民生证券 MINSHENG SECURITIES

交通运输/餐饮旅游

行业研究/周报

中国免税行业的成长边界与竞争格局变化

—交通运输/餐饮旅游周报 20200706

交通运输/餐饮旅游周报 2020 年 07 月 06 日

报告摘要：本周（20200628-20200703），主要大盘指数上证综指/深证成指/沪深 300 分别+5.8%/+4.8%/+6.8%，申万休闲服务指数/申万交运指数分别+27.2%/+4.1%

- **本周观点：**

近期免税板块表现亮眼，本周我们主要汇报近期交流中遇到的主要问题：

一、中国免税业成长的边界在哪里？根据我们在离岛免税新政前做的匡算，考虑到 2019 年中国居民境内免税购物转化率在机场、离岛两个渠道较韩国居民更低，我们认为伴随免税运营商的运营能力提升+政策红利的持续释放，未来中国居民境内免税购物转化率至少有一倍以上的提升空间，这意味着中国免税市场的容量至少可以突破 1000 亿。**分渠道看，我们预计国内免税市场销售规模应在 1500 亿之上：**

（1）离岛免税市场规模 1000 亿+。在海南离岛免税新政之后，客流+客单价提升空间巨大：（a）购物人次：2019 年，离岛免税旅客的购物转化率仅为 14%，较济州岛 33%的本国居民购物转化率相比为低。而在自贸港建设的大背景之下，海南离岛免税目前在购物限额、品类丰富度方面都较过往出现较大提升，而品牌丰富度及商品价格，则有望随中免销售规模的扩大+新晋“玩家”的出现得到显著丰富。我们预计在转化率翻倍假设，目前离岛免税购物人次有望翻倍增长至近 800 万人次；（b）客单价：我们此前已对客单价的变化进行过测算，我们预计在化妆品购物件数增加+行邮税起征点取消背景下，离岛免税客单价有望增长至 7.8K-17K。综合以上测算，我们认为乐观情景下离岛市场规模有望突破 1000 亿。

（2）市内免税：预计京沪市内免税店初期销售规模有望达到 100 亿。其中，在机场出境旅客购物转化率（10%）+客单价（4500）的假设前提下，我们预计北京市内免税销售规模 40 亿、上海为 60 亿。需要注意的是，京沪机场国际旅客中，中转旅客占比较高，该部分旅客无法到市内，因而对市内免税店的销售规模构成制约。此外，目前市内免税政策及品牌商支持力度仍不明朗，因而仍需对政策和品牌商进行持续跟踪。

（3）机场免税：我们维持对上海机场远期 300 亿销售规模的预测，此外首都机场+大兴机场销售规模也有望突破 100 亿规模，白云机场的销售规模远期预计接近 70 亿。具体测算可参照我们去年外发报告《机场免税行业深度研究：空间与竞争格局展望》。

二、牌照增发背景下，中国免税行业竞争格局的思考：

（1）“水大鱼大”，行业高速增长阶段，各方均受益。特别是对于离岛免税市场而言，由于政策红利快速释放，运营商一线门店 KPI 完成难度较低，即使未来离岛免税市场出现新的竞争者，各家之间进行价格战的必要性也不高；

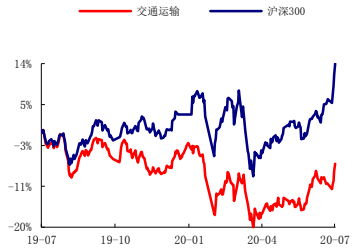
（2）价格战是否出现，需考虑客源结构属性。当前市场对免税业竞争格局的担忧主要源于韩国市场现状，但众所周知的是，韩国免税市场客源结构以中国代购为主，中国代购挟中国市场客源以获得高额佣金，这是韩国市内免税店利润率低的核心原因。而中国免税市场是 To C 市场，下游客群分散，对免税运营商无议价能力；

（3）同时，客源结构的不同，也决定了品牌商对中韩两国市场的价格战持不同态度。如上文所述，韩国市场以外国旅客为主，免税运营商之间的价格战不会影响品牌商在韩国国内有税市场的生意。而中国免税市场以本国客源为主，免税店价格战势必影响品牌商在中国有税市场生意。因而，各家之间如有价格战苗头，品牌商也会从供应端快速介入。

综上所述，我们认为中国免税行业竞争格局短期走向适度竞争，不会带来恶性价格战。但短期促销活动或会增加，而由此带来的销售规模增长，也能够为免税运营商向上游获取更优的采购价格提供帮助，最终毛利率在销售端和采购端的一升一降，将会抹平对净利率的影响。

推荐 维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：顾熹闽

执业证号： S0100519080001

电话：

邮箱： guximin@mszq.com

相关研究

1.行业事件点评:离岛免税扩容，行业整体受益

2.行业周（月）报:假期旅游市场表现平稳，免税快递维持高景气

● 投资建议

（1）免税：行业中长期逻辑未变，政策放松预期强烈。首推中国国旅，同时推荐格力地产（拟收购珠海免税集团）。机场受制于疫情影响，客流受挫致短期业绩承压，但上海机场、白云机场中长期逻辑未变，非航免税租金收入确定性强，建议等待合理估值水平，或国内外疫情平稳布局，推荐上海机场。

（2）快递&供应链：推荐顺丰控股，短期电商件持续放量，中长期供应链业务有望为其带来第二增长曲线，同时推荐低估值，高分红的厦门象屿；

（3）关注低估值&困境反转的航空、酒店板块。

● 风险提示

国内疫情二次扩散导致居民出行意愿回落；海外疫情扩散对外贸部门的压力向内需传导抑制消费；免税行业政策落地进展低于预期。

表 1：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2020/7/3	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
免税	601888	中国国旅	182.75	2.38	1.96	3.59	76.8	93.2	50.9	推荐
	600185	格力地产	14.50	0.27	0.18	0.41	53.7	80.6	35.4	推荐
快递&	002352	顺丰控股	56.23	1.31	1.38	1.62	28.3	40.7	34.7	推荐
供应链	600057	厦门象屿	5.99	0.51	0.62	0.72	8.1	9.7	8.3	推荐
景区	300144	宋城演艺	18.80	0.92	0.35	0.58	20.4	53.1	32.3	推荐
	603136	天目湖	25.80	1.07	0.46	0.96	24.1	56.1	26.9	推荐
	000888	峨眉山 A	5.82	0.43	0.18	0.54	13.6	32.3	10.8	推荐
航空	600115	东方航空	4.44	0.20	0.03	0.45	22.2	148.0	9.9	推荐
	601111	中国国航	6.96	0.44	0.05	0.55	15.8	139.2	12.7	推荐
	600029	南方航空	5.42	0.22	0.05	0.55	24.6	108.4	9.9	推荐
机场	600009	上海机场	75.30	2.61	1.25	2.92	28.9	60.2	25.8	推荐
	600004	白云机场	15.62	0.44	0.04	0.63	35.5	390.5	24.8	推荐
	000089	深圳机场	7.91	0.29	0.10	0.49	27.3	79.1	16.1	谨慎推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

表 2：推荐公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2020/7/3	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
免税	601888	中国国旅	182.75	2.38	1.96	3.59	76.8	93.2	50.9	推荐
	600185	格力地产	14.50	0.27	0.18	0.41	53.7	80.6	35.4	推荐
快递&	002352	顺丰控股	56.23	1.31	1.38	1.62	28.3	40.7	34.7	推荐
供应链	600057	厦门象屿	5.99	0.51	0.62	0.72	8.1	9.7	8.3	推荐
机场	600009	上海机场	75.30	2.61	1.25	2.92	28.9	60.2	25.8	推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目录

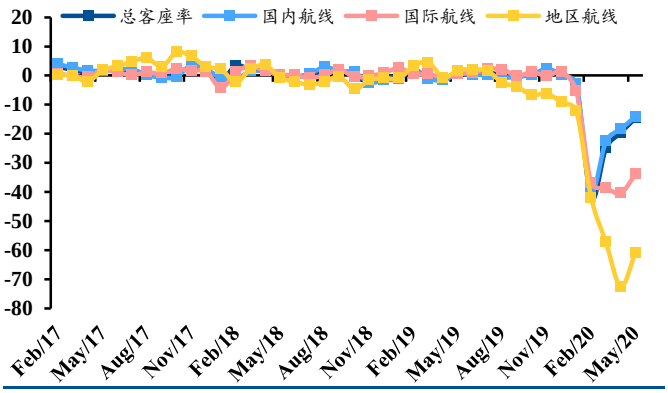
一、行业数据跟踪 4
（一）航空：国内航班供给恢复至接近 19 年同期 80% 4
1、南方航空 4
2、东方航空 4
3、中国国航 5
（二）机场：国际线业务仍需等待复苏 6
（三）快递：5 月行业件量增速加快，价格竞争态势延续 7
（四）博彩：5 月毛收入续创历史新低，仍以 VIP 为主 7
二、行情回顾 8
（一）社会服务业 8
（二）交通运输业 9
三、重点公司盈利预测与评级 10
四、风险提示 10
插图目录 11
表格目录 11

一、行业数据跟踪

（一）航空：国内航班供给恢复至接近 19 年同期 80%

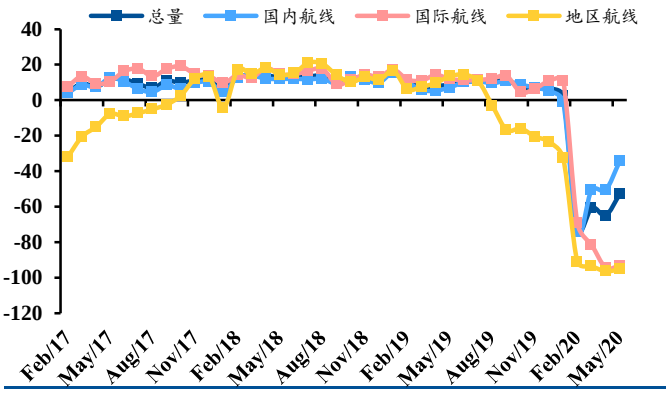
1、南方航空

图 1：南方航空客座率变动趋势（%）



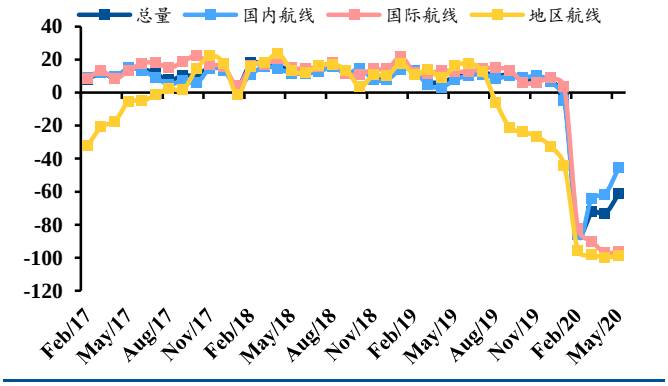
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 2：南方航空 ASK 变动趋势（%）



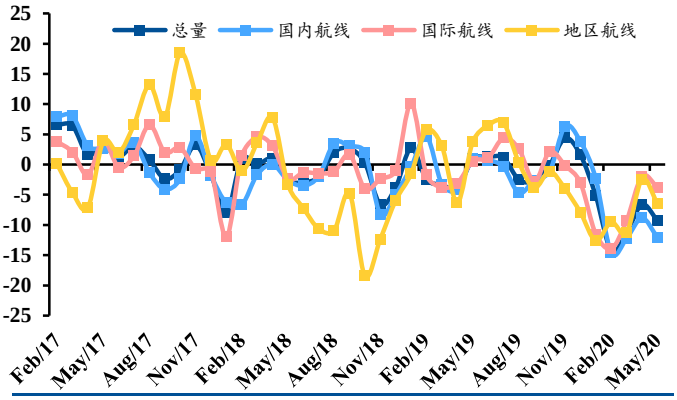
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 3：南方航空 RPK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 4：南方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

2、东方航空

图 5：东方航空客座率变动趋势（%）

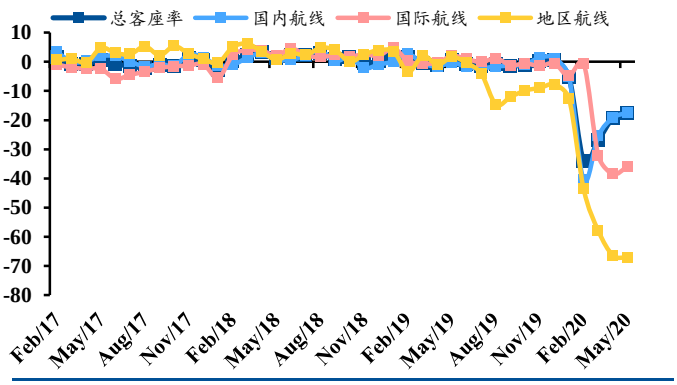
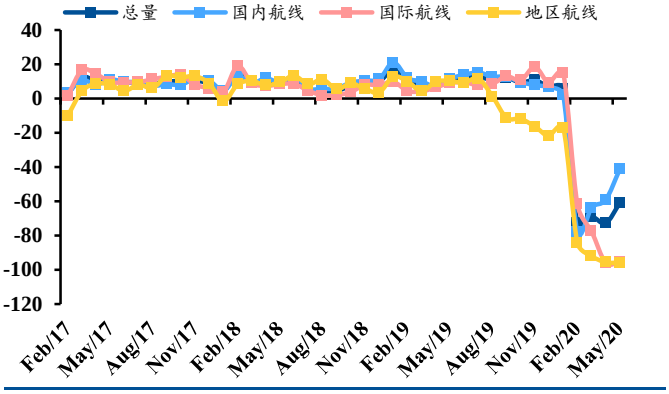


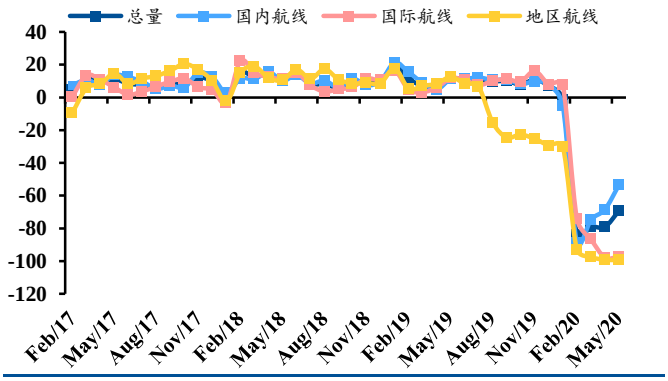
图 6：东方航空 ASK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

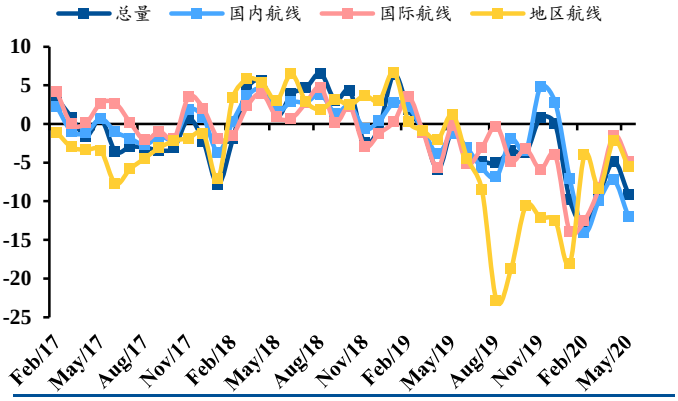
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 7：东方航空 RPK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

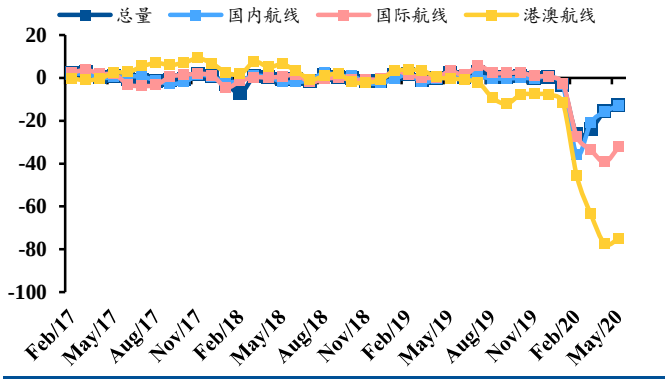
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

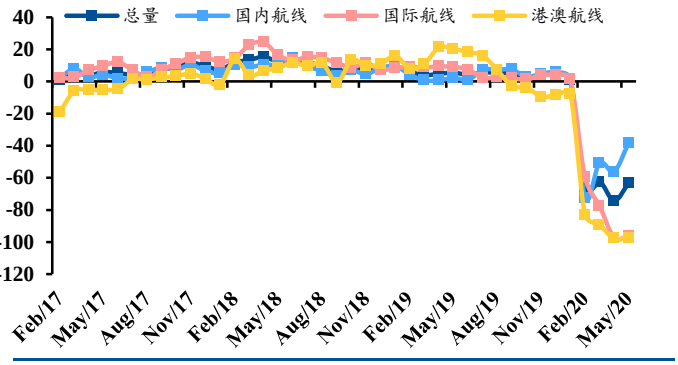
3、中国国航

图 9：中国国航客座率变动趋势（%）



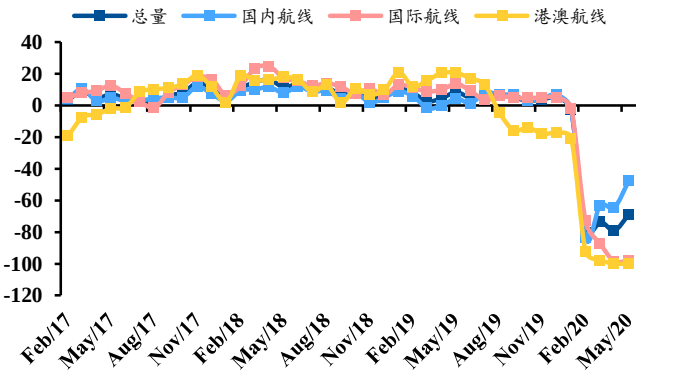
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 10：中国国航 ASK 变动趋势（%）



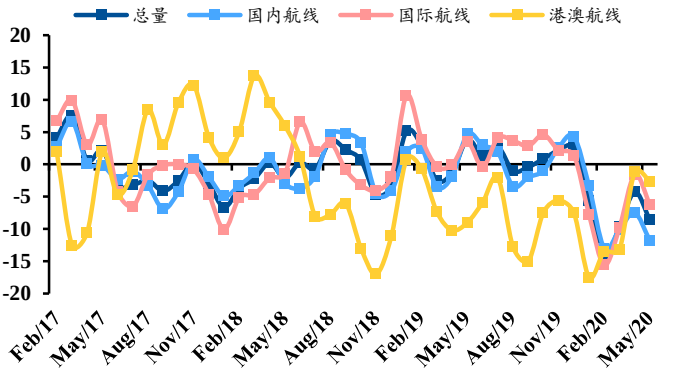
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：中国国航 RPK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

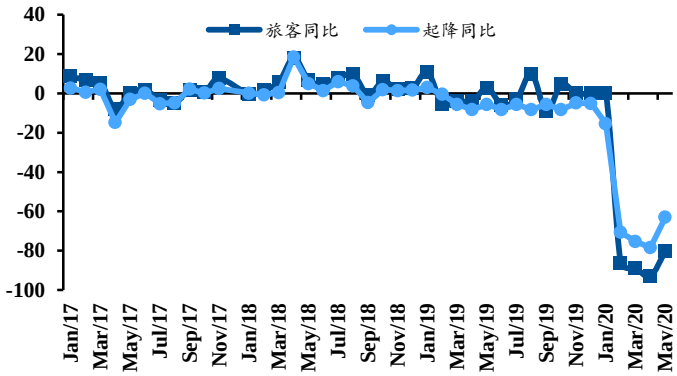
图 12：中国国航 RPK-ASK 变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

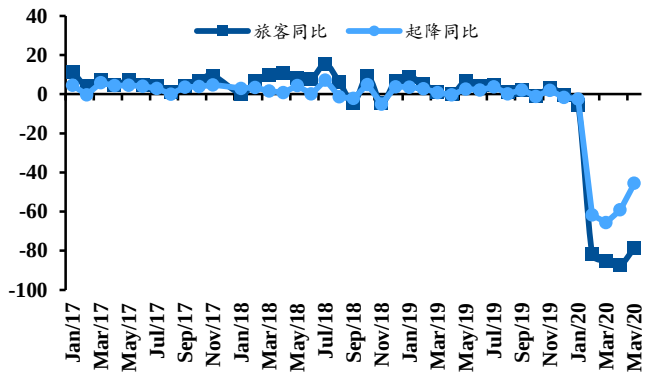
（二）机场：国际线业务仍需等待复苏

图 13：首都机场旅客与飞机起降变动趋势（%）



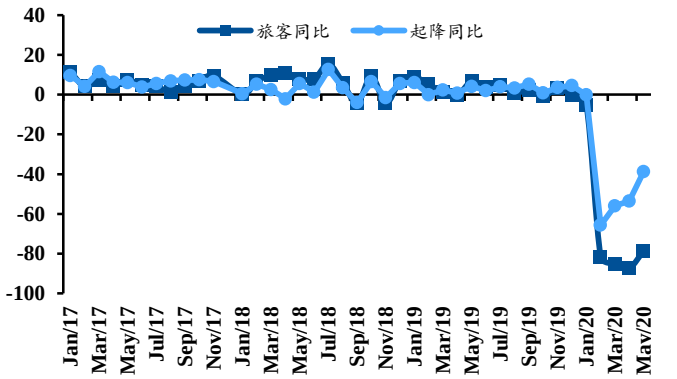
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 14：浦东机场旅客与飞机起降变动趋势（%）



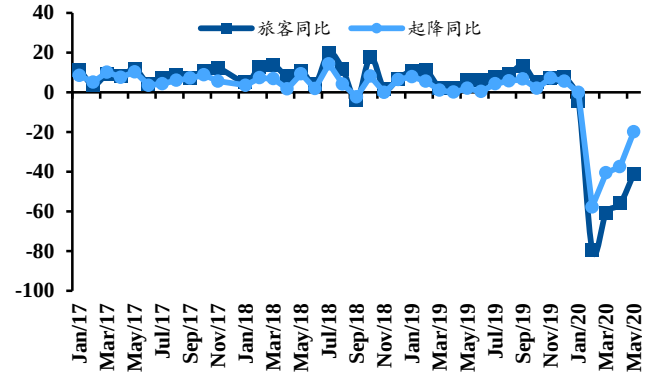
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：白云机场旅客与飞机起降变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

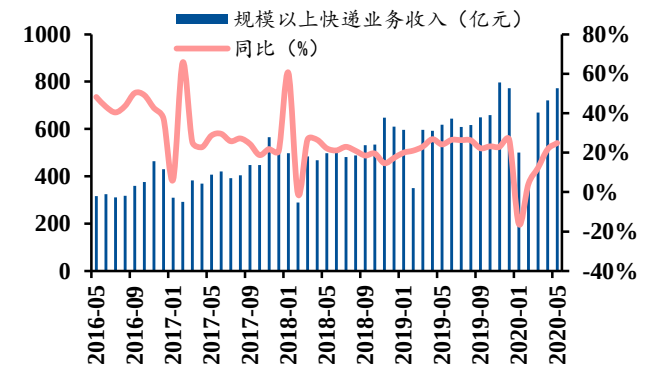
图 16：深圳机场旅客与飞机起降变动趋势（%）



资料来源：公司公告，民生证券研究院

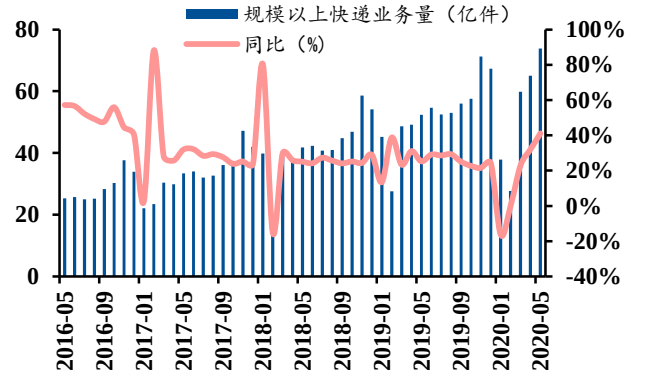
（三）快递：5 月行业件量增速加快，价格竞争态势延续

图 17：5 月快递业务收入完成 772 亿元，同比+25%



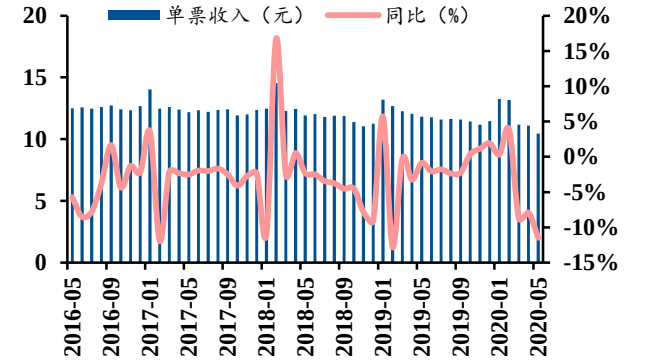
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 18：5 月快递业务量完成 73.83 亿件，同比+41%



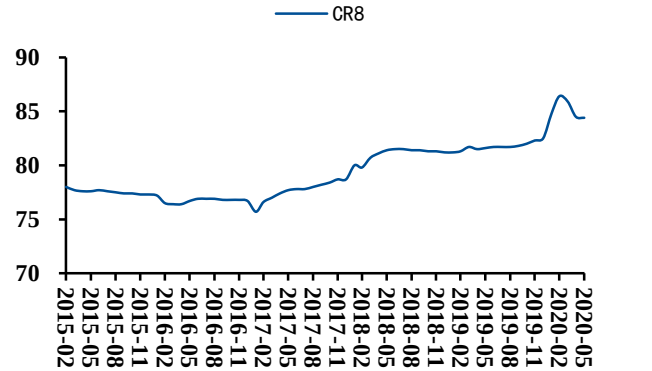
资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

图 19：5 月单票收入 10.5 元，同比-11%



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

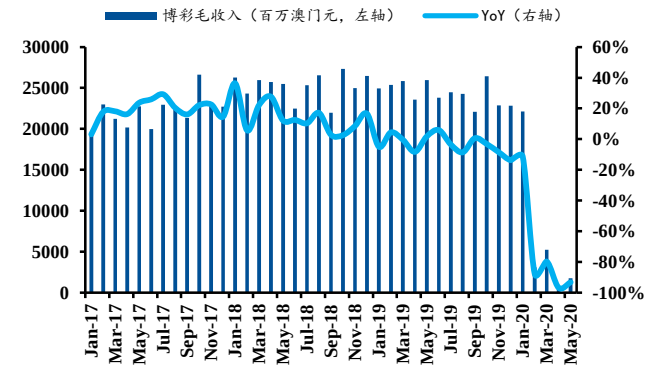
图 20：5 月快递品牌集中度 CR8 为 84.4，同比+2.8pct



资料来源：国家邮政局，民生证券研究院

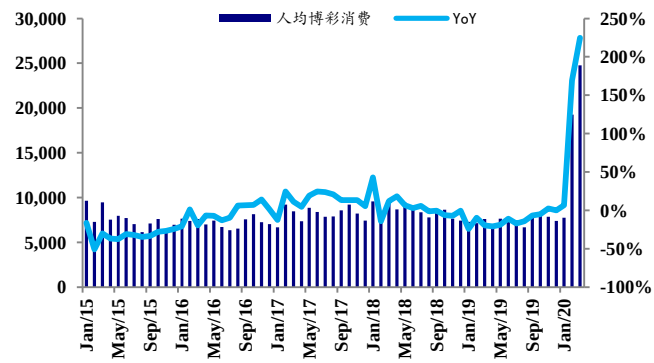
（四）博彩：5 月毛收入续创历史新低，仍以 VIP 为主

图 21：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2020 年 5 月）



资料来源：DICJ，民生证券研究院

图 22：澳门旅客人均博彩消费（截止 2020 年 3 月,澳门元）



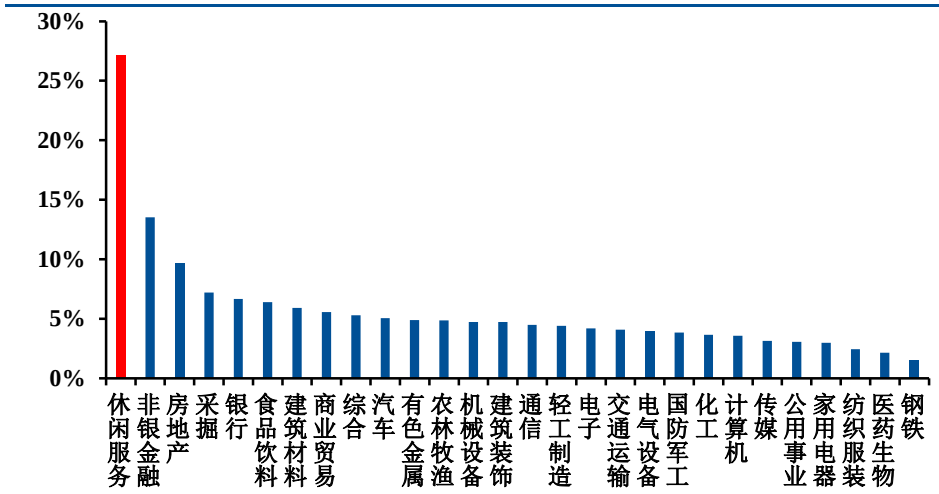
资料来源：DICJ，民生证券研究院

二、行情回顾

（一）社会服务业

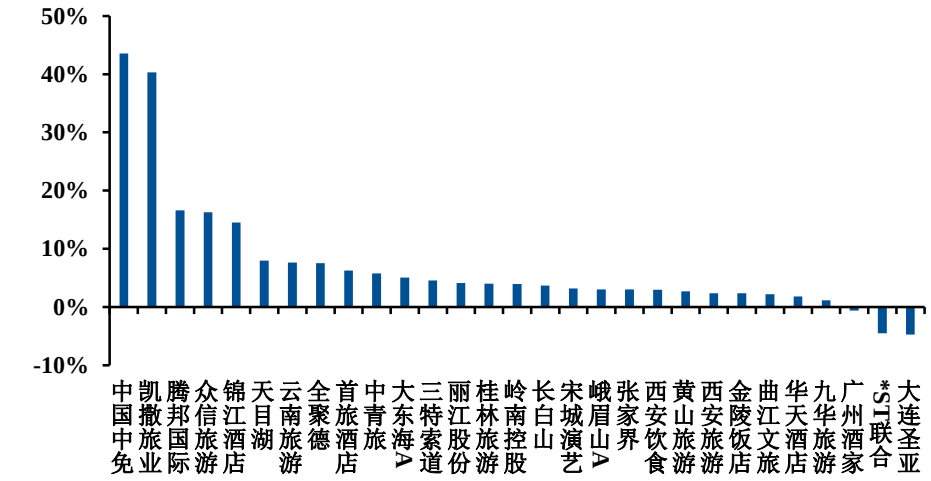
本周申万休闲服务指数上涨 27.2%，跑赢沪深 300 指数 20.4 个百分点。

图 23：本周申万休闲服务指数涨跌幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 24：休闲服务行业本周个股涨跌幅

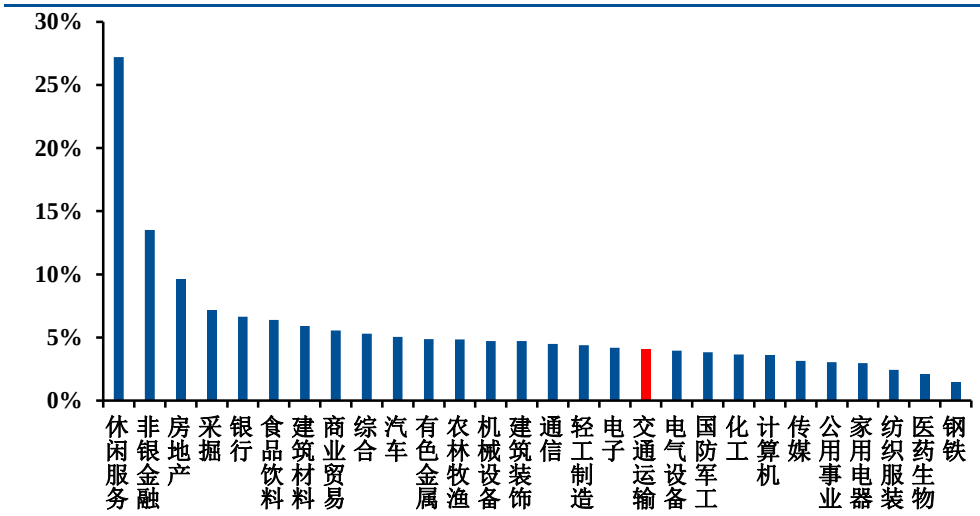


资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）交通运输业

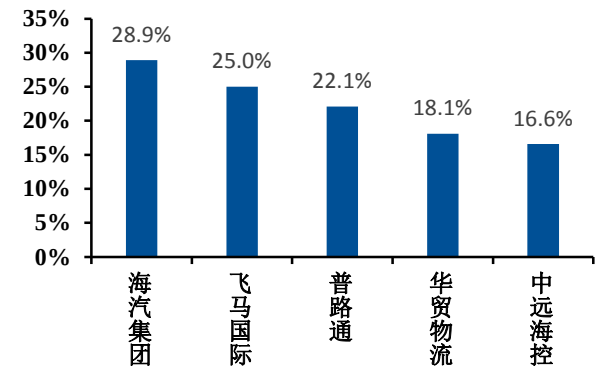
本周申万交通运输行业指数上涨 4.1%，跑输沪深 300 指数 2.7 个百分点。

图 25：本周申万交通运输行业指数涨跌幅



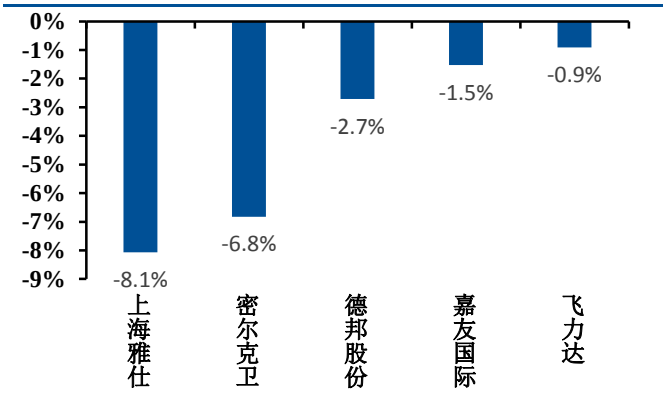
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 26：本周个股涨幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 27：本周个股跌幅前五



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、重点公司盈利预测与评级

表 3：重点公司盈利预测表

行业	代码	重点公司	现价	EPS			PE			评级
			2020/7/3	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
免税	601888	中国国旅	182.75	2.38	1.96	3.59	76.8	93.2	50.9	推荐
	600185	格力地产	14.50	0.27	0.18	0.41	53.7	80.6	35.4	推荐
快递&供应链	002352	顺丰控股	56.23	1.31	1.38	1.62	28.3	40.7	34.7	推荐
	600057	厦门象屿	5.99	0.51	0.62	0.72	8.1	9.7	8.3	推荐
景区	300144	宋城演艺	18.80	0.92	0.35	0.58	20.4	53.1	32.3	推荐
	603136	天目湖	25.80	1.07	0.46	0.96	24.1	56.1	26.9	推荐
	000888	峨眉山 A	5.82	0.43	0.18	0.54	13.6	32.3	10.8	推荐
航空	600115	东方航空	4.44	0.20	0.03	0.45	22.2	148.0	9.9	推荐
	601111	中国国航	6.96	0.44	0.05	0.55	15.8	139.2	12.7	推荐
	600029	南方航空	5.42	0.22	0.05	0.55	24.6	108.4	9.9	推荐
机场	600009	上海机场	75.30	2.61	1.25	2.92	28.9	60.2	25.8	推荐
	600004	白云机场	15.62	0.44	0.04	0.63	35.5	390.5	24.8	推荐
	000089	深圳机场	7.91	0.29	0.10	0.49	27.3	79.1	16.1	谨慎推荐

资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、风险提示

国内疫情二次扩散导致居民出行意愿回落；海外疫情扩散对外贸部门的压力向内需传导抑制消费；免税行业政策落地进展低于预期。

插图目录

图 1：南方航空客座率变动趋势（%）.....4
图 2：南方航空 ASK 变动趋势（%）.....4
图 3：南方航空 RPK 变动趋势（%）.....4
图 4：南方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）.....4
图 5：东方航空客座率变动趋势（%）.....4
图 6：东方航空 ASK 变动趋势（%）.....4
图 7：东方航空 RPK 变动趋势（%）.....5
图 8：东方航空 RPK-ASK 变动趋势（%）.....5
图 9：中国国航客座率变动趋势（%）.....5
图 10：中国国航 ASK 变动趋势（%）.....5
图 11：中国国航 RPK 变动趋势（%）.....5
图 12：中国国航 RPK-ASK 变动趋势（%）.....5
图 13：首都机场旅客与飞机起降变动趋势（%）.....6
图 14：浦东机场旅客与飞机起降变动趋势（%）.....6
图 15：白云机场旅客与飞机起降变动趋势（%）.....6
图 16：深圳机场旅客与飞机起降变动趋势（%）.....6
图 17：5 月快递业务收入完成 772 亿元，同比+25%.....7
图 18：5 月快递业务量完成 73.83 亿件，同比+41%.....7
图 19：5 月单票收入 10.5 元，同比-11%.....7
图 20：5 月快递品牌集中度 CR8 为 84.4，同比+2.8pct.....7
图 21：澳门博彩业毛收入及增速（截止 2020 年 5 月）.....7
图 22：澳门旅客人均博彩消费（截止 2020 年 3 月,澳门元）.....7
图 23：本周申万休闲服务指数涨跌幅.....8
图 24：休闲服务行业本周个股涨跌幅.....8
图 25：本周申万交通运输行业指数涨跌幅.....9
图 26：本周个股涨幅前五.....9
图 27：本周个股跌幅前五.....9

表格目录

表 1：重点公司盈利预测表.....2
表 2：推荐公司盈利预测表.....2
表 3：重点公司盈利预测表.....10

分析师简介

顾熹闽，民生证券社会服务业及交通运输业首席分析师，同济大学金融硕士，曾分别于海通证券从事社会服务业研究，航空公司从事股权投资工作。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。