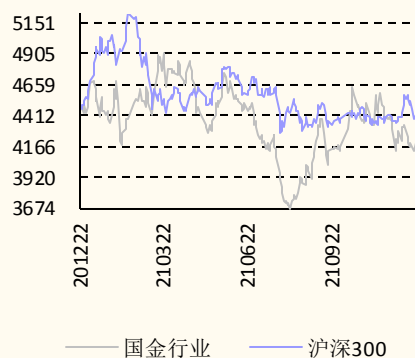


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金航空机场指数	4193
沪深300指数	4913
上证指数	3625
深证成指	14689
中小板综指	14145



## 曙光可见，静待修复——2022年度航空机场行业投资策略

## 投资建议

- **回顾：疫情稳定，航空出行恢复迅速。**新冠疫情常态化趋势下，2021年民航客运量有所回升，按月度数据看，2-7月复苏强劲，同比大幅增长，后因国内局部地区疫情反复8-11月有所下降。4、5月份为传统淡季，国内旅客周转量超过2019年同期水平，传统淡季三大航实现大幅减亏小航司扭亏为盈；7月份暑期传统旺季，国内旅客周转量恢复至2019年96.81%，短暂旺季盈利向好，预期疫情逐渐控制后航空出行需求有望迅速恢复。
- **展望：疫苗接种普及提高，新冠药物研发成功将助力生产生活恢复常态。**疫苗接种普及度提升，国内新冠疫苗接种人数占比(完全接种)超过80.49%，疫苗加强针接种加快推广。新冠特效药的研发陆续取得成功，2021年10月1日，全球制药巨头默沙东宣布，在三期研究临床试验进行的期中分析结果中，住院或死亡的风险降低约50%。2021年11月5日，辉瑞新冠口服药也获得进展，II/III期临床试验的中期分析结果显示，能降低89%的住院和死亡风险。2021年12月8日，国家药监局应急批准腾盛博药旗下非全资附属公司的新冠病毒中和抗体联合治疗药物——安巴韦单抗注射液(BRII-196)和罗米司韦单抗注射液(BRII-198)注册申请。随着特效药的不断研制以及疫苗接种普及提高，将助力生产生活恢复常态。
- **航空机场板块：疫情可控下的需求复苏主线。**因海外疫情仍比较严峻，为控制境外疫情输入，我国仍采用“五个一”、“熔断”等政策控制国际航班数量，随着疫苗研发推进以及普及，出入境限制政策有望放开，疫情压制的航空出行需求将释放，我们判断2022年底国际和地区航线逐步恢复，港澳地区航线有望率先开放。随着疫苗接种普及，特效药逐步研发，疫情影响有望消减，抑制的航空出行需求将得到释放，航空机场板块成为疫情可控下的需求复苏主线。
- **航空：供给增速下降叠加票价市场化改革，航司长期盈利将向好。**我们预计“十四五”期间航空供给增速下降，运价市场化持续推进，叠加汇率升值，中长期维度看航司盈利持续向好。若疫情控制出入境限制政策放松，国际线复苏，国内过剩运力调配至国际市场，出行需求激增，届时出现供需紧平衡，航司盈利弹性将显现，在航空板块调整后投资价值凸显，重点关注春秋航空、吉祥航空。
- **机场：渠道的长期价值凸显，静待疫情后修复。**机场免税消费有其独特的消费场景，疫情恢复之后，机场在免税渠道中仍然占据重要地位，不改长期的免税品销售渠道格局。10月路易威登已中标白云机场T2航站楼有税商业，奢侈品进驻机场，有税渠道价值凸显。短期受疫情影响但从长期来看机场板块投资价值凸显，国际航班航空性收费标准高于国内航班，随着国际航班边际改善，重点关注上海机场、白云机场、美兰空港。

## 风险提示

- 疫苗研发普及进程低于预期风险、宏观经济增速低于预期风险、人民币汇率贬值风险、油价大幅上涨风险。

郑树明 分析师 SAC 执业编号: S1130521040001  
zhengshuming@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、航空：拐点将至，静待需求复苏 .....	4
1.1 国内疫情出现反复，国际线恢复仍需等待 .....	4
1.2 政策改革下航司票价改善，供需有望进一步平衡 .....	8
1.3 投资策略：供需有望改善，重点关注春秋航空、吉祥航空 .....	10
二、机场：疫情反复，盈利恢复仍需等待 .....	11
2.1 新冠疫情出现反复，政策依旧严格 .....	11
2.2 国家政策支持做大免税市场，机场免税渠道不可替代 .....	13
2.3 奢侈品进驻机场，有税价值凸显 .....	15
2.4 投资策略：短期业绩承压，但长期价值依旧 .....	18
三、风险提示 .....	20

## 图表目录

图表 1：2018-2021 年 11 月民航旅客周转量累计值（亿人公里） .....	4
图表 2：2020-2021 年 1-11 月民航旅客周转量及同比增速 .....	4
图表 3：2020-2021 年单月民航正班客座率 .....	5
图表 4：2021 年单月飞机日利用率 .....	5
图表 5：2021 年以来中国新冠确诊病例当日新增（例） .....	5
图表 6：2021 年以来中国新冠疫苗接种率 .....	5
图表 7：美国新冠新增确诊病例维持高位 .....	6
图表 8：欧洲主要国家新冠新增确诊病例再创新高 .....	6
图表 9：2021 年以来海外新冠疫苗接种率（至少一剂次） .....	6
图表 10：国际航线民航客运量及同比增速 .....	7
图表 11：国际航班政策 .....	7
图表 12：2021 年前三季度各航司单季度归母净利润（亿元） .....	8
图表 13：价格市场化机制持续推进 .....	8
图表 14：三大航新增飞机数量减少（当月值，架） .....	9
图表 15：民航逐月客机引进数量 .....	9
图表 16：未来三年各大航司飞机引进计划 .....	10
图表 17：航空指数、交通运输指数及沪深 300 自年初至今的累计收益率 .....	11
图表 18：上市航空公司自年初至今的累计收益率 .....	11
图表 19：COVID-19 新增确诊病例（例） .....	12
图表 20：2021 年 1-9 月国内航线旅客运输量（万人） .....	12
图表 21：2021 年 1-9 月国际航线旅客运输量（万人） .....	12
图表 22：2021 年 1-9 月港澳台航线旅客运输量（万人） .....	12
图表 23：2021 年前三季度各机场单季度归母净利润（亿元） .....	13

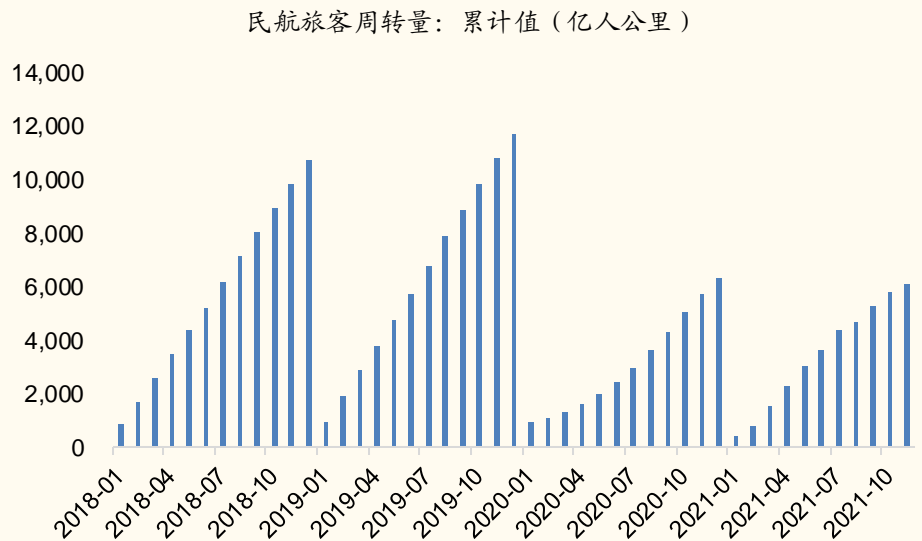
图表 24: 中国人境内奢侈品消费额 (亿欧元) .....	13
图表 25: 2020 年我国消费者奢侈品消费渠道划分 .....	13
图表 26: dufry 销售渠道 .....	14
图表 27: 全球免税零售渠道占比 .....	14
图表 28: 海南离岛旅客免税购物政策 .....	14
图表 29: 关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告 .....	15
图表 30: 中免商品销售业务收入 (亿元) .....	15
图表 31: 中免免税、有税占比情况 .....	15
图表 32: 全球几大奢侈品公司的毛利率均处于 60% 以上 .....	16
图表 33: 全球奢侈品行业市场规模 (亿欧元) .....	16
图表 34: 全国居民人均可支配收入 (元) .....	17
图表 35: 居民消费支出 (亿元) .....	17
图表 36: 我国奢侈品消费比例逐年提升 .....	17
图表 37: 我国消费者奢侈品消费渠道划分 .....	17
图表 38: 2019 年奢侈品市场各销售渠道份额占比 .....	18
图表 39: 2020 年奢侈品市场各销售渠道份额占比 .....	18
图表 40: 机场板块行情 .....	18
图表 41: 主要机场上市企业 2021 年至今涨跌幅 .....	19

## 一、航空：拐点将至，静待需求复苏

### 1.1 国内疫情出现反复，国际线恢复仍需等待

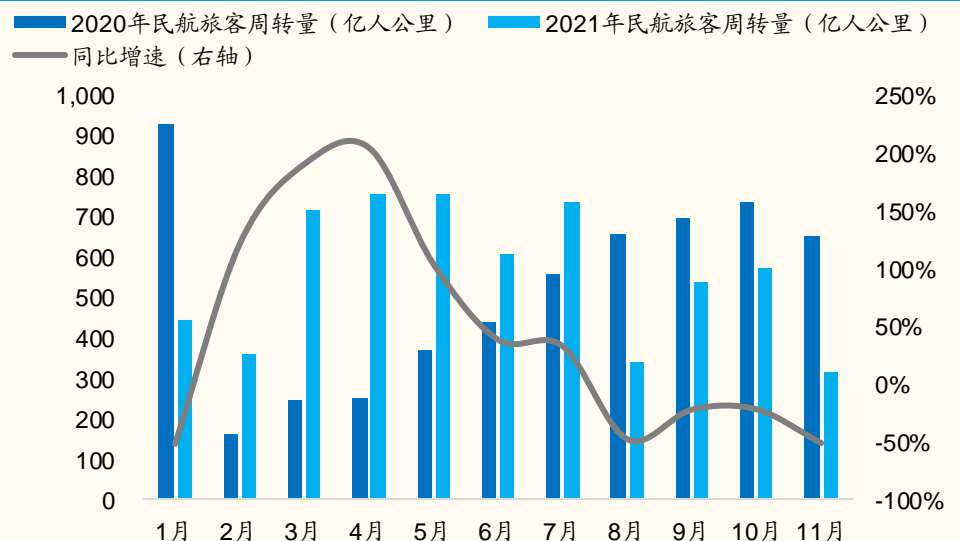
- 新冠疫情常态化趋势下，2021年民航客运量有所回升。2021年1-11月，我国航空业累计旅客周转量6121.16亿人公里，同比上升7.7%。按月度数据看，2-7月复苏强劲，同比大幅增长，其中2021年4月同比+204%；8-11月有所下降。

图表 1: 2018-2021 年 11 月民航旅客周转量累计值 (亿人公里)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 2: 2020-2021 年 1-11 月民航旅客周转量及同比增速

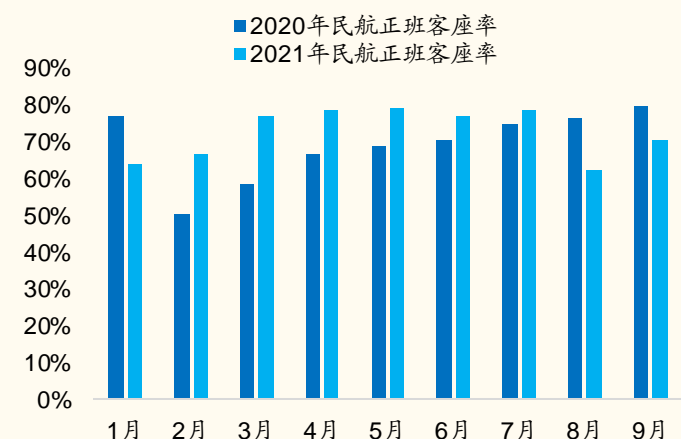


来源：Wind，国金证券研究所

- 2021年行业效率有所回升。2021年月民航正班客座率从年初的64%提升

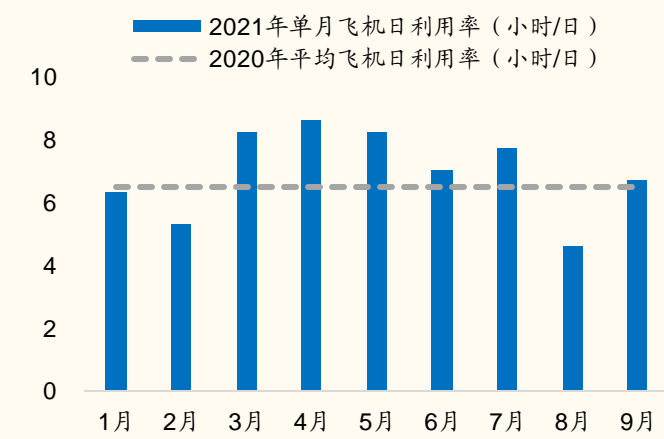
至7月的79%，但由于疫情反复，9月又回落至70%，2021年1-9月单月民航正班客座率均值为73%，较2019年同比提升3.6pct；飞机日利用率也是从2月的5.3小时/日提升至4月的8.6小时/日，之后回落至9月的6.7小时/日，2021年1-9月单月飞机日利用率为6.93小时，较2020年的均值6.45小时增加0.51小时。

图表 3：2020-2021 年单月民航正班客座率



来源：Wind，国金证券研究所

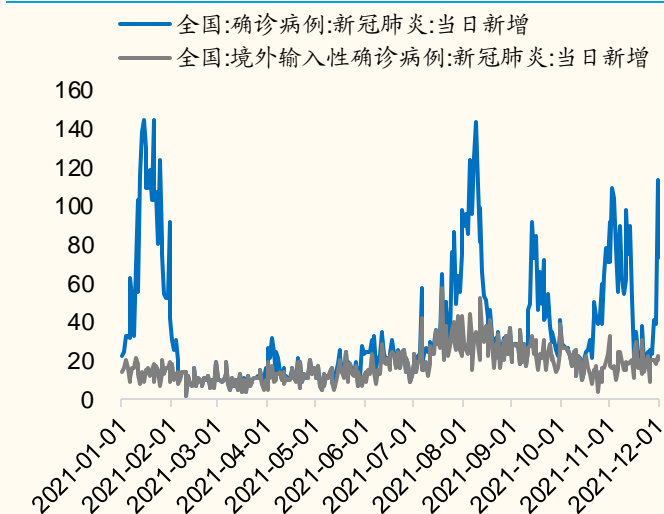
图表 4：2021 年单月飞机日利用率



来源：Choice，国金证券研究所

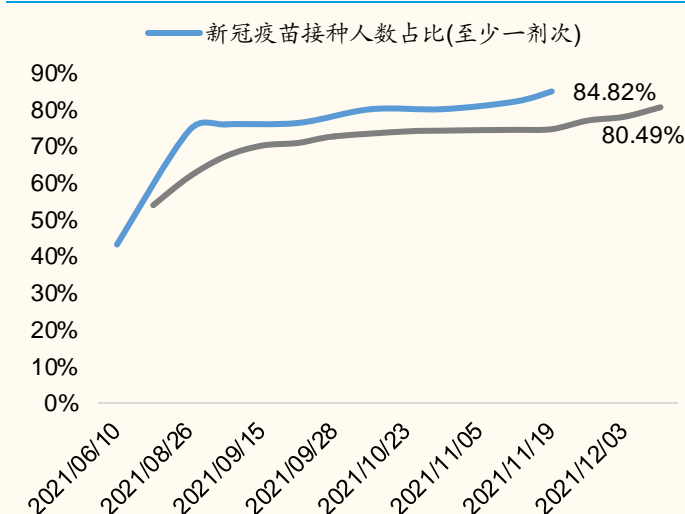
- 我国新增新冠确诊病例数上升，但随着疫苗接种率的提升与特效药的研制，疫情可控。2021年2月-7月，我国新增新冠确诊病例基本与境外输入性确诊病例相当，国内疫情控制情况较好，国内航空业的有所恢复。但8月以来疫情有所反复，本土确诊病例显著增多，航空业受到一定的波及。随着国内防疫常态化加之疫苗的普及（截至2021年11月19日，新冠疫苗接种人数占比(至少一剂次)达到84.82%；截至2021年12月10日，新冠疫苗接种人数占比(完全接种)达到80.49%），疫情有望快速得到控制，预计明年国内航空业仍会有序复苏。

图表 5：2021 年以来中国新冠确诊病例当日新增（例）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 6：2021 年以来中国新冠疫苗接种率

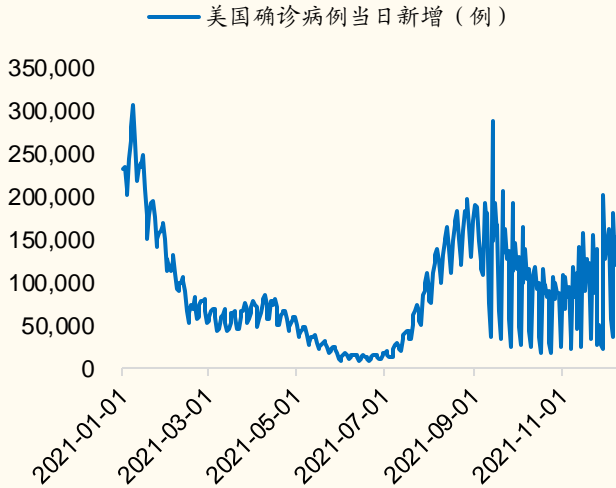


来源：Wind，国金证券研究所

- 2021 年海外疫情持续发酵，美国、欧洲等地新冠新增确诊病例再创新高。

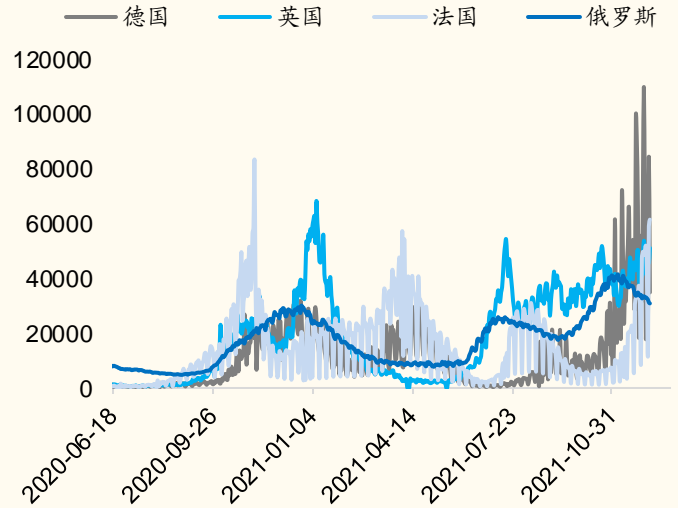
2021年7月以来，美国新冠新增确诊病例再次上升且之后维持高位，9月峰值确诊病例达28.67万人/日；同期欧洲主要国家的新冠新增确诊病例亦创新高，俄罗斯12月峰值确诊病例达10.98万人/日，法国、西班牙、英国、德国等国家的12月峰值病例均超过3万人/日。

图表 7: 美国新冠新增确诊病例维持高位



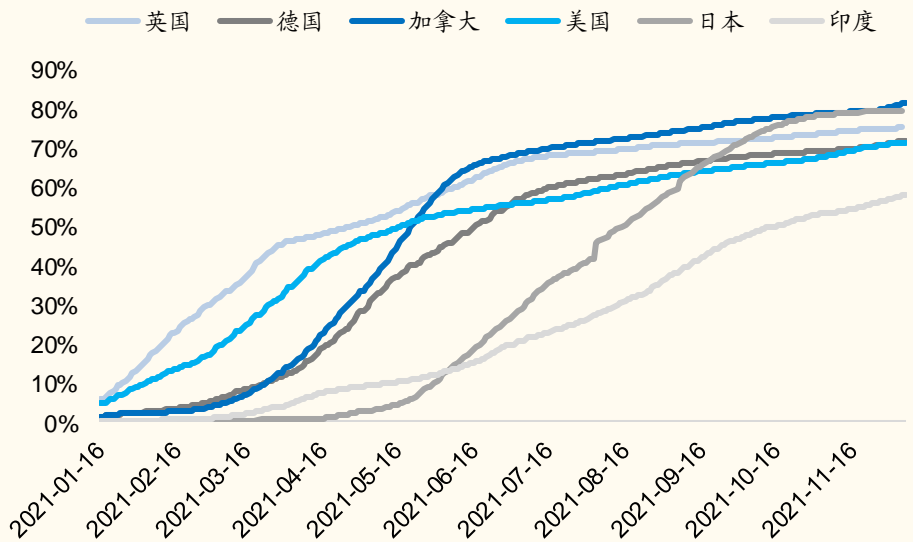
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 8: 欧洲主要国家新冠新增确诊病例再创新高



来源: Wind, 国金证券研究所

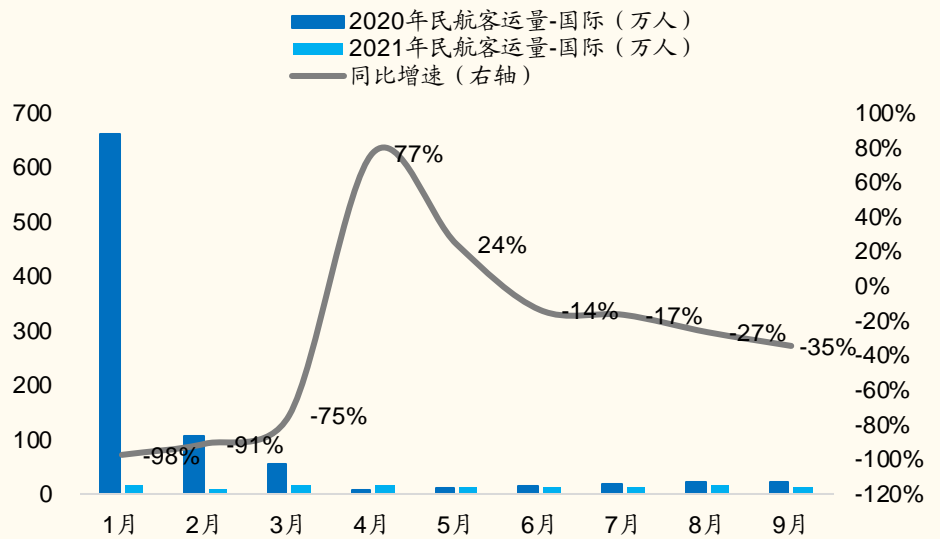
图表 9: 2021 年以来海外新冠疫苗接种率 (至少一剂次)



来源: Wind, 国金证券研究所

- **严控境外病例输入，国际线复苏尚需等待。**因海外疫情仍比较严峻，为控制境外疫情输入，我国仍采用“五个一”、“熔断”等政策控制国际航班数量。2021年4-5月，在疫情得到较好控制的情况下，民航国际客运量+77%/+24%至13.6万人/13.0万人。三季度，我国民航国际线客运量同比降幅均超过了10%。在国外疫情未得到有效控制的情况下，国际线复苏尚需等待。

图表 10: 国际航线民航客运量及同比增速



来源: Wind, 国金证券研究所

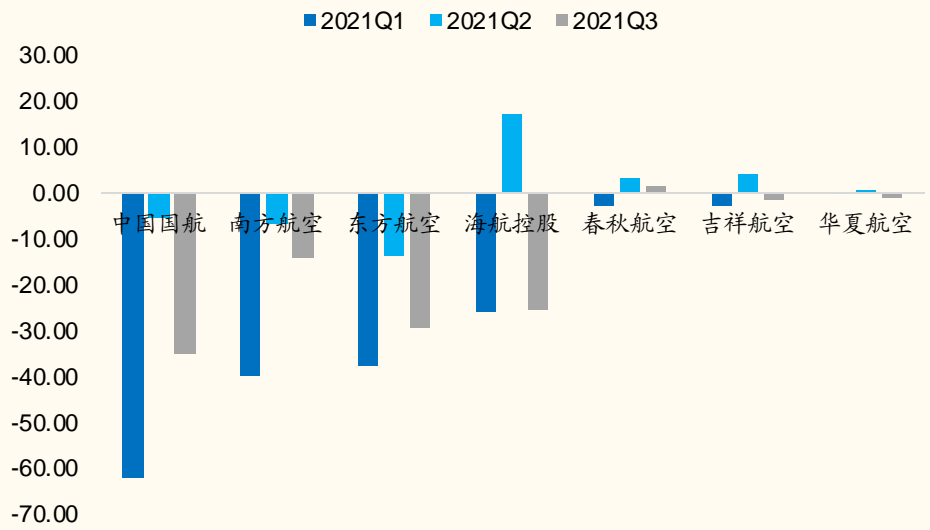
图表 11: 国际航班政策

政策	实施时间	内容
“五个一”国际航班政策	2020年3月29日	一家航空公司一个国家一条航线一周一班”，且航班需在3月12日发布的“国际航班信息发布（第5期）”的时间表里才能继续飞行。 奖励措施：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续3周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周1班，最多达到每周2班。
《关于调整国际客运航班的通知》	2020年6月8日	熔断措施：航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数达到5个的，暂停该公司该航线运行1周（12月16日修订为暂停运行2周）；达到10个的，暂停该公司该航线运行4周。“熔断”的航班量不得调整用于其他航线。“熔断”期结束后，航空公司方可恢复每周1班航班计划。

来源: 民航局, 国金证券研究所

- **三大航全年业绩承压，小航司二季度有所盈利。**受疫情影响，2021年前三季度三大航均未能实现盈利，二季度海航、春秋航空、吉祥航空、华夏航空实现盈利，三季度春秋航空实现盈利1.49亿元。小航司由于宽底机少，飞机利用率高，加之其成本管控好，得以实现二季度盈利。
- **2022年底国际和地区线有望先从港澳地区起逐渐放开，航司单季度净利润将逐渐改善。**考虑到Q4是传统淡季，各大航司全年业绩料将继续承压。由于疫苗和特效药逐渐普及，预计2022年年底国际线将逐渐恢复放开，明年航空业将实现复苏。

图表 12: 2021 年前三季度各航司单季度归母净利润 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

## 1.2 政策改革下航司票价改善, 供需有望进一步平衡

- 票价市场化改革不断推进。**2020 年 11 月, 民航局、发改委发布《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》, 明确自 2020 年 12 月 1 日起, 放开 3 家以上 (含 3 家) 航空运输企业参与经营的国内航线的旅客运输价格。改革后, 实行市场调节价的国内航线新增 370 条, 累计市场调节价航线达到约 1700 条, 市场决定价格的机制得到进一步强化。此前, 民航局先后于 2015 年、2016 年、2017 年和 2019 年发布了《关于印发实行市场调节价的国内航线目录的通知》。截至 2020 年底, 我国国内有 5581 条航线, 其中 1688 条航线实行市场调节价, 占比约为 30%。

图表 13: 价格市场化机制持续推进

年份	政策名称	简介
2004	《民航国内航空运输价格改革方案》	规定国内航空运价以政府指导价为主, 政府价格主管部门由核定航线具体票价转变为确定航空运输基准价+浮动幅度 (0.75 元/客公里+上浮不超过 25%及或下浮不超过 45%), 并批准 94 条短途航线实行市场调节价
2010	《关于民航国内航线头等舱、公务舱票价改革有关问题的通知》	国内航空公司头等舱、公务舱的票价, 从当年 6 月 1 日起实行市场调节价, 各航空公司可以根据市场状况自主定价
2014	《关于进一步完善民航国内航空运输价格政策有关问题的通知》	放开民航国内航线货物运输价格, 进一步放开相邻省份之间与地面主要交通运输方式形成竞争的部分短途航线旅客运输票价; 在 2004 年的旧标准基础上对基准票价的计算公式做了更新, 普通航线旅客运输基准票价最高水平=LOG (150, 航线距离×0.6) ×航线距离×1.1; 高原航线旅客运输基准票价最高水平=LOG (150, 航线距离×0.6) ×航线距离×1.3; 航空公司可以基准票价为基础, 在上浮不超过 25%、下浮不限的浮动范围内自主确定票价水平

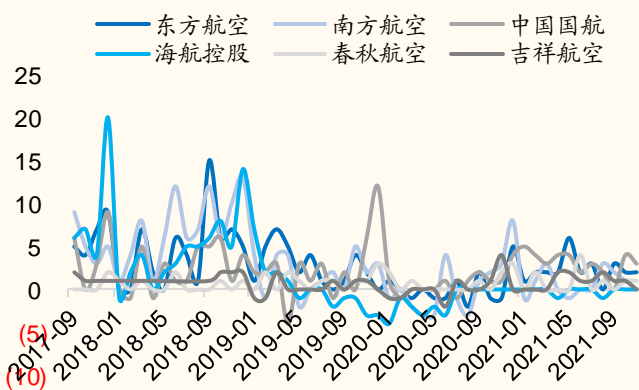


2016	《关于深化民航国内航空旅客运输票价改革有关问题的通知》	进一步扩大市场调节价航线范围，800公里以下航线、800公里以上与高铁动车组形成竞争航线旅客运输票价交由航空公司依法自主制定，此次政策新增市场调节价国内航线375条
2017	《关于进一步推进民航国内航空旅客运输价格改革有关问题的通知》	有5家及以上航空运输企业参与运营的国内航线，国内旅客运价要实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。每航季调整的航线条数，原则上不得超过本企业上个航季运营实行市场调节价航线总数的15%，不足10条航线的最多可以调整10条，运价涨幅不得超过10%。此次政策新增市场调节价国内航线306条
2020	《关于进一步深化民航国内航线运输价格改革有关问题的通知》	3家以上（含3家）航空运输企业参与运营的国内航线，国内运价实行市场调节价，由航空运输企业依法自主制定。

来源：中国民航局，国金证券研究所

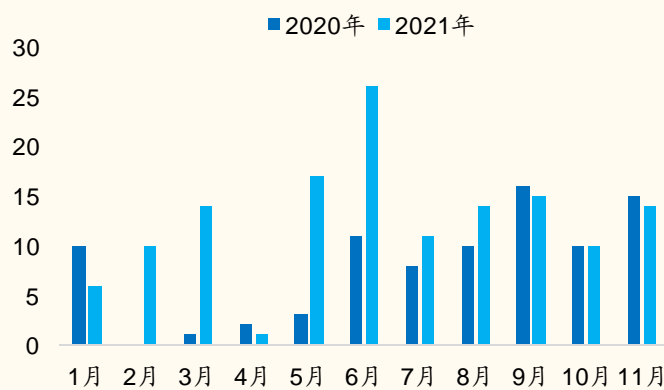
- **实施市场调节价后，多条热门航线票价上浮，预计未来票价持续上涨。**以“黄金航线”京沪线为例，2018年京沪航线两次上调了经济舱全价票，由年初的1240元上调至年末的1490元，2019年京沪线继续上调经济舱全价票至1630元，2021年继续上调至1790元。考虑到京沪航线商务旅客占比高，价格敏感度低，随着客运需求的增强，供需关系将持续收紧，京沪航线未来逐步提价是大概率事件。对于淡季而言，航司可以通过折扣力度实现供需平衡，对航司收入和利润的影响不大，而旺季时航空出行的需求提升，全价票上调有助于航司提高收入，增厚利润。长期看随着疫情逐步控制，航空业复苏，票价市场化有助于公平竞争，在旺季时增加航司的利润弹性。
- **各大航司供给较去年上升，但仍处于低位。**受疫情影响，多数航司均放缓了飞机引进节奏。以三大航为例，2021年1-11月，东航、南航、国航新增飞机数量分别为25/8/34架，较2020年全年的2/5/9架有所上升，但仍低于疫情前（以2019年为例）的32/22/29架。疫情压制飞机引进速度，随着疫情缓解和国际线恢复，供需有望迎来改善。未来三年，各大航司飞机引进计划也处于低位。

图表 14：三大航新增飞机数量减少（当月值，架）



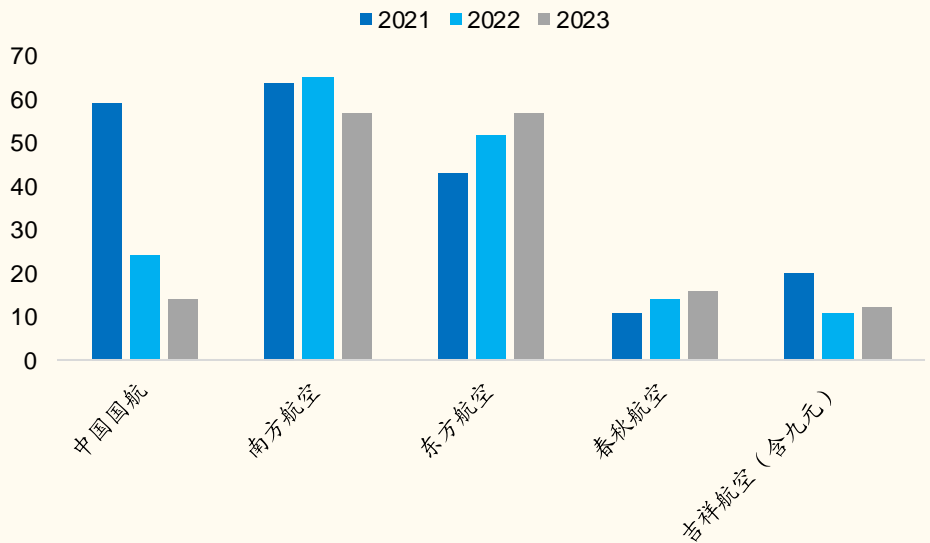
来源：Wind，国金证券研究所

图表 15：民航逐月客机引进数量



来源：民航休闲小站，国金证券研究所

图表 16: 未来三年各大航司飞机引进计划



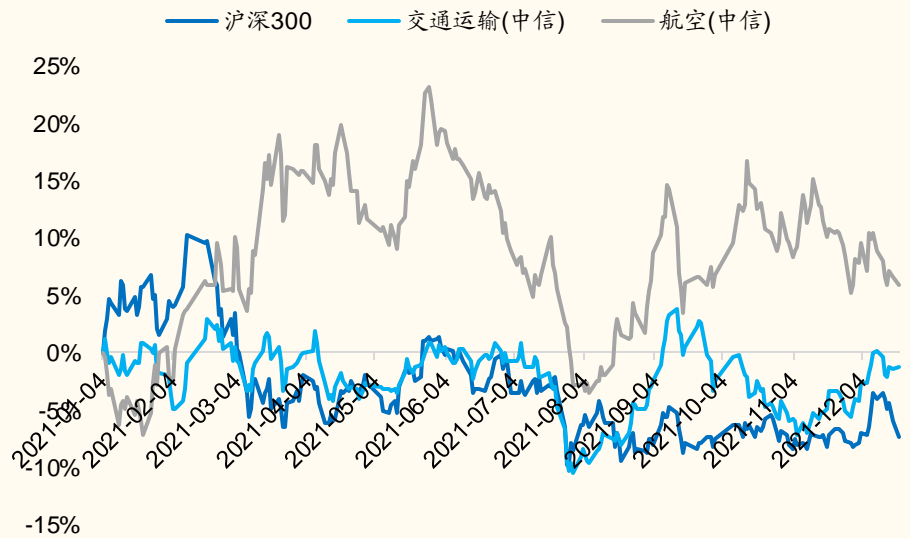
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 新冠疫苗特效药研发进展顺利, 疫情有望进一步控制。**新冠特效药的研发陆续取得成功, 2021年10月1日, 全球制药巨头默沙东宣布, 在对有暴露风险的、轻度至中度新冠肺炎非住院成年患者开展的三期研究临床试验进行的期中分析结果中, 相比安慰剂, 其在研抗病毒口服药物莫努匹韦(Molnupiravir)将住院或死亡的风险降低约50%。2021年11月5日, 辉瑞新冠口服药也获得进展, II/III期临床试验的中期分析结果显示, 口服该公司新型抗病毒药物PAXLOVID的新冠患者与安慰剂对照组相比, 能降低89%的住院和死亡风险。2021年12月8日, 国家药监局应急批准腾盛博药旗下非全资附属公司的新冠病毒中和抗体联合治疗药物——安巴韦单抗注射液(BRII-196)和罗米司韦单抗注射液(BRII-198)注册申请, 这是我国首家获批的自主知识产权新冠病毒中和抗体联合治疗药物。特效药的不断研制疫情有望进一步控制。

### 1.3 投资策略: 供需有望改善, 重点关注春秋航空、吉祥航空

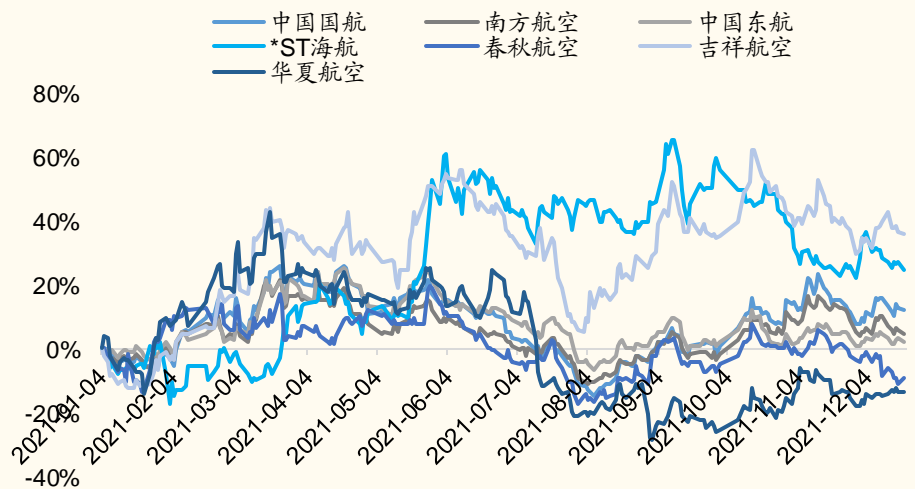
- 航空指数年初至今上涨 5.85%, 跑赢交通运输指数及沪深 300。**各航司的市场表现差异显著, 其中吉祥航空由于一二线城市的特色化、差异化布局, 展现出更强的抗跌性和更快的复苏势头, 累计收益率为 36%; 国有三大航平均涨幅为 6%。
- 我国航空市场仍处在周期底部, 未来 1-2 年航空或能够重塑繁荣周期。**随着压制下的需求持续反弹、国际航线放开、飞机供给放缓, 航空业整体供需结构有望改善, 未来 1-2 年航空或能够重塑繁荣周期。

图表 17: 航空指数、交通运输指数及沪深 300 自年初至今的累计收益率



来源: Wind, 国金证券研究所 注: 截止至 20211220

图表 18: 上市航空公司自年初至今的累计收益率



来源: Wind, 国金证券研究所注: 截止至 20211220

- **投资策略:** 我们长期看好中国航空业的发展, 建议重点关注民营航司春秋航空、吉祥航空, 关注处于估值底部的三大航。①中国低成本航空市场潜力巨大, 随着航空市场化改革的推进, 春秋航空将继续展示出众盈利韧性; ②吉祥航空获得优质时刻, 成本管控能力较强, 双品牌运行发展空间较大; ③受疫情影响, 三大航 PB 估值处在底部, 随着未来航空业逐步复苏, 供需结构改善, 三大航的业绩及估值水平将有望恢复。

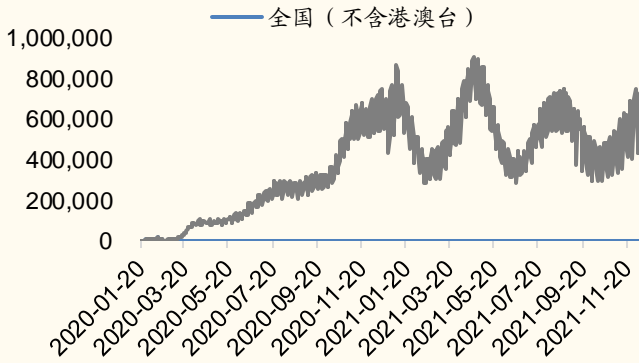
## 二、机场: 疫情反复, 盈利恢复仍需等待

### 2.1 新冠疫情出现反复, 政策依旧严格

- “五个一”政策实施, 国际航班仍然维持低位。国内新冠疫情出现反复, 海外疫情发展迅速, 为了从源头上遏制疫情通过航空运输输入境内, 中国

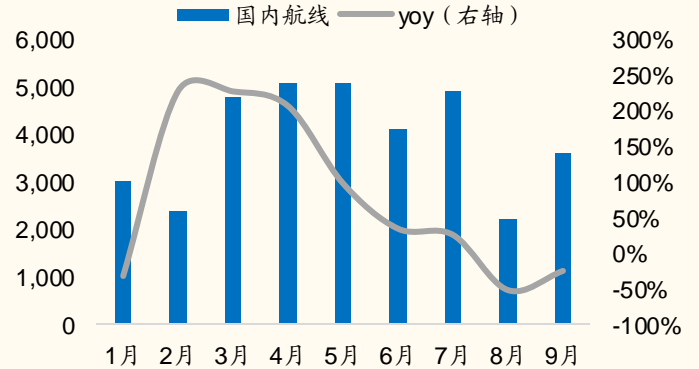
民航局于2020年3月26日发布《关于疫情防控期间继续调减国际客运航班量的通知》，自2020年3月29日开始实施的“一家航空公司一个国家一条航线一周一班”的国际航班政策，俗称为“五个一”政策。政策实施之前参与“五个一”航班运营的有19家国内航空公司和28家外国航空公司，我国国际客运航班每周134班，政策实施之后我国入境旅客从日均2.5万人以上降至3000人左右。自2020年6月8日起，所有未列入“第5期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择1个具备接收能力的中国口岸城市，每周运营1班国际客运航线航班。目前，每月各家航空公司国际航线经营许可、临时加班和包机均需获得民航局的审批，短期看国际和地区的航班量暂时不会显著恢复。

图表 19: COVID-19 新增确诊病例 (例)



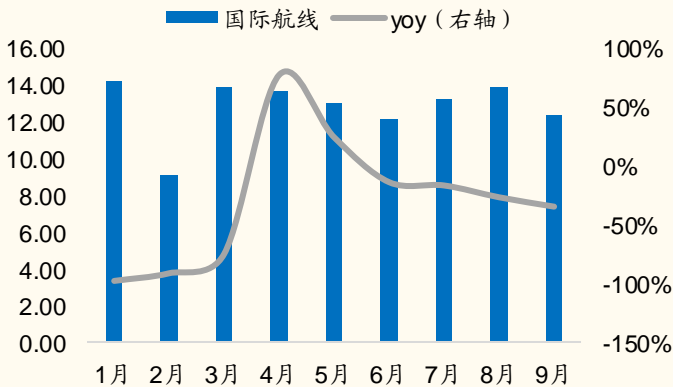
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 20: 2021 年 1-9 月国内航线旅客运输量 (万人)



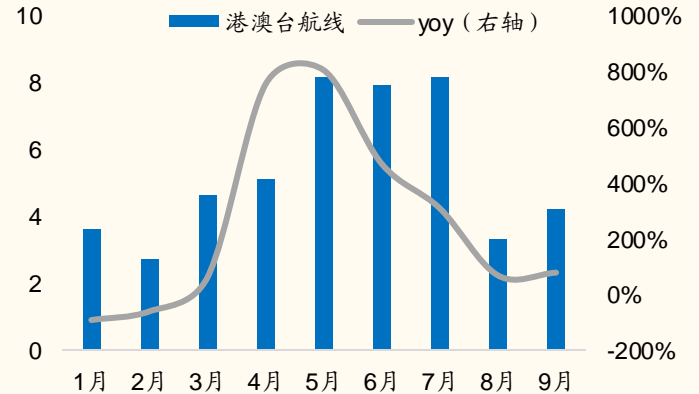
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 21: 2021 年 1-9 月国际航线旅客运输量 (万人)



来源: Wind, 国金证券研究所

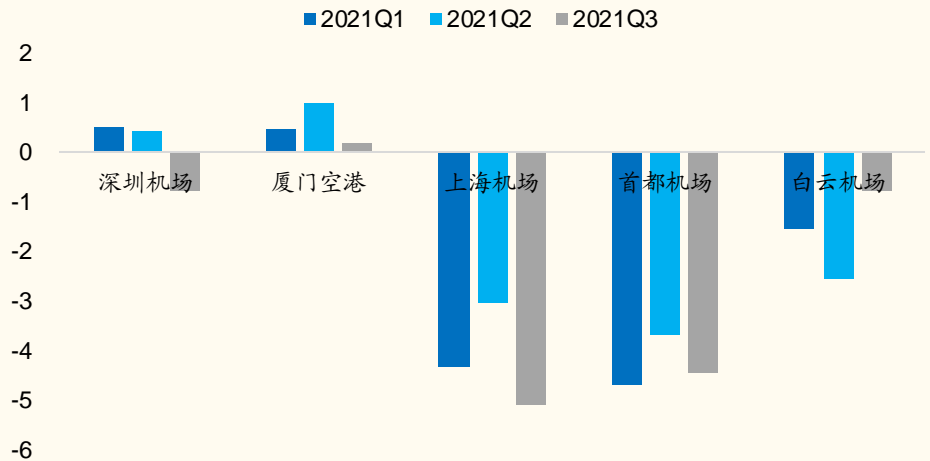
图表 22: 2021 年 1-9 月港澳台航线旅客运输量 (万人)



来源: Wind, 国金证券研究所

- 随着疫情常态化，国内机场逐步企稳。2021年，上海机场、首都机场、白云机场三大机场仍处于亏损状态，但深圳机场、厦门空港逐步恢复盈利，2021Q1~3，深圳机场、厦门空港归母净利润分别为0.12亿元和1.63亿元。

图表 23: 2021 年前三季度各机场单季度归母净利润 (亿元)

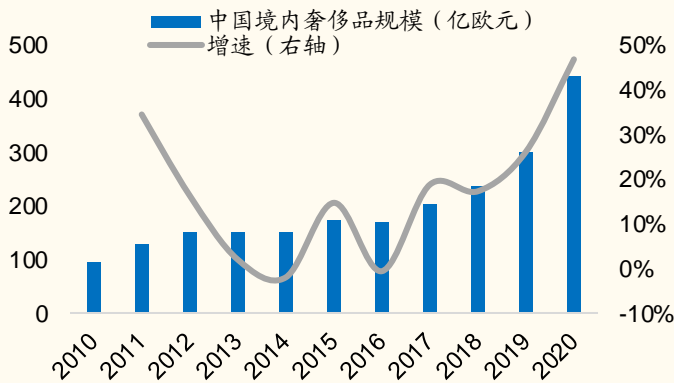


来源: Wind, 国金证券研究所

## 2.2 国家政策支持做大免税市场, 机场免税渠道不可替代

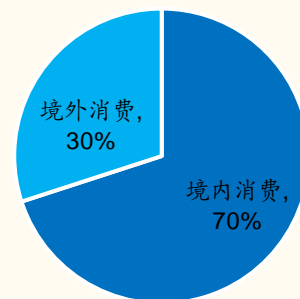
- 中国消费者境内奢侈品消费占比 7 成。2020 年全球奢侈品市场规模约 2607 亿欧元, 同比下降 23%, 中国内地奢侈品消费有望逆势上扬 48%, 达 440 亿欧元。2020 年中国消费者在境外的奢侈品购买比例从 2019 的 70% 下降到 30%, 现在更多的奢侈品消费发生在国内市场。

图表 24: 中国人境内奢侈品消费额 (亿欧元)



来源: 贝恩, 国金证券研究所

图表 25: 2020 年我国消费者奢侈品消费渠道划分

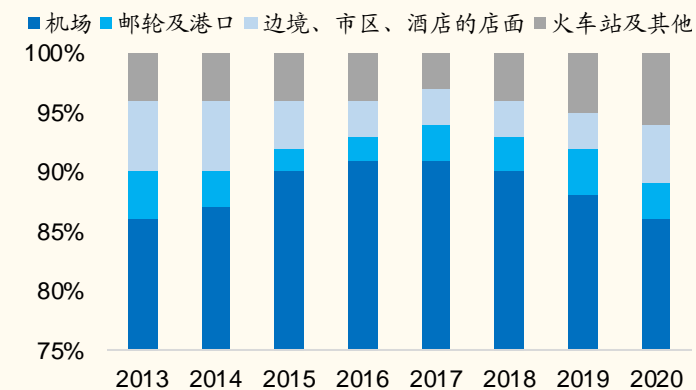


来源: 贝恩, 国金证券研究所

- 免税商品价格优势明显, 发展潜力大。免税产品主要是免征关税、进口环节税的进口商品和实行退(免)税(增值税、消费税)进入免税商店销售的国产商品, 相当于专柜价格的 70%, 相比而言很具有价格优势。随着出境旅客数量的逐年增长, 相应的消费群体增加进而带动机场免税市场的发展。
- 免税渠道中机场占一半以上。根据世界最大的免税集团 dufry 在其官网公布的年报数据, 2020 年机场销售渠道占比高达 86.1%, Generation Research 的数据说明在全球免税零售渠道中, 机场占比高达 55.4%。我国各大机场人均免税消费额仍然较低, 未来还有很大的提升空间, 我们长期看好机场免税市场。机场免税消费有其独特的消费场景, 虽然疫情影响

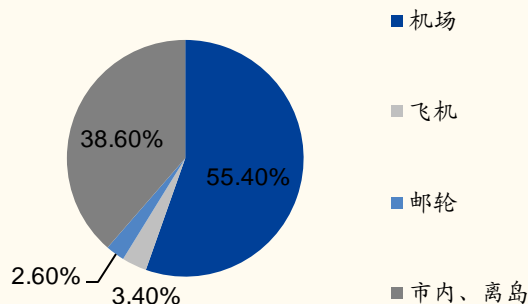
使得出入境旅客大幅减少，削减了机场渠道的销售额，但我们认为仅是短期影响，疫情恢复之后，机场在免税渠道中仍然占据重要地位，不会改变长期的免税品销售渠道格局。

图表 26: dufry 销售渠道



来源: dury 官网, 国金证券研究所

图表 27: 全球免税零售渠道占比



来源: Generation Research, 国金证券研究所

- **海南离岛免税政策大幅放宽，有利于激活免税市场。** 财政部、海关总署、税务总局发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，自 2020 年 7 月 1 日起实施。与此前政策相比，该政策更加宽松，增加了电子消费产品等 7 类消费者青睐的商品，仅限定化妆品、手机和酒类产品的单次购买数量，这有利于激活免税市场。离岛免税政策免税税种为关税、进口环节增值税和消费税。我们认为国家大力支持海南离岛免税，对机场免税影响较小，主要理由是机场的购物场景是针对出入境旅游人群，离岛免税更多是替代韩国免税代购以及针对前往海南旅游人群。目前机场仅 8000 元/年的免税购物额度，国家支持免税产业发展，预期将提高机场免税购物额度。2021 年 2 月 2 日，财政部、海关总署、税务总局发布《关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告》，自公布之日起实施，海南离岛免税购物可邮寄提货，提货方式的增加将进一步激活免税市场。美兰空港作为国内唯一离岛免税机场标的，随着客流量的不断扩大，通过离岛免税方式实现流量的高效变现。

图表 28: 海南离岛旅客免税购物政策

序号	调整内容
1	免税购物额度从每年每人 3 万元提高至 10 万元。
2	离岛免税商品品种由 38 种增至 45 种。
3	取消单件商品 8000 元免税限额规定。
4	以额度管理为主，大幅减少单次购买数量限制的商品种类。
5	鼓励适当竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。
6	加强事中事后监管，明确参与倒卖、走私的个人、企业、离岛免税店将承担的法律风险。

来源: 国家税务总局, 国金证券研究所

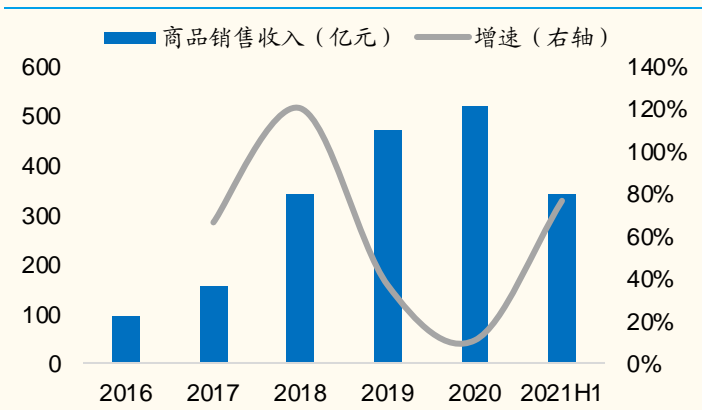
图表 29: 关于增加海南离岛旅客免税购物提货方式的公告

序号	调整内容
1	离岛旅客凭有效身份证件和离岛信息在离岛旅客免税购物商店（含经批准的网上销售窗口）购买免税品时，除在机场、火车站、码头指定区域提货外，可选择邮寄送达方式提货。选择邮寄送达方式提货的，收件人、支付人和购买人应为购物旅客本人，且收件地址在海南省外。离岛免税商店应确认购物旅客符合上述要求并已实际离岛后，一次性寄递旅客所购免税品。
2	岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取，返岛提取免税品时须提供本人有效身份证件和实际离岛行程信息。离岛免税商店应确认提货人身份、离岛行程信息符合要求后交付免税品。

来源：国家税务总局，国金证券研究所

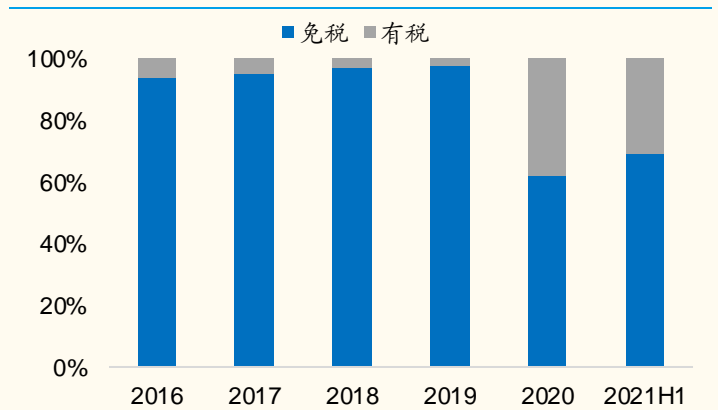
- **中免表现亮眼，渠道建设持续推进。**2021H1,中免商品销售收入+77%至340.19 亿元。公司积极拓展线上业务，有税商品销售收入达到 105.66 亿元；同时公司充分把握海南离岛免税新政实施的政策机遇，离岛免税业务同比实现较大幅度增长。

图表 30: 中免商品销售业务收入 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 31: 中免免税、有税占比情况

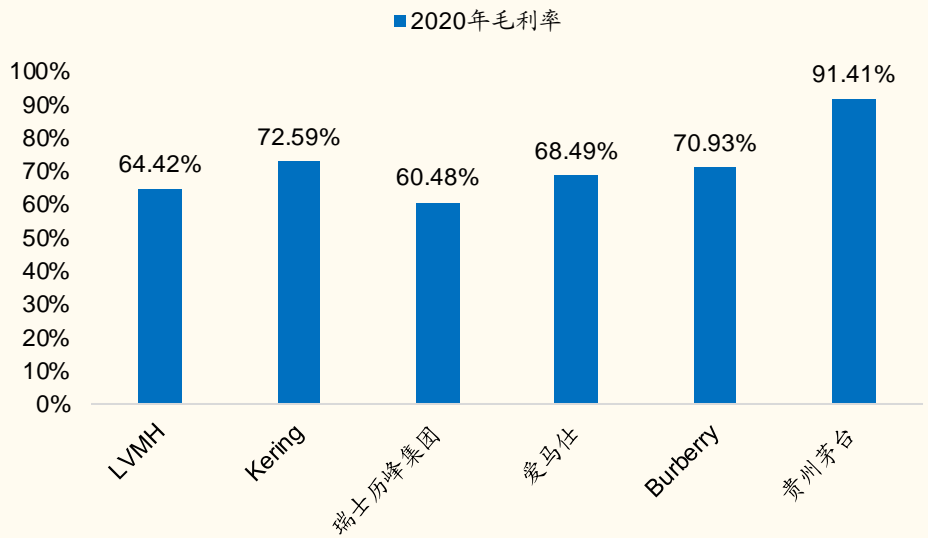


来源：Wind，国金证券研究所

### 2.3 奢侈品进驻机场，有税价值凸显

- **奢侈品具有高溢价、稀缺性、独特性等特点。**奢侈品并非生活必需品，品牌是奢侈品消费者最为看重的因素，奢侈品品牌以其稀缺性、独特性抓住消费者的消费欲望，巩固品牌地位，因此奢侈品品牌溢价能力强，毛利高。2020 年，全球几大奢侈品公司的毛利率均处于 60%以上。

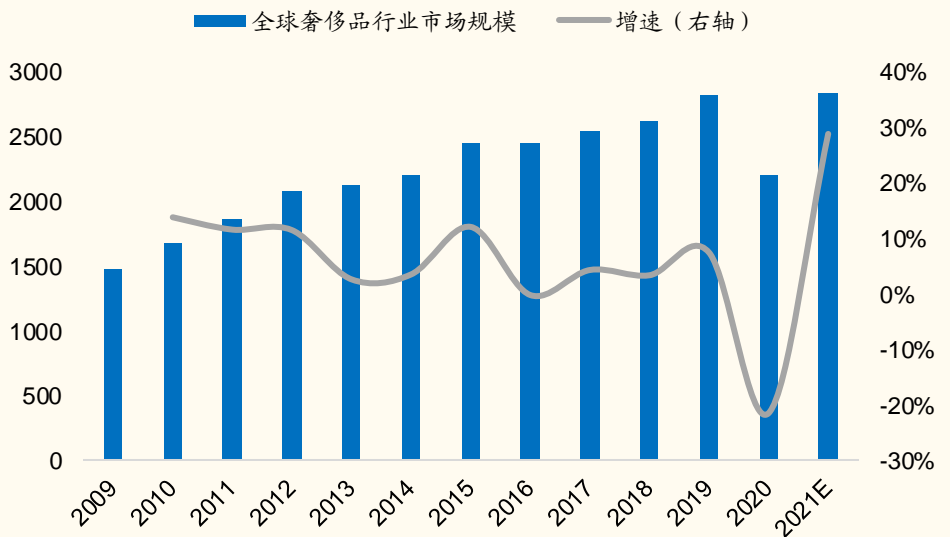
图表 32: 全球几大奢侈品公司的毛利率均处于 60%以上



来源: Wind, 国金证券研究所

- **2020 年奢侈品行业受疫情影响规模下降, 贝恩预计 2021 年将出现大幅反弹。**全球奢侈品市场规模波动上升, 2009-2019 年复合增长率为 7%。2020 年受疫情影响, 全球奢侈品市场规模-22%至 2200 亿欧元。但随着疫情可控, 中国和美国市场强势拉动 2021 年全球奢侈品市场规模+29%至 2830 亿欧元, 全球奢侈品规模目前已恢复至 2019 年水平。

图表 33: 全球奢侈品行业市场规模 (亿欧元)



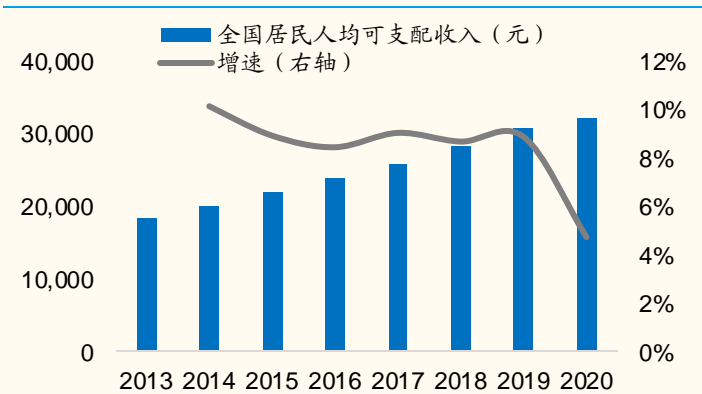
来源: 贝恩, 国金证券研究所

- **中国消费者需求旺盛, 中国人成为全球最大的奢侈品买家。**我国居民人均可支配收入持续增长, 2020 年+4.7%至 32189 元。2019 年前我国居民消费支出也逐年增加, 2020 年受疫情影响有所下滑。贝恩咨询数据显示, 中国人奢侈品消费占比逐年提升, 由 2000 的 1%提升至 35%, 中国人成为全球最大的奢侈品买家。我国消费者奢侈品消费渠道划分, 境内占比逐年提升, 2019 年扩大至 32%, 2020 年受疫情影响出行受限, 境内占比高达



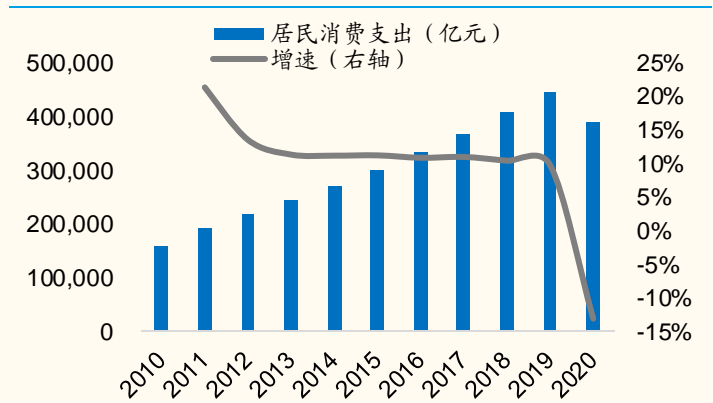
70%，预计 2025 年将恢复至 55%。

图表 34: 全国居民人均可支配收入 (元)



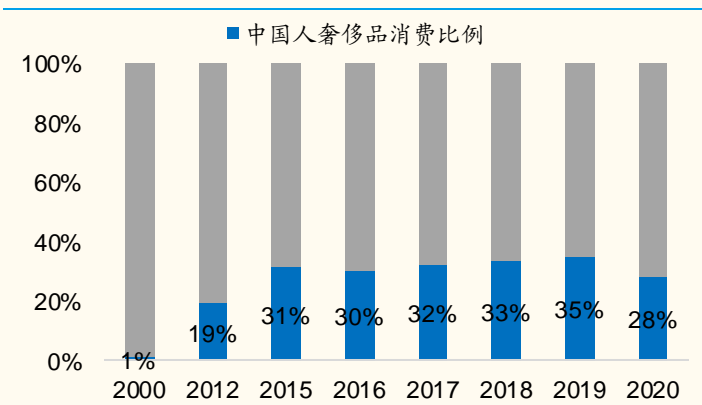
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 35: 居民消费支出 (亿元)



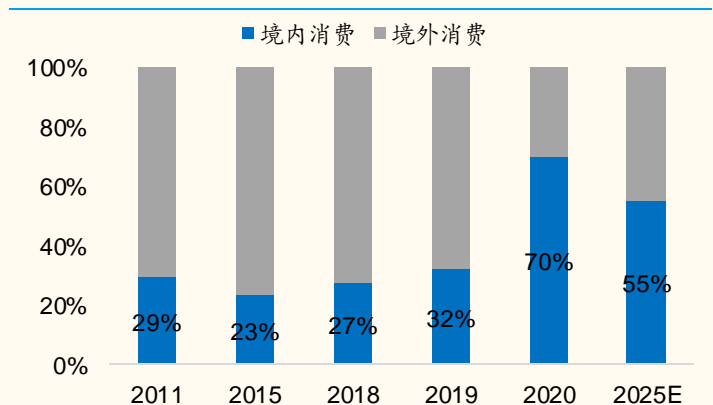
来源: Wind, 国金证券研究所

图表 36: 我国奢侈品消费比例逐年提升



来源: 贝恩, 国金证券研究所

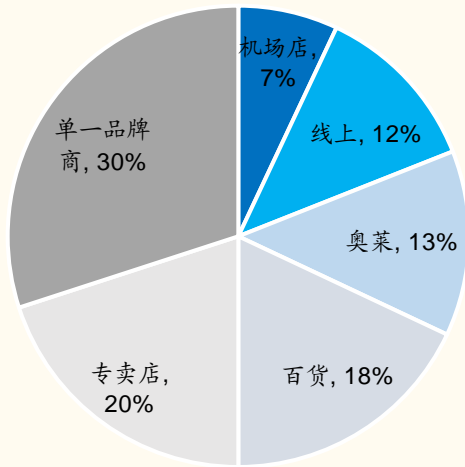
图表 37: 我国消费者奢侈品消费渠道划分



来源: Wind, 国金证券研究所

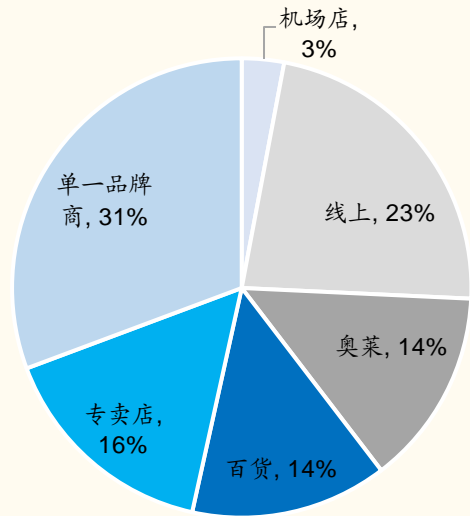
- 国内奢侈品机场渠道市场份额提升，奢侈品新增机场店。从销售渠道来看，受疫情影响，线上渠道占比由 2019 年的 12% 提升至 2020 年的 23%。2018-2019 年间，奢侈品机场店销售额增速达到 11%，为增长最快的渠道，占比提升至 7%。奢侈品牌对机场渠道、中国市场的重视程度均显著提升。今年 10 月，路易威登已中标白云机场 T2 航站楼有税商业，奢侈品进驻机场，有税渠道价值凸显。

图表 38: 2019 年奢侈品市场各销售渠道份额占比



来源: 贝恩, 国金证券研究所

图表 39: 2020 年奢侈品市场各销售渠道份额占比

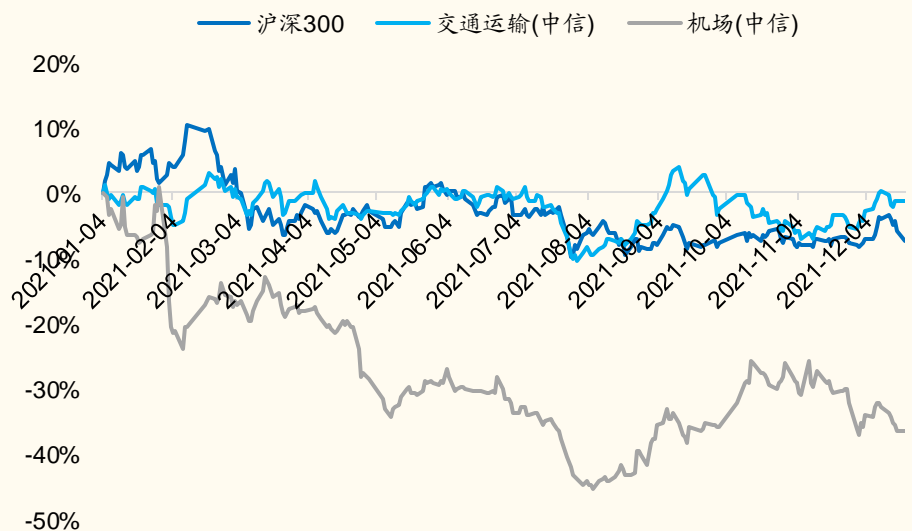


来源: 贝恩, 国金证券研究所

## 2.4 投资策略: 短期业绩承压, 但长期价值依旧

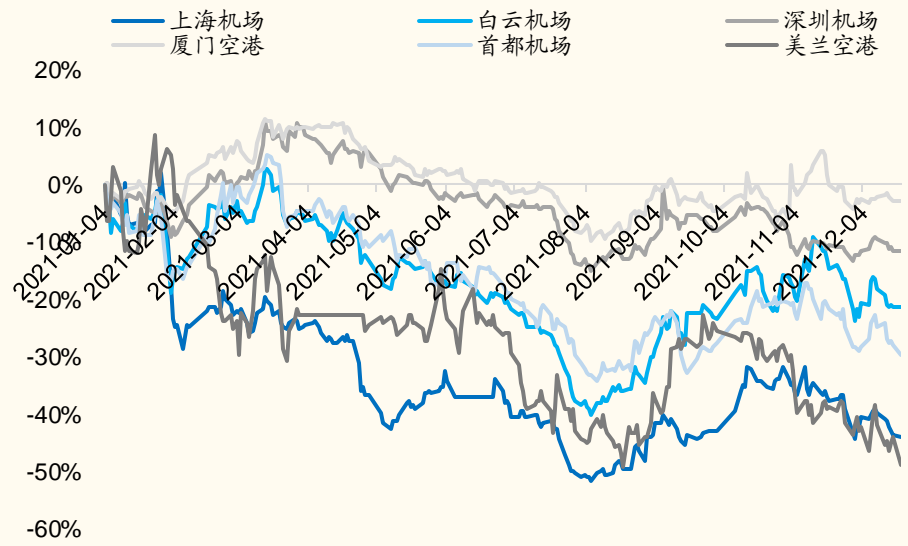
- 长期投资价值凸显。**机场指数 2021 年初至今下跌 36.59%，跑输沪深 300 指数和交运指数。疫苗研发取得重大进展，辉瑞、Moderna 疫苗有效性超过 90% 以上，后续出入境限制政策有望放松，国际航班边际有望改善，由于机场商业模式和成长性较好，短期受疫情影响但从长期来看机场板块投资价值凸显，建议重点关注上海机场、白云机场、美兰空港。

图表 40: 机场板块行情



来源: Wind, 国金证券研究所注: 截止至 20211220

图表 41: 主要机场上市企业 2021 年至今涨跌幅



来源: Wind, 国金证券研究所注: 截止至 20211220

### 三、风险提示

**1、疫苗研发普及进程低于预期风险。**疫苗研发普及进程与出入境限制政策放开有密切关系，若进程低于预期，则航空运输相关企业恢复将低于预期。

**2、宏观经济增速低于预期风险。**交通运输业与宏观经济紧密联系，如果宏观经济低于预期则航空出行亦会承压。

**3、人民币汇率贬值风险。**航空公司存在大量美元负债，人民币汇率贬值则影响航司利润水平。

**4、油价大幅上涨风险。**交通运输行业成本主要是燃油，如果油价持续上行则会影响物流企业利润水平。

**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；

中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；

增持：预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%；

中性：预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%；

减持：预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402