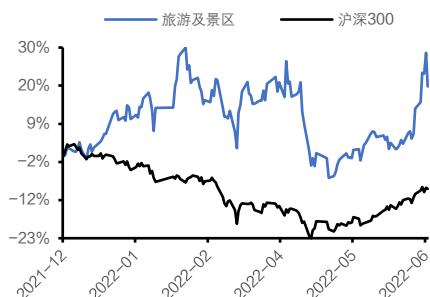


**投资评级：看好(维持)**
**最近 12 月市场表现**

**分析师 刘洋**

SAC 证书编号: S0160521120001  
liuyang01@ctsec.com

**分析师 李跃博**

SAC 证书编号: S0160521120003  
liyub@ctsec.com

**相关报告**

- 《数字藏品跟踪 2022 年 7 月 3 日》 2022-07-03
- 《免税行业数据跟踪》 2022-06-27
- 《数字藏品跟踪 2022 年 6 月 26 日》 2022-06-26

**行程卡“摘星”，25 周客流恢复至 2019 年 71.19%**
**核心观点**

- ▶ **海南客流：旅行限制放宽，第 25 周环比上涨 18.24%。**2022 年第 25 周（6 月 20 日-6 月 26 日）海南机场客流约为 48.6 万人次，已进入高增阶段，相比 2022 年第 24 周 42.7 万人次的客流水平，环比上涨 13.63%，恢复至 2019 年同期水平的 71.19%，为 1 个月前（第 21 周）客流水平的 176.56%。我们认为随海南旅游限制放宽，商务、旅游需求将得以释放，客流有望开启高速恢复进程。
- ▶ **韩国免税店 5 月销售额同比-18.14%。**2022 年 5 月，韩国免税店销售额 10.47 亿美元（约 70.2 亿元人民币），同比下滑 18.14%，环比上涨 1.99%。其中，国外游客销售额 10.47 亿美元，同比下滑 21.25%，环比上涨 1.40%，占总销售额的 91.57%；韩国国内游客销售额 0.96 亿美元，同比上涨 43.41%，环比增长 8.97%，由于韩国疫情缓和，国内游客消费增长明显，但我们认为境外代购仍是韩国免税店收入的主要来源。
- ▶ **韩国疫情缓解，5 月免税店购物人次同比+44.98%。**2022 年 4 月，韩国免税店购物人次 86.72 万人，同比+44.98%，我们认为系韩国国内疫情缓解所致；国内及国外购物人次分别为 77.83 万人、8.90 万人，分别同比+43.06%、+64.29%，占比分别为 89.74%、10.26%。
- ▶ **风险提示：**离岛免税销售不及预期；国际客流恢复不及预期；局部疫情反复；岛内竞争加剧。

## 内容目录

1. 海南客流：旅行限制放宽，恢复至 2019 年同期水平 71.19%.....	3
2. 韩国数据：韩国免税店 5 月销售额同比-18.14% .....	7
3. 行业新闻 .....	10
4. 投资建议 .....	11
5. 风险提示 .....	11

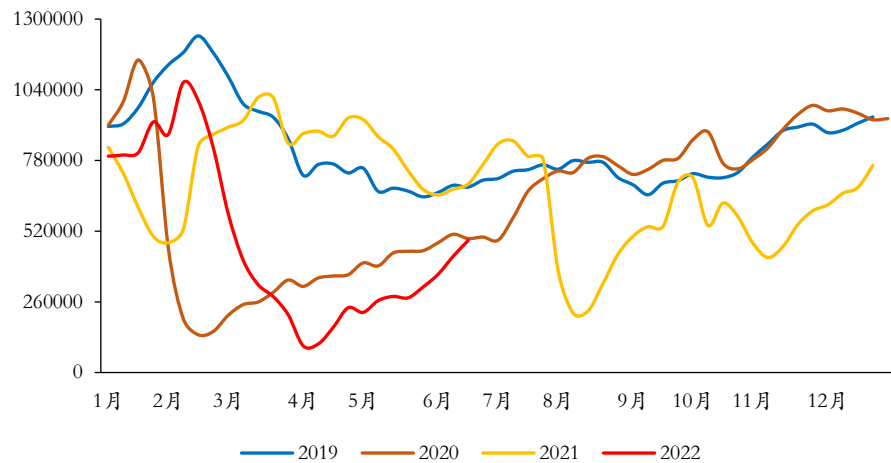
## 图表目录

图 1. 2019-2022 年海南机场进出港客流（人次） .....	3
图 2. 海南机场进出港客流同比（2020-2022） .....	3
图 3. 上海→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	4
图 4. 北京→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	4
图 5. 广州→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	5
图 6. 成都→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	5
图 7. 重庆→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	6
图 8. 西安→海南 进港客流跟踪（2019-2022） .....	6
图 9. 韩国免税店销售情况（2019.5-2022.5） .....	7
图 10. 2019 年韩国免税店销售额分布情况 .....	7
图 11. 2022 年 5 月韩国免税店销售额分布情况 .....	7
图 12. 韩国新冠每日新增确诊人数（2022.1.1-2022.7.2） .....	8
图 13. 韩国免税店购物人数（2019.5-2022.5） .....	8
图 14. 2019 年韩国免税店购买游客分布情况 .....	9
图 15. 2022 年 5 月韩国免税店购买游客分布情况 .....	9
图 16. 韩国免税店国外旅客客单价（2019.5-2022.5） .....	9
表 1. 2022 年 5 月韩国各地区免税店国内外销售额分布占比情况（百万美元） .....	10
表 2. 2022 年 5 月韩国免税店购买渠道国内外销售额分布占比情况（百万美元） .....	10

## 1. 海南客流：旅行限制放宽，恢复至 2019 年同期水平 71.19%

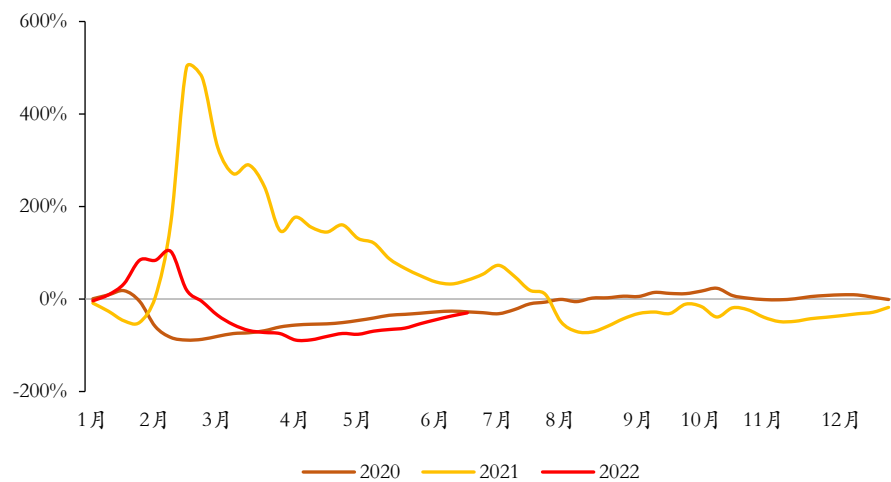
2022 年第 25 周（6 月 20 日-6 月 26 日）海南机场客流约为 48.6 万人次，已进入高增阶段，相比 2022 年第 24 周 42.7 万人次的客流水平，环比上涨 13.63%，恢复至 2019 年同期水平的 71.19%，为 1 个月前（第 21 周）客流水平的 176.56%。我们认为随海南旅游限制放宽，商务、旅游需求将得以释放，客流有望开启高速恢复进程。

图 1. 2019-2022 年海南机场进出港客流（人次）



数据来源：海南机场，财通证券研究所

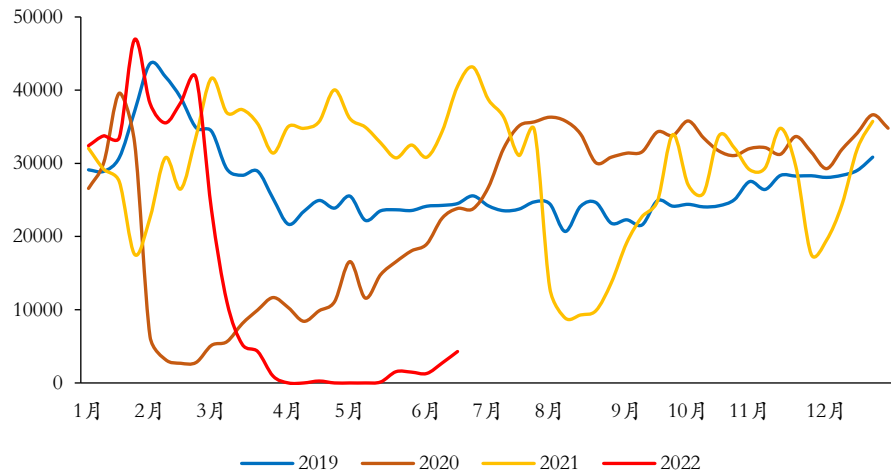
图 2. 海南机场进出港客流同比（2020-2022）



数据来源：海南机场，财通证券研究所

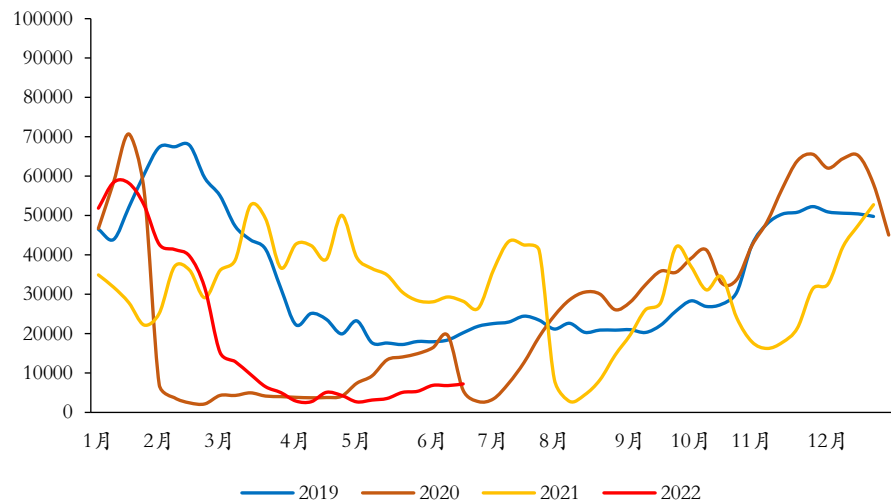
第 25 周（6 月 20 日-6 月 26 日），从上海机场飞往海南岛内机场的旅客人次为 4296 人次，环比上涨 57.65%；从北京机场飞往海南岛内机场的旅客人次为 7253 人次，环比上涨 6.15%。经我们亲身调研，上海赴海南流程已开始简化，上海旅客对海南解禁的反应相对迅速，上海客流恢复迅猛。随后续各地对京沪旅居人员防疫政策放松，预计京沪客流保持高速上升趋势。

图 3. 上海→海南 进港客流跟踪（2019-2022）



数据来源：海南机场，财通证券研究所

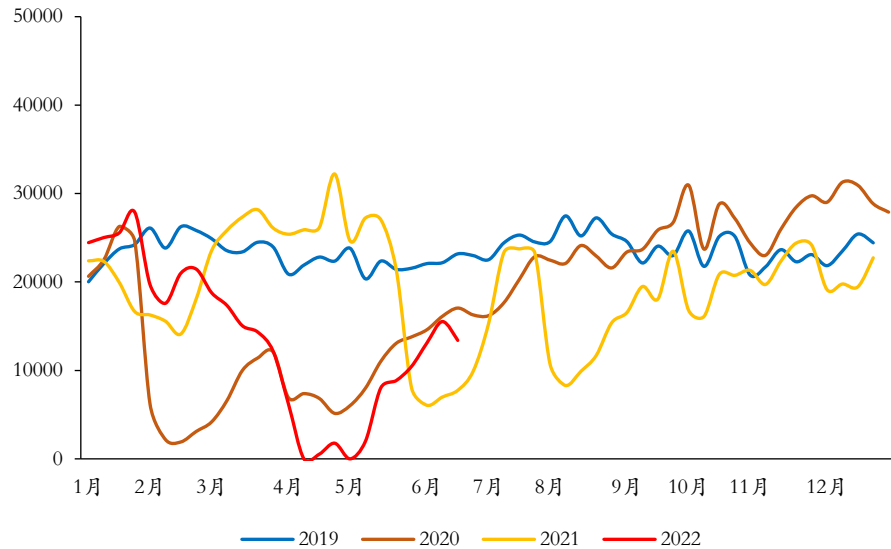
图 4. 北京→海南 进港客流跟踪（2019-2022）



数据来源：海南机场，财通证券研究所

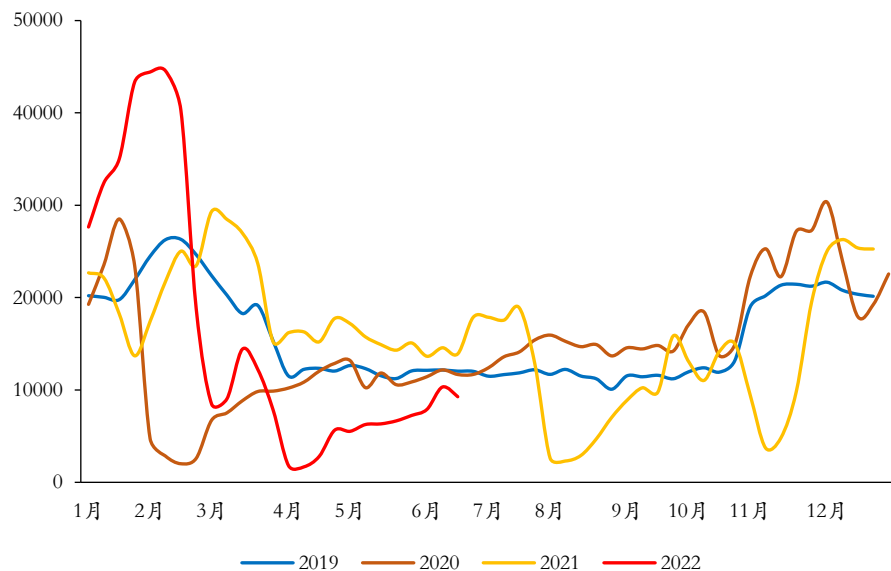
6月20日-6月26日，广州、成都、重庆、西安等作为海南主要客源城市，飞往海南岛内机场的旅客人次分别为1.34、0.93、0.89、0.85万人次，分别环比-13.7%、-10.2%、-6.8%、+4.1%，分别恢复至2019年同期水平的57.8%，77.0%，65.9%，63.8%，随暑假来临，预计客流水平将进入持续修复过程。

图 5. 广州→海南 进港客流跟踪 (2019-2022)



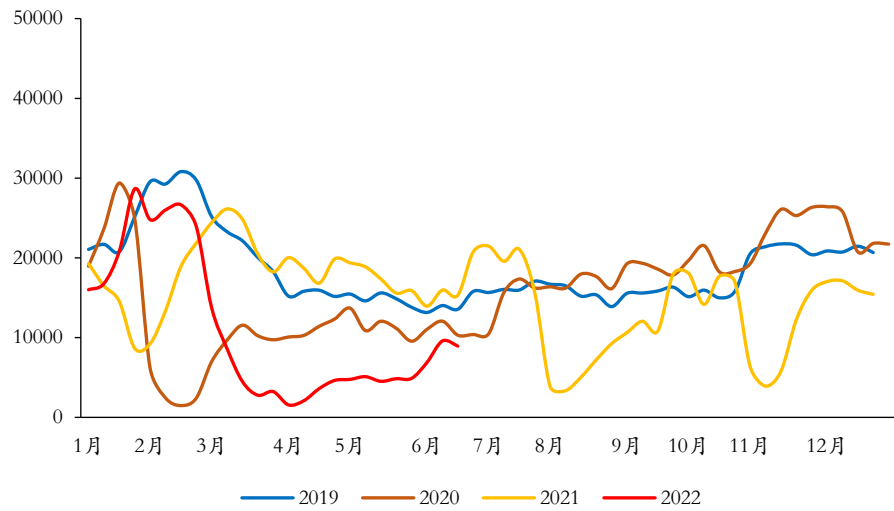
数据来源：海南机场，财通证券研究所

图 6. 成都→海南 进港客流跟踪 (2019-2022)



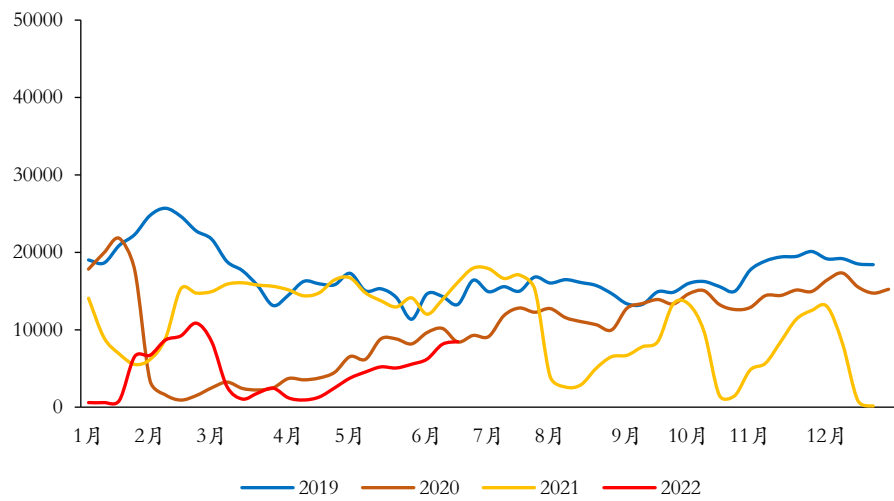
数据来源：海南机场，财通证券研究所

图 7. 重庆→海南 进港客流跟踪 (2019-2022)



数据来源：海南机场，财通证券研究所

图 8. 西安→海南 进港客流跟踪 (2019-2022)

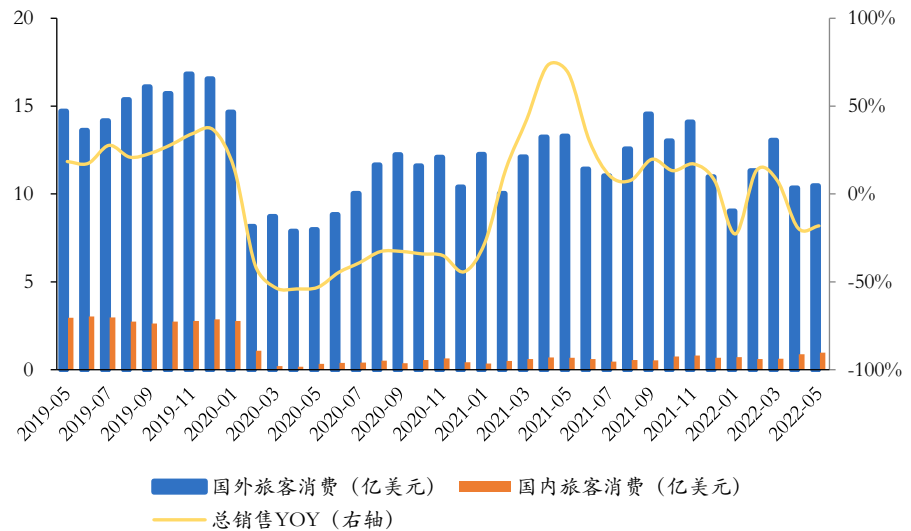


数据来源：海南机场，财通证券研究所

## 2. 韩国数据：韩国免税店 5 月销售额同比-18.14%

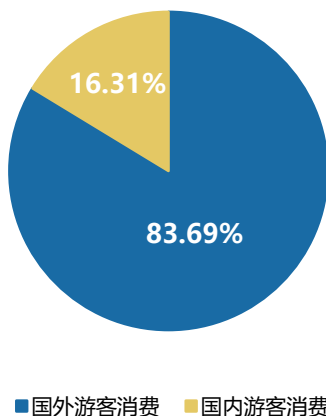
2022 年 5 月，韩国免税店销售额 10.47 亿美元（约 70.2 亿元人民币），同比下滑 18.14%，环比上涨 1.99%。其中，国外游客销售额 10.47 亿美元，同比下滑 21.25%，环比上涨 1.40%，占总销售额的 91.57%；韩国国内游客销售额 0.96 亿美元，同比上涨 43.41%，环比增长 8.97%，国内游客消费增长明显，但我们认为境外代购仍是韩国免税店收入的主要来源。

图 9. 韩国免税店销售情况（2019.5-2022.5）



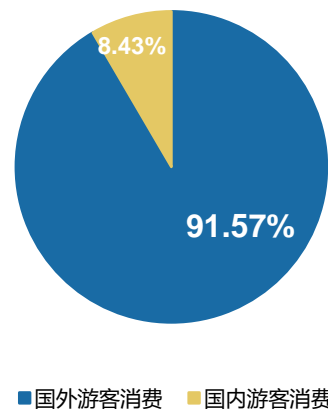
数据来源：kdfa，财通证券研究所

图 10. 2019 年韩国免税店销售额分布情况



数据来源：kdfa，财通证券研究所

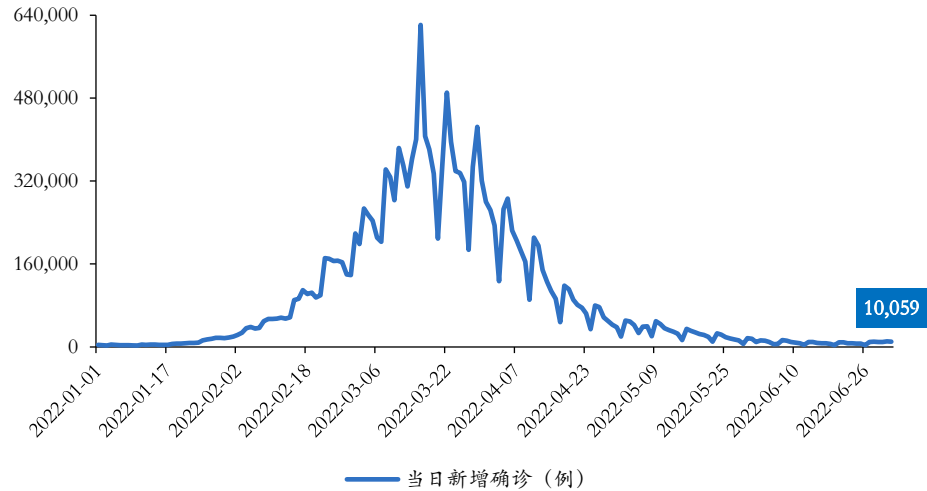
图 11. 2022 年 5 月韩国免税店销售额分布情况



数据来源：kdfa，财通证券研究所

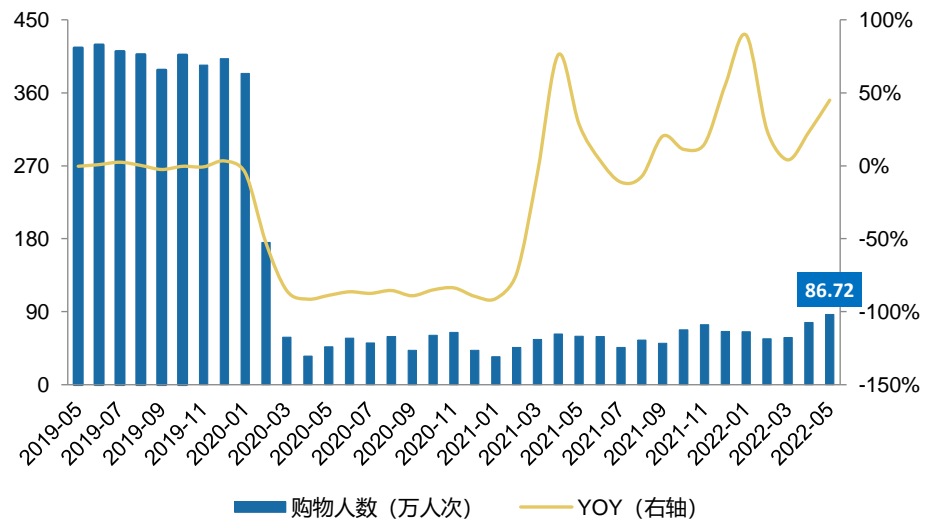
2022年5月韩国免税店购物人次86.72万人，同比+44.98%，主要为韩国国内疫情缓解所致；其中，国内购物人次77.83万，同比+43.06%，环比+10.69%人，占比高达89.74%；国外购物人次8.90万人，同比+64.29%，环比+36.26%，仅占总购买人数的10.26%。2019年国外购物人次占比可达41.32%，受疫情持续影响，跨境游严重受阻，韩国跨境旅游虽有所回暖，但仍与2019年存有较大差距。

图 12. 韩国新冠每日新增确诊人数（2022.1.1-2022.7.2）



数据来源：wind，财通证券研究所

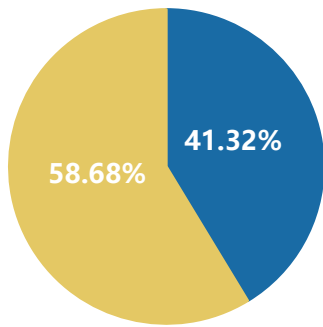
图 13. 韩国免税店购物人数（2019.5-2022.5）



数据来源：kdfa，财通证券研究所



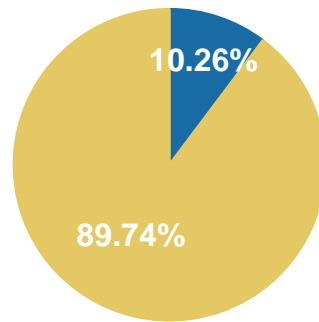
图 14. 2019 年韩国免税店购买游客分布情况



■ 国外购买人数 ■ 国内购买人数

数据来源: kdfa, 财通证券研究所

图 15. 2022 年 5 月韩国免税店购买游客分布情况

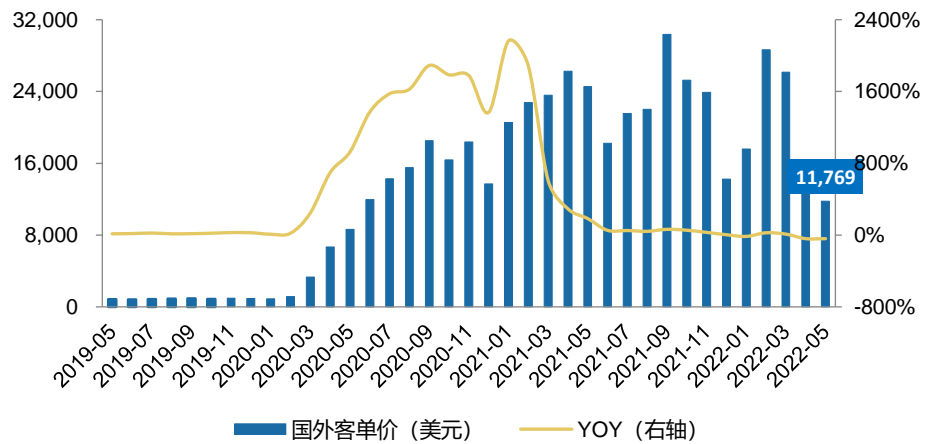


■ 国外购买人数 ■ 国内购买人数

数据来源: kdfa, 财通证券研究所

2022 年 5 月, 韩国免税店客单价为 1318.37 美元, 同比-43.53%, 但仍为 2019 年同期的 3.10 倍。国外销售客单价 11769 美元 (约 7.89 万元人民币), 同比-39.77%, 环比-25.59%, 为 2019 年同期客单价的 13.97 倍, 国内客单价仅为 123.83 美元。

图 16. 韩国免税店国外旅客客单价 (2019.5-2022.5)



数据来源: kdfa, 财通证券研究所

韩国国内游客主要分布在济州岛进行离岛免税购物, 而国外游客主要分布在首尔的市内免税店, 2022 年 5 月首尔免税店总销售额达 10.03 亿美元, 其中有 98.43% 的销售额是来自境外人员消费。

**表 1. 2022 年 5 月韩国各地区免税店国内外销售额分布占比情况（百万美元）**

	国内游客销售额	国外旅客销售额	地区总销售额
首尔（汉城）	15.75 (1.19%)	987.58 (98.43%)	1,003.33
仁川	23.58 (69.76%)	10.50 (30.80%)	34.08
釜山	0.79 (5.96%)	12.51 (94.04%)	13.30
济州岛	56.07 (61.18%)	35.58 (38.82%)	91.65
其他	0.18 (18.42%)	0.79 (81.58%)	0.97

数据来源：kdfa，财通证券研究所

**表 2. 2022 年 5 月韩国免税店购买渠道国内外销售额分布占比情况（百万美元）**

	国内游客销售额	国外旅客销售额	渠道总销售额
市内免税店	16.68 (1.59%)	1035.74 (98.41%)	1,052.42
机场	23.75 (69.24%)	10.55 (30.76%)	34.31
离岛免税	55.94 (98.92%)	0.61 (1.08%)	56.55

数据来源：kdfa，财通证券研究所

### 3. 行业新闻

**【中国中免】**7月1日，中国旅游集团中免股份有限公司发布公告称，公司正在进行申请发行境外上市外资股并在香港联合交易所有限公司主板挂牌上市的相关工作，且已于6月30日向香港联交所重新递交上市申请。

**【乐天免税店】**乐天免税店推出了第一个面向海外消费者的在线平台，该平台将向9个国家提供服务，包括新加坡、马来西亚和泰国，以及美国、日本和中国，这些国家拥有最大的在线消费市场。居住在这些国家的人只要消费70美元以上，就可以邮寄，而且不需要额外支付运费。

**【工信部】**为坚决落实党中央、国务院关于“外防输入、内防反弹”总策略和“动态清零”总方针，支撑高效统筹疫情防控和经济社会发展，方便广大用户出行，6月29日起取消通信行程卡“星号”标记。

**【国家卫健委】**6月28日召开的联防联控新闻发布会表示，“第九版防控指南”将密切接触者、入境人员隔离管控时间从“14天集中隔离医学观察+7天居家健康监测”调整为“7天集中隔离医学观察+3天居家健康监测”。

**【海口万象城】**海口万象城6月26日开业首日销售3356万，8家品牌当天零售额全国排名第一，其中丝芙兰零售额大湾区排名第一，Ole精品超市零售额破百万。

#### 4. 投资建议

**中国中免 (601888.SH)** 免税业态隶属旅游零售板块，受疫情及游客量变动影响较大。未来随离岛免税营收端持续增长叠加新海港免税城落地，规模效应凸显，有望带动中免利润端持续提升。我们预计 2022/2023/2024 公司分别实现归母净利润 88.2/135.5/180.8 亿元，分别对应 PE51.56/33.55/25.15 X，维持“买入”评级。

**海汽集团 (603069.SH)** 海旅免税为岛内头部玩家，2021 年海旅免税城实现营收 24.55 亿元；2022Q1 实现营收 13.84 亿元，实现归母净利润 0.62 亿元，扭亏为盈，预计并表完成后，随免税业务营收高速增长叠加盈利能力持续改善，公司利润空间将得以释放，建议关注。

**海南发展 (002163.SZ)** 随后续疫情缓和，幕墙工程有望进入高景气区间；产能释放叠加降本增效，玻璃业务盈利能力有望持续改善；公司定增落地，免税业态注入在即，海控免税为岛内头部玩家，业绩增长较为迅猛，有望带动公司业绩高增。我们预计 2022/2023/2024 年海南发展分别实现归母净利润 0.85/2.06/2.91 亿元，分别对应 PE 141.69/50.50/36.73 X，维持“买入”评级。

#### 5. 风险提示

离岛免税销售不及预期风险：离岛免税为核心业务，如离岛免税销售额不及预期，公司业绩增速存有放缓风险。

国际客流恢复不及预期风险：客流高度依赖机场国际客流吞吐量，如国际客流恢复不及预期，机场业务恢复进程存有放缓风险。

局部疫情反复风险：离岛免税要求消费者具备离岛记录。后续疫情管控及治理均具备一定的不确定性，如局部疫情反复较为严重，消费者出行意愿可能受到不利影响。

岛内竞争加剧风险：免税运营牌照呈现放宽趋势，运营商数量增加可能致使岛内竞争加剧，影响公司盈利能力

## 信息披露

### 分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

### 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

### 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

### 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。