

如何展望出境游恢复后的免税行业

作者：东吴商社团队



吴劲草

东吴商社

首席证券分析师

S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn



石旂瑄

东吴商社

证券分析师

S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn



张家璇

东吴商社

证券分析师

S0600520120002



谭志千

东吴商社

证券分析师

S0600522120001



阳靖

东吴商社

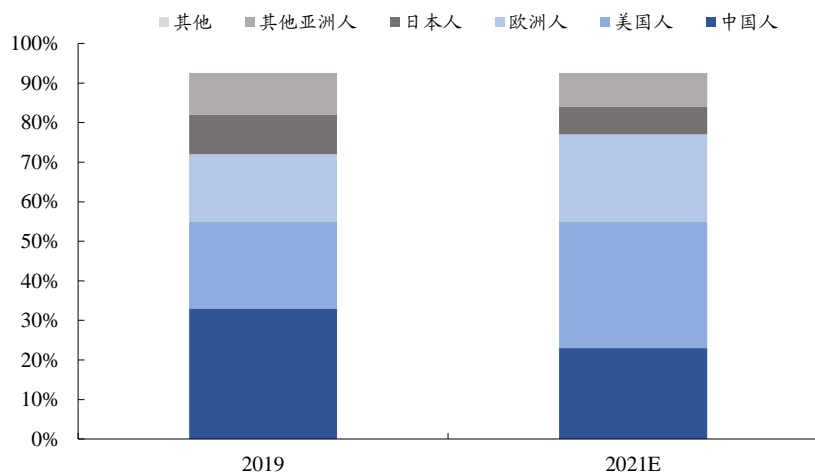
研究助理

2022 年 12月28日

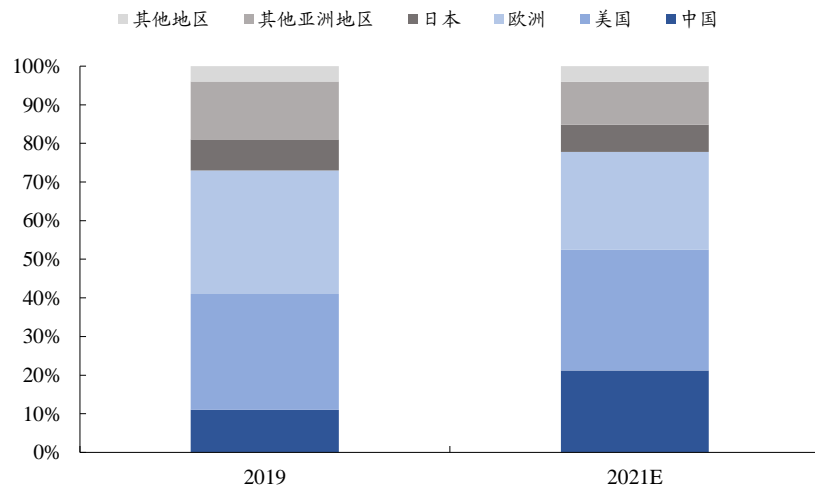
- **12月26日晚，新冠病毒感染疫情联防联控机制综合组印发《关于对新型冠状病毒感染实施“乙类乙管”的总体方案》，其中对中外人员往来管理进行了五项优化：**
 - 一是来华人员在行前48小时进行核酸检测，结果阴性者可来华，无需向我驻外使领馆申请健康码，将结果填入海关健康申明卡。如呈阳性，相关人员应在转阴后再来华。
 - 二是取消入境后全员核酸检测和集中隔离。健康申报正常且海关口岸常规检疫无异常者，可放行进入社会面。
 - 三是取消“五个一”及客座率限制等国际客运航班数量管控措施。
 - 四是各航司继续做好机上防疫，乘客乘机时须佩戴口罩。
 - 五是进一步优化复工复产、商务、留学、探亲、团聚等外籍人士来华安排，提供相应签证便利。逐步恢复水路、陆路口岸客运出入境。根据国际疫情形势和各方面服务保障能力，有序恢复中国公民出境旅游。
- **其中重大调整主要是取消入境后全员核酸和集中隔离，及取消国际航运航班数量管控措施。**即2023年1月8日实施“乙类乙管”后，国际航班有望有序恢复，出境游将有序开放。
- **出境游恢复对免税行业的影响如何看？我们在此进行观点重申。**
- **风险提示：**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、地区冲突恶化影响国际关系进而出现政策风险、免税政策落地不达预期的风险、行业竞争加剧风险。

- **疫情前，超4300亿人民币中国人奢侈品消费外流。**根据贝恩咨询的2021年全球奢侈品市场研究报告显示，2019年，中国居民全球消费个人奢侈品（包括奢侈品皮具、香化、服饰、手表、珠宝、鞋履等）规模为6519亿人民币（按1欧元=7.03元人民币换算），占全球消费总量的33%，但其中仅有2173亿的规模成交在中国，占全球消费总量的11%。也就是说，有超过4300亿人民币的国民奢侈品消费成交在非中国的区域，外流严重，客观上造成了财税的损失。
- **疫情影响下，消费回流初显成效，但中国居民奢侈品消费仍受到明显压制。**经过2年全球疫情，中国居民消费回流趋势确立，中国奢侈品成交额占比从2019年全球的11%提升至2021年的21%，但从消费群体整体成交额上看，中国人奢侈品消费从疫情前的全球33%下滑至2021年的21~23%，绝对值从6519亿元人民币下滑至4178~4576亿元人民币，下滑幅度显著。

图：2019和2021年全球奢侈品消费结构（按国籍）

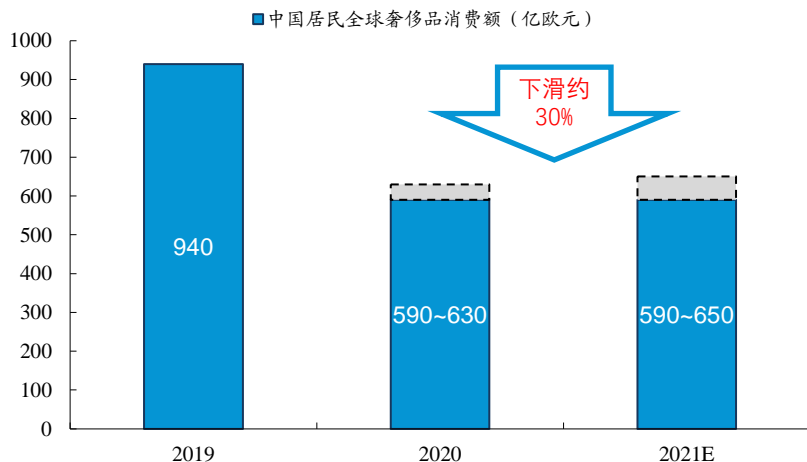


图：2019和2021年全球奢侈品消费结构（按地域）

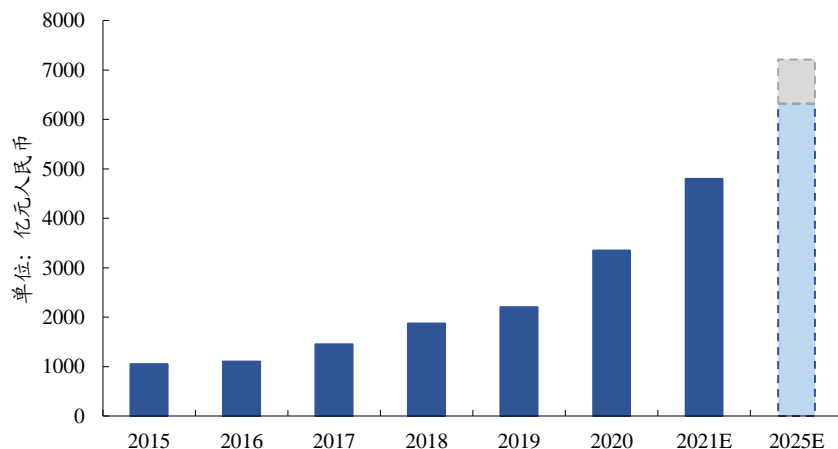


- ❑ **中国本土奢侈品销售规模迅速扩张，消费回流趋势确立。**2016到2019年，中国本土奢侈品销售规模三年CAGR26%，得益于奢侈品牌逐渐加大中国市场的运营重心和国人持续提升的消费能力。疫情后国际往来几乎中断，大量本来成交在外国的奢侈品消费需求在本土落地，本土奢品消费规模加速提升，2020/2021年销售额增速提至48%/36%，实现两年翻倍。
- ❑ **中国居民全球奢侈品消费额疫情期间下滑约30%，但本土奢侈品销售规模出现翻倍情况，造成此现象的供需两端原因在于：**供给端方面，由于中国地区销售占各奢侈品牌比例虽然持续走高但绝对值仍相对欧美显著低，以至于疫情袭来国际通航中断后，各大奢侈品牌未能在短时间内进一步提升在中国大陆的运营能力和供应重心，形成了中国大陆市场的供不应求；需求端方面，疫情之下居民消费意愿有所压制，而作为可选消费的奢侈品与出境游支出一起作为非刚需支出受到缩减，造成中国居民整体奢侈品消费规模下降。

中国居民全球奢侈品消费额疫情期间下滑约30%

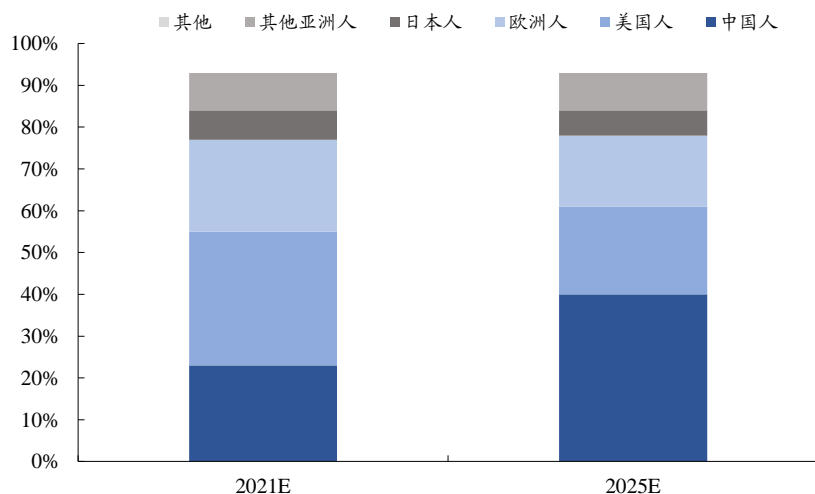


图：预期2025年中国本土奢侈品销售规模为6327~7213亿人民币

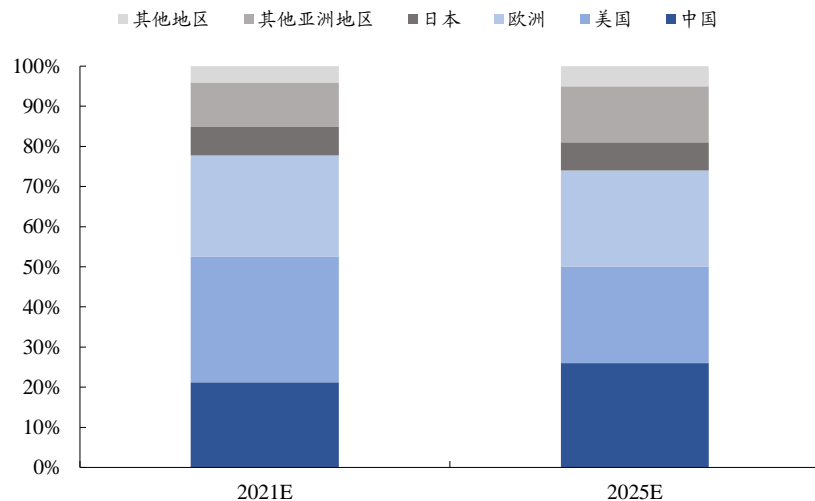


- **预期到2025年，中国居民将成为世界第一大奢侈品消费群体，中国将成为全球第一大奢侈品销售区域。**根据贝恩咨询的预测，到2025年，全球个人奢侈品消费规模将达到3600~3800亿欧元（折2.53~2.67万亿人民币：1欧元=7.03人民币）中国居民个人奢侈品消费规模将达到10123~12021亿人民币，较2019年提升55%~84%；其中中国本土奢侈品消费规模为6327~7213亿人民币，较2019年提升191%~232%。**在持续的消费回流趋势下，免税行业有望持续受益。**
- **口岸及市内免税店是出境游重要的消费场景。**随着出境游的恢复，口岸免税店销售规模将迎来修复，市内免税店有望获得政策支持。

图：预期2025年中国人为全球最大奢侈品消费群体

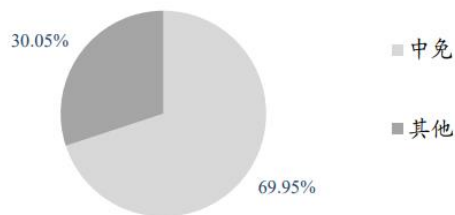


图：预期2025年中国为全球最大奢侈品销售区域



- ❑ 旅游零售企业是基于多层次旅游场景下进行零售经营活动的主体，因此客观上适用零售行业的分析框架。将其中各个因子对应到免税企业运营中的口岸免税、离岛免税、线上平台业务中去，再进行总结归纳，会发现所有这些因子能够归结为三个核心要素：流量、体量和运营。
- ❑ 量化的来看，中免在全国131个机场中共计运营了35个机场的免税店，年旅客吞吐量占据全国的70%。考虑到中尾部机场甚至并不开通国际航班，中免实际占位的国际机场客流在全国占比应显著高于70%。
- ❑ 离岛免税流量方面，中免目前布局的点位流量占据海南进出岛客流90%以上。海南岛进出岛仅有两种途径，飞机和轮渡。中免在三个民航机场中均获得了目前排他的免税运营权，而布局的新海港流量则占据全岛轮渡进出流量的近70%，综合算得中免卡位了海南岛进出客流的90%以上的必经之地。

图：中免运营免税店所在机场客流量占全国比重（2019 年）



注：考虑到与疫情复苏后的格局可比，此处采用 2019 年的客流量数据。

数据来源：中国民航局，东吴证券研究所测算

旅游零售企业竞争力框架分析

销售额	=	客流量	×	到店率	×	转化率	×	复购率	×	单件均价	×	连带率
口岸免税		国际客流	位置	品牌、价格、商品矩阵、购物体验	商品结构	品牌、SKU丰富度						
离岛免税		赴岛客流										
有税（跨境电商）		用户数					用户活跃度					
			流量				体量、运营					

资料来源：东吴证券研究所绘制

表：中免布局点位流量占据海南岛进出客流91%

	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
全省民航旅客吞吐量（万人次）	4471	4494	3249	3489
其中：海口美兰机场	2412	2422	1649	1752
三亚凤凰机场	2004	2016	1541	1663
博鳌机场	55	56	56	70
海南机场机场中免潜在客流占比	99%	99%	99%	98%
全省港口旅客吞吐量（万人次）	1521	1526	1184	1265
其中：海口新海港	1039	1008	831	901
海南港口中免潜在客流占比	68%	66%	70%	71%
海南进出岛客流中免综合占比	91%	90%	91%	91%

资料来源：海南省交通厅，东吴证券研究所测算

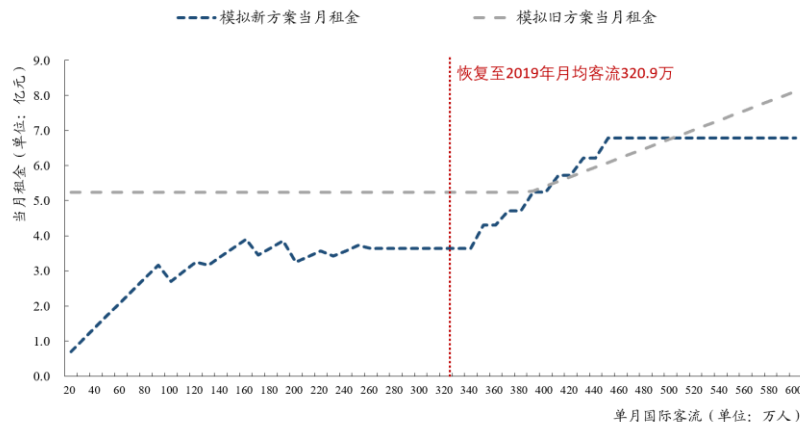
三地机场出入境旅客吞吐量占全国一半以上

	2019 年		2020 年		2021 年	
	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重	出入境旅客吞吐量 (万人次)	比重
首都机场	2,815	17%	298	15%	19	5%
上海机场	3,851	23%	486	25%	167	40%
广州白云机场	1,871	11%	258	13%	69	17%
北上广总计	8,537	51%	1042	53%	254	61%
全国	16,720	100%	1970	100%	414	100%

地点	机场	标段	经营面积 (m ²)	目前经营方	经营期限
上海	上海浦东机场	T1	3286	日上上海（中免持股 51%）	2022-2025
		T2	4567		2019-2025
		卫星厅出境	9062		启用日-2025
	上海虹桥机场	T1	2088		2018-2025
北京	北京首都机场	T2	3603	中免	2018-2025
		T3	11400	日上中国（中免持股 51%）	
	北京大兴机场	烟酒、食品标段及香化、精品标段	5133	中免	2019-2029
广州	广州白云机场	T1 入境	400	中免	2018-2024（可再延 3 年）
		T2 入境	700		
		T2 出境	3544		2018-2026（可再延 2 年）

- 由于国际客流的大幅下滑，中免与上海机场于2021年初友好商定并公告了免税合同的补充协议。合同于2021年1月29日由中免的控股子公司日上免税行（上海）有限公司与上海机场签订。由之前的“保底+扣点”形式调整为“流量挂钩+封顶”模式。原有的“保底+扣点”模式以销售额固定比例扣点额与保底额孰高原则确定，综合扣点率为42.5%，租金上不封顶。
- 对比新旧两种方案，中免在多数客流状况下承担租金有不同程度的降低。依照此补充协议，可模拟出2022年单月租金与当月客流量曲线，如下图（由于部分关键参数未披露，曲线基于一定程度的假设绘制，仅供参考趋势）。2023-2025年租金曲线走势类似，实际具体金额需要调整。比照原本的“保底+扣点”模式租金曲线可看出，中免在补充协议框架下承担的租金在大部分客流情况下更低。且租金上有封顶，对产生的超额销售不做提成处理。
- 同时，补充协议也约定了新一轮磋商的条件：
 - “新冠病毒疫情”在2023年12月31日仍未全面结束；
 - 因疫情导致供应商产品生产、运输严重之后，无法满足日上上海采购需要；
 - 与免税相关的国内外税收政策发生重大变更；
 - 其他非日上上海经营能力原因而导致其无法经营或经营困难。
 - 在此协议框架下：口岸流量的回归有望给中免带来比疫情前更好的上海机场免税店利润水平。

图：新旧两种方案在不同客国际客流条件下2022年的应计当月租金曲线模拟



数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

表：新方案下租金对应的客流区间表

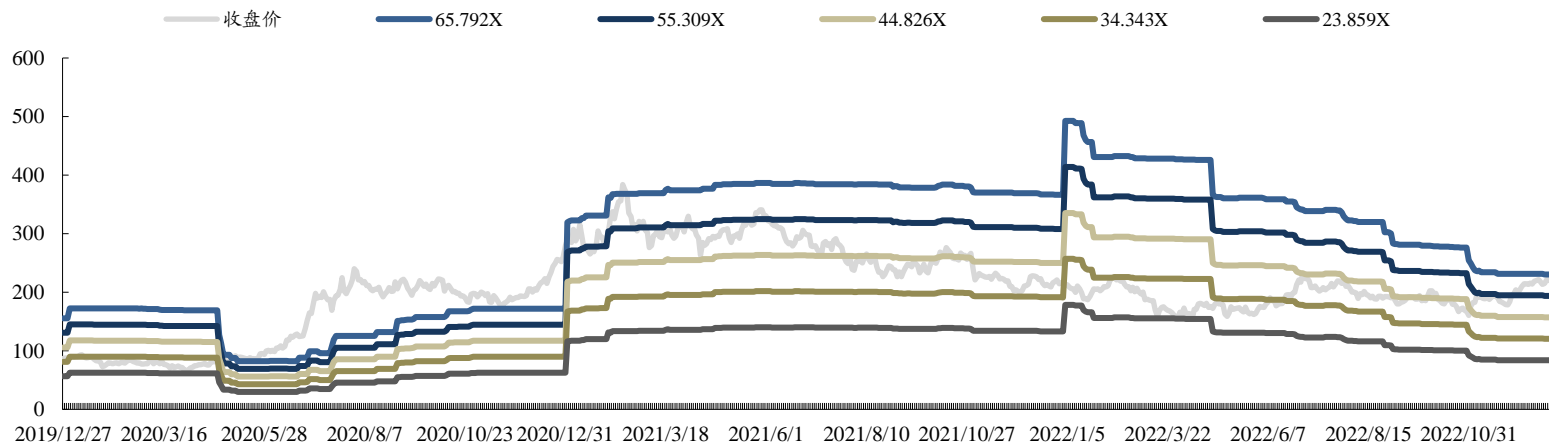
年度	年实际国际客流 X（单位：万人次）	年保底销售提成（单位：亿元人民币）
2019	$X \leq 4172$	35.25
2020	$4172 < X \leq 4404$	41.58
2021	$4404 < X \leq 4636$	45.59
2022	$4636 < X \leq 4868$	62.59
2023	$4868 < X \leq 5100$	68.59
2024	$5100 < X \leq 5360$	74.64
2025	$5360 < X$	81.48

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

- 推荐中国中免：**中免2021年全球免税市场份额25%，中国市场份额86%，供应链规模优势领先，线下关键流量点位垄断。海口国际免税城已开业，卡位最大轮渡上岛流量，从规模和客流上看有望获得“海棠湾”式的成功，份额有望进入提升通道。随着疫情影响逐步消散及客流的恢复，旅游零售商的收入及毛利率可能存在同时加速提升的阶段，是疫后经济恢复过程中值得关注的标的。参考历史Forward PE band在34~55区间，目前对2023年PE估值仍为合理区间下沿，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险、地区冲突恶化影响国际关系进而出现政策风险、免税政策落地不达预期的风险、行业竞争加剧风险。

代码	简称	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	归母净利润 (亿元)			P/E (截至12月26日)			投资 评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
601888.SH	中国中免	4514	218.15	96.5	80.0	141.9	47	56	32	买入

中国中免历史PE(Forward)-band



- ❑ **国内及国际疫情反复影响居民出行意愿的风险：**新冠病毒短时间大规模感染可能短期影响居民出行意愿。
- ❑ **地区冲突恶化影响国际关系进而出现政策风险：**关注当前地缘冲突是否有进一步加剧可能，对中国政府外交政策可能造成影响。
- ❑ **免税政策落地不达预期的风险：**若市内店政策落地不及预期，将使得公司市内免税店盈利能力不及预期。
- ❑ **行业竞争加剧风险：**免税政策放宽且鼓励市场化竞争，可能造成公司为维护市场份额进行更多销售活动和折扣，毛利率不达预期。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

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、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街5号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园