

如何看待三大枢纽免税补充协议的差异？

核心观点

- **白云机场与中国中免签订免税补充协议。**1) 公司确认 2020 和 2021 年全年免税租金分别为 2.96 亿、1.23 亿元，与公司当年确认收入金额不存在重大差异；2) 对于 2021 年 1 月 1 日起经营权转让费，原协议经营权转让费收取模式不变，对原协议的月保底销售额进行调整，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数，以客流是否达到 2019 年的 80% 为界，作为是否执行月保底销售额递增条款的条件；3) 进境免税店项目租赁期限延长至 2029 年 4 月 25 日。4) 对公司而言，20-21 年实际租金比保底租金大幅减少，但明显好于客流下滑幅度，同时公司在此前年报中已计提这部分影响，对公司业绩影响较小。同时公司维持了此前的经营权转让费收取模式，即保底与提成取高模式，保留了合同期间免税收入弹性，此外进境免税店租赁期限延长至 2029 年，较长的经营年限增强公司业绩稳定性和确定性。
- **三大枢纽补充协议有何不同？**原合同三家机场均为月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式。对比三家机场补充协议，上机与白云均划定了分界条款，也均约定了客流调节系数和开业面积系数，但达成条件后的租金确认方式却有较大不同，双方最大的差异在于上海机场设置了年销售提成“封顶”。在国际客流尚未大幅恢复阶段，双方均按照实际客流并通过客流和面积调节系数做调整并无本质差异，但当客流恢复较大时，上海机场取消了原保底与实际销售提成取高模式，而将此前的“保底”销售额转而设置为“封顶”销售额；而白云机场依然维持了原有的经营权转让费收取模式，保持了提成弹性。综合测算下，以相对保守的假设（即白云人均贡献维持 2019 年水平），随着客流增长，双方在实际弹性上并无显著差异，但人均贡献较 2019 年大幅增长时，上海机场在合同到期的 2025 年之前无法享受人均贡献提升带来的弹性，而白云机场则依然保持弹性。对于首都机场，我们认为首都机场与中免/日上或与白云类似，并未更改之前的免税主合同提点方式，而是以协商减免的方式约定疫情期间每一合同年度的免税经营费。
- **三大枢纽补充协议的差异说明了什么？**我们认为疫情下各机场对于免税业务不同的处理办法并无孰对孰错或有待观察。其本质是各机场管理方从自身角度出发，对于未来疫情消除后，各自客流恢复进程、免税变现能力和空间、整体竞争格局的综合判断的差异。对于上机，补充协议是与日上强强联合，双方利益最大化的必然选择；对于白云，相对较低的经营水平使得公司经营策略相对灵活，选择余地较大，同时对于中免，白云较低的保底金额也相对易于接受。**展望后续，我们认为后疫情时代，机场管理方需要思考未来如何能够维持和延续机场免税商业在疫情前的竞争优势。**基于疫情以来强化国内消费市场，刺激和扩大内需，服务内循环的政策基调，我们认为后疫情时代，**机场免税或有三大方向：**1) 政策端额度和品类预计会有较大规模放松；2) 渠道提成比例预计中枢下移；3) 机场免税业态或跳出航站楼地理局限，与线上、有税商业、市内免税店等相结合。

投资建议与投资标的

- **静待客流回归，枢纽价值重塑。**机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑，建议关注上海机场(600009, 未评级)、白云机场(600004, 未评级)

风险提示

宏观经济不及预期、疫情冲击超预期、政策不及预期、免税行业竞争超预期、相关假设测算偏差风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

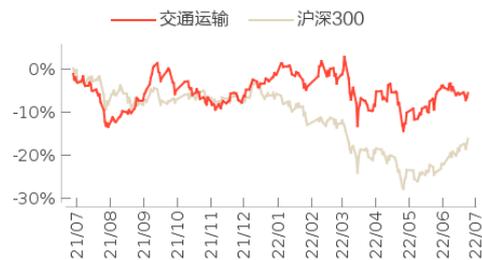
中国

行业

交通运输行业

报告发布日期

2022 年 06 月 26 日



证券分析师

刘阳

liuyang6@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522030001

相关报告

- 把握行业确定性恢复，布局高弹性和高壁 2022-06-14
- 全品种：交通运输行业 2022 年中期策略报告
- 当前时点如何看待航空板块？ 2022-05-30
- 周期弹性、格局改善和价值重塑：后疫情时代的投资逻辑之航空机场 2022-05-12

目录

白云机场与中国中免签订免税补充协议	4
三大枢纽补充协议有何不同?	5
三大枢纽补充协议的差异说明了什么?	9
投资建议: 静待客流回归, 枢纽价值重塑.....	11
风险提示.....	12

图表目录

图 1：原合同和补充协议对比	5
图 2：三大枢纽原免税合同	5
图 3：三大枢纽免税销售额对比（亿元）	6
图 4：三大机场免税收入对比（亿元）	6
图 5：三大枢纽机场国际+地区旅客（万人次）	6
图 6：上海机场与白云机场补充协议对比	7
图 7：上海机场与白云机场补充协议执行效果对比	7
图 8：上海机场补充协议年度保底销售提成	9
图 9：疫情以来免税等领域政策加码	10
图 10：后疫情时代机场免税三大方向	11

6月24日，白云机场与中国中免分别公告，双方签订进出境免税店项目经营合作补充协议。至此北上广三大国际枢纽均与中免/日上就疫情以来免税经营合同执行/租金给付达成协议。

未来方向其中：机场免税业态或跳出航站楼地理局限，与线上、有税商业、市内免税店等相结合。市内免税店等其他免税业态的丰富，是否会对机场免税形成分流？若存在分流竞争等影响，请加入风险提示

白云机场与中国中免签订免税补充协议

补充协议签订背景：

受新冠疫情影响，广州白云国际机场国际出入境旅客吞吐量大幅减少，为合法合理解决免税租金收取问题，有效化解合同执行风险，确保公司免税业务的收益和长远发展，经双方协议一致，公司决定与广州新免税品有限公司签订《广州白云国际机场进出境免税店项目经营合作补充协议》。

协议主要内容：

1、公司确认 2020 和 2021 年全年免税租金分别为 2.96 亿、1.23 亿元，与公司当年确认收入金额不存在重大差异；2022 年及其后年度免税租金收入的实现很大程度上取决于疫情的进展及白云机场国际航线客流的恢复情况，具有不确定性。

2、对于 2021 年 1 月 1 日起经营权转让费，原协议经营权转让费收取模式不变，调整原协议月保底销售额。

原协议经营权转让费收取模式为月保底经营权转让费（月保底销售额基数 × 合同约定提成比例）与月销售额提成额取其高。

补充协议对原协议的月保底销售额进行调整，设置月客流比例系数和月实际开业面积系数，

月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数} \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$ 。

月客流调节系数：月客流比例 = 白云机场当月实际国际客流量 ÷ 白云机场 2019 年月均国际客流量。月客流调节系数根据月客流比例进行调节，调节系数从 0-1 不等。

月面积调节系数 = 当月实际开业店铺面积 ÷ 合同约定店铺总面积。当月面积调节系数不低于同月客流调节系数。

双方协议 2021 年的月保底销售额基数执行 2019 年 12 月的月保底销售额，

以后年度当 $(\text{上年度国际客流量} \div \text{2019 年国际客流量}) < 0.8$ 时，执行上年度的月保底销售额基数，不执行原协议中年保底销售额的递增条款，

当 $(\text{上年度国际客流量} \div \text{2019 年国际客流量}) \geq 0.8$ 时，则本年度的月保底销售额以上年度的月保底销售额基数作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。

3、其他约定：1) 受疫情影响未装修开业的进境免税店，双方同意疫情恢复后开业时调整当年的月保底销售额基数 Y，并相应收取管理费；2) 将原协议月保底销售额基数 Y 的年递增额调整时

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

间统一修改为每年的 1 月 1 日；3) 对进境免税店项目租赁期限进行调整，截止日期变更为 2029 年 4 月 25 日。

与原合同有哪些变化：

根据白云机场在 17 年 5 月和 10 月与中免分别针对 T1+T2 的进境免税店和 T2 的出境免税店经营合作权发布公告，我们对调整前后免税协议进行对比：（按照合同规则 and 实际经营情况进行测算，实际金额或有少量出入）

图 1：原合同和补充协议对比

	2020年	2021年	2022年及以后	说明
原合同	参考2019年实际销售额，预计20年月保底销售额约为1.2亿，相应全年保底免税租金预计约5.3亿	参考2020年实际销售额，预计21年月保底销售额约为1.27亿，相应全年保底免税租金预计约5.6亿	参考2021年实际销售额，预计22年月保底销售额约为1.35亿，相应全年保底免税租金预计约6.0亿	按照原合同，疫情期间虽然销售额大幅下降，但 月保底销售额逐年至少增长6%
补充协议	2.96	1.23	<p>月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数 } Y \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$。</p> <p>假设22年国际+地区客流与21年持平即68.8万人，为19年的3.67%，假设客流调节系数=客流比例，面积调节系数为1，对应月保底销售额约1.2亿，则对应全年租金约0.2亿，参考21年补充协议约定金额，预计客流调节系数有较大调节余地。</p>	当年国际客流低于2019年80%时，月保底销售额执行上一年度月保底销售额基数， 不执行递增条款即至少6%增长。
减免比例	44.2%	78.0%		

数据来源：公司公告、东方证券研究所

对公司影响：

- 1) 比较上表，按照补充协议，白云机场 2020-2021 年收到的免税租金相比保底租金大幅减少，但明显好于客流下滑幅度，双方对疫情下的实际租金给付金额有较大的协商余地。此外实际金额与公司当年确认收入不存在重大差异，即公司在此前年报中已计提这部分影响。
- 2) 公司维持了原合同的经营权转让费收取模式，即保底与提成取高模式，即保留了客流恢复期的免税收入弹性；
- 3) 进境免税店租赁期限进行调整，截止日期变更为 2029 年 4 月 25 日。较长的经营年限增强公司业绩稳定性和确定性。

三大枢纽补充协议有何不同？

疫情前 17-18 年，三大枢纽先后进行了免税店招标，首都和上机凭借更多的出入境客流、更强的区位优势 and 枢纽地位，新合同在保底租金和提成比例相比此前大幅提升，而白云虽也有较大提升，但鉴于基数较低，总体免税保底销售额或保底租金水平大幅低于首都和上机。

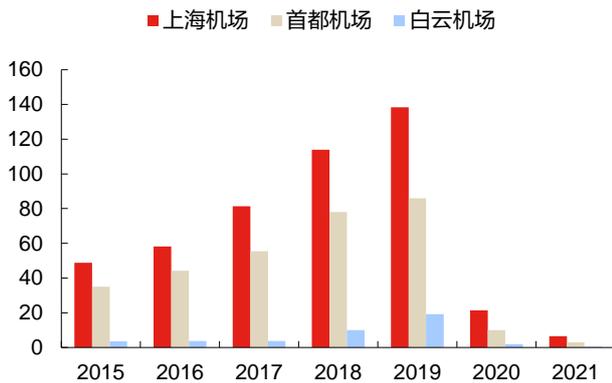
图 2：三大枢纽原免税合同

机场	航站楼	中标公司	类型	生效日期	保底租金 (亿/年)	提成比例	招标面积 (平方米)	经营权年限	年递增额
首都机场	T2	中免	进境+出境	2018年2月11日起	8.3	47.50%	进港: 416.56 出港: 3186.09	8	未披露
	T3	日上	进境+出境	2018年2月11日起	22	43.50%	进港: 1938.72 出港: 9461.43	8	
浦东机场	T1+T2+卫星厅 (启用后)	日上	进境+出境	2019年1月1日至2025年12月31日, 其中T1进出境免税场地自22年1月1日零时起始, 卫星厅自启用日起始。	410	42.50%	T1进境: 821 T1出境: 2465.3 T2进境: 1136 T2出境: 3431.07 S1卫星厅: 4678 S2卫星厅: 4384 合计: 16915.37	T1: 4 T2: 7 卫星厅: 6.3	保底销售额 (亿): 2019: 35.25 2020: 41.58 2021: 45.59 2022: 62.88 2023: 68.59 2024: 74.64 2025: 81.48 合计: 410亿

机场	航站楼	中标公司	类型	生效日期	首年保底销售额 (万元/月)	提成比例	招标面积 (平方米)	经营权年限	年递增额
白云机场	T1	中免	进境	T2启用前	3244	39%	400	6+3	$\max((\text{上年度月平均实际销售额} - \text{上年度月保底销售额}) \times 20\%, \text{上年度月保底销售额} \times 6\%)$
	T2	中免	进境	T2启用后	2356	42%	700	6+3	
	T2	中免	出境	2018年7月31日之前	实际销售额	35%	3544	8	
				2018年8月1日之后	3292	35%	3544	8	

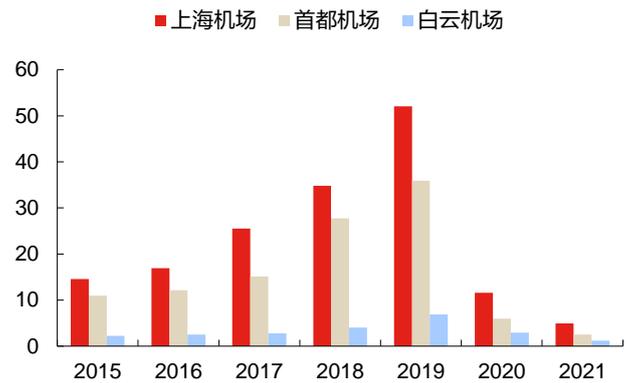
数据来源: 公司公告、东方证券研究所

图 3: 三大枢纽免税销售额对比 (亿元)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

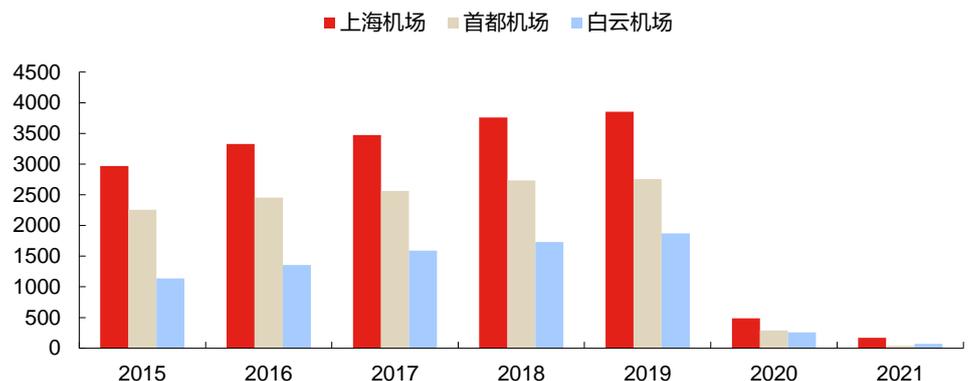
图 4: 三大机场免税收入对比 (亿元)



数据来源: 公司公告、东方证券研究所

疫情对各大机场无差别影响, 国际+地区客流普遍降至疫情前 5%以下。以 2021 年来看, 上海、白云、首都三大枢纽国际+地区旅客分别仅为 19 年的 4.4%、3.7%和 1.4%。

图 5: 三大枢纽机场国际+地区旅客 (万人次)



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

数据来源：公司公告、东方证券研究所

原合同三家机场均为月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式，**但对比三家机场针对疫情的补充协议，却有极大不同：**

上海机场与白云机场均划定了分界条款，也均约定了客流调节系数和开业面积系数，但达成条件后的租金收取方式却有较大不同：

上海机场约定以 2019 年月均国际客流的 80%为界，**当月实际国际客流 \leq 80%时**公式为：月实际销售提成=人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数，其中人均贡献按照 2019 年人均贡献水平 135.28 元；**当月实际国际客流 $>$ 80%时**，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，同时年度保底销售提成与原合同金额一致，**但月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式在补充协议中不再提及。**

白云机场则**维持原协议经营权转让费收取模式**，为月保底经营权转让费与月销售额提成额取其高。**但调整原协议中的保底销售额。**月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数 } Y \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$ 。约定以 2019 年月均国际客流的 80%为界， **$< 80\%$ 时**，执行上年度的月保底销售额基数，不执行原协议中年保底销售额的递增条款， **$\geq 80\%$ 时**，以上年度的月保底销售额基数作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。双方协议 2021 年的月保底销售额基数执行 2019 年 12 月的月保底销售额。

图 6：上海机场与白云机场补充协议对比

	上海机场	白云机场
相同点	设置2019年客流80%的分界条款； 设置客流调节系数和开业面积系数；	
不同点	以2019年人均免税贡献为基准 客流 $\leq 80\%$ ，月实际销售提成=人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数，人均贡献按照2019年人均贡献水平135.28元 客流 $> 80\%$ ，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取，同时年度保底销售提成与原合同金额一致 月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式在补充协议中不再提及	以2019年12月的月保底销售额为2021年月保底销售额 客流 $< 80\%$ ，执行上年度的月保底销售额基数，不执行原协议中年保底销售额的递增条款。月保底销售额 $R = \text{原协议约定的月保底销售额基数 } Y \times \text{月客流调节系数} \times \text{月面积调节系数}$ 。 $\geq 80\%$ 时，以上年度的月保底销售额基数作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款 维持原协议经营权转让费收取模式，为月保底经营权转让费与月销售额提成额取其高。

数据来源：公司公告、东方证券研究所

从实际效果对比来看，双方最大的差异在于上海机场设置了年销售提成“封顶”。在国际客流尚未大幅恢复阶段，双方并无本质差异，均按照实际客流并通过客流和面积调节系数做调整，**但当客流较大幅度增长时**，上海机场取消了原保底与实际销售提成取高模式，而将此前的“保底”销售额转而设置为“封顶”销售额；而白云机场依然维持了原有的经营权转让费收取模式，保持了提成弹性。

我们以国际客流不同恢复程度做假设：

图 7：上海机场与白云机场补充协议执行效果对比

客流恢复比例 (VS2019)	10%	50%	80%	100%	120%	150%	备注
国际客流	385.1	1925.7	3081.1	3851.4	4621.6	5777.0	
上海机场 免税收入	5.21	26.05	41.68	43.75	56.58	81.48	
为2019年比例	10%	50%	80%	84%	109%	156%	
国际客流	187.1	935.7	1497.0	1871.3	2245.6	2807.0	
白云机场 免税保底收入	0.53	2.63	4.46	5.58	6.69	8.37	以补充协议约定计算，考虑客流大于80%后保底将执行递增条款，而客流增长进程未知，我们仅按照执行1次递增示意
白云机场 免税实际收入	0.71	3.54	5.66	7.07	8.48	10.61	以2019年人均免税贡献计算，考虑疫情前白云机场人均贡献快速增长，最终实际人均贡献或较19年有较大增长
实际收入为2019年比例	10%	52%	83%	103%	124%	155%	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

可见分别以补充协议约定计算，以相对保守的假设（即白云人均贡献维持2019年水平），随着客流增长，双方在实际弹性上并无显著差异，**真正核心差异在于，当人均贡献较2019年大幅增长时，上海机场在合同到期的2025年之前无法享受人均贡献提升带来的弹性，而白云机场则依然保持弹性。**

即不考虑双方后续合同变更，按照上表假设客流恢复至19年的150%，同时人均免税贡献二者均提升50%，上海机场免税收入将依然维持81.48亿，而白云机场将提升至15.9亿（ $10.61 \times 150\%$ ），为2019年的232%。

对于首都机场，21年10月29日公告，与中免/日上中国达成一致意见，“经充分考量现有免税业务合同约定、北京首都机场国际业务量以及免税业务经营情况等相关因素，确定第三合同年度（即2020年2月11日起至2021年2月10日止）本公司应收取的免税业务经营费为人民币2.83亿元”。公告并未披露后续年度免税经营费确认方式，**我们认为首都机场与中免/日上或与白云类似，并未更改之前的免税主合同提点方式，而是以协商减免的方式约定疫情期间每一合同年度的免税经营费。**

附上海机场补充协议：

2021年1月30日，公司与日上上海签订《免税店项目经营权转让合同之补充协议》：因不可抗力事件及重大情势变更等因素影响，就日上上海在浦东机场经营免税店所需向公司支付的费用等相关条款进行了修订。

1) 原合同下：日上上海支付给公司的免税店租金是月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式，综合扣点率为42.5%。

2) 补充协议有几方面变化：

变化1：设置了分类条款，以2019年月均实际国际客流的8成，作为月实收费用的分界值。

当月实际国际客流 \leq 2019年月均实际国际客流 \times 80%时，“月实收费用”按照“月实际销售提成”收取，

公式为：月实际销售提成 = 人均贡献 \times 月实际国际客流 \times 客流调节系数 \times 面积调节系数。

若当月实际国际客流 $>$ 2019年月均实际国际客流 \times 80%时，“月实收费用”按照“月保底销售提成”收取。

公式为：月保底销售提成 = 当年保底销售提成 ÷ 12 个月

并进一步约定若当年实际国际客流大于约定的当年客流区间最小值，则取当年对应的保底提成，若小于等于则取相应区间为对应保底销售额提成。同时考虑原合同 22 年之后 T1 纳入合同范围，约定若 22 年之后实际国际客流依然在 19-21 年所对应的客流区间，则年保底提成=对应年度保底提成* (1+24.11%)。24.11%为 T1 免税店规划面积与 T2+S1+S2 面积比。

变化 2：设置了调节系数

适用于当国际客流 ≤ 2019 年月均实际国际客流 × 80%，公式中参数：

人均贡献参照 2019 年人均贡献水平设定为 135.28 元，

客流调节系数按月实际国际客流与 2019 年同月实际国际客流之比在 30%-120%按由高到低递减对应不同系数，

面积调节系数按实际开业面积占免税场地总面积的比例在 30%-70%按由高到低递减对应不同系数。

变化 3：年度保底销售提成与原合同金额一致，但月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式在补充协议中不再提及。

图 8：上海机场补充协议年度保底销售提成

年度	年实际国际客流X (万人次)	年保底销售额提成 (亿元)
2019年	$X \leq 4172$	35.25
2020年	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021年	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022年	$4636 < X \leq 4868$	62.88
2023年	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024年	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025年	$5360 < X$	81.48

数据来源：公司公告、东方证券研究所

三大枢纽补充协议的差异说明了什么？

我们认为疫情下各机场对于免税业务不同的处理办法并无孰对孰错或有待观察。其本质是各机场管理方从自身角度出发，对于未来疫情消除后，各自客流恢复进程、免税变现能力和空间、整体竞争格局的综合判断的差异：

1) 对于上海机场，疫情前免税业务经营水平已是国内首屈一指，世界前列，客单价全球第一，这样的结果是机场区位优势、客源优势、渠道优势与日上上海供应链优势、经营优势长期默契协同，双方互相促进互相成就的结果。上海机场作为国内顶尖机场、日上作为国内顶尖免税经营商，双方维持既有的经营模式才能使得双方长远利益最大化。此外考虑疫情下免税业格局生变、多渠道竞争加剧，双方携手共度才有条件使得未来上海机场仍具备强吸引力。

2) 对于白云机场，疫情前免税业务总体发展水平较低，伴随 T2 投产、免税店经营模式转变、提点率提升及免税行业爆发等多方面刺激，公司免税业务经营水平从 18 年开始逐步提升，19 年实现约 19 亿免税销售额，但仍远低于上海机场 138 亿水平，对应客单价约 100 元，相比上海机场

360 元水平仍有极大的提升空间。因此对于白云机场而言，相对较低的经营水平反而使得公司经营策略相对灵活，选择余地较大。同时对于中免，白云机场本身较低的保底金额也相对易于接受。

3) 对于首都机场，我们预计其与白云机场类似，未更改之前的免税主合同提点方式，而是以协商减免的方式约定疫情期间每一合同年度的免税经营费。我们认为本身从综合考虑合同能够持续执行、维护自身利益的角度出发采取的决策。

另一方面，我们认为后疫情时代，机场管理方需要思考未来如何能够维持和延续机场免税商业在疫情前的竞争优势。

我们在《周期弹性、格局改善和价值重塑——后疫情时代的投资逻辑之航空机场》中回溯了改革开放以来我国免税政策的脉络，我们认为疫情爆发以来，疫情前国内出境购物人群“被动”转向国内，疫情前的消费外流趋势显著削减。因此这一阶段的核心矛盾并非吸引消费回流，而是希望在疫情窗口期通过快速提升国内消费市场供给水平，将已经回流的消费者的消费意愿在国内充分激发，继而在疫情逐步消减后，依然能维持较高的水平。

因此疫情以来海南离岛免税政策大幅加码，额度和品类急剧扩张，旨在提升消费外流最严重的箱包、手表等高端奢侈品的消费水平；离岛免税牌照数量大幅扩容，希望通过国内市场的有序竞争，提升全行业总体竞争力。相应的我们认为，疫情以来，免税行业主要目的是刺激和扩大内需，服务内循环。

图 9：疫情以来免税等领域政策加码

领域	部门/主体	时间	政策	内容/变化
离岛免税	财政部、海关总署、税务总局	2020年6月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	免税购物额度大幅提升，从每年每人3万元提高至10万元，同时取消单件商品8000元免税限额，免税品类扩充
	财政部		发放多个离岛免税经营牌照	海南旅游投资发展有限公司全资子公司海南旅投免税品有限公司（海旅投）、海南省发展控股有限公司全资子公司全球消费精品（海南）贸易有限公司（海发控）、中国出国人员服务有限公司（中出版）和深圳市国有免税商品（集团）有限公司（深免）相继拿到离岛免税牌照，加上此前已有的中免集团，共有5家公司拿到海南离岛免税牌照。
跨境电商	财政部等8部门	2022年2月	调整跨境电商零售进口商品清单	在跨境电子商务零售进口商品清单（2019年版）基础上进一步优化：增加了滑雪用具、家用洗碟机、番茄汁等29项近年来消费需求旺盛的商品，删除了刀剑1个商品税目。此次优化后，清单商品数将达1476个
其他渠道				直播电商等渠道疫情后进一步爆发，此外CDF会员购、日上直邮等兴起

数据来源：财政部、公司官网、东方证券研究所

基于“提升国内消费市场、扩大内需、服务内循环”的总体政策基调，我们认为在后疫情时代，随着出入境客流逐步恢复，机场免税面对内外部市场变化，也需要相应调整。我们认为从政策导向和应对竞争角度，或有三大方向：

1) 政策端额度和品类预计会有较大规模放松

考虑疫情下国内消费市场的变化，海南离岛免税大幅加码，特别在精品（箱包、手表、珠宝收拾、成衣等）、电子消费品等热门品类大幅扩充，预计未来出入境免税不会局限于当前香化为主的品类配置，而是全面开花。特别是过去短板，消费外流最为严重的箱包、手表、珠宝首饰等高端奢侈品领域将得到明显强化。鉴于这类产品远高于香化的更高的价格带，出入境免税额度有望得到提升。

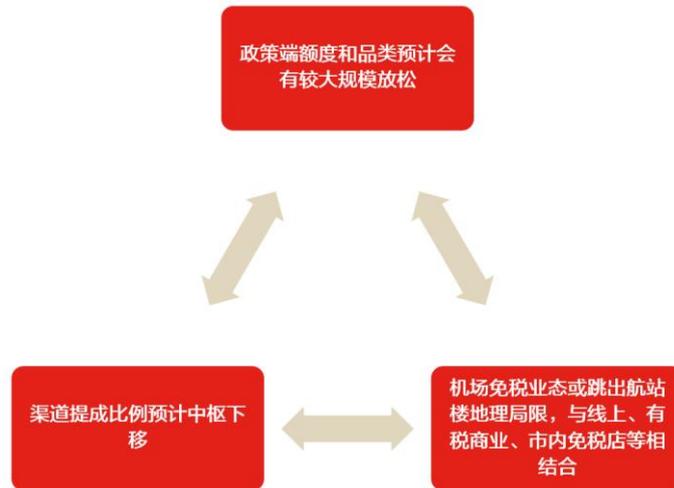
2) 渠道提成比例预计中枢下移

疫情前机场免税在免税格局中占据绝对份额和绝对话语权，在上一轮免税招标中各出入境机场免税扣点/保底均有显著提升，平均达到 40% 左右水平。而在鼓励内需、提升内循环背景下，过高的渠道费用或并不利于整体市场的繁荣和竞争力提升，相应也会削弱机场的竞争力。

3) 机场免税业态或跳出航站楼地理局限，与线上、有税商业、市内免税店等相结合

没有一成不变的商业。疫情以来我们看到中免的线上线下相结合、渠道间的协同，在提升服务水平、挖掘消费者需求等方面取得了良好的效果；也可以看到互联网巨头在电商渗透率最低的生鲜品类上从生鲜即配到社区团购，从零售门店到会员店再到社区 mini 店等等的尝试。我们认为在扩内需、促销费背景下，后疫情时代机场免税业态并不一定局限在航站楼出入境区域，未来机场免税店线上化、与有税商业有机协同和互补、并将触角延伸至航站楼外与市内免税店等协同，都是可以探索的方向。

图 10：后疫情时代机场免税三大方向



数据来源：东方证券研究所

投资建议：静待客流回归，枢纽价值重塑

疫情下国际客流的缺失，免税内外部环境变化，并不意味着机场价值的消减。

未来机场出入境免税店虽然受到一定竞争，但机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。若政策端额度和品类放松、经营上适当降低提点率，积极拓展香化之外的品类，并尝试逐步延伸经营半径，未来依然有极佳的变现能力。

基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑，建议关注上海机场、白云机场。

风险提示

- 1) **宏观经济不及预期**：疫情影响、投资、外贸、消费走弱等导致宏观经济不及预期；
- 2) **疫情冲击超预期**：疫情对经济、客运出行等领域影响深远，后续客流恢复节奏和幅度或不及预期；
- 3) **政策不及预期**：行业扶持或鼓励政策出台节奏、力度等或低于预期；
- 4) **免税行业竞争超预期**：各细分渠道崛起，或导致整体竞争大幅加剧，如市内免税店、线上渠道等或对机场免税造成分流；
- 5) **相关假设测算偏差风险**：报告中相关测算基于各项假设进行，存在假设不达预期造成测算结果偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

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

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn