

免税行业专题报告之全球机场免税详解

龙头规模扩大提升盈利，东南亚机场持续高增长

● 全球免税：规模维持稳健增长，机场渠道占比达六成

根据 Generation Research 的数据，2017 年全球免税销售额为 686 亿美元（+8.1%），近十年复合增长率为 7.5%，其中机场为主要销售渠道，17 年达到 383 亿美元/+7.7%。

分地区看：亚太为全球免税增长引擎，17 年规模 306 亿美元，13-17 年复合增速高达 20.6%，占比从 30% 升至 45%，增长几乎全部来自香化品类。

运营模式：机场免税主要涉及品牌商、机场方及免税运营商，目前机场特许经营为主流合作模式。免税特许经营租金收入为机场重要非航收入，占比可达 20%-60%，近年来成为亚洲机场增长主要驱动力。

机场免税驱动因素：核心是国际客流量及客单价。国际旅客数量受到机场改扩建、国际航线数量、地缘政治宏观经济等因素影响。客单价受到如顾客肖像、品类、面积、坪效影响。全球来看中国旅客因其出境人数增长快、客单消费能力强，成为免税销售的重要客源。

● 全球龙头：欧洲以机场为主并购驱动成长，亚洲受益政策市内增长快
欧洲免税：欧美免税龙头以运营机场零售为主，Dufry 和 Lagardère 17 年销售额约 561 亿和 306 亿人民币，其中 Dufry 的 EBITDA 利润率达约 12%，Lagardère 较低约 3-4%。在机场扣点率提升压力下（09-17 年以来 Dufry 特许经营费用率从 21% 提升至 28%），免税商横向并购整合加剧，全球化经营分散地区风险，一方面提升对供货商议价能力，抬高毛利率空间应对上涨的租金（05 年以来 Dufry 毛利率提升 10 个百分点至约 60%）；另一方面，集中度提升、品牌效应增强也对机场涨租带来一定抑制，17 年以来 Dufry 扣点率稳定在 28% 水平，此外采购渠道整合协同也带来费用压缩。

乐天和新罗：17 年销售额折合人民币 378 和 218 亿元人民币，乐天和新罗各有 7 和 5 家机场免税店，机场渠道占比较低，分别约 20% 和 40%，韩国免税增长主要由市内店增长驱动。

● 东南亚机场：机场扩建驱动免税销售增长，多机场免税经营权将到期
中长期来看，由于近几年中国游客激增多个东南亚机场进行大量基建投入、机场容量大幅扩容，较快的国际客流量增长以及高比例的中国旅客将推升东南亚免税业务增长空间。

免税经营权：新加坡樟宜、泰国、马来西亚和柬埔寨机场免税经营权将在三年内到期，其中新加坡、柬埔寨无本土免税运营商保护，马、泰放开外国运营商限制或可期。

免税体量：17 年新加坡樟宜及泰国机场商品销售额测算分别约人民币 145、134 亿元，首尔仁川、日本、马来西亚机场商品销售额分别为人民币 137、85、14 亿元；运营主体方面，樟宜机场免税目前由 DFS、新罗免税运营，泰国、马来西亚、日本、韩国机场免税主要由本土企业运营。

● 欧洲机场免税：主要免税集团运营，中国旅客影响相对不大

欧洲机场免税业务则基本由国际免税集团运营，荷兰史基浦机场为品牌商直营。与东南亚机场相比，欧洲机场零售业务销售额与中国旅客数量相关性较低。关于法兰克福、巴黎、苏黎世及荷兰机场免税分析请见正文。

● 中国国旅：中免集团已占据主要国内机场流量，国际业务有望扩张

机场：17 年以来中免集团先后获得北京、上海、广州、香港和澳门机场免税经营权，机场免税规模快速跃升，此外核心枢纽机场的免税经营面积增加、渗透率和客单价提升将驱动机场免税维持较快增速。

离岛：未来离岛免税政策有望继续放宽，三亚免税店客单价或将继续提升，目前三亚店净利润账面占比约 40%，考虑采购端盈利实际可能达到 60% 以上，未来采购渠道整合下毛利率有进一步提升空间。

此外，国内居民出境市内免税店政策有望突破，在机场、离岛、市内和邮轮等多种形态业务也在持续扩展，继续看好公司在政策引导消费回流背景下快速扩张和规模扩大带来的毛利率提升。

● 风险提示：国际宏观经济环境、地缘政治、事件性因素影响机场国际客流量，宏观经济、汇率等因素影响免税行业需求。

行业评级

买入

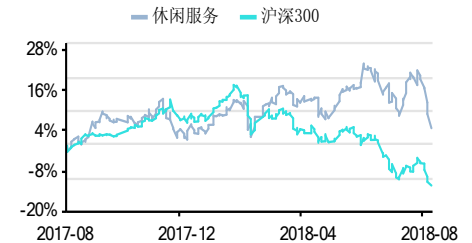
前次评级

买入

报告日期

2018-08-09

相对市场表现



分析师：安 鹏 S0260512030008



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：沈 涛 S0260512030003



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

社会服务行业中期策略：看好 2018-06-27

行业稳定增长，估值仍有提升空间

联系人：张雨露 021-60750610

zhangyulu@gf.com.cn

目录索引

全球免税：规模维持稳健增长，机场渠道占比达六成	6
全球免税概览：机场免税规模达 383 亿美元占比最高，亚太地区增速高潜力大	6
机场免税模式：品牌商、机场方、免税运营商合作共赢	8
机场免税驱动因素：国际客流量、客单价为机场免税行业增长核心动因	10
细数全球免税龙头：欧洲以机场为主并购驱动成长，亚洲受益政策市内增长快	13
DUFY：全球最大免税运营商、机场免税为主，外延驱动、全球扩张	13
LAGARDÈRE：欧洲主要免税机场运营商，免税业务销售额占四成	19
乐天/新罗：机场渠道占比较低，免税业务由市内店驱动	21
东南亚机场免税：高速增长来自机场扩建、中国游客激增，多个机场免税经营权将到期	23
新加坡樟宜机场：DFS 经营烟酒品类，新罗经营香化品类	26
泰国机场公司：经营泰国 6 个机场，免税店由王权免税运营	29
马来西亚机场公司：由机场全资子公司经营机场免税业务	31
日本机场大厦公司：仅有 DFS 及乐天两家外国免税运营商在日本机场开设免税店	33
韩国仁川机场：乐天因高扣点率退出仁川机场香化类经营权，新世界免税接手	36
其他东南亚国家：中国出境游客流量增长迅速，机场免税业务空间广阔	37
欧洲机场免税：主要免税集团运营，史基浦机场为品牌商直营	39
法兰克福机场公司：由海涅曼与机场方成立的合资公司运营免税业务	39
巴黎机场公司：由拉加代尔与机场方成立的合资公司运营免税业务	40
荷兰皇家史基浦集团：机场免税业务由品牌店独立运营	41
瑞士苏黎世机场：免税业务由 DUFY 运营，免税经营权 2028 年到期	42
中国国旅：中免集团已占据主要国内机场流量，国际业务有望扩张	45

图表索引

图 1: 2017 年全球免税销售额为 686 亿美元, 同比增长 8.1%	6
图 2: 2017 年全球机场渠道免税销售额 383 亿美元, 占比 56%	6
图 3: 2017 年全球机场渠道免税销售同比增长 7.7%	7
图 4: 17 年全球香化免税销售 245 亿美元, 增长 14%	7
图 5: 17 年亚太地区免税销售占比 45%, 增长 11.6%	7
图 6: 13-17 亚太复合增速达 20.6%, 占比升至 45%	7
图 7: 17 年全球香化免税销售占比 36%, 增长 13.8%	8
图 8: 17 年亚太香化免税销售占比 46%, 增长 19.9%	8
图 9: 2017 年亚太香化免税销售增速高达 19.9%	8
图 10: 市内店是亚太地区增速最快的免税业态	8
图 11: 机场免税产业链主要由品牌商、免税运营商、机场三方构成	9
图 12: 客流量及客单价是机场免税规模增长核心动因	10
图 13: 顾客特征及经营品类对机场免税业务收入增速影响较大	10
图 14: 2000-2016 年全球机场客流量增长基本稳定, 复合增速为 4.0%	11
图 15: 世界旅游组织预测到 2030 年亚太地区国际旅客量占全球比例将达 31%	12
图 16: 中国旅客占亚太地区国际客流量比例最高, 达到 24%	12
图 17: 中国旅客机场平均消费 1340 欧元	12
图 18: 中国旅客全球总消费排名首位, 增速 28.2%	12
图 19: 2017 年全球 Top10 免税集团销售额 (百万欧元)	13
图 20: Dufry17 和 18 上半年销售收入分别增长 7.0%和 7.2%, 内生增长乏力	14
图 21: Dufry2017 年机场渠道销售额 74.2 亿瑞士法郎	14
图 22: Dufry2017 年免税业务销售额 50.6 亿瑞士法郎	14
图 23: Dufry 毛利率稳中略有上升, 18 上半年毛利率 59.8%、净利率 2.6%	15
图 24: 近年来 Dufry 特许经营费用率有所提升	16
图 25: 近年来 Dufry 人工和管理费用率有所下降	16
图 26: 欧洲、美洲是 Dufry17 年主要营收来源	18
图 27: 2017 年 Dufry 主要经营香化、食品及酒类	18
图 28: Dufry17 年经营面积 43.7 万平方米	18
图 29: Dufry17 年门店数量为 2249	18
图 30: TRI、卡塔尔投资局、历峰集团和挪威银行合计持股 35%	18
图 31: Lagardère 旅游零售销售额 39 亿欧元, 同比增长 7%, 利润率较低	19
图 32: 16 年 Lagardère 免税业务占比 39%, 欧洲地区销售额占比 72%	20
图 33: 16 年 Lagardère 餐饮占比 19%, 烟草占比 17%	20
图 34: 卡塔尔投资局是拉加代尔最大股东	20
图 35: 17 年乐天免税销售额 48.42 亿欧元	21
图 36: 16 年乐天过半收入来自明洞总店	21
图 37: 新罗机场渠道销售额占比稳定在 40%左右	22
图 38: EBITDA 率较低, 盈利能力较差	22
图 39: 新罗酒店是三星集团子公司	23
图 40: 东南亚机场免税业务收入在非航收入中占比较大	24

图 41: 预计未来三年亚太地区国际客流量增速最高	26
图 42: 到 2030 年亚太地区机场扩容工程预计投入近 4000 亿美元	26
图 43: 17 年樟宜机场客流量 5937 万人	26
图 44: 16-17 财年中国旅客客流量占比 11%	26
图 45: 17 年樟宜机场特许经营收入 11.8 亿新加坡元, 同比增长 4.9%	28
图 46: 中国赴新加坡旅游游客数量驱动樟宜机场免税业务增长	28
图 47: 17 年泰国机场特许经营收入 147.52 亿泰铢, 在总营收中占比稳定	29
图 48: 泰国王权免税 2017 年销售额 21.4 亿欧元, 同比增长 6.9%	30
图 49: 17 年泰国机场客流量 1.3 亿人次, 国际旅客占比 56%	30
图 50: 国际旅客主要集中在素万那普、廊曼及普吉国际机场	30
图 51: 中国赴泰国旅游人数增速与泰国机场特许经营收入增速基本一致	31
图 52: 17 年马来西亚机场公司客流量 1.3 亿人, 国际旅客占比 46.7%	31
图 53: 马来西亚国际旅客主要集中在吉隆坡、槟城和亚庇国际机场	31
图 54: 马来西亚机场公司零售业务销售额增长较为稳定, 年复合增速 11%	32
图 55: 中国赴马来西亚旅游人数增速达到历史新高, 驱动机场零售业务增长	33
图 56: 17 年日本机场公司商品销售额 1478 亿日元	34
图 57: 羽田机场免税销售主要来自中国和日本旅客	34
图 58: 16 年以来羽田机场免税销售额有所下滑	34
图 59: 16 年以来成田机场免税销售额增速有所放缓	34
图 60: 日本三大机场客流量增长稳定	35
图 61: 中国游客赴日旅游人数迅速增长	35
图 62: 人民币兑日元价格下降导致客流量增速放缓	35
图 63: 仁川机场客流量增速放缓	36
图 64: 仁川机场客流量主要来自于东南亚和日本	36
图 65: 2017 年中国游客赴韩旅游人数减半	37
图 66: 柬埔寨机场客流量增长迅速	37
图 67: 17 年赴柬埔寨中国游客数量 121 万人, 同比增长 46%	38
图 68: 17 年赴越南中国游客数量 401 万人, 同比增长 49%	38
图 69: 17 年赴印尼中国游客数量 121 万人, 同比增长 36%	38
图 70: 18 年 3 月赴菲律宾中国游客数量 11.5 万人, 同比增长 50%	38
图 71: 受远东及北美地区市场复苏影响, 法兰克福机场 17 年客流量增速上升	39
图 72: 17 年法兰克福机场零售业务销售额 5.2 亿欧元, 同比增长 5.6%	40
图 73: 巴黎戴高乐机场 17 年客流量 6947 万人, 同比增长 5.4%	40
图 74: 17 年巴黎机场客流量六成来源于欧洲	40
图 75: 17 年巴黎机场公司零售业务销售额 4.6 亿欧元, 同比增长 2.2%	41
图 76: 17 年史基浦机场客流量 6850 万人, 同比增长 7.7%	42
图 77: 史基浦机场 17 年欧洲国家客流量占比 76%, 国际客流量 68%	42
图 78: 由于没有大型免税店合作, 史基浦机场特许经营收入较不稳定	42
图 79: 苏黎世机场 17 年国际客流量 2871 万人	43
图 80: 17 年苏黎世机场欧洲其他国家旅客占比 74%	43
图 81: 2017 年苏黎世机场零售商品收入 1.02 亿瑞士法郎, 同比增长 5.9%	43
图 82: 苏黎世机场免税业务扣点率稳定在 20% 左右	44
图 83: 17 年特许经营收入 1.2 亿瑞士法郎	44

图 84: 中国旅客对欧洲机场零售业务影响较小	44
图 85: 17 年浦东机场国际旅客量 2844 万人次, 增长 5%	47
图 86: 几大机场扩建带来机场免税经营面积扩大	47
表 1: Lagardère 及 Heinemann 均与机场成立有合资企业	9
表 2: 2016 年全球机场国际客流量 Top 10	11
表 3: Dufry 共有 291 家机场免税店, 主要分布在欧洲及美洲地区	16
表 4: 06 年以来 Dufry 进行多起并购, 进行全球化布局	16
表 5: 2013-16 年 Lagardère 获取更多机场运营权、外延收购旅游零售商	20
表 6: 乐天目前共有 7 家机场免税店	22
表 7: 新罗目前共有 5 家机场免税店	23
表 8: 新加坡、泰国、马来西亚及柬埔寨机场免税经营权均将在三年内到期	24
表 9: 东南亚机场扩容计划有助于机场免税业务发展	25
表 10: 樟宜机场烟酒品类长期由 DFS 运营, 新罗 2014 年获得香化类经营权	27
表 11: 目前仅有 DFS 及乐天两家外国免税运营商在日本机场开设免税店	33
表 12: 几大枢纽型机场免税业务中标预期逐步落地	45

全球免税：规模维持稳健增长，机场渠道占比达六成

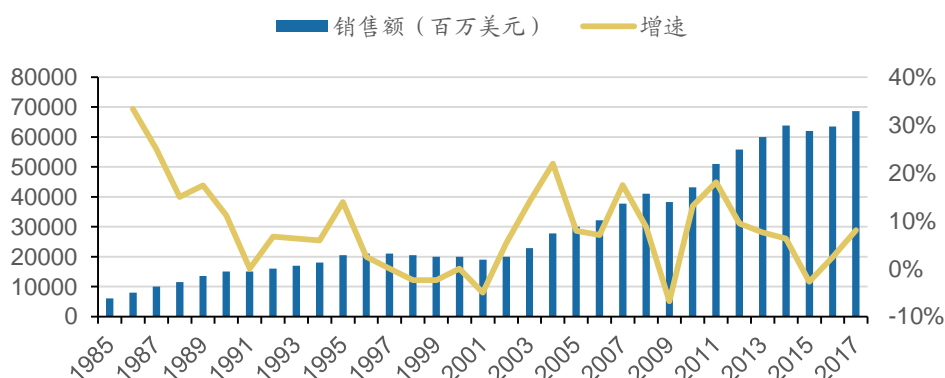
全球免税概览：机场免税规模达 383 亿美元占比最高，亚太地区增速高潜力大

1、机场免税为主要免税销售渠道，17年销售规模约383亿美元，同比增长7.7%

根据Generation Research的数据，受益于全球化的推进，出境旅游快速增长，2017年全球免税总销售额为686亿美元，同比增长8.1%，近十年年复合增长率为7.5%。预计到2023年，全球旅游零售市场规模将达到1251亿美元，预计2017-2023年年均复合增长率为8.6%。

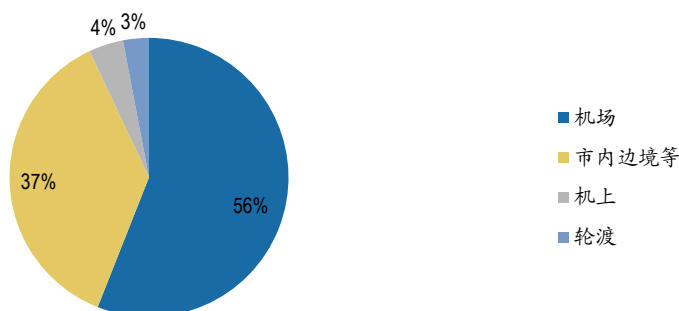
从渠道结构来看，根据Generation Research的数据，2017年机场渠道出售的免税品销售额约为383亿美元，同比增长7.7%，机场渠道销售额占比约为56%，为免税品的主要销售渠道；非机场渠道方面，随着韩国济州岛、日本冲绳岛、中国海南岛等离岛免税快速发展，市内、口岸等其他渠道占比不断提升，17年占比约35%，增速9.3%；除此以外，机上和轮渡渠道占比较小，分别占4%和3%。

图1：2017年全球免税销售额为686亿美元，同比增长8.1%



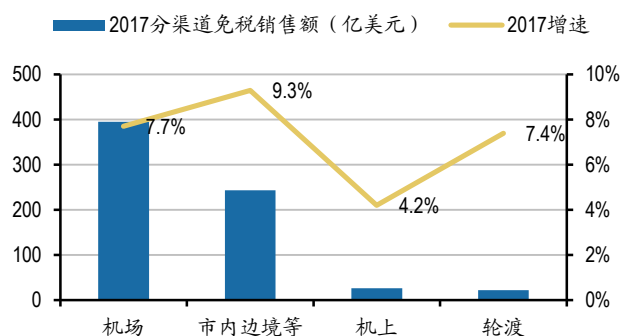
数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

图2：2017年全球机场渠道免税销售额383亿美元，占比56%



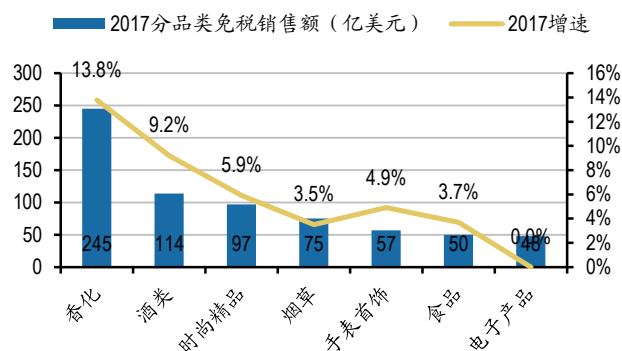
数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

图3：2017年全球机场渠道免税销售同比增长7.7%



数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

图4：17年全球香化免税销售245亿美元，增长14%



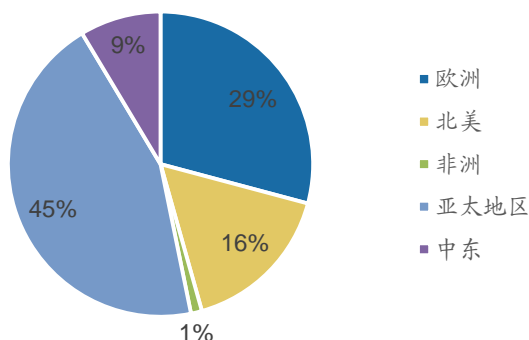
数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

2、分地区来看，全球免税亚太地区为增长引擎，13-17年亚太复合增速高达20.6%，其中17年亚太区占比达45%、增长12%

2017年亚太地区免税销售额达306亿美元，同比增长12%，占比达到45%，亚太在体量和增速两个维度上均高于其他地区。2013-17年亚太地区免税销售额年复合增速高达20.6%，近10年复合增速13.4%，占全球免税额比例从13年的30%提升至17年的45%，为全球免税业的增长引擎。此外，欧洲、北美、中东和非洲销售额分别为200亿、113亿、59亿和8亿美元，占比分别为29%、16%和9%。17年增速分别为6.1%、4.4%、5.9%和1.6%。

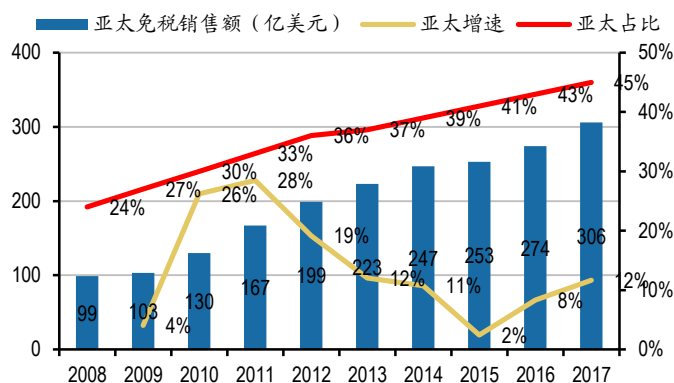
从渠道角度看，欧洲地区主要以机场免税为主，根据Generation research 2016年的数据，欧洲机场渠道免税收入占比高达83%；而亚太地区的机场免税占比仅为56%，受益于市内和离岛免税政策，亚太地区非机场免税业务体量较大、发展空间较为广阔，目前市内店是亚太地区增速最快的免税业态。

图5：17年亚太地区免税销售占比45%，增长11.6%



数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

图6：13-17亚太复合增速达20.6%，占比升至45%



数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

3、分品类来看，香化品类驱动亚太免税高增长，17年亚太香化增长19.9%

亚太区免税销售额中，香化类产品销售额140亿美元，占比达到46%，增速高达19.9%，近年来亚太地区免税销售额的高速增长几乎全部由香化品类的高增长驱动。其他占

比较大的分别为烟酒和时装配饰，占比分别为21%、15%。

图7：17年全球香化免税销售占比36%，增长13.8%

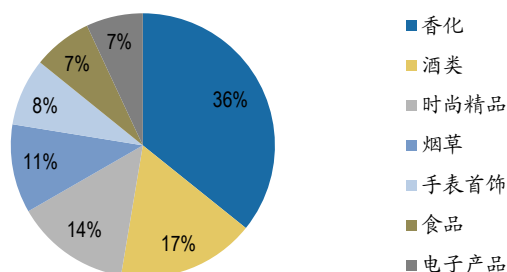
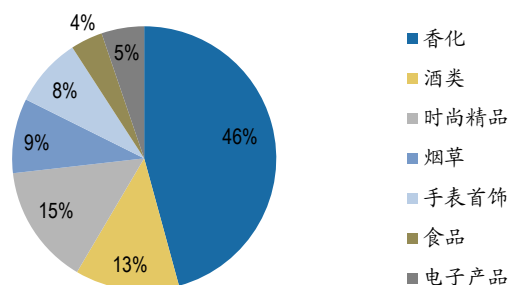


图8：17年亚太香化免税销售占比46%，增长19.9%



数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

图9：2017年亚太香化免税销售增速高达19.9%

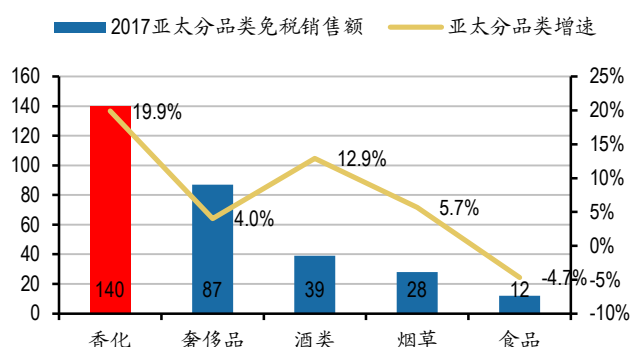
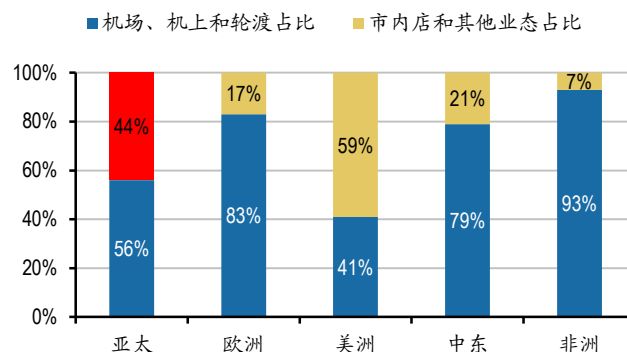


图10：市内店是亚太地区增速最快的免税业态



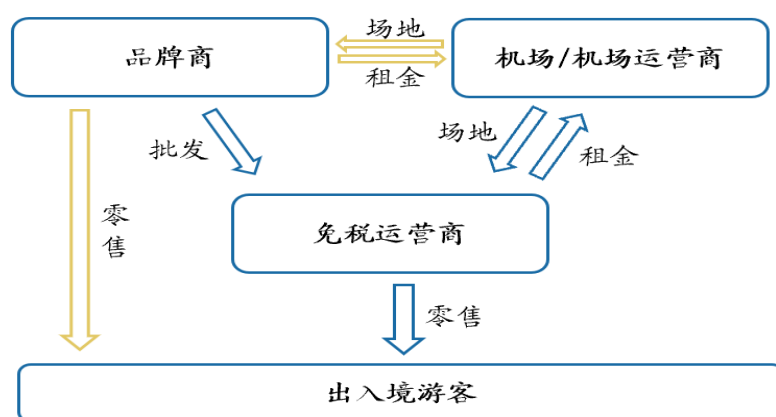
数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

数据来源：Generation Research、广发证券发展研究中心

机场免税模式：品牌商、机场方、免税运营商合作共赢

机场免税业务产业链主要涉及品牌商、机场方和免税运营商。免税运营商一般通过与机场签订特许经营协议获得机场免税运营权，通过产品批发及零售差价获取收入并支付机场议定的租金费用。机场运营商通过与免税运营商签订特许经营协议、提供经营划定场地并收取议定的销售额分成或固定保底租金盈利，一般免税特许经营租金收入为机场的重要非航收入，占机场非航收入比例可达20%-60%，近年来成为一些亚洲机场主要增长驱动力；品牌商通过将产品批发给免税集团或直接在机场零售获取收益。

图11: 机场免税产业链主要由品牌商、免税运营商、机场三方构成



数据来源: 广发证券发展研究中心

机场免税业务合作模式主要有特许经营、成立合资公司运营和品牌商直营三种。特许经营模式是目前机场免税业务的主要合作模式; 免税运营商与机场成立合资公司的模式则有利于发挥协同效应, 绑定机场与免税集团的利益; 品牌商直营加大了机场经营管理难度, 目前完全采用这种模式经营免税业务的机场较少。

- ✧ **特许经营:** 免税运营商从机场处获得特许经营权后在机场经营免税业务是目前机场免税业务的主要合作模式, 特许经营合同一般由保底租金及销售额扣点率组成, 机场招标时一般综合考虑免税经营商运营能力及其报价, 参考樟宜机场招标历史, 机场主要考虑因素有: 免税集团经营历史情况, 最近中标情况, 采购环节产品质量, 及核心因素扣点率及月保证金报价。
- ✧ **成立合资公司运营:** 旅游零售商与机场/机场运营商合作成立合资公司运营机场免税业务。典型例子如Lagardère旅游零售与机场运营商成立有2家合资企业, 负责该机场免税业务运营。2003年, 其与巴黎机场公司成立Société de Distribution Aéroportuaire; 2011年, 与法国里昂机场公司成立Lyon Duty Free。

表 1: Lagardère 及 Heinemann 均与机场成立有合资企业

时间	免税商	合作机场	合资企业	免税集团持股比例
2003 年	Lagardère	Aéroport de Paris	Société de Distribution Aéroportuaire	45.02%
2011 年	Lagardère	Lyon airport authorities	Aéroports de Lyon (Lyon Duty Free)	45.02%
2017 年	Heinemann	Frankfurt airport	Frankfurt Airport Retail	50.00%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

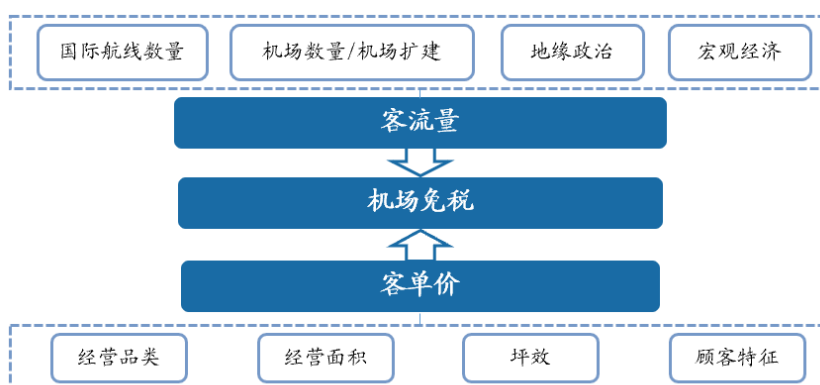
注: 拉加代尔拥有合资企业 45%股权及 50%控制权

- ✧ **品牌商直营:** 品牌商可与机场直接对接, 直接经营免税零售业务, 目前, 客流量较大的机场仅荷兰史基浦机场免税业务采取这种方式。从史基浦机场历史数据来看, 品牌商直营的合作方式一定程度加大机场方对零售业务管理难度, 导致机场特许经营权收入较不稳定。

机场免税驱动因素：国际客流量、客单价为机场免税行业增长核心动因

机场免税业务规模增长主要由跨境客流量及客单价增长驱动。全球国际旅客数量受到机场及国际航线数量、地缘政治、宏观经济等因素影响。旅客购物花费客单价受到诸如经营品类、经营面积、坪效及顾客肖像特征影响。

图12：客流量及客单价是机场免税规模增长核心动因



数据来源：广发证券发展研究中心

分品类来看，根据Lagardère Travel Retail测算，客流量增速是烟草、食品等品类的主要动因；而对于香化、精品、酒类来说，除客流量增速以外，顾客国籍等特征及机场免税经营面积对收入增速影响也十分可观。

图13：顾客特征及经营品类对机场免税业务收入增速影响较大

High Street and Travel retail growth drivers



Store commercial effectiveness

Travel retail growth drivers



Nationality mix



Infrastructure improvements

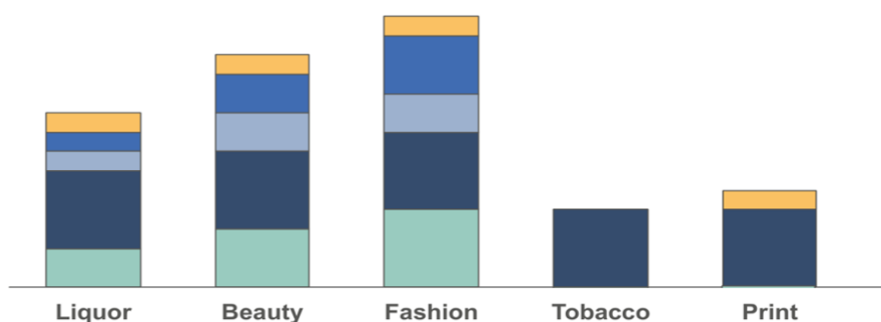


Pax growth

Global Retail growth driver



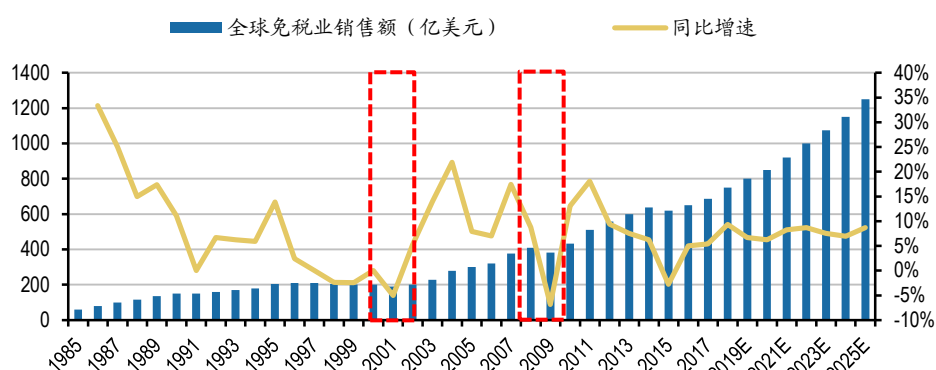
Category growth



数据来源：Lagardère Travel Retail、广发证券发展研究中心

✧ **客流量**：客流量增长是机场免税业务的主要驱动力，随着全球化的演进，主要国际机场的增扩建、国际航线的不断加密，国际客流量近年来基本保持稳健增长，而国际客流量也受地缘政治、国际宏观经济影响。2000-2016年期间全球机场客流量增长基本稳定，年均复合增速为4.0%。2001年911恐怖袭击、2008-09年金融危机时期机场客流量经历负增长导致全球免税销售经历下滑。

图14: 2000-2016年全球机场客流量增长基本稳定, 复合增速为4.0%



数据来源: ACI、广发证券发展研究中心

2016年全球国际客流量排名前三的机场分别为迪拜机场、伦敦希思罗机场和香港国际机场，其国际客流量分别为8310、7100和7010万人次，同比增长7.3%、1.7%、3.0%。2017年全球免税销售额排名前三的机场分别为首尔仁川机场、迪拜机场和香港机场，其免税销售额分别为21亿、19亿和10亿美元。

表 2: 2016 年全球机场国际客流量 Top 10

免税运营商	国际客流量	客流量增速	2017 年免税销售额/机场收入
迪拜机场 Dubai Duty Free	8310	7.3%	免税销售额 19.3 亿美元 (+4.3%)
伦敦希思罗机场 World Duty Free (Dufry)	7100	1.7%	零售业务销售额 6.59 亿英镑 (+7.7%)
香港国际机场 DFS	7010	3.0%	零售业务销售额 10.2 亿美元 (+1.4%)
荷兰史基浦机场 Schiphol Airport Retail	6350	9.1%	特许经营权收入 1.8 亿欧元 (+10.8%)
巴黎戴高乐机场 Lagardere Travel Retail	6040	0.4%	零售业务销售额 4.6 亿欧元 (+2.2%)
新加坡樟宜机场 DFS、Shilla、Lagardère Travel Retail	5820	6.1%	特许经营权收入 8.8 亿美元 (+4.9%)
首尔仁川机场 Lotte、Shilla、Shinsegae	5720	17.3%	免税销售额 21 亿美元 (+4.1%)
德国法兰克福机场 Gebr Heinemann	5370	-0.5%	零售业务销售额 5.2 亿欧元 (+5.6%)
泰国曼谷机场 King Power	4530	4.7%	特许经营权收入 4.5 亿美元 (+8.3%)
马来西亚机场 Eraman	4568	14.1%	零售业务销售额 2.1 亿美元 (+15.4%)

数据来源: Moodie Davitt、DFNI、公司年报、广发证券发展研究中心

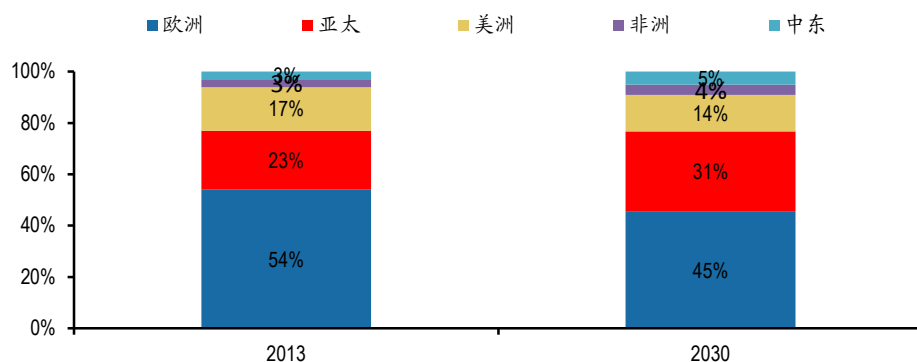
注: 国际客流量数据为 16 年数据, 单位为万人次

✧ **客单价:** 影响客单价增速的因素较多, 如品类自身行业增速, 免税经营面积扩大或机场基础设施优化, 商店经营效率及顾客国籍构成等。另外, 汇率因素及各国免税政策因素 (如免税购物额度提升) 变动都会对免税业务客单价造成影响。

亚太地区为重要增量客源: 顾客的群体肖像变化 (如性别、国籍的组合变化) 目前是影响客单价的主要因素, 了解顾客偏好, 并作出相应的品牌和商品调整, 以最大化提升销售额、释放顾客消费能力是免税运营商提升业绩的重要方式。随着近年来亚太地区出境旅游人次快速增长和该地区国民收入增长、消费升级带来对高端商品

的旺盛需求，亚太地区增速显著高于其他地区。按照国籍区分的免税销售额占比来看，全球排名前5大的消费者国籍中有3席为亚太国家，分别为排名第1的中国、排名第2的韩国和排名第5的日本。世界旅游组织预测到2030年亚太地区国际旅客量占全球比例将达31%，亚太地区消费者为免税行业最重要的增量客源。

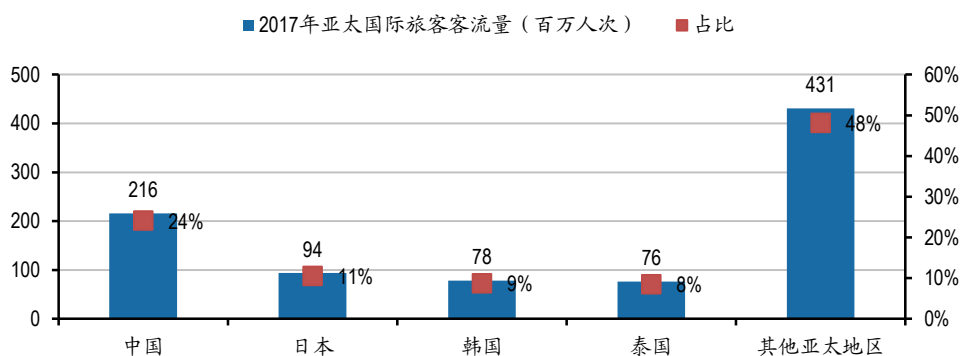
图15：世界旅游组织预测到2030年亚太地区国际旅客量占全球比例将达31%



数据来源：UNWTO、广发证券发展研究中心

中国旅客消费能力强：亚太市场中，中国旅客以其客流量大、客单价高成为免税行业最重要的客源市场。从客流量角度看，中国旅客占亚太地区国际客流量比例最高，达到24%，且出境游市场近年来维持15-20%增速，国人出境增长稳健。从客单价角度看，根据Lagardère测算2015年中国旅客机场平均消费1340欧元，是机场消费排名第二的俄罗斯旅客的两倍以上；根据EY咨询数据，2015年中国旅客全球旅游支出超过1600亿欧元，增速28.2%，显著高于其他主要国家旅游消费支出增速，预计未来中国旅游支出将进一步扩大。

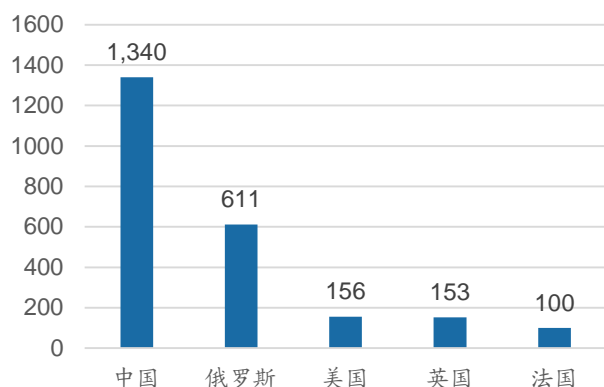
图16：中国旅客占亚太地区国际客流量比例最高，达到24%



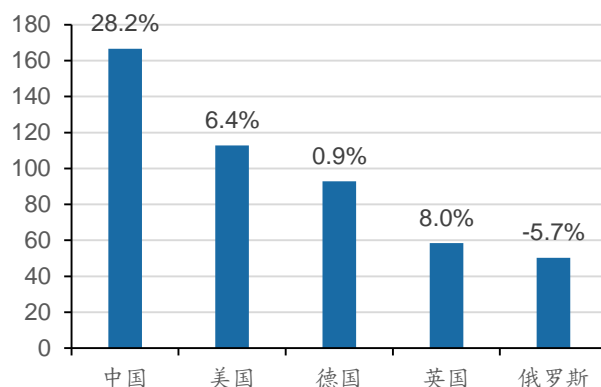
数据来源：ACI、广发证券发展研究中心

图17：中国旅客机场平均消费1340欧元

图18：中国旅客全球总消费排名首位，增速28.2%



数据来源: Lagardère Travel Retail、广发证券发展研究中心

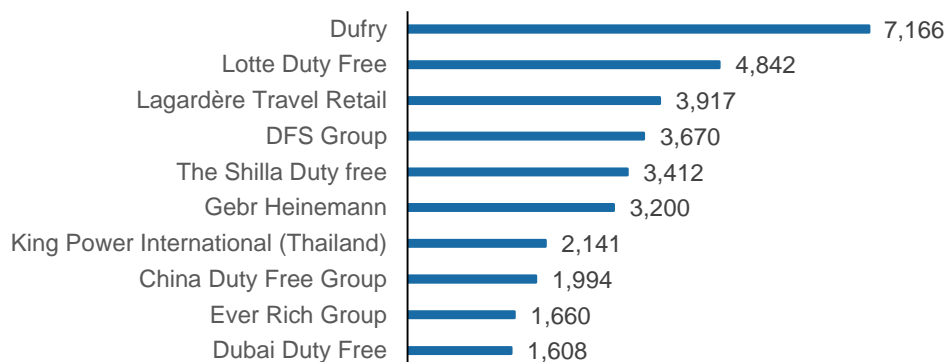


数据来源: EY、广发证券发展研究中心

细数全球免税龙头：欧洲以机场为主并购驱动成长，亚洲受益政策市内增长快

根据Moodie Davitt 2017年数据显示，Dufry销售额位居全球免税集团首位，达到71.66亿欧元，第二、第三分别为Lotte免税48.42亿和Lagardère Travel Retail 39.17亿欧元，中免集团收购日上中国后排名第八，销售额为19.94亿欧元。

图19：2017年全球Top10免税集团销售额（百万欧元）



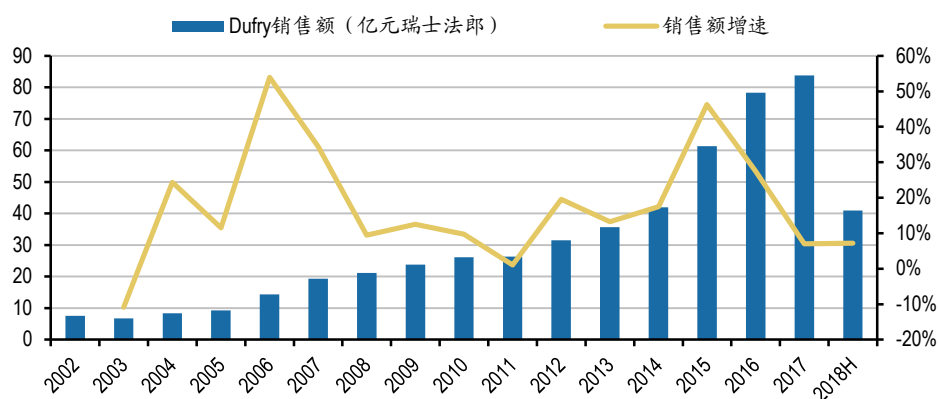
数据来源: Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

Dufry：全球最大免税运营商、机场免税为主，外延驱动、全球扩张

外延并购驱动成长：外延扩张驱动Dufry收入规模快速扩张，2012-16年销售额年复合增速高达26%，Dufry2014年收购Nuance、15年收购WDF，15和16年收入增速高达46%和18%。2017年Dufry总销售额为83.8亿瑞士法郎（折合人民币约561亿元），同比增长7.0%，18上半年销售额41亿瑞士法郎，同比增长7.2%。17年以来Dufry从外延式扩张转为内生式发展，收入增速放缓到7%水平，内生增长维持稳健。纵观

Dufry和Lagardere的成长模式，国际欧美免税龙头以运营机场零售为主，且主要通过外延收购成长为巨头、追求规模效应。外延收购一方面带来国际区域的经营风险分散，另一方面带来零售面积的增加和销售体量的扩张，从而提升对上游品牌供货商的议价能力，以期提升整体毛利率，同时，采购渠道的整合协同也有望带来费用的压缩。

图20: Dufry17和18上半年销售收入分别增长7.0%和7.2%，内生增长乏力

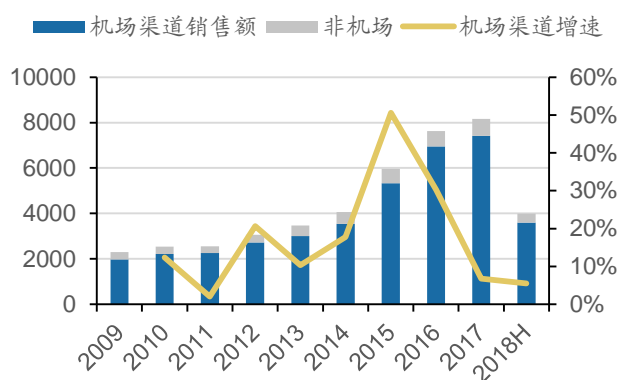


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

机场渠道销售额占比超过90%，机场免税Dufry市占率超20%。根据Moodie数据，2017年Dufry在机场免税的市占率达到20%。17年Dufry机场渠道销售额74.2亿瑞士法郎，同比增长6.8%，占比90.8%，18上半年机场渠道销售额35.9亿瑞士法郎，同比增长5.5%，占比90.2%。2009-2017年，Dufry机场渠道销售额占比稳步增长，从2009年85.4%上升到2017年90.8%，提升了5.4个百分点。

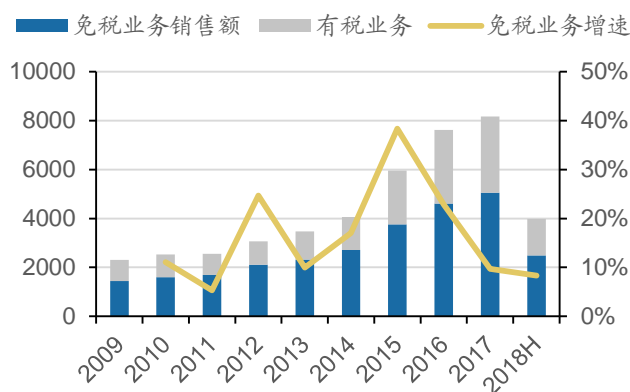
Dufry免税业务2017年销售额50.6亿瑞士法郎，同比增长9.7%，增速高于Dufry集团整体营收增速，免税业务在总净销售额中占比61.9%。2018上半年免税销售额24.9亿瑞士法郎，同比增长8.3%。2009-2017年，Dufry免税业务销售额占比基本保持稳定在62%左右，18年上半年免税占比63%。

图21: Dufry2017年机场渠道销售额74.2亿瑞士法郎



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

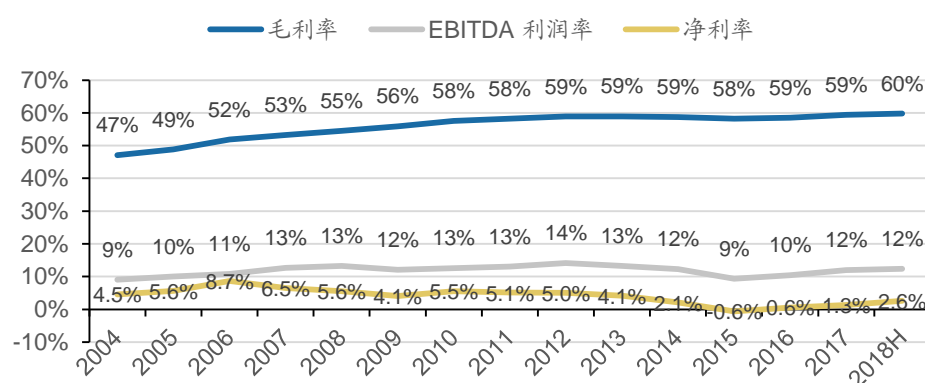
图22: Dufry2017年免税业务销售额50.6亿瑞士法郎



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

盈利能力方面，Dufry毛利率稳步增长至59.8%，EBITDA利润率稳定，净利率较低。毛利率方面，公司17和18上半年毛利率分别为59.4和59.8%，同比分别提升0.88和0.23个百分点。2004年以来Dufry毛利率累计提升近10个百分点，从2010年开始维持在58%左右；此后毛利率提升放缓，2013年毛利率达到阶段最高点59.0%；2014年毛利率有所下降，主要因为14年收购的Nuance毛利率低于Dufry且体量较大，16年以来随着整合协同效应逐步体现，公司整体毛利率开始反弹，16和17年同比分别提升0.3和0.8个百分点上升到58.6%和59.4%。EBITDA利润率方面，2012年最高为15.0%，近3年基本稳定，维持在接近12%水平，18上半年EBITDA利润率11.3%，同比提升0.5个百分点。净利率方面，04-13年Dufry平均净利率为5.5%，14-17年受收购整合费用影响净利率有所下滑，2017年净利率下降到1.3%，2018上半年净利率有所回升至2.6%，同比提升2.62个百分点。

图23: Dufry毛利率稳中略有上升，18上半年毛利率59.8%、净利率2.6%

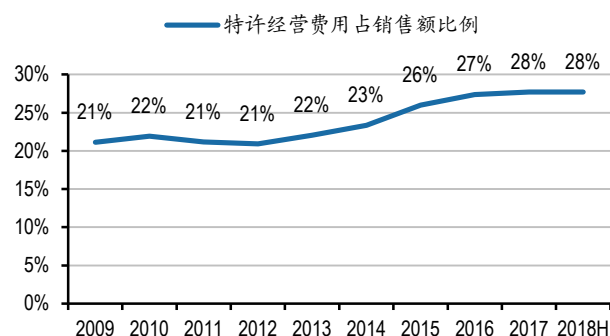


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

费用方面，扣点率近年不断上升，17年以来维持在28%，人工管理费用率下行。2017年Dufry特许经营权租赁费用为23亿瑞士法郎，零售业务扣点率约为28%，特许经营租赁费占总销售额比例近年来所有提升，从2009年的21%持提升至2017年以来的28%。人工费用方面，17年人工费用和其他管理费用分别为11和4亿瑞士法郎，占销售额比例分别为14%和5%，经历14、15年并购整合后费用率显著有所下降，合计降幅约2个百分点。

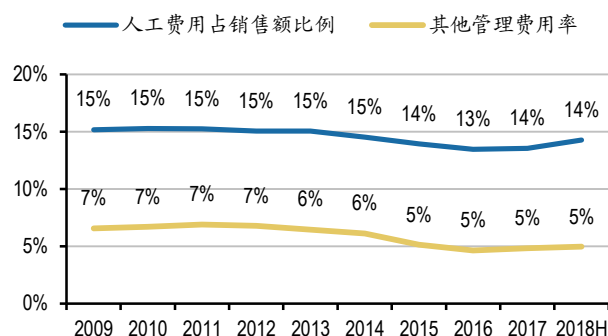
在机场更加看重非航收入的趋势下，机场方对租金扣点的要求普遍上涨，对免税运营商的盈利带来压力，近年来欧美免税巨头并购频发，并购带来的规模效应以期对上游品牌商提升溢价能力，抬高毛利率空间应对上涨的租金压力，同时免税运营商的集中度提升、品牌效应增强也对机场涨租带来一定程度的抑制和平衡，17年以来Dufry的特许经营费用率保持平稳维持在28%水平。

图24：近年来Dufry特许经营费用率有所提升



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图25：近年来Dufry人工和管理费用率有所下降



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

影响客流量的因素方面，Dufry长期坚持区域分散经营的发展策略，近年来主要依靠外延扩张推进全球化布局。目前，Dufry在五大洲64个国家390个城市有超过2200家门店，平均剩余特许经营权时间为8年。机场渠道方面，Dufry2017年在291个机场设有免税店，2016年为283个机场，2015年为281个机场，机场数量保持稳定增长。

表3：Dufry 共有 291 家机场免税店，主要分布在欧洲及美洲地区

所属地区	设有免税店的机场数量	重点机场
南欧及非洲	84	法国尼斯机场 希腊雅典机场 意大利佛罗伦萨机场 西班牙马德里/巴塞罗那机场
北美	77	加拿大多伦多/温哥华机场 美国纽约肯尼迪/洛杉矶机场
拉丁美洲	60	阿根廷布宜诺斯艾利斯埃塞萨机场 巴西里约热内卢桑托斯杜蒙机场 墨西哥墨西哥城机场
英国、中欧及东欧	53	德国汉堡/杜塞尔多夫机场 俄罗斯莫斯科谢列捷涅沃机场 瑞士苏黎世机场 英国伦敦希斯洛/伯明翰机场
亚洲、中东及澳洲	17	澳大利亚墨尔本机场 中国香港机场 印尼巴厘岛机场 韩国釜山机场

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

表4：06年以来Dufry进行多起并购，进行全球化布局

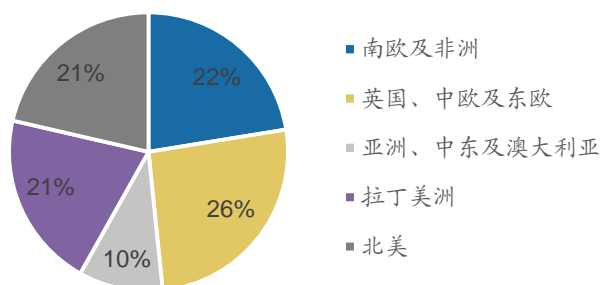
时间	标的	标的简介	价格	股份	影响
----	----	------	----	----	----

2015 年	WDF	在全球 22 个国家 102 家机场有 550 多家门店，14 年营业收入 24.07 亿欧元，净利润 4150 万欧元	13 亿欧元	50.1%	在机场旅游零售市场的份额达到 24%
2014 年	Nuance Group	在 19 个国家 66 个地区经营着 360 个门店，2013 年营业额 209.5 亿瑞士法郎和 13.1 亿瑞士法郎的 EBIDTA	15.5 亿瑞士法郎	100%	占据全球机场零售 15% 的份额
2013 年	Hellenic Duty Free	希腊领先的旅游零售商，拥有 111 家门店，1.8 万平方米零售面积	4.01 亿瑞士法郎	100%	扩张希腊市场
2012 年	俄罗斯 RegStaer 集团	旗下共 9 个免税店，主要在莫斯科谢列梅捷沃国际机场、多莫杰多沃机场经营，年销售额超过 5000 万美元	-	51%	进军俄罗斯免税市场，合资公司将新设 12 家免税店
2011 年	南美多家免税店	阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔、马提尼克岛和亚美尼亚分布在 10 个机场的 21 家免税店	-	-	南美市场扩张，增大对南美免税市场控制
2010 年	DUFY 南美有限公司	在巴西利亚、玻利维亚机场以及美洲渡轮上经营 95 家免税店，2009 年前三季度营业收入 4.0 亿美元	并购	-	-
2008 年	Hudson 集团	美国本土旅游零售商，该集团在美国和加拿大的 69 个机场航站楼和交通枢纽地段拥有 550 家商店	-	100%	进一步扩展在美国、加拿大的市场份额
2007 年	Alliance Duty Free	在波多黎各和其他加勒比地区拥有 23 家商店	1.57 亿美元	-	扩张南美版图
2006 年	巴西旅游零售商 Brasif 及其物流平台 Eurotrade	巴西领先的免税运营商，在巴西旅游零售市场 20 多年，拥有 48 家店铺，面积约 12000 平方米，拥有近 1500 员工	5 亿美元	80%	扩张南美版图
2005 年	Advent International Corporation	美国全球私人股本公司，专注于收购欧洲中西部、北美、拉丁美洲和亚洲的公司		25%	至此拥有 Advent International Corporation 全部股份
2004 年	Advent International Corporation			75%	战略主要转向旅游零售，出售转移批发和战略外业务

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

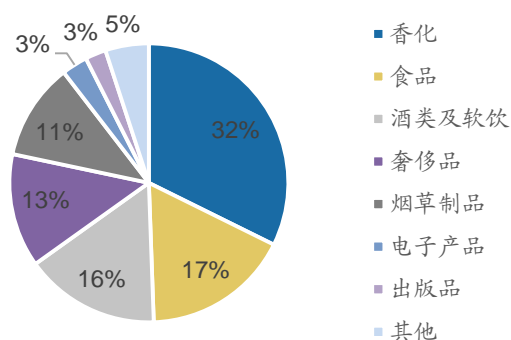
影响客单价的因素方面，顾客特征、经营品类及经营面积是主要因素。分地区来看，欧洲、美洲是Dufry主要营收来源。根据公司年报数据，其在英国、中欧及东欧营收占比26%，在南欧及非洲营收占比22%，在拉丁美洲及北美营收占比各为21%，亚洲、中东及澳洲占比总计10%，亚洲占比不到10%。经营品类方面，Dufry主要经营香化、食品、烟酒、奢侈品等，其中香化品类营收占比最高，达到32%，依次是食品17%、酒类16%、奢侈品13%及烟草11%。由于免税行业整体增量市场主要体现在亚太地区及香化品类，而Dufry在亚太的布局较弱，主要由于亚太市场多为国家政策保护且市内店发展更具优势，目前Dufry把进军亚太作为核心发展战略。

图26：欧洲、美洲是Dufry17年主要营收来源



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

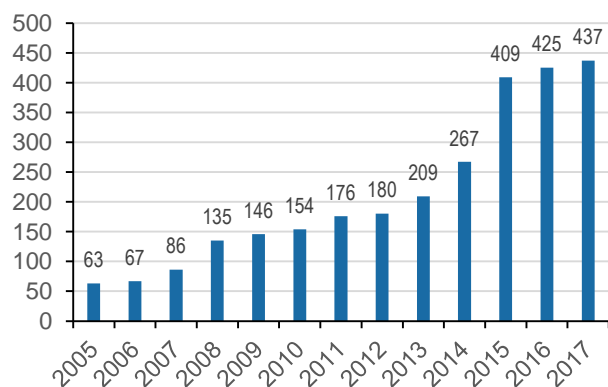
图27：2017年Dufry主要经营香化、食品及酒类



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

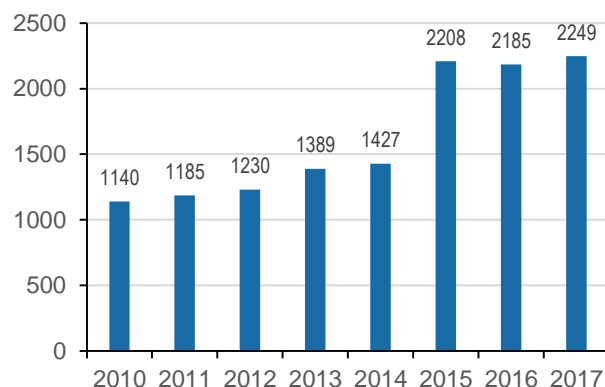
经营面积方面，Dufry收购Nuance及WDF后，经营面积及门店数量均大幅增长，2015-2017年Dufry零售面积分别为40.9、42.5、43.7万平方米，门店数量分别为2208、2185、2249个，2016年门店数量小幅减少主要是由于Dufry收购Nuance及WDF后进行门店整合及翻新所致。2017年Dufry零售面积及门店数量增速分别为2.8%、2.9%。此外，Dufry2017年对3万平方米零售空间进行了翻新，翻新门店主要集中在南美及拉丁美洲。

图28：Dufry17年经营面积43.7万平方米



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

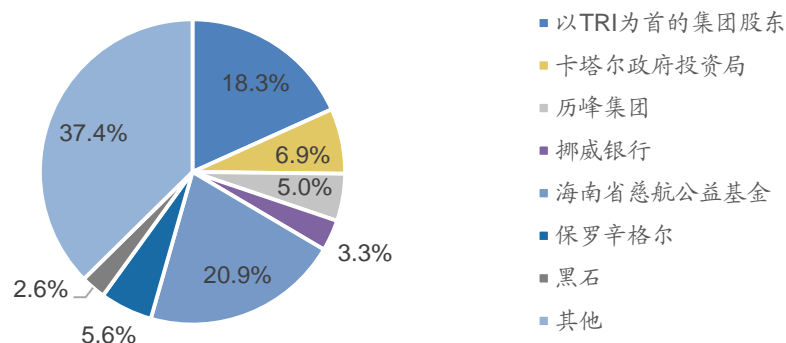
图29：Dufry17年门店数量为2249



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

股东结构方面，截止2017年底，Dufry股东旅游零售投资集团TRI、卡塔尔投资局、历峰集团和挪威银行总计持股约35%，流通股占比约65%。2017年4月，海航集团从新加坡政府投资公司GIC和淡马锡收购Dufry16.2%股权，该笔投资市值为14.4亿瑞士法郎（约合人民币99.7亿元），但海航集团通过衍生品完全对冲了其持有的总计20.9%股权。保罗辛格和私募基金黑石集团分别持股5.6%、2.6%。

图30：TRI、卡塔尔投资局、历峰集团和挪威银行合计持股35%

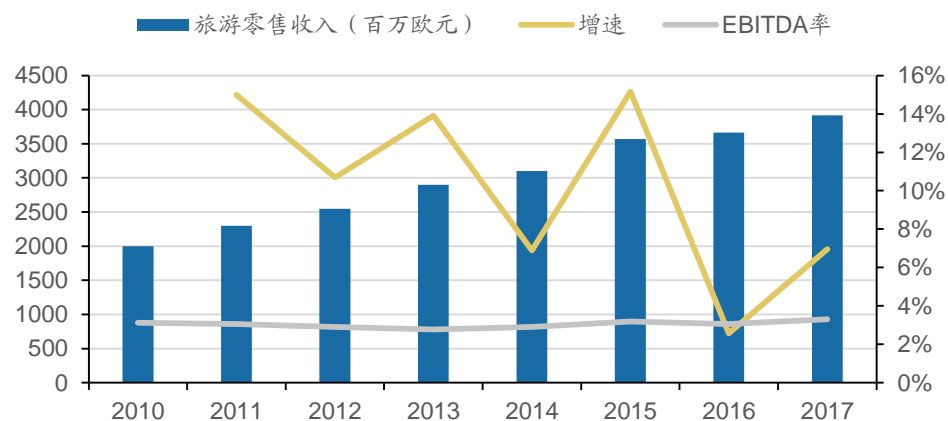


数据来源：Dufry2017年年报、广发证券发展研究中心

Lagardère: 欧洲主要免税机场运营商，免税业务销售额占四成

2017年，Lagardère旅游零售销售额为39.17亿欧元（折合人民币306.0亿），同比增长7.0%。2010-2017年，Lagardère旅游零售业务增长稳定，复合增长率10.1%。盈利能力方面，Lagardère集团2017年EBITDA率为3.3%，与2010年3.1%相比基本保持稳定，但利润率较低。

图31: Lagardère旅游零售销售额39亿欧元，同比增长7%，利润率较低



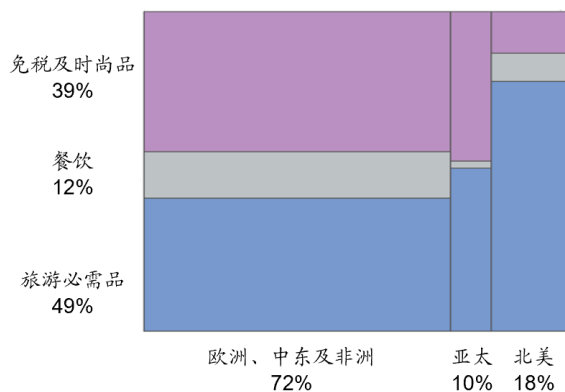
数据来源：Moodie Davitt、公司年报、广发证券发展研究中心

Lagardère旅游零售目前在五大洲34个国家有总计4431家门店，其中3330家在欧洲、中东及非洲，324家在亚太地区，777家在北美，法国是其主要营收来源，营收占比25%。Lagardère Travel Retail主要经营香化、食品、烟酒，旗下有子品牌Aelia Duty Free, Buy Paris Duty Free, So Chocolate, The Fashion Gallery等，同时拥有Hermès等品牌特许经营权。

根据Lagardère旅游零售数据显示，从营收区域分布来看，2016年拉加代尔72%销售额来自欧洲地区，10%来自亚太，18%来自北美，与其门店布局基本一致；分业务条线来看，拉加代尔免税业务销售额仅占39%，旅游必需品占比为49%，食品服务销售额占比12%；从经营品类来看，拉加代尔烟酒、餐饮、香化、食品销售额占

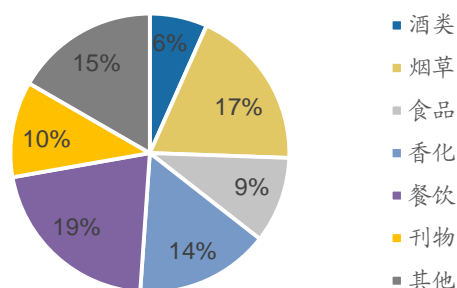
比分别为23%、19%、14%和9%。

图32: 16年Lagardère免税业务占比39%，欧洲地区销售额占比72%



数据来源: Lagardère Travel Retail、广发证券发展研究中心

图33: 16年Lagardère餐饮占比19%，烟草占比17%



数据来源: Lagardère Travel Retail、广发证券发展研究中心

通过竞标获取更多机场运营权和外延收购其他旅游零售商，Lagardère旅游零售总销售额从2013年的28.5亿欧元增长到2016年41.6亿欧元，增长了13.1亿欧元，三年复合增速13.4%。内生增长模式为公司带来5.08亿欧元销售额，其中2.78亿欧元系新合同签订带来的销售额增长，2.3亿欧元则来自原有合同业务增量。外延扩张模式为公司带来8.01亿欧元销售额，2013年，公司收购了拥有Hermes等时尚和皮革品牌长期特许经营权的荷兰公司Gerzon；2015年，公司收购了当时在北美76个机场经营旅游零售业务的公司Paradies。公司计划未来不断整合新收购的企业及新获得的特许经营权，提高公司盈利能力，同时维持扩张态势发力免税业务。

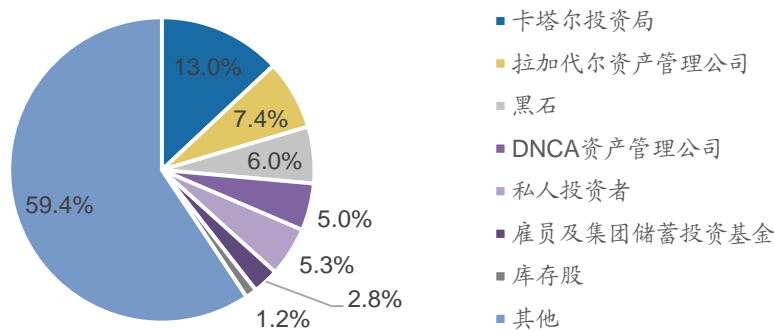
表 5: 2013-16 年 Lagardère 获取更多机场运营权、外延收购旅游零售商

	时间	主要内容
内生增长	2014 年	获得特许经营权: 墨尔本 T4; 华沙 T1
	2015 年	获得特许经营权: 阿布扎比、卢森堡、克拉科夫机场
	2016 年	获得特许经营权: 菲尼克斯、格丹斯克机场
外延扩张	2013 年	收购荷兰公司 Gerzon
	2014 年	收购餐饮服务公司 Coffee Fellows 及 Airst
	2015 年	收购北美旅游零售公司 Paradies, 其在北美 76 个机场有超过 500 家门店

数据来源: Lagardère Travel Retail、广发证券发展研究中心

股权结构方面，卡塔尔投资局是目前Lagardère持股比例最大的股东，拥有拉加代尔13%的股权，卡塔尔投资局也是Dufry大股东之一。除此以外，持股5%以上的股东还有拉加代尔资产管理公司7.4%，私募基金黑石集团6.0%，DNCA法国资产管理公司5.0%。

图34: 卡塔尔投资局是拉加代尔最大股东



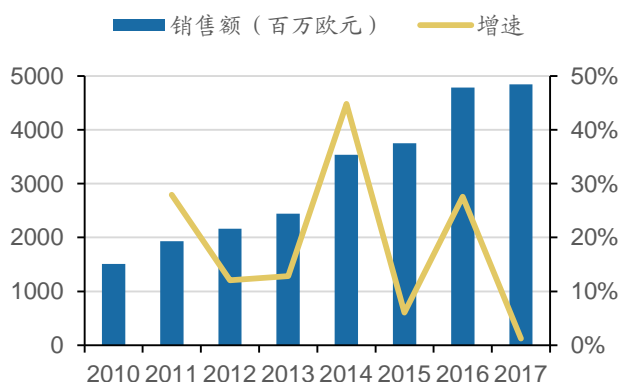
数据来源：Lagardère公司2017年报、广发证券发展研究中心

乐天/新罗：机场渠道占比较低，免税业务由市内店驱动

乐天和新罗是韩国本土免税龙头，两者都以市内免税店起家，并于相似时间开始海外布局，新罗在海外机场免税业务拓展方面相对较为领先，成功布局樟宜机场后，又在香港、澳门两地开设机场免税店，目前机场免税业务规模占比已接近四成；而目前乐天的机场免税业务规模占比仅为20%左右。

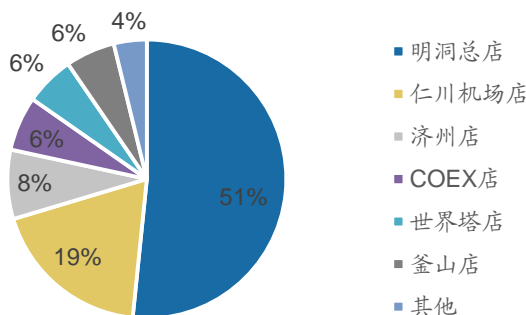
乐天免税销售额48.42亿欧元，机场免税业务占比20%左右。根据Moodie Davitt Report数据，乐天免税2017年销售额为48.42亿欧元（折合人民币378.3亿），同比增长1.2%，在全球免税集团中销售规模排名第二。乐天市内免税店销售额占比较高，根据Moodie数据，2016年乐天机场免税销售额占比不到23%。

图35：17年乐天免税销售额48.42亿欧元



数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

图36：16年乐天过半收入来自明洞总店



数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

乐天共有7家机场免税店，分别在韩国、美国、日本和越南。乐天在韩国本土共有3家机场免税店，分别在仁川、金浦及金海机场；2012年，乐天开始进行海外布局，在印尼雅加达机场开设了第一家海外机场免税店，但由于未能成功续约，已于2017年7月撤出雅加达；2013、14年，乐天先后在美国关岛、日本关西机场开设免税店；2018年，乐天在与新罗的越南芽庄金兰机场竞争中获胜，获得全品类商品10年的特

许经营权。

表 6: 乐天目前共有 7 家机场免税店

地点	时间	免税店	面积 (平方米)	经营权时间
越南	2018	越南金兰国际机场免税店	1680	2018 年 6 月-2028 年 6 月
	2017	越南岘港机场	1000	2017 年 6 月*
日本	2014	日本关西机场免税店	330	2014 年 9 月-2020 年 3 月
美国	2013	乐天美国关岛机场免税店	2230	2013 年 7 月*
印尼	2012	乐天印尼雅加达机场免税店	900	2012 年 2 月-2017 年 7 月*
韩国	2016	乐天金海机场免税店	未披露	未披露
	2001	乐天仁川机场免税店		2010 年收购 AK 仁川店
	1999	乐天金浦机场免税店		2010 年收购 AK 金浦店, 最近一次续约在 2016 年 5 月

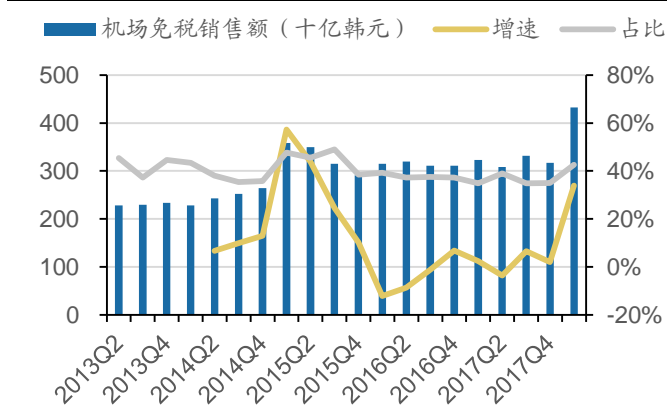
数据来源: Moodie Davitt、乐天官网、广发证券发展研究中心

注: *代表未披露经营权时间, 以公开新闻中标时间计

由于高扣点率、T2开业分流、新增市区牌照及17年中国旅客人数减半, 乐天于2018年7月正式终止其在仁川机场T1航站楼DF1(香化), DF5(皮革制品和时装)和DF8(所有类别)特许权, 但仍将继续经营DF3(烟酒类)业务。从仁川机场退出后, 乐天将加强其在市中心免税店的竞争力, 并扩大在线免税店营销。另外, 乐天计划深入布局海外业务, 越南是其关注焦点。

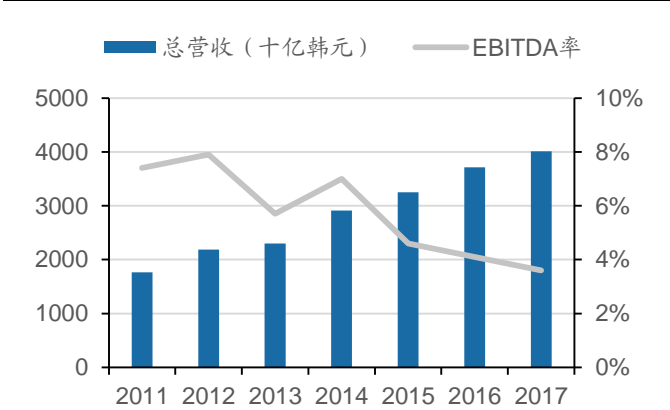
新罗机场渠道销售额1.28万亿韩元, 占比约为40%。2017年, 新罗机场免税销售额为1.28万亿韩元(折合人民币78.1亿), 同比增长1.8%, 在新罗免税店销售额3.57万亿韩元中占比35.8%。机场渠道免税业务销售额占比较为稳定, 目前维持在40%左右。2017年, 新罗新增香港机场店, 带动机场免税业务增速小幅上涨; 2018年1季度, 随着中韩游回暖、香港机场及济州岛机场店开张, 机场免税业务进一步增长。**盈利能力方面, 新罗2017年EBITDA率为3.6%, 与2011年7.9%相比下降了6.3%, 公司整体盈利能力下降。**

图37: 新罗机场渠道销售额占比稳定在40%左右



数据来源: Shilla Hotel官网、广发证券发展研究中心

图38: EBITDA率较低, 盈利能力较差



数据来源: Shilla Hotel官网、广发证券发展研究中心

新罗目前共有5家机场免税店，分别在韩国、新加坡、澳门、香港。新罗在韩国本土共有4家机场免税店，分别为仁川、大邱、金浦及济州岛机场免税店，大邱及金浦店经营权分别于2015、2016年到期。2013年，新罗开始布局海外市场，陆续进军新加坡、澳门、香港机场，为亚洲市场布局奠定基础。

表 7：新罗目前共有 5 家机场免税店

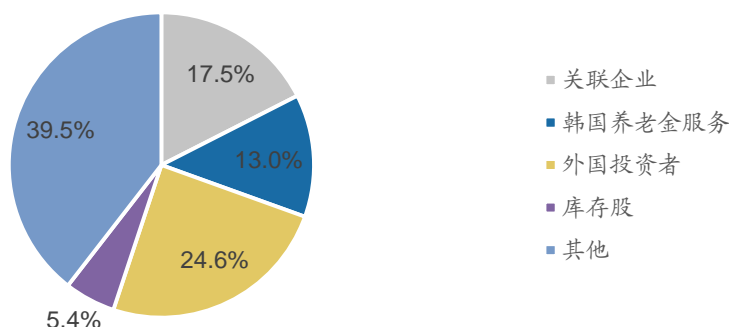
地点	时间	免税店	面积（平方米）	经营权时间
香港	2017	新罗香港机场免税店	3283	2017 年 4 月 - 2024 年 9 月*
澳门	2014	新罗澳门机场免税店	1120	2014 年 11 月 - 2019 年 11 月*
新加坡	2013	新罗樟宜机场免税店	8044	2014 年 10 月 - 2020 年 9 月
韩国	2018	新罗济州岛机场免税店	400	2017 年 12 月 - 2022 年 12 月*
	2011	新罗金浦机场免税店	400	2011 年 5 月 - 2016 年 5 月
	2010	新罗大邱机场免税店	未披露	2010 年 9 月 - 2015 年 9 月
	2008	新罗仁川机场免税店	3444	2017 年 4 月 - 2022 年 4 月*

数据来源：Moodie Davitt、Shilla Hotel 官网、广发证券发展研究中心

注：*代表未披露经营权时间，以公开新闻中标时间计

从股东结构来看，新罗免税是新罗酒店的业务条线之一，而新罗酒店母公司为三星集团，截至2017年底，三星集团旗下新罗酒店关联企业总计持股17.5%。除三星集团以外，新罗酒店大股东韩国国民养老金服务公司（NPS）持股比例达到13%，NPS属于主权财富基金，由韩国政府所有，拥有4300亿美元的资产，强大的股东背景和资金实力有助于新罗免税业务的开展。

图39：新罗酒店是三星集团子公司

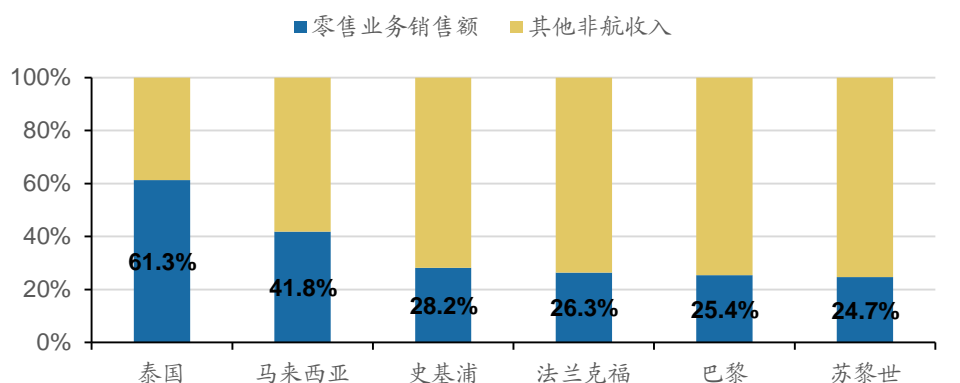


数据来源：Shilla Hotel、广发证券发展研究中心

东南亚机场免税：高速增长来自机场扩建、中国游客激增，多个机场免税经营权将到期

与欧洲机场相比，东南亚机场免税业务收入在非航收入中占比较大。2017年，泰国机场特许经营权收入分别为147.5亿泰铢（折合人民币29.5亿元），马来西亚机场零售业务销售额8.5亿林吉特（折合人民币13.7亿元），三者同比增长8.3%、1.1%、15.4%，在非航业务收入中占比分别为61.3%、75.5%、41.8%。荷兰史基浦机场特许经营权收入1.8亿欧元（折合人民币14.2亿元），法兰克福、巴黎、苏黎世机场零售业务销售额分别为5.2亿、4.6亿、1.0亿欧元（折合人民币40.8亿、35.9亿、6.8亿元），四者同比增长10.8%、5.6%、2.2%和5.9%，在非航业务收入中占比28.2%、26.3%、25.4%、24.7%。

图40：东南亚机场免税业务收入在非航收入中占比较大



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：泰国及史基浦机场为特许经营权收入，其他为零售业务销售额

新加坡樟宜、泰国、马来西亚及柬埔寨免税经营权均将在三年内到期。新加坡樟宜机场、泰国素万那普等4个国际机场、柬埔寨金边及暹粒吴哥机场免税经营权将于2020年到期，樟宜机场目前免税运营商合同期为6年，不可续约，泰国机场目前免税运营商合同期10年，可延期4年；马来西亚机场BE、Dimensi将陆续于2019及2020年到期，但经营面积不大，预计将于2018年下半年开始招标。

新加坡、柬埔寨无本土免税运营商保护，马、泰放开外国运营商限制可期。从新加坡招标历史来看，樟宜机场长期以品类划分招标合同，并面向全球的免税集团进行招标，2020年樟宜机场免税业务将到期。泰国王权免税长期垄断泰国免税业务，2018年免税贸易协会对泰国机场公司提出反垄断申诉，未来放开外国免税运营商限制或可期。

表 8：新加坡、泰国、马来西亚及柬埔寨机场免税经营权均将在三年内到期

	体量 (亿人民币)	运营商	到期日	经营面积	经营品类	合同期
新加坡	经营权收入 57.6 亿	DFS Shilla	2020 年 4 月 2020 年 9 月	7800 平方米 7300 平方米	烟酒 香化	6+0 6+0
泰国	经营权收入 29.5 亿	King Power	2020 年 9 月	2.1 万平方米	精品、香化、手表、烟酒等	10+4
马来	商品销售额	Eraman	马来西亚机场公司子公司			

西亚	13.7 亿	BE Duty Free	2019 年 10 月	1240 平方米	香化、糖果、配件及当地纪念品	3+2
		Dimensi Eksklusif	2020 年 6 月	约 1000 平方米	香化、雪茄	
柬埔寨	未披露	Dufry	2020 年 10 月	约 3500 平方米	香化、珠宝、手表	6
越南	未披露	乐天	2028 年 6 月	1680 平方米	香化、烟酒、手表	10
日本	商品销售额	Fa-So-La、ANA 等本土免税运营商			香化、烟酒、食品等	6
	8.5 亿	乐天	2020 年 3 月	330 平方米	韩国香化、烟酒等	
韩国	商品销售额 136.6 亿	新罗	2022 年 4 月	3444 平方米	香化	5
		乐天	2022 年 4 月	约 2000 平方米	烟酒	5
		新世纪	2023 年 8 月	7905 平方米	皮革制品	5

数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

东南亚机场均在进行扩容计划以应对运力不足问题，预计未来客流量增长将进一步扩大机场免税增长空间。2010年以后，受国际客流量，尤其是中国出境游客数量激增驱动，东南亚机场普遍面临运力不足问题，为提高运力，各机场扩容计划逐步展开。预计未来3-4年内，机场扩容计划的完成或将带来商业面积免税经营面积的相应增加，释放东南亚机场客流量增长空间和免税消费潜力，东南亚机场免税增长空间较大。

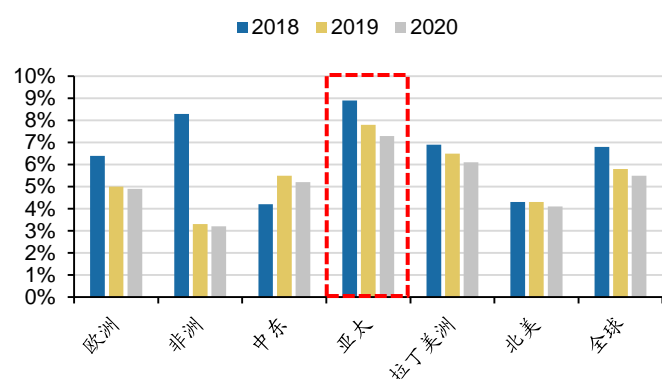
表 9：东南亚机场扩容计划有助于机场免税业务发展

	机场	资金投入	运力目标	主要内容
新加坡	樟宜机场 T4	9.85 亿新元	1600 万人/年	于 2017 年 10 月 31 日正式投入运作
	廊曼机场	375.9 亿泰铢	4000 万人/年	2016 年完成第二阶段扩容；第三阶段计划于 2018 年开始，2024 年完工
泰国	清迈机场	152.8 亿泰铢	1650 万人/年	第一阶段计划于 2018 年开始，2022 年完工
	素万那普机场	630 亿泰铢	9000 万人/年	第二阶段扩建将于 2020 年完工，第三阶段计划投入 630 亿泰铢
马来西亚	吉隆坡主航站楼	未披露	增加 1500-2000 万人/年	计划五年内完成优化及扩容
	槟城机场	未披露	1200 万人/年	预计 2019 年二季度完成机场优化
日本	成田机场	未披露	未披露	延长营业时间；延长 B 跑道，建造 C 跑道，预计 2028 年完工
	羽田机场 T2	750 亿日元	未披露	为应对 2020 年奥运会政府入境游客 4000 万目标，扩建 T2 以增加国际航班
韩国	仁川机场 T2	5 万亿韩元	1800 万人/年	于 2018 年 1 月投入运作
	仁川机场	4.2 万亿韩元	1 亿人/年	第四阶段扩建将于 2023 年完工
柬埔寨	金边机场	1 亿美元	未披露	2016 年完成第一阶段扩容
	金边、西哈努克	2600 万美元	700 万人/年	2017 年底开始第二阶段金边机场扩容，同时扩容西哈努克机场至 50 万运力目标
越南	金兰机场 T2	3.7 万亿越盾	800 万人/年	第一阶段于 2018 年 6 月完成，新航站楼已投入使用；第二阶段将于 2030 年完工
	岘港机场	3.5 万亿越盾	600 万人/年	于 2017 年 5 月投入使用

数据来源：公司官网、Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

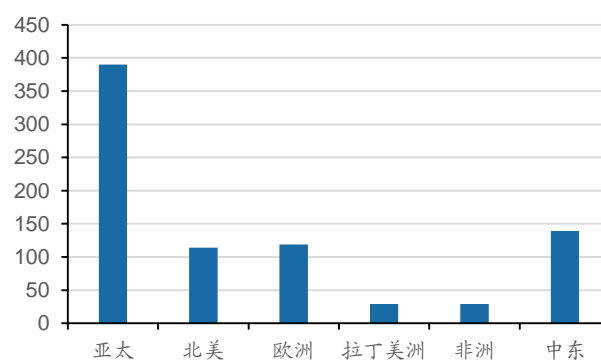
从短中期及长期来看，亚太地区机场国际客流量均将保持高增长态势。根据Dufry测算，2018-2020年亚太地区国际客流量增速均位于全球首位，分别达到8.9%、7.8%及7.3%。此外，2030年之前全球机场扩容工程预计投入约8000亿美元，而亚太地区资金投入接近4000亿美元，占全球总投入的一半左右，高额长期机场建设投入有助于扩大亚太地区机场客流量增长空间。

图41：预计未来三年亚太地区国际客流量增速最高



数据来源：Air4casts、广发证券发展研究中心

图42：到2030年亚太地区机场扩容工程预计投入近4000亿美元



数据来源：CAPA、广发证券发展研究中心

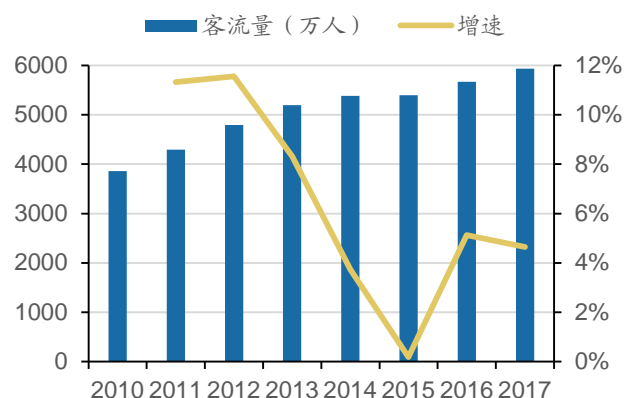
新加坡樟宜机场：DFS 经营烟酒品类，新罗经营香化品类

概况：新加坡樟宜机场公司成立于2009年，主要负责樟宜机场的运营及管理。樟宜机场没有国内航线，旅客进入机场即完成出境，购物时不会受到航站楼的隔离，购物范围显著扩大，为免税业务开展提供了优势；与国内机场不同，樟宜机场采用登机口安检模式，方便旅客免税购物。樟宜机场共有360家零售店和140家折扣店，此外，樟宜机场还提供在线预订机场提货服务，旅客可登录ichangishop网站提前选购商品，在机场内快速完成提货。

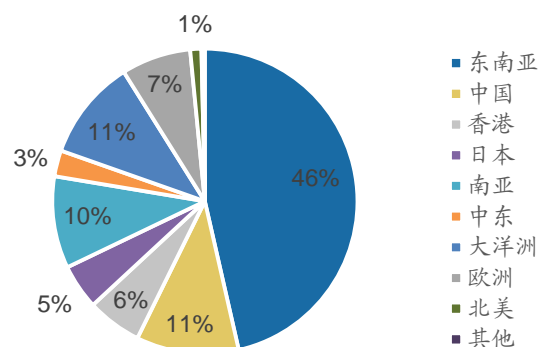
机场客流量：新加坡樟宜机场免税产业依赖于庞大的客流量。作为当今世界第5大繁忙机场，樟宜机场2017年旅客吞吐量达5937万人次，同比增长4.6%，国际客流量占比在95%以上，平均每周有7200次航班在樟宜机场起降，航线遍布全球400个城市。2010-2017年，樟宜机场客流量增长2100万人次，年均复合增长率达到6.3%。稳定增长的旅客量为机场内的零售商带来销售保证。2017年，樟宜机场客流量80%均来自亚洲，其中中国旅客占比达到11%，而中国游客免税销售额占比达到30%。

图43：17年樟宜机场客流量5937万人

图44：16-17财年中国旅客客流量占比11%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：目前，樟宜机场主要拥有DFS、新罗两大免税店。2014年4月，DFS击败韩国乐天、泰国王权，中标樟宜机场全部4个航站楼的烟酒品类特许经营权，期限6年；同年10月，新罗中标8000平方米的香化品类特许经营权，同样覆盖全部4个航站楼，期限6年。除2014年开标的烟酒经营权以外，DFS还拥有两家手表店面及一家奢侈品店面，经营部分精品皮具与名表。

历史招标回顾：新加坡樟宜机场长期以品类划分招标合同。2014年DFS和新罗分别中标烟酒、香化类特许经营权，此前两者运营商分别为DFS和Nuance-Watson（新加坡）。DFS中标一是由于其在樟宜机场历史经营沉淀下来的良好信誉，二是由于其早先中标香港机场及洛杉矶机场证明的优势竞争力，另外，吸取乐天2007年竞标失败的经营，采购环节产品质量也是机场考虑的因素之一。Nuance未能延续其香化类经营权，主要是由于其在樟宜机场的盈利能力较差，未能提供有利的扣点率及月保证金。这些因素一直是樟宜机场招标主要考虑的问题。

表 10：樟宜机场烟酒品类长期由 DFS 运营，新罗 2014 年获得香化类经营权

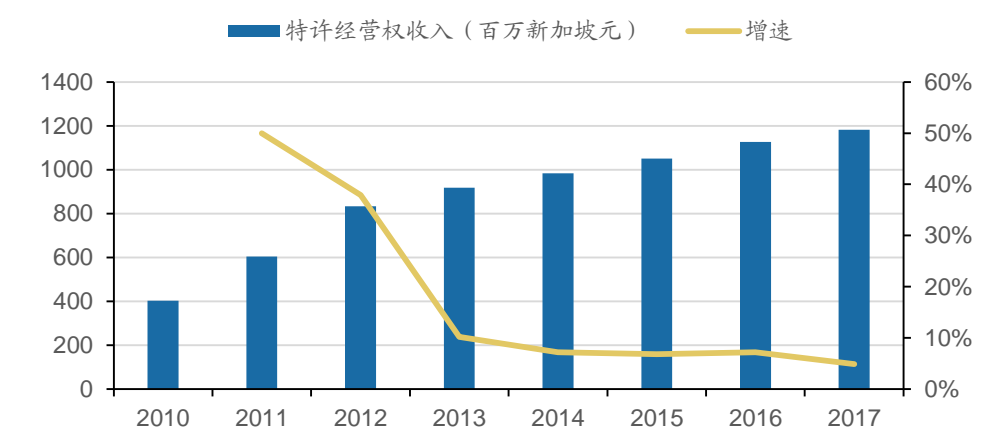
时间	烟酒品类	香化品类
2014	<p>DFS Venture Singapore</p> <p>期限：2014/4/9-2020/4/8</p> <p>面积：T1、T2、T3 - 6000 平方米；T4 - 1800 平方米</p> <p>竞争者：Nuance-Watson、乐天、王权、World Duty Free、Sky connection</p>	<p>新罗</p> <p>期限：2014/10/1-2020/9/30</p> <p>面积：T1、T2、T3 - 5500 平方米；T4 - 1800 平方米</p> <p>竞争者：Nuance-Watson、World Duty Free、乐天、DFS、LS 旅游零售、王权</p>
2007	<p>DFS Venture Singapore</p> <p>期限：2007/5/11 中标</p> <p>经营面积：包括 T1、T2、廉价航站楼，以及将于 2008 年开业的 T3</p> <p>竞标价： 每月总销售额占比或每月最低保证金：白酒销售额 40% 葡萄酒/香槟 20% 烟草 25%；首年每月 1016.7 万新元，次年每月 1033.3 万，剩余时间每月 1050 万。额外租金：首年销售额超过 3.2 亿新元，额外</p>	<p>Nuance-Watson（新加坡）</p> <p>期限：2017/7/24 中标，为期 38 个月</p> <p>经营面积：T1、T2 - 4424 平方米，以及将于 2008 年开业的 T3</p> <p>竞标价： 每月总销售额 45% 或每月最低保证金；首年月保证金 1019.1 万新元，次年月保证金 1059.1 万新元，剩余 14 个月月保证金 1080.3 万新元</p>

租金 50 万；次年销售额超过 3.55 亿，额外租金 75 万；第三年销售额超过 3.85 亿，额外租金 100 万

数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

特许经营权收入：樟宜机场购物规模在全球机场中排名前5，四个航站楼共拥有400多家名牌店铺、近8.9万平米的商业零售面积。2016-2017财年，樟宜机场实现特许经营权收入11.8亿新加坡元（折合人民币57.6亿），同比增长4.9%，占樟宜机场总营收的51%。2010-2017财年，樟宜机场特许经营收入稳定增长，年均复合增长率达16.6%，2011年以后，樟宜机场经营权收入增速逐渐放缓。

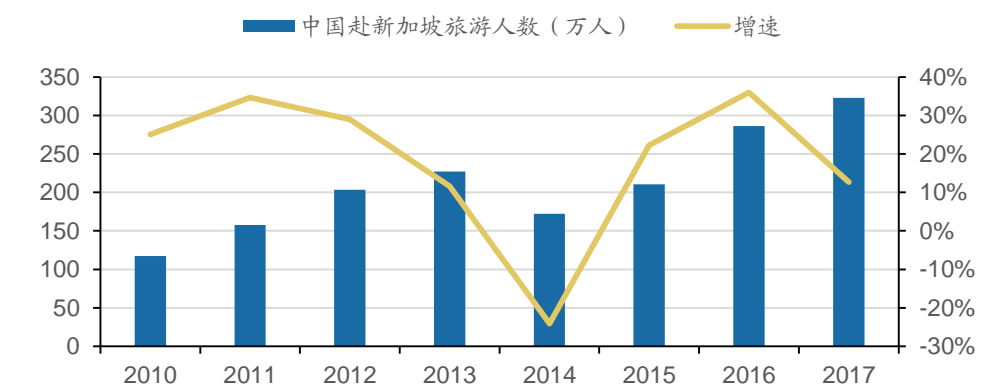
图45：17年樟宜机场特许经营权收入11.8亿新加坡元，同比增长4.9%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中国游客赴新加坡旅游数量及增速驱动樟宜机场免税业务增长。2017年，中国赴新加坡旅游人数达到323万人，同比增长13.1%，2014年受到航空事故频发波及，中国出境游旅客出现负增长，2015开始逐渐回暖，2015-2017年中国旅客数量增长基本稳定。中国赴新加坡旅客的稳定增长将有利于樟宜机场免税业务进一步发展。

图46：中国赴新加坡旅游游客数量驱动樟宜机场免税业务增长



数据来源：新加坡旅游局、公司年报、广发证券发展研究中心

泰国机场公司：经营泰国 6 个机场，免税店由王权免税运营

概况：泰国机场公司（AOT）经营泰国六个机场，分别是素万那普国际机场、廊曼国际机场、清迈国际机场、合艾国际机场、普吉国际机场和清莱泰国皇太后国际机场。其中，王权免税目前在素万那普、廊曼、普吉、清迈和合艾五个国际机场拥有运营免税服务的特许经营权。

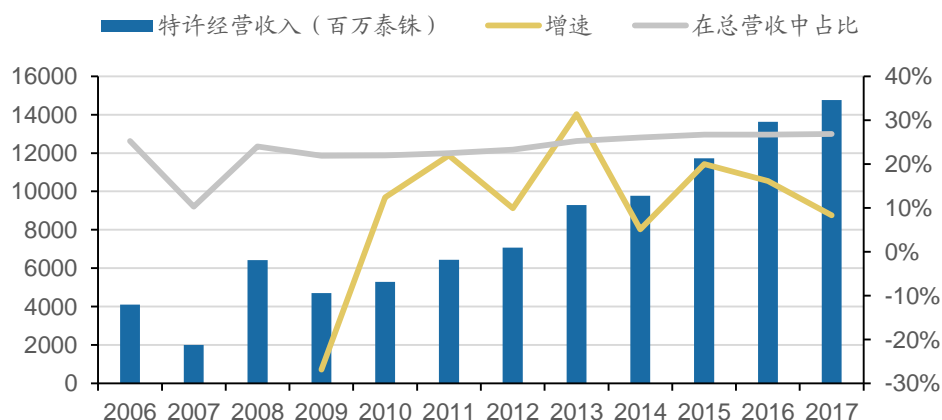
免税店概况：1995年，王权免税获得廊曼机场唯一免税经营特许权，2004年，泰国政府未经竞标直接授予王权免税素万那普等5个机场10年的免税经营权，后又续约4年，从2006年9月28日正式开业起计，免税经营权将于2020年9月正式到期。王权免税在泰国机场主要经营精品、香化、珠宝、手表、酒类、烟草等，合计经营面积超过2万平方米，其中在素万那普机场两个主要航站楼和卫星区域提供总计1.9万平方米免税区，在廊曼机场运营1112平方米购物区，而普吉机场免税区总面积439平方米。

免税业务目前处于垄断经营：泰国免税业务目前由王权免税垄断，王权免税拥有泰国机场唯一免税特许经营权。2018年7月，泰国免税贸易协会提交申诉，要求AOT开放其他免税集团在泰国机场的提货柜台，这一举措或将标志王权在泰国机场免税业务垄断经营的结束。另外，泰国免税贸易协会还指出，Central Group, The Mall Group和韩国乐天集团已表示有兴趣进入免税业务，待2020年机场免税特许经营权到期，AOT或将进行第一次免税业务招标。

免税体量：2017年，泰国机场公司特许经营权收入147.52亿泰铢（折合人民币29.5亿），同比增长8.31%，在机场总营收549亿泰铢中占比26.9%，在非航空业务收入中占比61.3%。王权免税获得特许经营权后4年，AOT特许经营权收入波动较大，从2010年开始，特许经营权收入增长趋于稳定，2009-2017年，泰国机场特许经营权收入年均复合增速15.4%。2014年受到航空事故频发影响，泰国机场国际客流量下降，经营权收入增速下降到5.1%。

扣点情况：2006-2010年，王权免税店机场扣点率为15%，随后每年增长一个百分点，十年最低担保额167亿泰铢（折合人民币33.39亿元）。

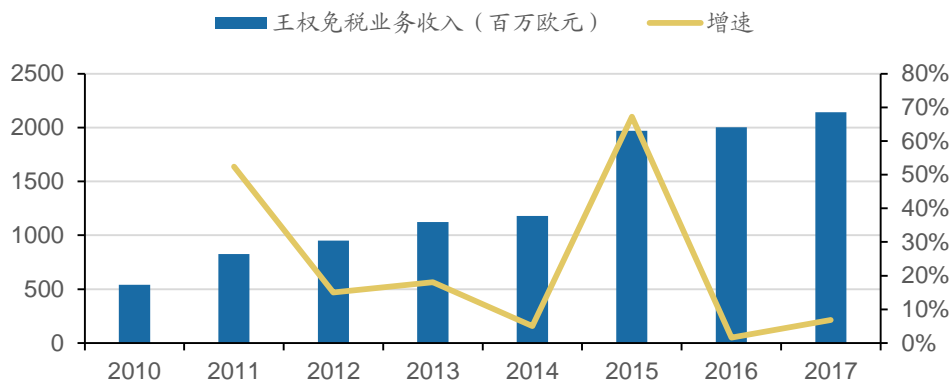
图47：17年泰国机场特许经营权收入147.52亿泰铢，在总营收中占比稳定



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

泰国王权免税销售额：泰国王权免税主要经营泰国机场及市内免税业务，根据 Moodie Davitt 数据，2017 年泰国王权免税业务销售额为 21.4 亿欧元，同比增长 6.9%，与 2016 年相比，王权免税销售额增速有所回升。2010-2017 年，泰国王权免税销售额持续增长，2015 年销售额增速达到历史最高 67.2%，年均复合增速为 21.7%。

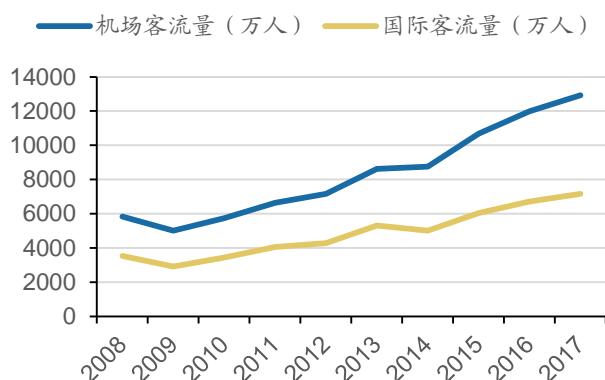
图 48：泰国王权免税 2017 年销售额 21.4 亿欧元，同比增长 6.9%



数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

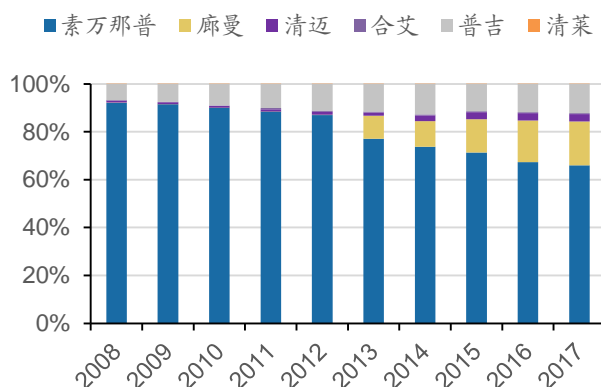
机场客流量：2017 年，泰国机场客流量 1.29 亿人，同比增长 7.7%，其中国际旅客占比 55.5%，达到 7169 万人，同比增长 6.8%。从 2008 年到现在，泰国机场国际客流量增长稳定，年复合增速 8.2%。六个机场中，国际旅客主要集中在素万那普、廊曼及普吉国际机场，2017 年，这三个机场的国际旅客在总国际客流量中占比分别为 66.0%、18.4%和 12.2%。

图 49：17 年泰国机场客流量 1.3 亿人次，国际旅客占比 56%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 50：国际旅客主要集中在素万那普、廊曼及普吉国际机场

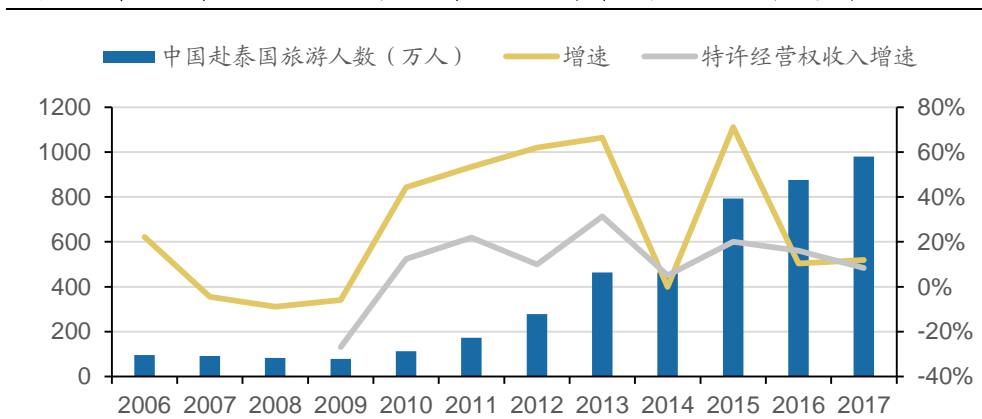


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中国游客赴泰国旅游人数增速与泰国机场特许经营收入增速基本一致。2017 年，中国赴泰国旅游人数达到 980 万人，同比增长 12.0%，泰国机场特许经营收入增速为 8.3%。2009-2013 年，中国旅客增速上升，驱动机场免税业务增速上升；2014 年中国赴东南亚游客受航空事故频发影响客流量增速显著降低，受此影响，泰国机场

收入增速下降；而近年来随着中国游客赴泰国出境游逐渐回暖，泰国机场免税业务增速有所回升。未来随着中国赴泰国旅客数量的稳定增长，有助于推动泰国机场免税业务发展。

图51：中国赴泰国旅游人数增速与泰国机场特许经营权收入增速基本一致



数据来源：泰国旅游局、公司年报、广发证券发展研究中心

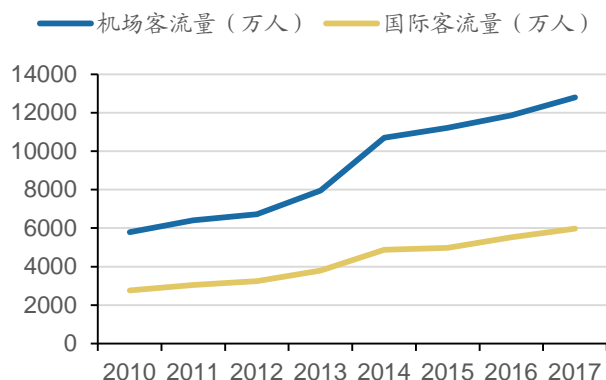
马来西亚机场公司：由机场全资子公司经营机场免税业务

概况：目前，马来西亚机场控股有限公司（MAHB）经营马来西亚26个机场，土耳其伊斯坦布尔Sabiha Gokcen国际机场及印度拉吉夫·甘地国际机场，其中吉隆坡国际机场有Eraman、BE Duty Free、Dimensi Eksklusif及Zon Duty Free等免税店，槟城国际机场有Zon Duty Free。过去，MAHB还曾经营过印度英迪拉·甘地国际机场（2007-2015年）、马尔代夫马累国际机场（2010-2012年）、哈萨克斯坦阿斯塔纳国际机场（2007-2009年）、柬埔寨金边国际机场和暹粒-吴哥国际机场（1995-2005年）。

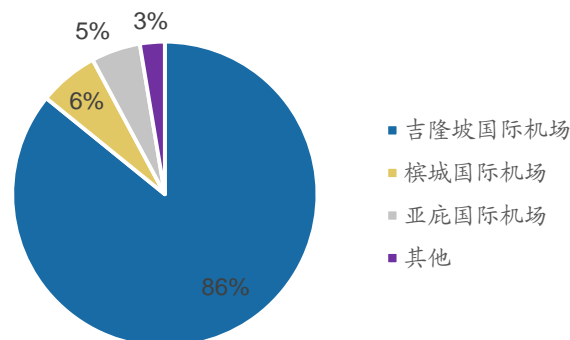
机场客流量：2017年，马来西亚机场公司客流量1.28亿人，同比增长7.9%，其中国际旅客占比46.7%，达到5979万人，同比增长8.3%，马来西亚机场国际客流量4945万人，土耳其机场国际客流量1034万人。从2010年到现在，马来西亚机场国际客流量增长稳定，年复合增速8.7%。马来西亚26个机场中，国际旅客主要集中在吉隆坡、槟城和亚庇国际机场，2017年，这三个机场的国际旅客在马来西亚机场国际客流量中占比分别为85.8%、6.3%和5.2%。

图52：17年马来西亚机场公司客流量1.3亿人，国际旅客占比46.7%

图53：马来西亚国际旅客主要集中在吉隆坡、槟城和亚庇国际机场



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

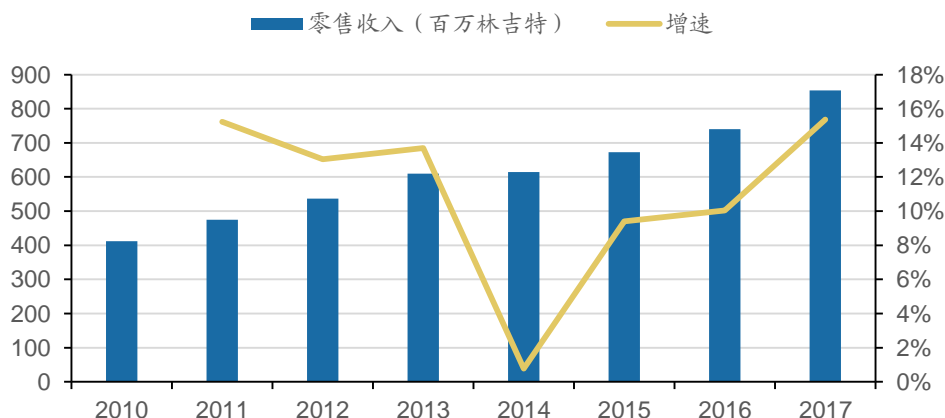


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：马来西亚吉隆坡有Eraman、Brand Emporium Duty Free (BE) 和 Dimensi Eksklusif (DE)、Zon Duty Free (Zone) 等免税店，其中，Eraman为MAHB全资子公司，负责吉隆坡机场超过50%的零售业务运营，Eraman是马来西亚最大的旅游零售商，拥有超过50个零售及餐饮网点，主要产品包括香化、烟酒和巧克力；BE由海涅曼亚太开设，海涅曼亚太为Gebr Heinemann全资子公司，海涅曼是一家经营免税批发及零售业务的家族企业，以烟酒起家，目前还经营香化、配件等，是2017年全球排名第六的免税集团；而DE及Zon则为马来西亚本土旅游零售商。BE免税店占地1240平方米，位于Kila2航站楼，2014年10月开业，主要经营精品、香化等免税商品，合同期3年，可续约两年；Dimensi Eksklusif 2018年获得一年延期后，免税经营权将于2020年6月正式到期。

零售业务销售额：2017年，马来西亚机场公司零售业务销售额8.54亿林吉特（折合人民币13.73亿元），同比增长15.36%，在总营收46.5亿林吉特中占比18.4%，营收占比较为稳定。2010-2017年，公司零售业务销售额增长较为稳定，年复合增速11%，2014年受到马航失事影响，马来西亚国际客流量减少，机场零售业务销售增速下降至0.8%。

图54：马来西亚机场公司零售业务销售额增长较为稳定，年复合增速11%

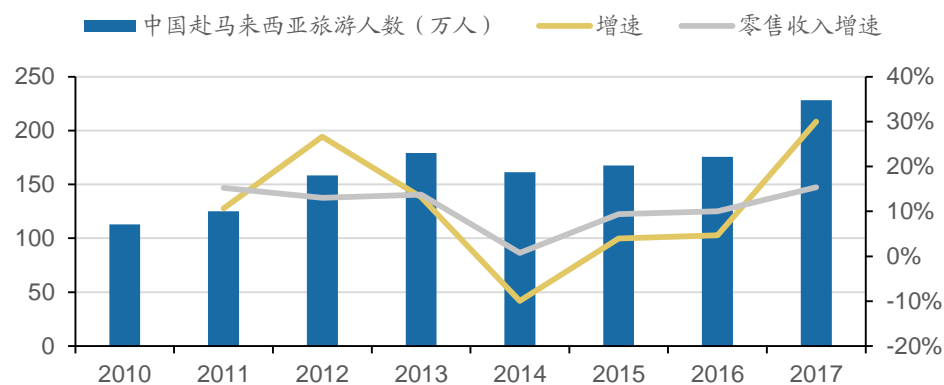


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

中国游客赴马来西亚旅游人数增速与马来西亚机场零售业务销售额增速一致性较高。

2014年中国赴马来西亚游客受马航失事影响出现负增长，零售业务销售额增速显著降低，2015年开始，中国游客东南亚出境游逐渐回暖，2017年，中国赴马来西亚旅游人数达到228万人，增速达到历史新高30.0%，驱动马来西亚机场特许零售业务快速增长，2017年销售额增速达到15.4%。

图55：中国赴马来西亚旅游人数增速达到历史新高，驱动机场零售业务增长



数据来源：马来西亚旅游局、公司年报、广发证券发展研究中心

日本机场大厦公司：仅有 DFS 及乐天两家外国免税运营商在日本机场开设免税店

概况：日本机场公司经营日本四个机场，分别是羽田国际机场、成田国际机场、关西国际机场和日本中部国际机场。日本机场免税业务基本上由本土免税运营商运营，其中羽田机场免税业务由ANA Duty Free经营，成田机场免税店有Fa-So-La、JAL Duty Free和ANA Duty Free，关西机场免税主要由KIX Duty Free经营，中部机场免税店有Centrair Duty Free。

免税店概况：ANA Duty Free成立于1992年，时全日空公司全资子公司，在羽田、成田及关西机场均设有免税店。Fa-So-La免税2004年成立，成田国际机场与日本机场公司分别持有其67%、33%股权，2009年收购日本机场公司所持股权后，Fa-So-La成为成田国际机场全资子公司，主要经营成田机场免税业务，在T1、T2及T3均有免税店。JAL Duty Free由日本JAL航空公司与免税集团DFS合资成立，主要经营成田机场免税业务。2014年乐天入驻日本关西国际机场，经营面积330平方米，经营期到2020年3月，成为第二家在日本开设免税店的外国免税运营商。

表 11：目前仅有 DFS 及乐天两家外国免税运营商在日本机场开设免税店

机场	免税店	股权结构	经营品类
羽田国际机场	ANA Duty Free	全日空公司全资子公司	香化、精品等
	Fa-So-La	成田国际机场全资子公司	香化、烟酒、腕表等
成田国际机场	JAL Duty Free	日本 JAL 航空公司 (60%) 与免税集团 DFS (40%) 合作开设	香化、烟酒、精品等
关西国际机场	KIX Duty Free	关西国际机场直营免税店	香化、烟酒、美容仪器等

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

乐天免税

Lotte Hotel

韩国香化、烟酒产品等

中部国际机场

Centrair Duty Free

机场直营

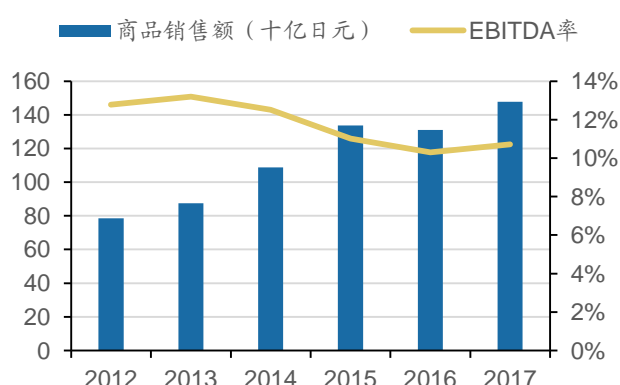
烟酒、香化、精品、腕表

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

零售业务销售额：2017年，日本机场大厦公司实现商品销售额1477.9亿日元（折合人民币85.3亿元），同比增长12.7%，在总营收中占比65.4%。这部分商品销售额包含了羽田机场国际线及国内线商店总计706.5亿日元商品销售额，以及成田、关西、中部机场总计771.4亿日元商品销售及批发收入，这两部分销售额增速分别为5.7%、20.0%。从销售额的区域分布来看，日本羽田机场免税店2017年月均免税销售额45.2亿日元，全年免税店销售额542.4亿日元，同比增长19.3%，其中中国及日本乘客贡献收入分别为41.0%、32.1%，是羽田机场免税业务的主要来源，从历史免税业务销售额来看，中国旅客免税业务销售额增长迅速。盈利能力方面，公司2017年EBITDA利润率为10.7%，与2012年12.8%相比下降了2.1个百分点。

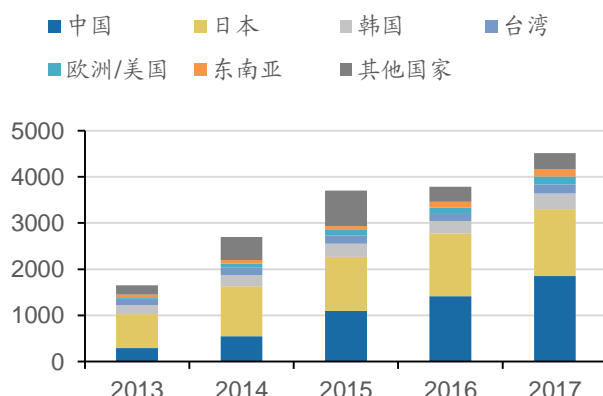
根据Moodie Davitt数据，2017年日本机场大厦公司羽田机场销售额为5.2亿欧元，同比下跌3.8%，持续了16年的负增长态势，且历史销售额波动较大；NAA零售公司销售额为5.2亿欧元，同比增长7.7%，近两年增速有所放缓。Moodie口径下，日本运营商表现不佳的主要原因是日元疲软。

图56：17年日本机场公司商品销售额1478亿日元



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图57：羽田机场免税销售主要来自中国和日本旅客



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图58：16年以来羽田机场免税销售额有所下滑

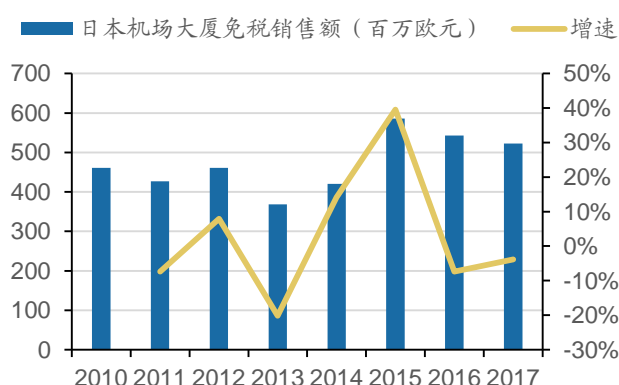
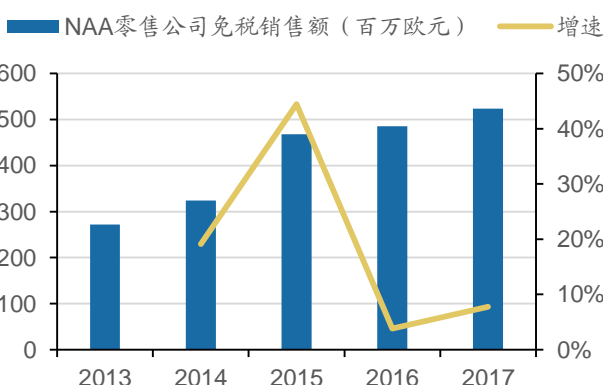


图59：16年以来成田机场免税销售额增速有所放缓

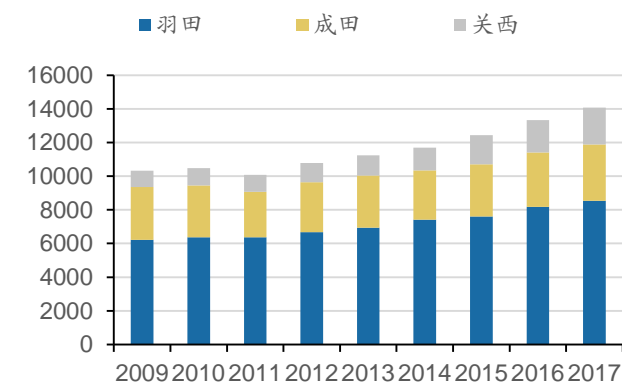


数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

数据来源: Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

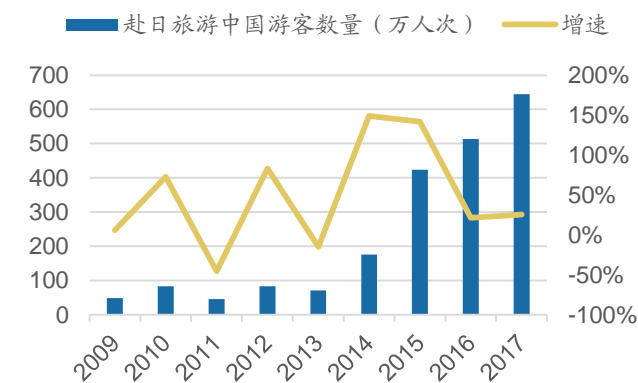
机场客流量: 2017年,日本羽田、成田和关西三个机场客流量分别为8530万、3348万及2190万人,同比增长5.5%。从2009年到现在,羽田及关西客流量增长显著。近几年赴日旅游中国游客数量增长迅速,2013-2017年中国游客数量年复合增速73.9%,中国旅客持续增加驱动日本免税业务快速增长。

图60: 日本三大机场客流量增长稳定



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

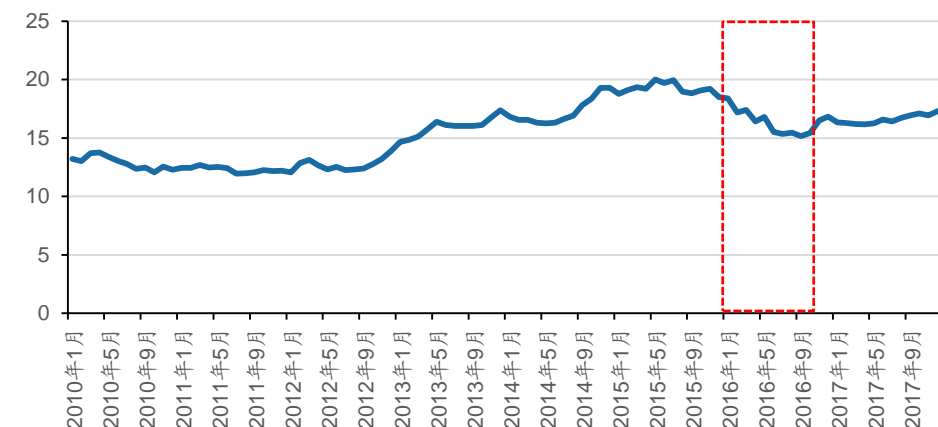
图61: 中国游客赴日旅游人数迅速增长



数据来源: 日本旅游局、广发证券发展研究中心

16年以来日本免税业务增速有所放缓: 从客流量角度来看,受到日元升值影响,16年日本爆买行情结束,中国游客海外扫货现象不再,赴日旅游中国客流量增速有所放缓;从客单价角度来看,日本出境游渠道下沉趋势明显,一线城市客流量逐渐被二三线城市替代,顾客群体特征发生变化,人均消费能力下降,导致日本免税行业销售额增速放缓。

图62: 人民币兑日元价格下降导致客流量增速放缓



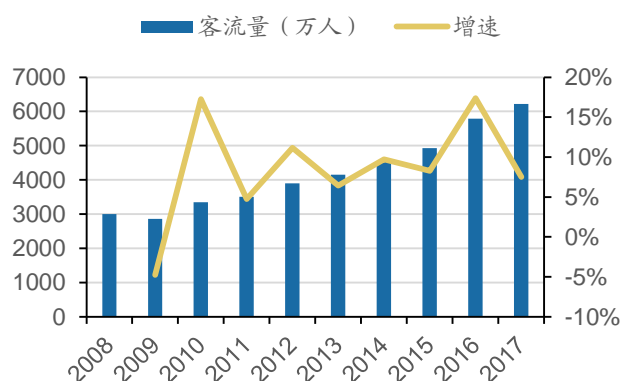
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

韩国仁川机场：乐天因高扣点率退出仁川机场香化类经营权，新世界免税接手

首尔仁川机场免税销售额21亿美元，全球首位：韩国首尔仁川机场是目前全球免税业务销售额排名第一的机场，根据Moodie数据，2017年首尔机场免税销售额为21亿美元（折合人民币约137亿元），高于迪拜机场19.3亿美元。

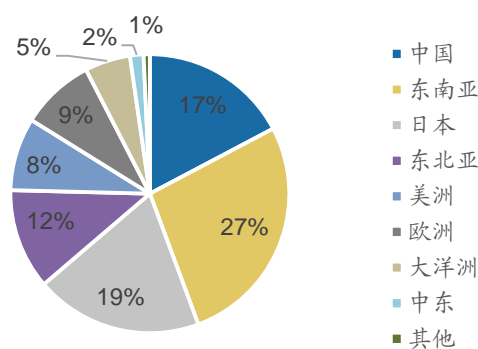
机场客流量：2017年仁川机场客流量为6219万人，同比增长7.5%，17年中国赴韩游客减半致使仁川机场客流量增速下降，仁川机场中国客流量约占20%（2016年占比23.9%，2017年占比17.3%），其他海外游客数量的持续上升稀释了中国客流量减半的影响。2017年，仁川机场海外客流量最大的地区为东南亚和日本，占比分别为27%、19%。

图63：仁川机场客流量增速放缓



数据来源：公司年报、ACI、Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

图64：仁川机场客流量主要来自于东南亚和日本



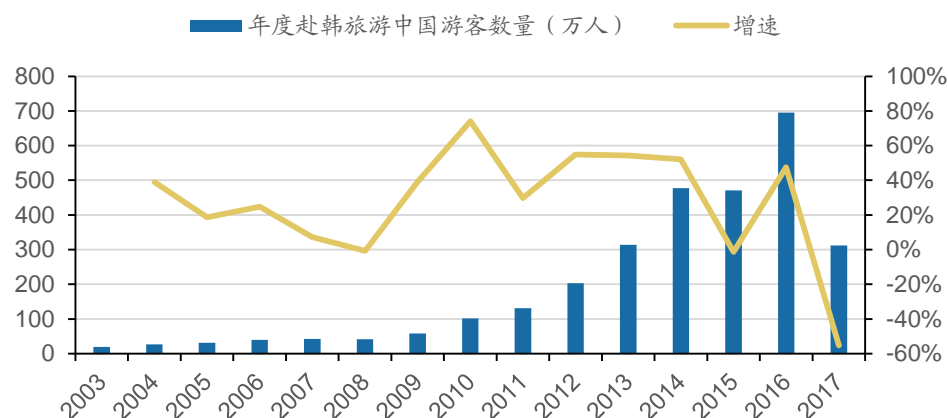
数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

免税店概况：首尔仁川机场免税业务主要由新罗、新世界及乐天运营。T1航站楼：新罗、乐天2015年中标T1航站楼5年免税特许经营权，但由于高扣点率、T2开业分流、新增市区牌照及2017年中国旅客人数减半，乐天于2018年7月终止了其在仁川机场T1航站楼DF1（香化），DF5（皮革制品和时装）和DF8（所有类别）特许权，但仍将继续经营DF3（烟酒类）业务。随后，新世纪免税接手乐天退出的DF1、DF5及DF8特许经营权。T2航站楼：2017年乐天、新罗、新世纪分别中标烟酒、香化及时装配饰类特许经营权，合同期5年，经营面积分别为1407、2105、4899平方米。

仁川机场销售额：香化品类是仁川机场免税销售主要来源，皮革制品销售额增长迅速。根据Moodie Davitt数据，仁川机场2017年销售额21亿美元，同比增长4.1%，其中香化、烟酒及皮革制品类销售额分别为7.7亿、4.5亿、3.0亿美元，同比增长0.5%、4.3%和7.5%，占比36.9%、21.4%和14.3%。

中国赴韩游客人数大幅下降：2015年受MERS影响，入境游客数大减，销售额增速由14年的26.6%下降至3%。但2016年中国赴韩旅游人数猛增至695万，同比增长47%，刺激韩国免税业迅速复苏，销售额同比增长30.3%。2017年中国赴韩旅游人数由16年的695万锐减至312万，同比下降55.1%。

图65：2017年中国游客赴韩旅游人数减半



数据来源：韩国旅游局、广发证券发展研究中心

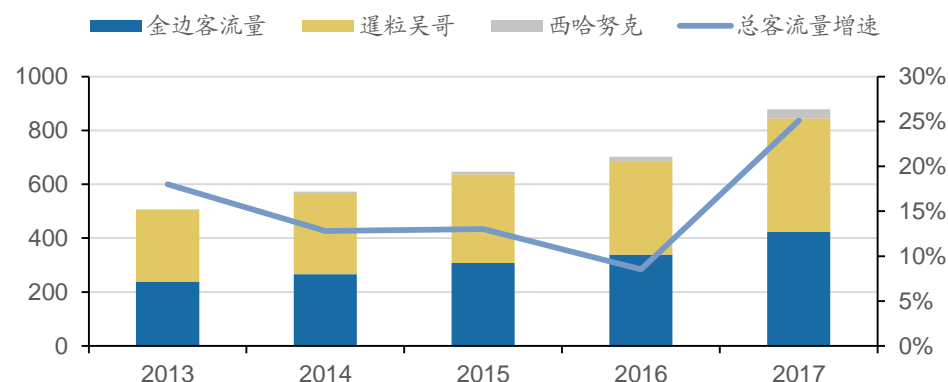
其他东南亚国家：中国出境游客流量增长迅速，机场免税业务空间广阔

柬埔寨免税店概况：Dufry从2002年起经营金边及暹粒吴哥机场免税业务，特许经营权将于2020年到期。金边机场免税经营面积超过2000平方米，暹粒吴哥机场免税经营面积为1464平方米，主要经营香化、珠宝、手表等免税品。

2014-2016年，中免在柬埔寨开设了三家市内免税店，分别位于吴哥、西哈努克港及金边，覆盖了柬埔寨的主要旅客集中地，三家免税店经营面积分别为4500、450和3800平方米，主要经营香化、烟酒、食品等免税品。柬埔寨是中免海外布局的第一步，市内店开设以来，中免与柬埔寨形成了良好的合作关系，随着2020年Dufry在柬埔寨机场免税经营权的到期，中免或有望接管柬埔寨机场免税业务。

柬埔寨机场客流量：柬埔寨机场客流量近几年呈稳定上升趋势，这一方面是由于海外游客数量增加，另一方面则是由于机场扩容计划为客流量增长提供空间。2017年，柬埔寨机场客流量总计879万人，同比增长25.1%，其中中国游客客流量超过100万人。金边、暹粒吴哥、西哈努克机场2017年客流量分别为424万、421万、34万人，同比增长25%、21%、115%。

图66：柬埔寨机场客流量增长迅速



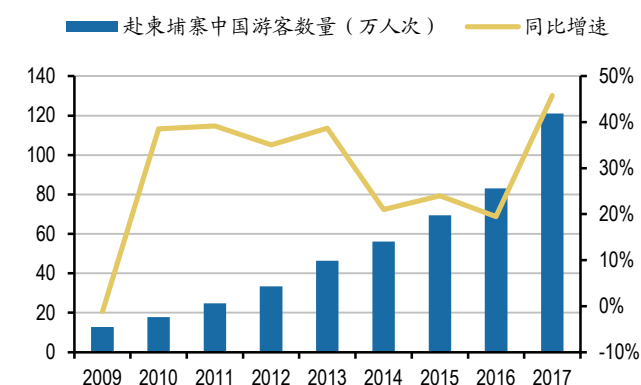
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

越南免税店概况：2018年，乐天免税获得越南金兰机场10年特许经营权，经营面积1680平方米，这是其继2017年岘港机场免税店开业后在越南开设的第二家免税店，主要经营香化、烟酒等免税品类。此外，乐天计划后续将在金兰、岘港、河内、胡志明等地开设市内免税店。

印尼免税店概况：Dufry2013年获得巴厘岛国际机场离境免税经营权，2018年开设印尼首个进境免税店，主要经营香化及烟酒等品类，经营面积约5000平方米，DFS则拥有巴厘岛机场奢侈品、配饰及手表等六种品类特许经营权。此外，乐天2012年获得印尼雅加达机场免税经营权，但由于未能成功续约，已于2017年7月推出雅加达机场，目前雅加达机场免税业务由印尼本土公司运营。

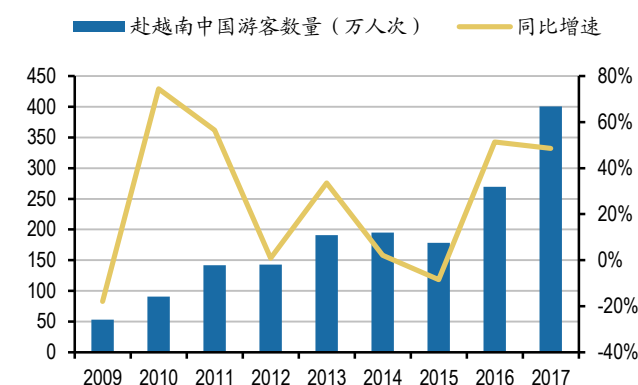
中国游客增长迅速：中国客流量高增长驱动机场免税业务不断发展，东南亚市场潜力巨大。2017年，中国赴柬埔寨、越南、印尼、菲律宾游客数量分别为121万、401万、197万、97万人，同比增长46%、49%、36%和43%。2009年后，中国赴柬埔寨、越南、印尼、菲律宾游客数量增长迅速，同比增速基本上均在20%以上。

图67：17年赴柬埔寨中国游客数量121万人，同比增长46%



数据来源：柬埔寨旅游局、广发证券发展研究中心

图68：17年赴越南中国游客数量401万人，同比增长49%



数据来源：越南旅游局、广发证券发展研究中心

图69：17年赴印尼中国游客数量121万人，同比增长36%

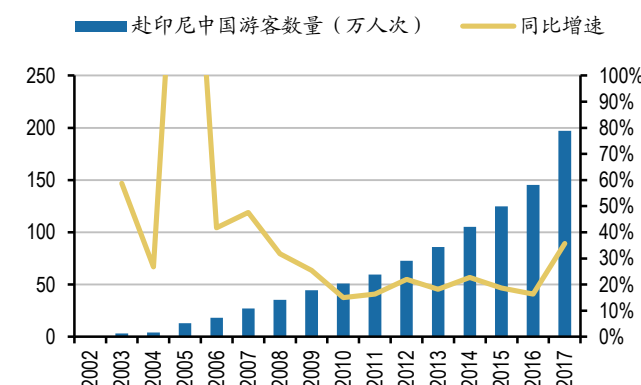
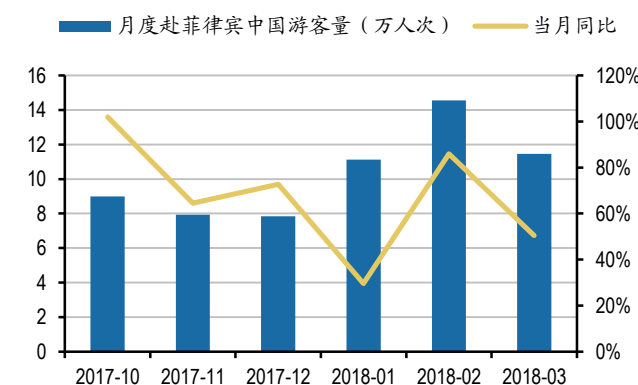


图70：18年3月赴菲律宾中国游客数量11.5万人，同比增长50%



欧洲机场免税：主要免税集团运营，史基浦机场为品牌商直营

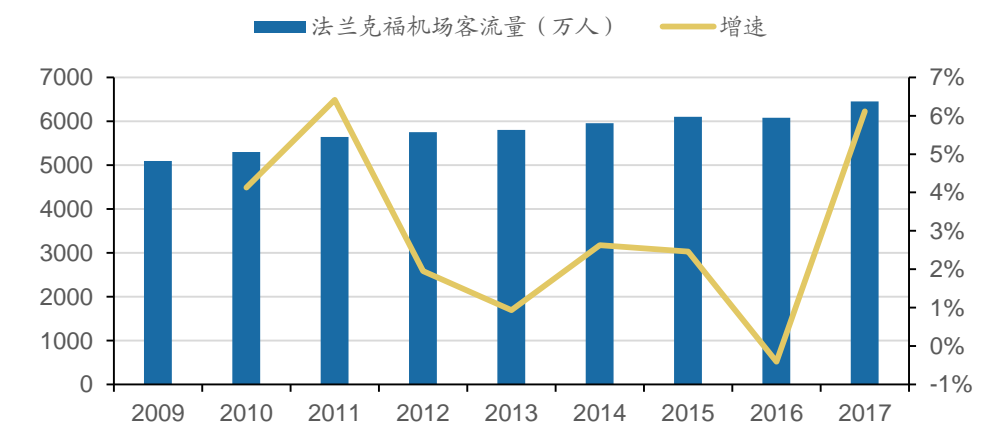
从区域竞争格局来看，欧洲为寡头竞争市场，基本由大型免税集团运营，如法兰克福机场免税业务由Gebr Heinemann与机场合资公司运营，巴黎戴高乐机场免税业务由Lagardère与机场合资公司运营，瑞士苏黎世机场免税业务由Dufry子公司Zurich Duty Free运营，但荷兰史基浦机场较为特别，其免税业务由各品牌店独立运营；而拉丁美洲免税行业市场集中度极高，Dufry在其中市占率超过90%；北美地区则以Dufry旗下Hudson为行业绝对龙头。

法兰克福机场公司：由海涅曼与机场方成立的合资公司运营免税业务

概况：目前，法兰克福机场公司主要负责德国法兰克福机场的运营，同时持有卢布尔雅那等其他25个机场的股权并负责其机场运营或零售区域运营。

机场客流量：2017年，法兰克福机场客流量为6450万人，同比增长6.1%。2009-2011年，由于金融危机后欧洲经济整体回暖，法兰克福机场客流量增速较高，11年增速为6.4%；2011-2016年，机场客流量平稳，年均复合增速仅1.5%；2017年，受到远东及北美地区市场复苏影响，法兰克福机场客流量增速达到6.1%，预计2018年增速将维持在4%-7%之间。

图71：受远东及北美地区市场复苏影响，法兰克福机场17年客流量增速上升



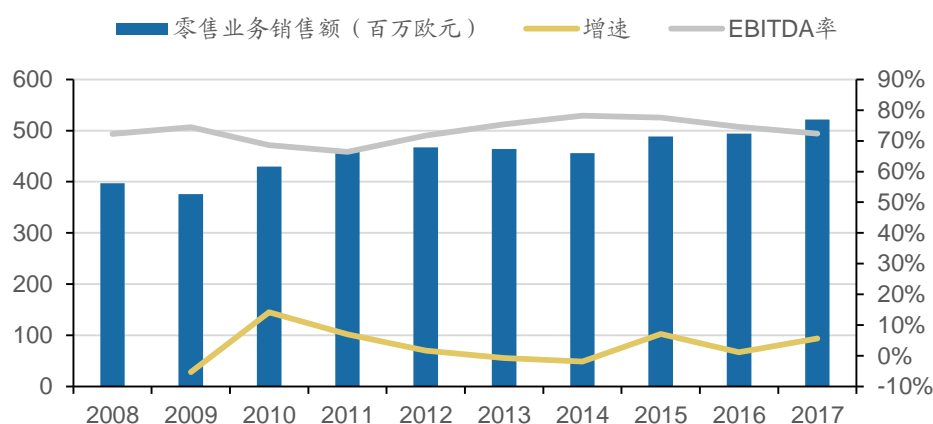
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：德国法兰克福机场免税业务主要由Gebr Heinemann免税集团运营，主要经营香化、皮具、食品及酒类免税业务，两个航站楼商业面积超过3万平方米。2017

年1月，法兰克福机场公司与海涅曼集团正式成立合资企业，负责运营法兰克福机场免税店，两者各持股50%。此外，合资公司推出在线预订及送货上门服务，以拓展客户群体。

机场零售业务销售额：法兰克福机场2017年零售业务销售额为5.2亿欧元（折合人民币40.8亿元），同比增长5.6%，这主要受到机场客流量增速上升影响，零售业务销售额在非航业务中占比26.3%。2014年之前，公司采用合资公司比例合并会计准则，2014年以后，公司采用IFRS 11会计准则，两者口径略有不同。盈利能力方面，法兰克福机场零售业务EBITDA利润率较高，2017年为72.4%，2008-2017年，机场盈利能力基本稳定。

图72：17年法兰克福机场零售业务销售额5.2亿欧元，同比增长5.6%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

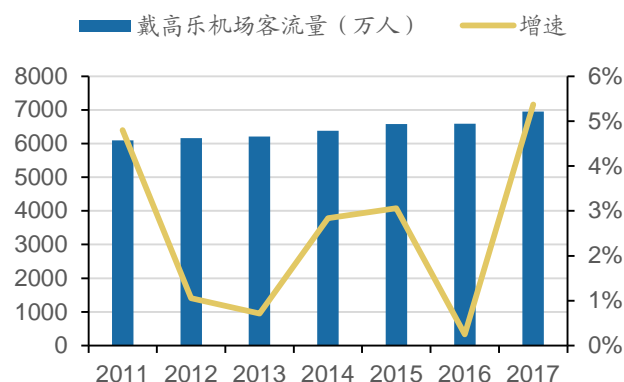
巴黎机场公司：由拉加代尔与机场方成立的合资公司运营免税业务

概况：巴黎机场公司（ADP）主要负责巴黎戴高乐机场和奥利机场的运营，同时参股智利圣地亚哥等7个机场。2017年ADP增持土耳其机场运营商TAV机场公司8.12%股权后控股TAV，持股比例达到46.12%，TAV于2017年下半年正式并表。

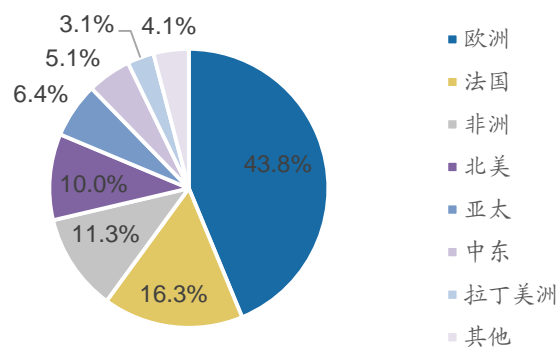
机场客流量：2017年，法国巴黎机场（包括戴高乐机场及奥利机场）客流量1.02亿人，其中戴高乐机场客流量6947万人，同比增长5.4%，2011-2017年，戴高乐机场客流量增速与德国法兰克福机场客流量增速基本一致，主要受到宏观经济因素影响。2017年巴黎机场客流量中，国际旅客占比为83.7%，欧洲（包括法国本国）旅客占比达到60.1%。

图73：巴黎戴高乐机场17年客流量6947万人，同比增长5.4%

图74：17年巴黎机场客流量六成来源于欧洲



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

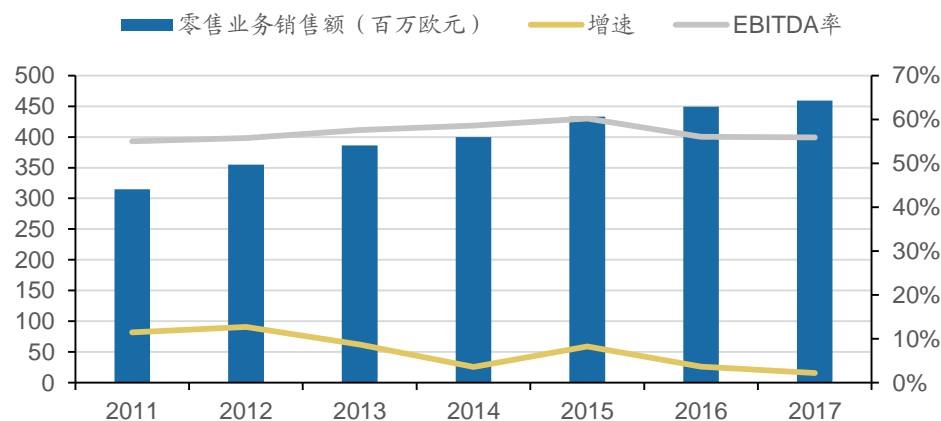


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：巴黎机场免税业务由ADP与拉加代尔2003年成立的合资公司SDA运营其免税业务，拉加代尔及机场方各有50%控制权，主要经营香化、烟酒、食品等免税品，拥有约280家商店。

零售业务销售额：巴黎机场公司2017年零售业务销售额为4.6亿欧元（折合人民币35.9亿元），同比增长2.2%，零售业务销售额在公司非航收入中占比25.4%。盈利能力方面，ADP零售业务部分EBITDA利润率较为稳定，2017年为55.9%，公司零售业务盈利能力较好。

图75：17年巴黎机场公司零售业务销售额4.6亿欧元，同比增长2.2%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

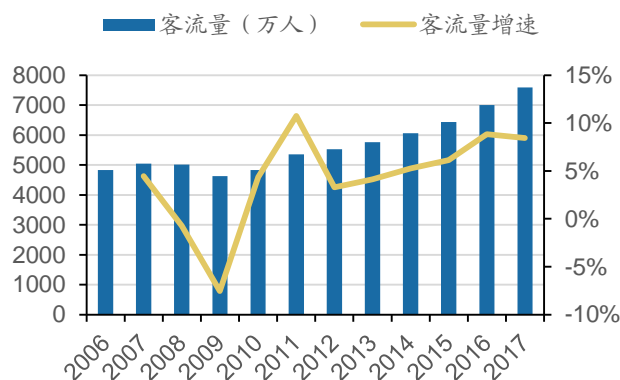
荷兰皇家史基浦集团：机场免税业务由品牌店独立运营

概况：目前，皇家史基浦集团经营荷兰史基浦机场、鹿特丹海牙机场、莱利斯塔德机场和埃因霍温机场并拥有前三者全部股权及埃因霍温51%股权。另外，为了加强国际机场之间的合作，史基浦集团拥有巴黎机场集团44%的股权及布里斯班机场公司25%的股权，并与首尔仁川机场达成战略合作。

机场客流量：2017年，史基浦机场集团客流量7590万人，同比增长8.4%，其中史基浦、鹿特丹及埃因霍温机场客流量分别为6850万（+7.7%）、170万和570万人。在

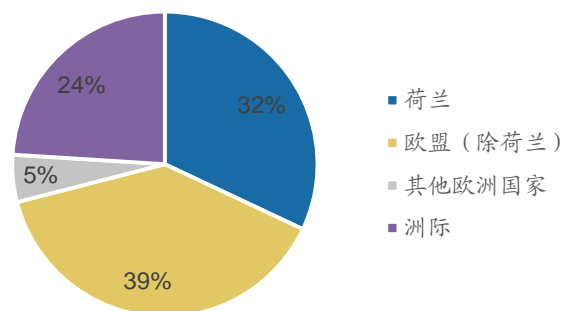
史基浦机场全部旅客中，荷兰本国旅客占到32%，欧洲国家旅客占到76%，国际客流量达到68%，与去年同期相比增长了一个百分点。

图76：17年史基浦机场客流量6850万人，同比增长7.7%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图77：史基浦机场17年欧洲国家客流量占比76%，国际客流量68%

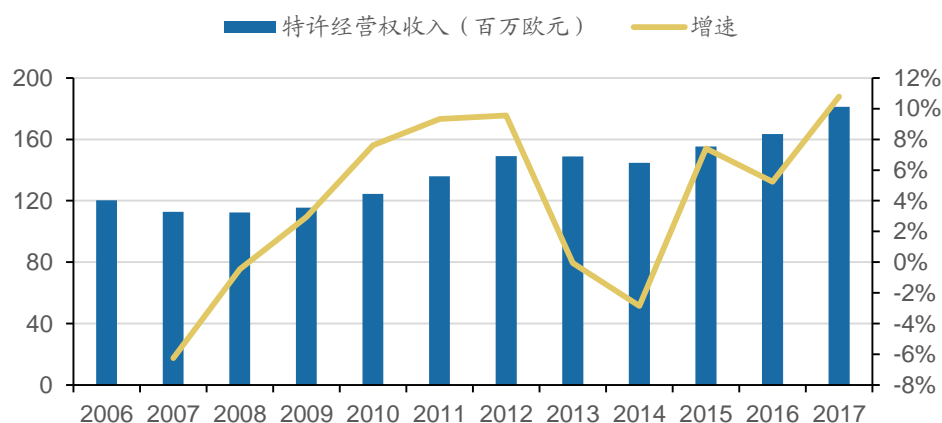


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：荷兰史基浦机场并没有选择与免税公司合作，而是引进单独的品牌店，由其独立运营不同品牌或品类的机场免税业务，以此适应消费者不断变化的消费需求。史基浦机场有超过80家免税购物商店，经营品类有Bvlgari、Hermes等精品，House of Tulips等荷兰纪念品，以及珠宝腕表、烟酒、香化等。

特许经营权收入：2017年，史基浦机场消费品特许经营权收入为1.81亿欧元（折合人民币14.2亿元），同比增长10.8%，在总营收14.6亿欧元中占比12.4%。由于没有大型免税店合作，史基浦机场特许经营权收入较不稳定。

图78：由于没有大型免税店合作，史基浦机场特许经营权收入较不稳定



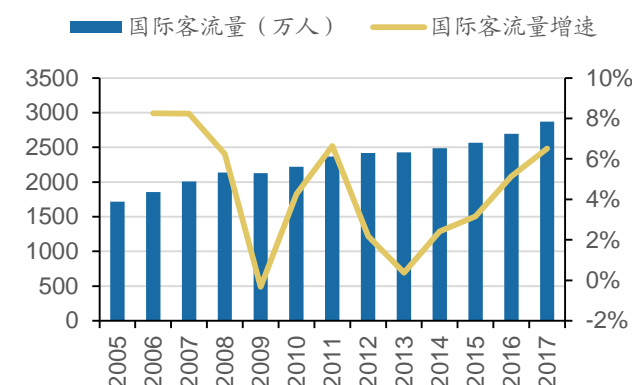
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

瑞士苏黎世机场：免税业务由 DUFY 运营，免税经营权 2028 年到期

概况：苏黎世机场有限公司主要负责瑞士苏黎世机场的运营并持有其全部股权。2017年上半年，苏黎世机场公司竞标成功，获得巴西乌鲁兹国际机场和智利亚哥阿拉塞纳国际机场、塞罗莫雷诺机场经营权。

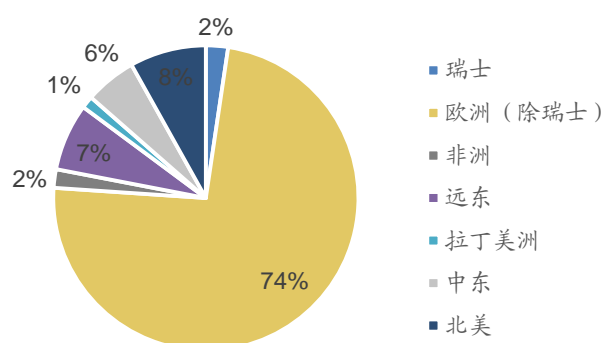
机场客流量：2017年，苏黎世机场总客流量2940万人，同比增长6.5%，国际客流量2871万人，同比增长6.5%。其中除瑞士外的其他欧洲国家旅客占比74%，洲际旅客中，北美、远东、中东旅客占比分别为8%、7%和6%，全部国际旅客占比97.7%。2005-2017年，苏黎世机场国际客流量增速稳定，年复合增速4.4%，同时，苏黎世机场国际客流量在总客流量中占比长期稳定在97%左右。

图79：苏黎世机场17年国际客流量2871万人



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图80：17年苏黎世机场欧洲其他国家旅客占比74%

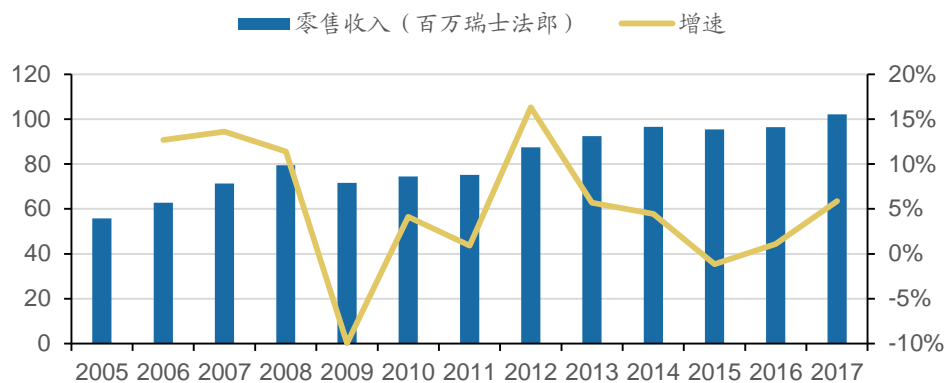


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

免税店概况：2002年，Nuance集团开始在苏黎世机场空侧区域开设零售店；2011年，Nuance在苏黎世机场开设进境免税店；2014年，瑞士旅游零售商Dufry收购Nuance全部股权，交易价格15.5亿瑞士法郎；2016年，Dufry续约苏黎世机场免税业务至2028年，并将对机场免税区域进行全面翻新。Dufry在苏黎世机场经营各类免税业务及品牌专卖店，经营面积超过7000平方米。

零售商品销售额：2017年，苏黎世机场零售业务销售额1.02亿瑞士法郎（折合人民币6.8亿元），同比增长5.9%，在总营收10.37亿瑞士法郎中占比9.9%，在非航空收入4.13亿瑞士法郎中占比24.7%。2011年苏黎世机场进境免税店开始运营后，2012年零售业务销售额显著增长，增速达到16.3%，2016年Dufry续约后，零售业务销售额增速有所回升。苏黎世机场零售业务经营面积超过3万平方米，其中机场空侧零售面积约14200平方米，机场路侧零售面积约19000平方米。

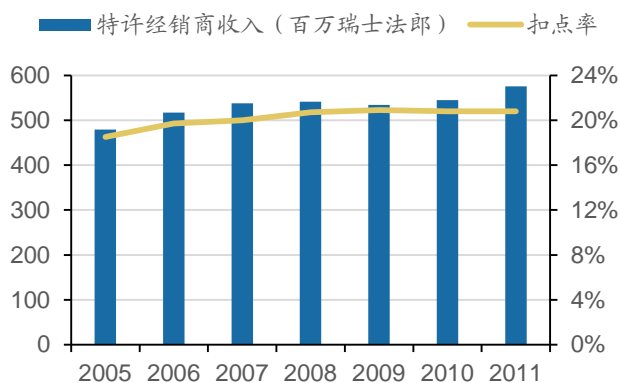
图81：2017年苏黎世机场零售商品收入1.02亿瑞士法郎，同比增长5.9%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

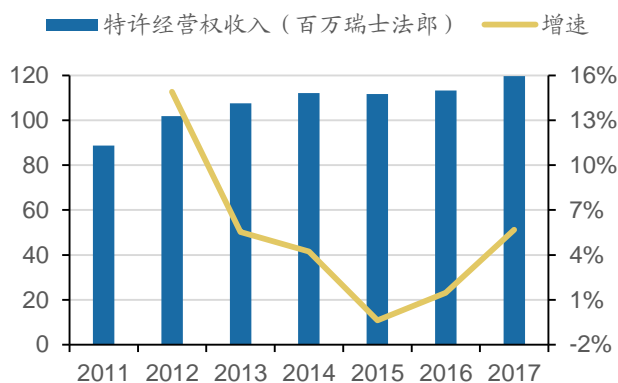
特许经营权收入：根据Moodie Davitt数据显示，2017年苏黎世机场特许经销商收入5.8亿瑞士法郎，同比增长5.7%，扣点率20.8%，特许经营权收入1.2亿瑞士法郎（折合人民币3.0亿元），同比增长5.7%。2011-2017年，机场免税业务扣点率从18.5%提高到20.8%，提高了2.3个百分点，目前稳定在20%左右。

图82：苏黎世机场免税业务扣点率稳定在20%左右



数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

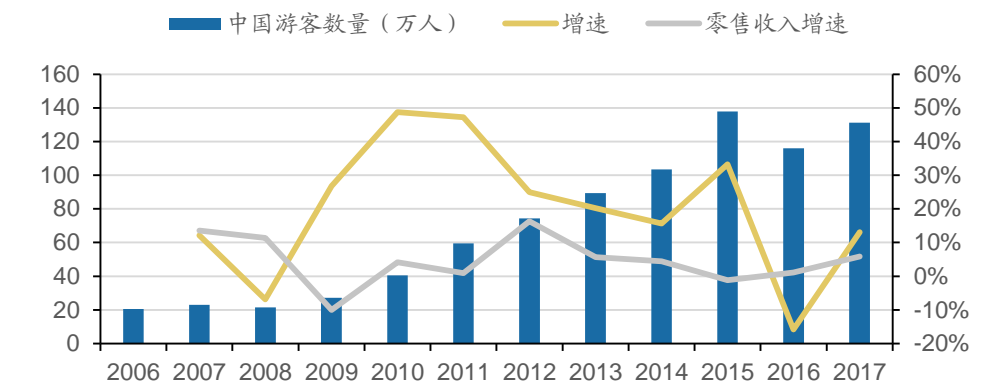
图83：17年特许经营权收入1.2亿瑞士法郎



数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

中国旅客对欧洲机场零售业务影响较小。与东南亚机场相比，欧洲机场零售业务销售额与中国旅客数量相关性较低。2007-2017年，瑞士苏黎世机场零售业务销售额与中国赴瑞士客流量增速常呈反向变动。另外，与东南亚机场相比，欧洲机场零售业务销售额较不稳定，苏黎世机场2009年及2015年经历零售收入下降。

图84：中国旅客对欧洲机场零售业务影响较小



数据来源：瑞士统计局、广发证券发展研究中心

中国国旅：中免集团已占据主要国内机场流量，国际业务有望扩张

2017年以来中国国旅全资子公司中免集团在机场免税业务拓展顺利，先后中标香港机场烟草酒水标段经营权和首都机场T2、T3航站楼国际隔离区免税业务经营权以及广州白云机场T2出境免税项目，并完成日上免税行（中国）有限公司的收购，日上中国于17年4月起并表。2018年2月24日公司拟收购日上上海51%股权，5月3日该事项获得商务部反垄断审查不予禁止审查决定，日上上海有望于18年上半年实现并表。7月21日日上上海中标上海虹桥和浦东机场免税项目。5月24日，中免集团与皇权集团合作获得澳门国际机场为期五年的免税经营牌照。目前中免掌握主要枢纽机场核心流量，收入规模体量跃升有助于提升公司对品牌商溢价能力从而提升整体毛利率，并且日上上海并表以后批发环节将由中免公司统一采购，未来中免机场免税业务盈利可期。

表 12：几大枢纽型机场免税业务中标预期逐步落地

机场	进度	经营范围	机场概况	合作概况	扣点&保底金额
上海浦东国际机场、上海虹桥机场	2018年2月27日，中免公司拟15亿元收购日上上海51%股权；5月3日公告获得商务部反垄断意见通过；7月19日公告日上上海中标浦东和虹桥机场免税店项目；Q2实现并表	运营上海浦东和虹桥机场免税店；虹桥机场2088平方米，浦东机场16915平方米；合同期限自2019年1月1日始至2025年12月31日止（7年）	浦东国际机场2017年接待旅客7000万人次（+6.1%），其中国际旅客2844万人次（+5.3%）；虹桥机场17年国际旅客950万人次	2018年2月27日，中免公司15亿元拟收购日上上海51%股权；在基准日后的过渡期内（不超过一年）日上上海从关联方采购的免税商品将采取零加价的模式，过渡期结束后日上上海的免税商品将由中免公司统一采购。	浦东机场合同期内保底销售提成总额410亿元，虹桥20.71亿元；提成比例为42.5%（浦东T1自2022年起，卫星厅自启用日起始）

首都国际机场	2017年7月5日公告中免集团为首都机场国际区免税业务招标项目第一标段中标人；日上中国于2017年4月1日季度实现并表；2018年2月11日开业	T2 航站楼国际出境隔离区及国际入境区，运营面积约 3603 平方米（中免集团运营）；T3 航站楼，运营面积约 1.14 万平方米（日上中国运营）	首都国际机场 2017 年接待旅客 9579 万人次（+1.5%），其中出境旅客达到 2564 万人次（+4.8%）	2017 年 3 月中免集团收购日上中国 51% 股权	T2: 首年保底经营费用 8.3 亿元，销售额提取比例 47.5%。 T3: 首年保底经营费用 22 亿元，销售额提取比例 43.5%
广州白云机场	2017 年 10 月 9 日白云机场与中免集团签署广州白云机场二号航站楼出境免税店经营合作协议，	T2 航站楼出境 3544 平方米免税店 8 年经营权，即自 2018 年 2 月 1 日至 2026 年 1 月 31 日。	白云机场 2017 年旅客吞吐量为 6581 万人次（+10.2%），2017 年国际航线旅客吞吐量 1511 万人次，同比增长 18.6%	——	月保底销售额 3292 万元，提成比例 35%
	2017 年 5 月 6 日广州白云机场公告与中免集团签署了 进境免税项目 经营合作协议	T1 进境 400 平方米；T2 进境 700 平方米；6 年经营权（可延长 3 年）		——	月保底销售额 5889 万元（T1+T2），提成比例 42%
香港国际机场	2017 年 4 月 5 日成功中标；7 月 11 日正式签订合同；11 月 18 日 Duty Zero 试运营，18 年 7 月 12 日全部面积正式开业。	T1 和 T2 航站楼的烟酒区，共 8 间店铺，运营面积为 3400 平方米	香港国际机场 2017 年接待旅客 7287 人次（+3.3%）	法国拉格代尔公司作为全球第四大免税运营商，业务范围遍及 31 个国家、220 个机场和 700 个火车站，2016 年旅游零售额接近 37 亿欧元	未披露
澳门国际机场	2018 年 5 月 24 日，中免集团联合皇权免税集团获得澳门机场获得澳门机场免税经营权	5 年机场免税经营权，合计 1130 平方米	澳门国际机场 2017 年接待旅客 716.6 人次（+8.1%）	皇权免税集团 1995 年以来一直运营澳门机场免税业务，目前运营南侧区域	未披露

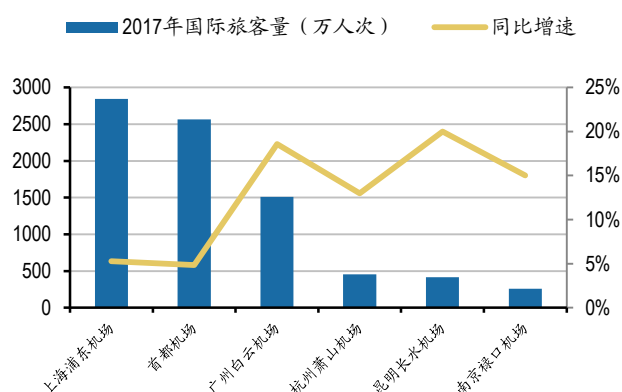
数据来源：公司公告、MoodieDavitt、广发证券发展研究中心

未来核心枢纽机场的免税经营面积增加、渗透率和客单价提升将驱动机场免税业务维持较快增速，而区域枢纽机场的国际航线加密、国际旅客吞吐量的不断提升也将带来其他机场渠道免税收入的不断增长。

从客流量情况来看，截止目前中免集团已经掌握国内核心枢纽机场的免税标段，首都机场（17年国际旅客量2564万人次）、上海浦东和虹桥机场（浦东2844万人次）、广州白云机场（1511万人次）、香港机场（总旅客量7287万人次）以及澳门机场（总旅客量717万人次）。依托枢纽机场庞大中国出境客流量基础，出境人次的稳健增长、免税购物的渗透率和客单价提升有望驱动机场免税销售额稳健增长。未来中免也有望参与部分东南亚机场的国际招标，随着国人出境游不断升温提升中免在国际市场的影响力和竞争能力。

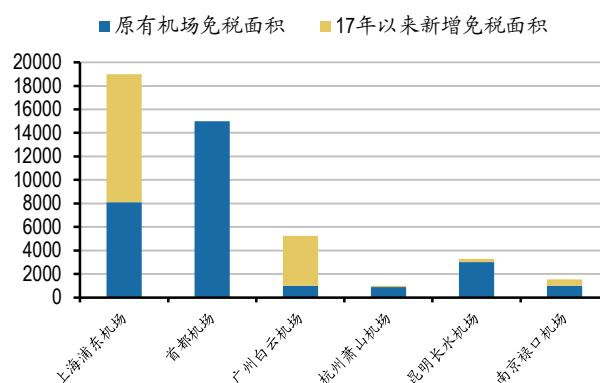
从免税面积来看，虹桥机场现有免税经营面积1500平方米，在新一轮招标后增至2088平方米，浦东机场免税经营面积则由招标前的6600平方米增至16915平方米。近年来多家机场改扩建、增设进境免税店带来机场免税面积大幅增加，有望进一步释放国内居民消费潜力。

图85：17年浦东机场国际旅客量2844万人次，增长5%



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图86：几大机场扩建带来机场免税经营面积扩大



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

今年以来中免集团三亚店购物人次增长快速、采购渠道整合下毛利率提升显著，三亚店的快速成长为公司业绩向好核心驱动力。未来离岛免税政策有望继续放宽，购物额度提升、适用范围和件数等限制放宽将驱动三亚免税店客单价继续提升，经营业绩有望持续增长。公司离岛和机场免税销售规模大幅跃升将强化公司对上游供货商的议价能力，免税业务毛利率有望持续提升，毛利率提升将驱动公司业绩快速增长。此外，针对我国内地居民出境市内免税店政策有望突破，离岛、机场、市内和邮轮等多种形态业务扩展持续，看好公司在政策引导消费回流背景下整合扩张、长期受益我国内地居民消费升级，或成长为一流免税运营商。

风险提示

国际宏观经济环境、地缘政治、事件性因素影响机场国际客流量，宏观经济、汇率等因素影响免税行业需求。

广发煤炭行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2015 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2014 年煤炭行业新财富第一名，水晶球第一名，金牛第一名，2013 年煤炭行业新财富第四名，水晶球第一名，金牛第一名。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 层
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司（以下简称“广发证券”）具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布，只有接收客户才可以使用，且对于接收客户而言具有相关保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。本报告的内容、观点或建议并未考虑个别客户的特定状况，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。