麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》，无论对哪个年龄段的中国奢侈品消费者来说，品牌都是其最看重的因素，是体现其个人品味的符号；调研显示，72%的“80后”消费者坦言购买奢侈品时最看重的一项购买因素是品牌，在“90后”和“65后+70后”消费者中，这一比例分别为 68%、94%。

图 2：品牌是中国奢侈品消费者最注重的因素



资料来源：麦肯锡《中国奢侈品报告 2019》，浙商证券研究所

奢侈品以价格歧视为直接手段，内部差异化明显，直接拉开与大众的距离，强调价值取向。基于定价水平和品牌定位（比如打折频率和折扣程度），结合市场认知，安永绘制了奢侈品牌等级划分金字塔，将各品牌划分为高档商品、轻奢、重奢三档，并列出发表性品牌，如下图所示。我们以奢侈品包包为例，通过比较重奢品牌与轻奢品牌的畅销款官网定价，可以发现不同层级的奢侈品价格差距较为明显，并且都显著高于日常消费品定价。

图 3：奢侈品牌等级划分金字塔



资料来源：安永，浙商证券研究所

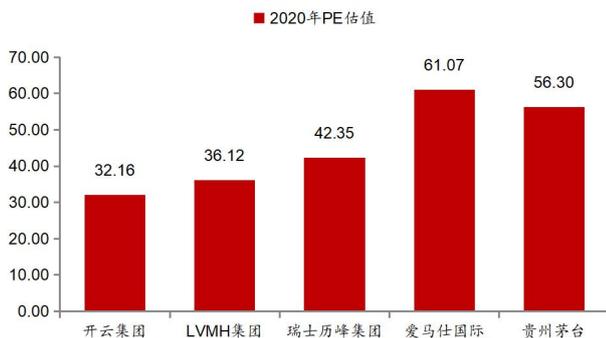
表 2：价格是奢侈品牌差异化定位的重要手段（单位：元人民币）

重奢（顶级）	代表性产品	价格	是否进驻奥莱？	轻奢	代表性产品	价格	是否进驻奥莱？
爱马仕	Birkin 25	69000	×	Burberry	军旅背包（小）	10800	✓
	Kelly 28	73500			The Belt（小）	15900	
香奈儿	Cf 经典黑金（小）	51600	×	Coach	Georgie（小）	3250	✓
	Leboy（小）	38500			经典托特包	2080	
Dior	Lady Dior	27000+	✓	Marc Jacobs	Snapshot	3000	✓
	Saddle	29000+			托特包（小）	3800	
LV	Speedy	10200	×	Tory Burch	Eleanor（小）	6800	✓
	Noe	10200			Lee Radziwill	11000	

资料来源：品牌官网、小红书，浙商证券研究所；注：表中价格均为参考定价，非实际可购买价格，比如爱马仕热门箱包款式需额外配货才有购买资格、同一包型不同皮质价格不同。

奢侈品品牌溢价能力强。奢侈品品牌拥有较强的定价权，往往具有较高的毛利率水平，2019 财年，LVMH、开云集团、历峰集团、爱马仕、Burberry 集团的毛利率在 60%以上，也就是说，奢侈品定价通常在生产资料成本的 2.5 倍以上，具有高溢价属性，这也解释了为什么奢侈品集团普遍具有较高估值水平。

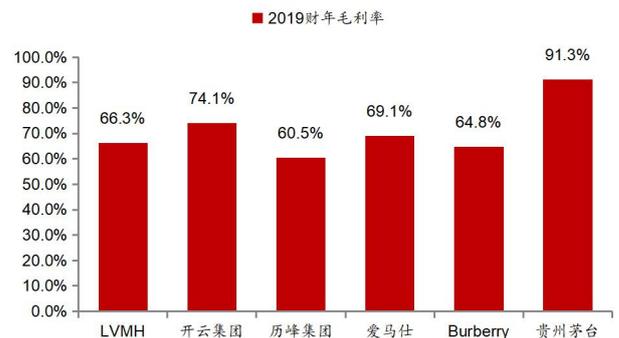
图 4：奢侈品集团估值水平普遍较高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：除贵州茅台为 A 股外，其他 4 家公司均为美股，跨市场之间存在估值折价，不能完全对比，仅作为大致参考。

图 5：奢侈品集团毛利率水平较高



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

奢侈品价格需求曲线缺乏弹性，价格对消费者决策的影响作用较小。1) 人们在消费中展现出的价值意识高低与他们对奢侈品的价格敏感度不成正比，在中国消费者中，约 70%-75% 具有较强的价值意识，但在服饰领域仅有不到 7% 对价格表现敏感。2) **奢侈品消费者对价格不敏感是奢侈品频繁涨价的重要原因**，奢侈品牌必须通过持续涨价来维持其目标客群范围，进而保证其稀缺性价值；BCG 通过对来自 16 个国家的 4 万名消费者采访后指出，仅 14% 的 Z 时代消费者被认为对价格敏感，在 56 岁以上人群中该比例仅为 3%。根据新浪财经报道，奢侈品牌每年正常的调价频率一般为 1-2 次，整体涨幅约为 10%，而疫情期间涨价频率和幅度远超以往，以 LV 为例，其 2020 年平均涨幅约为 18%，2021 年前三季度已提价 6 次，热门产品经典老花包近两年涨幅达 55%。3) **奢侈品消费者具有区别于日常消费的“追涨杀跌”的特殊心态**，比如已经购买某热门产品的消费者，得知涨价后往往会认为自己的消费决策得到市场肯定，认为自己购买的产品未来将变得更加

高档，这恰恰符合奢侈品消费者的心理需求。根据澎湃新闻报道，在疫情、七夕、涨价传闻等背景下，2020年8月LV上海恒隆广场店销售额达到1.5亿元，以往单月销售额约为8000-9000万元。

1.2. 规模：09-19年全球个人奢侈品市场规模 CAGR 约 6.7%

2009-2019 年全球奢侈品市场规模持续正增长，CAGR 约为 6.7%。根据贝恩数据，1996-2019 年，全球个人奢侈品市场规模 CAGR 约 6%。1996-2014 年是奢侈品牌在全球范围内实现阶级和地理扩张的阶段，此期间全球奢侈品消费者翻了三番达到 3.3 亿人，奢侈品消费规模 CAGR 为 6.1%，全球 GDP 年均复合增速为 5.3%。值得一提的是，2010-2014 年是中国消费者崛起的时期，如果扣除中国人的消费额，2012-2015 年全球个人奢侈品消费规模实际出现萎缩，而非增长 2%。

2020 年全球奢侈品市场因新冠疫情遇冷。2020 年，受新冠疫情影响，全球个人奢侈品消费规模下降 23% 至 217 亿欧元，这是 2009 年以来首次出现规模萎缩，也是有史以来最大的降幅。

图 6：全球奢侈品市场规模（单位：十亿欧元）及发展阶段划分



资料来源：贝恩，浙商证券研究所

贝恩预计 2021 年全球个人奢侈品市场消费规模将出现较大幅度反弹。根据《贝恩 2021 年奢侈品调研》，2021H1 全球个人奢侈品市场较 2019 年同期小幅增长，虽然海外新冠疫情形势尚不明朗，但在强势的中国市场拉动下，贝恩预计截至 2021 年底全球奢侈品市场规模将达到 2500 亿-2950 亿欧元（同比+15%~+36%）；早在 2020 年 11 月中旬，贝恩预计在 2022 年底至 2023 年初期间，全球奢侈品消费规模能够恢复到 2019 年水平。

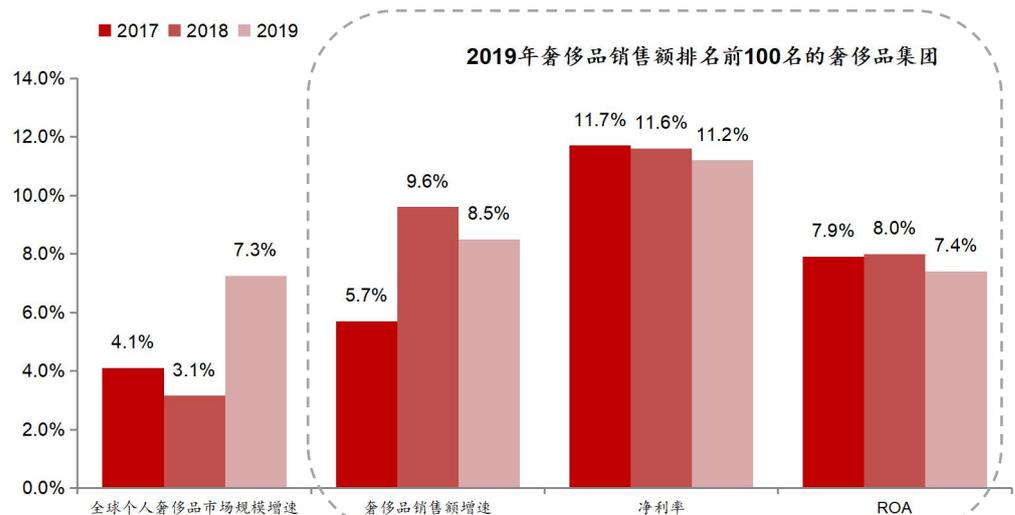
图 7：贝恩预计 2022 年底-2023 年初全球奢侈品市场将恢复至 2019 年水平



资料来源：贝恩《2020 世界奢侈品研究报告》，浙商证券研究所；注：报告发布于 2020 年 11 月。

奢侈品牌全球竞争格局相对固化，赢家通吃。奢侈品牌往往具有深厚的文化底蕴，品牌形象的打造需要历史的沉淀，且头部品牌往往拥有贵族背景，品牌壁垒较高，行业并购较为普遍，集团化趋势使得格局相对固化。根据德勤发布的《2020 全球奢侈品力量》，基于 2019 年财年销售数据，LVMH、开云集团、历峰集团、香奈儿集团销售规模位于行业前四位，合计销售额占比约 25.8%；在销售规模排名前 100 位的奢侈品集团整体数据上，将奢侈品集团销售额分为奢侈品销售额和其他产品销售额，其中 2019 年奢侈品销售额增速为 8.5%，超过全球个人奢侈品市场规模增速，市场集中化趋势凸显。

图 8：2017-2019 年奢侈品集团 TOP100 销售额增速高于全球市场整体增速



资料来源：德勤，浙商证券研究所；注：图中数据为 2019 财年数据。

表 3：全球奢侈品集团排名（单位：亿美元）

排名	奢侈品集团	代表性奢侈品牌	2019 年奢侈品销售额	2019 年总销售额	2016-2019 年奢侈品销售额 CAGR
1	LVMH	LV、Dior、Fendi、宝格丽、泰格豪雅、Loewe、Marc Jacobs	374.68	600.69	16.5%
2	开云集团	Gucci、圣罗兰、BV、巴黎世家、亚历山大麦昆、宝诗龙	177.77	177.77	23.3%
3	历峰集团	卡地亚、梵克雅宝、江诗丹顿、Chole、万宝龙、积家、万国、伯爵	138.22	161.88	2.4%
4	香奈儿集团	Chanel	122.73	122.73	12.5%
5	依视路陆逊梯卡	雷朋、欧克利太阳镜	106.24	194.63	/
6	PVH 集团	CK、Tommy Hilfiger	80.76	96.57	8.7%
7	Swatch 集团	Omega、Harry Winston、宝玑、浪琴、宝柏、	80.14	82.94	2.9%
8	爱马仕集团	爱马仕	77.04	77.04	9.8%
9	劳力士集团	劳力士、Tudor	67.41	67.41	8.1%
10	Ralph Lauren	Ralph Lauren	63.13	63.13	-5.2%
11	Tapestry 集团	Coach、Kate Spade、Stuart Weitzman	60.27	60.27	10.3%
12	Capri Holdings	Michael Kors、Jimmy Choo、Versace	52.38	52.38	3.6%
13	Tiffany & Co.	Tiffany	44.42	44.42	2.7%
14	Prada 集团	Prada、Miu Miu	36.10	36.10	-3.1%
15	Burberry 集团	Burberry	35.68	35.68	2.7%
16	Hugo Boss 集团	Hugo Boss	32.28	32.28	2.3%
17	乔治阿玛尼集团	Emporio Armani	24.17	24.17	-5.1%
18	菲格拉幕集团	菲格拉幕	15.36	15.41	-1.2%
19	华伦天奴集团	华伦天奴	13.74	13.74	1.6%
20	Tod's 集团	Tod's、Hogan、Roger Viver	10.38	10.38	-3.8%

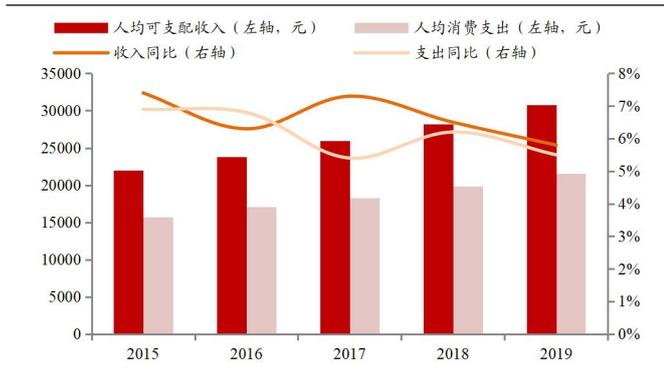
资料来源：德勤《2020 全球奢侈品力量》，浙商证券研究所；注：销售数据为 2019 财年数据，本表排名略去主打香化产品的集团（比如雅诗兰黛、欧莱雅等），涵盖精品类、腕表类、珠宝类集团。

2. 中国市场：本土消费需求旺盛，奢侈品发展势不可挡

2.1. 中国人消费实力强劲

中国是最大的国际旅游消费客源市场，2018 年消费规模占全球的 1/5，消费实力强劲。2019 年，全国居民人均可支配收入为 30733 元/+6%，出境旅游人次达 1.6 亿/+3%。根据联合国世界旅游组织数据，2018 年，全球出境游人次达 14 亿，中国籍占比超 11%；国际旅游总收入 1.4 万亿美元，其中中国人境外旅游消费为 2773 亿美元/+5%，占全球总量的 19%，同年我国国际旅游收入仅 1271 亿美元，旅游贸易逆差超 1500 亿美元。

图 9：我国居民人均可支配收入、消费支出均持续增加



资料来源：国家统计局、浙商证券研究所

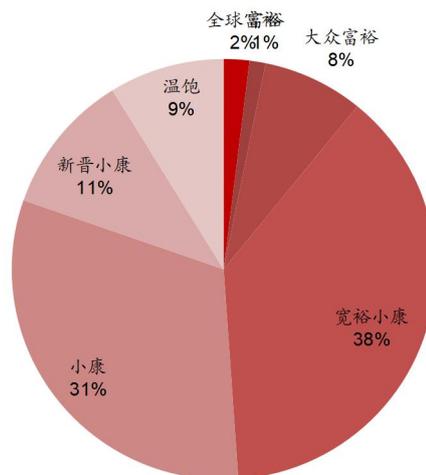
图 10：2010-2019 我国公民出境旅游人次及增速



资料来源：文化和旅游部、浙商证券研究所

中国人消费水平持续提升。根据麦肯锡数据，2018年，在中国城市人口中，每年家庭可支配收入超过13.8万元的人口占比约49%，而2010年这个比例仅为8%；每年家庭可支配收入超过20万元的人口占比约11%，2010年这个比例仅不到3%。

图 11：2018 年中国城市人口中宽裕小康及以上人口（家庭可支配收入大于 13.8 万元）占比约 49%



资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所；注：阶层以家庭可支配收入分类，全球富裕（>39万元），富裕（29.7万-39万元），大众富裕（19.7万-29.7万元），宽裕小康（13.8-19.7万元），小康（7.9-13.8万元），新晋小康（4.9-7.9万元），温饱（<4.9万元）。

2.2. 贝恩预计 2025 年中国成为全球最大的奢侈品消费市场

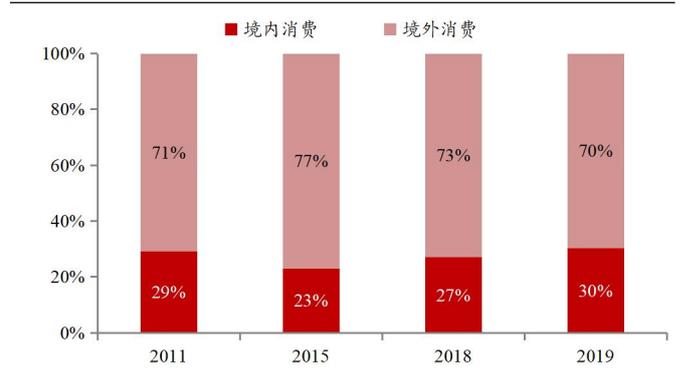
疫情前中国人贡献全球约 1/3 的奢侈品消费，但外流近 7 成，而内地奢侈品消费规模仅约为全球的 1/10。根据麦肯锡数据，2012-2018 年，全球奢侈品市场超过一半的增幅来自中国。根据贝恩咨询，2019 年，全球奢侈品个人消费市场共 2810 亿欧元/+8%，其中中国人消费占比 35%。中国人成为全球最大的奢侈品买家，但 2019 年内地奢侈品消费规模仅 300 亿欧元/+26%，占全球规模 11%，消费外流比例高达 70%。

图 12：2019 年中国人奢侈品消费占全球规模比例超过 1/3



资料来源：贝恩咨询、麦肯锡、浙商证券研究所

图 13：中国消费者奢侈品消费渠道细分



资料来源：贝恩咨询、浙商证券研究所

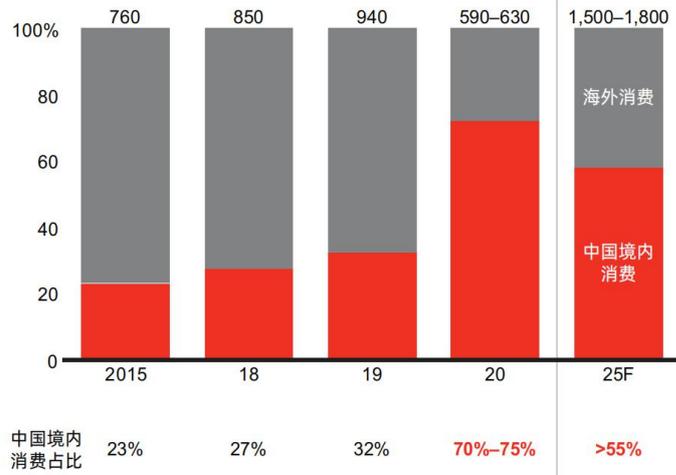
境外消费因疫情受阻，中国奢侈品市场 2020 年消费规模逆势上涨。根据贝恩咨询《2020 年奢侈品市场：势不可挡》，2020 年全球奢侈品市场规模萎缩 23%，但是中国市场表现尤为突出，预计逆势上扬 48% 达到 3460 亿元，远高于 2016-19 年的年均复合增速 26%，主要因为国人境外奢侈品消费受到疫情阻碍，2020 年国人境内消费占比从 3 成提升至 7 成左右，当然，随着出入境放开，该比例不可避免将下降，但随着消费习惯逐渐养成，贝恩预计到 2025 年仍将保持在 55% 以上。

图 14：2020 年中国境内奢侈品消费预计逆势上涨 48% 至 3460 亿元



资料来源：贝恩，浙商证券研究所

图 15：2020 年中国消费者境内奢侈品消费占比提升至 7 成左右（单位：%、亿欧元）

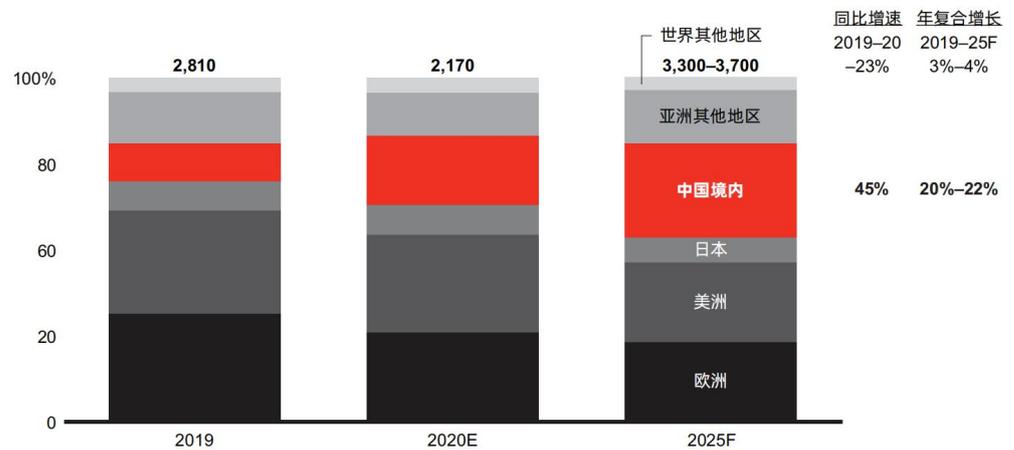


资料来源：贝恩，浙商证券研究所

贝恩预计中国有望在 2025 年成为全球最大的奢侈品消费市场。从消费地域角度看，中国内地奢侈品消费占全球规模的比重从 2019 年的 11% 提升至 2020 年 20%。贝恩预计中国内地规模增长趋势将会延续，到 2025 年有望成为全球最大的奢侈品消费市场。

图 16：2020 年中国内地奢侈品消费占比翻番至 20%

各地区占全球个人奢侈品市场的份额（%，亿欧元）



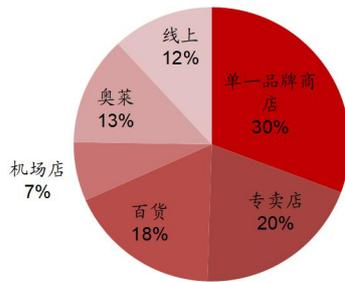
资料来源：贝恩，浙商证券研究所

3. 战略转变：重奢对机场空前重视，白云机场业态改善空间大

3.1. 国内机场重奢布局开始起步

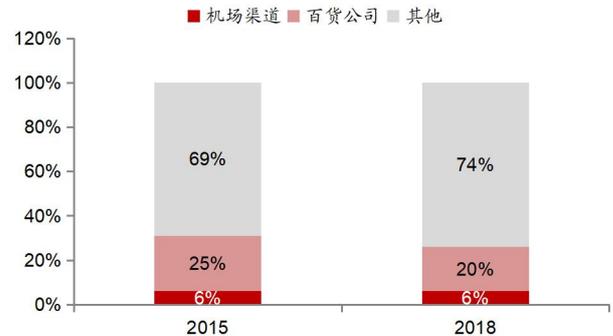
奢侈品机场渠道市场份额提升。从销售渠道来看，根据贝恩报告，2018-2019 年间，奢侈品机场店销售额虽然只占整体份额的约 7%，但增速达到 11%，为增长最快的渠道，而百货等传统线下店销售规模出现萎缩。以开云集团为例，2018 年机场渠道销售额占比 6%，这一比例在近 4 年均相对稳定，而百货渠道销售额贡献率从 2015 年的 25% 跌至 2018 年 20%。

图 17：2019 年奢侈品市场各销售渠道份额占比



资料来源：贝恩，浙商证券研究所

图 18：开云集团机场渠道销售额占比 6%



资料来源：开云集团、界面新闻，浙商证券研究所

顶级奢侈品集团 LVMH 近年在开设机场店的频次明显加快，2021 年公开表态旗下 LV 决定从韩国市内免税店撤柜，未来将更重视机场渠道，并计划 2022 年底前在中国新增 3 个机场门店。根据穆迪大卫和 DFE 2021 年 6 月报道，顶级奢侈品集团 LVMH 表示，LV 正逐步退出市内免税店的大部分业务，包括其有一定规模的 7 家韩国市内免税店；今后业务重心将放在机场渠道，包括快速增长的中国国内机场航站楼，LVMH 坚信机场旅游零售板块会在服务中国客户中扮演重要角色，并计划在 2022 年底前在中国开设 6 家 LV 机场店铺（截至 2021 年 8 月已于北京、上海、成都机场开业 3 家）。

表 4：重奢品牌在机场开店的频次加快

重奢（顶级）	类型	具体内容
LVMH	表态	2021 年表示今后业务重心将放在机场渠道，包括快速增长的中国国内机场航站楼，LVMH 坚信机场旅游零售板块会在服务中国客户中扮演重要角色。
	开店动作	2011 年，在韩国仁川机场开设首家机场店； 2014 年，在英国希斯罗机场 T3 开设第二家机场店； 2017 年，在英国希斯罗机场 T5 增设一家精品店； 2018 年，在英国希斯罗机场 T4、法国戴高乐机场、新加坡樟宜机场开设店铺； 2019 年，在伊斯坦布尔机场、大兴机场开设门店； 2020 年，在罗马达芬奇机场、上海虹桥机场 T2 有税区开店； 2021 年，在成都天府机场开设直营店； 2022 年底前，预计在中国机场有税区至少开设 3 家门店。
Gucci	2019 年	CEO Pinault 在 2019 年股东大会上表示，Gucci 门店的规模数量将会保持稳定，但将增加旅游零售点的比例。
	开店动作	Gucci 在 2018 年门店数量净增长 11 家，其中大多数新店开在了包括机场在内的旅行零售渠道。
顶奢	开店	2016 年至 2018 年全球顶尖奢侈品牌一共新开了 33 家机场店。

资料来源：界面新闻、DFE、第一太平戴维斯，浙商证券研究所

奢侈品牌对机场渠道、中国市场的重视程度均显著提升。我们将国内外机场奢侈品入驻情况进行比较，分别选取国内北上广深一线机场、2021年新投产的成都天府机场、港台机场与亚洲周边新日韩机场，梳理情况如下表所示，我们发现2019年起国内大型机场奢侈品业态开始出现明显的改善，尤其是近年新投产的大兴机场（2019）和天府机场（2021）招商表现尤为出色，我们可以看出奢侈品牌对国内机场渠道愈发重视。

表 5：亚洲主要机场奢侈品牌精品店分布及入驻时间（截至 2021 年 9 月）

机场	LV	古驰	迪奥	爱马仕	Burberry	Prada	巴黎世家	BV	圣罗兰	卡地亚	宝格丽
广州白云											
上海虹桥	2020	2020		2010							
上海浦东											
北京首都		2019			✓			2019	2019		2019
北京大兴	2019	2019		2019	2019			2019			
深圳宝安		2016 前			2020	装修中				2020	2020
成都天府	2021	2021	2021	预计 2021	2021		2021	2021	2021		
香港机场		2008	2008	2016	✓	✓	2014	2014 前	2018	2019	2016 前
台北桃园					2012 前	✓	2020	2018 前		2020	2013 前
韩国仁川	2011	2011	2018	2016	✓	2015	2016	2017	2013		
新加坡樟宜	2017	2008	2018	2013 前	✓	2013		2013	2016		2015 前
日本成田		2007 前		2005	✓	2016		2016		2005	2017 前

资料来源：品牌官网/公众号、机场官网，浙商证券研究所；注：仅指精品类门店，不包含同品牌美容、配饰店。

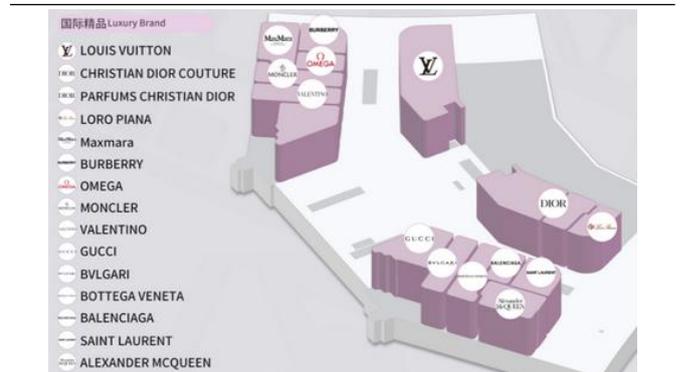
以 2021 年 6 月底正式投用的成都天府国际机场为例，有税商业区建设了面积 2700 平方米的名品购物区——锦奢汇，截至 21 年 8 月，共有 13 家奢侈品品牌及 1 家高端腕表品牌（Omega）开业，其中 Dior、圣罗兰、华伦天奴、亚历山大王为国内机场首店；LV、Dior、Gucci 三家店铺均为品牌方直营；此外，根据商业地产志报道，爱马仕也将以直营店的形式于年内入驻天府机场。

图 19：LV 北京大兴国际机场店（LV 国内首家机场店）



资料来源：WWD 国际时尚特讯，浙商证券研究所

图 20：成都天府机场 T2 锦奢汇商业店铺布局



资料来源：WWD 国际时尚特讯，浙商证券研究所

深圳机场高端商业布局迎来突破，Prada 国内机场首店正在装修。2020 年底，深圳机场与第一太平戴维斯合作，对机场卫星厅 100 余个商业网点进行招商。根据时尚头条网报道，此轮招商后深圳机场将引进 Vivienne Westwood、Emporio Armani、菲格拉慕、宝格丽等奢侈品牌，而由拉格代尔运营的卡地亚（150 平方米）和 Burberry（134 平方米）已

经率先进入 T3 航站楼；根据小红书照片，深圳机场 Prada 门店正在装修，这是国内首家机场店。

图 21: Prada 深圳机场店（国内首家机场店）正在装修



资料来源：小红书，浙商证券研究所

图 22: 深圳机场卡地亚门店 2020 年 8 月开业



资料来源：拉格代尔集团，浙商证券研究所

广州机场改善空间较大。截至 2021 年 9 月，我们将广州机场与同一区域的深圳机场有税商业布局进行对比，结合表 1 和表 2，我们可以发现广州白云机场当前有税商业入驻品牌的高端程度不够，与其国内三大国际航空枢纽之一（客流量 TOP3）的地位不匹配，亟待升级，一旦出现边际改善，对广州机场的业绩促进程度将较为显著。

表 6: 广深机场入驻奢侈品牌情况比较（截至 2021 年 9 月）

品类	广州机场	深圳机场
箱包、皮具	MCM、TUMI、Coach、菲格拉慕	MCM、Coach、TORY BURCH、菲格拉慕、Kenzo、Prada（装修中）
成衣	Max Mara、Zegna、BALLY	Burberry、HUGO BOSS、Max Mara、乔治阿玛尼
珠宝	潘多拉	宝格丽、卡地亚
腕表	泰格豪雅	浪琴、万宝龙、Gucci
墨镜	Gucci	
鞋履	Jimmi Choo	STUART WEIZMAN、Jimmi Choo

资料来源：机场官网，浙商证券研究所

3.2. 机场渠道价值渐显，料重奢对机场将愈加重视

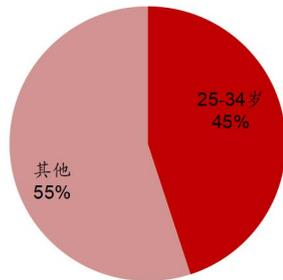
机场客流是已经过筛选的具有强购买力的高端商旅客，疫情后国人消费购买力仍然强劲。通过机票价格筛选后，机场旅客往往具有高附加值。我们以上海机场免税销售情况作为大致参照，2019 年，浦东机场国际及地区旅客吞吐量 3851 万人次，不及仁川、樟宜、泰国、迪拜等海外国际机场，但上人人均免税消费额约为 358 元，彰显强劲的消费购买力。根据商业地产志数据，跟有税顶级商业中心比较，2018 年，上海浦东机场 116 亿元免税销售额仅次于奢侈品百货商场北京 SKP 的 135 亿元销售额。

机场购物场景较优。相比较市内商场而言，我们认为机场渠道是消费空间+消费能力+消费冲动共振的优质购物场景，且能够有效覆盖低线城市高净值人群，维持规模增长。

1)提高在目标客群中的曝光度。根据新京报，首都机场客群中 25-34 岁人群占比 45%；根据麦肯锡报告，中国 80 后+90 后奢侈品消费者是绝对主力，人数上占比 72%、年均消费额占比约 78%，与一线机场主要客群匹配度较高。奢侈品是以价格歧视为消费者筛选

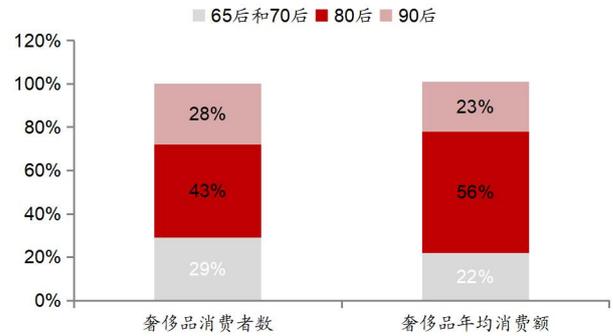
手段的信仰消费品，其受众圈较窄，而机场旅客与消费能力位于头部的消费者的重叠度较高，因此，品牌在机场开店将能够提高在受众圈的曝光度，减少品牌方的费用开支。从奢侈品中的箱包品类广告投放渠道中也可以发现，2020年机场媒体份额提升12个百分点，是品牌主搜寻目标消费人群的核心首选渠道。

图 23：首都机场客群中 25-34 岁人群占比高达 45%



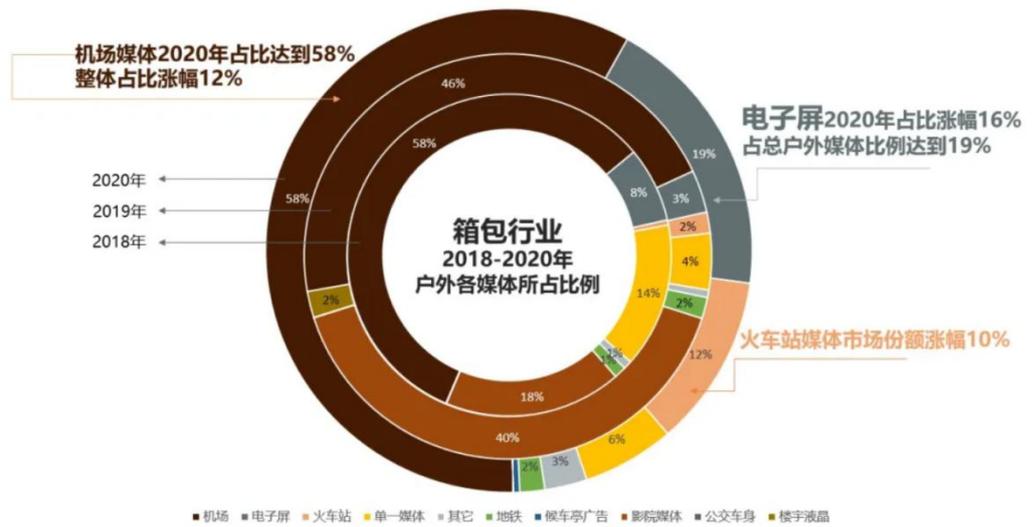
资料来源：新京报，浙商证券研究所

图 24：80 后、90 后（20-40 岁）是奢侈品消费主力军



资料来源：麦肯锡，浙商证券研究所

图 25：奢侈品中箱包行业 2018-2020 年投放广告中户外各媒体所占比例



资料来源：数字户外研选，浙商证券研究所

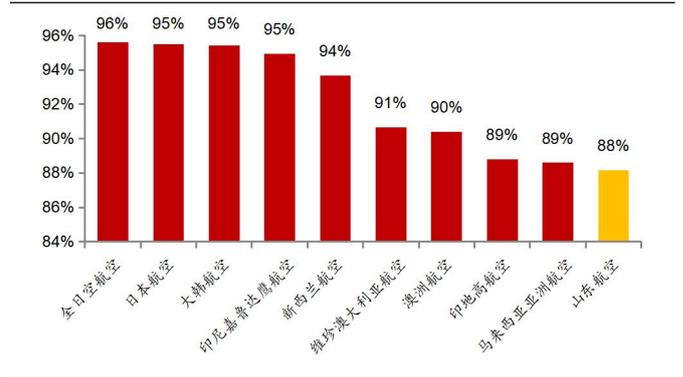
2) 购物时间与消费冲动充足，转化效率高：进入安检后，机场候机楼将是一个相对封闭的场景；旅客往往会提前到达机场候机，同时我国大型机场出港准点率一般在80%以下，2019年延误时间约为30分钟；在2019年亚太大型航司到港准点率排名中，我国排名最前的为山东航空，以88.16%的到港准点率位列第10。因此，在漫长的候机时间内，旅客难免有焦躁情绪，面对实物商品的消费冲动将会大大提升。

图 26：2019 年我国一线机场准点率情况



资料来源：飞常准，浙商证券研究所

图 27：2019 年亚太大型航司到港准点率 TOP10

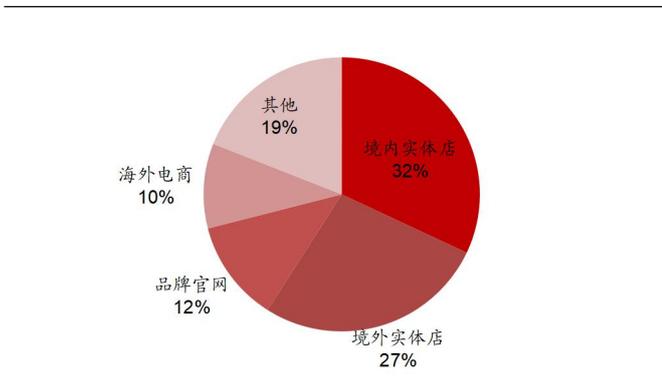


资料来源：飞常准，浙商证券研究所

3) 机场店与市内店互补大于竞争，长期协同发展。市场普遍认为消费者购买奢侈品时相对慎重，而机场购物时间总归没有专门去市内商场购物的时间那么充裕，因此机场店竞争力可能不如市内店。与市场认知不同的是，根据我们草根调研的结果，在机场店消费奢侈品的旅客往往不是第一次购买奢侈品，而且机场店面积普遍较小，陈列的货品有限，这部分消费者的消费行为往往是看到机场店有想要的货品便下单，而去市内店购物的消费者往往是带有一定目的性的，其实际购物时间反而要长于机场店消费者。此外，奢侈品牌往往会控制机场店和市内店上架货品的重叠率，整体来看机场和市内渠道将发展成为互补关系。

4) 中国奢侈品消费年轻化和向下沉市场渗透趋势日益明显，机场可有效覆盖低线城市高净值人群。随着消费水平的提升，低线城市消费力与日俱增，根据讯飞大数据，我国奢侈品市场主要以二线及以上城市为主，逐渐向三线及以下城市渗透（2019-2021 年占比从 38% 增至 46%）。对于品牌方来说，一线城市市内门店趋于饱和，但低线城市平均消费水平较低使得拓展下沉市场具有一定风险，考虑到线下是购买高端奢侈品的主战场，我们认为机场便是覆盖低线城市高净值人群的较佳过渡渠道。

图 28：线下是购买高端奢侈品的主战场



资料来源：讯飞大数据，浙商证券研究所

图 29：我国奢侈品消费逐渐向下沉市场渗透

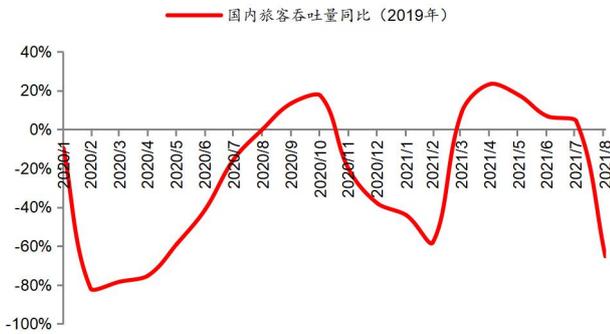


资料来源：讯飞大数据，浙商证券研究所

国内出行需求已恢复，新冠疫情仍影响境外出行，短期内奢侈品消费回流趋势将较为明显，机场渠道价值提升。由于海外新冠疫情形势仍较为严峻，我国民航局严格执行国际航班五个一政策与航班熔断政策，因此，国际旅客量仍于低位徘徊。我们选取国内最大的国际航空枢纽上海机场经营数据为参照，2020 年 4 月国际旅客降至 2019 年同期的

1%，2021年8月国际旅客仅为2019年同期的2%，仅6.7万人次。在疫情影响下，原打算出境消费的旅客将转为在境内消费，而奢侈品这类价格敏感性较低的商品消费回流趋势将更为明显。因此，基于机场渠道特征与奢侈品牌需求较为匹配，我们认为机场的渠道价值将明显提升。

图 30：上海机场国内旅客吞吐量较 2019 年的同比



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

注：2021年8月数据较低主要受全国多地局部疫情影响。

图 31：2021 年 8 月上海机场国际旅客较 2019 年下降 98%



资料来源：上海机场公告，浙商证券研究所

4. 重奢入驻机场能带来多大贡献？

4.1. 市内顶级高奢商场：北上规模破百亿，坪效约 10 万/年

一线城市高奢商场年零售额超百亿，多家 2020 年增速超过 2019 年，规模可观。根据联商网、商业地产志等数据，2020 年，北京 SKP 销售额为 175 亿元，同比增长 14.4%，超过上年增速 13.3%；上海国金中心销售额约 110 亿元，同比增长 25%；广州太古汇销售额约 80 亿元，同比增长 35.6%；深圳万象城销售额超过 100 亿元，同比增长 11.1%以上；准一线城市中，南京德基广场销售额 156 亿元，同比增长 27.9%；成都 IFS 销售额 83 亿元，同比增长 22.1%。我们可以发现，国人消费实力强劲，高奢商场零售规模可观。

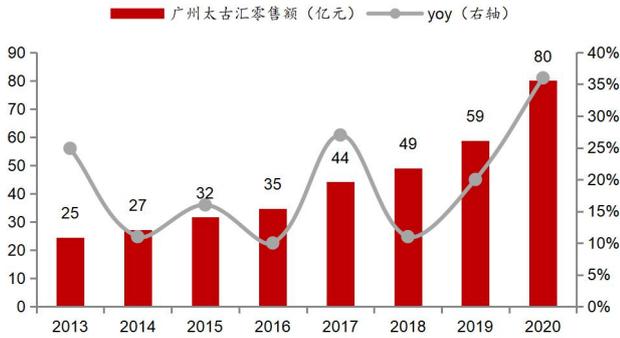
表 7：一线城市及部分准一线城市高奢商场零售额及客流情况

城市	商场	销售额 (亿元)				建筑面积 (万平方米)	*年客流 (万人次)
		2018 年	2019 年	增速	2020 年		
北京	SKP	135	153	13.33%	175	14.38%	1500
	国贸	91	117	28.57%	160	36.75%	
上海	国金中心	72	88	22.22%	110	25.00%	2021 国庆期间客流超百万人次
	环球港		98		> 100	> 2.04%	5475
广州	正佳广场		78		75-85	/	日均客流 100 万人次
	太古汇	49	59	20%	约 80	约 35.59%	
深圳	万象城	85	90	5.88%	100-125	> 11.11%	3898
南京	德基广场	100	122	22.00%	156	27.87%	
成都	IFS	60	68	13.33%	83	22.06%	国庆日均客流 30 万人次

资料来源：联商网、商业地产志、商业荟，浙商证券研究所；注：客流量为 2018-2020 年数据，统计口径有一定差异，仅作为大致参考。

高奢商场成长速度快、潜力大。根据太古地产年报披露，2013-2020年广州太古汇零售销售额从24.6亿元增长至约80亿元，年均复合增速约18.4%，其中2020年同比增速达到36%。根据九龙仓公告，2014-2020年成都IFS年度零售额从21.0亿元增长至80.0亿元，年均复合增速约25%。

图 32：广州太古汇销售额 2013-20 年 CAGR 约 18.4%



资料来源：太古地产公告，浙商证券研究所

图 33：成都 IFS 销售额 2014-20 年 CAGR 约 25%



资料来源：九龙仓公告，浙商证券研究所

北上广深高奢商场单位坪效约 6-10 万元，广州太古汇 2020 年增速达到 36%。根据联商网、商业地产志等数据，2020 年北京、上海、南京顶级高奢商场单位坪效约 10 万元，平均增速约 25%。广州、深圳头部高奢商场单位坪效约 6 万元，其中广州太古汇、深圳万象城增速分别为 36%、25%。

图 34：高奢商场坪效情况 (万元/平米)



资料来源：联商网、商业地产志、商业荟，浙商证券研究所

4.2. 机场引入奢侈品牌贡献的业绩增量测算

以免税渠道为参照，LV 于 2011 年在韩国仁川国际机场开设了首家机场免税店，占地面积约 550 平米，2012-2014 年销售额分别约 1027、848、732 亿韩元（合约 5.8、4.8、4.1 亿元人民币），连续三年为韩国仁川机场免税店销售额（2014 年仁川机场免税店整体

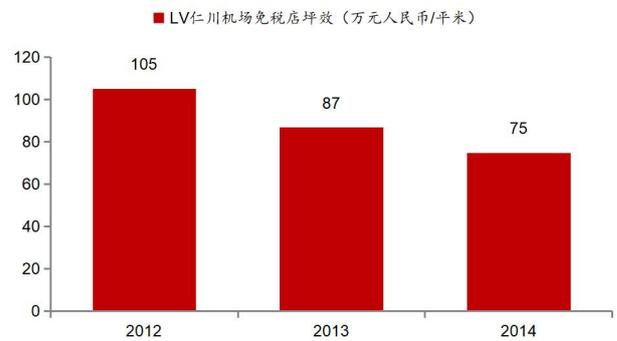
销售额约 117.7 亿元人民币) 排名第一的店铺, 对应坪效分别约 105、87、75 万元人民币/平米/年。

图 35: 2012-2014 年仁川机场 LV 免税店销售额



资料来源: 中国网, 浙商证券研究所

图 36: 2012-2014 年仁川机场 LV 免税店年坪效



资料来源: 界面新闻, 中国网, 浙商证券研究所

我们预计奢侈品机场店坪效约为市内店的 1.5-4 倍, 渠道表现较为优异。重奢机场店面积通常在 100-800 平米之间, 而市内店一般在 500-1000 平米之间 (个别旗舰店能接近 2000 平)。根据澎湃报道, 疫情前正常情况下 LV 上海恒隆广场店 (LV 在中国面积最大的店, 接近 2000 平) 单月销售额约 8000-9000 万元 (约 10 亿元/年), 坪效约为 50 万元/平米/年; 根据界面新闻, 开云集团 CEO 在 2019 年股东大会上表示, 2018 年 Gucci 门店坪效约为 4 万欧元/平米/年 (合约 30 万元人民币)。基于上文计算的 LV 仁川机场免税店销售数据, 考虑消费升级带来的销售额增长、免税与有税渠道的差异等因素, 我们预计奢侈品机场店坪效约为市内店的 1.5-4 倍, 具体取决于奢侈品牌和面积差异。

根据我们的草根调研, 我们目测 LV 大兴机场店约为 800 平, LV 虹桥机场店约为 200 平, 预计大兴、虹桥机场 LV 店年销售额约为 4 亿元、2 亿元。

表 8: 奢侈品机场店与市内店面积 (平方米)

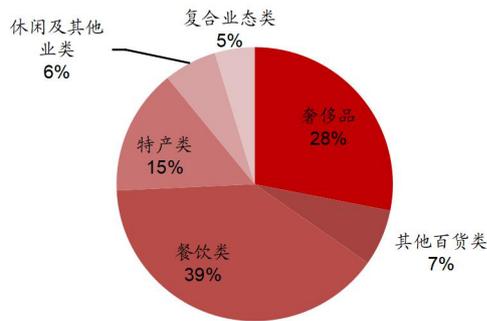
重奢品牌	机场店	开业时间	面积	市内店	面积
LV	仁川机场	2011	550	郑州丹尼斯大卫城	660
	樟宜机场 T3	2018	530	上海恒隆广场	2000
	大兴机场	2019	约 800	广州太古汇	1800
	虹桥机场	2020	约 200	重庆时代广场	1500
Gucci				广州太古汇	770
				杭州大厦店	980
Prada	深圳机场	装修中	/	西安 SKP	合计约 700
				重庆环球金融中心	1008
爱马仕				香港海港城	610
				广州太古汇	371
Burberry	深圳机场	2020	134	深圳湾万象城	539

资料来源: 界面新闻, 浙商证券研究所

国内机场有税零售商业业态由以餐饮类为主向个人消费类转变, 精品零售面积约占机场航站楼商业面积的 10%-30%。①成都天府国际机场: 集聚高端品牌的锦奢汇位于

T2, 面积约 2700 平米; 根据天府机场官网招标公告, T2 航站楼一期规划商业面积约 9610 平米, 其中高端品牌有税区锦奢汇 (位于 T2, 面积 2700 平米) 占比 28%。②北京大兴国际机场: 根据北京商报及中国民航网报道, 大兴机场零售面积约 1.8 万平米 (国际区域 5000 平米, 国内区域约 12000 平米), 2018 年对国内区域 2 个标段公开招商, 店面品牌档次定位为国际一线、国际二线及国际轻奢, 总面积约 1609 平米, 占国内区域零售面积的 13.4%。

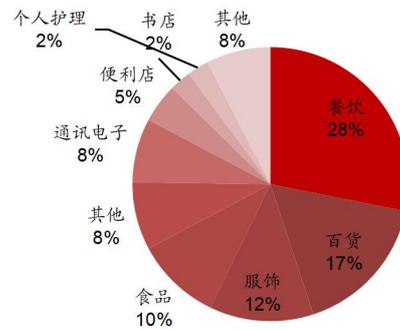
图 37: 成都天府国际机场 T2 航站楼奢侈品店面积占比 28%



资料来源: 机场官网, 浙商证券研究所

注: 统计口径为面积。

图 38: 大兴机场服饰店铺数量占比 12%



资料来源: 启信宝, 浙商证券研究所

注: 统计口径为店铺数量。

广州白云机场商铺硬件基础坚实, 可用面积充足。根据机场披露数据, 剔除掉免税面积后, 当前白云机场、首都机场、大兴机场、上海浦东机场、上海虹桥机场、深圳机场的零售商业租赁面积分别为 5.3、3.5、1.3、3.2、2.3、2.5 万平方米。按照有税高端零售商业面积占比 10%-30% 测算 (剩余为餐饮、特产、书店、体验区等), 可得广州机场能够用来布局有税高端零售的最大面积约为 1.6 万平米, 硬件基础较为充足。

表 9: 上市机场商业面积 (万平方米)

公司	商业租赁面积	免税面积	有税零售+餐饮面积	有税高端零售	有税高端零售
				占比 10%	占比 30%
白云机场	6.0	0.7	5.3	0.53	1.59
首都机场	5.0	1.5	3.5	0.35	1.05
大兴机场	1.8	0.5	1.3	0.13	0.39
上海浦东	4.9	1.7	3.2	0.32	0.96
上海虹桥	2.5	0.2	2.3	0.23	0.69
深圳机场	2.7	0.2	2.5	0.25	0.75

资料来源: Wind、公司公告, 浙商证券研究所

广州机场已是成熟机场, 由于商业升级流程更繁琐, 我们预计近期引入奢侈品牌数量上限约在 10 个。在新机场中, 大兴机场 2019 年投产时引入了 LV、Gucci、BV 等 36 个奢侈品牌, 天府机场 2021 年投产时引入了 LV、Gucci、Dior 等 14 个高奢品牌; 在成熟机场中, 虹桥机场作为国内机场有税商业发展的表率, 截至 2021 年 9 月引入了 LV、爱马仕等 20 个奢侈品精品店。对于白云机场来说, 考虑到部分场地租赁合同仍未到期, 在店铺硬件上不如新机场容易协调, 且广深区域奢侈品门店坪效不及北上, 其对奢侈品

牌的吸引力亦略弱于北上机场，故我们认为其在高端商业方面将需要更多时间布局，我们预计近期有望引入的奢侈品牌数量在 10 个左右，店铺面积在 2500 平左右。

参照市内高端商场面积，以广州太古汇 2020 年零售销售额 80 亿元基准（云集 180 余个国际知名品牌，包括约 60 个奢侈品牌），我们粗略估计得，若白云机场前期引入 10 个左右奢侈品牌，在对当前平价商场初步向高端商场升级后，考虑消费者能力升级和受众面扩大推动的奢侈品规模提升，**中期这部分高端有税零售销售规模有望达到 10 亿元。**

海外免税渠道方面，根据 CNN 报道，2011 年 LV 入驻韩国仁川机场时，新罗免税店将店铺租金提成比率压至 6%-7%，而其他品牌的提成比率在 20% 左右。国内市内店方面，2018 年，上海恒隆广场零售销售额约为 52 亿元；根据恒隆地产年报，当年在该物业取得收入约 15.5 亿元，整体租金率约为 30%；根据天府楼市数据，成都 IFS2019 年租金约 17 亿元，以当年零售额 70 亿元计算，整体租金率约为 24%。**考虑白云机场高端商业布局刚刚起步，我们预计机场前期提成率将在 10%-20%，每年贡献利润约 1-2 亿元（2019 年白云机场归母净利润 10 亿元）。**随着机场商业布局持续展开，在未来引入更多奢侈品牌、旅客人均消费水平稳步提升等背景下，白云机场业绩有望出现显著提升。

5. 投资建议

1、推荐白云机场：1) **低位标的，安全边际足，盈利现边际修复。**我们认为公司利空已基本出尽，当前 1.54 倍 PB 处在历史相对低位，疫情前中枢在 2-2.3 倍 PB。2) **有税商业重奢布局有望实现 0 的突破，打造第二增长曲线。**①奢侈品牌机场门店坪效普遍高于同品牌市内店，一二线奢侈品牌单店年销售额基本在 1 亿元+；重奢品牌对国内机场有税渠道空前重视，LV 计划在 2022 年底前在中国开设 6 家机场店（19-21 年已开 3 家）。②白云机场客流量全国 TOP3，具备硬件基础，目前在三大国际航空枢纽中唯一无重奢品牌入驻，有望于近期实现 0 到 1 的突破，未来有望转变为高奢商场（广州市内高奢商场年销售额约 80 亿元）。③机场有税店租金计算方式亦为保底与提成孰高，我们预计提成比率 10%~20% 不等，业绩弹性较足。3) **免税刚起步，潜力空间大，预计中期弹性不改。**①2019 年是白云机场免税规模大幅增长元年，当年人均免税销售额 103 元，大幅低于上海机场和首都机场的 358、311 元，未来提升空间大。②预计本轮免税合同基本按照条款计算租金，总额上有所减免，但计算方式基本不变。待出入境放开，白云机场免税业务将显现较大业绩弹性。假设疫情在 2023 年基本恢复，考虑免税成长潜力及有税商业价值重估，**维持“买入”评级。**

2、推荐上海机场：当前国内出行市场已基本恢复正常秩序，局部疫情以及恶劣天气扰动有限。国际及地区航线方面，随着国内外疫苗接种持续推进，以及新冠口服特效药数据优异，我们认为明年国际航班管控政策有望出现松动信号，**维持“买入”评级。**

3、建议关注深圳机场：公司 2020 年联合第一太平戴维斯，对有税商业店铺进行重新招商，收获颇丰，已确定引入卡地亚、宝格丽、Prada（国内机场首店）、Burberry、菲格拉慕、Gucci 腕表等多家奢侈品牌；此外，公司免税经营权已于去年到期，料即将启动新一轮招标，我们预计边际改善将较为明显。卫星厅即将于今年底投产，对短期业绩将有所拖累，**维持“增持”评级。**

6. 风险提示

- 1) 疫情恢复不及预期，行业需求恢复不及预期；
- 2) 免税销售不及预期；
- 3) 有税商业销售规模增长不及预期等。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>