

产业链角度看免税投资框架

渠道空间较大、零售商格局稳固、海南引领回流可期

核心观点：

- **行业空间：**中国居民海外消费体量较大，免税渠道引领消费回流可期。贝恩数据显示 19 年中国消费者在境外购买奢侈品金额超过 5000 亿元人民币，占全球消费量 35%，而目前中国免税渠道占全球免税市场份额大幅低于国人全球消费贡献度，未来中国免税全球份额提升可期。全球疫情影响下海南为较强韧性旅游零售渠道、或受益海外消费回流。
- **竞争格局：**核心机场标段高扣点、高端品牌有限渠道策略共同导致全球零售商集中度提升。产业链角度来看，免税零售商、机场业主方和品牌方三位一体共赢发展。机场业主方面，2010 年以来，在中国出境游大发展背景下，公开招标化和部分私有化驱动机场商业化诉求提升，全球核心枢纽机场扣点率大幅提升。同时，供货商方面，我国消费者代际更替年轻化、营销社交化驱动化妆品品类快速升级，在高端化妆品巨大增量市场机遇面前，头部品牌普遍在有限渠道的整体策略下加大对旅游零售渠道的销售推动。机场高扣点、品牌有限渠道策略共同导致免税运营商集中度大幅提升，行业进入壁垒高筑、护城河加宽。
- **产业政策：**引导消费回流，支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化。20 年 3 月 13 日，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标，提出服务我出境居民并重，顶层设计的定位高度和政策方向有利于激发产业链各个环节的投资动能，中国免税产业景气向好可期。意见提出“完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店”、“扩大口岸免税业务，增设口岸免税店”、“适时研究调整免税限额和免税品种类”，而海南离岛免税政策也有望持续放宽。
- **投资建议：**中免龙头或受益海南离岛免税渠道韧性增长、引领消费回流、龙头国际竞争力稳步提升。在全球疫情冲击下，消费需求回流国内免税渠道可期，海南离岛免税渠道或率先复苏、线上免税销售助力韧性成长。对标韩国免税市场来看，韩免线上销售比例高达 28%、规模超过 400 亿元人民币，且线上销售模式助力免税运营商显著提升盈利。中长期来看，高端品牌引领化妆品消费升级趋势不变、我国免税产业政策持续升级、机场/市内业主方和免税运营商资本开支持续加码，或共同驱动行业景气度持续向好。与此同时，我国免税业龙头中国国旅自身规模持续增长、渠道多元扩张驱动市场份额提升和产业议价力持续增强，未来中免集团营收规模有望持续增长，盈利能力保持稳健，引领我居民海外消费回流、跻身全球免税运营商头部产业地位。
- **风险提示。**灾害事件影响居民出行、宏观经济影响消费需求、机场免税业务盈利下降、免税产业政策变化、行业竞争加剧、汇率波动。

行业评级

前次评级

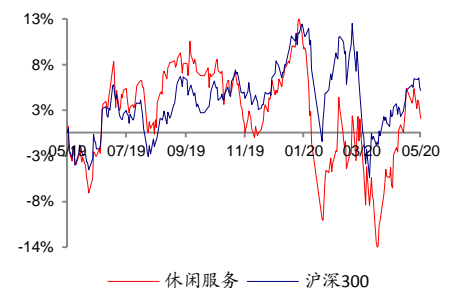
报告日期

买入

买入

2020-05-15

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610

anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693

shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-60750610

zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

- 免税行业——奢侈品渠道专题：国内奢侈品消费持续提升，免税和电商共成长 2019-11-04
- 免税产业链深度研究：欧莱雅：全球化化妆品龙头，电商投入加大，免税渠道持续受益 2019-08-20
- 休闲服务行业：韩国免税崛起之道：市内店政策+零售业集中+亚洲消费力 2019-05-22

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国国旅	601888	CNY	87.57	2020/05/08	买入	99.00	1.74	2.83	50.33	30.94	38.55	20.89	15.4	20.9

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、行业空间：中国居民海外消费体量较大，免税渠道引领消费回流可期	6
（一）行业规模：中国居民海外消费规模较大，免税渠道有望引领消费回流	6
（二）渠道回流：中国免税渠道份额低于消费贡献度，短期来看海南成为全球强韧性旅游零售渠道	7
（三）韩国免税：中国居民在韩国免税消费或达千亿元，消费回流空间广阔	8
二、产业链分析：三位一体共赢发展，免税零售商集中度提升	9
（一）免税零售商：枢纽机场标段高扣点、高端品牌有限渠道策略共同导致全球零售商集中度提升	9
（二）高端品牌方：免税渠道占比较高，借力旅游零售提升品牌形象和市占率	12
（三）机场业主方：资本开支持续加码，大型标段集中提升产业地位、商业潜力不断释放	14
（四）产业政策：引导消费回流，支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化	16
三、免税零售商：龙头巩固离岛免税核心优势，受益市内免税政策完善	18
（一）海南离岛：免税龙头主导离岛免税成长、海口项目带来中长期成长潜力	18
（二）市内拓店：国内市内免税店不断增设，未来放开服务我出境居民可期	20
（三）定价优势：离岛免税定价持续下移，海南旅游消费活动助力价格优势稳步凸显	22
（四）发力线上：短期线上免税高增长，对标韩国免税龙头常态线上比例有望继续提升	23
四、渠道的未来：格局稳固、政策支持、模式优化、定价优势扩大	25
（一）竞争格局稳固：机场标段集中、品牌渠道策略平稳，零售商格局稳固	25
（二）免税政策优化：离岛免税政策有望持续放宽，增设市内免税店带来增量	26
（三）扩大线上比例：线上免税销售持续快速增长，提升渠道转化率和利润率	27
（四）龙头规模提升：优化品牌选品，加深价格优势、开发渠道专供，构筑渠道品牌护城河	29
（五）构筑渠道品牌力：长期或助推国产商品提升品牌力，免税具备发展渠道自有品牌潜力	31
五、投资建议：离岛免税渠道韧性增长，中免龙头引领消费回流	33
六、风险提示	33

图表索引

图 1: 贝恩数据显示 2019 年中国消费者在境外消费奢侈品超过 5000 亿元人民币	6
图 2: 麦肯锡数据显示中国年轻一代消费者偏好在免税店购买奢侈品	6
图 3: 中国免税在全球免税市占率显著低于中国消费者对全球奢侈品消费贡献比例	7
图 4: 2018 年海南离岛免税占我国免税行业规模 26%	8
图 5: 2020 年 3 月民航国际线、中国赴韩国和日本出境客流量人次同比分别下降 91%、97%和 98%	8
图 6: 2020 年 2 月和 3 月韩国免税业销售额同比分别下降 41%和 53%	8
图 7: 2019 年韩国免税业总销售额达到折合人民币 1487 亿元, 同比增长 24%	9
图 8: 2019 年外国旅客在韩国免税店购物客单价高达 6218 元人民币/人	9
图 9: 近年来全球免税运营商集中度大幅提升, CR10 近 8 年提升 14 个百分点	10
图 10: 近 8 年 Dufry 特许经营费用率累计上升 7 个百分点, 全球机场商业化诉求提升	10
图 11: 2017 至 2019 年上半年韩国前三大免税集团合计市占率提升 2.6 个百分点	12
图 12: 2010 至 18 年雅诗兰黛旅游零售渠道营收占比提升了 9 个百分点	12
图 13: 高端化妆品集团免税渠道销售额占比较高, 奢侈品集团占比相对较低	13
图 14: 主要高端化妆品品牌营销投放社媒数字化, 免税渠道受益品牌营销拉动	13
图 15: 2017 年全国机场固定资产投资完成额 732 亿元, 10-17 年复合增速达 19%	14
图 16: 我国居民出境旅游持续增长, 19 年因私出境 1.6 亿人次, 近十年复合增速达 14.4%	14
图 17: 我国核心机场商业化潜力跃升, 非航收入占比持续提升	15
图 18: 2018 年全球免税行业品类结构中精品品类占比为 21%	15
图 19: 我国各大核心枢纽机场免税面积持续增长, 国际竞争力大幅提升 (单位: 平方米)	16
图 20: 2019 年海南离岛免税实现销售额 133.76 亿元, 同比增长 32.7%	18
图 21: 19 年三亚免税城营收占海南离岛免税规模 76%	18
图 22: 三亚免税店的快速增长驱动离岛免税整体增长	18
图 23: 2018 年中国居民在韩国市内店购物额达到 804 亿元, 市内渠道占比约 95%	22
图 24: 2019 年乐天免税线上销售占比高达 30%, 较 18 年提升 5 个百分点	24
图 25: 18 年中免集团国内市占率为 87%	25
图 26: 18 年我国机场和口岸渠道免税销售额比例 74%	25
图 27: 2019 年韩国免税在线销售比例达 28%, 线上免税销售规模超过 400 亿元	27
图 28: 19 年 Q3 调研数据显示: 近 80%的免税店消费者出行前已经有购物规划	28
图 29: 19 年 Q2 调研数据显示: 超过一半消费者在免税店购物未与销售人员进行互动	28
图 30: 2018 年韩国免税行业返佣占销售额比例下降	29
图 31: 19 年返佣占新罗市内免税销售额下降 4pct	29
图 32: 2017 年韩国本土品牌化妆品销量占比 41%	32
图 33: 2017 年韩国免税店韩国化妆品销售额中大企业和中小企业约各占一半	32

表 1: 2006 年以来 Dufry 持续横向并购, 规模跃升至全球第一, 主导欧美机场免税市场	11
表 2: 浦东机场 18 年 9 月的免税经营权合同中将百货品类销售提成比例设置为 25%	16
表 3: 2011 年我国颁布海南离岛免税相关政策、2016 年我国增设多个口岸进境免税店	17
表 4: 2011 年政策落地以来, 我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展	17
表 5: 2019 年以来海南离岛免税店数量增加	19
表 6: 目前在建的海口免税城项目定位全球最大单体免税店	20
表 7: 2019 年以来我国持续增设市内免税店	21
表 8: 日上免税定价优势保持领先, 海南离岛免税价格竞争力稳步凸显 (单位: 人民币元/件)	23
表 9: 中国主要大型国际机场免税标段经营权集中度提升	26
表 10: 2020 年 3 月 25 日海南省政府发布海南旅游业疫后重振计划, 提出扩大消费限额、扩大网络销售规模	27
表 11: 中免集团零售规模全球排名不断提升, 2018 年居全球第四, 有望冲击全球前三	29
表 12: 核心品牌旅游零售渠道专供套装相较于国内有税渠道定价具备较强价格竞争力 (单位: 人民币元/件)	30
表 13: 海南离岛免税商店品牌丰富度不断提升	30
表 14: 国际美妆集团在三亚免税店持续营销投入开设快闪店推广品牌	31
表 15: 高端化妆品凭借免税渠道提升份额、优质高端美妆零售商具备发展自有品牌潜力	33

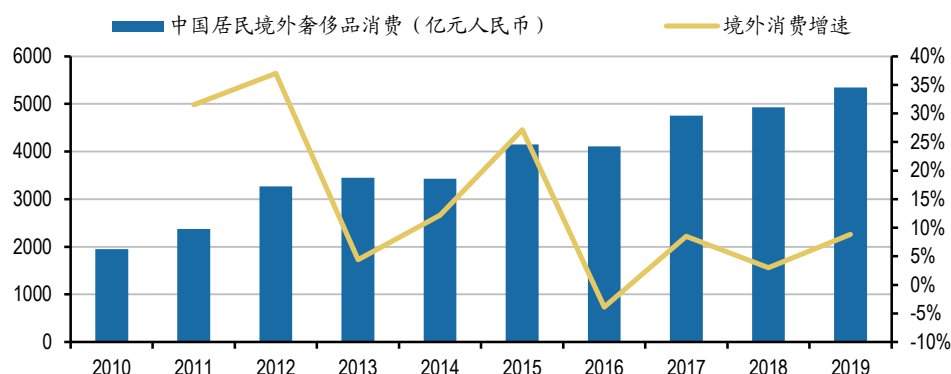
一、行业空间：中国居民海外消费体量较大，免税渠道引领消费回流可期

（一）行业规模：中国居民海外消费规模较大，免税渠道有望引领消费回流

贝恩咨询数据显示2019年中国消费者在境外消费奢侈品金额超过5000亿元人民币，而中国内地奢侈品市场仅约300亿欧元（约合人民币2345亿元），消费回流空间较大。麦肯锡数据显示中国年轻一代消费者偏好在免税店购买奢侈品，年轻一代消费者选择免税店购买比例高于上一代，免税渠道或为引导消费回流主要渠道之一。

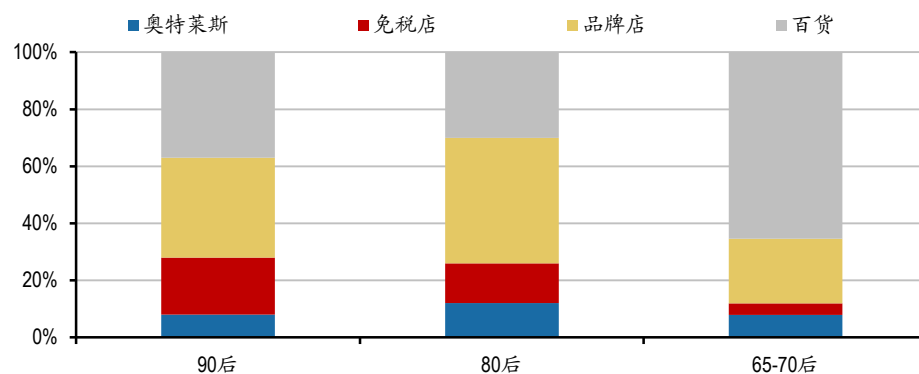
国家发改委提出完善免税业政策助力优化供给、做大国内市场。2020年3月13日，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》（“意见”），意见中将“进一步完善免税业政策”作为“大力优化国内市场供给”的举措之一，改善消费环境，发挥消费基础性作用，助力形成强大国内市场。

图1：贝恩数据显示2019年中国消费者在境外消费奢侈品超过5000亿元人民币



数据来源：贝恩公司奢侈品市场系列研究报告、广发证券发展研究中心

图2：麦肯锡数据显示中国年轻一代消费者偏好在免税店购买奢侈品



数据来源：麦肯锡咨询《China Luxury Report 2019》、广发证券发展研究中心

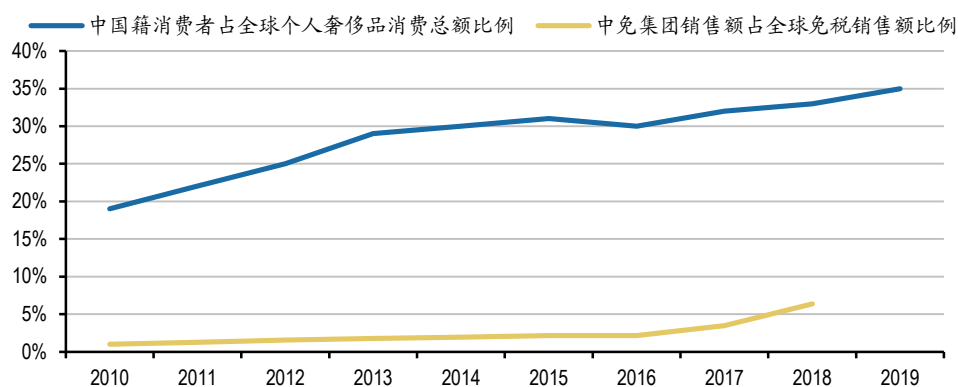
（二）渠道回流：中国免税渠道份额低于消费贡献度，短期来看海南成为全球强韧性旅游零售渠道

在中国80、90后消费者构成全球奢侈品市场主要需求增量来源的背景下，中国年轻一代消费者偏好的免税店成为全球奢侈品市场的主要增长渠道，结合近年来中国出境游的快速增长，全球尤其是亚太市场免税店成为国际奢侈品集团提升市场份额、吸引中国年轻消费者的重要渠道。

从渠道结构现状来看，贝恩咨询数据显示2019年“中国籍消费者对全球个人奢侈品市场持续性增长的贡献率达到90%，占全球个人奢侈品消费总额的35%”。

在免税渠道内部，2018年中国免税在全球免税行业市占率仅为7.3%，龙头中免集团全球市占率也仅为6.4%，我们测算19年中免全球市占率约为8%，仍然大幅低于中国消费者对全球奢侈品消费贡献比例，中国免税产业方兴未艾，全球份额提升可期。

图3：中国免税在全球免税市占率显著低于中国消费者对全球奢侈品消费贡献比例



数据来源：贝恩公司奢侈品市场系列研究报告、中国国旅年报、Generation Research、广发证券发展研究中心

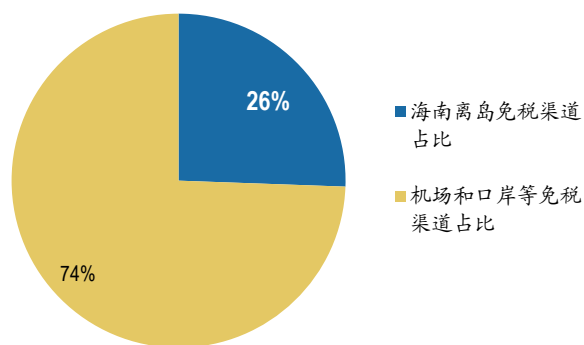
短期来看，在今年全球疫情的影响下，海南离岛免税渠道有望引领消费渠道回流。目前国际主要高端化妆品品牌在全球免税渠道的收入占比较高，而海南免税渠道占中国免税市场和全球免税渠道比例相对较低，考虑到我国国内游和海南岛旅游有望先于国际出境旅游率先复苏，且在部分品牌促销和海南省政府支持下线上预定业务能力大幅提升，今年海南离岛免税或成为全球旅游零售产业中韧性强、具备消化渠道库存潜力和能力的渠道。同时，在艰难市场环境下，我国免税龙头与核心供货商合作互助，零售商与品牌商互信合作的商业关系也将成为我国免税龙头未来招商和采购实力的无形资产。长期来看，政策支持、门店增加、价格优势扩大将共同促进海南离岛免税渠道长期稳健增长，持续受益我国居民海外消费回流和消费升级。

境外韩国免税：根据韩国免税业协会，2020年2月和3月韩国免税业销售额分别为9.2和8.9亿美元（约合人民币65和63亿元），同比分别大幅下降41%和53%。民航数据显示2020年2月民航国际线、中国赴韩国和日本出境客流量人次同比分别下降79%、77%和88%，3月同比分别下降91%、97%和98%，客流量同比降幅进一步扩大

海南离岛免税：自2020年2月19日起，海南4家免税店陆续恢复营业。商务部数据显示：“五一”小长假，海南省4家免税店共实现销售额2.98亿元，同比增长28.1%；接待购物人次7.11万人次，同比增长2.5%；人均消费额4194元，同比增长8.6%。受

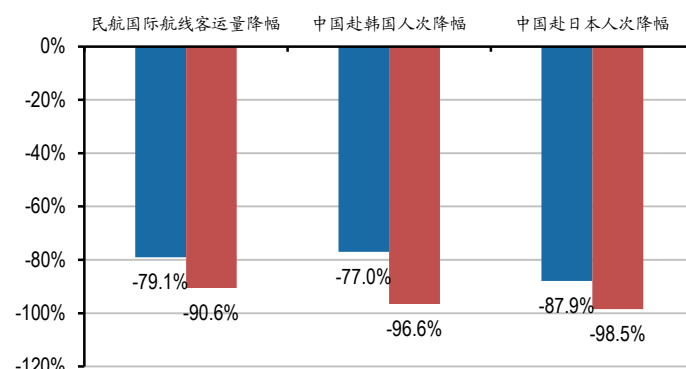
新冠肺炎疫情影响，2020年一季度海南离岛免税销售额29.78亿元，同比下降30.3%；购物人次64.5万人次，同比下降42.6%；免税购物件数415万件，同比下降24.3%。根据4月13日海南日报报道，截至3月30日，海关监管离岛免税销售185.70万件、12.83亿元、购物人数18.35万人次，主要业务指标均恢复至去年同期的八成左右。

图4：2018年海南离岛免税占我国免税行业规模26%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

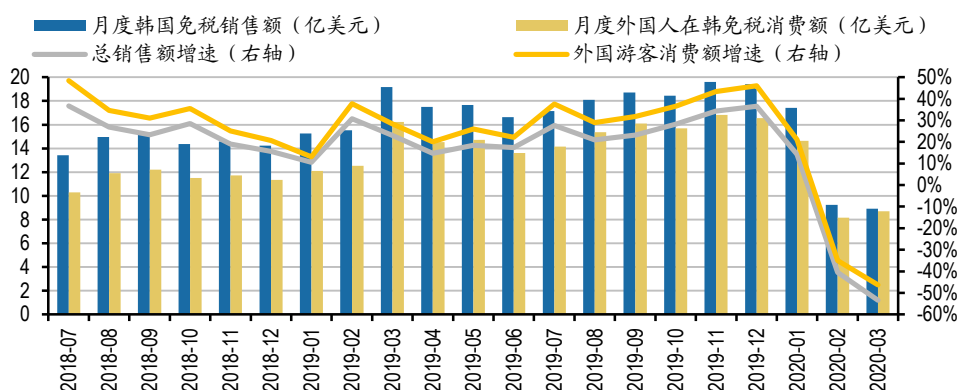
图5：2020年3月民航国际线、中国赴韩国和日本出境客流量人次同比分别下降91%、97%和98%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：蓝色柱状图为2020年2月降幅；红色柱状图为3月降幅

图6：2020年2月和3月韩国免税业销售额同比分别下降41%和53%



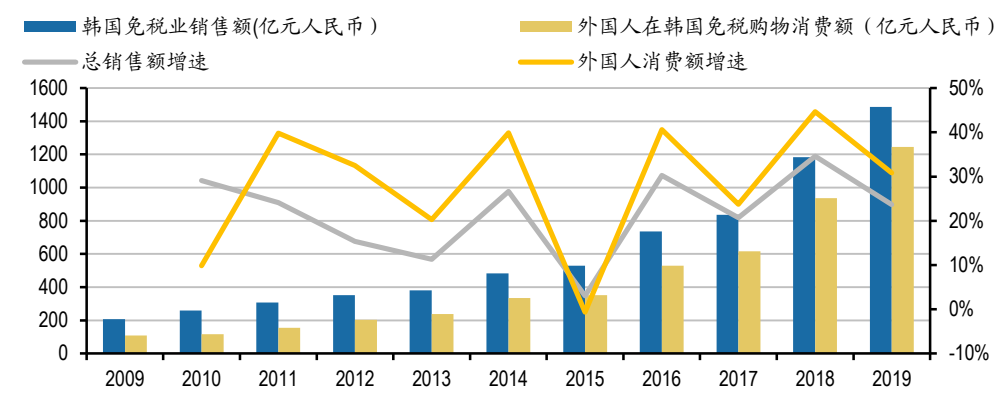
数据来源：韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

（三）韩国免税：中国居民在韩国免税消费或达千亿元，消费回流空间广阔

从全球各国免税渠道对比来看，韩国免税业协会数据显示韩国2019年免税产业销售额达到213亿美元，折合人民币约1487亿元，考虑到中国消费者贡献韩免销售额超过7成，我们估算中国居民在韩国免税店购物金额或超过1000亿元人民币。对比来看，中国国旅18年年报数据显示2018年中国免税行业销售额仅为395亿元，消费回流空间广阔。从客单价来看，韩国免税业协会数据显示2019年外国旅客在韩国免税店购物客单价高达891美元/人，折合人民币6218元/人，2017年客单价也达到5142

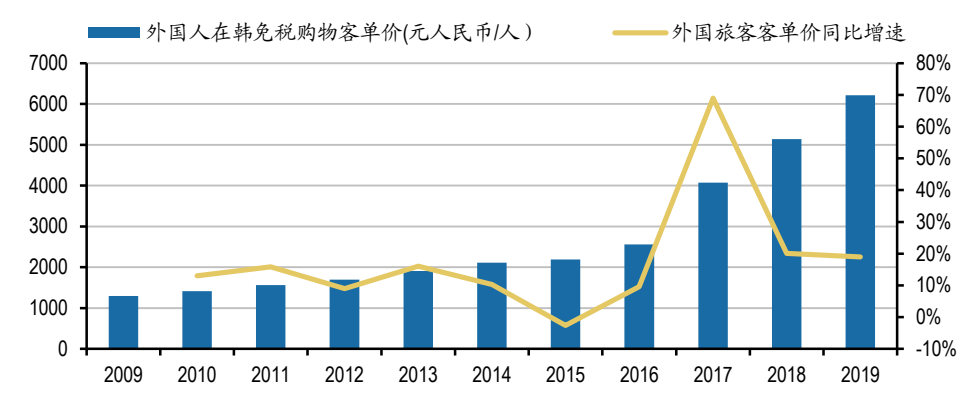
元/人，中国消费者构成在韩免税购物消费主体且客单价较高，近三年韩免对中国居民免税品销售产业链效率提升、规模迅速扩张。我国发改委在2020年3月13日发布的《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》中明确提到“加大对非法代购等违法违规行为的惩治力度，堵住相关商品非法入境‘旁门’”，将有利于营造良好消费环境、规范监管，为我国免税产业良性发展创造条件。

图7：2019年韩国免税业总销售额达到折合人民币1487亿元，同比增长24%



数据来源：韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

图8：2019年外国旅客在韩国免税店购物客单价高达6218元人民币/人



数据来源：韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

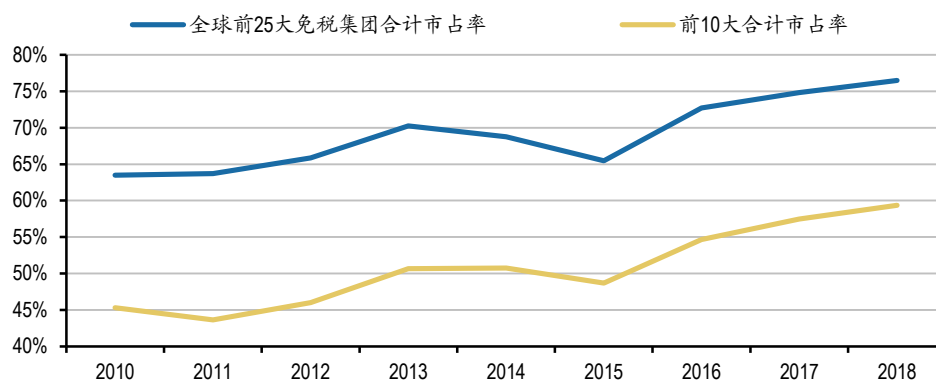
二、产业链分析：三位一体共赢发展，免税零售商集中度提升

（一）免税零售商：枢纽机场标段高扣点、高端品牌有限渠道策略共同导致全球零售商集中度提升

全球范围来看，国际大型机场高扣点、奢侈品品牌有限渠道策略，或共同导致了全球免税零售商环节的集中度提升。根据Moodie davitt数据，世界排名前25的零售商

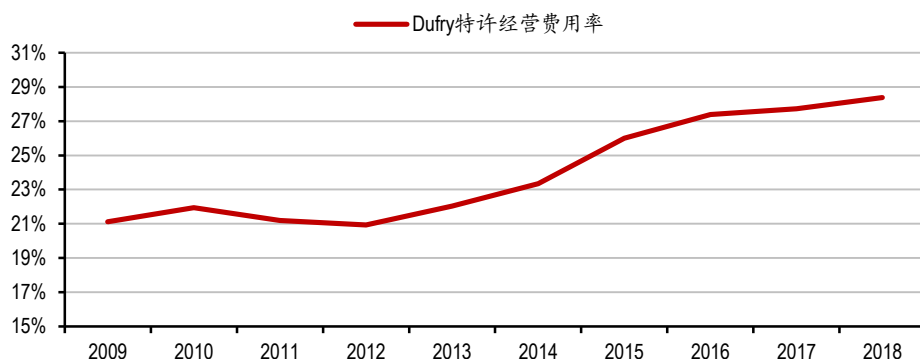
占全球免税销售额比例近8年提升13个百分点。前10名销售额占比提升14个百分点，零售商环节集中度稳步提升。分区域来看，欧美市场上体现为Dufry和Lagardere持续横向并购，韩国市场上体现为韩免龙头高成长、小企业持续亏损退出市场。

图9：近年来全球免税运营商集中度大幅提升，CR10近8年提升14个百分点



数据来源：Moodie davitt report、Generation Research、广发证券发展研究中心

图10：近8年Dufry特许经营费用率累计上升7个百分点，全球机场商业化诉求提升



数据来源：Dufry 历年年报、广发证券发展研究中心

韩国曾经扶持小企业经营免税行业失败告终，小企业退出市场，韩免龙头份额持续提升：2012年12月31日韩国关税厅发布公告预批准对韩国中小企业新增9张市内免税店牌照。9个地区包括大邱、仁川、大田、蔚山、京畿道、忠清北道、全罗南道、庆北和庆尚南道。最终在2013年9月确认为蔚山、京畿(水原)、庆南(昌原)、大田、大邱、忠北(清州)、忠南(天安)7个地区。

韩国中小型免税企业在政府扶持下经历多年尝试未能进入良性发展，最后集中在2019年纷纷撤店退出市场，一方面由于缺乏大型机场标段提升自身产业地位和解决招商供货能力，另一方面由于韩国免税产业过度依赖中国消费者，销售获客成本高企，而中小免税企业往往由于自身门店选址和招商供货能力不足，引流成本相对更高，导致企业持续亏损难以扭转，最终退出市场，韩免龙头市占率稳步攀升。

表1：2006年以来Dufry持续横向并购，规模跃升至全球第一，主导欧美机场免税市场

时间	标的	标的简介	交易价格	交易股权	交易背景
2019 年	RegStaer Vnukovo	莫斯科伏努科沃机场 2018 年销售额为 5880 万欧元，旗下 30 多家商店，6800 平米	-	60%	提升俄罗斯市场市占率
2019 年	OHM	Hudson 收购 OHM 增加北美机场餐饮 60 家	-	-	提升北美机场餐饮市占率
2015 年	WDF	在全球 22 个国家 102 家机场有 550 多家门店，14 年营业收入 24.07 亿欧元，净利润 4150 万欧元	13 亿欧元	50.1%	在机场旅游零售市场的份额达到 24%
2014 年	Nuance Group	在 19 个国家 66 个地区经营着 360 个门店，2013 年营业额和 EBIDTA 分别为 209.5 亿和 13.1 亿瑞士法郎	15.5 亿瑞士法郎	100%	占据全球机场零售 15% 的份额
2013 年	Hellenic Duty Free	希腊领先的旅游零售商，拥有 111 家门店，1.8 万平方米零售面积	4.01 亿瑞士法郎	100%	扩张希腊市场
2012 年	俄罗斯 RegStaer 集团	旗下共 9 个免税店，主要在莫斯科谢列梅捷沃国际机场、多莫杰多沃机场经营，年销售额超过 5000 万美元	-	51%	进军俄罗斯免税市场，合资公司将新设 12 家免税店
2011 年	南美多家免税店	阿根廷、乌拉圭、厄瓜多尔、马提尼克岛和亚美尼亚分布在 10 个机场的 21 家免税店	-	-	南美市场扩张，增大对南美免税市场控制
2010 年	DUFY 南美有限公司	在巴西利亚、玻利维亚机场以及美洲渡轮上经营 95 家免税店，2009 年前三季度营业收入 4.0 亿美元	并购	-	合并 Dufry 南美
2008 年	Hudson 集团	美国旅游零售商，在美国和加拿大的 69 个机场和交通枢纽拥有 550 家商店	-	100%	进一步扩展在美国、加拿大的市场份额
2007 年	Alliance Duty Free	在波多黎各和其他加勒比地区拥有 23 家商店	1.57 亿美元	-	扩张南美版图
2006 年	巴西旅游零售商 Brasif 及其物流平台 Eurotrade	巴西免税运营商，在巴西旅游零售市场 20 多年，拥有 48 家店铺，面积约 12000 平方米，拥有近 1500 员工	5 亿美元	80%	扩张南美版图

数据来源：Dufry 公司历年年报和收购公告、广发证券发展研究中心

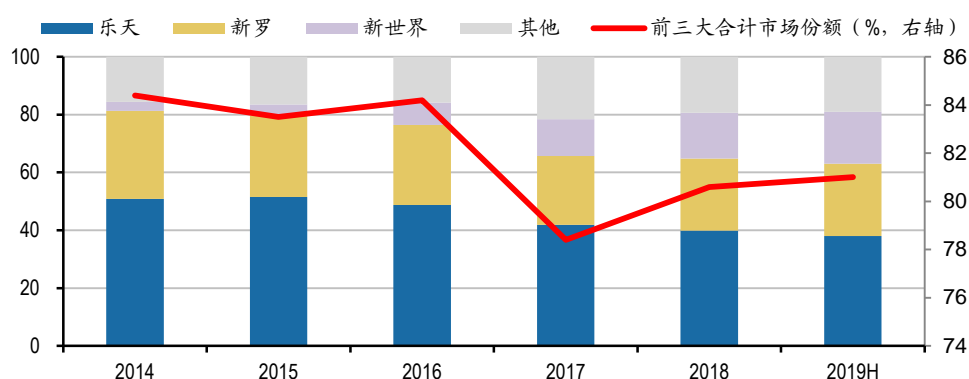
韩华免税 (Hanwha)：根据韩国免税业协会新闻，2019年4月，韩华集团决定关闭首尔市内韩华免税店，韩华集团2016年7月开始经营免税业务，累计亏损超过1000亿韩元（约合人民币5.8亿元）。

都塔免税 (Doosan)：根据韩国免税业协会新闻，2019年10月，斗山集团决定关闭位于首尔斗山大厦的都塔免税店，由于难以提高长期盈利能力，斗山集团决定退还免税营业执照。都塔免税店于2016年5月开业，年销售额约7000亿韩元（约合人民币42亿元）。

SM免税店 (Hana Tour)：根据韩国免税业协会新闻，2020年3月，SM免税公司宣布将于9月30日关闭其在首尔仁寺洞的市内免税店。SM免税于2015年获得中小型企业牌照，近年来在机场高租金和首尔市区免税市场激烈竞争的环境下，公司决定退还首尔市内免税店牌照以改善财务情况。此外，公司还将在8月合同到期时退出其在

仁川机场T1的免税特许经营权，仅保留T2机场免税店。

图11：2017至2019年上半年韩国前三大免税集团合计市占率提升2.6个百分点



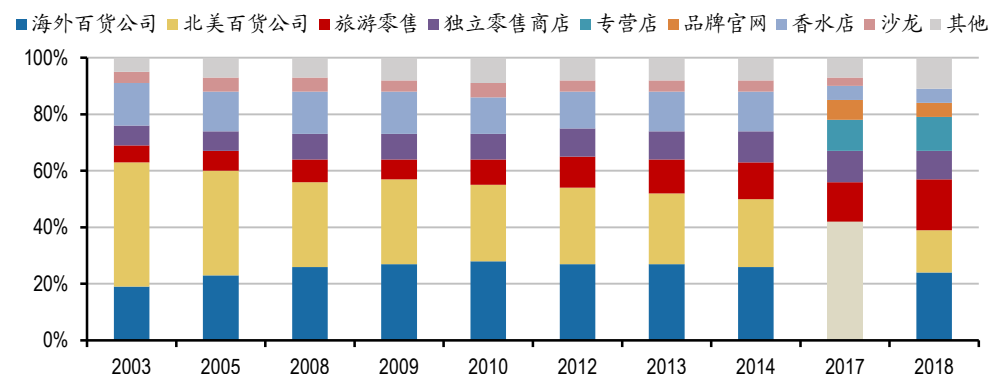
数据来源：Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

（二）高端品牌方：免税渠道占比较高，借力旅游零售提升品牌形象和市占率

高端化妆品集团方面，我国化妆品行业快速消费升级是驱动近年来亚太免税行业快速增长的主要驱动力。高端化妆品分销行业形成一个广阔的增量市场，主要受我国消费者代际更替年轻化、品牌营销社交媒体化驱动品类快速升级，近年来我国高端化妆品消费渗透率显著提升，而对标日韩市场来看，化妆品消费升级空间依然较大。

在行业快速增长的背景下，雅诗兰黛、欧莱雅和资生堂等头部国际化妆品集团都加大了对旅游零售渠道的销售推动，2010至18年雅诗兰黛旅游零售渠道营收占比提升了9个百分点。主要高端化妆品品牌加大在亚太免税渠道铺店，中国区市场提高营销投入，并将营销预算大幅度倾斜社交媒体等高ROI线上营销渠道。截止最新财报披露，主要化妆品集团旅游零售渠道营收占比普遍在8%-18%的比例，数字化媒体营销投放占广告营销预算比例均超过50%。全球来看，旅游零售渠道成为提升品牌形象、增加品牌销量的主要渠道，景气度稳步向上。

图12：2010至18年雅诗兰黛旅游零售渠道营收占比提升了9个百分点

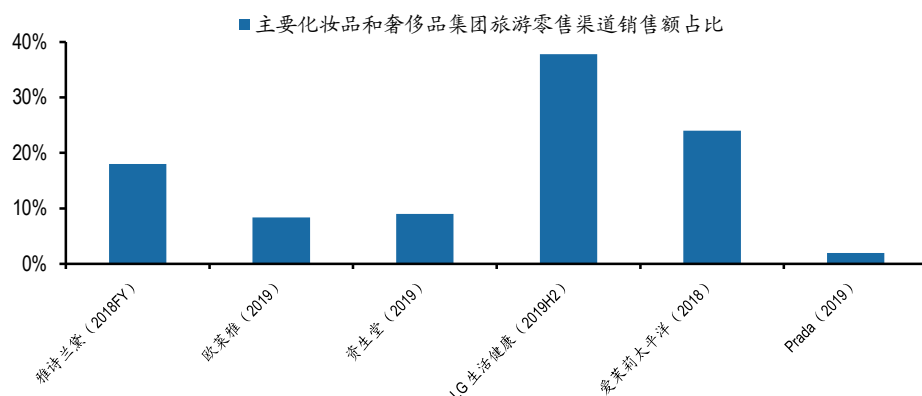


数据来源：公司历年财报、广发证券发展研究中心

奢侈品集团方面，全行业来看，成衣皮具品类主导的奢侈品品牌目前对旅游零售渠道的渠道依赖度较低，提升空间较大。从行业龙头来看，开云集团旗下Gucci品牌在旅游零售渠道布局深入，根据Interbrand品牌排名，Gucci是增长最快的奢侈品品牌，而开云集团2019年分销渠道中旅游零售是增长最快的渠道之一。

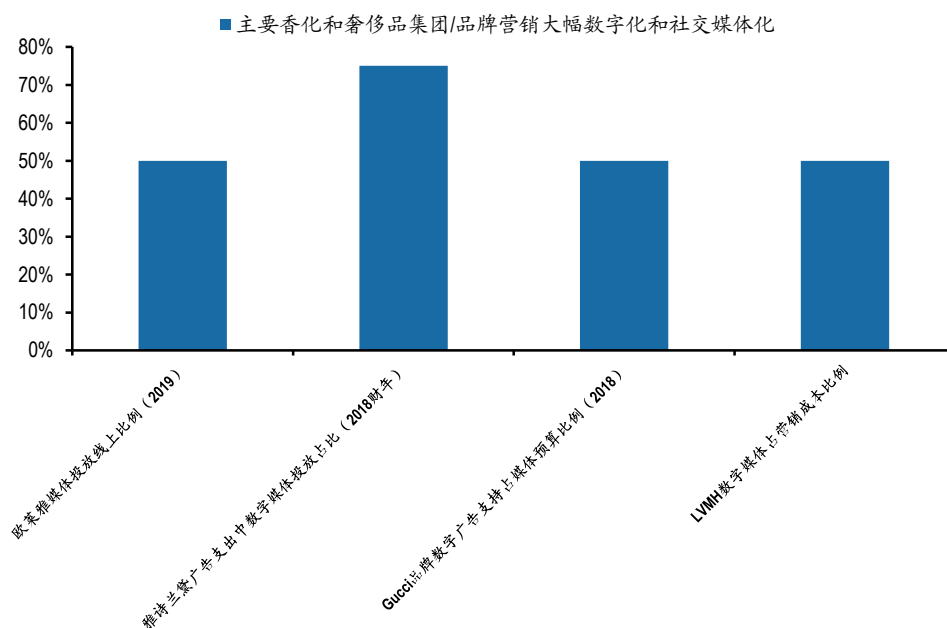
未来随着以大型枢纽国际机场为中心的商业购物设施不断升级，旅游零售作为国际性的强势渠道兼具成长性和品牌塑造力，在奢侈品零售分销领域的产业地位将不断增强，免税行业在品牌、零售商和机场三方合力投入推动下前景可期。

图13：高端化妆品集团免税渠道销售额占比较高，奢侈品集团占比相对较低



数据来源：各公司对应年度年报、Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

图14：主要高端化妆品品牌营销投放社媒数字化，免税渠道受益品牌营销拉动

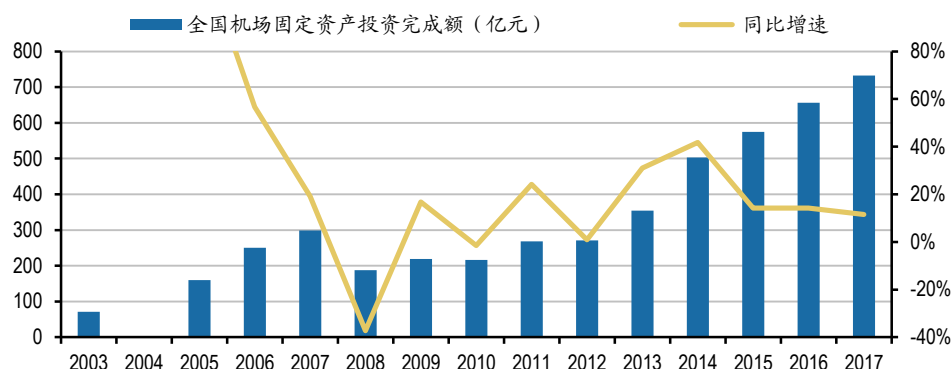


数据来源：各公司对应年度年报、广发证券发展研究中心

（三）机场业主方：资本开支持续加码，大型标段集中提升产业地位、商业潜力不断释放

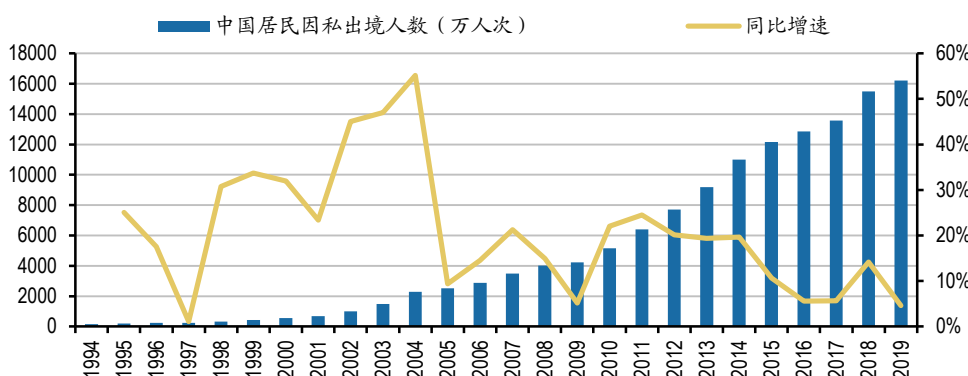
从产业链各个环节来看：**机场业主方面**，免税产业政策顶层设计的完善将有利于我国机场商业化潜力的进一步释放，根据国家统计局数据，2017年全国机场固定资产投资完成额达732亿元，2010至2017年复合增速高达19%。中国民航局数据显示2018年完成固定资产投资810亿元，并且2020年“力争全年完成固定资产投资1000亿元”。随着我国居民出境旅游的持续增长，机场基建投资规模加大，叠加顶层设计层面加码免税产业政策，同时中免集团作为我国免税零售龙头整合了一线航空枢纽和离岛目的多元化渠道，大大提升了我国免税产业链在全球旅游零售分销的产业地位，机场商业化潜力跃升，枢纽机场盈利能力和预期得到加强。

图15：2017年全国机场固定资产投资完成额732亿元，10-17年复合增速达19%



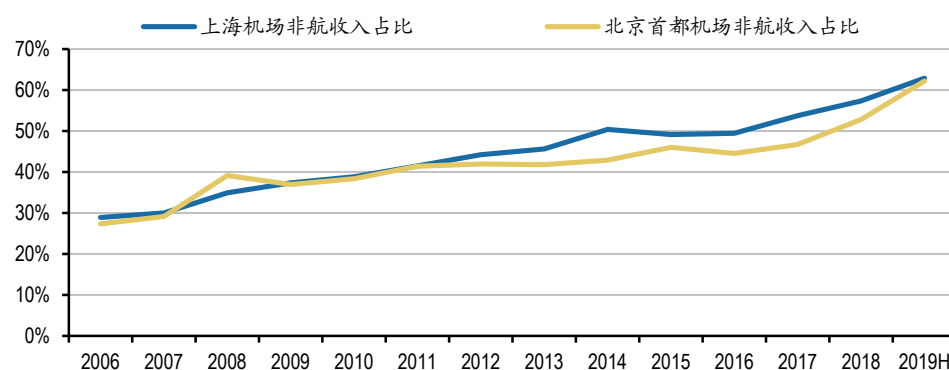
数据来源：国家统计局、Wind、广发证券发展研究中心

图16：我国居民出境旅游持续增长，19年因私出境1.6亿人次，近十年复合增速达14.4%



数据来源：国家统计局、广发证券发展研究中心

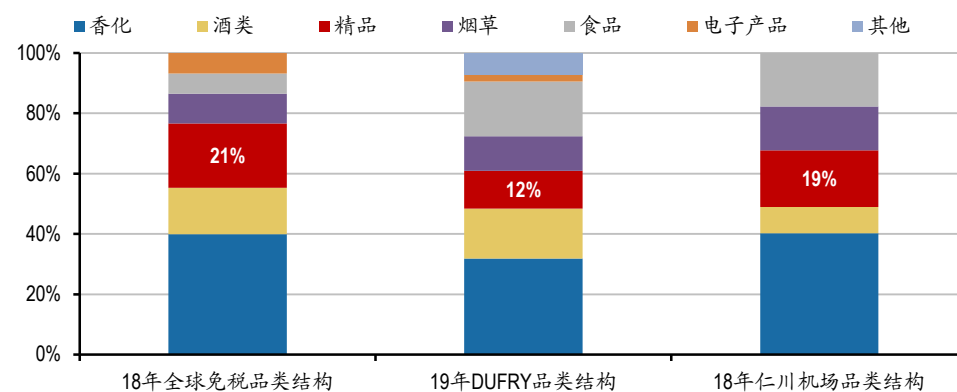
图17: 我国核心机场商业化潜力跃升, 非航收入占比持续提升



数据来源: 上海机场历年年报、北京首都机场历年年报、广发证券发展研究中心

机场免税品类升级: 精品占比有望提升, 机场业主、零售商和品牌商合力驱动产业品类升级。北京大兴机场、上海浦东机场卫星厅投入运营后, 我国机场免税精品品类销售额占比有望得到提升。目前, 对比海外免税渠道的品类结构来看, 我国机场免税渠道品类结构有望持续升级, 精品比例有较大提升空间。Generation Research 数据显示2018年全球免税品销售额结构中精品(包含时尚服饰和手表珠宝等)比例为21%, 18年仁川机场免税销售额中精品品类占比也达到了19%, 而以欧美机场渠道为主的全球免税龙头Dufry收入结构中精品占比12%。未来随着我国机场Capex投入加大、免税零售商招商能力提升、奢侈品牌商店加大铺店铺货和营销资源投入、机场业主扣点合理化引导品类结构升级, 我国核心枢纽机场免税品品类升级可期。

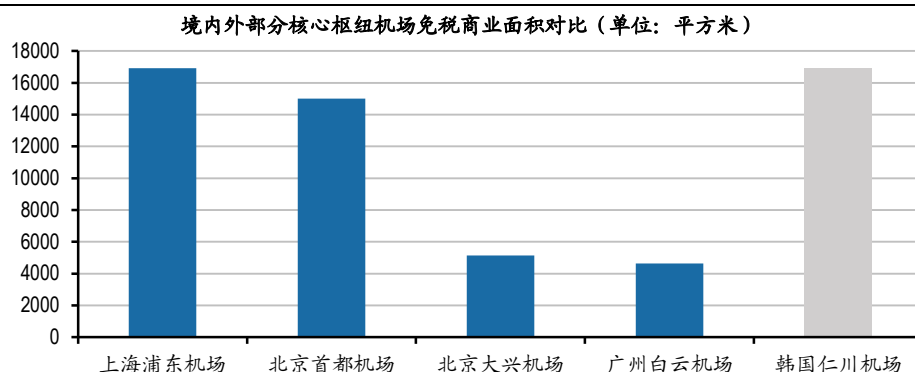
图18: 2018年全球免税行业品类结构中精品品类占比为21%,



数据来源: Generation Research、Dufry19 年报、韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

上海浦东机场: 卫星厅投运后免税面积大增, 销售提成比例设置区分品类, 精品招商力度强化。2019年9月17日, 全球最大单体卫星厅浦东机场三期卫星厅建成启用, 免税面积新增约9000平方米, 浦东机场免税业务经营总面积达1.7万平方米, 免税商业面积将居全球机场前列。根据解放日报2019年5月报道: “2022年底前, 浦东机场将陆续引进19个奢华时装皮具品牌和7个顶级珠宝腕表品牌。在继续保持免税香化品的全球价格竞争力外, 机场方面还将提高烟、酒、百货和食品类各30种共计120种畅销品在亚太区机场的价格竞争力, 打造‘亚太机场免税店最佳价格’品牌。”

图19: 我国各大核心枢纽机场免税面积持续增长, 国际竞争力大幅提升 (单位: 平方米)



数据来源: 中国国旅、上海机场和首都机场公司公告、TRBusiness、广发证券发展研究中心

表2: 浦东机场18年9月的免税经营权合同中将百货品类销售提成比例设置为25%

分类	综合销售提成比例	分类销售提成比例
香化、烟酒、食品	42.50%	(42.5%-12.5%×25%) / 87.5%
百货		25%

数据来源: 2018年9月上海机场关于签订特别重大合同的公告、广发证券发展研究中心

北京首都机场和北京大兴机场方面, 2019年11月18日中免集团大兴机场免税店开业, 引进全球10余个品类, 超过11.7万个单品, 通过与Lagardère集团合作引进了包括HERMES、Louis Vuitton、GUCCI、Cartier等顶级奢侈品牌。中免集团也为首都国际机场T2、T3航站楼引进超过242个国际品牌。

(四) 产业政策: 引导消费回流, 支持中国免税产业规模扩张、渠道多元化

2020年3月13日, 国家发改委发布《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》(“意见”), 意见中将“进一步完善免税业政策”作为“大力优化国内市场供给”的举措之一, 改善消费环境, **形成强大国内市场**。意见提出: “进一步完善免税业政策。**以建设中国特色免税体系为目标**, 加强顶层设计, 破除行业发展障碍, 提高行业发展质量和水平。科学确定免税业功能定位, **坚持服务境外人士和我出境居民并重**, 加强对免税业发展的统筹规划, 健全免税业政策体系。”

意见提出: **完善市内免税店政策, 建设一批中国特色市内免税店**。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持, 在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。**扩大口岸免税业务, 增设口岸免税店**。根据居民收入水平提高和消费升级情况, **适时研究调整免税限额和免税品种类**。在免税店设立一定面积的国产商品销售区, 引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品, 将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族文化的重要平台。

意见首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标，提出坚持服务境外人士和我出境居民并重，这与中国消费者在全球奢侈品和全球旅游零售渠道的消费主体地位是相匹配的，顶层设计的定位高度和政策方向破除了此前中国免税行业发展过程中产业链各个环节在方向和目标上的障碍，有利于激发产业链各个环节的投资动能，中国免税产业景气向好可期。

表3：2011年我国颁布海南离岛免税相关政策、2016年我国增设多个口岸进境免税店

实施时间	文件名称	政策要点
2019年5月17日	《口岸出境免税店管理暂行办法》	(1) 对具有免税品经营资质且近5年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予企业平等竞标口岸出境免税店经营权。(2) 合理规范租金和提成，避免片面追求“价高者得”，技术指标(含店铺设计、品牌招商、运营计划、营销客服)在评标中占比不得低于50%。(3) 设有口岸进、出境免税店的口岸应对口岸进、出境免税店统一招标。(4) 机场口岸业主不得与中标人签订阻止其他免税品经营企业在机场设立提货点的排他协议。(5) 口岸出境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股(持股比例大于50%)。
2018年3月29日	《关于印发口岸进出境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	(1) 合理规范口岸进出境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”。财务指标在评标中占比不得超过50%。租金单价原则上不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业租金平均单价的1.5倍；销售提成不得高于同一口岸出境免税店或国内厅含税零售商业平均提成比例的1.2倍。(2) 应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。经营品类，尤其是烟酒以外品类的丰富程度应是重要衡量指标。技术指标在评标中占比不得低于50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比20%；品牌招商占比30%；运营计划占比20%；市场营销及顾客服务占比30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过50%。
2016年2月18日	《口岸进境免税店管理暂行办法》	(1) 国务院同意在广州白云、杭州萧山、成都双流、青岛流亭、南京禄口、深圳宝安、昆明长水、重庆江北、天津滨海、大连周水子、沈阳桃仙、西安咸阳和乌鲁木齐地窝堡等机场口岸，深圳福田、皇岗、沙头角、文锦渡口岸，珠海横琴口岸，黑河口岸等水陆口岸各设1家口岸进境免税店。(2) 对原经国务院批准具有免税品经营资质，且近3年有连续经营口岸和市内进出境免税店业绩的企业，放开经营免税店的地域和类别限制，准予这些企业平等竞标口岸进境免税店经营权。口岸进境免税店必须由具有免税品经营资质的企业绝对控股(持股比例大于50%)。
2011年12月5日	《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》	(1) 离岛免税店是指对乘坐飞机离岛(不包括离境)旅客实行限次、限值、限量和限品种免进口税购物的经营场所。(2) 国家对离岛免税店实行特许经营政策。离岛免税店按经营免税商品业务年销售收入的4%，向国家上缴免税商品特许经营费。(3) 国家统筹安排海南离岛免税店的布局和建设。由海南省人民政府提出意见，送财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核后，报国务院批准。(4) 具有免税品经销资格的企业必须对离岛免税店绝对控股。
2000年1月1日	《关于进一步加强我国对免税行业实行“统一经营、统一组织进货、统一制定零售价格、统一制定管理规定”的集中统一管理政策。经营单位设立免税业务集中统一商店需由中免公司统一向海关总署提出书面申请；各地方、各部门不得与外商合资、合作经营免税品商店或变相允许外商参与免税管理的有关规定》	商店的经营活动。

数据来源：财政部官网、海关总署、广发证券发展研究中心

表4：2011年政策落地以来，我国海南离岛免税政策不断放宽促进产业发展

历次政策调整/执行日期	政策要点
第五次调整/2018.12.28	将邮轮船离岛旅客纳入离岛免税购物政策适用对象范围
第五次调整/2018.12.1	累计购物限额提升到3万元，取消岛内居民购物次数限制、增加品类
第四次调整/2017.1.15	将铁路离岛旅客纳入适用对象范围
第三次调整/2016.2.1	提高购物限额(累计1.6万元)、取消非岛内居民购物次数限制、开设网上销售窗口
第二次调整/2015.3.20	放宽数量限制(化妆品12、香水8、手表6件)、增加品类
第一次调整/2012.11.1	提高购物限额(每次8000元)、放宽数量限制(化妆品8、香水5、手表4件)、放宽年龄限制(16岁)、增加品类
政策落地/2011.4.20	每人每次5000元(非岛内居民2次、岛内居民1次)；化妆品5、香水2、手表2件；年龄限制18岁

数据来源：财政部官网、广发证券发展研究中心

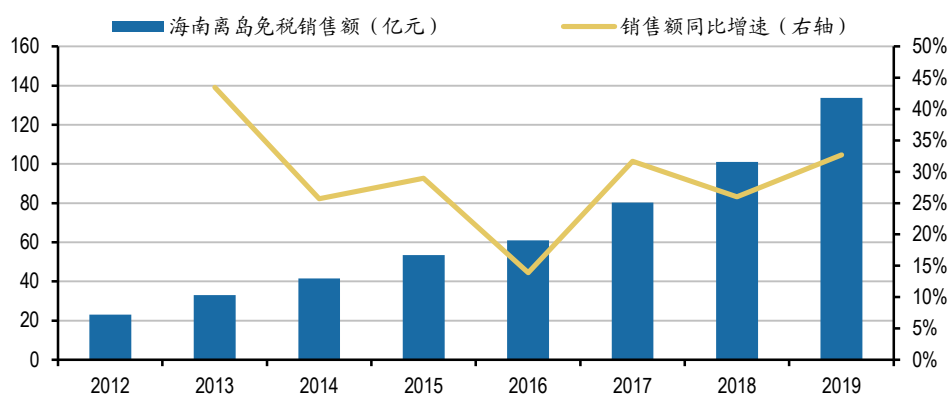
三、免税零售商：龙头巩固离岛免税核心优势，受益市内免税政策完善

（一）海南离岛：免税龙头主导离岛免税成长、海口项目带来中长期成长潜力

海南离岛免税政策自2011年落地以来，政策稳步放宽、免税店数量增加、品牌丰富度提升、价格优势快速凸显。2019年海南离岛免税销售额133.76亿元，同比增长32.7%；销售1918万件，同比增长39.6%；购物人数386万人次，同比增长40.2%。

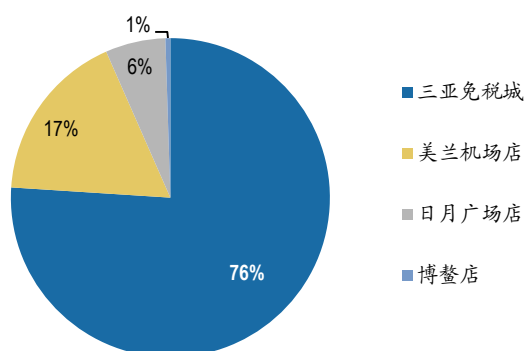
2019年三亚免税城和美兰机场店分别实现销售额101.7和23.2亿元，2017至2019年销售额复合增速分别为29%和6%，三亚免税店的快速增长是驱动海南离岛免税整体快速增长的主要驱动力。免税龙头规模扩张、招商采购实力增强、全岛供货协统一趋势不变，未来海南免税行业规模预计在免税龙头主导下将持续稳健成长。

图20：2019年海南离岛免税实现销售额133.76亿元，同比增长32.7%



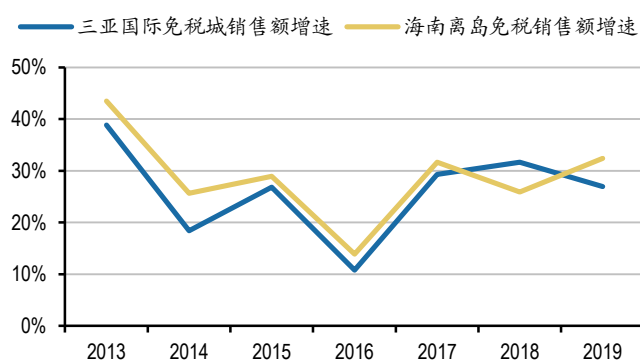
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图21：19年三亚免税城营收占海南离岛免税规模76%



数据来源：中国海南自贸区港、广发证券发展研究中心

图22：三亚免税店的快速增长驱动离岛免税整体增长



数据来源：海南省商务厅、Wind、广发证券发展研究中心

海南离岛免税格局稳固：2018年10月，海南省国资委将其持有的海免公司51%股权无偿划转给中国旅游集团，海免公司成为中国旅游集团控股子公司。2019年4月，中免集团与海免公司签订了独家提供免税品销售、配送等事宜签署供货协议。2020年4月11日中国旅游集团和海航集团达成战略合作，双方将继续巩固和优化现有机场免税、机上免税、离岛免税业务的发展，扩大日月广场市内免税店经营面积和经营品类，推动在三亚凤凰机场新增离岛免税店项目落地。

海南离岛免税店数量增加：2019年1月19日海免公司增设海口日月广场免税店、琼海博鳌免税店2家离岛免税店。目前海免公司在海南岛内运营3家免税店（海口美兰机场、海口日月广场市内店、琼海博鳌店）。2020年4月13日中免集团增设两家三亚市内免税体验店，分别位于三亚红树林酒店和三亚南山景区，中免集团未来将配合海南省政府增设三亚市内及三亚市机场两家离岛免税店。

表5：2019年以来海南离岛免税店数量增加

海南离岛免税店	2019 年销售额（亿元）	2019 年销售额增速	开业时间
三亚免税城	101.7	27%	2014 年 9 月 1 日
美兰机场店	23.2	10%	2011 年 12 月 21 日
日月广场店	8.1	-	2019 年 1 月 19 日
博鳌店	0.7	-	2019 年 1 月 19 日
三亚红树林酒店（体验店）	-	-	2020 年 4 月 13 日
三亚南山景区（体验店）	-	-	2020 年 4 月 13 日

数据来源：中国海南自贸区港、广发证券发展研究中心

增量项目——海口国际免税城项目：2019年7月，中国国旅全资子公司国旅投资拟投资128.6亿元用于海口市国际免税城项目，建设成以免税为核心的复合型旅游零售综合体。项目分两期开发，一期项目投资额为58.8亿元，含免税商业综合体+公寓+住宅，建设期3年，其中免税商业面积或达约14.1万平方米，定位全球最大单体免税店。根据海口政府官网，海口市国际免税城免税商业部分计划2021年下半年完工，2023年底整体竣工。未来海口国际免税城项目凭借优越的临港区位优势，或能有效释放乘船离岛游客免税消费潜力，进一步释放海南离岛免税政策红利、做大离岛免税市场规模、巩固中免在海南离岛免税产业的核心地位，提升公司长期成长潜力。

表6: 目前在建的海口免税城项目定位全球最大单体免税店

	三亚海棠湾国际购物中心	海口市国际免税城项目（在建）
总投资金额	39.49 亿元	128.6 亿元
其中：土地成交价	9.2 亿元	15.6 亿元
其中：开发建设投资	20.38 亿元，占总投资的 51%	110.8 亿元，占总投资的 86.2%
其中：初始运营投资	14.91 亿元，占总投资的 38%	期间费用 17.8 亿元，占总投资的 13.8%
商业业态	免税购物综合体	中国特色港口免税综合体
盈利模式	免税商品销售；物业租金收入	持有运营免税商业、酒店公寓的物业租金收入及后期物业出售收入；出售写字楼、住宅、商业物业收入
项目建设期	约两年，于 2012 年 5 月开始建设施工，2014 年 9 月 1 号开业运营	分两期：一期建设期 36 个月（或于 2022 年开业），二期建设期 42 个月
项目总占地面积	8.4 万平方米	32.4 万平方米
项目总建筑面积	12.0 万平方米	69.3 万平方米
面积用途	地上建筑面积 7.2 万平方米，主要用于免税商品的销售； 地下建筑面积 4.8 万平方米，主要用于物业管理用房及地下停车	其中商业面积为 47.5 万平方米，商务办公面积为 7.8 万平方米，住宅面积为 8.0 万平方米，酒店为 6.0 万平方米
资金来源	13.91 亿元拟使用前次募集资金和公司自有资金投入，其余 25.58 亿元通过非公开发行募集	自筹资金

数据来源：海口市国际免税城项目可行性研究报告、2012年中国国旅非公开发行股票预案、广发证券发展研究中心

（二）市内拓店：国内市内免税店不断增设，未来放开服务我出境居民可期

2019年以来多地市内免税店重启，上海、北京、大连、青岛、厦门、南京等多个城市免税渠道业态多样化、门店不断增设，中国免税零售商的持续投入有助于提升国内免税渠道便利度，促进免税销售规模扩张，强化我国免税公司对国际品牌商的议价能力以降低我国免税渠道整体销售定价，提升渠道盈利性、扩大消费者触达能力。

2020年3月13日，国家发改委发布的《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》中提出：“**完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。**鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。”考虑到此次意见首次从顶层设计的高度提出了建设“中国特色免税体系”的目标，提出**坚持服务境外人士和我出境居民并重**，未来出境市内免税店针对我出境居民开放或可期。

2020年4月24日，国家商务部发布的《商务部关于统筹推进商务系统消费促进重点工作的指导意见》中提出：强化免税退税政策效应。**配合财政等相关部门，完善免税店政策，做好增设口岸出境免税店和市内免税店等工作，鼓励增设离境退税商店，推广开展“即买即退”业务，吸引更多消费回流。**

表7：2019年以来我国持续增设市内免税店

门店	经营主体	开业日期	地址	面积（平方米）	商品品类
上海市内免税店	中免集团北京首都机场免税品有限公司	2019年8月23日	上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4平方米（地上一层476.19平方米、二层398.21平方米）	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包
中国香港市内免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	2019年8月20日	香港大屿山东涌达东路的东荟城名店仓	超过1000平方米	香水、化妆品和美容设备
北京市内免税店	中免集团	2019年5月30日	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等
大连市内免税店	中免集团	2019年5月26日	大连市沙河口区新街·星海中心	500余平方米	香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电
青岛市内免税店	中免集团	2019年5月1日	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
厦门市内免税店	中免集团	2019年5月1日	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类
中国澳门上葡京免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	尚未开业	澳门上葡京综合度假村内的购物中心一层	7500	将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等品类
中出服郑州市内免税店	中出服	2020年2月25日	郑州市郑东新区绿地天空之城 1-2F	1118.5	化妆品、香水、箱包等
中出服杭州市内免税店	中出服	2019年12月25日	杭州市滨江区滨盛路星光大道 1766 号	1872	化妆品、香水、精品、服装箱包、食品等
中出服南京市内免税店	中出服	2019年9月28日	南京市建邺区江东中路 329 号金奥美学生活馆 1-2F	1580	化妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、日化用品、工艺品、食品等
中出服大连市内店	中出服	2019年9月16日	大连市西岗区五四路66号恒隆广场东区 1-2F	2000	妆品、香水、箱包、首饰、太阳镜、手表、日化用品、特色工艺品、儿童用品等
中出服哈尔滨市内免税店	中出服	2019年	哈尔滨南岗中兴大道168号哈西万达广场一层	2000	化妆品、香水、箱包等
中出服重庆市内免税店	中出服	尚未开业	重庆市南岸区长嘉汇购物公园	1550	-
中出服上海市内免税店	中出服	2016年8月8日	上海市静安区万航渡路889号889广场1-2F	3300	香化、食品、玩具、家居用品
中出服北京市内免税店	中出服	2008年7月	北京市朝阳区惠新东街4号富盛大厦2座一层	-	手表、化妆品、食品等

数据来源：中免集团官网、Moodie Davitt Report、海关总署、广发证券发展研究中心

上海市：2020年4月20日，上海市人民政府发布的《关于提振消费信心强力释放消费需求的若干措施》中提出：推动发展免税经济——支持免税品经营企业增设市内免税店。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。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。

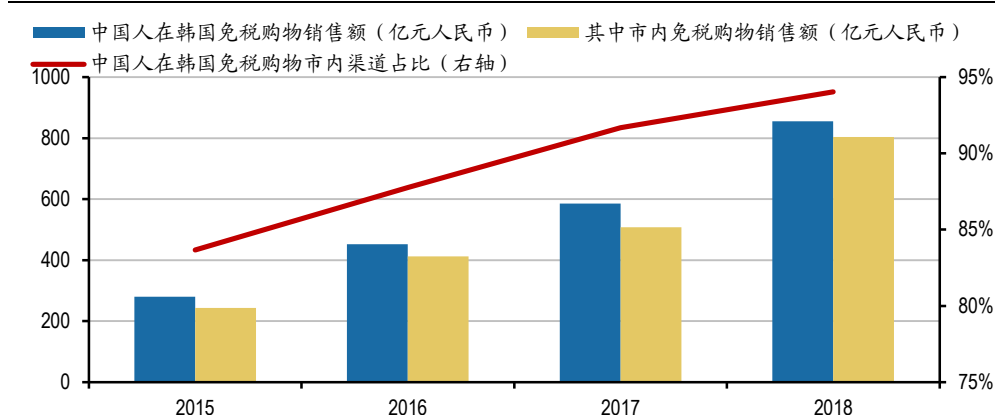
珠海市：2020年3月6日，珠海市商务局发布《珠海市关于进一步优化供给促进消费增长的若干措施》提到：加快发展免税购物：提升外来消费吸引力。鼓励机场、海陆口岸等免税店加快发展，探索发展市内免税店。加强境外旅客购物离境退税政策宣传推广，扩大离境退税商店数量规模。对设立离境退税商店给予每个1万元的奖励。

2020年5月12日，格力地产股份有限公司（实际控制人珠海市国资委）发布关于筹划重大资产重组停牌公告筹划拟以发行股份及支付现金方式购买珠海市免税企业集团有限公司100%的股权。

中国居民在韩国市内免税店购物消费额比例约95%: 在韩国免税购物的渠道选择上,中国消费者更加青睐于韩国市内免税店。2018年赴韩中国消费者选择在韩国市内免税店的购物消费额占比高达约95%,中国消费者购物的市内店渠道占比从2015年的84%持续提升了11个百分点。根据Moodie Davitt数据,2018年中国游客在韩国市内免税店购物金额达到117亿美元(约合人民币804亿元),同比大幅增长47%。

市内免税店购物面积大,品类全、消费体验佳,破除了机场免税店在时间、空间上的限制,且韩国市内免税运营商为了吸引中国消费者给与较大力度的促销折扣、积分等各类优惠,极具吸引力的价格和优质的购物体验促成了韩国免税店对中国消费的巨大虹吸力。目前我国大力引导消费回流的背景下,选择发展市内免税店渠道,在选址、选品、价格上创造更佳条件,或将有效引导我国居民赴韩消费的回流。

图23: 2018年中国居民在韩国市内店购物额达到804亿元,市内渠道占比约95%



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

（三）定价优势：离岛免税定价持续下移，海南旅游消费活动助力价格优势稳步凸显

高端品牌的有税/免税、在岸/离岸渠道定价策略: 从免税渠道的主要高端品牌的渠道定价策略来看,国内有税市场线上线下统一定价,在中国内地市场以外的离岸和免税渠道价格普遍相对较低。从我国免税运营商层面来看,日上免税行的香化品类定价在全球范围竞争力较强,中免集团在2018年6月与日上整合后,中免集团运营的离岛和机场渠道的采购和定价优势也稳步凸显。

海南离岛免税价格竞争力提升: 近两年日上免税的定价优势保持稳固,而海南离岛免税渠道核心畅销商品的定价持续平缓下移,海南免税定价优势不断凸显。叠加2019年10月以来在海南省政府引导下,海南国际旅游消费年活动的持续开展,促销优惠活动让海南离岛免税渠道价格竞争力进一步提升,渠道品牌力和吸引力稳步上升。

表8: 日上免税定价优势保持领先, 海南离岛免税价格竞争力稳步凸显 (单位: 人民币元/件)

产品名	产品简称	规格	海南离岛免税	日上免税	韩国免税	天猫旗舰店
兰蔻清滢柔肤水	兰蔻粉水	400ml	310	273	390	420
海蓝之谜全新修护精萃液	海蓝之谜精萃液	150ml	860	854	1056	1100
希思黎全能乳液	希思黎全能乳液	125ml	1242	1188	1325	1720
海蓝之谜精华面霜	海蓝之谜精华面霜	60ml	2146	1869	2155	2550
赫莲娜晚霜	赫莲娜黑绷带	50ml	2611	2352	2552	3480
科颜氏高保湿面霜	科颜氏高保湿面霜	125ml	419	349	411	500
兰蔻全新精华肌底液	兰蔻小黑瓶	100ml	1050	1040	1297	1720
雅诗兰黛特润修护肌透精华露	雅诗兰黛小棕瓶	50ml	645	620	794	850
SK2 肌因光蕴环采钻白精华露	SK2 小灯泡	50ml	1115	1142	1247	1540
SK2 护肤精华露	SK2 神仙水	230ml	1029	952	1083	1540
资生堂新红妍肌活精华露	资生堂红腰子	50ml	678	599	780	880
娇兰帝皇蜂姿修护复原蜜	娇兰复原蜜	50ml	875	866	1006	1120
科颜氏集焕白均衡亮肤精华液	科颜氏淡斑精华	50ml	510	453	525	780
娇韵诗双萃精华焕活黄金双萃	娇韵诗双萃	50ml	715	643	815	960
雅诗兰黛特润修护精华眼霜	雅诗兰黛眼霜	15ml	385	390	496	510
阿玛尼臻致丝绒哑光唇釉	阿玛尼唇釉	6.5ml	228	200	248	310
祖玛珑蓝风铃香水	祖玛珑蓝风铃	30ml	475	447	482	600

数据来源: 三亚免税城官网、天猫官方旗舰店、杰西卡的秘密 APP、广发证券发展研究中心

2019年10月以来, 海南离岛免税促销力度加大: 19年10月海南免税促销力度加大, 成效显著或持续。根据2019年10月海南省政府出台的《海南省促进消费若干意见 (2019-2020年)》, 19年和20年海南省将重点推进的17项措施包括“加大免税品促销力度”。2020年4月11日-13日, 海南全岛四家免税店线上线下联动开展专场促销, 全场8000元以下正价免税香水、化妆品7.5折起; 箱包服饰等精品类商品5折起。

(四) 发力线上: 短期线上免税高增长, 对标韩国免税龙头常态线上比例有望继续提升

今年疫情爆发以来, 海南离岛免税通过加强线上免税销售、增加线上补购业务, 线上免税销售额大幅增长、电商运营能力得到锻炼和改善, 未来海南离岛常态线上免税销售比例有望稳步提升。同时机场免税店也在一定程度受益于多样化的线上免税销售渠道、缓解库存压力、弥补出境游大幅下降背景下口岸出境免税店的损失。

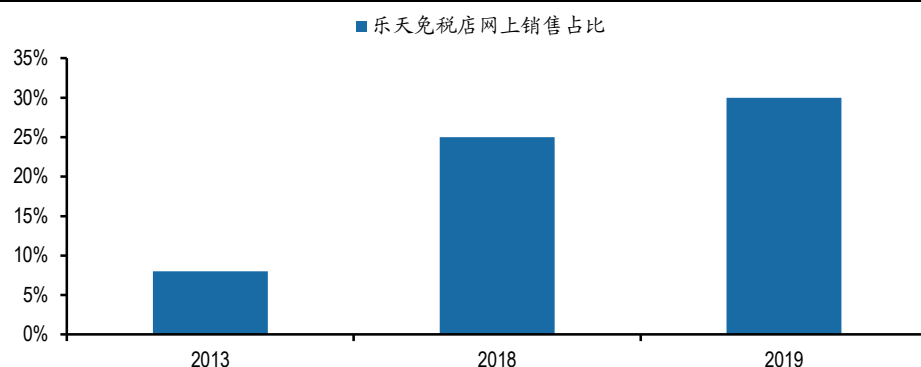
根据中免集团2月29日官网新闻, 旗下全球最大单体免税店三亚国际免税城电商单日销售额突破4428万元, 创历史新高。三亚店于2020年2月20日恢复营业, 在恢复营业的第二天, 三亚店电商当日销售额突破4428万元, 创电商单日销售最高记录。疫情期间三亚店积极推动电商渠道业务量增长, 在官方网上商城开展活动, 活动期间订单量激增, 电商团队高强度运转, 各部门密切合作, 通过增加班次、优化系统、加快补货, 克服人手不够、分拣困难等问题。

3月17日起, 中免集团开展补购业务, 补购平台上线以来销售额累计达8112万元。

根据海口日报4月22日报道，疫情期间海南离岛免税网络销售额增长迅猛，截至4月19日，海口机场免税店官网销售额逾2亿元，19年海口机场免税店官网销售额2.3亿元，较16年上线第一年的近9千万元增幅较大。海口机场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。

乐天线上销售比例高达30%，对标韩免中免线上销售比例提升空间较大：近年来韩国乐天免税店的线上销售占比不断提升，2019年乐天免税线上销售占比高达30%，较18年提升5个百分点，较13年提升22个百分点。对标韩国来看我国免税运营商线上销售比例仍有较大提升空间。

图24：2019年乐天免税线上销售占比高达30%，较18年提升5个百分点



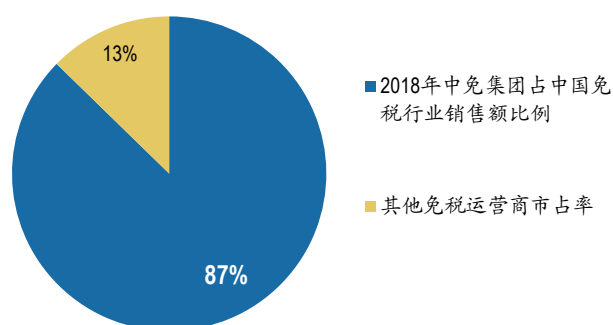
数据来源：Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

四、渠道的未来：格局稳固、政策支持、模式优化、定价优势扩大

（一）竞争格局稳固：机场标段集中、品牌渠道策略平稳，零售商格局稳固

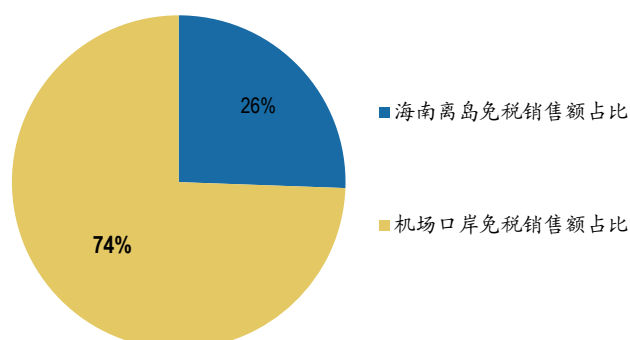
中国免税行业零售商层面集中度大幅提升：2018年我国免税业龙头中免集团的国内市占率达到87%，我们测算19年中免国内市占率或超过90%。2017年以来中免集团国内市占率大幅提升，主要由于中免集团通过收购日上免税行，以及持续竞标获得北京、上海、广州、中国香港和中国澳门等国内核心枢纽机场免税特许经营权，我国机场免税行业零售商集中度大幅提升，考虑到机场及口岸免税渠道是我国免税产业主要销售渠道（2018年占比高达74%），核心机场免税标段运营权的快速集中驱动我国免税行业集中度大幅提升。

图25：18年中免集团国内市占率为87%



数据来源：中国国旅 2018 年年报、广发证券发展研究中心

图26：18年我国机场和口岸渠道免税销售额比例74%



数据来源：中国国旅 2018 年年报、广发证券发展研究中心

此外，2018年10月中免集团控股股东中国旅游集团通过与海南省国资委划转股份实现持有海免公司51%股权，2019年3月中免集团实现托管海免公司51%股权，4月实现对海免公司独家供货，中免集团在海南离岛免税渠道份额得到巩固强化，未来随着定位全球最大单体免税店的海口国际免税城项目的落地，中免集团在海南免税市场的主导地位有望进一步加强。

随着全国核心机场标段的免税销售集中化、规模化发展，海南离岛免税市场在中免引领大型项目投入建设背景下大店模式驱动成长，中国免税产业零售商环节格局稳固，免税龙头掌握核心国际机场和海南离岛客流量，凭借较强的招商经验和渠道谈判力，有望持续巩固国内份额、提升我国免税产业国际竞争力，引领消费渠道回流。

表9：中国主要大型国际机场免税标段经营权集中度提升

机场	免税销售额(19年)	经营期限	中标、收购和并表进度	面积	机场国际客流量	提成&保底金额
上海浦东国际机场、上海虹桥机场	151.49 亿元	合同期限自 2019 年 1 月 1 日始至 2025 年 12 月 31 日止；其中浦东机场 T1 进出境免税场地自 2022 年 1 月 1 日起始，卫星厅自启用日起始	2018 年 2 月 27 日，中免公司拟 15 亿元收购日上上海 51% 股权；7 月 19 日公告日上上海中标浦东和虹桥机场免税店项目；2018 年 3 月开始日上上海开始并表	浦东机场合计 16915 平方米（其中 T1 出境 2465.3、进境 821；T2 出境 3431.07、进境 1136；卫星厅 S1: 4678、S2: 4384）；虹桥机场 2088 平方米；	浦东国际机场 2019 年国际和地区旅客吞吐量 3851 万人次（+2.5%）	浦东机场 2019-25 年保底销售提成总额 410 亿元（2019-25 年分别为 35、42、46、63、69、75、81 亿元），综合销售提成比例 42.5%（分品类：香化+烟酒+食品 45%；百货 25%）浦东 T1 自 2022 年起，卫星厅自启用日起始；虹桥保底 20.71 亿元，综合销售提成比例 42.5%
北京首都国际机场	85.89 亿元	经营期限为 8 年	2017 年 3 月中免集团收购日上中国 51% 股权；2017 年 7 月 5 日公告中免集团为首都机场 T2 免税中标人，日上中国为 T3 中标人；日上中国于 2017 年 4 月实现并表	T2 面积约 3603 平方米（出港 3,186.09、进港 416.56）；T3 面积 1.14 万平方米（出港 9,461.43、进港 1,938.72）	首都国际机场 2019 年国际和地区旅客吞吐量达到 2757 万人次（+0.7%）	T2：首年保底经营费用 8.3 亿元，销售额提取比例 47.5% T3：首年保底经营费用 22 亿元，销售额提取比例 43.5%
北京大兴国际机场	-	经营期为 10 年	2019 年 3 月 14 日公司公告中免公司中标北京大兴国际机场烟酒食品和香化、精品标段两个标段免税业务；2019 年 6 月 6 日设立中免集团北京大兴机场免税品有限公司	合计 5133.4 平方米（烟酒食品 1666、香化精品 3467.4）	目标在 2021 和 2025 年分别实现旅客吞吐量 4500 和 7200 万人次	烟酒食品标段，中免投标基准年保底经营费 2.3 亿元，销售额提取比例 49%；香化精品标段保底 4.16 亿元，销售额提取比例 46%
广州白云机场	19.22 亿元	T2 出境店：8 年（2018 年 2 月 1 日至 2026 年 1 月 31 日）；进境免税：协议截止 T2 启用日（2018 年 4 月）起满六年之日，可延长 3 年	2017 年 10 月 9 日白云机场与中免集团签署广州白云机场二号航站楼出境免税店经营合作协议；2017 年 5 月 6 日白云机场与中免集团签署进境免税项目经营合作协议	T2 航站楼出境 3544 平方米；T1 进境 400 平方米；T2 进境 700 平方米	广州白云机场 2019 年国际和地区旅客吞吐量 1871 万人次（+8.0%）	月保底销售额 3292 万元，提成比例 35%； 月保底销售额 5889 万元（T1+T2），提成比例 42%
中国香港国际机场	24.02 亿元	经营期限从 2017 年 11 月 18 日至 2024 年 9 月 30 日	2017 年 4 月 5 日成功中标；7 月 11 日正式签订合同；11 月 18 日 Duty Zero 试运营，2018 年 7 月 12 日全部面积正式开业	3400 平方米	香港国际机场 2019 年接待旅客 7154 万人次（-4.2%）	未披露
中国澳门国际机场	-	经营期限为 5 年	2018 年 5 月 24 日，中免联合皇权免税获得澳门机场获得澳门机场免税经营权	1130 平方米	澳门国际机场 2019 年接待旅客 961 万人次（+16%）	未披露

数据来源：Wind、中国国旅、上海机场和北京首都机场股份关于重大合同签订的公告、广发证券发展研究中心

（二）免税政策优化：离岛免税政策有望持续放宽，增设市内免税店带来增量

海南离岛免税政策持续放宽：2020年3月25日，海南省人民政府发布的《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》提出：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。

2020年5月6日，海南省委办公厅、省政府办公厅近日联合印发《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》，提出“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。”

2020年3月13日，国家发改委发布《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》首次提出了建设中国特色免税体系为目标，坚持服务境外人士和我出境居民并重，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。根据居民收入水平提高和消费升级情况，适时研究调整免税限额和免税品种类。

表10: 2020年3月25日海南省政府发布海南旅游业疫后重振计划, 提出扩大消费限额、扩大网络销售规模

日期	文件/会议名称	发布机构	摘要
2020/5/6	《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》	海南省委办公厅、省政府办公厅	实施促进旅游消费新举措。开展“海南人游海南”活动。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。
2020/3/25	《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》	海南省人民政府	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。(责任单位: 省财政厅、省商务厅、省旅游和文化广电体育厅、海口海关)
2020/03/27	刘赐贵与中国旅游集团举行视频工作会议	海南日报	把做大免税购物作为海南自贸港建设早期安排的重要内容; 提高免税限额, 加强国际合作, 丰富免税商品, 优化商品结构, 增加购物网点, 促进线上购物, 建立激励机制, 有效引导境外消费回流; 中旅集团将制定年度行动计划, 强化旅游消费推广, 把国内游的重点市场放在海南, 多措并举坚决完成海南免税购物营业目标, 助力海南自由贸易港和国际旅游消费中心建设。
2020/03/25	刘赐贵主持召开省委常委会议暨省委深改委、省委自贸区(港)工委会议	海南省委常委会会议	加快推动海南自贸港早期安排取得早期收获; 消费便利化是自贸港建设的重要标志; 丰富商品种类, 增加免税店, 创新提货方式, 引进竞争机制, 引导境外消费回流
2020/3/24	省商务厅相关负责人解读海南旅游业疫后重振计划	海南省商务厅	1、发放15万张“健康一码通”专属优惠券, 4家免税店通用 2、增加海南离岛补购功能, 涵盖护肤、彩妆香氛、腕表、配饰、箱包、奶粉等商品, 已经离岛的旅客在180天内可将尚未使用完的离岛免税额度在补购线上平台继续选购, 该平台上线4天销售额就突破800万元 3、免税购物政策或将更开放 将积极引进世界著名免税销售主体

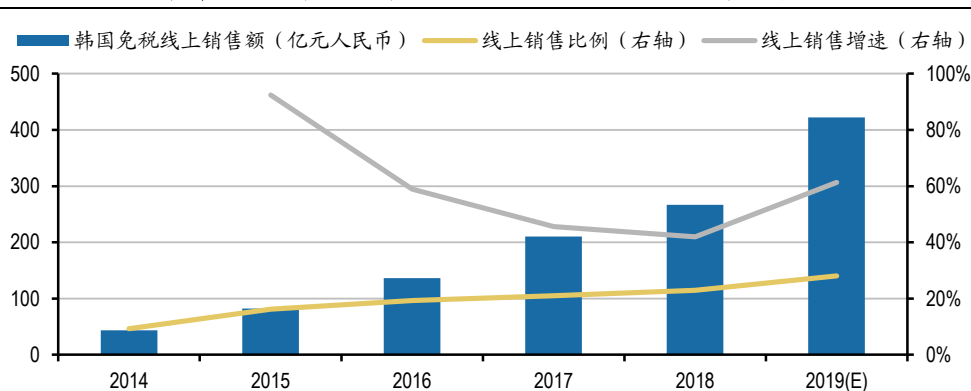
数据来源: 海南日报、广发证券发展研究中心

(三) 扩大线上比例: 线上免税销售持续快速增长, 提升渠道转化率和利润率

中免线上免税业务: 2019年中免集团成立新零售事业部、并推动重点机场线上预订业务, 目前北京、上海、杭州、海南、西安、广州等免税店已形成线上线下一体化销售模式。对比韩国免税行业来看, 我国线上免税业务方兴未艾, 发展空间较大。

韩国免税线上销售额比例持续提升, 目前韩免线上比例接近30%: 2019年韩国免税在线销售比例高达28%, 线上免税销售规模超过400亿元人民币。2015年以来韩国免税线上渠道销售比例不断提升, 近5年累计提升18.7个百分点, 年复合增速高达55%, 线上免税渠道的高速增长为驱动韩国免税销售总额高速增长核心驱动力之一。

图27: 2019年韩国免税在线销售比例达28%, 线上免税销售规模超过400亿元

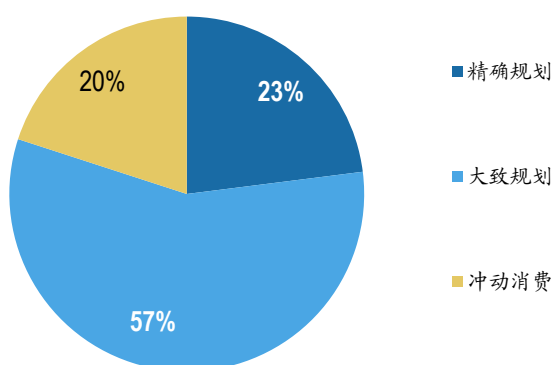


数据来源: 韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

线上免税销售为消费者创造便利性价值，80%消费者在旅行前已经有购物规划：全球高端化妆品和奢侈品品牌将营销预算大幅度倾斜投放至亚太和中国市场的数字化媒体和社交媒体，驱动亚太和中国消费者的购物全流程从规划、比价和交易的行为闭环逐环节逐渐迁移至线上，而旅游零售渠道作为高端品牌的主要增量增长渠道，免税销售线上化发展也是顺应符合高端品牌领域营销+渠道互联网化的大趋势。

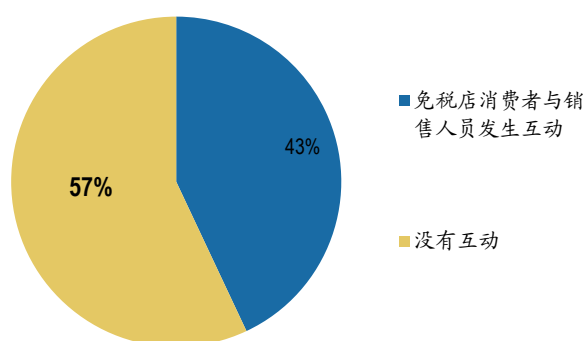
国际免税行业协会19年Q3数据显示，从消费者触达的媒介渠道分布来看，86%的消费者通过线上渠道接触了解商品和购物渠道信息，线上媒介是主要的触达渠道。国际免税行业协会19年Q3数据显示，接近80%的旅游零售消费者在出行前已经有购物规划（消费动机中冲动消费占比仅为20%），23%的消费者在出行前已经有“明确的”购物规划，需求明确包含特定产品或特定品牌。同时，国际免税行业协会19Q2数据显示旅游零售渠道消费者购物过程中，有超过一半（57%）消费者没有跟店内销售人员产生互动。我们认为对于行前已经有明确购物意愿规划、且习惯自主购物的消费者，线上预定+离境提货的免税商品销售模式或能够带来较大的渠道价值。

图28：19年Q3调研数据显示：近80%的免税店消费者出行前已经有购物规划



数据来源：国际免税行业协会、广发证券发展研究中心

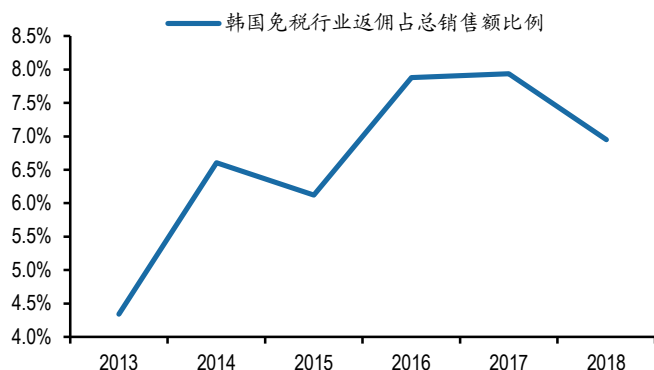
图29：19年Q2调研数据显示：超过一半消费者在免税店购物未与销售人员互动



数据来源：国际免税行业协会、广发证券发展研究中心

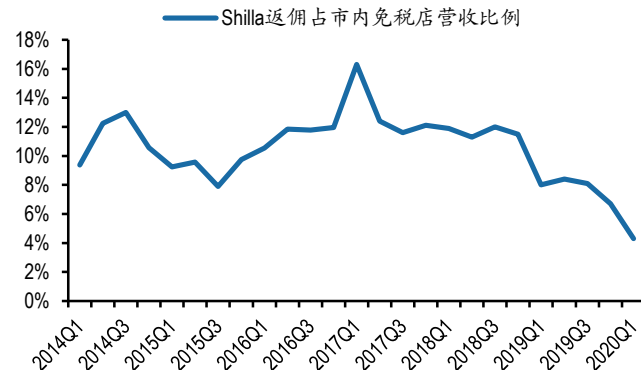
免税销售线上化发展驱动渠道利润率提升：线上预定+离境提货的线上免税模式大大提高了消费者的购物便利性，驱动免税渠道的线上销售持续高速增长，线上免税销售的占比提升在一定程度上提升了韩国免税产业的渠道效率，2018年韩国免税行业返佣占免税销售额比例为7%，出现接近1个百分点的降幅，2019年韩免龙头新罗免税返佣占新罗市内免税销售额比例7.6%，同比大幅下降了4个百分点，韩国免税零售环节利润率有所回升。

图30：2018年韩国免税行业返佣占销售额比例下降



数据来源：韩国免税业协会、广发证券发展研究中心

图31：19年返佣占新罗市内免税销售额下降4pct



数据来源：公司历年财报、广发证券发展研究中心

（四）龙头规模提升：优化品牌选品，加深价格优势、开发渠道专供，构筑渠道品牌护城河

中国免税龙头销售规模跃升、全球排名领先：根据Moodie Davitt Report历年全球免税零售商排名，我国免税运营商龙头中免集团的全球销售额排名不断提升，从2010年的第20位不断提升至2018年全球第4位。2019年中免集团实现年销售额474亿元人民币，19年乐天免税销售额超过10万亿韩元（约合人民币603亿元），19年Dufry实现销售额88.5亿元瑞士法郎（约合人民币636亿元）、19年韩国新罗免税店实现销售额5.2万亿韩元（约合人民币314亿元），考虑到中免集团19年营收增速高达37.4%，营收增幅高于Dufry（+1.9%）和新罗免税（+22.9%），也高于韩免整体23.7%的增速，考虑疫情扰动下渠道回流，中免营收规模继续扩张、全球排名冲击前三可期。

表11：中免集团零售规模全球排名不断提升，2018年居全球第四，有望冲击全球前三

全球排名	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
1	DFS	DFS	DFS	DFS	Dufry	Dufry	Dufry	Dufry	Dufry
2	Dufry	Lagardère	Dufry	Dufry	DFS	DFS	Lotte	Lotte	Lotte
3	Lagardère	Dufry	Lagardère	Lagardère	Lotte	Lotte	DFS	Lagardère	Shilla
4	Autogrill	Lotte	Lotte	Lotte	Lagardère	Lagardère	Lagardère	DFS	中免集团
5	Lotte	Autogrill	Autogrill	Heinemann	WDF	Heinemann	Shilla	Shilla	Lagardère
6	Nuance	Nuance	Heinemann	WDF	Heinemann	Shilla	Heinemann	Heinemann	Heinemann
7	Heinemann	Dubai	Nuance	Nuance	Shilla	King Power	King Power	King Power	DFS
8	Dubai	Shilla	Shilla	Shilla	Dubai	Dubai	Dubai	中免集团	King Power
9	ARI	Heinemann	Dubai	Dubai	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	Shinsegae
10	Shilla	Ever Rich	Ever Rich	Ever Rich	King Power	日上免税行	日上免税行	Dubai	Dubai
11	DFA	DFA	King Power	KingPower	日上免税行	DFA	DFA	DFA	Ever Rich
12	King Power	King Power	ARI	日上免税行	DFA	中免集团	中免集团	Shinsegae	DFA
13	WHSmith	ARI	DFA	DFA	中免集团	ARI	ARI	ARI	ARI
14	JATCo	WHSmith	中免集团	中免集团	ARI	Starboard	Starboard	Starboard	JATCo
15	Tallink	日上免税行	日上免税行	ARI	Starboard	WHSmith	Shinsegae	WHSmith	Starboard
16	JR	中免集团	Sky	WHSmith	JR	JR	WHSmith	JR	WHSmith
17	日上免税行	Tallink	WHSmith	Tallink	WHSmith	Sky	JR	Sky	Doota
18	Starboard	JR	Tallink	JR	King Power	JATCo	Sky	DFASS	NAA
19	Sky	Sky	JR	KingPower	DFASS	DFASS	DFASS	Flemingo	Flemingo
20	中免集团	Starboard	JATCo	DFASS	Sky	Tallink	JATCo	NAA	DFASS

数据来源：Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

渠道专供商品开发、加深价格优势：目前旅游零售渠道购物者以“日常消费”需求为主，冲动消费占比低。亚太旅游零售商和品牌商持续共同开发各类大容量规格、符合中国消费者“囤货”和“尝新”需求的高性价比免税渠道套装。渠道特供产品开发迎合主体消费者价值诉求。目前亚太免税核心品牌的旅游零售渠道专供套装相较于国内有税渠道定价具备较强价格竞争力，部分品牌能够通过价格优势撬动具备大体量和高增速两大优势的免税渠道，从而提升品牌的中国消费者市场份额。

表12：核心品牌旅游零售渠道专供套装相较于国内有税渠道定价具备较强价格竞争力（单位：人民币元/件）

产品名称	旅游零售渠道限定套装	规格	海南离岛免税价格	折合单件	套装单件较有税价 (折合同规格) 价格优势
兰蔻新清滢柔肤水套装	兰蔻粉水套装	400ML*3	880	293	30%
科颜氏科颜氏高保湿霜套装	科颜氏高保湿面霜套装	125ML*2	721	361	28%
兰蔻全新精华肌底液套装	兰蔻小黑瓶套装	100ML*2	1850	925	46%
雅诗兰黛特润修护肌透精华露两支装	雅诗兰黛小棕瓶套装	100ML*2	1742	871	49%
资生堂红妍肌活精华露组合	资生堂红腰子套装	100ML*2	1928	964	51%
SK-II 肌因光蕴环采钻白精华露	SK-II 小灯泡套装	50ML*2	2058	1029	33%
SK-II 护肤精华露两瓶装	SK-II 神仙水套装	230ML*2	2058	1029	33%
娇韵诗双萃焕活修护精华露	娇韵诗双萃套装	50ML*2	1180	590	39%
特润修护精华眼霜两支装	雅诗兰黛眼霜套装	15ML*2	680	340	33%
旅行独享红色唇膏 3 支装	M.A.C 魅可口红套装	3g*3	332	111	35%

数据来源：三亚国际免税城官网、天猫旗舰店、广发证券发展研究中心

品牌丰富和优化：优化品牌结构，不断引进消费者喜爱的国际知名品牌、丰富商品结构。满足旅客对免税店有更丰富的品牌选择的需求。品牌矩阵涵盖更多时尚品牌，价格带覆盖度更广，并且打造更多国际一线品牌旗舰店。通过与品牌方合作开展多样化的节日主题活动，提升渠道品牌力、以及提升免税商业综合体作为高端品牌塑造渠道的产业地位。

表13：海南离岛免税商店品牌丰富度不断提升

集团	品牌	渠道	开业日期	定位
Sungjoo Group	MCM	海口日月广场免税店	2020年1月22日	
欧莱雅集团	赫莲娜	海口日月广场免税店	2020年1月15日	
娇韵诗公司	娇韵诗	海口日月广场免税店	2020年1月14日	
LVMH	娇兰	海口日月广场免税店	2020年1月6日	
欧莱雅集团	科颜氏	海口日月广场免税店	2019年12月24日	
LVMH	馥蕾诗	海口日月广场免税店	2019年12月19日	
雅诗兰黛集团	海蓝之谜	海口日月广场免税店	2019年12月16日	
KOSE 集团	黛珂	海口日月广场免税店	2019年12月12日	
雅诗兰黛集团	雅诗兰黛	海口日月广场免税店	2019年10月22日	
欧莱雅集团	修丽可	三亚海棠湾国际免税城	2019年11月7日	
雅诗兰黛集团	雅诗兰黛	三亚海棠湾国际免税城	2018年12月20日	重装开业：140平方米的品牌最大旅游零售门店
雅诗兰黛集团	格莱魅	三亚海棠湾国际免税城	2019年8月5日	
周大福珠宝集团	周大福		2019年5月16日	
LVMH集团	FENDI	三亚海棠湾国际免税城	2017年12月21日	
欧莱雅集团	Giorgio Armani彩妆	三亚海棠湾国际免税城	2017年12月12日	旗舰免税精品店
Prada集团	Miu Miu	三亚海棠湾国际免税城	2015年2月5日	
Prada集团	Prada	三亚海棠湾国际免税城	2015年2月5日	超过400平方米

数据来源：Moodie Davitt、三亚国际免税城官网、广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

表14：国际美妆集团在三亚免税店持续营销投入开设快闪店推广品牌

集团	品牌	活动名称	活动时间、内容
LVMH	Fresh	三件 75 折	4 月 1-30 日 Fresh 产品任三件 75 折
Tory Burch LLC	ToryBurch	7 折	七折
LVMH	Fresh	3.8 女神节限时快闪优惠	2020 年 3 月 8 日全线产品 75 折
雅诗兰黛	雅诗兰黛	秘幂假日快闪店	2019 年 12 月 14-30 日杨幂亲临
宝洁	SK-II	FANTASISTA 快闪店	2019 年 12 月 17 日、免税限定套装
雅诗兰黛	海蓝之谜	海蓝之谜奇迹之源快闪店	2019 年 11 月 9 日杨祐宁亲临
LVMH	迪奥	真我美梦成真快闪店	2019 年 10 月 11-19 日美妍荟课堂
欧莱雅	科颜氏	科颜氏爱海南三亚快闪店	2019 年 9 月 1 日
雅诗兰黛	祖玛珑	祖玛珑快闪店	2019 年 7 月 4 日
爱茉莉太平洋	雪花秀	雪花秀 Universe 快闪店	2019 年 7 月 6 日宋慧乔亲临
欧莱雅	YSL	圣罗兰海棠湾快闪店	2019 年 6 月 3-30 日
欧莱雅	阿玛尼	阿玛尼美妆全球巡回快闪店	2019 年 5 月 10 日郑恺亲临
雅诗兰黛	悦木之源	“极地雪屋”快闪体验店	2019 年 5 月 8 日董又霖亲临
雅诗兰黛	倩碧	倩碧 iD 限时快闪	2019 年 4 月 1-29 日智能肌肤诊断系统
雅诗兰黛	雅诗兰黛	新春幂悦快闪店	2018 年 12 月 21-26 日杨幂亲临
欧莱雅	兰蔻	兰蔻「小黑瓶」快闪店	2018 年 11 月 2-29 日周冬雨亲临
欧莱雅	科颜氏	科颜氏 Loves Hainan 快闪店	2018 年 9 月黄致列亲临
欧莱雅	阿玛尼	全球巡回快闪店 Armani Box	2018 年 5 月张静初亲临

数据来源：三亚国际免税城官网、广发证券发展研究中心

海南进口便利化、免税零售商经营效率提升：海南各级政府在进口商品通关、税务办理等方面不断出台措施、简化流程。海南自贸港建设的系列政策便利免税商品运营企业发展，改革通关便利化、启动“两步申报”的报关模式试点，缩短进口商品通关从电子申报到货物放行平均耗时，加快进口免税品货物申报、提离速度，从全要素105个项目申报精简到最少只需申报9个项目，通关效率大幅提高。2019年中免海南运营总部完成采购批发和结算业务的转移，运营效率不断提升。

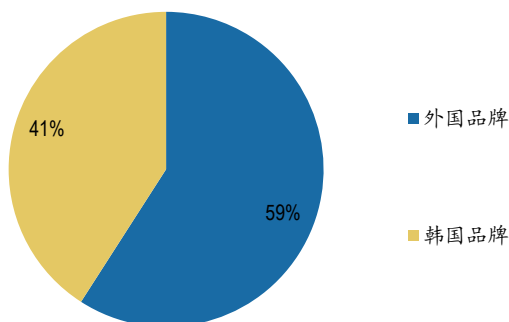
（五）构筑渠道品牌力：长期或助推国产商品提升品牌力，免税具备发展渠道自有品牌潜力

政策引导我国免税店设立国产品销售区：3月13日国家发改委发布的《关于促进消费扩容提质 加快形成强大国内市场的实施意见》中提出：在免税店设立一定面积的国产商品销售区，引导相关企业开发专供免税渠道的优质特色国产商品，将免税店打造成为扶持国货精品、展示自主品牌、传播民族传统文化的重要平台。

韩国免税店销售韩国本土化妆品销售额比例较高：根据韩国免税业协会数据，18年韩国免税行业品类结构中香化占比60%，其中市内店渠道香化品类占比65%。18年韩国免税店销售的化妆品销售额中来自韩国本土品牌和国际品牌比例约为4: 6。根据DFN数据，2017年韩国免税店化妆销售额中的国产商品和外国产商品的销售额分

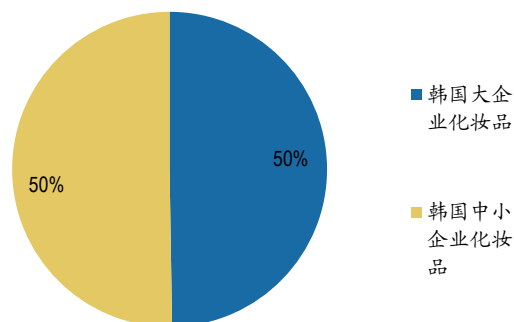
别达到3.10万亿韩元和4.48万亿韩元，占总销售额比例分别为40.9%和59.1%。而在韩国本土生产的化妆品销售额中，大型韩国化妆品企业和中小企业的免税店销售额分别为1.55和1.56万亿韩元，占比分别为49.7%和50.3%。

图32：2017年韩国本土品牌化妆品销量占比41%



数据来源：DFN、广发证券发展研究中心

图33：2017年韩国免税店韩国化妆品销售额中大企业和中小企业约各占一半



数据来源：DFN、广发证券发展研究中心

强势高端美妆零售商长期具备发展渠道自有品牌潜力：由于目前旅游零售渠道占高端化妆品消费比重不断增大，且头部核心旅游零售商掌握全球主要大型国际枢纽机场核心选址和国际一线旅游目的地核心商业物业。掌握核心商业选址意味着头部旅游零售商拥有具备品牌塑造力的稀缺高端渠道。在渠道优势的基础上，如果同时能结合制造端、供应链优势，结合韩国和欧美的经验来看，旅游零售商等各类强势高端美妆零售商长期拥有发展形成渠道自有品牌的潜力，挖掘占据产业链更深价值。

乐天免税+爱茉莉：2020年2月，乐天免税店和爱茉莉太平洋合作推出旅游零售渠道专享新品牌Sienu时妍露。这是免税运营商首次与化妆品公司深度合作，免税运营商参与从品牌开发阶段一直贯穿到产品的发布和分销。品牌将在乐天免税店线下和线上发售，并且通过爱茉莉太平洋的电商平台销售，并且通过KOL网红营销。

新世界免税：新世界集团拥有百货和免税两大高端零售渠道，同时也拥有化妆品品牌Vidivici和化妆品专营店渠道Chicor。新世界集团12年收购化妆品品牌Vidivici，17年以来Vidivici通过免税渠道快速增长、助力新世界国际实现扭亏，18年Vidivici销售额超过1000亿韩元。18年新世界再推出新化妆品品牌Yunjac以期复制Vidivici的成功。

LG生活健康/爱茉莉太平洋：爱茉莉太平洋旗下的雪花秀、兰芝品牌，以及LG生活健康旗下的Whoo后等品牌都在2008至2010年品牌快速扩张期都通过亚太以至全球的免税渠道实现了弯道超车，在欧美日品牌主导的高端化妆品领域抢占快速提升了高端护肤的市场份额。2018年Whoo后品牌全球销售额达到2.6万亿韩元（约合人民币160亿元），成为韩国首个销售额突破2万亿韩元的化妆品品牌。

Sephora丝芙兰/Olive Young/Chicor：高端和新锐化妆品连锁专营店普遍通过开发渠道自有品牌提升渠道销售额、渠道利润率和渠道品牌力。

表15: 高端化妆品凭借免税渠道提升份额、优质高端美妆零售商具备发展自有品牌潜力

渠道/化妆品集团	日期	合作方	推出品牌	品牌特点
乐天免税店	2020	爱茉莉太平洋	Sienu时妍露	乐天免税40周年。免税店零售商首次与化妆品公司合作：从品牌开发阶段一直贯穿到产品的发布和分销
新世界免税/百货	2012（收购）	同集团旗下新世界国际	Vidivici	面膜、洁面产品，自有化妆品品牌助力新世界国际扭亏为盈，2018年销售额超过1000亿韩元
新世界免税/百货	2018年10月	同集团旗下新世界国际	Yunjac	中草药护肤品牌Yunjac，通过免税渠道吸引海外消费者，有望复制Vidivici的成功
爱茉莉太平洋	雪花秀品牌成立于1997年	-	Sulwhasoo雪花秀、Laneige兰芝	2015和2016年Sulwhasoo雪花秀品牌位居韩国免税店品牌第一位。2015年雪花秀品牌营收达到1万亿韩元
LG生活健康	2006年	-	Whoo后	韩国皇室草本概念。Whoo后品牌面向中国高端化妆品消费者，通过韩国免税店和中国百货渠道扩大销售规模和品牌力。2018年后成为韩国首个销售额突破2万亿韩元的品牌，2018和2019年后品牌都均居于韩国免税店营收规模第一位
Sephora丝芙兰	2002年	-	Sephora	高端化妆品专营店Sephora自有品牌定位入门级高端化妆品，自有品牌收入与占比不断提升，为零售业务提升盈利
Olive Young	2007年	-	在多个细分市场推出多个自有产品线	2015年推出WAKEMAKE'眼妆系列和ROUND A'ROUND生活方式品牌；2013年推出XTM Stylehomme男士护肤线和药妆品牌BOTANIC HEAL boH；2012年推出天然护肤线Shingmulnara；2011推出彩妆线Elle Girl
Chicor新世界集团	2016	新世界集团化妆品部门	Chicor希阔	Chicor作为化妆品专卖店渠道品牌于2016年推出，此后推出渠道自有同名品牌身体护理和彩妆产品

数据来源：LG 生活健康公司官网、爱茉莉太平洋公司财报、新世界公司财报、Moodie Davitt、广发证券发展研究中心

五、投资建议：离岛免税渠道韧性增长，中免龙头引领消费回流

在全球疫情冲击下，消费需求回流国内免税渠道可期，海南离岛免税渠道或率先复苏、线上销售助力韧性成长。中长期来看，高端品牌引领化妆品消费升级趋势不变、我国免税产业政策持续升级、机场/市内业主方和免税运营商资本开支持续加码，或共同驱动行业景气度持续向好。与此同时，中免集团自身规模增长、渠道扩张驱动中免市场份额提升和产业议价力持续增强，未来中免营收规模有望持续增长，盈利能力保持稳健，引领我居民海外消费回流、跻身全球免税运营商头部产业地位。

六、风险提示

天气、疫情等灾害事件性因素影响居民出行、宏观经济影响消费需求、机场免税业务盈利下降、免税产业政策变化、行业竞争加剧、汇率波动。

广发社会服务行业研究小组

沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。

安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。

张雨露：资深分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017 年社会服务行业新财富入围。

康凯：研究助理，北京大学数学硕士，2017 年社会服务行业新财富入围。

高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广

广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

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

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。