航空机场

证券研究报告
2022 年 12 月 16 日

从全球机场免税商业模式，推演 2025 中国枢纽机场免税空间

机场在免税业务中的议价权来自哪里?

亚太主要的核心国际枢纽在免税业务中均享有高议价权，机场免税业务发展较快，同时机场对于免税商业的依赖度高，与欧美机场形成差异。我们认为**高议价权以及差异的主要原因在于：**

1）**产业与税制结构差异：**中国高商品税负与贸易物流成本等拉大有税、免税商品价差，提供国人对于免税商品消费的经济激励。随着中国人消费力的提升与出境游的频繁，其贡献主要的奢侈品市场增量；而欧美国家为主要的奢侈品生产国，加之商品税负较低，因此有税、免税商品价差较小，机场更像是拥有天然流量的百货中心，免税物业稀缺性不及亚太。

2）**国际旅客体量与结构：**天然的优质流量是所有机场发展免税业务的核心要素；欧美机场虽然具备足够体量的国际旅客，但是高消费力的中国消费者出境游主要聚焦亚太，欧美所享受到的红利不大。同时，这一波红利也驱动着以韩国为代表的亚太免税市场领先其他地区发展。

3）**免税竞争：**以新加坡、中国香港、韩国为代表，上游免税运营商的激烈竞争会进一步提高机场方的议价力。而欧美机场的免税主要以合资运营及长期合作为主，机场与免税运营商的利益关系较为稳定、均衡。

当下如何看免税合同的变更?

纵观全球，免税合同的变更是共性，中韩泰等亚太机场对免税运营商的让利幅度更大，对于机场收入造成冲击明显，而樟宜机场、欧洲机场在减免力度以及冲击影响上都更小。

如何看我国机场免税业务的未来发展?

机场免税的核心矛盾在于供给端的改善，而我国以浦东、白云为代表的国际枢纽在未来将有望受益于此：

1）**国际旅客流量：**以长三角为代表的机场群内部定位清晰，国际航空枢纽马太效应明显，客流分流不明显；同时短期来看，我国现有枢纽机场的产能大概率不构成约束，机场长期产能规划清晰，国际客流有望实现稳健增长；

2）**免税生态优化助力转化率与客单价：首先，下游机场有商业面积保障，**产能瓶颈、拥挤机场带来的是不好的客户体验，以及拓品类的基础保障，进一步影响购物转化率及客单价；浦东、白云免税面积大幅提高，为免税生态的优化提供保障。**其次，中游免税运营商渠道力增强，**免税运营商的规模效应明显，中免逆势成长，渠道议价力增强下的成本优化，提升我国免税商品的全球价格竞争力。**最后，上游奢侈品商加大机场渠道布局，**高价值的免税品类拓展下，机场免税客单价打开向上空间。

风险提示：疫情超预期反复、下一轮免税合同签约不及预期、测算具有一定主观性。

投资评级

行业评级	强于大市(维持评级)
上次评级	强于大市

作者

徐君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110522110001
xujuna@tfzq.com

行业走势图



资料来源：聚源数据

相关报告

1 《航空机场-行业专题研究:航空疫后复苏，需求增幅多大?》 2022-08-18
2 《航空机场-行业深度研究:订单和产能受限，航空运力增长或面临瓶颈》 2022-08-05
3 《航空机场-行业点评:三大航飞机订单点评：蓄力增长，布局复苏》 2022-07-04

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2022-12-15	投资评级	EPS(元) 2021A	2022E	2023E	2024E	P/E 2021A	2022E	2023E	2024E
600009.SH	上海机场	59.71	买入	-0.89	-0.80	1.48	2.26	-67.09	-74.64	40.34	26.42
600004.SH	白云机场	15.95	增持	-0.17	-0.17	0.43	0.52	-93.82	-93.82	37.09	30.67

资料来源：Wind，天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

报告框架 5
1. 机场在免税业务中的议价权来自何处? 5
1.1. 亚太核心枢纽享高议价权，欧美对免税商业依赖度不高 6
1.2. 产业与税制结构差异：亚太机场物业更具稀缺性 11
1.3. 国际客流：天然优质流量是机场发展免税业务的核心要素 13
1.4. 免税竞争：上游免税运营商竞争进一步提高机场议价力 16
2. 当下如何看免税合同的变更? 18
2.1. 免税合同变更乃全球共性 18
2.2. 免税合同变更横向比较 20
3. 如何看我国机场免税业务的未来发展? 22
3.1. 需求无忧，核心看供给端的改善 22
3.2. 流量：国际枢纽具马太效应，产能供给不构成约束 23
3.2.1. 国际枢纽机场的旅客分流效应弱 23
3.2.2. 产能端对机场客流增长大概率不存在约束 25
3.3. 免税生态优化：面积保障+成本优化+品类拓展 26
3.3.1. 机场：商业面积扩容，保障机场免税商业发展 26
3.3.2. 中游免税运营商：成本优化，免税商品价格竞争力提升 27
3.3.3. 上游奢侈品牌：加大机场渠道布局，免税品类拓展 27
3.4. 渠道分流分析与空间测算 30
3.4.1. 渠道分流分析 30
3.4.2. 免税空间测算 32
4. 风险提示 34

图表目录

图 1：报告框架 5
图 2：韩国免税市场渠道结构（2019 年） 7
图 3：2018 年仁川机场特许权费拆分 7
图 4：仁川机场特许权费及实际扣点率 7
图 5：王权免税发展历程 8
图 6：泰国机场非航业务以特许权收入为主（亿美元） 8
图 7：泰国机场 2019 年免税业务实际扣点率 40%左右（亿美元） 8
图 8：香港国际机场特许权及广告收入（亿美元） 9
图 9：樟宜机场特许权及广告收入（亿美元） 9
图 10：香港国际机场营业收入拆分（2019 年，亿美元） 9
图 11：樟宜机场营业收入拆分（2019 年，亿美元） 9
图 12：樟宜机场实际扣点率（亿美元） 10

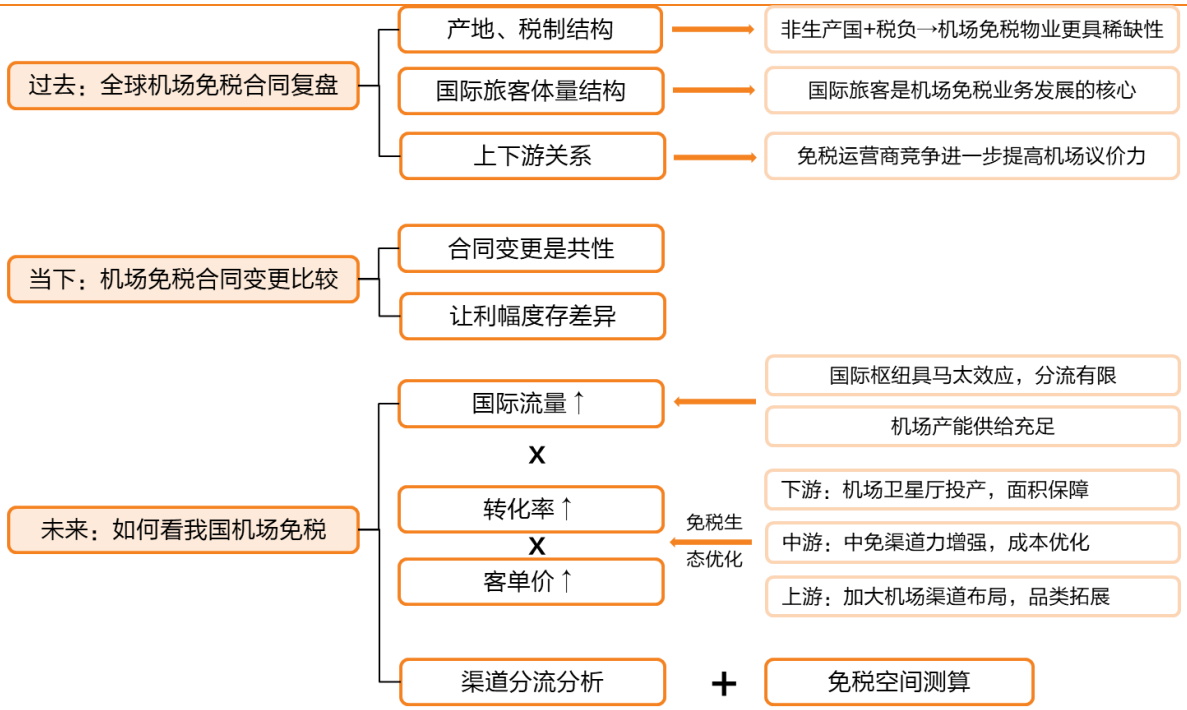
图 13：全球主要机场的特许权收入（2019 年，亿美元）.....10
图 14：全球主要机场的特许权收入复合增速.....10
图 15：洛杉矶机场实际扣点率 30%左右（亿美元）.....11
图 16：各国税制结构差异（2018 年）.....12
图 17：Dufry 与中免的商品销售结构（2019 年）.....12
图 18：希思罗机场的零售特许权收入结构.....12
图 19：全球机场国际客流 TOP10（2019 年）.....13
图 20：机场销售额与旅客增速比较.....13
图 21：全球奢侈品市场结构.....13
图 22：2018 年我国出境游的洲际份额.....14
图 23：2019 年中国大陆游客占比.....14
图 24：旅游零售市场的地区增速.....14
图 25：我国赴韩旅游人次高速增长（万人）.....15
图 26：韩国免税市场高速增长（亿美元）.....15
图 27：韩国免税市场外国消费者占比攀升.....15
图 28：韩国机场旅客分布（2019 年，万人）.....15
图 29：国际客流的机场分布（2019 年，万人）.....15
图 30：国际客流占比（2019 年）.....15
图 31：机场免税合同的基本情况（2019 年）.....16
图 32：韩国免税运营商竞争激烈（2019 年）.....16
图 33：CR3 市占率 81%（2018 年）.....16
图 34：主要机场的特许权收入降幅（2021vs2019）.....21
图 35：主要机场的特许权收入占比（2019 年）.....21
图 36：中国人奢侈品消费占比提升明显（十亿元）.....22
图 37：中国人奢侈品消费规模占比 35%（2019 年）.....23
图 38：中国奢侈品市场规模占比 11%（2019 年）.....23
图 39：三大机场的基地航司（2019 年冬春航季）.....23
图 40：主要机场的旅客结构（2019 年）.....23
图 41：长三角机场二八效应明显（2019 年）.....24
图 42：首都机场群面临大兴分流（2019 年）.....24
图 43：粤港澳机场群竞争相较激烈（2019 年）.....24
图 44：各机场群对比（2019 年）.....24
图 45：上海机场旅客吞吐量及设计容量.....25
图 46：首都机场旅客吞吐量及设计容量.....25
图 47：白云机场旅客吞吐量及设计容量.....25
图 48：浦东与白云机场免税商业面积（平方米）.....26
图 49：白云机场免税销售额与客单价.....27
图 50：上海机场免税销售额与客单价.....27
图 51：中免毛利率与净利率.....27
图 52：全球主要的免税运营商销售规模（亿欧元）.....27
图 53：樟宜机场客单价稳步提升.....28

图 54：迪拜机场时尚配饰类销售额增长明显 28
图 55：迪拜机场时尚配饰类占比提升 28
图 56： Louis Vuitton 的全球机场精品店布局 28
图 57：悉尼机场精品店布局 29
图 58：香港国际机场的 LV 精品店 29
图 59：浦东机场卫星厅 S1 布局 30
图 60：浦东机场卫星厅 S2 布局 30
图 61：疫情期间离岛免税渠道崛起 31
图 62：各渠道免税目标客群存在差异 31
图 63： 韩国/泰国的市内渠道占比较高（2019 年） 32
图 64：韩国市内免税店的国外消费者渗透率更高（2022 年 9 月，亿美元） 32
图 65：韩国免税市场购物人次（2019 年 5 月，万人） 32
图 66：三大机场客单价及环比增速 33

表 1：全球主要机场基本情况概览（2019 年） 5
表 2：中国主要机场的免税招标情况 6
表 3：泰国机场免税合同基本情况 8
表 4：樟宜机场免税合同基本情况 9
表 5：各地区进口商品税负比较（以报关价 1000 元的香水作为测算） 11
表 6：韩国 T1 免税招标基本情况 17
表 7：香港国际机场两次免税招标基本情况 17
表 8：樟宜机场免税合同基本情况 18
表 9：全球机场的免税运营情况梳理 18
表 10：全球机场合同变更情况 19
表 11：上海机场免税合同及变更 20
表 12：国内机场免税合同变更情况汇总 21
表 13：主要机场产能情况 26
表 14：疫情期间全球主要机场的精品店开设情况 29
表 15：在不同渠道购买价值 1000 元的香水 30
表 16：免税店更具价格优势（元） 30
表 17：2025 年浦东机场免税销售额中性预计 200.92 亿元 33
表 18：2025 年白云机场免税销售额中性预计 36.53 亿元 34

报告框架

图 1：报告框架



资料来源：天风证券研究所

1. 机场在免税业务中的议价权来自何处?

我们对全球国际客流 TOP10 机场以及美国洛杉矶机场、中国浦东机场的免税运营情况进行基本梳理，同时结合所在地区的奢侈品产业、税制结构来辅助分析机场免税的发展：

1）奢侈品产业：欧美地区为主要的奢侈品生产国，而大多亚太国家为非生产国，其中，日韩有独立的国际香化品牌，如资生堂、爱茉莉、LG 生活健康等；

2）税制结构：中国香港、新加坡为自由贸易港，对大部分商品免征关税，同时中国香港在多数商品的流转环节也不征税。欧美日韩等发达国家/地区是以直接税为主的税制结构，而我国以间接税为主，即更加依赖商品与服务税。我们以原产国法国，报关价 1000 元的香水做了有税商品的税收成本测算，可得税收成本上有：中国香港/新加坡<欧美、韩国<中国、泰国；

3）机场免税运营模式及招标激烈程度：欧美地区多采用合资运营及长期合作的模式；亚太机场通常转让免税商业的特许经营权，以此收取租金，分为共同运营及独家运营的模式，在招标竞争程度上，有欧美地区<亚太地区；

3）机场特许权收入体量及比重：亚太地区在特许权收入的体量、营收占比上整体大于欧美地区，亚太机场会更依赖于免税商业的发展，在规模与依赖度上，有欧美地区<亚太地区。

表 1：全球主要机场基本情况概览（2019 年）

机场	地区	奢侈品	有税商品税收成本	机场免税运营模式	运营方	国际客流（万人）	国际占比	特许权收入（亿美元）	营收占比
戴高乐国际机场	法国	奢侈品生产国	200	合资运营	SDP（机场&拉加代尔）	6982	91.7%	5.62	15.9%
法兰克福机	德国		190	合资运营	FAR（机场&海内曼）	6307	89.4%	2.48	9.9%

场		（LV							
希思罗机场	英国	开云	200	独家运营	Dufry	7604	94.0%	4.54	11.1%
洛杉矶机场	美国	历峰 欧莱雅 雅诗兰黛）	90	独家运营	DFS	2571	29.2%	0.83	5.5%
香港国际机场	中国香港		0	共同运营	Duty zero（中免&拉加代尔合资）、海内曼、新罗	7129	99.8%	7.57	34.4%
樟宜机场	新加坡	奢侈品	70	共同运营	新罗、拉加代尔、DFS（2020 退出）	6760	99.0%	11.14	48.0%
仁川国际机场	韩国	非生产国	100	共同运营	乐天、新罗、新世界	7058	99.1%	8.91	36.4%
素万那普机场	泰国		666	独家运营	王权	5293	80.9%	5.71	27.8%
浦东机场	中国		369	独家运营	中免	3851	50.6%	7.47	47.6%

资料来源：ACI，Wind，MOODIE DAVITT，各机场年报，《2021 全球奢侈品力量》德勤，商务部，雨果跨境，英国税务与海关总署，免税零售专家公众号等，天风证券研究所

注：有税商品成本以进口报关价 1000 元、原产国法国的香水测算；戴高乐机场财务数据为 2018 年，其余数据均为 2019 年

需要特别说明的是，由于 2020 年以来新冠疫情的蔓延，机场及免税经营受到较大影响，因此报告的分析多基于 2019 年及此前的机场及免税经营情况。

1.1. 亚太核心枢纽享高议价权，欧美对免税商业依赖度不高

1）中国：新一轮免税合同下，机场充分享受流量红利

政策利好下，机场免税开启新一轮招标。2016 年 2 月财政部等五部门联合印发印发《口岸进境免税店管理暂行办法》，放开机场进出境免税店运营资质，增设 19 个口岸进境免税店。同时随着 2016 年以来，国内主要上市机场上一轮合同相继到期，机场陆续开启新一轮的免税合同招标。新一轮合同多采用“保底与提成孰高”的模式，提成比率也多在 40%以上。

中免基本掌握中国主要机场的免税业务，扣点率多在 40%以上。中国中免分别在 2017 年、2018 年完成对于日上中国、日上上海的收购，同时也中标首都机场及浦东机场的免税业务，基本掌握国内核心国际枢纽的机场免税业务。新一轮合同多采用“保底与提成孰高”的模式，提成比率也多在 40%以上。

表 2：中国主要机场的免税招标情况

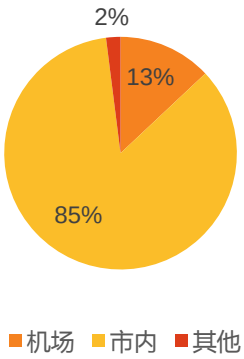
机场	2018 年前免税店业务情况		2018 年免税招标情况					
	免税运营商	到期时间	免税商铺面积（平米）		保底租金（亿元）	提成比例	中标公司	合同期限
首都机场	日上中国	2015 年底	T2	进港： 416.56 出港： 3186.09	首年 8.3	47.50%	中免 日上中国 （2017 年中免收购）	自机场商贸公司将经营区域交付之日起 8 年
			T3	进港： 1938.72 出港： 9461.43	首年 22	43.50%		
上海机场	日上上海	T2：2018 年 3 月	T1+T2+卫星厅	16915.37	首年 35.25	42.50%	日上上海 （2018 年中免收购）	7 年，2019.01.01-2025.12.31
白云机场	中免	T1 出境：-	T1 进境	400	首年 2.83	42.00%	中免	8 年，2018.4.26-2026.4.25
			T2 进境	700	首年 4.24	42.00%		
			T2 出境	3544	首年 3.95	35%		
深圳机场	深免	出境：-	进境	377	首年 0.45	35%	深免	3 年，可延期最长不超过 2 年

资料来源：公司公告，免税零售专家公众号，深圳免税公众号，中国中免年报，天风证券研究所

2）韩国：市内渠道主导下，机场免税实际扣点率 40%左右

从免税渠道来看，韩国免税市场以市内店为主，2019 年市内免税渠道占比 85%。市内主导的渠道结构得益于国家政策引导以及市场的客群结构，后文会展开论述。

图 2：韩国免税市场渠道结构（2019 年）

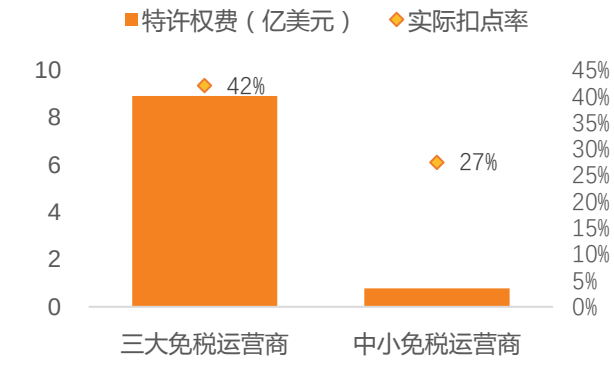


资料来源：产业信息网，天风证券研究所

仁川机场是韩国的门户枢纽，多家免税运营商共同经营，实际扣点率 40%左右。2015 年机场开启了新的一轮免税合同，机场免税由乐天、新罗、新世界以及部分中小免税运营商共同经营。2019 年，机场特许权费 8.91 亿美元，实际扣点率 37%。其中，三大免税运营商的实际扣点率高于中小免税运营商，机场的免税销售额也主要由大型免税运营商贡献。

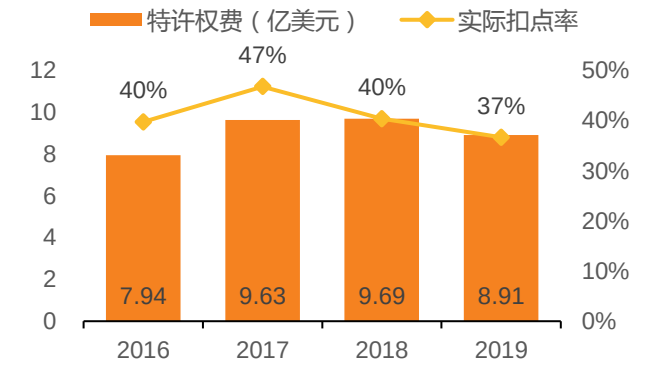
乐天从 2017 年 9 月（合同第三年开始），在仁川机场的月度特许权费上涨+55%至 5890 万美元，第二年的月费为 3800 万美元，2017 年全年的免税扣点率高达 52.73%，导致其仁川机场及金浦机场的免税业务亏损 1.82 亿美元。公司为了提高盈利能力，部分撤出了仁川机场的免税业务。

图 3：2018 年仁川机场特许权费拆分



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

图 4：仁川机场特许权费及实际扣点率

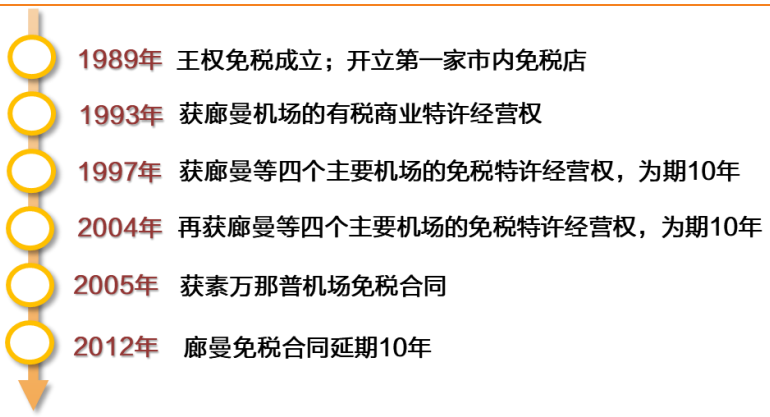


资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

3）泰国机场：王权免税独家运营，2019 年实际扣点率 40%左右

王权免税长期独家运营泰国机场免税商业。泰国机场集团管理泰国曼谷的素万那普，廊曼机场，以及清迈，合艾，普吉岛，清莱等四个区域性机场。集团下所有机场免税业务自 1997 年以来一直由王权独家免税运营。2019 年，泰国机场对其免税特许经营权进行公开招标，王权免税、与乐天合作的曼谷航空公司以及与 Dufry 合作的泰国皇家喜来登兰花酒店参与竞标，最后王权免税还是收获了泰国机场所属机场的免税合同，租期长达十年，特许权费用的缴纳也以浮动保底租金与销售收入扣点孰高的方式，同时合同披露每年的保底租金会参照当年的客流增长率以及通胀率做出相应调整。

图 5：王权免税发展历程



资料来源：公司官网，MOODIE DAVITT，天风证券研究所

新一轮免税合同保底租金大幅提高，扣点率 20%。新一轮免税合同的名义扣点率仅为 20%，远低于同期韩国仁川、新加坡樟宜机场的实际扣点率情况，首年保底租金 7.60 亿美元，较 2019 年的特许权收入 5.71 亿美元提高 33%。

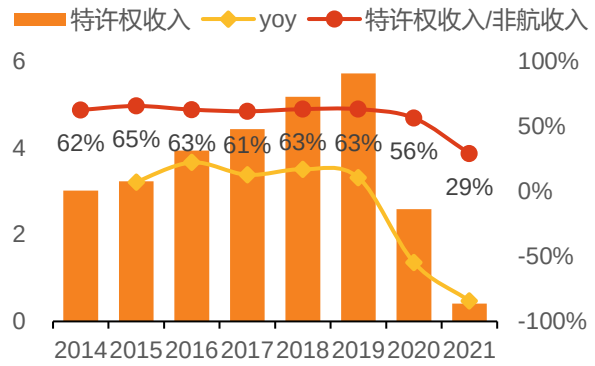
表 3：泰国机场免税合同基本情况

免税运营商	王权免税
合同标的	曼谷素万那普、普吉岛、清迈、合艾国际机场经营免税业务；以及曼谷素万纳普其他商业区（食饮、服务和外汇）
合同期限	2020.9.28-2031.3.31
合同条款	MAG 与收入扣点孰高 **曼谷素万那普：**20%扣点/154 亿泰铢（4.98 亿美元） **其他机场：**20%扣点/23.31 亿泰铢（0.75 美元） 曼谷其他商业区：15%扣点/57.98 亿泰铢（1.87 亿美元） MAG i=2021 年预计的人均 MAG*i 年实际客流，且根据客流增长率以及通胀率进行调整

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

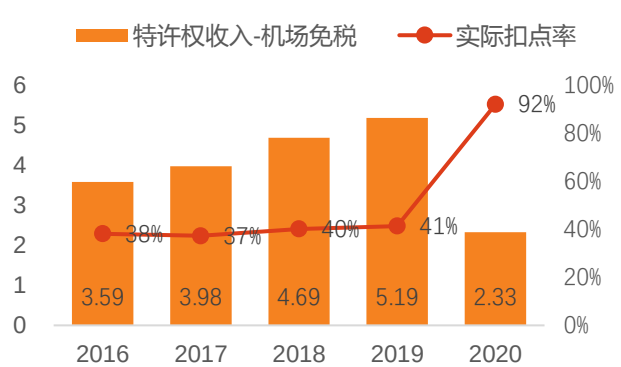
机场免税是最重要的非航收入来源，2019 年机场免税业务实际扣点率 40%左右。2019 年，机场实现特许经营权收入 5.71 亿美元，2014-2019 年复合增速为 13.63%。非航收入中占比 63%，是机场最为重要的非航收入来源。机场针对市内免税的机场提货会收取 3%的提货费用，经测算，2019 年市内免税业务收取特许权租金 0.52 亿美元；机场免税业务收取特许权租金 5.19 亿美元，机场免税业务的实际扣点率为 41%，与中韩机场的免税扣点率相仿。

图 6：泰国机场非航业务以特许权收入为主（亿美元）



资料来源：公司年报，天风证券研究所

图 7：泰国机场 2019 年免税业务实际扣点率 40%左右（亿美元）



资料来源：公司年报，DBD，锐观网，天风证券研究所

4）中国香港/新加坡：多免税运营商共同运营，2019 年实际扣点率超 50%

香港国际机场分别在 2011 年以及 2016 年进行了两次大型的免税招标，众多全球免税运营商参与竞标，2012 年底至 2017 年机场的烟酒、香化、百货免税均由 DFS 运营；2016 年的重新招标中，中免与拉加代尔合资公司 Duty Zero 中标机场烟酒特许经营权，新罗中标香化特许经营权。

樟宜机场在 2014-2020 年的免税合同中，DFS 负责其烟酒特许经营，新罗以及拉加代尔分别负责香化/食品的特许经营。其烟酒免税合同如下，保底租金根据实际客流调节，且享有较高的销售收入扣点，特许权费用同样采用保底租金与销售扣点孰高的原则。在这一轮合同即将结束之际，新加坡关于烟酒的法律政策变更一定程度影响了 DFS 的入境销售业绩，因此自 1980 年就开始拥有樟宜机场烟酒特许权的 DFS 选择不延期合同，且不再竞标。在此后的竞标中，乐天获得了机场新的烟酒免税经营权，新罗则延期其香化免税合同。

表 4：樟宜机场免税合同基本情况

免税运营商	**DFS**
合同标的	樟宜机场的烟酒特许经营权
合同期限	2014.4.9-2020.4.8
合同条款	MAG 与收入扣点孰高 **月保底租金=4.15 新元（3.04 美元）*实际客流； 扣点率：烈酒＝46%；葡萄酒和香槟≥35%；烟草≥40%**

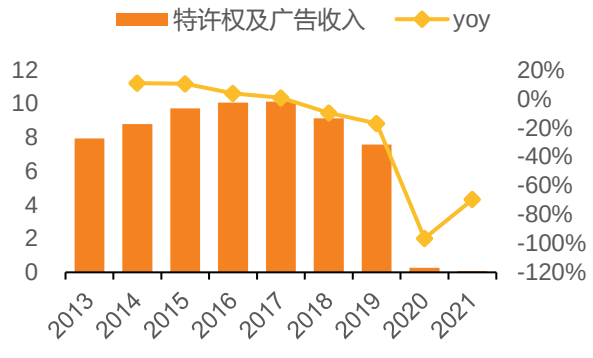
资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

特许权收入是机场的最主要收入来源。2019 年，香港国际机场及樟宜机场的特许权及广告收入为 7.57/11.14 亿美元，占机场营业收入的 34%/48%，是机场最主要的收入来源。

机场免税扣点率近 50%，特许权收入实现超免税销售额增长。我们测算，樟宜机场的免税实际扣点率超过 50%，但因特许权收入中包含广告收入，所以实际的扣点率水平应低于测算值；同时，2014-2019 年樟宜机场特许权收入复合增速为 7.01%，高于同期免税销售额复合增速 5.06%，实现超免税销售额增长。

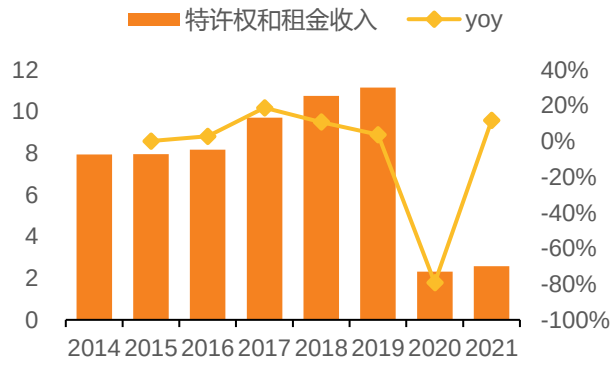
香港国际机场的实际扣点率暂无法得知，但是其税收制度、机场客流以及免税招标情况与樟宜机场类似，我们认为扣点率与樟宜机场具有可比性。参照仁川国际机场公布的 2019 年机场免税店销售额排名情况，香港国际机场销售额低于曼谷素万那普，而泰国机场的免税销售额为 12.54 亿美元，因此我们预估，**香港国际机场的免税实际扣点率也在 50%以上。**

图 8：香港国际机场特许权及广告收入（亿美元）



资料来源：机场年报，天风证券研究所

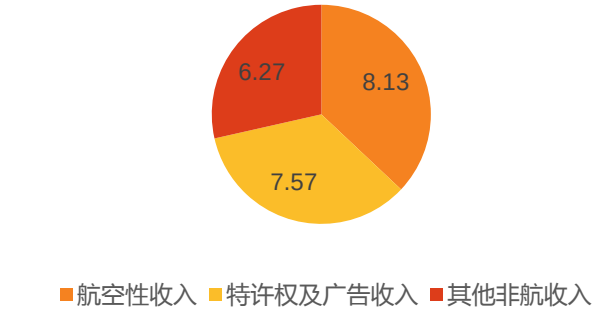
图 9：樟宜机场特许权及广告收入（亿美元）



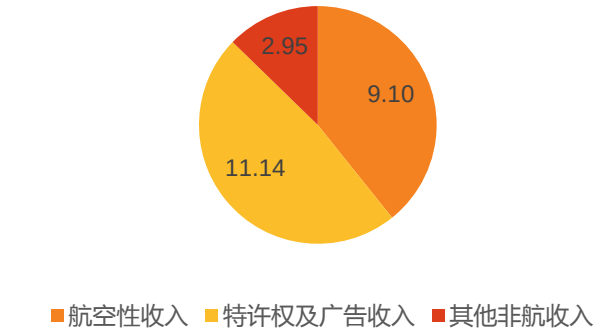
资料来源：机场年报，天风证券研究所

图 10：香港国际机场营业收入拆分（2019 年，亿美元）

图 11：樟宜机场营业收入拆分（2019 年，亿美元）

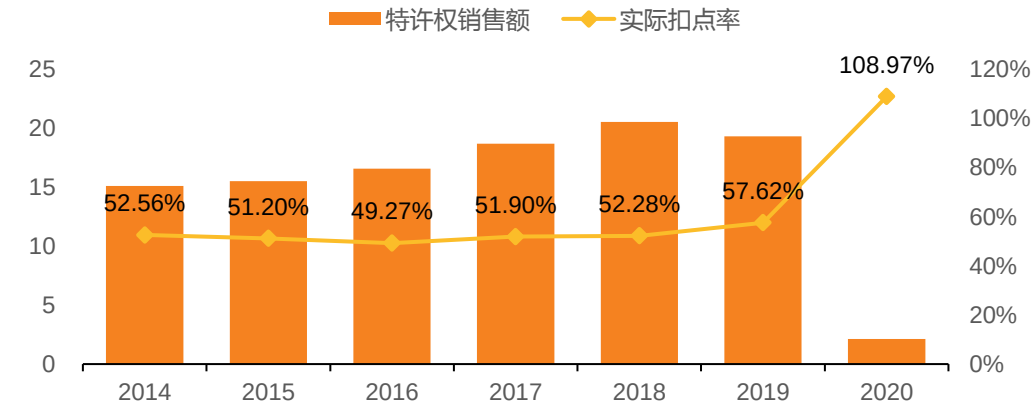


资料来源：机场年报，天风证券研究所



资料来源：机场年报，天风证券研究所

图 12：樟宜机场实际扣点率（亿美元）



资料来源：机场年报，天风证券研究所

5）欧美机场：机场对免税商业依赖度不高

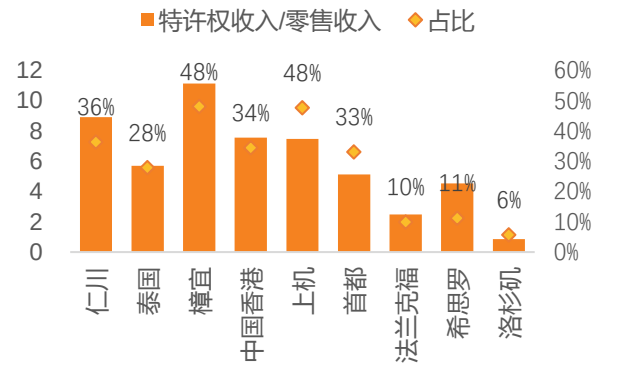
欧美的机场免税业务主要采取合资运营或者与专业免税运营商长期合作的模式。其中，欧洲两大机场集团，巴黎机场及法兰克福机场均与免税运营商成立合资公司管理机场免税，英国希思罗机场及美国洛杉矶机场的免税运营模式与国内一致，向免税运营商转让特许经营权，但合作关系长期以来较为稳定。

机场的免税特许经营权通常包含在零售收入中，实质上即国内的特许经营权。我们从多维度来比较亚太与欧美机场的免税业务发展：

- **从特许权收入绝对值来看，欧美机场的特许权收入水平整体低于亚太机场**（需要特别说明的是，巴黎机场集团与法兰克福机场虽然采取合资经营方式，零售业务特许权收入的财务指标为零售收入，但是其零售收入的口径仍然是按照销售收入扣点计算），特许权收入在营收中的占比也明显低于亚太机场，因此我们认为欧美机场在机场发展中，对于机场免税商业的依赖度是不及亚太的。
- **从特许权收入的增速来看，欧美机场慢于亚太主要机场。**欧美机场的免税运营以合资运营与长期合作模式为主，我们预计免税扣点率水平较为稳定，**特许权收入增速缓慢主要是因为机场零售业务在销售额端增长缓慢。**
- **扣点率水平低于亚太机场。2004-2011 年，**洛杉矶机场的零售业务实际扣点率在 30%左右浮动。根据其 2008-2011 年客单价复合增速 4%，以及 2015-2019 年特许权收入复合增速 7%，我们合理假设 2012-2019 年机场零售销售客单价保持 5%的复合增速，测算 2019 年的实际扣点率在 31%，低于亚太主要机场扣点率水平。

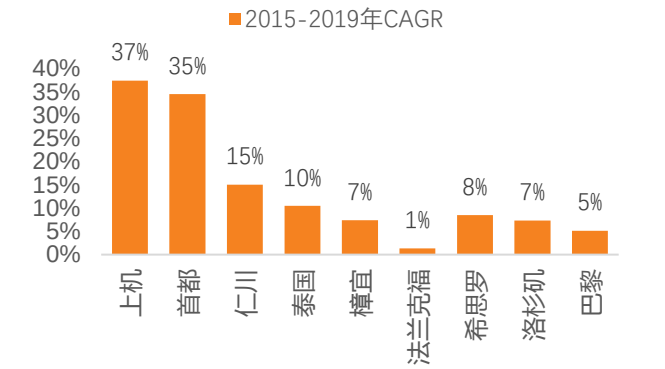
图 13：全球主要机场的特许权收入（2019 年，亿美元）

图 14：全球主要机场的特许权收入复合增速



资料来源：各机场年报，公司公告，MOODIE DAVITT，Statista，天风证券研究所

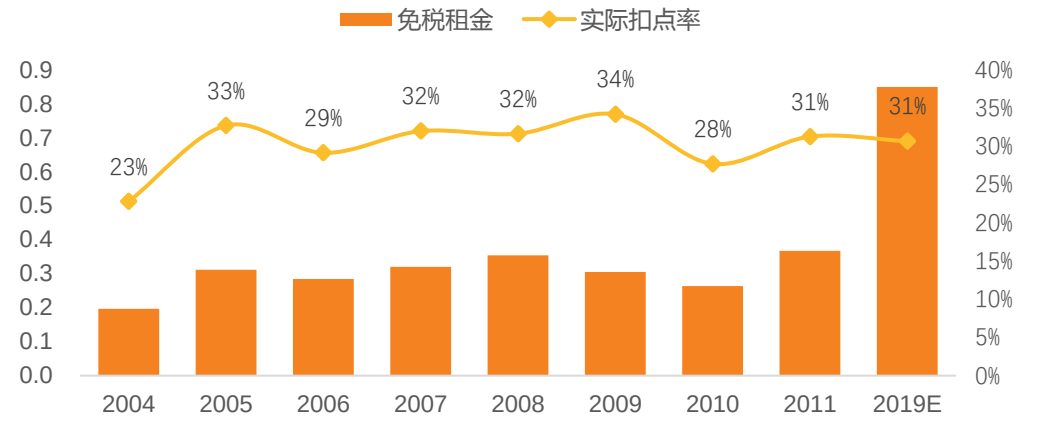
注：年末汇率，巴黎机场为 2018 年数据



资料来源：各机场年报，公司公告，MOODIE DAVITT，天风证券研究所

注：巴黎机场为 2014-2018 年 CAGR

图 15：洛杉矶机场实际扣点率 30%左右（亿美元）



资料来源：MOODIE DAVITT，机场年报，天风证券研究所

1.2. 产业与税制结构差异：亚太机场物业更具稀缺性

欧美国家是主要的奢侈品生产国。LVMH、开云、历峰三大奢侈品集团及 Hermes、欧莱雅集团均位于欧洲，美国也有 Calvin Klein 等轻奢品牌以及雅诗兰黛等大型化妆品公司，日韩虽然有相关香化产业的布局，比如资生堂、爱茉莉、LG 生活健康等化妆品公司，但整体而言，欧美还是主要的奢侈品生产国，亚太地区以进口为主。因此在奢侈品的价格上存在贸易物流等流通链条的成本以及进口税收成本。

税制结构上，中国香港、新加坡为自由贸易港，对大部分商品免征关税，同时中国香港在多数商品的流转环节也不征税，新加坡在商品流转环节的税负较低，增值税税率仅为 7%；欧美、日韩等发达国家是以直接税为主的税制结构，流转环节的商品税收占比较低；而我国是间接税为主的税制结构，商品与服务税在国家税收占比超过 50%，商品流转环节的税负成本相较而言更重。我们假设进口原产地为法国，报关价 1000 元的香水为例，各国的进口税收产品差异明显，税收成本的大小上，有中国香港/新加坡<欧美、韩国<中国、泰国的关系。

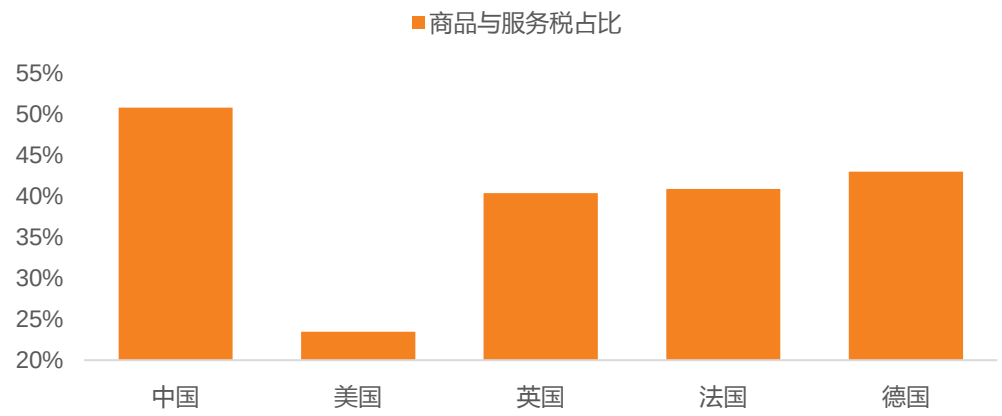
表 5：各地区进口商品税负比较（以报关价 1000 元的香水作为测算）

	关税	消费税	增值税	其他税	税收总额（元）
法国	×	×	20%	×	200
德国	×	×	19%	×	190

英国	×	×	20%	×	200
美国	×	×	9%	×	90
中国香港	×	×	×	×	0
新加披	×	×	7%	×	70
韩国	×	×	10%	×	100
泰国	30%	15%	7%	10%	666
中国	3%	15%	13%	×	369

资料来源：雨果跨境，商务部，英国税务与海关总署，免税零售专家公众号，税乎网，天风证券研究所

图 16：各国税制结构差异（2018 年）



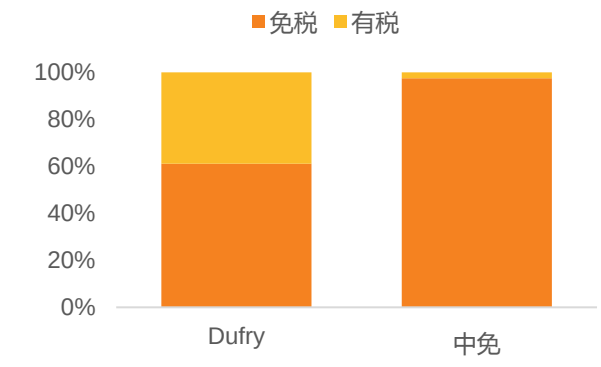
资料来源：《关于 “十四五”时期我国税制结构的思考》马海涛、王斐然，天风证券研究所

以中国为例，进口奢侈品的税收额外成本，拉大了有税与免税商品的价差，为国人进行免税商品消费提供经济激励；而欧美国家作为奢侈品原产国与低商品税负国，有税与免税商品价差较小，机场免税商品相较有税渠道，固然存在税收成本优势，但是优势程度弱于中国。

我们从欧美的免税运营商销售结构来看，Dufry 在 2019 年前，是全球免税运营商龙头，机场也是其最主要的销售渠道，2019 年占比 88%。但从免税和有税商品的结构来看，有税商品占比 39%，远高于同期的中国中免。希思罗机场的零售特许权收入中，有税零售的占比也在 40%以上。

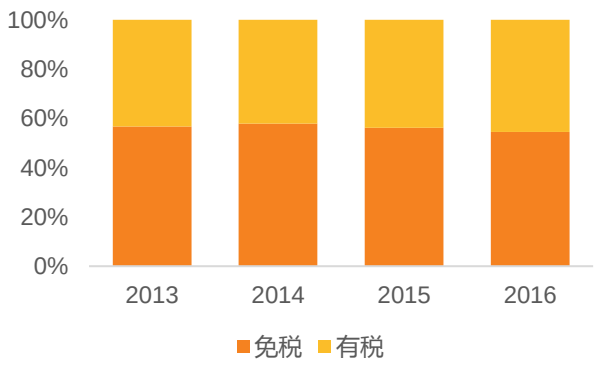
欧美机场与亚太机场的相似之处在于都具备天然的客流，无需引流成本，但因为免税与有税商品价差问题，我们认为前者的商业形态更像是拥有天然流量的百货中心，物业的稀缺性不及亚太机场。

图 17：Dufry 与中免的商品销售结构（2019 年）



资料来源：各公司年报，天风证券研究所

图 18：希思罗机场的零售特许权收入结构

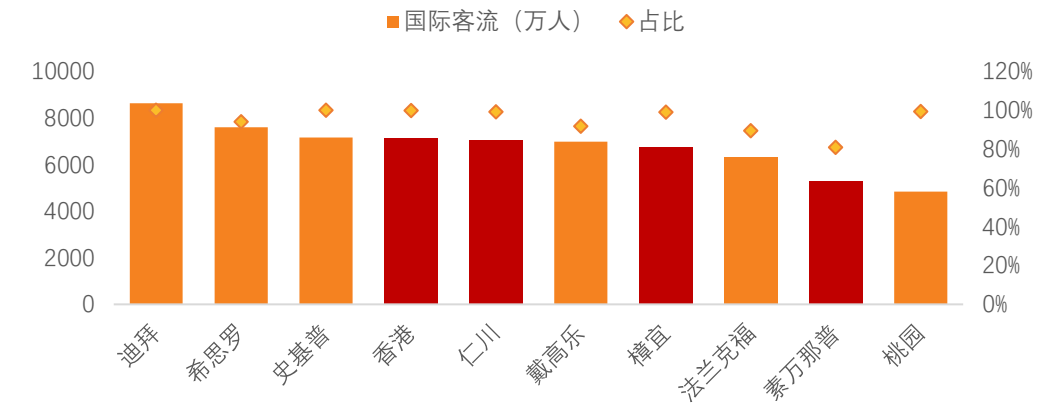


资料来源：机场年报，天风证券研究所

1.3. 国际客流：天然优质流量是机场发展免税业务的核心要素

香港国际机场、韩国仁川机场、新加坡樟宜机场以及曼谷素万那普机场的国际客流均位于全球机场国际客流 TOP10，国际旅客占比普遍 90%以上，曼谷素万那普机场略低，为 80.9%。大规模的国际客流为核心枢纽提供发展免税业务的基础。

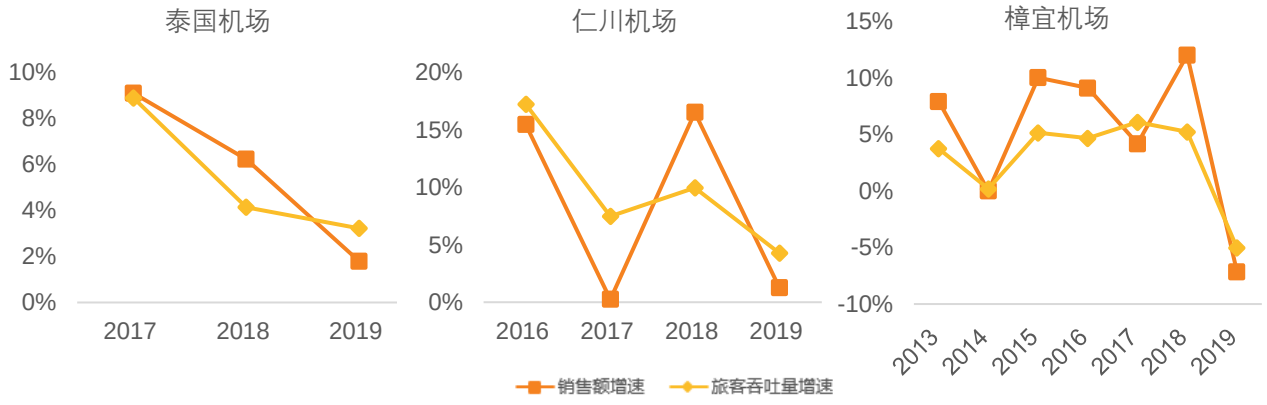
图 19：全球机场国际客流 TOP10（2019 年）



资料来源：ACI、天风证券研究所

机场的免税销售额增速走势基本与旅客吞吐量增速一致，这与免税销售额=国际客流*转化率*客单价的基本关系是符合的，而每年转化率与客单价的差异又会使两者走势出现偏差，但整体而言，**国际客流还是机场去发展免税业务的核心要素。**

图 20：机场销售额与旅客增速比较



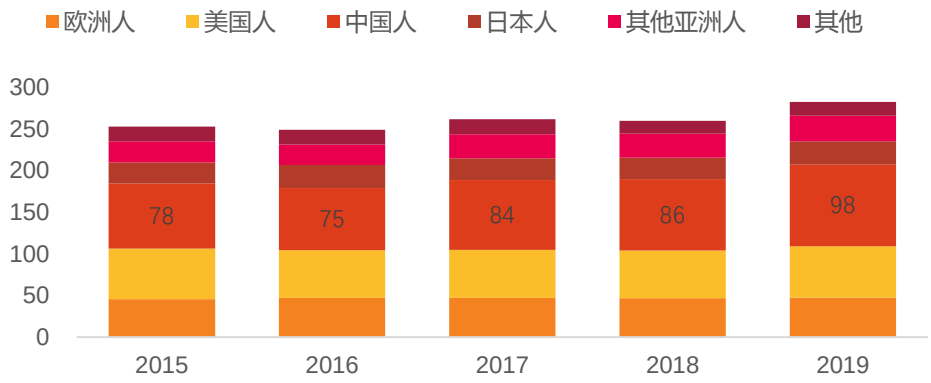
资料来源：各机场年报，DBD，Wind，天风证券研究所

注：樟宜机场的年度数据为本年 4 月-次年 3 月

为何同样国际客流体量的欧洲机场，免税业务发展不及亚洲机场?

国际客流中的中国人是近几年奢侈品消费的主要驱动力。上述的有税/免税商品价差，为国人提供内在的激励，叠加消费力提升与出境游频繁，中国消费者贡献 2015-2019 年全球奢侈品市场的主要增量，增量占比 72%，其中就包括免税消费。

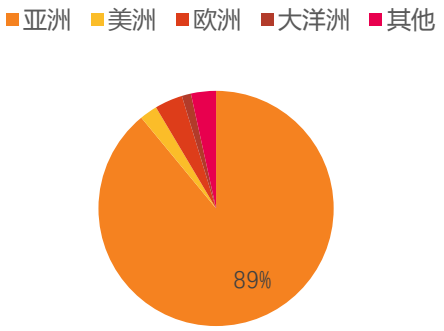
图 21：全球奢侈品市场结构



资料来源：Kering 年报，天风证券研究所

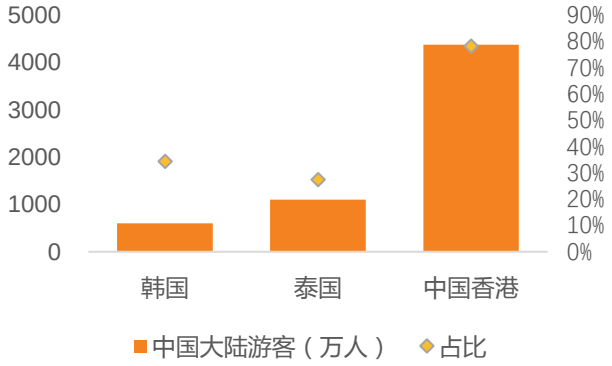
从我国出境游的洲际市场份额来看，国人出境游主要聚集在亚洲市场。2019 年，韩国/泰国/中国香港的入境游客中，中国大陆游客占比 34%/28%/78%，是最主要的入境客群。这也驱动了亚太免税市场的高速增长，亚太地区旅游零售市场的增速自 2013 年起始终领先于其他地区，因此我们认为，**同时期的欧美市场，中国消费者赋予的免税市场驱动力不及亚太市场。**

图 22：2018 年我国出境游的洲际份额



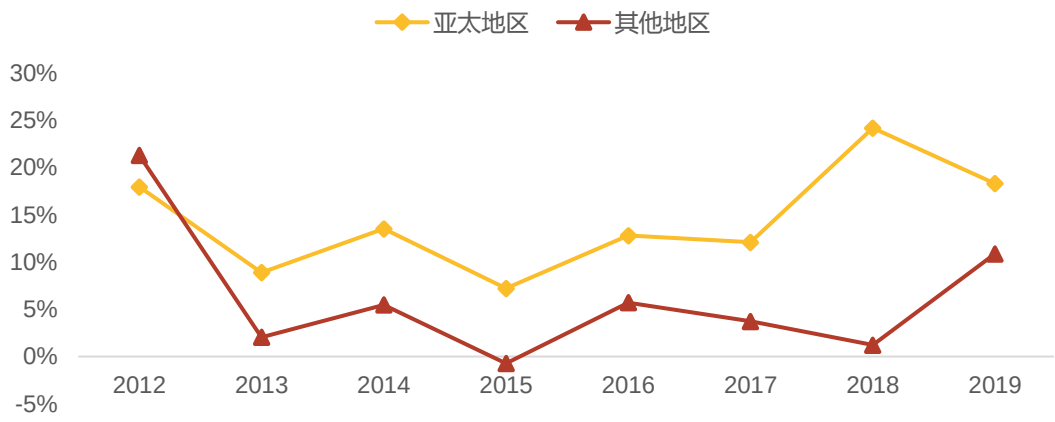
资料来源：中国旅游研究院，天风证券研究所

图 23：2019 年中国大陆游客占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 24：旅游零售市场的地区增速



资料来源：中国中免招股书，前瞻产业研究院，天风证券研究所

近十年，中国消费者支撑韩国免税市场高速增长。我国赴韩旅游人次在 2010 年迎来高速增长，从而带动韩国免税业发展。2019 年韩国免税市场规模为 213.2 亿美元，2011-2019 年复合增速高达 20.29%，免税市场高速发展，外国人的免税消费规模占比提升明显，我们

测算，2019 年中国人消费 148.52 亿美元，占整个韩国市场的 70%，是最主要的消费人群。

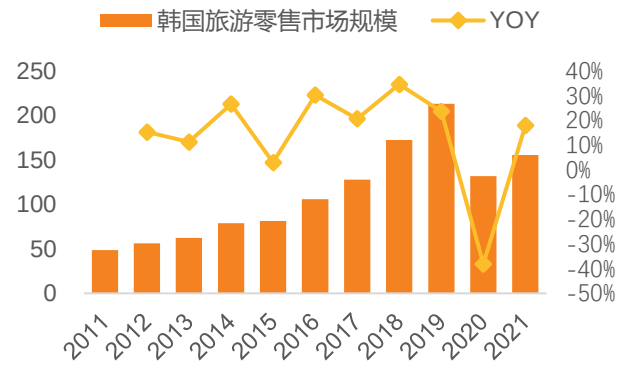
机场承揽多数入境旅客，发达的旅游产业保障机场流量稳步增长。2019 年，67%的旅客通过机场入境，其中仁川机场占比 74%，是最主要的国际旅客进出境方式。高消费力的国际旅客流量也支撑了仁川机场的免税业务发展。

图 25：我国赴韩旅游人次高速增长（万人）



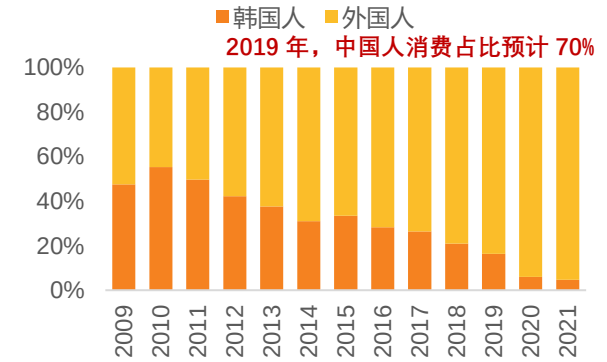
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 26：韩国免税市场高速增长（亿美元）



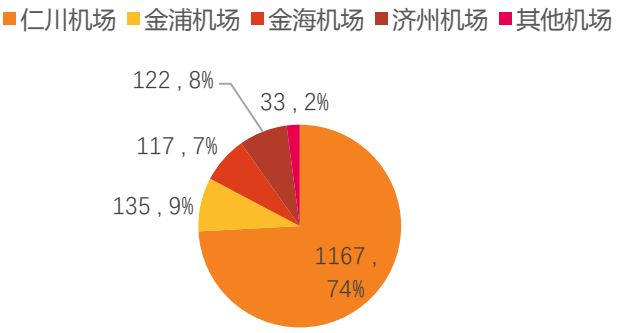
资料来源：KDFA，天风证券研究所

图 27：韩国免税市场外国消费者占比攀升



资料来源：KDFA，天风证券研究所

图 28：韩国机场旅客分布（2019 年，万人）



资料来源：Wind，天风证券研究所

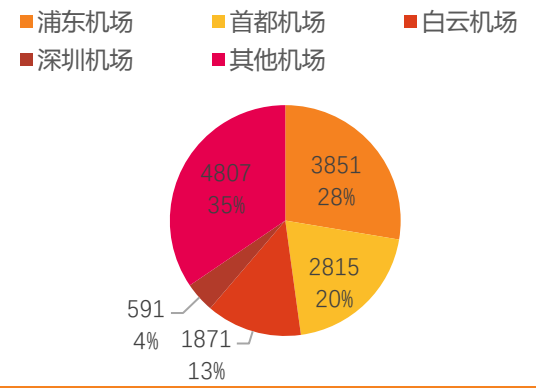
为何上海机场的国际客流体量低于其他机场，免税规模能居全球先列？

2019 年，浦东/首都/白云机场的国际客流分别为 3851/2815/1871 万人，承揽我国国际客流的 61%，是我国主要的门户枢纽，其中浦东机场占比 28%。

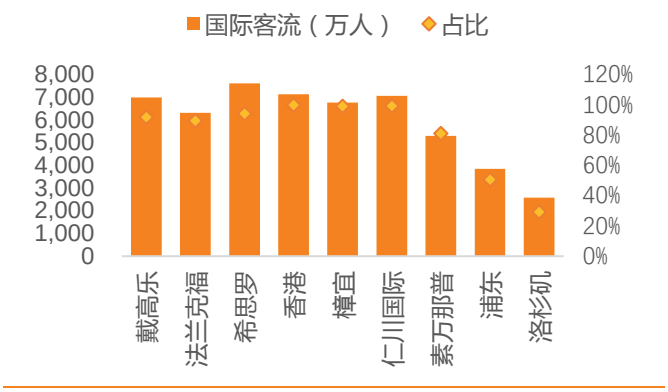
从体量以及国际客流的占比上来讲，中国机场都很难做到像欧洲、其他亚太地区国际枢纽的表现，这主要是因为地理因素的差异。中国同美国相似，国土面积大，存在大体量的国内航线旅客，稀释国际航线占比；同时，边境线绵长，国际客流通常被分散在不同的机场，单一机场的国际旅客占比较低。

图 29：国际客流的机场分布（2019 年，万人）

图 30：国际客流占比（2019 年）



资料来源：Wind，民航局，深圳机场公告，白云机场年报，天风证券研究所

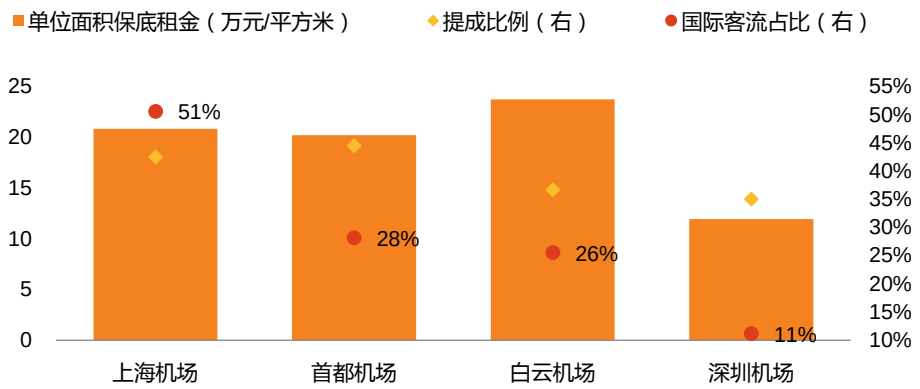


资料来源：ACI，Wind，天风证券研究所

中国机场以质取胜。虽然中国机场的国际客流做不到其他国际枢纽在数字上的表现，但是回归到客流，中国的门户枢纽是离高价值中国消费者客群最近的机场，作为拦截消费外流的重要渠道。

国际客流及旅客结构占比很大程度上决定了机场免税的价值。上一轮免税合同招标中，机场免税的单位保底租金以及扣点率和机场的国际流量及旅客结构都显著挂钩。国际客流绝对值或者国际旅客占比较高的浦东及首都机场，其在免税合同中的保底租金及扣点率条款也更有优势。

图 31：机场免税合同的基本情况（2019 年）



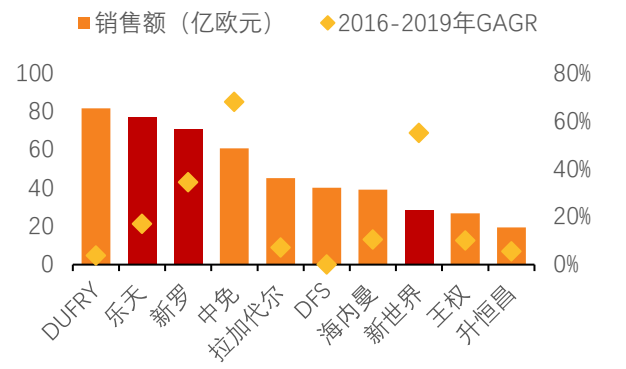
资料来源：各公司公告，白云机场年报，Wind，天风证券研究所

1.4. 免税竞争：上游免税运营商竞争进一步提高机场议价力

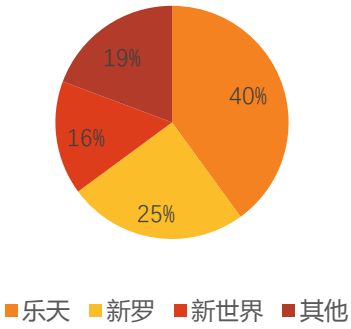
韩国上游免税运营商竞争激烈。2018 年，韩国免税市场 CR3 市占率 81%，呈寡头竞争的格局，前三家免税运营商销售额在 2016-2019 年复合增速为 17.02%/34.30%/54.85%；2021 年，规模第四的现代免税以 19.22 亿欧元挤入全球 TOP10 榜单，较 2019 年的销售收入 6.12 亿元提高 214%。规模次于乐天、新罗的新世界免税、现代免税增长态势迅猛，韩国免税市场的竞争激烈。

图 32：韩国免税运营商竞争激烈（2019 年）

图 33：CR3 市占率 81%（2018 年）



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

仁川机场免税招标竞争激烈。以 2014 年仁川机场与免税运营商的合同招标情况来看，机场将免税区域分为 12 个，大企业有 8 个免税区域的招标权，剩下 4 个则由中小企业投标。在此轮招标过程中，乐天、新罗、新世界、韩国旅游局以及王权免税共计五家免税运营商参与投标。最后乐天中标 DF1/3/5/8 共 4 各区域的特许经营权，新罗中标 DF2/4/6 共 3 个区域的特许经营权，新世界中标 DF7 的特许经营权。

表 6：韩国 T1 免税招标基本情况

投标企业	免税区域	品类	面积（㎡）	年保底租金（亿美元）	单位面积租金（万美元/㎡）	中标
乐天 新罗 新世界 韩国旅游局 王权 共计五家大型免税运营商	DF1	香化	1324	0.95	7.21	乐天
	DF2	香化	1106	0.91	8.24	新罗
	DF3	烟酒	506	0.64	12.56	乐天
	DF4	烟酒	486	0.48	9.90	新罗
	DF5	其他	2066	0.64	3.10	乐天
	DF6	其他	1909	0.63	3.32	新罗
	DF7	其他	2856	0.73	2.55	新世界
	DF8	全品类	4953	0.95	1.92	乐天
	合计	-	15206	5.93	3.90	-
中小免税运营商	DF9-12	-	2188	6.16	28.17	-

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

中国香港以及新加坡的机场免税是全球免税运营商的“兵家必争之地”。中国香港以及新加坡均没有大型本土免税运营商，机场均按照商品品类分别进行免税特许权招标，吸引了来自全球的大型免税运营商。香港国际机场分别在 2011 年以及 2016 年进行了两次大型的免税招标，众多的全球免税运营商参与竞标，2012 年底至 2017 年机场的烟酒、香化、百货免税均由 DFS 运营，2016 年的重新招标中，中免与拉加代尔合资公司 Duty Zero 中标机场烟酒特许经营权，新罗中标香化特许经营权。**合同均采用保底租金与销售扣点孰高的定价方式。**

表 7：香港国际机场两次免税招标基本情况

竞标者	烟酒	香化	百货	竞标者	烟酒	香化
中免	✔	✔		Duty Zero（中免&拉加代尔）	✔	✔
DFS	✔	✔	✔	王权香港	✔	✔
王权香港	✔	✔	✔	乐天	✔	✔
乐天	✔	✔	✔	DFS		✔
拉加代尔		✔	✔	日上		✔

Nuance-Watson	✔	✔	✔	新罗	✔
Sky connection	✔		✔	Dufry	✔
日上	✔	✔	✔	海内曼	✔
新罗			✔	Sky connection	✔
Worldduty free		✔			

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

欧洲机场通常与大型的免税运营商成立合资公司运营集团下属机场的零售业务。2013 年，巴黎机场集团与拉加代尔成立合资公司 SDP 负责机场免税业务，而法兰克福集团也在 2017 年与海内曼成立合资公司，负责运营法兰克福机场的免税业务。

英美机场与免税运营商合作关系稳定。英国希思罗以及美国洛杉矶机场仍然是采取免税经营特许权转让给免税运营商的模式，但是其与免税运营商的合作关系较为稳定，WDF（后被 Dufry 收购）与 DFS 自上世纪以来就开始与机场合作。

表 8：樟宜机场免税合同基本情况

机场	免税运营情况
巴黎机场集团	机场集团与拉加代尔成立合资公司 SDP 负责运营集团下属机场免税
法兰克福集团	机场集团与海内曼成立合资公司 FAR 负责运营集团下属机场免税
英国希思罗机场	1997 年以来均有世界免税（World Duty Free，WDF）负责运营； 2014 年，WDF 以租金上涨以及增加资本投资为条件，延长特许经营权 6.5 年至 2026 年 11 月 2015 年，Dufry 收购 WDF，承接 WDF 在希思罗机场的零售业务。
美国洛杉矶机场	DFS 自上世纪以来就开始负责洛杉矶机场的免税业务； 在 2012 年新一轮的免税招标中，再次获得了为期 10 年的免税合同，并且增加了 3 年的延期权。

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

横向比较全球机场与免税运营商的关系，欧美机场合资运营以及长期合作的模式下，机场与免税运营商的利益关系更均衡；体现在议价权上，机场的扣点率会更加合理以及稳定。而免税竞争较为激烈的亚太机场，尤其是中国香港国际机场、樟宜机场，机场免税的实际扣点率会更高。因此我们认为，基于国际旅客体量带来的免税价值，免税运营招标的激烈程度，也在一定程度上进一步提高了机场在免税业务当中的议价力。

表 9：全球机场的免税运营情况梳理

	免税运营商	招标否	机场免税运营模式	招标竞争激烈度
欧洲	寡头竞争	×	合资运营	弱 ↓ 强
英美	寡头竞争	✔	独家运营	
泰国	一家独大	✔	独家运营	
中国	一家独大	✔	独家运营	
韩国	寡头竞争	✔	共同运营	
中国香港/新加坡	无本土	✔	共同运营	

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

2. 当下如何看免税合同的变更?

2.1. 免税合同变更乃全球共性

2020 年起，全球各大机场对于疫情前的免税经营合同进行了变更，对机场免税运营商大幅让利。合同变更的内容可以总结为以下几类情况：租金减免、取消保底、延期支付、延长租期。

1）**租金折扣，**机场方很大程度上承受了疫情带来的免税业务风险，当然多数情况下，机

场会收到来自政府的资金补助。韩国、泰国、中国香港以及新加坡均采用租金折扣的方式，折扣一般在 50%，主要针对的是基本租金；韩国对于中小企业的折扣率更大，为 75%。同时，针对于暂停营业的机场航站楼，机场方一般都会全额减免免税租金。

2）取消保底，改为按照实际的销售收入百分比收取租金，是机场与免税运营商的一个博弈合作过程，双方共担风险。韩国、泰国、以及中国香港均在 2020 年 6 月-7 月，取消了保底租金的形式，去采用实际销售收入扣点的方式。洛杉矶机场、迈阿密机场、达拉斯沃斯堡机场等美国机场也都采用了这种方案。泰国机场经历了从浮动 MAG 到固定 MAG 的挣扎，但最终还是取消了 MAG。同时，模式的转变会以客流量为依据，当客流恢复预测客流时，仍需要支付保底租金（泰国）。

3）延期支付，为免税运营商的现金流提供一定程度改善，这是多数机场变更合同会加设的条款，并且随着疫情的反复，付款宽限期也在不断延长，机场也会出台配套的分期付款政策。

4）延长租期，免税运营商可在不重新招标以及不重新拟定合同的情况下，延长对机场特许经营权的使用期限，以去弥补免税运营商在疫情期间所丧失的权利。泰国机场延期 1 年其与王权免税的合同至 2032 年；希思罗机场延期 3 年其与 Dufry 的合同至 2029 年。

表 10：全球机场合同变更情况

排名	机场	地区
韩国仁川机场	2020 年 2 月	6 个月内，提供基本租金 **20%-35%的折扣；** 如租金与销售挂钩，则提供六个月的**付款宽限期。**
	2020 年 3 月	所有企业：2020 年 3 月-5 月，提供 3 个月**付款宽限期**；暂停营业的中小企业，**免除租金。**
	2020 年 4 月	小型企业：基本租金 **50%的折扣**；大型企业：2020 年 3 月-8 月，提供租金 **20%的折扣（**并且需放弃前合同中 2021 年客运量下降的租金折扣）。
	2020 年 6 月	2020 年 3 月起，提供 6 个月的**付款宽限期，**直至客运量恢复至 2019 年的 60%； 小型企业：基本租金 **75%的折扣**；大型企业：2020 年 3 月-8 月，提供租金 **50%的折扣；** 当客运量下降 40%-70%，恢复至 4 月政策。
	2020 年 8 月	**保底租金转为销售扣点模式**（分商品品类）**；** 2020 年 3 月-8 月的租金，再给予 4 个月的**付款宽限期**； 客运量 60%阈值更新为 80%； 国内航班暂停的机场，**免除租金**（以前只有中小企业享受，现扩大至大企业）。
泰国机场集团	2020 年 2 月	2020 年 2 月 1 日-2021 年 1 月 31 日，提供固定月费 **20%的折扣；** 2020 年 2 月-7 月的特许权费可提供六个月的**付款宽限期。**
	2020 年 4 月	2020 年 4 月 1 日-2021 年 12 月 31 日，**免除**暂停营业商户的租金、航站楼和建筑服务费、固定特许权费；提供仍营业商户租金 **50%折扣**，按照减半租金的 15%征收航站楼和建筑服务费； 2020 年 2 月-12 月的特许权费可提供 6 个月的**付款宽限期**； 对于 2 月 19 日前签订合同的特许权经营人，如果后续年度的客流量低于 2019 年，则扣点率/租金以 2019 年的标准来；如果客流高于 2019 年，则 MAG 以客流增长率为基准重新计算。
	2020 年 7 月	2020 年 2 月-7 月的特许权费可提供 12 个月**付款宽限期**，2020 年 8 月-12 月保持 6 个月。
	2020 年 7 月	合同开始日期**延后 1 年**至 2022 年 4 月；合同期限延长一年至 2032 年； **当实际客流超过招标预计客流，才支付 MAG，现以销售收入扣点支付租金。**
	2021 年 11 月	救济期延长至 2022 年 3 月 31 日； 2020 年 2 月-7 月的特许权费可提供 23 个月的**付款宽限期**；2020 年 8 月-12 月的特许权费可提供 17 个月的付款宽限期。
中国香港国际机场	2019 年 10 月	提供定额租金 20%的**折扣。**
	2020 年 3 月	商铺及食肆 3 月至 5 月的租金提供 70%的折扣，6 月提供 50%的**折扣。**
	2020 年 3 月	对暂停营业的租户**免除租金**，仍在营业的租户**免除底租，**延续至今。

新加坡樟宜机场	2020 年 2 月	2020 年 2 月-8 月，提供基本租金 50%**折扣**；从 2020.03.24-05.24，**免除** T4 特许权租金；
	2020 年 4 月	T2/T4 自 2020.5.1/5.16 起暂停运营，对于暂停运营的特许经营商面**免除**租金。
美国洛杉矶机场	2020 年 4 月	2020 年 4 月-6 月，**取消 MAG**，支付合同中规定的百分比租金；
		租金可在 2020 年 7 月-12 月**分期支付。**

资料来源：MOODIE DAVITT，香港国际机场官网，天风证券研究所

我们对中国主要枢纽机场的合同变更政策做进一步的梳理：

1）上海机场：取消保底，按照客流恢复、经营情况弹性调节。我们对上海机场与中国中免的补充协议进行梳理，机场每年的免税租金主要根据国际客流确定，当月实际客流≤2019 年月均实际国际客流×80% 时，“月实际销售提成”按照以下公式确定：月实际销售提成=人均贡献×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数，其中，“人均贡献”以 2019 年为基准，对应“人均贡献”为 135.28 元；月实际客流>2019 年月均实际国际客流×80% 时，其年租金为对应客流区间的保底租金金额（不超过本年度上限），即原协议下的收入下限变为新协议下的收入上限。上海机场由原本“上不封顶，下有保底”的旱涝保收状态，转变为了“上有封顶，下不保底”的合作弱势地位，导致市场对于未来机场免税业务弹性较为悲观。

表 11：上海机场免税合同及变更

年份	旧免税合同 下限（亿元）	旧免税合同 无上限	补充协议 年实际国际客流 X（单位：万人次）	补充协议 无下限	补充协议 上限（亿元）
2019	35.25	实际销售额×分类销售提成比例	X≤4172	人均贡献（135.28 元）×月实际国际客流×客流调节系数×面积调节系数	35.25
2020	41.58		4172<X≤4404		41.58
2021	45.59		4404<X≤4636		45.59
2022	62.88		4636<X≤4868		62.88
2023	68.59		4868<X≤5100		68.59
2024	74.64		5100<X≤5360		74.64
2025	81.48		5360<X		81.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2）白云机场：模式不变，弹性调节保底销售额。白云机场于 2022 年 6 月 24 发布原合同补充协议。2020 年协商经营权转让费 2.96 亿元，2021 年起采取新的计算标准，保底与销售扣点孰高的定价模式仍不改变，但就保底销售额做出调节。

月保底销售额 R=月保底销售额基数 Y（2019 年 12 月）×月客流调节系数×月面积调节系数。其中，月客流调节系数根据月客流比例进行调节（月客流比例=当月实际国际客流量÷2019 年月均国际客流量），月面积调节系数不低于同月客流调节系数（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）。

同时，保底销售额会参照客流的恢复情况做出调整。以后年度当（上年度国际客流量÷2019 年国际客流量）<0.8 时，保底销售额参照 Y，不执行原协议中年保底销售额的递增条款；当比例≥0.8 时，本年的月保底销售额以 Y 作为基数，执行原协议约定的月保底销售额的递增条款。

3）首都机场：协商年免税租金。2021 年 10 月 29 日，中国中免发布公告，对原合同第三年（2020.2.11-2021.2.10）的经营费事项签署补充协议。据补充协议，中国中免应付首都机场第三年经营费 2.83 亿元。双方都没有就具体的免税特许经营权费定价方式展开详细说明，但我们认为中免可能会参考其余两场的补充协议，就后续年度的租金进行重新协商。

2.2. 免税合同变更横向比较

国内机场异曲同工。对比三家机场的特许权合同变更情况，上海机场及白云机场的免税租

金基本都是在 2019 年的销售情况下，加以客流比例、开店面积比例去做调节，赋予机场方在免税租金收入上一定的弹性，即相比完全按照销售收入扣点计算的租金会更高。但存在不同的是，上海机场的免税租金存在上限，而白云机场在机场免税经营恢复情况乐观的情况下，租金弹性更大。但是基于国际客流恢复的实际情况来说，两家机场的免税合同差异不大。

表 12：国内机场免税合同变更情况汇总

机场	补充协议情况	2021 年特许权收入及增速（较 2019 年）
上海机场	**取消保底，租金按客流调节，有租金上限** 国际客流恢复 80%前：月实际销售提成 = 人均贡献 × 月实际国际客流 × 客流调节系数 × 面积调节系数 国际客流恢复 80%后：租金=原保底租金。	4.86 亿元，-90.67%
白云机场	**2020 年协商金额；2021 年后按保底与销售扣点孰高，按客流调节** 上年国际客流恢复 80%前：本年按照 2019 年 12 月保底销售额，根据客流比例、开店面积比例调节 上年国际客流恢复 80%后：保底销售额按照原协议递增。	1.23 亿元，-82.35%
首都机场	每年协商金额。	0.55 亿元，-98.47%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：首都机场特许权收入按照年报口径计算

中国、韩国、泰国等亚太机场普遍对免税运营商让利较大，特许权收入下降明显。亚太多数机场都取消了保底的租金，采取以销售收入扣点的方式来收入特许权租金，2021 年的特许权收入较 2019 年下降明显，泰国机场、中国香港国际机场以及上海机场、首都机场的降幅在 90%-100%区间。我们认为原因在于：

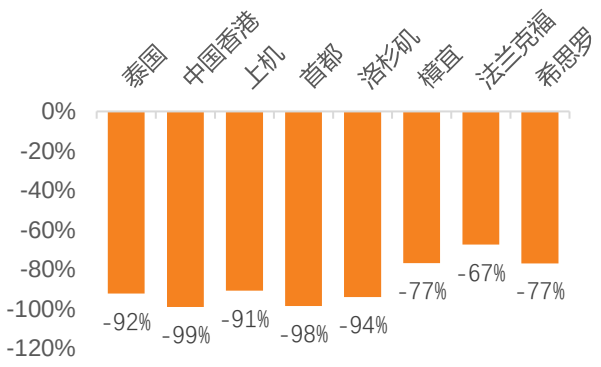
- **上下游关系：机场与免税运营商的利益分配存在博弈，但在政府主导之下，利益分割的结果多是均衡的。**中、韩、泰三国机场免税的合作模式都是本土免税运营商经营机场免税，站在更高的角度去看双方的利益其实是相较统一的。以韩国为例，对于机场零售商的补助由韩国政府主导，减免的租金对于政府而言，无非是从机场的手中到了免税运营商的手中。
- **机场对免税商业依赖度：机场免税的体量大，机场方对于免税商业的依赖度很高，**上海机场、仁川机场的免税销售额体量均在 20 亿美元以上，机场特许权收入的占比也较高，免税商业对于机场发展的重要性不言而喻。因此，按照原有的免税合同去给付租金具有明显的不合理性及不可持续性，机场免税的重要性也会让利益双方更有激励去处理突发事件的应对措施。

新加坡樟宜机场、部分欧洲机场的减免力度较小，机场方在特许权收入上受到的冲击相较而言小。2020 年，樟宜机场实现特许权和租金收入 3.05 亿新元，虽然同比下降 79.63%，但是相较于 2.8 亿新元的特许权销售额来说，免税运营商的实际扣点率已超过 100%。我们认为原因如下：

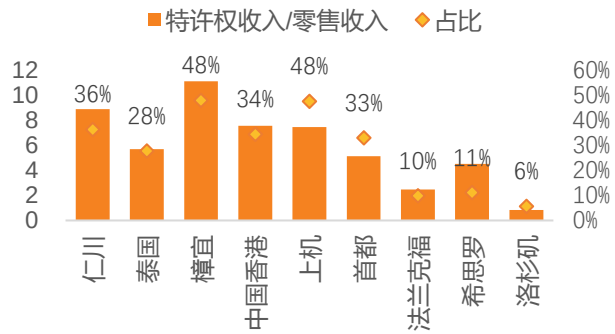
- **上下游关系：**樟宜机场的下游免税运营商竞争激烈，且都不是本土免税运营商，因此机场与免税运营商的关系相较中国/泰国/韩国等国家会更加对立。在面对疫情冲击时，机场方去减免的意愿更弱。
- 樟宜机场的保底租金与客流量挂钩，即使不取消保底租金，也能够一定程度上调节特许权费用，减少疫情冲击的影响。

图 34：主要机场的特许权收入降幅（2021vs2019）

图 35：主要机场的特许权收入占比（2019 年）



资料来源：各机场年报，公司公告，天风证券研究所



资料来源：各机场年报，公司公告，Statista，MOODIE DAVITT ，天风证券研究所

注：年末汇率

我们认为，我国奢侈品非生产国的产业形态与税制结构在短期内都不会改变，国人在消费力提高之下对于欧美奢侈品的“狂热”也会持续，而基于有税、免税商品价差的经济激励，免税消费对于国人具有充足的吸引力。而我国门户枢纽是离高价值中国消费者最近的机场，在国际航线逐步复苏的预期之下，拥有天然优质流量的门户枢纽具备机场免税业务发展的核心要素，议价权基础仍在，疫情期间的免税合同变更是全球共性，而疫情之后免税合同也或将重签。

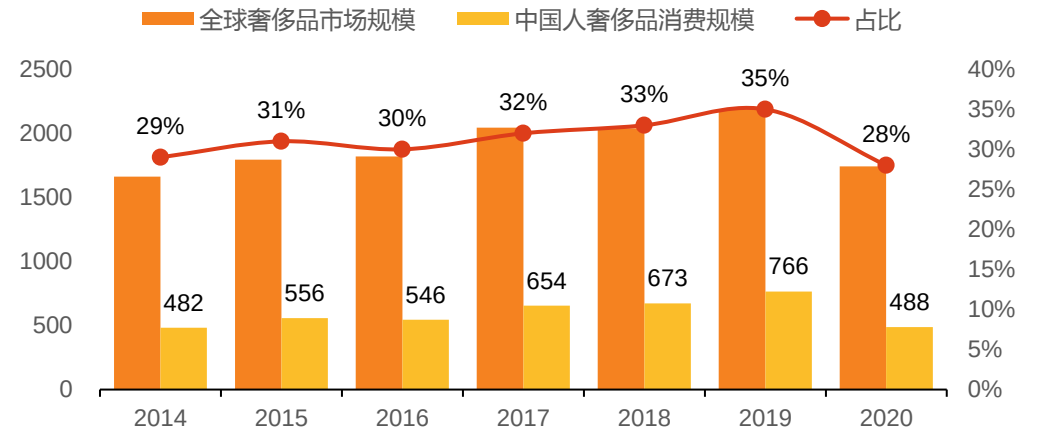
3. 如何看我国机场免税业务的未来发展?

3.1. 需求无忧，核心看供给端的改善

机场免税的目标客群是出入境旅客，消费者是经过机票的天然筛选，消费门槛的存在保障了购买力。

中国消费者是全球奢侈品市场的最大消费群体，疫情时期消费受到影响。2019 年，中国人奢侈品消费规模为 7660 亿元，占全球市场的 35%，2014-2019 年消费复合增速达 10%，是所有群体中，消费力增长最快速的群体之一。2020 年以来，受制于疫情，国际出行客流停滞，旅游支出大幅下降，因而出国消费的场景大幅减少，中国人奢侈品消费规模下滑明显，对于全球奢侈品市场的贡献明显下降。

图 36：中国人奢侈品消费占比提升明显（十亿元）



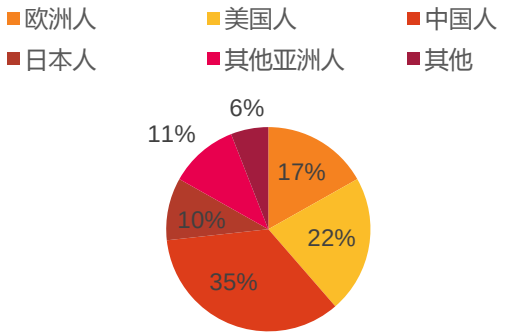
资料来源：Kering 年报，天风证券研究所

69%的国人奢侈品消费场景发生在境外。2019 年，中国人消费了全球 35%的奢侈品，但中国的奢侈品市场只占全球的 11%。假设中国奢侈品市场全部由中国人贡献，那么至少有 69%的国人奢侈品消费场景是发生在国外的，国人境外的奢侈品消费规模预计 5315 亿元。而免税市场以奢侈品消费为主，2018 年我国居民境外的免税消费也高达 1800 亿元，因

此奢侈品消费回流的趋势有望长期支撑我国免税市场规模。

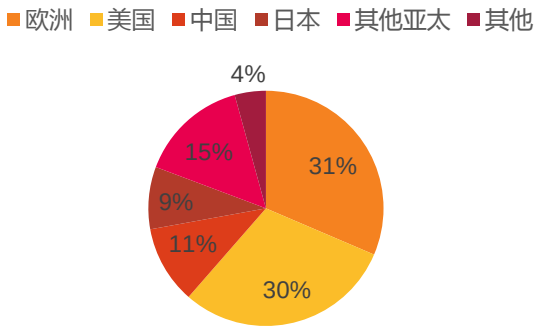
因此我们认为，在短期内无需担心机场免税需求端的逻辑，目标客群的消费力从奢侈品境外消费的体量可以保障，能否将这一部分需求引流回来主要还是看供给端的改善。

图 37：中国人奢侈品消费规模占比 35%（2019 年）



资料来源：Kering 年报，天风证券研究所

图 38：中国奢侈品市场规模占比 11%（2019 年）



资料来源：Kering 年报，天风证券研究所

3.2. 流量：国际枢纽具马太效应，产能供给不构成约束

免税业务发展的核心要素在于国际客流，我们认为：1）国际航空枢纽具备马太效应，同时基于三大机场群的竞争格局，浦东机场国际客流的分流效应最弱；2）基于产能投放及规划情况，浦东机场及白云机场的产能对客流增长大概率不构成约束，长期可以实现稳健增长。

3.2.1. 国际枢纽机场的旅客分流效应弱

国际枢纽机场具备马太效应。得益区位优势以及机场定位所带来的强劲内生需求，浦东、首都和白云孕育了分别以各自为基地的东航、国航和南航这三个全国性网络型航空公司。**是否有一个基地航司为全国性网络航司对机场国际占比至关重要，**深圳作为与北上广经济潜力相当的城市，但深圳机场的国际航线占比仅为 11%，我们认为主要系其基地航司深圳航空仅为国航旗下的区域性航司。通常本地需求很难支撑国际航线盈利，全国网络型航司可以通过全国的中转网络将各地出国人群中转至基地机场并送出国外；为保障收益水平，三大航只会考虑在枢纽基地铺设大量的国际航线。

国际航权资源配置政策利好核心枢纽。民航局 2018 年发布了《国际航权资源配置与使用管理办法》，对于二类国际航线航权资源配置实行打分制，包括消费者利益（包含始发地航点衔接性与航班量）、枢纽发展、资源使用效率以及企业运行品质等四大指标，从指标考核上来讲，核心的枢纽机场更具有竞争优势，航司为了争取到国际航权资源，也会更倾向将国际航线放在浦东、首都等核心枢纽。

图 39：三大机场的基地航司（2019 年冬春航季）

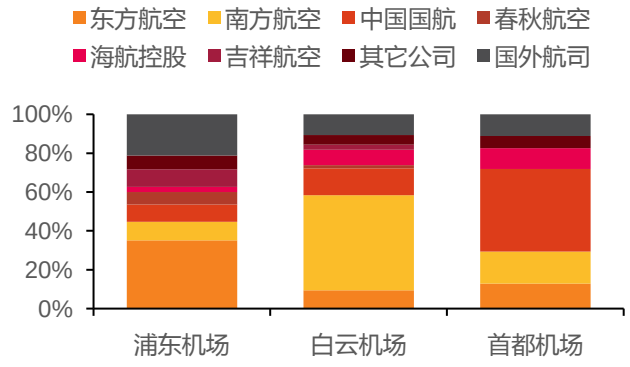
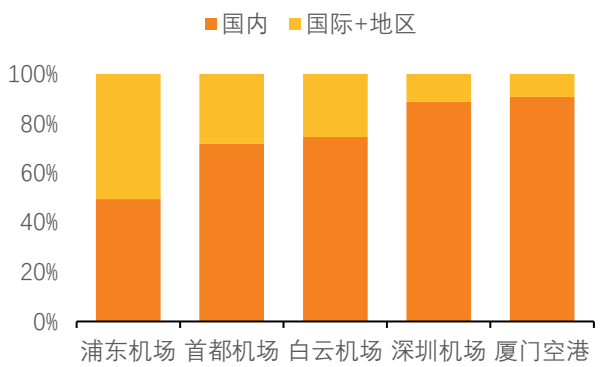


图 40：主要机场的旅客结构（2019 年）



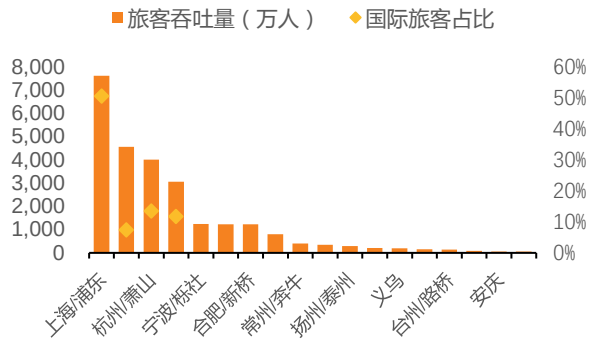
资料来源：Pre Flight，天风证券研究所

资料来源：Wind，民航局，深圳机场公告，白云机场年报，天风证券研究所

长三角机场群竞争格局更优。从机场群内部结构来看，长三角、京津冀地区的客流主要集中在上海两场以及首都机场，机场客流的二八效应较为明显。

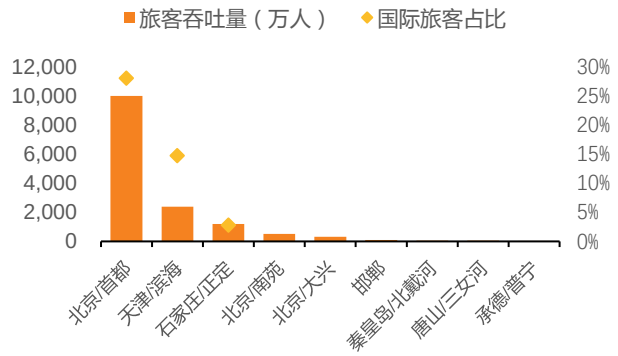
- **京津冀机场群：大兴机场在未来或将承接部分首都机场的国际航空枢纽职能。**大兴机场于 2019 年底投产，大兴与首都机场都定位于国际航空枢纽。在大兴运营前期，机场的时刻资源由首都和南苑机场平移过去。首先，这在很大程度上缓解了首都机场的超容运营压力，满足其提质增效的需求；但是这也意味着，大兴分流了首都机场的很大一部分客流，在《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》中，指出预计到 2025 年，大兴机场目标客流 7200 万人，首都机场目标 8200 万人。
- **粤港澳机场群：大湾区三大机场区位及定位有所重合。**大湾区三大机场地理位置较为集中，整体机场密度、人均机场数远超其他两大经济区中；且白云及宝安机场均为我国一类机场，香港国际机场定位国际航空枢纽，其定位与区位的重叠存在一定的分流效应，国际市场重叠度较高，达到 70%以上，竞争较为激烈。
- **长三角机场群：浦东机场的国际航空枢纽定位清晰。**上海虹桥、杭州萧山以及南京禄口三个机场分摊部分国际客流，体量在 300-600 万人次的区间，浦东机场承揽绝大部分国际客流，国际航空枢纽的地位明显。在 2020 年《长江三角洲地区交通运输更高质量一体化发展规划》中，也明确提出需巩固提升上海国际航空的枢纽地位，规划新建南通机场，作为上海国际航空枢纽的重要组成部分。同时，在上海一市两场的结构中，浦东机场被定义为国际核心枢纽，主要承担国际航线航班的起降，虹桥机场则作为干线枢纽，主要承担国内航线航班的起降。

图 41：长三角机场二八效应明显（2019 年）



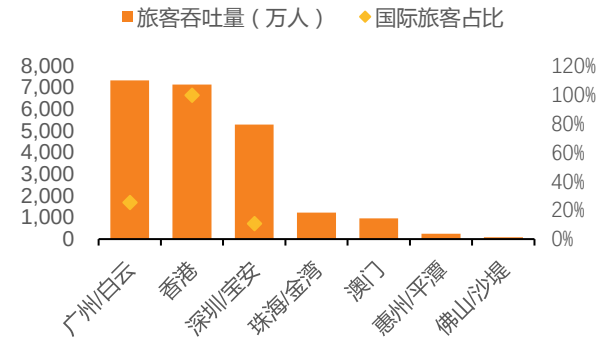
资料来源：民航局，Wind，上海机场公告，浙江国资公众号，江苏国资公众号，天风证券研究所

图 42：首都机场群面临大兴分流（2019 年）



资料来源：民航局，Wind，天津边检公众号，燕赵都市报纵览新闻公众号，天风证券研究所

图 43：粤港澳机场群竞争相较激烈（2019 年）



资料来源：民航局，ACI，澳门国际机场官微，白云机场年报，天风证券研究所

图 44：各机场群对比（2019 年）

机场群	机场数量	机场密度（个/千万平方米）	千万人机场占有率（个/千万人）
长三角	18	5.03	0.79
京津冀	9	4.13	0.80
粤港澳	7	12.39	0.82

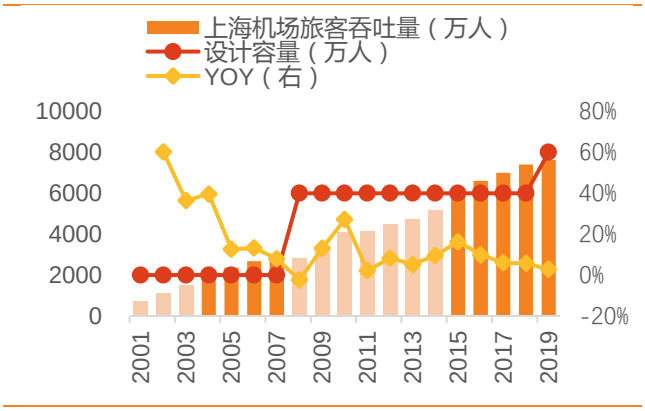
资料来源：民航局，Wind，天风证券研究所

3.2.2. 产能端对机场客流增长大概率不存在约束

机场的产能供给主要取决于航站楼以及跑道。1）航站楼：决定能够容纳的客流数量，但是因为摆渡车等方式的存在，其具有软约束，产能弹性更大，可以超负荷的容纳客流。2）跑道：产能具有较强限制，首先是处于安全考虑，其超负荷运行的可能性较低，其次机场的时刻资源也会约束产能的增长。

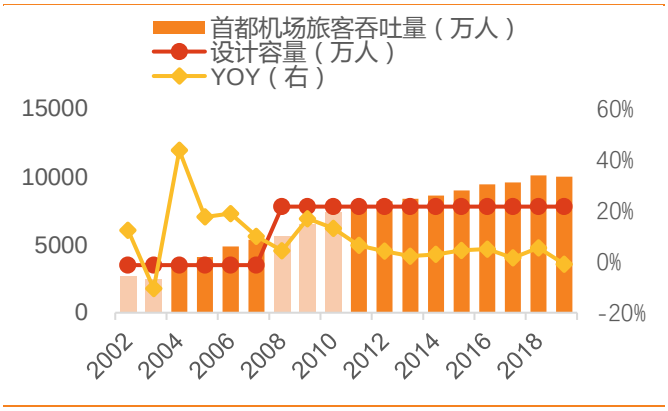
在过去的二十年间，三大机场常处于陆侧超负荷运营的状态，机场产能对旅客增长的限制明显。在容量超负荷的年份，机场旅客增速下降明显；而当机场拓容量的年份，机场旅客吞吐量增速提升明显。

图 45：上海机场旅客吞吐量及设计容量



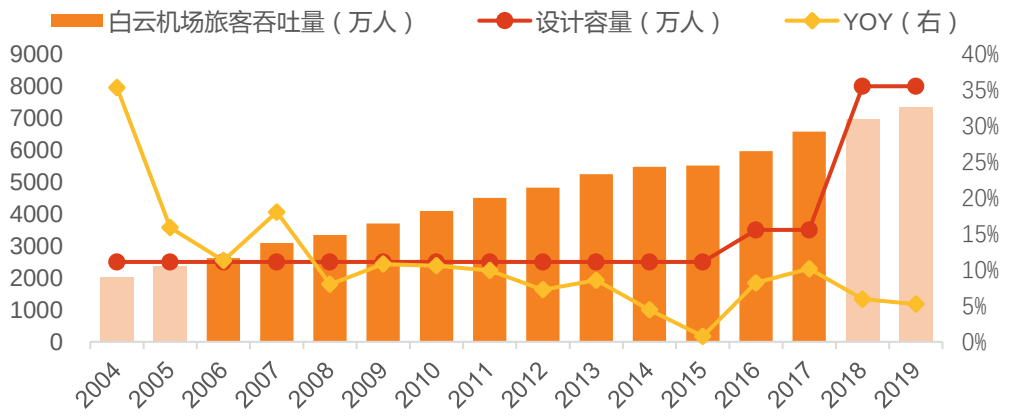
资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 46：首都机场旅客吞吐量及设计容量



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

图 47：白云机场旅客吞吐量及设计容量



资料来源：公司公告，Wind，天风证券研究所

浦东机场：1）产能投放：2019 年浦东机场旅客吞吐量 7615 万人次，卫星厅投产前设计吞吐量 6000 万人次，产能限制了浦东机场的旅客增速，卫星厅投产后设计容量达 8000 万人次，有效缓解产能瓶颈。2）扩建：浦东机场四期规划建设 119 万平方米 T3 航站楼，设计保障能力 5000 万人次，2022 年 1 月动工，建成后预计可满足 2030 年浦东机场年旅客吞吐量 1.3 亿人次的需求。

首都机场：设计旅客容量 7800 年万人，远期暂无扩建计划，主要依靠转移时刻资源至大兴机场缓解产能。

白云机场：1）产能投放：机场 T2 航站楼于 2018 年投入使用，设计容量 4500 万人次，现机场设计容量共 8000 万人次。2）扩建：白云机场规划建设 T3、第四、五跑道等三期扩建工程，2020 年 9 月正式动工，预计 2025 年底完工，满足 2030 年旅客吞吐量 1.2 亿人次目

标。

深圳机场：1）产能投放：2019 年，深圳宝安机场旅客吞吐量达到 5293 万人次，而设计吞吐量仅为 4500 万人次。2021 年 12 月 7 日，卫星厅投产，可与 T3 航站楼共同满足每年 5200 万人次的保障需求，有效缓解机场吞吐量不足问题。2）扩建：2020 年 3 月 17 日，机场三跑道扩建工程动工，预计 2025 年前完工，T1、T2 航站楼正在规划中，满足 2030 年旅客吞吐量 8000 万人次目标。

表 13：主要机场产能情况

机场	跑道		航站楼		2019 年旅客吞吐量（万）
	跑道（条）	高峰小时容量	航站楼（座）	设计容量（万）	
浦东机场	4	80	2+卫星厅	8000	7615
首都机场	3	88	3	7800	10001
白云机场	3	78	2	8000	7338
宝安机场	2	60	1+卫星厅	5200	5293

资料来源：各机场年报，上海机场公告，上观公众号，民航资源网，白云机场官网，白云机场公众号，中国新闻周刊，经济日报等，天风证券研究所

总体来说，我国的主要枢纽机场中，卫星厅投产前的浦东机场及首都机场在航站楼端的产能资源紧张，浦东以卫星厅投产、首都以航班转移至大兴机场的不同方式都缓解了超负荷运转的压力。而白云机场在航站楼端的产能压力不大。远期来看，主要枢纽机场的产能端都有明确的扩建计划，因此产能对于客流量大概率不构成约束。

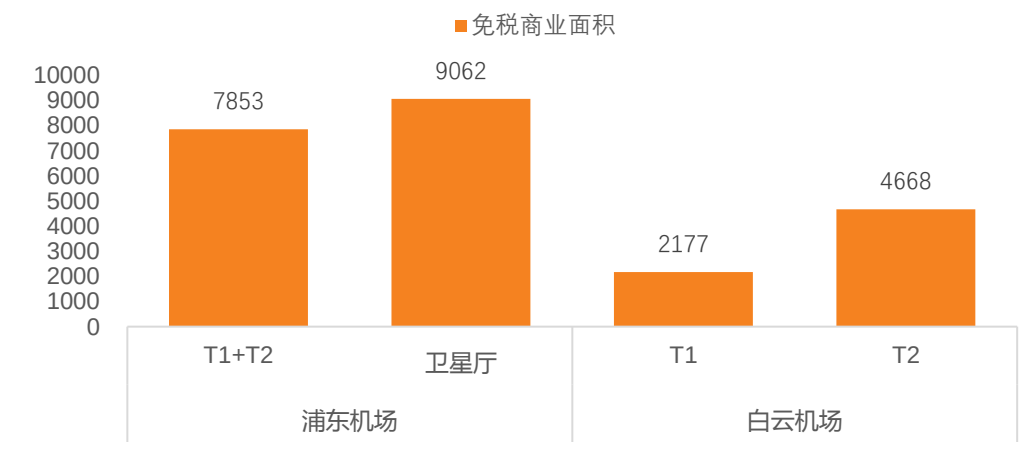
3.3. 免税生态优化：面积保障+成本优化+品类拓展

我们从产业链自下而上分别分析，我国主要国际枢纽在免税业务上的生态优化，体现在终端规模上，即客群转化率与客单价进一步提高。

3.3.1. 机场：商业面积扩容，保障机场免税商业发展

白云机场 T2 航站楼、浦东机场卫星厅分别于 2018 年 4 月、2019 年 9 月投入使用。不仅缓和了机场陆侧居于高位的产能利用率，同时机场的免税商业面积扩容明显，白云机场扩容 2 倍，浦东机场扩容 1 倍。

图 48：浦东与白云机场免税商业面积（平方米）



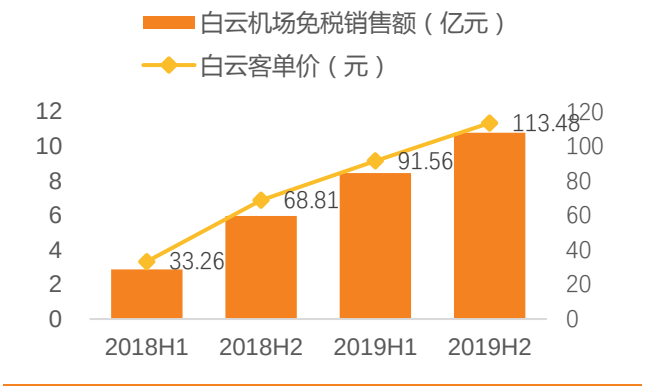
资料来源：公司公告，天风证券研究所

陆侧产能投放带来的免税商业面积扩大，对于免税客单价的提振作用明显。陆侧的产能超饱和运行、机场拥挤带来的是不好的客户体验，以及拓品类的基础保障，进一步影响购物转化率及客单价提升；而机场在航站楼端的产能投放，不仅能够改善旅客乘机体验，同时其商业面积的扩大也能进一步优化机场免税生态，为未来转化率以及客单价打开向上空间。白云机场 T1 进境免税店于 2018 年 2 月正式开业，T2 航站楼于 2018 年 4 月投入运营，陆

侧产能得以大幅释放，商业面积增加，机场免税客单价实现快速增长，2018 年 H2 客单价环比增长 107%。同样，浦东机场 500 平方米的 T1 进境免税店于 2019 年 4 月开业，卫星厅于同年 9 月投入使用，机场客单价也提升明显。

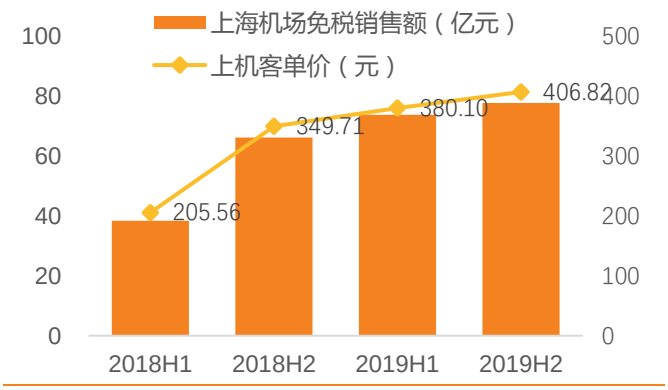
需要进一步说明的是，此处的客单价为名义客单价，有“国际客流*转化率*名义客单价=实际购物人次*实际客单价”的等式关系。于下游机场方而言，免税商业面积保障，免税生态才有优化的基础，机场从而实现超越客流的免税销售额增长，背后就在于转化率与客单价的提升。

图 49：白云机场免税销售额与客单价



资料来源：中国中免年报、半年报，白云机场年报，白云机场公告，天风证券研究所

图 50：上海机场免税销售额与客单价



资料来源：中国中免半年报、年报，Wind，天风证券研究所

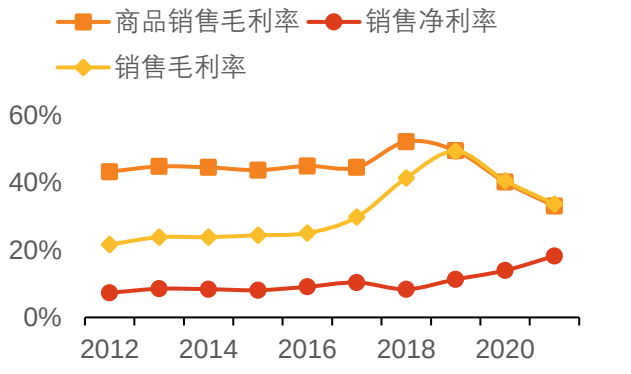
注：销售额数据为虹桥、浦东两场销售额

3.3.2. 中游免税运营商：成本优化，免税商品价格竞争力提升

免税运营商的规模效应明显。免税运营商一般和上游的奢侈品品牌直接对接，随着免税运营商的体量提高，其渠道能力也会逐渐增强。中国中免于 2017 年、2018 年收购日上中国及日上上海，规模扩张以及采购体系整合使得其与供应商的议价权提高，毛利率提升明显。

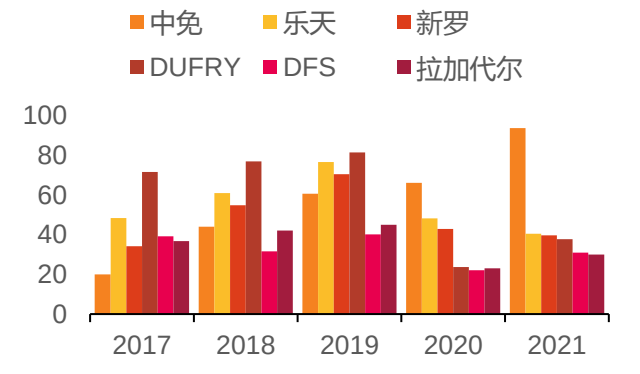
我们认为，商品价差是国人海外奢侈品消费或者免税消费的原始驱动力。如果机场亦或者其他免税渠道的价格在与全球相比时，具有足够的竞争力，那么消费外流的现象就会逐步减少。而价格的关键制定者又在于中游免税运营商。中免在疫情期间，凭借离岛免税与线上渠道的发力，免税销售额实现逆势增长，反超 Dufry 成为全球第一。**我们认为，从中游免税运营商的角度，渠道能力增强下的成本优化，使得我国枢纽机场的免税商品在面向全球免税商品竞争时，更具竞争力，从而进一步提高机场免税的客流转化率与客单价。**

图 51：中免毛利率与净利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 52：全球主要的免税运营商销售规模（亿欧元）



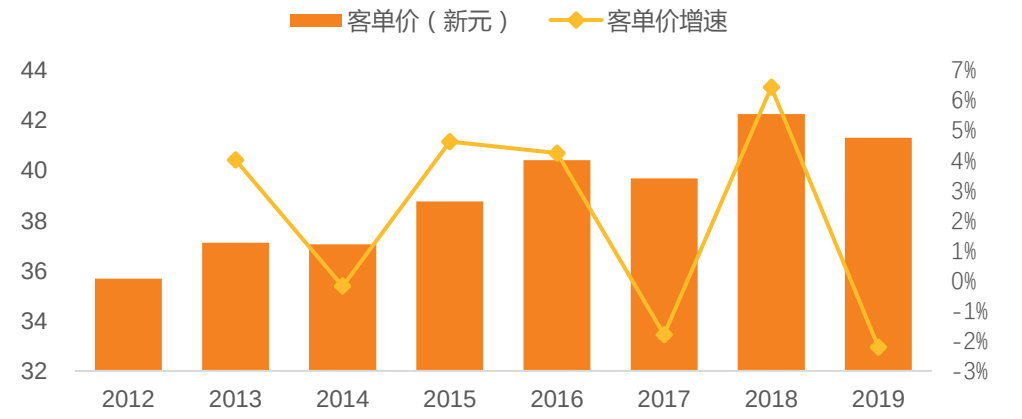
资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

3.3.3. 上游奢侈品牌：加大机场渠道布局，免税品类拓展

免税商品品类拓展对于机场客单价提升效应明显。机场的商品销售结构多以香化为主，而香化商品的免税客单价提升空间有限，因此进一步拓展免税商品品类也是供给端改善的手段之一。我们以樟宜机场的历史数据可以看到，在 2013 年增加烟酒/香化品类，2015 年引入 kenzo 等 10+新品牌，2018 年与顶奢达成战略合作，其对于客单价的提振作用都十分明

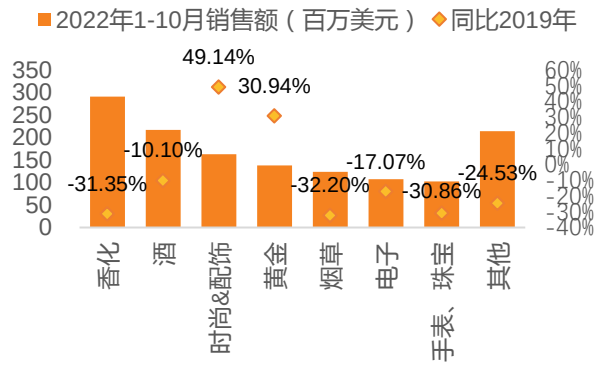
显。迪拜机场在 2021 年-2022 年，引进 LV、Dior 以及 Cartier 精品店，与 Chanel、Gucci 构成机场五大精品店，在疫情期间，时尚及配饰类免税商品实现逆势增长，与 2019 年同期增长 49.14%，在免税商品销售额中占比提升明显。

图 53：樟宜机场客单价稳步提升



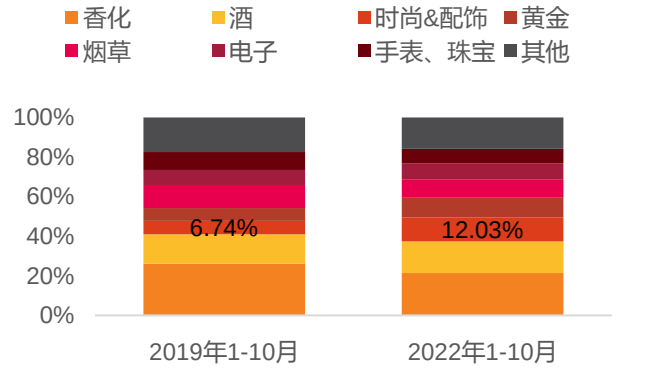
资料来源：机场年报，Wind，天风证券研究所

图 54：迪拜机场时尚配饰类销售额增长明显



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

图 55：迪拜机场时尚配饰类占比提升



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

上游品牌商加大机场渠道布局。我们总结了 LV 近两年在中韩的业务变化：1）**中国：重视中国市场，加大机场渠道布局。**LV 计划于 2022 年底共有六家中国机场店（现有首都机场/大兴机场/虹桥机场/天府机场门店）；择时关闭中国香港市区 DFS 门店，香港国际机场/白云机场门店预计年底开放；2）**韩国：发展方向将由团体旅游导向的市内免税店转变为舒适导向的机场免税店。**LV 逐步撤出韩国市内免税店（此前有 7 家市内免税+1 家仁川 T1 机场免税），现已关闭四家市内免税，计划 2023 年 3 月之前全部关闭，以及在仁川 T2 开设新店。除此之外，疫情期间，LV 在迪拜机场、悉尼机场以及素万那普机场等各个国家的门户枢纽都相继设立精品店。

图 56： Louis Vuitton 的全球机场精品店布局

- 2011年 韩国仁川国际机场T1
- 2014年 英国希思罗机场T5
- 2017年 英国希思罗机场T3、新加坡樟宜机场T3
- 2018年 法国戴高乐机场、伊斯坦布尔机场
- 2019年 北京大兴国际机场
- 2020年 意大利列奥那多达芬奇机场
- 2021年 首都机场、成都天府国际机场、迪拜机场
- 2022年 虹桥机场、素万那普机场、悉尼机场、香港机场（预计）、白云机场（预计）
- 2023年 韩国仁川国际机场T2

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

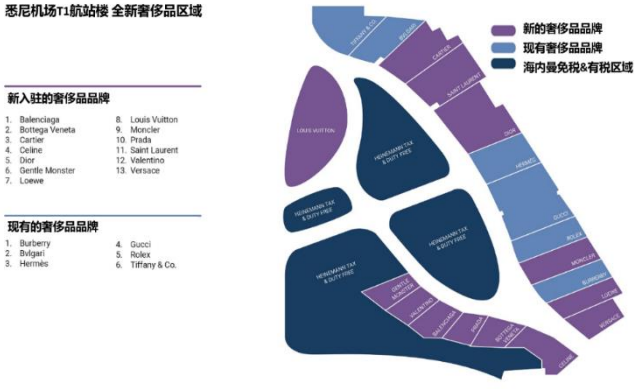
精品店策略是门户枢纽的重要发展方向。机场不仅能够给上游品牌商筛选优质的目标客群，其航站楼充足的面积也能给品牌带来更好的门店效果和客户体验，多数精品门店的面积在200-400 平方米不等。同时，机场精品店策略于机场而言，首先可以以更高的商品价格带动机场客单价，其次还能与电商、市内店等渠道形成更高端的差异化竞争。悉尼机场在 2022 年引入 13 家全新的奢侈品精品店，机场方表示在 2023 年前持续开设九家新的精品店。日、韩、泰等多个国家的门户枢纽机场在疫情期间也开设系列精品店。

表 14：疫情期间全球主要机场的精品店开设情况

机场	精品店开设情况
上海虹桥	已开设 LV 等在内 20+精品店；Celine，Tiffany&co、Loewe 开设国内机场第一家精品店（2022 年）；Dior, Loro Piana, Bottega Veneta，Max Mara 年底开设
澳洲悉尼	2022 年 T1 开设 Balenciaga、Bottega Veneta 等 10+精品店，2023 年前持续引进 9 家精品店
泰国素万那普	Dior，Gucci，LV, Chanel, Cartier 于 2022 年开设精品店（店均 380 ㎡）
韩国仁川	Chanel（2021.10 T1 400 ㎡，此前在 T2 有一家），Rolex（2021.10 T1）
日本关西	Tiffany&co（2021.10），2019.12 后引进 Tory Burch，Loewe，Bvlgari，Bottega Veneta，Gucci 等精品店
迪拜	LV（2021.12 254 ㎡），Cartier(2022.02)
荷兰史基普	Balenciaga（2021.11），Gucci（2021.4）
法兰克福	BOSS（2022.04 140 ㎡）
戴高乐	Chanel（2019.12 170 ㎡）
希思罗	Bvlgari（2021.12）

资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

图 57：悉尼机场精品店布局



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

图 58：香港国际机场的 LV 精品店



资料来源：MOODIE DAVITT，天风证券研究所

浦东/白云机场免税面积保障下，加大精品店布局。回归到国内机场，浦东机场与白云机场卫星厅的投产为精品店发展提供充足的面积保障。浦东机场在卫星厅 S1、S2 均设有大面积精品店，机场方预计于 2022 年底前，陆续引进 19 个奢华时装皮具品牌和 7 个顶级珠宝腕表品牌。白云机场在今年 9-10 月引入 Gucci、Tiffany&co 以及 LV 三大重奢品牌，机场方也将持续引进奢侈品品牌，扩大机场精品店布局。因此，我们认为浦东、白云两场或将持续受益于精品店布局，有望为未来的机场免税业务增长提供新的发展动力。

图 59：浦东机场卫星厅 S1 布局



资料来源：玩转免税购乐帮公众号，天风证券研究所

图 60：浦东机场卫星厅 S2 布局



资料来源：玩转免税购乐帮公众号，天风证券研究所

3.4. 渠道分流分析与空间测算

3.4.1. 渠道分流分析

1）跨境电商

免税店无税收成本。我们以报关价 1000 元的香水测算两种渠道的税收成本，可以发现在限额以内通过跨境电商直邮的模式购买香水，消费者仍然需要缴纳 161 元的税收，免税店购物的节税效应明显。

表 15：在不同渠道购买价值 1000 元的香水

渠道	销售方式	纳税模式	关税	消费税	增值税	税合计
跨境电商	保税仓	跨境电商综合税	限额以内 0%	15%x0.7	13%x0.7	161
	跨境电商直邮					
	个人物品直邮	行邮税	行邮税 50%（税费 50 元以内免征）			500
免税店	免税店模式	行邮税	限额以内 0%			0

资料来源：国家税务总局，财梯网，雨果跨境，中国政府采购新闻网，天风证券研究所

免税店价格优势明显，高端香化布局更完善。通过对比两个平台的面霜销售 top15 进一步交叉验证可以发现：1）从产品的角度看，免税店覆盖的中高端香化产品范围更广，而在低端香化产品上，天猫国际则具有明显优势；2）从价格维度上来看，cdf 海南免税 TOP15 榜单所覆盖的产品平均单价更高，同时在相同产品上，大部分 cdf 海南免税的产品更具有价格优势。我们认为，跨境电商是一种针对全民的基础消费工具，线上消费的快捷方式助力全民消费回流；而免税店则更有目的性，定位奢侈品与中产阶级及以上的出入境客群。

表 16：免税店更具价格优势（元）

cdf 海南面霜 top15	cdf 海南免税	天猫国际	天猫国际面霜 top15	cdf 海南免税	天猫国际
兰蔻雪花霜 50ml	453	815	珂润 40g	无	119
蒂佳婷素颜霜 50ml	245	109	科颜氏高保湿 125/50ml	307	297
科颜氏高保湿 125/50ml	307	297	雅顿 75ml	135	99
兰蔻黑金 50ml	2477	无	娇韵诗补水 50ml	无	170

兰蔻菁纯 60ml（轻盈）	1908	2475	急救美人	无	119
理肤泉 B5（100/40ml）	104	69	理肤泉 B5（100/40ml）	104	69
赫莲娜黑绷带 50ml	2349	3230	兰蔻果冻凝霜 50ml	439	590
资生堂百优 75/50ml	616	563	olay50g	无	79
雅诗兰黛智妍 75ml	796	无	兰蔻雪花霜 50ml	453	815
兰蔻菁纯 60ml（滋润）	1312	1400	欧莱雅男士 50ml	80	68
lamer15ml	685	无	赫莲娜黑绷带 50ml	2349	3230
sk2（100/80ml）	1150	679	露得清 40g	无	99
芭比波朗 50ml	439	无	资生堂水之印保湿面霜	无	89
科颜氏净致 50ml	488	无	资生堂水之印抗老面霜	无	109
阿玛尼黑钥匙 50ml	2008	无	sk2（100/80ml）	1150	679
平均单价	1022				442

资料来源：天猫国际，CDF 海南免税小程序，天风证券研究所（数据采自 2022 年 11 月 3 日）

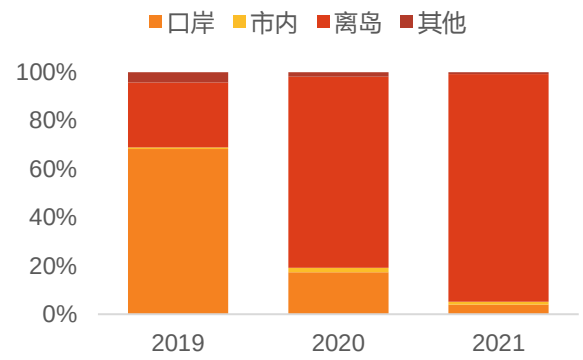
注：价格仅供参考；红字表明商品价格更低，遇到规格不同商品时，采取单位价格对比

2）离岛免税

相比于离岛免税，机场免税与离岛免税的目标客群不一致。出境游在疫情下受影响，而受益于离岛免税政策，2020 年离岛免税销售额实现逆势增长，渠道结构占比从疫情前的 27%一跃提升至 79%。但我们认为疫情期间离岛免税渠道为主的市场结构不具有长期性，但由于渠道黏性以及政策升级，离岛免税渠道力较疫情前会有所提升。不具长期性的根本原因来自于渠道间的目标客群差异。离岛免税店的目标客群是离岛旅客及岛内居民，而机场免税店的目标客群是出入境旅客。

随着我国免税运营商的渠道能力增强，离岛免税市场的壮大与竞争加剧，离岛免税的价格竞争力提高。而对于代购一类的出入境人群，代购商品的价格是主要的驱动因素，离岛免税或对该部分群体有一定程度分流。

图 61：疫情期间离岛免税渠道崛起



资料来源：中国中免招股书，天风证券研究所

图 62：各渠道免税目标客群存在差异



资料来源：中国政府网，上海发布公众号，产业信息网，天风证券研究所

3）市内免税

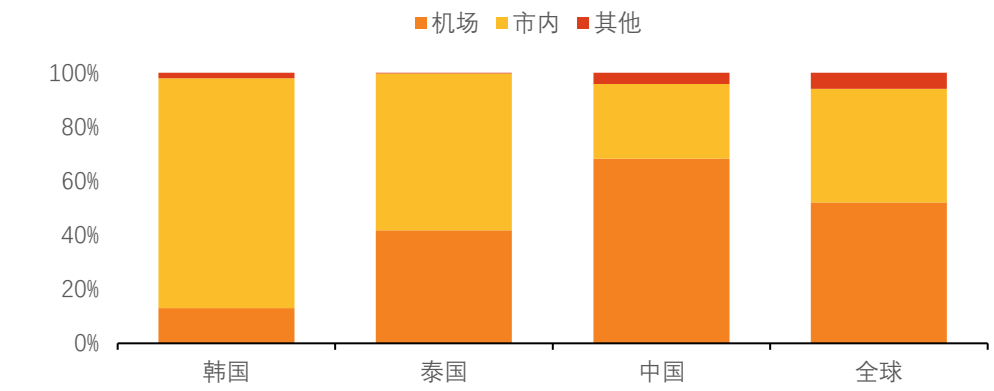
市内免税店的目标客群有两类：a.出境市内免税店针对出境的外国游客；b.回国补购型市内免税店针对入境的国人，即 180 天内有出入境记录的中国公民，存在 5000 元免税额度，可在现场购买提货。

旅游产业发达的国家，市内免税渠道往往更发达。以韩国、泰国为例，其市内渠道占比分别为 85%/58%，远高于同时期中国及全球平均水平，我们认为背后的逻辑是，市内免税店的主要客群为 a 类，即出境的外国游客，2022 年 9 月，韩国市内免税渠道中，外国人消费

占比 98%。对于外国游客而言，位于市内的免税店往往作为旅行的一个环节存在。而对于入境国人而言，市内免税店就存在额外的时间和距离成本，相较之下，入境国人可以利用候机时间在机场顺便完成免税消费，无需额外的成本。我们选择疫情前的月度数据来看，2019 年 5 月，韩国免税市场的国外游客在机场/市内渠道的购物人次分别为 75/98 万人，本土消费者在机场/市内渠道的购物人次分别为 115/78 万人，也可以印证国外游客更偏好市内渠道，而入境国人更偏好机场渠道。

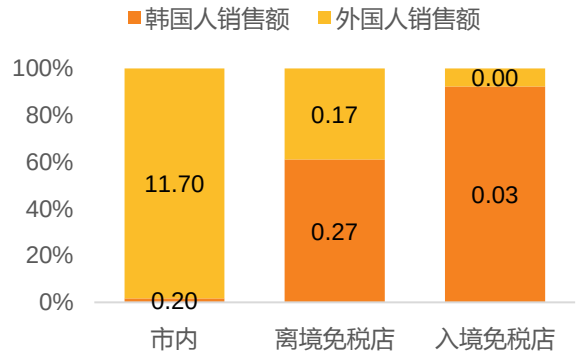
我们认为，我国目前免税行业的主要增量是出入境国人的消费回流，外国人在国内的免税消费并不是我国免税市场的主要力量，在短期内也不会是主要增量，因此市内店的渠道分流效应大概率是有限的。

图 63： 韩国/泰国的市内渠道占比较高（2019 年）



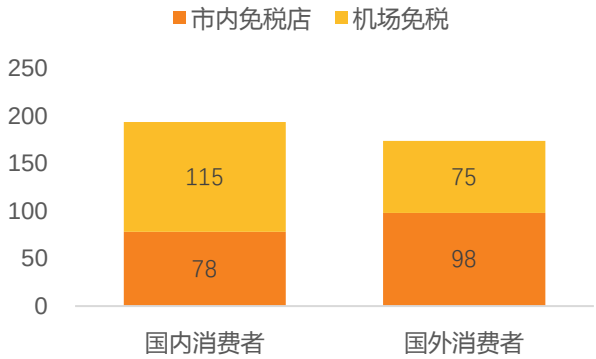
资料来源：产业信息网，DBD，中国中免招股书，前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 64：韩国市内免税店的国外消费者渗透率更高（2022 年 9 月，亿美元）



资料来源：KDFA，天风证券研究所

图 65：韩国免税市场购物人次（2019 年 5 月，万人）



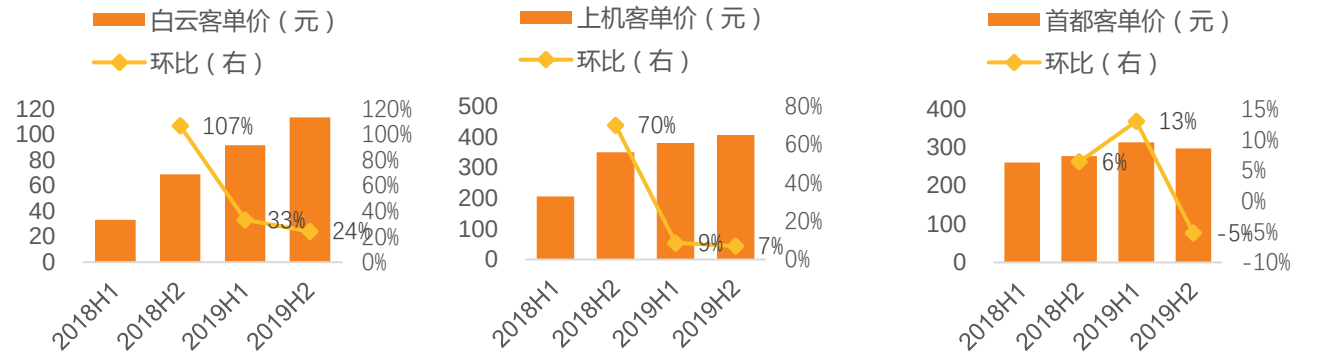
资料来源：产业信息网，天风证券研究所

3.4.2. 免税空间测算

参考国内三场：免税面积大面积释放或者引入品牌对机场免税客单价带来的正向促进效果明显。

- 2018 年 H1，白云机场 T1 进境免税店开业，T2 航站楼投入使用，白云机场 2018H2 以及 2019 年客单价提升明显。
- 2019H1，浦东 T1 进境免税店开业，下半年卫星厅投入使用，但因为客单价水平较高，所以边际改善不如白云机场明显。
- 2019 年，首都机场引进 Burberry 等 13 家奢侈品店，品类、品牌拓展同样促进了机场的客单价提升，但是提升幅度较弱。

图 66：三大机场客单价及环比增速



资料来源：中国中免年报、半年报，Wind，白云机场年报，白云机场公告，天风证券研究所

测算假设：

- 国际航线政策边际放松，2023-2025 年国际旅客较 2019 年恢复率为 20%/80%/110%；
- **浦东/白云 2020-2022 年客单价复合增速：**乐观/中性情况下，假设出入境客群不受疫情期间边际消费倾向减弱的影响，客单价保持 2019 年水平；悲观情况下，假设复合增速-5%；
- **浦东 2023-2025 年客单价复合增速：**在卫星厅投产，商业面积扩大+中免渠道能力增强，机场免税价格竞争力提高+精品店入驻，免税品类及品牌扩张的三重预期之下，叠加消费回流的趋势，参照上机 2019 年客单价提高 41%，以及 2022 年 9 月韩国机场免税的外国人客单价为 903 元，乐观假设复合增速 15%；中性假设复合增速 8%；悲观假设复合增速 5%，受益于三重预期的促进效应较弱，2025 年，客单价基本回升到疫前水平。
- **白云 2023-2025 年客单价复合增速：**白云机场与上机的三重预期一致。但是两场的不同之处在于，此前白云机场缺乏精品店布局，客单价明显低于上海机场，2022 年 9-10 月，白云机场已引入 LV 等三大奢侈品精品店，同时机场方会继续加大与奢侈品的合作，因此我们认为三重预期赋予白云机场的弹性更大，在 2019 年白云机场客单价同比提高 101%的事实中同样可以验证以上逻辑。我们乐观/中性/悲观假设下，白云机场的复合增速分别为 30%/20%/10%

中性假设之下，预计 2025 年，上海机场/白云机场免税销售额为 200.92/36.53 亿元，较 2019 年同期提高 38.57%/90.08%。需要特别说明的是，名义客单价=实际客单价*转化率，预测的复合增速包含转化率的提升，实际的客单价增速比预测增速会略低。

表 17：2025 年浦东机场免税销售额中性预计 200.92 亿元

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
	国际客流（万人）	3757	3851	486	168	96	770	3081	4236
	恢复率			13%	4%	2%	20%	80%	110%
乐观	免税销售额（亿元）	100.33	145.00	18.31	6.32	3.62	33.35	153.41	**242.58**
	名义客单价（元）	267.02	376.51	376.51	376.51	376.51	432.98	497.93	572.62
	yoy		41%		0%			15%	
中性	免税销售额（亿元）	100.33	145.00	18.31	6.32	3.62	31.32	135.30	**200.92**
	名义客单价（元）	267.02	376.51	376.51	376.51	376.51	406.63	439.16	474.29
	yoy		41%		0%			8%	
悲观	免税销售额（亿元）	100.33	145.00	17.40	5.71	3.11	26.11	109.65	**158.31**

	名义客单价（元）	267.02	376.51	357.68	339.80	322.81	338.95	355.90	373.69
	yoy		41%		-5%			5%	

资料来源：Wind，中国中免年报，上海市发展改革研究院公众号，天风证券研究所

注：2018 年浦东机场销售额=浦东、虹桥两场销售额*2019 年浦东机场销售额占比

表 18：2025 年白云机场免税销售额中性预计 36.53 亿元

		2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
	国际客流（万人）	1732	1872	258	69	74	374	1497	2059
	恢复率			14%	4%	4%	20%	80%	110%
	免税销售额（亿元）	8.84	19.22	2.65	0.71	0.76	5.00	25.99	46.45
乐观	名义客单价（元）	51.03	102.69	102.69	102.69	102.69	133.50	173.55	**225.61**
	yoy		101%		0%			30%	
	免税销售额（亿元）	8.84	19.22	2.65	0.71	0.76	4.61	22.14	**36.53**
中性	名义客单价（元）	51.03	102.69	102.69	102.69	102.69	123.23	147.88	177.45
	yoy		101%		0%			20%	
	免税销售额（亿元）	8.84	19.22	2.52	0.64	0.65	3.63	15.95	**24.13**
悲观	名义客单价（元）	51.03	102.69	97.56	92.68	88.05	96.85	106.54	117.19
	yoy		101%		-5%			10%	

资料来源：Wind，白云机场公告，中国中免年报，天风证券研究所

注：2022 年国际客流根据前 9 个月递推

4. 风险提示

疫情超预期反复。如果疫情反复，居民出行需求将受到抑制，特别是出境游需求，将影响机场行业和公司经营情况。

下一轮免税合同签约不及预期。免税业务对机场经营业绩影响较大，机场免税租金收入存在不及预期的风险。

测算具有一定主观性。测算过程对于回流比例、客单价等做了较多假设，具有一定的主观性，仅供参考。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。
本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。
本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。
天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：570102	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(0898)-65365390	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	邮箱：research@tfzq.com	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
		邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com