

推荐 (维持)

全面剖析三亚免税店品牌矩阵：对标顶级免税商&商场  
——免税行业专题系列之（十）

2020年10月18日

## 相关报告

《中免打造旅游新零售，有税  
&跨境电商百花齐放——免税  
行业专题系列之（八）》20200824

分析师：

刘嘉仁

liujr@xyzq.com.cn

S0190518080001

代凯燕

daiky@xyzq.com.cn

S0190519050001

## 投资要点

- **三亚国际免税城历时六年，品牌数量与质量齐升。**2014年开业初，三亚免税店香化、箱包服饰、腕表首饰类品牌数量分别为39、39、22个，截至目前，已分别提升至91、52、41个。本文我们以3家顶级百货、3家韩国市内免税店作为对标对象：乐天明洞店、新罗首尔店、新世界明洞店、北京SKP、香港海港城、上海国金中心，由此探究三亚免税店品牌入驻情况以及未来的发展方向。
- **香化类：三亚借力日上弥补差距，主流品牌布局较完善。**1) 品牌数量来看，韩国本土品牌数量众多，内地渠道略逊一筹。三家韩国市内免税店及香港海港城品牌数量遥遥领先，日上、三亚免税店香化品牌数量分别为100、91家，但考虑到韩国本土香化品牌众多，剔除韩国小众品牌后，差距显著缩小。2) 主流品牌覆盖率来看，新罗、新世界超90%，日上、三亚、乐天、海港城在80%左右，内地有税渠道覆盖率较低。整体来看，虽然香化是韩国免税企业的传统强项品类，但三亚和日上的布局已较为完善。3) 从具体主流品牌来看，三亚欠缺的主流香化品牌日上大多已有布局，三亚或可借助日上进一步丰富香化品牌矩阵。
- **箱包服饰：三亚品牌数量直逼韩国市内店，顶奢尚待引入。**品牌数量来看，有税渠道遥遥领先，三亚已逼近乐天新世界。北京SKP、香港海港城经营面积大且包含大量服装品牌，因此品牌数量远高于免税渠道。四家市内免税店来看，三亚的箱包服饰品牌数量已接近乐天、新世界，超越新罗，引进品牌效果显著，经营面积的优势也有所体现。从热门品牌覆盖率来看，有税渠道显著高于免税渠道，三亚的热门品牌覆盖率与韩国顶尖市内免税店也相差不大。从具体热门箱包服饰品牌来看，几大顶级奢侈品牌仍是三亚的短板，其中爱马仕和LV是中免已引进的品牌，引入的可能性很大。此外，三亚未来亦可发力潮牌，进一步完善品牌矩阵，扩大目标客户群体。
- **腕表首饰：三亚持续引进品牌，仍有提升空间，热门覆盖率为50%。**品牌数量来看，乐天明洞店、香港海港城、新世界明洞店遥遥领先，品牌数量分别达80、79、73个，目前三亚仅41个，仍有较大的提升空间。从热门品牌覆盖率来看，乐天明洞店、新罗首尔店均超80%；三亚热门品牌覆盖率为50%，相比三家韩国免税店和香港海港城仍有差距。从具体热门品牌来看，虽然从顶级奢侈品到大众品牌，三亚腕表首饰的品牌矩阵有较大的发展空间，但目前公司已在腕表首饰领域发力，三亚近年引进品牌的速度有目共睹，包括大热的爱马仕、萧邦等品牌，未来与顶尖的市内免税店和购物中心的差距将进一步缩小。

风险提示：系统性风险，政策风险，市场竞争加剧。

## 目 录

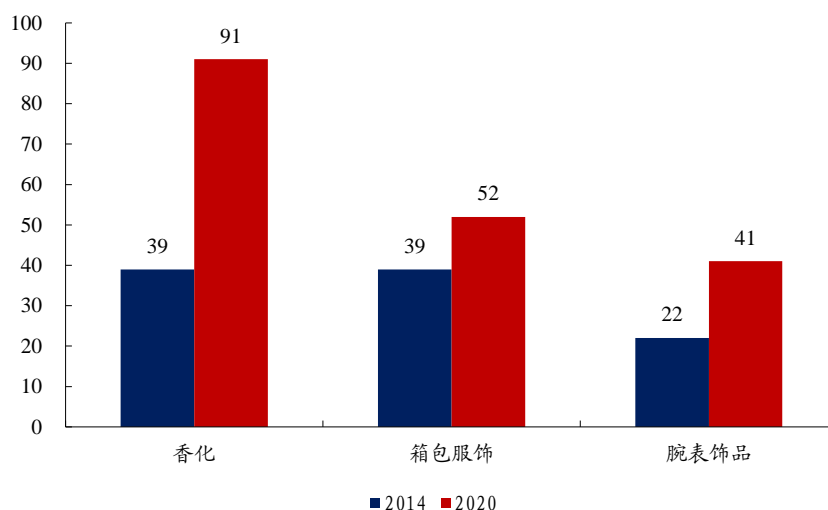
一、三亚国际免税城：历时六年品牌数量与质量齐升.....	3 -
1.1、以 3 家顶级百货、3 家韩国市内免税店作为对标对象.....	4 -
1.2、各品类品牌数量：免税重香化，有税重精品.....	5 -
1.3、顶级百货大面积追求服务品质，免税店小空间高坪效.....	6 -
二、香化类：三亚借力日上弥补差距，主流品牌布局较完善.....	7 -
2.1、香化品牌数量：韩国免税店香化品类优势显著，且本土品牌众多.....	7 -
2.2、主流香化品牌：三亚日上品牌布局已较为完善.....	7 -
2.3、三亚或可借助日上进一步丰富香化品牌矩阵.....	10 -
三、箱包服饰：三亚品牌数量直逼韩国市内店，顶奢尚待引入.....	10 -
3.1、箱包服饰品牌数量：三亚已逼近乐天新世界，距有税还有差距.....	10 -
3.2、热门箱包服饰品牌：三亚热门覆盖率较高，顶级品牌有所欠缺.....	11 -
3.3、三亚可进一步引入顶奢&潮牌，LV、爱马仕中免已有布局.....	13 -
四、腕表首饰：三亚持续引进品牌，仍有提升空间.....	14 -
4.1、腕表首饰品牌数量：乐天海港城优势显著，三亚与新世界接近.....	14 -
4.2、热门腕表首饰品牌：三亚覆盖率为 50%.....	14 -
4.3、三亚腕表首饰品牌矩阵尚待完善，已逐步引进热门品牌.....	16 -
五、风险提示 .....	16 -
图 1、2014 年与 2020 年三亚免税城品牌数量对比（个） .....	3 -
图 2、2017 年韩国各免税门店收入（百万美元） .....	4 -
图 3、2018 年韩国三家市内免税店销售额 .....	4 -
图 4、2019 年三家顶级百货销售额 .....	4 -
图 5、乐天明洞免税店各品类品牌数量（个） .....	5 -
图 6、新罗首尔免税店各品类品牌数量（个） .....	5 -
图 7、新世界明洞免税店各品类品牌数量 .....	5 -
图 8、香港海港城各品类品牌数量（个） .....	5 -
图 9、北京 SKP 各品类品牌数量（个） .....	6 -
图 10、上海国金中心各品类品牌数量（个） .....	6 -
图 11、经营面积对比（万平方米） .....	6 -
图 12、三亚免税城与 7 家购物中心品牌数量对比.....	7 -
图 13、剔除韩国小众品牌后各购物中心品牌数量.....	7 -
图 14、各渠道主流香化品牌覆盖率对比 .....	8 -
图 15、三亚免税城欠缺的主流香化品牌 .....	10 -
图 16、三亚免税城与 6 家购物中心箱包品牌数量对比.....	11 -
图 17、三亚免税城与 6 家购物中心热门箱包服饰品牌覆盖率对比.....	11 -
图 18、三亚免税城欠缺的箱包服饰热门品牌（剔除仅有税渠道覆盖的品牌）- 13 -	
图 19、三亚免税城与 6 家购物中心腕表首饰数量对比.....	14 -
图 20、各渠道腕表首饰热门品牌覆盖率对比 .....	14 -
图 21、三亚免税城欠缺的腕表首饰热门品牌(仅统计 4 个以上渠道覆盖的品牌)...- 16 -	
表 1、三亚免税城品牌进驻历程 .....	3 -
表 2、7 家购物中心坪效对比 .....	7 -
表 3、三亚免税城与 7 家购物中心主流香化品牌对比.....	8 -
表 4、三亚免税城与 6 家购物中心热门箱包服饰品牌对比.....	11 -
表 5、三亚免税城与 6 家购物中心热门腕表首饰品牌对比.....	15 -

## 一、三亚国际免税城：历时六年品牌数量与质量齐升

2014年9月1日，海棠湾免税购物中心开业，这家集免税购物、有税购物、餐饮娱乐、文化展示于一身的旅游零售商业综合体经营面积达7万余平方米。2015年8月更名三亚国际免税城。

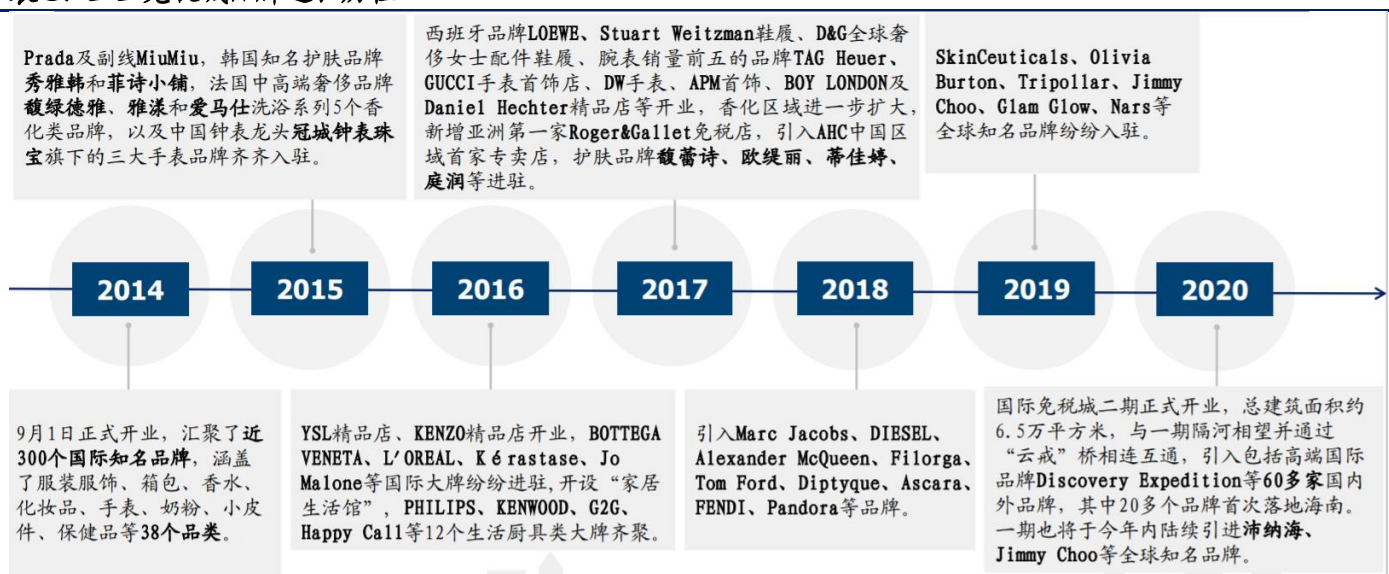
开业6年来，三亚国际免税城积极与全球知名品牌合作，持续引进新品牌进驻，品牌的数量、质量不断提升。2014年开业初，三亚免税店香化、箱包服饰、腕表首饰类品牌数量分别为39、39、22个，截至目前，已分别提升至91、52、41个。

图1、2014年与2020年三亚免税城品牌数量对比（个）



资料来源：三亚国际免税城官网，门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

表1、三亚免税城品牌进驻历程



资料来源：三亚国际免税城公众号，兴业证券经济与金融研究院整理

### 1.1、以 3 家顶级百货、3 家韩国市内免税店作为对标对象

韩国免税市场规模全球领先，我们选取其中销售额排名前三的市内免税店作为三亚海棠湾免税店的参考对象：乐天明洞店、新罗首尔店、新世界明洞店，三家市内免税店 2018 年销售额分别达 251、172、119 亿元，由此探究三亚免税店品牌入驻情况以及未来的发展方向。

图 2、2017 年韩国各免税门店收入（百万美元）

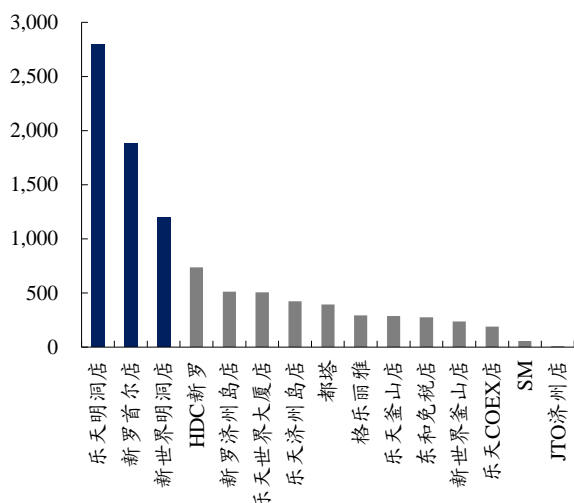
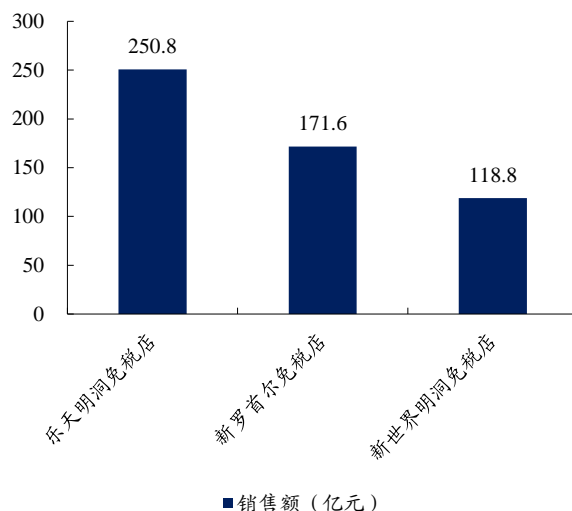


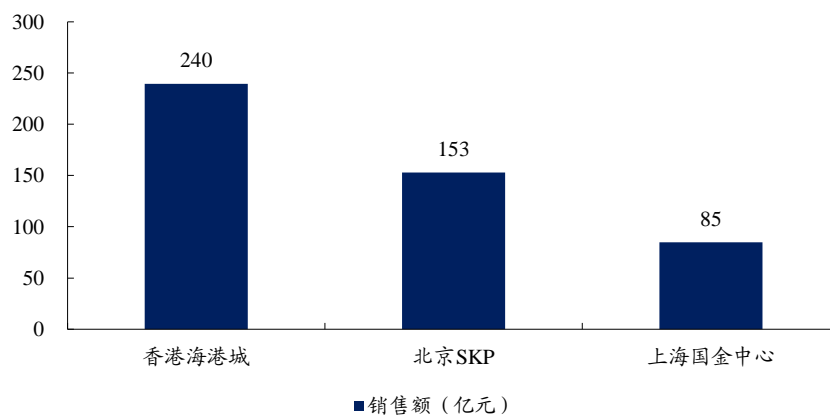
图 3、2018 年韩国三家市内免税店销售额



资料来源：穆迪报告，兴业证券经济与金融研究院整理

为了更加全面的分析，我们另外选取了北京、上海、香港三家顶级百货商场作为参考对象：北京 SKP 自从 2011 年以来，销售额冠绝内地；上海国金中心坐落于陆家嘴，定位高端；香港海港城历史悠久，兼具旅游零售的特征。三家商场的单体销售额分别为 153、85、240 亿元，放眼全球亦是十分优质的百货商场。

图 4、2019 年三家顶级百货销售额



资料来源：公司公告，商业荟，联商网，兴业证券经济与金融研究院整理  
备注：海港城销售额为商场剔除餐饮后的销售额

## 1.2、各品类品牌数量：免税重香化，有税重精品

从六家购物中心自身情况来看，三家韩国免税店香化品牌数量分别达 187、266、316 个；三家有税商场除了保持一定的香化品牌外，在包括首饰腕表、服装、箱包在内的精品品类上布局品牌众多。

图 5、乐天明洞免税店各品类品牌数量（个）

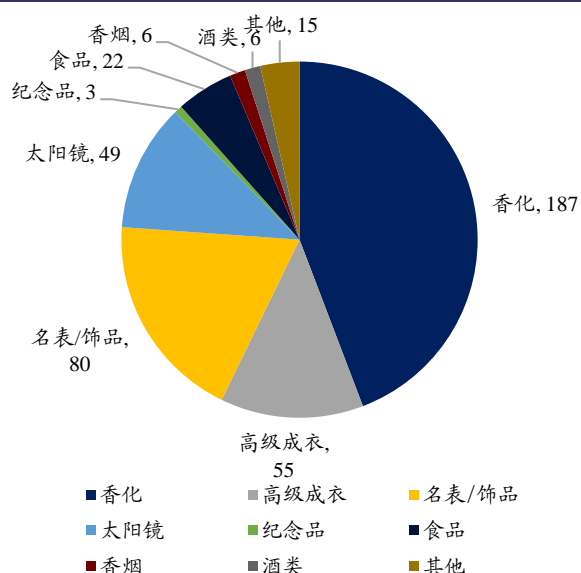
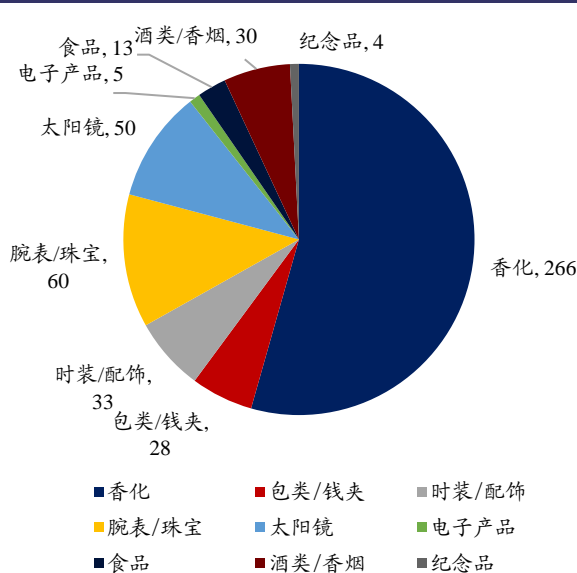


图 6、新罗首尔免税店各品类品牌数量（个）



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：不同品类可能出现同一品牌的情况

图 7、新世界明洞免税店各品类品牌数量

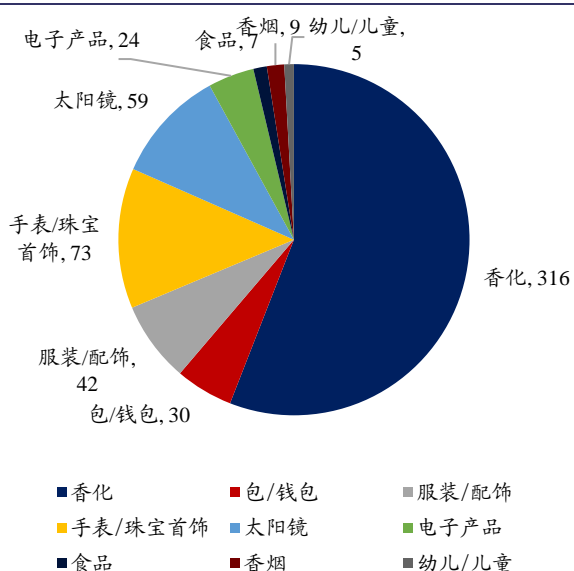
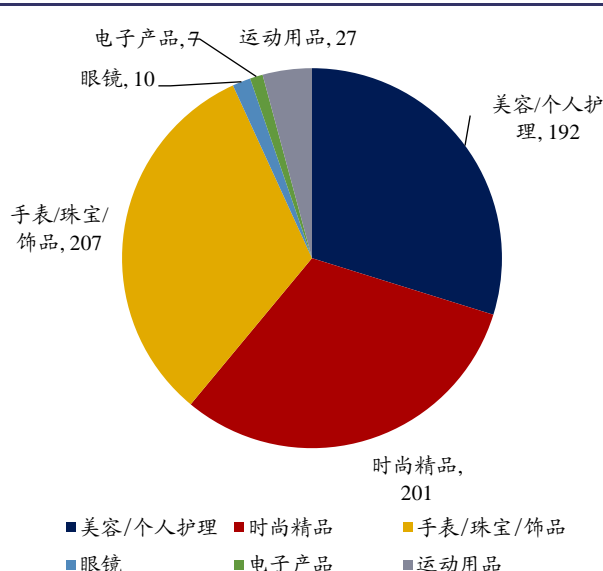


图 8、香港海港城各品类品牌数量（个）



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：不同品类可能出现同一品牌的情况



图 9、北京 SKP 各品类品牌数量（个）

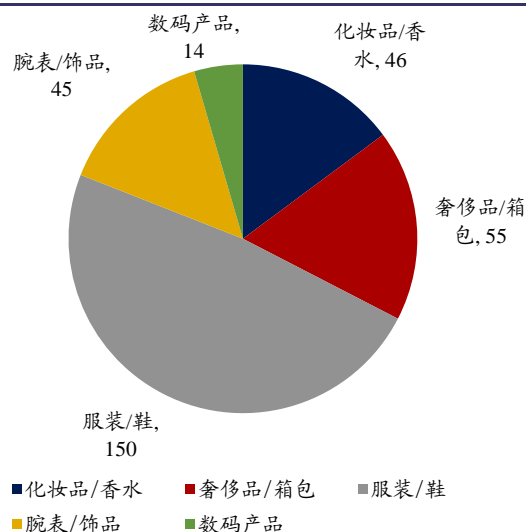
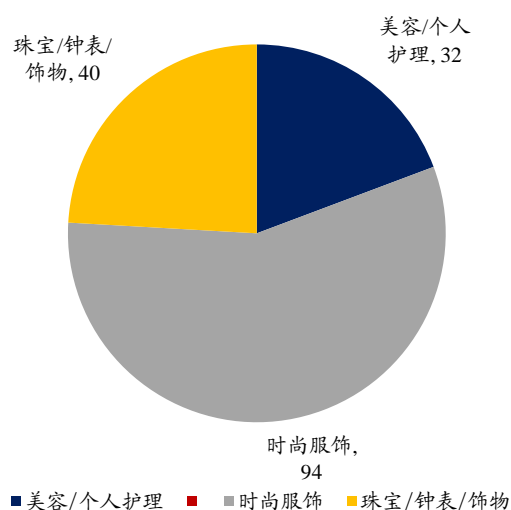


图 10、上海国金中心各品类品牌数量（个）



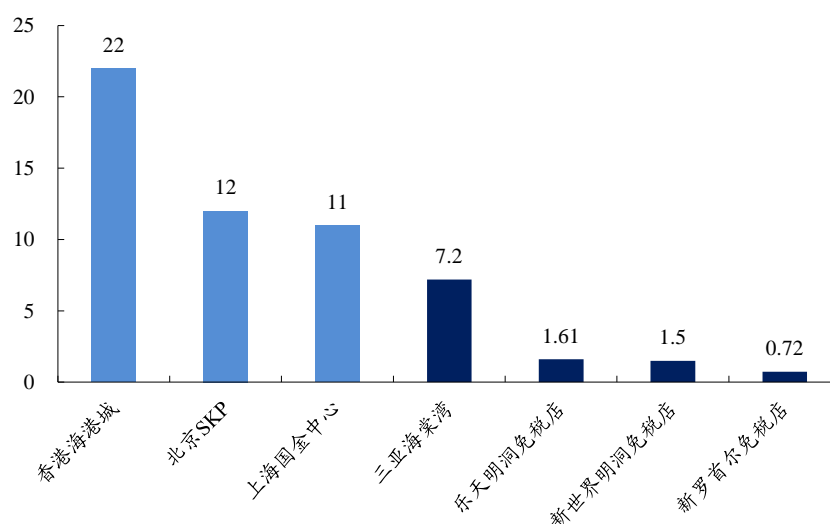
资料来源：大众点评，楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：不同品类可能出现同一品牌的情况

### 1.3、顶级百货大面积追求服务品质，免税店小空间高坪效

从经营面积来看，优质百货的面积普遍超过 10 万平米，香港海港城更是高达 22 万平米，主要由于有税渠道的品牌单店面积更大，更注重客户服务，彰显品牌形象；而韩国三家免税店则店铺分布密集，面积仅在 1 万平米左右；三亚海棠湾免税店面积达 7.2 万平米，另有 2 万多平米奢华免税店在建，单店面积可观，利于高端品牌树立形象，此外，新品牌入驻的空间也较大。

图 11、经营面积对比（万平米）



资料来源：公司公告，联商网，百度百科，穆迪报告，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：浅蓝色为有税渠道，深蓝色为免税渠道

从坪效来看，2018 年韩国市内免税店的坪效高达 79-238 万元/平米，2019 年有税渠道坪效约 8-13 万元/平米，由于韩国免税店以高周转的香化品牌为主要的收入来源，且香化品牌的单店所需面积远低于精品品牌，因此坪效具备天然优势。三亚海棠湾免税店的坪效高于三家有税商场，且销售额高速增长，未来坪效的成长空间还十分广阔。

表 2、7 家购物中心坪效对比

	新罗首尔免税店	乐天明洞免税店	新世界明洞免税店	三亚海棠湾	北京 SKP	香港海港城	上海国金中心
经营面积 (万平方米)	0.72	1.61	1.5	7.2	12	22	11
销售额(亿元)	171.6	250.8	118.8	101.74	153	240	85
坪效 (万元/平方米)	238	156	79	14	13	11	8

资料来源：公司公告，公司官网，穆迪报告，联商网，商业荟，百度百科，兴业证券经济与金融研究院整理

备注：乐天明洞店、新罗首尔店、新世界明洞店销售额为 2018 年数据；海港城销售额为剔除餐饮后的销售额；

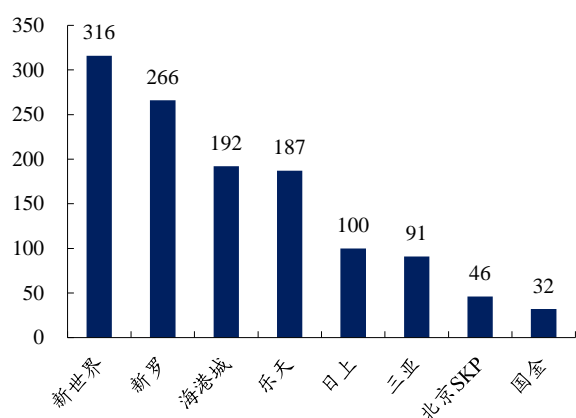
汇率：1 港元=0.88 人民币

## 二、香化类：三亚借力日上弥补差距，主流品牌布局较完善

### 2.1、香化品牌数量：韩国免税店香化品类优势显著，且本土品牌众多

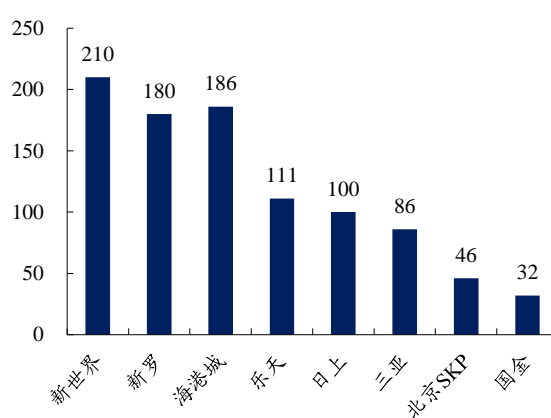
从香化品牌数量来看，三家韩国市内免税店及香港海港城遥遥领先，日上、三亚免税店香化品牌数量分别为 100、91 家，北京 SKP 和上海国金中心仅 46、32 个香化品牌入驻。考虑到韩国本土香化品牌众多，我们将覆盖三个渠道以下的韩国品牌剔除后，差距显著缩小。

图 12、三亚免税城与 7 家购物中心品牌数量对比



■ 香化品牌数量 (个)

图 13、剔除韩国小众品牌后各购物中心品牌数量



■ 剔除韩国小众品牌后的香化品牌数量 (个)

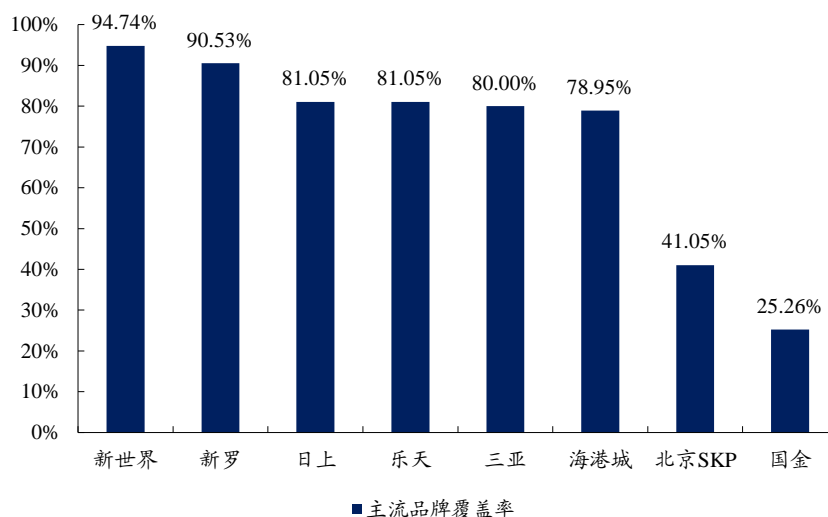
资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2.2、主流香化品牌：三亚日上品牌布局已较为完善

我们以同时覆盖 4 个以上渠道的香化品牌作为主流品牌的标准，共计 95 个，从主

流品牌覆盖率来看，新罗、新世界超 90%，日上、三亚、乐天、海港城在 80% 左右，内地有税渠道覆盖率较低。整体来看，虽然香化是韩国免税企业的传统强项品类，但三亚和日上的布局已较为完善。

图 14、各渠道主流香化品牌覆盖率对比



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、三亚免税城与 7 家购物中心主流香化品牌对比

品牌	日上	三亚	乐天	新罗	新世界	SKP	国金	海港城
总计 (个): 95	77	76	77	86	90	39	24	75
8 个购物中心覆盖品牌	L'Occitane	√	√	√	√	√	√	√
	Shiseido	√	√	√	√	√	√	√
	Sulwhasoo	√	√	√	√	√	√	√
	La Mer	√	√	√	√	√	√	√
	Shu uemura	√	√	√	√	√	√	√
	La Prairie	√	√	√	√	√	√	√
	Tom Ford	√	√	√	√	√	√	√
	Guerlain	√	√	√	√	√	√	√
	Fresh	√	√	√	√	√	√	√
	Estee Lauder	√	√	√	√	√	√	√
	Kiehl's	√	√	√	√	√	√	√
7 个购物中心覆盖品牌	Lancome	√	√	√	√	√	√	√
	SK-II	√	√	√	√	√	√	√
	Sisley	√	√	√	√	√	√	√
	Refa	√	√	√	√	√	√	√
	YSL	√	√	√	√	√	√	√
	MakeUpForEver	√	√	√	√	√	√	√
	Nars	√	√	√	√	√	√	√
	Whoo	√	√	√	√	√	√	√
	Foreo	√	√	√	√	√	√	√
	Bobbi Brown	√	√	√	√	√	√	√
	Giorgio Armani	√	√	√	√	√	√	√
	Clairns	√	√	√	√	√	√	√
	Ipsa	√	√	√	√	√	√	√
	CledePeauBeaute	√	√	√	√	√	√	√
	Biotherm	√	√	√	√	√	√	√
	Clinique	√	√	√	√	√	√	√
	Givenchy	√	√	√	√	√	√	√
	Jo Malone	√	√	√	√	√	√	√
	Helena Rubinstein	√	√	√	√	√	√	√

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



	Diptyque	√	√	√	√	√	√		√
	Chanel	√	√	√	√	√	√		√
	Atelier Cologne	√	√	√	√	√	√		√
	Dior	√	√	√	√	√	√		√
6 个购物中心覆盖品牌	Origins	√	√	√	√	√	√	√	
	M.A.C	√	√	√	√	√	√		√
	L'oreal Paris	√	√	√	√	√	√		√
	Miu Miu	√	√	√	√	√	√		√
	Lab Series	√	√	√	√	√	√		√
	Versace	√	√	√	√	√	√		√
	Hermes	√		√	√	√	√	√	√
	Anna Sui	√	√	√	√	√	√	√	
	Benefit	√	√	√	√	√	√		√
	Burberry	√	√	√	√	√	√		√
	Filorga	√	√	√	√	√	√		√
	Bvlgari	√	√	√	√	√	√		√
	Innisfree	√	√	√	√	√	√	√	
	Chloe	√	√	√	√	√	√		√
	Darphin	√	√	√		√	√	√	√
	Eve Lom	√		√	√	√	√	√	√
	Elizabeth Arden	√	√	√	√	√	√		√
5 个购物中心覆盖品牌	Moschino	√		√	√	√	√		√
	SU:M37°		√	√	√	√	√		√
	Lanvin	√	√		√	√	√	√	
	Vichy	√	√	√	√	√	√		
	Tiffany	√		√	√	√	√		√
	Sekkisei	√	√	√	√	√	√		
	Mustela	√	√		√	√	√		√
	La Roche Posay	√	√		√	√	√		√
	Gucci	√		√	√	√	√		√
	Jurlique	√	√			√	√	√	√
	Issey Miyake	√		√	√	√	√		√
	Coach	√	√		√	√	√		√
	Glam Glow	√	√	√		√	√		√
	Decorte	√	√		√	√	√		√
	Caudalie		√	√		√	√	√	√
	Elixir	√	√	√	√	√	√		
	Kenzo	√	√	√	√	√	√		
4 个购物中心覆盖品牌	SNP		√	√	√	√	√		
	Valentino	√			√	√	√		√
	Thann	√	√			√	√		√
	Mediheal		√	√	√	√	√		
	Narciso			√	√	√	√		√
	Oribe			√	√	√	√		√
	Philosophy	√	√		√	√	√		
	Marc Jacobs	√	√		√	√	√		
	Kose			√	√	√	√		√
	Montblanc	√	√		√	√	√		
	Urban Decay			√	√	√	√		√
	Loewe	√	√		√	√	√		
	Skin Ceuticals	√	√					√	√
	Laneige	√	√		√				√
	RMK			√	√	√	√		√
	Serge Luten			√	√	√	√		√
	Acqua Di Parma		√		√	√	√	√	
	Iope			√	√	√	√	√	
	Hera		√	√	√	√	√		
	Erno Laszlo			√		√	√	√	√
	Dr.CiLabo		√	√		√	√		√
	Belif			√	√	√	√		√
	Aveda			√	√	√	√		√
	Byredo			√	√	√	√		√
	Calvin Klein	√	√		√	√	√		

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Avene	√	√	√				√
Ferragamo	√	√		√	√		

资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

## 2.3、三亚或可借助日上进一步丰富香化品牌矩阵

从具体主流品牌来看，已覆盖 5-7 个渠道而三亚目前所欠缺的香化品牌有：Make up forever、爱马仕、Moschino、Gucci、Tiffany、三宅一生、EVE LOM，日上上海均已覆盖，三亚有望借助日上的采购渠道引入。此外，还有包括华伦天奴在内的 12 个已覆盖四个渠道而三亚尚未布局的品牌，但相对畅销程度较低。

图 15、三亚免税城欠缺的主流香化品牌



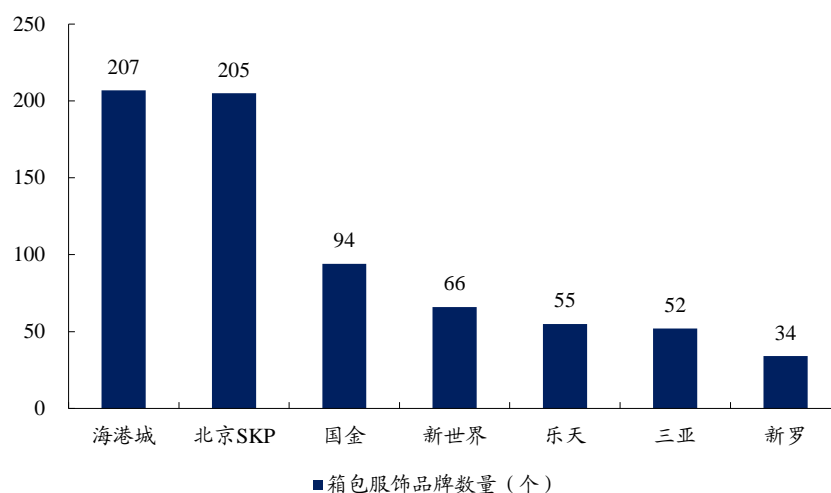
资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

## 三、箱包服饰：三亚品牌数量直逼韩国市内店，顶奢尚待引入

### 3.1、箱包服饰品牌数量：三亚已逼近乐天新世界，距有税还有差距

从箱包服饰品牌数量来看，北京 SKP、香港海港城经营面积大且包含大量服装品牌，因此品牌数量远高于免税渠道。四家市内免税店来看，三亚的箱包服饰品牌数量已接近乐天明洞店、新世界明洞店，超越新罗首尔店，引进品牌效果显著，经营面积的优势也有所体现。

图 16、三亚免税城与 6 家购物中心箱包品牌数量对比

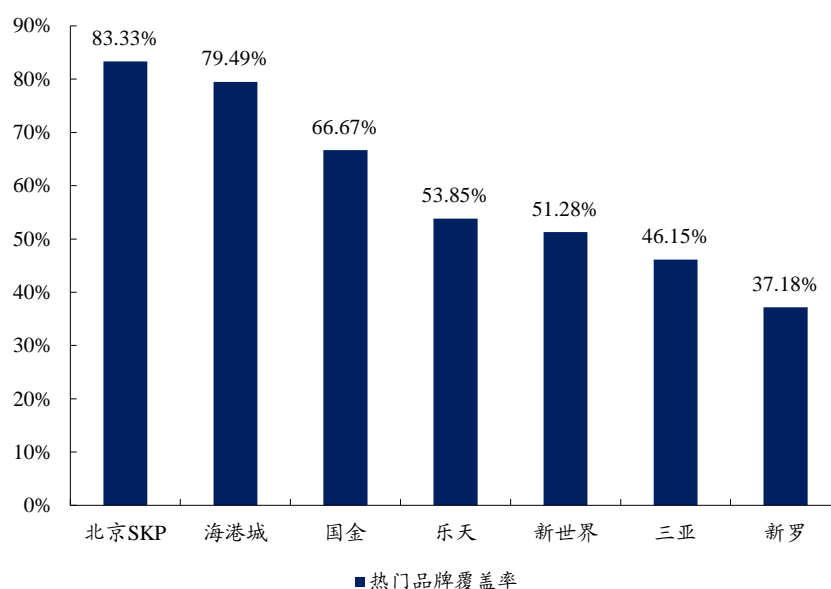


资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2、热门箱包服饰品牌：三亚热门覆盖率较高，顶级品牌有所欠缺

我们以同时覆盖 3 个渠道的品牌作为热门箱包服饰品牌的衡量标准，共计 78 个：从热门品牌覆盖率来看，有税渠道显著高于免税渠道，三亚的热门品牌覆盖率与韩国顶尖市内免税店相差不大。

图 17、三亚免税城与 6 家购物中心热门箱包服饰品牌覆盖率对比



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、三亚免税城与 6 家购物中心热门箱包服饰品牌对比

品牌	三亚	乐天	新罗	新世界	北京 SKP	国金	海港城
总计 (个): 78	35	42	29	40	65	52	62
Saint Laurent	√	√	√	√	√	√	√

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

7 家购物中心覆盖品牌	Burberry	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Gucci	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Bottega Veneta	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Fendi	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
6 个购物中心覆盖品牌	Louis Vuitton	■	✓	✓	✓	✓	✓	■	✓
	Ferragamo	✓	✓	✓	✓	✓	✓	■	✓
	Celine	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Givenchy	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Chanel	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Loewe	✓	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓
	Chloe	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Moncler	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Coach	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	■
	Dior	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Kenzo	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓
5 个购物中心覆盖品牌	Alexander McQueen	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	MCM	✓	✓	✓	✓	✓	✓	■	■
	Stuart Weitzman	■	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Balenciaga	✓	✓	■	✓	✓	✓	■	✓
	Miu Miu	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Evisu	■	✓	✓	✓	■	✓	✓	✓
	Prada	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Hermes	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓	■
	Tory Burch	✓	✓	■	✓	✓	✓	■	✓
	Longchamp	✓	✓	■	✓	✓	✓	■	✓
	Jimmy Choo	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	✓
4 个购物中心覆盖品牌	Valentino	✓	✓	■	✓	✓	✓	✓	■
	Bvlgari	■	✓	✓	✓	✓	✓	■	■
	Moschino	■	■	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Fila	■	✓	✓	■	✓	✓	■	✓
	TOD'S	✓	✓	■	✓	■	✓	■	✓
	Bally	✓	✓	✓	■	■	✓	■	✓
	Montblanc	✓	✓	✓	✓	✓	✓	■	■
	Max Mara	✓	■	■	✓	✓	✓	■	✓
	Pinko	■	■	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	Cartier	■	✓	✓	✓	✓	■	✓	■
	Calvin Klein	✓	■	■	✓	✓	✓	✓	■
	Michael Kors	✓	■	✓	✓	✓	■	✓	■
	Tumi	✓	✓	✓	✓	✓	■	■	■
	MLB	■	✓	✓	✓	✓	■	■	✓
	Versace	■	■	■	✓	✓	✓	✓	✓
	Boy London	■	✓	✓	✓	✓	■	■	✓
3 个购物中心覆盖品牌	Max&Co	✓	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Weekend Max Mara	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Theory	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Ralph lauren	✓	■	■	■	■	✓	■	✓
	IRO	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Furla	✓	■	■	■	■	■	✓	✓
	Zegna	✓	■	■	■	■	✓	✓	■
	Etro	■	✓	■	■	■	✓	■	✓
	Balmain	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Sandro	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Maje	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Christian Louboutin	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Marc Jacobs	✓	■	■	■	✓	✓	■	■
	Giuseppe Zanotti	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Claudie Pierlot	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Hugo Boss	✓	■	■	■	■	✓	■	✓
	Club Monaco	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Ba&Sh	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Berluti	■	■	■	■	■	✓	✓	✓
	Roger Vivier	■	✓	■	■	■	✓	■	✓
	Dolce & Gabbana	✓	■	■	■	■	✓	✓	✓

ADLV		✓	✓	✓				
Miss Sixty					✓		✓	✓
Thom Browne					✓		✓	✓
Bonpoint	✓			✓	✓			
Canali					✓		✓	✓
Dr.Martens	✓			✓				✓
Under Armour				✓	✓		✓	
Dunhill					✓		✓	✓
Cilocala	✓		✓	✓				
Ed hardy				✓	✓			✓
Y-3					✓		✓	✓
Emporio Armani	✓				✓			✓
Offwhite				✓			✓	✓
Aigle	✓				✓			✓

资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.3、三亚可进一步引入顶奢&潮牌，LV、爱马仕中免已有布局

从具体热门箱包品牌来看，几大顶级奢侈品：爱马仕、LV、香奈儿、迪奥等，仍是三亚的短板，其中爱马仕和 LV 是中免其他渠道已引进的品牌，且从未来规划来看，成功引入的可能性很大。此外，诸如 Evisu、MLB 等年轻人较为关注的潮牌也成为当下热门的品牌，三亚未来亦可在此领域发力，进一步完善品牌矩阵，扩大目标客户群体。

图 18、三亚免税城欠缺的箱包服饰热门品牌（剔除仅有税渠道覆盖的品牌）



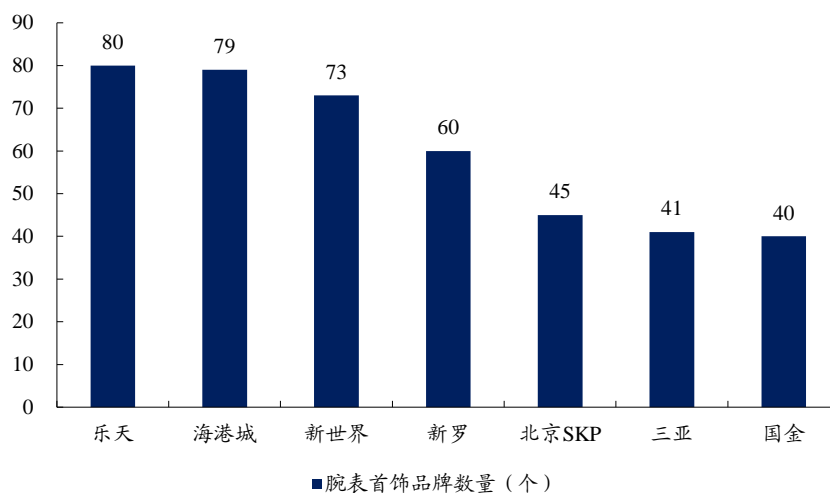
资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

## 四、腕表首饰：三亚持续引进品牌，仍有提升空间

### 4.1、腕表首饰品牌数量：乐天海港城优势显著，三亚与新世界接近

从腕表首饰品牌数量来看，乐天明洞店、香港海港城、新世界明洞店遥遥领先，品牌数量分别达 80、79、73 个，目前三亚仅 41 个，仍有较大的提升空间。

图 19、三亚免税城与 6 家购物中心腕表首饰数量对比

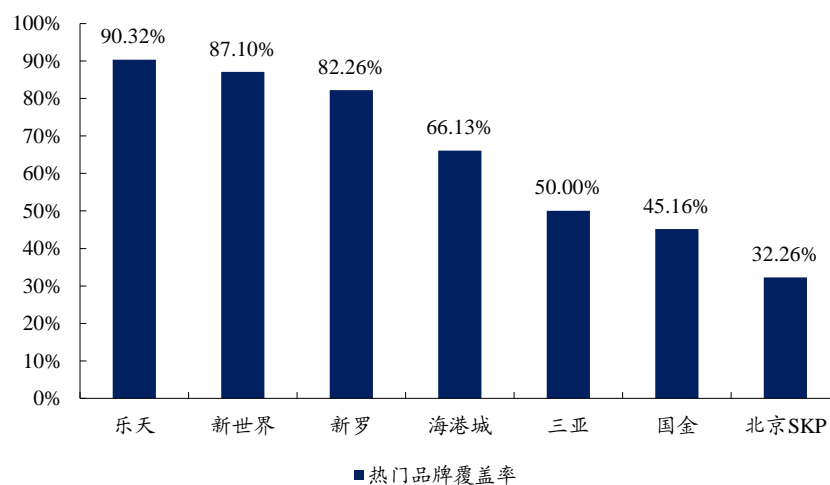


资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.2、热门腕表首饰品牌：三亚覆盖率为 50%

我们以同时覆盖三个渠道的品牌作为热门腕表首饰的衡量标准，共计 62 个：从覆盖率来看，乐天明洞店、新罗首尔店均超 80%；三亚热门品牌覆盖率为 50%，相比三家韩国免税店和香港海港城仍有差距。

图 20、各渠道腕表首饰热门品牌覆盖率对比



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理



表 5、三亚免税城与 6 家购物中心热门腕表首饰品牌对比

	品牌	三亚	乐天	新罗	新世界	北京 SKP	国金	海港城
	总计 (个): 62	31	56	51	54	20	28	41
7 个购物中心覆盖品牌	Hermes	√	√	√	√	√	√	√
	Swarovski	√	√	√	√	√	√	√
	Gucci	√	√	√	√	√	√	√
	Tiffany	√	√	√	√	√	√	√
	Bvlgari	√	√	√	√	√	√	√
6 个购物中心覆盖品牌	Panerai	√	√	√	√		√	√
	Chopard	√	√	√	√		√	√
	Montblanc	√	√	√	√		√	√
	Dior		√	√	√	√	√	√
	Chanel		√	√	√	√	√	√
	Chou Tai Fook	√	√	√	√	√		√
	Longines	√	√	√	√	√		√
	Pandora	√	√	√	√		√	√
	Qeelin	√	√		√	√	√	√
	Louis Vuitton		√	√	√	√	√	√
	IWC	√	√	√	√		√	√
	Jaeger-LeCoultre	√	√	√	√		√	√
5 个购物中心覆盖品牌	Chaumet	√	√			√	√	√
	Emporio Armani	√	√		√	√		√
	Rolex		√	√	√		√	√
	Coach		√	√	√	√	√	√
	Van Cleef & Arpels		√	√	√		√	√
	Rado	√	√	√	√			√
	Ferragamo		√	√	√	√		√
	Piaget	√	√		√		√	√
	Daniel Wellington	√	√	√	√			√
	Olivia Burton	√	√	√	√			√
	Tissot	√	√	√	√			√
	Michael Kors	√	√	√	√		√	
	Tudor	√	√	√	√			√
	Swatch	√	√	√				√
4 个购物中心覆盖品牌	Cartier	√		√	√		√	
	Citizen	√	√	√	√			
	Omega	√	√	√	√			
	APM	√			√		√	√
	Mido	√	√	√	√			
	Didier Dubot		√	√	√			√
	Vacheron		√	√	√			√
	Constantin							
	Casio	√	√	√				√
	Hublot		√	√	√			√
	Blancpain		√	√	√		√	
	Hamilton	√	√	√	√			
	Tag Heuer		√	√	√			√
	Fred		√			√	√	√
3 个购物中心覆盖品牌	Briston		√	√	√			
	Mikimoto					√	√	√
	Monica Vinader		√		√			√
	Rosemont		√	√	√			
	Michel Herbelin		√	√	√			
	J.Estina		√	√	√			
	Breguet			√	√	√		
	Stone Henge		√	√	√			
	De Beers					√	√	√
	Frederique		√	√	√			
	Constant							
	Celine					√	√	√

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Suunto		√	√	√	√	
Calvin Klein	√	√	√	√	√	
Fossil		√		√	√	√
Breitling		√	√	√	√	
Fendi		√	√	√	√	
Oris		√	√	√	√	
Diesel		√	√	√	√	

资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

### 4.3、三亚腕表首饰品牌矩阵尚待完善，已逐步引进热门品牌

从具体热门品牌来看，虽然从顶级奢侈品到大众品牌都有发展的空间，但目前公司已在腕表首饰领域发力，三亚近年引进品牌的速度有目共睹，包括大热的爱马仕、萧邦等品牌，未来与顶尖的市内免税店和购物中心的差距将进一步缩小。

图 21、三亚免税城欠缺的腕表首饰热门品牌(仅统计 4 个以上渠道覆盖的品牌)



资料来源：各公司官网，各门店楼层导览图，兴业证券经济与金融研究院整理

## 五、风险提示

- 1、系统性风险
- 2、政策风险
- 3、竞争加剧风险等。

## 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](http://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： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>	邮箱： <a href="mailto:research@xyzq.com.cn">research@xyzq.com.cn</a>