

1-2 月乐天免税店韩国国内销售额恢复至 19 年的一半

——免税行业周报 (3 月第 2 周)

投资要点

□ 本周行情回顾 (3.6-3.10)

- 本周沪深 300 指数-3.96%，上证指数-2.95%；旅游及休闲指数周涨幅-6.20%，排名 100/109。
- 免税运营商相关个股周涨幅：中国中免-7.31%，中国中免 H-9.09%，海汽集团-4.35%，王府井-10.52%。
- 免税物业方相关个股周涨幅：上海机场-4.29%，白云机场+2.07%，海南机场-5.67%，美兰空港 H-10.75%。

□ 海南离岛免税跟踪

- 海口美兰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周 (3.4-3.10) 日均航班执行量 482 班次，环比上周-3.2%，同比 22 年+36.1%。2) 本周旅客吞吐量：本周 (3.4-3.10) 美兰机场旅客运输量日均约 67103 人次，同比 22 年增长 51%，恢复至 19 年的 90%。
- 三亚凤凰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周 (3.4-3.10) 日均航班执行量 403 班次，环比上周-1.0%，同比 22 年+84.3%。2) 上周旅客吞吐量：上周 (2.27-3.5) 三亚机场旅客运输量日均约 70000 人次，环比+1.0%，恢复至 21 年 3 月日均水平的 105.2%，恢复至 19 年 3 月日均水平的 108.0%。
- 免税折扣跟踪：本周日上直邮 (8-85 折)、中免海南 (约 86 折) 折扣力度环比减弱，中服 (约 75 折)、海控 (约 7-75 折)、海旅 (约 75 折)、深免 (约 7-8 折) 折扣力度环比持平。

□ 本周免税行业重点资讯回顾

- 海口国际免税城、三亚国际免税城三期商业区及三亚海棠湾超级万象城文旅综合体项目入选 2023 年度海南省重点项目，投资金额分别为 77.65 亿元、70 亿元与 150 亿元。
- 广州市政府：扩大白云国际机场等口岸免税店经营规模，支持在广州东站、南沙国际邮轮母港等口岸开设口岸免税店。
- Dufry 发布 2022 年财报，实现营收 68.8 亿瑞士法郎，有机增长率超过 76.1%，完成了其 2022 年目标。免税占净销售额的 57.4%，完税占 42.6%，接近历史水平；机场渠道贡献率为 91.4%。
- 乐天免税店 1-2 月的韩国国内销售额比 22 年同期增长了 550%，恢复至 2019 年的一半。

□ 机场免税跟踪：国际客运航班执行量整体呈回升态势

- 国际航班量整体呈回升态势：本周 (3.4-3.10) 我国国际客运航班 (不含地区) 执行量 2772 班次，环比增加 25.8%，恢复至 19 年的 19.1%。
- 一线机场国际及地区旅客吞吐量环比回升：2023 年 2 月，广州白云机场、北京首都机场、深圳宝安机场国际及地区旅客吞吐量分别为 26.6、18.4、4.9 万人次，环比分别+77%、+60%、+26%。

□ 海外旅游零售跟踪

韩国免税店 1 月销售数据：销售额恢复至 19 年的 42%。

- 销售额：1 月，韩国免税店销售额约 6.4 亿美元，环比-38%，恢复至 22 年同期的 66%，恢复至 2019 年同期的 42%。1) 按游客分类：国内游客销售额约 1.6 亿美元，同比 22 年+127%，恢复至 2019 年同期的 51%；外国游客销售

行业评级：看好(维持)

分析师：李丹

执业证书号：S1230520040003
lidan02@stocke.com.cn

研究助理：李逸

liyi01@stocke.com.cn

相关报告

1 《1-2 月三亚离岛免税销售额近 80 亿元、客单价 8854 元——免税行业周报 (3 月第 1 周)》
2023.03.04

额约 4.8 亿美元，同比 22 年-47%，恢复至 2019 年同期的 40%。2) 按业态分类：市内免税、机场免税、离岛免税渠道销售额分别约 5.10、0.93、0.39 亿美元，占比分别约 79.4%、14.4%、6.1%。

- **购物人次：**1 月，韩国免税店购物人次约 143 万人次，环比+13%，同比 22 年+120%，恢复至 2019 年同期的 36%。其中，国内游客 119 万人次，占比 83%，环比+18%，同比 22 年+98%，恢复至 2019 年同期的 46%；外国游客 25 万人次，占比 17%，环比-6%，同比 22 年+378%，恢复至 2019 年同期的 17%。
- **人均消费额：**1 月，韩国免税店人均消费额为 448 美元，同比 22 年-70%；其中，国内游客人均消费额 136 美元，同比 22 年+15%；外国游客人均消费额 1962 美元，同比 22 年-89%。

□ 投资建议

推荐白云机场、上海机场：1 月白云机场免税客单价超预期，随着国际客流恢复，机场免税销售额亦将恢复，公司有望迎来业绩&估值双重修复。

推荐中国中免：在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间，21 年、22 年旗下离岛免税店密集扩容，增量效应有望在 2023 年显现。

推荐美兰空港 H、海南机场：短期受益于海南客流底部回升、离岛免税销售额将环比改善；中长期将持续享离岛免税高速发展红利。

□ 风险提示

免税销售额不及预期，政策不及预期。

正文目录

1 行情回顾	5
2 行业跟踪	5
2.1 海南离岛免税	5
2.1.1 海南机场客流跟踪：上周三亚机场客流恢复至 19 年的 108%	5
2.1.2 离岛免税折扣跟踪	6
2.2 机场免税：2 月一线机场国际及地区旅客量环比大幅回升	7
2.3 我国免税行业重点资讯回顾	7
3 个股跟踪	7
4 海外旅游零售业跟踪	8
4.1 韩国免税销售额跟踪：1 月销售额环比-38%、恢复至 19 年的 42%	8
4.2 海外旅游零售市场重点资讯回顾	9
5 投资建议	10
6 风险提示	10

图表目录

图 1: 免税相关标的股价累计涨跌幅(2023.2.13-2023.3.10, 以 2023.2.13 收盘价为基准)	5
图 2: 三亚凤凰机场航班执行量(班次)	6
图 3: 三亚凤凰机场旅客吞吐量恢复率	6
图 4: 海口美兰机场航班执行量(班次)	6
图 5: 海口美兰机场日度(预计)旅客运输量(人次)	6
图 6: 我国周度国际航班执行量(班次, 不含地区)	7
图 7: 2023.2 一线机场国际及地区旅客吞吐量(万人次)	7
图 8: 韩国免税店销售额恢复率(较 2019 年同期)	8
图 9: 韩免 1 月销售额恢复率(较 19 年同期, 分渠道类型)	8
图 10: 韩免 1 月销售额结构(分渠道)	9
图 11: 韩免 1 月销售额结构(分游客类型)	9
图 12: 韩国免税店购物人次恢复率(较 2019 年同期)	9
图 13: 韩国免税店人均消费额(美元)	9
表 1: 主要免税渠道本周普适性折扣情况对比	6
表 2: 个股追踪	7

1 行情回顾

本周（3月6日-3月10日）行情回顾：

指数周涨幅：沪深300指数-3.96%，上证指数-2.95%。

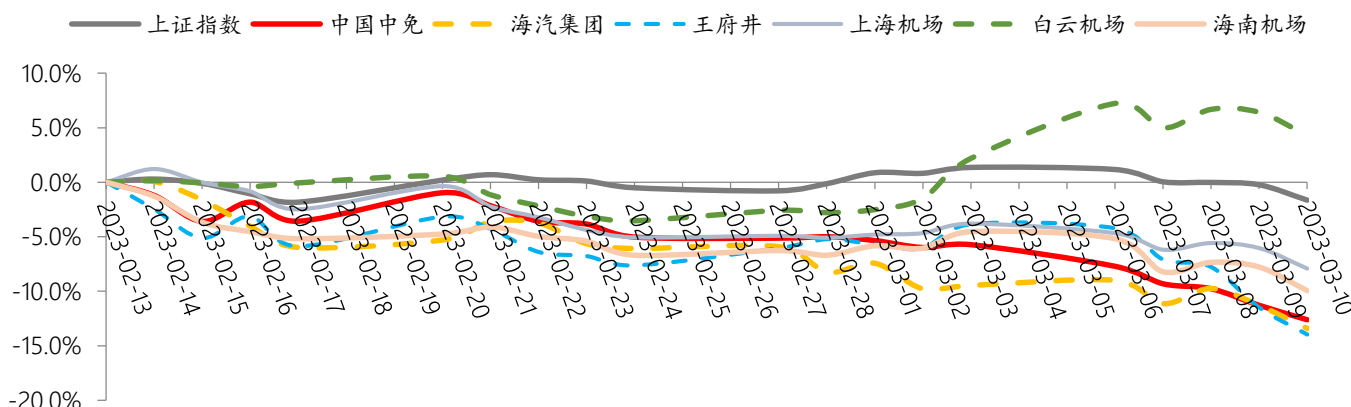
中信一级行业：消费者服务业指数周涨幅-5.85%，排名26/30。

中信二级行业：旅游及休闲指数周涨幅-6.20%，排名100/109；航空机场指数周涨幅-2.85%，排名47/109。

重点个股：

- 1) 免税运营商相关标的：中国中免（收盘价181.73元/股，周涨幅-7.31%），中国中免H（收盘价189.100元/股，周涨幅-9.09%），海汽集团（收盘价25.53元/股，周涨幅-4.35%），王府井（收盘价25.00元/股，周涨幅-10.52%）。
- 2) 免税店物业方相关标的：上海机场（收盘价56.89元/股，周涨幅-4.29%），白云机场（收盘价15.31元/股，周涨幅+2.07%），海南机场（收盘价4.16元/股，周涨幅-5.67%），美兰空港H（收盘价18.920元/股，周涨幅-10.75%）。

图1：免税相关标的股价累计涨跌幅(2023.2.13-2023.3.10，以2023.2.13收盘价为基准)



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2 行业跟踪

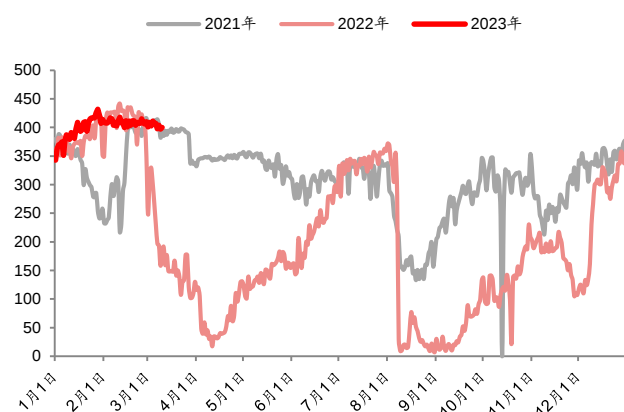
2.1 海南离岛免税

2.1.1 海南机场客流跟踪：上周三亚机场客流恢复至19年的108%

海口美兰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.4-3.10）日均航班执行量482班次，环比上周-3.2%，同比22年+36.1%。2) 本周旅客吞吐量：本周（3.4-3.10）美兰机场旅客运输量日均约67103人次，同比22年增长51%，恢复至19年的90%。

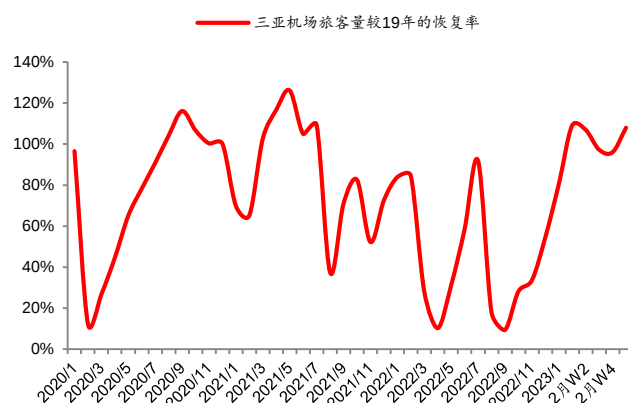
三亚凤凰机场：1) 本周航班量：根据航班管家，本周（3.4-3.10）日均航班执行量403班次，环比上周-1.0%，同比22年+84.3%。2) 上周旅客吞吐量：上周（2.27-3.5）三亚机场旅客运输量日均约70000人次，环比+1.0%，恢复至21年3月日均水平的105.2%，恢复至19年3月日均水平的108.0%。

图2: 三亚凤凰机场航班执行量(班次)



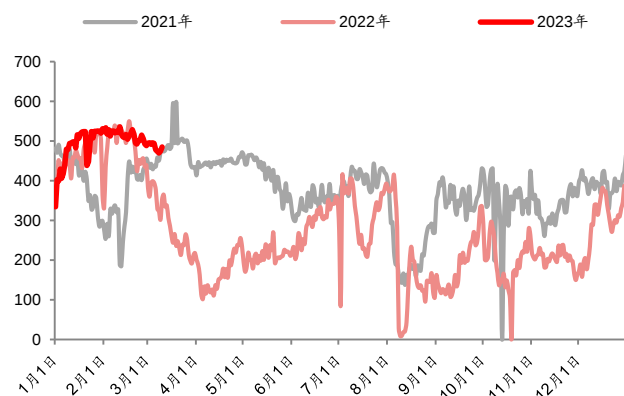
资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图3: 三亚凤凰机场旅客吞吐量恢复率



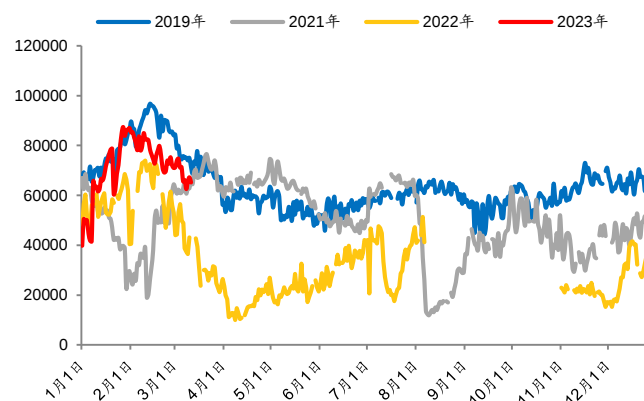
资料来源: Wind、飞常准, 浙商证券研究所

图4: 海口美兰机场航班执行量(班次)



资料来源: 航班管家, 浙商证券研究所

图5: 海口美兰机场日度(预计)旅客运输量(人次)



资料来源: 公司官微, 浙商证券研究所

2.1.2 离岛免税折扣跟踪

本周离岛免税渠道及线上直邮渠道折扣力度:

- 日上直邮: 约 8-85 折, 整体折扣力度环比减弱。
- 中免离岛: 约 86 折, 整体折扣力度环比减弱。
- 海旅投: 约 75 折, 折扣力度环比基本持平。
- 海发控: 约 7-75 折, 整体折扣力度环比持平。
- 中出服离岛: 约 75 折, 整体折扣力度环比持平。
- 深免: 约 7-8 折, 整体折扣力度环比上周持平。

表1: 主要免税渠道本周普适性折扣情况对比

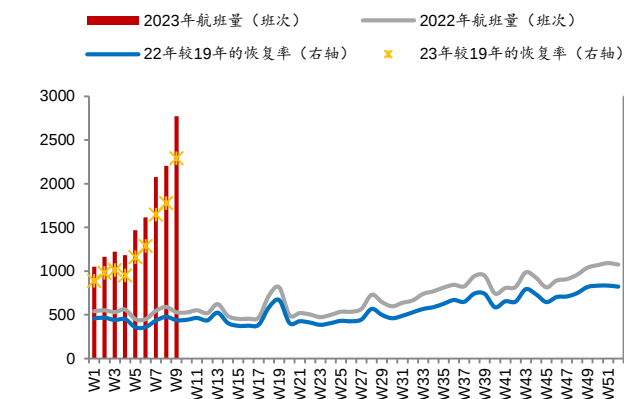
	日上直邮	中免离岛	海旅	海控	中服	深免
本周折扣力度	约 8-85 折	约 86 折	1 件 75 折	7-75 折	1 件 85 折 3 件 75 折	7-8 折

资料来源: 官方小程序, 浙商证券研究所; 注: 日上折扣包含会员立减。

2.2 机场免税：2月一线机场国际及地区旅客量环比大幅回升

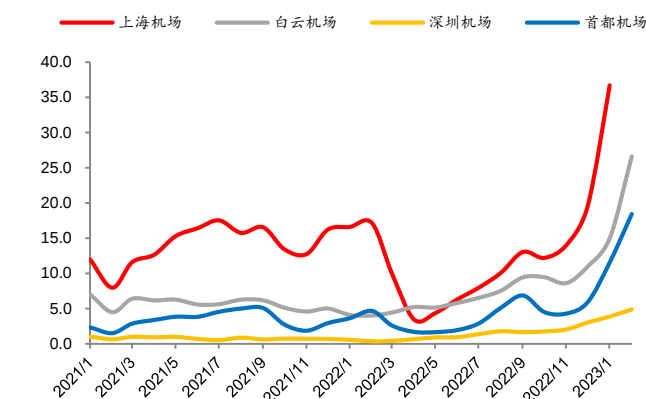
国际航班量整体呈回升态势，2月一线机场国际及地区旅客吞吐量环比回升。本周（3.4-3.10）我国国际客运航班（不含地区）执行量 2772 班次，环比增加 25.8%，恢复至 19 年的 19.1%。2023 年 2 月，广州白云机场、北京首都机场、深圳宝安机场国际及地区旅客吞吐量分别为 26.6、18.4、4.9 万人次，环比分别+77%、+60%、+26%。

图6：我国周度国际航班执行量（班次，不含地区）



资料来源：航班管家，浙商证券研究所

图7：2023.2 一线机场国际及地区旅客吞吐量（万人次）



资料来源：公司公告、官网，浙商证券研究所

2.3 我国免税行业重点资讯回顾

三亚国际免税城、海棠湾等项目入选 2023 年度海南省重点项目。据海南省发改委 3 月 1 日通知，海口国际免税城、三亚国际免税城三期商业区及三亚海棠湾超级万象城文旅综合体项目入选海南省 2023 年重点（重大）项目投资计划，投资金额分别为 77.65 亿元、70 亿元与 150 亿元。（资料来源：金融界）

广州政府表示扩大白云机场免税店经营规模，支持在广州东站、南沙国际邮轮母港等口岸开设口岸免税店。广州市人民政府日前印发《广州市建设国际消费中心城市发展规划（2022—2025 年）》。其中提到，依托交通口岸枢纽，进一步扩大免税消费的辐射力和影响力；扩大白云国际机场等口岸免税店经营规模，支持在广州东站、南沙国际邮轮母港等口岸开设口岸免税店。（资料来源：证券时报）

3 个股跟踪

表2：个股追踪

标的	日期	具体内容	资料来源
白云机场	2023.3.7	公司发布 2 月生产经营数据快报：2 月，白云机场完成航班起降 3.4 万架次，同比增长 11.52%；旅客吞吐量为 460.37 万人次，同比增长 41.41%；货邮吞吐量为 13.12 万吨，同比减少 2.37%。对比 2019 年 2 月同期，白云机场的航班起降架次约恢复至疫情前的九成，旅客吞吐量则约恢复近八成，而货邮吞吐量不仅已超过疫情前水平，较 2019 年同期还实现了 36% 的增长。	公司公告

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

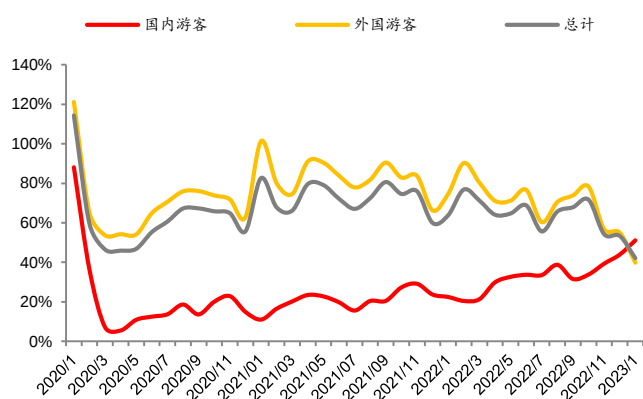
4 海外旅游零售业跟踪

4.1 韩国免税销售额跟踪：1月销售额环比-38%、恢复至19年的42%

根据韩国免税协会数据，韩国免税店2023年1月销售情况：

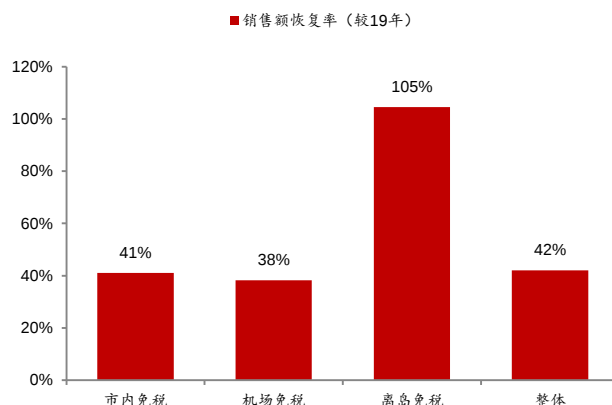
- **销售额：**1月，韩国免税店销售额约6.4亿美元，环比-38%，恢复至22年同期的66%，恢复至2019年同期的42%。**1)按游客分类：**国内游客销售额约1.6亿美元，同比22年+127%，恢复至2019年同期的51%；外国游客销售额约4.8亿美元，同比22年-47%，恢复至2019年同期的40%。**2)按业态分类：**市内免税、机场免税、离岛免税渠道销售额分别约5.10、0.93、0.39亿美元，占比分别约79.4%、14.4%、6.1%。
- **购物人次：**1月，韩国免税店购物人次约143万人次，环比+13%，同比22年+120%，恢复至2019年同期的36%。其中，国内游客119万人次，占比83%，环比+18%，同比22年+98%，恢复至2019年同期的46%；外国游客25万人次，占比17%，环比-6%，同比22年+378%，恢复至2019年同期的17%。
- **人均消费额：**1月，韩国免税店人均消费额为448美元，同比22年-70%；其中，国内游客人均消费额136美元，同比22年+15%；外国游客人均消费额1962美元，同比22年-89%。

图8：韩国免税店销售额恢复率（较2019年同期）



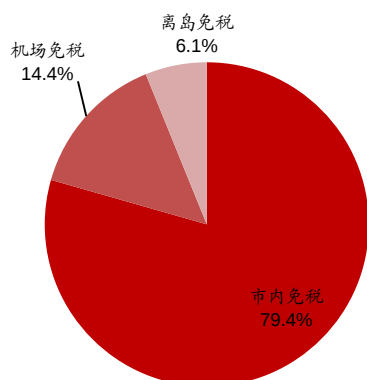
资料来源：KDFA，浙商证券研究所

图9：韩免1月销售额恢复率（较19年同期，分渠道类型）



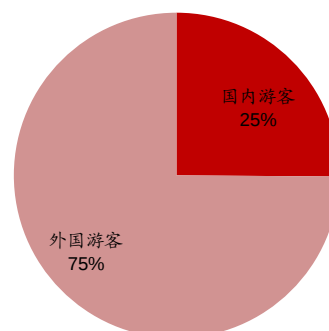
资料来源：KDFA，浙商证券研究所

图10: 韩免1月销售额结构(分渠道)



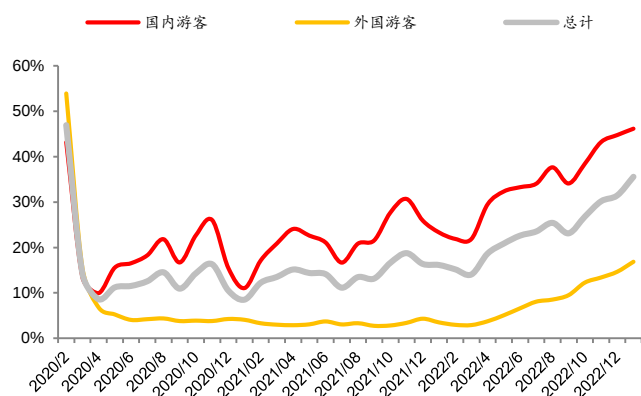
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图11: 韩免1月销售额结构(分游客类型)



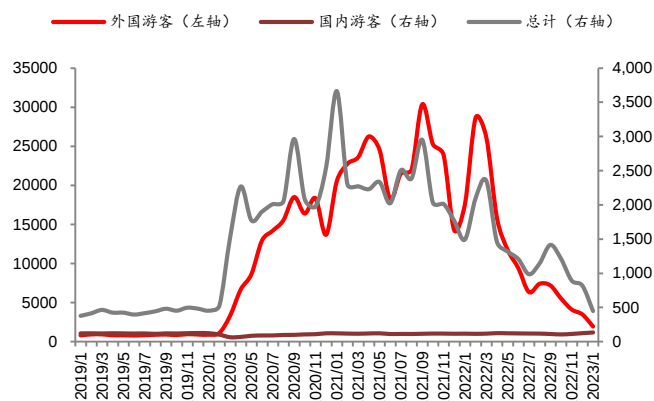
资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图12: 韩国免税店购物人次恢复率(较2019年同期)



资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

图13: 韩国免税店人均消费额(美元)



资料来源: KDFA, 浙商证券研究所

4.2 海外旅游零售市场重点资讯回顾

- Dufry 杜福瑞 2022 年营收有机增长率超 76.1%。**Dufry 发布了 2022 年财报，实现营收 68.784 亿瑞士法郎，有机增长率超过 76.1%，完成了其 2022 年目标。免税占净销售额的 57.4%，完税占 42.6%，接近历史水平；机场渠道贡献率为 91.4%。受强劲的消费需求推动，利润率达 61.0%。2022 年，杜福瑞总共开设了 16536 平方米的新店，翻新了 32772 平方米的销售空间，分别相当于总经营面积（471591 平方米）的 3.5% 和 6.9%。（资料来源：穆迪大卫报道）
- 韩国 1 月份免税店销售额同比下降 38% 至 6.4 亿美元，原因是与大量代购转卖到中国的旅行社佣金大幅下调。**这种影响在化妆品类别中尤为严重，2022 年这类产品占韩国免税店总销售额的 70% 以上。2022 年，韩国免税店市场（不包括航空公司）下降了 11.5%，至 138 亿美元，与 2019 年创纪录的 213 亿美元收入相比下降了 35.4%。（资料来源：穆迪大卫报道）
- 乐天免税店 1-2 月的国内销售额比 22 年同期增长了 550%，恢复至 2019 年的一半。**此外，乐天还将集中精力扩大海外店铺。23 年上半年，新加坡樟宜机场免税店正

式开业，6月开始运营澳大利亚墨尔本机场免税店，预计下半年将在越南河内开设市内店。（资料来源：DEF）

5 投资建议

推荐中国中免：在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，中免仍有较大成长空间。美兰机场二期免税店已于2021年12月与机场二期投产同步运营，新增免税面积9313平；全球最大单体免税店海口国际免税城已于2022.10.28开业，2023年三亚凤凰机场免税店有望继续扩容、三亚国际免税城一期2号地计划开业，公司在海南的销售规模有望保持高增。

推荐上海机场、白云机场、美兰空港、海南机场：国内出行需求边际向上，一旦国际客流恢复，机场免税销售额亦有望恢复，议价权将随之迅速回升，上海机场、白云机场将迎来业绩&估值双重修复。随着海南客流底部回升，离岛免税销售额将环比改善，美兰机场、三亚机场航空性业务、非航业务收入均将恢复，未来将持续享离岛免税高速发展红利。

6 风险提示

免税销售额不及预期，政策不及预期。

股票投资评级说明

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

- 1.买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
- 2.增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
- 3.中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
- 4.减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

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 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>