

出入境客流快速恢复，机场免税迎来量价双升，长期看好机场枢纽价值重塑

核心观点

- 随着疫情影响消除，出入境客流快速恢复，我们认为短期枢纽机场免税经营将迎来量价快速修复期，中长期机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。我们看好机场枢纽价值重塑。
- 出入境客流快速恢复，口岸机场免税迎来量价双升。1) 量：出入境航班快速恢复，主要枢纽机场客流显著回升。最近数据显示国际+地区航班已恢复至 19 年同期 20% 以上。主要枢纽机场同样恢复较快，上海浦东、首都机场和白云机场合计占目前总体出入境客流接近 50%。从边际增量来看，观察各主要方向国家中国航线恢复进程，预计在 3 月底夏秋换季及年中左右，将有更为显著恢复；2) 价：口岸机场免税销售快速恢复，客单价或超预期。a) 疫情消减下，压抑消费需求将得到释放。疫情前我国出入境客流和消费均处于高景气，年境外消费超过 1338 亿美元。而疫情下，巨大的出境游消费在疫情期间几乎清零，也意味着消费力的极大压抑。我们认为随着出入境逐步恢复，相关场景和环节均将恢复和受益。而机场免税店作为出入境客流的“第一道门”，也将有显著恢复；b) 部分枢纽机场在疫情前尚未充分体现免税消费潜力。疫情前 17-19 年为各大出入境机场免税经营权、经营面积、经营模式等密集调整期。对于头部枢纽机场，除免税经营合同变更外，本身也经历了较大的经营变动。上海机场 19 年 9 月卫星厅启用，免税经营大幅增至 1.7 万平，并由此带来品类、品牌等的极大提升；白云机场以 T2 投产启用为契机，其在免税面积、经营模式、品类和价格竞争力等方面有了长足进步，而二者均由于疫情来临导致改善效果并未充分体现。而在疫情后叠加压抑消费释放，在恢复期，其免税销售提升或并非线性而是跃迁式释放，相应带来机场免税销售的快速回升；c) 恢复期免税补充协议助力机场快速恢复。补充协议的设置有助于从经营层面刺激免税销售额快速提升，进而带动公司业绩快速回暖。
- 后疫情时代，机场依然是免税“必争之地”，看好机场价值重塑。机场作为免税绝佳的流量入口、高消费人群对接场景，其在免税行业的重要地位依然稳固，随着出入境客流逐步恢复，机场免税面对内外部市场变化，也需要相应调整。我们认为从政策导向和应对竞争角度，或有三大方向：1) 政策端额度和品类预计会有较大规模放松；2) 渠道提成比例预计中枢下移；3) 机场免税业态或跳出航站楼地理局限，与线上、有税商业、市内免税店等相结合。我们认为未来机场出入境免税店虽然受到一定竞争，但机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。

投资建议与投资标的

- 疫情恢复期，基于：
 - 1) 出入境客流快速回暖，疫情下消费压抑或将得到释放；
 - 2) 部分枢纽机场疫情前本身处于免税经营改善周期，彼时并未充分体现免税经营潜力；
 - 3) 疫情期间的免税补充协议助力机场快速恢复。我们认为机场免税人均贡献和销售额或有超预期回升，带动机场业绩快速回暖。
- 中长期，机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。
- 基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑。建议关注上海机场、白云机场。

风险提示

宏观经济不及预期、出入境客流恢复不及预期、政策不及预期、免税行业竞争超预期、相关假设测算偏差风险

行业评级

看好（维持）

国家/地区

中国

行业

交通运输行业

报告发布日期

2023 年 03 月 06 日



证券分析师

刘阳

liuyang6@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860522030001

联系人

燕斯娴

yansixian1@orientsec.com.cn

相关报告

- | | |
|----------------------------------|------------|
| 周聚焦：民航持续恢复，关注快递政策导向和量价变化 | 2023-02-26 |
| 岁末展望，2023 年航空和快递或有怎样的表现？ | 2022-12-27 |
| 出行大周期，物流大时代：——交通运输行业 2023 年度投资策略 | 2022-11-28 |
| 如何看待三大枢纽免税补充协议的差异？ | 2022-06-26 |

目 录

出入境客流快速恢复，口岸机场免税迎来量价双升	4
量：出入境航班快速恢复，主要枢纽机场客流显著回升	4
价：口岸机场免税销售快速恢复，客单价或超预期	6
疫情消减下，压抑消费需求将得到释放	7
部分枢纽机场在疫情前尚未充分体现免税消费潜力	8
恢复期免税补充协议助力机场快速恢复	11
后疫情时代，机场依然是免税“必争之地”，看好机场价值重塑	13
投资建议与投资标的	16
风险提示	16

图表目录

图 1：国际航班量（班）	4
图 2：地区航班量（班）	4
图 3：浦东机场国际+地区客流（万人次）	5
图 4：白云机场国际+地区客流（万人次）	5
图 5：2019 夏秋航季国内航司国际航班周座位投放分布（个）	6
图 6：三大枢纽免税销售额对比（亿元）	7
图 7：三大机场免税收入对比（亿元）	7
图 8：海南离岛免税销售额（亿元）	7
图 9：海南离岛免税购物人次（亿元）	7
图 10：海南离岛免税人均消费额	8
图 11：国人出境游人次和旅游花费	8
图 12：三大枢纽原免税合同	9
图 13：浦东卫星厅免税店（拍摄于 2019.12）	10
图 14：浦东卫星厅免税店（拍摄于 2019.12）	10
图 15：白云机场免税客单价变化（元）	10
图 16：上海机场与白云机场补充协议对比	11
图 17：日上浦东销售额（亿元）	13
图 18：上海机场疫情前 PE-Band	13
图 19：各机场逐年客运量（万人次）	13
图 20：各机场逐年归母净利（亿元）	13
图 21：化妆品进口数量指数（上年同期=100）	14
图 22：城镇居民人均可支配收入（元）	14
图 23：疫情以来免税等领域政策加码	14
图 24：后疫情时代机场免税三大方向	15

疫情前机场作为免税核心渠道，其在品类、价格、供应链、消费者心智等方面相比其他渠道具备显著的优势。疫情后出入境客流的急剧下滑导致机场免税几乎停滞，而同时消费者被海南离岛免税、线上平台等分流，渠道之间的竞争也导致机场过往的经营优势被大幅削减。叠加各主要机场纷纷放弃和更改疫情前签订的“高保底、高提点”的免税合同，引发市场对于机场免税渠道长期竞争力的担忧。

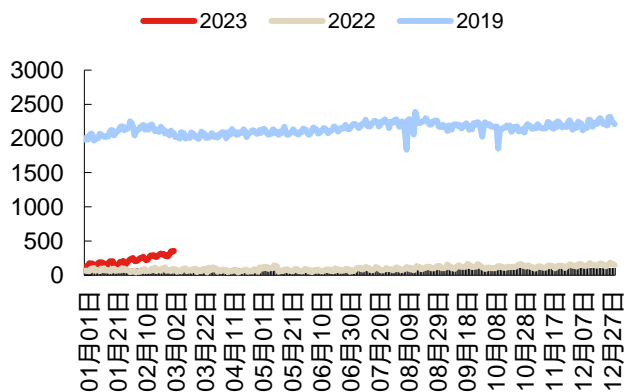
而随着疫情影响消除，出入境客流快速恢复，我们认为短期枢纽机场免税经营将迎来量价快速修复期，中长期机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。我们看好机场枢纽价值重塑。

出入境客流快速恢复，口岸机场免税迎来量价双升

量：出入境航班快速恢复，主要枢纽机场客流显著回升

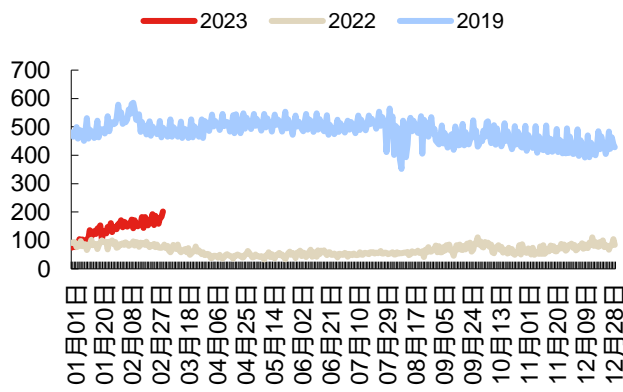
自去年 12 月政策优化以来，出入境航班和客流快速恢复。根据航班管家数据，截至 3 月 3 日，国际航班量 357 班，为 19 年同期 2072 班的 17.2%，为年初 1 月平均 168 班的 2.1 倍；地区航班量 202 班，为 19 年同期 497 班的 40.1%，为年初 1 月平均 118 班的 1.7 倍。国际+地区合计 559 班，恢复至 19 年同期 2569 班的 21.8%。

图 1：国际航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

图 2：地区航班量（班）



数据来源：航班管家、东方证券研究所

主要枢纽机场来看，客流迎来显著回升。

浦东机场近一周（2.25-3.3）进出港国际+地区航班日均 146 班，较 1 月（80）和 2 月（129）显著增长，约恢复至疫情前（以 20 年 1 月计）的 22%；

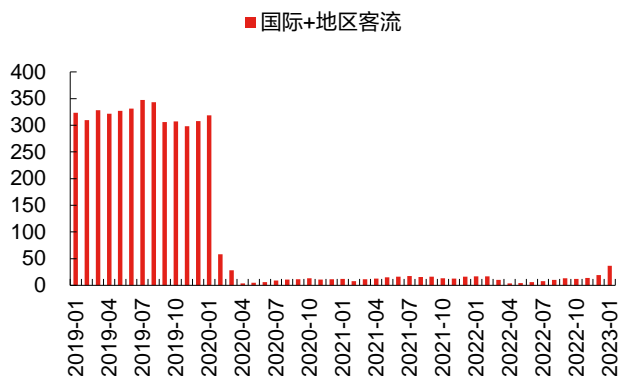
首都机场近一周进出港国际+地区航班日均 51 班，1 月和 2 月分别为 28 班和 42 班；

白云机场近一周进出港国际+地区航班日均 68 班，1 月和 2 月分别为 29 班和 55 班，约恢复至疫情前的 19%；

三大枢纽国际+地区客流占全国比重接近 50%。

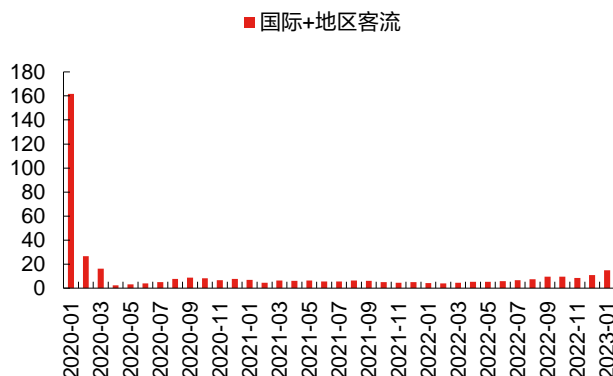
客流量来看，1 月各机场国际+客流均恢复至疫情前约 10%左右，我们预计当前总体恢复至约 20% 附近。

图 3：浦东机场国际+地区客流（万人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 4：白云机场国际+地区客流（万人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

从边际增量来看，观察各主要方向国家中国航线恢复进程，预计在 3 月底夏秋换季及年中左右，将有更为显著恢复。

■ 东北亚方向：

韩国：韩国国土交通部 3 月 3 日表示，已与中国政府就将两国航班恢复到疫情前水平达成一致。据此协议，两国航空公司得以从当天起将按照每周 608 班次的通常航班额度执飞（注：当前为每周 62 班）。由于中国山东省和海南省属于航空自由化区域，各家航空公司只要有机场时隙，即可自主增飞航班。预计月内将航班量增至每周 200 班以上，并分阶段恢复航班。预计本月将增飞仁川至北京、仁川至上海、仁川至青岛、仁川至延吉等航班。

日本：1 月末日本已恢复在华签证业务。2 月 27 日宣布放宽中国入境人员新冠防疫检测措施。目前内地赴日本的航班每周超过 60 班次，为疫情前 10%左右。3 月 1 日之后，日本各地机场将增加来自中国大陆的直飞航班，对于目的地“不再设限”，更多疫情前受中国游客欢迎的城市将开通中国直航。

■ 东南亚方向：

东南亚航线较其他区域恢复更快。2 月以来，国航 2 月复航曼谷、普吉、清迈三条中泰往返航线；东航预计 2 月底国际+地区航班将恢复到每周 410 班，当前为 302 班，主要集中在东南亚和港澳台等地；春秋主要增加曼谷航线，已恢复的国际地区航线中超六成为东南亚航线；深圳航空宣布将逐步恢复河内、吉隆坡、大阪、普吉岛等亚洲航线；厦门航空计划恢复福州-曼谷航线，并增飞多条东南亚热门目的地航线和洲际航线。

■ 欧洲方向：

2 月 17 日，欧盟轮值主席国瑞典发布声明称，申根区成员国已经同意，即日起逐步取消针对自中国出发旅客的入境防疫要求。去哪儿平台显示，目前已有超过半数申根成员国可直飞前往。

国外航司方面，**英国航空**正式宣布恢复英国与上海和北京之间的直航客运航班，将分别于 4 月 23 日和 6 月 3 日开始运营；**维珍航空** 2 月 2 日宣布，将于今年 5 月 1 日起恢复伦敦至上海航班，每

周 7 班；法航计划今年 7 月 1 日起运营从巴黎戴高乐机场飞往北京首都、上海浦东和中国香港航班由目前每周 1-3 班不等均增加至每周 7 班；

■ 北美方向：

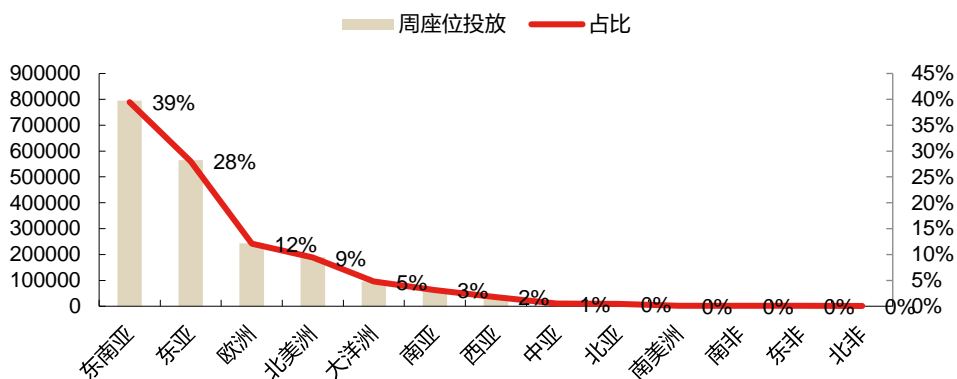
受多方面影响，中美航班恢复相对较慢。达美航空表示自 3 月 3 日起，取消首尔技术经停，正式恢复中美直飞航线。美联航已于 1 月底恢复上海浦东和旧金山之间每周四次的直飞航班，此外原本计划 3 月开始增班，而目前看可能要推迟至少 6 个月至 10 月。

参考 19 年冬春航季国际航班分布，假设：

1) 年中东南亚航班恢复至 19 年的 7 成、东亚航班恢复至 6 成，欧洲航班恢复至 5 成，中美航班恢复至 3 成，其他方向恢复至 6 成，则总体国际客流恢复至 60%；

2) 年底东南亚航班恢复至 19 年的 10 成、东亚航班恢复至 9 成，欧洲航班恢复至 8 成，中美航班恢复至 5 成，其他方向恢复至 8 成，则总体国际客流恢复至 88%；

图 5：2019 夏秋航季国内航司国际航班周座位投放分布（个）



数据来源：民航预先飞行计划、东方证券研究所

而对于三大枢纽机场，考虑各机场航线分布差异，相应国际航班恢复节奏有所差异。仍按照上述节奏恢复：

首都、浦东、白云预计年中分别恢复至 19 年的 55%、60% 和 63%；年底分别恢复至 82%、89% 和 91%。

综合来看对于枢纽机场，未来几个月将迎来出入境航班快速恢复期，免税业务同样迎来快速恢复。

价：口岸机场免税销售快速恢复，客单价或超预期

疫情期间出入境客流冻结导致口岸免税店经营几乎陷入停滞。而随着疫情修复，各口岸免税店逐步恢复经营。据相关报道，

上海浦东机场免税店春节期间线下 4 家出境店铺、6 家进境店铺开门迎客，助力消费复苏。春节期间，该店线下销售额同比增加超 35%。

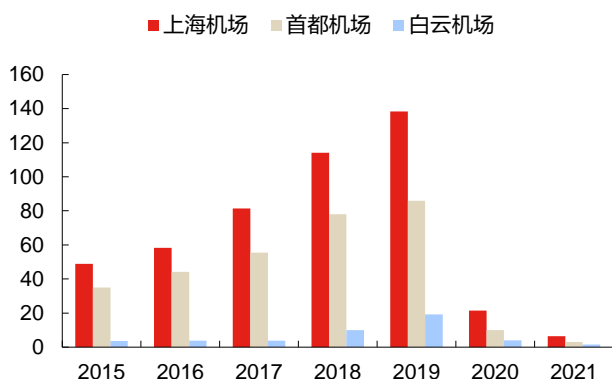
广州白云机场免税店“在海关的支持下，我们的进境免税店现在已经恢复香化、烟酒等类别共计 2057 种商品的销售，能够很好的满足旅客选购需求。据统计，今年 1 月，广州白云机场口岸免税店销售额达 1765.2 万元人民币，同比增长 3.9 倍。”

我们认为在经历了 3 年疫情后，各大枢纽机场免税业务逐步恢复，**基于疫情期间的消费压抑将得到释放、部分枢纽机场疫情前尚未充分体现出免税销售潜力等，恢复期各机场免税销售或迎来跃迁式提升，将有效带动机场业绩快速转正和提升。**

疫情消减下，压抑消费需求将得到释放

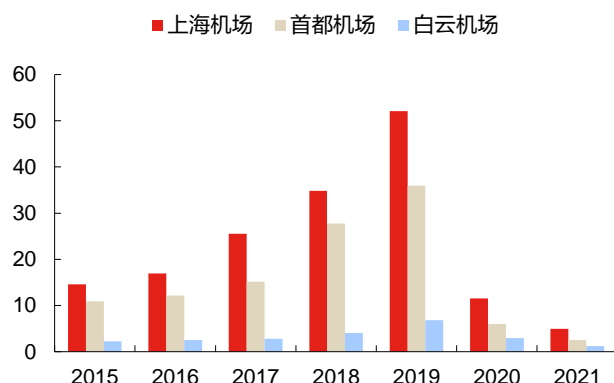
疫情下，主要出入境机场免税销售遭受极大冲击。疫情前 2019 年上海机场、首都机场和白云机场销售额分别为 138 亿、85.9 亿和 19.3 亿，2020 年断崖下降至分别约 20 亿、10 亿和 4 亿，21-22 年进一步下滑。

图 6：三大枢纽免税销售额对比（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

图 7：三大机场免税收入对比（亿元）



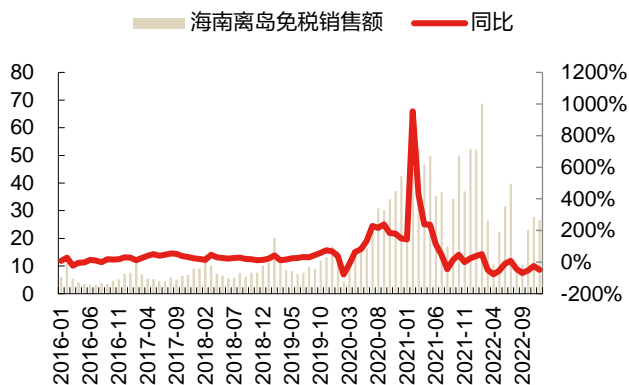
数据来源：公司公告、东方证券研究所

而根据此前中国旅游研究院发布的《中国出境旅游发展报告 2020》，2019 年，我国的出境旅游人次达到 1.55 亿人次，同时我国出境游客境外消费超过 1338 亿美元（约合 9334 亿元，19 年末汇率）。折合人均消费 6022 元。

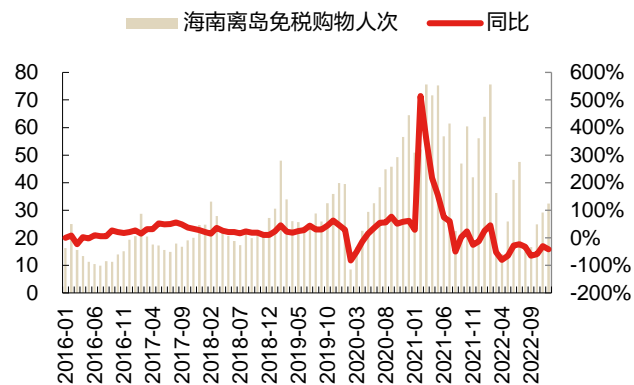
巨大的出境游消费在疫情期间几乎清零，也意味着消费力的极大压抑。诚然消费者在疫情期间普遍培养了新的消费渠道，海南离岛免税等快速发力，但我们认为随着出入境逐步恢复，相关场景和环节均将恢复和受益。而机场免税店作为出入境客流的“第一道门”，也将有显著恢复。

图 8：海南离岛免税销售额（亿元）

图 9：海南离岛免税购物人次（万人次）

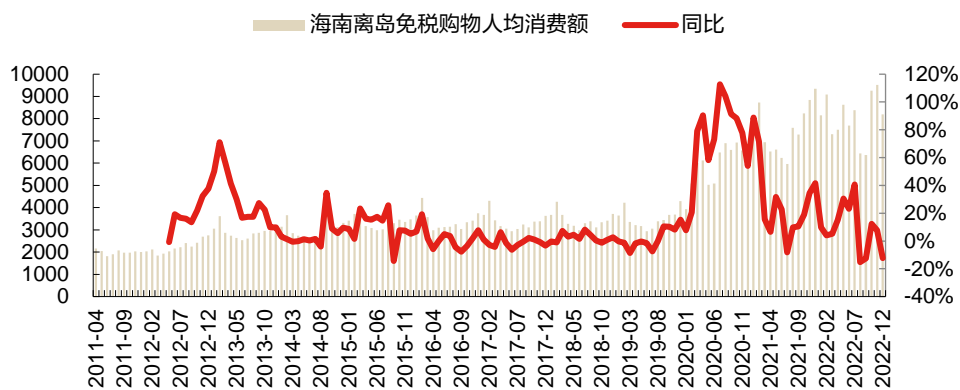


数据来源：Wind、东方证券研究所



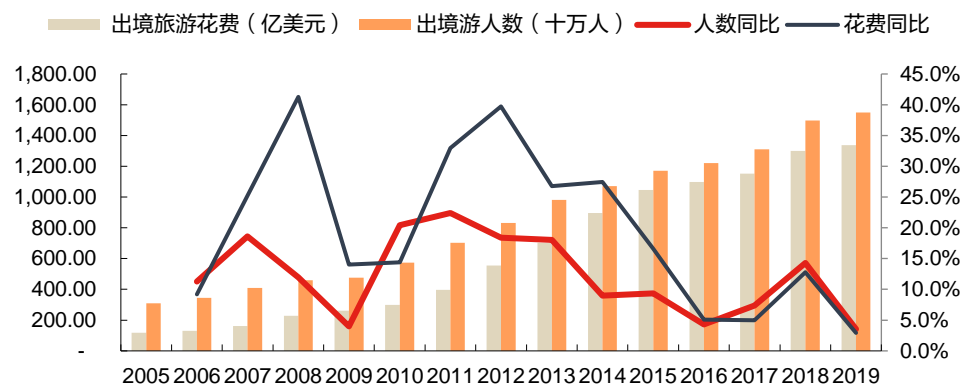
数据来源：Wind、东方证券研究所

图 10：海南离岛免税人均消费额（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 11：国人出境游人次和旅游花费



数据来源：中国旅游研究院、东方证券研究所

部分枢纽机场在疫情前尚未充分体现免税消费潜力

疫情前 17-19 年为各大出入境机场免税经营权、经营面积、经营模式等密集调整期。

2016 年 2 月，为挽回流失海外的购买力，我国决定增设和恢复 19 个口岸进境免税店，扩大免税品种，增加免税购物额。在广州白云、杭州萧山、成都双流等机场口岸，深圳福田、皇岗等水陆口岸各增设 1 家口岸进境免税店。此外在维持居民旅客进境物品在 5000 元免税额度不变的基础上，允许其在口岸的进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外的免税购物额总计不应该超过 8000 元。

此后各大机场纷纷开启招标，叠加部分已有机场免税店到期重新招标、中免收购日上上海和日上中国，国内免税行业格局经历了较大幅度的变动。

图 12：三大枢纽原免税合同

机场	航站楼	中标公司	类型	生效日期	保底租金（亿/年）	提成比例	招标面积（平方米）	经营权年限	年递增额
首都机场	T2	中免	进境+出境	2018年2月11日起	8.3	47.50%	进港：416.56 出港：3186.09	8	未披露
	T3	日上	进境+出境	2018年2月11日起	22	43.50%	进港：1938.72 出港：9461.43	8	
浦东机场	T1+T2+卫星厅（启用后）	日上	进境+出境	2019年1月1日至2025年12月31日，其中T1进出境免税场地自22年1月1日零时起，卫星厅自启用日起。	410	42.50%	T1进境：821 T1出境：2465.3 T2进境：1136 T2出境：3431.07 S1卫星厅：4678 S2卫星厅：4384 合计：16915.37	T1：4 T2：7 卫星厅：6.3	保底销售额（亿）： 2019：35.25 2020：41.58 2021：45.59 2022：62.88 2023：68.59 2024：74.64 2025：81.48 合计：410亿
机场	航站楼	中标公司	类型	生效日期	首年保底销售额（万元/月）	提成比例	招标面积（平方米）	经营权年限	年递增额
白云机场	T1	中免	进境	T2启用前	3244	39%	400	6+3	$\max((\text{上年度月平均实际销售额} - \text{上年度月保底销售额}) \times 20\%, \text{上年度月保底销售额} \times 6\%)$
				T2启用后	2356	42%			
	T2	中免	进境	T2启用后	3533	42%	700	6+3	
	T2	中免	出境	2018年7月31日之前	实际销售额	35%	3544	8	
				2018年8月1日之后	3292	35%	3544	8	

数据来源：公司公告、东方证券研究所

对于头部枢纽机场，除免税经营合同变更外，本身也经历了较大的经营变动：

上海浦东机场免税新合同于2019年初开始执行，而在2019年9月，浦东机场S1S2卫星厅启用，免税面积由此前 7853 平方米大幅增加至 16915 平方米。免税面积的大幅增加也为出入境游客带来服务体验、商品种类等的全方位提升。根据彼时官方报道，

“卫星厅免税店的开业，使浦东机场免税总面积扩增至约 1.7 万平方米，浦东机场由此一举成为单机场免税规模国内第一、世界前列。众所周知，浦东机场免税香化品有着“全球底价”之竞争力，而此番，卫星厅免税商业正努力将此价格优势覆盖至全品类，进一步提升烟、酒、百货和食品类各 30 种、共计 120 种畅销品在亚太区机场的价格优势，旨在打造“亚太机场免税店最佳价格”品牌。”

“从此次卫星厅免税商业率先引入周大福珠宝玉石金饰店，便可看出招商中的诚意和用心。由于免税，店内价格要比市区同品牌低 10%-20%。”

“卫星厅免税商业中，Gucci 手表、Qeelin、施华洛世奇等品牌以专卖店、快闪店形式呈现。到 2022 年底前，浦东机场还将陆续引进数个奢华时装皮具品牌和顶级珠宝腕表品牌。”

疫情期间部分原定入驻品牌等暂缓入驻，而当前正重新启动，预计将极大优化浦东机场免税整体经营面貌。

图 13：浦东卫星厅免税店（拍摄于 2019.12）



数据来源：东方证券研究所

图 14：浦东卫星厅免税店（拍摄于 2019.12）



数据来源：东方证券研究所

又如**白云机场**，在免税重新招标前，白云机场仅拥有 T1 航站楼出境免税店，此外其经营模式为自营+外包，受限于经营面积、经营模式和品类价格等，总体经营水平相对较低。

此后以 T2 投产启用为契机（2018 年上半年启用），其在免税面积、经营模式、品类和价格竞争力等方面有了长足进步：

免税面积：原先 T1 航站楼出境免税店仅 1300 余平，增设进境免税店及 T2 启用后免税面积大幅增长，目前合计免税面积约为 6900 平米（部分区域疫情期间较合同签订时有所增加）。免税面积大幅增长也为丰富品类、提升服务体验打下了基础。

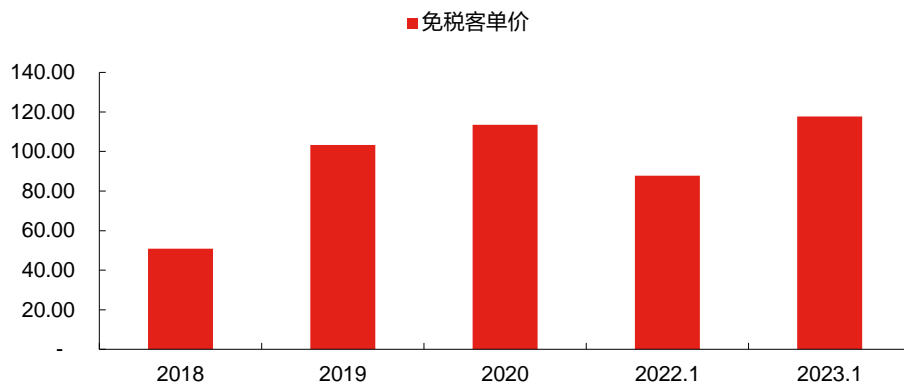
经营模式：过去白云为自营+外包经营，以免税合同变更和 T2 投产为契机，白云机场全面改为中免独家经营。经营主体为广州新免税品有限公司。而中免在收购日上后，其经营水平和对品牌商议价能力有了长足进步，也极大提升了终端渠道的竞争力。

品类和价格：对于免税商品核心竞争力为价格和品类丰富度。中免经营水平的提升也极大提升了白云机场的经营水平。其价格逐步对标上海和北京，具备较强的吸引力。

基于上述变化，我们认为部分枢纽机场在疫情前并未充分体现和释放其免税经营潜力，而在疫情后叠加压抑消费释放，在恢复期，其免税销售提升或非线性而是跃迁式释放，相应带来机场免税销售的快速回升。

以白云机场为例，根据相关报道，2018、2019、2020、2022 年 1 月、2023 年 1 月，免税销售额分别为 8.8 亿、19.32 亿、2.93 亿、360 万和 1765.2 万元，国际+地区客流分别为 1731.9、1871.3、258.0、4.1 和 15.0 万，对应人均免税销售额分别为 51、103、114、88 和 118 元。

图 15：白云机场免税客单价变化（元）



数据来源：中国海关、东方证券研究所

考虑疫情期间至当前各大枢纽机场免税店仍未全部开业，客流结构方面当前或仍以相对刚需客流为主，同时消费力较强的游客等较少，其实际消费潜力或均未得到充分释放。

恢复期免税补充协议助力机场快速恢复

疫情后各机场过往的免税合同难以继续执行，均制定了疫情期间的补充协议。

原合同各家机场均为月实际销售提成和月保底销售提成两者取高的模式，而各家针对疫情的补充协议有所不同。

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

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

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

图 16：上海机场与白云机场补充协议对比

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

数据来源：公司公告、东方证券研究所

从实际效果对比来看，双方最大的差异在于上海机场设置了年销售提成“封顶”。

在国际客流尚未大幅恢复阶段，均按照实际客流并通过客流和面积调节系数做调整，所不同在于上海机场人均贡献按照19年水平保持不变，而白云则以19年12月保底销售额为基数进行调节，对应超过保底则依然收取提成，提成比例保持不变；

但当客流较大幅度增长时，上海机场取消了原保底与实际销售提成取高模式，而将此前的“保底”销售额转而设置为“封顶”销售额；而白云机场依然维持了原有的经营权转让费收取模式，保持了提成弹性。

因此在当前客流持续恢复期，上海机场补充协议条件相对更有“吸引力”：对于免税商而言，每月实际销售提成仅与客流相关，与单客贡献无关，即人均贡献超过19年部分可视为不需支付相应租金，可刺激免税经营潜力进一步提升。

对于白云机场，虽然补充协议并未更改超过保底后的提点率，但考虑较低的基数和双方一直以来的良好合作，依然可以体现较好的经营水平。根据相关报道：

海关方面“为引导境外高端消费回流，支持口岸免税经济快速发展，广州海关所属广州白云机场海关主动走访企业调研，大力支持口岸免税店商品调配、销售、出境预订业务等工作，提前掌握免税店商品调配计划，针对不同时段客流高峰情况，优化监管流程，精准服务提升免税经济质量，促进社会消费复苏。”

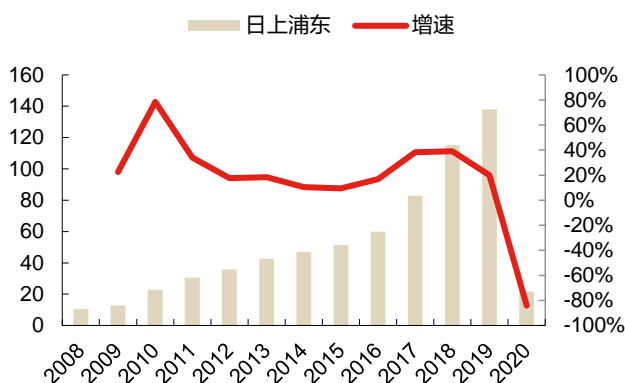
免税经营方面“广州机场免税店在春节期间推出了香化类产品可享受多买多折优惠的促销活动，满足消费者新春囤货需求，进口酒、精品类产品福利诱人，让消费者一站购齐纵享乐趣。”

综合来看，我们认为得益于出入境旅客快速恢复，特别是高消费潜力旅客恢复，其消费潜力将得到释放；同时部分枢纽机场在疫情前仍处于免税经营改善周期，其免税经营潜力同样未得到充分释放；补充协议的设置有助于从经营层面刺激免税销售额快速提升，进而带动公司业绩快速回暖。

后疫情时代，机场依然是免税“必争之地”，看好机场价值重塑

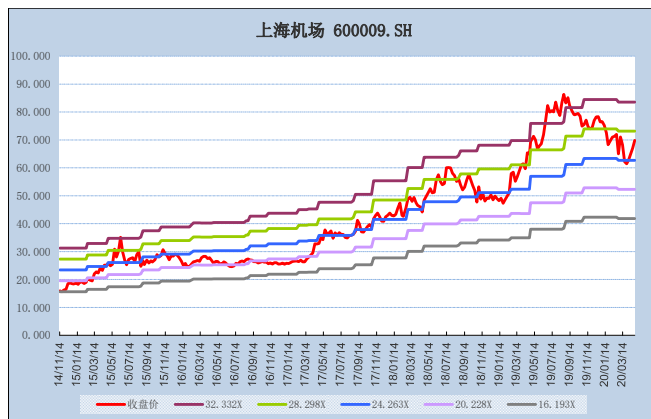
疫情前，机场享受了众多“光环”加持，作为免税红利核心受益板块，强大的消费力推动免税销售额快速攀升，带动机场总体投资逻辑由“资本开支周期驱动”变为“消费驱动”，也带动板块估值体系的重塑。

图 17：日上浦东销售额（亿元）



数据来源：公司公告、东方证券研究所

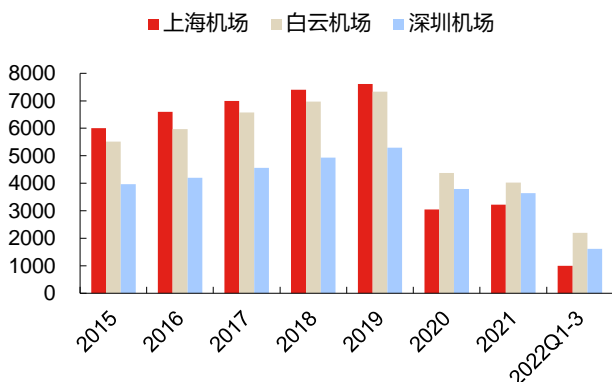
图 18：上海机场疫情前 PE-Band



数据来源：Wind、东方证券研究所

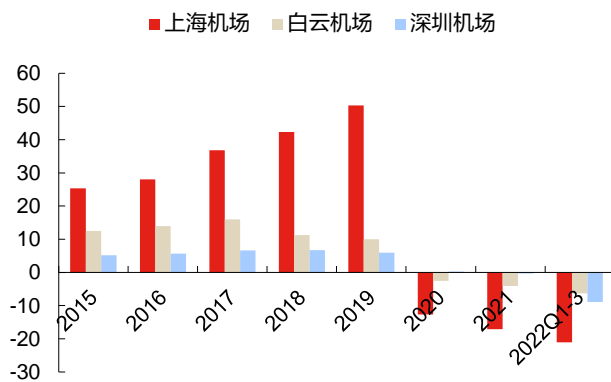
疫情发生以来客流和免税收入骤减，而相对刚性的折旧、人工等导致机场业绩大幅受损。

图 19：各机场逐年客运量（万人次）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 20：各机场逐年归母净利润（亿元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

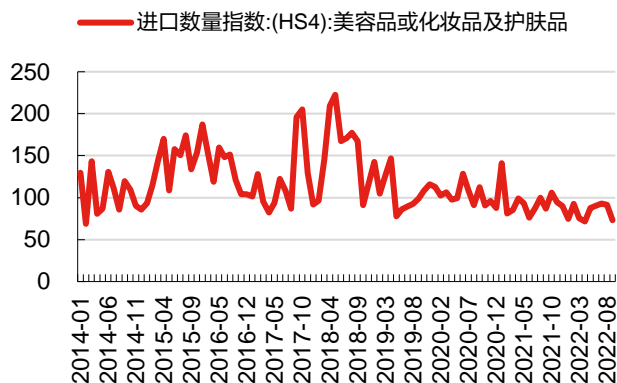
我们认为后疫情时代机场的价值修复将分为两个维度：

- 1) **量修复**：总体与航空行业同步，相比航空按照前述周期逻辑，票价弹性将伴随着量修复而来即量价齐升，其最终业绩弹性取决于量和价的双弹性，而机场则仅能享受量本身的弹性。
- 2) **价修复**：特指机场免税变现能力的修复水平。相比量修复，价修复对于机场更为重要，而市场对于后疫情机场投资价值的核心预期差也在于此。

我们认为需要客观看待疫情修复后国内消费市场特别是免税消费市场发生的变化：

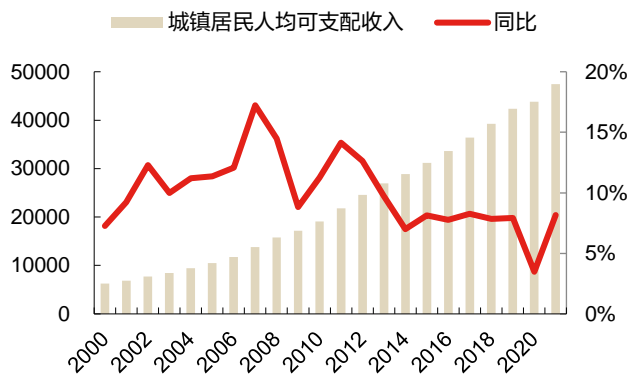
1) “财富效应”减弱下免税行业较疫情前或整体降速。疫情前免税行业快速增长，相当程度是基于“财富效应”的体现，如棚改货币化安置、资本市场上涨、房价上行等带动消费升级红利。疫情发生以来，宏观经济降速、“房住不炒”等政策下，“财富效应”或有所减弱，同时另一方面相对稳步提升的人均可支配收入和扩大的中等收入人群一定程度会对冲“财富效应”的减弱，我们预计疫情修复完成后的免税行业稳态增速相比疫情前或有所下降。

图 21：化妆品进口数量指数（上年同期=100）



数据来源：Wind、东方证券研究所

图 22：城镇居民人均可支配收入（元）



数据来源：Wind、东方证券研究所

2) 免税行业竞争格局的变化。疫情导致原本的出入境消费人群出行受阻，而其消费力和消费意愿依然旺盛，相应地疫情一定程度成为了**抢占消费者心智、重塑国内消费市场的绝佳契机**，相比正常时期，更能起到“事半功倍”的效果。因此国家政策层面果断出击，刺激国内消费市场，抢占出境消费缺位后的空档，希望能够将消费意愿在国内充分激发，继而在疫情逐步消减后，依然能维持较高的水平。

图 23：疫情以来免税等领域政策加码

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

数据来源：财政部、公司官网、东方证券研究所

因此我们可以看到疫情以来海南离岛免税政策大幅加码，额度和品类急剧扩张，旨在提升消费外流最严重的箱包、手表等高端奢侈品的国内消费水平；离岛免税牌照数量大幅扩容，希望通过国内市场的有序竞争，提升全行业总体竞争力，此外直播带货等渠道如火如荼，**我们认为免税行业竞争格局后续趋于激烈。**

但同时我们认为机场作为免税绝佳的流量入口、高消费人群对接场景，**其在免税行业的重要地位依然稳固**，随着出入境客流逐步恢复，机场免税面对内外部市场变化，也需要相应调整。

我们认为从政策导向和应对竞争角度，或有三大方向：

1) 政策端额度和品类预计会有较大规模放松

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

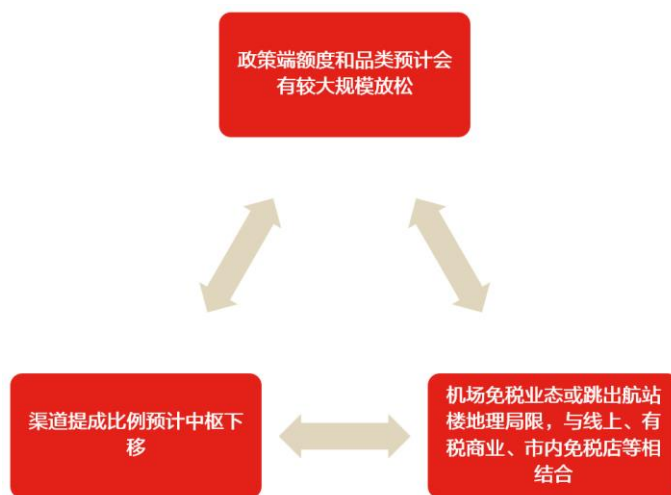
2) 渠道提成比例预计中枢下移

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

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

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

图 24：后疫情时代机场免税三大方向



数据来源：东方证券研究所

而在 23 年 1 月，上海机场收购日上部分股权及日上互联股权，标志着上海机场免税跳出单一机场线下免税场景，而尝试与其他业态相结合，我们认为符合未来免税行业发展方向，对于增强公司竞争力和盈利能力大有裨益。也可视为机场对自身商业价值的认知的深化和场景的延伸。

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

投资建议与投资标的

疫情恢复期，基于：

- 1) 出入境客流快速回暖，疫情下消费压抑或将得到释放；
- 2) 部分枢纽机场疫情前本身处于免税经营改善周期，彼时并未充分体现免税经营潜力；
- 3) 疫情期间的免税补充协议助力机场快速恢复。

我们认为机场免税人均贡献和销售额或有超预期回升，带动机场业绩快速回暖。

中长期，机场作为免税行业最重要的渠道和消费场景，依然大有可为。

基于头部机场的区位优势和在免税行业中的独特地位，我们看好机场枢纽价值重塑。建议关注上海机场(600009，未评级)、白云机场(600004，未评级)。

风险提示

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

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

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

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

免责声明

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

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

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

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

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

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

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。