

全球免税行业 2020Q2 全回顾

——免税行业专题系列之（九）

推荐（维持）

2020 年 09 月 20 日

相关报告

《全球免税行业 2020Q1 全回顾——免税行业专题系列之（七）》
20200521

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

研究助理：

团队成员：

投资要点

- **从全球情况看免税行业现状：1) 运量分析：**①全球疫情持续蔓延，海外机场旅客吞吐量同比均下滑九成以上：美国亚特兰大机场 4 月、5 月旅客吞吐量分别同比下滑 98.11%、98.08%；英国希思罗机场 4-6 月分别同比下滑 97%、97%、95%；新加坡樟宜机场 4-6 月下滑最为严重，下滑程度均在 99%以上；韩国仁川机场 4-6 月分别同比下滑 97.3%、97.6%、97.0%；2) **奢侈品行业：**中国人购买力可观，消费回流内地渗透率将持续增长。19 年全球个人奢侈品规模约 2810 亿欧元/+7%，20Q1 预计全球奢侈品消费同比下滑 25%。19 年中国人奢侈品消费达 983.5 亿欧元，占比 35%，内地奢侈品消费额仅占全球的 11%，但从趋势来看内地渗透率已经在不断提升。3) **2019 年旅游零售商排名：**2019 年 Dufry、乐天、新罗、中免、拉加代尔位列前五，20 年中免或将角逐第一。
- **韩国免税行业现状：1) 政策方面：**韩国加大机场租金减免力度，开启国内&线上渠道清库存；2) **免税行业：**20Q2 韩国实现免税销售额 182.70 亿元/+48%。其中外国人、韩国人分别占比 97%、3%，分别同比下滑 40%、90%。外国人市内免税店客单价达 8.0 万元，外国人各渠道整体客单价达 6.2 万元，环比增长 648%。3) **免税集团：**20Q2 乐天、新罗、新世界、HanaTour 分别实现免税收入 34.00、25.78、18.23、0.12 亿元，分别同比下滑 62%、64%、60%、93%。20Q2 乐天、新世界、新罗、现代百货营业利润率及净利率均现大幅度下降至亏损，也是自 2018Q2 以来乐天免税首次亏损，其机场租金高达 1000 亿韩元，随着 9 月份仁川 T1 的合同从保底租金转变为扣点形式，或有所改善。
- **其他地区免税集团情况：1) 销售额：**20Q2 Dufry、拉加代尔、JAT 分别实现旅游零售收入 4、12、1 亿元，分别同比下滑 98%、87%、96%。WHSmith 去年 9 月至今年 2 月实现免税收入 39 亿元。2) **利润率：**20H1，中免公司、JAT、Dufry、拉加代尔分别实现营业利润率 6.13%、-13%、-61%、-22.07%。WHSmith 去年 9 月至今年 2 月营业利润率达 11%。
- **国内免税行业现状：1) 国内运量数据：**二季度我国继续严控国际航班数量，各主要机场出入境旅客进一步下滑。上海机场 4-6 月出入境旅客吞吐量分别同比下滑 98.80%、98.59%、98.21%；首都机场 4-6 月港澳台及国际旅客吞吐量均大幅下滑 99%以上；白云机场 4-6 月出入境旅客分别同比下滑 98.40%、97.94%、97.41%；香港机场 4-6 月旅客吞吐量下滑程度均在 99%以上；海南运量环比显著提升，三亚客流量同比小幅增长。海南各机场客流逐月恢复，三亚凤凰机场旅客量 8 月同比实现正增长 4.09%；海口美兰机场旅客量的同比下滑幅度从 4 月的 58.03%缩小至 8 月的 16.63%；琼州海峡进出岛旅客量 4-7 月的同比下滑幅度分别为 22.1%、4.5%、15%、27.1%。2) **免税行业：**20H1 中免实现营业收入 193.09 亿元/-22.02%，实现归母净利润 9.31 亿元/-71.73%。海南：20H1 海南省离岛免税品零售额 85.72 亿元/+30.7%；7-8 月海南离岛免税销售额达 55.8 亿元/+222%。
- **从供货商看免税行业现状：1) 美妆类：**①**资生堂：**20Q2 实现营收收入 160 亿元/-31.82%。公司免税业务具有较高的盈利水平，即使 20Q2 有所下滑，营业利润率也达 11%。②**爱茉莉：**20Q2 免税业务营业收入同比下滑 47.15%至 12 亿元。2) **酒类：**2020 年 2 月至 2020 年 6 月，保乐力加旅游零售额同比下降 80%。3) **烟草类：**20H1 中烟香港免税渠道销量同比下降 92.7%至 1.27 亿支；营业收入 0.45 亿元/-93.3%。

风险提示：系统性风险、政策风险等。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目录

一、2020 年二季度全球免税梳理	- 4 -
1.1、海外机场二季度运量分析：全球疫情持续，客流下滑九成以上	- 4 -
1.2、奢侈品消费：19 年国人消费带动全球增长，20 年预计下滑 25%	- 4 -
1.3、免税零售商排名情况：Dufry 卫冕，20 年中免或将逐角第一	- 6 -
二、韩国免税近况：Q2 外国人市内店客单价达 8 万元	- 6 -
2.1、加大机场租金减免力度，开启国内&线上渠道清库存	- 6 -
2.2、韩国免税行业现状：销售额回暖，外国人客单价大幅上扬	- 7 -
2.3、韩国免税企业情况	- 8 -
➢ 2.3.1、免税业务占公司整体营收	- 8 -
➢ 2.3.2、韩国免税企业半年度销售额及增速	- 9 -
➢ 2.3.3、韩国免税企业二季度销售额及增速	- 10 -
➢ 2.3.4、韩国免税企业盈利能力分析	- 12 -
三、世界其他地区免税企业情况	- 13 -
3.1、免税业务占公司整体营收	- 13 -
3.2、其他地区免税企业销售情况	- 13 -
➢ 3.2.1、其他地区免税企业半年度销售情况	- 13 -
➢ 3.2.2、其他地区免税企业二季度销售情况	- 14 -
3.3、其他地区免税企业盈利能力分析	- 15 -
四、中国免税近况：海南离岛免税销售额大幅增长	- 16 -
4.1、国内主要机场运量分析：航班数量严控，国际客流进一步下滑	- 16 -
4.2、海南二季度运量分析：机场客流明显恢复	- 17 -
4.3、国内免税行业：海南销售额同比大增，中免创新线上直邮模式	- 18 -
五、从各品类免税供货商看免税行业现状	- 21 -
5.1、美妆类供货商	- 21 -
➢ 5.1.1、资生堂	- 21 -
➢ 5.1.2、爱茉莉太平洋	- 22 -
5.2、酒类供货商：Pernod Ricard	- 23 -
5.3、烟草类供货商：中烟香港	- 23 -
六、从大数据看免税商品：7 月杰西卡的秘密搜索排名	- 24 -
图 1、亚特兰大机场国际旅客吞吐量	- 4 -
图 2、希斯洛机场国际旅客吞吐量	- 4 -
图 3、樟宜机场旅客吞吐量	- 4 -
图 4、仁川机场国际旅客吞吐量	- 4 -
图 5、全球个人奢侈品消费额（十亿欧元）	- 5 -
图 6、全球奢侈品消费-按消费者分	- 5 -
图 7、全球奢侈品消费-按地区分	- 5 -
图 8、中国人全球奢侈品消费占比	- 6 -
图 9、内地奢侈品消费渗透率	- 6 -
图 10、乐天免税店第一阶段清理库存	- 7 -
图 11、乐天免税店第三阶段清理库存	- 7 -
图 12、韩国免税销售额	- 8 -
图 13、分国籍韩国免税销售额	- 8 -
图 14、韩国免税零售商免税销售占比	- 9 -
图 15、乐天半年度免税销售额及增速	- 9 -
图 16、新罗半年度免税销售额及增速	- 9 -
图 17、新世界半年度免税销售额及增速	- 10 -
图 18、现代百货半年度免税销售额及增速	- 10 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

图 19、Hanatour 半年度免税销售额及增速	- 10 -
图 20、二季度乐天免税销售额及增速	- 11 -
图 21、二季度新罗免税销售额及增速	- 11 -
图 22、二季度新世界免税销售额及增速	- 11 -
图 23、二季度现代百货免税销售额及增速	- 11 -
图 24、二季度 Hanatour 免税销售额及增速	- 11 -
图 25、免税业务半年度营业利润率对比-韩国	- 12 -
图 26、二季度免税业务营业利润率对比-韩国	- 12 -
图 27、免税业务半年度净利率对比-韩国	- 12 -
图 28、二季度免税业务净利率对比-韩国	- 12 -
图 29、其他地区免税零售商免税销售占比	- 13 -
图 30、Dufry 半年度旅游零售销售额及增速	- 14 -
图 31、拉加代尔半年度旅游零售销售额及增速	- 14 -
图 32、JAT 半年度免税销售额及增速	- 14 -
图 33、WHSmith 半年度免税销售额及增速	- 14 -
图 34、二季度 Dufry 旅游零售销售额及增速	- 15 -
图 35、二季度拉加代尔旅游零售销售额及增速	- 15 -
图 36、二季度 JAT 免税销售额及增速	- 15 -
图 37、半年度免税业务营业利润率对比-其他地区	- 16 -
图 38、二季度免税业务营业利润率对比-其他地区	- 16 -
图 39、上海机场出入境旅客吞吐量	- 16 -
图 40、首都机场出入境旅客吞吐量同比增速	- 16 -
图 41、白云机场出入境旅客吞吐量	- 17 -
图 42、香港国际机场旅客吞吐量	- 17 -
图 43、凤凰机场旅客吞吐量	- 17 -
图 44、美兰机场旅客吞吐量	- 17 -
图 45、琼州海峡进出岛旅客量	- 18 -
图 46、公司半年度营收规模情况（亿元）	- 18 -
图 47、公司半年度利润规模情况（亿元）	- 18 -
图 48、海南 1-8 月份离岛免税销售额情况	- 20 -
图 49、海南 7-8 月份离岛免税日均销售额情况	- 20 -
图 50、资生堂免税业务销售占比	- 21 -
图 51、资生半年度免税业务销售额及增速	- 21 -
图 52、资生堂二季度免税业务销售额及增速	- 21 -
图 53、资生堂半年度营业利润率	- 22 -
图 54、资生堂二季度营业利润率	- 22 -
图 55、爱茉莉免税业务销售占比	- 22 -
图 56、爱茉莉半年度免税业务销售额及增速	- 23 -
图 57、爱茉莉二季度免税业务销售额及增速	- 23 -
图 58、中烟香港半年度免税业务销售额及增速	- 23 -
图 59、中烟香港半年度毛利率情况	- 23 -
表 1、全球前十旅游零售商排名	- 6 -
表 2、20Q2 韩国免税新闻梳理	- 7 -
表 3、20Q2 韩国免税各渠道情况	- 8 -
表 4、公司半年度业绩拆分（亿元）	- 19 -
表 5、2020 年 7 月杰西卡的秘密搜索排名	- 24 -

报告正文

一、2020 年二季度全球免税梳理

1.1、海外机场二季度运量分析：全球疫情持续，客流下滑九成以上

20Q2 全球疫情持续蔓延，海外机场旅客吞吐量同比均下滑九成以上：美国亚特兰大机场 4-6 月旅客吞吐量分别同比下滑 98%、98%、97%；英国希思罗机场 4-6 月分别同比下滑 97%、97%、95%；新加坡樟宜机场 4-6 月下滑最为严重，下滑程度均在 99%以上；韩国仁川机场 4-6 月分别同比下滑 97.3%、97.6%、97.0%。

图1、亚特兰大机场国际旅客吞吐量

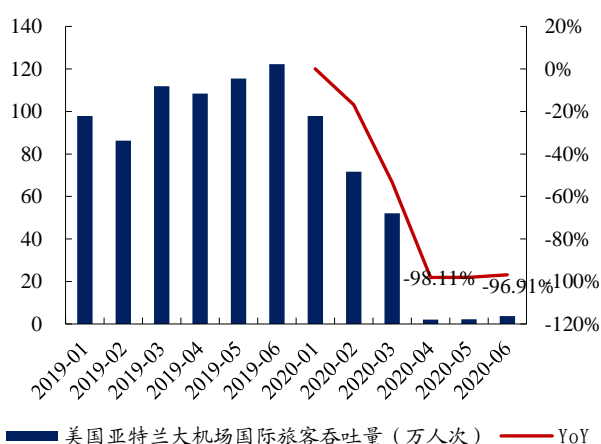
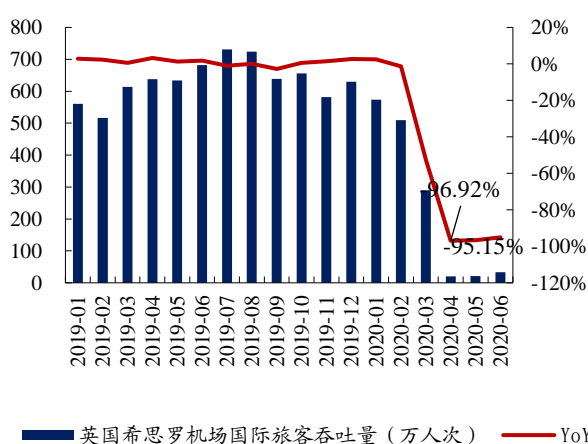


图2、希思罗机场国际旅客吞吐量



资料来源：亚特兰大机场，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：希思罗机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图3、樟宜机场旅客吞吐量

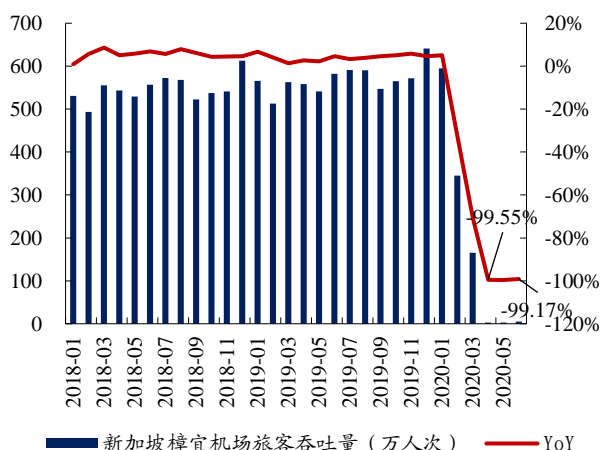
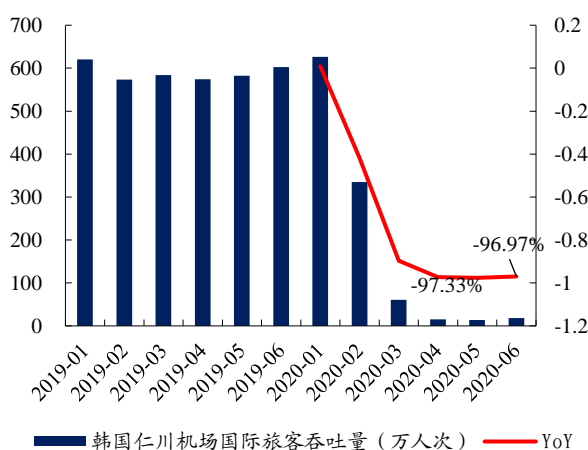


图4、仁川机场国际旅客吞吐量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：仁川机场，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、奢侈品消费：19 年国人消费带动全球增长，20 年预计下滑 25%

奢侈品消费回流，内地渗透率将持续增长。据贝恩咨询预计，2019 年全球个人奢侈品规模可达 2810 亿欧元，同比增长 7%，中国人奢侈品消费依旧是全球奢侈品

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

消费增长的主要动力之一。2020Q1，预计全球奢侈品消费同比下滑 25%，不考虑疫情持续蔓延的情况下，预计全年也将下滑 610-1000 亿欧元。

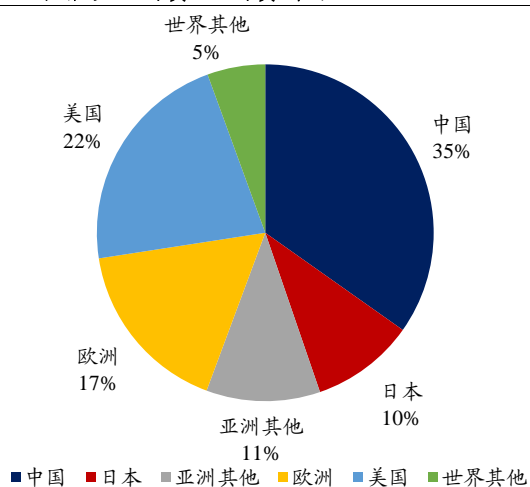
图5、全球个人奢侈品消费额（十亿欧元）



资料来源：贝恩咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

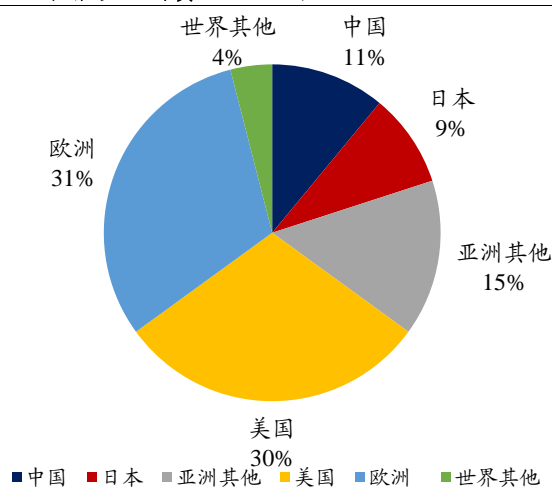
按消费者划分，2019 年中国消费者贡献了全球 35% 的奢侈品消费，达 983.5 亿欧元；按地区划分，2019 年中国内地的奢侈品消费额仅占全球的 11%，则仅有 31% 的国人奢侈品消费发生在大陆。但是从趋势来看，内地奢侈品的渗透率已经在不断提升，此外，疫情期间出境游受限，利好国内奢侈品消费市场，据贝恩咨询预计，2025 年内地奢侈品渗透率或可达 50%。

图6、全球奢侈品消费-按消费者分



资料来源：贝恩咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、全球奢侈品消费-按地区分



资料来源：贝恩咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图8、中国人全球奢侈品消费占比

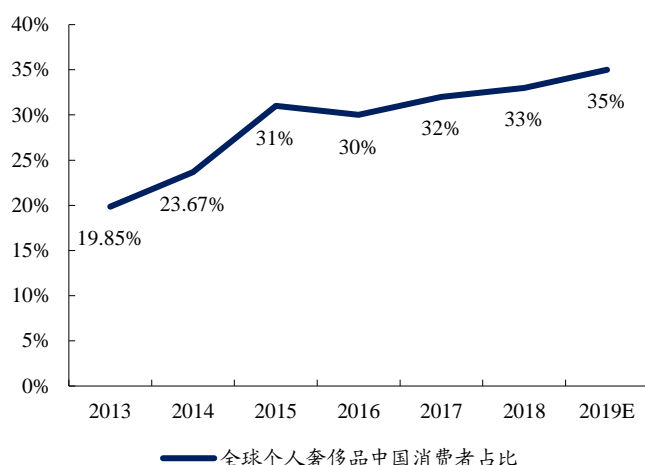
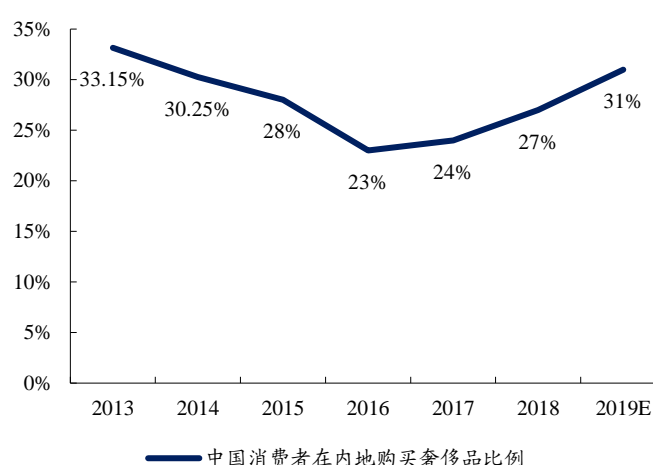


图9、内地奢侈品消费渗透率



资料来源：贝恩咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：贝恩咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

1.3、免税零售商排名情况：Dufry 卫冕，20 年中免或将逐角第一

Dufry 卫冕全球第一大旅游零售商，20 年中免或将逐角第一。2019 全球排名前 3 的旅游零售商分别为 Dufry、乐天和新罗，中国中免排名第 4 位，拉加代尔排名第 5 位，与 2018 年排名持平。由于海南离岛免税政策的开放及疫情影响海外免税市场，穆迪报告预计中国中免或将逐角 2020 年旅游零售商首位。

表1、全球前十旅游零售商排名

排名	2017	2018	2019
1	Dufry Group	Dufry Group	Dufry Group
2	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free	Lotte Duty Free
3	Lagardère Travel Retail	The Shilla Duty Free	The Shilla Duty Free
4	DFS Group	China Duty Free Group	China Duty Free Group
5	The Shilla Duty Free	Lagardère Travel Retail	Lagardère Travel Retail
6	Gebr Heinemann	Gebr Heinemann	DFS Group
7	King Power International Group (Thailand)	DFS Group	Gebr Heinemann
8	China Duty Free Group	King Power International Group (Thailand)	Shinsegae Duty Free
9	Ever Rich Duty Free	Shinsegae Duty Free	King Power International Group (Thailand)
10	Dubai Duty Free	Dubai Duty Free	Ever Rich Duty Free

资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

二、韩国免税近况：Q2 外国人市内店客单价达 8 万元

2.1、加大机场租金减免力度，开启国内&线上渠道清库存

韩国政府宣布将大型零售商的租金减免从 20% 提高到 50%，小型特许经营商的租金减免从 50% 提高到 75%，并允许免税商通过各种渠道销售库存商品。各免税店近期多次在国内、线上渠道销售免税商品库存。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

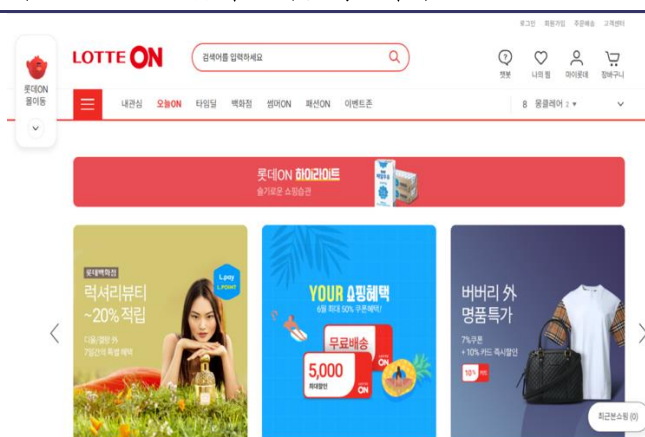
- 6 -

表2、20Q2 韩国免税新闻梳理

国家	时间	主要内容
韩国	2020/4	新罗酒店完成对 3Sixty Duty Free 44%的股权收购。
	2020/4	韩国海关总署宣布，允许免税商通过一系列渠道出售免税库存商品（缴纳进口税后）。
	2020/4	韩国新罗免税店在考拉海购直播。
	2020/5	Grand Duty Free 被指定为首尔金浦国际机场入境免税店特许经营权的优先投标人。
	2020/5	新世界免税店会员可以将其账户连接到 MiLk APP,在新世界免税店累积的积分可实时应用。
	2020/5	受疫情危机影响，乐天免税店和新罗免税店将于 6 月 1 日起关闭各自在济州市区的店铺。
	2020/6	新罗免税店 6 月 19 日宣布，将于下周开始在韩国国内渠道内出售免税库存。
	2020/6	乐天免税店今天开始签订为期 6 年的新加坡樟宜机场烟酒特许经营合同，接替 DFS 集团。乐天免税店将在樟宜机场的四个航站楼内经营 18 家烟酒商店，零售面积超过 8000 平方米。
	2020/6	吉野酒业与乐天免税店合作，在新加坡樟宜机场推出 Kamiki 和 Umiki 日本威士忌。
	2020/6	乐天免税店将从 6 月 23 日开始通过国内渠道销售约 1650 万美元免税库存。
	2020/6	乐天免税店将于 7 月 1 日开始第二阶段出售免税品库存。
	2020/6	韩国政府宣布了一项针对所有仁川国际机场特许经营商的大幅提升的减免方案——将大型零售商的租金减免从 20%提高到 50%，小型特许经营商的租金减免从 50%提高到 75%。
	2020/7	大韩航空已初步同意以近 8.4 亿美元将其机上免税和餐饮服务部门出售给韩国第二大私募股权公司 Hahn & Company。
	2020/7	乐天免税店进一步与银联的合作，允许中国顾客使用银行卡的银联服务进行在线支付。
	2020/7	乐天免税店于 7 月 22-31 日举办第三阶段免税品库存销售活动。此次销售涵盖了 28 个国际品牌的约 800 种产品，包括 YSL、Gucci、Prada、Bally、Givenchy 等。
	2020/7	乐天免税店在首尔明洞旗舰店的一楼设立了高科技区 "Smart Store"，于 3 月推出，未来将把这一概念推广到其他门店，面积 520 平方米，主要经营化妆品、香水、美容仪器等产品。
	2020/7	乐天免税店举办针对韩国顾客的在线时尚促销活动 "LDF Live"。在 12 点进行的长达 1 小时的直播中，11 个热门时尚品牌的折扣高达 50%。

资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、乐天免税店第一阶段清理库存



资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

图11、乐天免税店第三阶段清理库存



资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、韩国免税行业现状：销售额回暖，外国人客单价大幅上扬

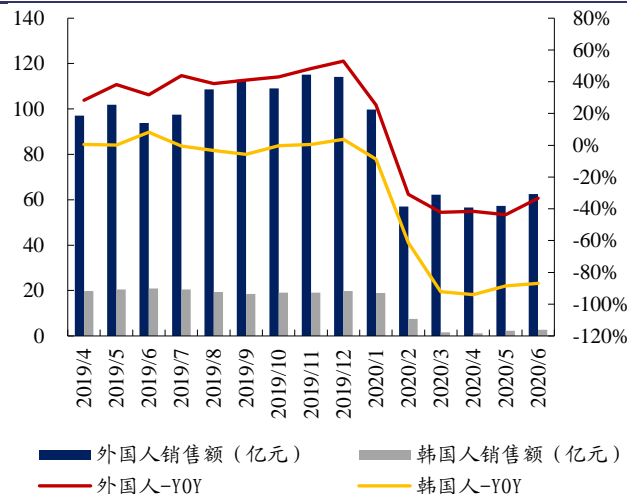
从销售额来看，2020Q2 韩国实现免税销售额 182.70 亿元，同比下滑 48%。其中外国人累计消费 176.45 亿元，韩国人消费 6.25 亿元，分别占比 97%、3%，分别同比下滑 40%、90%，外国消费者依旧是韩国免税消费的主力军。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图12、韩国免税销售额



图13、分国籍韩国免税销售额



资料来源：韩国免税协会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：韩国免税协会，兴业证券经济与金融研究院整理

各渠道销售情况来看，外国游客偏爱在市内免税店购物，二季度外国人市内免税店销售额达 170.48 亿元。**购物率来看**，外国人购物比例远高于韩国人购物率，约为 4 倍。**客单价来看**，外国人市内免税店客单价达 8.0 万元，外国人各渠道整体客单价达 6.2 万元，环比增长 648%。由于疫情期间出入境限制较多，代购为保证供货大幅提升单次采购额。

表3、20Q2 韩国免税各渠道情况

	市内	QoQ	口岸出境	QoQ	口岸入境	QoQ	其他	合计	QoQ
总销售额（亿元）	170.42	-19%	6.17	-76%	0.03	-95%	6.07	182.69	-25%
本国销售额（亿元）	-0.06	-101%	0.26	-97%	0.03	-95%	6.02	6.25	-77%
外国销售额（亿元）	170.48	-15%	5.91	-62%	0.00	-91%	0.05	176.45	-18%
总购物人次（万人次）	26.3	-89%	9.6	-96%	0.5	-94%	102.3	138.6	-78%
本国购物人次（万人次）	5.0	-95%	3.5	-98%	0.4	-94%	101.4	110.3	-69%
外国购物人次（万人次）	21.3	-85%	6.1	-95%	0.1	-86%	0.9	28.3	-89%
总购物率	122.3%	79.1pct	44.6%	-2.9pct	2.2%	0.9pct	——	169.1%	77.0pct
本国人购物率	42.3%	-881.9pct	29.8%	-12.1pct	3.6%	1.6pct	——	75.7%	2.5pct
外国人购物率	218.9%	150.7pct	62.6%	4.8pct	0.6%	0.4pct	——	282.1%	155.8pct
整体客单价（元）	64,901	661%	6,440	577%	584	-19%	593	13,177	235%
韩国人客单价（元）	-125	-111%	748	11%	607	-16%	594	566	-26%
外国人客单价（元）	80,100	459%	9,717	638%	405	-37%	550	62,270	648%

资料来源：韩国免税协会，韩国旅游协会，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：1、购物率=购物人次/单边出（入）境人次；客单价=销售额/购物人次；

2、一位游客可多次在免税店购买商品，故购物率较高；

3、合计购物率的计算中，由于“其他”渠道包含韩国人在济州岛的离岛免税消费，并非出入境旅客，故剔除该部分。

2.3、韩国免税企业情况

2.3.1、免税业务占公司整体营收

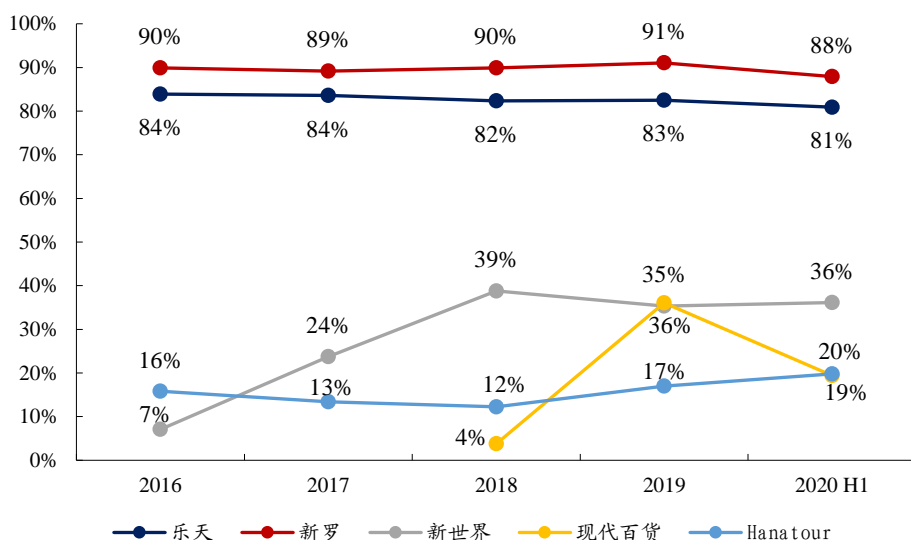
从免税销售占比来看，乐天和新罗免税销售额占营收比较高，超过 80%。新世界

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 8 -

和 Hanatour 免税业务都是 2016 年起步，新世界占比在 30%-40%，Hanatour 销售占比在 10%-20%。现代百货 2018 年开展免税业务，呈迅猛上升趋势，2019 年销售占比超过 30%，但受新冠疫情影响，2020H1 销售占比下降至 19%。

图14、韩国免税零售商免税销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3.2、韩国免税企业半年度销售额及增速

从半年度免税销售情况来看，2020 上半年乐天、新罗、新世界、Hanatour 分别实现免税收入 85.14、75.58、47.14 亿元，分别同比下滑 50%、47%、46%、57%。现代百货实现免税收入 25.23 亿元，同比增长 22.71%，主要由于现代百货开设第二家市区免税店。

图15、乐天半年度免税销售额及增速

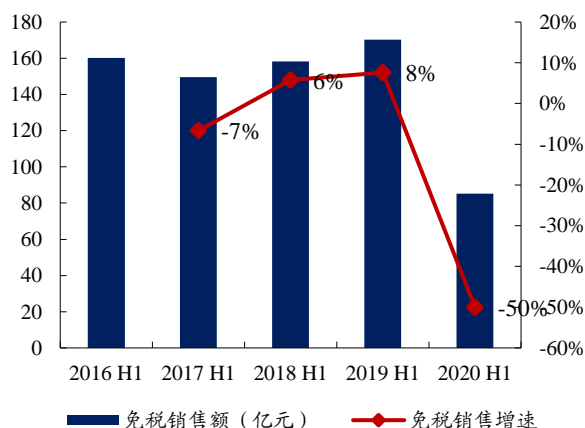
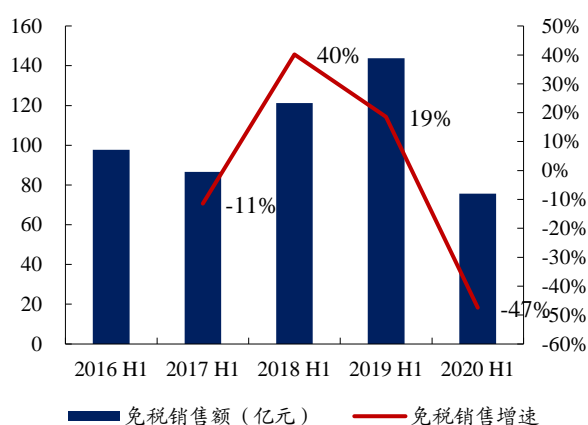


图16、新罗半年度免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、新世界半年度免税销售额及增速

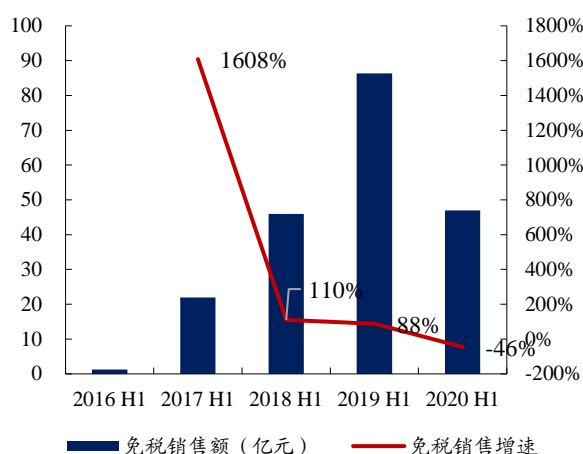
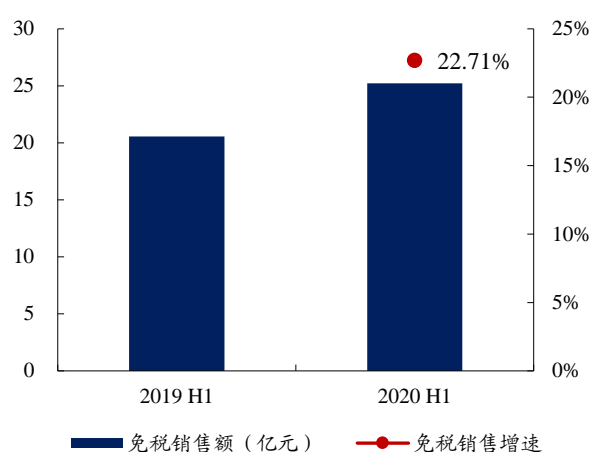


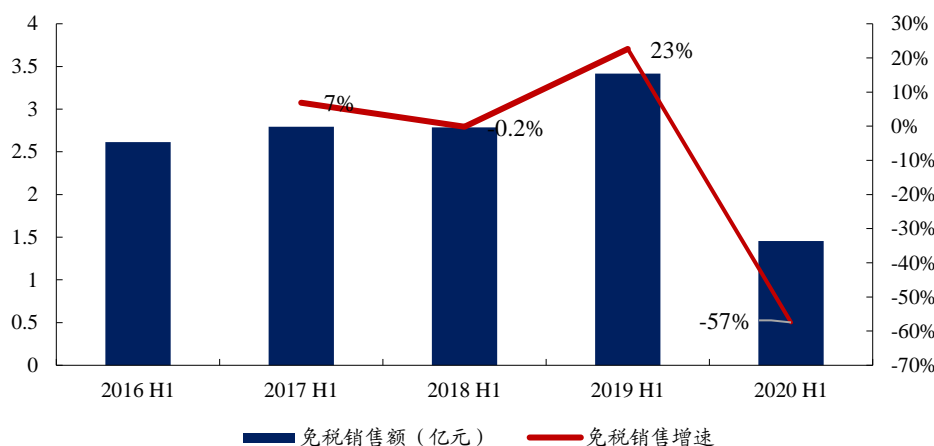
图18、现代百货半年度免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图19、Hanatour 半年度免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：免税数据采用 SM 免税店销售数据

2.3.3、韩国免税企业二季度销售额及增速

2020Q2 乐天、新罗、新世界、Hanatour 分别实现免税收入 34.00、25.78、18.23、0.12 亿元，分别同比下滑 62%、64%、60%、93%。现代百货实现免税收入 14.50 亿元，同比增长 28%，主要是由于首尔东大门开设的第二家市内免税店增加收入，并通过严格的成本削减措施减轻了损失。

图20、二季度乐天免税销售额及增速

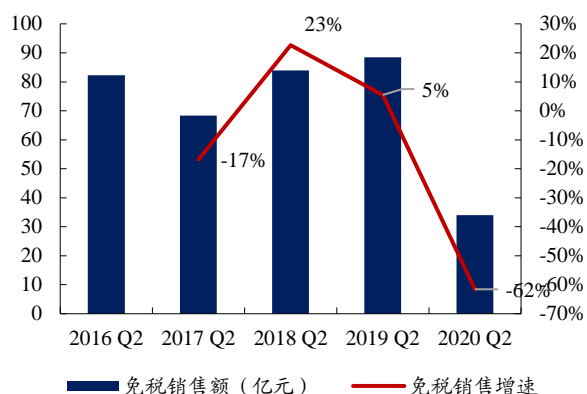
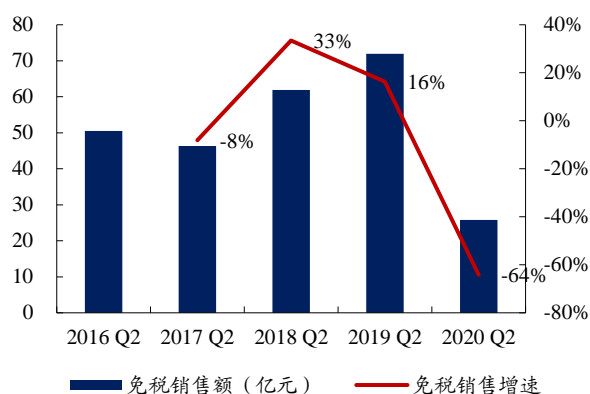


图21、二季度新罗免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、二季度新世界免税销售额及增速

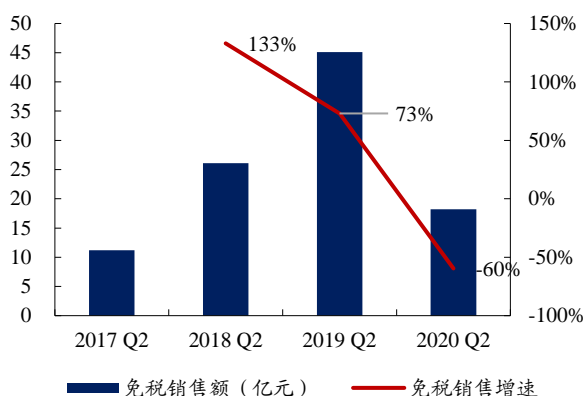
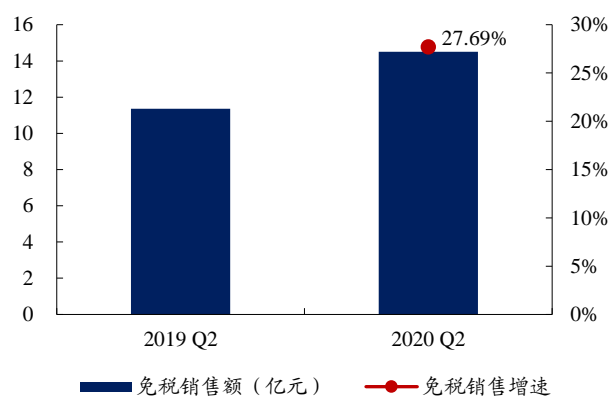


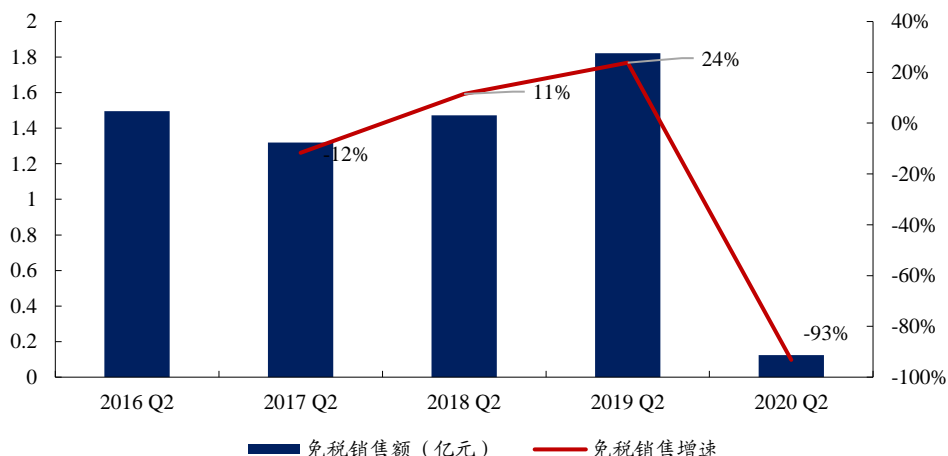
图23、二季度现代百货免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图24、二季度 Hanatour 免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：免税数据采用 SM 免税店销售数据

2.3.4、韩国免税企业盈利能力分析

从营业利润率来看，乐天、新世界、新罗维持在 5% 左右，HanaTour 和现代百货的免税业务半年度营业利润率始终为负，但有逐渐上升趋势，整体 2020H1 营业利润率均为负。2020Q2 乐天、新世界、新罗、现代百货营业利润率均出现较大幅度下降，也是自 2018Q2 以来乐天免税首次亏损，其原因机场租金高达 1000 亿韩元，随着 9 月份仁川 T1 的合同从保底租金转变为扣点形式，该情况会有所改善。

从净利率来看，除 2020H1 以外，新罗半年度净利率保持在 1-4% 左右，新世界、HanaTour 净利率均为负。2020Q2 受疫情影响，各家公司均亏损，其中 HanaTour 亏损最为严重。

图25、免税业务半年度营业利润率对比-韩国

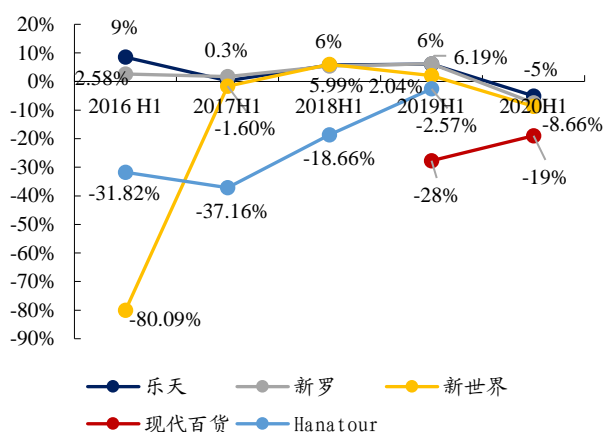
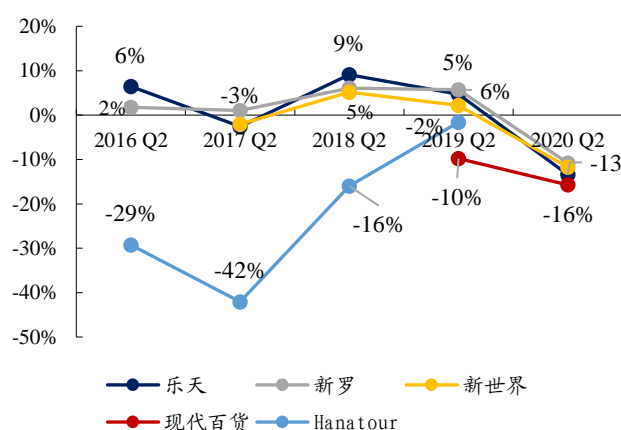


图26、二季度免税业务营业利润率对比-韩国



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：HanaTour 免税数据采用 SM 免税店销售数据

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：HanaTour 免税数据采用 SM 免税店销售数据

图27、免税业务半年度净利率对比-韩国

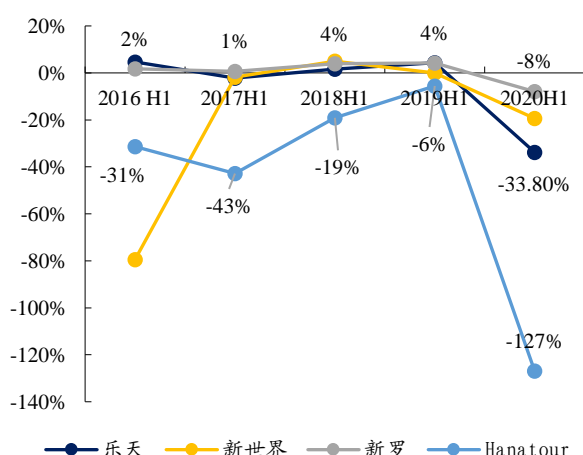
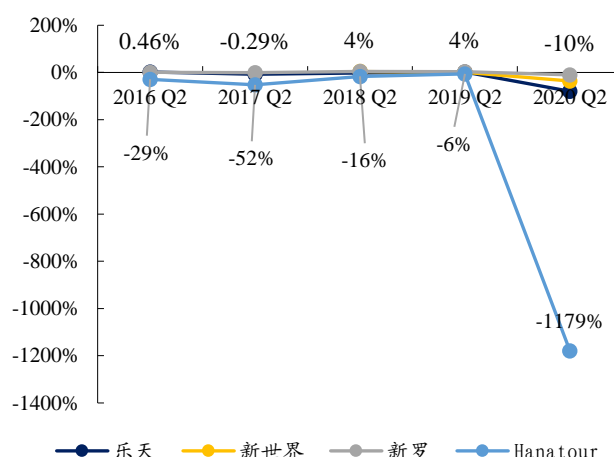


图28、二季度免税业务净利率对比-韩国



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：HanaTour 免税数据采用 SM 免税店销售数据

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：HanaTour 免税数据采用 SM 免税店销售数据

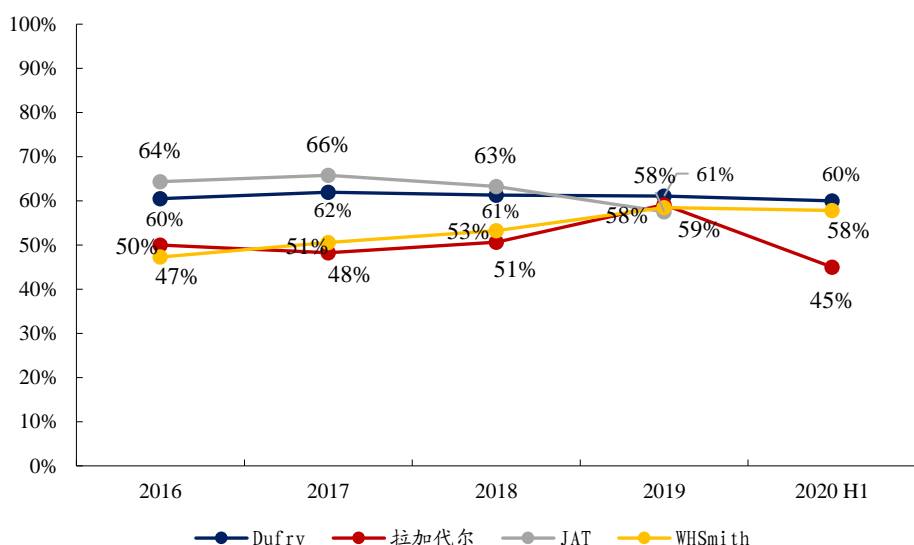
三、世界其他地区免税企业情况

3.1、免税业务占公司整体营收

Dufry、拉加代尔、WHSmith、日本机场航站楼（JAT）在 2019 年旅游零售商分别位列第 1、5、14、15 名，是国际上具有代表性的免税企业。

从销售占比来看，2020 半年度 Dufry、拉加代尔免税业务收入分别占比 61%、59%；JAT 去年 4 月至今年 3 月免税业务收入占比 63%；WHSmith 去年 9 月至今年 2 月免税业务收入占比 58%，都是各公司的主要收入来源。

图29、其他地区免税零售商免税销售占比



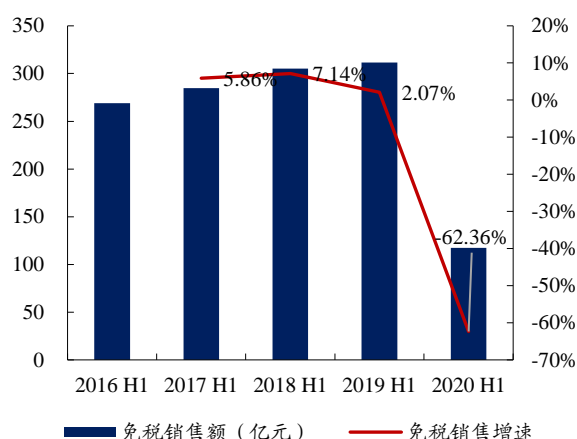
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、其他地区免税企业销售情况

3.2.1、其他地区免税企业半年度销售情况

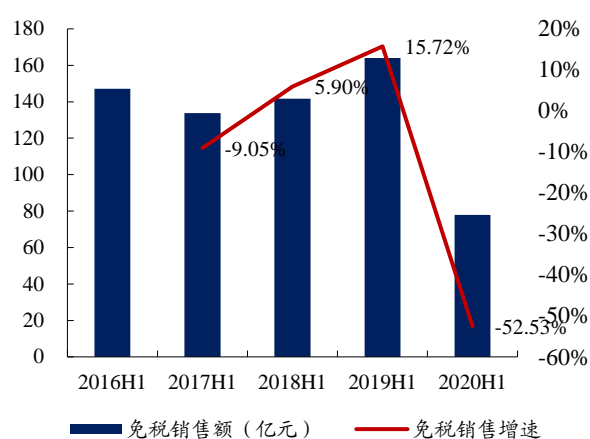
从半年度免税销售情况来看，2020H1 Dufry、拉加代尔和 JAT 实现免税收入 117、78、18 亿元，下滑严重，下滑程度分别为 62.36%、52.53%、68.25%；WHSmith 去年 9 月至今年 2 月实现免税收入 39 亿元。

图30、Dufry 半年度旅游零售销售额及增速



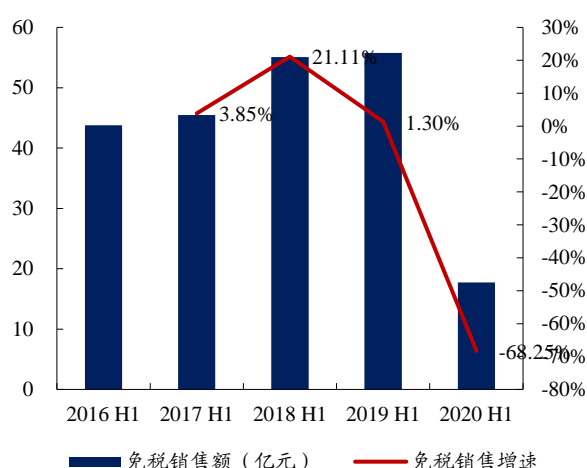
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：Dufry 采用整体旅游零售数据

图31、拉加代尔半年度旅游零售销售额及增速



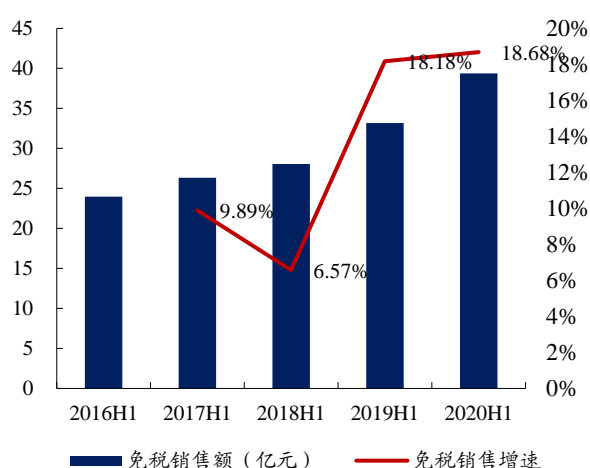
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：拉加代尔采用整体旅游零售数据

图32、JAT 半年度免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图33、WHSmith 半年度免税销售额及增速

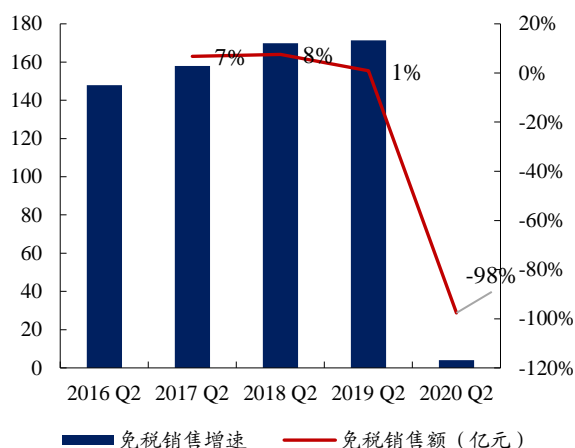


资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：WHSmith 的 20H1 区间为 19 年 9.1-20 年 2.29

3.2.2、其他地区免税企业二季度销售情况

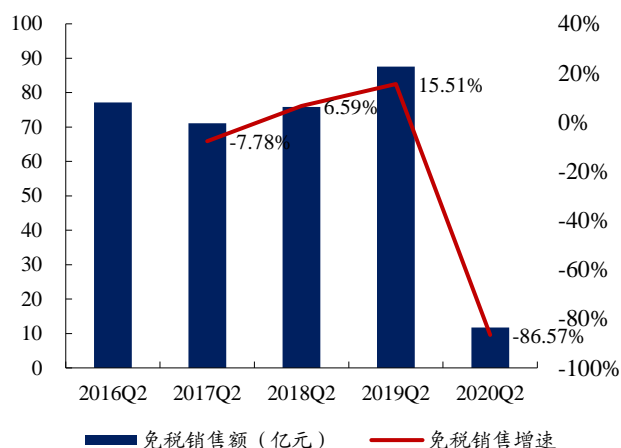
从二季度免税销售情况来看，20Q2 Dufry、拉加代尔、JAT 分别实现免税收入 4、12、1 亿元，均有大幅的下滑，其中 Dufry 免税收入同比下降 98%，拉加代尔同比下降 86.57%，JAT 同比下降 96.44%。

图34、二季度 Dufry 旅游零售销售额及增速



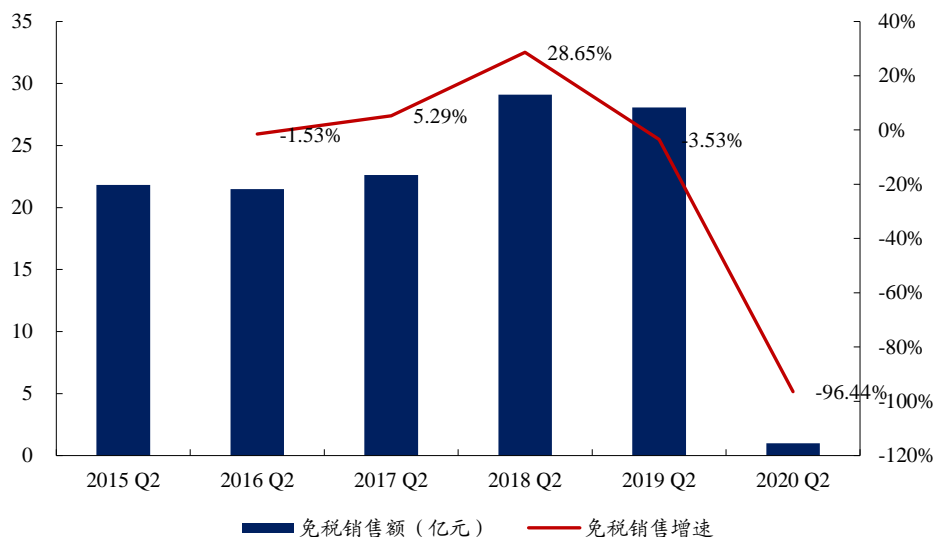
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：Dufry 采用整体旅游零售数据

图35、二季度拉加代尔旅游零售销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：拉加代尔采用整体旅游零售数据

图36、二季度 JAT 免税销售额及增速

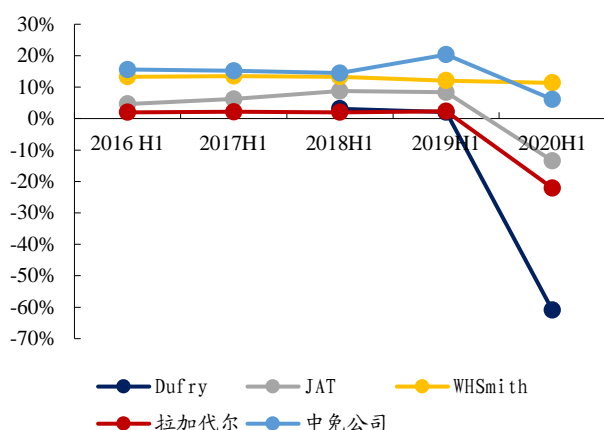


资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：选取当年 4.1-6.30 数据而非 JAT 财年二季度数据

3.3、其他地区免税企业盈利能力分析

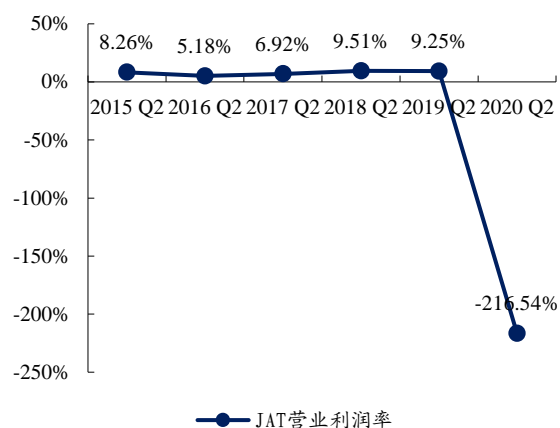
总体来看其他地区免税业务营业利润率好于韩国。2020H1, WHSmith、中免公司、JAT、Dufry、拉加代尔分别实现营业利润率 11.34%、6.13%、-13.43%、-60.90%、-22.07%。

图37、半年度免税业务营业利润率对比-其他地区



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：Dufry 与拉加代尔数据采用旅游零售数据；WHSmith 半年报区间为当年9月-次年2月

图38、二季度免税业务营业利润率对比-其他地区



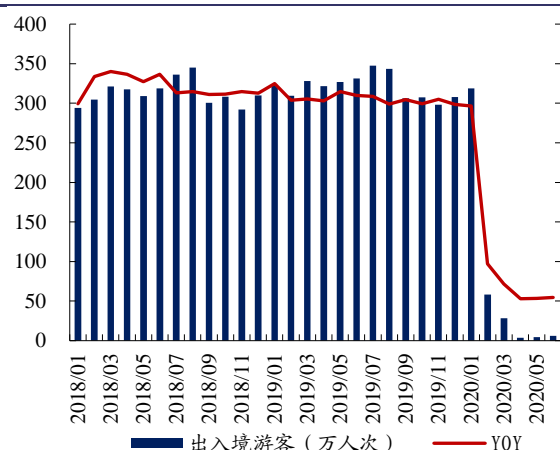
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：选取当年4.1-6.30数据而非JAT财年二季度数据

四、中国免税近况：海南离岛免税销售额大幅增长

4.1、国内主要机场运量分析：航班数量严控，国际客流进一步下滑

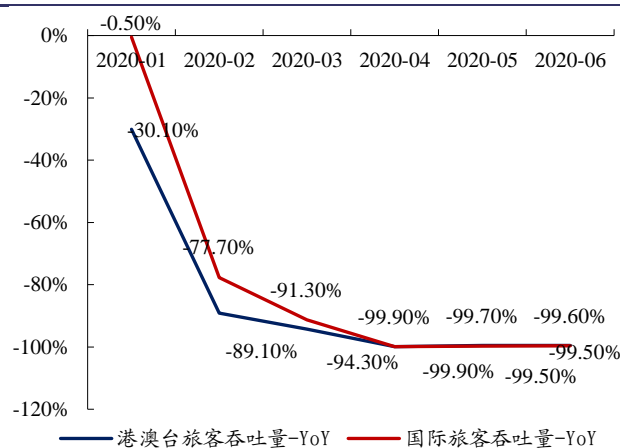
20Q2 我国继续严格控制国际航班数量，各主要机场出入境旅客进一步下滑。上海机场4-6月出入境旅客吞吐量分别同比下滑98.80%、98.59%、98.21%；首都机场4-6月港澳台及国际旅客吞吐量均大幅下滑99%以上；白云机场4-6月出入境旅客分别同比下滑98.40%、97.94%、97.41%；香港机场4-6月旅客吞吐量下滑程度均在99%以上。

图39、上海机场出入境旅客吞吐量



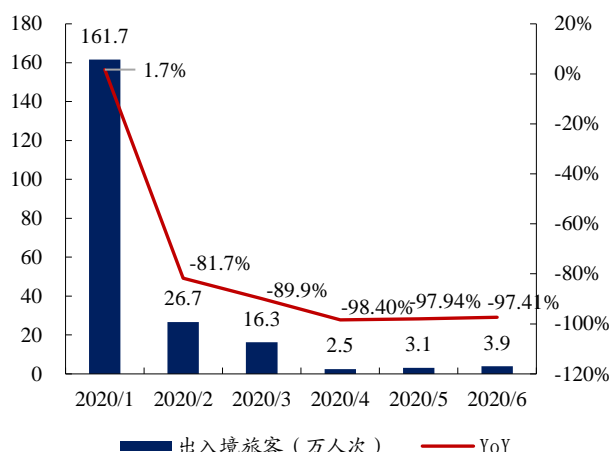
资料来源：上海机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图40、首都机场出入境旅客吞吐量同比增速



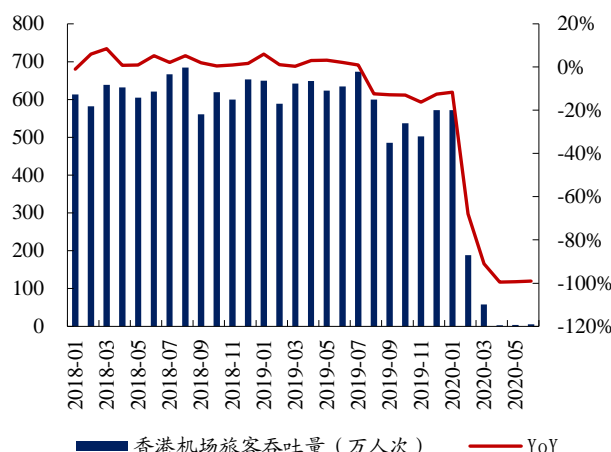
资料来源：首都机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图41、白云机场出入境旅客吞吐量



资料来源：白云机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图42、香港国际机场旅客吞吐量

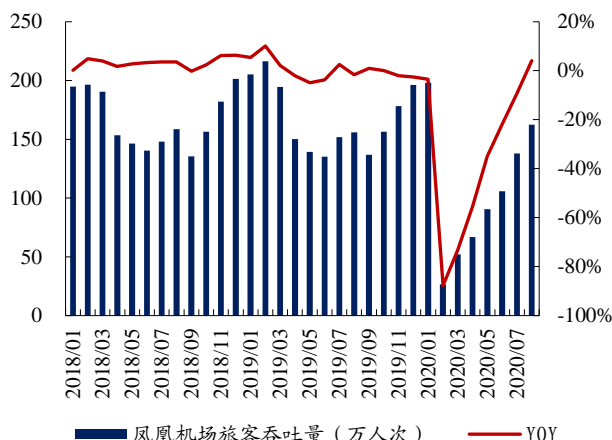


资料来源：香港国际机场，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、海南运量分析：环比显著提升，机场客流同比明显恢复

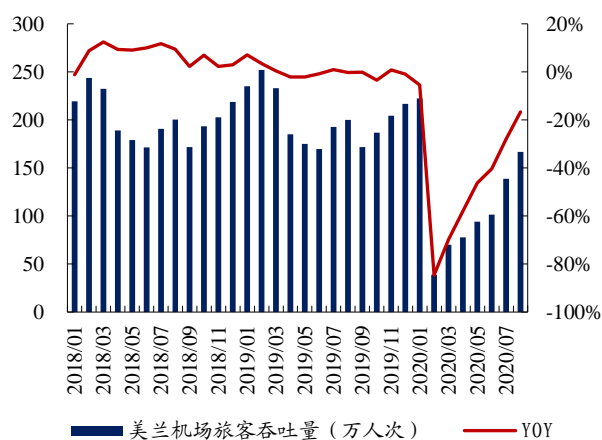
海南各机场客流逐月恢复。三亚凤凰机场旅客量8月同比实现正增长4.09%；海口美兰机场旅客量的同比下滑幅度从4月的58.03%缩小至8月的16.63%；琼州海峡进出岛旅客量4-7月的同比下滑幅度分别为22.1%、4.5%、15%、27.1%。

图43、凤凰机场旅客吞吐量



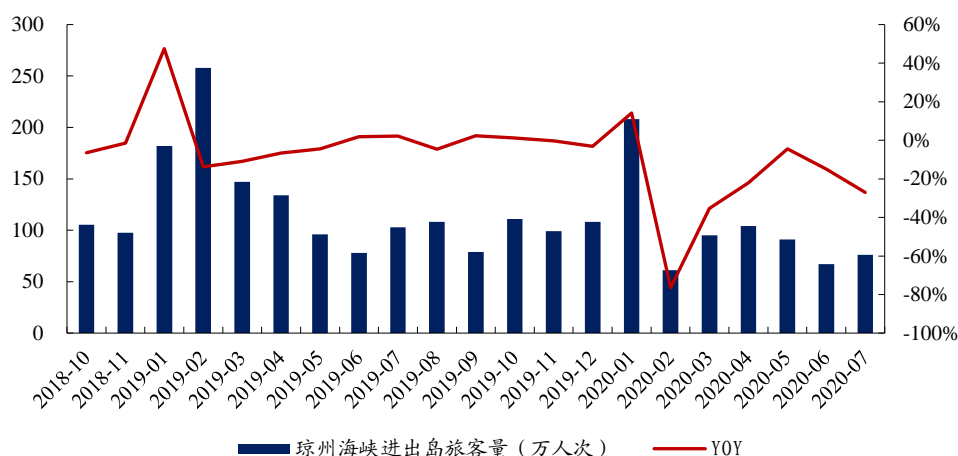
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、美兰机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图45、琼州海峡进出岛旅客量

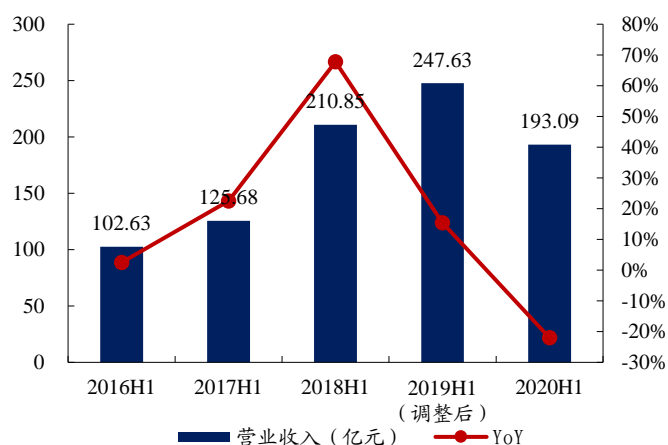


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

4.3、国内免税行业：海南销售额同比大增，中免创新线上直邮模式

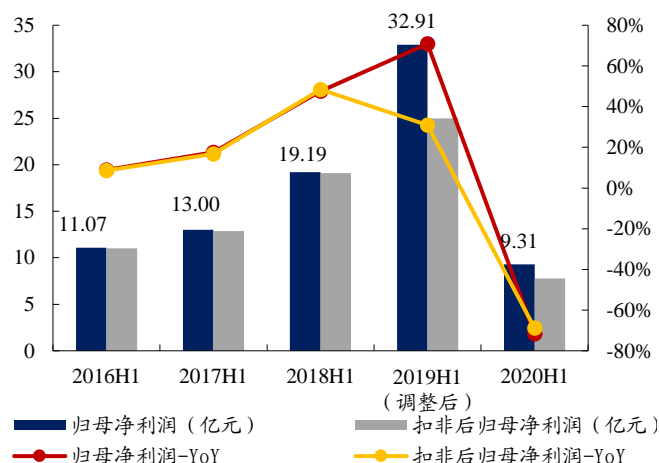
2020H1，中免实现营业收入193.09亿元/-22.02%，面对新冠肺炎疫情的不利冲击，公司能及时调整经营策略，使主营业务迅速恢复并在后期得到出现快速回升，营收规模恢复至去年同期近八成；实现归母净利润9.31亿元/-71.73%，限于免税店客源大幅下降，重点机场渠道租金计提，公司归母净利润同比下降幅度较大。

图46、公司半年度营收规模情况（亿元）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

图47、公司半年度利润规模情况（亿元）



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

分版块来看：

1) 收购海免，推动海南离岛免税业务一体化布局，离岛免税市场大幅增长：上半年，随着国内疫情防控的向好，境外消费回流、公司大力实施促销活动以及离岛免税政策的放开，公司离岛免税业务实现逆势增长。

①数据来看，三亚市内免税店实现营业收入59.77亿元/+12.16%，归母净利润12.72

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

亿元/-12.94%，预计其中零售收入达 55.51 亿元，净利润达 4.85 亿元，此外预计批发贡献净利润可达 6.77 亿元；**海免公司**实现营业收入 30.31 亿元/+136.35%，预计其中日月广场、美兰机场、博鳌店分别实现营业收入 5.96、8.98、0.71 亿元。

②**经营措施来看**，公司收购海免以后不断加强线上业务、整体营销、物流等全方位的免税业务一体化布局，叠加离岛补购新业态和促销活动，精准施策效果显著。

③**业务发展来看**，除了收购海免，公司在三亚增设两家市内免税体验店，提供多样化布局的同时为未来扩大业务打下基础，此外三亚海棠湾的经营面积将有望进一步扩大。

2)创新开拓线上新零售，电商业务百花齐放：逆境中公司及时转换经营发展思路，创新业务发展模式，旗下多免税店开拓直邮到家业务，弥补业绩。

①**数据来看**，2-6 月我国主要机场出入境客流同比下降 90%以上，在此情况下，**日上上海**（含浦东机场和虹桥机场）实现营业收入 68.67 亿元/-11.2%，归母净利润 0.56 亿元/-82.48%，其中**有税部分**预计贡献收入 49.49 亿元；**日上中国**（含 T2、T3 航站楼和大兴机场免税店）实现营业收入 16.1 亿元/-57.25%、归母净利润-3.15 亿元/-431%，其中**跨境电商**预计贡献收入 8.1 亿元。

②**线上平台来看**，公司基于日上上海 APP 的运营基础，先后推出了海南离岛补购、CDF 会员购北京、CDF 会员购、CDF 会员购广州等多个直邮到家平台，与此同时，各免税店免税预订业务也接连在官方平台和第三方平台上线。

③**合作营销来看**，公司在线上平台运营的过程中，一方面与玩转旅购、杰西卡的秘密、大众点评等使用人群广泛的第三方平台合作，通过平台大量阅读量起到引流效果；又与浦发银行信用卡、工银信用卡、在机场等中高端收入客户占比较大的平台合作，定位精准。

表4、公司半年度业绩拆分（亿元）

子、孙公司	营业收入			归母净利润		
	2019H1	2020H1	YOY	2019H1	2020H1	YOY
中国国旅	247.63	193.09	-22.02%	32.91	7.78	-76.35%
国旅总社	5.99	—	—	-0.01	—	—
国旅投资	1.82	2.05	12.99%	0.30	-0.248	-183.81%
对内	1.82	1.82	0.00%	0.30	0.30	0.00%
对外	—	0.24	—	—	-0.812	—
投资收益	—	—	—	7.80	1.52	-80.47%
中免公司	241.64	192.71	-20.25%	25.36	9.92	-60.88%
日上中国	37.66	16.10	-57.25%	0.95	-3.15	-430.71%
免税	37.66	8.00	-78.76%	0.95	-4.64(为归母净利润)	-587.95%
跨境电商	—	8.10	—	—	1.50(为归母净利润,考虑累计抵扣)	—
日上上海	77.34	68.67	-11.21%	3.21	0.56	-82.48%

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

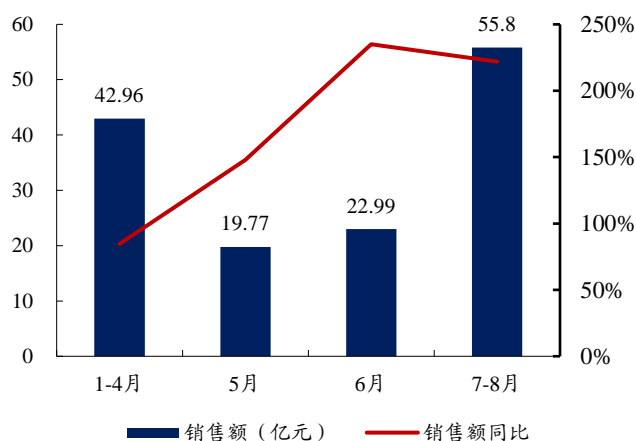
免税	73.77	19.18	-74.00%	2.67	-6.61 (考虑 累计抵扣)	——
有税	3.57	49.49	1287.43%	0.54	7.17	——
三亚店	53.29	59.77	12.16%	14.61	12.72	-12.94%
零售	53.29	55.51	4.17%	8.33	4.85	-41.72%
补购	——	4.26	——	——	1.09	——
批发	——	——	——	6.28	6.77	7.78%
白云机场	8.44	2.65	-68.60%	0.55	-1.43	-359.97%
海免批发	——	——	——	——	2.62	——
其他零售	52.09	15.21	-70.80%	6.04	-2.84	-147.06%
海免	12.82	30.31	136.35%	——	1.45	——
日月广场	3.37	5.96	77.01%	——	0.46	——
美兰机场	8.14	8.98	10.26%	——	0.25	——
海免网上预定店	0.90	3.57	294.49%	——	0.29	——
博鳌	0.40	0.71	75.82%	——	0.04	——
海南补购	——	11.08	——	——	0.77	——
其他	——	——	——	——	-0.35	——

备注：海免是从2019年1月19日并入国旅集团，于2020年6月并入中国中免

资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

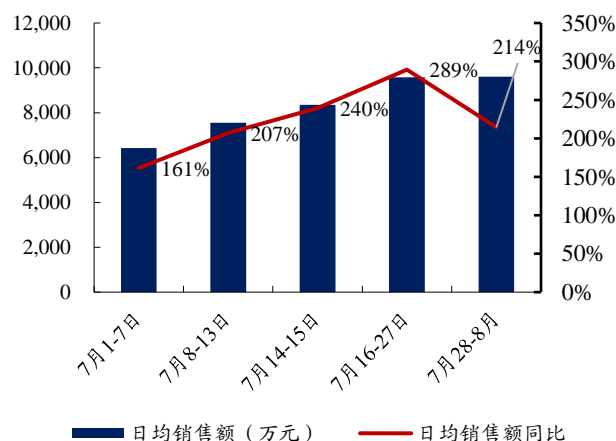
上半年，海南省离岛免税品零售额 85.72 亿元，同比增长 30.7%；其中，6 月份零售额 22.99 亿元，同比增长 235%；7-8 月海南离岛免税销售额达 55.8 亿元，同比增长 222%。

图48、海南 1-8 月份离岛免税销售额情况



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图49、海南 7-8 月份离岛免税日均销售额情况



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

注：7月日均同比数据相对于2019年7月1-27日

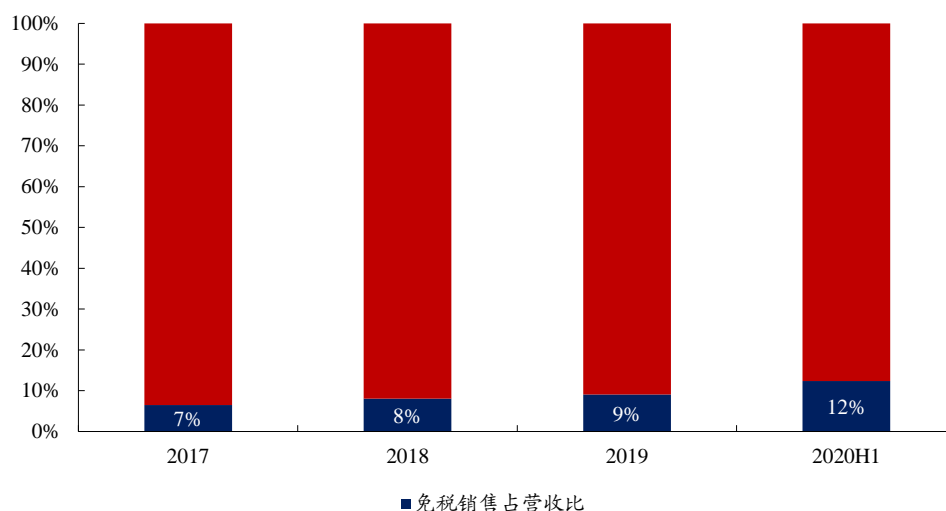
五、从各品类免税供货商看免税行业现状

5.1、美妆类供货商

5.1.1、资生堂

免税渠道的销售额占比从 2017 年的 7% 提升至 20H1 的 12%，在疫情期间，中国的免税业务对公司的销售情况显得更加重要。

图50、资生堂免税业务销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2020H1 资生堂实现免税业务收入 345 亿元，2020Q2 实现营收收入 160 亿元，受新冠疫情影响，销售额分别同比下降 18.89%、31.82%。从营业利润率来看，公司的免税业务具有较高的盈利水平，即使 20Q2 有所下滑，营业利润率也达到 11%；而其他业务利润率则下降至-5%。

图51、资生半年度免税业务销售额及增速

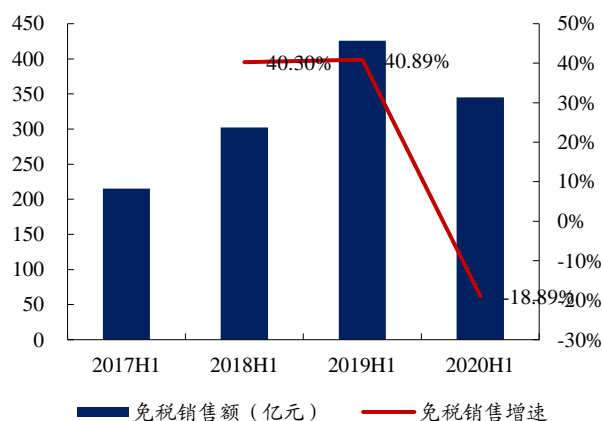
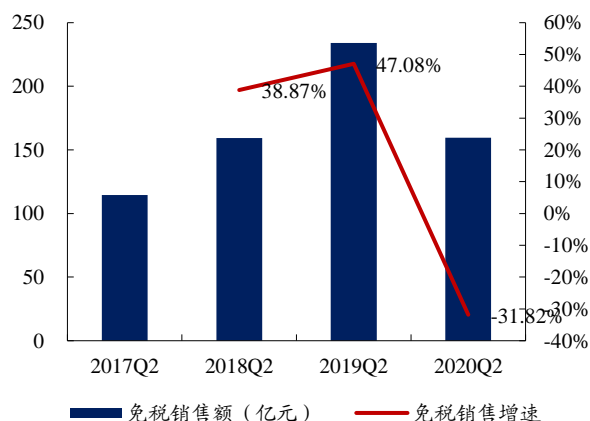


图52、资生堂二季度免税业务销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图53、资生堂半年度营业利润率

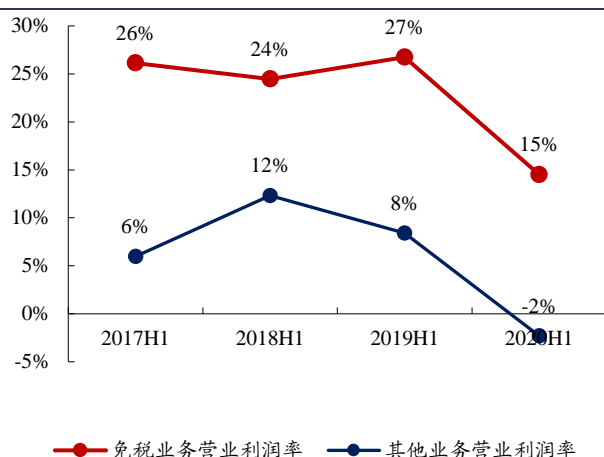
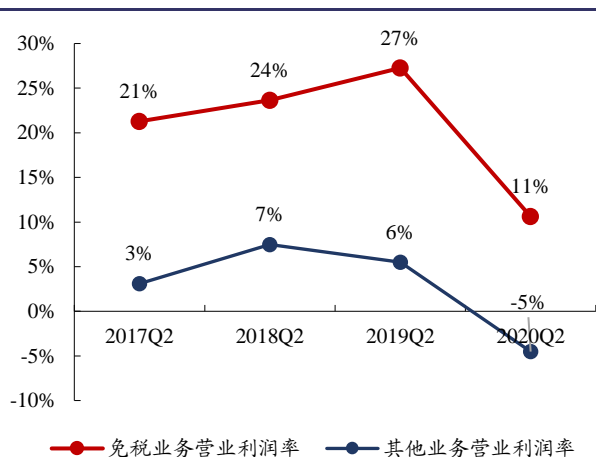


图54、资生堂二季度营业利润率



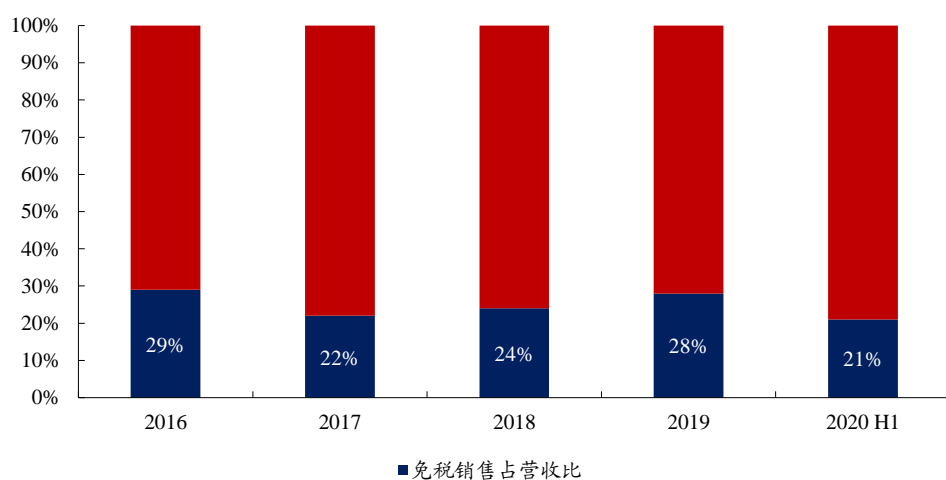
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.1.2、爱茉莉太平洋

作为韩国最著名的化妆品集团之一，爱茉莉太平洋旗下品牌包括雪花秀、HERA、IOPE、兰芝、梦妆、悦诗风吟等，免税业务销售占比维持在 20%-30%左右。

图55、爱茉莉免税业务销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

销售额来看，2017 年受萨德事件影响，公司免税收入大幅下滑 31%，近两年逐渐恢复，2019 年实现免税收入 90 亿元。20Q2 受疫情影响，公司免税业务营业收入同比下滑 47.15%至 12 亿元。

图56、爱茉莉半年度免税业务销售额及增速

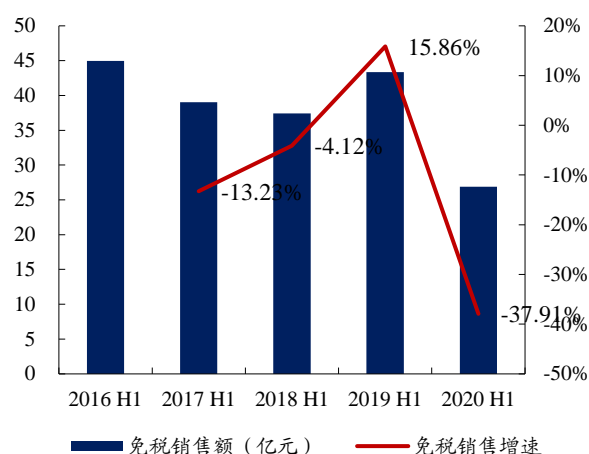
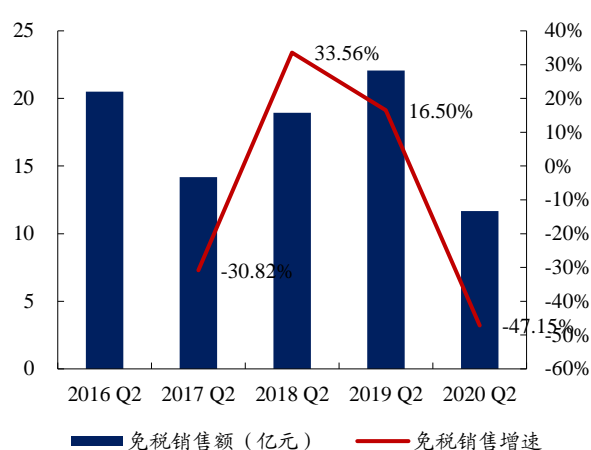


图57、爱茉莉二季度免税业务销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

5.2、酒类供货商：Pernod Ricard

保乐力加是全球第二大葡萄酒与烈酒生产集团，2020年2月至2020年6月底，公司旅游零售额同比下降80%。

5.3、烟草类供货商：中烟香港

2020上半年中烟香港卷烟出口数量同比下降92.7%至1.27亿支；免税渠道营业收入为0.45亿元，同比下降93.3%；毛利0.06亿元，同比下降82.6%。

图58、中烟香港半年度免税业务销售额及增速

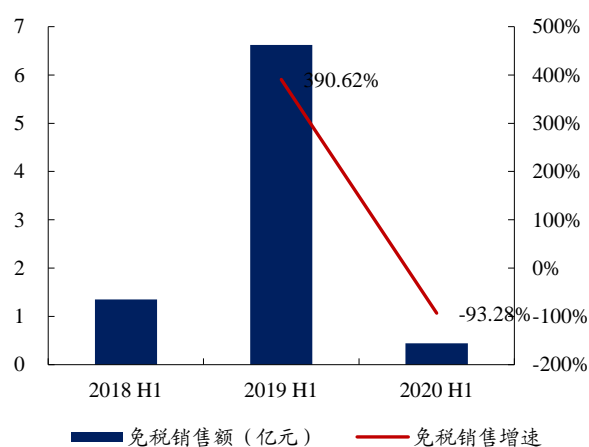
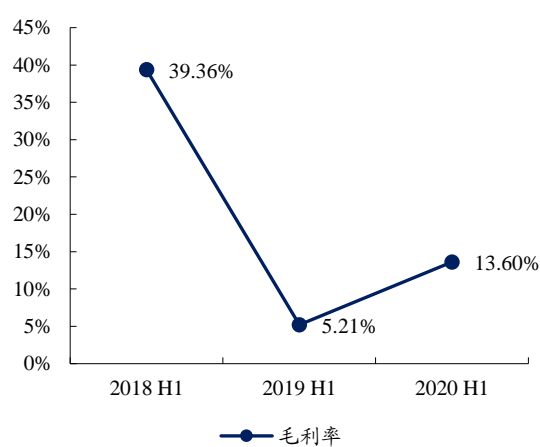


图59、中烟香港半年度毛利率情况



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

六、从大数据看免税商品：7月杰西卡的秘密搜索排名

表5、2020年7月杰西卡的秘密搜索排名

排名	葡萄酒和烈酒	化妆品	护肤品	香水
1	茅台/贵州飞天茅台 53% 500ml	Giorgio Armani /乔治阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉#405 Sultan	Estée Lauder/雅诗兰黛特润修护肌透精华露 100ml	YSL/圣罗兰黑鸦片女士浓香水
2	Hibiki/响日本和谐大师精选三得利威士忌 700ml	Giorgio Armani /乔治阿玛尼琉金管 #405G	La Mer/海蓝之谜修护精萃液 150ml	Byredo/百瑞德无人区玫瑰香水
3	Chivas/芝华士兄弟混酿系列 12年调和威士忌 700ml	YSL/圣罗兰 奢华缎面丝绒口红 N21 橘红	Estée Lauder/雅诗兰黛特润修护精华两瓶装 100ml*2	Jo Malone/祖玛珑蓝风铃女士香水
4	茅台/贵州茅台狗年特别版	Tom Ford/汤姆福特 唇彩 #80	Lancôme/兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml*2	Bvlgari /宝格丽大吉岭茶淡香水
5	Chivas/芝华士 15年苏格兰调和威士忌	Giorgio Armani /乔治阿玛尼气垫粉底 SPF23 #2	Clarins/娇韵诗双萃赋活修护精华露 50ml*2	Chanel/香奈儿邂逅柔情女士淡香水
6	五粮液/水晶 52% 500ml	Giorgio Armani/乔治阿玛尼权利粉底液	SK-II/SK-II 护肤精华露 330ml	Tom Ford/汤姆福特 Oud Wood 香水
7	Suntory Yamazaki/三得利-山崎 25周年限量版	Givenchy /纪梵希轻盈无痕四宫格散粉 01 号	Estée Lauder/雅诗兰黛特润修护精华眼霜 15ml*2	Chanel/香奈儿蔚蓝男士淡香水
8	Hennessy/轩尼诗 XO 1L 礼盒装	Nars/纳斯裸光蜜粉饼	CPB/肌肤之钥妆前乳 36ml	Chanel/香奈儿蔚蓝男士香水
9	茅台/贵州茅台迎宾 53% 500ml	Tom Ford/汤姆福特 四色眼影	Chanel/香奈儿防污清洁洁面乳 150ml	Serge Lutens/卢丹氏柏林少女香水
10	Rémy Martin /人头马特级 XO 40%礼盒装	Giorgio Armani/乔治阿玛尼大师粉底液 SPF20#3	La Mer/海蓝之谜精华面霜 60ml	Chanel/香奈儿嘉柏丽尔女士淡香精
11	Ballantine's/百龄坛 40年威士忌	YSL/圣罗兰 墨水粉底#B20 25ml	Sisley /希思黎全能乳液 125ml	Jo Malone/祖玛珑英国梨与小苍兰香水
12	Martell/马爹利蓝带酒 750ml	YSL/圣罗兰迷魅纯漾方管口红 #17	SK-II/SK-II 护肤精华露套组 230ml*2	Diptyque /蒂普提克玫瑰之水
13	茅台/贵州飞仙茅台 38% 500ml	La Mer/海蓝之谜发光提拉粉底液 SPF20 #03 瓷质	SK-II/SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 50ml	Dior/迪奥小姐花漾甜心香水
14	Baileys/百利草莓奶油味甜酒 700ml	EstéeLauder/雅诗兰黛持妆粉底液 SPF10 Duo Sand	Guerlain/娇兰帝皇蜂姿黄金复原蜜 50ml	Chanel/香奈儿邂逅清晰淡香水
15	Martell/马爹利 XO 700ml	EstéeLauder/雅诗兰黛持妆粉底液 SPF10 Bone 30ml	Lancôme/兰蔻清滢柔肤粉水 200ml	Chanel/香奈儿蔚蓝男士香精
16	Martell/尚.马爹利至尊 干邑白兰地 700ml	Givenchy /纪梵希小羊皮口红 #304	Shiseido /资生堂红妍肌活精华露 50ml	Chanel/香奈儿可可小姐女士淡香精
17	Rémy Martin /人头马路易 13 干邑白兰地 700ml	EstéeLauder//雅诗兰黛沁水粉底液 SPF15 1C1 30ml	Kiehl's/科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华液 50ml	Tom Ford/汤姆福特法布勒斯香水
18	茅台/贵州飞仙茅台 53% 500ml	YSL/圣罗兰 圆管莹亮纯魅口红 #46	Helena/赫莲娜绿宝瓶精华 50ml	Bvlgari /宝格丽大吉岭夜色男士淡香水
19	Rémy Martin /人头马路易 13 Le Jeroboam 3L	Givenchy /纪梵希轻盈无痕明星四色散粉 05 号	Shiseido /资生堂安热沙完美防晒霜 SPF50 + Pa +++	Creed /克雷德银色山泉
20	Royal Salute/皇家礼炮 21年礼盒装	Dior/迪奥烈焰蓝金唇膏 #028	Lancôme/兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml	YSL/圣罗兰反转巴黎

资料来源：Moodie Report，杰西卡的秘密，兴业证券经济与金融研究院整理

分析师声明

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

投资评级说明

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

信息披露

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

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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

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

特别声明

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

兴业证券研究

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

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 25 -