



中国国旅 (601888)

## 牌照放开，市场集中度或进一步提升

	刘越男 (分析师)	芦冠宇 (分析师)
	021-38677706	0755-23976385
	liuyuenan@gtjas.com	luguanyu@gtjas.com
证书编号	S0880516030003	S0880517070005

### 本报告导读:

不同于市场普遍担心，开放牌照后，中免市占率有望进一步提升、机场店盈利能力有望改善。

### 投资要点:

- **维持目标价，增持评级。** 出入境机场免税竞标放开将有利于中免市占率的提升和机场店盈利能力改善。维持 2019-2021 年 EPS 为 2.42/2.82/3.56 元。维持目标价 101.65 元，对应 2019 年估值 42XPE，维持增持评级。
- **即便中免无任何作为，政策负面影响也很小。** ①我们预测，即便中免失去所有存量口岸出境店经营权，影响的净利润总额不超过 5 亿元。②若机场扣点率减少 2%-15%，将增厚公司业绩约 4.79%-35.92%。但短期内对公司利润影响较小。
- **中免有能力中标所有机场出入境免税店。** ①中免有能力在不亏损的情况下给出约 48% 的超高扣点率，且技术标段得分至少领先竞争对手 13 分。②护城河已逐步由牌照优势转换为规模优势和运营优势。
- **对标历史经验，中国免税市场分散可能性小。** ①进境店放开招标后，中免+日上的市占率从 2016 年 74.3% 提升至 2018 年 88.8%。②市场集中后，中免不断蚕食韩国免税份额，利国利民。与韩国政策趋于市场分散不同的是，国内免税政策整体是有利于市场集中的。③韩国行业龙头乐天初期对免税重视程度不够，客观上给了对手快速成长的空间；中国免税起步晚，已充分吸收经验教训。
- **风险因素：** 宏观经济波动影响消费需求、机场有税零售业租金波动。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	28,282	47,007	45,629	55,864	67,084
(+/-)%	26%	66%	-3%	22%	20%
经营利润 (EBIT)	3,482	5,628	7,204	9,442	11,923
(+/-)%	40%	62%	28%	31%	26%
净利润 (归母)	2,531	3,095	4,720	5,509	6,949
(+/-)%	40%	22%	53%	17%	26%
每股净收益 (元)	1.30	1.59	2.42	2.82	3.56
每股股利 (元)	0.52	0.55	0.50	0.50	0.50

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	12.3%	12.0%	15.8%	16.9%	17.8%
净资产收益率 (%)	18.0%	19.1%	23.7%	22.5%	22.8%
投入资本回报率 (%)	73.5%	54.7%	46.2%	56.1%	65.7%
EV/EBITDA	19.61	17.76	18.48	13.71	10.36
市盈率	59.64	48.77	31.97	27.40	21.72
股息率 (%)	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **101.65**

上次预测: 101.65

当前价格: 85.88

2019.07.22

### 交易数据

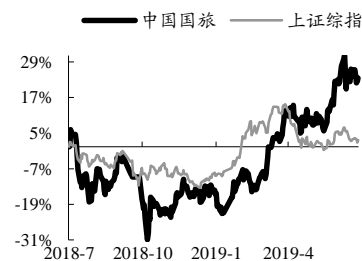
52 周内股价区间 (元)	47.90-91.69
总市值 (百万元)	167,679
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,952/1,952
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	8.90
日均成交值 (百万元)	717.50

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	18,498
每股净资产	9.47
市净率	9.1
净负债率	-76.14%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.59	1.18
Q2	0.39	0.49
Q3	0.40	0.50
Q4	0.20	0.25
全年	1.59	2.42

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	5%	10%	18%
相对指数	4%	21%	14%

### 相关报告

《大手笔、高标准打造海口国际免税城》  
2019.07.17

《扣非业绩增速保持高增长》2019.04.29

《免税收入高速增长，一次性费用影响业绩增速》2019.04.28

《全资孙公司竞得土地使用权》2018.12.17

《港口免税：被忽视的巨大市场》2018.12.14

模型更新时间: 2019.07.21

**股票研究**

社会服务  
社会服务业

**中国国旅 (601888)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 101.65**

上次预测: 101.65

**当前价格: 85.88**

公司网址

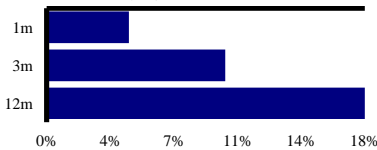
www.citsgroup.net

**公司简介**

公司所属行业为旅游业,目前主要从事旅行社业务和免税业务,其中旅行社业务主要包括入境游、出境游、国内游、会奖旅游、签证服务、商旅服务、航空服务、电子商务等业务;免税业务主要包括烟酒、香化等免税商品的批发、零售等业务。

此外,公司还从事旅游综合项目开发业务,主要包括旅游综合项目投资开发、旅游景区景点投资开发和旅游股权投资等业务。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

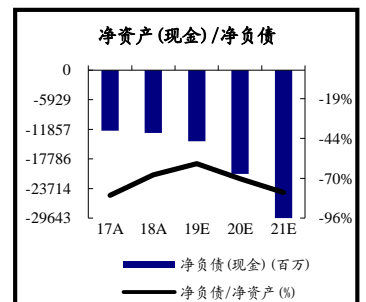
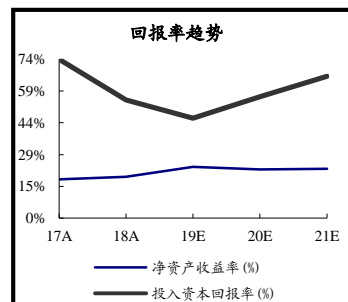
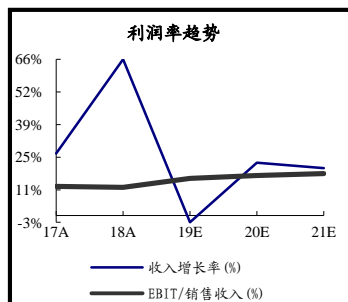
47.90-91.69

市值 (百万)

167,679

**财务预测 (单位: 百万元)**

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>损益表</b>					
营业收入	28,282	47,007	45,629	55,864	67,084
营业成本	19,848	27,518	21,624	26,556	32,070
税金及附加	341	659	811	998	1,227
销售费用	3,529	11,601	14,037	16,563	19,214
管理费用	1,082	1,601	1,953	2,305	2,651
<b>EBIT</b>	<b>3,482</b>	<b>5,628</b>	<b>7,204</b>	<b>9,442</b>	<b>11,923</b>
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	202	51	980	113	126
财务费用	-143	-7	46	56	67
<b>营业利润</b>	<b>3,853</b>	<b>5,426</b>	<b>8,139</b>	<b>9,499</b>	<b>11,982</b>
所得税	900	1,401	2,136	2,494	3,146
少数股东损益	404	840	1,282	1,496	1,887
<b>归母净利润</b>	<b>2,531</b>	<b>3,095</b>	<b>4,720</b>	<b>5,509</b>	<b>6,949</b>
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	11,484	11,289	12,367	17,498	24,375
其他流动资产	5,608	8,289	9,290	11,387	13,725
长期投资	303	284	235	235	235
固定资产合计	1,426	1,932	1,793	1,651	1,505
无形及其他资产	2,111	5,053	6,656	6,954	7,252
<b>资产合计</b>	<b>20,932</b>	<b>26,847</b>	<b>30,341</b>	<b>37,725</b>	<b>47,092</b>
流动负债	5,754	7,793	6,286	7,641	9,147
非流动负债	167	470	470	470	470
股东权益	15,011	18,584	23,586	29,615	37,475
<b>投入资本(IC)</b>	<b>3,628</b>	<b>7,584</b>	<b>11,507</b>	<b>12,406</b>	<b>13,388</b>
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	2665	4150	5313	6963	8793
折旧与摊销	257	371	310	314	318
流动资金增量	-300	824	2,508	743	831
资本支出	-293	-1,579	-1,795	-470	-470
<b>自由现金流</b>	<b>2,330</b>	<b>3,767</b>	<b>6,336</b>	<b>7,550</b>	<b>9,472</b>
经营现金流	3,017	2,722	2,823	6,464	8,197
投资现金流	1,454	-1,906	-744	-357	-344
融资现金流	-1,896	-1,149	-1,001	-976	-976
<b>现金流净增加额</b>	<b>2,575</b>	<b>-332</b>	<b>1,078</b>	<b>5,130</b>	<b>6,877</b>
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	26.3%	66.2%	-2.9%	22.4%	20.1%
EBIT 增长率	39.6%	61.6%	28.0%	31.1%	26.3%
净利润增长率	40.0%	22.3%	52.5%	16.7%	26.1%
利润率					
毛利率	29.8%	41.5%	52.6%	52.5%	52.2%
EBIT 率	12.3%	12.0%	15.8%	16.9%	17.8%
归母净利润率	8.9%	6.6%	10.3%	9.9%	10.4%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	18.0%	19.1%	23.7%	22.5%	22.8%
总资产收益率(ROA)	12.1%	11.5%	15.6%	14.6%	14.8%
投入资本回报率(ROIC)	73.5%	54.7%	46.2%	56.1%	65.7%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	50	61	120	120	120
应收账款周转天数	12	7	7	7	7
总资产周转天数	247	185	229	222	231
净利润现金含量	119.2%	88.0%	59.8%	117.3%	118.0%
资本支出/收入	1.0%	3.4%	3.9%	0.8%	0.7%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	28.3%	30.8%	22.3%	21.5%	20.4%
净负债率	-81.1%	-67.8%	-60.5%	-70.3%	-79.1%
<b>估值比率</b>					
PE(现价)	59.64	48.77	31.97	27.40	21.72
PB	6.04	7.24	7.56	6.16	4.95
EV/EBITDA	19.61	17.76	18.48	13.71	10.36
P/S	5.34	3.21	3.31	2.70	2.25
股息率	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%



## 目 录

1. 开放出境店竞标后，中免的市占率有望进一步提升 .....	5
1.1. 中免存量店即便全部转手，对业绩影响也不大 .....	5
1.2. 扣点限制对中免短期利润影响较小 .....	6
1.3. 拼运营能力的时代，中免竞争优势将更强 .....	7
1.4. 中免（日上）技术指标全面占优 .....	11
1.5. 中免（日上）财务和技术标得分能力强 .....	14
2. 对标历史经验，中国免税市场分散可能性小 .....	16
2.1. 进境店招标后，中免+日上的市场份额大幅提升 .....	16
2.2. 市场集中的成果：中免迅速蚕食韩国免税市场 .....	17
2.3. 环境不同，中国免税应不会重复韩国老路 .....	19
3. 投资建议 .....	23
4. 风险因素 .....	23

## 图 目 录

图 1: 机场招投标更加看重运营能力（技术指标），财务指标考核占比下降 .....	8
图 2: 从机场角度免税运营商运营能力和盈利能力是核心竞争力 .....	9
图 3: 规模优势是决定免税运营能力和盈利能力的关键 .....	9
图 4: 2018 年中免与日上免税市占率达 88.8% .....	10
图 5: 入境店招标市场化后，中免（日上）集中度持续提升 .....	17
图 6: 国旅免税毛利率快速提升，逐步接近韩国免税商 .....	17
图 7: 中免与日上联手之后，收入增速大幅提高 .....	17
图 8: 韩国免税行业近年收入增速不及中国迅猛 .....	18
图 9: 2015 年中免排名全球 12 .....	18
图 10: 2017 年中免位列第 8 .....	18
图 11: 新罗免税店历史扩张节奏（2008-2018） .....	19
图 12: 乐天免税店历史扩张节奏（2001-2018） .....	20
图 13: 布局全球之后新罗免税商营收逐年增加 .....	20
图 14: 乐天总体免税营收增速不及新罗强劲 .....	20
图 15: 乐天市场份额持续下降 .....	21
图 16: 韩国牌照政策的变化和发放带动了免税经营主体的有效竞争，免税格局趋于分散 .....	21
图 17: 我国免税集中的政策意图由来已久 .....	22
图 18: 2018 年外国人贡献韩国免税销售额的 79% .....	22
图 19: 韩国免税的外国人购物人数占比在 30%-40% 波动 .....	22

## 表目录

表 1: 前 25 大机场免税运营情况.....	6
表 2: 存量机场扣点率变动敏感性测试.....	7
表 3: 白云机场 T2 航站楼有税零售保底租金与提成比例.....	7
表 4: 中国免税业竞争格局.....	11
表 5: 2019 年, 中免(日上)免税香化商品价格较低.....	12
表 6: 2019 年, 中免(日上)香化品类更为丰富.....	12
表 7: 2019 年, 中免(日上)烟酒品类更为丰富.....	13
表 8: 2019 年, 中免(日上)精品品类更为丰富.....	13
表 9: 2019 年, 中免(日上)运营面积更为广泛.....	14
表 10: 中免(日上)盈亏平衡扣点率约 48%.....	14
表 11: 通过净利润倒推海免 2018 年毛利率.....	15
表 12: 国内其余机场免税扣点率显著高于海口美兰机场的 14%.....	15
表 13: 首都机场竞标过程中, 中小免税商给出的扣点率较高, 保底租金甚至超过其历史收入体量.....	16
表 14: 广州入境店竞标财务标段.....	16
表 15: 中免大兴机场竞标财务标段.....	16
表 16: 中免(日上)免税部分香化商品逐渐具备价格优势(单位: 人民币元).....	18

## 1. 开放出境店竞标后，中免的市占率有望进一步提升

近期出台的《口岸出境免税店管理暂行办法》允许出境免税店招投标，进一步提高招标中技术指标的占比，同时对租金和提成比例进行了限制，具体内容包括：

1. 必须由具有免税经营资质的企业绝对控股(持股 50%以上),且不得以特定行政区域或者特定业绩作为加分条件或者中标条件。
2. 避免片面追求“价高者得”，财务指标占比不得超过 50%，租金原则上不得高于国内含税零售业租金平均单价的 1.5 倍，提成不得高于国内含税零售业提成的 1.2 倍。
3. 技术指标占比不得低于 50%，其中店铺布局和设计规划占比 20%，品牌招商占比 30%，运营计划占比 20%，市场营销及顾客占比 30%，烟酒占比不得超过 50%。
4. 免税店招标有效期不得超过 10 年。改变面积、股权结构需要相关部门核准。
5. 机场口岸业主或招标人不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立免税商品提货点的排他协议等。

基于以下逻辑推演，我们认为开放出境店竞标将促使中免市占率的进一步提升。

1. **新规下，中免（日上）竞争优势明显：**中免（日上）是行业绝对龙头，市占率达 80%以上，由此带来的运营能力和盈利能力远优于中小免税商，技术指标得分遥遥领先。而代表运营能力的技术指标考核权重由之前的 40%提升至“不低于 50%”。
2. **政策落地时点决定了行业龙头市占率的收割：**中小免税商则失去了区域免税牌照的保护，中免市占率有望继续提升。
3. **限制租金上限保证免税公司利润。**此外，限制租金上限也消除了中小免税商不计代价以“价高者得”的方式获取免税运营权的可能，无论在评分权重还是在具体操作上均大大增加了中免招标的概率，并有利于提升免税公司的盈利能力。

### 1.1. 中免存量店即便全部转手，对业绩影响也不大

据海关总署披露，截止 2016 年 4 月，我国海关口岸已达 293 个，新政落地后，所有出境口岸均可申请出境免税店招标，中免目前运营 200 多家免税店，由于大多数口岸客流量均较小，我们梳理了前 25 大机场的免税运营情况：

1. **出境店：**全国排名前 25 的机场中，开设出境免税店的有 21 家，其中 18 家由中免运营。出境店竞标放开后，中免尚未中标但存在可能的目标为：深圳机场、郑州机场、海口机场、天津机场、哈尔滨机场、乌鲁木齐机场、和济南机场。

2. **开放机场店竞标对公司利润影响较小。**以上潜在目标机场 2018 年出入境客流最大约 1500 万人次，整体吞吐量略低于白云机场，大约是浦东机场的 40%，2018 年日上上海营收 124 亿，考虑二三线城市旅客消费能力弱于上海，则潜在目标城可贡献的潜在营收不超过 50 亿元，假设机场免税净利率为 10%，则潜在净利润总额不超过 5 亿元。

**表 1: 前 25 大机场免税运营情况**

旅客吞吐量排名	机场	2018 年旅客吞吐量 (万人次)	同比增速	2018 年国际旅客吞吐量 (万人次)	同比增速	出境	入境
1	北京首都	10098	5.4	2737	6.8	中免 (日上)	中免 (日上)
2	上海浦东	7405	5.8	3840	7.9	中免 (日上)	中免 (日上)
3	广州白云	6979	6.1	1730	8.8	中免	中免
4	成都双流	5288	6.2	600	11.1	中免	中免
5	深圳宝安	4935	8.2	458	27.4	深免	深免
6	昆明长水	4709	5.3	409	20.3	中免	中免
7	西安咸阳	4465	6.7	270	33	中免	深免
8	上海虹桥	4363	4.2	410		中免 (日上)	中免 (日上)
9	重庆江北	4160	7.4	324	20.5	中免	中出服
10	杭州萧山	3824	7.5	547	14.6	中免	中免
11	南京禄口	2858	10.7	342	14.1	中免	中免
12	郑州新郑	2734	12.5	180	38.5	机场自营	暂无
13	厦门高崎	2655	8.4	367	19.2	中免	中免
14	长沙黄花	2527	6.3	229	11.6	中免	暂无
15	青岛流亭	2454	5.7	363	16.4	中免	中免
16	武汉天河	2450	5.9	290	2.5	中免	暂无
17	海口美兰	2412	6.8	115	9.1	离岛免税: 海免	
18	天津滨海	2359	12.3	302		-	珠免
19	乌鲁木齐地窝堡	2303	7.1	110	20.3	暂无	中免
20	哈尔滨太平	2043	8.6			机场自营	暂无
21	贵阳龙洞堡	2010	11			中免	暂无
22	三亚凤凰	2004	3.3			无	无
23	沈阳桃仙	1903	9.7	168	14.4	中免	中免
24	大连周水子	1876	7.2	180		中免	中出服
25	济南遥墙	1661	16	125		机场自营	暂无

数据来源: 机场官网、国泰君安证券研究

## 1.2. 扣点限制对中免短期利润影响较小

未来一线城市机场扣点率可能下降，二三线城市扣点率调整幅度较小。机场免税店扣点率以含税零售业的1.2倍为上限，品牌商往往将机场销售提成费用视为品牌推广费用，长期来看机场流量资源将决定有税零售业的扣点率高低。2018年机场吞吐量排名前三的首都、浦东和白云机场分别吞吐10098、7405、6079万人次。据白云机场披露，白云机场T2航站楼有税零售业平均扣点率为22.12%，以此为基准测算则白云机场T2航站楼免税扣点率最高不超过26.55%（目前白云机场入境店扣点42%，出境店扣点35%）。此外，浦东机场卫星厅有税业态平均扣点率约24.55%，以此为基准测算浦东机场免税扣点率最高不超过29.46%，考虑T1、T2流量价值优于卫星厅，浦东机场理论免税扣点率上限应在29.46%之上（浦东机场目前综合扣点约41%）。而二三线城市原有免税店扣点率大多在20%-25%之间，从流量资源角度比较，二三线城市免税扣点率上限大概率应低于白云机场的26.55%，我们判断二三线城市扣点率未来可能的调整幅度较小。

2018年，北京、上海机场免税店总营收178.4亿，而抛去批发业务，中免传统口岸免税营收约7.7亿，以此为基准对北上与传统口岸扣点率调整幅度做盈利敏感性测试。结果表明，北上机场利润变化明显大于传统口岸（扣点率变化相同幅度情况下传统口岸利润变化仅占北上机场利润变化约8.46%），由于一线城市权重较大，平均扣点率将整体下降，下降2%-15%将增厚公司净利润4.79%-35.92%。需要注意的是，有税业态平均销售提成受产品类型、品牌商战略、商铺区域价值等因素影响，不同机场有税业态平均销售提成存在差异，不是所有机场免税店扣点率均超上限，即使下调扣点率也需要在各自的免税运营合约到期之后，因此新的扣点率政策对公司短期利润影响较小。

**表 2: 存量机场扣点率变动敏感性测试**

扣点率变动	-2%	-4%	-6%	-8%	-10%	-15%
北上利润增厚	1.36	2.73	4.09	5.46	6.82	10.24
传统口岸利润增厚	0.12	0.23	0.35	0.46	0.58	0.87
利润增厚总计	1.48	2.96	4.44	5.92	7.40	11.10
利润增厚幅度	4.79%	9.58%	14.37%	19.16%	23.94%	35.92%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

**表 3: 白云机场 T2 航站楼有税零售保底租金与提成比例**

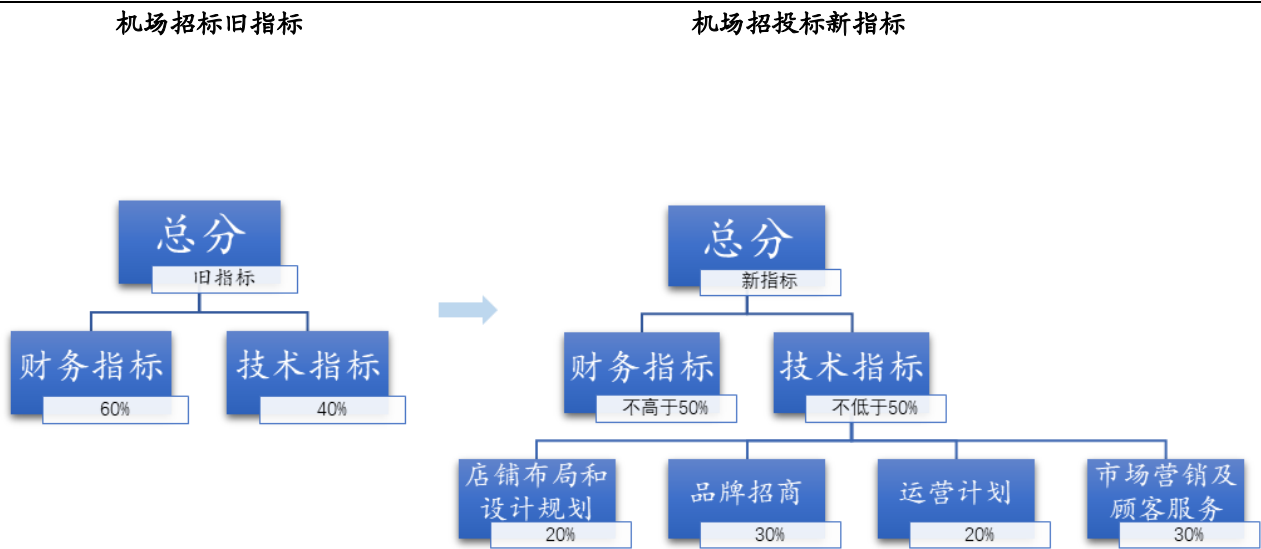
第一中选候选人	首年月保底销售额（元/月）	提成比例
广州菲尚商贸有限公司	6568000	24%
广州菲尚商贸有限公司	4388888	16%
广州菲尚商贸有限公司	8169000	22%
广州菲尚商贸有限公司	2860000	27%
南京中图文化实业有限公司	1700000	25%
加权平均提成比例:		22.12%

资料来源：国泰君安证券研究、白云机场官网

### 1.3. 拼运营能力的时代，中免竞争优势将更强

**更加看重技术标考核，财务指标考核占比下降。**机场招投标主要考核免税运营商两类指标，财务指标和技术指标。财务指标考核依据主要是免税运营商给出的保底租金和销售扣点率的高低，技术指标考核依据是免税运营商的运营能力。新的《口岸出境免税店管理暂行办法》将在此之前占比 60%的财务权重指标下调，更加看重免税运营商运营能力，规定技术指标在评标中占比不得低于 50%，其中店铺布局和设计规划占比 20%；品牌招商占比 30%（品牌招商部分，烟酒占比不得超过 50%）；运营计划占比 20%；市场营销及顾客服务占比 30%。

图 1: 机场招投标更加看重运营能力 (技术指标), 财务指标考核占比下降

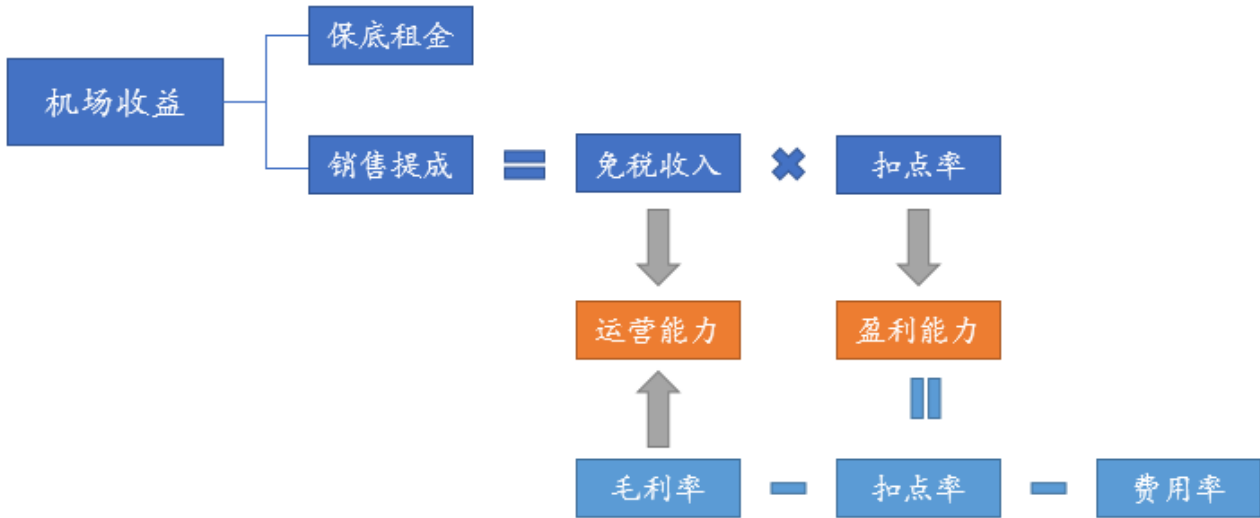


资料来源:《口岸出境免税店管理暂行办法》、国泰君安证券研究

从机场角度分析免税运营商优劣，其选择免税运营商目的是将其流量资源变现，免税运营商提供较高的保底租金和扣点保证了机场较高的收益。此外，机场收益的稳定性和确定性同样重要，免税运营合同期限较长（一般 8-10 年），由于我国免税运营商往往愿意提供较高的保底租金和扣点率，导致在运营前期免税运营商基本处于微盈或亏损状态。



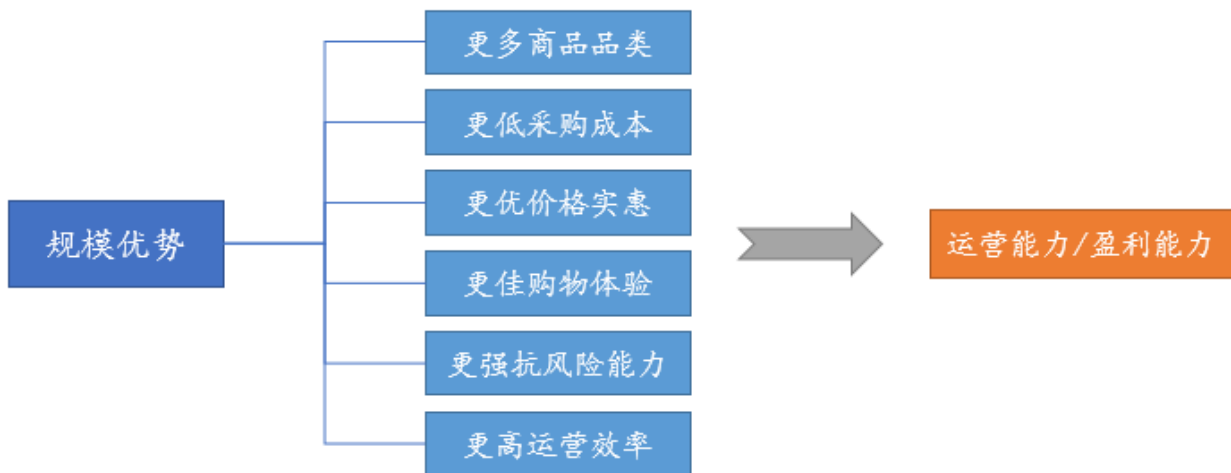
图 2: 从机场角度免税运营商运营能力和盈利能力是核心竞争力



资料来源: 国泰君安证券研究

规模优势是决定免税运营能力和盈利能力的关键。免税运营能力可以拆解为产品品类丰富度、价格竞争力、库存周转率、管理能力、营销能力等方面。免税运营商的盈利能力或亏损的承受能力则与其采购毛利率、运营效率和收入利润体量相关。决定免税运营商运营能力和盈利能力的关键在于规模优势，规模优势有利于免税运营商与上游品牌商广泛合作（品类更丰富）、获得更低的采购成本（从而提升产品毛利率或价格竞争力），构建更丰富的购物体验（售后服务、O2O、VR 购物）并且具有较大的抗风险能力，以保证长期战略合作的稳定。

图 3: 规模优势是决定免税运营能力和盈利能力的关键

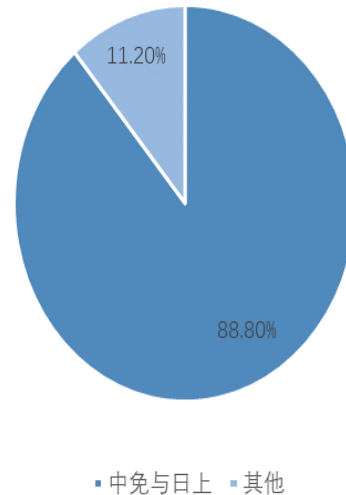


资料来源: 国泰君安证券研究

中免(日上)免税牌照齐全, 免税店覆盖全国 30 个省市自治区(包括香

港、澳门地区) 逾 90 个城市。中免集团占据绝大部分国际旅客吞吐量高的机场, 国际旅客吞吐量合计超过 1 亿人次。中免自 2017 年起, 陆续获得日上 51% 股权、北京、上海、香港、澳门、广州机场和全国 8 个入境机场口岸及海口市内店的免税运营权, 免税规模迅速提升。中免(日上) 已经成为国内免税行业绝对龙头, 2018 年中免与日上免税规模合计 351 亿, 市占率达 88.8%。其余拥有免税牌照经营资质的企业是深免、海免、珠免和中出服。

图 4: 2018 年中免与日上免税市占率达 88.8%



资料来源: 国泰君安证券研究

相比之下, 其余免税运营商规模优势远不及中免(日上):

- 深免集团: 主要覆盖深圳口岸和机场, 规模较小。**深免集团在深圳市的罗湖口岸、皇岗口岸、文锦渡口岸、沙头角口岸、福田口岸、深圳湾口岸、深圳福永码头、深圳机场国际航站楼、蛇口邮轮中心等地方设有近40个进、出境免税商店, 同时在新疆霍尔果斯市边境口岸、云南瑞丽市边境口岸、西安机场开设免税店。深圳机场和西安机场国际旅客吞吐量合计560万人次, 位于第二梯队。深免在香港的子公司深业丽晶有限公司专门从事免税品采购业务, 供应商主要来自欧美、日韩等国家和港澳台地区。深免集团2016年营业收入为17.08亿元(-4.58%), 净利润为4.86亿元(-26.70%)。
- 珠免集团: 主要在珠海口岸和天津机场运营。**珠海免税拥有拱北、九州、横琴、天津机场入境店等六家口岸免税店经营权。2016年, 珠免集团免税业务实现营业利润近5亿元, 拥有近1.5亿人次的中高收入过关人流, 其中拱北免税店已发展成为了全国最大的陆路口岸免税店。珠海免税旗下的吉大免税商场和国贸购物广场则拥有10万种商品、年客流过千万, 整体营业额近10亿。在货源采购方面, 珠免具有从DFS和中免进货的渠道, 由于存在中间免税商加价环节, 其成本优势劣于中免。

3. **海免公司：与中免利益绑定，共同分割离岛免税蛋糕。**2019年初，海免海公司51%股权已划转至国旅母公司中国旅游集团旗下。海免旗下拥有与海航集团组建的海口美兰机场免税店（海免占比51%，旅客吞吐量可达2412万人次）。此外，海免与中免成立合资公司（中免持股51%）设立海口日月湾市内免税店。在与中免合作之前，海免采购渠道来自香港DFS，2019年起中免开始给海免供货。海免集团2018年营收20.94亿元，净利润为551万元。
4. **中出服在全国范围内拥有市内免税店牌照。**中出服拥有12家市内免税店，覆盖华北地区（1家）、华东地区（6家）、东北地区（2家）、重庆地区（1家）、云南地区（1家）、华中地区（1家）；2家机场入境免税店（大连和重庆机场）。2016年营业收入为12亿元，规模较小。

**表 4：中国免税业竞争格局**

免税集团	成立时间	2018年营收	范围	门店	母公司
中免	1984	344.8 亿	全国	机场免税店：包含北京、香港、广州在内的核心机场店，13家入境店招标8家； 口岸免税店：除深免、珠免运营口岸外以的所有口岸； 市内免税店：拥有5张市内免税店经营牌照； 离岛免税店：具有离岛免税店经营资质。 其他免税店：交通工具免税店（如邮轮）	中国国旅
日上	1999		北京、上海	机场免税店：首都机场（日上中国）；上海浦东、虹桥机场（日上上海）。	中免集团均持有日上上海和日上中国51%股权
深免	1980	约15 亿	深圳、西安、瑞丽、霍尔果斯	口岸免税店：在深圳各口岸经营免税店； 机场免税店：中标西安和深圳机场入境店。	深圳国资委
珠免	1987	约15 亿	珠海、天津	口岸免税店：拥有拱北、九州、横琴等5家口岸免税店经营权； 机场免税店：中标天津机场入境店。	珠海国资委，珠海城建集团
海免	2011	20.94 亿	海南	离岛免税店：海南美兰机场、海口市内免税	中国旅游集团
中出服	1983	约15 亿	全国	市内免税店：有全国范围内市内免税牌照（共12家）； 机场免税店：中标大连和重庆机场入境店。	国药集团

资料来源：开锐咨询、公司公告、公司官网、国泰君安证券研究

#### 1.4. 中免（日上）技术指标全面占优

**品牌招商：**中免（日上）拥有丰富的大型机场免税店运营经验，是众多免税运营商中唯一一家独立拥有上游品牌商供货渠道的免税运营商，中免（日上）在价格、品类、成本方面竞争优势明显（深免、珠免、海免均通过国际免税运营商或中免采购）。我们对2019年免税运营商的最新产品品类和价格进行了梳理：中免（日上）的香化产品超70种品牌，而深免、海免香化品牌40种左右，中免（日上）在烟酒和精品品类上也明

显占优。

**市场营销及客户服务:** 首先, 中免(日上)商品价格优势明显, 通过三家免税店热门香化商品价格的对比, 中免(日上)的价格优势也更为突出, 海免与中免(日上)的价差约 9%, 深免与中免(日上)的价差约 8%。中免(日上)积极开展多渠道, 2017 年已开放网上预订功能, 通过“日上免税性北京/上海”微信公众号及“日上会员”APP 快速预订, 而深免、珠免、中出服均无线上预订购物通道。中免(日上)自 2015 年起搭建中免会员体系, 已注册会员近 600 万, 在多次线下活动的举办中开辟会员专场, 邀请高端 VIP 会员到场体验并赠予礼盒纪念品, 相较于其他三家免税店较为分散的游客客源, 为中免消费群奠定了一批高质量高忠诚度的会员群体。在 2019 年 5 月 17 日, 在北京首都国际机场 T2 航站楼国际出发进行 SISLEY、GUERLAIN、ESTEE LAUDER、Cle de Peau Beaute、LA MER、LA PRAIRIE、LANCOME、DIOR 八家国际知名美妆品牌免税概念店开幕仪式, 完成亚太地区首个八店齐开的重磅创举, 进一步提升了机场免税商业的国际化水平。

**店铺布局和设计规划、运营计划:** 中免(日上)拥有大型机场免税多年运营经验, 在运营面积、人才培养上优势明显, 通过深免、珠免、中出服所属机场免税店运营面积的对比, 中免(日上)的免税运营面积更为广泛, 仅首都与浦东机场总运营面积已超 2 万平, 远超其余中小免税运营商。

**表 5: 2019 年, 中免(日上)免税香化商品价格较低**

	海免	深免	中免/日上
平均相对价格 (/中免价格)	109%	108%	100%
阿玛尼挚爱女士香水 (100ml)	915	789.31	788
兰蔻水份缘舒缓精华液 (30ml)	390	404.55	384
纪梵希轻盈无痕明星四色散粉	365	421.95	344
SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 (75ml)	1672	1653	1616
Sulwhasoo 雪花秀致美润白气垫粉底液 13 号色	611	635.10	548
古驰罪爱燃情香水 (75ml)	808	805.84	680

资料来源: 日上 APP、i 免税海外购 app、免税易购城官方商城、国泰君安证券研究

**表 6: 2019 年, 中免(日上)香化品类更为丰富**

免税店	香化品牌
中免/日上	海蓝之谜、莱珀妮、SK-II、CPB、欧莱雅、资生堂、安娜苏、阿拉米斯、博柏利、宝格丽、卡文克莱、香奈儿、蔻依、倩碧、蔻驰、迪奥、diptyque、雅诗兰黛、菲拉格慕、馥蕾诗、阿玛尼、纪梵希、古驰、娇兰、爱马仕、祖玛龙、高田贤三、欧舒丹、兰蔻、魅可、玛亚科布、迈克科尔斯、莫杰、miumiu、万宝龙、雾仙浓、自然哲理、普拉达、希思黎、汤姆福特、华伦天奴、范思哲、圣罗兰、雅漾、贝玲妃、碧欧泉、波比布朗、香奈儿、娇韵诗、科莱丽、黛珂、迪梵、城野医生、伊丽莎白丹顿、菲洛嘉、格莱魅、爱马仕、赫莲娜、悦诗风吟、茉莉蔻、科颜氏、雪肌精、理肤泉、自然哲理、植村秀、雪花秀、THREE、WHOO、NARS、OPI 等。
海免	波比布朗、贝玲妃、碧欧泉、CPB、倩碧、娇韵诗、雅诗兰黛、伊丽莎白丹顿、馥蕾诗、娇兰、纪梵希、阿玛尼、赫莲娜、祖玛龙、茉莉蔻、科颜氏、欧莱雅、露娜、海蓝之谜、

兰芝、莱珀妮、兰蔻、欧舒丹、悦木之源、苏秘 37°、植村秀、雪花秀、资生堂、SK-II、菲诗小铺、后、圣罗兰、安娜苏、宝格丽、博柏利、卡文克莱、倩碧、蔻依、芬迪、爱马仕、Miumiu、万宝龙、玛亚科布、普拉达等。

**深免**

兰蔻、雪花秀、娇韵诗、资生堂、SK-II、后、雪肌精、碧欧泉、兰芝、苏秘 37°、欧舒丹、茉莉蔻、欧莱雅、纪梵希、高丝、蒂佳婷、嘉娜宝、曼丹、惠之本铺、石泽研究所、贝玲妃、蝶翠诗、CPB、宝格丽、爱马仕、古驰、蔻依、菲拉格慕、阿玛尼、高田贤三、范思哲、卡文克莱、莫杰等。

资料来源：日上 APP、i 免税海外购 app、免税易购城官方商城、国泰君安证券研究

**表 7：2019 年，中免（日上）烟酒品类更为丰富**

免税店	烟酒品牌
中免/日上	金鹿口含烟、云烟、凤凰烟、贵烟、中华、黄山、宝亨吉托薄荷烟、520 凉烟、玉溪、南京、阿里山、黄鹤楼、盛世传奇、碧盈、大卫杜夫、爱嘉香烟、长寿、555； 贵州茅台、五粮液、国台、汾酒、古井贡酒、国窖 1573、金六福、郎酒、泸州老窖、孔府家酒、盛世中国、西凤、习酒、洋河、一坛好酒、竹叶青、艾博迪、亚伯乐、绝对、雅柏、雅墨、百加得、百龄坛、百富、豪达、必富达、雪树、本利亚克、棒贝、BOTANIST、葆蝶家、波摩、Bruichladdich、卡慕、卡尔里拉、金堡、知多、芝华士、诗珞珂、拿破仑、魁列奇、顺风、大摩、帝王、威雀、芬兰、芬德多、格兰冠、格兰帝、格兰多纳、格兰菲迪、格兰格索拉、格兰威特、格兰杰、格兰露斯、哥顿、格兰特、灰雁、翰格·蓝爵、白、白州、哈瓦那俱乐部、Hazelwood、亨德里克爵士、轩尼诗、Hibiki、高地、杰克丹尼、尊美醇、占边、尊尼获加、吉拉、奇富、乐加维林、拉弗格、罗曼德湖、路易老爷、麦卡伦、马爹利、金猴、MOUNT GAY、人头马、皇家布莱克、皇家礼炮、夏克顿、水井坊、新雅顿、深蓝、斯米诺、ST Remy、坦纳弗林、图拉多、文君、威凤凰、活福、山崎、萨卡帕、DIAO YU TAI、卡萨多雷、马蹄铁、奥美加、雷博士、阿佩罗、百加得、百利、廊酒、金巴利、甘露、马里布、保乐、力加、古越龙山、云威、凯歌、瓦兰德鲁、尤利西斯酒庄、卓龙庄园、大宝、旭金、思令、领麓、St Huberts、索拉雅、史密斯拉非特、圣皮尔、莱斯古堡、法国利莱特、悦唇、宝捷、波坦萨、庞特卡奈、品尼可、宝玛、铭悦、亚伯必修、活灵魂、金钟、欧松蜜、奥森、宝雅酒庄、贝灵哲、贝纳德、班尼杜克、布朗康田、BV、凯隆世家、迪美酒庄、克拉米伦、克里奈、拉图嘉利、鲁臣世家、金堡、克里蒙、古岱、达麦、拉塞尔酒庄、拉菲等。
海免	无
深免	贵州茅台、五粮液、郎酒、剑南春、施可富、西凤、水井坊、荣太和、习酒、麦卡伦、尊尼获加、富特尼、百灵坛、大摩、高地、格兰罗塞斯、芝华士、爱柏迪、帝皇、皇家礼炮、格兰杰、格兰威特、吉拉、顺风、威雀、皇家布莱克拉、欧摩、波摩、帝王、卡慕、人头马、马爹利、拿破仑、金堡、豪达、拉森帆船、路易老爷、轩尼诗、百利来、罗兰、金殿、连枝、帝佛卡、尚爵、鹰爵、珍福、查班纳、金虎、灰雁、俄罗斯斯丹达、斯米诺、奔富、拉菲酒庄、保洛玛斯、马高酒庄、玛塞·艾蒙、杜克美乐酒庄、佳特利庄园、圣贝尼、拉都酒庄、拉菲、利维斯、茂桐酒庄、太保酒庄、贝灵哲、璞立、柏尔马酒庄、布朗酒庄、关得摩里酒庄、捷古、天领、

资料来源：日上 APP、i 免税海外购 app、免税易购城官方商城、国泰君安证券研究

**表 8：2019 年，中免（日上）精品品类更为丰富**

免税店	精品品牌
中免/日上	阿玛尼、菲拉格慕、芙拉、雨果博斯、上海滩、亚里山大·麦昆、暴龙、葆蝶家、博柏利、宝格丽、卡尔文克莱恩、CARTIER、蔻依、蔻驰、迪奥、芬迪、纪梵希、古驰、周仰杰、马克雅克布、毛伊吉姆、McQ、迈克科尔斯、miumiu、普拉达、雷朋、圣罗兰、丝黛拉麦卡尼、汤姆福特、华伦天奴、途明、AGATHA、艾列希、亚历山大·艾蒂、芙丽芙丽、嘉饰缇娜、奥诗蔻、登喜路、化石、盖尔斯、凯浦林、拉科斯特、乐播诗、新秀丽、蓝旅、大卫杜夫、希哈、先奴、西铁城、西马、唐可娜儿、康斯登、浪琴、KATE SPADE、美度、瑞士雷达、精工、

施华洛世奇、斯沃琪、THOMAS SABO、天梭、铁达时等。

海免

AGATHA、克莱恩、博柏利、卡文克莱、卡西欧、西铁城、雪铁纳、蔻驰、丹尼尔惠灵顿、艾米龙、依波路、化石、盖尔斯、爱马仕、汉密尔顿、ICE WATCH、嘉饰缇娜、康斯登、凯特丝蓓、乐高、浪琴、迈克高仕、美度、万宝龙、马克雅克布、雷达、精工、斯卡恩、斯沃琪、施华洛世奇、天美时、梅花、泰格豪雅、天梭、真利时、芙丽芙丽等。

深免

瑞克朵丝、鳄鱼、芙拉、凯浦琳、力士保、MCM、芬迪、博柏利、古驰、华伦天奴、皮切诺、雨果博斯、万宝龙、途明、蓝旅、葆蝶家、飞利浦、美裳、TANGLE ANGEL、罗西尼、依波、化石、阿玛尼、丹尼尔惠灵顿、迈克高仕、施华洛世奇、天美时、芙丽芙丽、蔡朵、芙丽芙丽、雷朋、普拉达、圣罗兰、暴龙、古驰等。

资料来源：日上 APP、i 免税海外购 app、免税易购城官方商城、国泰君安证券研究

表 9：2019 年，中免（日上）运营面积更为广泛

免税店	区域	航站楼	免税店面积（平方米）	
			进境	出境
中免/日上	首都机场	T2+T3	15003	
	浦东机场	T1+T2	7583	
深免	深圳机场	T3	377	2000
珠免	天津滨海机场	T1	110	/
中出服	上海曹家渡悦达广场	/	3300	

资料来源：机场公告、公司公告、国泰君安证券研究

### 1.5. 中免（日上）财务和技术标得分能力强

**财务标段：中免有能力给出更高扣点率（最高约 48%）。**中免（日上）成本优势和运营效率更优，盈利能力更强，有能力给出更高的扣点率。目前机场扣点率最高的三个机场分别为香港机场、首都机场和浦东机场。根据首都和上海机场跟踪数据，2019 年 1-5 月，日上在首都 T3 航站楼 43.5%扣点率情况下净利率可达 5.11%，在浦东机场综合扣点率约 40.7%扣点率情况下净利率可达 6.66%，此外根据调研数据，香港机场在 48%扣点率且正常运营的情况下，基本做到了盈亏平衡，因此 48%的扣点率也代表了中免（日上）目前运营能力下的盈亏平衡点。

表 10：中免（日上）盈亏平衡扣点率约 48%

	首都 T3	上海机场	香港机场
扣点率	43.50%	40.70%	48%
净利率	5.11%	6.66%	约 0

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究

相较之下，我们认为中小免税运营商在机场很难盈利，具有较高的运营风险。以海免为例，2018 年，海免公司的主要收入利润来自旗下美兰机场免税店，在海口机场免税扣点率低至 14%的情况下，2018 年海免营收 20.94 亿元，净利润为 551 万元，近乎盈亏平衡，其原因在于中小免税商向中间批发商采购货品，采购成本较高。通过海免 2018 年净利率和假设费用率（企查查显示海免公司人数不超 999 人，此处按 999 人，人均年薪 15 万的较高标准计算）倒推海免 2018 年毛利率仅为 32%，远低于中免公司 2018 年 53.09%的免税毛利率。相比于国内其他机场免税的扣点率，海口美兰机场给出的扣点率明显偏低（由于海航参股美兰机场），中

小免税运营商在国内其余机场运营长期亏损概率较大。

表 11: 通过净利润倒推海免 2018 年毛利率

		假设依据
收入 (万)	209400	
毛利率	31.84%	
海口机场扣点率	14%	
特许经营费+银行卡费	5%	
人工费用 (万)	14985	999 人, 平均年薪 15 万
人工费用率	7.16%	
能耗及折旧摊销	5%	
营业利润 (万)	1440.52	
营业利润率	0.69%	
净利润 (万)	1080.39	
净利润率	0.52%	

数据来源: 公司公告, 企查查、国泰君安证券研究

表 12: 国内其余机场免税扣点率显著高于海口美兰机场的 14%

免税店	扣点率
北京机场 T2	47.5%
北京机场 T3	43.5%
浦东机场	42.5%
虹桥机场	42.5%
广州机场 T2 出境	35%
广州机场 T2 入境	42%
大兴机场	烟酒、食品 49%, 香化 46%, 精品 20%
杭州机场	45%
浦东机场卫星厅有税店	
餐饮	23.12%
国内有税	24.55%
国际有税	33.43%
卫星厅总计	27.01%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

**技术标段: 租金限制政策使技术指标成为决定中标与否的关键, 中免(日上)领先竞争对手至少 13 分。**在降低财务标占比的同时, 新规还限制了保底租金和扣点比例的上限, 租金原则上不得高于国内含税零售业租金平均单价的 1.5 倍, 提成不得高于国内含税零售业提成的 1.2 倍。在首都和广州机场招投标过程中, 正是由于其他免税运营商破釜沉舟式的报价, 中免(日上)为了防止流标被迫抬高了保底租金和扣点率, 而新规的出台有利于防止“价高者得”的恶性竞争, 在历次公开招投标过程中, 所有参与竞标的免税运营商均有能力和意愿给出高于国内含税零售业租金平均单价的 1.5 倍和国内含税零售业提成的 1.2 倍的保底租金和销售提成。换句话说, 所有免税运营商均比较容易在财务标段获得满分, 决定中标与否的关键因素实质上变成了代表运营能力高低的技术标段得分情况。在 2017 年的首都机场招投标过程中, T3 航站楼竞标最为

激烈，日上在财务标段得分较珠免低 12.7 分的情况下，凭借技术标段优势获得了 T3 免税运营权，在中免（日上）规模和运营能力更为突出的今天，中免技术标得分将领先其余免税运营商至少约 13 分。

**表 13: 首都机场竞标过程中，中小免税商给出的扣点率较高，保底租金甚至超过其历史收入体量**

	首都 T2			
	中免（日上）	中出服	深免	珠免
保底租金（亿）	8.3	5.1	4.58	7.5
扣点率	47.50%	46%	41%	44%
财务标得分	60.0	38.5	26.5	48.4
	首都 T3			
保底租金（亿）	22		15.7	25
扣点率	43.50%		43%	47%
财务标得分	47.3		34.2	60.0

数据来源：免税零售专家，国泰君安证券研究

**表 14: 广州入境店竞标财务标段**

	中免	其他竞标者	珠免	其他竞标者	其他竞标者
T1 入境首年月保底（万）	2356	2400	1588	700	1011
T2 入境首年月保底（万）	3533	3600	2382	1050	2425
扣点率	42%	30.50%	38%	34%	38%

数据来源：免税零售专家，国泰君安证券研究

**表 15: 中免大兴机场竞标财务标段**

	保底租金（亿）	扣点率
烟酒、食品	23	49%
香化		46%
精品	41.6	20%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

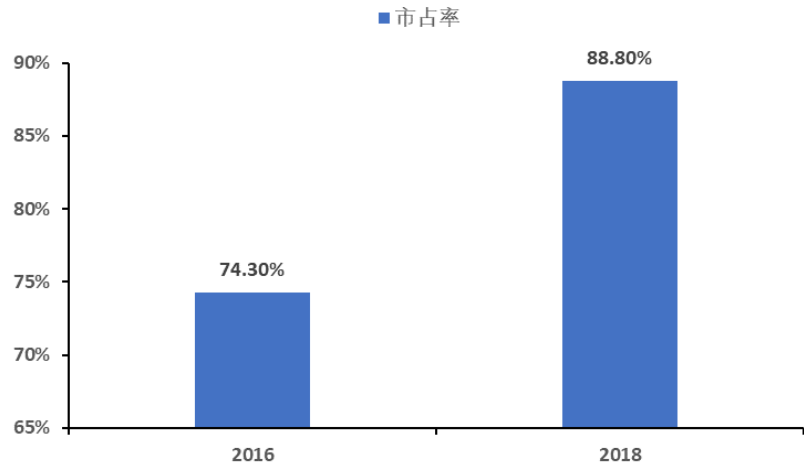
## 2. 对标历史经验，中国免税市场分散可能性小

### 2.1. 进境店招标后，中免+日上的市场份额大幅提升

进境店：2016 年 2 月，新增 13 家机场进境店招标，分别是广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场，中免招标了其中 8 家（其中南京机场 3300 万租金，33%扣点率，杭州机场扣点率在 45%-46%之间），另外 5 家机场进境店的运营商分别是深免（深圳、西安）、中出服（重庆、大连）、珠免（天津），中免（日上）的市占率也从 2016 年的其市占率由 2016 年的 74.3%提升至 2018 年的 88.8%。目前，全国排名前 25 的机场中，有 18 家机场口岸设有进境免税店，中免目前运营其中的 13 家。若其余机场开放招标，则中免可能的目标为：郑州、武汉、海口、哈尔滨、贵阳、济南机场。



图 5: 入境店招标市场化后, 中免 (日上) 集中度持续提升

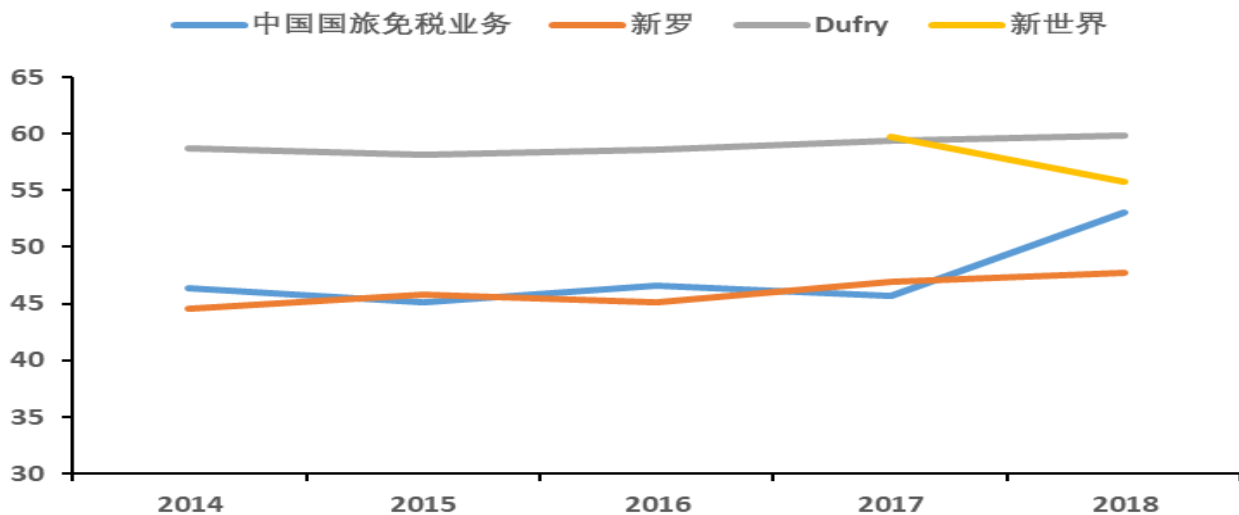


数据来源: 公司公告、国泰君安证券研究

## 2.2. 市场集中的成果: 中免迅速蚕食韩国免税市场

**中免规模扩大, 逐步蚕食韩免优势。**随着中免集团规模优势的增强, 其免税毛利率大幅提升, 2018 年中免毛利率 53.1%, 以与新世界的 55.8% 较为接近, 规模优势带来的采购优势不断增强。2018 年, 中免集团免税营收增速达 118.73%, 远高于韩国免税业约 30% 的同期增速。2017 年中免集团位列全球第八, 晋升 4 位, 合并当年收购的日上数据可达全球第六位, 与韩国乐天、新罗免税店的差距在不断减小。通过对比香化明星商品 2014-2015 年和 2019 年的标签价格数据, 中免价格优势逐步体现, 2019 年部分香化商品标价上已经优于韩国免税价格, 中免在全球免税业中的竞争力不断增强。

图 6: 国旅免税毛利率快速提升, 逐步接近韩国免税商



数据来源: Bloomberg、wind、国泰君安证券研究

注: 新罗免税业务占公司体量 85%, 拉低了免税毛利率

图 7: 中免与日上联手之后, 收入增速大幅提高

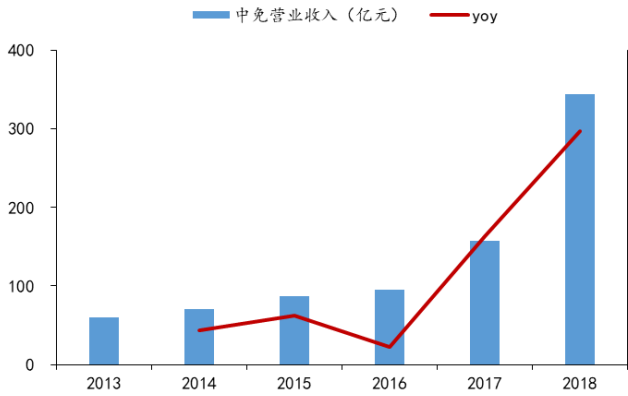
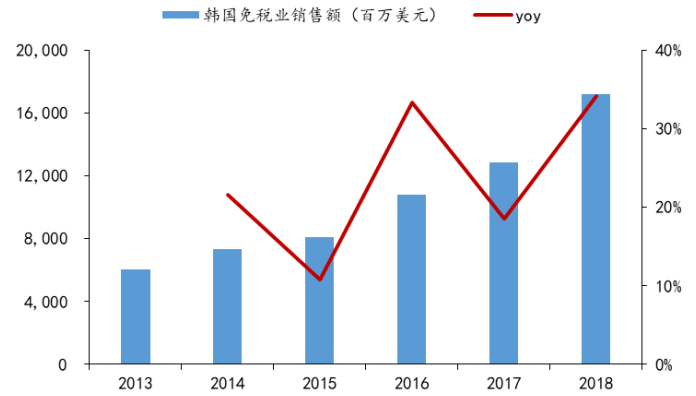


图 8: 韩国免税行业近年收入增速不及中国迅猛



数据来源: 国泰君安证券研究

图 9: 2015 年中免排名全球 12

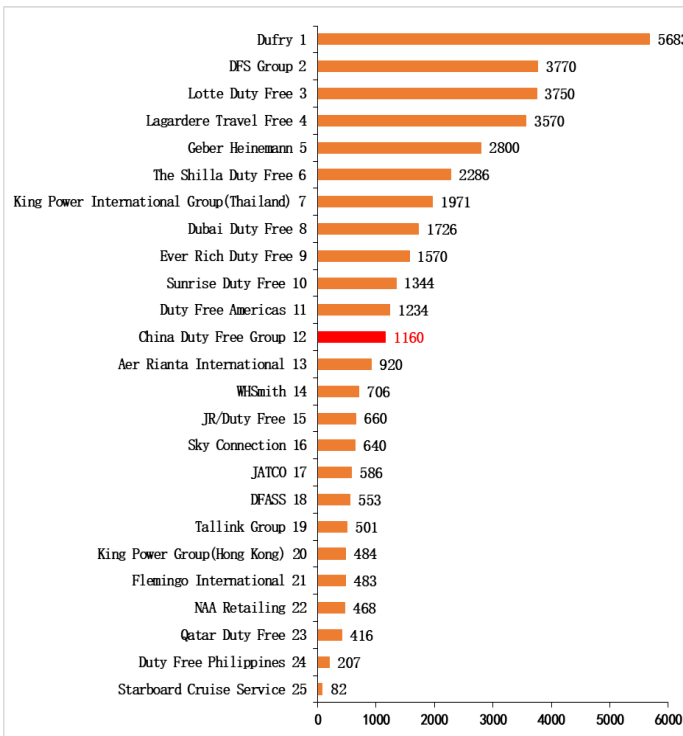
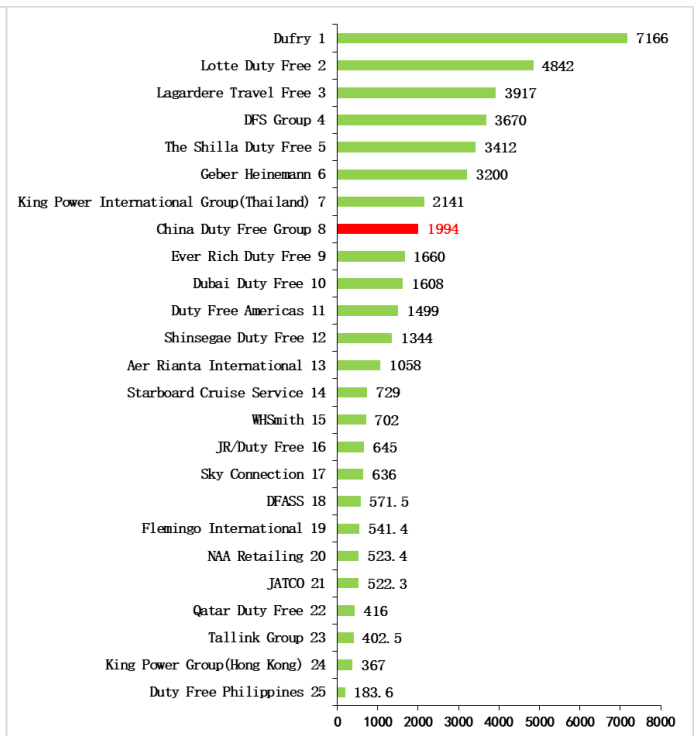


图 10: 2017 年中免位列第 8



数据来源: 国泰君安证券研究

表 16: 中免 (日上) 免税部分香化商品逐渐具备价格优势 (单位: 人民币元)

2014-2015 年	乐天	新罗	中免/日上
平均相对价格 (/中免价格)	96%	96%	100%
阿玛尼挚爱女士香水 (100ml)	913	913	950
兰蔻水份缘舒缓精华液 (30ml)	419	419	436
纪梵希轻盈无痕明星四色散粉	433	433	450
SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 (50ml)	1180	1180	1230
Sulwhasoo 雪花秀滋晶雪滢臻白气垫粉底液 (两件套)	588	588	612
古驰 Bloom EDT Aqua DI Fiori 香水 (50ml)	645	645	670
2019 年	乐天	新罗	中免/日上

平均相对价格 (/中免价格)	118%	117%	100%
阿玛尼挚爱女士香水 (100ml)	996	976	788
兰蔻水份缘舒缓精华液 (30ml)	419	419	384
纪梵希轻盈无痕明星四色散粉	433	433	344
SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 (50ml)	1231	1231	1022
Sulwhasoo 雪花秀滋晶雪滢臻白气垫粉底液 (两件套)	588	588	548
古驰 Bloom EDT Aqua DI Fiori 香水 (50ml)	660	660	588

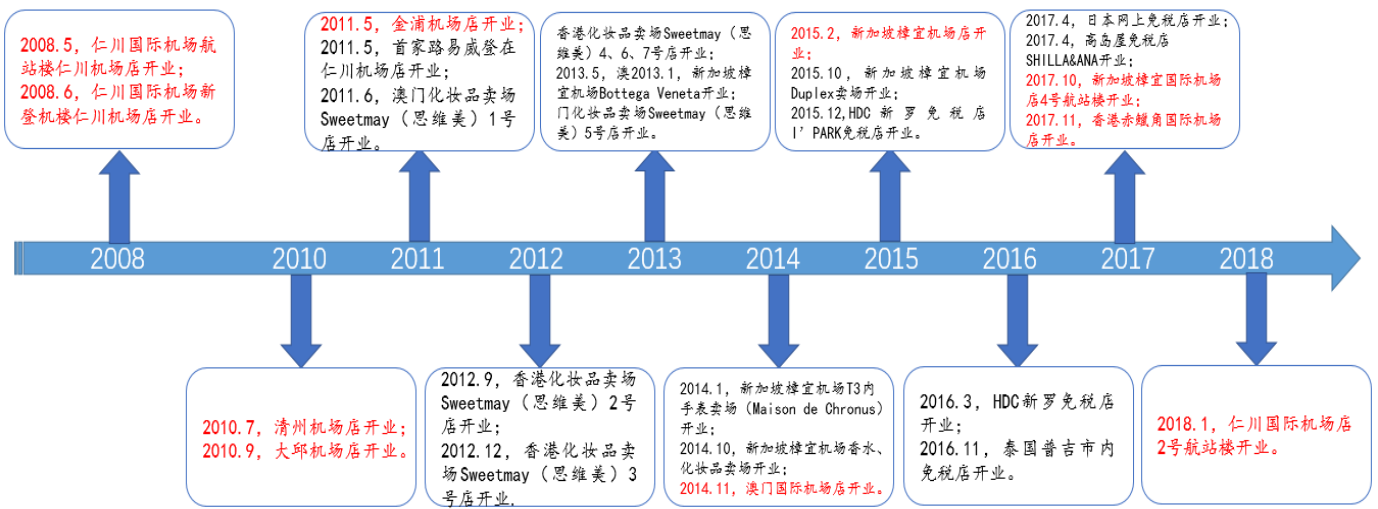
资料来源：日上 APP、乐天官方商城、新罗官方商城、国泰君安证券研究

注：韩国商品未考虑销售返点因素，标价可能比实际价格偏高

### 2.3. 环境不同，中国免税应不会重复韩国老路

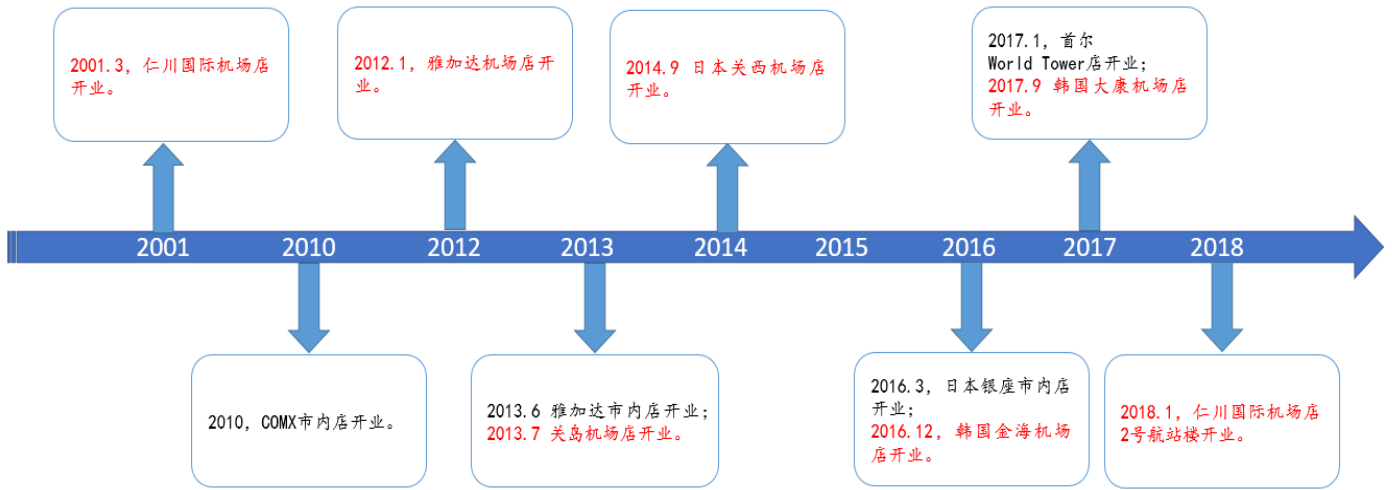
乐天初期对免税重视程度不够，客观上给了新罗快速成长的空间。韩国运营市内免税店需韩国政府颁发免税牌照，而机场免税店则是通过公开招标。乐天起初先发优势明显，1980年，乐天早于新罗6年开设市内免税店，2001年早于新罗7年开设仁川机场免税店。2008年5月新罗中标仁川机场，其后连续三年新罗获得仁川机场最佳服务商家奖，并且相继在韩国的仁川机场、清州机场、大邱机场、金浦机场开设免税门店，从2014年起，先后在澳门国际机场、新加坡樟宜机场、香港国际机场开设免税门店，自2011年起，新罗免税营收增速整体快于乐天。而中免现在已经充分认识到免税行业的重要地位，应不会给竞争对手超车机会。

图 11：新罗免税店历史扩张节奏 (2008-2018)



数据来源：新罗免税官网，国泰君安证券研究

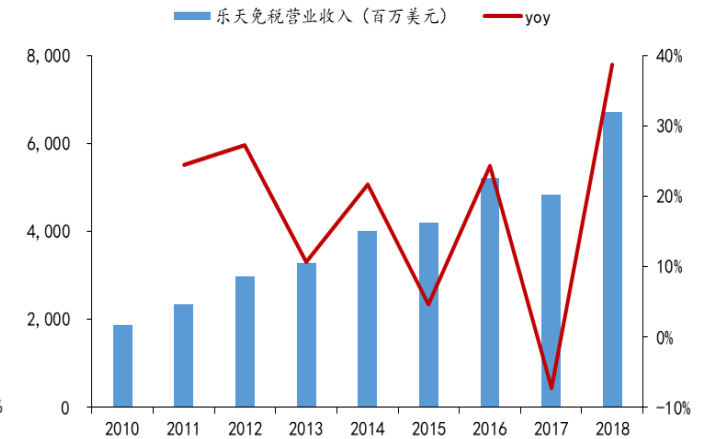
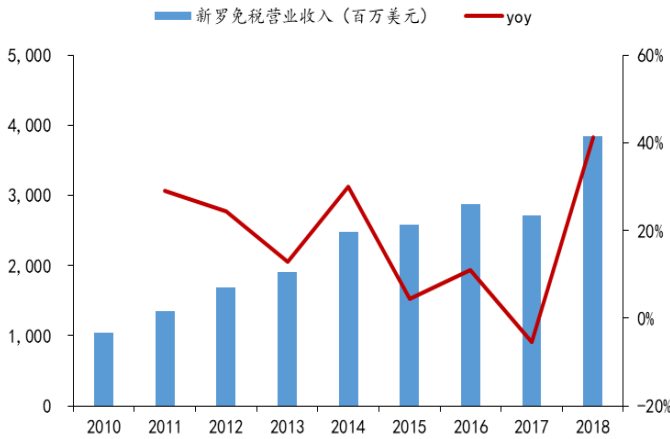
图 12: 乐天免税店历史扩张节奏 (2001-2018)



数据来源: 乐天免税官网, 国泰君安证券研究

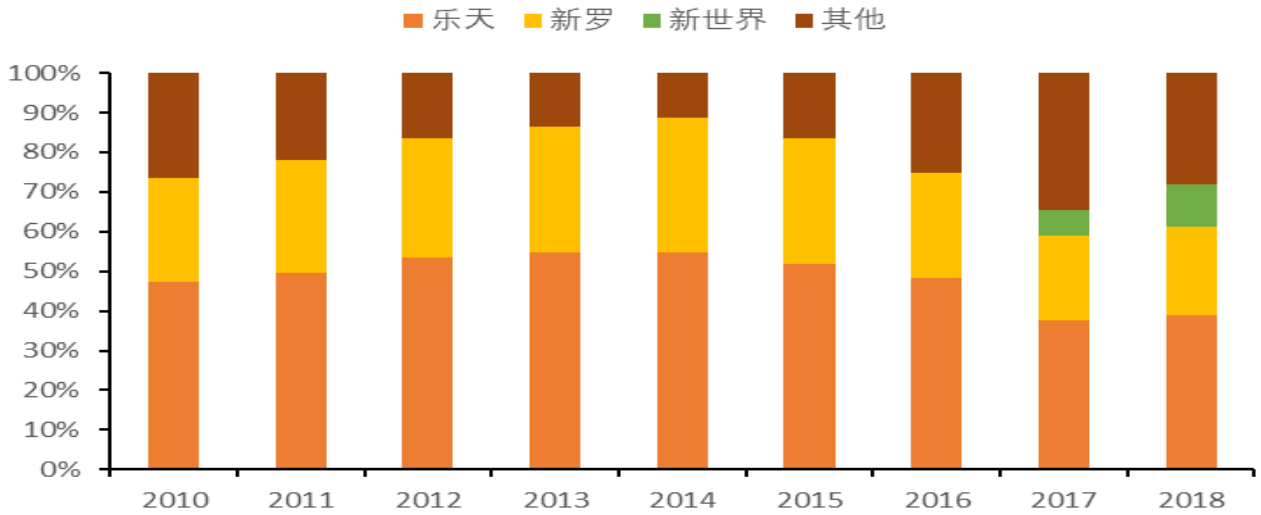
图 13: 布局全球之后新罗免税商营收逐年增加

图 14: 乐天总体免税营收增速不及新罗强劲



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安证券研究

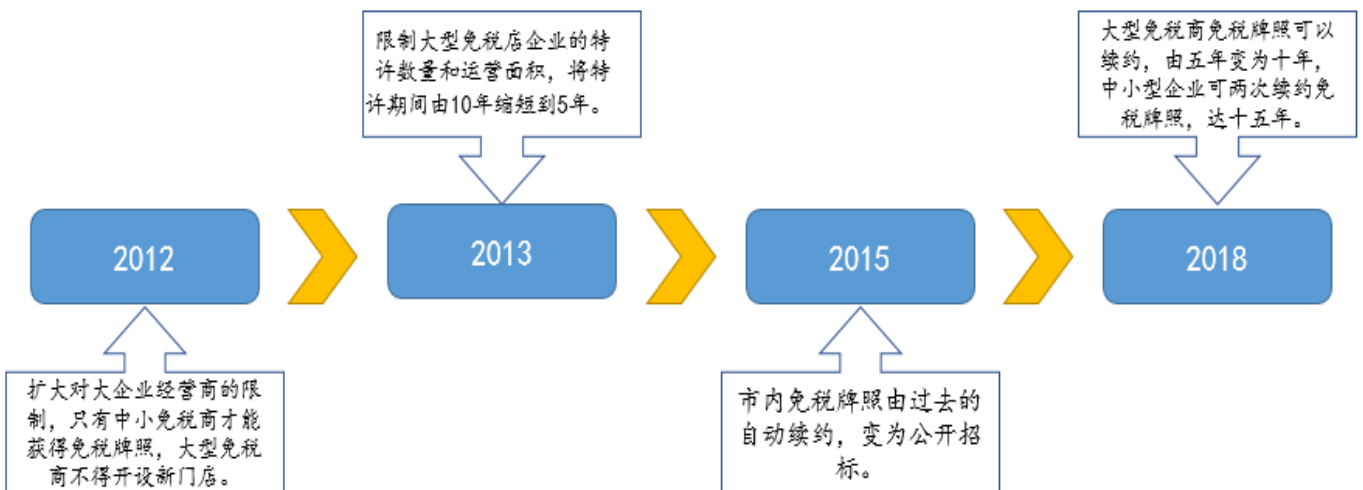
图 15: 乐天市场份额持续下降



数据来源: Bloomberg、国泰君安证券研究

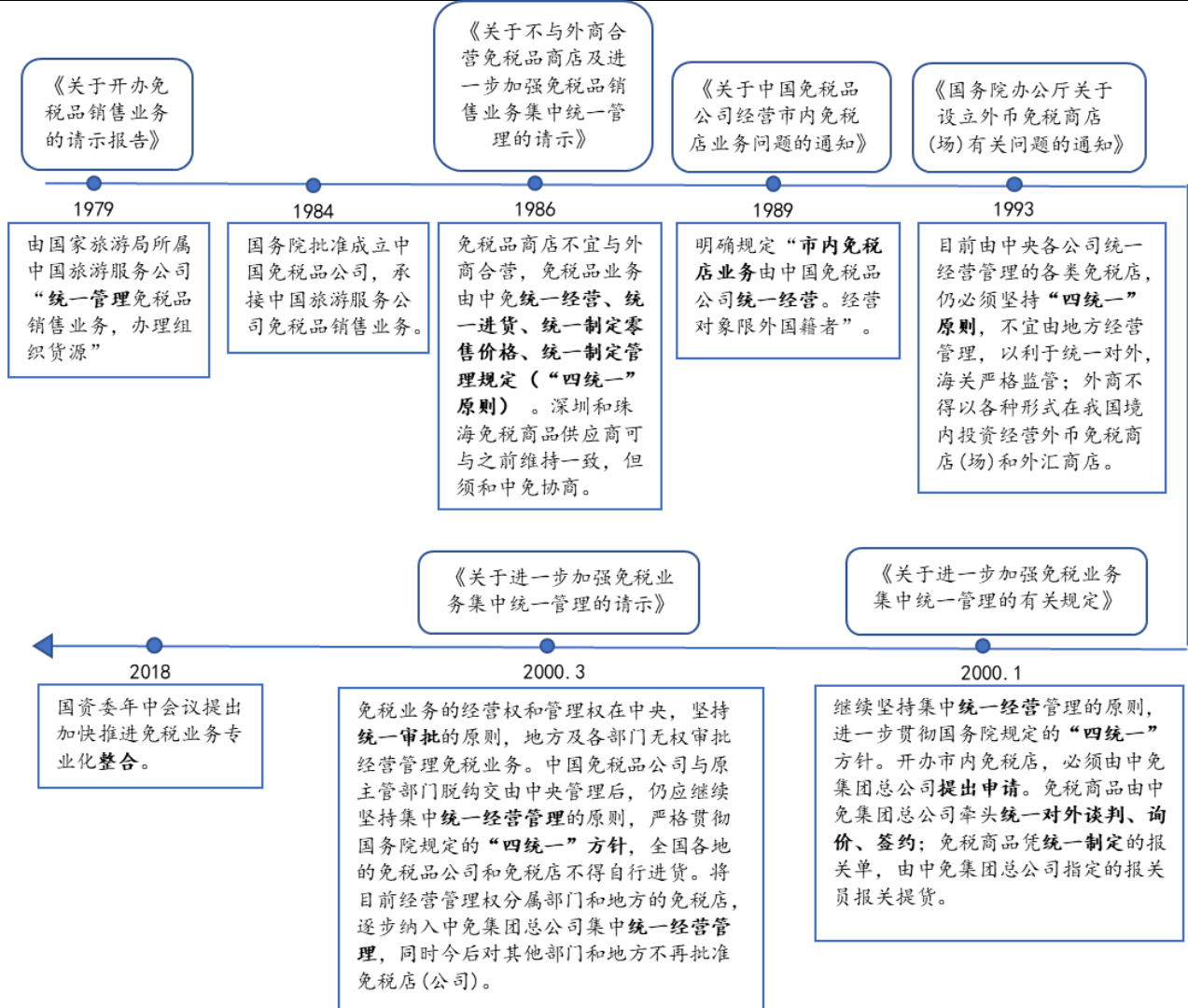
**韩国政策导向分散，我国政策总体上趋于集中。**中国消费者是国际免税的主要消费群体，2018 年韩国免税市场外国人免税消费额已达到近 79%，2015 年中国顾客约占外国顾客销售额的 70%-80%。因此，韩国免税业的主要任务是吸引包括中国人在内的外国游客，而中国免税业的主要任务是消费回流，本质上既与韩国免税商在品类、价格、成本等优势上的竞争。韩国免税政策限制大型免税商，鼓励中小型企业加入免税竞争，分散意图明显，而中国政策趋向集中，这是由中韩免税业竞争力差异所决定的。由于韩国免税发展较早，乐天新罗等免税运营商规模优势明显，客观上决定了培育免税行业龙头提升免税运营能力与国际免税商竞争以回流消费成为中国免税政策主要驱动方向。国资委会议也曾明确指出要持续推动免税品等重点领域的专业化整合，推进区域资源整合，减少同质化竞争。

图 16: 韩国牌照政策的变化和发放带动了免税经营主体的有效竞争，免税格局趋于分散



资料来源: KDFA、国泰君安证券研究

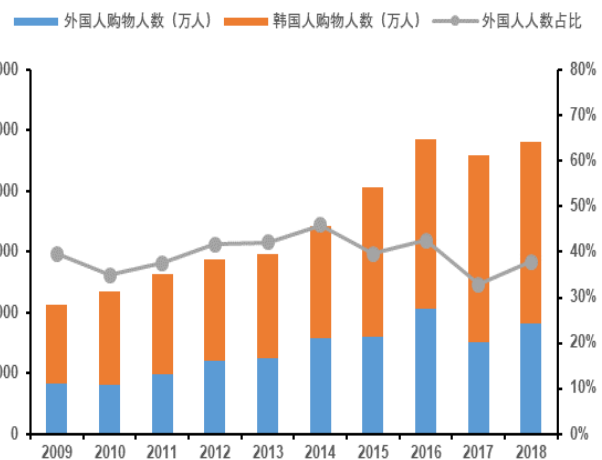
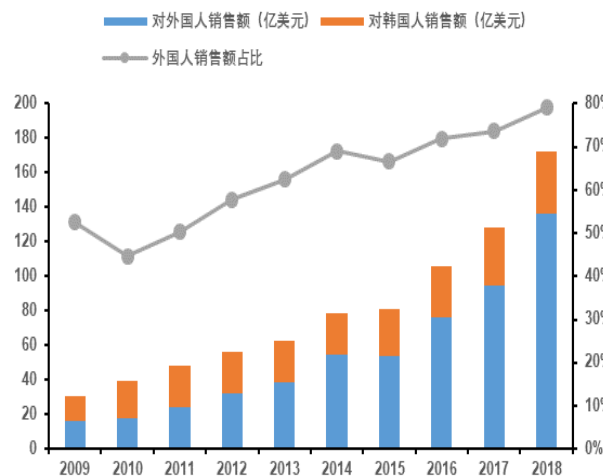
图 17: 我国免税集中的政策意图由来已久



资料来源：国资委网站等、国泰君安证券研究

图 18: 2018 年外国人贡献韩国免税销售额的 79%

图 19: 韩国免税的外国人购物人数占比在 30%-40%波动



数据来源：KDFA，国泰君安证券研究

数据来源：KDFA，国泰君安证券研究

### 3. 投资建议

推荐中国国旅，中免（日上）龙头规模优势明显，机场免税店招投标的放开将有利于中免（日上）市占率的提升。维持 2019-2021 年归母净利 47.20/55.09/69.49 亿盈利预测，EPS 为 2.42/2.82/3.56 元，同比增速 53%/17%/26%，剔除剥离旅行社投资收益同比增速 36%/31%/26%，维持增持评级。

### 4. 风险因素

- **宏观经济波动：**宏观经济不景气将影响居民消费热情；
- **有税零售业租金波动：**态保底租金和销售提成大幅增加，将抬高免税保底租金和扣点率的天花板；

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		