

2019-6-19

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

机场服务行业

全球视野看机场免税格局与估值重塑

报告要点

■ 机场免税：盈利的“关键基因”

全球免税市场空间广大，机场免税为其主要场景。国际视野下，全球主要上市机场市值与盈利水平高度相关。机场零售业务以免税业务为核心，与机场其他业务相比，具有“高盈利”、“高增长”、“高占比”的三高特征，是左右机场盈利的核心变量。由于单客消费（“价”）、客流量（“量”）以及免税运营模式（“乘数”）共同决定免税业务盈利水平，进而成为影响机场盈利的关键因素，因此三者共同铸就机场市值水平。

■ 从基本面到估值：三因素模型

客流量、客单价和经营模式不仅决定当期的免税盈利，也影响长期的发展，因此左右机场估值。从动态视角看免税的发展，三因素的发展与演化共同筑就机场免税的景气程度。1）量：全球机场客流量以内生增长为根本，而随着内生增长趋缓，外延式扩张是破局良道；2）价：国际旅客占比驱动单客消费提升，中国旅客为全球贡献核心购买力；3）乘数：特许经营模式引入专业的免税商，提升渠道竞争力，盈利能力最强。通过三因素模型看国内枢纽机场，目前特许经营模式趋势已成，客流量增速中长期趋稳，而客单价全球对比仍有 3-8 倍空间，消费回流下存提升可能性，将成为未来机场盈利及估值提振的核心因素。

■ 外资流入：提估值，降波动

机场估值水平除了与盈利能力高度相关外，外资流入也成为影响机场估值水平的关键外部因素。机场由于具备相对良好的资产质地、稳健的经营预期以及强禀赋特性，一直是外资青睐的品种。对比国内和国际可比机场，在外资流入的关键时点，上市机场公司的估值中枢均有显著上移；同时外资持续流入对于降低机场标的股价波动性具有重要作用，随着外资占比的提升，机场公司的股价波动率以及换手率逐步趋稳。

■ 未来空间：分流有限，共享扩张

对标韩国市场，政策演变（国人市内出境免税政策放开程度）、免税商竞争格局（盈利能力）以及中国旅客消费（核心购买力）共同决定免税市场格局演变和免税商经营策略。我们认为国内政策发展所需时间较长，因此竞争格局短期稳固，而消费回流中期为大概率事件。基于此，短期免税运营商将优选两者并重、差异化运营策略；长期来看，随着国内免税行业竞争力的增强，市内免税店对机场免税店分流影响有限，两者将共同获益消费回流带来市场规模的显著扩张。

风险提示： 1. 宏观经济下行风险；市内免税店加剧竞争；免税政策风险。

分析师 韩轶超

☎ (8621) 61118745

✉ hanyc@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490512020001

联系人 赵超

☎ (8621) 61118710

✉ zhaochao2@cjsc.com.cn

联系人 张银哈

☎ (8621) 61118710

✉ zhangyh14@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600009	上海机场	买入
600004	白云机场	买入
000089	深圳机场	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《机场研究框架：核心资产的黄金时代，确定性中优选弹性》2019-3-3

《临空经济，腾空而起》2018-8-16

《免税招标来袭，枢纽价值重估》2017-8-29

目录

机场免税：盈利的“关键基因”	5
机场免税：主要场景，模式为王	5
免税业务：机场盈利的“关键基因”	6
从基本面到估值：三因素模型	9
流量增长：内生为本，穷则思变	9
单客消费：国际旅客驱动，中国旅客买遍全球	10
经营模式：议价能力各异	13
总结：估值水平与盈利能力高度相关	14
外资流入：提估值，降波动	16
国际机场：估值提振明显，外资占比相对较低	16
国内对标：外资流入与估值切换时间高度重合	18
未来空间：分流有限，共享扩张	19
对标韩国：多方竞争，机场强势不改	20
反观国内：龙头垄断格局，消费回流效应显著	25

图表目录

图 1：2017 年全球免税销售额为 686 亿美元，同比增长 8.1%	5
图 2：2017 年全球机场渠道免税销售额 383 亿美元，占比 56%	5
图 3：亚太地区免税增加额占全球免税增加额比重（亿美元）	5
图 4：亚太地区免税销售收入保持快速增长	5
图 5：全球机场主要运营模式	6
图 6：免税业务：机场盈利的“关键基因”	7
图 7：零售业务“高盈利”，非零售业务“低收益”	7
图 8：零售业务“高占比”	7
图 9：西班牙机场商业收入占营业收入比重逐步提升	7
图 10：2018 年巴黎机场营业收入构成	8
图 11：零售业务“高增速”，非零售业务“低增长”	8
图 12：决定机场盈利的三因素	8
图 13：盈利能力与客流量与国际主要上市机场市值水平高度相关	8
图 14：客单价、客流量以及免税运营模式，共同铸就机场当前市值水平	8
图 15：旅游需求旺盛，泰国机场旅客吞吐量保持快速增长	9
图 16：日本机场旅客吞吐量步入总量稳健、结构优化的格局	9
图 17：并购国际机场为巴黎机场贡献额外客流量	10
图 18：并购国际机场为法兰克福机场贡献额外客流量	10
图 19：2018 年法兰克福机场参与运营全球机场分布	10
图 20：单个国际旅客贡献毛利约为国内旅客 8 倍（以上海机场为例）	11

图 21: 日本机场国际旅客占比与单客零售收入高度相关	11
图 22: 2018 年国际主要上市机场单客非航收入对比	11
图 23: 2018 年泰国市场中国旅客人数占比约为 28%	12
图 24: 中国赴日本旅客人数占比迅速提升	12
图 25: 2018FY 中国旅客在羽田机场占比约为 15%	12
图 26: 2018FY 中国旅客在羽田机场免税店收入结构中占比约为 45%	12
图 27: 消费回流, 上海机场单客免税销售额存约 2.5 倍空间	12
图 28: 2018 年中国旅客贡献法兰克福机场免税消费的核心动力	12
图 29: 三种免税运营模式下主要上市公司免税成本承担程度	13
图 30: 三种模式下不同机场的盈利能力对比	13
图 31: 仁川机场免税面积及免税收入占比对比	13
图 32: 仁川机场与其主要免税运营商营业利润率对比	13
图 33: 日本机场估值水平与盈利能力相关	14
图 34: 巴黎机场估值水平与盈利能力相关	14
图 35: 泰国机场估值水平与盈利能力相关	14
图 36: 全球主要上市机场 EV/EBITDA 估值水平的三因素模型	15
图 37: 全球主要上市机场 PE 估值水平的三因素模型	15
图 38: 2003-2007 年, 日本市场呈现外资持续净流入	16
图 39: 外资流入带动日本机场估值中枢上移	16
图 40: 日本机场估值水平与外资持股比例	16
图 41: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 日本机场股价换手率趋稳	17
图 42: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 日本机场股价波动率趋稳	17
图 43: 2011 年至今, 泰国市场呈现外资持续净流入	17
图 44: 泰国机场外资持股比例大致低于 10%	17
图 45: 泰国机场估值水平与外资流入具有相关性	17
图 46: 上海机场估值水平与外资持股比例	18
图 47: 白云机场估值水平与外资持股比例	18
图 48: 中国市场外资累计流入情况 (单位: 亿美元)	18
图 49: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 上海机场股价换手率保持稳定	19
图 50: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 上海机场股价波动率趋稳	19
图 51: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 白云机场股价换手率保持稳定	19
图 52: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 白云机场股价波动率趋稳	19
图 53: 韩国市内免税政策变化, 经营权限以及购买权限不断放开	20
图 54: 2018 年韩国市内免税店牌照数量达到 24 个	20
图 55: 2019 年新免税牌照发放后, 韩国整体免税牌照将达到 60 个	20
图 56: 2018 年韩国主要免税运营商市场份额	21
图 57: 2019Q1 韩国免税行业 CR3 占比约为 82%	21
图 58: 韩国免税市场份额占比	21
图 59: 乐天市内免税店面积自 1980 年至今扩张 3.3 倍	21
图 60: 市内免税店的扩张成为韩国整体免税市场发展的核心驱动力	22
图 61: 机场免税销售额增速相对低于市内免税店	22
图 62: 单客外国人在市内免税店的消费金额达到约 8913 元	22
图 63: 市内免税店消费人群以中国人为主	22

图 64: 泰国机场与西班牙机场免税销售额增速	23
图 65: 主要免税运营商市内免税店与机场免税店面积对比	23
图 66: 仁川机场免税消费额仍然保持较快增速	23
图 67: 仁川机场 2018 年旅客吞吐量占韩国全国比重约为 45%	23
图 68: 2015-2020 年合同下仁川机场针对非中小企业的租金收入	24
图 69: 乐天在本次招标中共计获得 35 家免税店的经营权	24
图 70: 受萨德事件影响, 2017 年赴韩国免税店外国人数大幅下滑	24
图 71: 2019Q1 韩国核心免税商营业利润率水平偏低	24
图 72: 新招标合同中仁川机场针对中小企业 T2 进境免税店最低扣点率	25
图 73: 中出服在品种丰富度上难以与中免抗衡	26
图 74: 首都机场客群在机场内平均消费超过城市平均水平	26
图 75: 2016 年中免+日上占据国内免税市场比重约为 86%	27
图 76: 国内免税商营业利润率高于韩国主要免税商	27
图 77: 新罗在市内和机场采用差异化的经营策略	28
图 78: 新罗市内免税店与机场免税店收入占比	28
图 79: 2018 年中国与韩国免税市场对比	28
图 80: 国内机场中国旅客消费额提升存在较大空间	29
图 81: 2019 年 2 月份中国人入境韩国类别占比	29
图 82: 2018 年韩国免税市场中外国人贡献约主要份额	29
图 83: 中国人在韩国消费金额占比	29
图 84: 中国游客的购物渠道中免税店占比为 37%	30
图 85: 全球视野消费回流空间测算	30
 表 1: 主要国际上市机场运营模式	 6
表 2: 全球主要机场估值对比表	15
表 3: 中国免税格局演变以及市内免税店影响分析	20
表 4: 中韩市内免税政策对比	26
表 5: 市内与口岸免税店对比	26
表 6: 中国免税行业竞争格局	27
表 7: 韩国消费回流空间测算	29

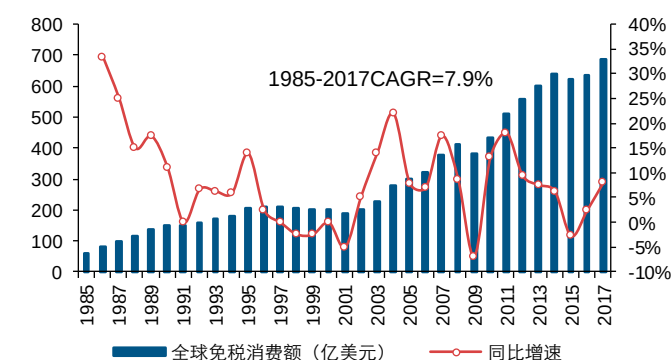
机场免税：盈利的“关键基因”

全球免税市场空间广大，机场免税为其主要场景。国际视野下，全球主要上市机场市值与盈利水平高度相关。机场零售业务以免税业务为核心，与机场其他业务相比，具有“高盈利”、“高增长”、“高占比”的三高特征，是左右机场盈利的核心变量。由于单客消费（“价”）、客流量（“量”）以及免税运营模式（“乘数”）共同决定免税业务盈利水平，进而成为影响机场盈利的关键因素，因此三者共同铸就机场市值水平。

机场免税：主要场景，模式为王

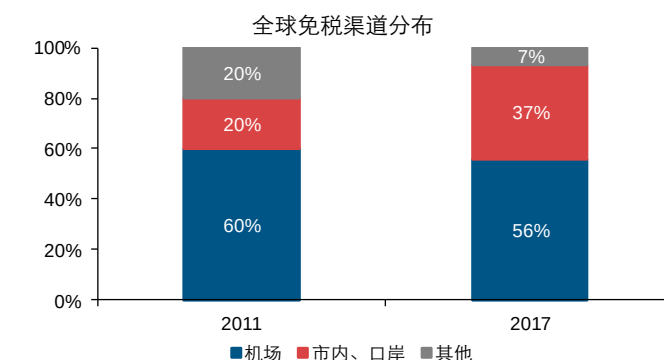
从全球视野来看，全球免税市场发展迅速，2017 年市场规模接近 700 亿美元，1985-2017 年免税销售额 CAGR 约为 7.9%。其中机场免税依托天然的口岸优势，为主要的传统免税销售渠道，占比接近六成；但近年来随着市内免税店的快速发展，对机场免税渠道形成强有力竞争，机场免税市场份额一定程度下滑。

图 1：2017 年全球免税销售额为 686 亿美元，同比增长 8.1%



资料来源：Generation Research，长江证券研究所

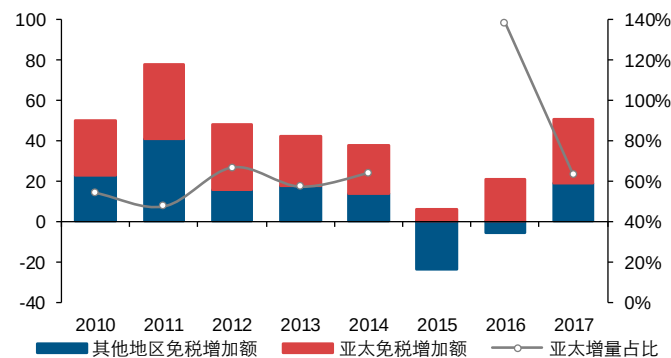
图 2：2017 年全球机场渠道免税销售额 383 亿美元，占比 56%



资料来源：Generation Research，长江证券研究所

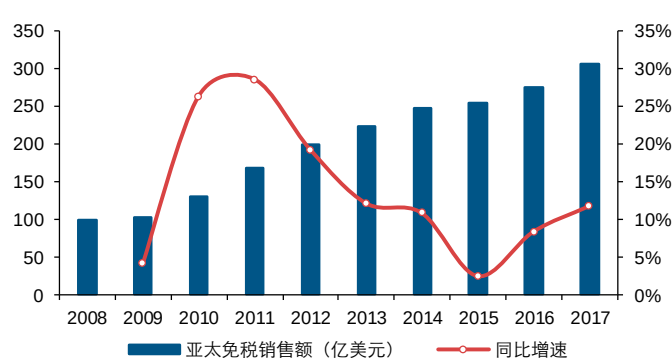
从地域角度来看，亚太为全球免税增长的主要驱动“引擎”，贡献全球免税的主要增量。近年来亚太地区免税销售额保持高速增长，2008-2017 年亚太地区免税销售收入 CAGR 达 13.4%，同期全球免税销售额 CAGR 仅为 5.9%。

图 3：亚太地区免税增加额占全球免税增加额比重（亿美元）



资料来源：Generation Research，长江证券研究所（注：2015 年全球为负增长）

图 4：亚太地区免税销售收入保持快速增长

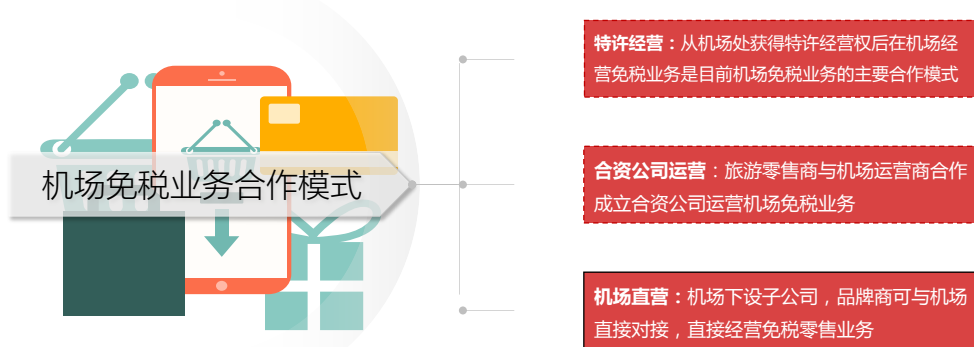


资料来源：Generation Research，长江证券研究所

从机场运营模式角度来看，目前机场免税业务的运营模式主要包括机场直营、合资公司运营以及特许经营三种运营模式。从直营到特许经营的转变，体现了以专业化分工为导

向的运营模式升级，而目前从全球上市机场来看，特许经营为机场免税的主要运营模式，与机场合作进行特许经营的主要免税运营商包括 Dufry、王权免税以及日上集团等。

图 5：全球机场主要运营模式



资料来源：长江证券研究所

表 1：主要国际上市机场运营模式

免税运营模式	主要国际上市机场	免税运营商
特许经营模式	泰国机场	王权免税
	上海机场	日上上海
	希思罗机场	世界免税集团 (Dufry)
	西班牙机场	世界免税集团 (Dufry)
	苏黎世机场	Nuance (Dufry)
合营模式	巴黎机场	拉加代尔，各自持股 50%
	法兰克福机场	Gebr Heinemann
直营模式	日本机场	机场下设子公司
	阿姆斯特丹机场	Schiphol Airport Retail

资料来源：公司公告，长江证券研究所

免税业务：机场盈利的“关键基因”

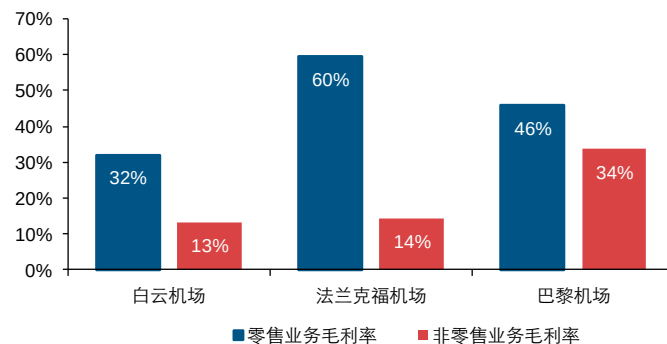
从全球视野来看，目前主要国际上市机场的零售业务均具有“高盈利”、“高占比”、“高增长”的特征，成为决定机场盈利能力的核心，而免税业务作为零售业务中盈利能力最强、占比较大的部分，是决定机场盈利的关键基因。1) 高盈利：目前国际机场的零售业务毛利率水平高于其他业务的毛利率水平，其中法兰克福机场和白云机场的零售业务毛利率水平约为其他业务的 4.1 和 2.4 倍。

图 6：免税业务：机场盈利的“关键基因”



资料来源：长江证券研究所

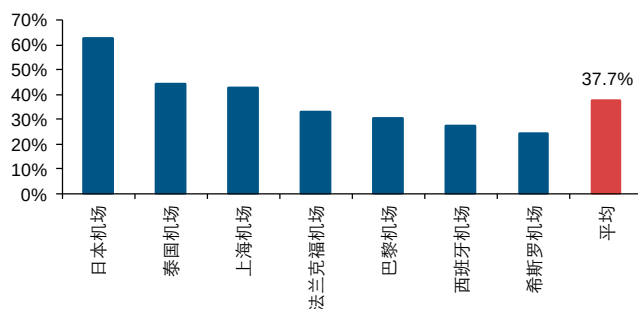
图 7：零售业务“高盈利”，非零售业务“低收益”



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：白云机场零售业务为非航业务，采用2018年1-6月数据；其他均为2018年数据）

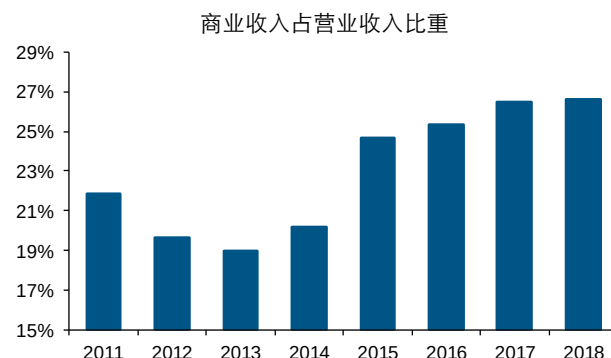
2) 高占比：尽管不同机场主营业务收入构成不尽相同，零售收入占营业收入比重存在差异，但目前国际主要上市机场零售业务占营业收入比重较大（平均值为38%），且大多呈现占比逐步提升的趋势。

图 8：零售业务“高占比”



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：法兰克福机场与巴黎机场零售业务占比剔除国际机场投资收入）

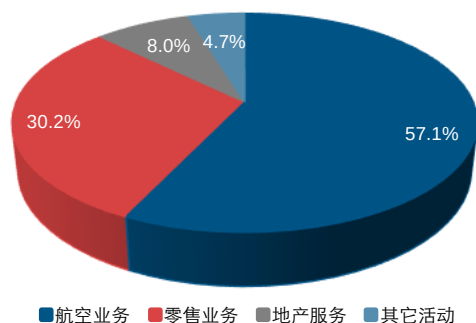
图 9：西班牙机场商业收入占营业收入比重逐步提升



资料来源：公司公告，长江证券研究所

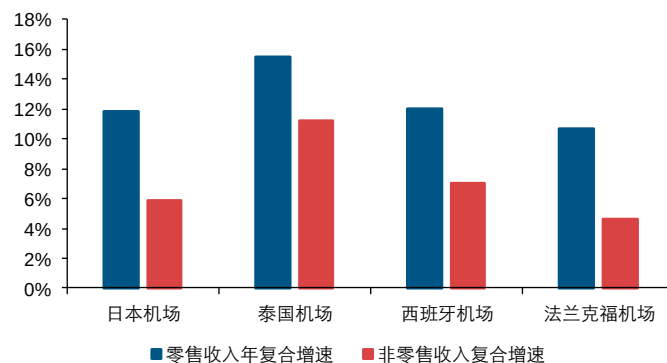
3) 高增长：客流量增速受限于产能增长、航空性业务政府定价两方面原因使得当前国际主要上市机场的航空性业务收入增速大都逐步放缓。而与非零售业务相比，零售业务获益于消费能力和渗透度的提升，具备高增长的特征，成为机场收入增加的主要驱动因素。

图 10: 2018 年巴黎机场营业收入构成



资料来源：公司公告，长江证券研究所

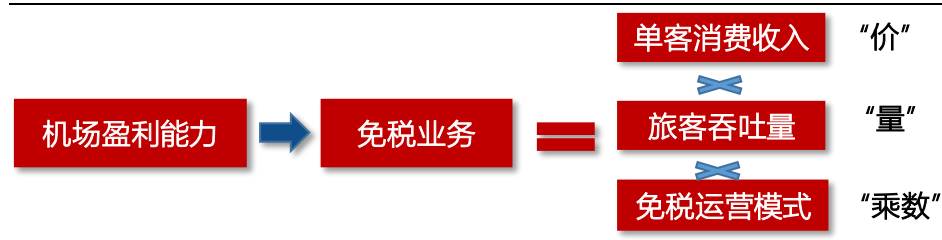
图 11: 零售业务“高增速”，非零售业务“低增长”



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：除西班牙机场年复合增速区间为 2011-2018 年，其他机场年复合增速区间为 2010-2018 年）

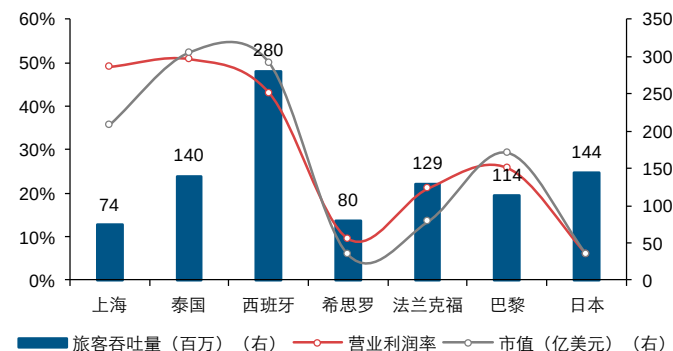
横向比对，当前时点主要国际上市机场的盈利能力与市值水平高度相关。机场零售业务以免税业务为核心，与机场其他业务相比，具有“高盈利”、“高增长”、“高占比”的特征，是左右机场盈利的核心变量。由于单客消费（“价”）、客流量（“量”）以及免税运营模式（“乘数”）共同决定免税业务盈利水平，进而成为影响机场盈利的关键因素，因此三者共同铸就机场市值水平。总结来看，高旅客吞吐量复合增速、高单客非航收入复合增速以及免税运营模式更加专业（特许经营模式）的机场，由于盈利能力更强，从而具备更高的市值水平。

图 12: 决定机场盈利的三因素



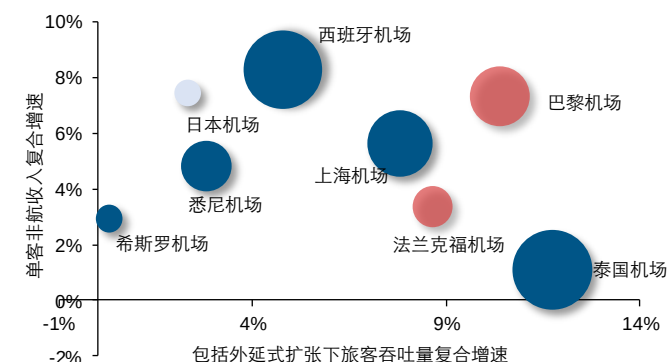
资料来源：长江证券研究所

图 13: 盈利能力与客流量与国际主要上市机场市值水平高度相关



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：营业利润率为 2018 年数据；市值为 2019/6/17）

图 14: 客单价、客流量以及免税运营模式，共同铸就机场当前市值水平



资料来源：公司公告，Bloomberg，长江证券研究所（注：气泡大小为市值，市值为 2019/6/17；深蓝色为特许经营模式；浅蓝色为自营模式；红色为合营模式；复合增速为 2010-2018 年）

从基本面到估值：三因素模型

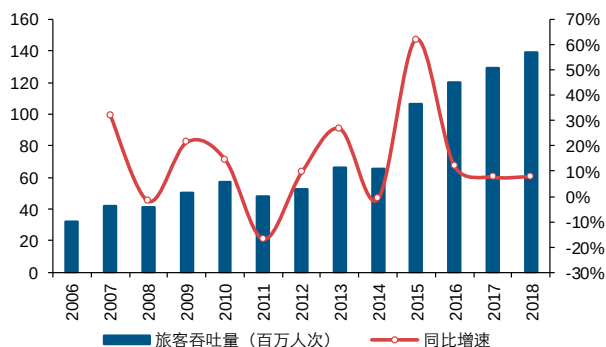
客流量、客单价和经营模式不仅决定当期的机场免税盈利，也影响长期发展，因此左右机场估值。从动态视角看免税的发展，三因素的发展与演化共同筑就机场免税的景气程度。1) 量：全球机场客流量以内生增长为根本，而随着内生增长趋缓，外延式扩张是破局良道；2) 价：国际旅客占比驱动单客消费提升，中国旅客为全球贡献核心购买力；3) 乘数：特许经营模式引入最专业的运营商，提升渠道竞争力，盈利能力最强。通过三因素模型看国内枢纽机场免税发展，目前特许经营模式趋势已成，客流量增速中长期趋稳，而客单价全球对比仍有 3-8 倍空间，消费回流下存提升可能性，将成为未来机场盈利及估值提振的核心因素。

流量增长：内生为本，穷则思变

流量的增长是机场零售以及航空性业务发展的支撑，也是机场盈利的基础。而流量的增长一方面决定于区域经济发展模式与经济所处阶段，另一方面也受到机场运营管理战略的约束。从全球视野来看，目前全球主要机场流量增长的方式可以划分为两种主要形态：**内生增长和外延式扩张**。

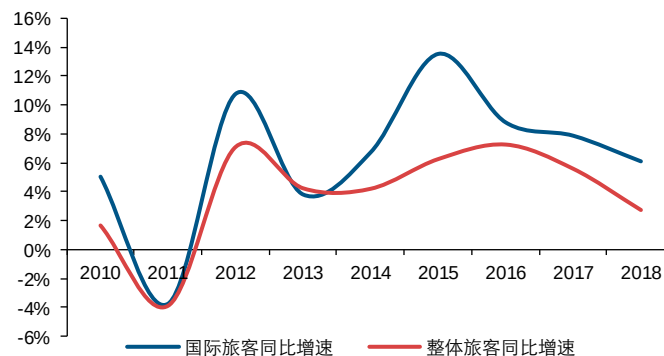
内生流量增长主要以亚洲机场为主，其中泰国机场依托当地旅游经济的快速发展，同时获益于旺盛的旅游需求，以内生流量高增速为主要特征；而日本机场则依托旗下羽田与成田国际机场，在整体流量保持较快增速的基础上，通过机场航班结构的优化，进一步实现了国际旅客的高速增长，客流结构受机场运营管理影响不断优化。

图 15：旅游需求旺盛，泰国机场旅客吞吐量保持快速增长



资料来源：公司公告，长江证券研究所

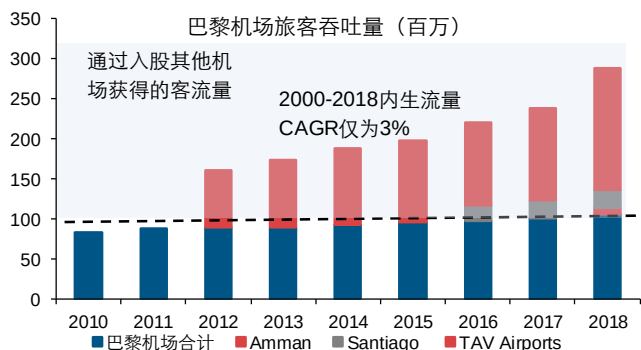
图 16：日本机场旅客吞吐量步入总量稳健、结构优化的格局



资料来源：公司公告，长江证券研究所

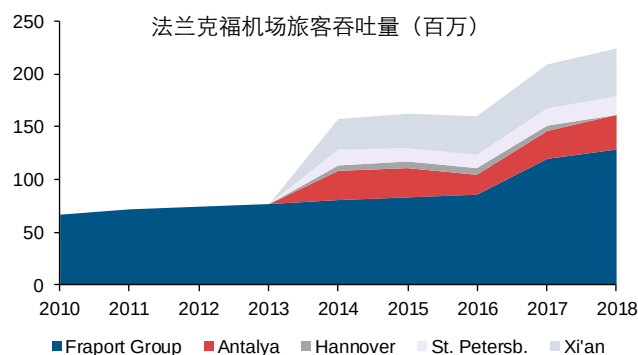
外延式扩张的流量增长模式则主要以欧洲机场为主。从目前经济发展阶段来看，随着欧洲经济增速趋缓，欧洲核心机场内生流量增长也逐步放缓。其中，巴黎机场及法兰克福机场由于欧洲市场客流增长受限，采用全球并购的模式进行流量扩张，以外延式扩张带来的流量高增长为主要特征。以法兰克福机场为例，2018 年法兰克福机场在全球 11 个国家中参与运营约 30 家机场，2000-2018 年整体集团客流量 CAGR 为 8.6%，而同期法兰克福机场自身客流量 CAGR 仅为 3.4%。

图 17：并购国际机场为巴黎机场贡献额外客流量



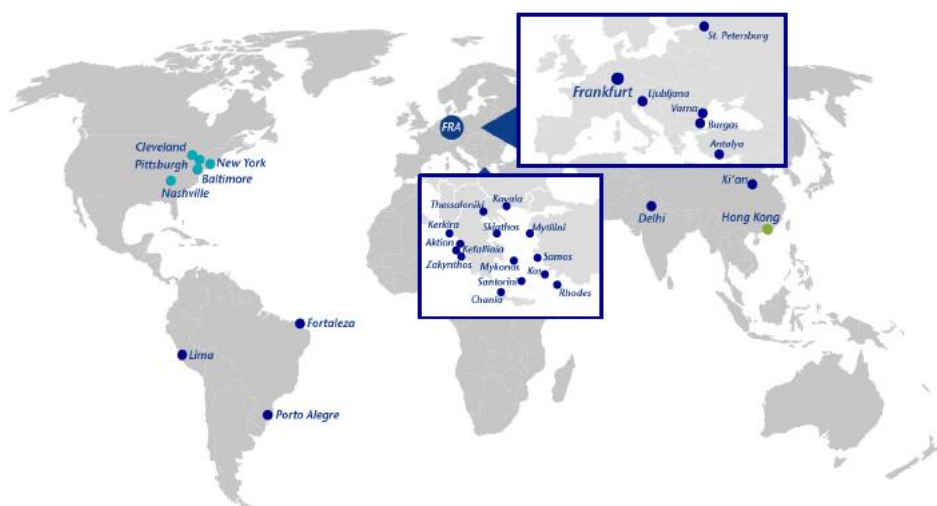
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 18：并购国际机场为法兰克福机场贡献额外客流量



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 19：2018 年法兰克福机场参与运营全球机场分布



资料来源：公司公告，长江证券研究所

单客消费：国际旅客驱动，中国旅客买遍全球

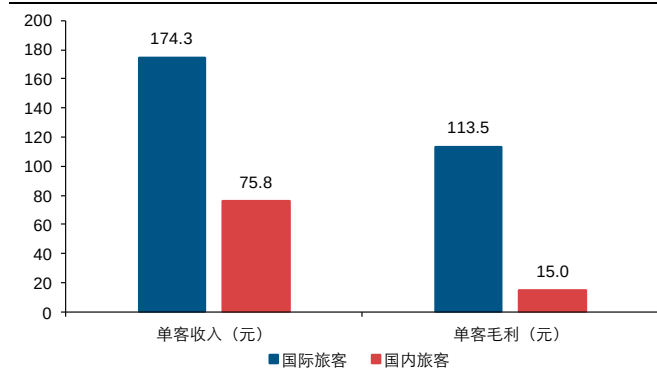
全球视野看国内机场单客消费能力存在较大提升空间：1）从单客非航角度：横向对比国际主要上市机场单客非航收入，上海机场与白云机场当前单客非航收入分别存在约 2.6 倍以及 3.9 倍空间；2）从消费回流的角度：与中国旅客在其他国际主要机场免税消费能力相比，上海机场与白云机场当前单客免税消费分别存在约 2.5 倍以及 8.0 倍空间。

国际旅客占比驱动单客消费提升

由于免税店主要服务于国际旅客，因此国际旅客占比与免税及非航收入有较强的相关性，进而决定了机场的盈利能力。国际旅客单客消费能力远超国内旅客，意味着国际旅客占比越高的机场，其免税店盈利能力更强，进而提升机场整体的盈利能力。以上海机

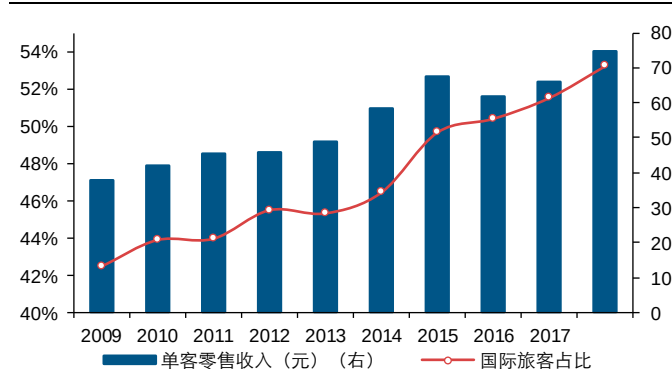
场为例，在 2018 年 40% 的免税收入占比下，其国际旅客单客收入约为国内旅客单客收入 2.3 倍，国际旅客单客毛利约为国内旅客单客毛利的 7.5 倍。**因此，随着国际旅客占比的提升，机场单客消费能力也逐步提升。**从单客非航角度来看，目前巴黎机场具有最高的单客非航收入，**约为上海机场的 2.6 倍与白云机场的 3.9 倍。**

图 20：单个国际旅客贡献毛利约为国内旅客 8 倍（以上海机场为例）



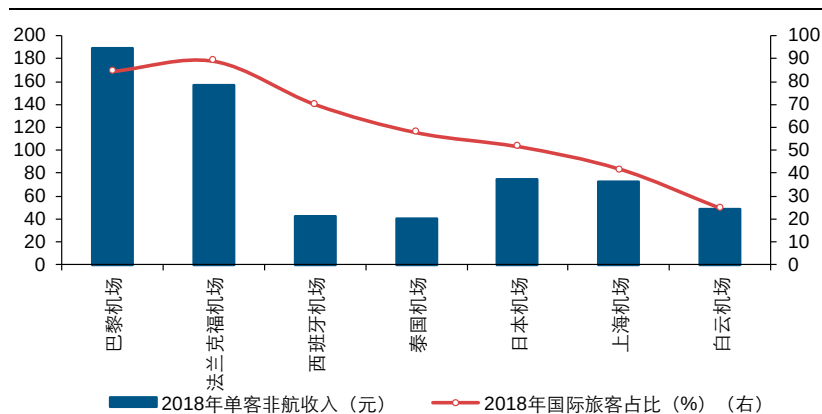
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 21：日本机场国际旅客占比与单客零售收入高度相关



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 22：2018 年国际主要上市机场单客非航收入对比

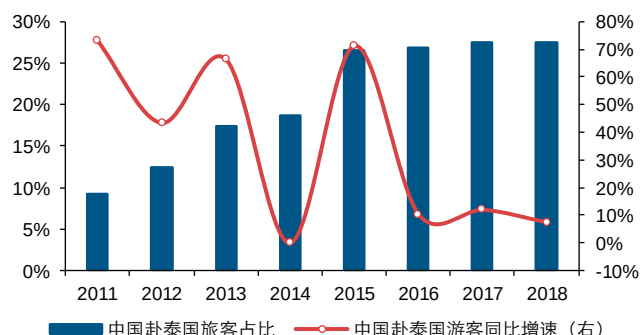


资料来源：公司公告，长江证券研究所

中国旅客驱动需求，免税店核心购买力

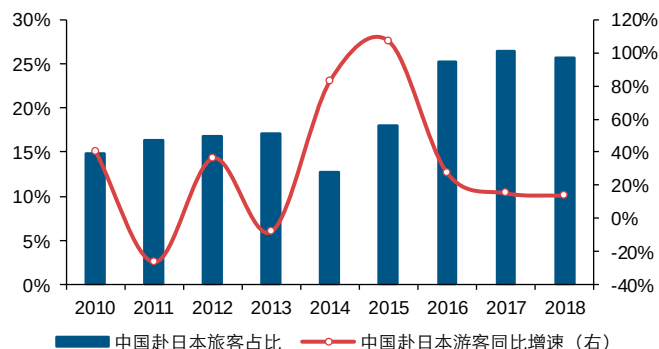
中国旅客驱动消费需求，贡献免税店核心购买力。近年来，中国旅客出境游需求旺盛，日韩泰等周边市场成为主要目的地。以泰国与日本为例，2018 年中国旅客占泰国整体外国旅客比重约为 28%，占日本整体外国旅客比重约为 26%。

图 23：2018 年泰国市场中国旅客人数占比约为 28%



资料来源：CEIC，长江证券研究所

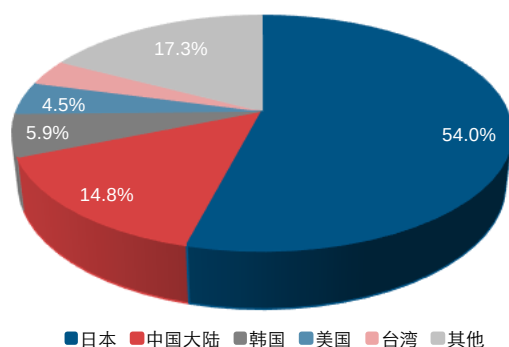
图 24：中国赴日本旅客人数占比迅速提升



资料来源：CEIC，长江证券研究所

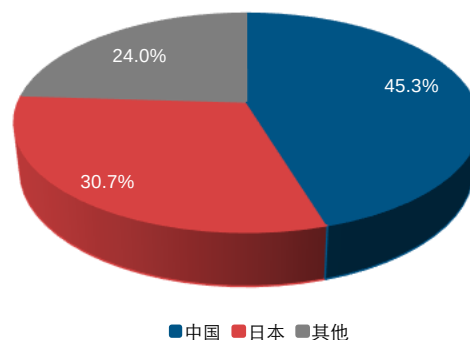
首先，中国旅客贡献了周边国家机场免税的主要收入。2018FY 中国旅客占羽田机场旅客吞吐量比重仅为约 1/7，而消费金额占羽田机场免税收入比重接近半数。

图 25：2018FY 中国旅客在羽田机场占比约为 15%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

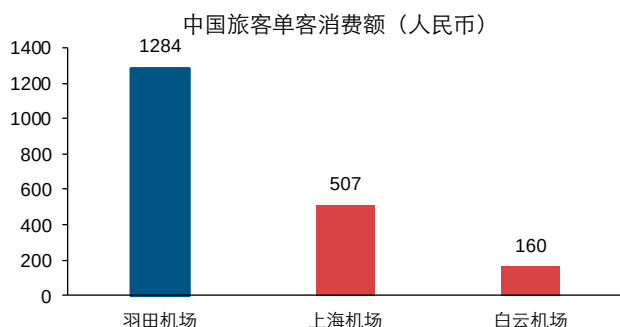
图 26：2018FY 中国旅客在羽田机场免税店收入结构中占比约为 45%



资料来源：公司公告，长江证券研究所

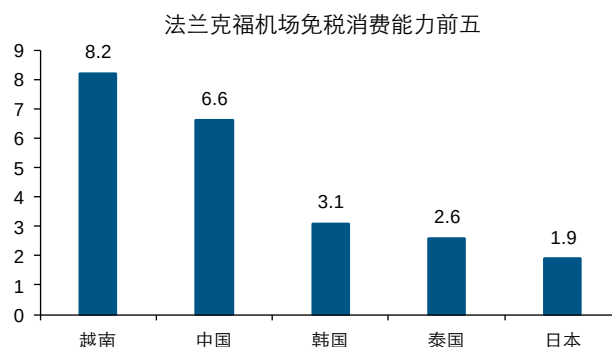
其次，中国旅客也成为国际机场免税的核心购买力。2018FY 中国旅客羽田机场平均单客免税消费金额约为 1284 元，约为上海机场当前单客免税消费金额的 2.5 倍以及白云机场的 8.0 倍。同时，中国旅客在欧洲机场也具有极强的购买力，2018 年中国旅客在法兰克福的单客免税消费金额为平均消费金额的 6.6 倍。

图 27：消费回流，上海机场单客免税销售额存约 2.5 倍空间



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：羽田机场为 2018 年数据；国内机场为 2019Q1 测算数据，且假设外国旅客占国际旅客比重均为 75%）

图 28：2018 年中国旅客贡献法兰克福机场免税消费的核心动力

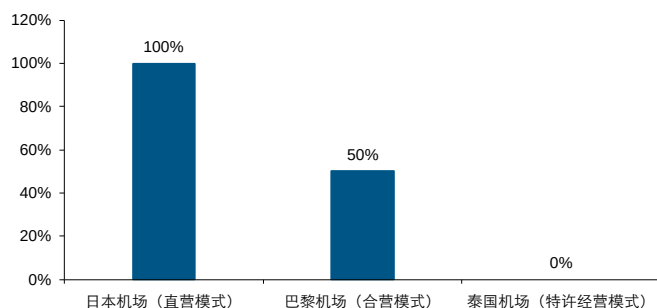


资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：数字为公司平均免税消费额的倍数）

经营模式：议价能力各异

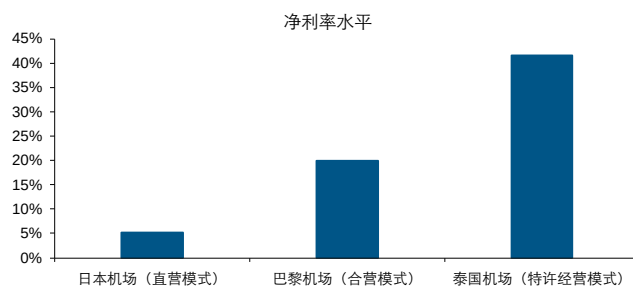
除考虑机场的先天资源禀赋优势外，免税店的运营模式以及管理水平也决定了机场免税的盈利能力。免税经营模式的区别部分受到历史及政治原因约束，同时也体现了机场相较于免税商的议价能力，其中特许经营模式下机场拥有最强的议价权，而直营模式下机场免税业务运营往往处于劣势地位。假设仅考虑上市公司所需承担的运营变动成本而不考虑固定资产折旧情况，直营模式、合营模式以及特许经营模式中，上市公司所需承担的免税运营成本分别为 100%、50%和 0%，盈利能力也因此呈现逐步降低的趋势。

图 29：三种免税运营模式下主要上市公司免税成本承担程度



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：仅考虑变动成本）

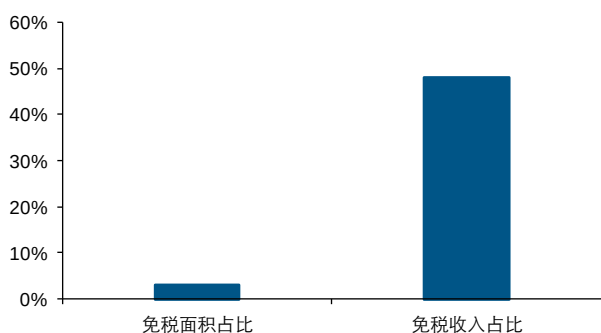
图 30：三种模式下不同机场的盈利能力对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：其中日本机场为剔除并表影响，为 2017FY 数据，其他公司为 2018 年数据）

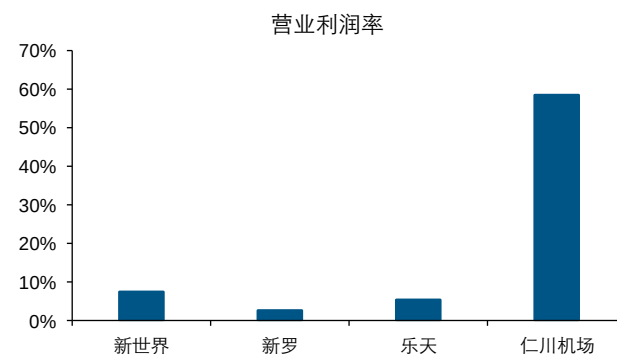
参考仁川机场的情况，其 T1 免税面积占整体航站楼的比重仅约为 3%，而免税收入占营业收入比重接近 50%。2015-2020 年仁川机场的综合扣点率约为 38%，若不考虑固定资产折旧成本，可以认为特许经营模式下具有强议价权的机场能够以近乎“零成本”的代价获得免税运营商约 38% 的运营收入，盈利能力远超其他业务。

图 31：仁川机场免税面积及免税收入占比对比



资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：免税收入占比采用 2016 年数据测算）

图 32：仁川机场与其主要免税运营商营业利润率对比

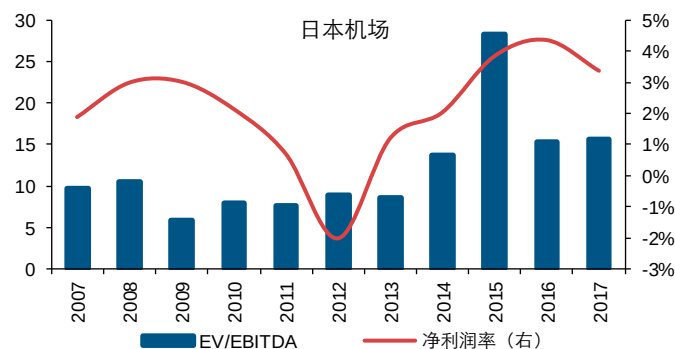


资料来源：公司公告，长江证券研究所（注：仁川机场为 2016 数据；新世界、新罗为 2019Q1 数据；乐天为 2018Q4 数据）

总结：估值水平与盈利能力相关

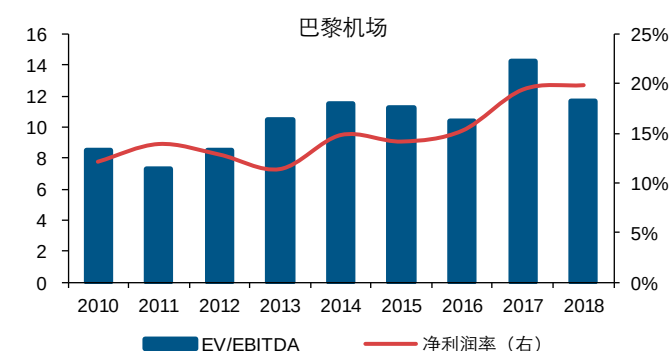
从当前时点以及历史追溯两个角度去分析，全国视野下机场的估值水平均与盈利能力相关。由于单客消费（“价”）、客流量（“量”）以及免税运营模式（“乘数”）是决定机场盈利以及未来发展空间的三因素，从基本面到估值，这三个因素也因此成为决定机场估值水平的关键核心。

图 33：日本机场估值水平与盈利能力相关



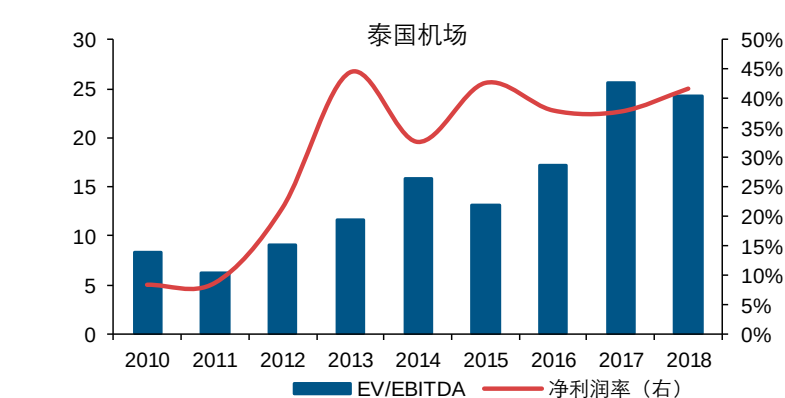
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 34：巴黎机场估值水平与盈利能力相关



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 35：泰国机场估值水平与盈利能力相关



资料来源：公司公告，长江证券研究所

我们从“量”、“价”以及“乘数”三个维度去衡量目前全球主要上市机场的盈利能力与估值水平，依据这些机场这三方面维度不同的特征，将这些机场的划分成 5 种主要的梯队，估值水平呈现从高到低的分布。**总结来看从基本面到估值，流量高增长、单客非航收入高增长以及免税运营模式领先的机场由于盈利能力更强，往往具有更高的估值水平。**

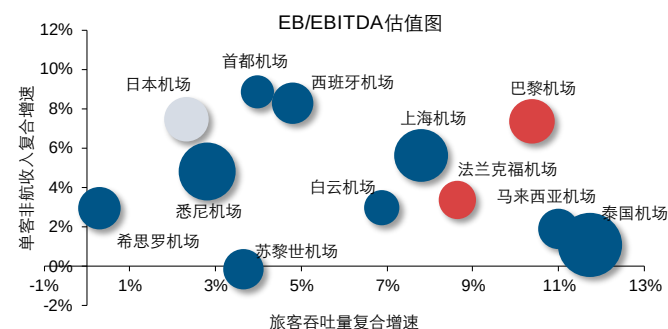
表 2：全球主要机场估值对比表

分级	免税运营模式	主要机场	机场特征	EV/EBITDA	EV/EBITDA 中枢	PE	PE 中枢	吞吐量 CAGR	单客非航 CAGR
梯队一	特许经营	泰国机场	流量高增长、单客	24	17	37	38	11.7%	1.1%
		马来西亚机场	消费低增长	9		39		11.0%	1.9%
梯队二	特许经营	上海机场	流量稳增速、单客	17	13	31	25	7.8%	5.6%
		西班牙机场		10		19		4.8%	8.3%
		首都机场		6		9		4.0%	8.8%
		悉尼机场		19		47		2.8%	4.8%
梯队三	合营模式	巴黎机场	流量高增长、单客	12	10	25	20	10.4%	7.3%
		法兰克福机场	消费高增长	8		14		8.6%	3.4%
梯队四	特许经营	希斯罗机场	流量低增长，单客	10	10	29	29	0.3%	2.9%
		白云机场		7		35		6.9%	3.0%
		苏黎世机场		10		24		3.6%	-0.2%
梯队五	自营模式	日本机场	流量稳增速、单客 消费高增长	12	12	11	11	2.3%	7.4%

资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：白云机场受新增产能投产影响，EV/EBITDA 估值方法更合适；悉尼机场与日本机场采用轻资产运营模式，PE 估值方法更为合适；复合增速为 2010-2018 年；估值时点为 2019/6/17）

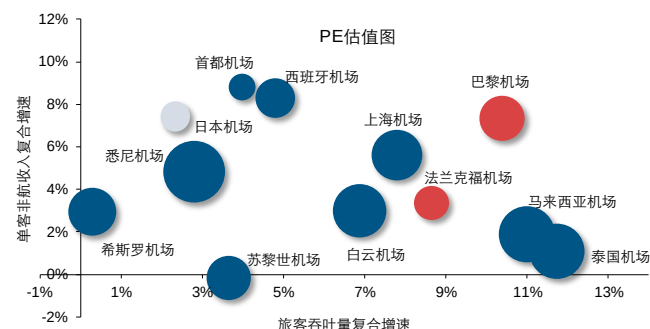
通过三因素模型去看中国核心机场，由于目前我国主要机场免税运营模式均已为高盈利的特许经营模式，未来旅客吞吐量增速中长期平稳增长的背景下，单客免税消费能力的提升将成为未来盈利能力以及估值提振的核心。全球视野下，上海机场与白云机场单客非航分别存在 2.6 倍与 3.9 倍空间，单客免税消费分别存在 2.5 倍与 8.0 倍空间。

图 36：全球主要上市机场 EV/EBITDA 估值水平的三因素模型



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：气泡大小为估值水平；深蓝色为特许经营模式；浅蓝色为自营模式；红色为合营模式；复合增速为 2010-2018 年；估值时点为 2019/6/17）

图 37：全球主要上市机场 PE 估值水平的三因素模型



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所（注：气泡大小为估值水平；深蓝色为特许经营模式；浅蓝色为自营模式；红色为合营模式；复合增速为 2010-2018 年；估值时点为 2019/6/17）

外资流入：提估值，降波动

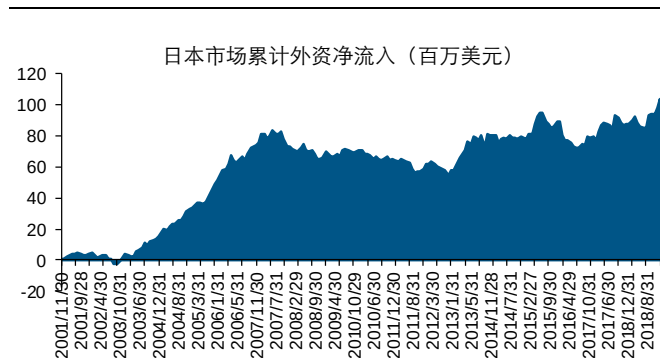
机场估值水平除与盈利能力相关外，外资流入也成为影响机场估值水平的关键外部因素。机场由于具备相对良好的资产质地、稳健的经营预期以及强禀赋特性，一直是外资青睐的品种。对比国内和国际可比机场，在外资流入的关键时点，上市机场公司的估值中枢均有显著上移；同时外资持续流入对于降低机场标的股价波动性具有重要作用，随着外资占比的提升，国内外机场公司的股价波动率以及换手率逐步趋稳。

国际机场：估值提振明显，外资占比相对较低

日本机场：估值提振明显，波动率下降

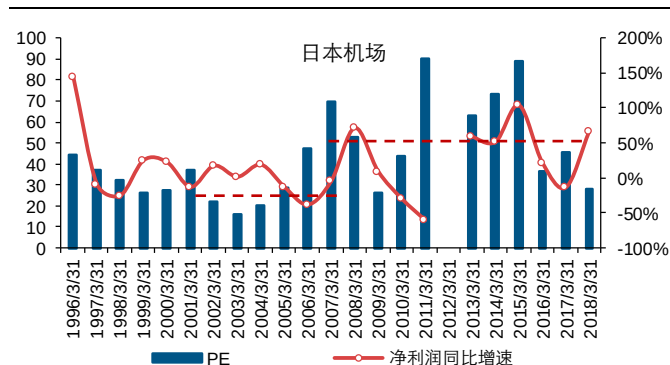
历史上外资从 2003Q1 开始大幅流入日本市场，以 2007 年为分界点，前期为大幅持续净流入，后期表现相对稳定。从日本机场的估值表现来看，估值提振与外资流入具有较强相关性，随着外资的大幅流入，日本机场估值中枢在 2003-2007Q1 显著上移。

图 38：2003-2007 年，日本市场呈现外资持续净流入



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

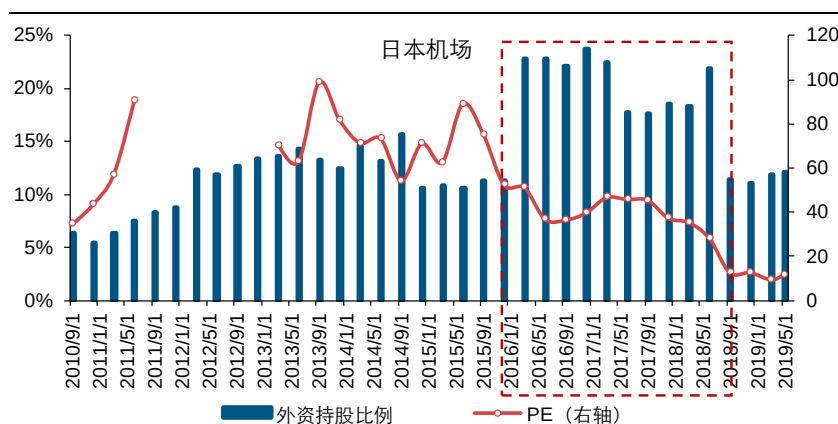
图 39：外资流入带动日本机场估值中枢上移



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

2016Q1-2018Q2 日本机场外资持股比例达到约 20%¹，高外资占比抚平日本机场估值与股价波动性。首先，日本机场估值水平在此阶段相对平缓，无较大波动。其次，本阶段高外资占比下日本机场波动性趋缓，股价波动率以及换手率均呈现下降的趋势。

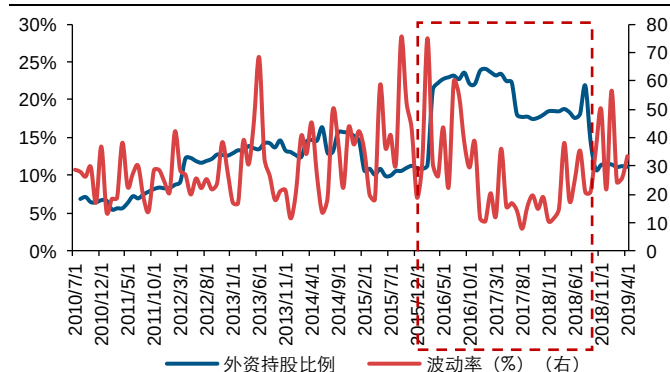
图 40：日本机场估值水平与外资持股比例



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

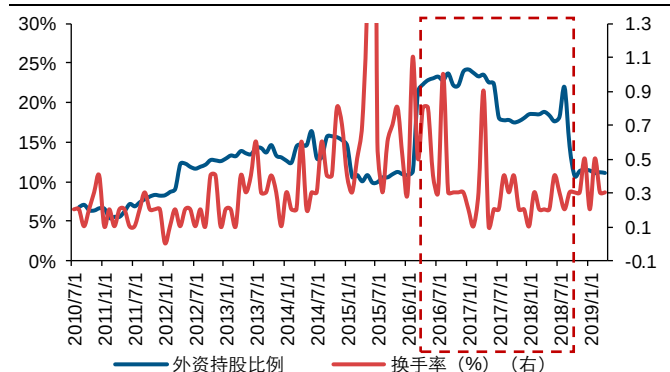
¹ 本部分外资持股比例均采用彭博口径，为外资持股数量占流通股本比例。

图 41: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 日本机场股价换手率趋稳



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 42: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 日本机场股价波动率趋稳

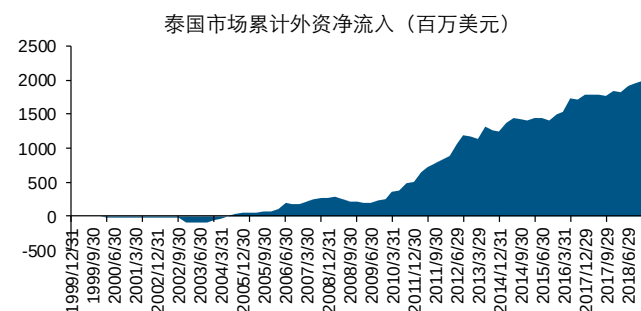


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

泰国机场: 外资持股低于一成, 估值平稳上涨

泰国市场外资净流入可以划分为三个阶段: 1) 2007 年之前泰国外资净流入体量接近于零; 2) 2007-2010 年间, 外资呈现小幅净流入; 3) 2010 年-至今, 外资呈现大幅的净流入状态。整体来看, 泰国机场外资持股比例较低, 历史上大多数时候低于一成; 在 2011 年后外资大幅净流入的阶段, 泰国机场也呈现出估值趋势提升、波动减少的状态。

图 43: 2011 年至今, 泰国市场呈现外资持续净流入



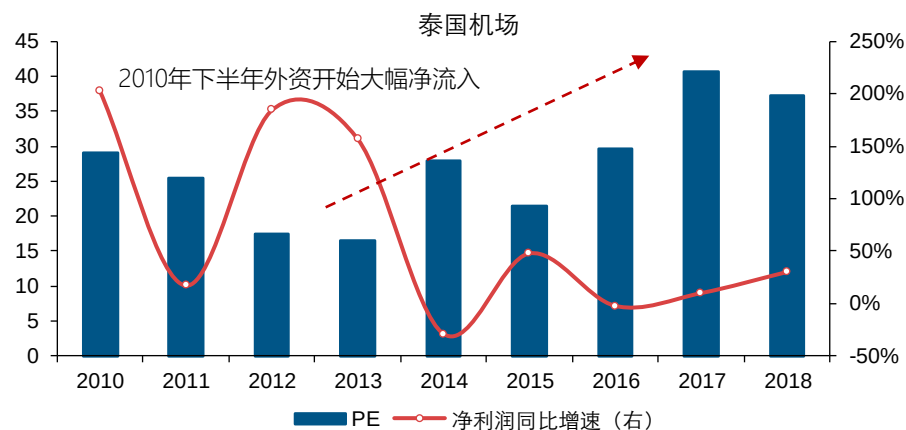
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 44: 泰国机场外资持股比例大致低于 10%



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 45: 泰国机场估值水平提升与外资大幅流入具有相关性

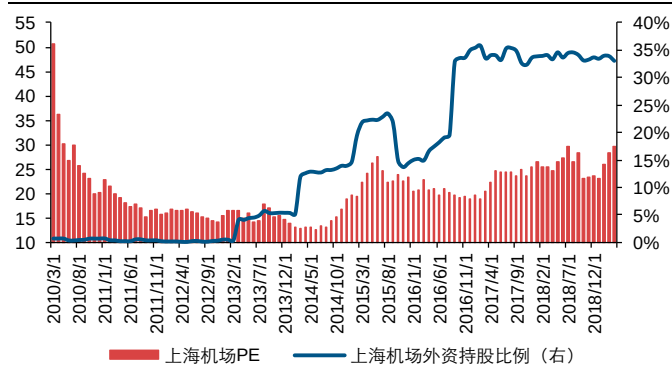


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

国内对标：外资流入与估值切换时间高度重合

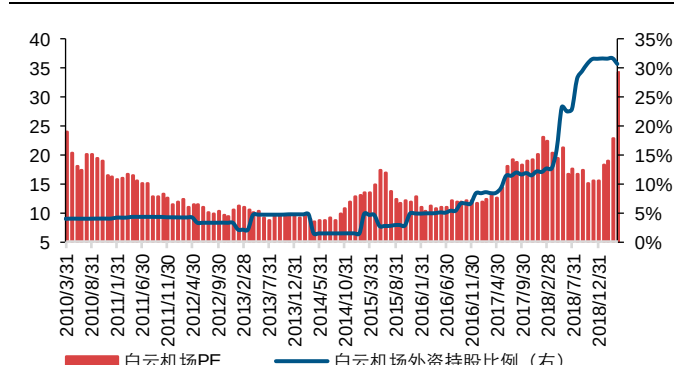
中国 A 股市场外资净流入规模可以根据沪深港通的开通时间划分为三个阶段。首先，国内机场外资持股比例显著高于国际可对标机场，当前时点上海机场与白云机场外资持股比例约为 30%²。其次，外资流入与估值切换的时间高度重合，估值中枢随外资占比提升显著上移，从白云机场和上海机场估值水平与外资占比的关系来看，上海机场在 2014 年后外资持股比例有较大提升，估值水平相应随之改善；白云机场外资持股比例则在 2016 年开始快速提升，估值提振幅度较大。从外资流入的顺序来看，整体呈现首先流入核心龙头上海机场，其次二线龙头白云机场的情况。

图 46：上海机场估值水平与外资持股比例



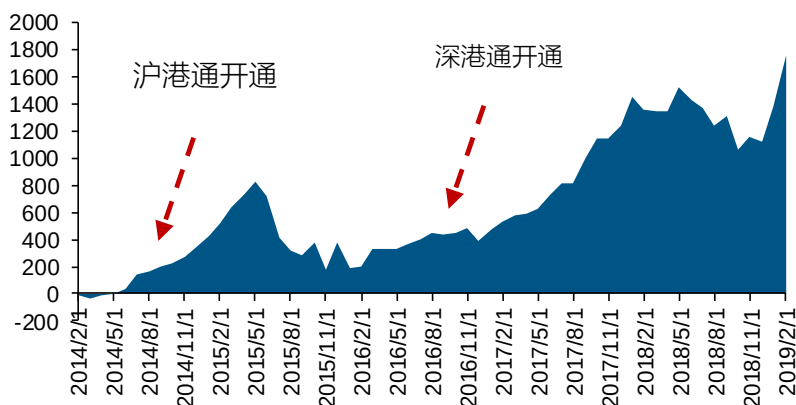
资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 47：白云机场估值水平与外资持股比例



资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

图 48：中国市场外资累计流入情况（单位：亿美元）

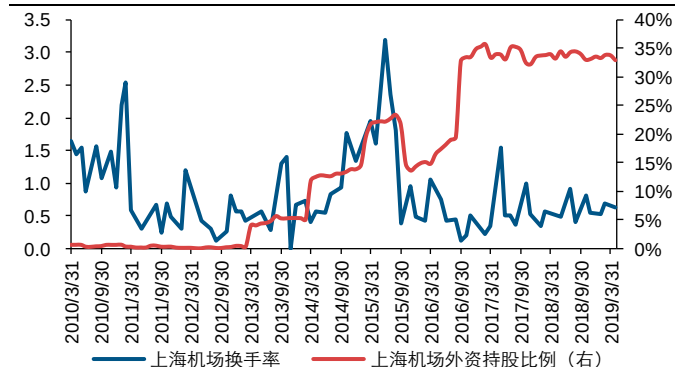


资料来源：Bloomberg，长江证券研究所

最后，外资持续流入对于降低机场标的股价的波动率和换手率具有重要作用。随着上海机场与白云机场外资持股比例稳定在约 30% 的高位，其波动率以及换手率趋于稳定。

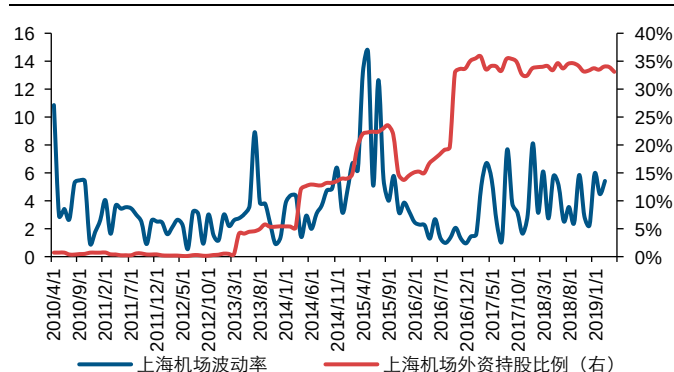
² 此处上海机场与白云机场外资持股比例数据为彭博计算外资持股占流通股本比重口径，wind 显示上海机场和白云机场沪深港通持股占自由流通股本比重约为 33% 和 16%。

图 49: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 上海机场股价换手率保持稳定



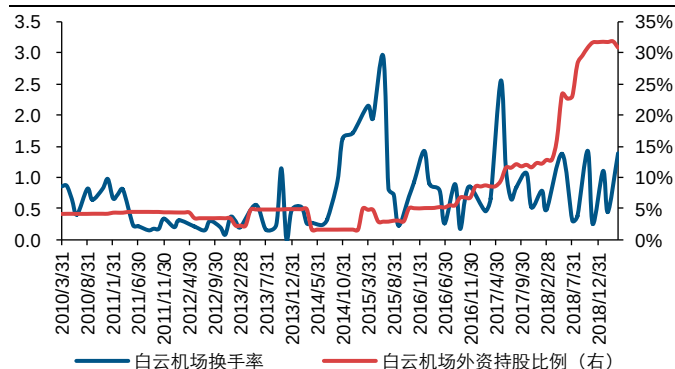
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 50: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 上海机场股价波动率趋稳



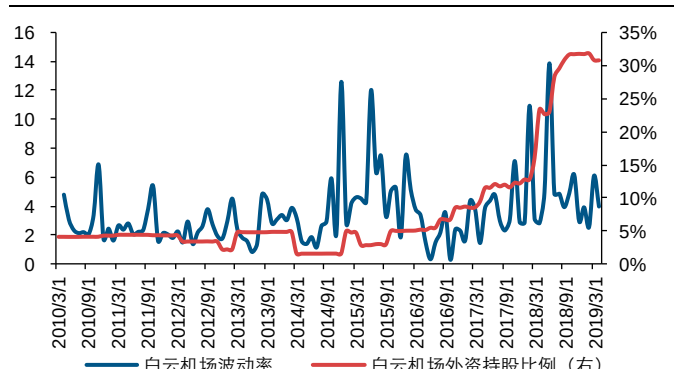
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 51: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 白云机场股价换手率保持稳定



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

图 52: 随着外资持股比例的提升且趋稳, 白云机场股价波动率趋稳



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究所

未来空间：分流有限，共享扩张

从韩国市内免税店发展的历程总结来看，**政策演变（国人市内出境免税政策放开程度）、免税商竞争格局（盈利能力）以及中国旅客流量（单客消费能力）**共同决定韩国免税市场格局演变、免税商经营策略。

同样从这三个维度去锚定未来中国免税行业的竞争格局，**我们认为国内政策演变所需时间较长，因此竞争格局短期稳固，而消费回流中期为大概率事件。**基于此，短期来看，国内免税寡头竞争格局稳固，免税运营商将优选两者并重、差异化运营的策略；长期来看，随着国内免税行业竞争力的增强，市内免税店对机场免税店的分流影响有限，消费回流带来的市场规模显著扩张的积极作用更大。

表 3：中国免税格局发展以及市内免税店影响分析

	政策发展	免税商竞争格局	消费回流	运营策略	市内免税店对机场分流影响
当前	尚未出台国人出境免税政策	高度垄断	主要依靠口岸免税店吸引消费回流	口岸免税店运营为主	无
短期	开放国人出境免税店，但购买权限以及经营权限高度受限	高度垄断	中国旅客消费回流逐步增加	差异化经营策略	合同期内几近于无
长期	经营权限/购买权限逐步放开	多方竞争	市内免税店扩张阶段，中国旅客回国消费数量持续增加	差异化经营策略	回流抵消分流影响，单客免税红利释放

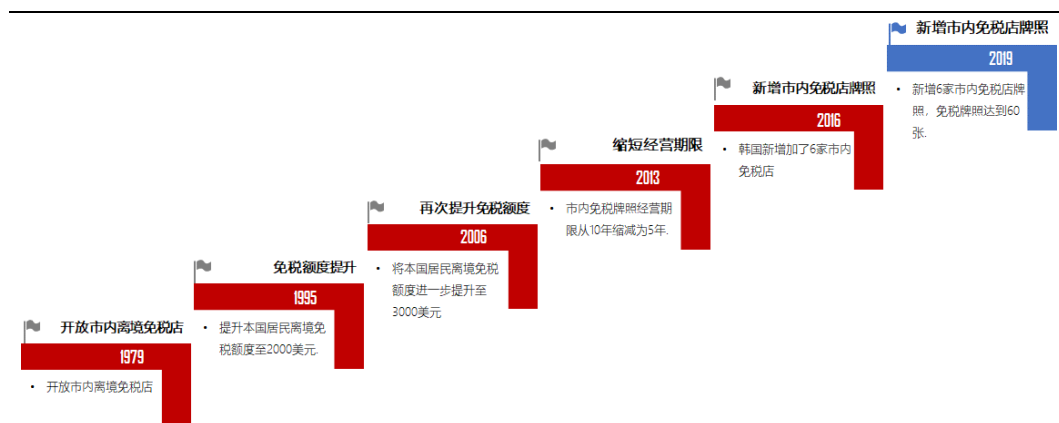
资料来源：长江证券研究所

对标韩国：多方竞争，机场强势不改

政策决定格局，开放带来竞争

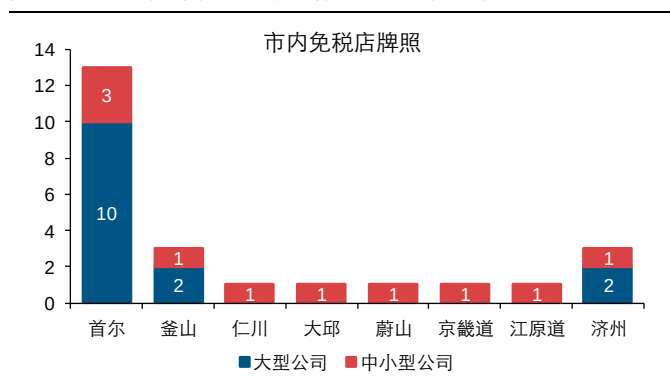
国际对比来看，韩国市内免税店发展成熟，发展历程长达 40 年：1) 市内免税店经营权逐步放开：自 1979 年首次开放市内离境免税店经营权，在吸引海外资金本国消费的政策背景下，截至 2019 年，40 年内韩国市内免税店运营牌照达到 26 张；而包括机场、口岸免税店在内的整体免税牌照也增长至 60 张；2) 本国居民购买权限逐步放开：截至 2006 年，韩国本国居民离境免税额度提升至单次 3000 美元，且全年无次数限制。

图 53：韩国市内免税政策变化，经营权以及购买权限不断放开



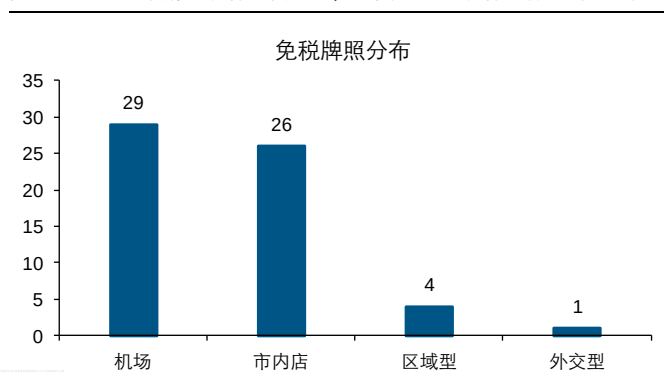
资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

图 54：2018 年韩国市内免税店牌照数量达到 24 个



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

图 55：2019 年新免税牌照发放后，韩国整体免税牌照将达到 60 个

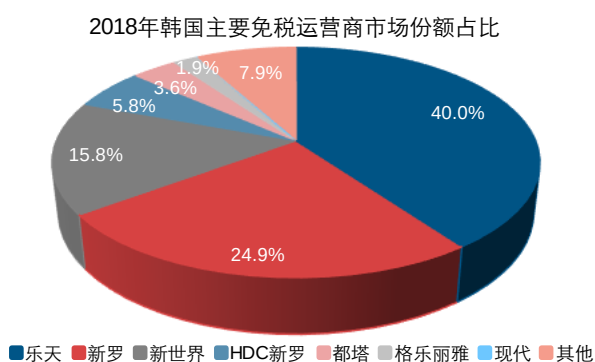


资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

与免税政策放开相对应的，是免税行业竞争的加剧：1) 从寡头垄断向多方竞争转变：

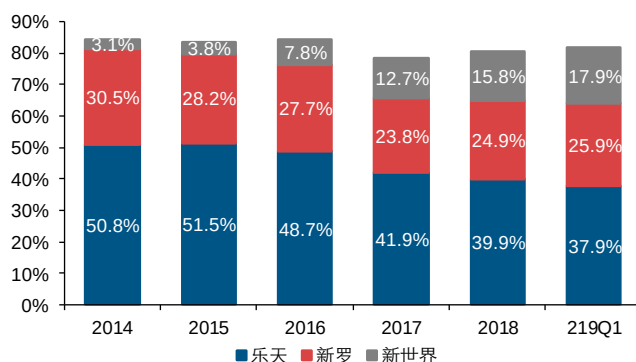
韩国免税行业格局从最初的乐天、新罗二分天下，逐步发展成为多方竞争的状态，到2018年韩国市场主要免税运营商有8家左右，其中新世界市场份额快速增加，2019Q1占据约18%市场份额；行业CR3依旧维持高占比，2019Q1乐天、新罗以及新世界合计市场份额达到约82%；2) 政府针对运营商资质审核趋严：2013年市内免税牌照经营期限从10年缩减为5年，2015年又从自动续约改为公开招标，意味着每五年韩国市内免税市场将面临一次“洗牌”，核心地段的市内免税店争夺剧烈。

图 56：2018 年韩国主要免税运营商市场份额



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

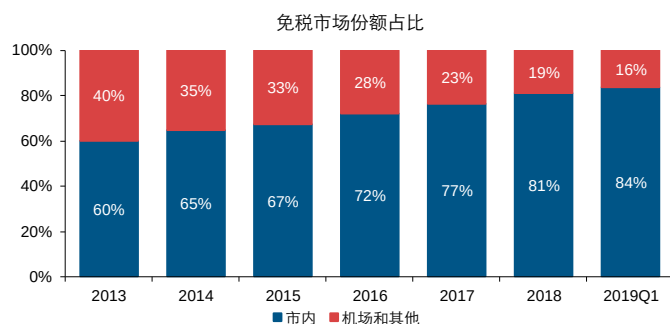
图 57：2019Q1 韩国免税行业 CR3 占比约为 82%



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

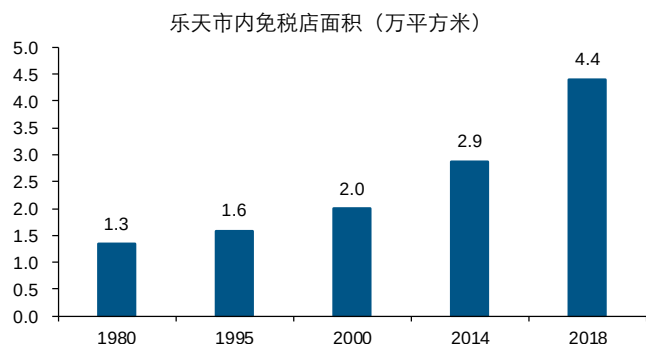
由于韩国市内免税店新增牌照较多，新店扩张迅速（市内免税店受面积制约较小），因此与全球免税市场机场及口岸免税店占主要市场份额的特征不同，**韩国市内免税店成为整体免税市场发展的核心驱动力**，市内免税店占整体免税市场的比重迅速提升，从2013年约60%提升至2019Q1约84%。

图 58：韩国免税市场份额占比



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

图 59：乐天市内免税店面积自 1980 年至今扩张 3.3 倍

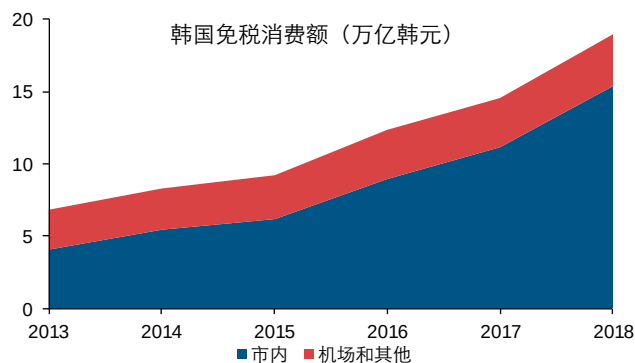


资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

机场免税增速式微，分流影响或有限

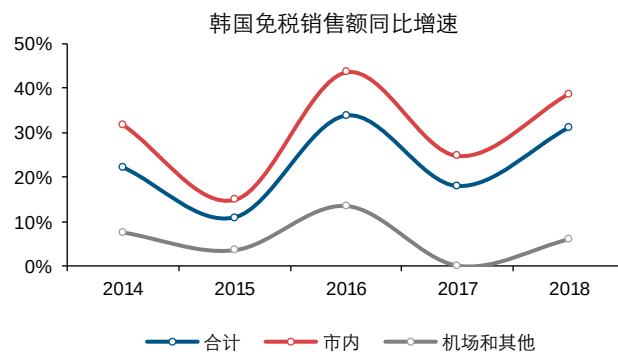
机场作为进出国境的口岸之一，通常天然地拥有免税经营权，因此传统上深受免税商青睐。与市内免税店的持续高增长相比，韩国机场免税销售额整体增速相对较低，或有两方面原因。首先，市内免税店高速增长给机场免税带来一定分流影响，随着市内免税店面积的扩大以及品类的增加，客观上必然与机场免税店形成竞争关系。

图 60：市内免税店的扩张成为韩国整体免税市场发展的核心驱动力



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

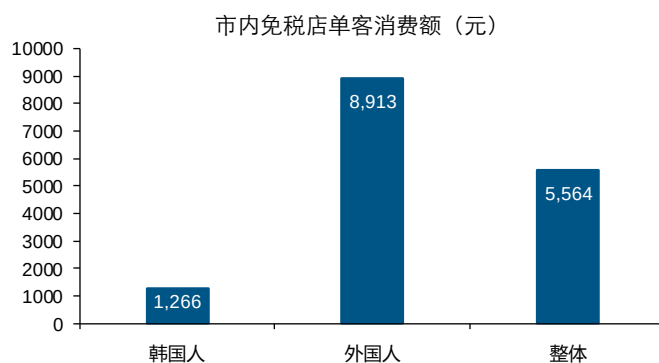
图 61：机场免税销售额增速相对低于市内免税店



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

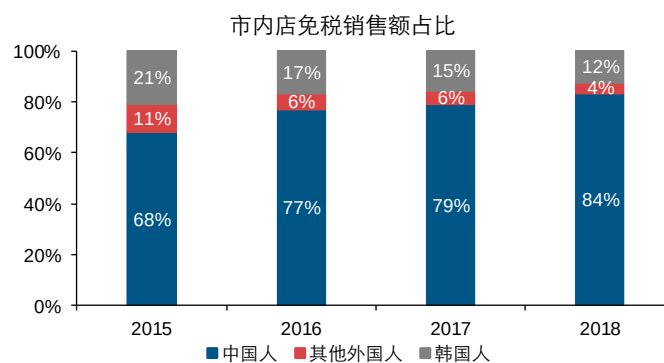
外国游客更加青睐在市内免税店消费，中国人成为消费主力。2018 年外国人销售额占市内店销售额比重达到 88%，其中中国人占比为 84%；2019 年 4 月市内免税店外国人单客消费额达到接近 8913 元，约为机场和口岸免税店的 8 倍。

图 62：单客外国人在市内免税店的消费金额达到约 8913 元



资料来源：韩国免税协会，长江证券研究所（注：为 2019 年 4 月份数据）

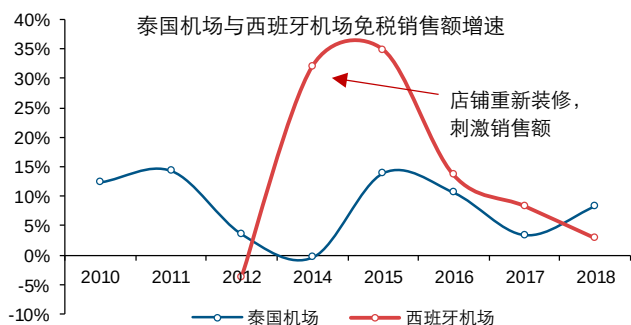
图 63：市内免税店消费人群以中国人为主



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

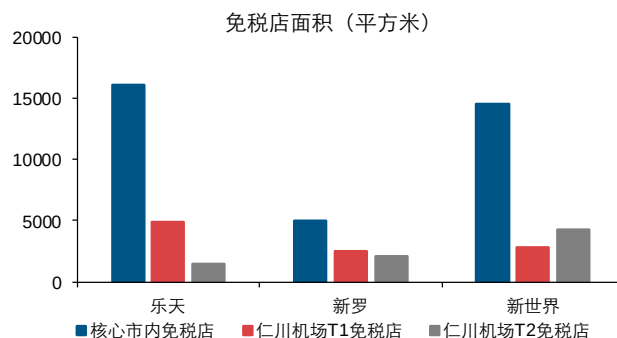
其次，机场免税消费额增长受制于自身客观条件的天花板。在渗透率已处于高水平的背景下，由于机场免税店面积长期不变（仅在新产能投产时带来商业面积的一次性大幅增加），同时平均消费时间短于市内店（旅客登机前消费时间有限），因此实际销售量难以迅速扩张，免税消费额增长主要依靠单客消费金额的改善，与客流结构及经济发展水平高度相关，难以实现长期爆发式增长。

图 64：泰国机场与西班牙机场免税销售额增速



资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 65：主要免税运营商市内免税店与机场免税店面积对比



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所（注：市内免税店分别为：乐天明洞店、新罗首尔店和新世界明洞店）

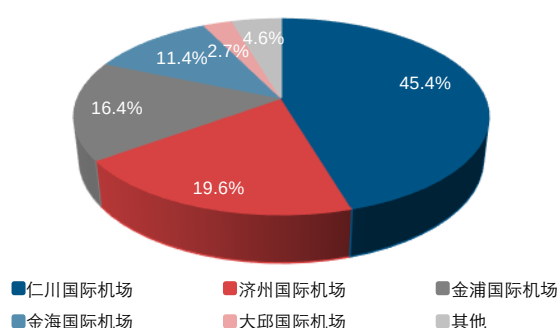
随着全国免税整体份额的持续扩大，机场同样得以享受到蛋糕做大的好处。**机场免税业务具有本国客源充足、高渗透率的特征，同时其天然具备的广告宣传优势深得品牌商青睐**，因此尽管在市内免税店存在分流影响下，核心机场免税业务表现依旧较好。其中韩国第一大机场仁川机场依托强资源禀赋优势，免税消费额保持了较快增长。2018 年增长至 24 亿美元，**并且在市内免税店放开的关键时点，机场免税销售额并未受到明显冲击**，连续数年超过迪拜机场夺得全球机场免税销售额第一的桂冠。

图 66：仁川机场免税消费额仍然保持较快增速



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

图 67：仁川机场 2018 年旅客吞吐量占韩国全国比重约为 45%

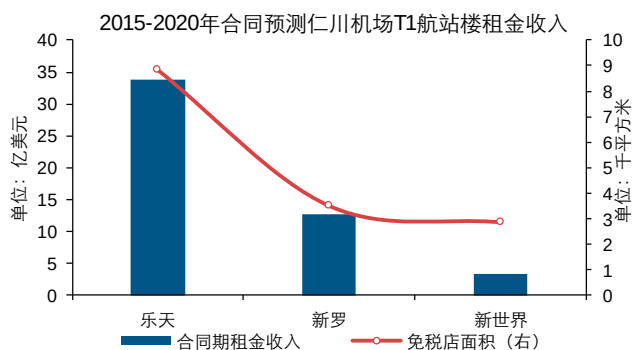


资料来源：Moodie Davitt Report，韩联社，长江证券研究所

核心机场强势不改，租金回归合理水平

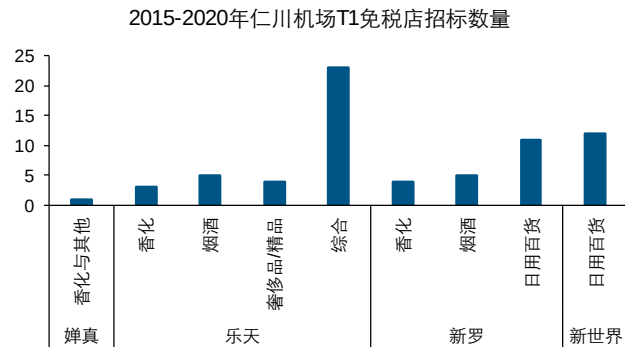
在与免税运营商针对免税店租金的谈判中，仁川机场在历史上具备强势地位。2015-2020 年免税合同中，仁川针对乐天、新罗和新世界三家企业的免税店合同期内的租金收入约为 344 亿人民币，免税店面积约为 1.5 万平方米；合同期内机场针对不同企业整体综合扣点率约为 38%，其中 2017 年乐天缴纳给仁川机场的年度租金费用达到 33.5 亿人民币，**约占全年销售收入的 52.7%**。

图 68：2015-2020 年合同下仁川机场针对非中小企业的租金收入



资料来源：Moodie Davitt Report, 长江证券研究所

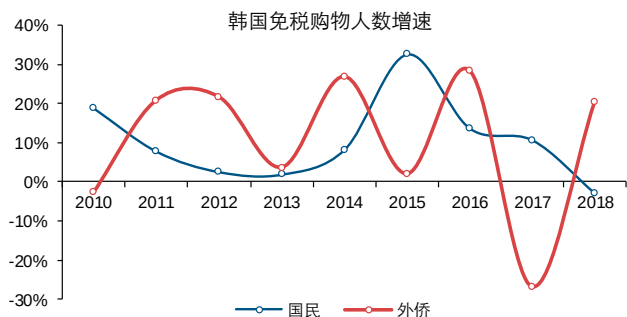
图 69：乐天在本次招标中共计获得 35 家免税店的经营权



资料来源：Moodie Davitt Report, 长江证券研究所

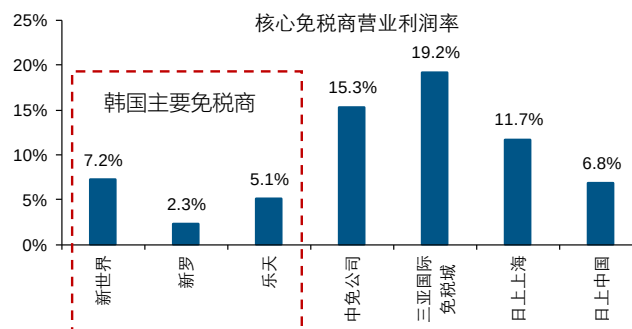
然而，韩国免税市场激烈的竞争格局同样导致机场过高的扣点率难以持续。受萨德事件后中国游客人数大幅下滑影响，2017 年韩国免税市场受到剧烈冲击，机场高昂的租金扣点率削弱免税商的盈利能力；同时，随着 T2 航站楼在 2018 年初投入运营，部分航空公司转场分流 T1 客流量，对零售运营带来负面影响，包括乐天、新罗、新世界在内的仁川机场核心免税店运营商通过韩国免税协会要求机场下调租金比例。尽管本次事件主要是萨德事件和 T2 投产流量分流带来的一次性冲击，**但行业激烈竞争格局下韩国主要免税商利润空间有限，机场过高的扣点率或在长期难以为继。**

图 70：受萨德事件影响，2017 年赴韩国免税店外国人数大幅下滑



资料来源：韩国免税协会，长江证券研究所

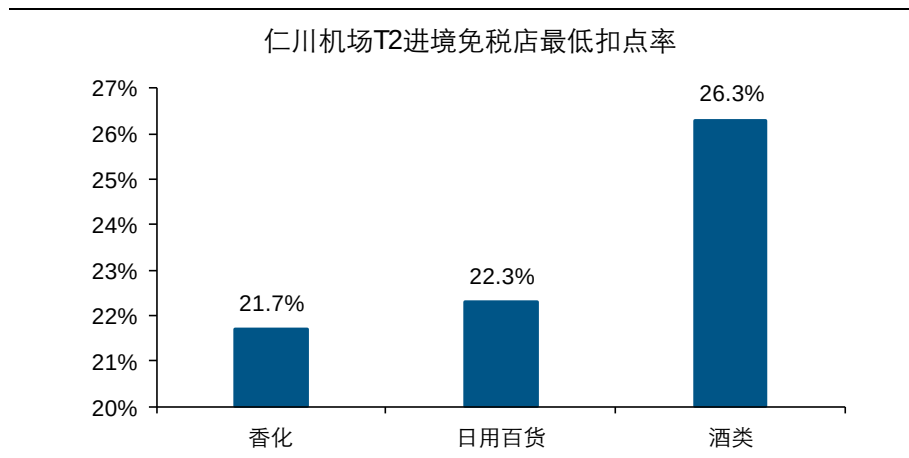
图 71：2019Q1 韩国核心免税商营业利润率水平偏低



资料来源：Moodie Davitt Report, 公司公告，长江证券研究所（注：国内为 2018 年数据；新世界、乐天为 2019Q1 数据；新罗为 2018Q4 数据）

新一轮招标中，仁川机场扣点率逐步回归合理水平：1) 仁川机场 T2 航站楼进境免税店合同最低扣点率平均值约为 23.4%；2) 随着 T1 航站楼出境免税店合同的到期，2020 年开始续签的新合同期限将从 5 年延长至 10 年，同时免税租金将打破“保底额+扣点率”的刚性模式，**新合同下保底额将根据机场旅客吞吐量进行调整。**

图 72：新招标合同中仁川机场针对中小企业 T2 进境免税店最低扣点率



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

反观国内：龙头垄断格局，消费回流效应显著

从韩国市内免税店发展的历程总结来看，政策演变（国人市内免税店放开程度）、免税商竞争格局（盈利能力）以及中国旅客流量（单客消费能力）共同决定韩国免税市场格局演变、免税商经营策略：1）市内免税店的发展程度受制于政府政策放开程度，所需时间周期漫长且阻力较大，同时市内免税店牌照放开必然带来免税商竞争的加剧；2）尽管市内免税店发展迅速，但核心机场依旧长期保持强势地位，市内免税店快速扩张对机场销售额并未形成明显冲击；激烈竞争格局中，免税商利润空间有限，难以支撑过高的机场提成收入，未来机场租金扣点率趋于合理；3）中国旅客是韩国免税行业快速发展过程中的中坚力量，贡献超过八成市内免税店销售额、近五成机场免税消费额收入。

政策格局：政策起步阶段，口岸免税优势明显

从政策发展阶段来看，目前我国市内免税政策放开尚在起步阶段，预计发展周期较长。

1) 我国龙头运营商市内入境牌照尚待激活：目前我国持有市内入境免税店牌照的公司仅有中出服和港中旅，龙头公司中免以及日上均尚不具有入境免税牌照，在国内开设的市内免税店均为出境免税店，针对的群体主要为持有外国护照的外籍人员，客户群体范围较窄。**2) 我国国人出境免税政策尚未起步：**与韩国相比，我国目前还没有设立本国居民离境免税政策。目前国内施行的国人入境免税政策在针对人群、免税额度上都有重重限制，免税政策的放开尚处于起步阶段。在引导国外消费回流的大背景下，针对国人离境免税政策的制定与施行将是大势所趋，但参考韩国经验，预计从政策设立到高度放开所需周期较长，因此对机场免税流量的分流几无影响。

表 4：中韩市内免税政策对比

韩国本国居民离境免税		中国归国人员市内入境免税
针对人群	韩国本国居民	中国本国公民自入境日期 180 天内具有购买资格
购买次数	不限次数	不限次数
免税额度	3000 美元（约 2W 人民币）	5000 元人民币
免税品种数	每位顾客对于每个品牌，只能购买 50 件香化产品，10 件手表箱包	无

资料来源：海关总署，长江证券研究所

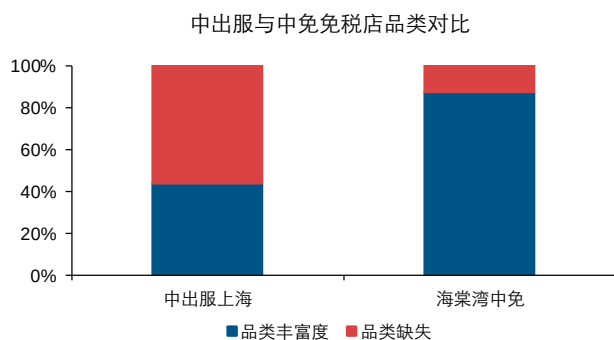
当前我国以机场免税为代表的口岸免税店发展远超市内免税店。首先，我国免税政策针对口岸免税店的金额限制以及购买品种限制更少，同时在国内出境免税店购买的商品，需要到口岸店进行提货，也给予口岸店更高的议价权收取一定的提货扣点收入。其次，目前我国持有市内入境免税店牌照的公司仅有中出服和港中旅，**在价格以及品类丰富度上与主要运营口岸、离岛免税店的中免和日上相比不具优势。**最后，机场的主要消费群体以商业贸易、IT 通信电子、医药卫生等行业从业人员为主，购买意愿与消费能力较强，机场内消费数额超过其场外消费。

表 5：市内与口岸免税店对比

免税店类型	针对人群	单次整体金额限制(元)	单次化妆品限额(元)	单次烟酒购买限制	销售方式
口岸入境	持有进出境有效证件和搭乘公共交通工具的凭证	8000	无	烟限两条（不超过 400 支）； 酒限两瓶（不超过 1.5 升）	口岸店现场提货
口岸出境	持有进出境有效证件和搭乘公共交通工具的凭证	无	无	无	口岸店现场提货
市内入境	持护照入境，自入境之日起 180 天内的中国籍旅客	5000	2000	不可销售	市内店当场提货
市内出境	持海外护照外国人、外籍华人；持回乡证台湾同胞	无	无	不可销售	出境口岸点提货

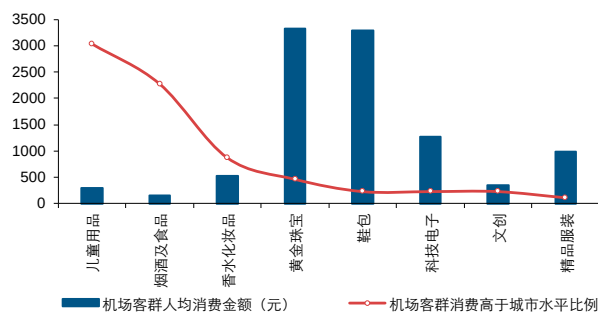
资料来源：海关总署，长江证券研究所

图 73：中出服在品种丰富度上难以与中免抗衡



资料来源：中商数据，长江证券研究所

图 74：首都机场客群在机场内平均消费超过城市平均水平



资料来源：中商数据，长江证券研究所

竞争格局：龙头高度集中，优选差异化战略

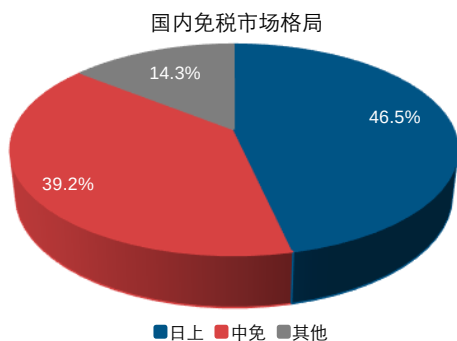
从我国免税运营商竞争格局来看：免税牌照稀缺，龙头高度集中，盈利能力较强。对照韩国，我国免税牌照更为稀缺，行业进入壁垒更高。目前我国仅有中免、日上、深免等七家公司拥有免税业务运营资质，且仅有中免集团拥有全国性免税经营牌照。随着中免集团完成对日上的收购，**中免集团在我国免税行业中的整体市场份额占比超过 80%，形成强势的寡头垄断格局**。此背景下，一方面中免集团依托垄断格局，**盈利能力远超韩国，约为韩国主要运营的两倍**；另一方面，收购首都机场以及浦东机场免税店主要运营商日上（上海）后，中免市内免税店在口岸提货较之前更为方便；此外，强势垄断地位也意味着中免未来更有可能获益于免税牌照的放开。

表 6：中国免税行业竞争格局

国内免税运营商	公司	牌照类型	经营区域
全国性运营商	中国免税品（集团）有限责任公司	全国性	主要机场、港口、边境口岸、市内等
点运营商	日上免税行（上海）	区域性（上海）	浦东国际机场、虹桥机场
区域运营商	深圳市国有免税商品（集团）	区域性（深圳）	深圳各口岸
区域运营商	珠海免税企业集团	区域性（珠海）	珠海各口岸
区域运营商	海南省免税品有限公司	区域性（海南省）	海南省范围（除三亚）
市内运营商	中国出国人员服务总公司	市内性	北京、上海等市内免税店
市内运营商	中国港中旅集团公司	市内性	哈尔滨中桥外汇商场

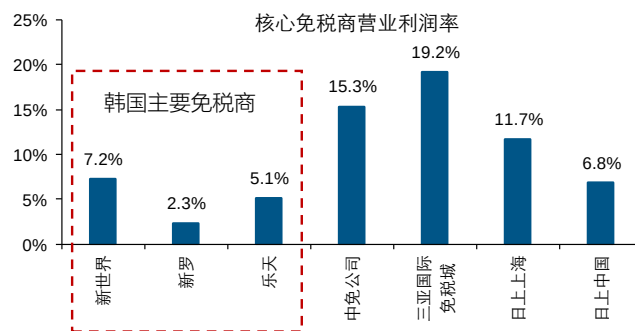
资料来源：公司公告，长江证券研究所

图 75：2016 年中免+日上占据国内免税市场比重约为 86%



资料来源：Generation Research，开锐咨询，长江证券研究所

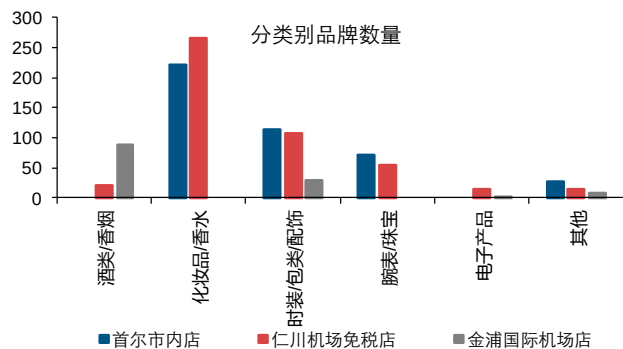
图 76：国内免税商营业利润率高于韩国主要免税商



资料来源：Moodie Davitt Report，公司公告，长江证券研究所（注：国内为 2018 年数据；新世界、新罗为 2019Q1 数据；乐天为 2018Q4 数据）

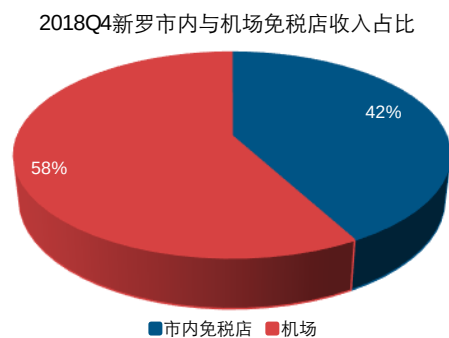
在竞争格局高度垄断带来的盈利能力较强，同时政策向口岸免税店倾斜明显的背景下，为了规避不必要的竞争，在与机场签订的免税合同期内，**在市内和机场免税店采取差异化经营策略或为免税运营商的理性选择**。对标韩国三大免税商之一新罗的运营策略，其更倾向于在市内免税店投放精品时尚箱包、腕表珠宝等产品，而在机场免税店则选择投放更多烟酒、香化等高毛利率、高周转产品，在面积有限情况下通过提高机场免税店的单位坪效，实现盈利最大化。

图 77：新罗在市内和机场采用差异化的经营策略



资料来源：公司网站，长江证券研究所

图 78：新罗市内免税店与机场免税店收入占比

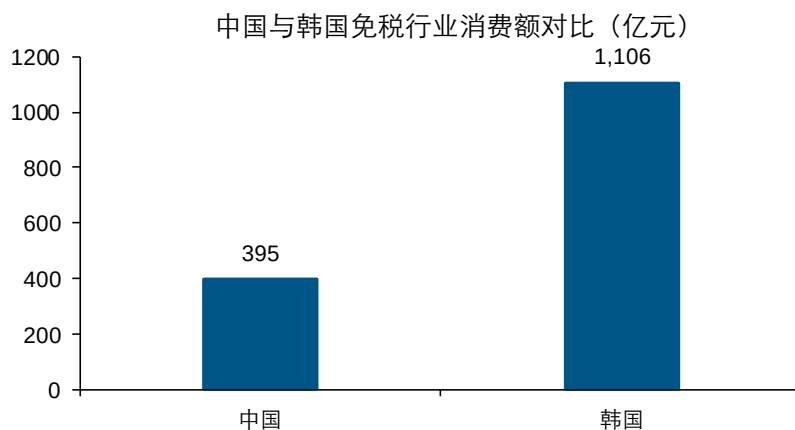


资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

空间测算：中国旅客消费回流，市场规模显著扩大

目前中国免税行业发展远落后于韩国，对比 2018 年两国的免税市场销售规模，中国免税行业市场规模仅为韩国的 35.7%。与韩国高度发达的免税市场相比，中国免税行业尚处在起步阶段。

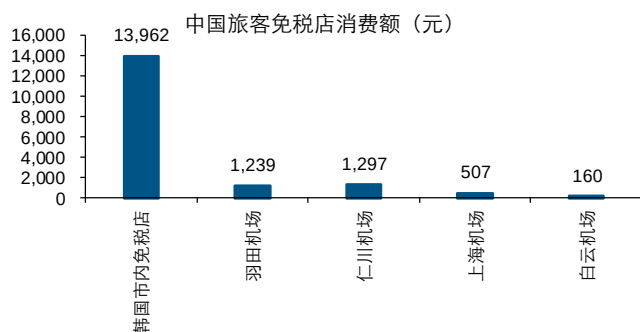
图 79：2018 年中国与韩国免税市场对比



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所

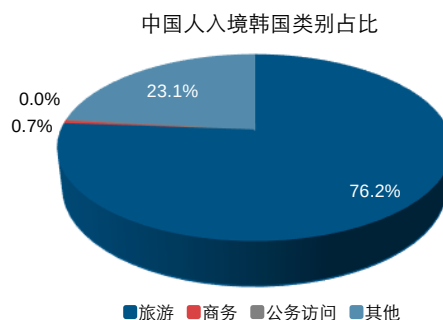
未来随着我国免税政策逐步发展成熟，全球视野来看免税行业发展空间巨大。1) **价格空间：全球对比来看国内机场单客免税消费存在较大提升空间。**测算目前上海机场与白云机场中国旅客单客免税店消费额仅分别约为 504 和 160 元，而羽田机场与仁川机场中国人消费额约为 1239 与 1297 元，约为上海机场的 3 倍、白云机场的 8 倍。

图 80: 国内机场中国旅客消费额提升存在较大空间



资料来源: Moodie Davitt Report, 韩国免税协会, 公司公告, 长江证券研究所 (注: 韩国市内免税店为测算数; 假设中国人在国内机场国际旅客中的占比为 75%; 国内机场数据为 2019Q1 测算值, 韩国为 2018 年数据, 日本机场为 2017FY 数据)

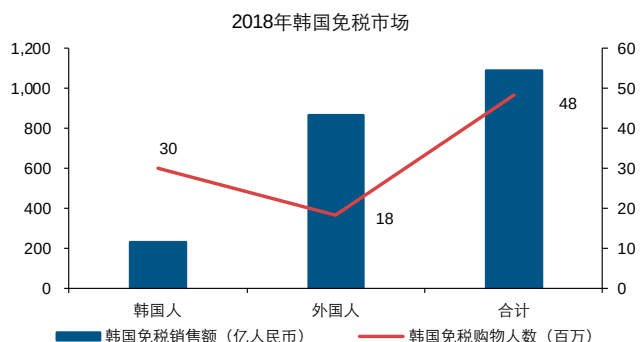
图 81: 2019 年 2 月份中国人入境韩国类别占比



资料来源: Moodie Davitt Report, 长江证券研究所

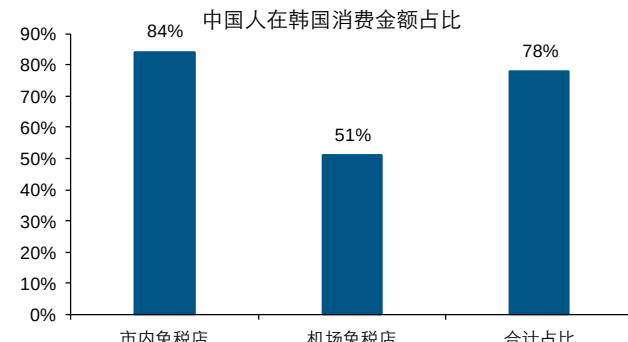
2) 市场规模: 消费回流下, 免税市场整体规模有望显著扩大。从韩国免税市场消费回流角度来看, 由于中国人在韩国消费金额占比接近 80%且市内免税店发展成熟, 随着中国国内市内免税店开张, 将对韩国免税市场产生显著分流影响。在分流韩国整体免税市场以及市内免税市场两种情景假设之下, 消费回流带来的市场规模扩大分别有望达到 595 与 528 亿元, 约为 2018 年中国整体免税市场的 1.5 与 1.3 倍。

图 82: 2018 年韩国免税市场中外国人贡献约主要份额



资料来源: 韩国免税协会, 长江证券研究所 (注: 市内免税店为外国人消费金额)

图 83: 中国人在韩国消费金额占比



资料来源: Moodie Davitt Report, 长江证券研究所 (注: 机场免税店以及合计占比为测算值)

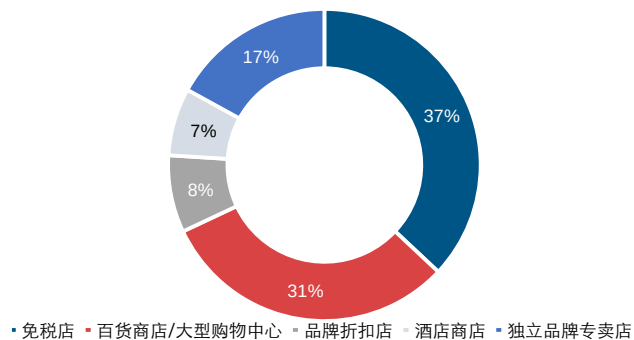
表 7: 韩国消费回流空间测算

情景	2018 年中国人在韩国免税消费金额（亿元）	分流比例假设	市场规模增加空间（亿元）	为 2018 年中国免税市场倍数
乐观假设:	850	30%	255	0.7
分流整体份额	850	50%	425	1.1
	850	70%	595	1.5
情景	2018 年中国人在韩国市内免税店消费金额（亿元）	分流比例假设	市场规模增加空间（亿元）	为 2018 年中国免税市场倍数
中性假设:	754	30%	226	0.6
分流市内店份额	754	50%	377	1.0
	754	70%	528	1.3

资料来源: Moodie Davitt Report, 长江证券研究所

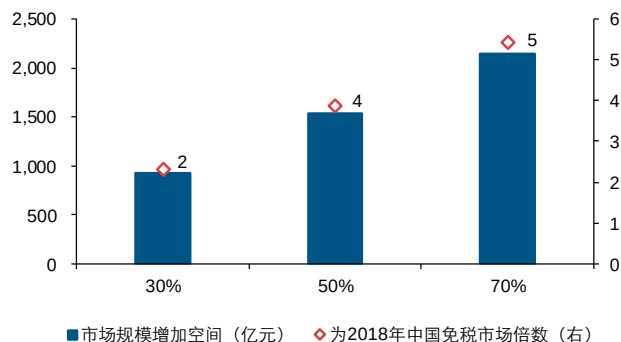
从全球免税市场消费回流角度来看，2018 年中国旅客境外消费达到约 1200 亿美元，其中约 37% 为免税店渠道，测算 2018 年中国旅客境外免税消费 444 亿美元，约为 3064 亿元。中国旅客全球免税消费回流比例为 50% 的中性情境假设下，全球消费回流带来的市场规模扩大有望达到 1532 亿元，约为 2018 年中国整体免税市场的 4 倍。

图 84：中国游客的购物渠道中免税店占比为 37%



资料来源：奥纬咨询，长江证券研究所（注：为 2016 年调查数据）

图 85：全球视野消费回流空间测算



资料来源：Moodie Davitt Report，长江证券研究所（注：横轴为中国旅客全球免税消费回流比例）

综上，我们认为市内免税店对机场免税分流影响有限，机场店和市内店将共享免税消费回流带来的市场扩张。短期来看，国内免税寡头竞争格局稳固，免税运营商将优选两者并重、差异化运营的策略；长期来看，随着国内免税行业竞争力的增强，市内免税店对机场免税店的分流影响有限，消费回流带来的市场规模显著扩张的积极作用更大。



投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	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
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%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%

无投资评级: 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。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

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。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。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。