



社会服务业

2020.07.08

百货进免税，后生变龙头

——新世界深度报告

| | | |
|---|---------------------|---------------------------|
|  | 刘越男(分析师) | 赵政(分析师) |
|  | 021-38677706 | 021-38677588 |
|  | liuyuanan@gtjas.com | zhaozheng020321@gtjas.com |
| 证书编号 | S0880516030003 | S0880520020002 |

本报告导读：

本文从新世界崛起的经验，分析百货公司转型免税，后进入者变成龙头的关键。

摘要：

- **投资建议：**虽然牌照是免税行业至关重要的敲门砖，能否盈利、能否做大仍取决于公司的经营能力。当前免税行业政策利好不断，运营商能力显著增强，仍以做大蛋糕为主旋律。在全球疫情持续的情况下，海南离岛免税政策的放开，吸引了国人海外消费回流，看好中国免税行业发展。推荐中国中免、凯撒旅业、众信旅游，受益标的王府井、格力地产、百联股份等。
- **股东背景强悍，员工经验丰富。**新世界公司历史悠久，作为免税后起之秀，发展迅猛，至2018年已经成为全球第9大旅游零售商。背靠三星集团拿到牌照，新世界的第一大股东为李明熙(Lee Myung-hee)，持股比例18.22%。李明熙为三星集团创始人李秉喆之女。2017年招募前新罗免税业务负责人，免税业务快速发展。
- **财阀斗争使得免税牌照放开，牌照不等于盈利，中小免税店破产。**①2013年，由于总统竞选导致的复杂的利益关系以及韩国财阀之间的明争暗夺，财阀纷纷看上了被比为“下金蛋的鹅”的免税行业。先后有9家中小企业在2013年获得了市内免税经营牌照。同时《关税法》的修改使得原来可以通过续约就能轻松继续使用的免税牌照，变为公开竞标才能获得。牌照的使用年限也缩短为原来的一半(原为10年)。政策变动让刚入行的新世界抓住机会，通过财阀关系顺利取得免税经营牌照。②自2015年开始招标以来，很多中小企业获得了免税业务经营牌照。但是由于多种因素的共同作用，多家免税店纷纷破产倒闭，其中不乏财阀支持下的企业，例如韩华集团旗下的 Galleria 免税店、斗山集团旗下的 Doota 免税店。
- **背靠百货、善于经营，新世界快速成长。**①三家市内免税店坐落在新世界百货分店，地理位置极佳。②大牌合作提供品牌效应。新世界免税店于2016年秋冬完成与国际大牌香奈儿、爱马仕、LV的合作谈判，是拥有奢侈品全品牌的三家免税店之一(其他为乐天、新罗)。这使得新世界与其他品牌的议价能力大大提高。③新世界与银行合作密切，推出了多项银行与免税店联动的促销活动。
- **风险提示：**疫情因素影响出游人数、宏观经济波动影响旅游需求；海南免税政策放开低于预期；竞争格局恶化影响利润率，疫情影响供货速度，政策方向变化等。

评级： 增持

上次评级： 增持

细分行业评级

免税 增持

相关报告

社会服务业《板块涅槃拾阶而上，大浪淘沙龙头凸显》

2020.06.21

社会服务业《新冠疫苗临床试验结果理想，利好社服板块》

2020.06.16

社会服务业《珠免上市展望：立足珠海盈利强、面向全国潜力大》

2020.06.03

社会服务业《政府工作报告关注消费服务恢复》

2020.05.24

社会服务业《预期分歧股价波动，挖掘竞争本质坚守长期价值》

2020.05.18

目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1.新世界：百货起家，免税异军突起..... | 4 |
| 1.1.老百货转型免税龙头..... | 4 |
| 1.2.背靠三星，机构投资者众多..... | 5 |
| 1.3.新罗免税负责人任 CEO，经验丰富..... | 5 |
| 1.4.免税业务异军突起..... | 6 |
| 2.牌照是敲门砖，经营能力定胜负..... | 7 |
| 2.1.民众情绪激化与维护财阀利益博弈下，免税牌照放开..... | 7 |
| 2.2.免税成为核心利润来源..... | 9 |
| 2.3.牌照放开后竞争加剧，中小免税店面临破产..... | 12 |
| 2.4.背靠百货、善于经营，新世界快速成长..... | 13 |
| 3.投资建议..... | 17 |
| 4.风险提示..... | 18 |

图目录

| | |
|---|----|
| 图 1: 新世界股权结构（持股 5%以上股东）..... | 5 |
| 图 2: 新世界各类股东占比..... | 5 |
| 图 3: 新世界业务中免税业务占比快速提升..... | 6 |
| 图 4: 开展免税业务后，新世界 2012 年-2019 年营业收入增速较快..... | 7 |
| 图 5: 新世界 2019 年净利润显著提升..... | 7 |
| 图 6: 受萨德影响龙头免税公司净利率下滑..... | 7 |
| 图 7: 三星与新罗、新世界家族关系..... | 8 |
| 图 8: 2012-2019 三家免税集团免税业务收入呈增长趋势..... | 9 |
| 图 9: 2016-2019 新世界免税业务市场份额稳健增长..... | 10 |
| 图 10: 新世界酒店业务营业利润不及免税业务..... | 11 |
| 图 11: 乐天酒店业务营业利润不及免税业务..... | 11 |
| 图 12: 新罗酒店业务营业利润不及免税业务..... | 11 |
| 图 13: 萨德事件后中国赴韩游客数量回缓..... | 12 |
| 图 14: 新世界百货市场份额稳定..... | 13 |
| 图 15: 2012-2019 新世界免税业务销售收入占比逐年递增..... | 14 |
| 图 16: 2012-2019 新世界免税业务毛利占比逐年递增..... | 14 |
| 图 17: 首尔部分免税店分布情况..... | 14 |
| 图 18: 新世界首尔明洞店地理位置..... | 15 |
| 图 19: 新世界明洞店 8F 品牌入驻分布..... | 15 |

表目录

| | |
|-----------------------------|----|
| 表 1:新世界 1955 年从百货起家..... | 4 |
| 表 2:新世界自 2012 年起开展免税业务..... | 4 |
| 表 3:新世界管理层..... | 5 |
| 表 4:韩国免税店逐渐倒闭..... | 12 |

| | |
|-------------------------------|----|
| 表 5:新世界免税营销活动..... | 16 |
| 表 6:乐天免税营销活动..... | 17 |
| 表 7:新罗免税营销活动..... | 17 |
| 表 8:社服公司盈利预测对比（2020.7.7）..... | 18 |

1. 新世界：百货起家，免税异军突起

1.1. 老百货转型免税龙头

1955年2月，东华百货有限公司成立。1963年11月11日，东华百货被三星公司收购，通过公开征名，正式更名为新世界（Shinsegae），开启了百货商店及经销业的现代化。新世界（Shinsegae）于1991年宣布与三星集团（Samsung Group）分离并独立，挑战成为分销业的领先公司。此后，新世界逐渐进军房地产、客运、旅游饭店、免税、电子商务等各个领域，使其超越分销公司，成为品牌公司。新世界公司的经营理念为对外回应客户的投诉并寻找改变的机会，对内寻求突破。

表 1: 新世界 1955 年从百货起家

| 时间 | 事件 |
|-------------|---|
| 1955年2月 | 成立东华百货有限公司 |
| 1963年11月11日 | 开设“新世界百货”（被三星集团收购） |
| 1969年4月 | 成为业内第一家直接百货商店 |
| 1985年5月 | 在韩国证券交易所上市 |
| 1995年5月 | 开设韩国首个韩国商业历史博物馆 |
| 1995年11月 | 与三星集团分离，宣布独立经营 |
| 2001年3月 | 由新世界百货向新世界变更 |
| 2007年2月 | 新世界总店开业 |
| 2011年5月 | 分离 Shinsegae Co., Ltd.，和 Ltd-Mart Co., Ltd. |
| 2012年 | 合并和收购天堂免税有限公司进入免税市场 |
| 2014年1月 | 开设“SSG.com”，这是百货商店和电子小店的综合在线商城 |
| 2015年4月 | 新世界 DF 成立 |
| 2016年5月 | 首尔市中心首家免税店“明洞店”开业 |
| 2016年12月 | 开设美容专卖店“CHICOR” |
| 2018年3月 | 扩大家具业务收购“Casamia”，成立新世界 F Global Co., Ltd. |
| 2018年6月 | 新世界 F Global Co., Ltd.与新世界免税店全球有限公司合并 |

数据来源：公司官网、新世界年报、国泰君安证券研究

新世界朝鲜酒店 2012 年时通过收购天堂釜山免税有限公司进入免税市场，开始经营免税业务，并于 2013 年开设网上釜山免税店。2015 年 4 月，新世界 DF 正式成立。新世界免税作为后起之秀，开始了迅猛发展，至 2018 年已经成为全球第 9 大旅游零售商。新世界目前已开设 6 家线下免税店，包括明洞店、釜山店、江南店、仁川机场第一航站楼店、仁川机场第一航站楼店、仁川机场第一航站楼分支店、仁川第二航站楼店。其中明洞店位于历史悠久、地理位置优越的新世界百货 8-12 层。

表 2: 新世界自 2012 年起开展免税业务

| 时间 | 事件 |
|----------|--------------------------|
| 2012年10月 | 新世界朝鲜酒店（时为朝鲜酒店）收购天堂免税店 |
| 2012年12月 | 变更免税企业法人名称(乐园免税店→新世界免税店) |
| 2013年10月 | 网上免税店釜山店开业 |

| | |
|----------|--|
| 2015年4月 | 新世界 DF 成立 |
| 2015年9月 | 新世界免税店仁川机场店开业 |
| 2015年11月 | 取得首尔市区免税营业执照（明洞支店） |
| 2016年3月 | 釜山店入驻 Centum City 购物城 |
| 2016年5月 | 新世界免税店明洞店开业 |
| 2016年10月 | 网上免税店明洞店开业 |
| 2016年12月 | 获得首尔市区免税营业执照 |
| 2018年1月 | 新世界免税店仁川机场第二航站楼店开业 |
| 2018年6月 | 新世界 F Global Co., Ltd.与新世界免税店全球有限公司合并，取得仁川机场第一航站楼 DF1 区域及 DF5 区域免税店经营权 |
| 2018年7月 | 新世界免税店江南店开业 |
| 2018年6月 | 新世界 F Global Co., Ltd.与新世界免税店全球有限公司合并 |
| 2018年8月 | 仁川机场免税店仁川机场 1 号航站楼店开业 |

数据来源：公司官网、新世界年报、国泰君安证券研究

1.2. 背靠三星，机构投资者众多

新世界第一大股东为李明熙(Lee Myung-hee)，持股比例 18.22%。李明熙为三星集团创始人李秉喆之女。新世界集团旗下子公司易买得有限公司主席。郑永振为李明熙之子。国民养老金已计入各子公司的股份中。新世界有限公司的股权相对比较分散。除第一大股东及其关联方外，大部分股权为机构投资者持有。

图 1：新世界股权结构（持股 5%以上股东）



数据来源：公司年报、国泰君安证券研究

图 2：新世界各类股东占比



数据来源：公司官网、国泰君安证券研究

1.3. 新罗免税负责人任 CEO，经验丰富

新世界的由 Cha Jeong Ho 担任首席执行官，Cha Jeong Ho 2017 年加入新世界集团，担任新世界国际的首席执行官。Cha Jeong Ho 曾在新罗的母公司三星集团工作长达 35 年，随后，负责新罗酒店的免税业务部门 8 年。2017 年，在新世界免税业务快速发展时期，Son Yung-Sik 被任命为新世界 DF 的首席执行官。他于 1987 年加入新世界，曾任新世界免税执行副总裁。两位都在免税行业有着非常丰富的实践经验。

表 3：新世界管理层

| 董事 | 任职时间 | 职位 |
|----|------|----|
|----|------|----|

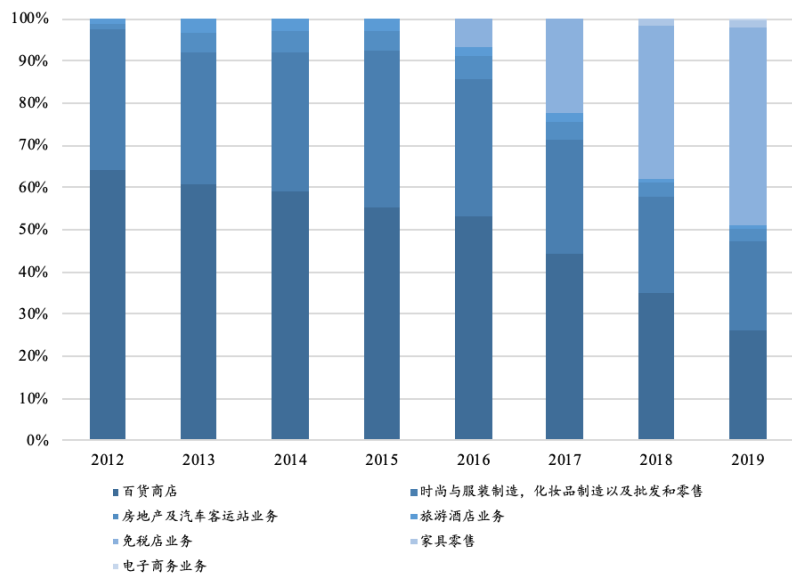
| | | |
|------------------------|-------------|--|
| Cha Jeong-Ho | 2020年3月-至今 | 新世界首席执行官、总裁，原新罗酒店免税店销售部门负责人，原新世界国际首席执行官 |
| Chung Yoo-Kyung | 2015年12月-至今 | 新世界总裁，曾任新世界副总裁，曾任新世界威斯汀朝鲜酒店执行董事 |
| Heo Byung-Hoon | 2018年9月-至今 | 新世界副总裁，卡莎米亚有限公司副总裁 |
| Kwang-Hoo Ko | 2018年12月-至今 | 新世界副总裁，曾任新世界 Tomboy 公司 CEO |
| Im Hoon | 2018年12月-至今 | 新世界 Deputy Vice President，曾任新世界劳力士公司 CEO |
| Yu Sin-Yeol | 2016年12月-至今 | 新世界 Deputy Vice President，曾任新世界副董事总经理 |
| Son Yung-Sik | 2017年1月-至今 | 新世界 DF 首席执行官，曾任新世界免税执行副总裁 |

数据来源：Bloomberg、国泰君安证券研究

1.4. 免税业务异军突起

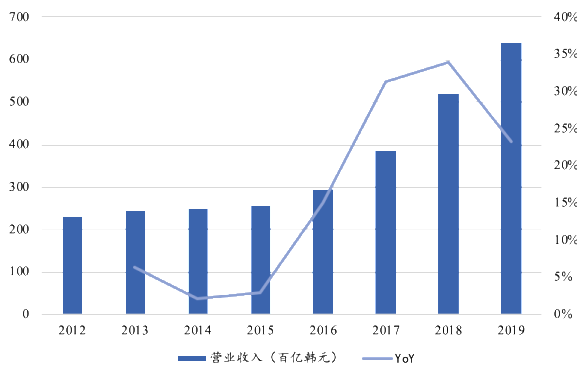
新世界现阶段的主要业务集中在百货商店、免税业务、时尚，化妆品制造以及批发和零售。这三大业务贡献了新世界 95% 以上的营业收入。同时，新世界在 2018 年进入家具零售领域，在 2019 年进入电子商务领域。2017 年前，新世界的百货业务占据超 50% 以上的营业收入，而近几年，免税业务快速发展，营业收入从 2016 年的占比 6.7% 上升到 2019 年的占比 46.72%，而百货商店所占收入比例在不断减少。

图 3: 新世界业务中免税业务占比快速提升



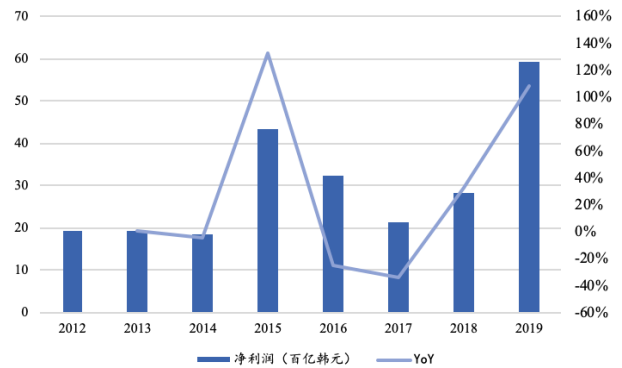
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究 注：数据经消除其他部门和内部交易处理。

图 4: 开展免税业务后, 新世界 2012 年-2019 年营业收入增速较快



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

图 5: 新世界 2019 年净利润显著提升



数据来源: 公司年报、国泰君安证券研究

2. 牌照是敲门砖, 经营能力定胜负

2.1. 民众情绪激化与维护财阀利益博弈下, 免税牌照放开

萨德事件前, 行业龙头乐天免税的净利率一直稳定在 8%-10%。2013 年, 由于总统竞选导致的复杂的利益关系以及韩国财阀之间的明争暗夺, 财阀纷纷看上了被比为“下金蛋的鹅”的免税行业。先后有 9 家中小企业在 2013 年获得了市内免税经营牌照。同时《关税法》的修改使得原来可以通过续约就能轻松继续使用的免税牌照, 变为公开竞标才能获得。牌照的使用年限也缩短为原来的一半(原为 10 年)。新世界抓住机会, 通过财阀关系顺利取得免税经营牌照。

图 6: 受萨德影响龙头免税公司净利率下滑

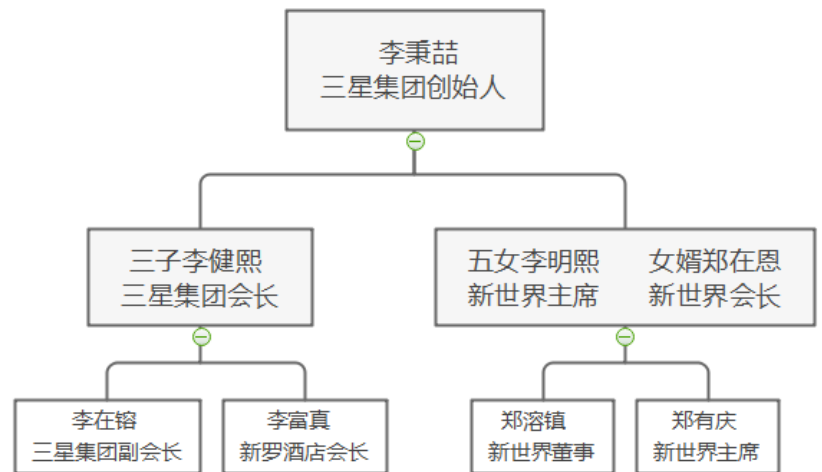


数据来源: 国泰君安证券研究

财阀的形成可以追溯到上个世纪朴正熙担任总统的时期。随着财阀势力的不断扩张、垄断地位的日益加固，韩国人民中反财阀的呼声越来越高，人民呼吁“经济民主化”的声音越来越大。2013年朴槿惠宣称要严厉处置经济犯罪的巨头以及企业集团不顾中小企业利益大肆扩张的行为，但监督财阀的公民组织“经济改革社”甚至公开怀疑一份限制财阀的法律，认为其是“以经济民主化的名义欺骗民众”。在民众情绪激化与维护财阀利益的矛盾下，韩国政府选择放开免税业务的经营牌照，尤其是为中小企业提供免税经营的机会。

新世界的名誉会长为郑在恩，其子郑溶镇为董事，夫人李明熙和女儿郑有庆为新世界主席。而李明熙是三星集团创始人李秉喆的第五个女儿。李秉喆之子李健熙、其孙李在镕（三星集团现任掌门人）都曾有过贿赂总统的丑闻并都获得总统的特赦。在2017年李在镕被拘捕后，韩国特检组表示怀疑捐款和贿赂行为与获得免税店设立许可有关联。

图 7：三星与新罗、新世界家族关系



数据来源：公开资料搜集

根据搜狐网报道 2017 年韩国检察院公布，韩国免税厅曾在 2015 年免税店遴选过程中人为操作审查结果，故意降低对乐天的评分使乐天集团旗下的免税店落选。而韩华集团和斗山集团借赞助韩国总统朴槿惠闺蜜崔顺实之女开展马术活动之名实行贿赂，获得了政府优待，进而以几乎没有免税经营经验的身份获得了免税牌照。2016 年关税厅通过篡改资料，在没有必要的情况下授予乐天免税店经营权，检方怀疑乐天集团正是通过向崔顺实名下的两家基金会捐款 45 亿韩元才换回免税经营牌照的。

经过 2013 年免税牌照的改革，韩国于 2015 年至 2016 年开展三次市内免税店招标，其中乐天对首尔世界塔店的牌照失而复得，而新世界与其他诸如斗山集团、现代、韩华集团等财阀及部分中小企业进入免税行业，其中新罗集团掌门人、三星集团李秉喆孙女李富真

更是亲自上阵，选择联手没有销售经验但是拥有地产的现代集团，共同获得免税店经营牌照。其中 2016 年中期的免税店招标拟增加 4 张牌照，其中 3 张公开招标，1 张为中小企业投标。首尔市内免税门店从 6 家增加至 13 家。

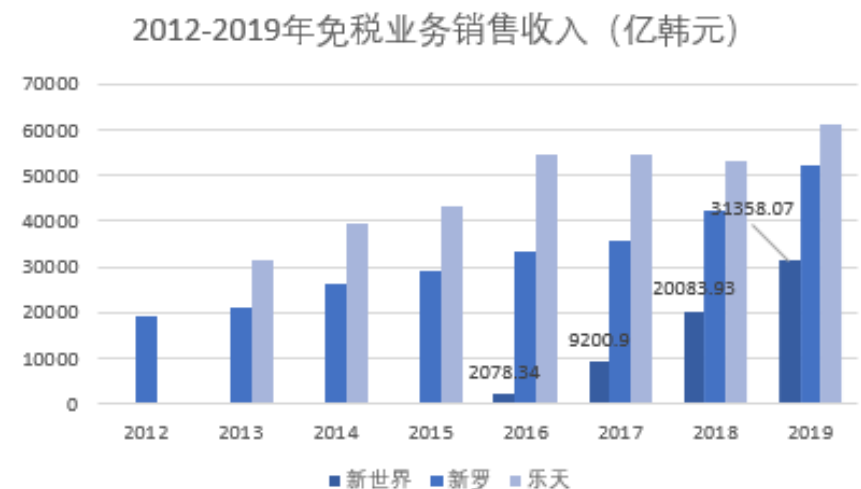
2.2. 免税成为核心利润来源

新世界于 2012 年通过新世界朝鲜酒店（时为朝鲜酒店）收购位于釜山的天堂免税店，开始了正式进入免税行业的征程。新世界于 2015 年成立专门负责免税业务的新世界 Duty Free 公司（以下称新世界 DF 公司），并于 2015 年免税牌照竞标中获得了首份免税经营牌照，为其首家首尔市内免税店“明洞店”在 2016 年的开业做好准备。2016 年、2017 年和 2018 年又分别获得了首尔“江南店”的经营牌照、仁川机场免税店（2 号航站楼）的额外经营权以及仁川机场（1 号航站楼）免税店的经营执照，“首尔江南店”和仁川机场（1 号航站楼）免税店在 2018 年正式开业。2018 年 6 月，新世界 DF 通过吸收合并，整合了新世界旗下的免税业务子公司，形成了专一的免税业务单元。

2016 年至 2019 年，新世界免税业务在免税市场的销售收入从 2078.34 亿韩元增长到 31358.07 亿韩元，四年增长 14 倍。所占市场份额分别为 7.9%、12.7%、16% 和 18%。

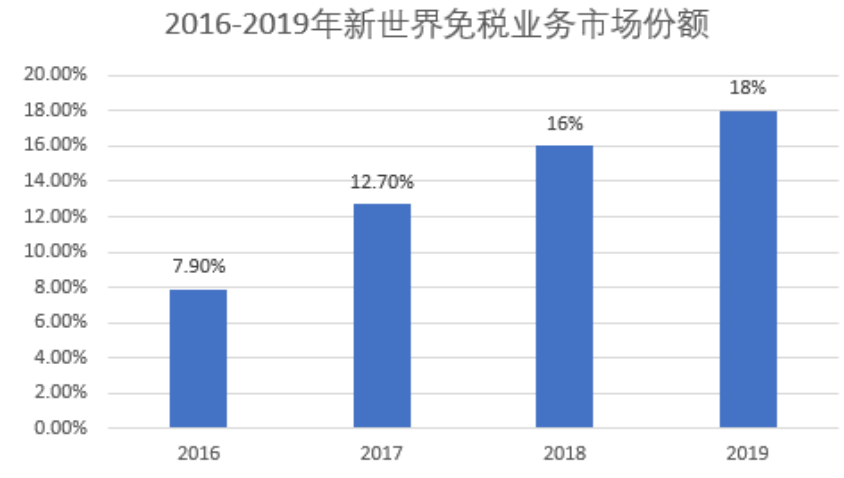
经过多年的发展，新世界的免税业务在韩国免税行业占有一席之地，同时免税业务也成为了为新世界集团创造营收的核心业务，2019 年免税业务为新世界集团贡献了 49.1% 的销售收入和 31.3% 的毛利。

图 8：2012-2019 三家免税集团免税业务收入呈增长趋势



数据来源：国泰君安证券研究

图 9：2016-2019 新世界免税业务市场份额稳健增长



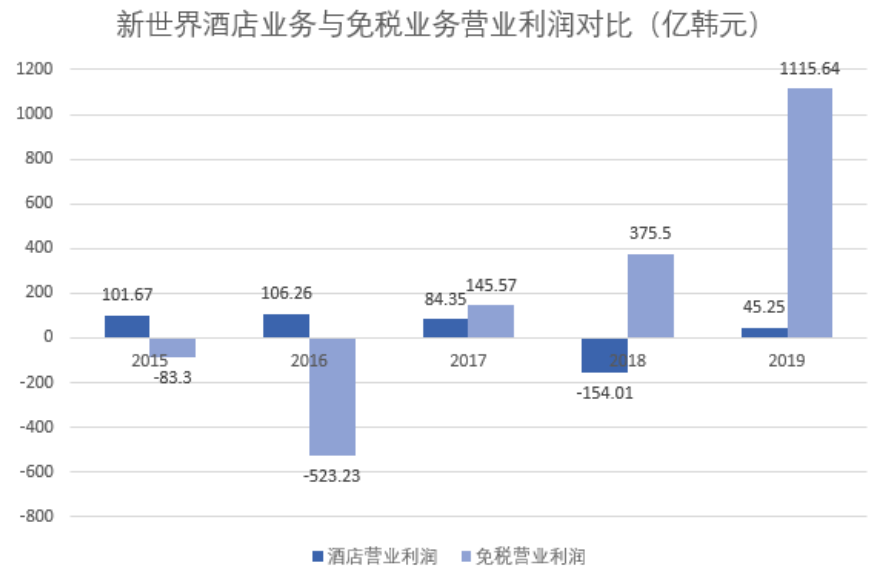
数据来源：国泰君安证券研究

新世界与乐天、新罗一样，同样经营着旅游酒店的业务。新世界中心城市公司与中央旅游发展有限公司合并，在瑞草区半坡洞成立了首尔 JW 万豪酒店，在首尔中心地区享受最高优先权。2019 年新世界酒店部门销售达 667 亿韩元，营业利润为 45 亿韩元。

尽管新世界运营酒店业务，但其并不像乐天集团和新罗集团对酒店业务重度投资。2019 年新世界酒店业务的资产总额为 1223.59 亿韩元，仅占集团总资产的 0.94%，而乐天酒店和新罗酒店的资产为 159279.91 亿韩元和 9775.25 亿韩元，分别占集团总资产的 80.12% 和 27.71%。而酒店业务的营业利润在这三家都表现平平，2019 年酒店业务在新世界、乐天和新罗集团的营业利润中分别占比 0.97%、-12.32% 和 9.74%。另外，酒店业务易受到诸如政治、经济等多种因素的影响，三家集团在 2017 年和 2018 年这两年的酒店业务营业利润都有所下降，推测可能与萨德事件所导致的限韩令有一定的关系。2017 年中国赴韩游客降至 417 万人次，同比下降了 48.3%；2018 年增长至 479 万，但仍然不及萨德事件前的六成水平（2016 年为 826 万人次）。

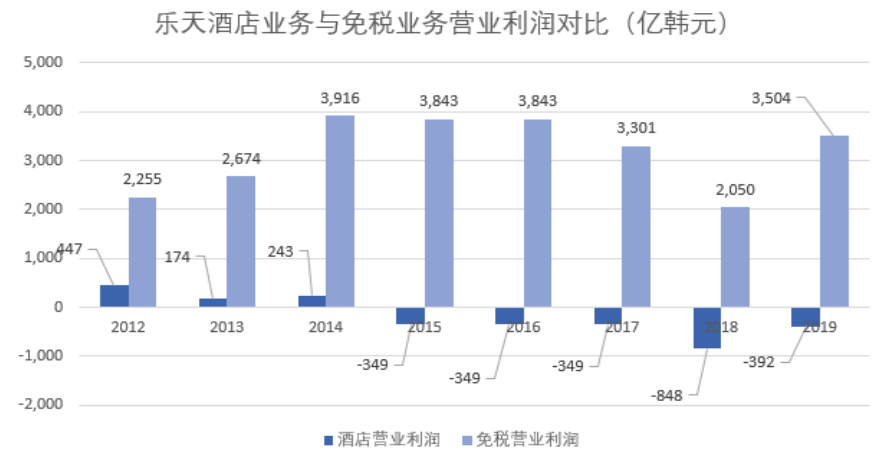
新世界集团在酒店业务上轻装简行，使得集团集中资本和精力发展自己的老牌百货业务和更高回报、更具前瞻性的免税业务。在免税业务上，新世界的资产水平从 2015 年的 43.55 亿韩元增长到 2019 年的 21928.43 亿韩元，营业利润也从 2017 年开始亏损扭亏为盈，在 2019 年实现 1115.64 亿韩元的免税营业收入。

图 10: 新世界酒店业务营业利润不及免税业务



数据来源: 国泰君安证券研究

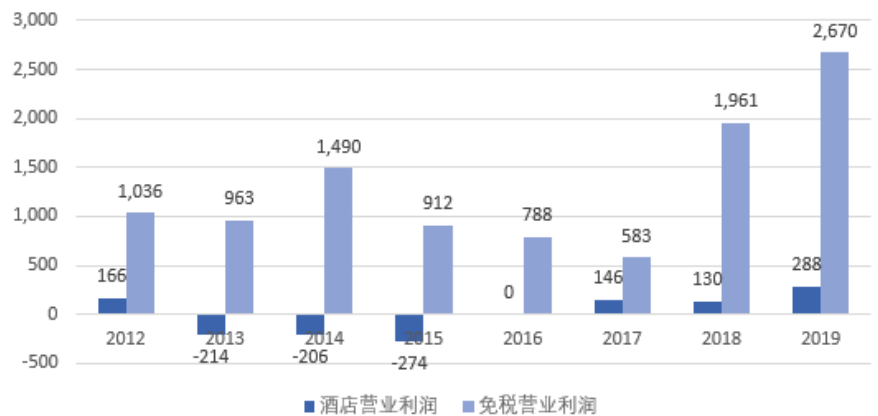
图 11: 乐天酒店业务营业利润不及免税业务



数据来源: 国泰君安证券研究

图 12: 新罗酒店业务营业利润不及免税业务

新罗酒店业务与免税业务营业利润对比 (亿韩元)



数据来源：国泰君安证券研究

2.3. 牌照放开后竞争加剧，中小免税店面临破产

自 2015 年开始招标以来，很多中小企业获得了免税业务经营牌照。但是由于多种因素的共同作用，多家免税店纷纷破产倒闭，其中不乏财阀支持下的企业，例如韩华集团旗下的 Galleria 免税店、斗山集团旗下的 Doota 免税店。

表 4: 韩国免税店逐渐倒闭

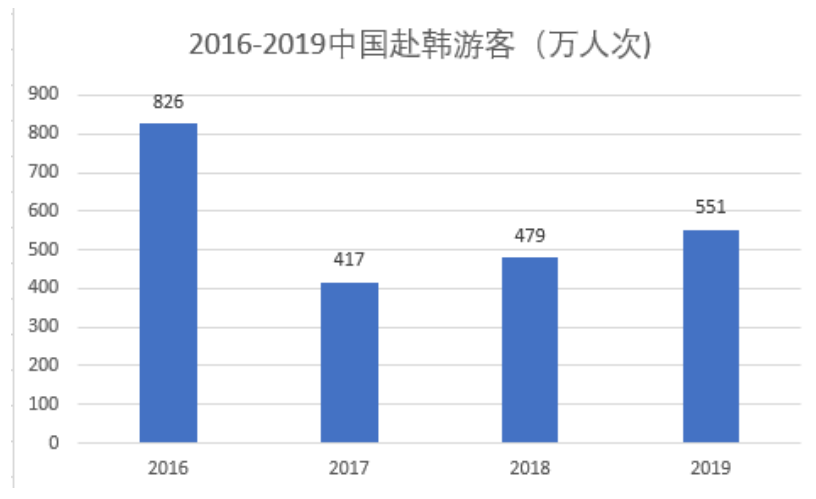
| 时间 | 免税店事件 | 背后财阀 |
|------------|----------------------|------|
| 2017 年 9 月 | 韩亚免税店申请自主闭店 | 锦湖韩亚 |
| 2018 年底 | 格乐丽雅 (Galleria) 亏损闭店 | 韩华 |
| 2020 年 3 月 | 乐天放弃仁川机场免税店经营权 | 乐天 |
| 2020 年 4 月 | SM 免税店宣布停止经营 | - |
| 2020 年 4 月 | 都塔 (Doota) 免税停止经营 | 斗山 |

数据来源：国泰君安证券研究

无法“开源”亦无法“节流”，免税店倒闭是必然结果。韩国免税业务的主要顾客是中国赴韩游客，受到限韩令的影响，中国游客从 2016 年 849 万人次的高峰近乎腰斩，有回缓的趋势。再加上中国免税业务正在逐渐成熟，光顾韩国免税店的中国金主越来越少，这是对整个行业的沉重打击。

另外格乐丽雅免税店与都塔免税店地理位置远离首尔免税店铺群，同时品牌不全（全品牌免税店只有新世界、乐天、新罗），没有有效的办法吸引游客前去购物，导致经营寒冬。都塔免税店甚至通过增加营业时间来促进销售，结果反而是没有开源却增加了销售成本。

图 13: 萨德事件后中国赴韩游客数量回缓



数据来源：公开资料搜集

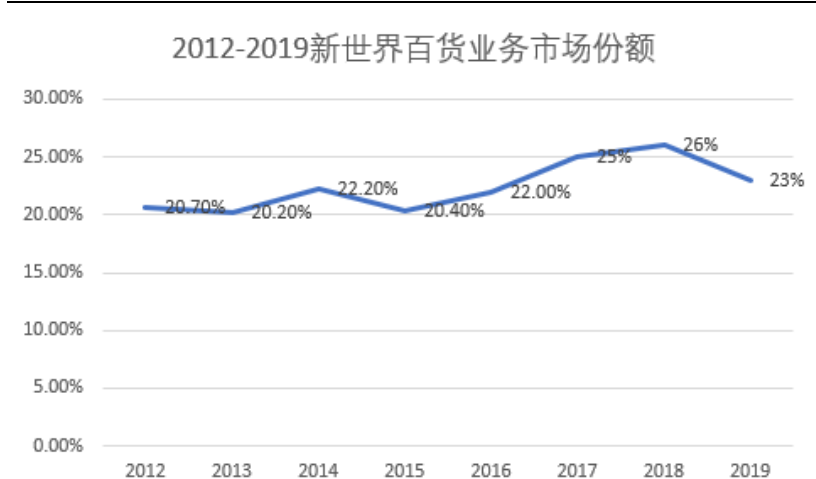
在营业收入不断收紧的当口下，免税店的营业成本却迟迟降不下来。店铺租金高是大多数免税店面临的重大经营问题，机场免税店还需要支付高额的特许经营费用。种种因素导致免税行业整体净利率降低，2019年乐天免税净利率为5.74%，新罗为5.13%，新世界为3.56%（如图5）。

首先退出免税市场的韩亚免税店，由于租金压力过大，不看经营重负最终退场。据搜狐网报道估算，韩亚免税店与平泽市当局签署的店铺租赁合同的租金为18亿韩元，这笔数额大概是免税店年销售额的20%。据估算，韩亚免税店每个月的销售额至少要保持15亿韩元以上才能获得收益。

2.4. 背靠百货、善于经营，新世界快速成长

在进入免税行业之前，新世界集团主要经营是百货业务。新世界百货是韩国排名第一的百货公司，2012年至2016年其百货市场的占有率一直在20%以上，17年、18年和19年分别为25%、26%和23%，稳坐市场头把交椅。

图 14: 新世界百货市场份额稳定

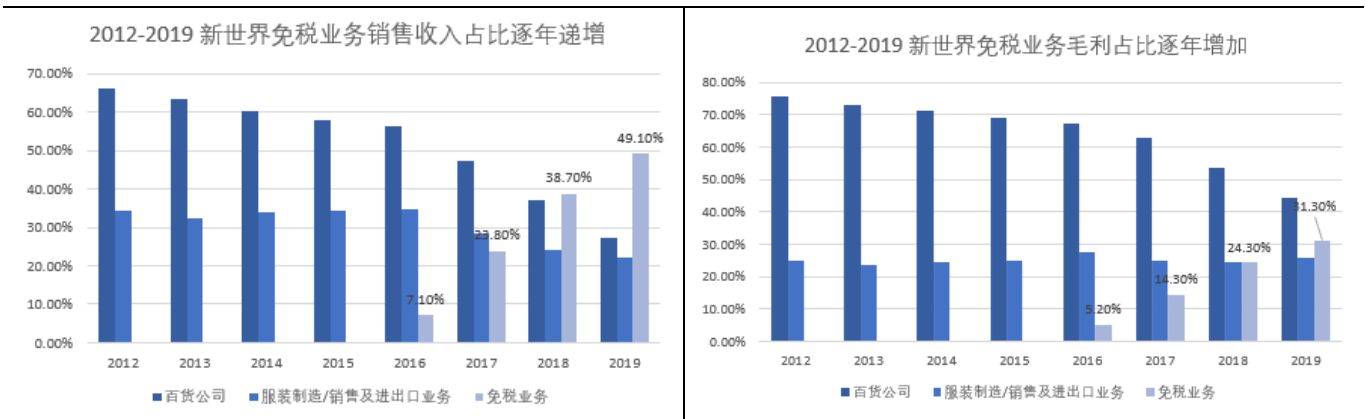


数据来源：公开资料搜集

自 2012 年到 2019 年，百货公司的净销售额分别占集团销售的 66.2%、63.2%、60.30%、58%和 56.2%，毛利润分别占 75.8%、73.2%、71.3%、69.1%和 67.2%，一直占据新世界集团销售额的一半以上，是新世界集团的核心业务。自从 2015 年获得免税牌照、2016 年开始正式运营免税业务开始，免税业务净销售额增加显著，从 2016 年的 7.1%增长到 2019 年的 49.1%，毛利润占比从 5.20%增长到 31.3%。而百货市场在维持其绝对净销售额没有较大变动的情况下，形成了与免税业务共同发展的局面。

图 15: 2012-2019 新世界免税业务销售收入占比逐年递增

图 16: 2012-2019 新世界免税业务毛利占比逐年递增



数据来源：国泰君安证券研究

数据来源：国泰君安证券研究

新世界的市内免税店都是基于百货店的基础开拓发展的，三家市内免税店分别坐落在新世界百货分店内，可以说与百货业务无缝接合。首尔明洞店位于新世界首尔百货店（新馆）的 8~12 层，租区面积达 42,643 平方米。江南店位于新世界百货店江南店的 1~3、B3F 层，租区面积有 14,145 平方米。釜山店位于釜山新世界百货 centum city 百货店地下 1 层~1 层，面积达 14,162 平方米。

百货店铺优越的地理位置为免税业务提供客流量。其中，最大的市内店——首尔明洞店周围既有艺术画廊和“三一花园”这样的文艺去处，也有渣打银行这样的金融机构，旅客也可以区体验南山、南大门市场等韩国文化旅游景点，形成了综合完备的旅游消费空间。同时在两公里范围内与多家免税店遥相呼应，形成集群效应，增加客流量。而斗山集团旗下的 Doota 免税店因为地理位置比较偏远，客流量不足导致经营压力巨大最终选择退还牌照退出市场。

图 17: 首尔部分免税店分布情况



数据来源：百度地图、国泰君安证券研究

注：格乐丽雅、SM 免税店、Doota 免税店已经关闭

图 18: 新世界首尔明洞店地理位置

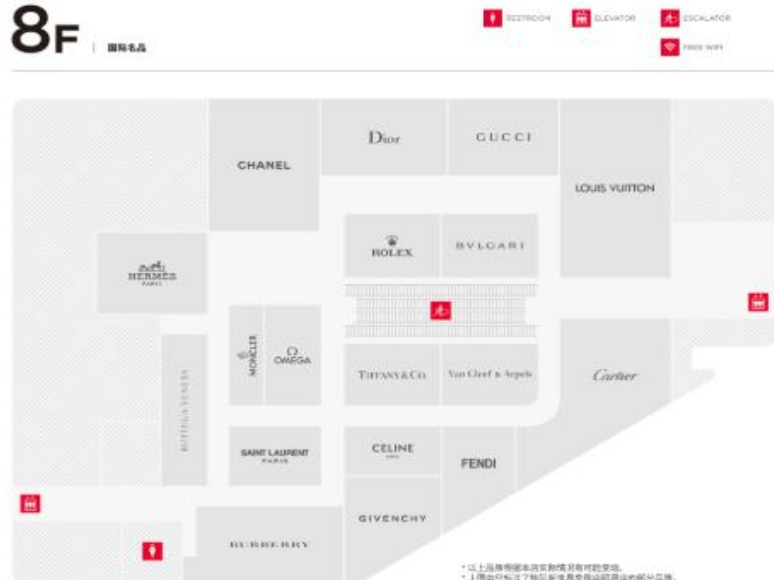


数据来源：新世界免税店官网

大牌合作提供品牌效应。新世界免税店于 2016 年秋冬完成与国际大牌香奈儿、爱马仕、LV 的合作谈判，是拥有奢侈品全品牌的三家免税店之一（其他为乐天、新罗）。本身的优势加上奢侈品三巨头的加持，新世界免税店和其他品牌的议价能力大大提高，引进了众多国际品牌的入驻。

其中 8F 主营香奈儿、迪奥、古驰、路易斯威登、爱马仕、劳力士、宝格丽、宝缇嘉、蒂芙尼、纪梵希、巴宝莉、圣罗兰等国际大牌，9F 经营名表珠宝首饰、奢华时装饰品、太阳镜，10F 经营化妆品和香水，11F 经营时尚饰品、卡通品牌和韩国食品，12F 经营电子产品、名酒香烟等。

图 19: 新世界明洞店 8F 品牌入驻分布



数据来源：新世界免税店官网

企业间合作实现 1+1>2。新世界与银行合作密切，推出了多项银行与免税店联动的促销活动。早在 2016 年新世界免税店就与渣打银行合作，专门为亚洲 6 家银行的存款余额为一百万美元以上的 30 万名 VIP 顾客推出明洞店参观活动。新世界免税店还与银联、中国交通银行及兴业银行联动，推出免费办理 VIP 金卡、黑卡，消费返现，满减、满赠等活动。同时不定期提供机场接送服务，报销打车费用等，极大的满足了消费者的享受心理，让消费者体会到宾至如归的同时增加消费动力。同样在免税市场上稳步前进的**新罗**也在增加企业间的合作关系。除了自己推出的满额送购物卡、打车报销之类的活动，也分别建立与中国工商银行、交通银行、招商银行和民生银行的信用卡返现、折扣优惠等合作，并在携程建立专享界面，以期增加营销量。同时联合“东方万里行”、“韩亚俱乐部”等航空公司合作，推出购物折扣、优惠券、会员金卡等活动。

而在**乐天**免税店的营销活动中没有发现和中国企业的合作，这与“萨德事件”有一定的联系，进一步反映了免税业务同样受到政治因素的影响。

表 5: 新世界免税营销活动

| 时间 | 店铺 | 形式 |
|--------------------|----------|----------------|
| 2020. 1. 1-12. 31 | 全体线下分店 | 交通银行信用卡返现 |
| 2020. 4. 20-12. 31 | 全体线下分店 | 免费办理新世界 VIP 金卡 |
| 2020. 5. 29-7. 9 | 明洞、釜山、仁川 | 满额赠代金卡 |
| 2020. 5. 29-7. 9 | 全体线下分店 | 兴业信用卡升级黑卡+消费返现 |
| 2020. 5. 29-7. 9 | 江南店 | 私人定制个性化交通卡 |
| 2020. 5. 29-7. 9 | 明洞 | 腕表、珠宝折扣 |
| 2020. 5. 29-7. 9 | 明洞 | 满赠礼品活动 |
| 2020. 6. 1-7. 9 | 釜山 | 星巴克饮品券赠送活动 |
| 2020. 6. 8-6. 30 | 釜山 | 满额赠送釜山城市观光巴士车票 |

数据来源：国泰君安证券研究

请务必阅读正文之后的免责条款部分

表 6: 乐天免税营销活动

| 时间 | 店铺 | 形式 |
|------------------|--------------------------------------|----------------------------|
| 2020.06.01-06.30 | 明洞总店、世界塔店、COEX 店、釜山店、济州店 | 满赠活动, 免费商务车接送机、VIP 金卡 |
| 2020.05.01-赠完为止 | 明洞总店、世界塔店、COEX 店、釜山店、济州店、金浦机场店、金海机场店 | 买赠活动 |
| 2020.05.27-06.30 | 全韩实体门店除仁川机场店 | 折扣, 满赠 |
| 2020.05.01-06.30 | 明洞总店、世界塔店、COEX 店 | 满额送 LDF PAY |
| 2020.05.01-06.30 | 明洞总店、世界塔店、COEX 店 | 腕表优惠 |
| 2020.05.01-06.30 | 釜山店 | 满赠, 免费接送机, VIP 金卡会员 |
| 2020.05.01-06.30 | 济州店 | 满赠 |
| 2020.03.01-02.28 | 东京银座店 | 每购物 100 日元获得 1AM (亚洲万里通历程) |

数据来源: 国泰君安证券研究

表 7: 新罗免税营销活动

| 时间 | 店铺 | 形式 |
|------------------|-----------------|---|
| - | 新加坡樟宜机场店 | 香水优惠, 2 瓶 10%, 3 瓶 15% |
| 2019.7.1-6.30 | 香港机场点 | 携程专享, 满减 |
| 2019.8.1-12.31 | 香港机场店 | 7 折精选 |
| 2020.05.21-07.15 | 首尔店、仁川 T1、仁川 T2 | 冰蓝慧购 一折扣 |
| 2020.05.21-07.15 | 首尔店、仁川机场店 | 满额赠送购物卡 |
| 2020.07.15 结束 | 首尔店 | 满额赠送购物卡、打车报销 |
| 2020.08.12 结束 | 首尔店 | 满额赠送购物卡, VVIP 加赠、优先提货 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 民生信用卡, 优惠券、折扣 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 工商银行信用卡, 代金券、购物卡、报销打车费 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 银联卡活动, 满减、银卡金卡会员 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | "东方万里行"会员, 折扣、优惠券、购物卡 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | "韩亚俱乐部"会员, 优惠券、金卡、购物卡 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 注册会员享 9~9.5 折 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 招商银行信用卡活动, 优惠券、折扣、返现、报销打车费 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店、仁川机场店 | 交通银行信用卡, 5%返现, 金卡会员 15%优惠, 代金券, 满额赠送购物卡、报销打车费 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店 | 买化妆品送手提包 |
| 2020.12.31 结束 | 首尔店 | 打车报销 |

数据来源: 国泰君安证券研究

3. 投资建议

虽然牌照是免税行业至关重要的敲门砖, 能否盈利、能否做大仍取决于公司的经营能力。当前免税行业政策利好不断, 运营商能力显

著增强，仍以做大蛋糕为主旋律。在全球疫情持续的情况下，海南离岛免税政策的放开，吸引了国人海外消费回流，看好中国免税行业发展。推荐中国中免、凯撒旅业、众信旅游，受益标的王府井、格力地产、百联股份等。

表 8: 社服公司盈利预测对比 (截至 2020.7.7)

| 股票简称 | 股票代码 | 总市值 (亿元) | 股价 (元) | EPS (元) | | | PE | | | 评级 |
|------|-----------|----------|--------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|----|
| | | | | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E | 2021E | 2022E | |
| 中国中免 | 601888.SH | 3,757 | 192.40 | 2.47 | 4.32 | 5.65 | 77.86 | 44.54 | 34.05 | 增持 |
| 众信旅游 | 002707.SZ | 79 | 8.95 | -0.25 | 0.11 | 0.16 | 36.09 | 79.48 | 54.26 | 增持 |
| 凯撒旅业 | 000796.SZ | 135 | 16.81 | -0.21 | 0.24 | 0.32 | 81.81 | 70.67 | 52.52 | 增持 |

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

疫情因素影响出游人数、宏观经济波动影响旅游需求；
 海南免税政策放开低于预期；
 竞争格局恶化影响利润率，疫情影响供货速度，政策方向变化等。

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，需在允许的范围内使用，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 |
|---|------|--------------------------|
| 1. 投资建议的比较标准 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 |
| 2. 投资建议的评级标准 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 |
| 股票投资评级 | | |
| 行业投资评级 | | |

国泰君安证券研究所

| | 上海 | 深圳 | 北京 |
|---------|--------------------------|------------------------------|-----------------------------|
| 地址 | 上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 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甲 9 号 金融中心南楼 18 层 |
| 邮编 | 200041 | 518026 | 100032 |
| 电话 | (021) 38676666 | (0755) 23976888 | (010) 83939888 |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com | | |