

强于大市

市内免税专题

利好政策渐行渐近，口岸市内共享增量蛋糕

随着跨境游逐步复苏，以及在促内需的大环境下，我们认为国内市内免税政策有望逐步放宽，且市内免税与口岸免税分流有限，两者有望共同做大蛋糕。国内免税商不断提升供应链建设、运营管理能力促进内生增长，韩国代购经济衰落引发在韩免税消费回流，总体增长潜力较大。维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

■ 市内免税

1) **政策推进不及预期？**参考韩国市内免税和海南离岛免税的发展历程，我们认为市内店的推进是一个循序渐进的过程。我们认为，从当前时点来看，短期内新政可能不会大力积极推进；但从趋势上来看，政策放宽确定性较强。且有望从额度、品类、购物场景、门店数量等方面展开。

2) **渠道分流 OR 做大蛋糕？**我们认为市内免税会对口岸免税造成分流，但是影响有限，总体还是共同做大蛋糕的趋势。市内店胜在面积、服务、租金成本；口岸店胜在流量、便捷程度；两者面向人群并不完全重叠，有望形成差异互补。国内免税市场仍有较大增长潜力和空间：一方面，韩免对代购经济的打击有望推进中国游客在韩免税消费的回流；另一方面，国内免税运营商在运营、品牌等方面优势渐显，有望形成内生增长。

■ 免税行业跟踪

1) **离岛免税：**受 1 月春节及元旦高基数影响，2 月海南过夜游客环比略有下滑。三亚凤凰机场近两周共执行航班 5653 架次，环比-0.5%，出现小幅回落；海口美兰机场近两周共执行航班 6879 架次，环比+0.2%。

2) **口岸免税：**国际及地区航班执飞量及旅客吞吐量持续回升。近两周我国国际客运航班执行量分别为 2653、2332 架次，恢复至 19 年同期的 18.57%、16.28%。2 月北京首都机场、广州白云机场、上海机场国际和地区航线旅客吞吐量分别为 18.42、26.60、28.92 万人次，同比分别+296.13%、+560.44%、222.00%；环比分别+59.58%、+77.21%、50.34%。

■ 海外免税跟踪

2023 年 1 月韩国免税店销售额为 6.4 亿美元，同比-34.0%/环比-38.0%。其中国内游客销售额为 1.6 亿美元，外国游客销售额为 4.8 亿美元，占比 74.9%。免税购物 143.4 万人次，同比+120.1%/环比+13.3%，整体呈增长趋势。其中国内游客为 118.9 万人次，外国游客为 24.5 万人次，占比 17.1%。总体客单价为 448 美元，其中国内游客为 135.7 美元，外国游客为 1961.6 美元。随着韩国对代购渠道的打击，外国游客客单价创疫情以来新低，对整体客单价形成了拖累。

投资建议

■ **推荐中国中免：**短期内关注各渠道客流恢复以及海南地区备货状况；中长期来看，公司作为行业龙头，充分享受供应链、规模等优势。22 年项目扩容有望在今年带来增量效应，出入境逐步放开后市内免税政策推进预期强化，收购中出服股权迅速占领市内免税市场，业绩增长可期。**推荐王府井：**有税业务奠基，疫后恢复态势良好。万宁离岛免税店逐步推进，旗下有税门店提前卡位国内一线城市优质区位，深耕零售行业积累运营经验、品牌资源，预期将受益于市内免税政策的红利。

评级面临的主要风险

■ 疫后需求恢复不及预期、免税市场竞争激烈、政策推动不及预期。

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

商贸零售：商贸零售

证券分析师：李小民

(8621)20328901

xiaomin.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300522090001

联系人：宋环翔

huanxiang.song@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300122070014

目录

1 市内免税：利好政策渐行渐近，口岸市内共享增量蛋糕.....	4
1.1 政策推进不及预期？	4
1.2 渠道分流 OR 做大蛋糕？	6
2 免税行业跟踪	8
2.1 离岛免税：2 月海南过夜游客数量环比小幅下滑	8
2.2 口岸免税：国际及地区航班执飞量及旅客吞吐量持续回升	10
2.3 重点资讯	11
3 海外免税跟踪	12
3.1 韩国免税：1 月消费人数呈增长趋势，外国消费者客单价明显承压	12
3.2 重点资讯	13
风险提示	14

图表目录

图表 1. 我国市内免税店类型（除海南以外）	4
图表 2. 韩国免税行业发展历程	4
图表 3. 海南离岛免税政策发展历程	5
图表 4. 政策延伸方向预判	5
图表 5. 机场免税经营费用扣点率较高	6
图表 6. 我国境内奢侈品消费占比逐步提升	6
图表 7. 国人海外奢侈品消费逐渐回流	6
图表 8. 2017 年中国赴韩游客大幅下滑	7
图表 9. 疫前韩国免税销售额主要由外国人贡献	7
图表 10. 中国人在韩免税销售占比逐步提升	7
图表 11. 三亚凤凰机场旅客吞吐量	8
图表 12. 海口美兰机场旅客吞吐量	8
图表 13. 2023 年海南机场航班执行数量	8
图表 14. 三亚市过夜游客人次	9
图表 15. 海口市过夜游客人次	9
图表 16. 海南各免税商线上渠道折扣率	9
图表 17. 全国国际航班执行量及恢复程度	10
图表 18. 北上广重点机场国际&地区航班架次	10
图表 19. 北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量	10
图表 20. 上市公司重点资讯	11
图表 21. 重点行业资讯	11
图表 22. 韩国免税月度销售额及同比增速	12
图表 23. 韩国免税月度购物人次	12
图表 24. 韩国免税月度客单价	12
图表 25. 重点行业资讯	13

1 市内免税：利好政策渐行渐近，口岸市内共享增量蛋糕

我国当前市内免税分为两种，一是针对归国人员，主要运营商为中出服，免税额度为 5000 元/人/年；另一种是针对离境外国游客，主要运营商为中国中免，没有额度限制。

图表 1. 我国市内免税店类型（除海南以外）

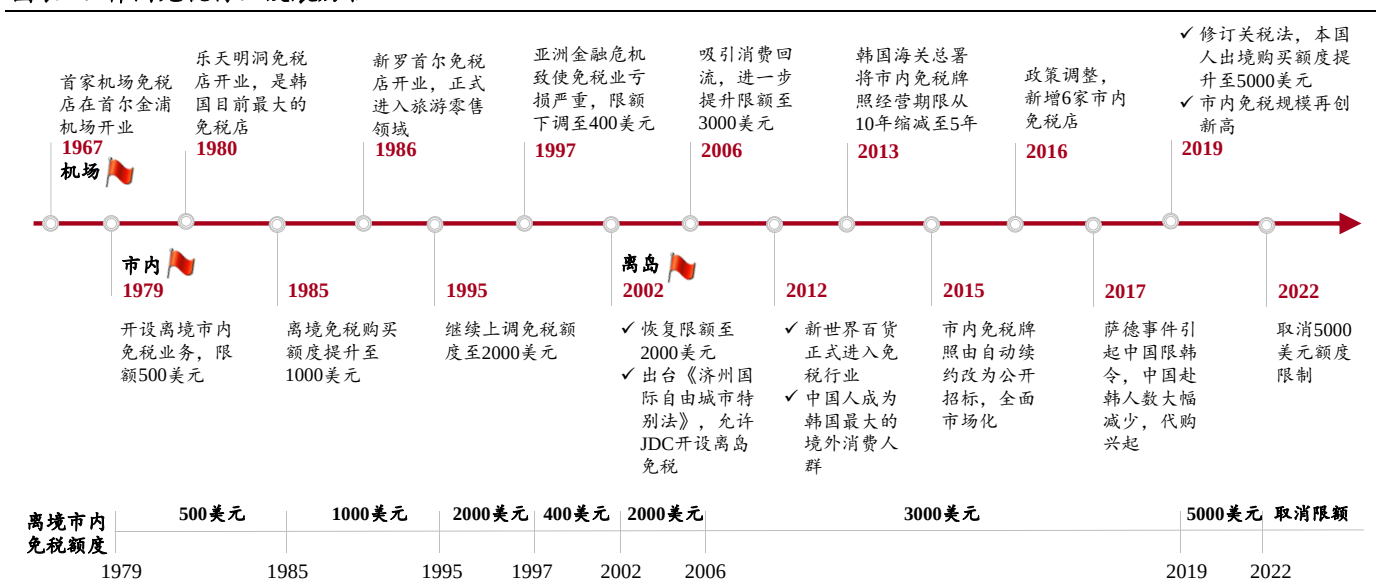
类型	适用对象	免税额度	提货方式	有资质的运营商	布局
归国人员市内免税店	180 天内有入境记录的 16 周岁以上的本国公民	5000 元/人/年	回国后凭机票和护照现场提货	中出服（中免持股 49%） 中侨（已被中免收购） 王府井	北京、上海、大连、青岛等城市，共 12 家 哈尔滨，共 1 家 尚未布局
离境市内免税店	外国及港澳台离境游客	无额度限制	出境前购物离境口岸提货（机场/港口）	中国中免 王府井	北京、上海、青岛、大连、厦门，共 5 家 尚未布局

资料来源：中免集团官网，中服免税公众号，中银证券

1.1 政策推进不及预期？

以韩国和海南为鉴，市内免税政策有望循序推进。参照韩国市内免税和海南离岛免税的发展历程：韩国从 1979 年起开设离境市内免税业务，历时 40 年，额度从 500 美元/人逐步增长至 2019 年的 5000 美元/人，2022 年由于疫情对免税销售冲击严重，韩国直接取消额度限制。海南自 2011 年开始进行离岛免税政策试点，最初购物额度为 5000 元/人/次，经过 10 年发展，2020 年额度提升至 10 万元/人/年，商品品类也由最初的 18 种逐步提升至 45 种。总体而言，两者的发展都是一个循序渐进的过程，海南整体进程更快。2020 年，发改委首次提出建设一批中国特色市内免税店，各地政府也在积极响应，但疫情对出境游造成较大冲击，导致市内免税政策端始终没有明确改善。当前在扩内需促消费以及出境游日渐复苏的背景下，利好政策有望渐行渐近。从时间节点上来看，今年国内经济仍处于弱复苏状态，短期内可能不会大力推进；但从趋势上来看，政策放宽的确定性较大。

图表 2. 韩国免税行业发展历程



资料来源：乐天免税官网，KDFA，韩国海关总署，产业信息网，moodie davitt，韩联社，中银证券

图表 3. 海南离岛免税政策发展历程

时间	2011.4.20	2012.12.1	2015.3.20	2016.2.1	2017.1.15	2018.12.1	2018.12.29	2020.7.1	2023.4.1
购买对象	18 周岁以上 离岛且不离 境的国内外 旅客, 包括岛 内居民	年龄调整为 16 周岁							
商品品种	18 种	21 种, 增加 美容及保健 器材、餐具及 厨房用品、玩 具	38 种, 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			增加部分医 疗器械商品		45 种, 增加 电子消费产 品等 7 类商 品, 仅限定化 妆品、手机和 酒类商品的 单次购买数 量	
购买额度	5000 元	8000 元		16000 元		3 万元		10 万元	
购物次数	岛外每人每 年 2 次; 岛内 每人每年 1 次			取消岛外居 民次数限制		取消岛外、岛 内居民次数 限制			
离岛方式	飞机				增加铁路		增加轮船		
提货方式	免税店购物, 机场提货				增加海口火 车站提货点		增加海口秀 英港、新海港 提货点	增加担保即 提和即购即 提方式	

资料来源: 财政部, 海关总署, 中银证券

我们认为目前政策可能从以下几个方面延伸:

购买额度提升: 当前针对国人的免税额度为 5000 元/人/年, 参考韩国和海南的发展历程, 放宽政策的主要方式为提升额度及品类, 可以有效提升客单价。我们认为当前市内免税额度较低, 放宽额度的可能性较大, 但初期提升空间有限, 可能会提至 10000-20000 元/人/年。

购买品类增加: 当前市内免税的品类较少, 且不可售卖烟酒, 放开品类限制会增加对消费者的吸引力, 同样对客单价提升有较大提振作用。

消费场景拓展: 当前我国的离境市内免税店对国人尚未开放, 仅可归国后购买, 而作为离境的最后一个消费场景, 消费者的需求已被众多渠道截取。若将离境适用人群拓展至国人, 将有效扩大消费客群, 从而提升销售规模。

门店数量增加: 当前我国针对国人的市内免税店仅有 13 家, 由于市内免税店针对有出入境记录的人群, 而此类人群多集中在经济较发达的城市, 其他地区的市场需求相对较小。参考疫情前的韩国, 50%的市内免税店均位于首尔, 因此我们认为门店有增加的可能性, 但不会在全国大面积铺设, 仍集中在一线和省会城市。

图表 4. 政策延伸方向预判

延伸方向	确定性&拓展性
购买额度提升	确定性较强, 初期拓展空间有限, 节奏不会太快
购买品类增加	确定性较强, 拓展性较强
消费场景拓展	确定性一般, 放宽后对口岸渠道影响最大
门店数量增加	确定性较强, 总体拓展数量受限

资料来源: 中银证券

1.2 渠道分流 OR 做大蛋糕？

市内分流有限，互补胜过竞争。首先，放开市内渠道对口岸渠道势必会造成分流，但我们认为影响有限。市内店胜在租金成本更低，门店面积拓展空间更大，可以提供更加优质的购物体验；而口岸店则主要体现在客流量较高，提货更加便携。我们认为机场店和市内店更多是优势互补，并不会形成完全竞争的态势。一方面，市内店仅针对从中国出发的境外游客和归国人员，而口岸店还有中转客流，该部分客源无法被分流。另一方面，口岸是离境的必经渠道，具有天然流量优势，部分进行随机购买的消费者无法被分流。且在市内店购买的商品仍需口岸提货，两者有望达成合作。

图表 5. 机场免税经营费用扣点率较高

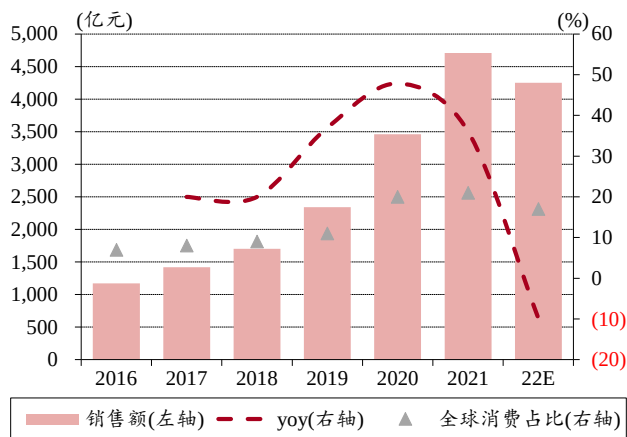
机场	标段	保底经营费用(亿元)	销售额提取比例(%)
大兴机场	烟酒、食品标段	2.3	49
	香化、精品标段	4.16	46
首都机场	T2 航站楼	8.3	47.5
	T3 航站楼	22	43.5
虹桥机场		20.71	42.5
浦东机场		410	42.5

资料来源：中国中免公司公告，中银证券

注：均为最初协议数据，疫情期间有另签订补充协议

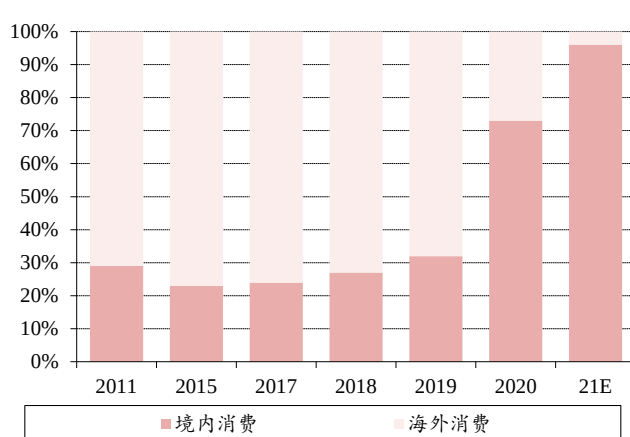
高端消费回流趋势不改。近年来疫情及政策红利加速了境外高端消费的回流，2020 年中国消费者在境内的奢侈品消费比例已超 70%。据 BCG《中国奢侈品市场数字化趋势洞察报告》，消费者增加在境内进行奢侈品消费的原因，34%为被动回流，38%为主动回流，28%为国内消费的主动增长。当前出境游逐步恢复，会造成结构性的消费外流。但伴随政策利好的释放，奢侈品境内外价差的缩小，疫情下消费习惯的培养等，未来境内免税市场仍有较大成长空间。

图表 6. 我国境内奢侈品消费占比逐步提升



资料来源：贝恩咨询，中银证券

图表 7. 国人海外奢侈品消费逐渐回流

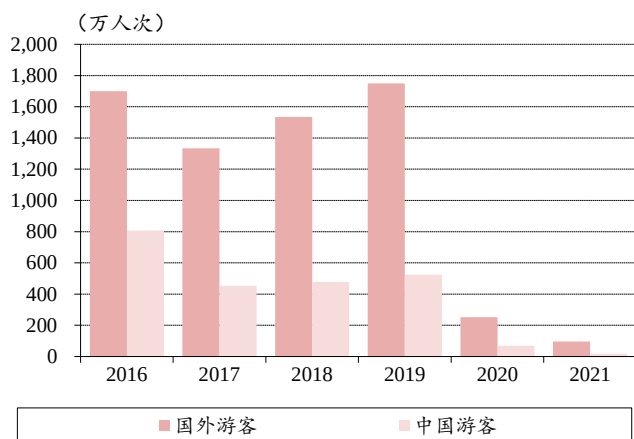


资料来源：贝恩咨询，中银证券

增量一：韩国代购经济衰落导致消费回流

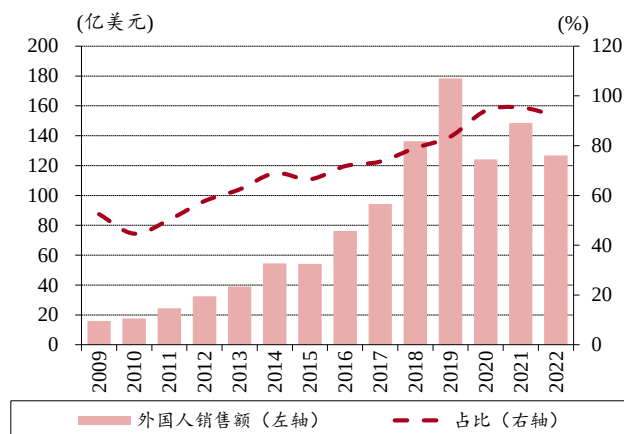
韩国代购经济不可持续，代购消费回流潜力高。疫情前韩国免税规模迅速增长，是全球最大的免税市场，外国人销售额规模占比非常高，其中中国游客贡献占比近8成。2017年萨德事件后，中国赴韩游客数量大幅下降，但销售额仍居高不下，主要是由于代购经济的兴起，2018年中国游客在韩国免税店销售额约达834亿人民币。甚至在2020年疫情致出境受阻后，中国人在韩国的免税销售额占比不减反增。韩国免税商以高额返点的形式吸引中国的代购商和旅行社，在做大规模的同时挫伤了运营商的盈利性。2022年底韩国海关总署向运营商下达法令，禁止向旅行社支付与批量转售商品相关的过高佣金，据韩国免税协会，2023年1月韩国免税销售额同比下滑30%，环比下降41%，主要系此法令影响。我们认为随着韩国代购经济的衰落，韩免价格优势逐步消退，而国内利好政策不断，此部分消费回流潜力较高。

图表 8. 2017 年中国赴韩游客大幅下滑



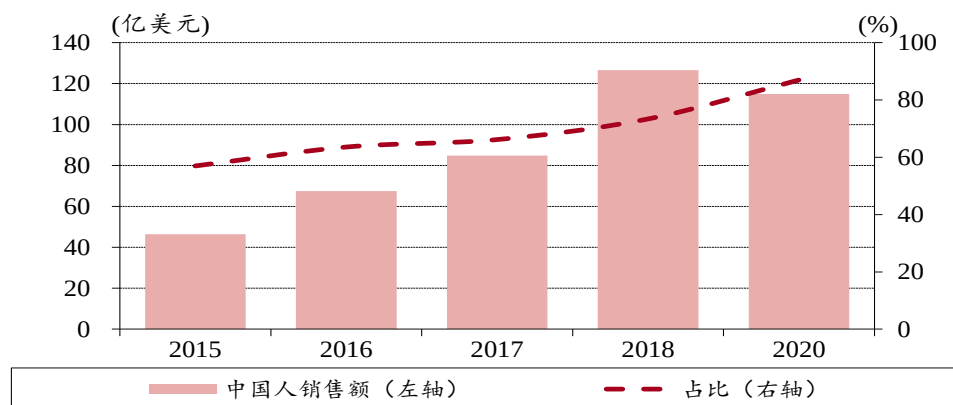
资料来源：DFE，韩国旅游局，中银证券

图表 9. 疫前韩国免税销售额主要由外国人贡献



资料来源：KDFA，中银证券

图表 10. 中国人在韩免税销售占比逐步提升



资料来源：韩国关税厅，KDFA，中银证券

增量二：国内免税商运营提升、品牌丰富带来的内生增长

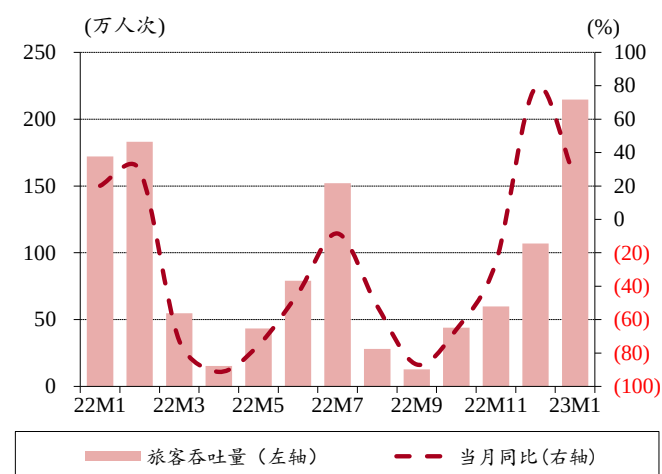
规模、供应链、运营构筑核心优势，国内运营商吸引力提升。疫情以来，我国免税运营商的运营能力、以及品牌品类丰富程度都有了很大的提升。**1)销售规模：**2020和2021年，中国中免分别以66.03、93.69亿欧元位列全球旅游零售商销售规模top1，销售规模的提升有助于运营商提高在上游供应商端的议价能力，降低采购成本，同时也抬高了让利下游消费者的空间。**2)品牌供应链：**中国中免已经与全球超过1200个知名品牌建立了长期稳定的合作关系，并在各渠道不断引进新店、首店，丰富商品品类，提高对消费者的吸引力。**3)运营能力：**中国中免积极推动线上线下一体化建设，截至22H1，会员总数已经达到2200万人次，不断完善会员触达体系，持续提升会员的复购率和转化率。

2 免税行业跟踪

2.1 离岛免税：2 月海南过夜游客数量环比小幅下滑

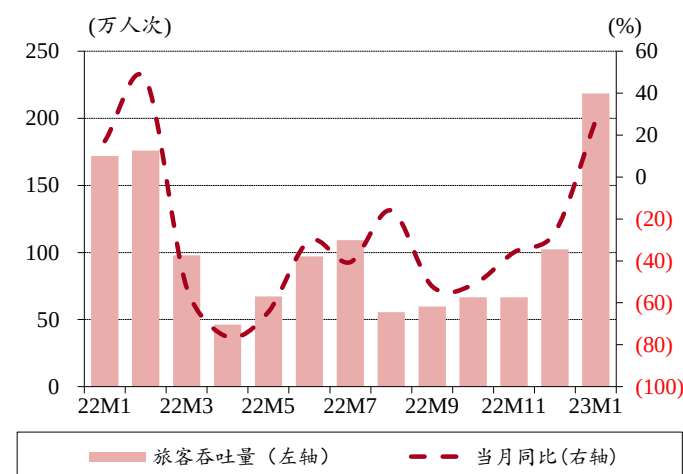
航班执行数量环比小幅下滑，旅客吞吐量同比显著回升。1) 三亚凤凰机场：2023W11-W12(3.11-3.24)：据航班管家数据，近两周机场共执行航班 5653 架次，环比-0.5%，出现小幅回落。1 月三亚凤凰机场旅客吞吐量达 214.7 万人次，同比+24.7%，超出 19 年同期水平。2) 海口美兰机场：2023W11-W12(3.11-3.24)：据航班管家数据，近两周机场共执行航班 6879 架次，环比+0.2%。1 月海口美兰机场旅客吞吐量达 218.6 万人次，同比+27.2%，实现自 22 年 3 月以来同比增速首次转正。

图表 11. 三亚凤凰机场旅客吞吐量



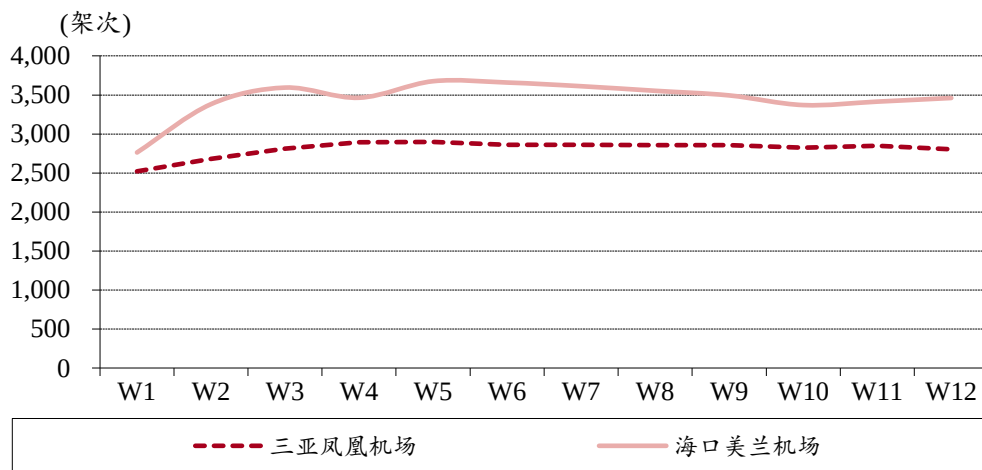
资料来源：Wind，三亚市旅游局，中银证券

图表 12. 海口美兰机场旅客吞吐量



资料来源：Wind，公司官网，中银证券

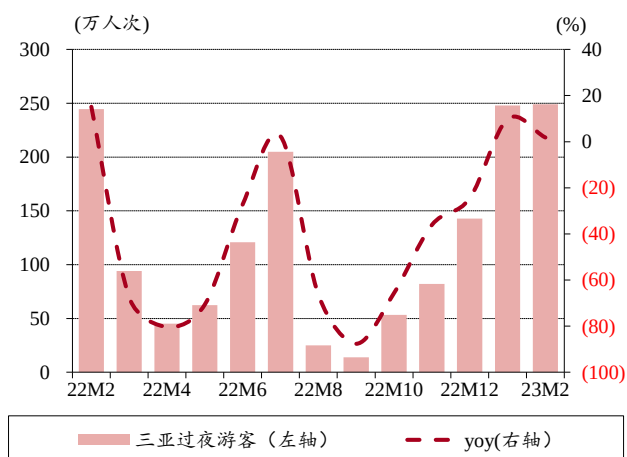
图表 13. 2023 年海南机场航班执行数量



资料来源：航班管家，中银证券

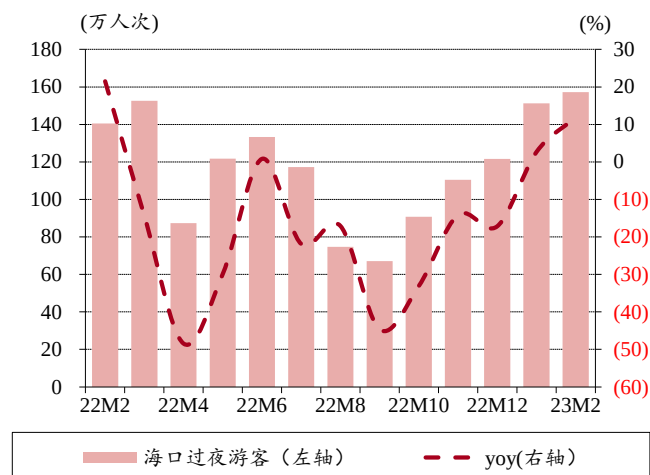
2 月海南接待过夜游客环比略有下滑。2023 年在春节和元旦假期过后，2 月海南接待过夜游客 554 万人次，同比-7.11%。三亚、海口分别接待过夜游客 249.02、157.16 万人次，同比分别+1.87%、+11.89%，均已超出 19 年同期水平。

图表 14. 三亚市过夜游客人次



资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 15. 海口市过夜游客人次



资料来源：海南省文旅厅，中银证券

图表 16. 海南各免税商线上渠道折扣率

品牌	商品	CDF 会员购	中免日上	CDF 会员购海南	海旅免税城	海旅免税会员购	GDF 免税城	GDF 会员购	CNSC 离岛免税购	CNSC 会员购	深免×DFS 离岛免税	深免会员购
雅诗兰黛	小棕瓶精华 100ml*2	0.80	0.67	0.80	0.65	0.76	0.85	0.68	0.75	0.70	0.75	0.90
	小棕瓶眼霜 15ml*2	0.85	0.77	0.80	0.65	0.78	0.75	0.75			0.65	
兰蔻	精华肌底液 100ml*2	0.85	0.83	0.95	0.75	0.80	0.78	0.85	0.75		0.80	
	粉水 400ml	0.80	0.70	0.81	0.75	0.80	0.85	0.72	0.75	满 300 享 8 折	0.85	0.85
海蓝之谜	修护精萃水 150ml	0.80	0.90	0.82	0.7	0.70	0.75	0.70	0.62		0.70	0.85
谜	精华面霜 60ml	0.85	0.86	0.97	0.75	0.90	0.85	0.82	0.75	0.62	0.85	1.00
SK-II	护肤精华露 330ml		0.94	0.81	0.75	0.90	0.85	0.75	0.70		0.60	0.85
	小灯泡精华 50ml		0.94	0.95	0.75		0.85	0.83	0.75		0.85	
娇韵诗	双萃精华露 100ml		1.00	1.00	1		1.00				1.00	
科颜氏	金盏花爽肤水 250ml	0.82	0.85	0.85	0.75	0.86	0.85	0.80	0.75	满 300 享 8 折	0.85	1.00
	高保湿霜 125ml	0.80	0.80	1.00	0.75	0.86	0.85	0.75	0.70		0.85	0.80
资生堂	红腰子 100ml	0.80	0.70	0.81	0.68	0.80	0.85		0.93		0.85	0.73
	安热沙防晒霜 60ml			0.80	0.75	0.00	0.85	0.72	0.00		0.00	
雅诗兰黛	DW 粉底液 30ml	0.75	0.72	0.81	0.65	0.80	0.85	0.78	0.75		0.85	
兰蔻	持妆粉底液 30ml	0.80	0.90	0.90	0.75	0.80	0.85	0.78	0.75		0.68	
CPB	长管隔离 37ml	0.65	0.95	0.90	0.75	0.80	0.70		0.70		0.85	1.00
总体水平		约 8 折	约 8 折	约 88 折	75 折居多	8-9 折	约 85 折	约 8 折	约 7 折	约 8 折	85 折居多	8-9 折

资料来源：各免税商微信小程序，中银证券

2.2 口岸免税：国际及地区航班执飞量及旅客吞吐量持续回升

1)全国：

2023W11(3.11-3.17)：我国国际客运航班执行量 2653 架次，恢复至 19 年同期的 18.57%。

2023W12(3.18-3.24)：我国国际客运航班执行量 2332 架次，恢复至 19 年同期的 16.28%。

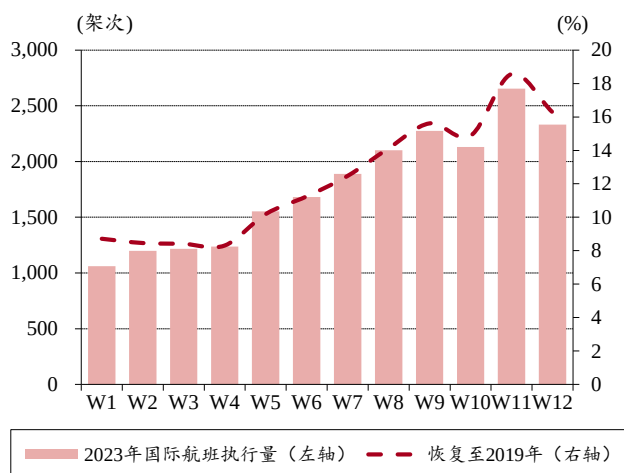
2)重点城市：

2023W11(3.11-3.17)：北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场国际和地区客运航班执行量分别为 410、1122、477 架次。

2023W12(3.18-3.24)：北京首都机场、上海浦东机场、广州白云机场国际和地区客运航班执行量分别为 509、1150、538 架次。

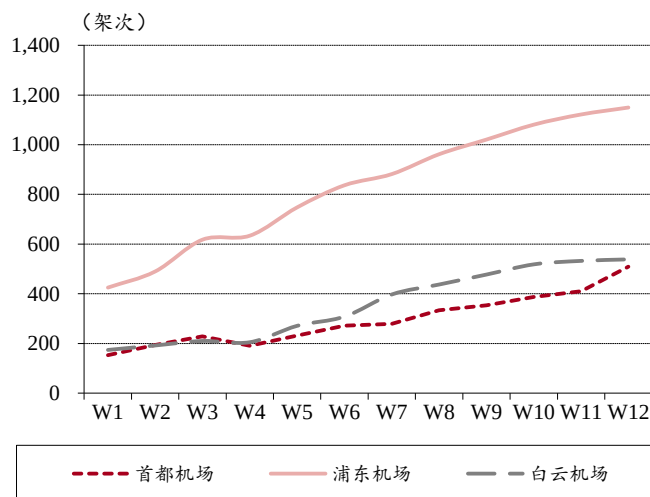
2023 年 2 月，北京首都机场、广州白云机场、上海机场国际和地区航线旅客吞吐量分别为 18.42、26.60、28.92 万人次，同比分别+296.13%、+560.44%、222.00%；环比分别+59.58%、+77.21%、50.34%。

图表 17. 全国国际航班执行量及恢复程度



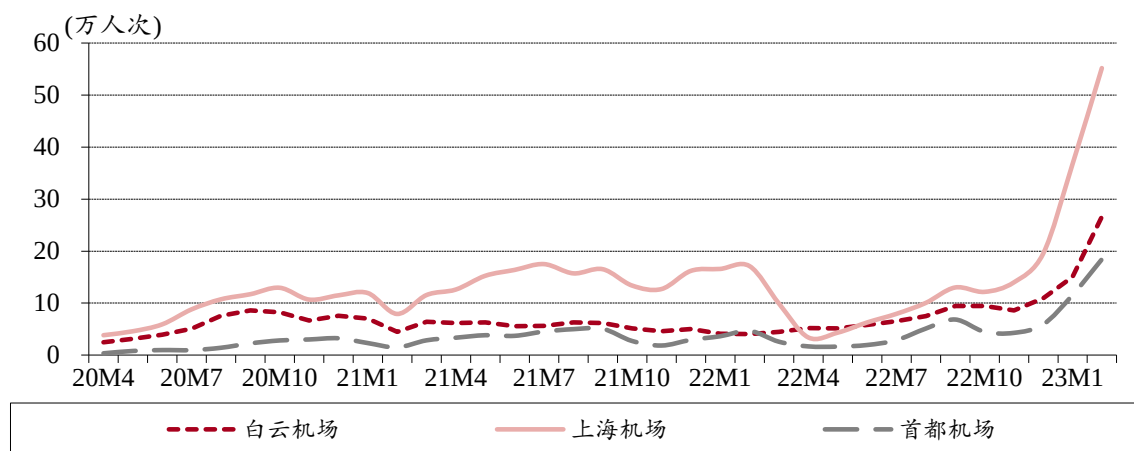
资料来源：航班管家，中银证券

图表 18. 北上广重点机场国际&地区航班架次



资料来源：航班管家，中银证券

图表 19. 北上广重点机场国际&境外航线旅客吞吐量



资料来源：Wind，公司公告，中银证券

2.3 重点资讯

图表 20. 上市公司重点资讯

公司	时间	事件&公告	主要内容
王府井	2023.3.13	王府井国际免税港 4 月 8 日正式开业	在开业当天，王府井国际免税港与国际知名媒体时尚 COSMO 联合举办的海南首届香化节也将盛大举行，届时 COSMO 携年度重量级 IP“COSMO BEAUTY BIBLE”在王府井国际免税港限时开启“春日奇境”。
海汽集团	2023.3.16	海南海汽运输集团股份有限公司召开第四届董事会第十四次会议，由于子公司旅投信息技术自成立以来未开展任何实质性业务，亦未成功谋划项目和引入资源，同意注销公司控股子公司海南旅投信息技术有限公司的公告	
海汽集团	2023.3.16	海南海汽运输集团股份有限公司自减持计划公告之日起十五个交易日后的 6 个月内，公司大股东海南高速拟通过集中竞价和大宗交易方式减持本公司股份不超过 6,320,000 股，即不超过公司股份总数的 2%。	
中国中免	2023.3.14	审议通过《关于投资中国出国人员服务有限公司的议案》	根据公司发展战路，同意公司以非公开协议方式出资人民币 12.28 亿元（相关定价以经国资委备案的资产评估值为依据确定）参与中国出国人员服务有限公司的增资。本次交易完成后，公司将持有中国出国人员服务有限公司 49% 的股权，不将其纳入公司合并报表范围。

资料来源: Moodie Davitt, 公司公告, 中银证券

图表 21. 重点行业资讯

重点事件	主要内容
格力地产收购珠海免税	格力地产发布公告称，公司拟向珠海市国资委及城建集团发行股份及支付现金购买其持有的珠海免税 100% 的股权，并募集配套资金。本次收购最终交易价 89.78 亿元，其中以股份支付的交易对价为 76.31 亿元，以现金支付的交易对价为 13.46 亿元。
海南离岛免税购物 4 月 1 日起增加两种提货方式	自 4 月 1 日起，海南离岛旅客免税购物增加“担保即提”和“即购即提”提货方式。海关总署、财政部、国家税务总局发布的公告显示，4 月 1 日起，离岛旅客凭有效身份证件或旅行证件和离岛信息在海南离岛免税商店，不含网上销售窗口，购买免税品时，除在机场、火车站、码头指定区域提货以及可选择邮寄送达或岛内居民返岛提取方式外，可对单价超过 5 万元（含）的免税品选择“担保即提”提货方式，可对单价不超过 2 万元（不含）且在公告附件清单内的免税品，包括化妆品、香水、太阳眼镜、服装服饰等 15 个商品品种，按照每人每类免税品限购数量的要求，选择“即购即提”提货方式。
国务院关于同意在海南省暂时调整实施有关行政法规规定的批复	《中华人民共和国海关事务担保条例》 第四条第一款 有下列情形之一的，当事人可以在办结海关手续前向海关申请提供担保，要求提前放行货物：（一）进出口货物的商品归类、完税价格、原产地尚未确定的；（二）有效报关单证尚未提供的（三）在纳税期限内税款尚未缴纳的；（四）滞报金尚未缴纳的；（五）其他海关手续尚未办结的。 对符合规定的离岛免税品可提交担保后提前放行。
2023 年“三一论坛”将于香港举办	“三一论坛”（The Trinity Forum）是全球机场商业领域最盛大的活动之一，2023 年的论坛将于 10 月 24 至 25 日举行，由香港机场管理局承办。“三一论坛”由《穆迪达维特免税报告》发起，并与国际机场协会及国际机场协会亚太区分会合作主办。首届论坛于 2003 年 2 月在伦敦举办，2023 年正值论坛成立 20 周年，也是“三一论坛”继 2015 年在香港成功举办后，第五次走进中国、第二次走进香港。具体场馆详情将在未来几周论坛开放注册时宣布。

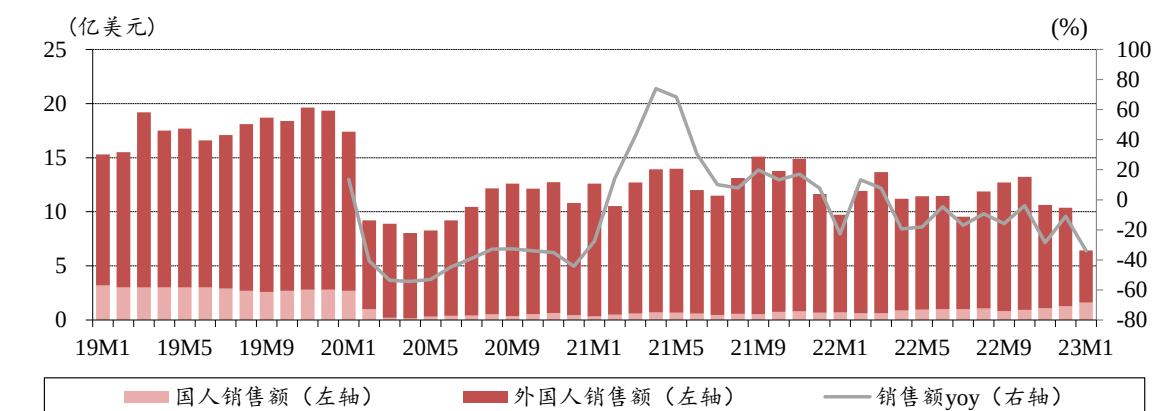
资料来源: 国务院, 文旅部, DFE, 公司公告, 中银证券

3 海外免税跟踪

3.1 韩国免税：1月消费人数呈增长趋势，外国消费者客单价明显承压

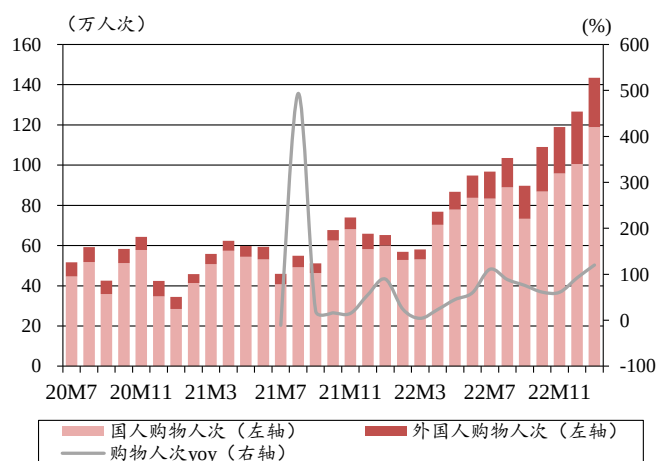
2023 年 1 月韩国免税店销售额为 6.4 亿美元，同比-34.0%/环比-38.0%。其中国内游客销售额为 1.6 亿美元，外国游客销售额为 4.8 亿美元，占比 74.9%。免税购物 143.4 万人次，同比+120.1%/环比+13.3%，整体呈增长趋势。其中国内游客为 118.9 万人次，外国游客为 24.5 万人次，占比 17.1%。总体客单价为 448 美元，其中国内游客为 135.7 美元，外国游客为 1961.6 美元。随着韩国对代购渠道的打击，外国游客客单价创疫情以来新低，对整体客单价形成了拖累。

图表 22. 韩国免税月度销售额及同比增速



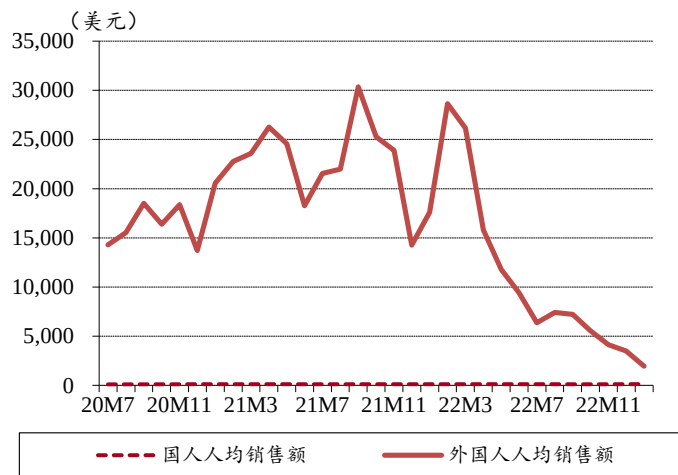
资料来源：KDFA，中银证券

图表 23. 韩国免税月度购物人次



资料来源：KDFA，中银证券

图表 24. 韩国免税月度客单价



资料来源：KDFA，中银证券

3.2 重点资讯

图表 25. 重点行业资讯

重点事件	主要内容
韩国零售商最终赢得仁川机场免税经营权	在经过一场激烈竞争之后，新罗免税店（The Shilla Duty Free）和新世界免税店（Shinsegae Duty Free）在仁川国际机场 1 号和 2 号航站楼免税竞标战中脱颖而出。仁川国际机场公社（Incheon International Airport Corporation）于 3 月 17 日宣布，两者均已入围由韩国海关总署（Korea Customs Service）组织的第二轮评估。
今夏韩国国际航班数量有望恢复至疫情前 80%	随着韩中双向入境政策有序恢复，韩国航空公司开始全面提升中国航线的运力。大韩航空和韩亚航空计划到下月将国际线航班数量恢复至新冠疫情暴发前的 60% 水平。
Prada 集团 2022 年销售额同比上涨 24.8%	3 月 10 日，Prada 集团公布 2022 年业绩报，销售额达到 42 亿欧元，报告期内实现上涨 25%；净利润达到 4.65 亿欧元，同比上涨 58%。
2023 年 TFWA 亚太展览&会议近日公布日程	TFWA 亚太展览&会议在阔别四年之后在 2023 年迎来回归——世界经济这一时期发生了深刻的变化。亚太会议将进一步探讨这些变化，来自行业内外的演讲者们将分享对亚太地区旅游和行业相关未来的见解。会议将分析塑造亚太地区商业格局的地缘政治和经济力量；旅游零售行业为应对日益增长的国际旅行需求所做的准备；航空客流预测和旅行趋势；疫情后新一代购物者的涌现。

资料来源：DFE, Trbusiness, 韩国免税协会, 中银证券

风险提示

疫后需求恢复不及预期：宏观经济整体处于弱复苏状态，居民收入水平在疫情期间受损，疫后消费信心和购买力恢复仍需时间。

免税市场竞争激烈：随着免税牌照增发，多方主体入局，各企业加速布局市内、离岛等多渠道，加剧了市场竞争。

政策推动不及预期：当前国内财政紧张，免税政策推进节奏可能会放缓。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担任何由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371