

社会服务行业深度报告

免税行业深度：免税商机场租金历史复盘拆解，及 2024 口岸免税展望

增持（维持）

2024 年 06 月 25 日

证券分析师 吴劲草

执业证书：S0600520090006

wujc@dwzq.com.cn

证券分析师 石旻瑄

执业证书：S0600522040001

shiyx@dwzq.com.cn

研究助理 王琳婧

执业证书：S0600123070017

wanglj@dwzq.com.cn

投资要点

- 以机场为主要销售点位的口岸免税历经 2016-2019 高速发展、2020-2022 疫情、到 2023 年进入逐步复苏的发展新阶段。口岸免税市场的经营主体（机场、免税商）之间的合作关系也历经几轮谈判调整，终于在 2024 年初综合疫后流量和消费形态形成租金方案共识。本报告将复盘免税商与机场“做蛋糕、切蛋糕”的历史变化，并进一步展望未来口岸免税发展形态。
- 免税商与机场历次协议调整复盘：1) 2020 年前“高保底+高提成”模式特殊时期改为“客流与保底挂钩”：2020 年前，北、上、广三大城市机场的免税运营权条件均遵循“保底及提成孰高”原则，约定的保底额和提成率均较高。基于 2020 年的特殊情况，国际客流断崖式回落，2021 年前后机场与免税商协商对免税经营权合同进行补充约定，将保底与客流进行挂钩。2019-2022 年日上上海向上海机场支付的租金分别为 52.1/11.6/4.9/3.6 亿元。2) 2024 最新调整，改为“低保底+低提成”模式鼓励做大销售额：本次《补充协议二》将此前补充协议一中的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，同时将保底及提成（相比原协议）进行了大幅调降；从原合同的数十亿级别调降至数亿元级别，提成方面根据免税商近年毛利率下降的趋势，从原合同的 40%左右降至 18-36%区间。截至 2024 年 6 月，三大机场合同除广州白云机场部分标段外，均已调为“低保底+低扣点”模式。
- 未来口岸免税销售形态及销售额展望：1) 2024 年合同调整以来实际租金情况：合同调整后首个完整季度来看，上海机场、首都机场 Q1 营收环比有所下降。2) 2024 机场免税店销售额租金测算：我们综合考虑三大机场的国际客流恢复程度、单客免税消费额及租金机制对各自 2024 年免税销售额及租金进行条件测算。对北京首都机场来说，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 5.6/7.0/10.8 亿元；上海机场，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 11.0/18.5/27.5 亿元；白云机场，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 5.0/5.4/7.1 亿元。推算 2024 年免税商保持 33%左右毛利率水平，及机场扣点率降至 23%左右的情况下，日上系 2024 年净利率有望回到高单位数区间。3) 未来口岸免税店形态及格局展望：政策细则为关键考量因素，免税市场主导方——免税商的供给倾向是决定性因素。若市内店机场离境提货点租金由机场与免税商协商决定，机场免税店商品供给价格或更具优势；市内店机场离境提货点租金沿用历史费率，市内店商品供给或将占优。市内店政策细则将有效影响其在出入境免税市场中的占比，也将进一步影响到各市场参与者的份额，中国中免在出入境免税市场仍将占主导地位。
- 投资建议：免税行业虽然在 2023-2024 年的居民消费意愿低迷、海外奢侈品消费分流背景下呈现出承压状态，但长期来看仍然是跟随中国居民奢侈品消费大盘增长的重要渠道。在海南离岛免税走稳后，若出入境免税政策出现进一步放开，有望促使免税大盘整体企稳、重回增长，而核心机场口岸也将有望成为重要受益方。我们建议密切关注市内免税政策落地时间及细则，兑现免税行业下一阶段发展红利。
- 风险提示：居民出行消费需求走弱，居民奢侈品消费分流，免税政策落地不达预期的风险，行业竞争加剧等风险。

行业走势



相关研究

表：重点公司估值（截至 2024 年 6 月 21 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2023A	2024E	2025E	2023A	2024E	2025E	
601888	中国中免	1337.72	64.66	3.25	3.96	4.62	19.93	16.33	14.00	买入
600859	王府井	138.59	12.21	0.62	0.75	0.88	19.54	16.28	13.88	增持
600009	上海机场	813.73	32.70	0.38	0.85	1.21	87.12	38.47	27.02	增持

数据来源：Wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 免税商与机场历次协议调整复盘	5
1.1. 2020 年前“高保底+高提成”模式特殊时期改为“客流与保底挂钩”	5
1.2. 2024 最新调整，改为“低保低+低提成”模式鼓励做大销售额	6
2. 未来口岸免税销售形态及销售额展望	8
2.1. 2024 年合同调整以来实际租金情况	8
2.2. 2024 机场免税店销售额租金测算	10
2.3. 未来机场免税店形态及格局展望	13
3. 投资建议	14
4. 风险提示	15

图表目录

图 1:	上海机场免税租金合同两次变化框架图示.....	7
图 2:	北上广三地免税运营主体销售额 (亿元)	8
图 3:	北上广三地机场确认租金 (亿元)	8
图 4:	上海机场逐季成本、毛利情况 (亿元)	9
图 5:	首都机场逐季成本、毛利情况 (亿元)	9
图 6:	白云机场逐季成本、毛利情况 (亿元)	9
图 7:	北上广机场国际旅客吞吐量情况 (万人)	10
图 8:	北上广机场单客免税租金贡献额 (元)	10
图 9:	首都机场 2024 年免税销售额敏感性分析 (亿元)	11
图 10:	首都机场 2024 年免税租金敏感性分析 (亿元)	11
图 11:	上海机场 2024 年免税销售额敏感性分析 (亿元)	11
图 12:	上海机场 2024 年免税租金敏感性分析 (亿元)	11
图 13:	白云机场 2024 年免税销售额敏感性分析 (亿元)	12
图 14:	白云机场 2024 年免税租金敏感性分析 (亿元)	12
图 15:	日上中国及日上上海营收情况 (亿元)	12
图 16:	日上系净利润 (亿元) 及净利率情况.....	12
图 17:	机场免税店在出入境场景中的卡位.....	13
图 18:	未来可能的免税市场格局.....	14
表 1:	2020 年前中免中标上海、北京、广州五大机场免税运营权条件.....	5
表 2:	北京首都/上海机场当年租金/客流与 2019 年比值情况	6
表 3:	截至 2024 年 6 月三大机场合作模式.....	8
表 4:	免税及机场上市公司估值 (截至 2024 年 6 月 21 日)	15

以机场为主要销售点位的口岸免税历经 2016-2019 高速发展、2020-2022 疫情、到 2023 年进入逐步复苏的发展新阶段。口岸免税市场的经营主体（机场、免税商）之间的合作关系也历经几轮谈判调整，终于在 2024 年初综合疫后流量和消费形态形成租金方案共识。本报告将复盘免税商与机场“做蛋糕、切蛋糕”的历史变化，并进一步展望未来口岸免税发展形态。

1. 免税商与机场历次协议调整复盘

1.1. 2020 年前“高保底+高提成”模式特殊时期改为“客流与保底挂钩”

2020 年前，北、上、广三大城市机场的免税运营权条件均遵循“保底及提成孰高”原则。梳理北上广三大城市五大机场中免/日上中标条款，在“保底及提成孰高”的框架下，约定的保底额和提成率均是较高的。以 2018 年披露的日上上海与上海机场（浦东）合同为例，2015-2017 年日上上海向上海机场支付的免税店租金分别为 14.6/16.9/22.6 亿元；2018 年签约的新合同则将 2019 年-2021 年保底额约定到了 35.3/41.6/45.6 亿元，同时扣点率高达 42.5%超过了中免 2018 年报表毛利率。当时的“高保底+高提成”系基于机场占据免税销售核心购买客群流量区位、免税市场需求高速增长背景下形成的分配机制。

表1：2020 年前中免中标上海、北京、广州五大机场免税运营权条件

机场	标段	保底及销售提成	扣点率	经营期限	经营方
首都机场	T2 航站楼	首年保底 8.3 亿元	47.50%	2018-2025 年	中免
	T3 航站楼	首年保底 22 亿元	42.50%		日上中国
浦东机场	T1 航站楼	合同期内保底销售提成总额 410 亿元	42.50%	2022-2025 年	日上上海
	T2 航站楼			2019-2025 年	
	卫星厅			启用日-2025 年	
虹桥机场	T1 航站楼	合同期内销售提成总额 20.71 亿元	42.50%	2019-2025 年	
白云机场	T1 入境	T2 启用前：首年保底销售额 3244 万元/月，按年递增；T2 启用后：首年保底销售额 2356 万元/月，按年递增	42%	2018-2024 年 (可再延 3 年)	广州新免
	T2 入境	保底销售额 3353 万元，按年递增	42%	2018-2024 年 (可再延 3 年)	
	T2 出境	首年保底销售额 3292 万元/月，按年递增	35%	2018-2026 年 (可再延 2 年)	

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

基于 2020 年的特殊情况，国际客流断崖式回落，2021 年前后机场与免税商协商对免税经营权合同进行补充约定，将保底与客流进行挂钩。由于后续合同已再次进行调整，在本文我们不再将第一次补充协议的复杂机制进行详述，可参考我们此前免税/机场报告中梳理内容。在此我们将 2020-2022 年上海/首都机场客流/租金与 2019 年的比例进行

列示，以示意疫情期间特殊情况下机场与免税商暂时形成的分配局面。可以看到根据挂钩机制，租金与客流比值同向变动，但基本原则是租金比例相对更高，是由补充协议中“客流调节系数”对机场租金起到一定缓冲作用，以保证机场极端情况下的可持续运营。

表2: 北京首都/上海机场当年租金/客流与 2019 年比值情况

	2020	2021	2022
北京首都机场当年租金与 2019 年比值	6%	2%	2%
北京首都机场当年客流与 2019 年比值	10%	1%	2%
上海机场当年租金与 2019 年比值	22%	9%	7%
上海机场当年客流与 2019 年比值	13%	4%	3%

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

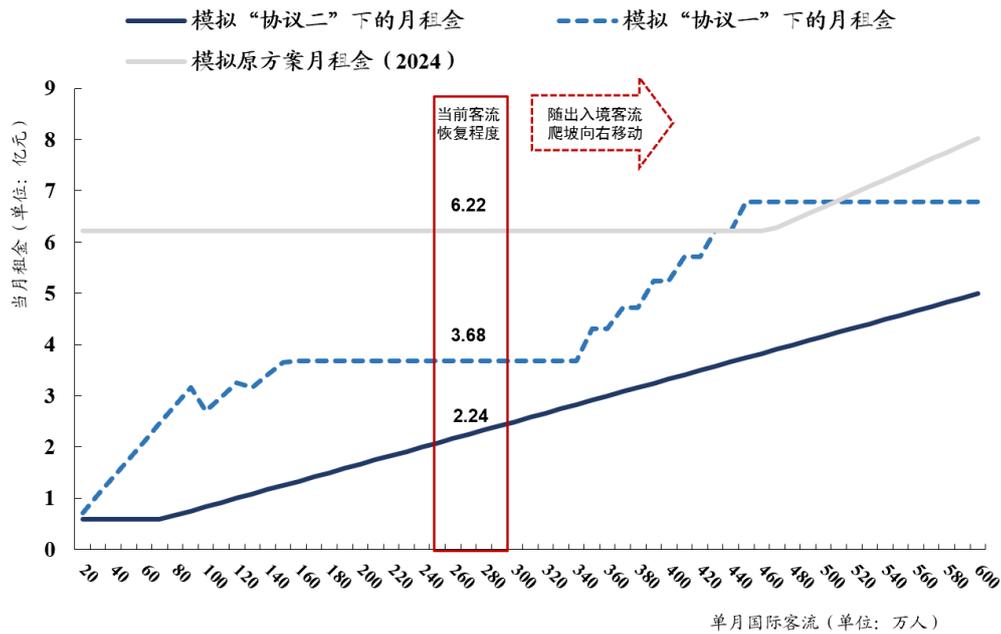
注：2021 年虹桥机场并表，因而 2021/2022 数据包含虹桥，2020 仅有浦东。

1.2. 2024 最新调整，改为“低保低+低提成”模式鼓励做大销售额

2023 年 12 月 26 日，中国中免分别公告与上海机场、首都机场签署的机场租金补充协议，为继 2021 年 1 月及 2021 年 10 月分别与上海机场及首都机场对租金进行补充调整（下称补充协议一）后的第二次调整（下称补充协议二）。

本次《补充协议二》的核心思路是：将此前补充协议一中的“流量挂钩+封顶”模式改回为原协议的“保底+提成模式”，同时将保底及提成（相比原协议）进行了大幅调降。保底方面进行大幅调降，从原合同的数十亿级别调降至数亿元级别；提成方面也根据免税商近年毛利率下降的趋势有所调降，从原合同的 40%左右降至 18-36%区间。我们将两次调整框架围绕客流变化形成的月租金推算结果绘图如下，以更直观地表示两次框架变化。以上海机场合同变化为例：

图1：上海机场免税租金合同两次变化框架图示



数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

注：1) “协议一”中关键参数未完全披露，此处为我们自行测算以进行示意，实际曲线斜率可能跟测算有差异。
2) “协议二”下的月租金核心假设为单客贡献为361元，与2019年一致，综合提成率假设为23%，若实际单客贡献或综合提成率与假设有区别，则曲线斜率有差异，大体方向不变。

《补充协议二》在上次协议结果基础上进一步调降了实际租金。如图所示，当前上海机场国际客流（2024年4-5月）吞吐量恢复至单月270万左右，在原协议框架下，应收取月租金约6.22亿元；按“补充协议一”框架下，估算收取月租金3亿元以上；按“补充协议二”框架下，假设单客贡献仍为361元，综合提成率22%后，估算应收取的单月租金为2.24亿元，较“补充协议一”有显著下降。后续随国际客流进一步恢复带动免税销售额修复，实际租金仍将缓慢提升，上不封顶。首都机场补充协议二与原协议的调整方向，与上海机场基本一致。

市内免税联动设计有望助力口岸突破瓶颈。2019年，日上上海、日上中国共计实现营业收入226亿元，占当年营收的近一半。2023日上上海实现178亿元营收（日上中国未披露），仅占当年营收的26%，考虑其中还包含线上销售，实际口岸免税店销售占比预计不超过10%。截至2024年4月，三大航空口岸（上海、北京首都、广州白云）国际客流较2019年同期的恢复程度分别为92%/50%/81%。我们认为随着国际客流进一步提升，配合“补充协议二”中提及的“利用市内免税业务与机场联动实现‘线下预定、机场提货’”的框架设计，口岸免税规模有望突破长期天花板，形成与离岛免税并驾齐驱的渠道格局。

图2: 北上广三地免税运营主体销售额 (亿元)

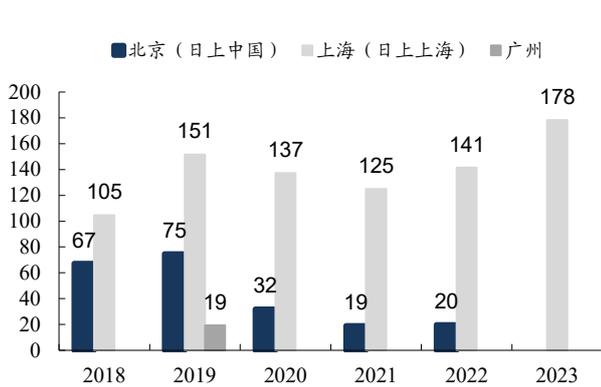
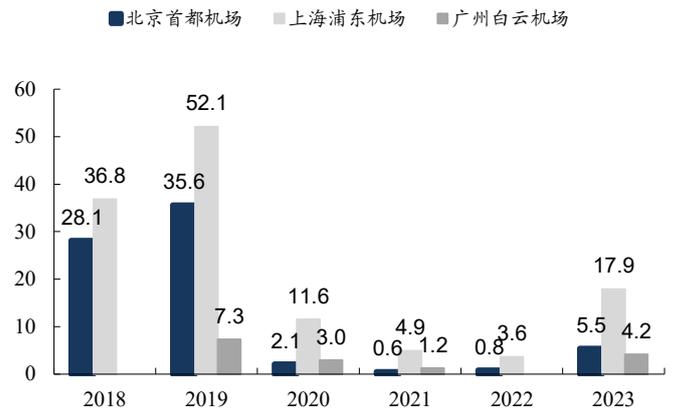


图3: 北上广三地机场确认租金 (亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

注: 空值为当年未披露。广州白云 2019 年确认租金为根据免税销售额测算值, 2023 为估算值; 上海机场 2021 前租金数据为浦东机场, 2021 年起为浦东+虹桥。

截至 2024 年 6 月, 三大机场合同除广州白云机场部分标段外, 均已调为“低保底+低扣点”模式。根据各公司于 2024 年初前后陆续披露的补充协议合同: 白云机场的 T2 出入境及 T1 出境仍保留此前首次补充协议框架, 即“高保底+高扣点, 保底与月度客流挂钩”模式; 除此之外的北上广三大机场标段, 均调整为“低保底+低扣点”模式。此处的两“低”均为与该标段此前保底、扣点数额相比较得出。如首都机场此前 2018 年度保底额在 30 亿元级别, 降至 5.6 亿元; 扣点 42.5%/47.5%降至 18-36%区间 (根据品类不同有所区别), 虽然确切综合扣点率未披露, 但比照白云机场条款, 我们判断实际综合扣点率在 23%左右, 较此前有较大下调, 下调幅度基本匹配免税商当前的商品综合毛利率下降幅度 (中免 2019 年毛利率 49.4%, 2023 年毛利率 31.8%)。

表3: 截至 2024 年 6 月三大机场合作模式

机场	标段	保底	扣点率	经营期限
首都机场	全部	年保底 5.58 亿元	18-36%区间	2024-2025
上海机场	全部	年保底 7.07 亿元	18-36%区间	2023.12-2025
白云机场	T1 出境, 1747 平米	年保底 4570 万元, 若客流高于前一年 80%, 则保底额增长 6%	23.15%	20+X 个月 (根据 T1 航站楼停止国际功能时间确定)
	T2 出入境+T1 入境	原保底根据月客流进行调节	原扣点	延长到 2029 年 4 月 25 日

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

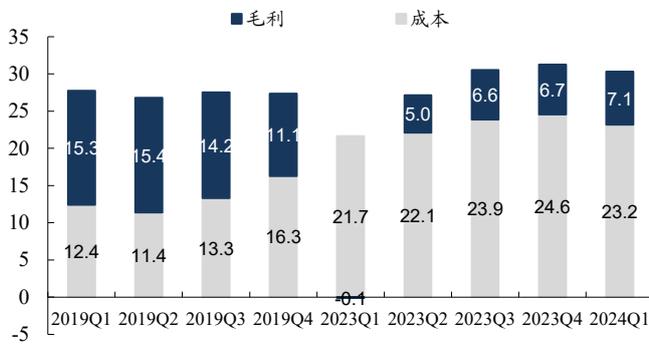
2. 未来口岸免税销售形态及销售额展望

2.1. 2024 年合同调整以来实际租金情况

合同调整后首个完整季度来看, 上海机场、首都机场营收环比有所下降。上海机场

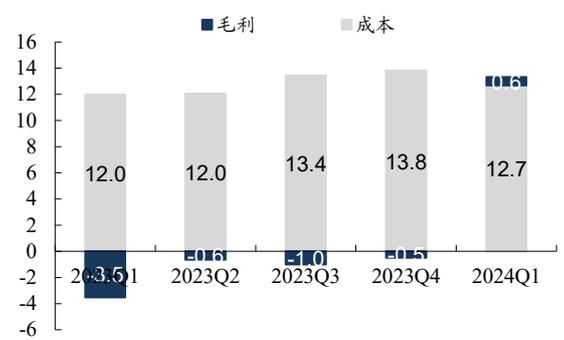
补充协议由 2023 年 12 月起生效，首都机场为 2024 年起，白云机场 T1 出境为 2024 年 5 月起。因而对于上海机场、首都机场而言，2024 年 Q1 为租金调整后首个完整季度。结合上海机场 2019 年度营收季节性来看，四个季度营收分布基本均匀，Q1 较 Q4 营收多 0.3 亿元。上海机场 2023 年全年随着国际客流的持续回升，收入逐季环比改善；但 2024Q1 在国际客流进一步回升的前提下，营收实现 30.3 亿元，环比 2023Q4 少 1.0 亿元，我们认为出现这一情况主要系机场租金机制调整影响。同样的在首都机场季度报表中也呈现出 2024Q1 较 2023Q4 营收环比持平的情况（2024Q1 国际及地区客流为 323 万人，较 2023Q4 的 266 万人有显著提升）。而白云机场也出现了 2024Q1 较 2023Q4 营收环比下降 1.6 亿元的情况（参考 2019 年 Q1 较 Q4 营收少 1.0 亿元），但由于期间未有租金机制调整，虽然其下降大概率系由于非航收入的波动，但我们无法将其归因至免税销售租金。

图4：上海机场逐季成本、毛利情况（亿元）



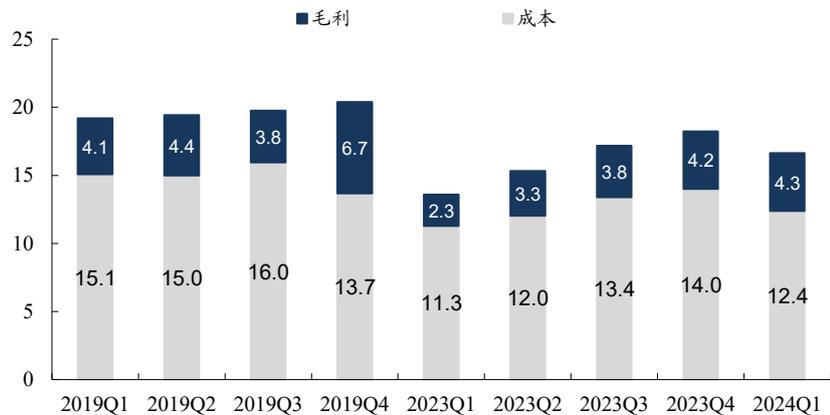
数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图5：首都机场逐季成本、毛利情况（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

图6：白云机场逐季成本、毛利情况（亿元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

2.2. 2024 机场免税店销售额租金测算

2023 年机场单客免税租金贡献额从疫情期间的高值降回，上海及北京首都机场单客贡献显著低于 2019 年，白云机场较 2019 年提升。我们使用当年确认免税销售租金/同期国际及地区旅客吞吐量计算得出机场逐年单客租金贡献额。可以看到疫情期间由于国际旅客吞吐量极少，实际单客租金贡献额度有所提升。而到 2023 年，随客流逐步修复，单客租金贡献回落，北京首都机场/上海机场/白云机场 2023 年的单客免税租金贡献分别为 71/97/51 元，较 2019 年的 129/135/39 元而言，北京、上海有显著下降，白云有显著提升。我们认为系由于 2019 年白云机场单客免税消费额显著低于北上水平，因而在提成机制下，单客租金贡献基数显著低。2019 年北京首都机场/上海机场/白云机场的单客免税消费额（免税销售额/国际及地区旅客吞吐量）分别为 271/393/103 元。

图7：北上广机场国际旅客吞吐量情况（万人）

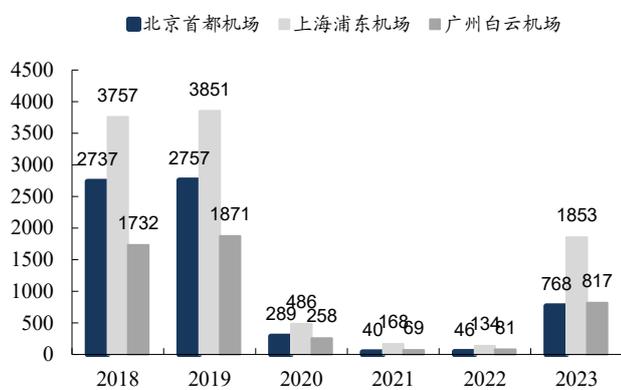
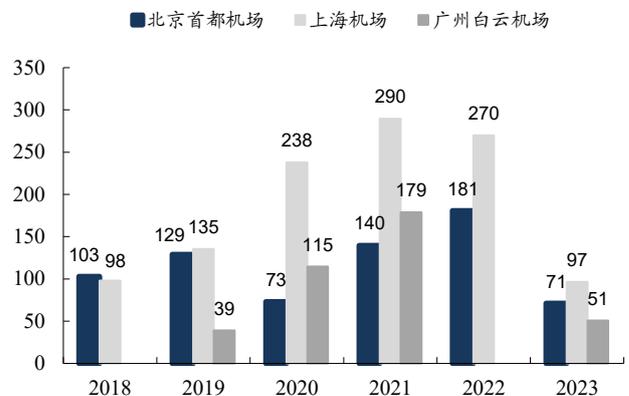


图8：北上广机场单客免税租金贡献额（元）



数据来源：公司公告、东吴证券研究所

数据来源：公司公告、东吴证券研究所

注：广州白云 2019 年租金为根据免税销售额测算值，2023 租金为估算值；上海机场 2021 前数据为浦东机场，2021 年起为浦东+虹桥。

在此我们综合考虑三大机场的国际客流恢复程度、单客免税消费额及租金机制对各自 2024 年免税销售额及租金进行条件测算。

- **国际客流恢复程度：**2023 年北京首都机场/上海机场/白云机场国际及地区客流恢复程度分别为 28%/48%/44%，而截至 2024 年 4 月，这个数字分别来到了 50%/86%/73%。因而在国际客流的恢复程度假设上，我们分别在各机场 2023 年全年平均水平上分别+30/35/40/45/50 个百分点。
- **单客免税消费额：**单客免税销售额而言，由于 2023 年各机场实际线下免税销售额均未披露，我们参考了单客租金的恢复程度，且考虑当前消费者面临的进口奢侈品销售渠道较 2019 年更为丰富的现实情况，对首都机场和上海机场分别假设 2024 年客单价为 2019 年的 40/50/60/70/80%，考虑白云机场低基数，对其客单价假设为 2019 年的 80/90/100/110/120%。

- **租金机制：**均为截至 2024 年 6 月最新机制年化计算而得。其中白云机场由于涉及到不同标段的不同机制，我们简单假设“低保底+低提成”的 T1 出境销售额占总销售额的 30%，其他标段共计占 70%。结合免税销售额及“保底及提成孰高”机制(扣点率我们均假设为 23.15%)进一步推算 2024 年全年租金情况。

根据以上核心要素情景假设计算三大机场 2024 年销售额及对应的租金情况如下：

对北京首都机场来说，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 5.6/7.0/10.8 亿元。悲观假设客流/客单分别为 2019 年的 58%/40%，测算免税销售额 17.3 亿元，对应拿到保底租金 5.6 亿元；中性假设客流/客单分别为 2019 年的 68%/60%，测算免税销售额 30.4 亿元，对应拿到租金提成 7.0 亿元；乐观假设客流/客单分别为 2019 年的 78%/80%，测算免税销售额 46.6 亿元，对应租金提成 10.8 亿元。

图9：首都机场 2024 年免税销售额敏感性分析（亿元）

客单价恢复程度，绝对值	国际客流恢复程度	58%	63%	68%	73%	78%
40%，108元		17.3	18.8	20.3	21.8	23.3
50%，136元		21.6	23.5	25.4	27.2	29.1
60%，163元		26.0	28.2	30.4	32.7	34.9
70%，190元		30.3	32.9	35.5	38.1	40.8
80%，217元		34.6	37.6	40.6	43.6	46.6

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

图10：首都机场 2024 年免税租金敏感性分析（亿元）

客单价恢复程度，绝对值	国际客流恢复程度	58%	63%	68%	73%	78%
40%，108元		5.6	5.6	5.6	5.6	5.6
50%，136元		5.6	5.6	5.9	6.3	6.7
60%，163元		6.0	6.5	7.0	7.6	8.1
70%，190元		7.0	7.6	8.2	8.8	9.4
80%，217元		8.0	8.7	9.4	10.1	10.8

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

上海机场，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 11.0/18.5/27.5 亿元。悲观假设客流/客单分别为 2019 年的 78%/40%，测算免税销售额 47.3 亿元，对应拿到租金提 11.0 亿元；中性假设客流/客单分别为 2019 年的 88%/60%，测算免税销售额 80.1 亿元，对应拿到租金提成 18.5 亿元；乐观假设客流/客单分别为 2019 年的 98%/80%，测算免税销售额 118.9 亿元，对应租金提成 27.5 亿元。

图11：上海机场 2024 年免税销售额敏感性分析（亿元）

客单价恢复程度，绝对值	国际客流恢复程度	78%	83%	88%	93%	98%
40%，157元		47.3	50.4	53.4	56.4	59.4
50%，197元		59.2	62.9	66.7	70.5	74.3
60%，236元		71.0	75.5	80.1	84.6	89.2
70%，275元		82.8	88.1	93.4	98.7	104.0
80%，315元		94.7	100.7	106.8	112.8	118.9

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

图12：上海机场 2024 年免税租金敏感性分析（亿元）

客单价恢复程度，绝对值	国际客流恢复程度	78%	83%	88%	93%	98%
40%，157元		11.0	11.7	12.4	13.1	13.8
50%，197元		13.7	14.6	15.4	16.3	17.2
60%，236元		16.4	17.5	18.5	19.6	20.6
70%，275元		19.2	20.4	21.6	22.9	24.1
80%，315元		21.9	23.3	24.7	26.1	27.5

数据来源：公司公告、东吴证券研究所测算

白云机场，悲观/中性/乐观假设下分别对应 2024 年租金 5.0/5.4/7.1 亿元。悲观假设客流/客单分别为 2019 年的 74%/80%，测算免税销售额 11.3 亿元，对应拿到租金提 5.0

亿元；中性假设客流/客单分别为 2019 年的 84%/100%，测算免税销售额 16.1 亿元，对应拿到租金提成 5.4 亿元；乐观假设客流/客单分别为 2019 年的 94%/120%，测算免税销售额 21.6 亿元，对应租金提成 7.1 亿元。

图13: 白云机场 2024 年免税销售额敏感性分析 (亿元)

客单价恢复程度, 绝对值	国际客流恢复程度	74%	79%	84%	89%	94%
80%, 82元		11.3	12.1	12.9	13.6	14.4
90%, 92元		12.7	13.6	14.5	15.3	16.2
100%, 103元		14.2	15.1	16.1	17.0	18.0
110%, 113元		15.6	16.6	17.7	18.7	19.8
120%, 123元		17.0	18.1	19.3	20.5	21.6

图14: 白云机场 2024 年免税租金敏感性分析 (亿元)

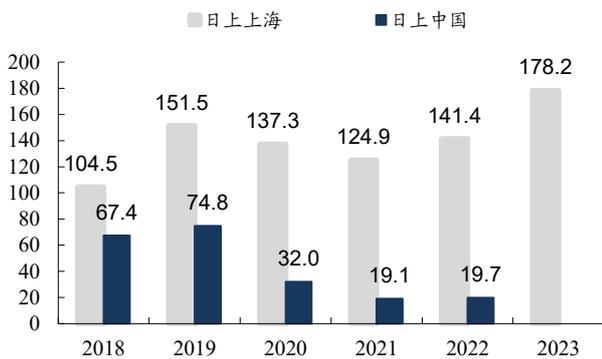
客单价恢复程度, 绝对值	国际客流恢复程度	74%	79%	84%	89%	94%
80%, 82元		5.0	5.1	5.2	5.2	5.3
90%, 92元		5.1	5.2	5.3	5.3	5.4
100%, 103元		5.2	5.3	5.4	5.6	5.9
110%, 113元		5.3	5.5	5.8	6.2	6.5
120%, 123元		5.6	6.0	6.3	6.7	7.1

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所测算

数据来源: 公司公告、东吴证券研究所测算

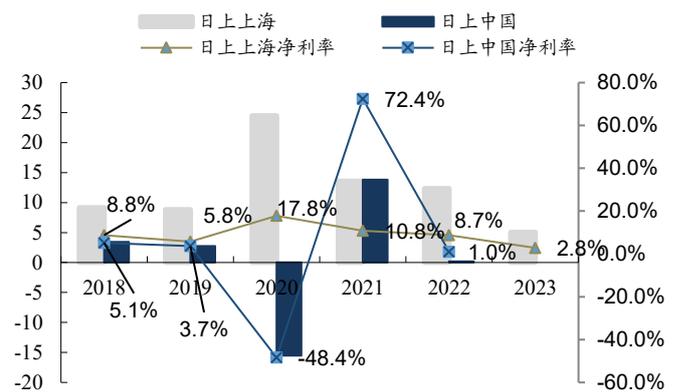
考虑 2024 全年机场租金调整, 日上系 2024 年净利率有望回到高单位数区间。日上上海及日上中国分别作为上海机场/北京首都机场的核心免税运营主体, 在 2019 年之前净利率分别为高单位数/低单位数区间。考虑 2019 年中免平均毛利率 49.4%, 及彼时上海机场、北京首都机场各自扣点率 42.5%/45%左右 (首都机场两个航站楼分别为 42.5% 和 47.5%), 对应到日上上海/日上中国净利率 5.8%/3.7%, 我们可以得出初步结论, 即机场租金是机场免税店的核心费用端。到 2023 年, 据公司披露日上上海净利率仅有 2.8%, 较 2021-2022 年线上占绝对比重下形成的 10%左右净利率有较大下滑, 我们认为较前两年显著提升了 14 亿元左右的机场租金或是净利率承压的重要原因。推算 2024 年免税商保持 33%左右毛利率水平, 及机场扣点率降至 23%左右的情况下, 日上系 2024 年净利率有望回到高单位数区间。

图15: 日上中国及日上上海营收情况 (亿元)



数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

图16: 日上系净利润 (亿元) 及净利率情况

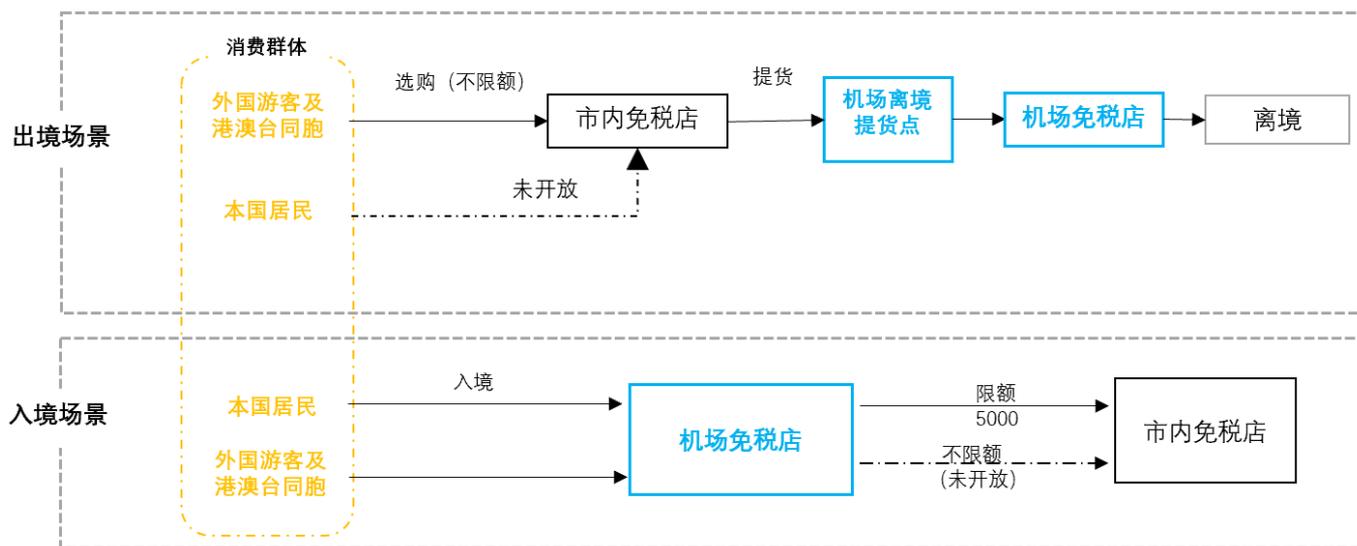


数据来源: 公司公告、东吴证券研究所

2.3. 未来机场免税店形态及格局展望

机场免税店在出入境场景中卡位重要，尤其是出境场景。从消费者行为角度考量，对以民航方式出入境的旅客，机场都是必经之地。尤其在出境场景中，机场还承担离境提货的功能，旅客在市内免税店购买的产品将在机场的提货点进行提取。因而机场在免税消费群体的购买链路中具备重要的卡位作用。根据北京首都机场披露，中免与其签订协议中涉及到提货点约定了“若免税经营主体设立市内免税店和/或在线免税预定提货点，提货点提取比例将按照补充协议二所约定的销售额提取标准执行”。该条款体现了机场作为提货点的卡位溢价。

图17: 机场免税店在出入境场景中的卡位



数据来源：东吴证券研究所绘制

展望未来机场免税店形态，政策细则为关键考量因素。对于出入境免税消费客群，未来将同时存在市内免税店及口岸免税店两种线下购买店型。机场作为高端出入境流量集散地，将占据口岸免税店的主要市场份额。那么机场店和市内免税店中那种店型将在出入境免税市场占据主导地位？**免税市场主导方——免税商的供给倾向是决定性因素，需要依据各店型的理论盈利能力动态判定。**由于中国中免品牌矩阵已基本齐全，毛利率已进入相对稳定的 30-35% 区间，则租金费用占比可能实际决定了各店型的盈利能力。我们认为未来市内店政策细则中对于提货点租金的安排是考虑未来免税市场销售结构的关键考量因素。由于市内店政策仍悬而未决，我们分以下两种情况讨论：

- 一) **市内店机场离境提货点租金由机场与免税商协商决定。**根据机场披露补充协议二框架，若市内店/线上免税预定离境提货点沿用机场扣点率(假设综合扣点 23% 左右)，则市内店店型需支付市内开店租金及机场提货扣点双重租金。其运营租金费率一定高于机场免税店。在此情景下机场免税店商品供给价格或更具优势。相对市内店更优的份额可能进一步促进品牌、商品矩阵的完整。

二) 市内店机场离境提货点租金沿用历史费率。参考离岛免税三大口岸之一的海南机场(三亚凤凰机场)披露 2023 年免税提货点租金 0.66 亿元, 我们估算海南离岛免税中市内店型的提货点租金费率占免税销售额的 0.5%左右。再考虑市内店租赁费率或低于 10%, 若离境提货点租金在市内店政策中被明确限制费率, 则市内店理论净利率可能比机场免税店高 10 个百分点以上, 市内店商品供给或将占优。在此情境下, 免税商有动力将物业自有化, 进一步提升效益。

图18: 未来可能的免税市场格局



数据来源: 东吴证券研究所绘制

注 1: 红色为中免控股并表门店, 浅红色为中免参股或在该类中存在一部分中免运营门店。

注 2: 各门店面积大小一定程度挂钩我们认为的未来其市场份额, 但由于政策未明晰, 实际兑现情况可能有差异。

注 3: 口岸门店运营商默认均延续当前免税商, 后续有可能有招投标活动产生运营商变化的结果。

综合以上讨论, 市内店政策细则将有效影响其在出入境免税市场中的占比, 也将进一步影响到各市场参与者的份额。统观当前市内及机场布局, 中国中免在出入境免税市场仍将占主导地位。

3. 投资建议

免税行业虽然在 2023-2024 年的居民消费意愿低迷、海外奢侈品消费分流背景下呈现出承压状态, 但长期来看仍然是跟随中国居民奢侈品消费大盘增长背景下的重要销售渠道。在海南离岛免税走稳后, 若出入境免税政策出现进一步放开, 有望促使免税大盘整体企稳、重回增长, 而核心机场口岸也将有望成为重要受益方。我们建议密切关注市内免税政策落地时间及细则, 兑现免税行业下一阶段发展红利。

表4: 免税及机场上市公司估值 (截至 2024 年 6 月 21 日)

股票代码/简称	总市值 (亿元)	归母净利润 (亿元)				P/E				投资 评级
		2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E	
601888.SH/ 中国中免	1,337.72	67.14	81.96	95.57	112.33	20	16	14	12	买入
600859.SH/ 王府井	138.59	7.09	8.54	10.04	11.53	20	16	14	12	增持
600009.SH/ 上海机场	813.73	9.34	21.06	30.03	37.92	87	38	27	21	增持
0694.HK/北 京首都机场	108.20	-16.97	-2.45	5.65	9.03	-	-	19	12	未评级
600004.SH/ 白云机场	225.78	4.42	10.72	13.60	11.90	51	21	17	19	未评级

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

注: 中国中免、王府井、上海机场盈利预测由东吴证券研究所预测, 北京首都机场、白云机场盈利预测为 Wind 一致预期, 货币单位均为人民币, 2024 年 6 月 21 日港元兑人民币汇率为 0.91

4. 风险提示

居民出行消费需求走弱: 由于宏观经济波动, 居民出行或奢侈品消费可能会走弱, 影响国内消费大盘, 致使公司营收承压。

居民奢侈品消费分流: 基于居民出境游的持续恢复, 外围消费市场汇率波动可能阶段性形成消费虹吸效应, 影响国内奢侈品消费大盘。

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，本公司及作者不对任何人因使用本报告中的内容所导致的任何后果负任何责任。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。

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。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明出处为东吴证券研究所，并注明本报告发布人和发布日期，提示使用本报告的风险，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

东吴证券投资评级标准

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的），北交所基准指数为北证 50 指数），具体如下：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在 15%以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于 5%与 15%之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-5%与 5%之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准介于-15%与-5%之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对基准在-15%以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于基准 5%以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对基准-5%与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于基准 5%以上。

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应当充分考虑自身特定状况，如具体投资目的、财务状况以及特定需求等，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

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>