

全球免税行业 2020Q1 全回顾

——免税行业专题系列之（七）

2020 年 05 月 21 日

推荐 （维持）

相关报告

《珠海免税集团：向全国性百亿营收免税企业进军——免税行业专题系列之（六）》20200513

《从中国香港、新加坡、迪拜及公开信息，看海南自贸港对离岛免税影响——免税行业专题系列之（五）》20200317

《中免近期动态复盘，海南免税价格优势愈发明显——免税行业专题系列之（四）》20200225

《新世界免税异军突起，极速跻身韩国免税 Top3——免税行业专题系列之（三）》20200203

《中出服：我国唯一在多地地区开展国人入境市内免税业务的免税商——免税行业专题系列之（二）》20191008

《全球旅游零售结构分析：亚太、市区、香化表现最为突出——免税专题系列之（一）》20190915

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

- **全球免税行业一季度新闻回顾：**1) 国际来看，疫情影响下各地免税门店接连关闭，机场租金减免、政府特批相关政策帮助免税行业度过难关。2) 国内来看，政策方面各级政府部门接连发布相关政策，鼓励新设市内免税店，免税购物限制有望放开，促进境外消费回流；各免税企业创新线上销售渠道：海南开展离岛免税补购、日上北京开展 CDF 会员购、日上上海发放会员优选券、珠免 Mall 线上平台上线。
- **全球运量大幅下滑，海南逐步恢复：**1) 海外机场国际旅客吞吐量均有不同程度的下滑：亚特兰大机场 3 月旅客吞吐量同比下滑 53%；希思罗机场 3、4 月分别同比下滑 53%、97%；樟宜机场 2 月、3 月分别同比下滑 32.7%、70.7%；韩国仁川机场 2-4 月分别同比下滑 42%、90%、97%。2) 一季度我国机场出入境旅客下滑严重：上海机场、首都机场、白云机场 2-4 月出入境旅客吞吐量均大幅下滑 70%以上；香港机场 2、3 月旅客吞吐量分别同比下滑 68%、90%。3) 海南：凤凰机场、美兰机场、琼州海峡进出岛旅客量 3 月分别环比提升 96%、81%、56%。
- **免税行业现状：**1) 韩国：从销售额来看，20Q1 韩国免税销售 242.76 亿元/-25%。其中外国人消费 215.23 亿元/-19%，占比 89%。客单价大幅上扬，3 月外国人客单价达 2.33 万元，同比增长 275%。2) 国内机场：我们预计 20Q1 日上上海实现营收 25.88 亿元/-35%；首都机场 10.07 亿元/-60%；白云机场 2.55 亿元/-40%；香港国际机场 2.93 亿元/-55%。3) 海南：海免 20Q1 营收 8.5 亿元，三亚营收 20.54 亿元/-40%，此外：①截至 4/19 海口机场免税店官网销售额逾 2 亿元。②五一免税销售“逆势上扬”：免税店购物人数超 7 万人次，销售额近 3 亿元。美兰机场和日月广场共接待购物人数 2.56 万人次，销售额 6237 万元/+19%，人均花费 2432 元/+24%；三亚免税销售额超 2 亿元，接待购物人次约 4.5 万人次。
- **从各免税集团情况看免税行业现状：**1) 韩国：一季度乐天、新罗、新世界、HanaTour 分别实现免税收入 50.27、48.91、28.28、1.31 亿元，同比下滑 38%、31%、30%、17%。现代免税收入 10.54 亿元，同比增长 17%，主要由于新开东大门市内免税店。免税业务营业利润率，只有乐天保持在盈亏线以上。免税业务净利率，受疫情影响，各家公司均亏损。2) 世界其他地区：20Q1 Dufry、拉加代尔、JAT 分别实现免税收入 68 亿元/-21%、62 亿元/-14%、28 亿元/-4%，均有不同程度的下滑，盈利能力来看整体好于韩国免税企业。
- **从供货商看免税行业现状：**1) 美妆类：①资生堂：20Q1 免税销售额同比下降 3.07%至 185 亿元，即使 20Q1 有所下滑，免税营业利润率也高达 18%。②爱茉莉：20Q1 免税业务营业收入同比下滑 28%至 15 亿元。2) 酒类：近 9 个月，保乐力加旅游零售额同比下降 13%。3) 烟草类：一季度日本烟草免税销售量大幅下降，占其总销量的比例不到 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 年一季度免税新闻梳理 | 5 - |
| 1.1、海外免税新闻速览 | 5 - |
| ➢ 1.1.1、疫情下的免税行业：门店关闭企业受损，机场减免租金 | 5 - |
| ➢ 1.1.2、海外免税行业其他新闻回顾 | 7 - |
| 1.2、国内免税新闻速览：免税政策有望继续放开；创新线上销售 | 8 - |
| ➢ 1.2.1、国内免税政策：将增设市内店，离岛免税政策或开放 | 8 - |
| ➢ 1.2.2、免税企业新闻：各免税店创新线上业务 | 9 - |
| 二、免税行业：一季度全球运量下滑，三月海南回暖 | 10 - |
| 2.1、全球交通运输数据 | 10 - |
| ➢ 2.1.1、海外机场一季度运量分析 | 10 - |
| ➢ 2.1.2、国内机场一季度运量分析 | 11 - |
| ➢ 2.1.3、海南一季度运量分析 | 12 - |
| 2.2、韩国免税行业现状：销售额下滑，外国人客单价大幅上扬 | 13 - |
| 2.3、国内免税行业：海南免税业务加速恢复 | 14 - |
| 三、从各免税集团看免税行业现状 | 15 - |
| 3.1、韩国免税企业情况 | 15 - |
| ➢ 3.1.1、免税业务占公司整体营收 | 15 - |
| ➢ 3.1.2、韩国免税企业年度销售额及增速 | 16 - |
| ➢ 3.1.3、韩国免税企业一季度销售额及增速 | 18 - |
| ➢ 3.1.4、韩国免税企业盈利能力分析 | 19 - |
| 3.2、世界其他地区免税企业情况 | 20 - |
| ➢ 3.2.1、免税业务占公司整体营收 | 20 - |
| ➢ 3.2.2、其他地区免税企业年度销售情况 | 21 - |
| ➢ 3.2.3、其他地区免税企业一季度销售情况 | 22 - |
| ➢ 3.2.4、其他地区免税企业盈利能力分析 | 23 - |
| 四、从各品类免税供货商看免税行业现状 | 24 - |
| 4.1、美妆类供货商 | 24 - |
| ➢ 4.1.1、资生堂 | 24 - |
| ➢ 4.1.2、爱茉莉太平洋 | 25 - |
| 4.2、酒类供货商：Pernod Ricard | 26 - |
| 4.3、烟草类供货商：日本烟草（JT 集团） | 26 - |
| 五、大数据看免税品受欢迎度排名 | 26 - |
| 5.1、3 月杰西卡的秘密搜索排名 | 26 - |
| 5.2、2019 年 Globuy 免税大赏 | 27 - |
| 图 1、2020 年受疫情影响关闭的免税店 | 5 - |
| 图 2、2020 年各地机场租金减免一览 | 6 - |
| 图 3、iShopChangi 推出免税品送到家业务 | 6 - |
| 图 4、乐天免税利用 QR 码实现无接触购物 | 6 - |
| 图 5、2020 年各地新开免税店一览 | 7 - |
| 图 6、亚特兰大机场国际旅客吞吐量 | 10 - |
| 图 7、希斯洛机场国际旅客吞吐量 | 10 - |
| 图 8、樟宜机场旅客吞吐量 | 11 - |
| 图 9、仁川机场国际旅客吞吐量 | 11 - |
| 图 10、上海机场出入境旅客吞吐量 | 11 - |
| 图 11、首都机场港澳台及国际旅客吞吐量同比 | 11 - |
| 图 12、白云机场出入境旅客吞吐量 | 12 - |
| 图 13、香港国际机场旅客吞吐量 | 12 - |

| | |
|----------------------------------|--------|
| 图 14、凤凰机场旅客吞吐量 | - 12 - |
| 图 15、美兰机场旅客吞吐量 | - 12 - |
| 图 16、琼州海峡进出岛旅客量 | - 13 - |
| 图 17、韩国免税销售额 | - 13 - |
| 图 18、分国籍韩国免税销售额 | - 13 - |
| 图 19、乐天免税销售占比 | - 15 - |
| 图 20、新罗免税销售占比 | - 15 - |
| 图 21、新世界免税销售占比 | - 16 - |
| 图 22、现代百货免税销售占比 | - 16 - |
| 图 23、HanaTour 免税销售占比 | - 16 - |
| 图 24、乐天历年免税销售额及增速 | - 17 - |
| 图 25、新罗历年免税销售额及增速 | - 17 - |
| 图 26、新世界历年免税销售额及增速 | - 17 - |
| 图 27、现代百货历年免税销售额及增速 | - 17 - |
| 图 28、HanaTour 历年免税销售额及增速 | - 17 - |
| 图 29、一季度乐天免税销售额及增速 | - 18 - |
| 图 30、一季度新罗免税销售额及增速 | - 18 - |
| 图 31、一季度新世界免税销售额及增速 | - 18 - |
| 图 32、一季度现代百货免税销售额及增速 | - 18 - |
| 图 33、一季度 HanaTour 免税销售额及增速 | - 19 - |
| 图 34、历年免税业务营业利润率对比-韩国 | - 19 - |
| 图 35、一季度免税业务营业利润率对比-韩国 | - 19 - |
| 图 36、历年免税业务净利率对比-韩国 | - 20 - |
| 图 37、一季度免税业务净利率对比-韩国 | - 20 - |
| 图 38、Dufry 免税销售占比 | - 20 - |
| 图 39、拉加代尔免税销售占比 | - 20 - |
| 图 40、JAT 免税销售占比 | - 21 - |
| 图 41、WHSmith 免税销售占比 | - 21 - |
| 图 42、Dufry 历年免税销售额及增速 | - 21 - |
| 图 43、拉加代尔历年免税销售额及增速 | - 21 - |
| 图 44、JAT 历年免税销售额及增速 | - 22 - |
| 图 45、WHSmith 历年免税销售额及增速 | - 22 - |
| 图 46、一季度 Dufry 免税销售额及增速 | - 22 - |
| 图 47、一季度拉加代尔免税销售额及增速 | - 22 - |
| 图 48、一季度 JAT 免税销售额及增速 | - 23 - |
| 图 49、历年免税业务营业利润率对比-其他地区 | - 23 - |
| 图 50、一季度免税业务营业利润率对比-其他地区 | - 23 - |
| 图 51、资生堂免税业务销售占比 | - 24 - |
| 图 52、资生堂历年免税业务销售额及增速 | - 24 - |
| 图 53、资生堂一季度免税业务销售额及增速 | - 24 - |
| 图 54、资生堂历年免税业务营业利润率 | - 25 - |
| 图 55、资生堂一季度免税业务营业利润率 | - 25 - |
| 图 56、爱茉莉免税业务销售占比 | - 25 - |
| 图 57、爱茉莉历年免税业务销售额及增速 | - 26 - |
| 图 58、爱茉莉一季度免税业务销售额及增速 | - 26 - |
| 表 1、2020 年海外免税政策梳理 | - 7 - |
| 表 2、2020 年海外免税集团新闻梳理 | - 8 - |
| 表 3、2020 年中国免税政策及新闻梳理 | - 8 - |

| | |
|------------------------------------|--------|
| 表 4、2020 年免税企业相关新闻梳理 | - 9 - |
| 表 5、20Q1 韩国免税各渠道情况 | - 14 - |
| 表 6、一季度各机场免税店收入情况预测 | - 14 - |
| 表 7、2020 年 3 月杰西卡的秘密搜索排名 | - 26 - |
| 表 8、2019 年 Globuy 免税大赏榜单 | - 27 - |
| 表 9、2019 年 Globuy 免税大赏榜单-分品类 | - 27 - |

报告正文

一、2020 年一季度免税新闻梳理

1.1、海外免税新闻速览

➤ 1.1.1、疫情下的免税行业：门店关闭企业受损，机场减免租金

2020 年一季度，受疫情影响全球各地免税店接连关闭或缩短营业时间，往年是中国游客旅游热门目的地的韩国、泰国等地遇冷，新罗、乐天、SM 等免税集团接连撤销仁川机场特许经营权的竞标，仁川机场竞标出现流标。

图 1、2020 年受疫情影响关闭的免税店



资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

为帮助免税企业度过艰难时期，4月29日韩国海关（KCS）允许免税零售商有条件地在以下渠道处理库存：直接销售到韩国本地渠道（百货商店，家庭购物，电子商务和其他渠道）；批发给当地第三方；通过国际运输等方式销售到海外。

此外，各地机场出台机场租金减免计划，包括延期付款、保底租金改为销售比例租金等。

图 2、2020 年各地机场租金减免一览



资料来源: Moodie Report, 兴业证券经济与金融研究院整理

除了来自外部的帮助, 各免税商也推陈出新开展“自救计划”: 1) 3月31日, 乐天免税店开设业内首个“智能商店”, 最大程度地减少面对面接触; 2) 4月9日, 樟宜机场电子商务平台 iShopChangi 为非旅行者提供免税购物, 并在新加坡提供免费本地送货服务; 3) 4月 Dufry 为增加流动性和长远发展, 增发 550 万股, 总额 1.5 亿瑞士法郎, 还将发行 2023 年到期的 3.5 亿瑞士法郎优先债券。

图 3、iShopChangi 推出免税品送到家业务



资料来源: 樟宜机场, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 4、乐天免税利用 QR 码实现无接触购物



资料来源: 乐天免税, 兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 1.1.2、海外免税行业其他新闻回顾

从各国免税行业政策来看，政府在制定免税行业相关政策时，会综合考虑包括免税企业、免税协会在内的各方意见。

表 1、2020 年海外免税政策梳理

| 国家 | 时间 | 政策主要内容 | 备注 |
|----|--------|------------------------------|--|
| 韩国 | 2020/1 | 7 月 1 日起，允许免税购买者离开韩国后在入境时取货。 | 预计将为客户（主要利好韩国人）增加便利，并减轻出发点接客地点的交通拥堵。 |
| | 2020/2 | 韩国机场进境免税店将销售香烟。 | |
| 印度 | 2020/2 | 印度联邦预算中保留了入境旅客的免税额度。 | 此前印度商业和工业部提议大幅减少酒精、香烟和旅客从海外返回时可携带的免税商品的总价值；将酒类津贴从两公升减半至一公升，并取消 100 支香烟的烟支。 |
| 英国 | 2020/3 | 英国政府就脱欧后免税和免税销售方式展开磋商。 | 政府呼吁对津贴问题以及在哪些领域可以重新引入免税和免税销售提出建议。 |

资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

从行业情况来看，虽然受疫情影响部分免税门店临时关闭，2020 年一季度在韩国、德国、俄罗斯、乌克兰等地依旧有不少免税店开业。此外，巴厘岛机场宣布对整个国际和国内航站楼进行商业空间的广泛招标，其中包括一家免税店。

图 5、2020 年各地新开免税店一览



资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

从近期免税集团重大事件来看，免税行业资产证券化脚步逐渐加快，免税上市企业数量增多；免税企业之间、供应链环节的战略收购频率较高。

表 2、2020 年海外免税集团新闻梳理

| 国家 | 时间 | 主要内容 | 备注 |
|------|--------|--|------------------------|
| 韩国 | 2020/3 | 随着申东彬在日本和韩国获得完全控制权，乐天的首次公开募股将快速进行 | |
| | 2020/4 | Hotel Shilla 新罗酒店完成对 3Sixty Duty Free 44% 的股权收购。 | 帮助新罗扩展美洲的业务和全渠道发展。 |
| 泰国 | 2020/2 | King Power 赢得曼谷素万那普免税接送柜台运营合同 | 扣点率将每年根据通胀率和客流增长率调整。 |
| 澳大利亚 | 2020/2 | 海涅曼与悉尼机场的合作伙伴关系再延长 8 年，直到 2029 年 | |
| 波兰 | 2020/3 | 波兰竞争监管机构批准波兰机场国营企业 PPL 收购 Baltona Duty Free 80.68% 的股份 | 波兰机场向 Baltona 出租机场商业店铺 |

资料来源：Moodie Report，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2、国内免税新闻速览：免税政策有望继续放开；创新线上销售

➤ 1.2.1、国内免税政策：将增设市内店，离岛免税政策或开放

今年以来，我国各级政府部分接连发布相关政策，鼓励新设市内免税店，免税购物限制有望放开，促进境外消费回流。

表 3、2020 年中国免税政策及新闻梳理

| 适用范围 | 时间 | 主要内容 |
|------|----------|--|
| 全国 | 3 月 24 日 | 商务部、发改委、卫健委三部门联合印发《关于支持商贸流通企业复工营业的通知》，要扩大传统消费， 促进境外消费回流，配合财政部完善免税店政策，做好新增免税品经营资质企业等工作 ，推动境外消费回流，进一步激发国内消费活力。 |
| 海南省 | 1 月 15 日 | 海南省政协七届三次会议中，多位政协委员关注海南离岛免税政策，建议进一步放宽离岛免税政策限制，释放市场消费潜力。 |
| | 2 月 18 日 | 海南省发布旅游业疫后重振规划。 |
| | 3 月 22 日 | 海南出台“三十条行动措施”助“疫”后旅游业重振。免税方面，要求 扩大离岛免税购物消费限额，增加免税商品品种 。引导免税品经营企业在现有门店增加品牌数量，简化免税购物手续，扩大免税品网络销售规模。推出离岛免税购物系列促销活动，举办优惠月(季)活动。 |
| | 3 月 25 日 | 海南省财政厅 25 日透露，为进一步发挥离岛免税政策对海南旅游的促进作用，加快推进国际旅游消费中心建设，海南正争取中央支持，在自贸港框架下进一步开放该政策。 |
| | 3 月 26 日 | 海南对首次进口非特殊用途化妆品实行备案管理，处理时间大幅缩短为 5 个工作日，大大提高产品进口上市效率，可让国内消费者同步享受到全球最新化妆品。 |
| | 3 月 30 日 | 海口海关郑重提醒，广大游客应依法依规享受离岛免税政策，若组织利用他人离岛信息套购免税品牟利将可能构成走私违法犯罪行为 |
| | 4 月 20 日 | 海南省新闻办公室在“消费一码通”上线专场新闻发布会通报，海南省商务厅正会同有关部门对标世界最高水平的开放形态，研究 优化离岛免税购物政策，扩大免税商品种类，构建更加开放便利的岛内居民日用消费品购物政策体系 ，下一步将推动在景区、酒店 再建一批免税体验店 ，在“五一”启动第二届海南离岛免税购物节。截至 4 月 18 日，今年海南离岛免税线上平台已实现销售额 9.8 亿元，同比增长 2.26 倍；补购平台 3 月 17 日上线以来销售 8112 万元，“消费一码通”已得到消费者的广泛使用与支持。 |
| | 4 月 25 日 | 海南省委政策研究室提出“海南离岛免税购物拓展及风险防控政策建议”。 |
| | 4 月 29 日 | 海南宣布重大节假日部分外地小客车可免费过海。 |
| | 5 月 6 日 | 海南省委办公厅、省政府办公厅联合印发《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》：“加快落地离岛免税购物新政策， 推动中免集团全年免税品销售额突破 300 亿元。 ” |
| 海口市 | 1 月 26 日 | 海口海关及时调整离岛免税购物监管举措，自 1 月 26 日起 允许免税企业以邮寄方式递送离岛旅客所购免税品。 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | |
|-----|-------|---|
| 三亚市 | 4月14日 | 三亚市人民政府与中国医药集团有限公司达成合作：助力三亚市创新免税产业发展，在三亚适宜区域打造倡导健康消费新体验的创新型离岛免税店；二是建设跨境贸易产业园区+药妆免税城；支持甲方建设药妆免税城。 |
| 珠海市 | 3月12日 | 珠海出台《关于进一步优化供给促进消费增长的若干措施》，其中免税方面， 鼓励机场、海陆口岸等免税店加快发展，探索发展市内免税店。 |
| 广州市 | 5月10日 | 印发《关于提振消费促进市场繁荣的若干措施》，加快发展免税购物，加快发展白云国际机场、广州东站等口岸免税店， 支持设立南沙邮轮母港口岸免税店。积极争取政策突破设立市内免税店 ，引导消费回流，释放免税消费潜力。 |
| 上海市 | 4月23日 | 印发《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》，包括推动发展免税经济，提出（1） 支持免税品经营企业增设市内免税店 ；（2）在免税店设立一定面积的国产商品销售区，推动国产自主品牌走向国际市场；（3）加快推进重点商圈离境退税商店全覆盖，扩大即买即退试点范围。 |
| | 5月6日 | 上海自贸区临港新片区正在制定商业发展扶持政策，计划在3年内新增商业设施约60万平方米，今年新增10万平方米； 布局3万平方米市内免税店，新片区将寻求政策突破，争取对标海南三亚免税店模式，不用离境也能免税购物。 |

资料来源：各政府网站，各新闻网站，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 1.2.2、免税企业新闻：各免税店创新线上业务

国内各免税企业在销售渠道、营销方式上都实现了一定突破，海南离岛补税商城、珠海免税 MALL、CDF 会员购、日上会员优选券等线上销售模式的创新不仅一定程度上弥补了疫情影响的收入缺口，也为未来线上销售渠道的开拓和发展奠定基础。

表 4、2020 年免税企业相关新闻梳理

| | | |
|-------|-------|---|
| 深免集团 | 1月9日 | 海关总署同意深免公司在皇岗口岸货检通道设立口岸进境免税商店和免税品监管仓库，免税商店经营场所面积 18 平方米，免税品监管仓库面积共计 692 平方米。 |
| 珠免集团 | 4月10日 | 珠海免税线上商城上线 。消费者可在微信搜索小程序“珠海免税 MALL”或下载 APP“免税品+”访问。珠海免税 MALL 为珠海免税官方自营店，直供海外商品。 |
| | 5月12日 | 格力地产拟收购珠免集团 100% 股份。 |
| | 2月18日 | 海口机场免税店雅诗兰黛三件 6 折优惠 |
| | 2月12日 | 三亚国际免税城推出免税品网购“不打烊” 。受疫情影响，三亚国际免税城自 1 月 26 日(大年初二)下午 4 时起闭店，离岛免税线下销售暂停，但线上购物照常进行。1 月 27 日至 2 月 6 日三亚国际免税城网上销售商品 16.48 万件，销售额 8471.70 万元。 |
| 中免海南 | 2月14日 | 海口机场免税店于 1 月 28 日关闭线下门店，但 线上商城“不打烊” 。1 月 28 日-2 月 12 日，网上商城美兰机场提货点需提货单数近 2300 单，需提货件数近 8000 件。 |
| | 2月20日 | 海南三家离岛免税店恢复营业，防疫期间以促销活动释放消费潜力。 |
| | 3月19日 | 海南离岛补购官方商城上线 ，商城推出线上优惠活动，购物即返无门槛电子现金券，最高可返 25%。 |
| | 3月29日 | 海南四家离岛免税门店携手，推出“抢百元现金、送亿元豪礼”活动，即日起至 9 月 30 日，为消费者派送 50 元香化券和 50 元精品券。消费者可到登录“海南健康一码通”系统，进入相应页面领取消费券。 |
| | 4月8日 | “海南离岛补购商城”微信公众号上线， 三亚免税购物者也可享受离岛补购。 |
| | 4月11日 | 三亚国际免税城补购商城上线 。运营主体为中免集团三亚市内免税店有限公司，由“cdf 回头购——三亚国际免税城”更名而来。 |
| | 4月13日 | 三亚免税城增设两家市内免税体验店。 |
| | 4月6日 | 随着新冠疫情防控形势积极向好，海南三地四家免税店自 2 月 19 日实体店恢复营业至 3 月 30 日，海关监管离岛免税销售 185.70 万件、销售额 12.83 亿元、购物人数 18.35 万人次，主要业务指标均恢复至去年同期的八成左右。 |
| | 4月24日 | 三亚国际免税城免税福利惊爆 51，海口日月广场免税店“三人团，7 折购” |
| | 5月1日 | 海南免税离岛补购政策有所变化，购买资格拓宽至：1. 180 天内已乘飞机离岛的旅客（部分航空公司除外）2. 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。 |
| Dufry | 4月13日 | 海南自贸港建设项目集中开工，海花岛旅游产业园与 Dufry 签约。 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | |
|------|------|---|
| 日上北京 | 4月3日 | CDF 会员购北京： 本人曾有历史国际航班回程信息，且会员用户积分满 500 分，即可报名参与线上购买免税品。 日上免税行在原有“专属优惠券”基础上，为会员新推出“尊享优惠券”，有效期长至一个月，件数上限提高到 30 件。通过优惠券可 实现在线直邮购买免税品 。 中免集团旗下多家免税店已于近期入驻天猫商城，包括中免杭州机场免税店、中免沈阳机场免税店、中免厦门机场及码头免税店、中免香港市内免税店等。四家店的开店时间分别为 2019 年 1 月 11 日、2020 年 3 月 3 日、2020 年 3 月 5 日、2020 年 3 月 16 日。用户可在出入境前 30 天内登陆天猫到上述免税店购物。 |
| 日上上海 | 5月7日 | |
| 中免集团 | — | |

资料来源：各公司官网，各平台公众号等，兴业证券经济与金融研究院整理

二、免税行业：一季度全球运量下滑，三月海南回暖

2.1、全球交通运输数据

➤ 2.1.1、海外机场一季度运量分析

2020 年一季度海外机场旅客吞吐量均有不同程度的下滑：美国亚特兰大机场 3 月旅客吞吐量同比下滑 53%；英国希思罗机场 3 月、4 月分别同比下滑 53%、97%；新加坡樟宜机场 2 月、3 月分别同比下滑 32.7%、70.7%；韩国仁川机场 2-4 月分别同比下滑 42%、90%、97%。

图 6、亚特兰大机场国际旅客吞吐量

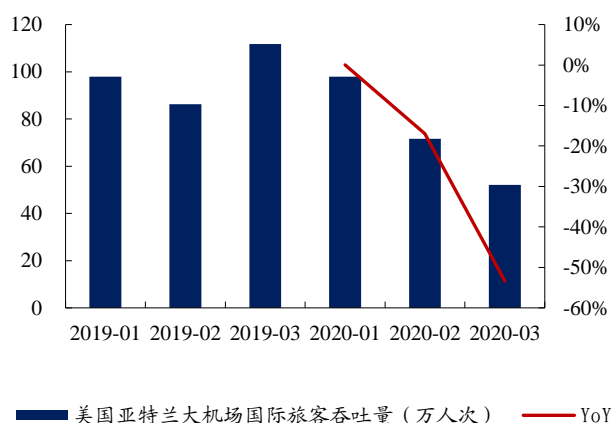
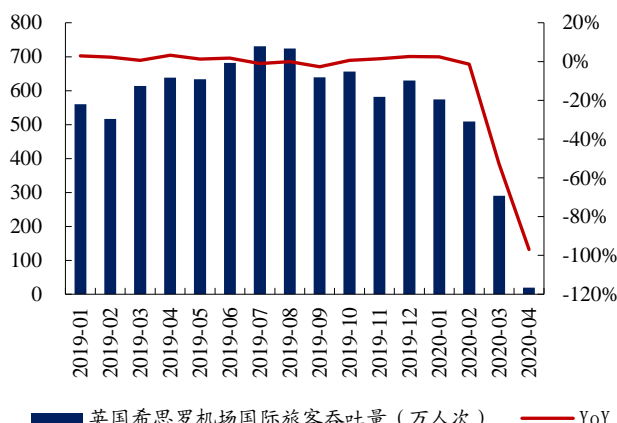


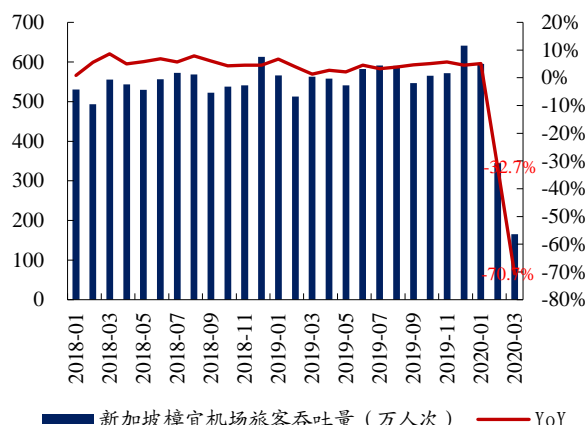
图 7、希思罗机场国际旅客吞吐量



资料来源：亚特兰大机场，兴业证券经济与金融研究院整理

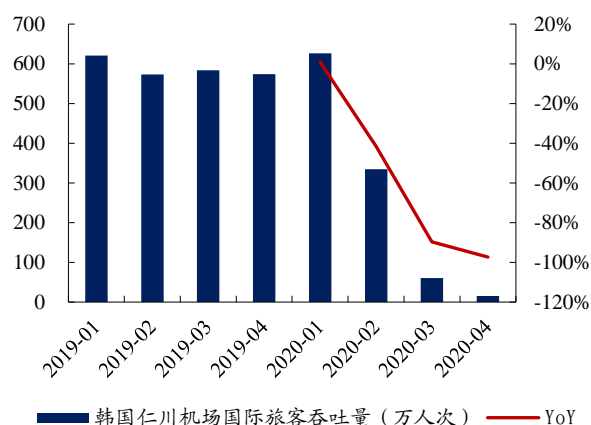
资料来源：希思罗机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、樟宜机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、仁川机场国际旅客吞吐量

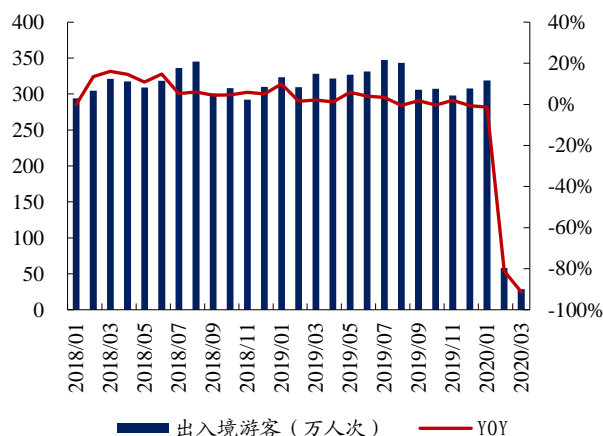


资料来源：仁川机场，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.2、国内机场一季度运量分析

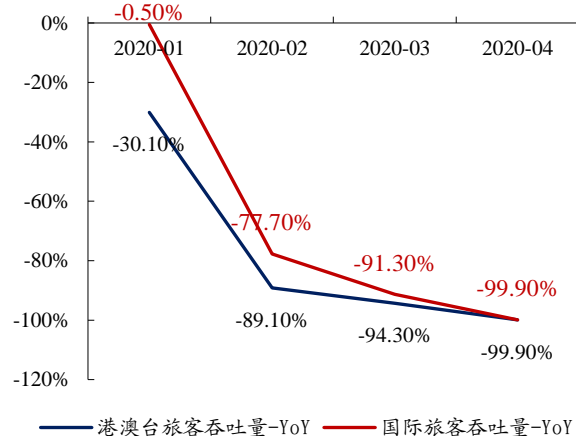
一季度我国各主要机场出入境旅客同比下滑严重。上海机场 2-3 月出入境旅客吞吐量分别同比下滑 81%、91%；首都机场 2-4 月港澳台及国际旅客吞吐量均大幅下滑 70%以上；白云机场 2-4 月出入境旅客分别同比下滑 82%、90%、94%；香港机场 2 月、3 月旅客吞吐量分别同比下滑 68%、90%。

图 10、上海机场出入境旅客吞吐量



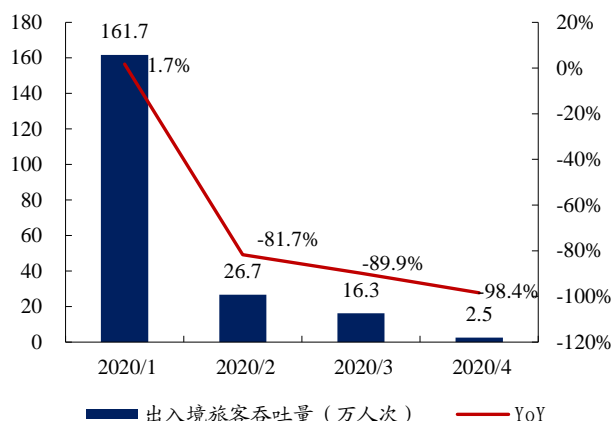
资料来源：上海机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、首都机场港澳台及国际旅客吞吐量同比



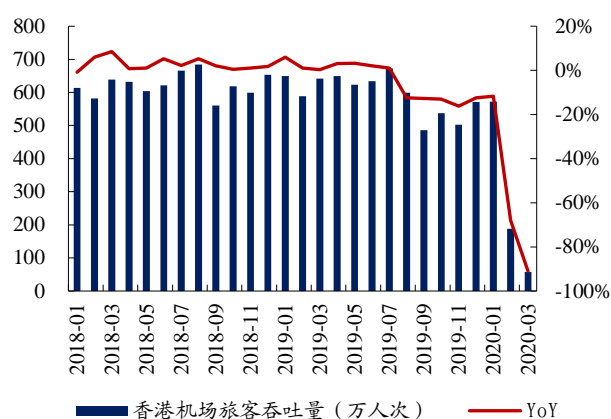
资料来源：首都机场，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、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 13、香港国际机场旅客吞吐量

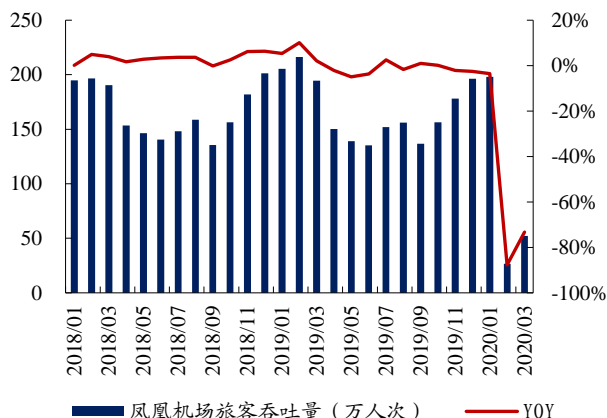


资料来源：香港国际机场，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1.3、海南一季度运量分析

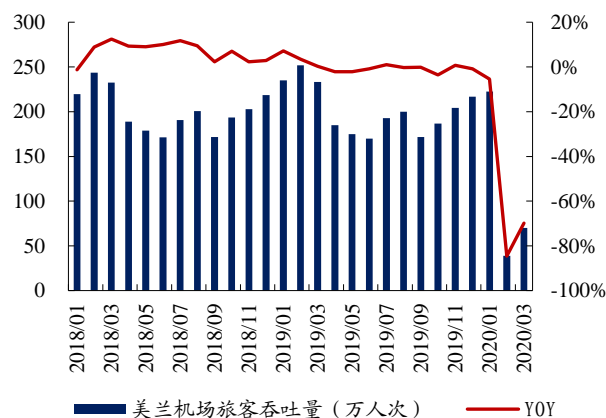
3月海南运量同比下滑速度放缓，环比提升。海南凤凰机场、美兰机场、琼州海峡进出岛旅客量的同比下滑幅度分别从2月的88%、85%、76%缩小至3月的73%、70%、35%，3月分别环比提升96%、81%、56%。

图 14、凤凰机场旅客吞吐量



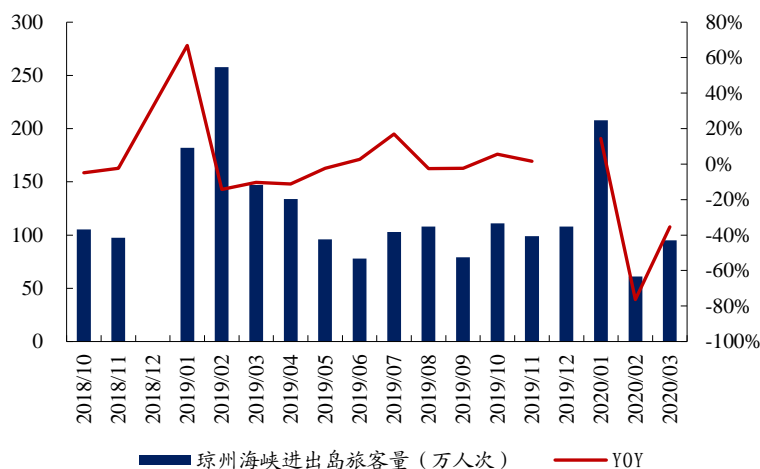
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 15、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 16、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

2.2、韩国免税行业现状：销售额下滑，外国人客单价大幅上扬

从销售额来看，2020年一季度韩国实现免税销售额242.76亿元，同比下滑25%。其中外国人累计消费215.23亿元，韩国人消费27.53亿元，分别占比89%、11%，分别同比下滑19%、53%，外国消费者是韩国免税消费的主力军。

（注：全文采用2020年5月17日汇率作为固定汇率，100韩元=0.576元、100欧元=768.413元、100瑞士法郎=730.8212元、100英镑=859.6777元、100日元=6.6305元）

图 17、韩国免税销售额

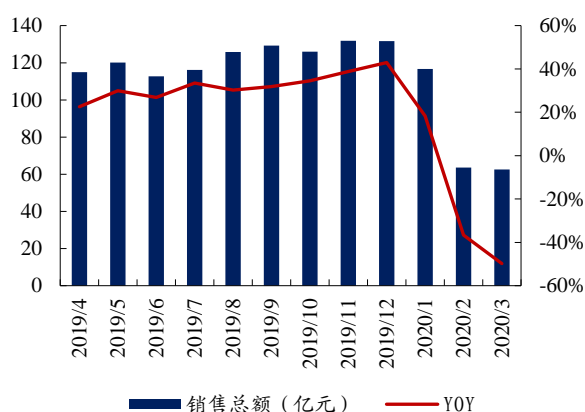
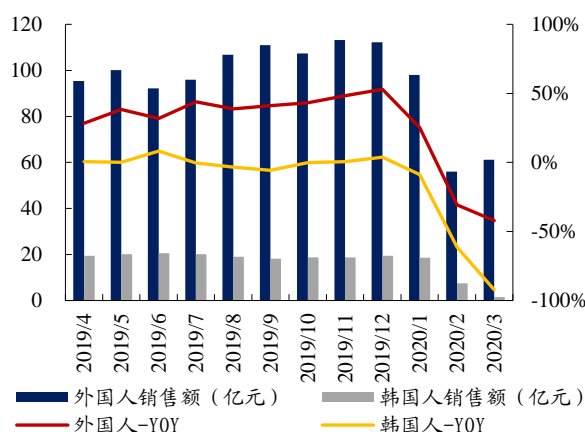


图 18、分国籍韩国免税销售额



资料来源：韩国免税协会，兴业证券经济与金融研究院整理

各渠道销售情况来看，外国游客偏爱在市内免税店购物，一季度外国人市内免税店销售额达199.61亿元。购物率来看，无论是韩国人还是外国人购物比例都比较高。客单价来看，外国人市内免税店客单价达1.4万元，外国人各渠道整体客单

价达 0.83 万元，同比增长 29%，其中 3 月外国人客单价达 2.33 万元，同比提升 275%。可能是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 5、20Q1 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） | 211.42 | -37% | 25.98 | -45% | 0.55 | -39% | 4.80 | 242.76 | -38% |
| 本国销售额（亿元） | 11.81 | -57% | 10.44 | -49% | 0.53 | -39% | 4.75 | 27.53 | -52% |
| 外国销售额（亿元） | 199.61 | -35% | 15.54 | -42% | 0.03 | -47% | 0.05 | 215.23 | -35% |
| 总购物人次（万人次） | 248.0 | -52% | 273.2 | -48% | 7.7 | -42% | 89.0 | 617.9 | -49% |
| 本国购物人次（万人次） | 108.7 | -48% | 155.2 | -50% | 7.3 | -42% | 88.1 | 359.3 | -47% |
| 外国购物人次（万人次） | 139.4 | -55% | 118.0 | -46% | 0.4 | -45% | 0.9 | 258.7 | -51% |
| 总购物率 | 43.2% | -3.2pct | 47.6% | 0.2pct | 1.3% | 0.2pct | — | 92.1% | -0.2% |
| 本国人购物率 | 29.3% | -2.2pct | 41.9% | -5.2pct | 2.0% | 0.1pct | — | 73.2% | -3.9% |
| 外国人购物率 | 68.3% | 0.6pct | 57.8% | 10.1pct | 0.2% | 0.0pct | — | 126.3% | 10.7% |
| 整体客单价（元） | 8,524 | 32% | 951 | 6% | 718 | 4% | 540 | 3,929 | 21% |
| 韩国人客单价（元） | 1,087 | -18% | 673 | 2% | 722 | 5% | 540 | 766 | -9% |
| 外国人客单价（元） | 14,322 | 45% | 1,317 | 8% | 647 | -4% | 560 | 8,321 | 33% |

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、国内免税行业：海南免税业务加速恢复

我们预计 2020 一季度日上上海实现营业收入 25.88 亿元，同比下降 35%；首都机场免税店实现营业收入 10.07 亿元，同比下滑 60%；广州白云机场免税店实现营业收入 2.55 亿元，同比下滑 40%；香港国际机场免税店实现营业收入 2.93 亿元，同比下滑 55%。

表 6、一季度各机场免税店收入情况预测

| 一季度情况 | 营收收入（亿元） | | |
|--------|----------|---------|---------|
| | 2019Q1 | 2020Q1E | YOY |
| 北京机场 | 25.17 | 10.07 | -60.00% |
| 日上上海 | 39.91 | 25.88 | -35.16% |
| 免税 | 38.17 | 18.78 | -50.81% |
| 有税 | 1.74 | 7.10 | 127.53% |
| 白云机场 | 4.35 | 2.55 | -40.00% |
| 香港国际机场 | 6.50 | 2.93 | -55.00% |

资料来源：中国国旅公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年一季度海免公司实现营业收入 **8.5 亿元**，主要来源于美兰机场、日月广场、海口机场、琼海博鳌免税店销售收入，三亚海棠湾免税店实现营业收入 **20.54 亿元**，同比下降 40%，此外：

1) 海南离岛免税政策自 2011 年 4 月 20 日落地实施 9 年，海口机场免税店接待购物旅客逾 600 万人次。海口机场免税店官网销售额由 2016 年上线第一年的近 9 千万元，增长到 2019 年 2.3 亿元。疫情期间海口机场免税店官网销售额增长迅猛，截至 4 月 19 日，官网 2020 年销售额逾 2 亿元，接近 2019 年官网全年销售额。海南本岛居民旅客消费潜力得到进一步释放，海口机场免税店的海南本岛居民旅客消费金额由 2012 年的 2000 万元，增长到 2019 年的 2.8 亿元。

2) 海口日月广场免税店开业一周年（2019/1/19-2020/1/18）销售免税品 174.9 万件、销售金额 10.25 亿元、购买旅客 42 万人次。

3) 海南五一免税销售“逆势上扬”：五一假期海南接待游客 133.54 万人次/-35%，实现旅游总收入 9.94 亿元/-58%，免税店购物人数超 7 万人次，销售额近 3 亿元。①美兰机场和日月广场免税店共接待购物人数 2.56 万人次，销售额 6237.24 万元/+18.57%，人均花费 2431.96 元/+23.65%。②三亚免税销售额超 2 亿元，接待购物人次约 4.5 万人次。（注：数据为同口径下同比）

三、从各免税集团看免税行业现状

3.1、韩国免税企业情况

➤ 3.1.1、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%。

图 19、乐天免税销售占比

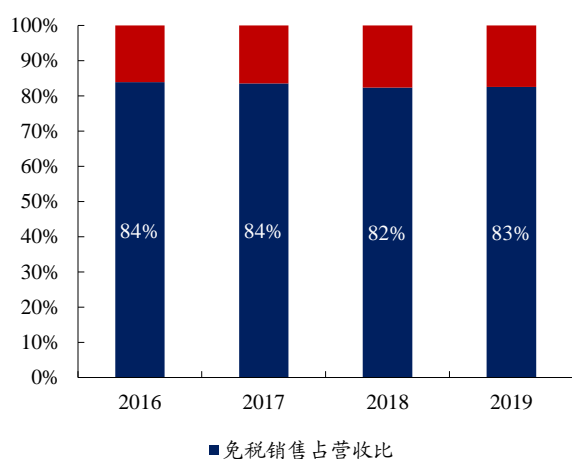
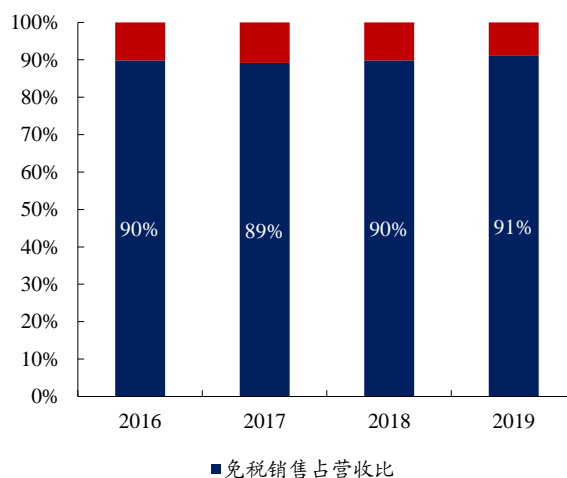


图 20、新罗免税销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

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 21、新世界免税销售占比

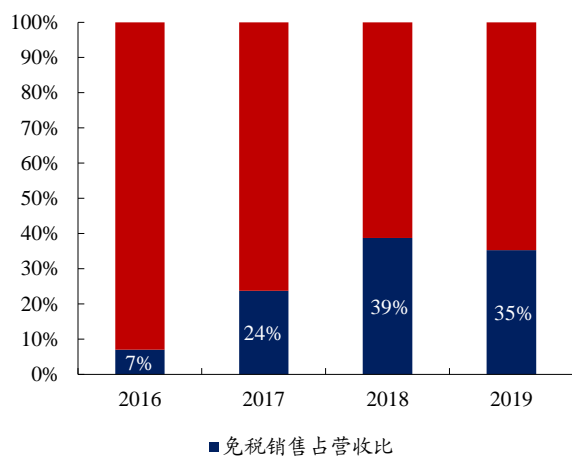
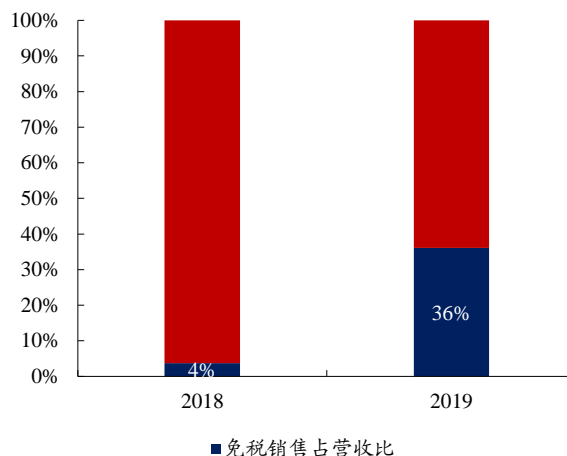


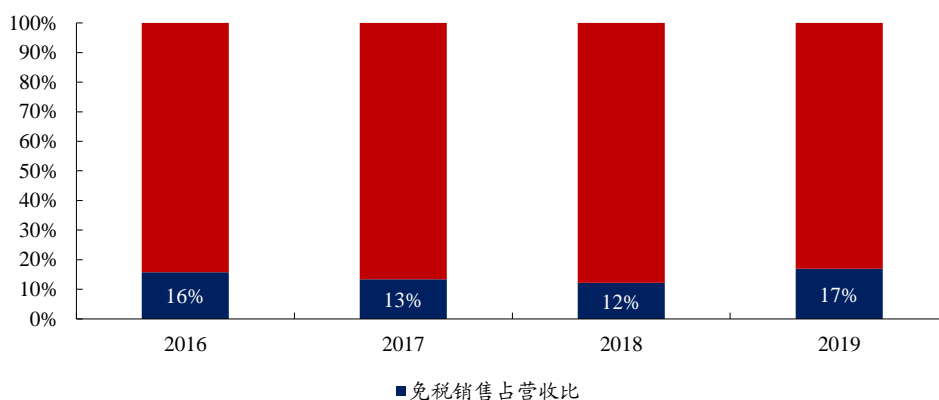
图 22、现代百货免税销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 23、Hanatour 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

➤ 3.1.2、韩国免税企业年度销售额及增速

从年度免税销售情况来看，2019 年乐天、新罗、新世界、现代、Hanatour 分别实现免税收入 352、300、181、46、7.5 亿元，分别同比提升 15%、23%、56%、1033%、28，整体呈现快速增长的趋势。

图 24、乐天历年免税销售额及增速

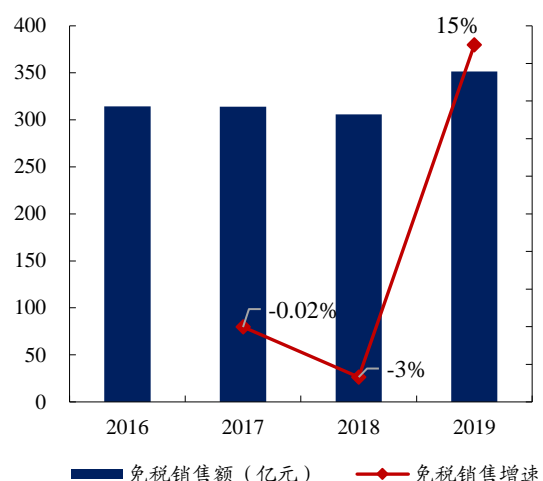
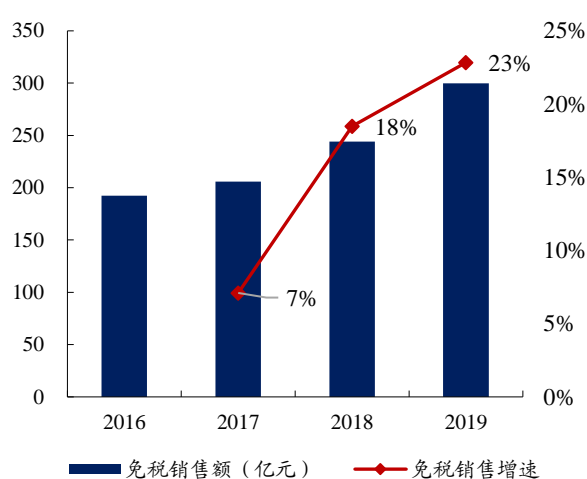


图 25、新罗历年免税销售额及增速



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 26、新世界历年免税销售额及增速

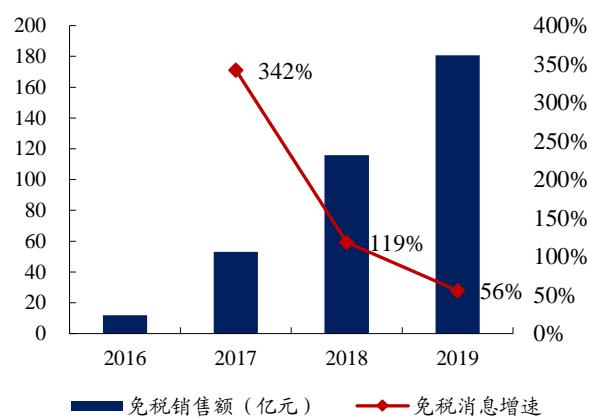
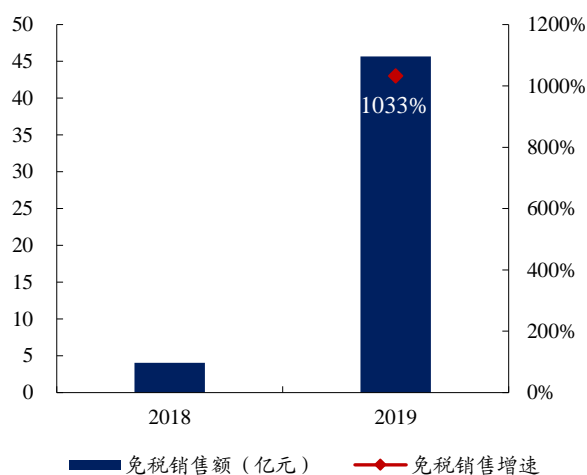


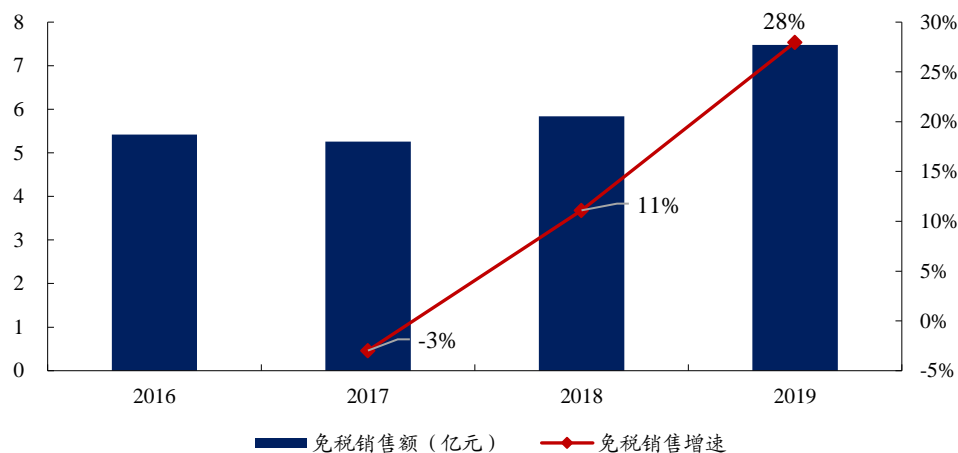
图 27、现代百货历年免税销售额及增速



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 28、Hanatour 历年免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

3.1.3、韩国免税企业一季度销售额及增速

2020Q1 乐天、新罗、新世界、Hanatour 分别实现免税收入 50.27、48.91、28.28、1.31 亿元，分别同比下滑 38%、31%、30%、17%。现代百货实现免税收入 10.54 亿元，同比增长 17%，主要是由于新开东大门市内免税店。

图 29、一季度乐天免税销售额及增速

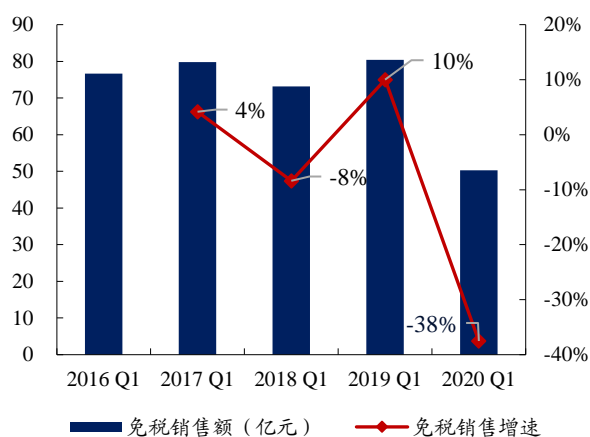
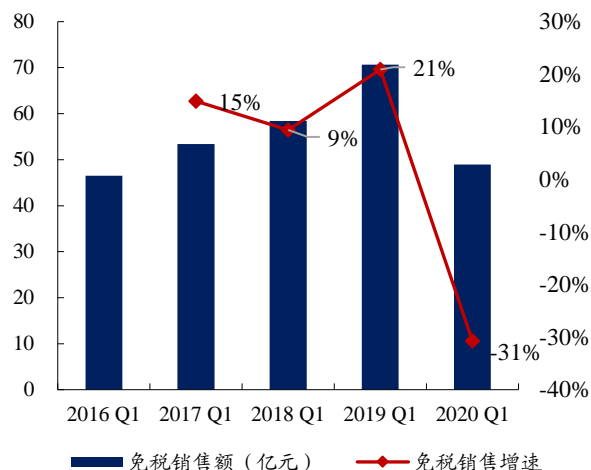


图 30、一季度新罗免税销售额及增速



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 31、一季度新世界免税销售额及增速

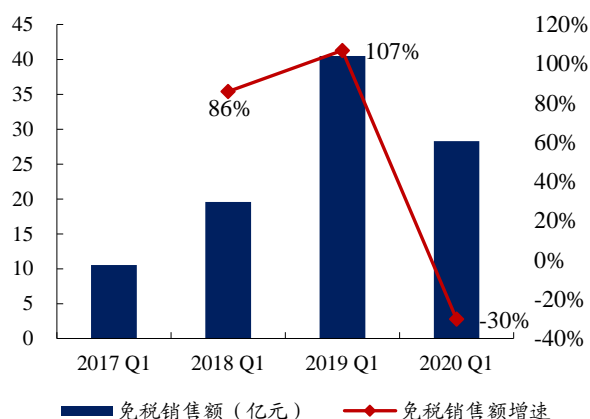
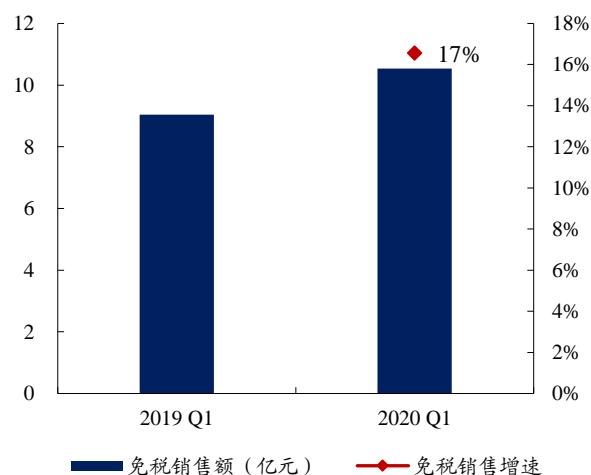


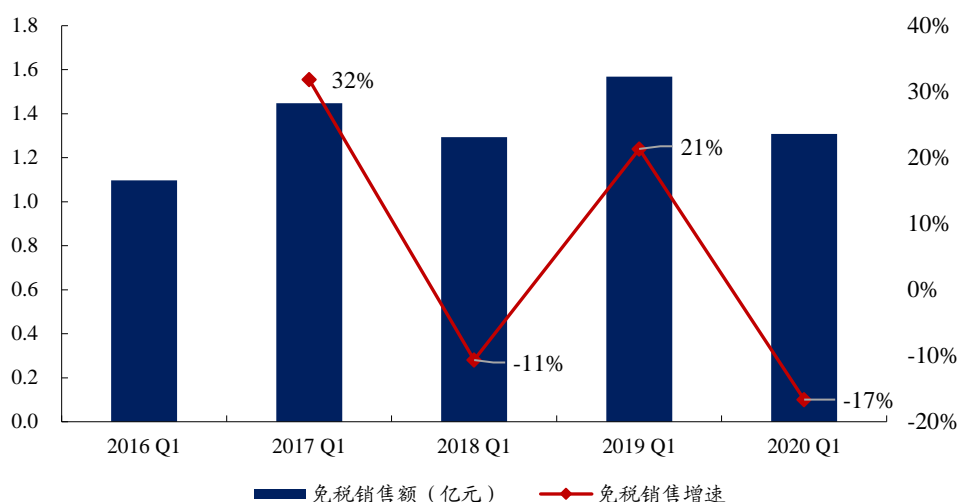
图 32、一季度现代百货免税销售额及增速



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 33、一季度 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

3.1.4、韩国免税企业盈利能力分析

从年度营业利润率来看，乐天、新世界、新罗维持在 5% 左右，Hanatour 和现代百货的免税业务营业利润率始终为负，但有逐渐上升趋势。2020Q1 只有乐天免税业务保持在盈亏线以上，营业利润率为 0.5%，新世界、新罗、Hanatour 均出现较大幅度下降，现代百货一季度营业利润率出现上升趋势。

从净利率来看，新罗年度净利率保持在 1% 左右，新罗、现代百货、Hanatour 净利率均为负。2020Q1 受疫情影响，各家公司均亏损。

图 34、历年免税业务营业利润率对比-韩国

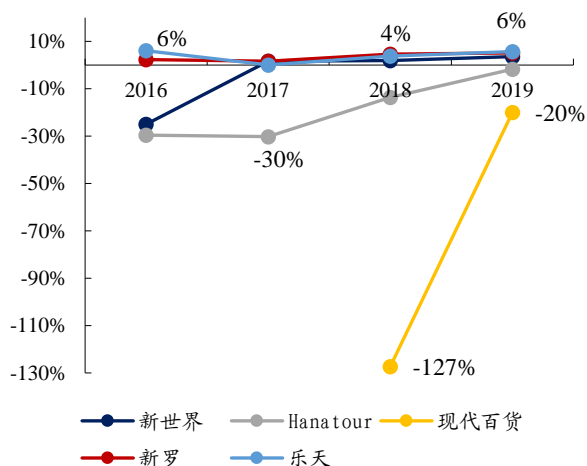
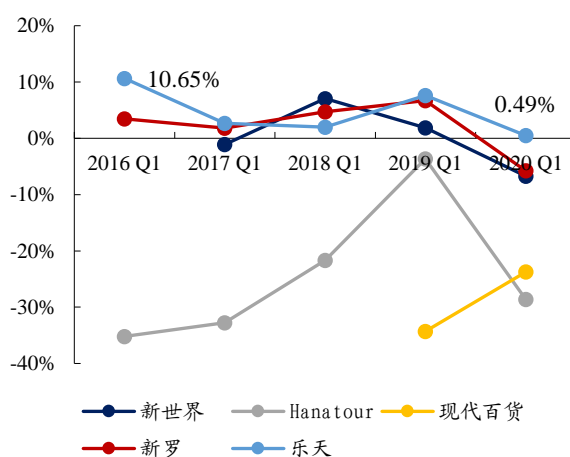


图 35、一季度免税业务营业利润率对比-韩国



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 36、历年免税业务净利率对比-韩国

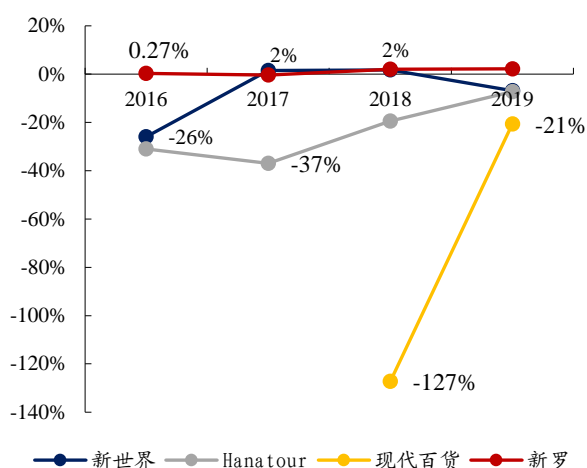
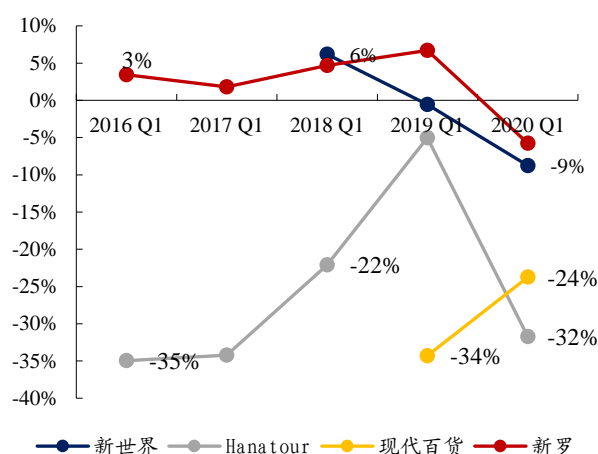


图 37、一季度免税业务净利率对比-韩国



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

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、世界其他地区免税企业情况

➤ 3.2.1、免税业务占公司整体营收

Dufry、拉加代尔、日本机场航站楼（JAT）、WHSmith 在 2018 年旅游零售商分别位列第 1、5、14、16 名，是国际上具有代表性的免税企业。

从销售占比来看，2019 年度 Dufry、拉加代尔、JAT、WHSmith 免税业务分别占比 61%、59%、63%、58%，都是各公司的主要收入来源。

图 38、Dufry 免税销售占比

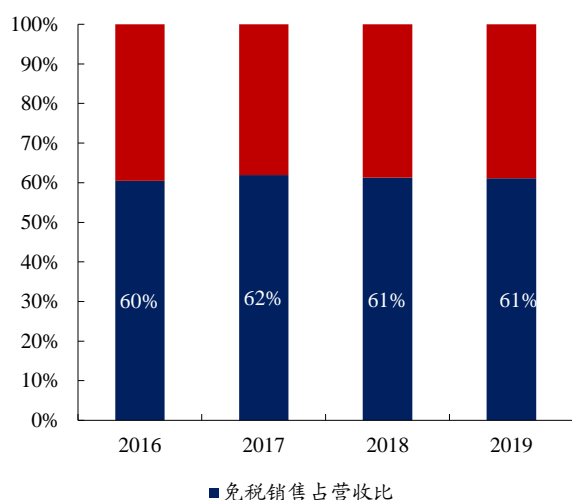
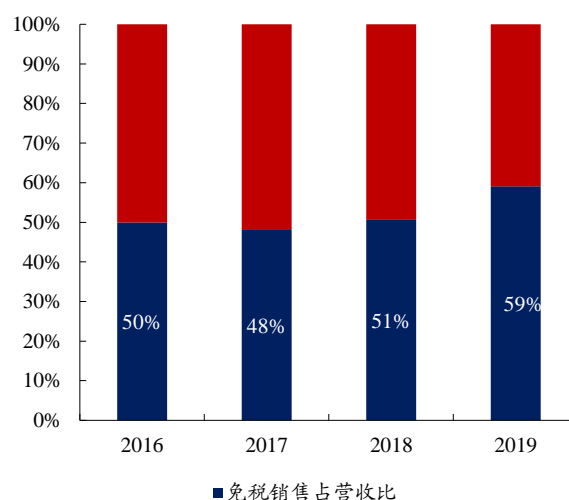


图 39、拉加代尔免税销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

图 40、JAT 免税销售占比

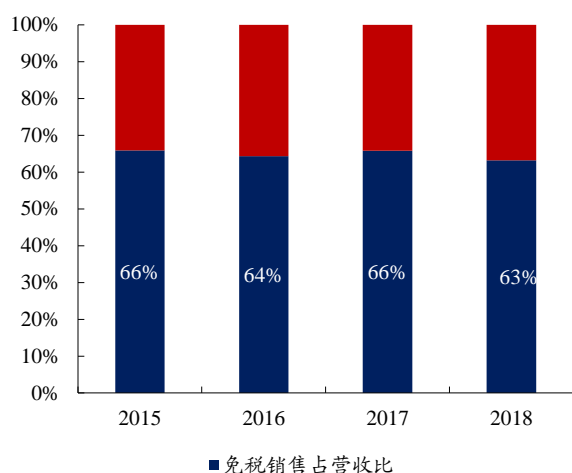
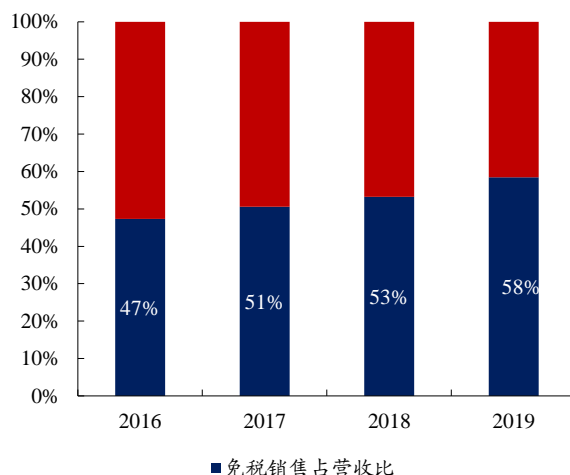


图 41、WHSmith 免税销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
 注：JAT 的财年为当年 4.1-下一年 3.31

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.2.2、其他地区免税企业年度销售情况

从年度免税销售情况来看，2019 年 Dufry、拉加代尔、JAT (2018.4.1-2019.3.31)、WHSmith 分别实现免税收入 384、328、115、70 亿元，分别同比提升 2%、16%、16%、22%。

图 42、Dufry 历年免税销售额及增速

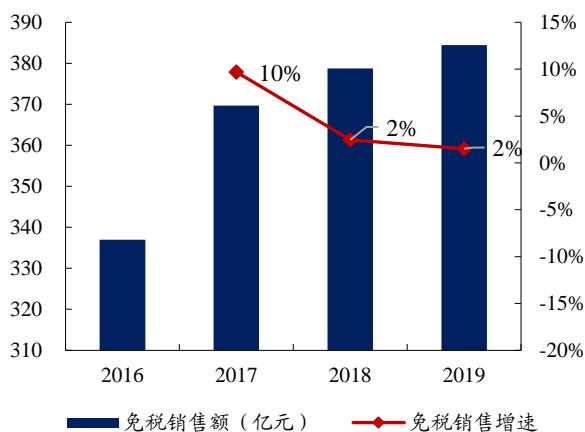
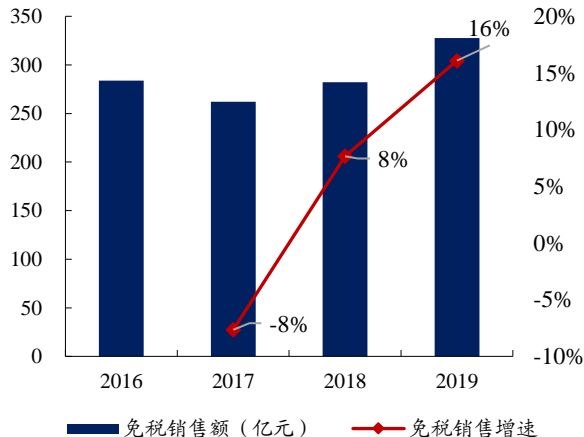


图 43、拉加代尔历年免税销售额及增速



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 44、JAT 历年免税销售额及增速

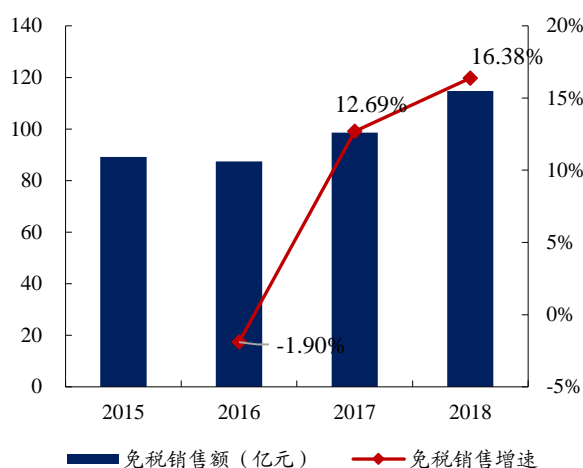
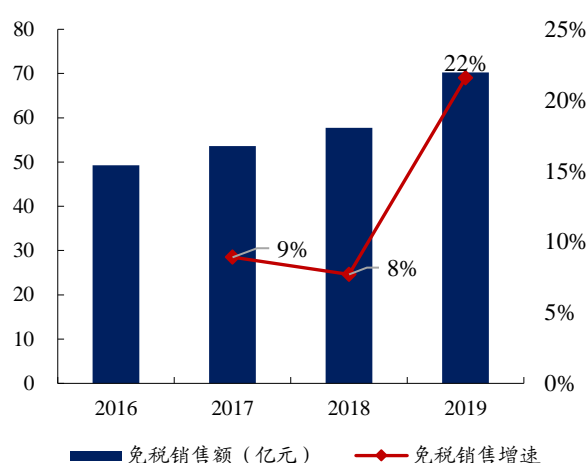


图 45、WHSmith 历年免税销售额及增速



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理
注：JAT 的财年为当年 4.1-下一年 3.31

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 3.2.3、其他地区免税企业一季度销售情况

从一季度免税销售情况来看，20Q1 Dufry、拉加代尔、JAT 分别实现免税收入 68、62、28 亿元，均有不同程度的下滑。Dufry 免税收入同比下降 20.82%，拉加代尔同比下降 13.55%，JAT 同比下降 3.53%。

图 46、一季度 Dufry 免税销售额及增速

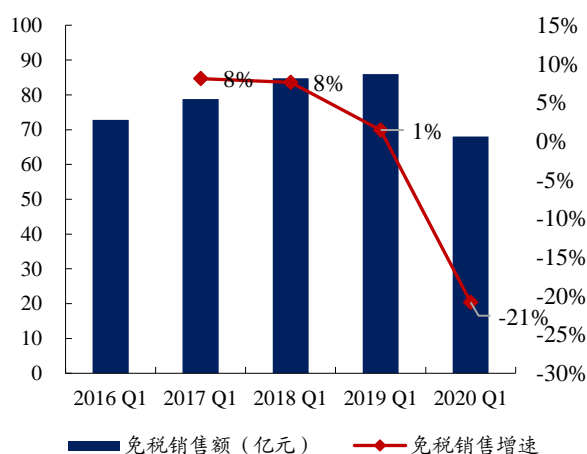
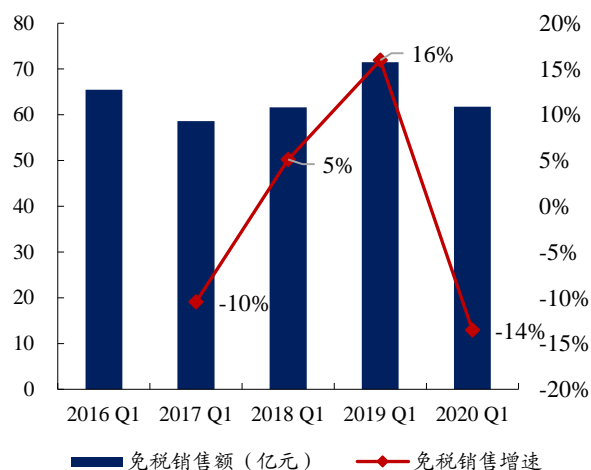


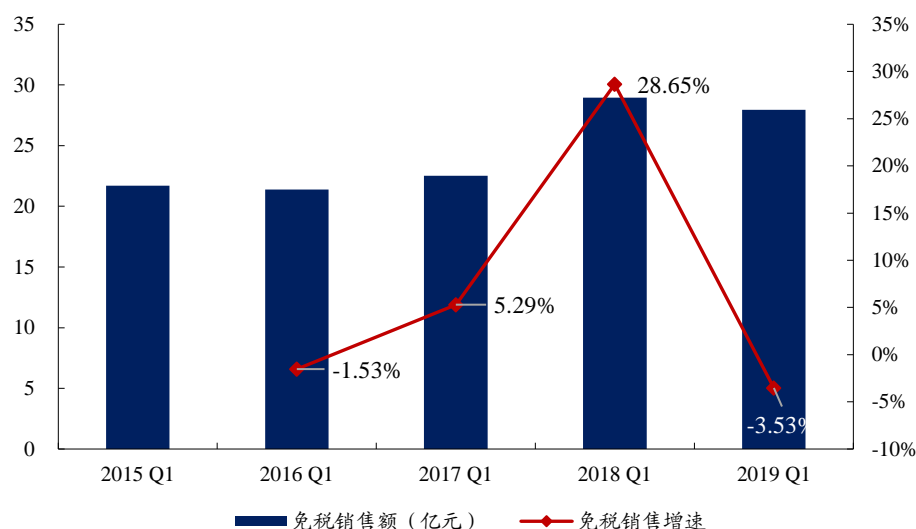
图 47、一季度拉加代尔免税销售额及增速



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 48、一季度 JAT 免税销售额及增速



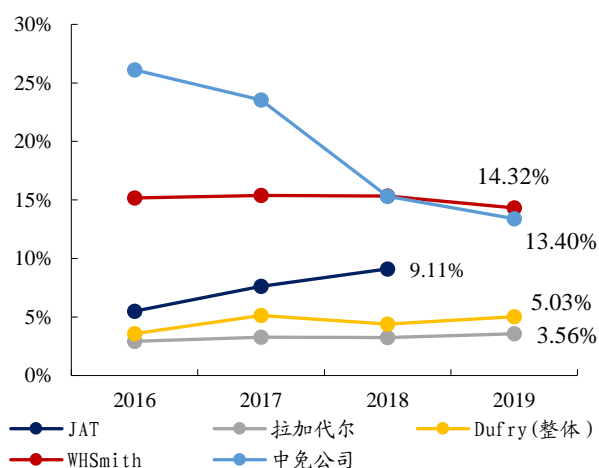
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：选取当年 1.1-3.31 数据而非 JAT 财年一季度数据

3.2.4、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。2019 年，WHSmith、中免公司、JAT (2018.3.31-2019.3.31)、Dufry(整体)、拉加代尔分别实现营业利润率 14.32%、13.40%、9.11%、5.03%、3.56%。

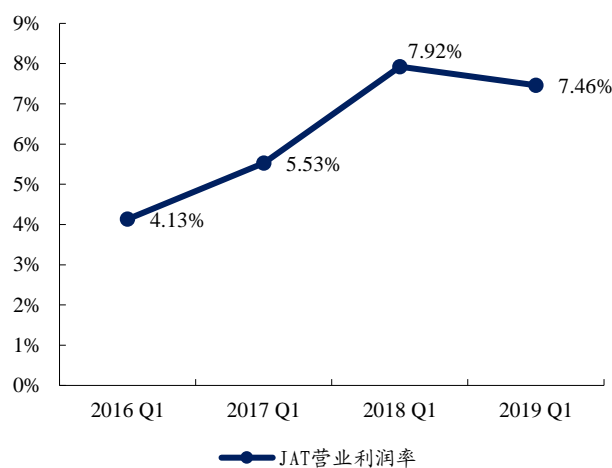
图 49、历年免税业务营业利润率对比-其他地区



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

注：JAT 的财年为当年 4.1-下一年 3.31

图 50、一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 1.1-3.31 数据而非 JAT 财年一季度数据

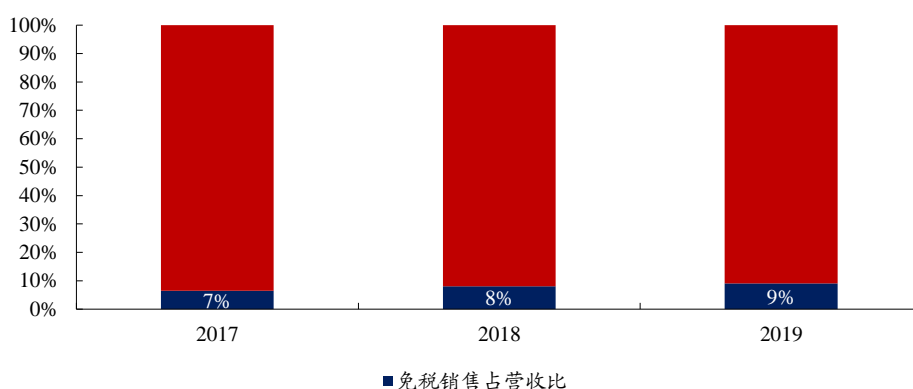
四、从各品类免税供货商看免税行业现状

4.1、美妆类供货商

➤ 4.1.1、资生堂

免税业务为资生堂提供业绩增长动力，免税业务占公司营收比从2017年的7%提升至2019年的9%。

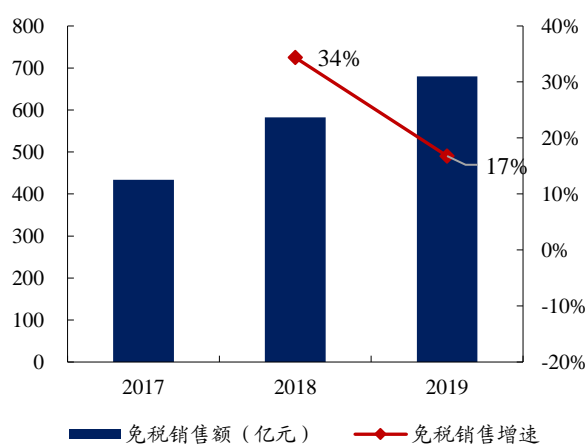
图 51、资生堂免税业务销售占比



资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

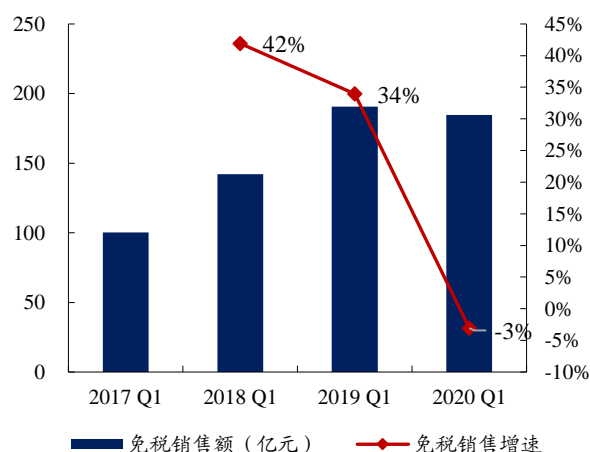
2019年资生堂实现免税业务收入680亿元，2020年第一季度受新冠疫情影响，销售额同比下降3.07%至185亿元。从营业利润率来看，公司的免税业务具有较高的盈利水平，即使20Q1有所下滑，营业利润率也高达18%。

图 52、资生堂历年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

图 53、资生堂一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

图 54、资生堂历年免税业务营业利润率

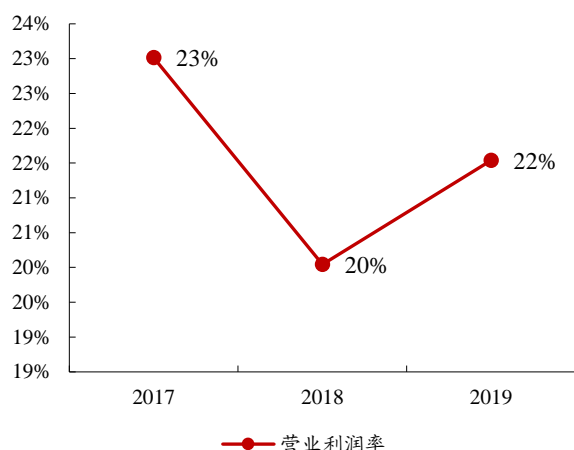
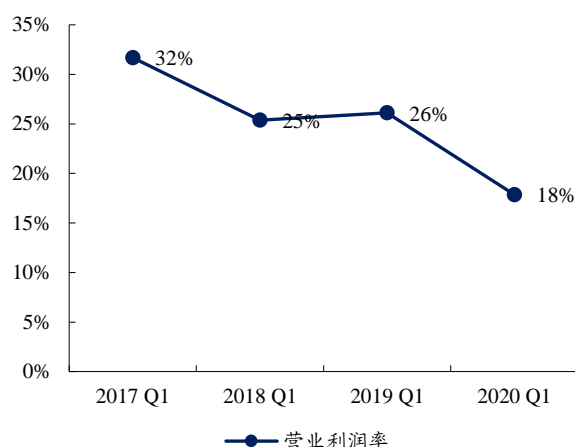


图 55、资生堂一季度免税业务营业利润率



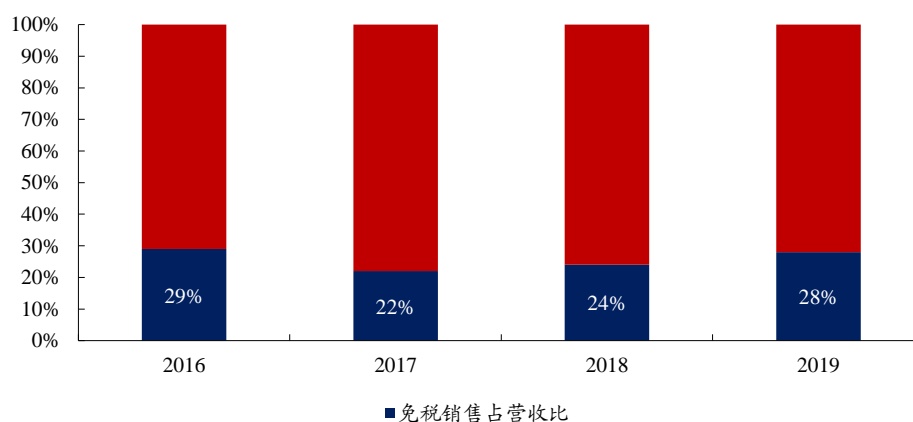
资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：各公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

➤ 4.1.2、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 56、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。20Q1 受疫情影响，公司免税业务营业收入同比下滑 28% 至 15 亿元。

图 57、爱茉莉历年免税业务销售额及增速

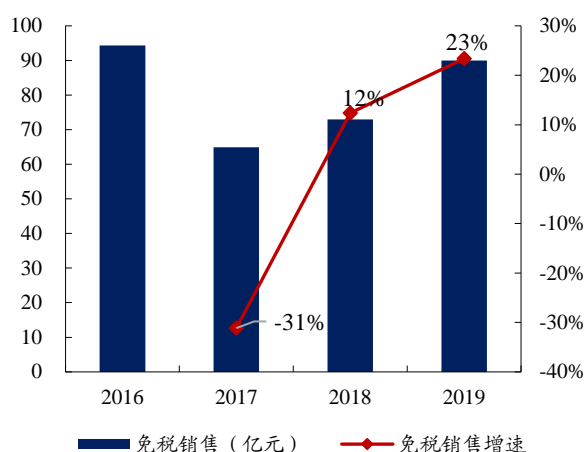
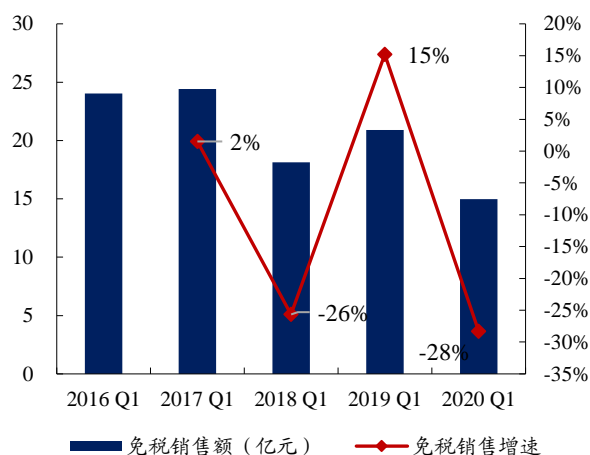


图 58、爱茉莉一季度免税业务销售额及增速



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

4.2、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，2019 年 6 月 30 日至 2020 年 3 月 31 日的 9 个月中，公司旅游零售额同比下降 13%。

4.3、烟草类供货商：日本烟草（JT 集团）

日本烟草集团 20Q1 第一季度销售量（不包括库存变动）同比下降 2.4%，其中烟草免税销售量大幅下降，占其总销量的比例不到 3%。

五、大数据看免税品受欢迎度排名

5.1、3 月杰西卡的秘密搜索排名

表 7、2020 年 3 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 | 茅台飞天茅台 53 度 500ml | 乔治阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉#405 Sultan | 海蓝之谜修护精萃液 150ml | 圣罗兰黑鸦片女士浓香水 50ml |
| 2 | Martell/马爹利 XO 干邑白兰地 700ml | YSL/圣罗兰 Rouge Pur Couture The Slim Matte Lipstick Rouge Paradoxe | 雅诗兰黛特润修护精华 50ml | 祖玛珑蓝风铃女士香水 30ml |
| 3 | Royal Salute/皇家礼炮 21 年调和威士忌 1000ml | Dior/迪奥唇膏 999 | 雅诗兰黛特润修护精华两瓶装 100ml*2 | 百瑞德无人区玫瑰香水 50ml |
| 4 | Hibiki/三得利响牌 Harmony Master's Sel Ltd Edn 700ml | Tom Ford/汤姆福特 唇彩 #80 | 娇韵诗双萃赋活修护精华露 50ml*2 | 香奈儿蔚蓝男士香水 50ml |
| 5 | Chivas/芝华士 芝华士 XV 十五年 1L | Tom Ford/汤姆福特 四色眼影 | SK-II 护肤精华露套组 230ml*2 | 帕尔玛之水蓝调淡香水 150ml |
| 6 | 五粮液 52 度 500ml | 乔治阿玛尼气垫粉底 SPF23 #2 | 兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml*2 | 汤姆福特 Oud Wood 香水 50ml |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| | | | | |
|----|---|--|---------------------------|----------------------------------|
| 7 | Chivas/芝华士 12 Year Old Brothers Blend 1L | 乔治阿玛尼权利粉底液 | 海蓝之谜精华面霜 60ml | 范思哲爱神火焰 edp 喷雾 100ml |
| 8 | Hennessy/轩尼诗 XO 干邑白兰地 1000ml | 魅可 生姜高光#Double Gleam 9g | 希思黎全能乳液 125ml | YSL Libre 香水 50ml |
| 9 | 茅台 飞天茅台 38度 500ml | 魅可子弹口红#chili | 雅诗兰黛特润修护精华眼霜 15ml*2 | 祖玛珑英国梨与小苍兰香水 100ml |
| 10 | 10. Martell Cordon Bleu XO Limited Edition 由 Mathias Kiss | 雅诗兰黛沁水粉底液 SPF15 1C1 30ml | 娇兰帝皇蜂姿修护原液 50ml | 潘海利根 The Tragedy of George 75ml |
| 11 | Chivas/芝华士 Regal 21 Year Old | 乔治阿玛尼大师粉底液 SPF20#3 | 娇韵诗双萃焕活修护精华 50ml | 宝格丽倾慕男士香水 edt 50ml |
| 12 | 茅台 飞天茅台 2014 | 芭比布朗高光 #1 | SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 50ml | 欧珑 赤霞橘光-精醇古龙 100ml |
| 13 | Jägermeister/野格 德国草药利口酒 | YSL/圣罗兰 墨水粉底#B20 25ml | 资生堂红妍肌活精华露 50ml | 古驰 Mémoire d'une Odeur edp 60ml |
| 14 | Johnnie Walker/尊尼获加 黑牌 12 年 1000ml | 纪梵希唇膏#37 | SK-II 护肤精华露 330ml | 香奈儿蔚蓝男士淡香水 100ml |
| 15 | 马爹利蓝带酒 750 毫升 | 纳斯 Light Reflecting Setting Powder | CPB 肌肤之钥光采洁面膏 (滋润型) 110ml | 古驰 Bloom Acqua di Fiore edt 50ml |
| 16 | 贵州茅台百年金奖 | 汤姆福特 Lips & Boys Collection #72 Tony | SK-II 护肤面膜 (前男友) 10p | 香奈儿嘉柏丽尔 50ml |
| 17 | Hibiki/三得利响牌 威士忌响牌限量版 43% 700ml | YSL/圣罗兰 Rouge Volupté Shine 莹亮纯魅唇膏 N' 46 Orange perfecto | 香奈儿柔和净肤泡沫洁面乳 150ml | 芦丹氏 La Fille De Berlin 50 毫升 |
| 18 | Penfolds Bin 407 750 毫升 | 雅诗兰黛持妆粉底液 SPF10 Bone 30ml | 科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华液 50ml | 香奈儿邂逅柔情淡香水 100ml |
| 19 | Penfolds Bin 389 赤霞珠设拉子 2014 | 博柏利 Cat Lashes Mascara #2 Chestnut Brown 7ml | 赫莲娜绿宝瓶精华 50ml | 博柏利 Mr. Burberry edp 100ml |
| 20 | Chivas Regal Mizunara | 兰蔻 L'Absolu Rouge 新菁纯柔润唇膏 | 兰蔻清滢柔肤水 400ml | 帕尔玛之水 Fico di Amalfi edt 75ml |

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

5.2、2019 年 Globuy 免税大赏

表 8、2019 年 Globuy 免税大赏榜单

| 排名 | 产品 | 推荐入手地 | 最优价格 (元) | 搜索量 (次) |
|----|------------------------|------------------------|-----------|---------|
| 1 | 雅诗兰黛特润修护肌透精华露 100ml | 上海机场日上免税店、广州机场 cdf 免税店 | 864/865 | 1040720 |
| 2 | 雅诗兰黛特润修护精华眼霜 15ml*2 | 三亚国际免税城 | 680 | 700081 |
| 3 | 娇韵诗双萃焕活修护精华 50ml | 上海机场日上免税店 | 643 | 578731 |
| 4 | 科颜氏高保湿霜 125ml | 上海机场日上免税店 | 349 | 553389 |
| 5 | SK-II 护肤精华露 230ml*2 | 上海机场日上免税店 | 1904 | 420474 |
| 6 | 科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华液 50ml | 上海机场日上免税店 | 453 | 409999 |
| 7 | SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 50ml | 上海机场日上免税店、广州机场 cdf 免税店 | 1142/1145 | 370972 |
| 8 | 海蓝之谜精华面霜 60ml | 上海机场日上免税店、广州机场 cdf 免税店 | 1869/1870 | 356514 |
| 9 | 海蓝之谜修护精萃液 150ml | 杭州机场 cdf 免税店 | 840 | 326719 |
| 10 | 资生堂红妍肌活精华露 100ml | 上海机场日上免税店 | 983 | 310175 |

资料来源: Moodie Report, Globuy, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 9、2019 年 Globuy 免税大赏榜单-分品类

| 品类 | 洁面榜 | 推荐入手地 | 最优价格 (元) | 搜索量 (次) |
|----|----------------------|---------|----------|---------|
| 1 | 雅诗兰黛鲜活亮采红石榴洁面乳 125ml | 日本机场免税店 | 192 | 114608 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| 2 | 香奈儿柔和净肤泡沫洁面乳 150ml | 新加坡樟宜机场免税店 | 289 | 89680 |
|----|-----------------------------|---------------------------|---------|---------|
| 3 | CPB 肌肤之钥光采洁面膏(滋润型) 110ml | 上海机场日上免税店 | 305 | 78600 |
| 4 | SK-II 护肤洁面霜 120g | 上海机场日上免税店 | 330 | 50118 |
| 5 | 馥蕾诗大豆精萃卸妆洁面凝露 150ml | 上海机场日上免税店 | 248 | 36644 |
| 6 | 雅诗兰黛净莹柔肤洁面乳 150ml | 泰国王权免税店 | 170 | 36458 |
| 7 | 自然哲理 3 合 1 洁面乳 240ml | 泰国王权免税店 | 115 | 31941 |
| 8 | 娇韵诗轻柔泡沫洁面乳 125ml | 上海机场日上免税店 | 177 | 29613 |
| 9 | 悦木之源均衡泡沫洁面慕斯 150ml | 上海机场日上免税店 | 143 | 15120 |
| 品类 | 面膜榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |
| 1 | 科颜氏亚马逊白泥净致面膜 125ml | 上海&北京机场免税店 | 185 | 1983976 |
| 2 | 科颜氏高保湿面膜 125ml | 韩国、新加坡机场免税店 | 231 | 44544 |
| 3 | 菲洛嘉柔润亮泽面膜两件套(十全大补) 50ml*2 | 三亚离岛免税店 | 485 | 44089 |
| 4 | SK-II 护肤面膜(前男友) 10p | 泰国免税店 | 703 | 37312 |
| 5 | 馥蕾诗红茶塑颜紧致睡眠面膜 100ml | 韩国免税店 | 587 | 32619 |
| 6 | 馥蕾诗玫瑰润泽保湿面膜 100ml | 上海&北京机场免税店 | 384 | 26345 |
| 7 | 蒂佳婷水动力活力水润面膜套装 5p*3 盒 | 三亚离岛免税店 | 208 | 23571 |
| 8 | 雪花秀与润修护睡眠面膜(两支装) 120ml*2 | 上海&北京机场免税店、新加坡免税店、三亚离岛免税店 | 462 | 21229 |
| 9 | 馥蕾诗红茶抗皱紧致修护面膜 100ml | 韩国免税店 | 587 | 20297 |
| 品类 | 化妆品榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |
| 1 | SK-II 护肤精华露套组 230ml*2 | 上海机场日上免税店 | 1904 | 420474 |
| 2 | 海蓝之谜修护精萃液 150ml | 上海机场日上免税店 | 854 | 326719 |
| 3 | 兰蔻清滢柔肤水 400ml | 上海机场日上免税店 | 273 | 295576 |
| 4 | 雅诗兰黛肌初赋活原生液(微精华原生液) 200ml | 上海机场日上免税店 | 613 | 206368 |
| 5 | 悦木之源韦博士灵芝焕能精华水 200ml | 上海机场日上免税店 | 249 | 179712 |
| 6 | 科颜氏金盏花爽肤水 500ml | 上海机场日上免税店 | 353 | 178958 |
| 7 | 科颜氏高保湿精华爽肤水 250ml | 韩国免税店 | 126 | 128667 |
| 8 | 黛珂紫苏精华水套组 300ml*2 | 三亚离岛免税店 | 765 | 95473 |
| 9 | IPSA 流金岁月凝润美肤水 200ml | 日本机场免税店 | 256 | 86441 |
| 品类 | 精华榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |
| 1 | 雅诗兰黛特润修护肌透精华露(第六代小棕瓶) 100ml | 上海机场日上免税店 | 864 | 1040721 |
| 2 | 娇韵诗双萃焕活修护精华 50ml | 上海机场日上免税店 | 643 | 578731 |
| 3 | 科颜氏集焕白均衡亮肤淡斑精华液 50ml | 新加坡樟宜机场免税店 | 448 | 409999 |
| 4 | SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露 50ml | 上海机场日上免税店 | 1142 | 370972 |
| 5 | 资生堂红妍肌活精华露 100ml | 香港机场免税店 | 1219 | 310175 |
| 6 | 兰蔻小黑瓶精华肌底液 100ml*2 | 新加坡樟宜机场免税店 | 1769 | 162577 |
| 7 | 娇兰帝皇蜂姿黄金复原蜜及双效修护精华露套装 240ml | 广州机场免税店 | 1915 | 116487 |
| 8 | 欧莱雅青春密码提亮修护精华露套组 30ml*2 | 新加坡樟宜机场免税店 | 271 | 80242 |
| 9 | 海蓝之谜修护精华露 50ml | 泰国王权免税店 | 2851 | 75903 |
| 品类 | 面霜&乳液榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |

| 1 | 科颜氏高保湿霜 125ml | 上海机场日上免税店 | 349 | 553389 |
|----|----------------------------------|------------------------|---------|--------|
| 2 | 海蓝之谜精华面霜 60ml | 上海机场日上免税店 | 1869 | 356514 |
| 3 | 黛珂牛油果乳液 150ml | 上海机场日上免税店 | 250 | 197326 |
| 4 | SK-II 肌源赋活修护精华面霜套组 80g | 上海机场日上免税店 | 935 | 141107 |
| 5 | 希思黎全能乳液 125ml | 新加坡机场免税店 | 1149 | 135751 |
| 6 | 倩碧润肤乳啫喱配方两瓶装（天才黄油无油）125ml*2 | 三亚离岛免税店 | 338 | 133696 |
| 7 | 雅诗兰黛多效智妍精华露 75ml | 泰国免税店 | 633 | 132298 |
| 8 | 娇兰深夜疗肤霜 15ml | 上海机场日上免税店 | 183 | 95432 |
| 9 | 科颜氏特效高保湿精华乳液 125ml | 上海机场日上免税店 | 163 | 92778 |
| 品类 | 眼霜榜 | 推荐入手地 | 最优价格（元） | 搜索量（次） |
| 1 | SK-II 护肤精华露套组 15ml*2 | 三亚国际免税城 | 680 | 700081 |
| 2 | 兰蔻小黑瓶肌底精华眼霜 15ml*2 | 上海机场日上免税店 | 563 | 142578 |
| 3 | 欧莱雅复颜玻尿酸水光充盈全脸淡纹眼霜 30ml*3 | 泰国王权免税店 | 486 | 134787 |
| 4 | 科颜氏牛油果保湿眼霜 28g | 上海机场日上免税店 | 333 | 125975 |
| 5 | 资生堂百优丰盈提拉紧致眼霜（小钢炮）15ml | 上海机场日上免税店 | 390 | 113345 |
| 6 | SK-II 微肌因修护焕采眼霜（大眼眼霜）15g*2 | 杭州机场 cdf 免税店 | 825 | 72794 |
| 7 | 海蓝之谜浓缩修护眼霜 15ml | 上海机场日上免税店、广州机场 cdf 免税店 | 1190 | 71817 |
| 8 | 赫莲娜绿宝瓶眼霜 15ml*2 | 日本机场免税店 | 908 | 63752 |
| 9 | 资生堂悦薇珀翡塑颜抗皱霜（小针管）15g | 上海机场日上免税店 | 538 | 49518 |
| 品类 | 防晒榜 | 推荐入手地 | 最优价格（元） | 搜索量（次） |
| 1 | 资生堂安热沙金钻防晒露 60ml | 上海&北京机场免税店 | 139 | 269397 |
| 2 | 资生堂安热沙金钻高效防晒喷雾 60ml | 上海&北京机场免税店 | 105 | 59190 |
| 3 | 资生堂安热沙金钻高效敏感肌防晒乳 60ml | 上海&北京机场免税店 | 139 | 49131 |
| 4 | 黛珂多重防晒乳 60ml | 上海机场日上免税店 | 254 | 47620 |
| 5 | 资生堂夏臻效防晒乳 50ml | 上海&北京机场免税店 | 244 | 46690 |
| 6 | 兰蔻防晒霜（轻薄款）50ml | 上海&北京机场免税店 | 379 | 31312 |
| 7 | 庭润紫苏系列防晒霜 40ml | 泰国专柜 | 232 | 27916 |
| 8 | 资生堂安热沙水宝敏感肌防晒露 60ml | 上海&北京机场免税店 | 139 | 23241 |
| 9 | 娇韵诗抗污染防晒霜粉色两支装 50ml*2 | 上海&北京机场免税店 | 627 | 22490 |
| 品类 | 粉底榜 | 推荐入手地 | 最优价格（元） | 搜索量（次） |
| 1 | 雅诗兰黛持妆粉底液 SPF10/PA++ 30ml | 广州机场免税店 | 275 | 100332 |
| 2 | 雅诗兰黛沁水粉底液 -1C0 SPF20+++ 30ml | 三亚离岛免税店 | 350 | 96642 |
| 3 | 兰蔻持妆轻透粉底液 30ml | 柬埔寨免税店 | 287 | 91738 |
| 4 | 乔治阿玛尼轻垫精华气垫粉底液 SPF23 15g | 新加坡樟宜机场免税店 | 438 | 55396 |
| 5 | 乔治阿玛尼造型紧致粉底液（大师）SPF20/PA+++ 30ml | 上海机场日上免税店 | 377 | 48462 |
| 6 | 乔治阿玛尼无痕持妆粉底液（权利）SPF25 30ml | 杭州机场免税店 | 403 | 38676 |
| 7 | 雅诗兰黛白金级奢宠臻采粉底液 SPF15/PA+++ 30ml | 泰国王权免税店 | 593 | 31299 |
| 8 | 圣罗兰明彩轻垫粉底液（羽毛）14g | 上海机场日上免税店 | 344 | 31114 |

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

| 9 | 海蓝之谜轻盈气垫粉底 24g | 上海机场日上免税店 | 714 | 25183 |
|----|-----------------------------|------------|---------|---------|
| 品类 | 口红榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |
| 1 | 乔治阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉 色号#405 | 上海机场日上免税店 | 200 | 1101378 |
| 2 | 魅可时尚唇膏 色号#chili 3g | 上海机场日上免税店 | 125 | 547139 |
| 3 | 魅可 POWDER KISS 唇膏 色号#316 3g | 三亚离岛免税店 | 127 | 388064 |
| 4 | 圣罗兰细管纯口红 色号#21 3g | 新加坡机场免税店 | 231 | 322340 |
| 5 | 雅诗兰黛倾慕哑光唇膏 色号#333 3.5g | 上海机场日上免税店 | 194 | 293349 |
| 6 | 乔治阿玛尼漆光迷情唇釉 色号#500 6ml | 上海机场日上免税店 | 200 | 261462 |
| 7 | 圣罗兰黑管唇釉 色号#416 5.5ml | 上海机场日上免税店 | 211 | 229606 |
| 8 | 迪奥 999 唇膏 3 支装 3.5g*3 | 三亚离岛免税店 | 576 | 147121 |
| 9 | TOM FORD 烈焰幻魅唇膏 色号#16 3g | 上海机场日上免税店 | 294 | 102720 |
| 品类 | 香水榜 | 推荐入手地 | 最优价格(元) | 搜索量(次) |
| 1 | 祖玛珑蓝风铃女士香水 30ml | 上海&北京机场免税店 | 447 | 59360 |
| 2 | 迪奥小姐花漾淡香水 100ml | 上海&北京机场免税店 | 820 | 54686 |
| 3 | 古驰花悦香水 100ml | 新加坡机场免税店 | 827 | 52813 |
| 4 | 香奈儿邂逅柔情淡香水发香雾 35ml | 上海&北京机场免税店 | 266 | 46266 |
| 5 | 香奈儿蔚蓝男士淡香水 100ml | 上海&北京机场免税店 | 665 | 44746 |
| 6 | 圣罗兰黑鸦片女士浓香水 50ml | 上海&北京机场免税店 | 627 | 40209 |
| 7 | 圣罗兰反转巴黎淡香水 50ml | 日本机场免税店 | 578 | 40171 |
| 8 | 香奈儿邂逅柔情淡香水 50ml | 日本机场免税店 | 546 | 33043 |
| 9 | 迪奥花漾小姐甜心滚珠淡香水 20ml | 上海&北京机场免税店 | 245 | 31633 |

资料来源: Moodie Report, Globuy, 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 |