

新世界免税异军突起，极速跻身韩国免税 Top3

——免税行业专题系列（三）

推荐 （维持）

2020年02月03日

相关报告

《全球旅游零售结构分析：亚太、市内、香化表现最突出——免税行业专题系列（一）（20190903）》

《中出服：我国唯一在多地区开展国人入境市内免税业务的免税商——免税行业专题系列（二）（20191008）》

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理：

团队成员：

投资要点

- **从事免税业务短短几年，新世界顺利跻身全球 Top9，韩国 Top3。**2018 年全球免税市场规模达 760 亿美元/+9.3%；其中，亚太地区增速最快，达 15%；市占率在提升，达到 49.2%。在此环境里，从 2015-2018 年，全球排名上升最快的几家均为亚洲企业：（1）NAA Retailing，从第 24 上升到第 18，上升 6 名；（2）中免集团，从第 13 上升到第 4 名，上升 9 名；（3）新世界上升最快，从 25 名以后，上升到第 9 名。新世界于 2012 年开始经营免税业务，2015 年还未进入全球 TOP25，至 18 年已经成为全球第 9 大旅游零售商。在韩国免税市场中，2019Q1，新世界在韩国免税市场的市场份额已增至 17.9%；短短几年时间，为何新世界能与乐天、新罗形成三足鼎立的局面，下面我们将对此进行分析。
- **天时地利人和，多因素发力促使新世界免税高速发展。**（1）**身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上；**韩国是全球最大且发展快速的免税市场；其中的老牌免税商发展路径清晰，且经营模式成熟，作为综合实力较强的新进入者，站在巨人的肩膀上，新世界免税的后发优势明显。（2）**乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业。**2016 年及以后，在韩国总统大选特殊国情和特殊时期下，市内免税牌照进一步放开，新世界凭借其综合实力获得明洞店、江南店以及仁川机场店牌照。（3）**市内店协同与集群效应明显，仁川机场店客流集中且广告效应明显。**明洞店直接开在历史悠久的新世界百货楼上，地处明洞核心地带，毗邻韩国最大的单体免税店——乐天明洞店，协同效应与集群效应明显；两年多时间里，便成为韩国第三大单体市内免税店，2018 年实现销售额约合 115.44 亿元。**仁川机场店，目前，新世界在韩国国际客流占比超 78%的仁川机场拿下最多的免税店铺，不但能直接带动免税销售额，还给新世界免税此品牌带来了极大的广告效应，进而促进市内及网上店的销售。**（4）**公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显。**作为韩国第一家百货店，总店除了世界三大名牌的爱马仕、香奈儿和 LV，旗下还拥有较多自主品牌资源，目前网上免税店销售的品牌种类及 SKU 数量已能与新罗、乐天比肩。（5）**经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚。**作为韩国国内领先的百货零售企业，公司保持着良好的经营活动现金流；再加母公司为上市公司，融资能力强，很好得保证了免税业务的高速发展。（6）**线上免税业务布局虽晚，但发展迅速。**虽然公司线上业务发展较晚，随着公司市内店及机场店的开设，免税品牌知名度提升推动着线上业务快速发展，2018 年，公司线上销售额在韩国市场的占比已达 19.13%。
- **财务简析：免税成为公司第一大业务，毛利率仍有提升空间。**新世界上市公司旗下拥有较多业务，百货业务的营收占比最大，但随免税业务的蓬勃发展，2018 年营收占比达到了 38.80%，成为公司第一大业务。相较于新罗，新世界免税毛利率仍有提升空间，净利率水平两者相差不大。

风险提示：系统性风险、政策风险等。



目录

1、从事免税业务仅几年的新世界，跻身全球 Top9，韩国 Top3	4 -
1.1、在全球免税市场中，亚太地区销售额占据半壁江山，增速还最快	4 -
1.2、在此环境下，排名上升最快的免税商均为亚洲企业，以新世界为最	5 -
1.3、新世界免税异军突起，在短短几年之内便跻身于韩国前三	6 -
2、天时地利人和，多因素发力促使新世界免税高速发展	7 -
2.1、原因之一：身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上	7 -
2.2、原因之二：乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业	8 -
2.3、原因之三：市内店协同与集群效应明显，又顺利拿下仁川机场	9 -
2.4、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显	11 -
2.5、原因之五：经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚	13 -
2.6、原因之六：线上免税业务布局虽晚，但发展迅速	13 -
3、财务简析：免税成为公司第一大业务，毛利率仍有提升空间	15 -
4、风险提示	18 -
图 1、2010-2018 年全球免税市场规模变化	4 -
图 2、亚太免税市场市占率逐年上升	4 -
图 3、亚太免税市场占据全球最大的市场份额	4 -
图 4、2015-2018 全球旅游零售收入规模 TOP25(百万欧元)	5 -
图 5、相较于乐天和新罗，新世界免税从业时间最短	6 -
图 6、新世界免税发展历程	6 -
图 7、韩国三大免税零售商市场份额	7 -
图 8、新世界免税销售额增速迅猛（亿美元）	7 -
图 9、韩国免税行业快速发展原因	7 -
图 10、韩国免税市场规模情况	7 -
图 11、韩国市内免税牌照数量情况（块）	9 -
图 12、韩国市内免税店中有 13 个在首尔市（个）	9 -
图 13、韩国免税消费结构——按人群（亿美元）	9 -
图 14、中国人免税消费总额（亿元）及占比	9 -
图 15、仁川机场国际客流占比超 78%	11 -
图 16、仁川机场各免税商免税店数量（家）	11 -
图 17、新世界百货具备各大精品品牌资源	12 -
图 18、新世界百货旗下拥有多个自主品牌	12 -
图 19、新罗、乐天和新世界网上品牌数量对比（个）	12 -
图 20、新罗、乐天和新世界网上 SKU 对比（个）	12 -
图 21、新世界现金流量情况（亿元）	13 -
图 22、新世界百货面向中国顾客的优惠	14 -
图 23、新世界免税于 2013 年开拓中文购物网站	14 -
图 24、韩国免税企业线上销售额占比	14 -
图 25、新世界“3 小时前”网上商店展示	14 -
图 26、新世界各业务营业收入占比	16 -
图 27、新世界、新罗免税营业收入对比（十亿元）	17 -
图 28、新世界、国旅免税营业收入对比	17 -
图 29、免税毛利率对比——新世界 VS 新罗 VS 中国国旅	17 -
图 30、免税净利率对比——新世界 VS 新罗 VS 中免	17 -

表 1、韩国免税政策开放以来主要调整	- 8 -
表 2、韩国前三大免税店基本情况	- 10 -
表 3、新世界网上商城当天购商品数量（个）	- 15 -
表 4、新世界分业务财务指标	- 16 -

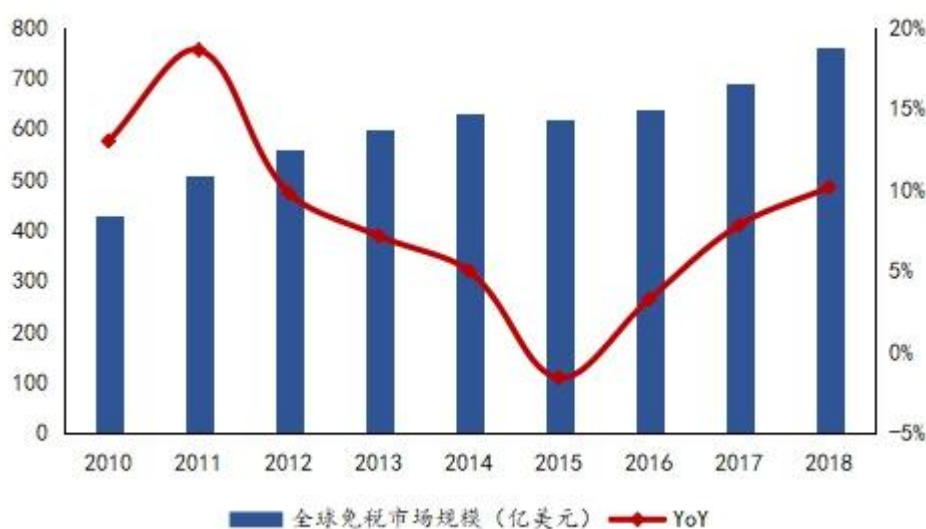
报告正文

1、从事免税业务仅几年的新世界，跻身全球 Top9，韩国 Top3

1.1、在全球免税市场中，亚太地区销售额占据半壁江山，增速还最快

2018 年全球免税市场规模达 760 亿美元，同比增长 9.3%，再创历史新高；其中亚太地区增速最快，销售额同比增长 15%，领先于中东的 10%，欧洲的 9%，美洲的 6% 和非洲的 3%；因此，亚太地区的市占率进一步增加，达到 49.2%。

图 1、2010-2018 年全球免税市场规模变化



数据来源：穆迪官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 2、亚太免税市场市占率逐年上升

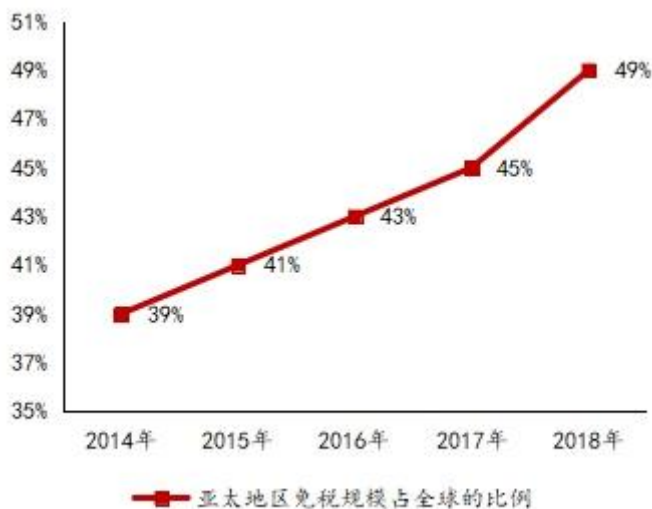
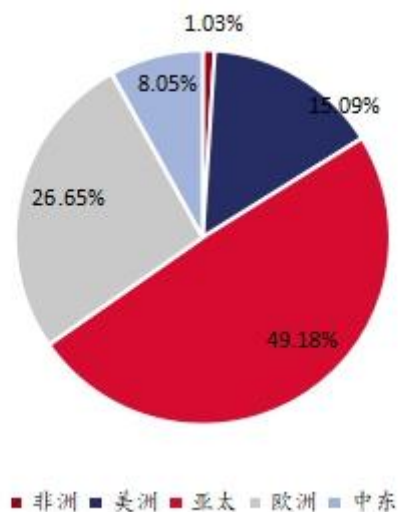


图 3、亚太免税市场占据全球最大的市场份额



数据来源：穆迪官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、在此环境下，排名上升最快的免税商均为亚洲企业，以新世界为最

从 2015 到 2018 年，由于亚洲旅游零售市场蓬勃发展，全球旅游零售商排名上升最快的几家均为亚洲企业：

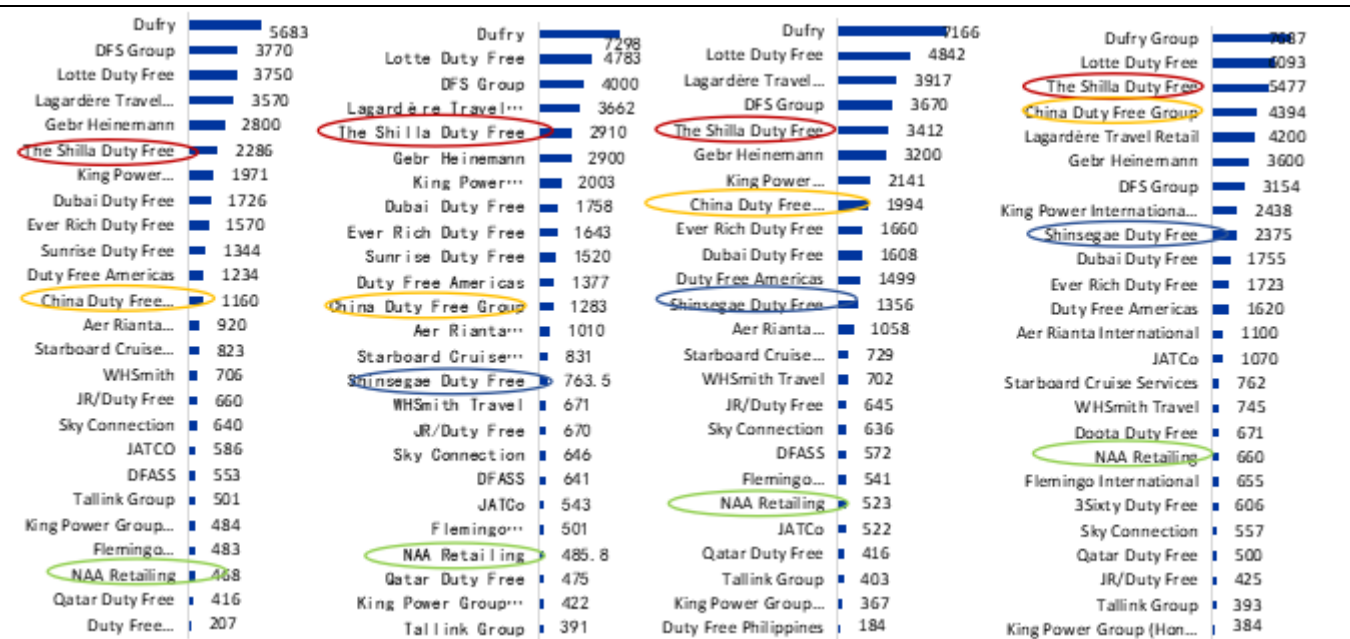
(1) **新罗免税(名义上升 4 名)**：2015 年全球排名第 7，至 2018 年已经成为全球第 3 大旅游零售商，除了公司自身在稳健增长外，排名上升主要为统计口径变化导致，若保持同口径，新罗免税排名较为稳定，变化不大；

(2) **NAA Retailing(上升 6 名)**：2015 年全球排名第 24，此后排名逐年上升，至 2018 年排名已经上升至全球第 18，其销售额主要来源于旅日消费者，尤其是中国消费者；

(3) **中免集团(上升 9 名)**：15 年全球排名仅第 13，至 2018 年已经成为全球第 4 大旅游零售商，这主要由于中免集团收购日上，中标首都机场、上海、香港机场和白云机场等多个机场免税店项目，传统免税板块稳健经营，三亚免税板块增长迅速，市场份额逐年提高；

(4) **新世界(从 25 名以后到第 9 名)**：新世界于 2012 年开始经营免税业务，2015 年还未进入全球 TOP25，2016 年的排名便到了第 15，至 18 年已经成为全球第 9 大旅游零售商；新世界免税为何能在短短几年时间内实现如此快速增长，后续在第二部分我们将对此进行详细分析。

图 4、2015-2018 全球旅游零售收入规模 TOP25(百万欧元)



数据来源：穆迪官网，兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、新世界免税异军突起，在短短几年之内便跻身于韩国前三

随着 2013 年韩国市内免税政策调整，免税市场开始引入新的竞争者，新世界作为后起之秀，异军突起，在短短的五年时间内，一跃成为韩国国内第三大免税商。至此，韩国免税行业呈现出乐天、新罗、新世界三足鼎立的局面。2018 年，新世界在韩国免税市场的市场份额已增至 15.8%；到 2019Q1，更是达到了 17.9%。

图 5、相较于乐天和新罗，新世界免税从业时间最短



数据来源：乐天、新罗及新世界官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、新世界免税发展历程



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、韩国三大免税零售商市场份额

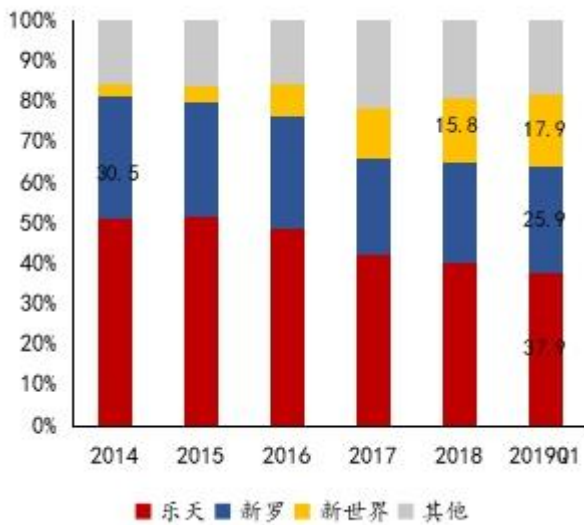
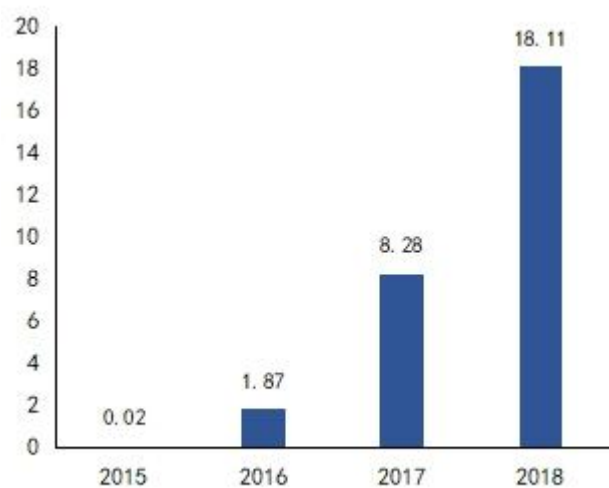


图 8、新世界免税销售额增速迅猛 (亿美元)



数据来源：KDFA，新世界官网，兴业证券经济与金融研究院整理

新世界从 2012 年开始涉足免税业务，但仅用了几年时间，实现其他免税企业发展几十年才有的成就；公司到底是如何能在如此短时间内跻身于韩国前三，下面我们将对此进行详细分析。

2、天时地利人和，多因素发力促使新世界免税高速发展

2.1、原因之一：身处最大且快速发展的免税市场，站在巨人的肩膀上

韩国于 1979 年开放市内免税后，由于免税政策逐步放开、丰富的产品品类、便利的购物环境、价格优势明显等因素；从 2010 年到 2018 年，韩国免税销售额从 39 亿美元增长至 172 亿美元，复合增速超 20%；2019 年，韩国免税销售额增速预计在 25%-30% 之间。由于韩国是全球最大且发展快速的免税市场，因此，身在其中的新世界免税在设立之初就有了很好的发展环境。

在新世界开始做免税业务以前，韩国的乐天和新罗销售额在世界免税市场上名列前茅，发展路径清晰，经营模式成熟，作为综合实力较强的新进入者，站在巨人的肩膀上，新世界免税的后发优势明显。

图 9、韩国免税行业快速发展原因

图 10、韩国免税市场规模情况



数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：KDFA，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、原因之二：乘政策之风，公司拿下多块牌照，全面布局免税行业

韩国免税市场的发展始于 1979 年，韩国政府允许本土免税运营商经营市内离境免税业务。随后的十几年内，韩国免税行业逐渐形成财阀主导的寡头垄断格局，激烈的行业竞争为韩国免税行业带来爆发式增长。

2013 年起，韩国政府为避免财阀垄断，开始限制大型免税集团（从牌照限制、经营面积等方面限制），并大幅增加免税牌照的发放（主要在首尔地区以外）以及缩短经营期限（10 年至 5 年）和放开市场招投标。

2016 年，在韩国总统大选特殊国情和特殊时期下，韩国市内免税政策不断调整，牌照大量放开以引入新竞争者。

2019 年，韩国开放第一家进境免税店，同时出台新政限制代购人数过多对本国人在市内免税店消费的影响。

表 1、韩国免税政策开放以来主要调整

时间	政策
1979	开放市内免税店
1995	韩国政府将本国居民离境免税额度提升至 2000 美元
2002	韩国政府颁布《济州国际自由城市特别法》
2006	韩国政府将本国居民离境免税额度进一步提升至 3000 美元
2012	限制垄断，保证中小企业有一定比例以上的免税店
2013	韩国海关总署将市内免税牌照经营期限从 10 年缩减为 5 年
2015	市内免税牌照由过去的自动续约，改变为公开招标
2016	市内免税政策调整，引入新竞争者，新增六家市内免税店
2019.05	开放第一家入境口岸店
2019.08	修订关税法，本国出境购买额度提升至 5000 美元
2019.11	韩国海关出台免税渠道新政，旨在限制代购行为

数据来源：互联网，兴业证券经济与金融研究院整理

目前韩国免税牌照分布情况如下：口岸出境免税店 29 块、入境免税店 1 块、市内免税店 26 块、离岛免税店 1 块和外交人员免税店 1 块。

图 11、韩国市内免税牌照数量情况（块）

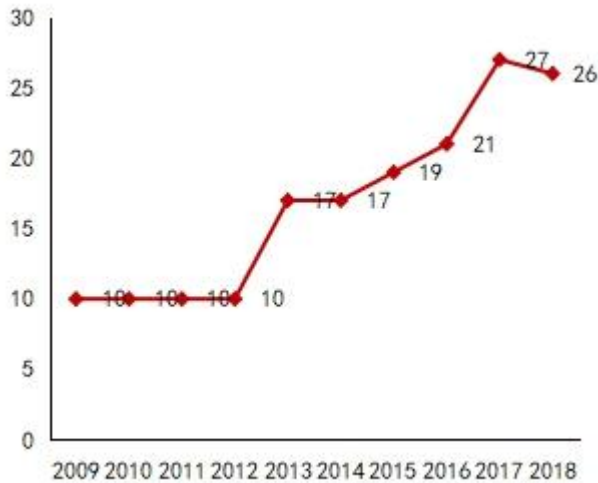
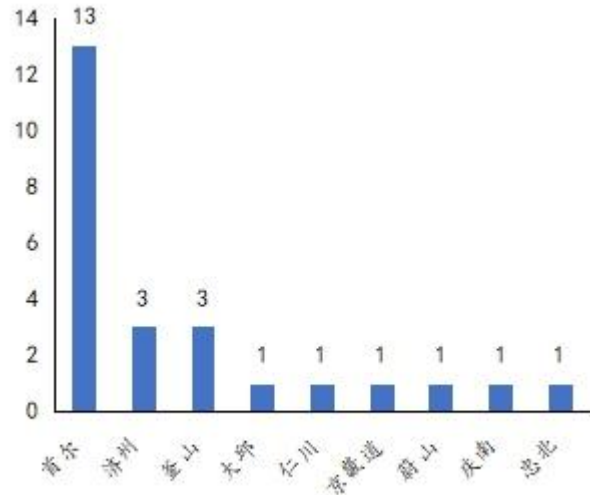


图 12、韩国市内免税店中有 13 个在首尔市（个）



数据来源：KDFA，兴业证券经济与金融研究院整理

新世界百货公司作为韩国国内零售巨头，一直由于缺乏市内免税牌照而未能进入免税市场。2012 年，新世界收购了位于釜山的天堂免税店并获得其名下的免税牌照正式进入免税市场；在 2013-2016 年间随着政府对免税牌照的放开，新世界凭借其雄厚的财务实力积极竞标，分别获得首尔明洞以及首尔江南的免税店牌照。同时对于机场免税店新世界也积极部署，15 年 9 月在仁川机场开店，并于 18 年在仁川机场拿下了更多的标段。

2.3、原因之三：市内店协同与集群效应明显，又顺利拿下仁川机场

● 韩国免税主要由外国人贡献，市内店地理位置相当重要

在 2011 年前，韩国本国出境游客占免税消费的主导地位，2011 年后外国游客免税消费额开始超过韩国本国人，外国游客尤其是亚洲游客发力，而后中国游客逐渐成为韩国免税市场销售额的最重要来源。中国游客消费额逐年上升，2018 年中国人免税消费额占韩国免税销售总额的 73.42%。而外国人到韩国特别是首尔旅游，基本必去的两个地方则是明洞和江南。

图 13、韩国免税消费结构——按人群（亿美元）

图 14、中国人免税消费总额（亿元）及占比



数据来源：KDFA，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 新世界明洞店：协同效应叠加集群效应

(1) 旗下百货店在明洞拥有近 90 年历史，免税业务与百货业务协同效应明显。新世界百货商店总店位于 1930 年代韩国最初百货店——三越百货店京城分店的旧址上。新世界百货商店总店作为韩国最早的百货店，具有悠久的历史，是一处可享受高端产品和优质服务的地方；1963 年被三星集团收购，通过公开征名，改名为新世界百货店。新世界免税于 2016 年拿下市内免税牌照后，将免税业务开在新世界百货店的 8-12 层，免税业务很好的享受了新世界百货明洞店的地理优势、品牌知名度和客流量等；

(2) 毗邻韩国最大的单体免税店——乐天明洞店，集群效应明显。除此以外，由于新世界明洞店毗邻韩国最大的单体免税店——乐天明洞店，在自身资质较好的前提下，新世界免税很好得享受到了行业的集群效应；

因此，新世界明洞店在短短得两年多时间里，便成为韩国第三大单体市内免税店，2018 年实现销售额 1.99 万亿韩元（约合 115.44 亿元）。

表 2、韩国前三大免税店基本情况

店名	开业时间	免税销售额 (万亿韩元)	免税销售额 (亿人民币)
乐天明洞店	1980 年	4.20	244.24
新罗首尔店	1984 年	2.88	167.63
新世界明洞店	2016 年	1.99	115.44

数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

- **新世界江南店：依然嫁接于新世界百货江南店、与多家五星级酒店毗邻、购物环境优越**

新世界江南店位于因韩国歌手鸟叔（PSY）名曲《江南 STYLE》而举世闻名的首尔江南地区，2018年7月开业，坐落于拥有上万坪的宽敞空间的新世界百货内部，有超过1000种的各式品牌进驻，也是外国游客集聚购物消费的区域；相较于明洞的免税店，江南免税店的空间感更宽阔，购物环境更加优越；除此外，新世界江南分店与多家五星级酒店相邻，包括江南 JW 万豪酒店。

据韩国《中央日报》网站信息，新世界免税店江南店于2018年7月18日开业后，日均销售额(7月18日至19日)高达17亿韩元，远远超过了预期的10亿韩元。

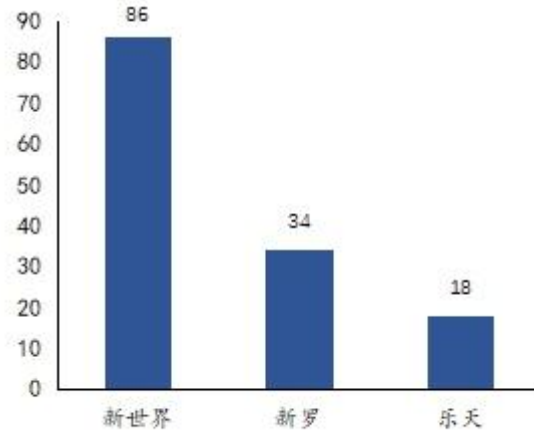
- **布局客流量最大的仁川机场，可大力带动免税销售额及扩大品牌宣传效应**

机场是发展成熟的免税渠道，随着韩国经济发展、国民出入境人数增长、国外游客增长，韩国的机场免税业蓬勃发展。新世界积极加入机场免税，2015年9月，首次开立仁川机场店，并在18年获得仁川机场 T1、T2 航站楼多标段的免税经营权。目前，新世界在机场内的免税店数量高达86家，远超新罗的38家以及乐天的18家。在韩国国际客流占比超78%的仁川机场拿下最多的免税店铺，不但大力带动了公司的免税销售额，还给新世界免税此品牌带来了极大的广告效应，进而促进市内及网上免税店的销售。

图 15、仁川机场国际客流占比超 78%



图 16、仁川机场各免税商免税店数量（家）



数据来源：KDFA，公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.4、原因之四：公司以高端百货起家，历史悠久，品牌优势明显

- **高端百货起家，天然的品牌优势带动免税店发展**

始于 1930 年的韩国新世界百货，下属韩国新世界集团，是韩国历史最悠久的百货店，始终以“高品质”为发展路线，作为韩国第一家百货店，新世界百货是各界

社会名流经常光顾的高级百货店,总店除了世界三大名牌的爱马仕、香奈儿和LV,还有只有新世界才有的GIORGIO ARMANI BLACK LABEL、DENIM MARIA、SHOESHOLIC等高级品牌商品。

一方面,新世界集团作为韩国零售业巨擘,长达近90年的百货零售经验使得新世界百货与世界高端大牌一直保持着良好的合作关系。韩国新世界百货拥有荟萃了一流的海外名品和人气设计品牌的精选馆,汇聚了很多限量版的精选单品。另一方面,新世界百货旗下还拥有19个自主品牌,均有良好的知名度,新世界免税店也充分利用此优势吸引目标消费人群。

总而言之,新世界百货涵盖的国际、国内品牌丰富,其免税业务也正是凭借新世界百货自带合作大牌并且兼顾自有品牌的发展,使得新世界在进入免税行业初期,就能快速在免税行业站住脚跟并迅速发展。目前网上免税店销售的品牌种类及SKU数量也能与新罗、乐天比肩。

图 17、新世界百货具备各大精品品牌资源



图 18、新世界百货旗下拥有多个自主品牌



数据来源:公司官网,兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、新罗、乐天和新世界网上品牌数量对比(个)

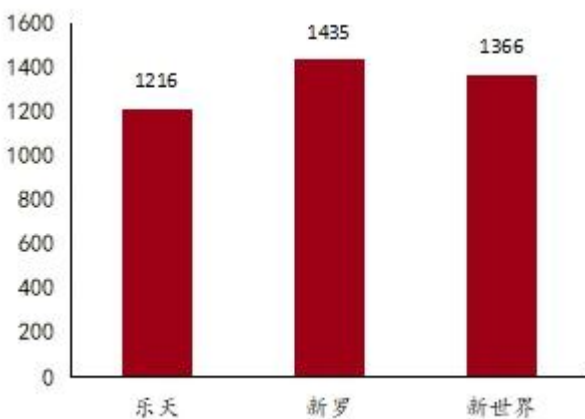
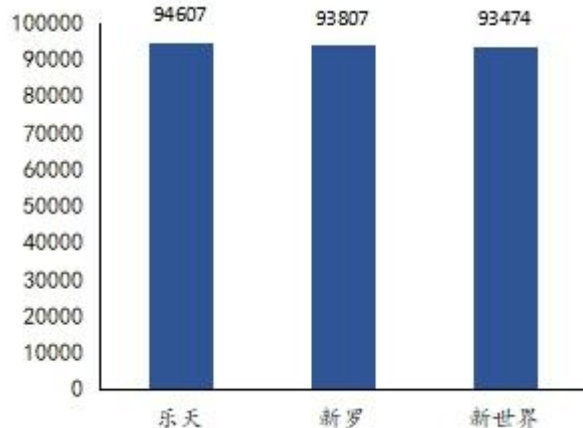


图 20、新罗、乐天和新世界网上 SKU 对比(个)



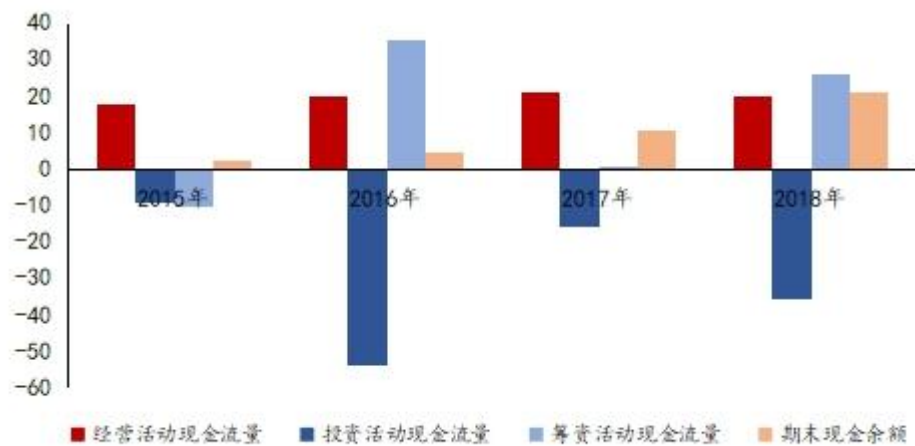
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

数据来源：各公司，兴业证券经济与金融研究院整理

2.5、原因之五：经营现金流较好，又是上市公司，资金实力雄厚

新世界免税能在短短的时间内竞标多个免税牌照并且开立多家免税店，与其母公司新世界百货的强大的资金实力是密不可分的。作为韩国国内领先的百货零售企业，新世界百货公司近几年一直保持着良好的经营活动现金流。2016年公司投资活动现金流出较大，主要是在免税方面的投资活动变多；由于公司为上市公司，融资能力较强，通过自身现金流和融资带来的资金，很好得保证了免税业务的高速发展。

图 21、新世界现金流量情况（亿元）



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.6、原因之六：线上免税业务布局虽晚，但发展迅速

线上免税也是韩国免税市场的重要组成部分，线上购物不受营业时间、地点及面积的限制，极大的方便了游客。2018年，韩国线上免税业销售额达到4.34万亿韩元（约259亿元），同比增长42.5%；远高于韩国口岸店免税销售额增速——6.27%，占韩国整体销售额的比例将近23%，超过了口岸店。

● 公司线上免税业务起步较晚，但发展迅速

乐天和新罗于2000年便开设网上免税店，又分别于2012年12月和2013年7月开通中文版网络免税店；而新世界在2013年才开设了网上免税店，于当年10月才开通了中文线上免税店。

虽然公司线上业务发展较晚，但发展迅速；随着公司市内店及机场店的开设，新世界免税品牌知名度提升，推动着线上业务快速发展，2016年到2018年期间，新世界线上销售额占比逐年提升，到2018年，其线上销售额占比已达19.13%。

图 22、新世界百货面向中国顾客的优惠



图 23、新世界免税于 2013 年开拓中文购物网站



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 24、韩国免税企业线上销售额占比



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

● 与乐天和新罗类似，最晚可在飞机起飞前三小时进行网购

韩国免税店供货系统十分高效，在乐天、新罗和新世界免税店中，带有“当天购”、“3 小时”或者“5 小时”标志的商品，“当天购”的出国日期是指韩国离境日期，“当天购”标志的国际品牌，由仁川机场出境时最晚 3 小时前，由金浦机场出境时最晚 5 小时前可订购。这能最大限度的吸引中转、赶时间以及不想排队的游客，能最大限度的让消费留在市内店或网上免税店，而非机场免税店。目前，新世界免税网上商城里，能实现当天购的商品占比达到了 44.4%。

图 25、新世界“3 小时前”网上商店展示

仁川机场·金浦机场

金海机场·釜山港

· 标有 **3小时** 标志的商品，由仁川机场出境时订购时间截止至最晚3小时前，由金浦机场出境时订购时间截止至最晚5小时前。

· 标有 **5小时** 的商品，从仁川机场或金浦机场出境的旅客最晚可提前5小时购买。

数据来源：新世界官网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、新世界网上商城当天购商品数量（个）

分类	当天购	非当天购	当天购占比
彩妆	7253	5224	58.13%
服装配饰/眼镜	6962	12963	34.94%
箱包/钱包	4943	8185	37.65%
护肤	4497	4368	50.73%
香水/美体/美发	4192	1891	68.91%
韩国品牌	3167	9187	25.64%
手表/首饰	2940	12066	19.59%
婴幼儿	1337	880	60.31%
食品/生活用品	1162	1731	40.17%
数码电器	734	1167	38.61%
合计	37187	57662	44.40%

数据来源：官方商城，兴业证券经济与金融研究院整理

3、财务简析:免税成为公司第一大业务,毛利率仍有提升空间

● 2018 年，免税一跃成为公司第一大业务

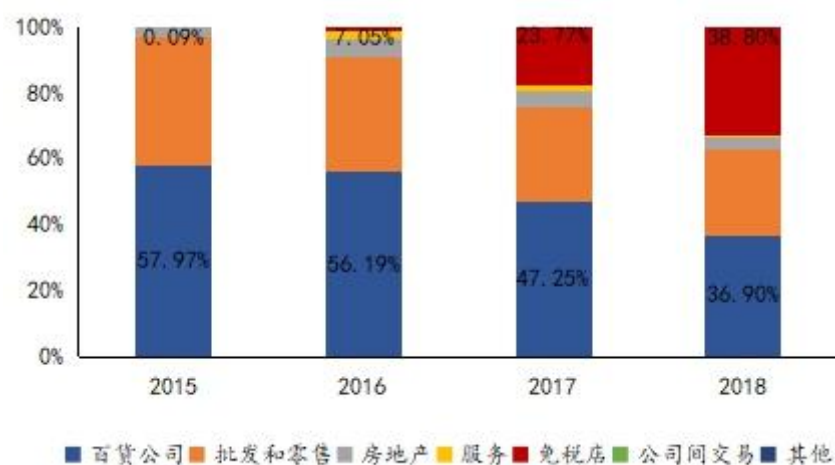
从新世界公司各业务财务指标来看，新世界业务主要由百货、房地产、批发和零售、服务、免税、公司间交易和其他业务组成。前期，公司百货业务的营收占比最大，但随着 2016 年公司在明洞开设免税店，并逐步新增江南免税店和机场免税业务，免税营收占比逐年增加，由 2015 年的 0.09% 增长至 2018 年的 38.80%，成为公司第一大业务。

表 4、新世界分业务财务指标

单位 (亿人民币)		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
百货	营收	88.58	98.70	109.02	114.05
	yoy		11.42%	10.46%	4.61%
	净利率	26.52%	9.02%	6.79%	9.61%
	净利润	23.49	8.90	7.41	10.97
房地产	营收	60.02	61.01	65.87	80.26
	yoy		1.64%	7.97%	21.85%
	净利率	1.38%	1.04%	1.66%	2.22%
	净利润	0.83	0.64	1.09	1.78
批发和零售	营收	7.43	9.58	11.31	11.48
	yoy		28.93%	18.08%	1.45%
	净利率	35.85%	37.11%	36.20%	31.33%
	净利润	2.66	3.55	4.10	3.60
服务	营收	4.17	4.32	4.32	1.76
	yoy		3.56%	0.02%	-59.18%
	净利率	11.79%	11.75%	9.20%	-73.03%
	净利润	0.49	0.51	0.40	-1.29
免税	营收	0.14	12.39	54.84	119.92
	yoy		8491.73%	342.70%	118.69%
	净利率	-342.87%	-25.94%	1.47%	1.72%
	净利润	-0.49	-3.21	0.81	2.07
公司间交易	营收	-7.65	-10.43	-14.74	-18.52
	yoy		36.40%	41.39%	25.61%
	净利率	-0.49%	-0.22%	-0.13%	0.07%
	净利润	0.04	0.02	0.02	-0.01
其他	营收	0.11	0.11	0.12	0.12
	yoy		-5.23%	17.46%	-1.49%
	净利率	-1076.24%	8374.54%	-873.33%	-105.01%
	净利润	-1.20	8.86	-1.09	-0.13

数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 26、新世界各业务营业收入占比

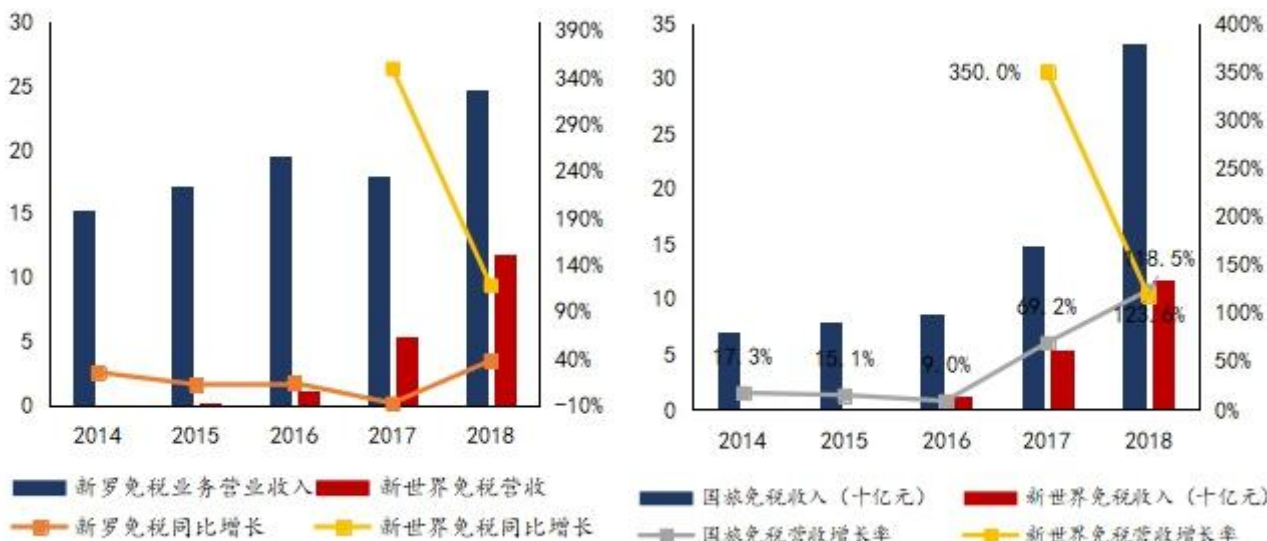


数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

● 相较于新罗，新世界免税毛利率仍有提升空间

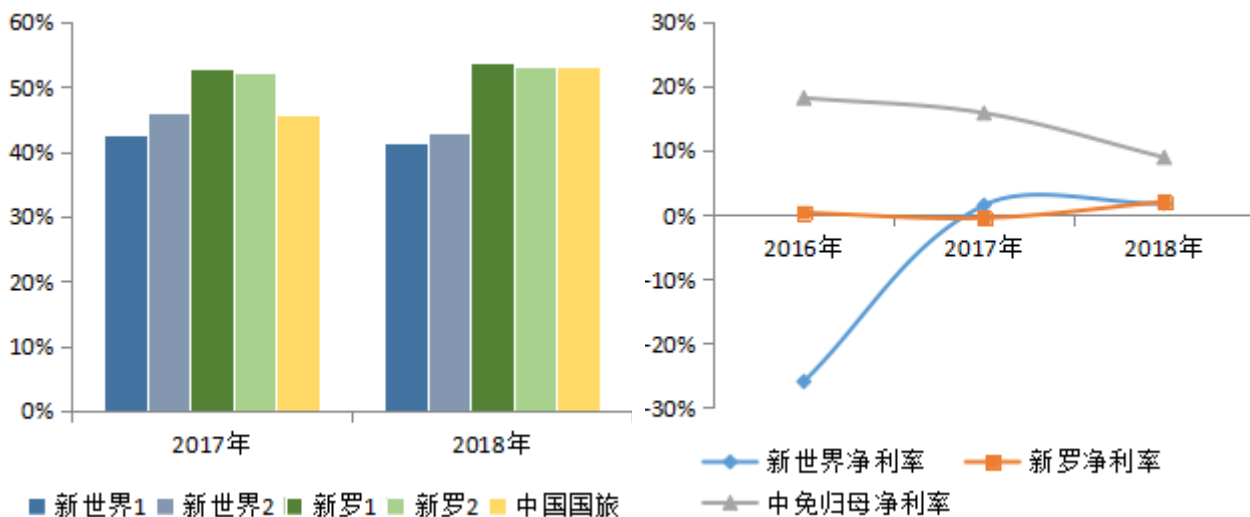
虽然新世界发展迅猛，但从销售额绝对值来看，仍低于新罗；从毛利率来看，相较于可比性更强的新罗，新世界免税业务毛利率仍有较大的提升空间；但从净利率角度来看，两者相差不大。

图 27、新世界、新罗免税营业收入对比（十亿元） 图 28、新世界、国旅免税营业收入对比



数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图 29、免税毛利率对比——新世界 VS 新罗 VS 中国国旅 图 30、免税净利率对比——新世界 VS 新罗 VS 中免



数据来源：各家公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理
 假设：参照之前，新世界除免税以外其他业务毛利率分别为 64%和 65%
 假设：参照之前，新罗除免税业务以外其他业务毛利率分别为 5%和 10%

数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

4、风险提示

- (1) 系统性风险；
- (2) 政策风险。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn