

# 亚太恢复的怎么样了？

## ——出行链专题报告之二 韩国篇

行业评级：看好

2023年01月27日

分析师 李丹  
邮箱 lidan02@stocke.com.cn  
证书编号 S1230520040003

分析师 徐晴  
邮箱 xuqing@stocke.com.cn  
证书编号 S1230521010001

## 1、韩国防疫政策演变路径、宏观环境

- **防疫政策演变路径**：2021年政策风向开始转向共存，于2022年4月正式解除口罩令，6月起所有入境人员免隔离。
- **宏观经济**：出入境放开后，单日病例激增，但服务业GDP保持正增长。疫情期间，韩国对受影响严重的行业的从业人员以及低收入家庭发放现金补贴，引发较高通胀。CPI各细分项中，出行相关种类物价上涨高于总体水平，其中国际机票价格同比2019年涨价近30%。

## 2、韩国出行恢复的怎么样？

- **航空**：韩国航空以国际市场为主，2022年11月，国内线旅客、国际线旅客分别恢复至2019年的99%、44%。
- **免税**：疫后中小免税商进一步出清，市场对代购的依赖度加强，乐天反馈约95%的销售额来自于中国代购。2022年12月，韩免销售额恢复至疫情前5成，市内店恢复明显好于机场店，但由于部分香化产品提价及若干高奢品牌撤柜因素，销售额恢复率相比2021年高点有所降低。
- **机场**：仁川机场疫情前占据80%以上的国际客流，租金水平较高。最新一轮免税合同租金模式调整，对于免税商而言经营性价比提升。高奢品牌对核心枢纽机场青睐度高，撤出市内店的同时保留机场店，仁川机场规划免税面积中时尚奢品占比显著提高。
- **酒店**：新罗酒店业务收入超过疫情前，主要受房价拉动，入住率尚未恢复。

## 3、复苏启示：

- 1) **趋势一**：低成本航司国内线市占率提升，国际线票价弹性更大；
- 2) **趋势二**：市内免税店销售额恢复更快但佣金率大幅提升，高奢品牌对机场的青睐度不减，随着机场免税租金协议优化调整，疫后机场免税经营性价比提升；
- 3) **趋势三**：出入境放开初期，国际商务客恢复好于旅游观光客。

## 4、放开前后股价怎么走？

- 1) 由于大部分出行链个股基本面尚未恢复，多数个股在防疫政策根据疫情状况动态调整阶段（防疫政策风险转变预期加强）市值涨幅较大。
- 2) 大小航司股价表现分化。

## 5、投资建议：

- 1) **主线一**：高奢品牌对核心枢纽青睐度不减，推荐**上机、白云**；
- 2) **主线二**：低成本航司市占率提升，推荐**春秋航空**；
- 3) **主线三**：国际航线票价涨幅高于国内线，推荐**三大航**。
- 4) **主线四**：免税行业回流潜力巨大，推荐**中免、王府井**；
- 5) **主线五**：出入境商务先行，建议关注**米奥会展**。

## 6、风险提示：疫情影响升级，需求不及预期，消费恢复不及预期，油价、汇率大幅波动。

# 目录

CONTENTS

## 01

### 防疫政策、宏观经济

- 21年风向转变，22年6月完全放开
- 出入境放开后，疫情冲击下服务业GDP保持增长
- 出入境放开后通胀高企，交通运输领涨

## 02

### 出行恢复的怎么样？

- 航空：以国际客为主，总体恢复率仍在低位
- 免税：代购支撑下市内店恢复优于机场店
- 机场：高奢品牌青睐度不减，免税租金合同调整优化
- 酒店：收入超过疫情前，依靠房价拉动

## 03

### 放开前后股价怎么走？

- 预期政策转向阶段股价涨幅较大
- 大小航司股价表现分化

## 04

### 复苏启示

- 趋势一：低成本航司国内线市占率提升，国际线票价弹性大
- 趋势二：疫后市内店佣金率高企，机场免税经营性价比提升
- 趋势三：国际旅行商务客恢复早于旅游观光客

## 05

### 投资建议、风险提示

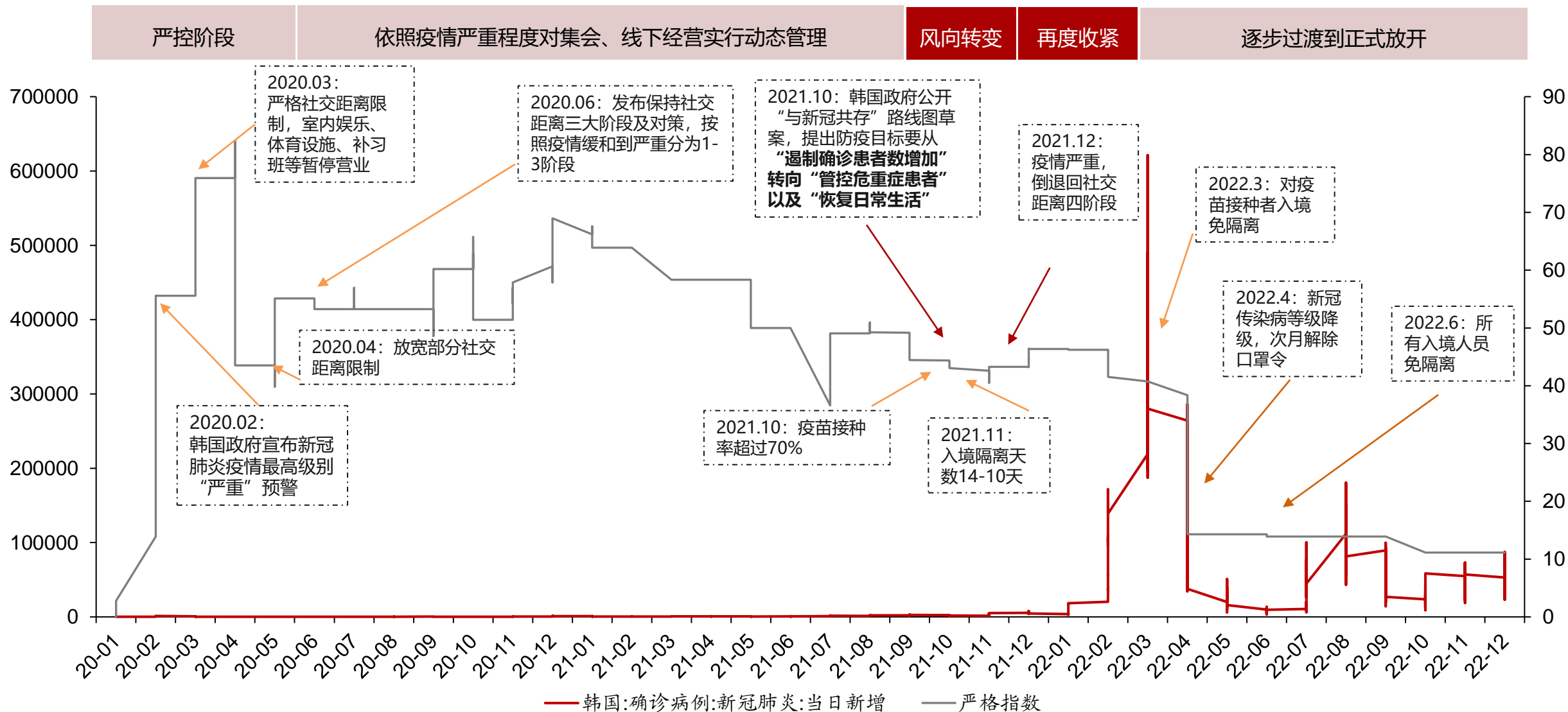
# 01

## 防疫政策及宏观 经济

21年风向转变，22年6月完全放开

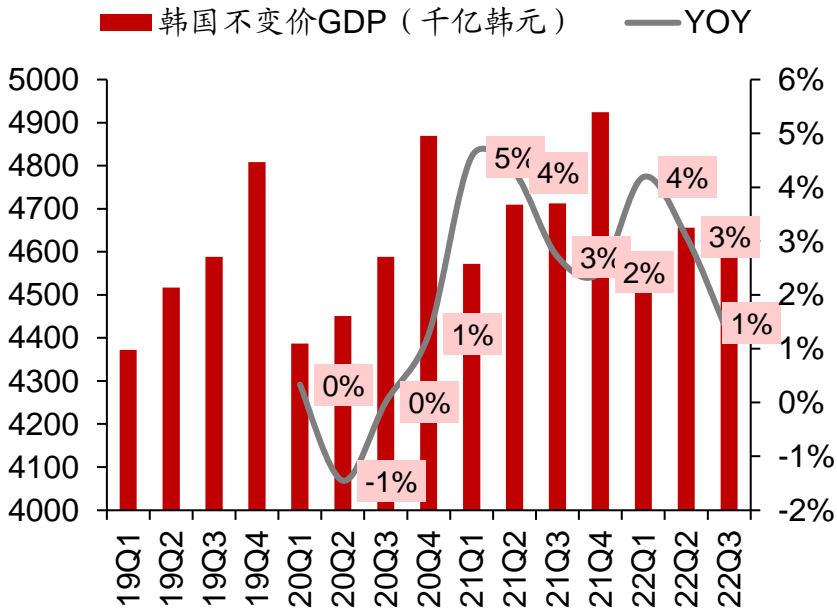
出入境放开后，疫情冲击下服务业GDP  
保持增长

出入境放开后通胀高企，交通运输领涨

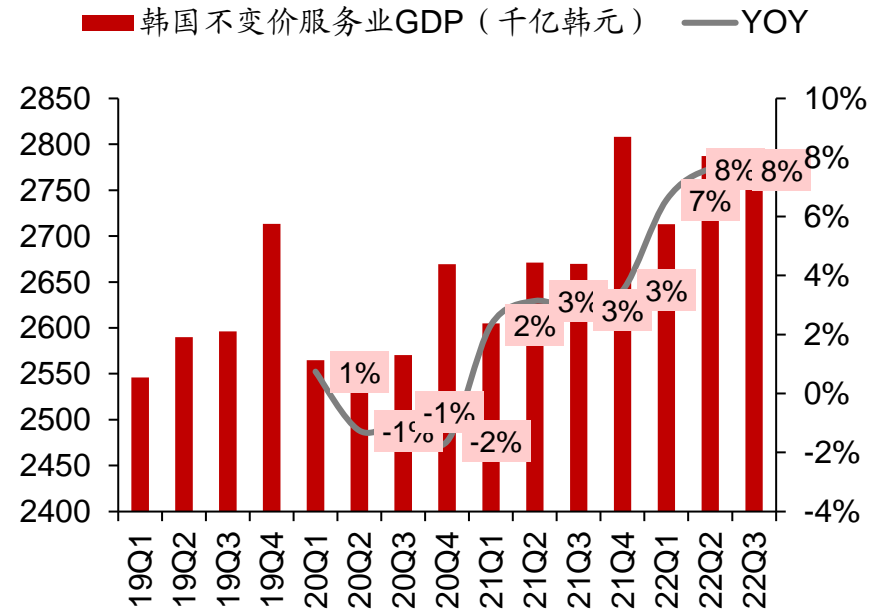


- 出入境完全放开前，服务业GDP增速低于总GDP增速；
- 2022年以来防疫政策完全放开以来，韩国单日新冠确诊病例处于高位，对总GDP增长带来负面影响，22Q2\22Q3GDP增速为负，但服务业GDP保持增长；
- 出入境完全放开后运输仓储加速恢复，但尚未达到2019年水平。韩国国内市场相对狭小，2019年国内航空旅客量仅为国际航空旅客量的37%。2022Q2出入境完全放开后，运输仓储GDP连续两季度取得双位数增长，但与2019年同期水平尚有5%左右的缺口。

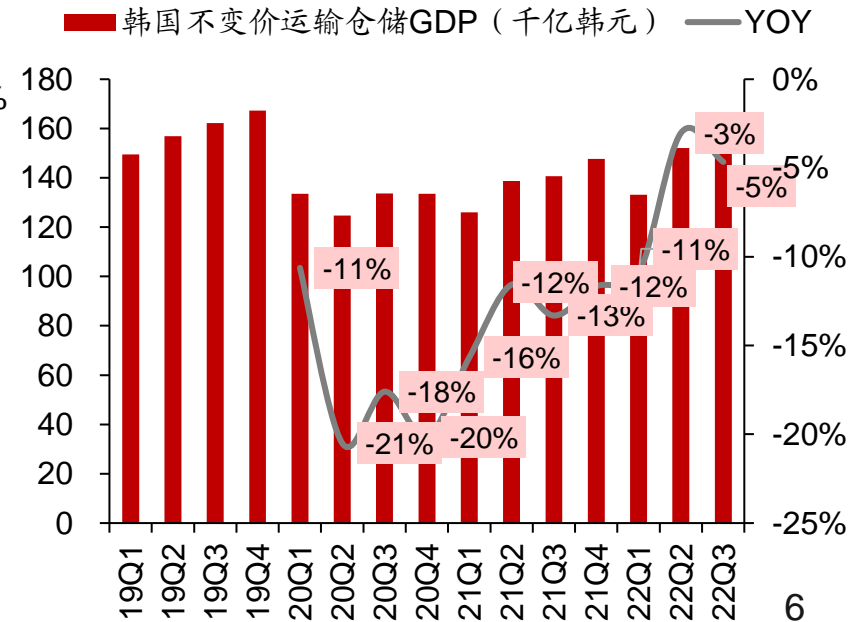
图：韩国不变价GDP及同比2019年增速



图：韩国不变价服务业GDP及同比2019年增速

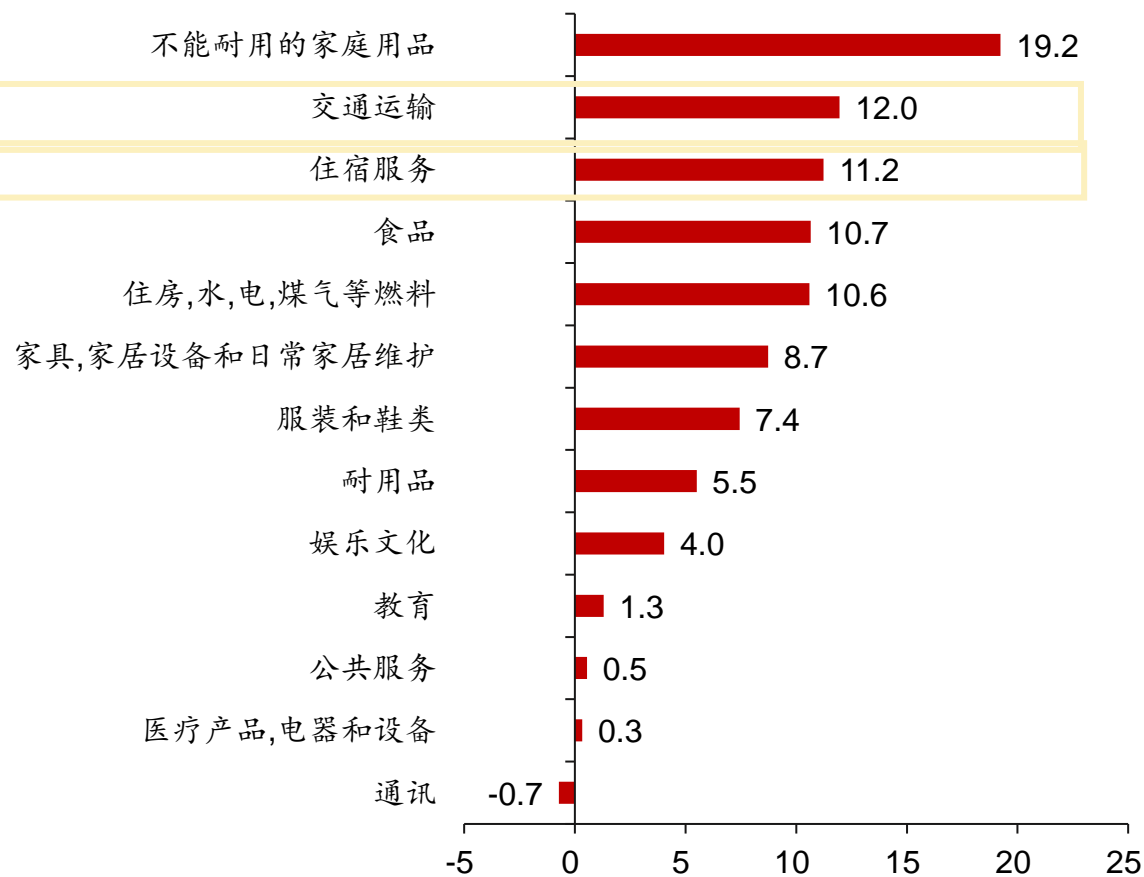


图：韩国不变价运输仓储GDP及同比2019年增速

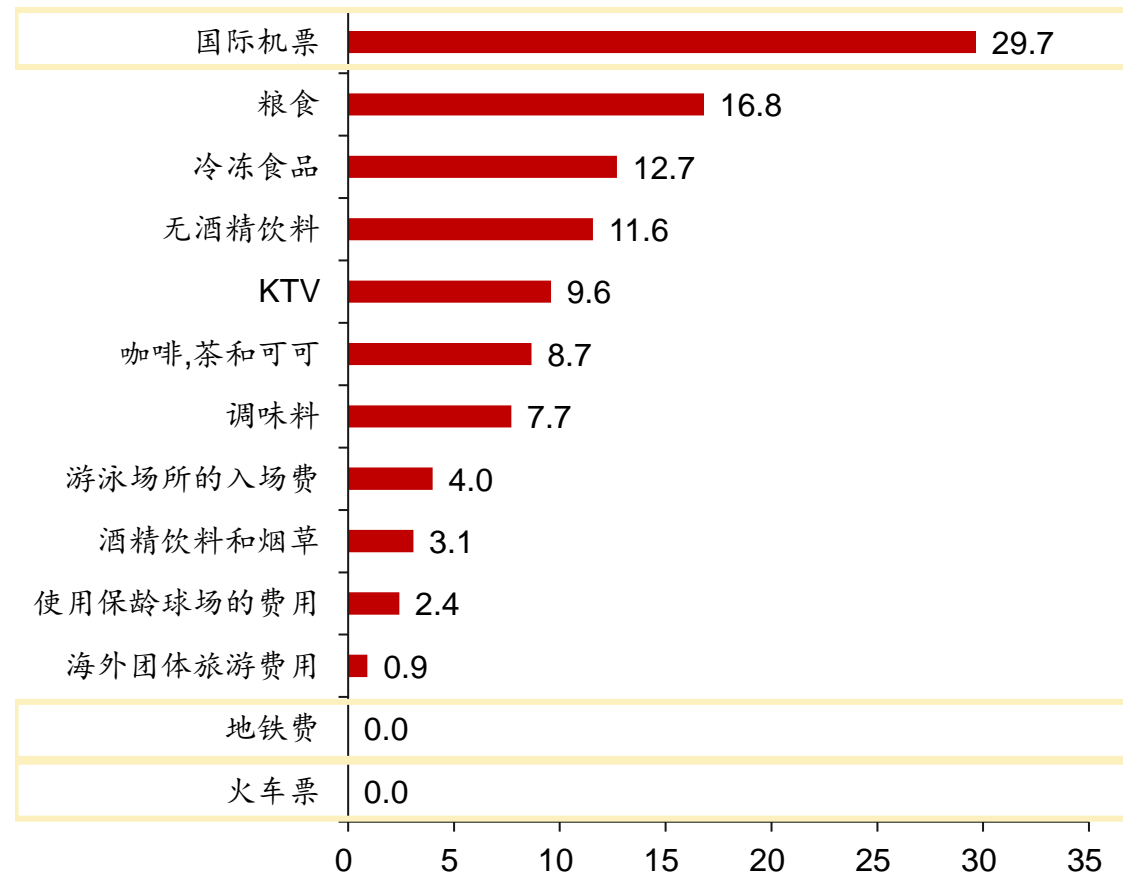


- 2022年11月，韩国总体CPI同比2019年+9.7%。其中易耗家庭用品、以及与出行相关的交通运输、住宿服务涨幅居前。除此之外，食品、住房、水电等能源物价涨幅也高于总体通胀表现。
- 交通运输涨价主要由国际机票带动。2022年11月，国际机票价格同比2019年+29.7%，地铁、火车等票价保持不变。

图：韩国各类物价较疫情前的涨幅%（根据CPI测算）

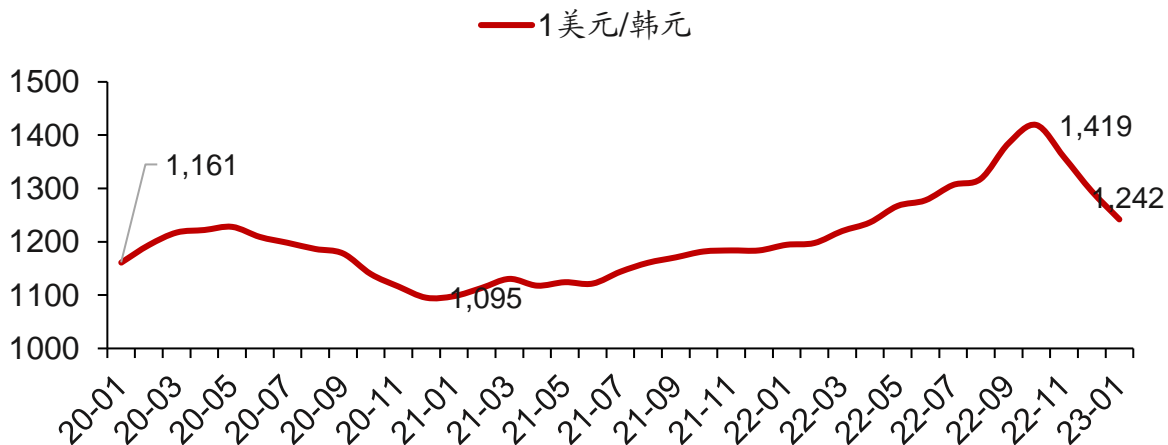


图：韩国CPI细项较19年涨幅情况

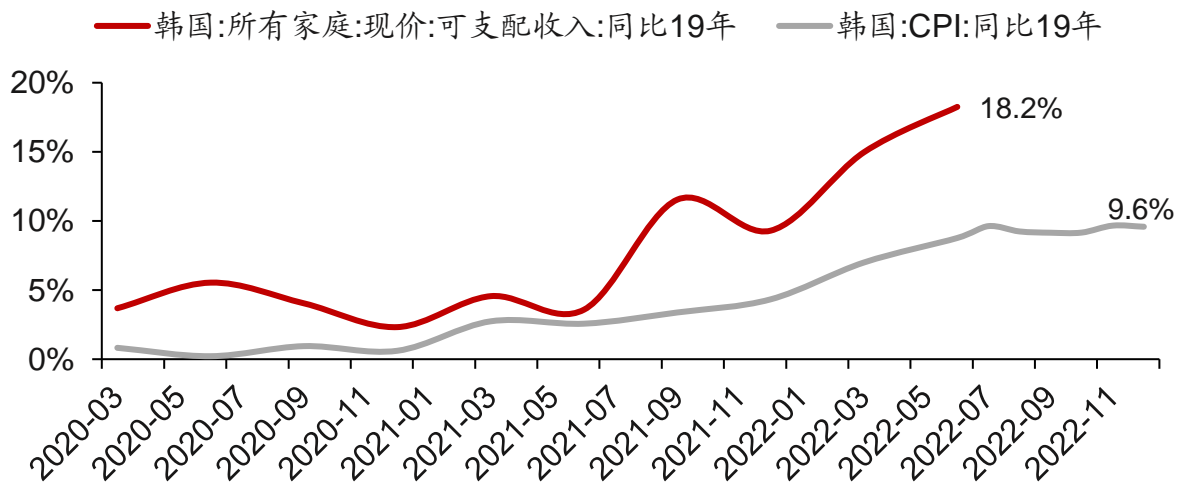


# 宏观：疫情期间多轮补贴，韩元大幅贬值，消费者信心低迷

图：2021年1月至2022年10月，韩元对美元贬值23%



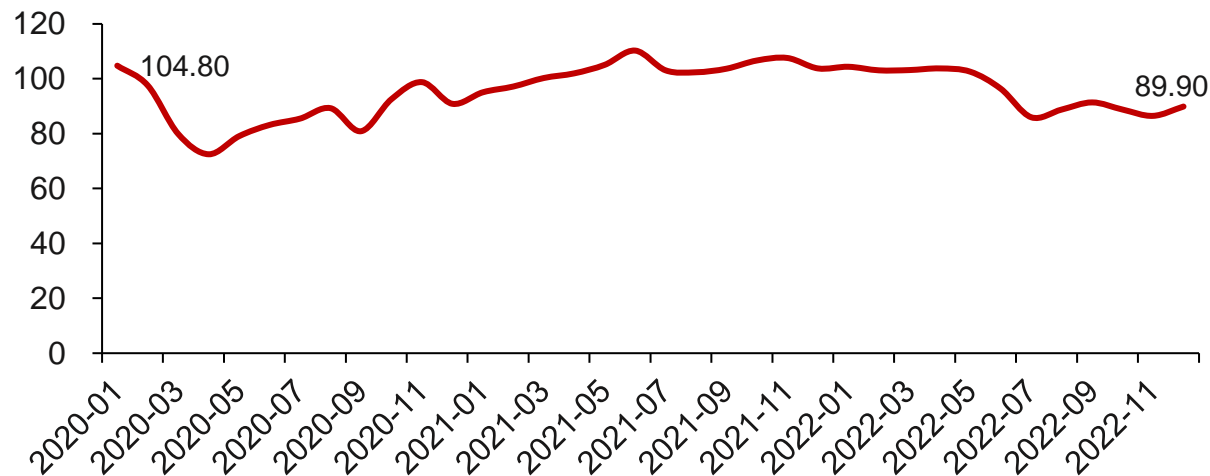
图：韩国家庭可支配收入增速跑赢通胀率



表：韩国疫情期间启动多轮补贴，主要针对低收入人群和受损严重行业

补贴名称	补贴金额	发布日期
旅游业疫情雇佣补贴	上限6.6万韩元/雇员/天	2020年3月
通信补贴	全民发放，每人2万韩元（约115人民币）	2020年9月
新冠疫情抗议补助	面向约88%国民每人发放25万韩元（约合人民币1388元）	2021年8月
突破性新冠感染生活补助（已打疫苗依然感染、无法接种疫苗者感染等）	每4人户补贴46万韩元（约2486人民币）	2021年12月
新冠感染生活补助	为227万户低收入家庭每4人户最高补贴100万韩元	2022年5月
新冠医疗津贴	劳动者若因新冠无法上班，可领取最低时薪60%的补助	2022年6月

图：韩国消费者信心指数尚未恢复到疫情前



资料来源：wind，公开新闻整理，浙商证券研究所

# 02

## 出行板块恢复的 怎么样？

航空：以国际客为主，总体恢复率仍在低位

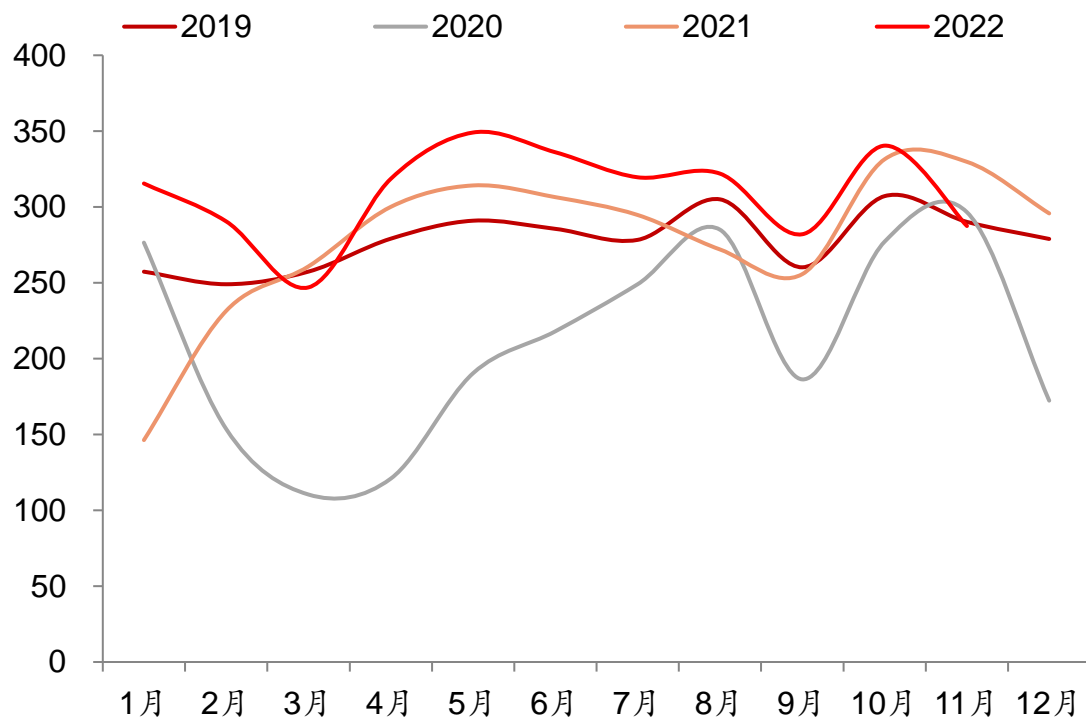
免税：代购支撑下市内店恢复优于机场店

机场：高奢品牌青睐度不减，免税租金合同调整优化

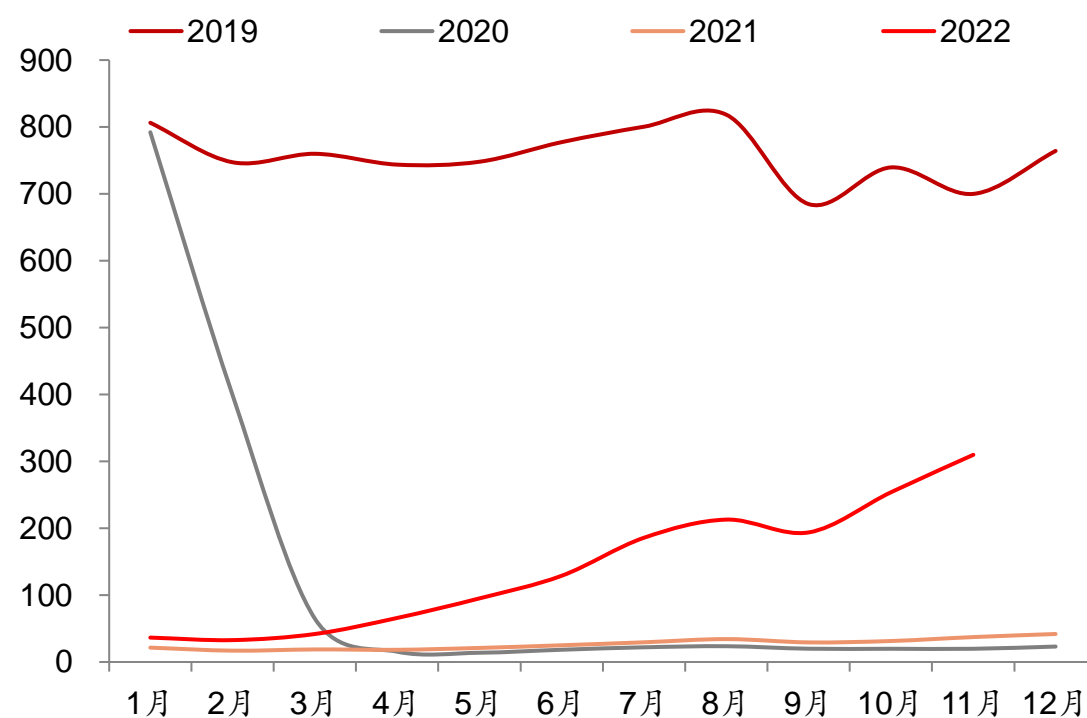
酒店：收入超过疫情前，依靠房价拉动

- 韩国航空市场以国际线为主，2019年国内线旅客量为国际线旅客量的37%。
- 国内出行自2021年10月份开始超过2019年（22年11月稍有回落），国际出行从22年三月份开始表现出明显的复苏迹象。2022年11月，国内线旅客量恢复至2019年的99%，国际线旅客量恢复至2019年的44%。

图：韩国国内线航空旅客量（万人次）

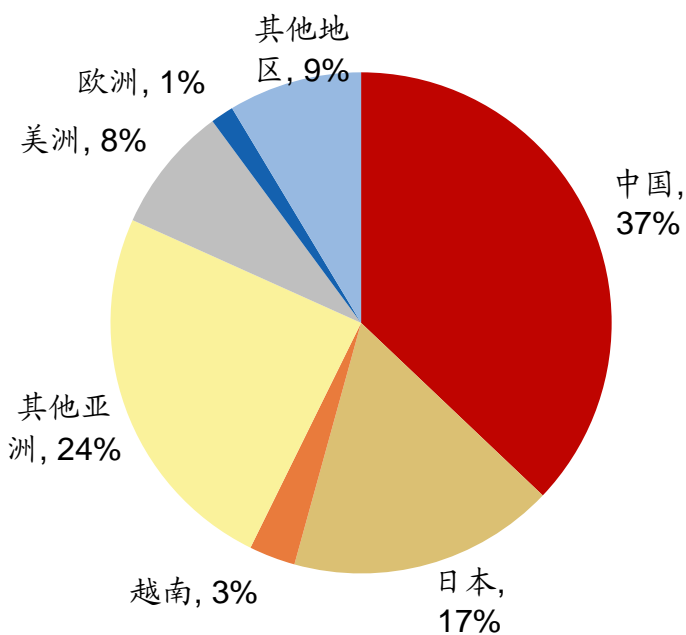


图：韩国国际线航空旅客量（万人次）

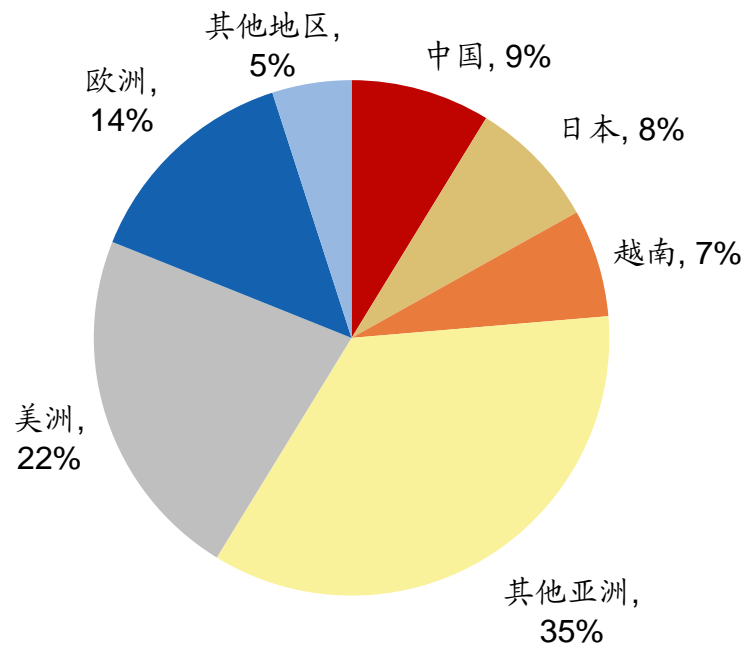


- 2019年中国为韩国入境游客第一大客源地，占比37%，日本为第二大客源地，占比17%。
- 由于全球各地放开节奏差异，疫后美洲、欧洲客源占比提升，中国、日本客源占比大幅下降。中国、日本游客恢复率分别为5%、11%，远低于其他国家和地区。

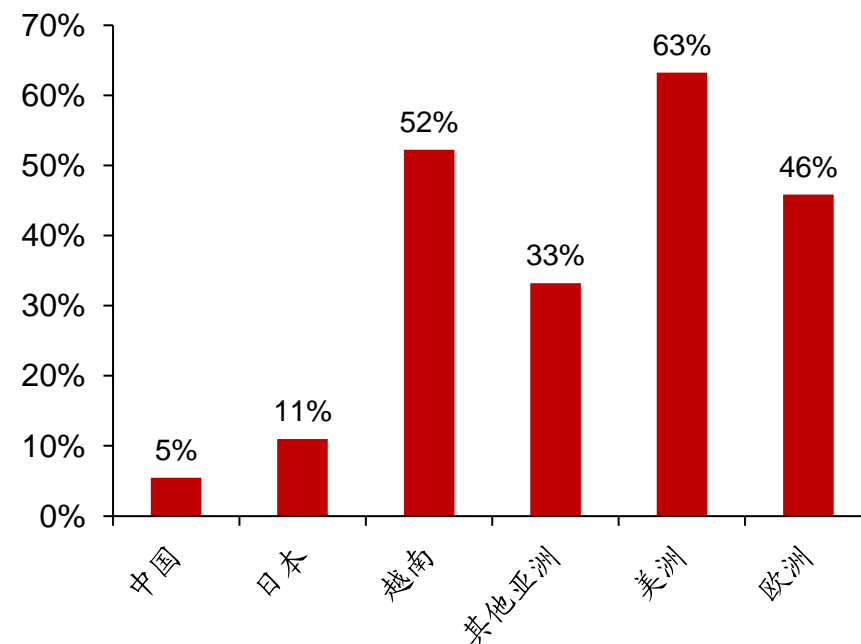
图：2019年9月韩国入境旅客国别构成



图：2022年9月韩国入境旅客国别构成

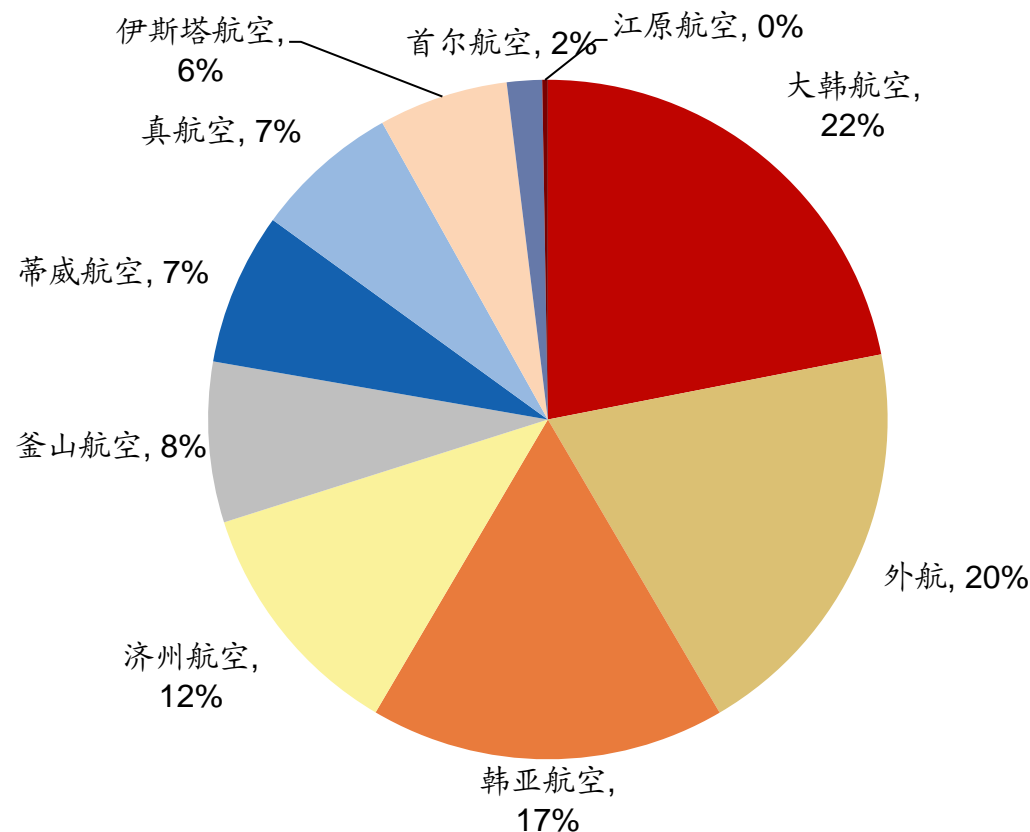


图：2022年9月各国家和地区入韩游客恢复率



- **疫情对韩国航空业带来严峻挑战，大韩航空开启行业大规模整合：**
- 2020年11月17日，大韩航空宣布计划以1.8万亿韩元（约合107亿元人民币）的价格收购韩亚航空。
- 据韩国中央日报报道，韩进卡尔(KAL)2022年6月13日召开董事会，决定将所持有的真航空股份（持股率55%）全部出售给大韩航空。交易完成后，真航空将成为大韩航空的控股子公司。
- **若上述交易完成，大韩航空市占率将接近60%。**若上述交易完成，根据韩国统计局数据，大韩航空+韩亚航空+真航空+首尔航空（韩亚航空旗下）+釜山航空（韩亚航空旗下）市占率接近60%。
- **交易尚未落地，需获得各国反垄断机构的审批。**由于两大航空公司在多条航线拥有极高的市占率，因此合并需获得多个国家的反垄断机构的审批通过。2022年12月，中国国家市场监督管理总局已批准此项收购，但大韩航空需归还部分航权和时刻（首尔—西安、张家界、深圳，釜山—北京等航线），目前美国、欧盟、日本、英国尚未批准此项整合。

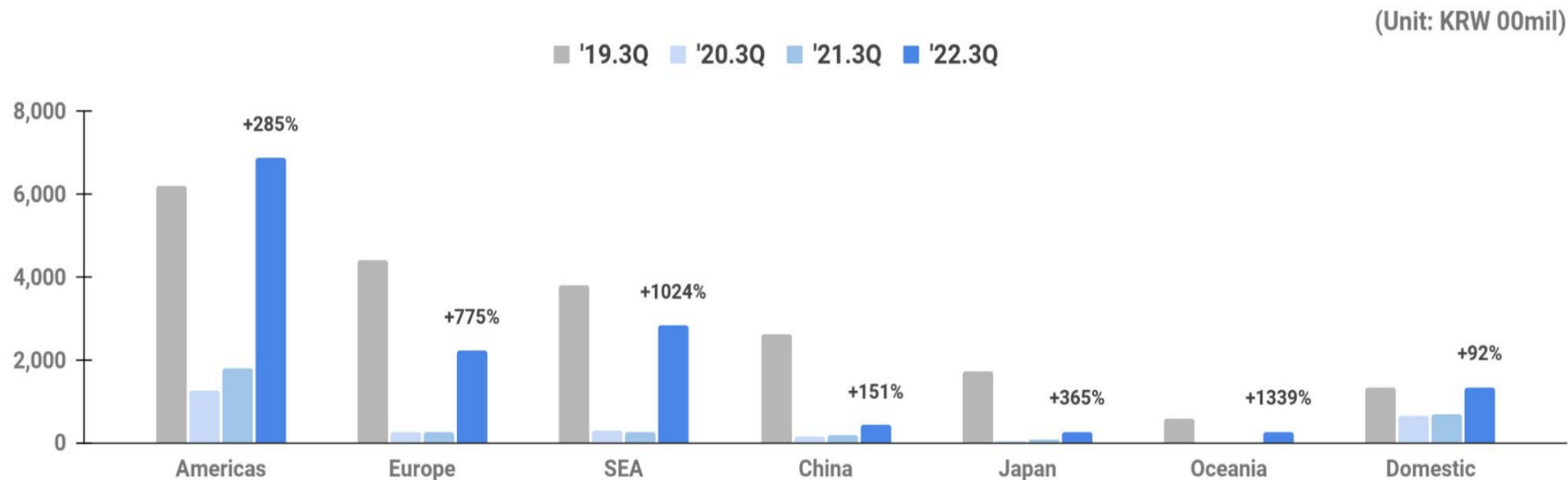
图：2019年12月韩国各航司市占率（按旅客量计算）



- 大韩航空22Q3美洲客运收入超过2019年水平，国内航线已基本恢复到2019年同期水平，中国、日本航线尚处于低位。
- 韩元贬值促进了欧美游客来韩旅行需求，同时东南亚多国家赴美需从韩国转机，也催化了东南亚国家疫情管控放开后的高速反弹。

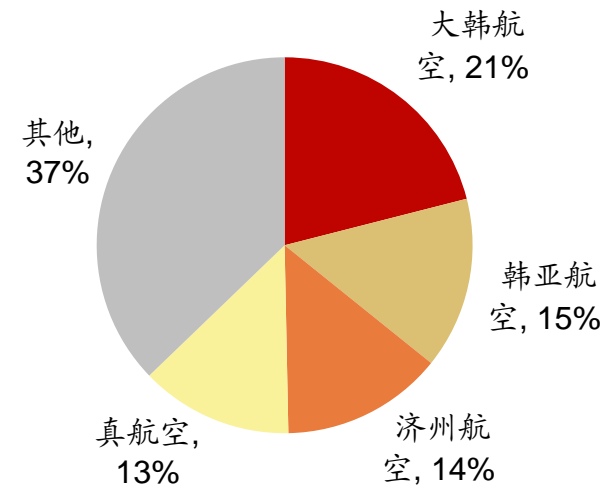
图：大韩航空分航线收入（单位：亿韩元）

■ Passenger Revenue by Route

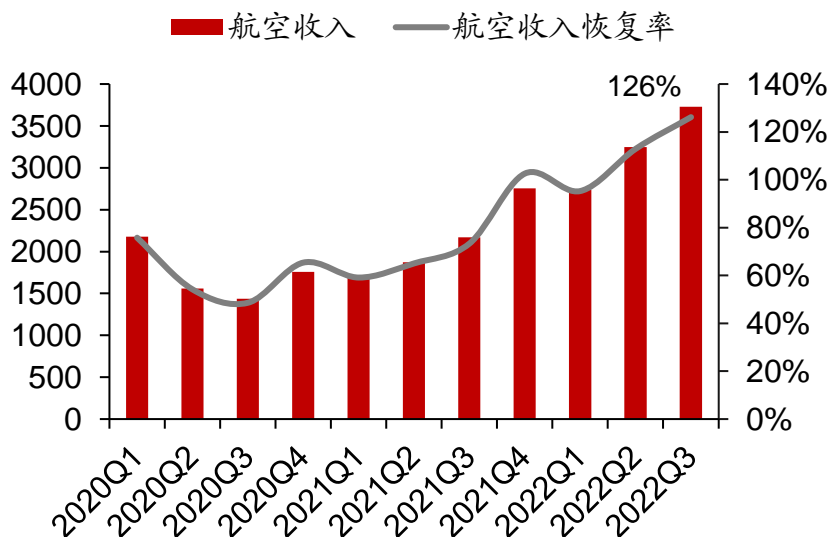


- 韩国航空市场TOP4航司市场份额超60%。根据韩国统计局2022年8月数据，按旅客运输量排序，前四名航司分别为大韩航空（全服务）、韩亚航空（全服务）、济州航空（廉航）、真航空（廉航）。
- 前三大航司中，大韩航空依靠货运业务总收入超过疫情前。前三大航司中，大韩航空货运占比较高，22Q3货运占比51%。在货运收入带动下，大韩航空总收入从22Q2起超过2019年同期，22Q3总收入超过2019年同期26%。韩亚航空、济州航空收入均未恢复到2019年同期（仅统计上市航司航空业收入，未包含酒店等其他业务）。
- 仅计算客运收入，22Q3大韩航空、济州航空分别恢复至2019年的69%、51%。

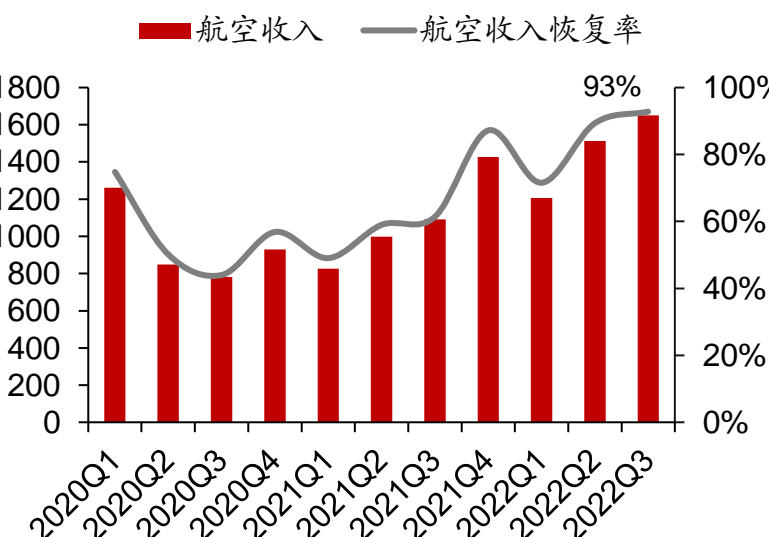
图：2022年8月韩国航空业市占率



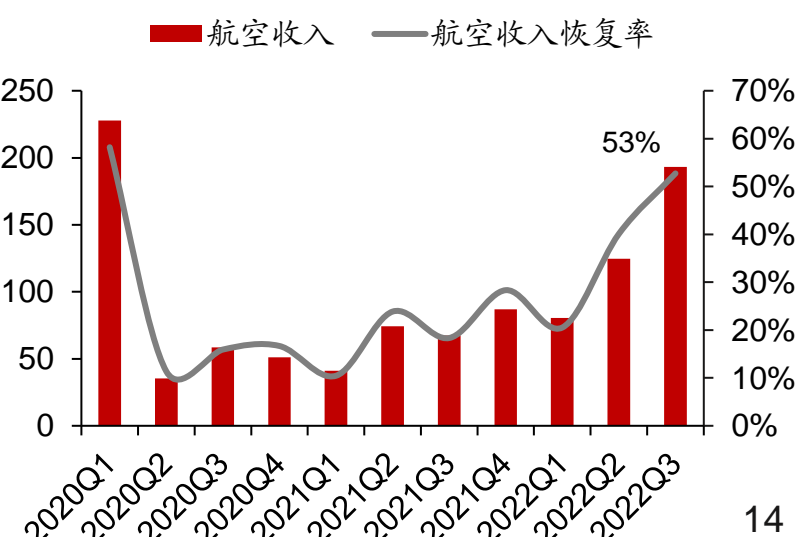
图：大韩航空收入（十亿韩元）及恢复率



图：韩亚航空收入（十亿韩元）及恢复率



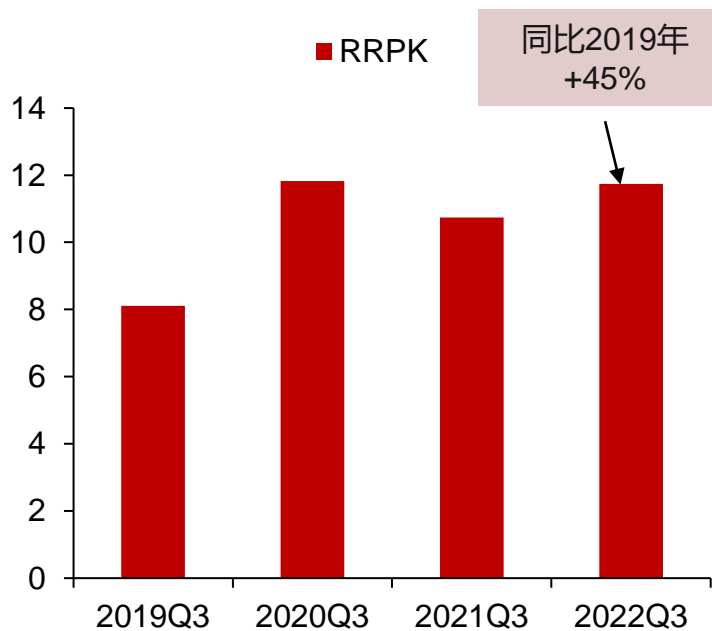
图：济州航空收入（十亿韩元）及恢复率



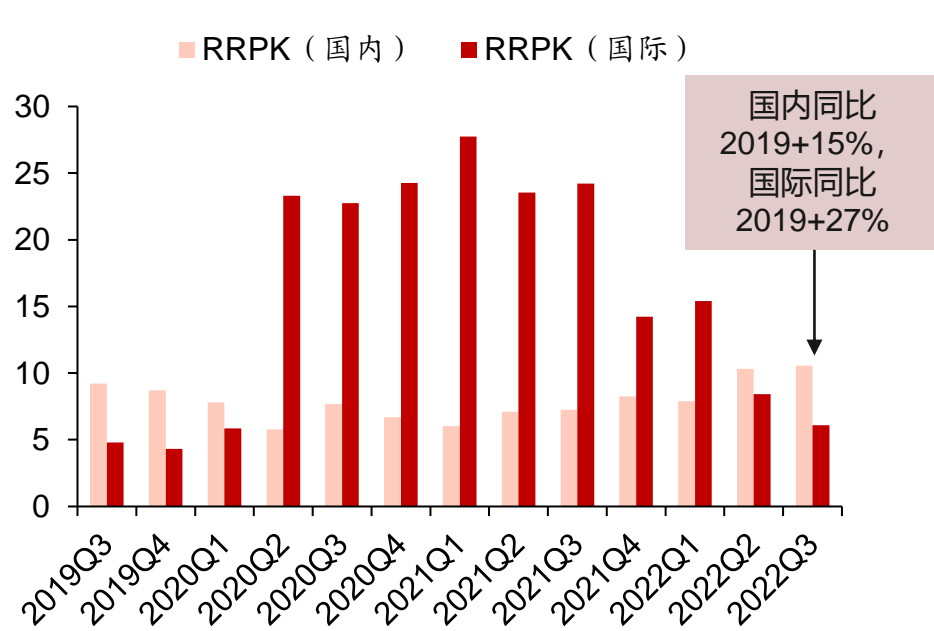
## 航空：运力恢复率不到5成，大韩航空22Q3RRPK同比2019+45%

- 运力投入和客座率与2019年相比仍存在较大缺口。22Q3大韩航空、济州航空ASK分别恢复至2019年的49%、32%，恢复率较低主要由于韩国市场国际线占比较高，大韩航空2019Q3年国际线占比超90%。由于运力偏紧，随着疫情管控不断放开，客座率迅速回升，22Q3大韩航空、济州航空客座率分别为80%、82%，同比2019年-3pct、-4pct。
- 运力紧张+通胀，RRPK大幅提升。在运力紧张的情况下，叠加2022Q3通胀水平相对较高（与2019年同期相比+10pct左右），票价取得较大涨幅。22Q3大韩航空RRPK同比2019年+45%，济州航空国内线、国际线RRPK同比2019年分别+15%、+27%。
- 大韩航空票价涨幅较大主要由于：1) 国际线占比更高，国际线票价涨幅高于国内线22Q3大韩航空、济州航空国际线占比分别为91%、78%；2) 大韩航空立足首尔基地，相比济州航空核心线路占比更高。

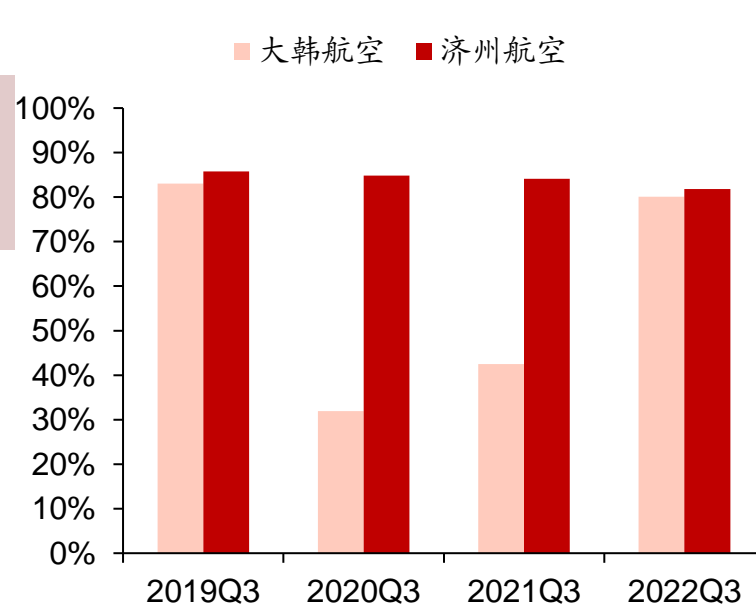
图：大韩航空RRPK（美分）



图：济州航空国际线和国内先单位客收（美分）



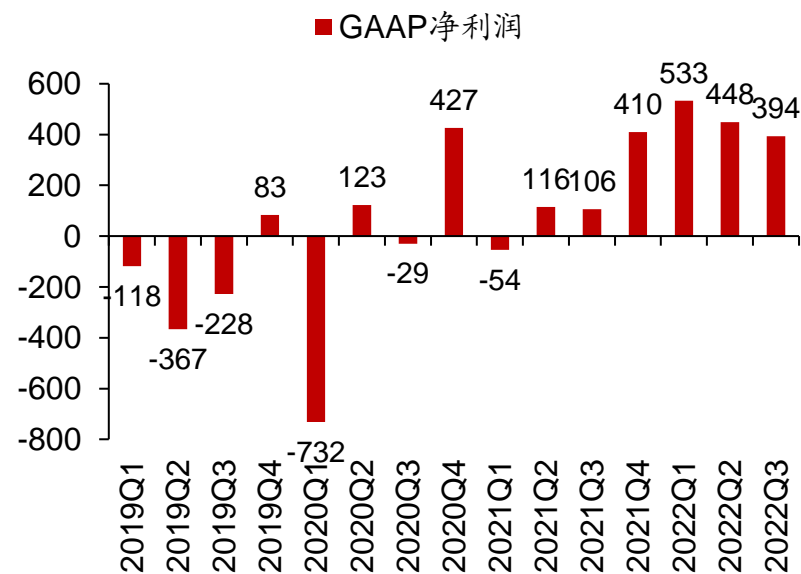
图：大韩航空与济州航空客座率



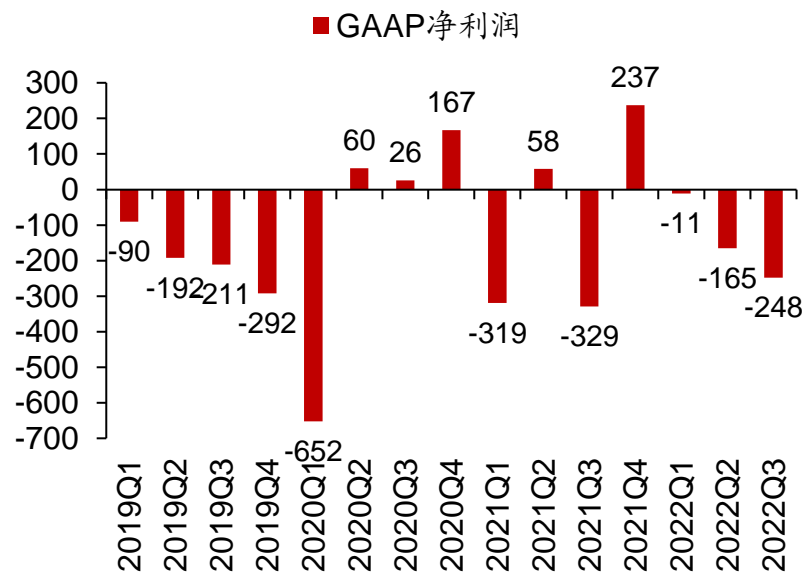
## 2.1 航空：票价提升+货运，大韩航空疫后盈利水平好于疫情前

- 2019年前三大上市航司大多数时候取得亏损，主要由于收入增长较为平淡且韩元贬值带来的汇兑损失较高，并由于疫情影响在20Q1取得单季最大亏损。
- 2022年，韩元汇率持续走弱，对上市航司继续带来负面影响，22Q3大韩航空、韩亚航空、济州航空汇兑损失分别为550亿、123.5亿、239亿韩元（约2.87亿、0.64亿、1.25亿人民币）。韩亚航空22Q2\22Q3取得亏损，济州航空疫后均处于亏损状态。
- 大韩航空依靠提票价+货运业务自21Q4起取得盈利。前文提到，疫后航空票价大幅提升，叠加货运业务在2020-2022上半年保持高景气，20Q2-22Q2每个季度货运运载率都高于80%，而2019年只有71%，大韩航空疫后盈利水平好于疫情之前，并在21Q4之后每个季度保持盈利。

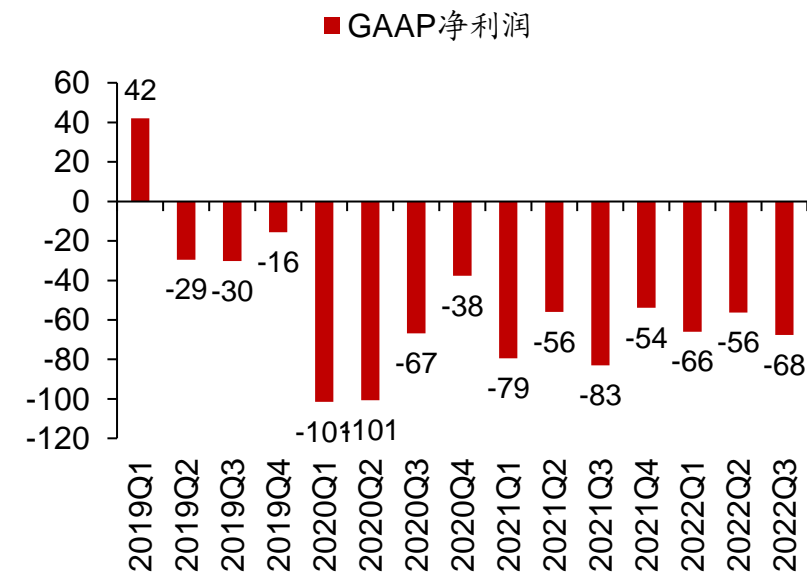
图：大韩航空GAAP净利润（十亿韩元）



图：韩亚航空GAAP净利润（十亿韩元）

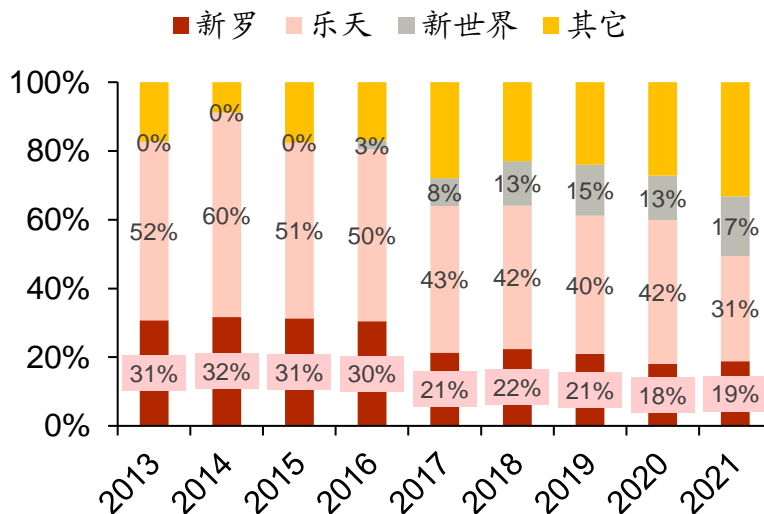


图：济州航空GAAP净利润（十亿韩元）

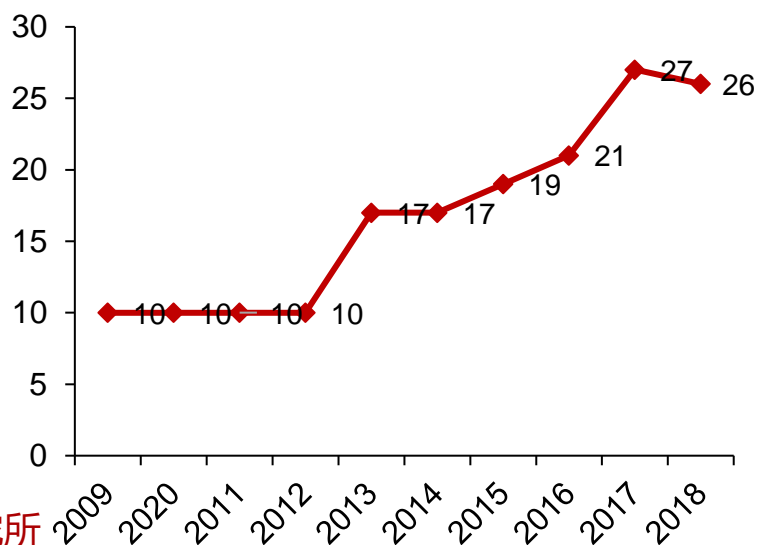


- 韩国免税行业自2012年起政策上限制垄断，TOP2市占率开始下降，但仍然保持较强的规模优势。韩国免税销售额2012-2019CAGR达22%。
- 韩国政府有意扶持中小企业发展免税业务。2013年，韩国政府新发7张市内免税店牌照，为5年来的首次增发牌照，但均为中小企业且选址均为首尔圈外，并未带来竞争格局的明显变化。
- 2015年新世界免税拿下免税牌照，凭借多年的百货运营经验，迅速跻身行业前三名，市占率由2016年的3%增长至2019年的15%。2016年至今，新罗+乐天市占率有所下降。
- 中小企业规模劣势巨大，不断退出免税市场。随着市场竞争逐渐激烈，2019年韩华、斗山退回免税经营权，SM、现代也深陷亏损。
- 供给创造需求，韩免市场规模快速增长。随着免税店逐年增加以及购物额度放开，韩免销售额快速增长，2012-2019CAGR22%。

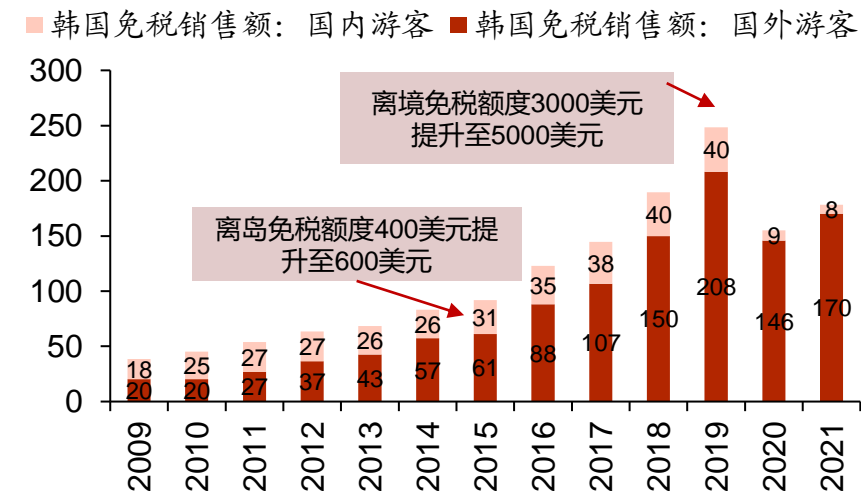
图：15-19年新世界免税市场份额快速提升



图：韩国市内免税牌照数量2012-2017大幅增加



图：韩国免税市场销售规模疫前高速增长（万亿韩元）

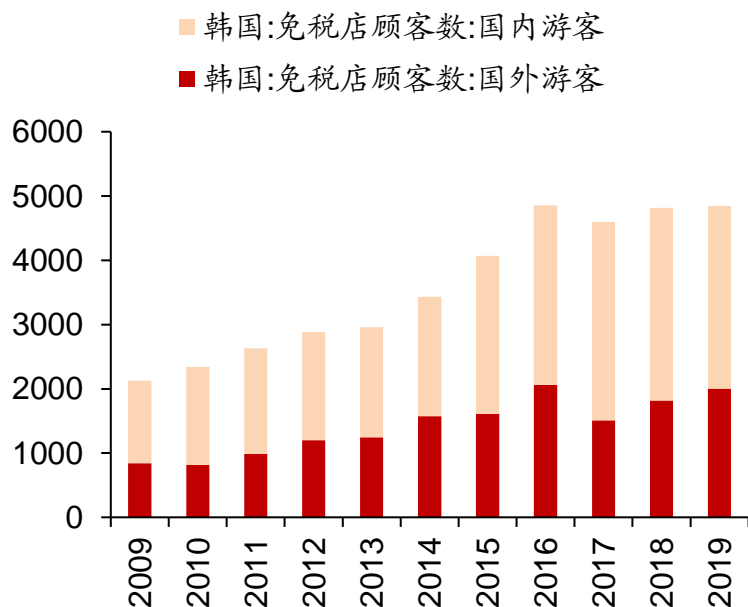


表：韩国免税政策梳理

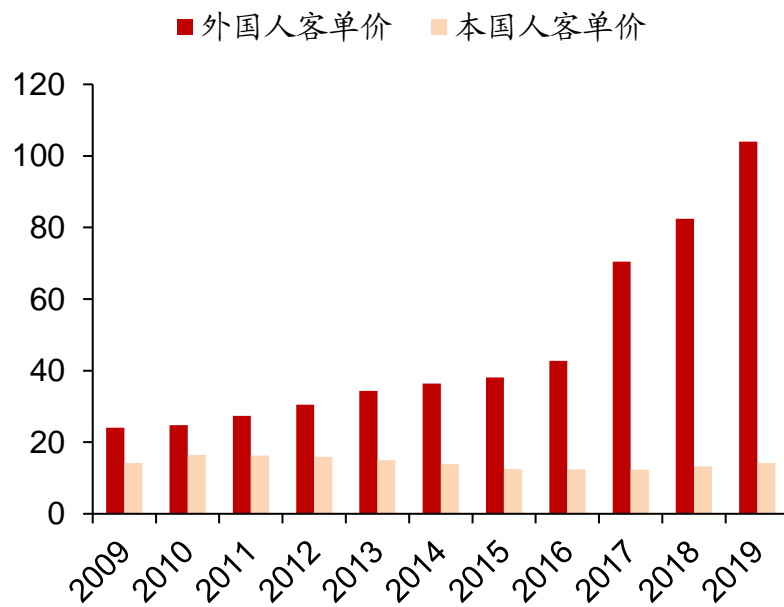
时间	政策
1979年	开放市内免税店
1995年	免税额度提升至2000美元
2002年	开放济州岛离岛免税
2006年	免税额度提升至3000美元
2012年	限制垄断，保证中小企业有一定比例以上的免税店
2013年	市内免税牌照经营期限从10年缩减为5年
2015年	市内免税牌照由自动续约改为公开招标
2016年	市内免税政策调整，引入新竞争者，新增6家市内免税店
2019年5月	开放第一家入境口岸店
2019年8月	购买额度提升至5000美元
2019年11月	出台免税渠道新政，限制代购行为
2022年	公民出境购物额度不设限

- 2016-2019年，购买人次呈下降趋势。2017年萨德事件后，赴韩国外游客骤减，2018年、2019年略有回升，但未恢复到2016年水平。
- 购物人次下降，代购行业兴起。由于韩免的价格优势，代购生意在2017年之后快速发展。2019年外国人购物客单价104万韩元（约6162人民币），为本国人客单价的7倍。2019年外国购物人次占比41%，贡献韩国免税销售额的84%。
- 韩免销售商品以本土香化品牌为主。根据穆迪戴维特数据，2016年，韩免销售额中香化品类占比51.2%。

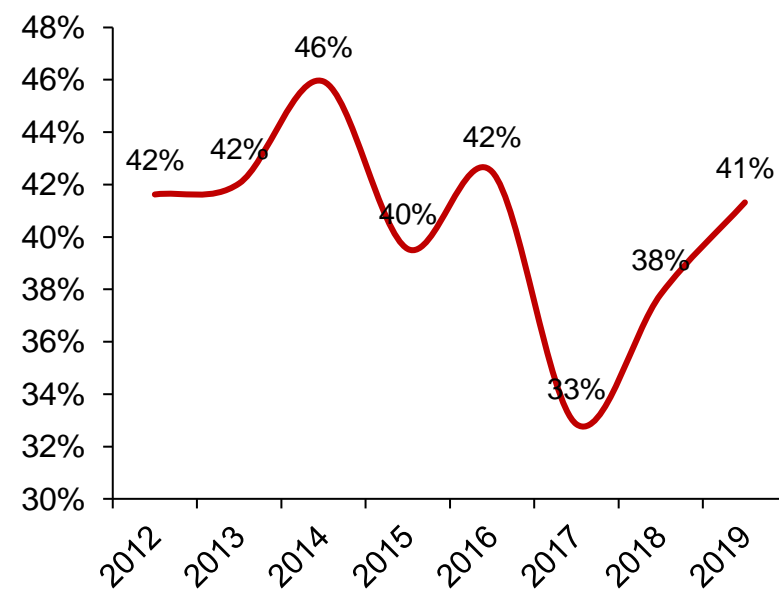
图：韩国免税购物人次（万人次）



图：韩国免税购物客单价（万韩元）

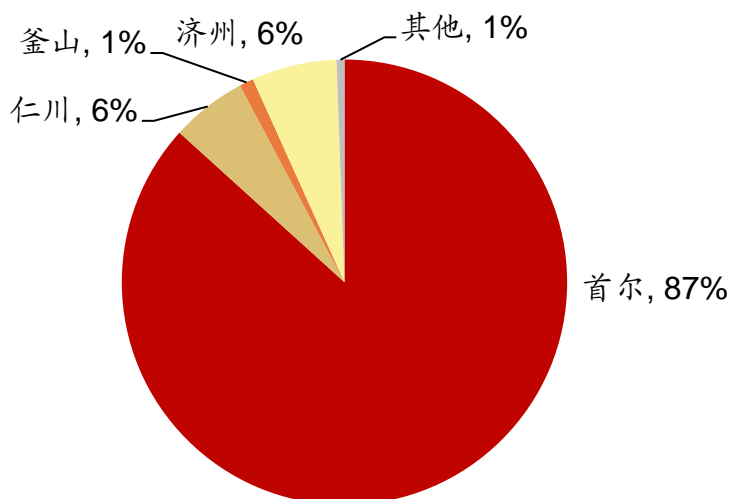


图：韩国免税购物外国游客占比



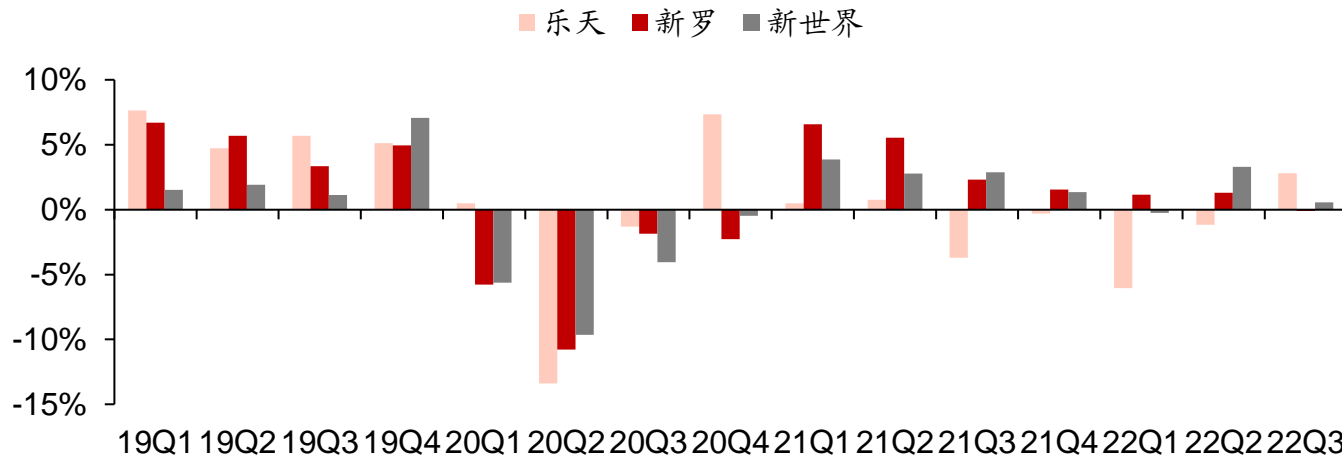
- 2020年以来，中小运营商继续出清。新冠疫情以来，韩免运营商为保更高的销售规模，给予代购更高的扣点率，行业竞争加剧，新罗、乐天、新世界2020年均为亏损状态。中小企业进货议价权相对劣势，经营难度更大。2020年，SM (HANA TOUR旗下)、斗山集团等中小免税商退还经营权。全韩国免税店数量，由2019年的57家，下降至目前的40+家。
- 韩国免税销售额主要集中在首尔。2022年11月，首尔地区贡献免税销售额的87%。

图：2022年11月韩免首尔销售额占比87%



资料来源：KDFA，浙商证券研究所

图：2020年以来龙头免税运营商亏损或营业利润率极低

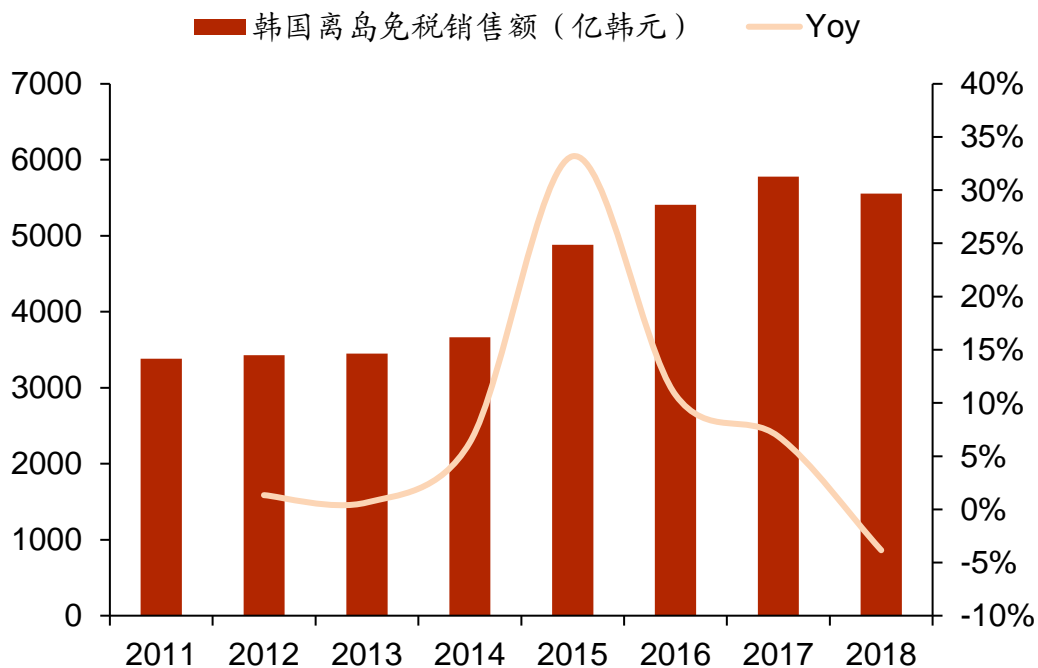


表：目前韩免运营商概况一览

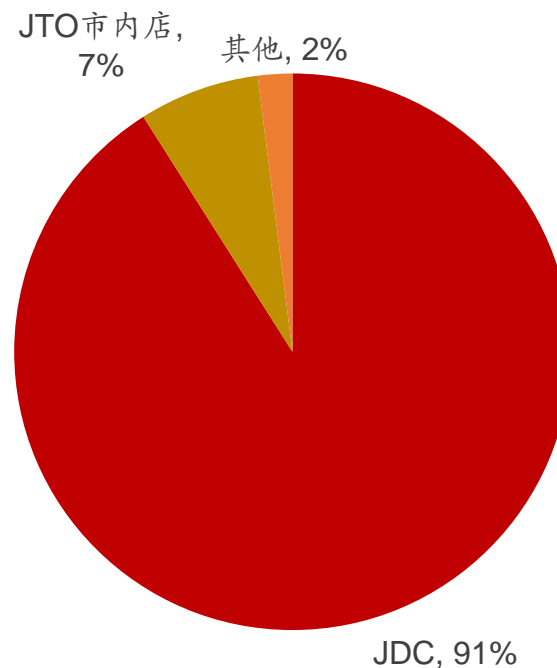
运营商	首次获得牌照时间 (年)	企业类型	免税店数量	首尔免税店数量
乐天	1979	大	8	4
新罗	1986	大	5	2
新世界	2015	大	4	1
HDC新罗	2015	大	1	1
JDC免税	2002	离岛免税	3	0
东华	1970s	大	1	1
JTO免税	2015	离岛免税	2	0
现代百货	2018	大	3	2
恩塔斯	2014	中小	5	0
蔚山金山免税店	2013	中小	1	0
中原免税	2013	中小	1	0
吴哥免税	2013	中小	1	0
city plus	2015	中小	1	0
Grand	2016	中小	4	0
釜山免税	2016	中小	2	0

- 韩国济州岛离岛免税诞生于2002年，主要面向韩国人本土消费者。2015年起购物额度为单次600美元，全年不超过6次。同时，烟酒有购买数量限制（酒一瓶、烟不超过10包）。
- 疫情之前销售规模增长较为缓慢。与出入境免税不同的是，韩国离岛免税运营商为两家国企（JDC和JTO），且经营所得全部投入到济州岛相关建设，2015年以后销售规模增长较为缓慢。
- 当前韩国济州岛离岛免税主要由JDC旗下的三家免税店贡献，2018年市占率超过90%，三家免税店均位于济州岛机场。2020年，出入境受限背景下，JDC新增经营面积约400平，以香化和烟酒为主。

图：济州岛离岛免税销售额



图：2018年离岛免税市场竞争格局

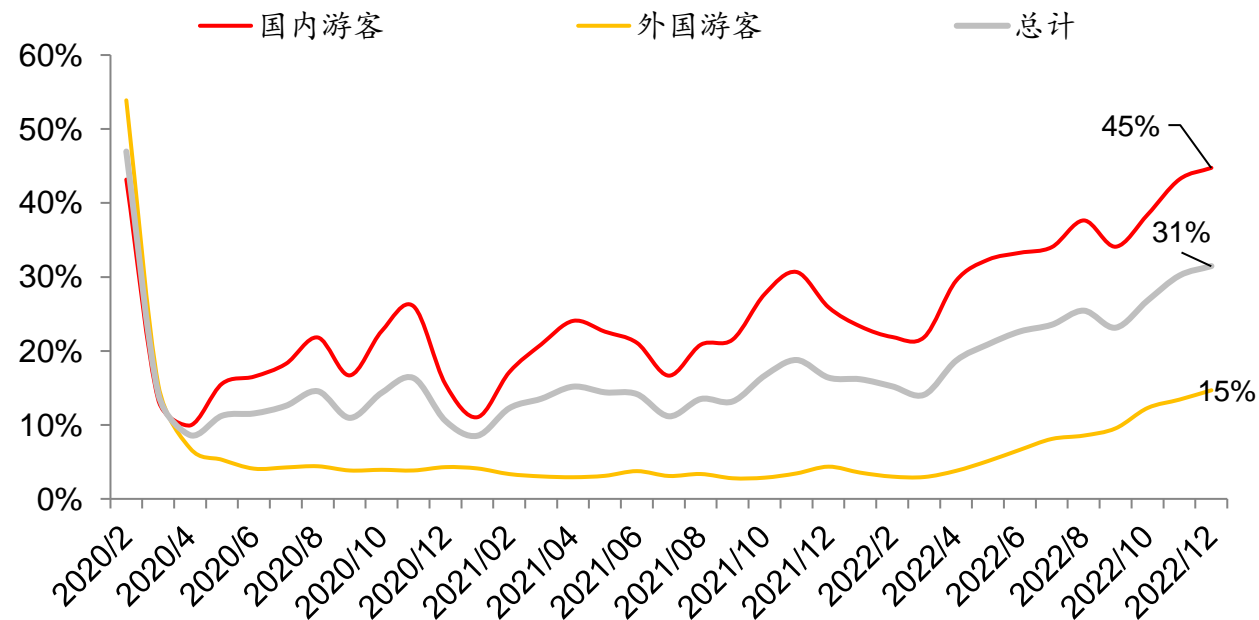
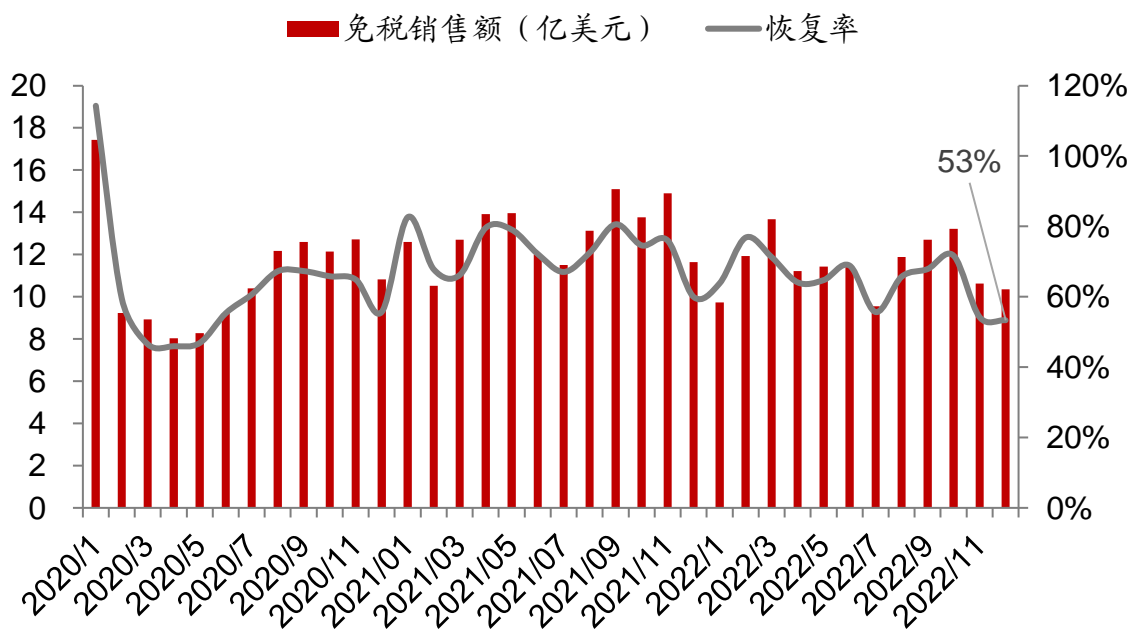


## 2.2 免税：2022年12月免税销售额整体恢复至2019年的53%

- 疫后韩国政府出台多项政策扶持免税行业。新冠疫情发生之后，出入境游客锐减，2020年4月韩国免税销售额仅为2019年同期的46%。韩国政府在2020年6月宣布，允许免税运营商在办理完清关手续后将免税品在国内销售，此政策迅速拉动免税销售额恢复至2019年的7成左右。2021年1月1日，“多次邮寄”政策开始实行，即在韩国海关登记过的外国购买人，离开韩国前可在出口提货点邮寄免税商品，邮寄次数未作限定。“多次邮寄”政策下，代购无需频繁出入境，便可增加购买次数，购买额也相应提高，进一步带动免税销售额恢复至2019年的8成左右。
- 2022年购物人次恢复率整体呈上升趋势，但销售额恢复率整体下降。2022年12月，韩免销售额恢复至2019年的53%，与2021年的高点相比有所下滑，或由于：1) 部分奢侈品牌退出韩国免税市场；2) 由于韩元贬值，多个韩免运营商对香化产品进行提价，价格优势减弱。根据亚洲零售报道，多个主流韩免运营商2022年11月香化产品提价2-7pct。

图：韩国免税销售额（亿美元）及恢复率

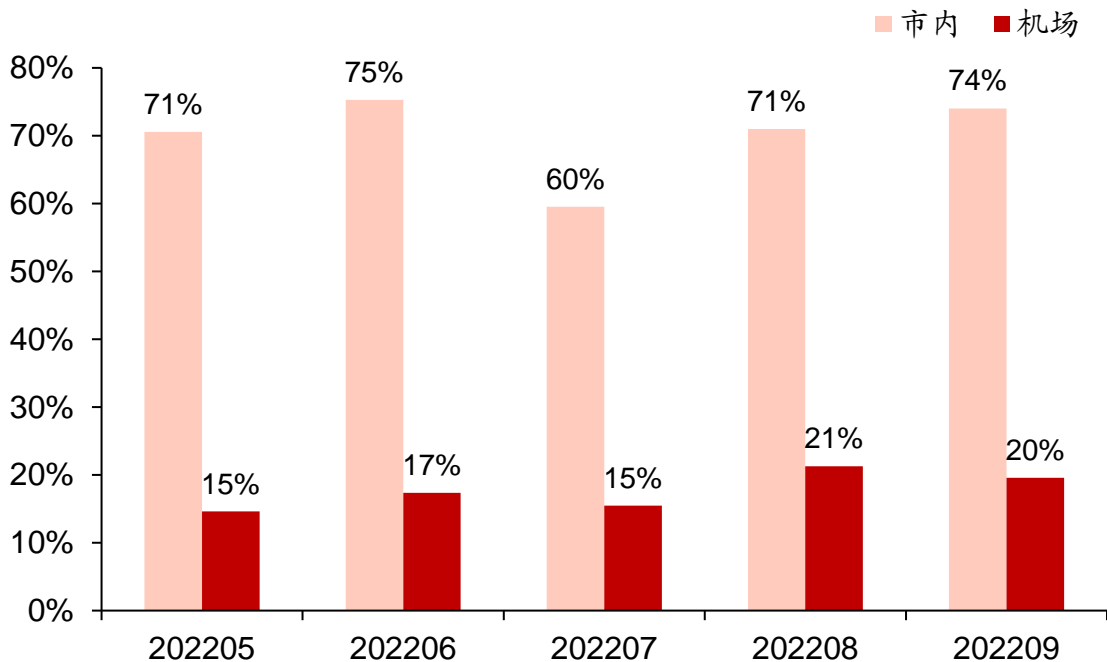
图：韩国免税购物人次恢复率



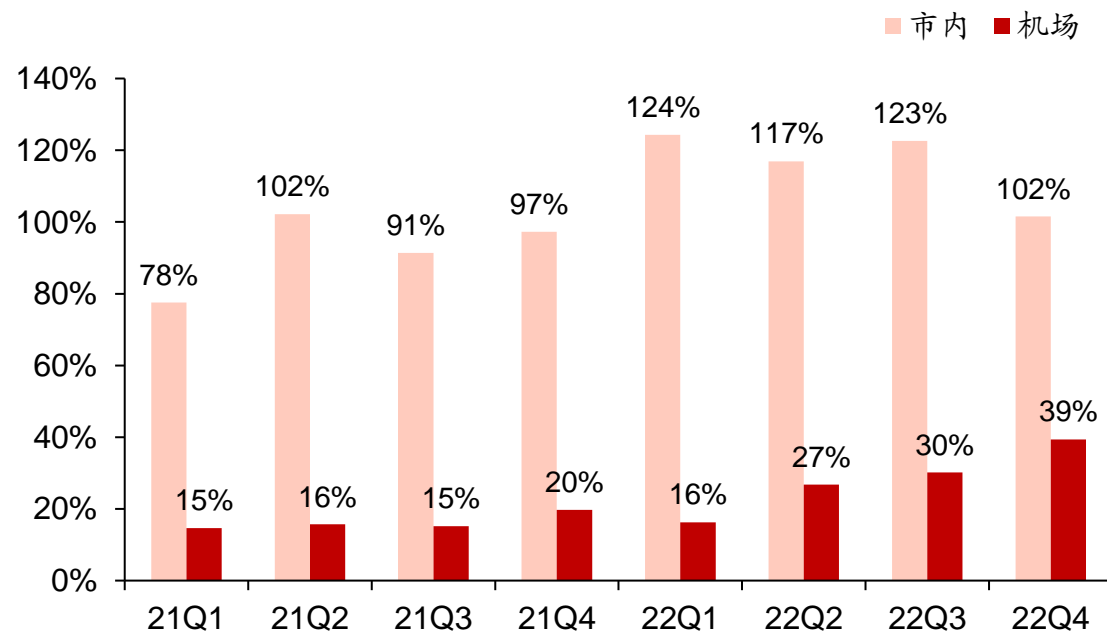
## 2.2 免税：市内店恢复率远高于机场店，中国代购依然是最重要客户

- 由于新冠疫情发生后，韩国免税主要依赖代购，因此市内店更加受益，销售额恢复率远高于机场店：
  - 2022年9月，韩国免税市内店销售额恢复至2019年的74%，机场店销售额仅恢复至2019年的20%，市内店销售额占比由2019年9月的87%上升至2022年9月的96%。
  - 新罗免税22Q1起市内免税销售额超过2019年同期，2022Q3同比2019Q3+23%；机场店22Q4销售额仅恢复至2019年同期的39%，但机场渠道恢复率从22Q2起有加速提升趋势。
  - 韩免对代购的依赖度进一步增强。根据韩国中央日报，**乐天免税疫情期间95%的销售额由中国代购贡献。**

图：韩国免税市内和机场渠道恢复情况



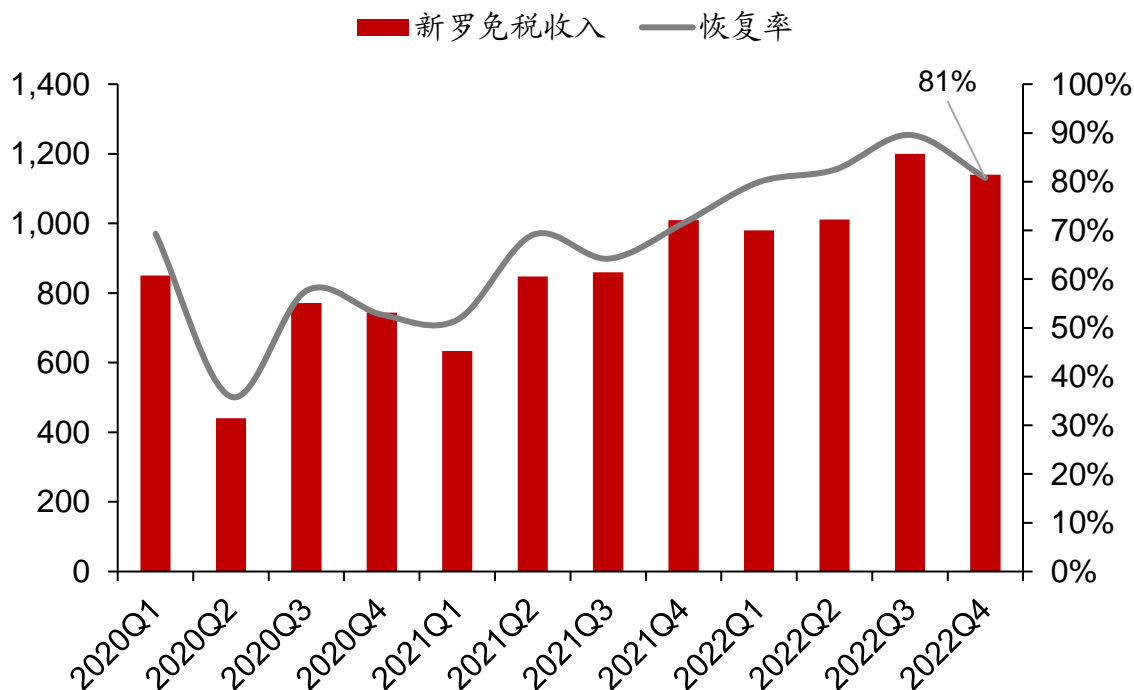
图：新罗免税市内和机场渠道恢复情况



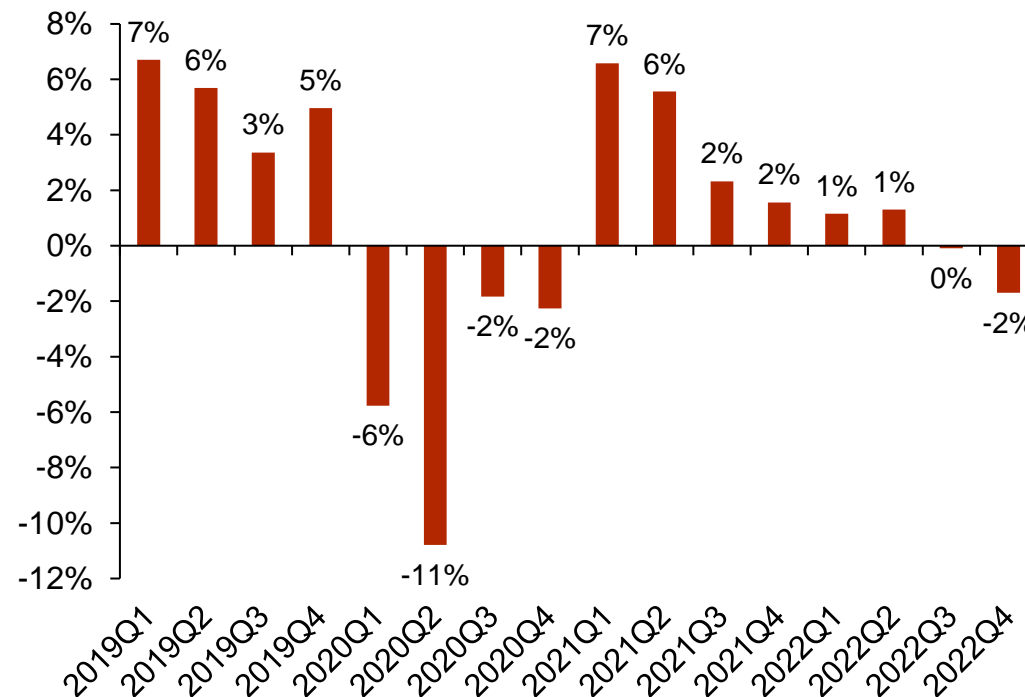
## 2.2 免税：新罗免税收入恢复至19年9成，利润率走低

- 22Q3\22Q4新罗免税业务收入恢复至2019年的90%\81%，对比2019年同期，目前仍有新罗日本东京市内店、新罗普吉岛市内店未开业。
- 对代购依赖度加强，免税业务利润率走低。疫后韩国免税客单价大幅提升，主要是大代购的贡献，代购返点大幅攀升，带来免税业务利润率下降，22Q4免税业务营业利润率为-1.7%。
- 机场免税扣点率较高，对利润利润率形成拖累。机场免税采取保底+提成孰高模式，综合扣点率较高（后文有详细分析），2021年2月新罗撤出仁川机场T1，经营利润率改善明显，但由于市内店佣金率高企，近期综合营业利润率仍呈现下降趋势。

图：新罗免税收入（十亿韩元）及恢复率



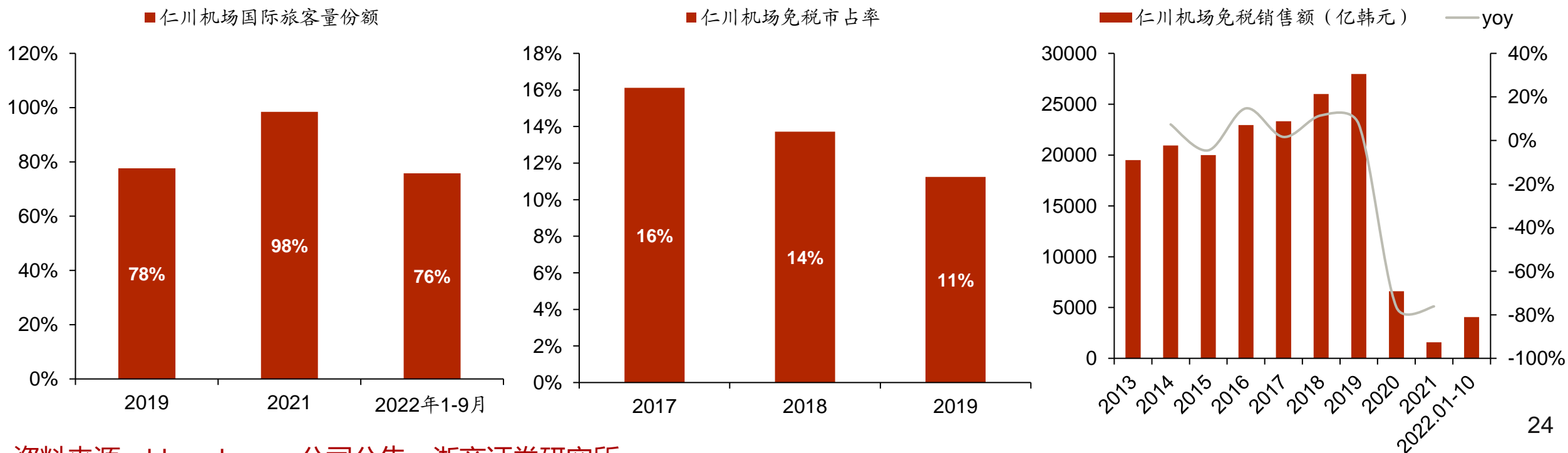
图：新罗免税业务营业利润率



## 2.3 机场：疫情前仁川机场拥有韩国近80%国际客流

- 仁川机场为韩国最大机场，以国际客流为主。疫情前，仁川机场国际客流量占全韩78%，该比例2021年继续提升至98%。2022年，出入境逐步放开，济州岛陆续恢复免签，国际客占比提升，仁川机场国际客份额回到疫情前水平。
- 2013-2019年仁川机场免税销售额稳健增长，2019年仁川机场免税销售额2.8万亿韩元（约165亿人民币），2013-2019年复合增速6.2%。2021年销售额仅恢复至2019年的6%，2022年环比增长迅速，但与疫情前水平仍存在较大缺口。
- 市内店供给大幅增加，机场免税市占率下降。2013年起，韩免牌照供给增加，叠加代购兴起，市内店销售规模快速增长，仁川机场免税市占率呈下滑趋势。

图：2019年仁川机场国际客流量占全韩78% 图：疫情前仁川机场免税市占率有所下滑 图：疫情前仁川机场免税销售额保持增长

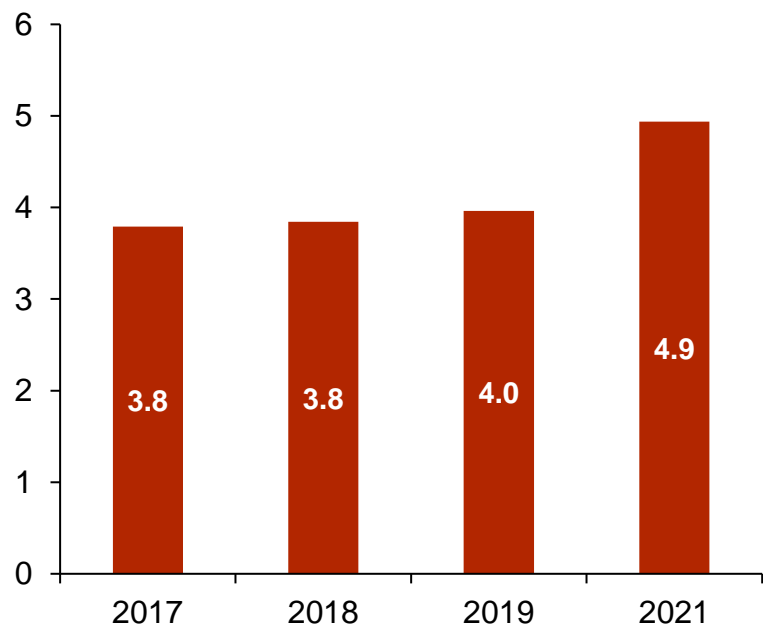


资料来源：bloomberg，公司公告，浙商证券研究所

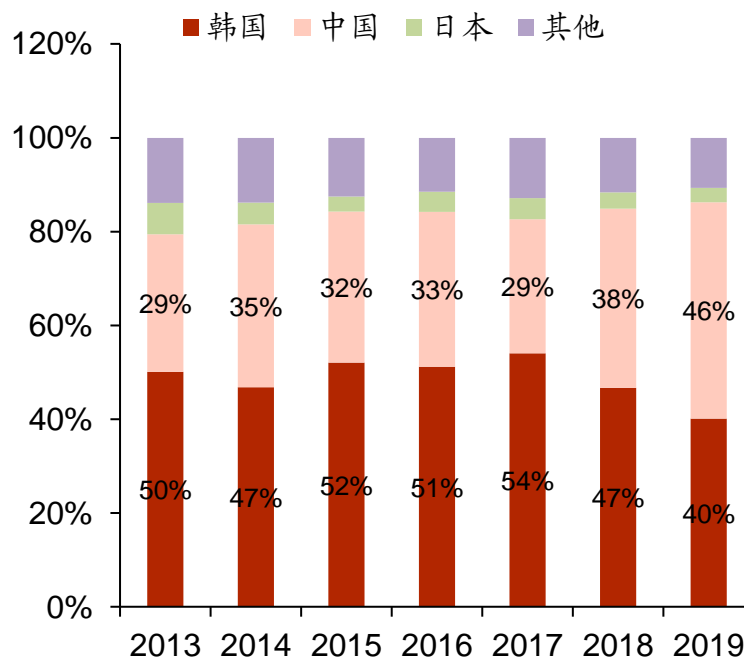
## 2.3 机场：客单价稳步提升，中国游客购买力强

- 仁川机场免税客单价低于市内店水平。机场免税店代购比例较小，因此客单价远低于市内店。
- 仁川机场免税客单价保持提升。纵向来看，2017-2021年，仁川机场免税购物客单价由3.8万韩元（约227人民币）增长至4.9万韩元（约278人民币）。
- 疫情前，中国人对销售额贡献最多。2019年中国人贡献仁川机场总免税销售的46%，占比最高。
- 中国游客客单价显著高于平均水平。2019年仁川机场中国人购物客单价为8.6万韩元（约508人民币），远高于平均客单价。

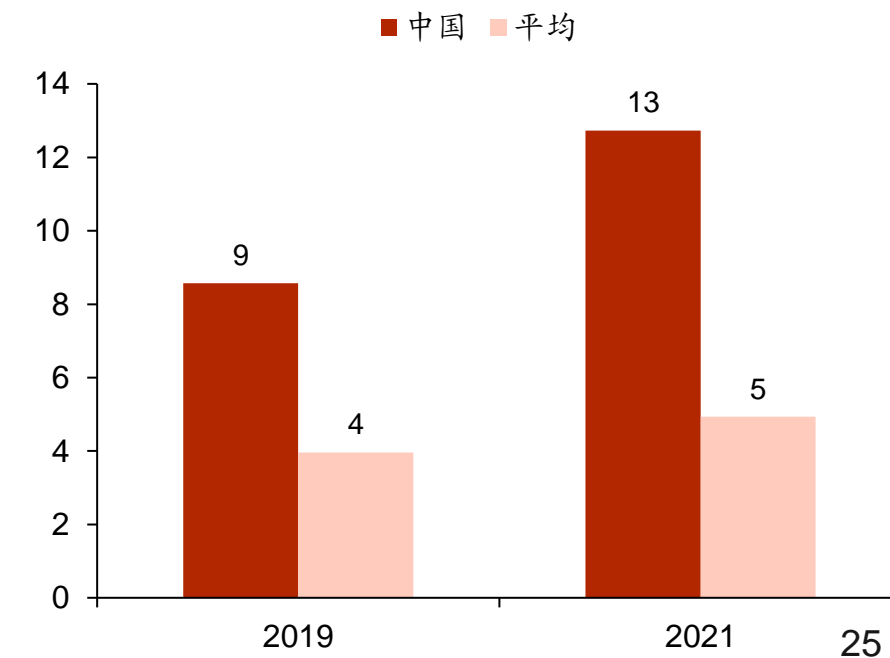
图：仁川机场免税购物客单价（万韩元）



图：2019年中国人贡献销售额的46%



图：仁川机场免税中国游客客单价高（万韩元）

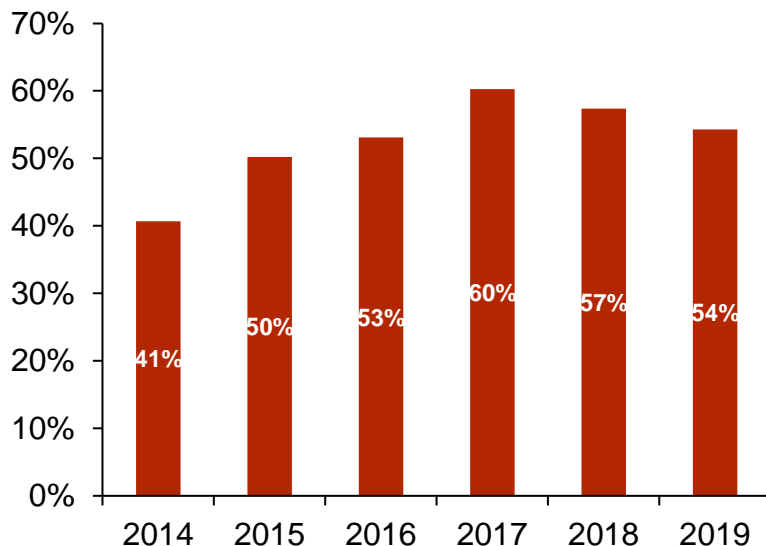


资料来源：穆迪戴维特，浙商证券研究所（注：按照当年人民币兑韩元中间价算术平均计算，客单价计算为销售额/国际客流）。

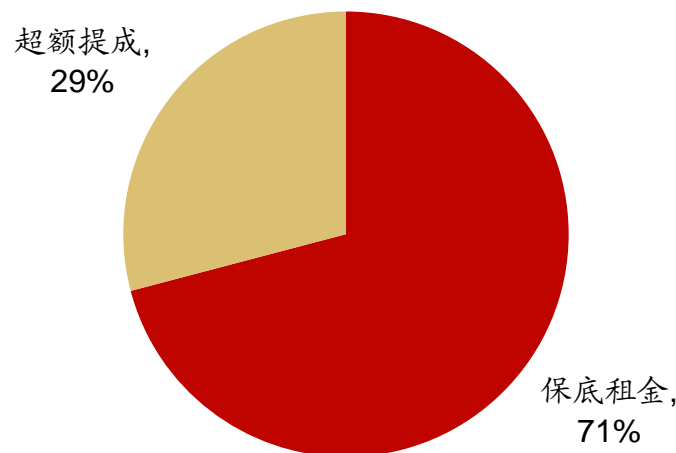
## 2.3 机场：疫情前免税租金扣点率超50%，运营商经营压力较大

- 疫情前，机场免税租金采取保底+提成熟高的模式，综合扣点率超50%。2014-2019年，仁川机场综合扣点率由41%增长至54%。
- 疫情前免税租金中保底租金占比70%左右。根据穆迪戴维特数据，2015年仁川机场免税租金收入为1万亿韩元（约56亿元人民币），T1航站楼免税业务招标书要求的最低租金为7086亿韩元（约40亿元人民币），则保底租金占比约71%，另外29%来自超额提成。
- 机场综合扣点逐年上升，同时市内店佣金率下降，乐天、新罗相继撤出仁川机场。新罗市内免税店佣金率由2017Q1的16%下降至2019年Q4的8%，显著低于机场扣点率，因此免税运营商更有动力在市内店销售货品。2017年，乐天免税抗议仁川机场租金要求过高，但双方并未取得有效协商，于2018年撤出T1航站楼部分柜台。2020年，T1航站楼免税合同到期后，乐天和新罗均没有续约，退出T1航站楼，但仍保留T2航站楼的经营柜台。

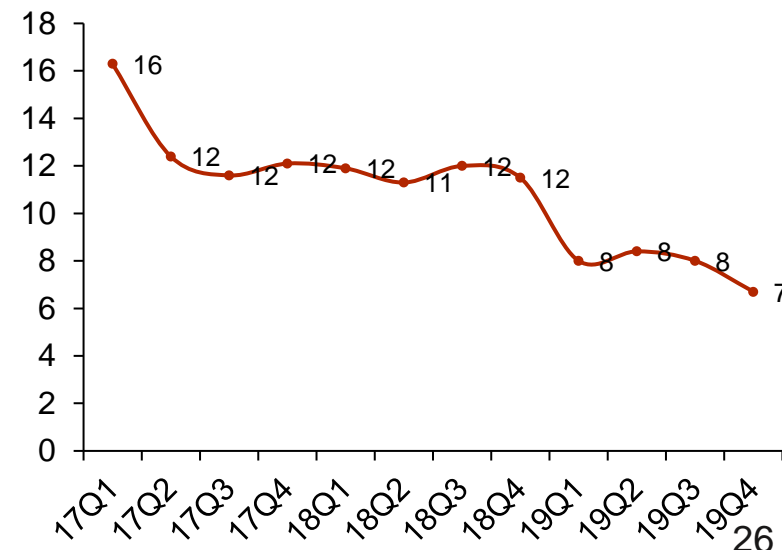
图：仁川机场免税租金综合扣点率



图：2015年仁川机场T1航站楼租金结构（估算）



图：新罗市内免税店佣金率（%）



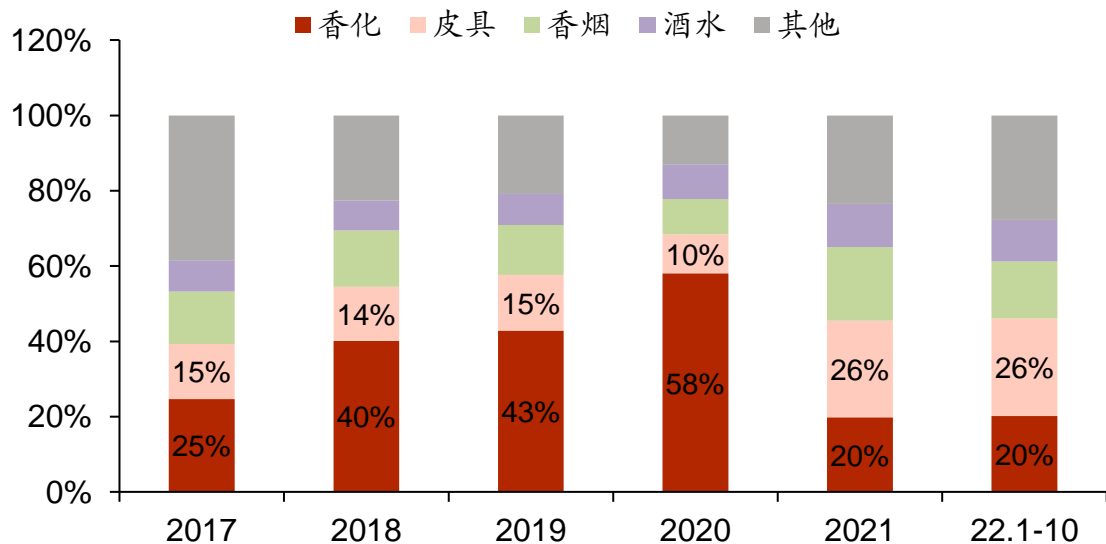
## 2.3 机场：疫后皮具品类占比大幅提升，时尚奢品规划经营面积增加

- 疫情前，香化品类占比最高，2022年皮具成为第一大品类。2019年仁川机场免税香化品销售额占比为58%，疫后占比明显下降（韩免市场代购占比提升）。疫后有多多个高端品牌入驻仁川机场，同时LV、香奈儿于2022年撤出部分市内店柜台，推动游客在机场店购买高奢商品，仁川机场皮具精品销售额占比提升。
- 新一轮免税合同，规划面积中香化占比下降，时尚奢品占比提升。截至2022年12月，仁川机场免税两航站楼经营面积2.0万平方米。根据穆迪戴维特数据，新一轮免税合同（2023年7月开始）中精品、时尚配饰规划面积1.2万平，占比由之前的43%提升至49%。与此同时，香化品经营面积5909平，与当前水平相比减少2521平，占比下降至24%，总面积2.4万平，增加4252平。

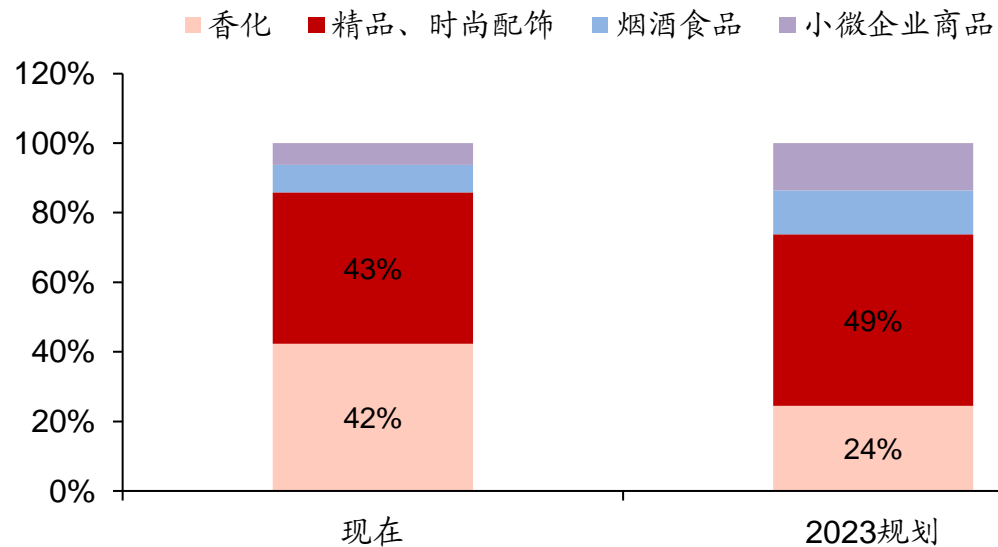
表：仁川机场各品类经营面积（单位：平）

	2022年12月	规划
香化	8430	5909
精品、时尚配饰	8660	11925
烟酒食品	1579	3058
小微企业商品	1251	3280
总面积	19920	24172

图：仁川机场T1航站楼免税品类结构



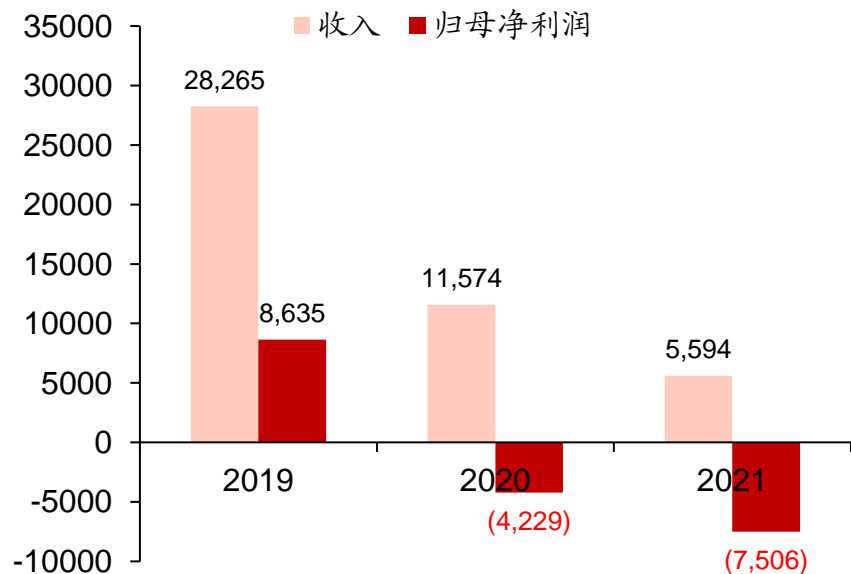
图：新一轮免税合同机场精品经营面积比例大幅提升



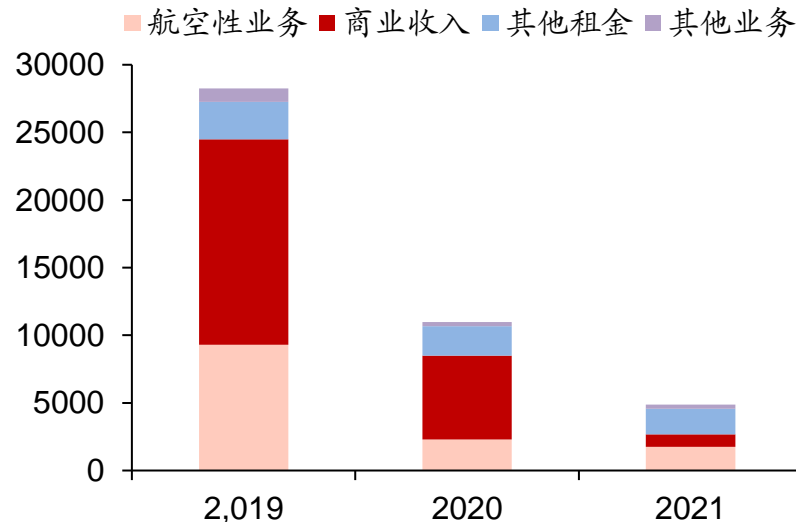
## 2.3 机场：疫情期间减免租金，21年免税租金恢复率仅6%

- 2019年，仁川机场营业收入2.8万亿韩元（约165亿元人民币），商业租金（免税）收入占比54%，总归母净利润8634亿韩元（约51亿元人民币）。2021年，仁川机场收入恢复到2019年的20%，商业收入仅恢复至2019年的6%。2022年，由于出入境限制放开，仁川机场旅客吞吐量显著上升，2022年11月恢复至2019年同期的48%。
- 2019年，仁川机场对免税运营商收取的租金综合扣点率超过50%。疫情前，仁川机场同样对免税运营商采取保底+提成孰高的租金模式。2019年，仁川机场免税店销售金额为2.8万亿韩元（约165亿元人民币），同年仁川机场商业收入（免税租金）为1.5万亿韩元（约89亿元人民币），综合扣点率为54%。
- 疫后仁川机场对免税运营商采取租金减免政策，2023年起或上调标准。据韩国中央日报报道，2020年9月起，在客流恢复至2019年的80%以前，仁川机场免税运营商将享有等同于客流恢复率的租金折扣率。自2023年起，仁川机场发布通知，租金减免政策只在旅客恢复率60%以下时生效，且折扣率与之前相比减半（如某月旅客恢复率为50%，租金折扣率为25%）。

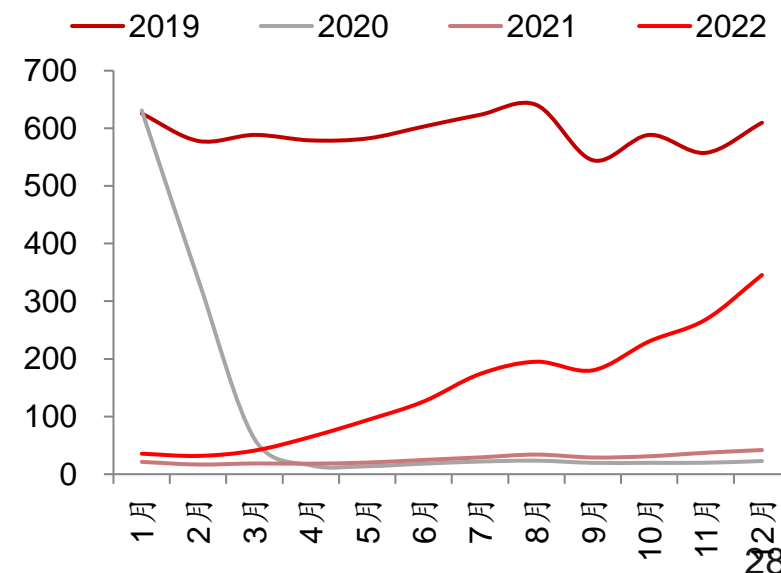
图：仁川机场2020、2021收入及利润（亿韩元）



图：仁川机场收入拆分（亿韩元）



图：仁川机场旅客吞吐量（万人次）



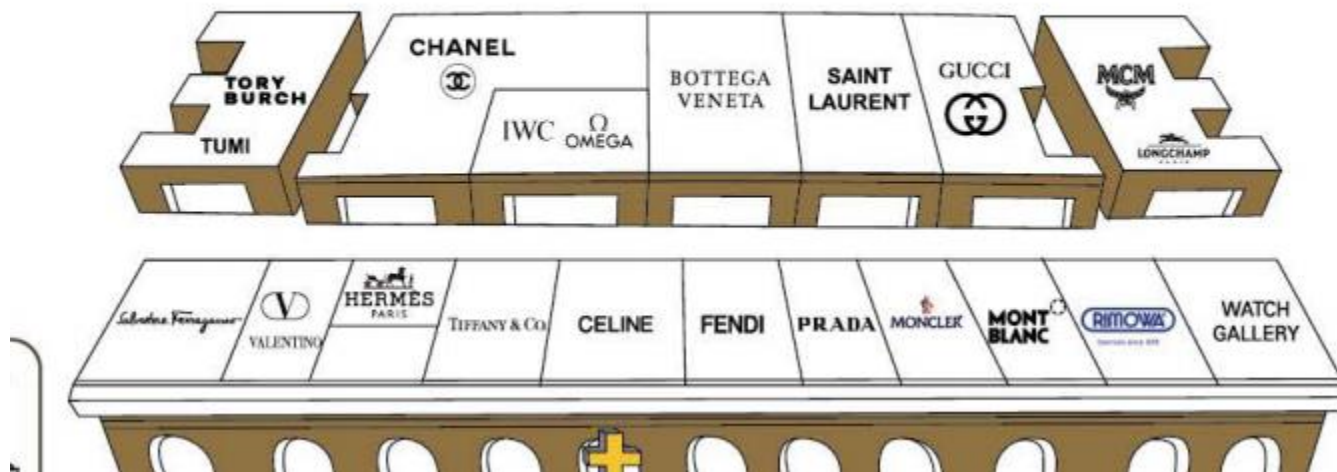
资料来源：韩国中央日报，仁川机场官网，浙商证券研究所（注：汇率按照当年平均汇率计算）

## 2.3 机场：高奢品牌依然重视仁川机场渠道

### 核心机场枢纽依然是疫后品牌方高度重视的渠道。

- 2022年，香奈儿发表声明，3月31日关闭乐天免税店釜山店和新罗免税店济州店，未来将重点放在首尔市内店和机场店，并进一步指出，仁川机场1号航站楼新开设的免税店使品牌能够为客户提供最佳的购买和服务体验，同时也能保持香奈儿作为顶级奢侈品牌的地位。
- 2021年LV关闭乐天免税店济州店，并表示在2022年3月后陆续关闭新罗免税店济州店、乐天免税店釜山店和蚕室世界大厦店，但位于仁川国际机场第一航站楼的路易威登门店将不受此次撤柜决定的影响。
- 劳力士于2021年关闭七家韩国市中心门店，仅在首尔、济州岛和仁川机场留下三家门店。
- 仁川机场T2航站楼于2018年开业，疫情前已吸引多个一线奢侈品品牌入驻，与T1相比，仅LV、爱马仕尚未入驻。

图：仁川机场T2航站楼奢侈品牌分布图（新世界免税运营）



表：疫后多个奢侈品牌进驻机场渠道，退出市内店

品牌	进驻/退出	进驻/退出时间	进驻/退出渠道
香奈儿	进驻	2021年	仁川机场
MCM	进驻	2021年	仁川机场
Alexander McQueen	进驻	2021年	仁川机场
劳力士	进驻	2021年	仁川机场
香奈儿	退出	2022年	乐天釜山市内店、新罗济州市内店
LV	退出	2021年	乐天济州市内店、乐天釜山市内店
劳力士	退出	2022年	7家韩国市内店

- 2020年2月，仁川T1进行新一轮免税招投标，考虑到租金高昂以及疫情带来的不确定性，新罗、乐天均撤回标书，本轮大部分经营区域流标。
- 2020年9月，新一轮招标开启，本轮保底租金相比上一轮标书下调约11%，且承诺在国际客流恢复之前，放弃固定租金，仅按品类进行销售扣点，但最终由于单个标段竞标运营商不超过2家，同样以流标结束。
- 2022年12月，根据TR BUSINESS，仁川机场免税经营招标再度开启，本轮招标取消保底租金条款，改为客流量\*单个客流量收费模式计费（rent-per-passenger arrangement）。同时扣点率也较疫情前有所下调。本轮协议将从2023年7月起执行，期限10年。

表：2020年9月仁川T1招标书保底租金下调

	店铺面积 (m <sup>2</sup> )			新协议保底租金 (KRW Bn)	旧协议保底租金 (KRW Bn)	品类
大型企业	DF2	5	1258	84.2	95	香化
	DF3	5	571	50.5	57	烟酒
	DF4	5	548	46.2	52.1	烟酒
	DF6	8	1887	30.3	34.2	时尚配饰
	总计	23		211.2	238.3	
中小企业	DF8	5	930	16.2	18.3	所有类别
	DF9	5	937	14	15.8	
	总计	10		30.2	34.1	

## 2.3 机场：新协议保底租金较高，激励运营商通过线上+线下做大规模

### □ 新一轮招标书特点：

- 1) 客流完全恢复后，保底租金相对较高。**本次招标书取消了过往的保底租金条款，采用客流量\*单个旅客收取租金的模式，单人次收费标准按照区域和品类进行了区分。新协议下，若客流量恢复到2019年，最低租金要求为0.71（亿人次）\*17253（韩元）=12278亿韩元（约73亿元人民币），为2019年免税租金收入的81%，考虑到中标运营商会有一定程度的加价，则客流完全恢复后保底租金将与疫情前总租金水平较为接近；若销售额恢复到2019年，按照29%扣点率（前四大品类香化、皮具、香烟、酒水平均扣点率）计算的租金收入为8108亿韩元（约48亿元人民币），为2019年租金收入的53%，可知扣点率相比疫情前有较大幅度的降低。新模式下，中标运营商将更有动力做大销售规模。
- 2) 合同期限为10年，较疫情前明显拉长。**本轮合同起始日期为2023年7月，期限为10年，相比疫情前（经营5年后可选择延长5年）明显拉长。
- 3) 加大线上业务引导。**本轮合同重点强调“Smart Duty Free Service”，旅客可在预订机票后到临出发前线上选购机场免税商品，在机场店提货，增加购物时间，同时对线上预定的货品的最低单人次租金给予一定的折扣（通过补贴线上运营成本的方式）。

表：新一轮招标书每人次租金最低要求

区域	品类	每人次收取最低租金（韩元）
DF1-2022	香化、烟酒、食品	5346
DF2-2022	香化、烟酒、食品	5617
DF3-2022	时尚	2078
DF4-2022	时尚	1863
DF5-2022	奢侈品	1056
DF8-2022	全品类	583
DF9-2023	全品类	710
总和		17253

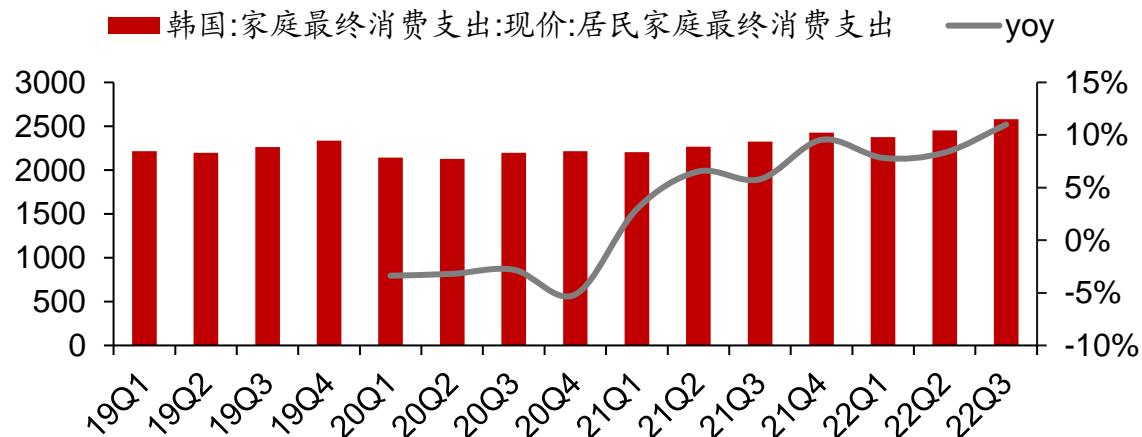
表：新一轮招标书各品类扣点率

商品	扣点	品类	扣点
香水和化妆品	30%	皮革与时尚	20%
电子美容设备	20%	时尚饰品	20%
酒	34%	手表	20%
烟草	31%	太阳镜	20%
电子烟	8%	电子产品	8%
人参和红参	25%	纪念品	20%
包装食品	25%	玩具及婴儿用品	8%

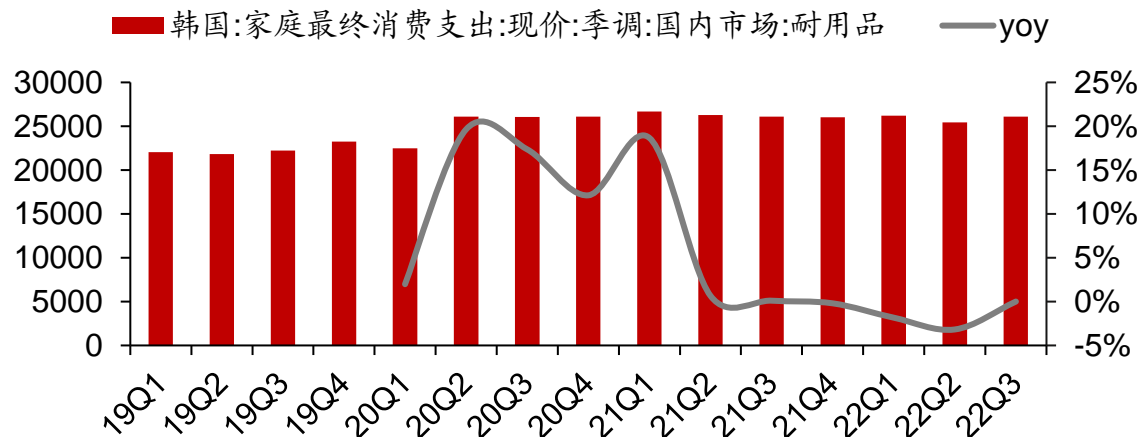
## 2.4 酒店：22Q2起恢复至疫情前水平，滞后最终家庭消费一年

家庭消费在21年Q2超过疫情前水平，酒店消费滞后约一年，在22Q2达到疫情前水平，2021年起酒店房价和2019年基本持平。

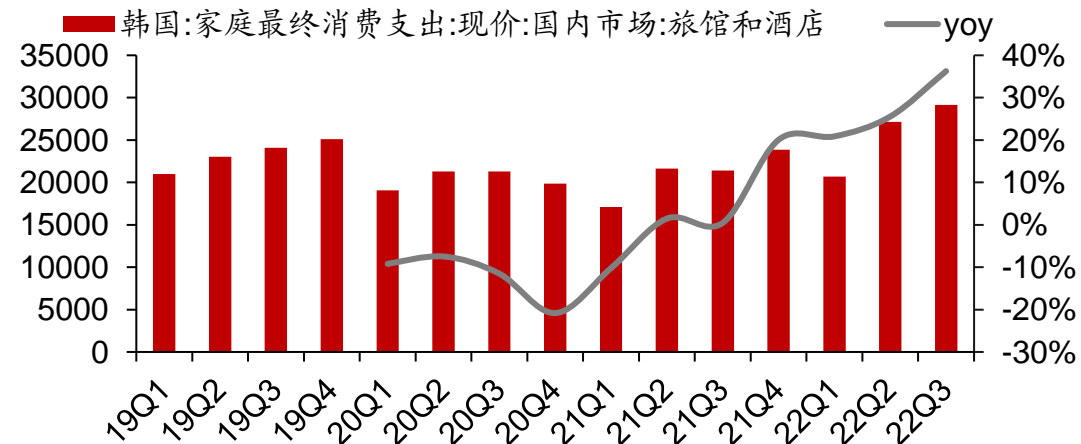
图：韩国家庭最终消费（千亿韩元）及增速



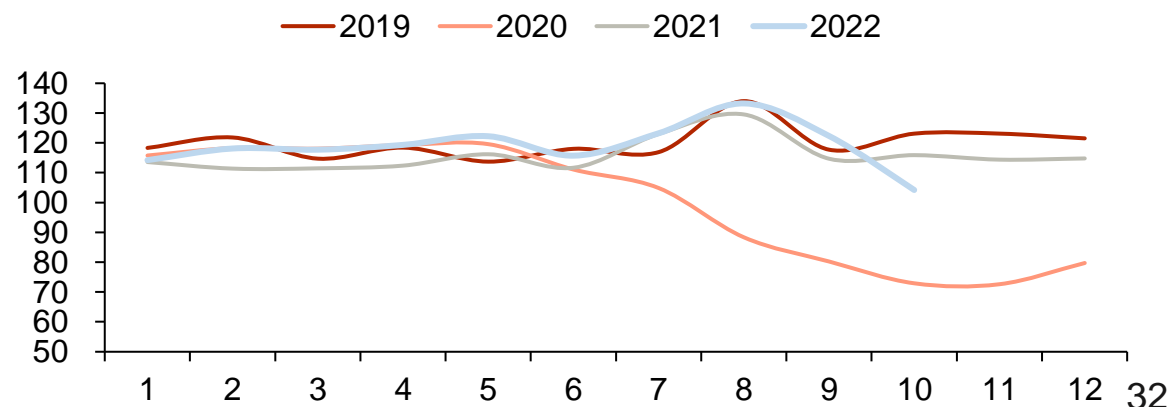
图：韩国家庭最终消费中耐用品（十亿韩元）及增速



图：韩国家庭最终消费中旅馆酒店消费（十亿韩元）及增速

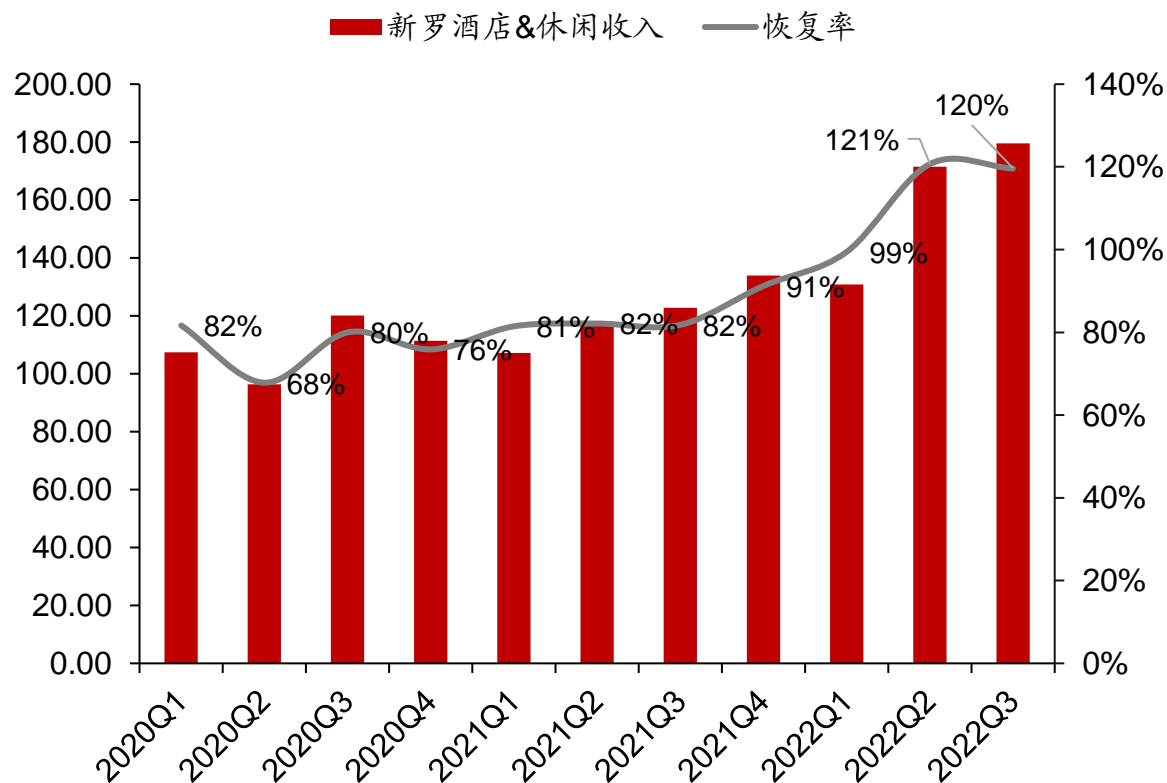


图：tHPI首尔酒店价格均价（美元，横轴为月份）

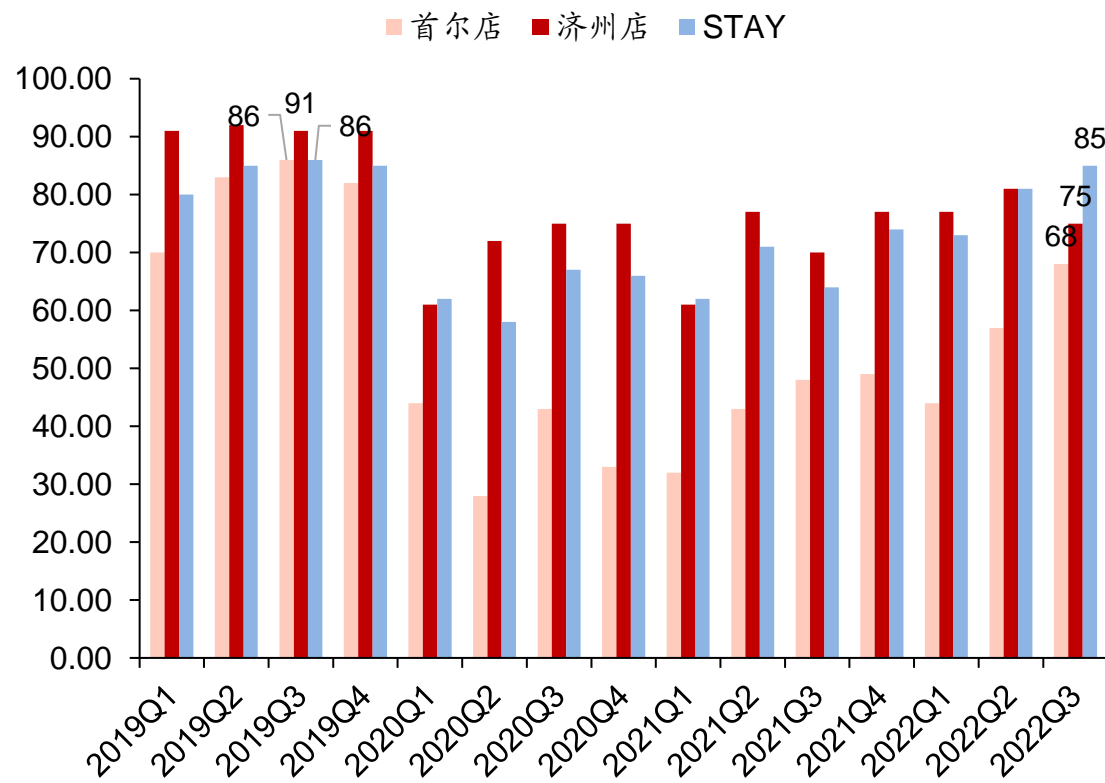


- 新罗酒店&休闲收入（22Q3酒店收入占比75%）在2022Q2超过2019年水平，主要由房价拉动。
- 旗下酒店首尔店、济州店、新罗舒泰均为高端酒店，新罗首尔大酒店和新罗舒泰偏商务，新罗济州酒店为度假酒店，2022Q3 OCC分别为68%、75%、85%，均低于2019Q3水平。

图：新罗酒店&amp;休闲收入（百万韩元）及恢复率



图：新罗酒店入住率（%）



# 03

## 出行链上市公司 股价表现

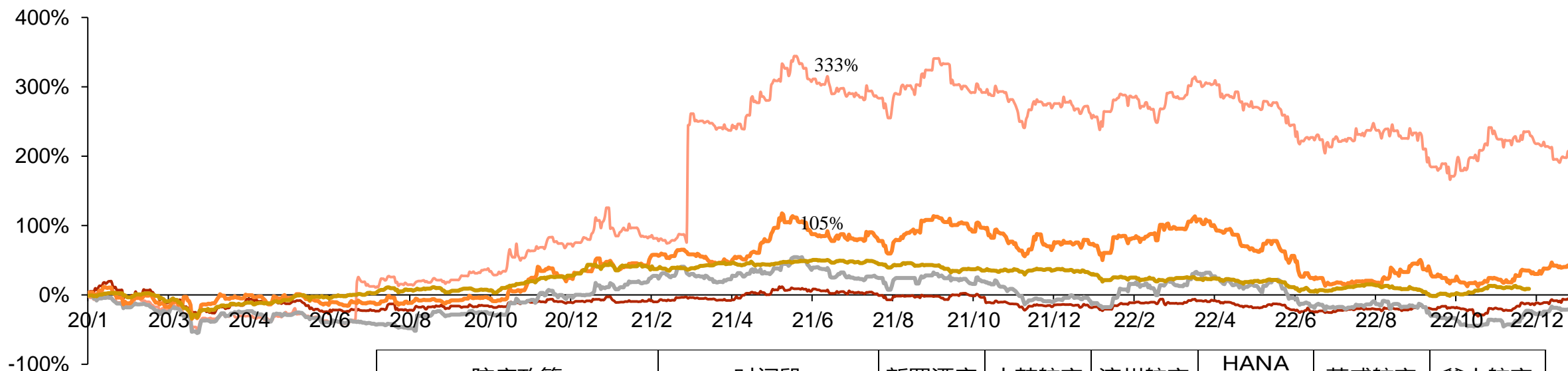
大韩航空、HANA TOUR市值超过疫情前

大小航司股价表现分化

- 2020年1月1日至今，累计涨跌幅排序依次为大韩航空>HANA TOUR>德威航空>新罗酒店>釜山航空>济州航空；由于大部分出行链个股基本面尚未恢复，多数个股在防疫政策根据疫情状况动态调整阶段（防疫政策风向转变预期加强）市值涨幅较大。
- 航空股之间差异较大：大韩航空作为航空龙头疫情期间有整合韩亚航空、真航空等预期，且利润兑现优异，涨幅明显高于济州航空。

图：韩国主要出行链个股以及韩国综指2020年初起累积涨跌幅

— 新罗酒店 — 大韩航空 — 济州航空 — HANA TOUR — 韩国综合指数



防疫政策	时间段	新罗酒店	大韩航空	济州航空	HANA TOUR	蒂威航空	釜山航空
严控阶段	2020年初-2020.06	-13%	-27%	-29%	-5%	-33%	-35%
根据疫情状况动态管理阶段	2020.06-2021.10	8%	493%	78%	114%	157%	42%
防疫政策风向转变	2021.10-2022.03	-5%	-13%	-6%	-10%	-14%	-34%
逐步放开阶段	2022.03-2022.06	-3%	-1%	2%	-3%	-23%	3%
完全放开至今	2022.06至今	5%	-15%	-33%	-19%	1%	69%
	2020年初至今	-9%	214%	-19%	39%	13%	-17%

疫情初（2020年初）至今韩国运输仓储（主要成分股为航空股和物流股）指数取得正收益，在韩交所行业指数中排名第5。分阶段来看，运输仓储指数2020年初至完全放开上涨55%，放开至今回撤幅度较大。

**表：韩国证交所各成分指数回报率（截至2023年初）**

	2020年初至今	放开前6个月至今	放开前5个月至今	放开前4个月至今	放开前3个月至今	放开前2个月至今	放开前1个月至今	放开至今
非金属矿产	71.15%	-4.20%	-1.17%	9.75%	10.65%	3.45%	5.90%	9.38%
机械	27.83%	-18.47%	-18.10%	-7.33%	-13.39%	-12.98%	-12.67%	-10.27%
纺织与服装	24.52%	-26.06%	-26.19%	-22.06%	-17.62%	-18.58%	-7.81%	-8.52%
医药	17.17%	-23.79%	-17.96%	-7.98%	-6.70%	-10.12%	-4.13%	-5.19%
运输仓储	15.74%	-23.83%	-21.88%	-17.68%	-25.09%	-24.47%	-23.74%	-25.20%
金属	14.02%	-8.52%	-11.63%	-3.85%	-8.01%	-9.98%	-8.01%	-7.35%
运输设备	9.65%	-19.05%	-21.73%	-11.12%	-5.69%	-7.92%	-9.05%	-11.31%
电器与电子	7.81%	-25.62%	-25.31%	-20.32%	-11.65%	-11.65%	-5.84%	-5.46%
化学品	7.50%	-23.33%	-22.35%	-13.76%	-6.92%	-7.80%	-5.91%	-10.06%
通信服务	-0.34%	-15.53%	-13.53%	-14.26%	-12.36%	-18.08%	-14.22%	-15.19%
食品与饮料	-1.07%	-8.13%	-7.99%	-9.55%	-1.37%	-8.35%	-5.87%	-4.84%
造纸与纸业	-3.68%	-17.56%	-19.77%	-15.54%	-12.82%	-16.05%	-17.82%	-12.43%
服务业	-10.68%	-43.92%	-36.56%	-30.44%	-27.48%	-30.91%	-21.41%	-20.96%
批发零售	-14.59%	-14.32%	-12.64%	-7.78%	-6.46%	-9.64%	-6.48%	-7.99%
金融	-15.27%	-22.95%	-17.66%	-15.19%	-9.41%	-15.16%	-9.15%	-8.77%
电力与天然气	-16.38%	-1.73%	0.50%	-1.11%	-8.39%	0.28%	-2.43%	-4.61%
杂项	-18.53%	-17.30%	-10.73%	-9.61%	-7.18%	-8.90%	-4.65%	-6.71%
医疗精密设备	-20.37%	-33.12%	-36.75%	-43.97%	-31.07%	-32.72%	-21.51%	-23.40%
建筑	-21.41%	-38.90%	-38.27%	-29.52%	-34.66%	-34.63%	-30.10%	-25.22%

**表：韩国证交所各成分指数回报率（单阶段）**

时间阶段	2020年初至放开	放开前6个月	放开前5个月	放开前4个月	放开前3个月	放开前2个月	放开前1个月	放开至今
非金属矿产	56.48%	-3.07%	-9.95%	-0.81%	6.96%	-2.32%	-3.18%	9.38%
机械	42.46%	-0.45%	-11.63%	7.00%	-0.47%	-0.36%	-2.67%	-10.27%
纺织与服装	36.13%	0.17%	-5.29%	-5.40%	1.19%	-11.68%	0.78%	-8.52%
医药	23.58%	-7.11%	-10.84%	-1.37%	3.80%	-6.25%	1.12%	-5.19%
运输仓储	54.72%	-2.49%	-5.10%	9.88%	-0.81%	-0.96%	1.94%	-25.20%
金属	23.06%	3.52%	-8.09%	4.51%	2.20%	-2.14%	-0.72%	-7.35%
运输设备	23.62%	3.42%	-11.94%	-5.76%	2.42%	1.24%	2.54%	-11.31%
电器与电子	14.04%	-0.42%	-6.27%	-9.80%	0.00%	-6.17%	-0.40%	-5.46%
化学品	19.53%	-1.26%	-9.96%	-7.35%	0.95%	-2.01%	4.61%	-10.06%
通信服务	17.51%	-2.31%	0.85%	-2.17%	6.98%	-4.49%	1.15%	-15.19%
食品与饮料	3.95%	-0.16%	1.73%	-8.29%	7.61%	-2.63%	-1.09%	-4.84%
造纸与纸业	9.99%	2.75%	-5.01%	-3.12%	3.84%	2.16%	-6.15%	-12.43%
服务业	13.01%	-11.60%	-8.81%	-4.08%	4.96%	-12.08%	-0.57%	-20.96%
批发零售	-7.17%	-1.92%	-5.27%	-1.41%	3.52%	-3.38%	1.64%	-7.99%
金融	-7.13%	-6.42%	-2.92%	-6.37%	6.77%	-6.61%	-0.42%	-8.77%
电力与天然气	-12.33%	-2.23%	1.63%	7.95%	-8.64%	2.78%	2.29%	-4.61%
杂项	-12.67%	-7.36%	-1.24%	-2.62%	1.89%	-4.46%	2.21%	-6.71%
医疗精密设备	3.96%	5.75%	12.87%	-18.71%	2.45%	-14.28%	2.47%	-23.40%
一般建筑	5.10%	-1.02%	-12.42%	7.87%	-0.04%	-6.48%	-6.53%	-25.22%

# 04

## 韩国出行链复 苏启示

趋势一：低成本航司国内线市占率提升，  
国际线票价弹性大

趋势二：市内店佣金率高企，疫后机场免  
税经营性价比提升

趋势三：国际旅行商务客恢复早于旅游观  
光客

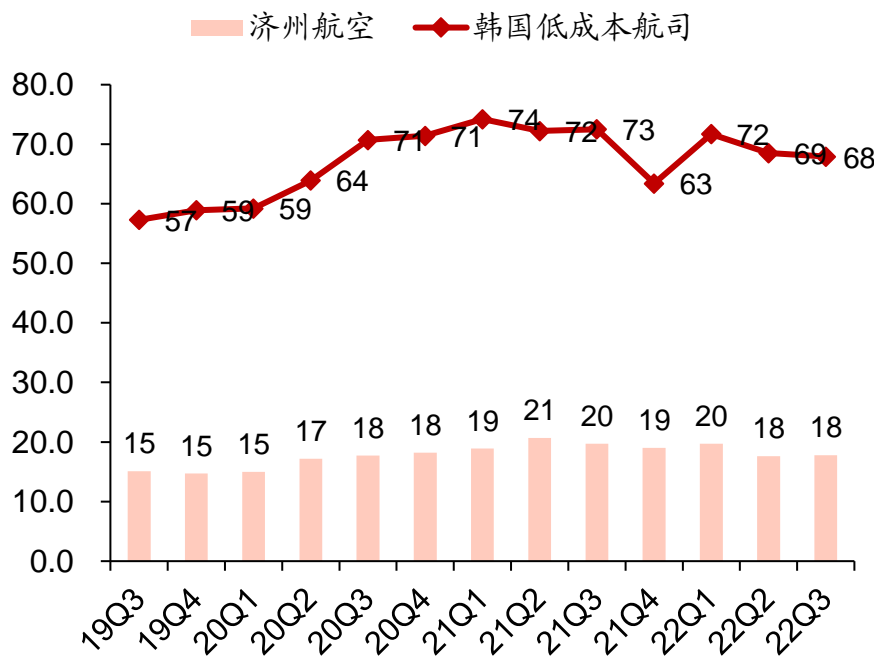
# 4.1 趋势1：低成本航司国内市占率提升，国际航线票价弹性更高

- 疫情期间低成本航司在国内航线市占率提升。低成本航司国内线旅客占有率从疫情前的57%提升至22Q3的68%。
- 由于韩国民航客运主要依靠国际航线，低成本航司总体运力恢复率不及全服务航司。
- 国际线票价弹性更高，全服务航司票价弹性强于低成本航司。22Q3济州航空国际航线、国内航线单位客收同比2019年分别上涨27%、15%，大韩航空单位客收同比2019年上涨45%。

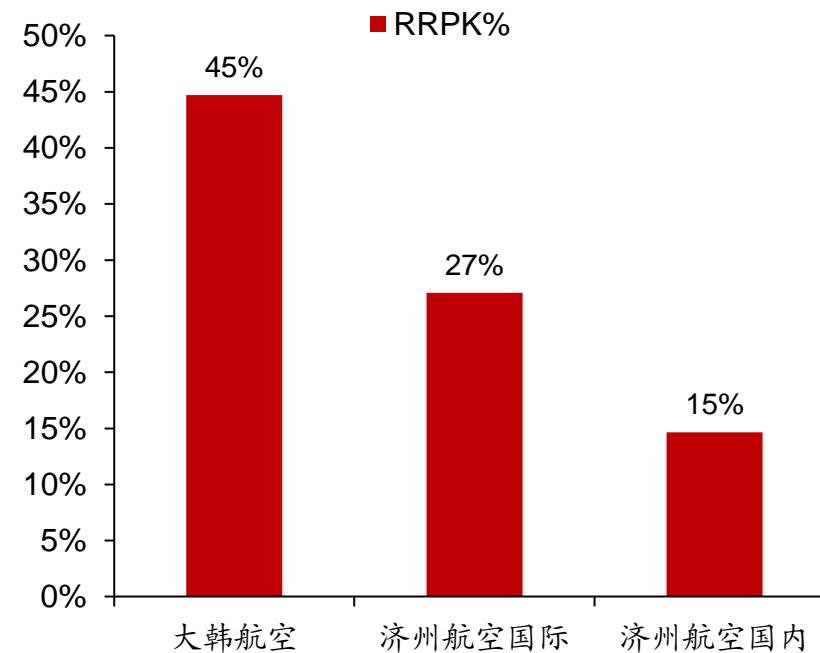
图：大韩航空和济州航空运力恢复率



图：低成本航司国内航线市占率高于疫情前(%)



图：22Q3大韩航空、济州航空单位客收同比2019增速

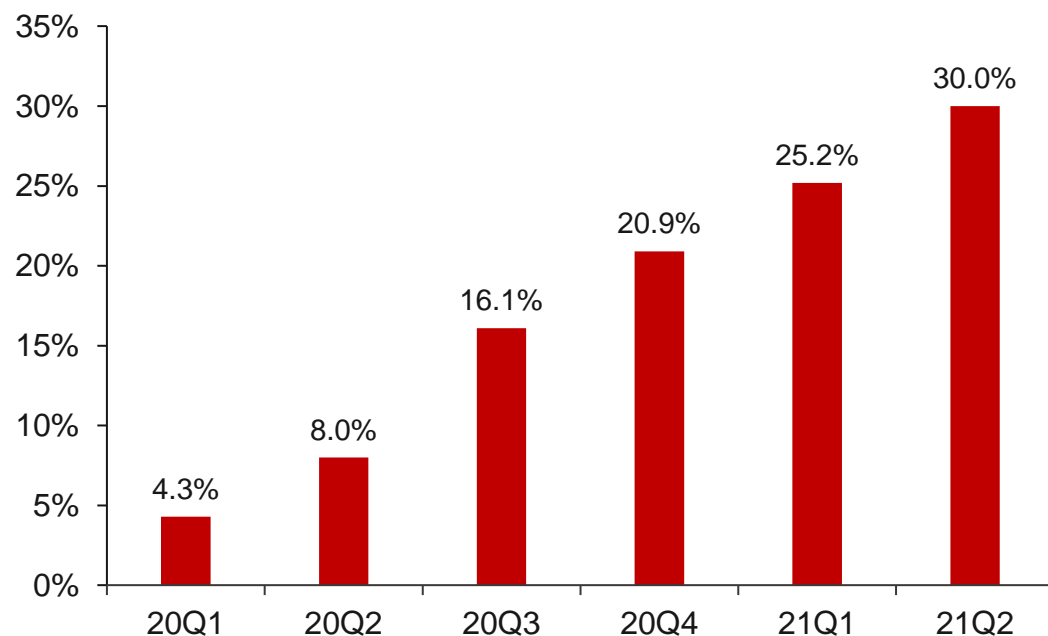


资料来源：bloomberg，公司公告，浙商证券研究所

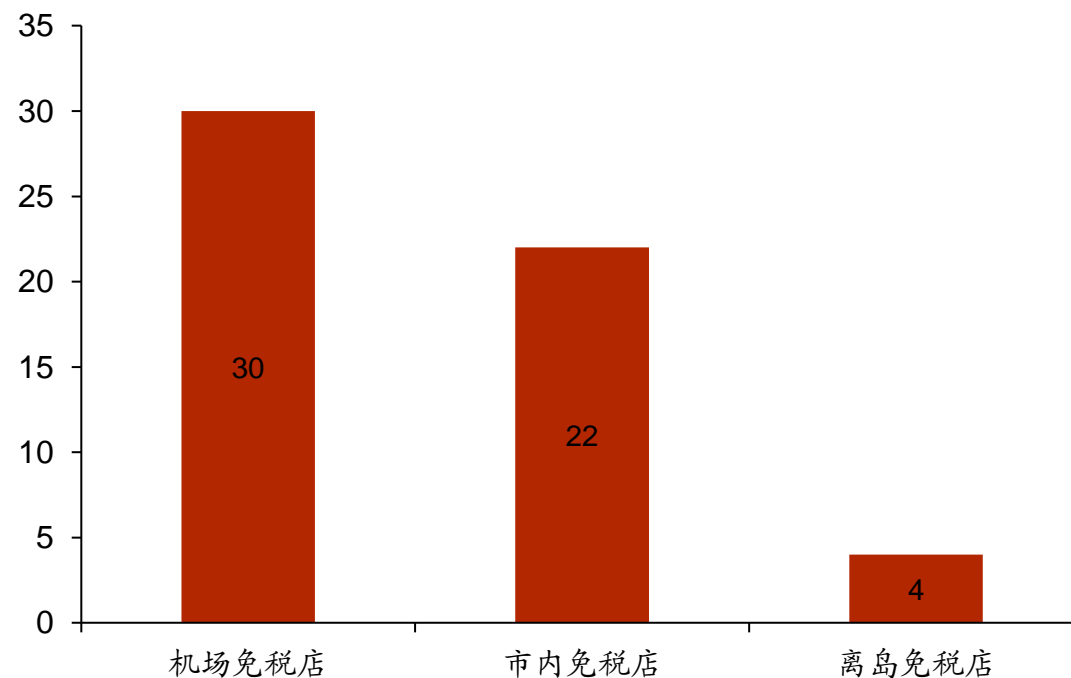
## 4.2 趋势2：免税运营商机场店经营性价比提升

- 根据前文数据，疫情前机场免税租金综合扣点率显著高于市内店佣金率，因此免税运营商更愿意增加市内店渠道的供给。
- 机场免税协议调整后，成本端或具备优势。随着韩免对代购依赖度增强，市内店佣金率持续走高，21Q2新罗市内店佣金率达到30%，21Q3-22Q4新罗免税业务经营利润率持续走低，预计佣金率仍在持续提升，考虑到市内店还要承担租金成本和引流成本，市内店经营压力较大。反观仁川机场，新免税合同除烟酒外，其余品类扣点率均在30%以下，多个品类扣点率仅为20%，且机场免税店几乎无引流成本，从免税运营商成本端考虑，机场渠道吸引力增强。

图：新罗市内免税店佣金率



图：韩国各类别免税店数量

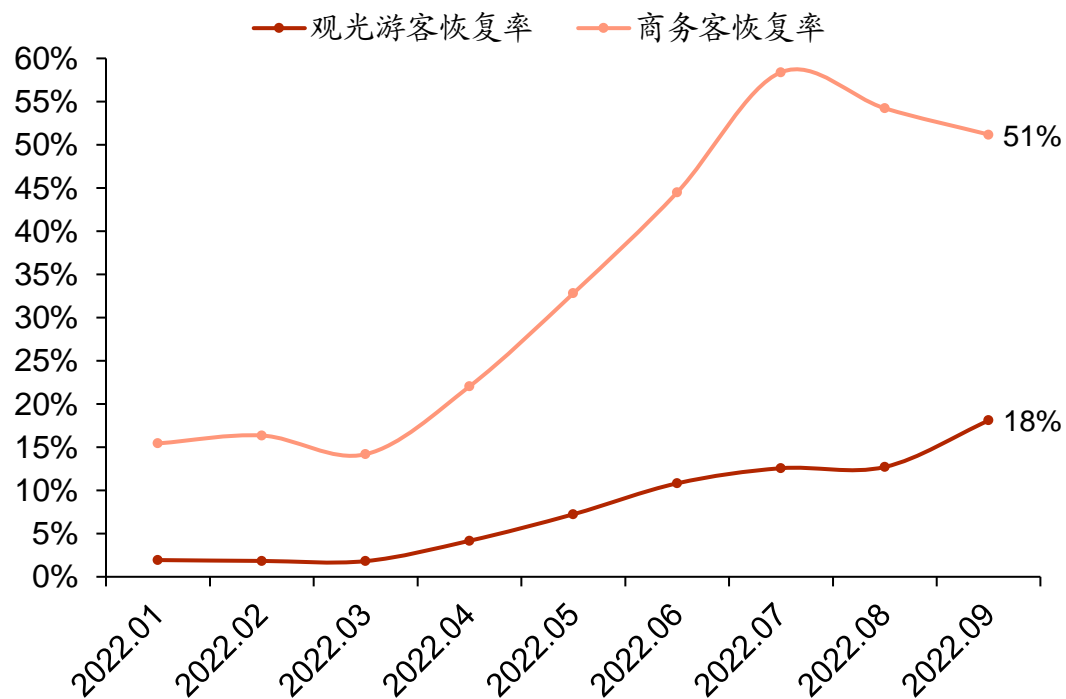


□ 出入境放开初期，商务客流恢复早于旅游观光客。

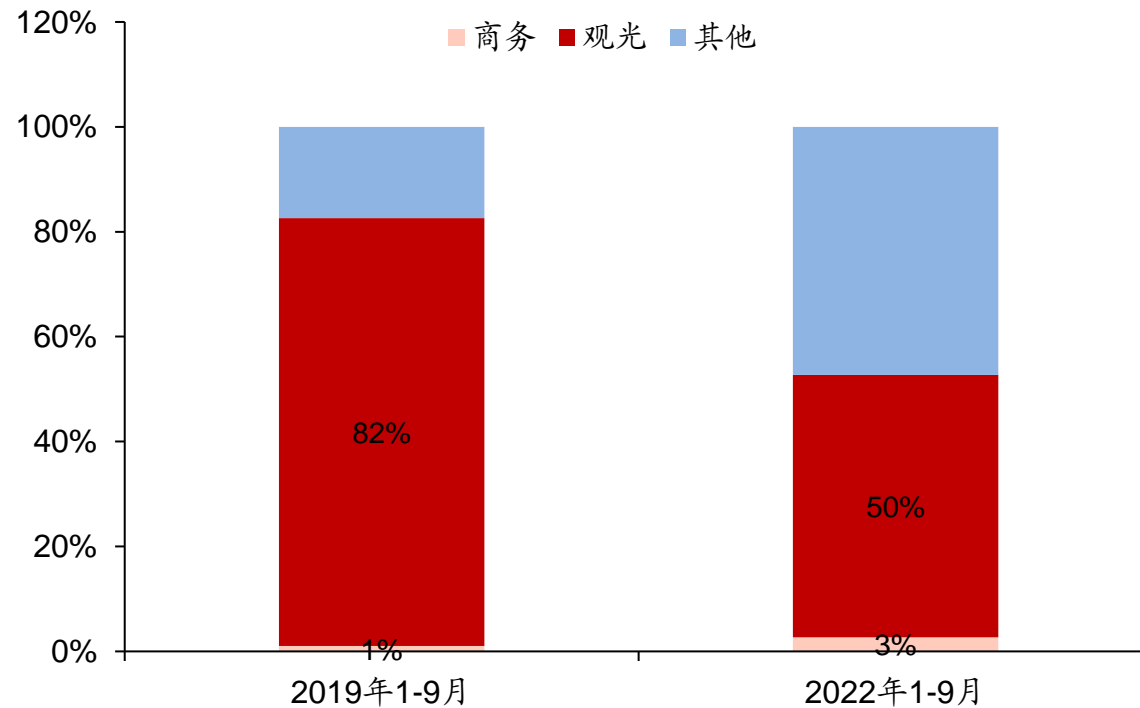
□ 疫情前，2019年1-9月外国入境旅客中商务客占比仅1%。2022年3月韩国入境免隔离后商务客快速恢复，恢复率快于观光游客。根据韩国统计局数据，2022年1-9月外国入境旅客中商务客占比提升至3%。

□ 2022年9月开始观光客恢复有所加快。2022年9月，韩国疾病管理厅宣布入境游客不在需要提交48小时核酸证明，9月观光游客恢复有所加快，预计后续将迎来观光游客的加速恢复期。

图：仁川机场入境观光客、商务客恢复率



图：疫后仁川机场入境客流中观光客占比降低



# 05

## 投资建议

- 从仁川机场疫后表现来看，高奢品牌依然十分重视核心枢纽的客流价值，踊跃入驻。疫后仁川机场也进行了租金计算方式的改革，激励免税商做大销售规模，打造线上提前选购服务，减弱市内店冲击。
- 机场受益于国际客流、免税消费复苏，整体位置偏左，22Q3末基金重仓仓位仍较低，板块兼具弹性、确定性。免税、有税商业是机场核心关注点，疫情前免税租金为上海机场贡献7成净利润、为白云机场贡献5成净利润。随着国际航班恢复、国际客流回升，机场免税销售规模恢复确定性较强，机场免税议价权将迅速修复，免税能持续为公司带来增量利润贡献。此外，重奢品牌日益重视机场有税渠道，引入重奢品牌能提升机场整体商业质量、打开盈利天花板。

#### □ 推荐上海机场：

- (1) 收购Uni-Champion32%和日上互联科技12%股权，交易完成后上机将拥有线下机场和市内店、线上直邮、电商运营平台股权，对线下业务依赖度降低，大幅提升公司的抗风险能力。
- (2) 2022年8月上海机场新任管理层上任，表示“要以超常规的举措加速生产经营恢复重振”，我们预计公司诉求发生明显转变。
- (3) 当国际客流开始恢复后，上海机场免税议价权回升，本轮免税补充协议有再次重谈的可能，若落地将恢复一定弹性。
- (4) 虹桥机场有望恢复国际功能，未来能贡献增量利润。

#### □ 推荐白云机场：

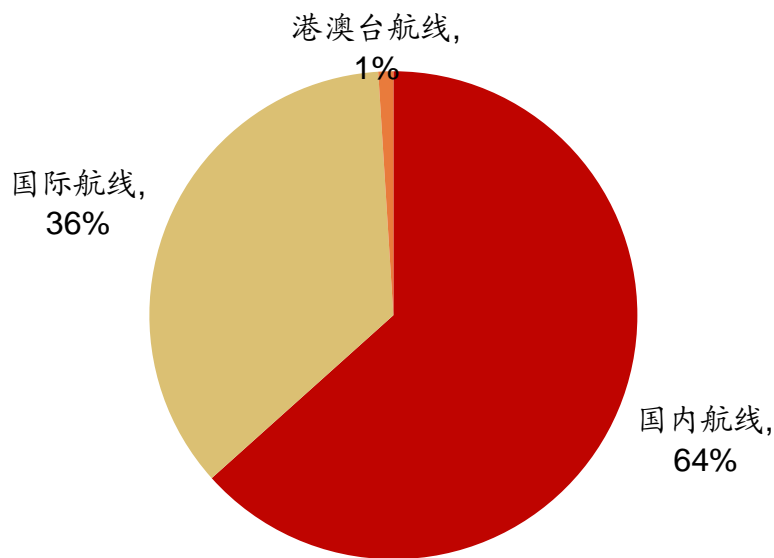
- (1) 随着国际客流恢复，白云机场免税店销售将修复，并重新回到高速增长轨道，公司将迎来业绩&估值双重修复。
- (2) **免税长期增长空间大**：横向对比，上海、北京、香港、韩国仁川机场2019年人均免税销售额分别为358、311、340、622元，白云机场仅为103元，仍有较大发展空间。基于白云机场免税补充协议未改变本轮合同的扣点率与计算模式，一旦国际客流恢复，公司免税收入弹性相对最大。
- (3) **高奢入驻、有税渠道价值重塑**：LV、GUCCI、Tiffany有税精品店已经开业，未来奢侈品牌有望出现羊群效应，机场有税渠道商业价值天花板有望打开。

□ 参照韩国航空复苏路径，低成本航司疫后国内航线市占率提升，但由于韩国航空市场以国际线为主，低成本航司盈利和收入恢复不及全服务航司。我国航空市场以国内市场为主，低成本航司依靠成本优势有望取得更强的成长性。

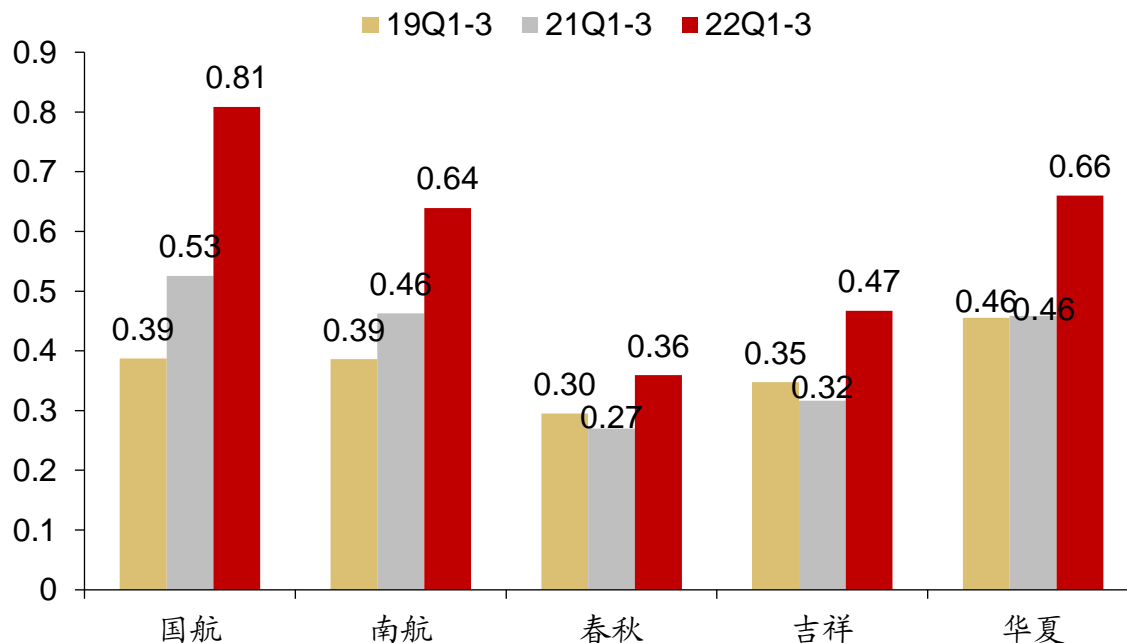
□ 推荐春秋航空：

- 中期公司增速将快于行业，成长性相对突出。我们根据上市航司21年报/22中报披露计划测算得，若剔除737MAX、国产飞机新引入影响，五大上市航司19-24年机队规模CAGR约为2%，而春秋有望达到10.9%。
- 成本优势巨大，有望最早开始业绩复苏。公司单位成本显著低于其他航司，低线城市航线也可盈利，有望同海外低成本航司一样提前实现盈利。

图：我国2019年国内、国际旅客周转量占比



图：春秋航空单位成本优势显著



- 参照韩国航空复苏路径，国际航线票价弹性高于国内线，且全服务航司票价弹性高于低成本航司。
- 推荐三大航（国航、南航、东航）：2023年1月8日起，入境人员免隔离，我们预计国际航班执行量2023年起有望快速回升。航空供需错配大周期正在酝酿中，我们认为国际运力占比较大、机队规模大的三大航有望显现较大业绩弹性。
- 在恢复到2019年的基础上，在其他条件不变的情况下，整体票价每上涨1%，各上市公司的利润弹性分别为：国航（考虑控股山航）10.7亿元、南航10.4亿元、东航8.3亿元、吉祥1.2亿元、春秋1.1亿元。

表：上市航司涨价预期下利润弹性测算（收入、利润单位：亿元）

航司	2019年实际情况							国内票价提升1%			国际及地区票价提升1%		
	总收入	其中：客运收入	客运收入占比	其中：国内客运收入	其中：国际及地区客运收入	净利润	净利率	增量收入	增量净利润	净利率涨幅	增量收入	增量净利润	净利率涨幅
中国国航	1362	1245	91%	816	429	73	5.3%	8.2	6.1	8%	4.3	3.2	4%
中国国航 (考虑山航)	1552	1428	92%	980	448	76	4.9%	9.8	7.3	9%	4.5	3.4	4%
南方航空	1543	1385	90%	1015	370	31	2.0%	10.2	7.6	24%	3.7	2.8	9%
中国东航	1209	1103	91%	727	376	35	2.9%	7.3	5.5	15%	3.8	2.8	8%
春秋航空	148	144	97%	93	51	18	12.4%	0.9	0.7	3%	0.5	0.4	2%
吉祥航空	167	163	97%	129	34	10	6.0%	1.3	0.97	9%	0.3	0.25	2%

□ **疫情前后中国人均是韩国免税销售额贡献率最高的客群，可见国人消费力强，海外消费回流潜力巨大。**疫情期间，我国免税市场规模凭借海南离岛免税取得逆势增长，采购端的成本优势有望逐步向韩免运营商靠近。同时，我国出入境市内免税店政策尚未出台，未来有望与机场口岸店共同做大出入境离岛免税市场。推荐中国中免、王府井。

### □ 中国中免：

- 1) 规模优势显著，是毛利率的最核心保障；
- 2) 门店数量最多，卡位多个核心城市及核心物业。参照韩免的发展路径，由于首尔核心区域免税店已经较早被乐天、新罗及新世界占据，因此后入局的其他免税运营商在选址上处于劣势，引流难度大，难以做大规模。中免已经率先卡位三亚海棠湾、海口新海港、上海、北京、广州等多个核心枢纽机场，并与长沙、福州等多个城市签订市内免税店战略合作协议，先发优势显著。

### □ 王府井：

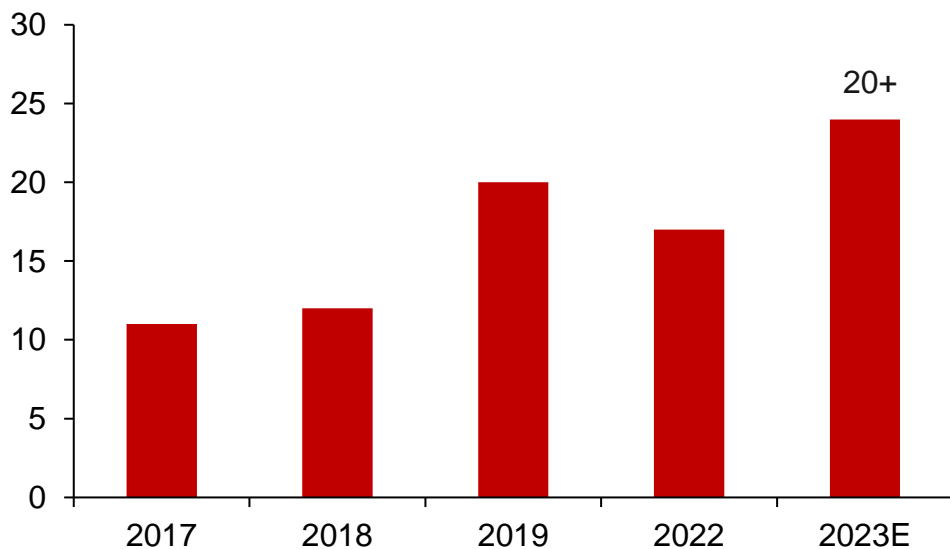
- 1) 新世界免税的异军突起很大程度上源自其在韩国百货行业的龙头地位，有税业务可以在品牌引进、运营管理等方面为免税业务赋能。王府井作为老牌百货企业，有望实现有税+免税协同发展。
- 2) 公司颁布股权激励方案，国际改革或焕发新的经营活力。
- 3) 万宁免税店已于1月18日试营业，北京市内店正在推进中，未来催化较多。

□ 参照韩国出入境恢复路径，商务客恢复早于观光游客。在出入境放开初期，国际线机票涨价幅度较大，对于价格敏感度相对较低的商务客率先开始复苏。因此2B端服务型企业有望率先开始复苏，短期确定性较强，建议关注米奥会展。

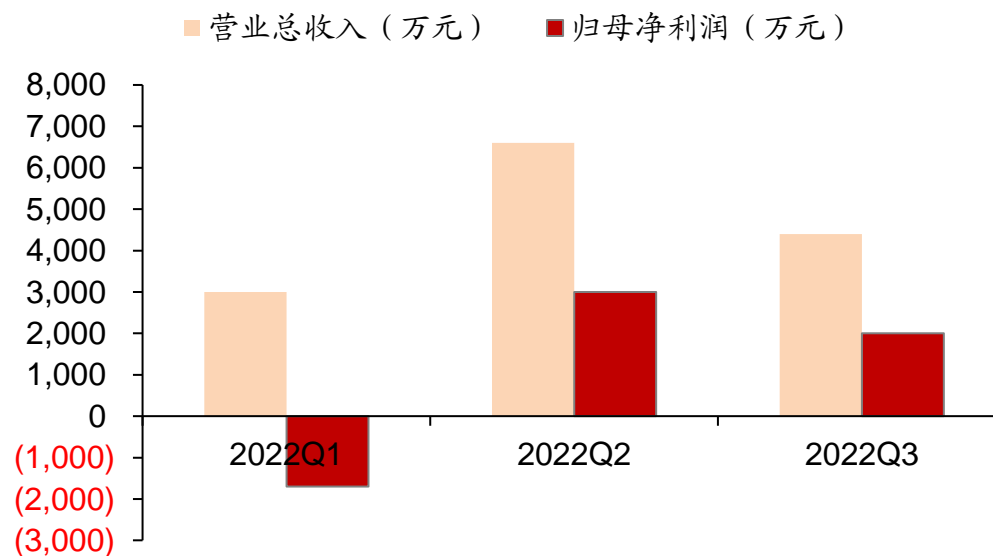
### □ 米奥会展：

- 1) 外展自办展龙头企业，服务于企业出海，有望较早受益于出入境放开；
- 2) 2023年预计办展数量超过20场（外展20场+内展），会展行业主要为预收款模式，业绩兑现度较高；
- 3) 量价齐升，业绩弹性大。办展数量以及展位费均超过疫情前。
- 4) 公司发布股权激励，2022、2023收入目标分别为4亿、6亿元，完成率75%以上可行权。

图：米奥会展23年计划办展数量显著增加



图：米奥会展22Q2起取得盈利



- 1、**疫情影响升级**：若疫情进一步影响到日常生活，将对出行和消费需求带来冲击。
- 2、**需求不及预期**：若疫后消费行为发生变化，部分赛道消费需求可能不及预期。
- 3、**消费力恢复不及预期**：疫后韩国消费者信心指数尚未恢复到疫情前，若影响持续，部分可选消费品可能受到冲击。
- 4、**油价、汇率大幅波动**：油价大涨、汇率贬值对航空成本和费用端产生负面影响。

## 行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>