

上海机场（600009）深度研究报告

预计“最坏时光”即将度过，中期核心价值再探讨

- ❖ **当前评估：预计机场即将度过 Q2 “最差时光”。**1) Q1 疫情影响导致利润大幅下降，但上海机场仍为行业唯一扣非盈利（0.81 亿）；Q2 预计或为“最差时光”，近日民航局发布《关于调整国际客运航班的通知》，实施航班奖励与熔断，预计后续随着海外疫情影响减弱，“5 个 1”政策会持续边际松动。因此我们预计 Q2 或为机场最差阶段，而机场即将度过“最坏时光”。2) 后续评估：6 月行业客运量恢复至去年同期约 6 成，客座率修复至近 70%，预计上海机场整体客运量下降 45%，国内下降 28%，国际旅客下降 61%；其中 Q1-4 客运量分别下降 57%、75%、41%及 4%
- ❖ **不变的核心价值：区位优势与黄金赛道。**1) 不变的区位优势：超级枢纽价值凸显。浦东机场在可预见时间内作为长三角唯一核心出入境口岸的地位不会变化，一市两场布局下国际+地区旅客占比过半的常态不会变化，核心枢纽竞争力提升，马太效应加强的态势不会变化。2) 不变的黄金赛道：颜值经济黄金时代受益者。我国高端化妆品-免税品的快速增长赛道不会变，可观消费回流空间不会变（假设 50%海外回流，即相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍）。
- ❖ **或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放。**1) 海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费。2) 上海机场正在具备拓展精品的条件：足够的流量与面积保障；免税商开拓精品的趋势；消费升级与吸引海外消费回流下，机场免税额度或存提升可能。3) 精品免税空间测算：我们预计未来上海机场精品销售额占比或至少 2 成，依照 19 年水平模拟测算精品销售额或为 29 亿，而 2025 年或达 61 亿，可贡献利润 5-11 亿。
- ❖ **可能遇到的挑战和变化。**1) 税率若调整对免税业的影响：预计边际影响较小。2) 市内店的影响：当前处于共同做大免税市场蛋糕阶段，预计影响相对可控。a) 韩国市内店占免税比 85%，泰国王权免税市内店占比 52%，但全球看机场仍为免税主要渠道，占比约 56%。我们认为韩国、泰国是主打旅游经济国家，免税业面向的是外国人消费，与我国现状并不相同。b) 免税行业有特殊性：如若监管疏漏，容易出现串货、冲击有税零售、税收流失等问题会成为市内店的制约，同时在需要机场提货情况下，预计机场或存在一定的调控能力。c) 消费行为的培育需要时间。d) 我们认为更为重要的是，无论是机场店还是市内店，都是在共同做大我国免税市场，从而吸引更多海外消费回流的阶段。3) 探讨：疫情下免税商“求变”之举，多少会固化？国内线上直邮：预计特殊之举，疫情影响消除后规模或难续。相比较韩国，国内运营商更有创新之意，通过线上直邮方式，类跨境电商销售，在购买资格上进行了一定的门槛限制。但预计疫情过后，品牌商会从对自身有税渠道冲击角度进行评估该影响，直邮模式规模或难续，相比较而言，CDF 会员购模式或更具一定持续性。
- ❖ **盈利预测：**基于我们对客运量的最新预测，调整 2020-21 年盈利预测至净利 18.3 亿、53.3 亿（原预测为 23、60 亿）。投资建议：我们认为机场边际改善将逐步出现，免税黄金赛道下，给予 2021 年 30 倍 PE，对应 1600 亿市值，对应 2022 年 22 倍 PE，上调目标价至 83 元（原目标价 78.3 元）。
- ❖ **风险提示：**经济大幅下滑，疫情持续影响国际线客流修复，免税地位受到冲击。

主要财务指标

	2019A	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万)	10,945	7,429	12,547	15,224
同比增速(%)	17.5%	-32.1%	68.9%	21.3%
归母净利润(百万)	5,030	1,832	5,339	7,207
同比增速(%)	18.9%	-63.6%	191.5%	35.0%
每股盈利(元)	2.61	0.95	2.77	3.74
市盈率(倍)	28	78	27	20
市净率(倍)	4	4	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测

注：股价为 2020 年 6 月 5 日收盘价

推荐（维持）

目标价：83 元

当前价：74.28 元

华创证券研究所

证券分析师：吴一凡

电话：021-20572539

邮箱：wuyifan@hcyjs.com

执业编号：S0360516090002

证券分析师：刘阳

电话：021-20572552

邮箱：liuyang@hcyjs.com

执业编号：S0360518050001

证券分析师：王凯

电话：021-20572538

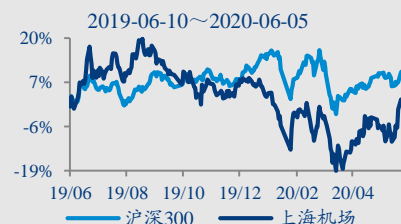
邮箱：wangkai@hcyjs.com

执业编号：S0360519090002

公司基本数据

总股本(万股)	192,696
已上市流通股(万股)	109,348
总市值(亿元)	1,431.34
流通市值(亿元)	812.23
资产负债率(%)	10.3
每股净资产(元)	16.7
12 个月内最高/最低价	88.9/58.0

市场表现对比图(近 12 个月)



相关研究报告

《上海机场（600009）2019 年业绩快报点评：利润增速 18.9%，业绩基本符合预期，疫情阶段性冲击不改长期价值，持续推荐》

2020-02-22

《上海机场（600009）2019 年年报点评：利润增速 18.9%，非航占比进一步提升，疫情冲击不改黄金赛道长期价值，持续“推荐”》

2020-03-28

《上海机场（600009）2020 年一季度报点评：归属净利 0.8 亿，公司对合同内免税业务进行暂估处理，疫情影响不改黄金赛道长期价值，持续“推荐”》

2020-04-28

投资主题

报告亮点

机场是今年疫情下受损的行业，但我们从中期维度来探讨上海机场核心价值的变与不变，并对未来可能遭遇的挑战进行了讨论，但我们认为公司长期价值不会因疫情而改变。

投资逻辑

不变的核心价值：区位优势与黄金赛道。

1) 不变的区位优势：超级枢纽价值凸显。浦东机场在可预见时间内作为长三角唯一核心出入境口岸的地位不会变化，一市两场布局下国际+地区旅客占比过半的常态不会变化，核心枢纽竞争力提升，马太效应加强的态势不会变化。

2) 不变的黄金赛道：颜值经济黄金时代受益者。我国高端化妆品-免税品的快速增长赛道不会变，可观消费回流空间不会变（假设 50% 海外回流，即相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍）。

或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放。

精品免税空间测算：我们预计未来上海机场精品销售额占比或至少 2 成，依照 19 年水平模拟测算精品销售额或为 29 亿，而 2025 年或达 61 亿，可贡献利润 5-11 亿。

可能遇到的挑战 and 变化。

- 1) 税率若调整对免税业的影响：预计边际影响较小。
- 2) 市内店的影响：当前处于共同做大免税市场蛋糕阶段，预计影响相对可控。
- 3) 探讨：疫情下免税商“求变”之举，多少会固化？

关键假设、估值与盈利预测

关键假设：

预计全行业年度客运量下降 27%，其中国内下降 23%，国际航线下降 57%；**预计上海机场整体客运量下降 45%**，国内下降 28%，国际旅客下降 61%；其中 Q1-4 客运量分别下降 57%、75%、41% 及 4%

盈利预测：

基于我们对客运量的最新预测，调整 2020-21 年盈利预测至净利 18.3 亿、53.3 亿（原预测为 23、60 亿）。

投资建议：

我们认为机场边际改善将逐步出现，免税黄金赛道下，给予 2021 年 30 倍 PE，对应 1600 亿市值，对应 2022 年 22 倍 PE，上调目标价至 83 元（原目标价 78.3 元）。

目录

一、当前评估：机场即将度过 Q2“最差时光”.....	6
（一）Q1 疫情影响导致利润大幅下降，但上海机场仍为行业唯一扣非盈利	6
（二）Q2 预计或为“最差时光”，而政策限制是重要因素之一	7
（三）综合评估：	7
二、不变的核心价值：区位优势与黄金赛道.....	9
（一）不变的区位优势：超级枢纽价值凸显	9
（二）不变的黄金赛道：颜值经济黄金时代受益者	12
三、或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放.....	15
（一）海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费	15
（二）拓展精品需满足的三项条件	18
（三）精品免税销售额空间测算	20
四、可能遇到的挑战 and 变化.....	22
（一）税率若调整对免税业的影响：预计边际影响较小	22
（二）市内店的影响：当前处于共同做大免税市场蛋糕阶段，预计影响相对可控	25
（三）探讨：疫情下免税商“求变”之举，多少会固化？	28
1、韩国免税：新世界免税店率先宣布在非免税渠道销售库存品	28
2、国内线上直邮：预计特殊之举，疫情影响消除后规模或难续	28
附、传统跨境电商模式	32
五、投资建议.....	35
六、风险提示.....	35

图表目录

图表 1	上海机场起降架次.....	6
图表 2	上海机场旅客吞吐量.....	6
图表 3	上海白云深圳机场数据比较.....	7
图表 4	行业客运量.....	8
图表 5	行业分季度预测.....	8
图表 6	上海机场分季度旅客运输量预测.....	8
图表 7	上海机场月度客运量同比增速预测.....	9
图表 8	三大机场群对比.....	9
图表 9	浦东机场区位优势显著.....	10
图表 10	长三角与京津冀、珠三角城市群对比（2019）.....	10
图表 11	四大机场航线结构.....	10
图表 12	长三角机场群旅客吞吐量分布.....	11
图表 13	浦东机场历年吞吐量.....	11
图表 14	主要机场国际+地区旅客吞吐量占全国比重.....	11
图表 15	机场免税需求链条.....	12
图表 16	三亚海棠湾免税销售额增速.....	12
图表 17	上海机场免税业务.....	12
图表 18	欧莱雅区域结构.....	13
图表 19	欧莱雅区域增速.....	13
图表 20	人均 GDP.....	14
图表 21	人均化妆品.....	14
图表 22	日上上海价格优势明显（标红项目为在区域的免税店价格最低）.....	14
图表 23	回流规模测算.....	15
图表 24	国内免税格局.....	15
图表 25	海南离岛免税政策演变.....	16
图表 26	海南离岛免税销售额.....	16
图表 27	海南离岛免税购物人次.....	16
图表 28	海南离岛免税客单价.....	17
图表 29	海南离岛免税销售额分品类分布.....	17
图表 30	海棠湾部分精品及价格对比.....	18
图表 31	海南三亚免税城精品类设置.....	19
图表 32	卫星厅精品店.....	19

图表 33	卫星厅精品店	19
图表 34	上海机场销售额分品类分布	20
图表 35	全球免税销售额分品类分布	20
图表 36	韩国免税销售额分品类分布	21
图表 37	仁川免税销售额分品类分布	21
图表 38	模拟测算精品消费	21
图表 39	分类销售提成比例	22
图表 40	我国历年出境游人次和花费（亿美元）	23
图表 41	免税店常见商品关税税率	23
图表 42	进口化妆品缴税环节	24
图表 43	免税品与专柜价差	24
图表 44	全球免税业销售分布（2017）	25
图表 45	韩国免税业销售分布（2019）	25
图表 46	韩国免税业销售额增速	25
图表 47	韩国市内店渠道占比提升	25
图表 48	泰国市内店与机场店免税销售	26
图表 49	香港机场零售和全港零售对比	27
图表 50	中免下属免税店线上渠道	29
图表 51	玩转旅购和在机场 APP 权益券购买通道	30
图表 52	CDF 会员购：官方入驻、购买条件	31
图表 53	传统贸易和跨境电商贸易环节对比	33
图表 54	两种跨境电商模式	33
图表 55	《跨境电商综合税表》适用跨境电商综合税的商品税率	34
图表 56	三种渠道税收政策对比	35

一、当前评估：机场即将度过 Q2 “最差时光”

（一）Q1 疫情影响导致利润大幅下降，但上海机场仍为行业唯一扣非盈利

经营数据：受疫情冲击影响，经营指标大幅下降。

上海机场：Q1 累计起降下降 43%，旅客下降 52%。4 月起降架次下降 59%，旅客吞吐量下降 87%。1-4 月起降、旅客吞吐量分别下降 47%、65%。

白云机场：Q1 累计起降下降 40%，旅客下降 54%。4 月起降架次下降 54%、旅客吞吐量下降 72%，1-4 月起降、旅客吞吐量分别下降 43%、58%。

深圳机场：Q1 累计起降下降 32%，旅客下降 48%。4 月起降架次下降 38%、旅客吞吐量下降 56%，1-4 月起降、旅客吞吐量分别下降 33%、50%。

财务数据：Q1 仅上海机场实现扣非盈利

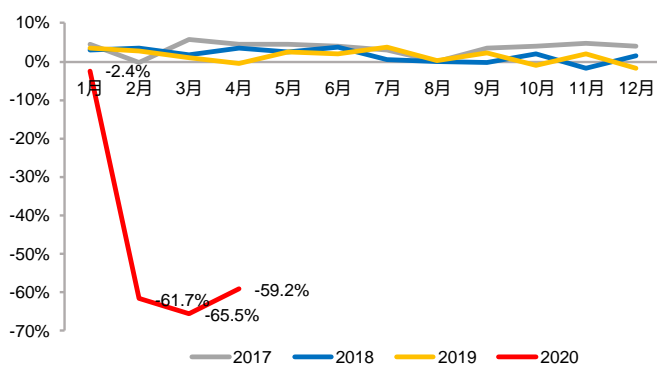
收入端：上海机场收入 16.4 亿，下降 41%；白云机场收入 13 亿，下降 32%；深圳机场收入 5.6 亿，下降 38%；

利润端：上海机场盈利 0.81 亿，下降 94%；白云与深圳分别亏损 0.6 及 1.2 亿，白云扣非亏损 1.87 亿，深圳扣非亏损 1.2 亿，上海机场扣非唯一盈利。

说明：上海机场对免税业务进行暂估处理，我们认为此举或反映上海机场谨慎的财务处理和追求稳健经营思路。

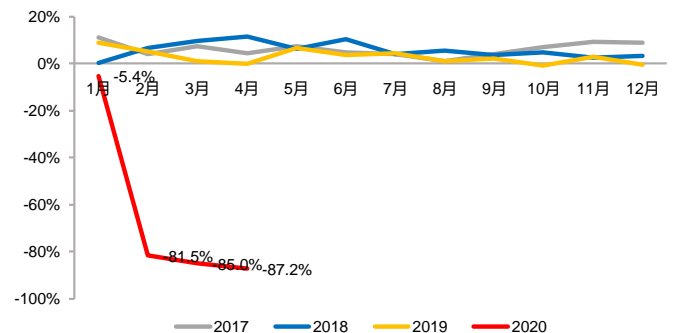
（上海机场：因疫情冲击对于业务开展影响较大，谨慎原则下，公司对免税业务进行暂估处理。公司披露《上海浦东国际机场免税店项目经营权转让合同》报告期内暂估营业收入 6.6 亿元，此为 T2+卫星厅部分，不含 T1，同口径下 2020 年全年保底 41.58 亿，简单对应单季度保底金额为 10.4 亿。我们预计 Q1 免税销售额 18 亿左右，测算人均国际旅客免税贡献达到 446 元。）

图表 1 上海机场起降架次



资料来源：Wind，华创证券

图表 2 上海机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，华创证券

图表 3 上海白云深圳机场数据比较

		上海机场	白云机场	深圳机场
Q1	起降架次	7.3	7.33	6.25
	同比	-42.5%	-39.6%	-32.0%
	旅客吞吐量	808	839	684
	同比	-57.1%	-53.8%	-48.2%
4月	起降架次	1.72	1.81	1.82
	同比	-59.1%	-53.6%	-37.5%
	旅客吞吐量	81	165	183
	同比	-87.2%	-71.7%	-56.2%
Q1	收入	16.4	13.0	5.6
	同比	-41%	-32%	-38%
	利润	0.8	-0.6	-1.2
	扣非利润	0.8	-1.9	-1.2

资料来源：公司公告，华创证券

（二）Q2 预计或为“最差时光”，而政策限制是重要因素之一

为防控疫情境外输入，民航局统筹国际客运航班调整，实施“五个一”政策，即 1 航司在 1 国保留 1 条航线、1 周至多 1 个航班。该政策自 3 月 29 日开始执行，政策限制导致国际旅客流量大幅下降。

4 月上海机场国际旅客 2.6 万人，同比下降 99%，环比降 89%；白云机场国际旅客 2.48 万人，同比下降 98.3%，环比降 85%；深圳机场国际旅客为 0。

因机场收入基础来自客流，尤其具备高毛利的免税业务依赖于国际客流，而政策限制下国际线旅客骤降，相较于一季度进一步下行，但我们认为“五个一”政策是境外疫情发展下的防疫之举，并非“常态”，未来随着海外疫情影响程度减弱，该政策存在调整的可能。

民航局近日发布《关于调整国际客运航班的通知》，其中提出：

- 1) 2020 年 6 月 8 日起，所有未列入“第 5 期”航班计划的外国航空公司，可在本公司经营许可范围内，选择 1 个具备接收能力的口岸城市，每周运营 1 班国际客运航线航班；
- 2) 2020 年 6 月 8 日起，实施航班奖励和熔断措施。对于奖励措施，航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数连续 3 周为零的，可在航线经营许可规定的航班量范围内增加每周 1 班，最多达到每周 2 班。因此我们预计 Q2 或为机场最差阶段，并随着国内旅客复苏，机场将度过“最坏时光”。

（三）综合评估：

航空客运量：航空行业 1-4 月客运量下降 57.5%，但 5 月日均客运量环比 4 月增长约 4 成，5 月下旬客运量逐步恢复至去年同期的 5 成左右，6 月 1-5 日客运量修复至去年同期的 57%，客座率回升至近 70%。

其中 6 月 5 日发送旅客 104 万人，同比降幅收窄至 38.5%，是 1 月 27 日以来新高。

热门航线排班：根据“航班管家”数据，我们观察北上广深互飞航线，整体航班量已经恢复至疫情前近 9 成，其中京沪、沪深均已恢复至疫情前水平，沪广恢复至 8 成，京深恢复至 7 成。

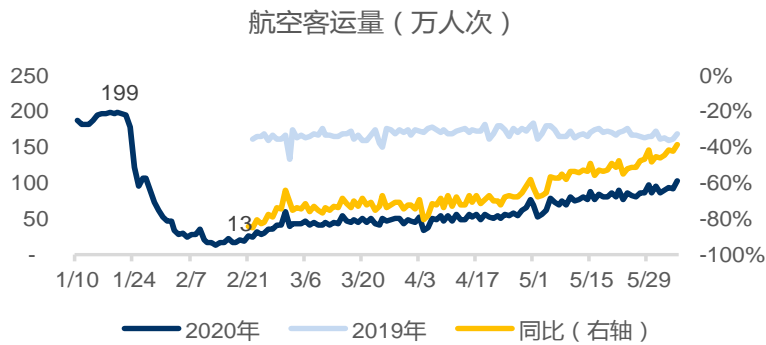
预计全行业年度客运量下降 27%，其中国内下降 23%，国际航线下降 57%。

其中：Q1-4 行业旅客人数增速分别为-54%、-53%、-10%、7.6%；其中国内旅客人数增速分别为：-54%、-48%、-4%、10%；国际旅客人数增速分别为-55%、-95%、-65%、-12%。

预计上海机场整体客运量下降 45%，其中国内下降 28%，国际旅客下降 61%。

因上海机场国际+地区旅客占比过半，在国际航线受到政策限制情况下，预计全年吞吐量下滑幅度超过全国水平，分季度看：预计 Q1-4 客运量分别下降 57%、75%、41%及 4%，其中国际旅客分别下降 55%、97%、72%、17%。

图表 4 行业客运量



资料来源：民航局，交通运输部，华创证券

图表 5 行业分季度预测

	2019年	2020年E	同比	国内	国际
Q1	16,074	7,409	-53.9%	-53.8%	-54.7%
Q2	16,104	7,565	-53.0%	-47.6%	-95.2%
Q3	17,530	15,699	-10.4%	-3.5%	-65.3%
Q4	16,280	17,514	7.6%	10.0%	-11.5%
全年	65,988	48,187	-27.0%	-23.2%	-56.8%

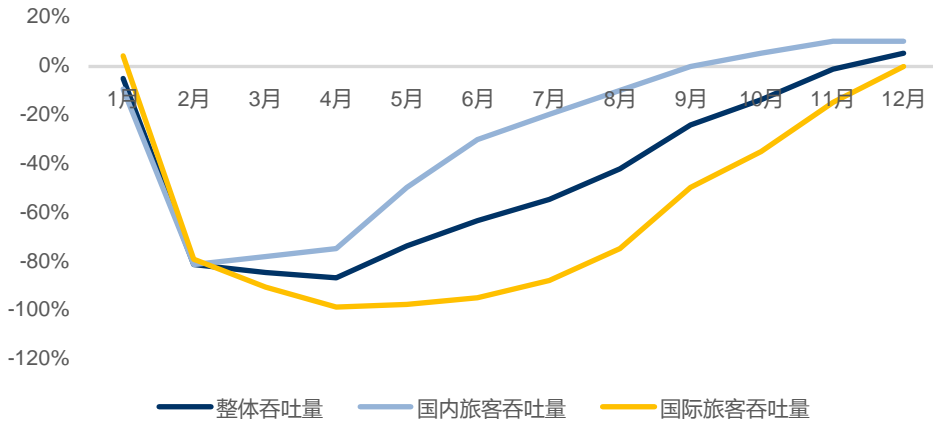
资料来源：民航局，交通运输部，华创证券

图表 6 上海机场分季度旅客运输量预测

	2019年	2020年E	同比	国内	国际
Q1	1,883	808	-57.1%	-56.4%	-54.7%
Q2	1,939	490	-74.7%	-51.6%	-97.3%
Q3	1,969	1,164	-40.9%	-10.3%	-71.6%
Q4	1,824	1,759	-3.6%	8.2%	-16.6%
全年	7,615	4,221	-44.6%	-27.6%	-60.6%

资料来源：公司公告，民航局，华创证券

图表 7 上海机场月度客运量同比增速预测



资料来源：公司公告，民航局，华创证券

二、不变的核心价值：区位优势与黄金赛道

（一）不变的区位优势：超级枢纽价值凸显

1、超级枢纽：浦东机场在可预见的时间内仍将是长三角唯一核心出入境口岸

1）各项宏观指标来看，长三角是我国第一大经济引擎。GDP 总量、人口总量、进出口、社会零售总额、固定资产投资等各项指标均在全国占有最重要地位。长三角地区以占全国 2.2%的面积，11%的人口，贡献了全国 20.6%的 GDP 总量、36%的进出口总额以及 23.5%的社零销售额。

2）强大腹地带来充沛客流量。上海作为国际特大型城市，长三角区域核心，2019 年上海两场旅客吞吐量突破 1.2 亿人次，超过北京两场近 20%。且旅客构成基本定型，航线网络基本搭建完毕，上海主基地已经成熟，无需为新开拓航线投入大量导入资源。

枢纽机场的发展正得益于所在区域经济和消费活力。从旅客吞吐量、起降架次和货邮吞吐量三大指标来看，除货邮吞吐量低于依托香港机场全球第一大货邮机场的珠三角外，其他指标长三角机场群均超过另两大区域。

图表 8 三大机场群对比

	长三角	京津冀	珠三角	
			含港澳地区	不含港澳地区
旅客吞吐量（亿人次）	2.45	1.46	2.23	1.42
起降架次（万架次）	178	101	148	98
货邮吞吐量（万吨）	558	226	812	326

资料来源：wind，民航局，华创证券

3）区域位置带来出行便捷

航程适中：地理位置位于亚欧美大三角航线端点，飞往欧洲和北美西海岸航行时间约为 10 小时左右，飞往亚洲主要城市时间在 2 至 5 小时，航程适中。

可覆盖国内核心经济区：2 小时飞行圈资源丰富，涵盖中国 80%的前 100 大城市、54%的国土资源、90%的人口、93%的 GDP 产出地和东亚大部分地区。

图表 9 浦东机场区位优势显著



资料来源：公司网站，华创证券

图表 10 长三角与京津冀、珠三角城市群对比（2019）

	长三角	京津冀	珠三角
总面积（万平方公里）	21.17	22.5	5.6
占全国比重	2.21%	2.34%	0.58%
GDP（万亿元）	20.40	8.67	11.63
占全国比重	20.6%	8.75%	11.74%
人口（亿人）	1.54	1.18	0.73
占全国比重	11.0%	8.45%	5.19%
人均 GDP（万元）	13.24	7.33	16.01
进出口总额（万亿元）	11.31	4.00	14.63/6.77
占全国比重	35.8%	12.67%	21.44%
社会消费品零售总额（万亿元）	8.93	3.57	3.45/3.01
占全国比重	23.5%	9.38%	7.89%
固定资产投资（万亿元）	9.13	5.26	2.56
占全国比重	14.5%	8.33%	4.03%

资料来源：统计局，华创证券

4) 国际/地区目的地分布均衡:

东亚航线（日韩等，包括地区航班）为浦东机场优势航线，航班量远高于首都、白云，深圳，几乎为第二的首都机场 2 倍；

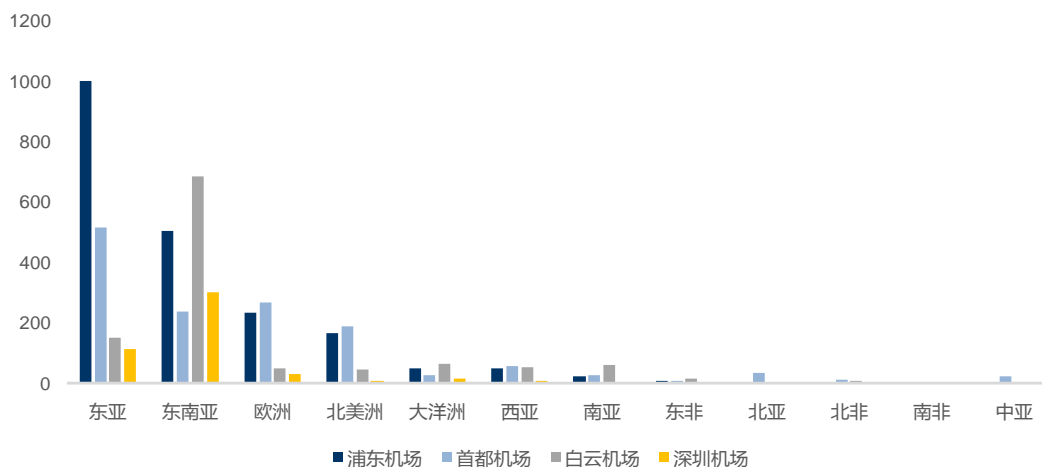
东南亚也保持较高多的航班量，低于白云机场；

远程洲际航线中欧洲和北美航班量略低于首都机场，大洋洲略高于首都机场；

其他区域航班量较少。

根据疫情前排班看，目的地国家分布中，浦东机场每周飞往日本航班量达到 465 班，几乎占东亚航班近半，机场总体的 23%，韩国 190 班，两国合计 655 班，占机场总国际航班量的 1/3。其他主要目的地包括泰国每周 197 班，占比 9.6%，美国 134 班，占比 6.5%。

图表 11 四大机场航线结构



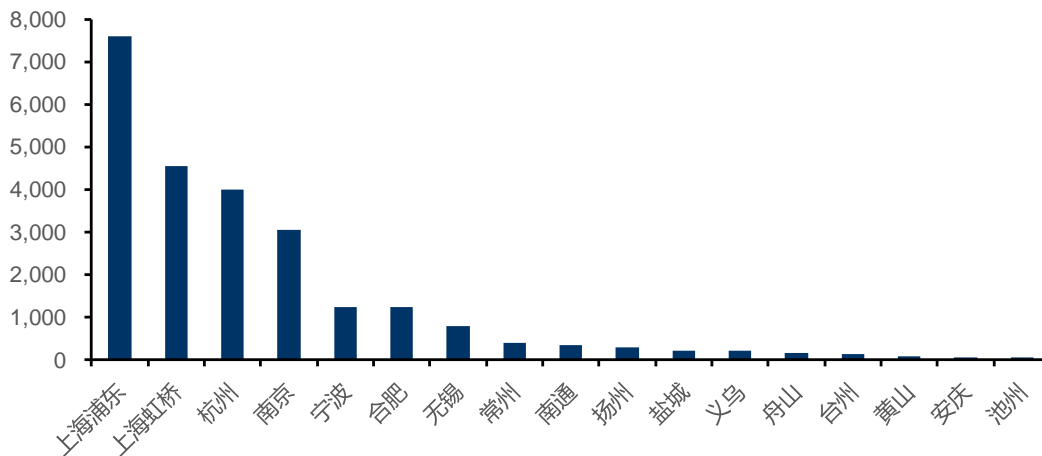
资料来源：民航预先飞行管理系统，华创证券

5) 缺乏竞争的强区位优势，即华东地区无其他重要机场构成明显出境分流。

2019 年浦东机场 3851 万出境旅客遥遥领先周边其他机场（2019 年杭州约 580 万、南京约 360 万、宁波约 163 万、

合肥约 70 万）。

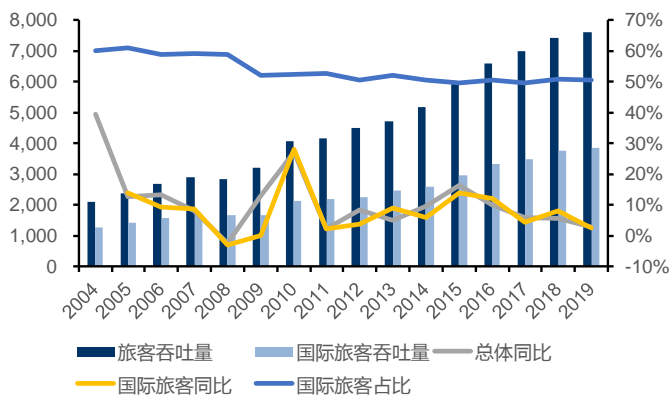
图表 12 长三角机场群旅客吞吐量分布



资料来源：民航局，华创证券

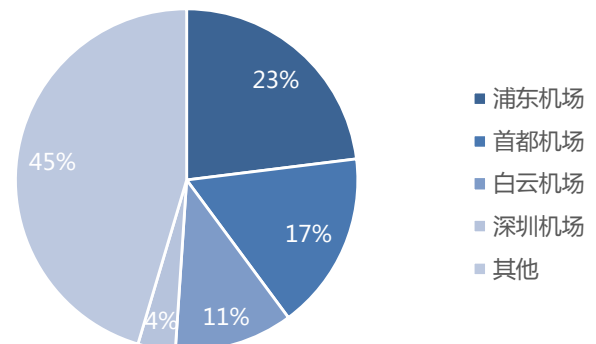
一市两场设计让浦东机场国际+地区旅客占比过半。浦东机场于 1999 年建成，2002 年 10 月起虹桥机场航班东移浦东。浦东机场自建成即确立了国际为主的发展方向，国际+地区旅客占比始终在 50% 以上水平。19 年旅客吞吐量达到 7615 万人，国内仅次于首都机场，国际排名第 9。其中国际+地区旅客合计 3851 万，占比 50.6%，国际+地区旅客吞吐量稳居国内第一，占全国机场国际总吞吐量的 23%。

图表 13 浦东机场历年吞吐量



资料来源：Wind，华创证券

图表 14 主要机场国际+地区旅客吞吐量占全国比重



资料来源：Wind，华创证券

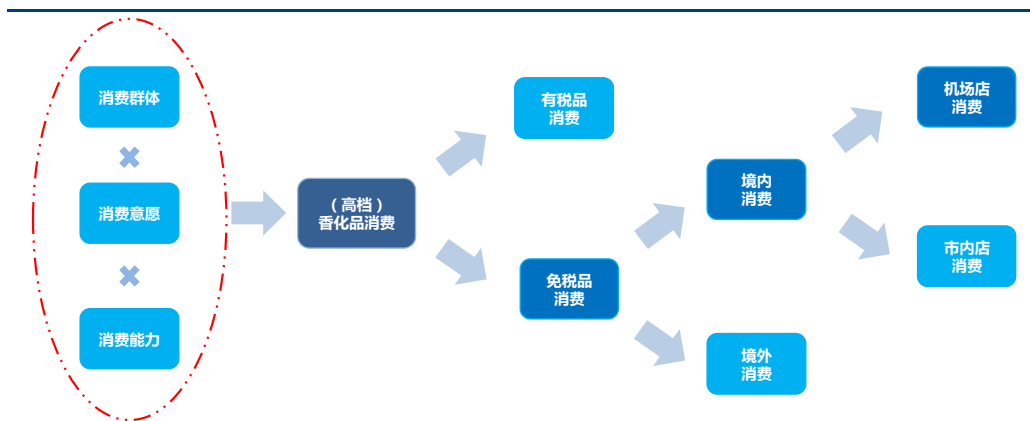
从公司自身发展而言，在时刻资源紧张背景下，公司未来将会把更多资源向国际航线倾斜，国际旅客增速将持续高于国内旅客增速，占比持续提升；

从行业国际航权分配规则来看，民航局 2018 年发布了《国际航权资源配置与使用管理办法》，航权资源配置实行打分制，包括消费者利益、枢纽发展、资源使用效率以及企业运行品质等四大指标，是综合考虑航空公司与机场的发展，根据打分规则，我们预计二三线城市将很难与三大枢纽竞争，未来会体现出头部航空+核心枢纽的马太效应，二三线机场对浦东机场国际旅客分流趋缓甚至回流，进一步刺激公司国际旅客增长。

（二）不变的黄金赛道：颜值经济黄金时代受益者

深度报告《机场行业：颜值经济黄金时代受益者》中，我们提出在香化占比接近 80% 的品类设置下，免税销售的源动力核心是对高档香化品的消费需求。并对高档化妆品消费-免税 Vs 有税-境内 Vs 境外-机场 Vs 市内店进行全链条完整分析。

图表 15 机场免税需求链条



资料来源：华创证券整理

1、起于 2016-17：中国高端化妆品-免税销售额大爆发

三亚海棠湾：离岛免税随额度提升明显刺激销售额

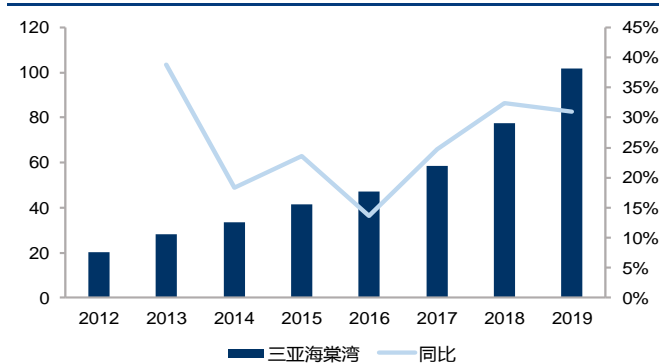
海棠湾免税店 2011 年设立，2012 年 11 月起额度提升至每人每年累计不超过 8000 元，16 年 2 月提升至 1.6 万，2018 年 12 月起进一步提升至 3 万元，近期《海南自由贸易港建设总体方案》中提出将离岛免税购物额度由当前每人每年 3 万提高至 10 万元，预计将进一步推升消费力。

2016-19 年三亚海棠湾销售额同比增速分别为 25%、28%、32%和 31%，保持高速增长。2019 年海棠湾销售额 101.74 亿元。

上海机场免税店（日上浦东）：人均贡献明显提升期

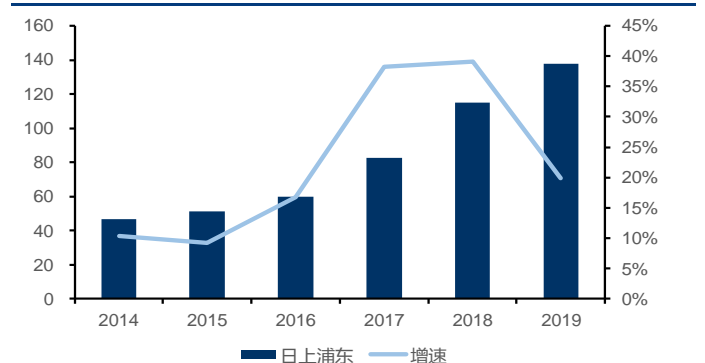
2016-19 年增速分别为 19%、40%、38%、20%，19 年由于多方面原因有所降速，但人均贡献依然保持快速增长，17-19 年人均销售额分别增长 34%、30%和 18%，19 年人均免税销售额达到 358 元。

图表 16 三亚海棠湾免税销售额增速



资料来源：Wind，华创证券

图表 17 上海机场免税业务



资料来源：公司公告，华创证券

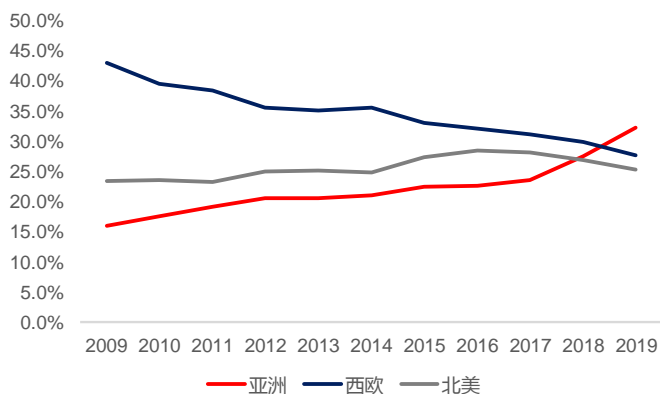
欧莱雅亚太区同样快速增长

产品结构：2019 年公司销售额 299 亿欧元，其中大众产品占比 42.7%、高端产品占比 36.9%，此外为专业产品及活性化妆品占比共 20.4%。

区域结构：北美占比 25.3%，西欧占比 27.7%，亚洲占比 32.3%，较 18 年大幅提升 4.8 个百分点（09 年为 16%）。

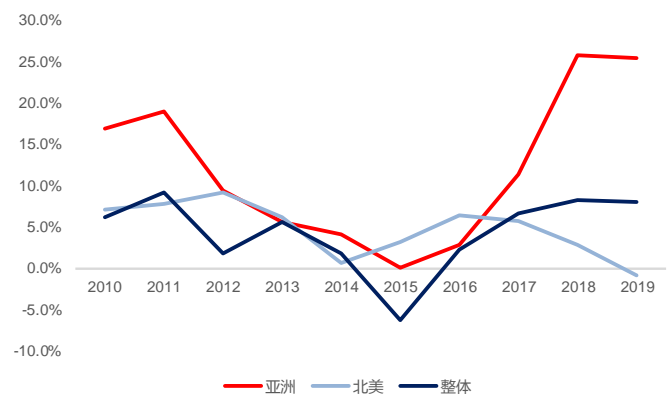
增速：2019 年财年收入增速 8.0%，分品类看，高端品增速 17.7%，大众品增速 6.0%，16 年开始加速提升。分区域看，亚洲增速达到 25.5% 最快。

图表 18 欧莱雅区域结构



资料来源：Wind，华创证券

图表 19 欧莱雅区域增速



资料来源：公司公告，华创证券

我们认为：宏观层面到达了消费能力和消费意愿提升的阶段，而新经济模式使得升级出现了跨越式，包括产品与消费群体。

其一，人均 GDP 达到了高端化妆品消费爆发点，参考日本经验，5000-10000 美元阶段，化妆品快速增长，在我国也可得以验证。

其二，房地产财富效应、棚改货币化效应、人均收入水平提升、减税带来的消费意愿提升，16Q3 之后消费者信心指数在提升，而恩格尔系数已经降至 30% 以下。

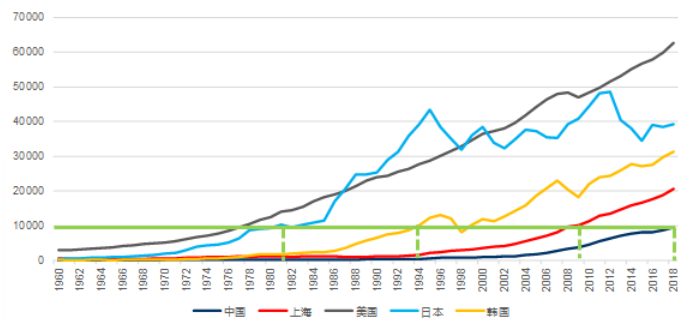
其三，新经济模式（粉丝经济+热门 IP+KOL 强势种草，小红书、抖音短视频等新获取信息的全新渠道与业态），使得消费出现年龄层，产品层的跨越式升级。

我们认为，颜值经济黄金时代开启。

人均化妆品消费潜力仍巨大，17 年我国人均 39 美元，而发达国家在 200 美元之上。

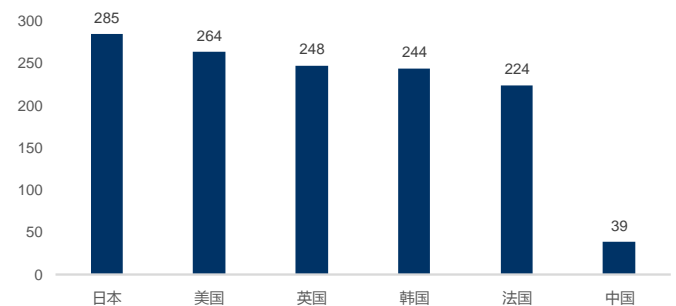
参考日本 70-80 年代的情况以及当前我国人均潜力，预计颜值经济黄金时代可持续 5-10 年。

图表 20 人均 GDP



资料来源: Wind, 华创证券

图表 21 人均化妆品



资料来源: 公司公告, 华创证券

2、消费回流空间可观: 假设 50%海外回流, 即相当于当前免税市场的 2.5-3.5 倍

境外 Vs 境内: 境内免税性价比还会进一步显现

从境内免税店的全球比价看, 日上浦东通常有 95 折优惠, 而韩国新罗和乐天得益于较大的销售体量, 经常会有大规模促销, 因此总体价格优势明显, 但浦东机场在相当多热门品类具有价格优势。

伴随中免收购日上后经营实力、对供应商议价能力的提升, 价格优势预计会进一步显现。

图表 22 日上上海价格优势明显 (标红项目为在区域的免税店价格最低)

品牌	品类	品名	中国内地	中国香港	韩国	新加坡	泰国	日本	英国	美国
迪奥	香水	迪奥小姐喷装 EDT100ml	779	820	863	莎莎	DFS	新罗	乐天	樟宜机场
	彩妆	迪奥烈艳蓝金唇膏	215	226	230	662	744	876	886	KingPower
	彩妆	迪奥恒久粉底液 30ml	342	360		265	224	224	257	关西KIX
	彩妆	迪奥魅惑润唇膏	208	219	223	415	375	375		伦敦机场
MARC JACOBS	香水	MARC JACOBS 雏菊花语女士淡香水 EDT125ml	551			530	577	369		ishoppes
	护肤	SK-II 护肤精华露 330ml (神仙水)	1314	1257	1516	1394	1716	1410	1289	671
	护肤	SK-II 护肤面膜 (前男友面膜)	639	673	813			605	622	
	护肤	SK-II 肌因光蕴采钻白精华露 50ml (小银瓶)	1085	1142	1199	1218		1035	1035	1232
雅诗兰黛	护肤	SK-II 肌因光蕴采钻白精华露 50ml (小灯泡)	971	1022	1106			944	944	
	护肤	雅诗兰黛 ANR 特润修护肌透眼霜 15ml (小棕瓶)	371	390	385	437	372	421	491	
	护肤	雅诗兰黛 ANR 特润修护肌透精华 50ml (小棕瓶)	589	620	645	501	732	437	533	
	彩妆	雅诗兰黛倾慕唇膏魅色系列			227			120	115	
海蓝之谜	护肤	海蓝之谜全新修护精华露 150ml	854	854	880	715	935	863	863	934
	护肤	海蓝之谜精华面霜 60ml (奇迹面霜)	1776	1869	2146	1544	2030	1546	1343	2024
	彩妆	纪梵希轻盈无痕明星四色散粉 12g	327	344	365	388		340	414	
	彩妆	纪梵希高级定制小羊皮唇膏 3.4g (小羊皮)	195	205	219	236	282	244	199	
娇韵诗	护肤	娇韵诗黄金双瓶双萃焕活修护精华露 50ml		643	768		794	620	757	
	护肤	娇韵诗纤柔塑身霜 200ml	355	374	429	413	485			
	护肤	娇韵诗抗纹身体霜 200ml	316	333	429	405		279	247	
	护肤	科颜氏牛油果眼霜 14ml	193	203	222	214	247	154	189	
科颜氏	护肤	科颜氏高保湿面霜 125ml	332	349	419	325		404	334	
	护肤	科颜氏金盏花植物爽肤水 500ml	335	353	413			353	344	
	护肤	兰蔻菁华肌底液 100ml (小黑瓶)	839	883	995	840	900	972	972	
	护肤	兰蔻眼部精华液 20ml	406	430	495	395	463		322	
倩碧	护肤	倩碧紫晶卸妆膏 125ml	188	198	212		238	119	119	
	护肤	倩碧匀净卓研淡斑双效精华露 50ml	571	601	556	459	635	369	383	
								577	623	

资料来源: 公司官网, 机场官网, 华创证券

境外 Vs 境内: 长期看免税回流大势所趋, 静态测算空间约 3 倍

1) 我国境内免税销售额仅占全球的 8% 左右。

2018 年全球免税销售额约为 5000 亿元, 2019 年预计约 5500 亿元; 2018 年我国免税总销售额为 395 亿, 占比 8% 左右; 2019 年测算国内免税销售额约为 480 亿, 同比增长 21.5%, 占比约为全球的 8.7%

我们测算内地居民海外免税购物规模在 2000-3000 亿左右, 占全球 40%-60%。

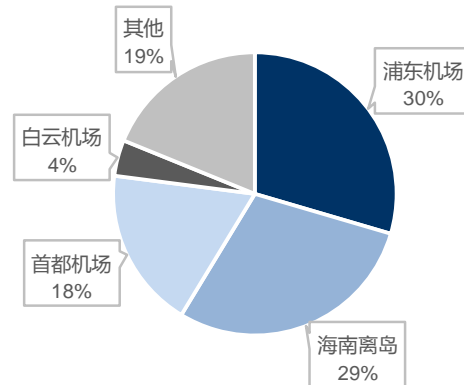
静态看: 假设中长期 50% 可以回流, 即 1000-1500 亿规模, 相当于当前免税市场的 2-3 倍。

图表 23 回流规模测算

	规模 (亿元)	占全球比重
全球免税销售	5500	
境内免税销售	480	9%
我国居民海外免税消费	2000-3000	35-55%
假设回流	50%	
回流体量	1000-1500	
相当于当前	2-3倍	

资料来源：Wind，华创证券

图表 24 国内免税格局



资料来源：公司公告，华创证券

2) 从国内免税格局分布来看，北京、上海、海南合计占全国免税销售额近 80%，其他机场、口岸等占比较小。其中上海浦东机场免税 2019 年销售额约为 138 亿，占全国 30% 左右。

不考虑自然增速，按照 30% 的比例测算上海机场免税可承接回流体量达到约 290-435 亿/年，而上海机场综合扣点 42.5%，相当于可为机场带来 123-185 亿/年。（中免与上海机场合同保底提成在 2025 年可达 81.5 亿元）

浦东机场 2019 年旅客吞吐量 7615 万人次（上海两场合计 1.22 亿人次），按照远期浦东机场 1.2 亿人次吞吐考虑，55% 的国际旅客占比，6600 万人，人均贡献 650-870 元。

三、或将强化的资产价值：精品战略的潜力待释放

此前深度报告我们提出，精品战略将开启机场免税第二阶段红利。

注：精品主要包括箱包、首饰配饰、服饰、手表等。

精品的经营特征：非标品、单价高额、低频消费、消费者更加挑剔、经营方难以实现价格优势等，但挑战同样意味着机遇（线上无法替代、一旦形成优势和口碑粘性极强）。

（一）海南离岛免税的借鉴：政策逐步放宽，精品占比约两成，人均免税额度提升催化消费

1、离岛免税政策的变化：

2011 年至今，海南离岛免税政策在购物额度/次数、购物旅客年龄/适用范围、免税品种类、购物方式等方面进行 5 次调整，逐步放款。

购物额度：从 2011 年试点离岛免税的 5000 元，12 年 11 月提升至 8000 元，16 年 2 月提升至 1.6 万元，18 年 12 月提升至 3 万元，16 年起海南离岛免税额度即大于传统免税人均 8000 元的额度。

其带来的效果是免税销售额，人均贡献的提升。

从 2011 年至 2019 年，海南免税年销售额由 9.86 亿元稳步增长至 136 亿元，复合增长 39%；购物人数由 48.36 万人次增长到 384 万人次，复合增长 29.6%；19 年销售金额和购物人次分别增长 34.8% 和 33.3%。

2020 年 6 月，印发《海南自由贸易港建设总体方案》，离岛免税额度由 3 万提高到 10 万。

图表 25 海南离岛免税政策演变

时间	事件
2011 年 3 月	财政部发布《关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告》，2011 年 4 月 20 日起海南试点实行。 非岛内居民旅客 每人每年最多可享受 2 次 离岛免税购物政策， 岛内居民旅客 每人每年最多可以享受 1 次 。离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每次免税购物金额暂定为人民币 5000 元 以内(含)。此外，旅客在按完税价格全额缴纳进境物品进口税的条件下，每人每次还可以购买 1 件单价 5000 元以上的商品。
2012 年 11 月	财政部发布《关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，主要调整为：1) 将政策适用对象的年龄条件调整为年满 16 周岁；2) 增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具(含童车)等 3 类免税商品品种。调整后，免税商品品种扩大至 21 种，其中国家规定不符合民航安全要求、禁止进口以及 20 种不予减免税的商品除外；3) 将离岛旅客每人每次免税购物限额调整为人民币 8000 元 ，即单价 8000 元以内(含 8000 元)的免税商品，每人每次累计购买金额不得超过 8000 元，同时适当提高购买免税商品数量范围
2015 年 2 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，主要调整为：1) 增加免税品种类，将零售包装的婴儿配方奶粉、咖啡、保健食品、家用空气净化器、家用医疗器械等 17 种消费品纳入离岛免税商品范围；2) 放宽香水、化妆品、手表、服装服饰、小皮件等 10 种热销商品的单次购物数量限制。 除以上调整外，离岛免税政策其他内容继续执行
2016 年 2 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，主要调整为：1) 调整免税购物限额管理方式，对 非岛内居民旅客取消购物次数限制 ，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元 人民币；2) 同意三亚海棠湾免税店和海口美兰机场免税店开设网上销售窗口。离岛旅客可通过网上销售窗口免税购物，凭身份证件和登机牌在机场隔离区提货点提货并携带离岛。通过网上销售窗口免税购物要严格执行离岛免税政策的相关规定。
2018 年 12 月	财政部发布《关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告》，主要调整为：1) 将 离岛旅客（包括岛内居民旅客） 每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次 ；2) 增加部分家用医疗器械商品，在离岛免税商品清单中增加视力训练仪、助听器、矫形固定器械、家用呼吸支持设备（非生命支持），每人每次限购 2 件。
2020 年 6 月	国务院印发《海南自由贸易港建设总体方案》， 离岛免税额度由 3 万提高至 10 万 。

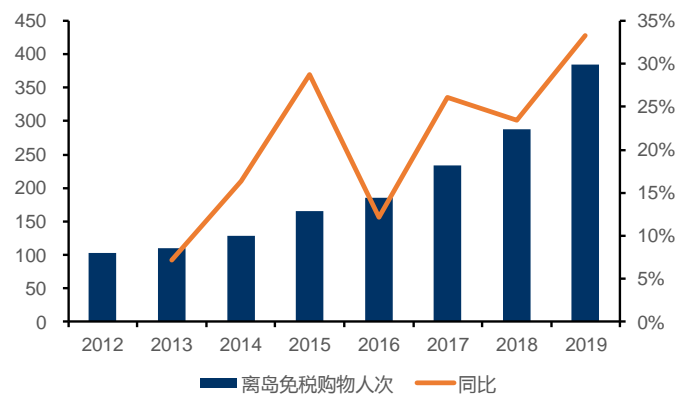
资料来源：财政部，华创证券

图表 26 海南离岛免税销售额



资料来源：公司公告，华创证券

图表 27 海南离岛免税购物人次



资料来源：公司公告，华创证券

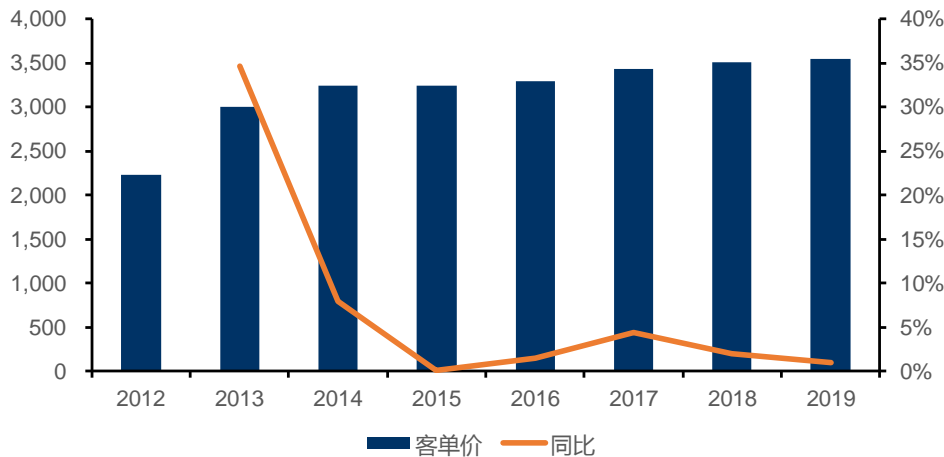
从进店购买人群的客单价消费看：11 年至今，基本翻倍。

2011 年试点时人均 2000 元左右，

上调到 8000 元免税额度后，快速提升至 3000 元左右，

而从 8000 提升至 1.6 万的过程中，客单价小幅提升，但购物人次连续维持 20% 以上的增长，提升到 3 万后，人均贡献虽增长较少，但总体购物人次和销售额增速重拾增长。

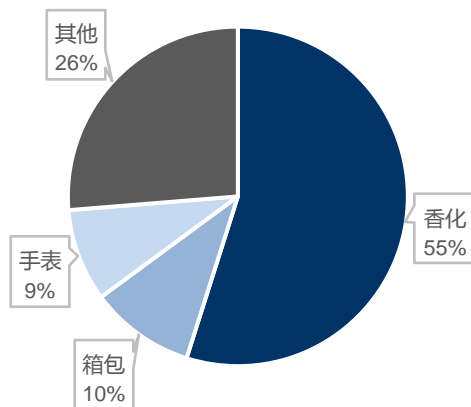
图表 28 海南离岛免税客单价



资料来源：公司公告，华创证券

分品类看，2019 年 1-11 月，海南离岛免税共销售 128.86 亿元，其中化妆品、箱包、手表三大种类合计销售金额 94.98 亿元，占比 74.2%，其中化妆品销售金额 70.72 亿元，箱包 12.90 亿元，手表 11.36 亿元，分别占比 54.9%、10.01% 和 8.82%。

图表 29 海南离岛免税销售额分品类分布



资料来源：中国海关总署网站，华创证券

我们从中免“离岛免税”APP 上查看海棠湾目前部分精品价格，相比官网的价格平均有约 2 成的折扣，但相比其他渠道如其他国际、地区的免税渠道看，价格优势并不明显。但依旧可以做到约 20% 精品占比。

图表 30 海棠湾部分精品及价格对比

	单品	海棠湾价格	官网中国大陆地区价格	较官网便宜	其他渠道参考价
腕表	浪琴 Master L2.755.4.77.6	11813	18800	-37.2%	18000 香港DFS
	浪琴 Master L2.793.4.78.6	10480	16000	-34.5%	11649 英国Selfridges
	浪琴 Master L2.793.4.51.6	10480	16000	-34.5%	11905 意大利DFS
	雷达 Coupole Classic R22877165	8750	10200	-14.2%	6390 新加坡樟宜机场
	美度 Commander M021.431.11.061.00	8000	9600	-16.7%	7679 韩国新罗
箱包	菲拉格慕单肩背包696053	15900	18500	-14.1%	
	菲拉格慕单肩背包715708	6950	8200	-15.2%	
	蔻驰单肩背包78159 B4/BK	5300	6500	-18.5%	4494 西班牙
	蔻驰单肩背包73723 B4EQO	4500	5450	-17.4%	3111 西班牙
配饰	古驰太阳镜 GG0447S-001	3370	4000	-15.8%	
	古驰太阳镜 GG0253SA-003	3040	3400	-10.6%	

资料来源：离岛免税APP，公司官网，华创证券

（二）拓展精品需满足的三项条件

在此前《上海机场：畅想精品战略，免税红利第二阶段未来将启》报告中，我们认为拓展精品销售，其一看机场保障运营能力（面积与流量），其二看免税运营商意愿，其三看政策（如免税额度）。

1、上海机场已经具备了足够的流量与面积保障。

当前上海浦东机场 2019 年 3851 万国际+地区旅客，位居国内第一，跻身世界前列，重要的是卫星厅投产后，免税面积扩大 1.7 倍，增加近 1 万平米，对于流量与店面已经具备了足够的保障条件。

卫星厅预留较大的精品经营面积。

相比香化精品销售需要占用的面积明显增加，卫星厅与原有 T1&T2 相比，除香化经营面积大幅增加外，还预留了大量的精品面积，总体精品面积远大于香化面积。

2、免税运营商在浦东机场开拓精品是大势所趋。

从北京首都机场 T3 精品店的开拓看：2019 年 2 月起中免在 T3 加大了精品店的开拓，包括 Salvatore Ferragamo、Burberry、Bottega Veneta、Moncler、Balenciaga 和 Saint Laurent 等在内的国际奢侈品牌强势入驻，其中 Moncler、Balenciaga、Saint Laurent 等品牌均为大陆机场渠道首家免税专营店，进一步优化和丰富了北京首都国际机场的免税购物环境和商品品类，也提升了首都机场免税商业的国际化水平。

从三亚国际免税城的精品设置看：三亚国际免税城 B 区一层二层引进了诸多国际一线精品品牌，包含手表首饰、太阳镜、箱包、服饰等品类。PRADA 普拉达、Miu Miu 缪缪、Giorgio Armani 乔治阿玛尼、TIFFANY&Co. 蒂芙尼、BVLGARI 宝格丽、SWAROVSKI 施华洛世奇、OMEGA 欧米茄、ROLEX 劳力士、PIAGET 伯爵、Jaeger-LeCoultre 积家、IWC 万国、RADO 雷达、LONGINES 浪琴、TISSOT 天梭、MIDO 美度等。

图表 31 海南三亚免税城精品类设置

钟表/珠宝 Watches/Jewelry		
B105 CHAUMET PARIS	B106 ROLEX	B107 Ω OMEGA
B108 HERMÈS	B109 SWAROVSKI	B110 T+TISSOT
B111 RADO SWITZERLAND	B112 LONGINES	B113 PANDORA
B114 PANERAI	B115 TUDOR	B116 IWC
B117 Chopard	B118 JAEGER LECOULTRE 积家	B119 PIAGET
B120 B1 Sunglasses World	B122 MONTBLANC*	B123 BVLGARI
B124 TIFFANY & CO. NEW YORK SINCE 1837		

国际精品 Luxury Boutique		
B101 PRADA	B102 GIORGIO ARMANI	B103 Salvatore Ferragamo
B104 MaxMara	B125 优衣库	

资料来源：公司官网，华创证券

上海市：根据上海市政府网站披露，2019 年 9 月 9 日上海市政府“上海航空枢纽建设，及浦东机场三期扩建工程建设和投运相关情况”新闻发布会提及：卫星厅免税商业规模是航站楼的 1.7 倍，浦东机场也因此成为单机场免税规模境内第一、世界前列。受旅客欢迎的免税香化商品在卫星厅免税店将实现品类全覆盖，价格力争实现“亚太机场免税店最佳价格”。同时 2022 年底前，浦东机场将陆续引进 20 多个时装、皮具、珠宝、腕表等百货品牌。

从首都机场以及三亚免税城的设置，我们认为浦东机场作为国内机场中最具消费潜力的国际机场，开拓精品品类是大势所趋。

图表 32 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

图表 33 卫星厅精品店



资料来源：华创证券

3、观察免税政策，若额度提高将加速精品战略推进

由于精品总体较高的单价，目前 8000 元免税额度下，推进存掣肘，而我们观察海南离岛免税额度提升到 3 万元后，对于销售人次和金额均有大幅提升。近期《海南自由贸易港建设总体方案》中提出将离岛免税购物额度由当前每人每年 3 万提高至 10 万元，预计后续辅助提高购物件量限制和行邮税起征点等配套政策，将持续推动消费力释放。

我们认为在吸引海外消费回流的背景下，机场免税额度未来或存在提升的可能。

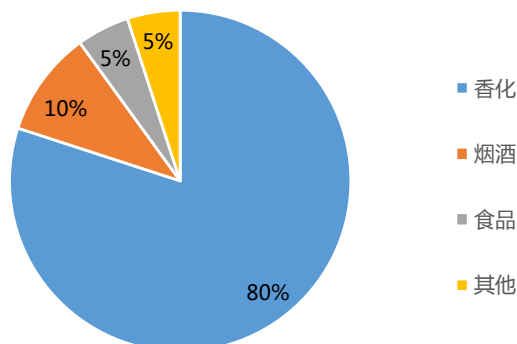
（三）精品免税销售额空间测算

从品类销售额看，上海机场免税香化占据 80%左右，烟酒占比约 10%，食品占比约 5%，其他（主要是百货精品）占比极小。

前述我们从海南免税销售情况看，香化占比 55%，精品占比约 2 成。

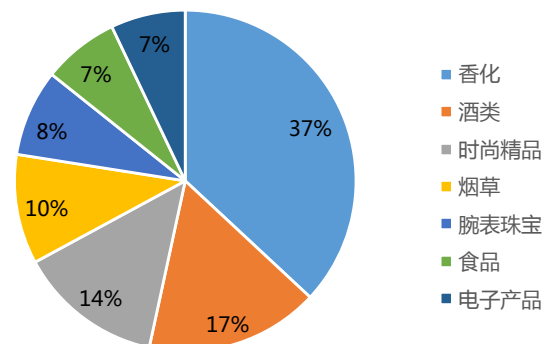
从全球整体范围来看，香化仅占比 37%，烟酒合计占比 27%，时尚精品、腕表珠宝和电子产品合计达到 29%，对比来看上海机场香化比例过高，“偏科”较为严重，也意味着精品存在开拓的巨大空间。

图表 34 上海机场销售额分品类分布



资料来源：华创证券测算

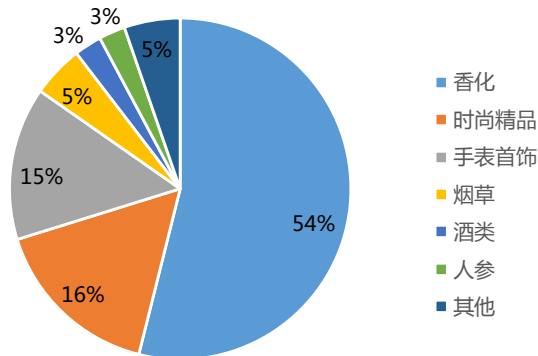
图表 35 全球免税销售额分品类分布



资料来源：Moodie Davitt，华创证券

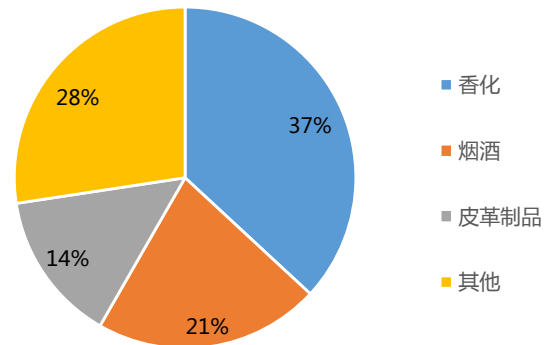
从韩国来看，整体呈现香化过半、精品（时尚精品、手表首饰）占比三成的格局；仁川机场 2017 年销售额 21 亿美元，其中香化、烟酒及皮革制品类销售额分别为 7.7 亿、4.6 亿和 3.0 亿，占比分别为 36.9%、21.9%和 14.3%。

图表 36 韩国免税销售额分品类分布



资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

图表 37 仁川免税销售额分品类分布



资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

综合来看，我们预计未来上海机场精品销售额占比或至少占据 2 成的水平。

1) 免税品销售的核心优势是价格。如果日上能够在精品上实现有竞争力的价格优势，则机场精品经营的诸多缺陷如时间不足、消费者挑剔、培养期长、单价高转化率低、货品备货、品类品牌不全等都会大幅缓解。

2) 国内免税行业格局暂不会发生巨大变化（我们认为机场免税仍是国内免税的核心渠道，市内店未来或作为重要补充），参考海南和韩国消费结构，精品品类销售占比 20-30%，可理解为免税消费中精品需求天然占比 20% 之上。

3) 以海南离岛免税数据分析，2019 年前 11 个月以来箱包+手表合计消费额 24.26 亿，购物人次 328.66 万人次，对应精品平均客单价为 738 元（整体客单价 3915 元）。

模拟假设上海机场当前实际购买精品的旅客单价与海南离岛免税相同为 738 元，假设进店购买率为 10%（低于总体购买率），其他旅客人次等假设不变，则对应 19 年销售额为 29 亿（ $738 \times 0.39 \times 10\%$ ），为当前全年销售额 138 亿的 21%，相当于模拟总额的 17%。

假设上海机场 2025 年购买精品的旅客单价提高至 1307 元（复合增速 10%），购买率仍为 10%，其他旅客人次等假设不变，则对应 2025 年销售额为 61 亿，（预测 2025 年国际旅客为 4660 万，19-25 年复合增速 4%），人均免税贡献 582 元，则对应免税销售额 271 亿，意味着 61 亿精品销售额可为彼时免税销售额贡献 22% 增量。

图表 38 模拟测算精品消费

亿元/元	2019	2025E
日上浦东销售（现有模式下）(亿元)	138	271
国际旅客数（万人）	3851	4660
人均消费额（元）	358	582
模拟精品消费		
进店人均购物消费（元）	738	1307
进店购买人次（万人）	387	466
销售金额（亿元）	29	61
合计销售额（亿元）	167	332
精品占比	17%	18%

资料来源: 公司公告, 华创证券

扣点：18 年 9 月签署免税新合同，约定百货（含精品）提点 25%，则 29-61 亿的精品销售额可带来机场 7.3-15.2 亿的收入，5.4-11 亿的净利润。

图表 39 分类销售提成比例

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.5%	$(42.5\% - 12.5\% \times 25\%) / 87.5\%$ (=45%)
百货		25%

资料来源：公司公告，华创证券

精品战略推进的困难之处：

- 1) **无法在初期就实现明显的价格优势。**日上在香化经营上领先优势明显，精品上仍需突破。对于品牌供应商而言在渠道尚无法证明自己能做大做强阶段，供应商供货意愿、采购价格、渠道平衡、新品上架优先级等均存在较大不确定，继而影响竞争力。
- 2) **与香化相比，机场免税店竞争对手更加多元。**对于香化，机场免税竞争对手主要是线下专柜、线上渠道、海外免税店等，而精品除上述渠道外，还有奥特莱斯等渠道。由于精品非标品，供应商对于不同渠道提供的货品品质或有差异（如专门的奥特莱斯产线），继而造成表观价格差异。对于消费者选择会造成困扰。
- 3) **精品销售难度更大。**与香化销售门槛相对较低不同，精品特别是顶尖品牌，出于品牌调性保护、消费者认知等原因，对于门店装修、摆架、销售人员素质等要求较高。

综合以上，虽然精品销售相比香化难度增加较大，但随着强化竞争优势，会带来开辟新的盈利增长点。

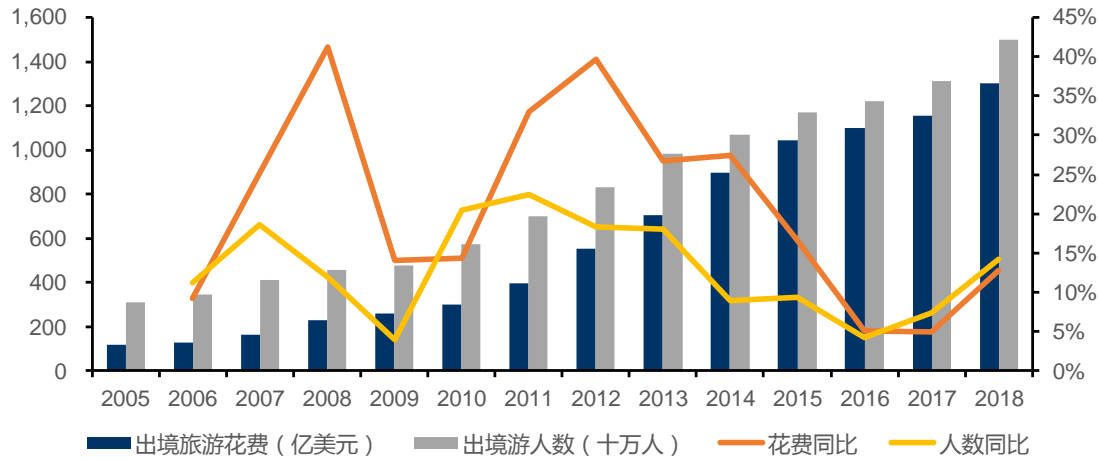
四、可能遇到的挑战和变化

（一）税率若调整对免税业的影响：预计边际影响较小

1、关税：近 10 年来不断降低，免税店主要品类关税税率已经处于较低水平

入世十年来，我国进口化妆品、箱包、服装、鞋帽、手表等主要消费品关税税率在国际上已处于中等偏低的水平。伴随出境游爆发，消费外流日趋严重，财政部自 15 年起数次下调部分消费品关税税率，目前主要消费品关税税率均处于较低水平。

图表 40 我国历年出境游人次和花费（亿美元）



资料来源：Wind，华创证券

由于关税体系复杂，我们列举若干免税店（含香化、烟酒、精品）常见商品关税税率，除烟酒相对较高外，其他香化、手表等均较低。

图表 41 免税店常见商品关税税率

品类	税号	细项	进口最惠国税率	备注
化妆品/护肤品	3304100091	包装标注含量以重量计的其他唇用化妆品	5%	
	3304200092	包装标注含量以体积计的其他眼用化妆品	5%	
	3304990029	包装标注含量以重量计的其他美容品或化妆品及护肤品	1%	
	3304990039	包装标注含量以体积计的其他美容品或化妆品及护肤品	1%	
	3304990049	包装标注规格为“片”或“张”的其他美容品或化妆品及护肤品	1%	
手表	9101110000	机械指示式的贵金属电子手表	8%	5.7%，中国-瑞士自由贸易协定
	9101210090	其他自动上弦贵金属机械手表	8%	5.7%，中国-瑞士自由贸易协定
烟	2401201000	部分或全部去梗的烤烟	10%	5%，中国-东盟自贸区
	2402100000	烟草制的雪茄烟	25%	36%，进口消费税
	2402200000	烟草制的卷烟	25%	
酒	2208300000	威士忌酒	10%	20%+0.912元/升，进口消费税
	2208200090	其他蒸馏葡萄酒制得的烈性酒	10%	20%+0.912元/升，进口消费税
	2204300000	其他酿酒葡萄汁	30%	10%，进口消费税
箱包	4202119090	其他以皮革或再生皮革作面的箱包	6%	
	4202129000	以塑料或纺织材料作面的其他箱包	10%	
	4202119010	以含濒危野生动物皮革或再生皮革作面的箱包	6%	

资料来源：海关总署，华创证券

2、进口环节消费税：高端化妆品 2016 年消费税由 30% 降至 15%，奢侈品箱包类无消费税，考虑奢侈品始终属于小众商品，预计进一步下调各项税率空间有限。

我国消费税自 1994 年正式建立。此后根据经济社会发展的需要以及国家产业政策的要求，对消费税的征税范围、税率结构和征收环节都在不断地进行完善和调整。历年主要变化包括：

烟类考虑增加税收和控烟，提高税率并从量计征；

酒类取消酒精消费税；

高档化妆品税率由 30% 下调至 15%；（高档美容、修饰类化妆品和高档护肤类化妆品是指生产（进口）环节销售（完税）价格（不含增值税）在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上的美容、修饰类化妆品和护肤类化妆品。）

在小汽车税目下增设超豪华小汽车（零售价 130 万元以上），在生产（进口）环节按现行税率征收消费税基础上，在零售环节加征消费税，税率为 10%。

3、增值税：已降至目前 13%

2017 年财政部和国家税务总局发布《关于简并增值税税率有关政策的通知》，2017 年 7 月 1 日起，简并增值税税率结构，取消 13% 的增值税税率，并明确了适用 11% 税率的货物范围和抵扣进项税额规定。从 2018 年 5 月 1 日起，将制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，将交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%。

2019 年 4 月 1 日起执行的《关于深化增值税改革有关政策的公告》，增值税一般纳税人发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。

因此，免税店销售商品主要免进口关税和进口环节的消费税、增值税：

✓ 关税税额 = 完税价格 × 关税税率

✓ 消费税税额 = (完税价格 + 实征关税税额) ÷ (1 - 消费税税率) × 消费税税率

✓ 增值税税额 = (完税价格 + 实征关税税额 + 实征消费税税额) × 增值税税率

假设关税完税价格为 100 元的商品，按照 10% 进口关税、15% 消费税和 13% 增值税率计算，最终含税价格为 146 元，即完税价格为含税价格的 68%。

我们选取几款产品，对比免税价格与专柜价格（含税），免税品普遍比含税产品低 30-40%，考虑含税渠道需要额外支付店铺租金、渠道费用、营销费用等，免税需要支付场地租金/特许经营费，则实际价差与理论价差基本相同，因此显著的价差是购买免税品的驱动力。

图表 42 进口化妆品缴税环节

缴税环节	税率	税费	总价格
关税完税价格			100
进口关税	10%	10	110
进口环节消费税	15%	19.4	129
进口环节增值税	13%	16.4	146

资料来源：Wind，华创证券

图表 43 免税品与专柜价差

品牌	产品	规格	免税价	专柜价	折扣
	护肤精华露(神仙水)	330ml	1314	2150	61%
SK-II	小灯泡	50ml	1085	1540	70%
纪梵希	纪梵希卸妆水	200ml	223	305	73%
	海蓝之谜精华乳霜	30ml	1037	1450	72%
雅诗兰黛	海蓝之谜精萃水	150ml	811	1100	74%
兰蔻	兰蔻小黑瓶	50ml	649	1080	60%

资料来源：公司公告，华创证券

因此，我们认为：

免税店主要产品香化、烟酒、精品等几类，总体关税税率均较低，占最终零售价格比例极低；消费税仅烟酒较高，高档香化为 15%，其他基本均无消费税，而普通日用品近年总体税率已经较低，几无进一步下降空间或边际效应较

低。

（二）市内店的影响：当前处于共同做大免税市场蛋糕阶段，预计影响相对可控

全球来看，机场为免税业主要渠道。2017 年全球免税销售中 56% 在机场发生，37% 在市内和边境店。

但分区域看，亚太区域由于韩国市内店带动，总体市内店占比高于全球均值；美洲由于存在免税州等，非机场免税占比也较大；欧洲、中东和非洲等机场占据主导。

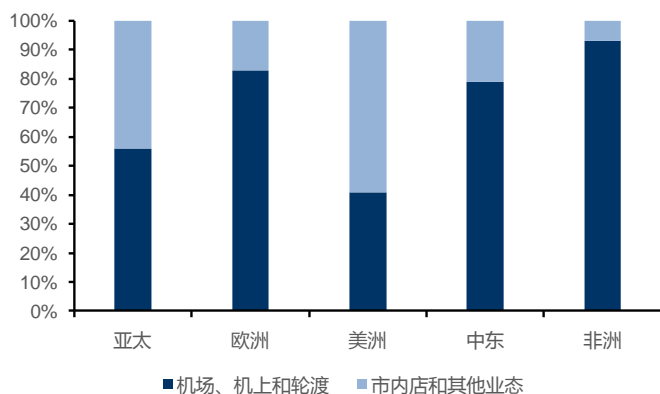
我国机场免税占比 70% 左右，离岛免税占比 23%，市内等其他渠道占比极低；

1) 韩国：特殊的分布，市内店占比极高达到 85%，机场仅占比 13%。

发达的市内免税业：2009 年至 19 年韩国免税业销售额复合增速达到 21.5%，其中外国人贡献销售额增速 27.3%，韩国人贡献增速 9.2%。

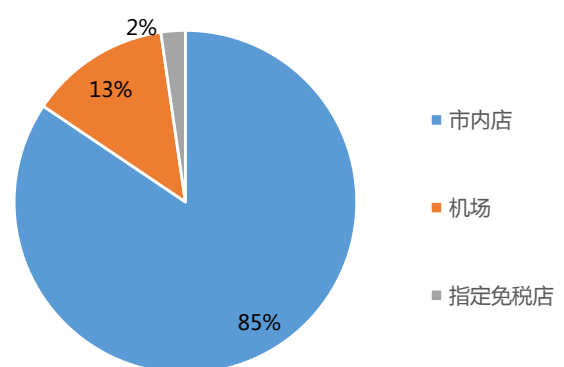
分渠道来看，得益于政府对市内店的强力支持，2018 年市内店渠道销售额占比达到 81%，近 5 年占比提升了 21 个百分点。市内店渠道销售额增速远快于机场渠道。

图表 44 全球免税业销售分布（2017）



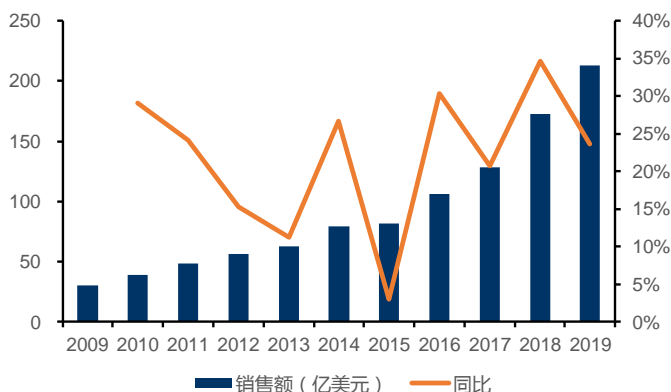
资料来源：Moodie Davitt，华创证券

图表 45 韩国免税业销售分布（2019）



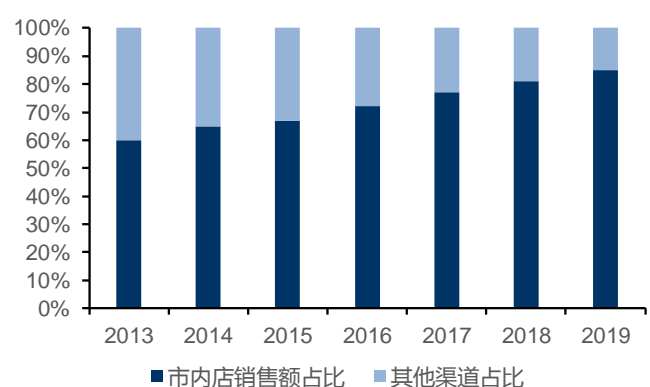
资料来源：Moodie Davitt，华创证券

图表 46 韩国免税业销售额增速



资料来源：Moodie Davitt，华创证券

图表 47 韩国市内店渠道占比提升



资料来源：Moodie Davitt，华创证券

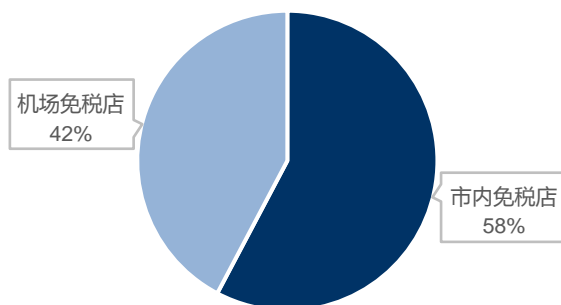
2) 泰国：市内店有所分流

根据王权免税数据测算泰国机场免税销售额，测算 2018 年折合约 128 亿人民币，略高于同年浦东机场销售额，同时免税销售额增速更多由国际旅客增速来推动，测算泰国机场人均免税贡献约 140-160 元之间，基本保持稳定状态，为上海浦东机场的一半左右。

泰国发达的市内店对机场产生分流，素万那普机场提货点扣点仅为 3%，较低的提点使得王权集团将重心向市内店倾斜，造成机场免税店分流。

查阅 2017 年王权免税店披露数据，三家市内店（曼谷 RANGMAN，芭堤雅，曼谷斯瓦里）免税销售额合计贡献人民币约 131 亿，机场免税店销售额约 96 亿人民币。市内店占比 52%，机场店占比 48%。

图表 48 泰国市内店与机场店免税销售



资料来源：公司官网，华创证券

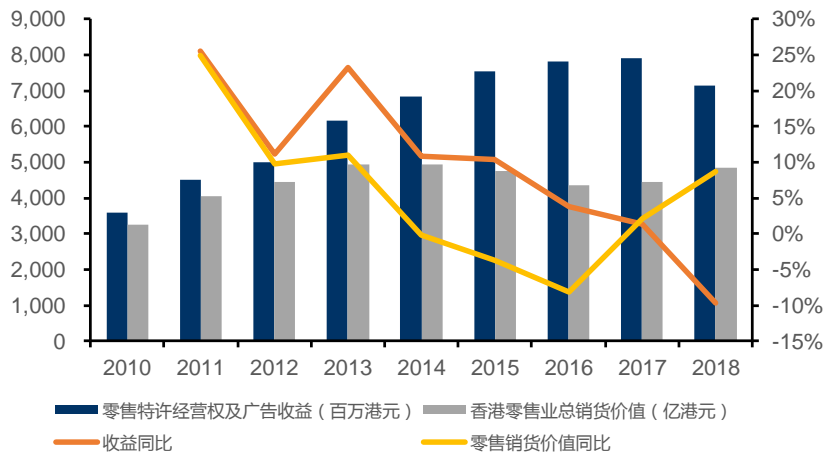
3) 中国香港地区：全岛免税

我国香港地区为全岛免税，香港机场 2010 年至今零售特许经营权及广告收益复合增速为 9%，明显超过同期旅客吞吐量 4.9%的复合增速，及香港零售业总销货价值 5.1%的复合增速。

部分年份快速增长，主要得益于来自我国内地游客贡献、烟酒百货香化等免税新牌照批授、新店铺开业等贡献，但总体增速依然远高于全港零售总额。

说明在全岛免税下，机场仍为核心销售渠道。

图表 49 香港机场零售和全港零售对比



资料来源: Moodie Davitt, 华创证券

4) 虽然韩国和泰国市内店发达, 对机场免税有明显分流挤压, 但考虑行业背景、各国政策、发展阶段等, 我们认为国内免税格局仍将像全球其他大多数国家一样以机场渠道为主, 市内店为辅:

a) 免税是一个比较特殊的行业, 如若监管疏漏, 容易出现串货、冲击有税零售、税收流失等问题。

韩国和泰国均为外向型经济, 旅游业均为本国支柱产业之一, 而免税业为旅游业的重要组成甚至核心组成部分, 其免税店的开设更多是面向国际游客, 如韩国免税业 80% 以上销售额为外国人贡献, 其中 70% 以上为中国人贡献, 此外韩国免税店中本国产品占比较高。这种背景下, 免税店具有巨大的正外部性, 同时免税业对本国的有税冲击等负面影响弱化。而在我国, 国内免税店受众几乎均为国人, 在无法将海外消费充分吸引回流的情况下, 市内免税店过度开放首先将导致对本国有税零售侵蚀, 造成税收流失。

b) 市内店价格优势或不明显。目前市内店开设在中心商圈, 过大的价差会明显冲击周边普通含税商品销售, 预计品牌供应商定价会做出相应调整。我们预计市内店价格或不会低于机场店, 吸引力有限。

注: 我们观察全国各地奥特莱斯品牌折扣店, 均在交通较为不便的远郊, 一方面考虑奥特莱斯需巨大营业面积, 也为节省建造或租赁成本, 更大的原因在于品牌授权商首要保护的是利润最高的市内正价店, 因此奥特莱斯通常开设在城市中心的正价店保持距离。

c) 市内店购物需要在机场提货, 机场具备一定的调控能力。从海外以及国内目前现状看, 市内店购物不能当场提货, 需要提前完成购买, 并在机场出境时完成提货, 机场方作为业主方, 具有一定的调控能力, 并可获得相应部分提点。

d) 考虑消费场景上, 市内店相比机场免税店, 在购买时间上相对灵活, 可满足部分有提前选购需求的旅客。但考虑出入境旅客中有相当多非上海本地旅客和国外游客, 测算浦东机场上海本地旅客、外地旅客、外国旅客比例约为 1:1:1, 而市内店预订政策通常要求航班起飞前 24-48 小时前预订, 预计市内店吸引非本地客源能力有限。

回溯我国免税政策, 根据国务院办公厅《关于设立外币免税商店(场)有关问题的通知(国办发(1993)21号)》解释: “由于免税店(场)经营的商品免去的是国家税收, 大规模地开办免税商店(场), 扩大销售对象, 大量经营免税商品, 容易在管理上出现漏洞, 势必减少中央财政收入, 影响和冲击国内市场 and 商品生产。同时, 随着我国经济建设的发展, 我国消费品生产水平、质量、档次和花色品种都有很大提高, 免税店(场)也应积极推销和经营国产商品, 促进我国商品出口, 增加外汇收入。”

但我们认为更为重要的是，目前无论是机场店还是市内店，都是在共同做大我国免税市场，从而吸引更多海外消费回流的阶段，是共存共享共赢免税红利的相互补充。

（三）探讨：疫情下免税商“求变创新”之举，多少会固化？

“疫情”影响线下流量，导致传统机场免税店渠道货源积压，特殊环境下，国内外免税运营商均在寻求变化，争取渡过临时难关。

1、韩国免税：新世界免税店率先宣布在非免税渠道销售库存品

6月1日，韩国三大免税店巨头之一的新世界免税店宣布，将从6月3日开始，线上预约销售因疫情冲击而积压的免税品库存，这是韩国免税店首次通过非免税渠道销售免税商品。

线上销售的免税品有奢侈品箱包、手表、配饰等等，不包括化妆品、香水、酒类等免税品；销售范围仅限于韩国国内的消费者；

按照韩国法律规定，在一定期间内没有售出的免税品必须要焚烧或者是销毁。但因为疫情时期的特殊性，韩国关税厅4月底允许免税店在今年10月29日以前对内销售积压半年以上的免税品。

2、国内线上直邮：预计特殊之举，疫情影响消除后规模或难续

国内免税运营商，在面临疫情冲击下，亦在谋求模式创新，以度过机场店受到显著影响下的难关。观察推出的线上直邮，是其中之一。（条件限制等变化较快，不保证完整性和即时性）：

线上渠道包括：

1）海南离岛补购：

渠道：补购官网

条件：180天内已乘飞机离岛的旅客；180天内已乘船或火车离岛，且在海南购买过离岛免税商品的旅客；

额度：年度离岛免税总额的剩余额度。

2）日上（上海）

条件：通过会员VIP、玩转旅购、携程（优选权益券）、在机场APP等渠道购买优选体验券，不同等级会员有不同购物条件。

额度：其额度类型较多，玩转旅购会员体系中除铂金会员可无限额购买商品外，其他会员每单限额最高16000元；携程和在机场APP购买优选权益券每单1500起，金额不限。此外各渠道均规定每单限购20件，同款商品限5件，热门商品总件数不超过8件等限制。权益券/体验券有7/10/15天有效期。

3）中免：CDF会员购小程序

条件：下单需填写90天内入境信息（身份证、入境证件、入境日期等），

额度：次数不限，单笔限额5000，占用跨境电商额度每人26000

图表 50 中免下属免税店线上渠道

	渠道		条件			额度和限制			备注
海南离岛免税	补购官网		180 天内已乘飞机离岛的旅客；180 天内已乘船或火车离岛，且在海南购买过离岛免税商品的旅客			件数不限；个人补购额度=个人年度离岛免税总额度 3 万元-个人年度累计已使用免税额度-个人年度累计已使用补购额度			
日上（上海）	日上上海会员 VIP		仅限拥有会员账号的人员，在“日上会员 APP”成为 vip 会员好友后可转换心愿单			不同账号有不同数量限制			
	渠道		会员等级	积分要求	购买价格（元/张）	次数限制	额度限制	件数限制	
	玩转旅购	玩转全球免税 Globuy 公众号	普通	613~818（不含）	188（优选体验券）	4 场/天	16000	每单限购 20 件，热门商品总件数不超过 8 件，同款商品限 5 件	有效期 15 天
					288（优选特权券+优选迷你券）	4 场/天	迷你券金额不限	迷你券购物额度 8 件，同款限 3 件	迷你券有效期 7 天
		旅购全球 TripurX 公众号	普通	818~1000（不含）	188（优选体验券）	3 场/天	16000	每单限购 20 件，热门商品总件数不超过 8 件，同款商品限 5 件	有效期 15 天
					288（优选特权券+优选迷你券）	3 场/天	迷你券金额不限	迷你券购物额度 8 件，同款限 3 件	迷你券有效期 7 天
		玩转旅购-会员中心-PLUS 特权	白银	1000~8000（不含）	168	1 次/月	16000	每单限购 20 件，热门商品总件数不超过 8 件，同款商品限 5 件	20:1 积分，上限 1 万分
			黄金	8000~36000（不含）	168	2 次/月	16000		
			铂金	36000 以上	168	2 次/月	不限		
		携程（优选权益券）				350/498/568 多款组合商品，内含优选权益券 1 张	限量 2000 张	1500 起，金额不限	每单限购 20 件，同款商品限 5 件，热门商品以实际为准
	在机场 APP				288/368/468 多款组合商品（优选会员权益券+接机抵扣券/贵宾休息室券等）		1500 起，金额不限	每单限购 20 件，同款商品限 5 件，热门商品以实际为准	有效期 10 天
中免集团	CDF 会员购小程序		下单需填写 90 天内入境信息（身份证、入境证件、入境日期等）			不限	单笔限额 5000，占用跨境电商额度每人 26000		

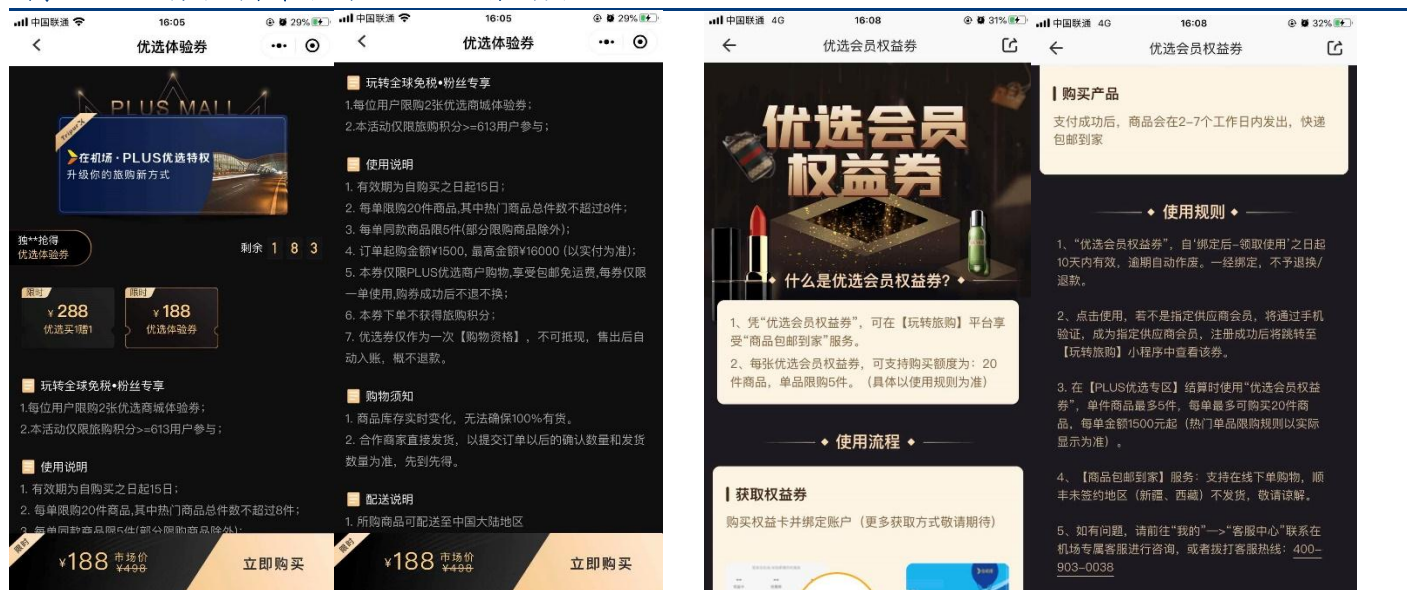
资料来源：公司官网、华创证券

从上表中，可以看出对于原出入境免税店的线上直邮，中免体系内有两种方式：

1) 日上上海模式：通过会员积分体系和付费权益券形式发放，有一定门槛，但通过参与游戏抽奖等形式最终仍可获得购买资格，同时对购买者无出入境条件限制。

各个渠道在优选权益券介绍和购买界面，均未提到“日上”“免税”字样，而是用“出国价”“优选商城”等指代。

图表 51 玩转旅购和在机场 APP 权益券购买通道



资料来源：玩转旅购、在机场 APP，华创证券

2) CDF 会员购模式：无会员（注册会员即可）/资格购买限制，但需提交入境信息（身份证件、入境证件、入境日期等）。虽然金额上占用跨境电商额度，但出入境信息认证完全限制了前述普通人购买资格。

图表 52 CDF 会员购：官方入驻、购买条件



资料来源：CDF 会员购小程序，华创证券

我们认为：

1、CDF 会员购模式相较日上上海线上直邮模式更具一定持续性

1) CDF 会员购模式在出入境-购买免税品资格的运作体系内，其模式类似于线上版中出服入境免税店模式，同时占用跨境电商额度。对于供应商而言，虽然对其他渠道有一定影响，但总体可控。

操作上看，CDF 会员购相对更正式，其上架商品均已取得品牌方授权，目前共有 27 个香化品牌入驻，相比日上上海 100 个左右香化品牌尚有较大差距，海蓝之谜、雅诗兰黛、兰蔻等品牌均入驻。

2) 日上上海模式在后续市场营销、客户开拓、乃至货源等方面相比 CDF 会员购模式存在更多的不确定性和多方博弈。疫情影响结束后，若持续加大营销和投放力度，对于供应商而言，如何看待该渠道对其他渠道的影响，如何平衡各渠道将成为其考虑的因素。

3) 从最终购买结果上，两种模式均从保税区发货，在缴纳了一定税费后直邮，即二者均为类跨境电商模式。

因此，我们认为 CDF 会员购模式相比日上直邮模式，后续或更具一定的持续性，最终取决于各品牌供应商对于该渠道的综合评估。

2、与传统跨境电商的区别：

- 1) **面向对象**：跨境电商面向全部消费者，无购买资格限制；线上直邮通过会员体系或其他条件进行消费者筛选和限制；
- 2) **税率**：跨境电商税率计算方法清晰；
- 3) **货源供应**：
产业链角度，中免线上直邮供应为最具优势的免税品供应链，鉴于中免在中国免税渠道的地位和中国消费者巨大的消费力，供应商给予中免极具优势的价格，并在线上直邮中得以体现；
传统跨境电商由于对传统商业有一定的替代冲击效应，一方面设置消费限额，另一方面品牌供应商更担心该渠道对自身有税渠道的冲击，供应价格、货源稳定性较难保证。
- 4) **物流方式**：线上直邮为保税仓发货，跨境电商除保税模式外，还有海外直邮模式。

3、尽管对于后疫情时代的机场免税业，会面临一定的渠道分流和挑战，但我们认为**机场最终仍然是免税品的核心渠道**：

- 1) **无可比拟的客源-消费者匹配优势**。机场出入境客流与高端香化/消费品消费者高度重叠；
- 2) **机场免税先天的物理地理隔离**，保证了渠道货源不会对其他渠道发生串货和冲击，也保证了渠道的稀缺性，与品牌契合；
- 3) **绕过机场的流量变现**，都可能会引发品牌商对于渠道冲击的担忧，进而在采购和供应上有所限制。

附、传统跨境电商模式

我们对跨境电商和免税异同作说明。

广义上的跨境电商，是指不同关税区的市场参与者利用电子商务平台完成市场交易、支付结算、并利用跨境物流发送货物、完成市场交易的国际商务活动。**狭义的跨境电商一般特指进口或出口 B2C 零售业务。**

从商业本质来看，**跨境电商仍属于商品的一般进出口贸易**，只是跨境电商以海外仓/国内保税仓/海外直邮渠道/跨境物流体系/结算体系为依托，平台进行品类管理并利用互联网技术进行运营和流通，通过 B 端将商品销售给境内外消费者。

跨境电商相比传统外贸，有效减少了流通环节，提升运营效率。在传统进出口贸易中，A 国商品最终到达 B 国消费者手中，一般会经历生产商、出口商、进口商、批发商、零售商等主体，整个交易环节繁杂、层层加价、耗时较长，因此消费者最终面对的价格和时效体验都较差。而跨境电商的出现大大提升了运营效率，极大地精简了所涉及的主体，一方面流通环节的精简使得流通费用减少，生产者与消费者双双受益；另一方面，外贸交易门槛降低，更多的企业乃至个人可以参与其中，扩大外贸规模。

图表 53 传统贸易和跨境电商贸易环节对比



资料来源：华创证券整理

国内跨境 B2C 模式通常有两种，保税模式和直邮模式，这两种模式都以个人物品入境申报，缴纳行邮税，且 50 元人民币以内的免征(包含 50 元)。

保税模式(因依托于自贸区，也成为自贸模式)

海外商家预先将商品运至跨境通自贸区保税仓库—>在线销售、供消费者在线订购—>处理订单，入境申报，清关后直接从保税仓库发快递给消费者。

海外直邮模式

消费者在线订购—>海外商家从海外通过国际快递发货到自贸区中心仓库—>清关后，由物流公司快递给国内消费者。

图表 54 两种跨境电商模式

配送方式

1 保税仓商品配送



2 海外仓商品配送



资料来源：考拉海购，华创证券

税收政策

目前关于跨境电商税收政策主要规定如下：

1) 跨境电子商务零售进口商品按照货物征收关税和进口环节增值税、消费税，购买跨境电子商务零售进口商品的个人作为纳税义务人，实际交易价格（包括货物零售价格、运费和保险费）作为完税价格，电子商务企业、电子商务交易平台企业或物流企业可作为代收代缴义务人

2) 跨境电子商务零售进口商品的单次交易限值 5000 元，年度交易限值 26000 元。在限值以内进口的跨境电子商务

零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收。超过单次限值、累加后超过个人年度限值的单次交易，以及完税价格超过 2000 元限值的单个不可分割商品，均按照一般贸易方式全额征税。

3) 完税价格超过 5000 元单次交易限值但低于 26000 元年度交易限值，且订单下仅一件商品时，可以自跨境电商零售渠道进口，按照货物税率全额征收关税和进口环节增值税、消费税，交易额计入年度交易总额，但年度交易总额超过年度交易限值的，应按一般贸易管理；

考拉海购网站中列示：

在限值以内进口的跨境电子商务零售进口商品，关税税率暂设为 0%；进口环节增值税、消费税取消免征税额，暂按法定应纳税额的 70%征收。

高档化妆品：高档美容修饰类和高档护肤类化妆品界定标准为进口完税价格在 10 元/毫升（克）或 15 元/片（张）及以上。

跨境电商综合税率 = (消费税率+增值税率) / (1-消费税率) × 0.7

图表 55 《跨境电商综合税表》适用跨境电商综合税的商品税率

类目	细项	一般贸易税（%）		新跨境电商综合税（%）
		增值税率	消费税率	(消费税率+增值税率) / (1-消费税率) × 0.7
婴儿奶粉	婴儿奶粉	13	0	9.1
成人奶粉	成人奶粉	13	0	9.1
保健品	保健品	13	0	9.1
食品	菜籽油	9	0	6.3
	液态奶	13	0	9.1
	汽水	13	0	9.1
	果汁饮料	13	0	9.1
	葡萄酒	13	10	17.889
化妆品	唇眼指甲用化妆品/彩妆	13	0	9.1
	护肤品	13	0	9.1
	香水	13	0	9.1
高档化妆品	唇眼指甲用化妆品/彩妆	13	15	23.059（税费请以实际结算为准）
	护肤品	13	15	23.059（税费请以实际结算为准）
	香水	13	15	23.059（税费请以实际结算为准）
个护	洗发水	13	0	9.1
	牙膏	13	0	9.1
	沐浴露	13	0	9.1
轻奢	包 钱包、箱包	13	0	9.1
	贱金属仿首饰（项链、耳环等）	13	0	9.1
	玻璃制仿首饰（项链、耳环等）	13	0	9.1
	毛绒手机壳	13	0	9.1
	塑料手机壳	13	0	9.1
	鞋	13	0	9.1
	皮带	13	0	9.1
	围巾	13	0	9.1
服装	CK内裤、内衣、背心	13	0	9.1
	长裤	13	0	9.1

资料来源：考拉海购，华创证券

总体来看，目前跨境电商税收政策介于免税品和一般贸易之间：

图表 56 三种渠道税收政策对比

	免税品	跨境电商	一般贸易
关税	0%	0%	全额纳税
进口环节消费税	0%	法定纳税额的 70%	全额纳税
进口环节增值税	0%	法定纳税额的 70%	全额纳税

资料来源：海关总署，华创证券

五、投资建议

盈利预测：

基于我们对 2020 年客运量的最新预测及 2021 年的推演，调整上海机场 2020 年盈利预测至净利 18.3 亿（原预测为 23 亿），调整 2021 年盈利预测为实现利润 53.3 亿（原预测为 60 亿），预计 2022 年实现净利 72 亿。

投资建议：

我们认为随着机场最坏时光将过去，边际改善逐步出现，市场更多关注 2021 年及之后机场运营表现，依据免税黄金赛道，给予上海机场 2021 年 30 倍 PE，对应 1600 亿市值，对应 2022 年 22 倍 PE，上调目标价至 83 元（原目标价 78.3 元），预计较当前 12% 的空间。

六、风险提示

经济大幅下滑，疫情持续冲击影响国际线客流修复，免税地位受到冲击。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	10,360	6,342	10,691	16,532
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,662	1,128	1,905	2,312
预付账款	1	1	1	1
存货	14	6,203	7,045	7,321
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	431	289	488	612
流动资产合计	12,468	13,963	20,130	26,778
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产	19,769	18,832	17,951	17,123
在建工程	465	515	565	865
无形资产	499	449	404	364
其他非流动资产	40	36	33	30
非流动资产合计	24,703	23,762	22,883	22,312
资产合计	37,171	37,725	43,013	49,090
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	575	607	689	716
预收款项	14	9	16	19
合同负债	0	0	0	0
其他应付款	2,996	2,996	2,996	2,996
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
其他流动负债	1,130	1,263	1,430	1,553
流动负债合计	4,715	4,875	5,131	5,284
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	7	7	7	7
非流动负债合计	7	7	7	7
负债合计	4,722	4,882	5,138	5,291
归属母公司所有者权益	32,004	32,314	37,101	42,694
少数股东权益	445	529	774	1,105
所有者权益合计	32,449	32,843	37,875	43,799
负债和股东权益	37,171	37,725	43,013	49,090

现金流量表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	4,885	-3,299	3,772	6,565
现金收益	5,943	2,915	6,536	8,442
存货影响	6	-6,189	-842	-276
经营性应收影响	-330	534	-777	-406
经营性应付影响	2,553	28	89	30
其他影响	-3,286	-586	-1,234	-1,225
投资活动现金流	-1,810	-300	-300	-550
资本支出	-4,609	-304	-303	-553
股权投资	-685	0	0	0
其他长期资产变化	3,484	4	3	3
融资活动现金流	-1,481	-419	877	-174
借款增加	0	0	0	0
股利及利息支付	-1,481	-578	-1,687	-2,275
股东融资	0	0	0	0
其他影响	0	159	2,564	2,101

利润表

单位：百万元	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	10,945	7,429	12,547	15,224
营业成本	5,340	5,640	6,405	6,655
税金及附加	10	7	12	14
销售费用	0	0	0	0
管理费用	265	285	326	339
研发费用	0	0	0	0
财务费用	-209	-242	-227	-216
信用减值损失	-17	-15	-13	-11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1,150	706	1,061	1,134
其他收益	4	4	4	4
营业利润	6,675	2,434	7,084	9,558
营业外收入	2	1	1	2
营业外支出	9	7	8	8
利润总额	6,668	2,428	7,077	9,552
所得税	1,407	512	1,493	2,015
净利润	5,261	1,916	5,584	7,537
少数股东损益	231	84	245	330
归属母公司净利润	5,030	1,832	5,339	7,207
NOPLAT	5,096	1,725	5,405	7,366
EPS(摊薄) (元)	2.61	0.95	2.77	3.74

主要财务比率

	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	17.5%	-32.1%	68.9%	21.3%
EBIT 增长率	18.8%	-66.2%	213.4%	36.3%
归母净利润增长率	18.9%	-63.6%	191.5%	35.0%
获利能力				
毛利率	51.2%	24.1%	49.0%	56.3%
净利率	48.1%	25.8%	44.5%	49.5%
ROE	15.5%	5.6%	14.1%	16.5%
ROIC	19.9%	6.6%	17.9%	21.1%
偿债能力				
资产负债率	12.7%	12.9%	11.9%	10.8%
债务权益比	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	264.4%	286.4%	392.3%	506.8%
速动比率	264.1%	159.2%	255.0%	368.2%
营运能力				
总资产周转率	0.3	0.2	0.3	0.3
应收账款周转天数	49	68	44	50
应付账款周转天数	35	38	36	38
存货周转天数	1	198	372	389
每股指标(元)				
每股收益	2.61	0.95	2.77	3.74
每股经营现金流	2.54	-1.71	1.96	3.41
每股净资产	16.61	16.77	19.25	22.16
估值比率				
P/E	28	78	27	20
P/B	4	4	4	3
EV/EBITDA	20	42	18	14

资料来源：公司公告，华创证券预测

交通运输组团队介绍

组长、首席分析师：吴一凡

上海交通大学经济学硕士。曾任职于普华永道会计师事务所、上海申银万国证券研究所。2016 年加入华创证券研究所。2015 年金牛奖交运行业第五名；2017 年金牛奖交运行业第五名；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名，新浪金麒麟最佳分析师交通运输行业第四名，上证报最佳分析师交通运输行业第三名，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名。

高级分析师：刘阳

上海交通大学工学硕士。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

助理分析师：王凯

华东师范大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖交运行业第五名团队成员；2019 年新财富最佳分析师交通运输行业第四名团队成员，新浪金麒麟分析师交通运输行业第四名团队成员，上证报最佳分析师交通运输行业第三名团队成员，金牛奖最佳分析师交通运输行业第二名团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500