

# 快递物流日新月异，离岛免税异军突起

## ——从交运角度看内循环投资方向

行业深度

◆如何理解“内循环”。理想的“内循环”场景下，生产端全产业链都应该实现自给自足，也就是说从原材料到生产设备，再到生产技术都能够实现自主可控；而消费端需求都产生于国内，生产企业不需要去寻找海外客户对接，只需要服务国内消费者并实现收入。强调“内循环”并不是说要放弃“外循环”，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好地联通、促进实现国内国际双循环相互促进。

◆快递行业比其他物流行业更受益于“内循环”。“内循环”场景下，更多的物流增量是来自于消费端（to C）的快递包裹量，其次是消费端（to B）的增量，最后才是生产端（国产替代）的增量。“内循环”在打开快递行业市场空间的同时，也将加速快递市场份额向龙头集中，另外也会激励国内快递企业加速开拓跨国物流市场。

◆免税消费回流是“内循环”背景下的必然结果。19年我国免税品销售额约538亿，占社零的比例仅为0.13%，远低于韩国免税品销售占比（5.25%）。以19年社零作为基数，假设未来我国免税品销售额占比能够提升到2%，那么免税品销售市场规模将超过8000亿，假设海南离岛免税能贡献一半的体量，那么海南离岛免税空间可以达到4000亿，未来市场空间巨大。

◆“内循环”场景下，海南离岛免税格局将发生变化。海南离岛免税将从寡头垄断向市场竞争转变，中免垄断海南离岛免税的格局有望被打破，免税运营商会逐步增加。对于消费者来说，充分的市场竞争将带来更低的产品价格以及更舒适的购物体验，从而促使消费回流、实现内循环。

◆长远来看，机场渠道会更加受益于海南离岛免税的发展。1、机场渠道是部分离岛旅客唯一的线下购物场所；2、机场渠道提货费用是稳定的收入来源，而市内店未来面临激烈竞争。

◆投资建议：“内循环”场景下，快递行业市场空间被进一步打开，同时也将加速快递市场份额向龙头集中；另一方面，随着监管力度的不断放松以及相关配套设施的不断完善，中国消费者免税消费回流是必然结果，海南离岛免税市场空间巨大。我们比较机场渠道与市内店渠道的优劣，认为机场渠道的垄断地位牢不可破，竞争优势会越来越明显，机场渠道对于离岛免税的收益分配存在不断优化的空间。我们维持行业“增持”评级，推荐受益于电商发展的顺丰控股、圆通速递，同时建议关注受益于海南离岛免税的美兰空港、海峡股份和海航控股。

◆风险提示：宏观经济下行对居民购物需求带来负面冲击；快递市场竞争加剧，影响上市公司盈利；离岛免税政策放松低于预期；海南交运基础设施扩建缓慢。

### 业绩预测和估值指标

| 证券代码   | 公司名称 | 股价(元) | EPS (元) |      |      | PE (X) |     |     | 投资评级 |
|--------|------|-------|---------|------|------|--------|-----|-----|------|
|        |      |       | 19A     | 20E  | 21E  | 19A    | 20E | 21E |      |
| 600233 | 圆通速递 | 14.87 | 0.59    | 0.76 | 0.84 | 22     | 16  | 14  | 增持   |
| 002352 | 顺丰控股 | 66.20 | 1.31    | 1.48 | 1.81 | 28     | 48  | 39  | 增持   |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2020年08月14日

## 增持（维持）

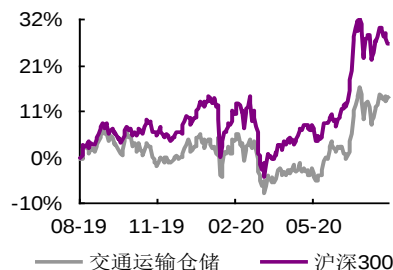
### 分析师

程新星（执业证书编号：S0930518120002）

021-52523841

[chengxx@ebscn.com](mailto:chengxx@ebscn.com)

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

### 相关研报

边际改善或超预期，市场情绪提升相对估值空间——航空运输业动态跟踪报告

2020-07-15

否极泰来，需求复苏——交通运输行业2020年下半年投资策略

2020-06-20

加快恢复生产生活秩序，快递公司直接受益——《关于进一步降低物流成本实施意见》点评

2020-06-03

## 投资聚焦

### 研究背景

自5月14日召开的中共中央政治局常务委员会会议以来，政府多次提到“内循环”，并强调要“形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。我们通过研究“内循环”的深层次含义，来分析交通运输行业在“内循环”场景下面临的挑战和机遇，筛选出具有比较优势的投资标的。

### 我们的核心观点

“内循环”与“外循环”一直存在于我们的经济体系中，都为国民经济的发展做出了自己的贡献。此时强调“内循环”的原因，一方面在于中美贸易争端有扩散的趋势，另一方面中国已经具备了实现“内循环”的基础。我们在追求“内循环”的同时，也可以通过“内循环”促进“外循环”的发展，（比如使规模经济效应明显的产品在国内产生“本地市场效应”进而产生出口竞争力，）最终实现国内国际双循环相互促进，实现强国战略

“内循环”场景下，消费端变化对流通领域的影响更大。在消费端，之前销往海外的产品在内循环场景下转变为销售给国内消费者，即出口转内销，由此带来的流通渠道的增量需求是巨大的，而且相对生产端国产替代带来的流通领域变革，消费端变化对流通领域的影响更快更直接。

免税消费回流从离境免税升级为离岛免税。站在免税角度，中国消费者境外购物需求，在国内商品具备比价优势的前提下，具备回流国内的基础。之前国内几大机场的免税业务通过离境免税满足了一部分消费回流的需求，但离境免税受众毕竟有限，海南离岛免税大幅增加了购买免税品的“合格消费者”范围，在满足消费回流需求的同时，也激发出更多的潜在购物需求。

目前海南岛交运基础设施配套只能说差强人意，在旅游旺季会出现明显的供不应求。所以要发展离岛免税，海南岛的机场扩建尤为重要，机场产能上限在一定程度上会成为海南离岛免税业务的掣肘。

“内循环”场景下，海南离岛免税格局将发生变化。海南离岛免税将从寡头垄断向市场竞争转变，中免垄断海南离岛免税的格局有望被打破，免税运营商会逐步增加。对于消费者来说，充分的市场竞争将带来更低的产品价格以及更舒适的购物体验，从而促使消费回流、实现内循环。

长远来看，机场渠道会更加受益于海南离岛免税的发展。一方面因为机场渠道是部分离岛旅客唯一的线下购物场所；另一方面也要考虑到机场渠道提货费用是稳定的收入来源，而市内店未来面临激烈竞争。

### 投资观点

“内循环”在打开快递行业市场空间的同时，也将加速快递市场份额向龙头集中，另外也会激励国内快递企业加速开拓跨国物流市场，因此我们看好国内快递龙头顺丰控股以及积极布局海外市场的圆通速递。

海南离岛免税市场空间巨大，扎根海南本岛业务的美兰空港、海峡股份和海航控股将直接受益于离岛免税的发展，建议关注。

## 目 录

|                                  |    |
|----------------------------------|----|
| 1、 什么是“内循环” .....                | 6  |
| 1.1、 如何理解“内循环” .....             | 6  |
| 1.2、 为什么在这个时候强调“内循环” .....       | 7  |
| 1.3、 如何实现“内循环” .....             | 9  |
| 2、 “内循环”对交运行业的影响 .....           | 10 |
| 2.1、 消费端变化对流通领域的影响更快更直接 .....    | 10 |
| 2.2、 为什么快递比其他物流行业更受益于“内循环” ..... | 11 |
| 2.3、 “内循环”对快递行业的影响 .....         | 14 |
| 3、 免税消费回流是“内循环”背景下的必然结果 .....    | 16 |
| 3.1、 免税消费回流从离境免税升级为离岛免税 .....    | 16 |
| 3.2、 交运基础设施不足是否会掣肘海南离岛免税业务 ..... | 19 |
| 3.3、 “内循环”场景下，海南离岛免税格局变化 .....   | 22 |
| 3.4、 离岛免税-机场店与市内店的渠道之争 .....     | 26 |
| 4、 投资建议 .....                    | 28 |
| 5、 风险分析 .....                    | 28 |

## 图表目录

|                                        |    |
|----------------------------------------|----|
| 图 1：“外循环”场景下中国进出口额大幅增长 .....           | 6  |
| 图 2：中国贸易顺差仍处于上涨趋势 .....                | 6  |
| 图 3：美国调整加征中国关税商品清单(List 3) .....       | 8  |
| 图 4：美国调整加征中国关税商品清单(List 4) .....       | 8  |
| 图 5：中国外贸依存度冲高回落 .....                  | 9  |
| 图 6：中国进口、出口全球占比不断提升 .....              | 9  |
| 图 7：“外循环”场景下，资源流动示意图 .....             | 10 |
| 图 8：“内循环”场景下，消费端转变为国内消费者 .....         | 10 |
| 图 9：传统经济模式下商品物流路径 .....                | 11 |
| 图 10：电商经济模式下商品物流路径更加简化 .....           | 11 |
| 图 11：实物商品网上零售额不断增长 .....               | 12 |
| 图 12：快递行业业务量快速增长 .....                 | 12 |
| 图 13：实物网上零售增速高于社零增速 .....              | 13 |
| 图 14：单件快递平均货值呈下降趋势 .....               | 13 |
| 图 15：主要快递公司消费者有效申诉率（单位：每百万件） .....     | 13 |
| 图 16：快递服务品牌全程时限排名 .....                | 13 |
| 图 17：顺丰控股供应链业务收入保持增长趋势 .....           | 14 |
| 图 18：顺丰控股快递业务收入保持增长趋势 .....            | 14 |
| 图 19：A 股快递上市公司月度包裹量增速比较 .....          | 15 |
| 图 20：快递行业 CR8 从 2017 年开始不断提升 .....     | 15 |
| 图 21：中外物流企业 19 年度财年营业收入比较（单位：亿元） ..... | 15 |
| 图 22：中外物流企业全货机数量对比（单位：架） .....         | 15 |
| 图 23：韩国免税收入社零占比 .....                  | 16 |
| 图 24：中国免税收入社零占比较低 .....                | 16 |
| 图 26：韩国免税品购买人数占比 .....                 | 17 |
| 图 27：韩国免税品购买金额海外旅客贡献不断增加 .....         | 17 |
| 图 28：海南岛与大陆无法直接连通 .....                | 18 |
| 图 29：崇明岛与大陆直接连通 .....                  | 18 |
| 图 32：三亚新机场规划示意图 .....                  | 21 |
| 图 33：海口美兰机场二期扩建示意图 .....               | 21 |
| 图 34：琼州海峡进出岛客运量 .....                  | 22 |
| 图 35：琼州海峡进出岛车运量 .....                  | 22 |
| 图 36：三亚市接待过夜游客人数高于海口 .....             | 23 |
| 图 37：海口市接待过夜游客人数全省占比不断下降 .....         | 23 |
| 图 38：海棠湾免税店精品品牌较多 .....                | 24 |
| 图 39：海口市市内店精品品牌较少 .....                | 24 |

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 40：海棠湾免税店距离市区和机场距离较远..... | 27 |
| 表 1：“内循环”相关表述一览.....        | 6  |
| 表 2：中美贸易争端相关措施 .....        | 7  |
| 表 3：中国调整加征美国关税商品清单.....     | 8  |
| 表 4：不同领域对应的物流公司不尽相同 .....   | 10 |
| 表 5：海南离岛免税购物政策逐步放开.....     | 19 |
| 表 6：海南离岛旅客量测算 .....         | 19 |
| 表 7：海南各机场扩建计划 .....         | 20 |
| 表 8：琼州海峡港口客运产能概览.....       | 21 |
| 表 9：海南离岛购物各渠道时间限制 .....     | 23 |
| 表 10：各免税店商品折扣一览 .....       | 24 |
| 表 11：中国免税品经营牌照一览.....       | 25 |

## 1、什么是“内循环”

“内循环”的相关表述始于5月14日召开的中共中央政治局常务委员会会议，当时会议指出“要深化供给侧结构性改革，充分发挥我国超大规模市场优势和内需潜力，构建国内国际双循环相互促进的新发展格局。”此后，习近平总书记、刘鹤副总理也在不同场合中提到，要“形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。7月30日召开的中共中央政治局会议又提到，“必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”。

表 1：“内循环”相关表述一览

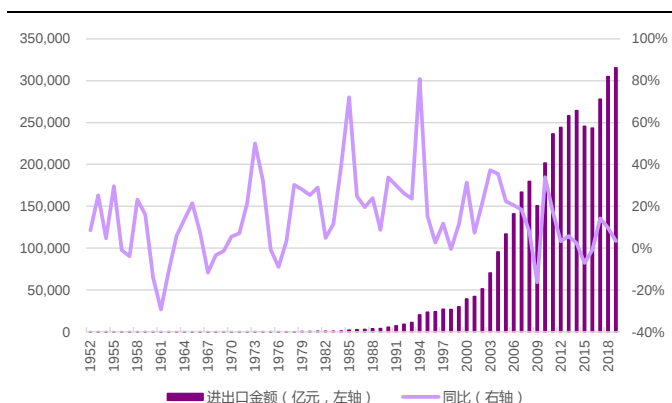
| 时间        | 事件             | 相关表述                            |
|-----------|----------------|---------------------------------|
| 2020/5/14 | 中共中央政治局常务委员会会议 | 构建国内国际双循环相互促进的新发展格局             |
| 2020/5/23 | 政协联组会（两会期间）    | 逐步形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局 |
| 2020/6/19 | 第十二届陆家嘴论坛      | 以国内循环为主、国际国内互促的双循环发展新格局正在形成     |
| 2020/7/30 | 中共中央政治局会议      | 加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局 |

资料来源：央视网、新华网，光大证券研究所整理

### 1.1、如何理解“内循环”

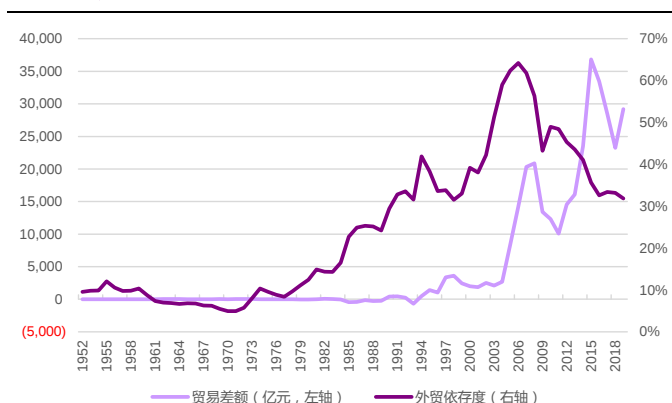
从字面上看，“内循环”是相对于“外循环”的另一面。中国经济传统意义上“外循环”指的是中国制造业生产出商品，出口给海外客户，然后获得（外汇）收入；随后生产商把获得的收入用于扩大再生产，把商品出口给更多的海外客户，然后获得更多的（外汇）收入。中国的生产制造企业重复以上过程进而形成“外循环”。

图 1：“外循环”场景下中国进出口额大幅增长



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2019年

图 2：中国贸易顺差仍处于上涨趋势



资料来源：wind，光大证券研究所，数据截至2019年

我们以外贸依存度（进口出金额/名义GDP）来衡量进出口贸易对国民经济的重要程度，可以看到1978年改革开放以及2000年加入世贸组织是两个重要的时间节点，外贸依存度在以上两个标志性事件发生后都出现了快速上升。中国制造业依托外贸需求，逐渐建立起自己的产业链体系，在制造业全球化浪潮中的地位与话语权与日俱增。

在讲完“外循环”之后，我们再来探究“内循环”的含义。表面上看，与“外循环”相比，“内循环”在生产端的模式不发生改变，但消费端发生了变化，商品的消费者由海外客户变为国内居民；深层次看，“内循环”对生产端要求自给自主，也就是整个产业链自主可控，这不仅仅是中国未来经济发展的原生动力，也是中国在制造业全球化的话语权提升后的终极要求。

当然，强调“内循环”并不是说要放弃“外循环”。以国内大循环为主体，意味着着力打通国内生产、分配、流通、消费的各个环节，发挥中国超大规模市场优势，以满足国内需求作为经济发展的出发点和落脚点；国内国际双循环相互促进，强调以国内经济循环为主并不意味着关门封闭，而是通过发挥内需潜力，使国内市场和国际市场更好地联通、促进。

## 1.2、为什么在这个时候强调“内循环”

“内循环”与“外循环”一直存在于我们的经济体系中，都为国民经济的发展做出了自己的贡献。此时强调“内循环”的原因，一方面在于中美贸易争端有扩散的趋势，另一方面中国已经具备了实现“内循环”的基础。

### 1.2.1、中美贸易争端深化并开始扩散

中美贸易争端深化始于 2018 年。美国在 2018 年基于 301 调查，对从中国进口的产品加征关税，四份清单涉及的金额分别为 340 亿美元、160 亿美元、2000 亿美元、3000 亿美元。中国政府随后发布反制措施，针对从美国进口的产品同样加征关税，三批清单涉及的金额分别为 500 亿美元、600 亿美元、750 亿美元。

表 2：中美贸易争端相关措施

| 公告日期      | 美国针对中国产品加征关税措施                           | 公告日期      | 中国针对美国加征关税反制措施                        |
|-----------|------------------------------------------|-----------|---------------------------------------|
| 2018/3/8  | 美国对进口钢铁和铝产品加征关税（232 措施）                  | 2018/4/1  | 国务院关税税则委员会对原产于美国的部分进口商品中止关税减让义务的通知    |
| 2018/4/3  | 对原产于中国的进口商品加征 25% 的关税（List1，约 340 亿美元）   | 2018/4/4  | 中国商务部关于对原产于美国的部分进口商品加征关税的公告           |
| 2018/6/15 | 对原产于中国的进口商品加征 25% 的关税（List2，约 160 亿美元）   | 2018/6/16 | 国务院关税税则委员会关于对原产于美国 500 亿美元进口商品加征关税的公告 |
| 2018/7/11 | 对从中国进口的约 2000 亿美元商品加征关税的措施（List3）        | 2018/8/3  | 国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品（第二批）加征关税的公告 |
| 2019/5/9  | 对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25% | 2019/5/13 | 国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率的公告  |
| 2019/8/15 | 对从中国进口的约 3000 亿美元商品加征 10% 关税（List4）      | 2019/8/23 | 国务院关税税则委员会关于对原产于美国的部分进口商品（第三批）加征关税的公告 |

资料来源：国务院、商务部、美国贸易代表办公室（USTR），光大证券研究所整理

如果中美双方完全执行加征关税清单，将对中美双边贸易带来毁灭性影响，从而给中美经济带来“双输”的结果。所以措施发布之后，中美双方仍在保持谈判并适时调整清单内容。

长期来看，只要中美在双边贸易问题上未达成一致，加征关税清单将一直存在调整和执行的不确定性，此时强调“内循环”，是未雨绸缪的表现。

表 3：中国调整加征美国关税商品清单

| 公告日期       | 中国调整加征美国关税商品清单                         |
|------------|----------------------------------------|
| 2019/9/11  | 国务院关税税则委员会关于第一批对美加征关税商品第一次排除清单的公告      |
| 2019/12/15 | 国务院关税税则委员会关于暂不实施对原产于美国的部分进口商品加征关税措施的公告 |
| 2019/12/19 | 国务院关税税则委员会关于第一批对美加征关税商品第二次排除清单的公告      |
| 2020/2/6   | 国务院关税税则委员会关于调整对原产于美国的部分进口商品加征关税措施的公告   |
| 2020/2/17  | 国务院关税税则委员会关于开展对美加征关税商品市场化采购排除工作的公告     |
| 2020/2/21  | 国务院关税税则委员会关于第二批对美加征关税商品第一次排除清单的公告      |
| 2020/5/12  | 国务院关税税则委员会关于第二批对美加征关税商品第二次排除清单的公告      |

资料来源：国务院，光大证券研究所整理

图 3：美国调整加征中国关税商品清单(List 3)  
以下针对 2000 亿美元商品清单

| Exclusions Granted                             |               |
|------------------------------------------------|---------------|
| Exclusions Granted August 7, 2019              | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted September 20, 2019          | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted October 28, 2019            | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted November 13, 2019           | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted November 29, 2019           | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted December 17, 2019           | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted January 6, 2020             | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted February 5, 2020            | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted February 20, 2020           | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted March 16, 2020              | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted March 26, 2020              | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted April 24, 2020              | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted May 8, 2020                 | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted May 21, 2020                | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted June 19, 2020               | CSMS Guidance |
| Amendments to Exclusions Granted July 10, 2020 | CSMS Guidance |

资料来源：美国贸易代表办公室（USTR）

图 4：美国调整加征中国关税商品清单(List 4)  
以下针对 3000 亿美元商品清单

| Exclusions Granted                    |               |
|---------------------------------------|---------------|
| Exclusions Granted March 10, 2020     | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted March 17, 2020     | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted March 31, 2020     | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted May 13, 2020       | CSMS Guidance |
| Amendments to Exclusions May 26, 2020 |               |
| Exclusions Granted June 8, 2020       | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted July 7, 2020       | CSMS Guidance |
| Exclusions Granted July 20, 2020      |               |

资料来源：美国贸易代表办公室（USTR）

虽然在传统领域中美贸易争端有所降温，但中美在其他领域的摩擦不断凸显。比如政治上，美国关闭中国驻休斯顿总领馆；经济上，美国继续制裁华为、字节跳动等公司；在交运领域，美国限制中国航司运营中美航线。中美关系的不确定性，使得中国面临的外部环境较以前更加错综复杂，在短期难有定论的情况下，中国寻求传统发展模式的转变十分必要。

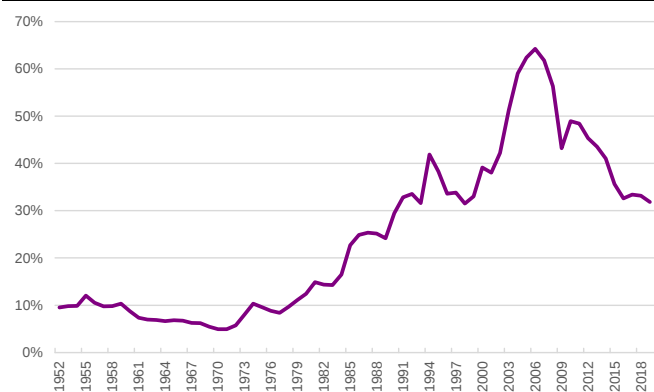
### 1.2.2、中国具备“内循环”的基础

从供给层面看，经过四十多年的改革开放，中国已经拥有了最完整、规模最大的工业供应体系，是全世界唯一拥有联合国产业分类中全部工业门类的国家；中国多数产业内部竞争激烈，企业可以同时收获规模经济效应和竞争效应。

从需求层面看，中国拥有超大的市场规模，是全球最有潜力的消费市场。目前中国有 1 亿多户市场主体和 1.7 亿多受过高等教育或拥有各类专业技能的人才，还有包括 4 亿多中等收入群体在内的 14 亿人口所形成的超大规模内需市场。如果人民收入提高，市场需求将更加巨大，依靠内需将有力支撑整体经济增长。

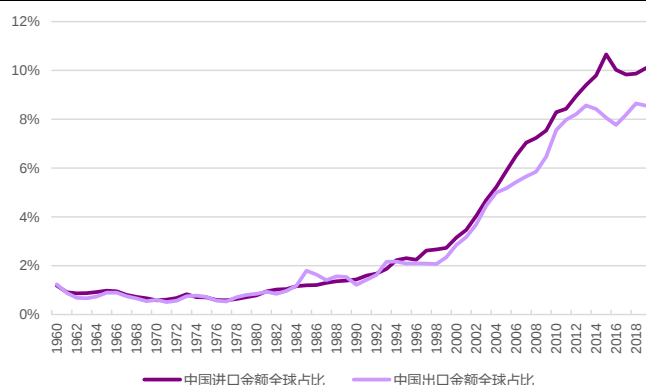
从外贸依存度的角度看，2019 年我国外贸依存度约 31.8%，距 2006 年高点（64.2%）已大幅回落，随着中国经济不断发展，内需市场有巨大潜力。

图 5：中国外贸依存度冲高回落



资料来源：wind，光大证券研究所，外贸依存度=进出口金额/名义 GDP

图 6：中国进口、出口全球占比不断提升



资料来源：wind，光大证券研究所

### 1.3、如何实现“内循环”

站在宏观视角，我们可以从生产端、消费端两个维度去分析实现“内循环”的途径。

理想的“内循环”场景下，生产端全产业链都应该实现自给自足，也就是说从原材料到生产设备，再到生产技术都能够实现自主可控；而消费端需求都产生于国内，生产企业不需要去寻找海外客户对接，只需要服务国内消费者并实现收入。

以上过程可以简化为我们常说的“国产替代”和“出口转内销”。要实现“内循环”，我们还应在以下领域推进改革、不断创新：

- 1、在全球化背景之下，吸引全球优势资源，形成中国生产力；
- 2、加大研发投入，生产设备、生产技术实现自主可控，不再受制于人；
- 3、加快制造业升级，实现产品更新换代，提高产品竞争力；
- 4、提高居民可支配收入，扩大内需市场，拉动消费增长；
- 5、金融配套体系、物流配套体系与时俱进，提高资源流通效率。

深层次看，我们在追求“内循环”的同时，也应该通过“内循环”促进“外循环”的发展，（比如使规模经济效益明显的产品在国内产生“本地市场效应”进而产生出口竞争力，）最终实现国内国际双循环相互促进，实现强国战略。

## 2、“内循环”对交运行业的影响

交运行业属于辅助性行业，服务于全社会各行各业。交运子行业所服务领域的景气度往往决定了子行业的景气度。下面我们从“外循环”场景向“内循环”场景的转变入手，分析“内循环”对交运行业的影响。

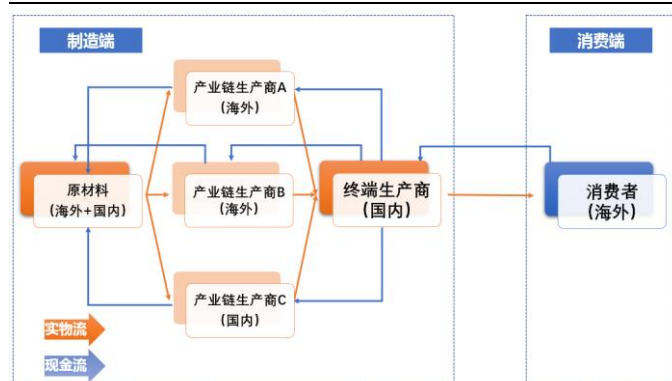
### 2.1、消费端变化对流通领域的影响更快更直接

我们简化内循环与外循环的相关环节，从制造端与消费端两个视角分析生产要素和资金的流动。

在制造端，无论是内循环还是外循环，生产要素的流通并未发生本质的变化。在原材料流通领域，由于各个国家的资源禀赋很难在短期内发生改变，具有比较优势的原材料提供商地位比较稳固，相关流通领域的格局较为稳定；在相关产业链领域，在传统外循环模式下的部分海外产业链业务，将会转移到国内生产（国产替代），进而带来流通领域的变革。

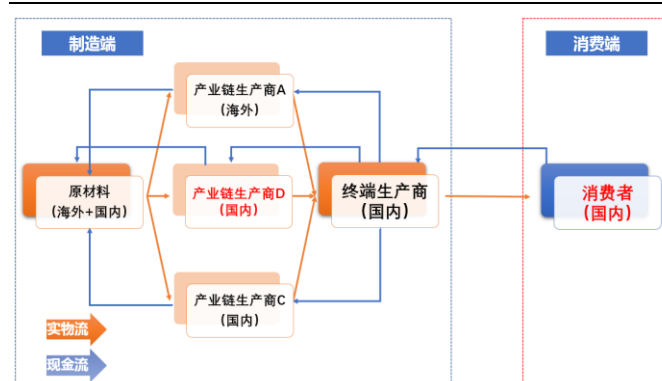
在消费端，之前销往海外的产品在内循环场景下转变为销售给国内消费者，即出口转内销，由此带来的流通渠道的增量需求是巨大的，而且相对生产端国产替代带来的流通领域变革，消费端变化对流通领域的影响更快更直接。

图 7：“外循环”场景下，资源流动示意图



资料来源：光大证券研究所

图 8：“内循环”场景下，消费端转变为国内消费者



资料来源：光大证券研究所

所以在短期内，消费端流通领域变化>产业链流通领域变化>原材料流通领域变化。由于不同流通领域对物流的要求不一样，我们把以上三个领域对应的物流公司做个大致的分类，简单来看，主要服务于消费品流通领域的快递行业，受“内循环”的积极影响会更大。

表 4：不同领域对应的物流公司不尽相同

|         | 主板运输标的     | 代表产品       | 主要对应的物流公司 |
|---------|------------|------------|-----------|
| 原材料流通领域 | 大宗品等生产原料   | 铁矿石、石油     | 航运公司      |
| 产业链流通领域 | 全社会分工下的中间品 | 炼化产品、产品零部件 | 专业物流公司    |
| 消费端流通领域 | 制成品        | 用于出售的商品    | 快递公司      |

资料来源：光大证券研究所

## 2.2、为什么快递比其他物流行业更受益于“内循环”

一般来说，对于专业运输的物流标的，运输工具有特殊要求，只能“专车专用”；对于非专业运输的物流标的，运输工具的用途比较广泛，通常按照体积重量来区分运输标的类别。根据国家标准对快件的定义：快件的单件重量不超过 50 公斤；快件的单件包装规格任何一边的长度不超过 150 厘米，长、宽、高三边长度之和不宜超过 300 厘米。所以快件运输的标的相对而言是比较零散的物流需求，服务的对象更偏向于终端消费者。

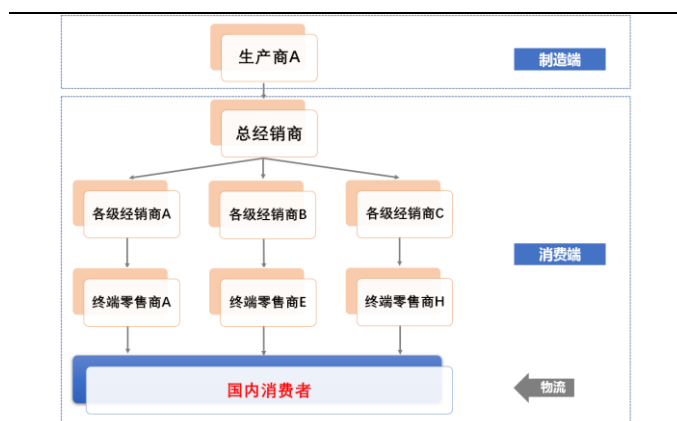
基于快递行业服务对象具有更多的消费属性，我们从商品流通渠道的变革入手，分析快递行业的相对于其他物流行业的比较优势。

### 2.2.1、快递行业发展受益于电商行业发展

从国内快递行业的发展历程来看，快递行业的发展本身是依托于电商发展带来的物流体系的变革。

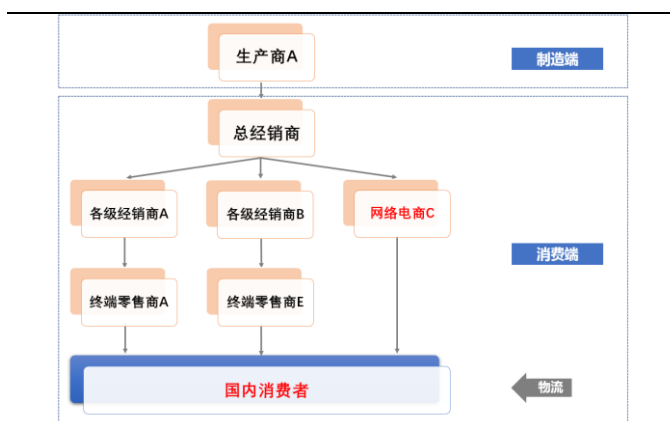
传统经济模式下，产品从生产者流转至最终消费者手上通常是依靠各生产者的分销网络完成分发。消费者拿到手上的产品经历了，从生产商——各级代理商——终端零售商——消费者，这样一个比较冗长的过程，中间环节的参与者越多，所需要的支付的物流成本就越高。

图 9：传统经济模式下商品物流路径



资料来源：光大证券研究所

图 10：电商经济模式下商品物流路径更加简化

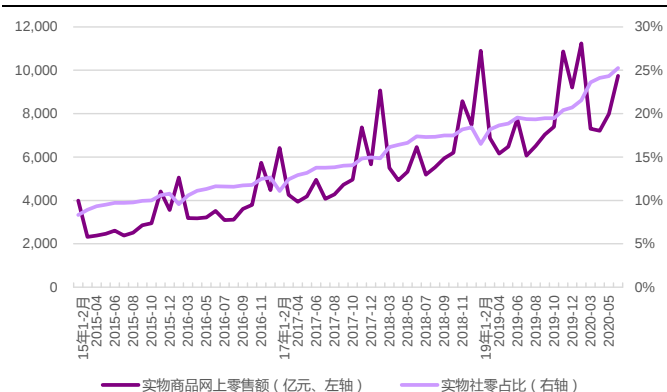


资料来源：光大证券研究所

随着网络技术的发展，网络购物的兴起对传统经济模式下的分销网络带来了革命性的变化。由于网络购物不需要实体店面，代理商可以直接通过网站页面与消费者进行低成本的交互，从而大大缩减了终端零售商的数量。对于代理商来说，传统模式下代理商需要通过物流把产品发送给终端零售商，而电商模式下的代理商则通过物流把产品直接发送给消费者。电商模式下物流成本显著降低，使得商家可以进一步降低商品价格，从而吸引更多的消费者通过网络渠道购物。

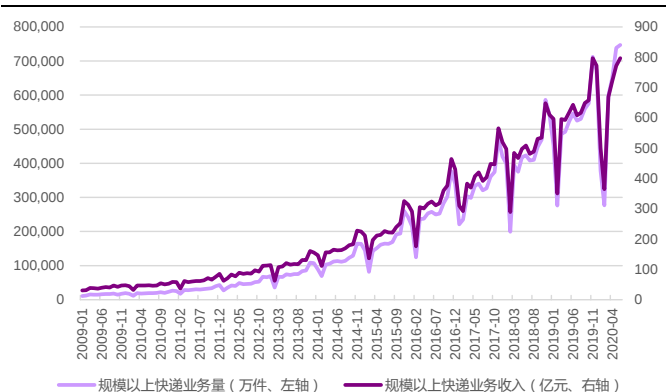
从物流服务企业的角度看，电商渠道发展带来的显著影响，就是 to B 的大件物流需求减少，而 to C 的小件包裹需求增加。正是由于国内电商行业的快速发展，针对小件包裹的快递行业也得到快速发展。2009 年至 2019 年快递行业包裹量的年复合增长率约为 42.4%。

图 11：实物商品网上零售额不断增长



资料来源：wind，光大证券研究所，每年1月、2月合并统计

图 12：快递行业业务量快速增长



资料来源：wind，光大证券研究所

## 2.2.2、第三方快递公司在电商流通渠道中不可或缺

快递行业能够保持较高的行业增速，还与其自身行业属性密切相关。对于一些专业运输标的，运输工具只能“专车专用”，有物流需求的公司基于成本、安全性、运输效率等多方面考虑，往往会自建物流体系，即使是使用第三方物流，往往是比较稳定的长期合作关系。而服务于消费端的快递行业，从发展初期就同时存在自营物流和第三方物流两条路线。

自营物流体系的代表是京东物流。京东公司成立初期短暂使用第三物流的配送体系，随后在2007年开始自建物流，2012年注册物流公司开始独立运营。目前，京东物流是全球唯一拥有中小件、大件、冷链、B2B、跨境和众包（达达）六大物流网络的企业，截至2020年3月31日，京东物流在全国运营超过730个仓库，运营管理的仓储总面积约1700万平方米。京东物流大件和中小件网络已实现大陆行政区县几乎100%覆盖，88%区县可以实现24小时达，自营配送服务覆盖了全国99%的人口，超90%自营订单可以在24小时内送达。另外苏宁、国美等传统线下零售商向线上转型后，也坚持使用自己的物流体系，但规模上已经落后于京东物流。

使用第三方物流体系的代表是淘宝天猫。淘宝天猫的发展始于C to C的个人交易，随后发展成为以B to C为主网购商城。公司发展过程中，淘宝天猫一直坚持使用第三方物流，包括顺丰以及通达系快递公司。虽然2013年阿里、顺丰、三通一达等共同组建“菜鸟网络科技有限公司”，也只是着力于电商快递软件上的创新，硬件上只涉足实体仓储投资，快递公司的整体运营依然独立于淘宝体外。而作为电商后起之秀的拼多多，则是完全依赖第三方物流作为自己的配送体系。

第三方快递公司在电商流通渠道中不可或缺，主要原因如下：

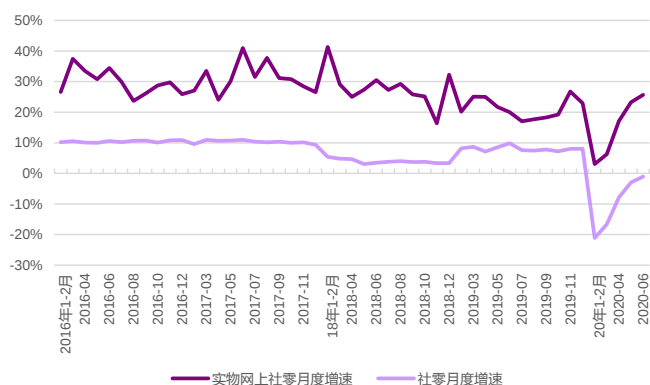
**1、快递公司需要全国区域的网络覆盖。**C端消费者遍布全国各地，第三方快递公司网络覆盖的区域越大，市场竞争力越强。由于全国性网络布局需要时间和资本的投入，电商企业使用自建渠道的短期成本要远高于使用第三方快递公司。

**2、第三方快递公司的规模优势具有很深的护城河。**相对重货运输，快递运送的货物重量、体积较小，易于标准化进而产生规模优势，快递服务企

业可以通过不断扩张来获得规模效应，降低单位成本。对于顺丰、通达系这种具有规模优势的快递公司，大部分电商企业自身的流量规模难以与之匹敌。

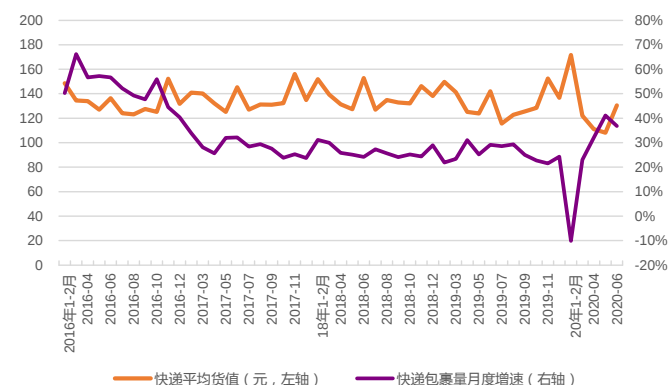
事实上，京东物流作为自营物流体系代表，连续亏损了 12 年才实现盈利。我们判断未来国内不再会有电商从无到有自建物流体系，第三方快递公司将市场的主导。（京东物流 2017 年开始承揽第三方快递业务。）如果未来电商市场进一步发展，第三方快递公司直接受益。

图 13：实物网上零售增速高于社零增速



资料来源：wind，光大证券研究所，每年 1 月、2 月合并统计

图 14：单件快递平均货值呈下降趋势

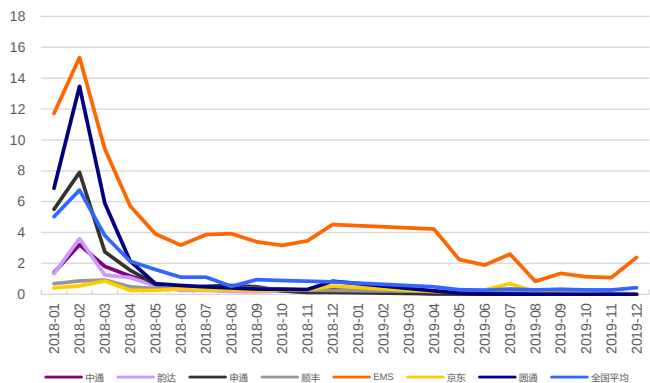


资料来源：wind，光大证券研究所，每年 1 月、2 月合并统计

### 2.2.3、第三方快递公司的服务质量不断提高

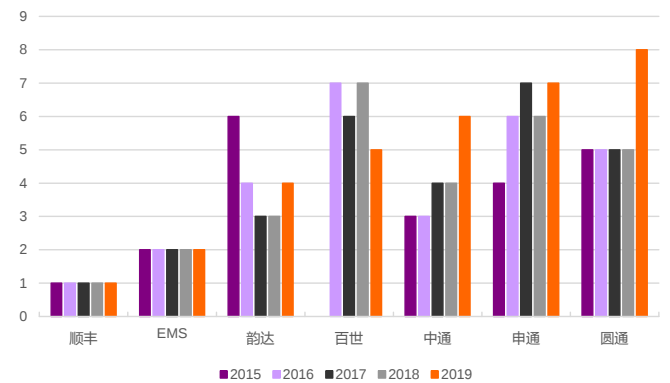
在较长的一段时间里面，第三方快递公司由于种种原因，在快递服务质量上有所欠缺，主要体现在投递服务、邮件延误和邮件丢失短少等方面。后来随着市场竞争的加深，第三方快递公司投入大量资源用于提升快递服务质量，取得良好效果。根据国家邮政局统计数据，顺丰、通达系等快递公司 2019 年 12 月的消费者有效申诉率都在 0.04（件/百万件）以下，处于较低水平。在第三方快递公司服务质量的不断提高的情况下，更加坚定了部分电商继续使用现有第三方快递配送体系的信心。

图 15：主要快递公司消费者有效申诉率（单位：每百万件）



资料来源：国家邮政局，光大证券研究所

图 16：快递服务品牌全程时限排名



资料来源：国家邮政局，光大证券研究所

我们前文提到，“内循环”场景下，消费端流通领域变化>产业链流通领域变化>原材料流通领域变化，由此可以推演出未来更多的物流增量是来自于消费端（to C）的快递包裹量，其次是消费端（to B）的增量，最后才是生产端（国产替代）的增量，考虑到第三方快递公司在电商流通领域所处的重要地位，我们认为快递行业比其他物流行业更受益于“内循环”。

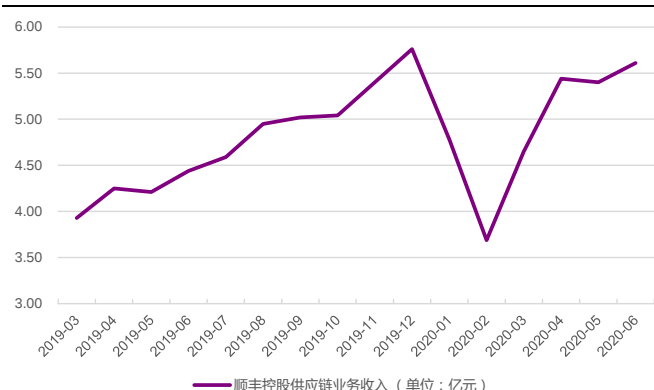
## 2.3、“内循环”对快递行业的影响

“内循环”场景下，零售行业的变革将直接影响到快递行业发展，结合快递行业本身的发展规律，我们认为快递行业将会产生以下变化：

**1、社零需求的增加以及电商渗透率的提升将直接利好快递行业。**“内循环”场景下，出口转内销的商品必然会增加，零售市场空间会进一步增加；同时电商渗透率在“内循环”场景下将继续提高，因为对于原本的出口生产企业来说，无论是自建渠道还是利用第三方销售渠道，开发国内市场需要时间和成本，而借助网络销售模式能够快速打响产品知名度同时打开国内市场，快递公司将因此而受益。

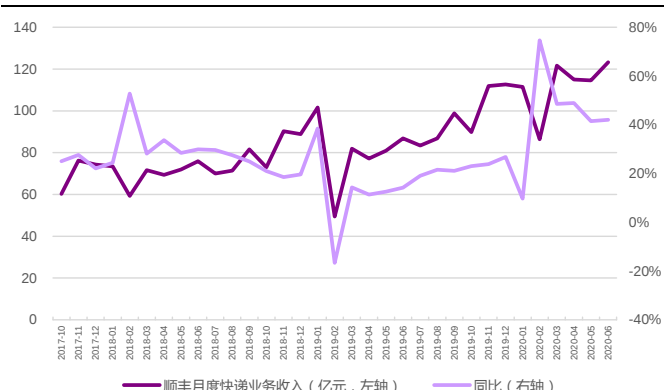
另外，部分物流企业本身就经营供应链业务（比如京东、顺丰），他们在给出口转内销的企业提供基础物流服务的同时，一并提供仓储、融资等供应链相关服务。

图 17：顺丰控股供应链业务收入保持增长趋势



资料来源：wind，光大证券研究所

图 18：顺丰控股快递业务收入保持增长趋势

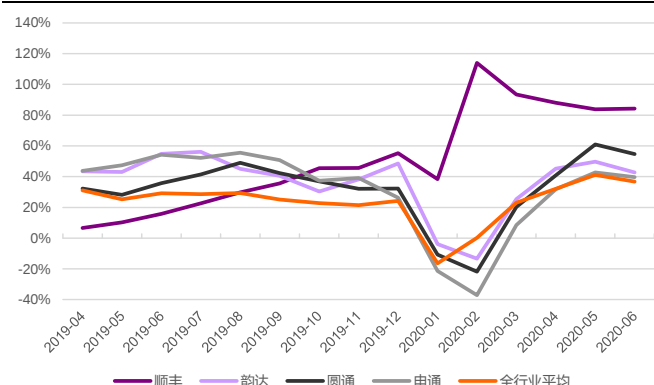


资料来源：wind，光大证券研究所

**2、在竞争格局上，快递行业市场份额将加速向龙头集中。**电商行业快速发展在带动快递行业发展的同时，也加剧了快递行业的内部竞争，特别是在国内几大快递公司上市之后，行业价格战不断升级，单票价格呈下降趋势。本来着眼于高端时效件业务的顺丰，也在 2019 年下半年推出电商特惠件业务，大力开拓电商件市场，导致价格战进一步升级。随着快递价格战的延续，快递行业集中度不断提升，剔除新冠疫情期间的特殊情况，2020 年 6 月快递行业 CR8 已经达到 84% 以上。

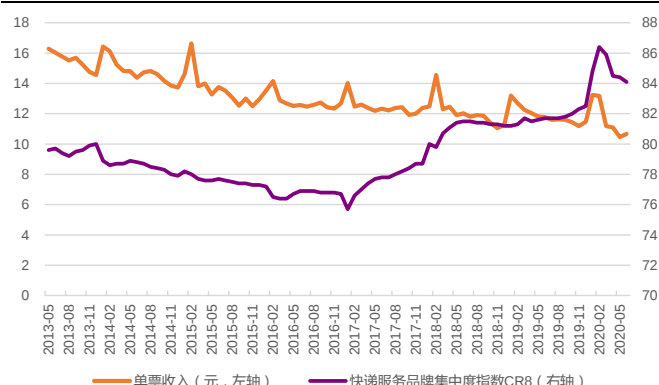
在“内循环”场景下，快递行业预计仍能维持较高增速，而行业龙头间价格战或将延续，这也将加速市场份额向龙头集中。长期来看，具备综合服务能力的顺丰控股、京东物流，以及具备网络成本优势的中通有较大胜率在价格战中胜出。

图 19: A 股快递上市公司月度包裹量增速比较



资料来源: wind, 光大证券研究所

图 20: 快递行业 CR8 从 2017 年开始不断提升

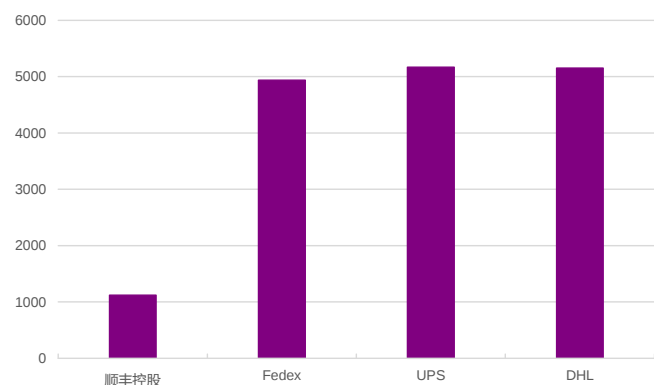


资料来源: wind, 光大证券研究所

**3、“内循环”场景下，物流业自主可控是必然趋势。**从全球范围看，中国目前还未有能与 Fedex、UPS 等匹敌的物流快递公司，国内物流龙头顺丰与国际物流巨头相比，无论是硬件投入还是网络覆盖上都有较大差距。以全货机数量为例，截至 2019 年底，国内注册的全货机仅有 173 架，其中顺丰航空、圆通航空各有 58 架、12 架，而 Fedex、UPS、DHL 分别拥有 679 架（截至 2020 年 5 月 31 日）、572 架飞机、260 架飞机。

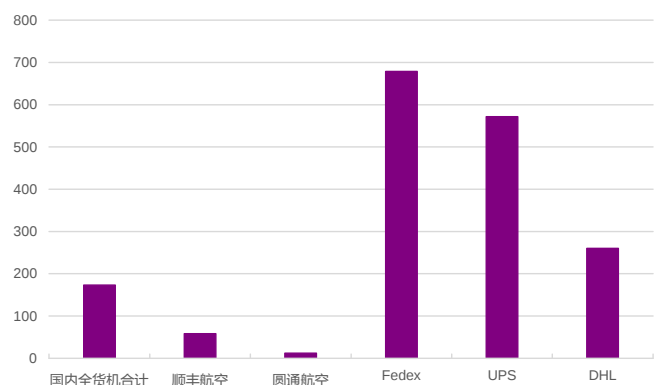
虽然“内循环”可以实现消费端的物流留存在国内，但生产端的全球分工将一直存在，在生产端的跨国物流领域，我们的实力较弱，考虑到之前出现过 Fedex “劫持”华为包裹事件，跨国物流自主可控是必然趋势。长远来看，拥有全货机的顺丰、圆通有望借助“内循环”的机遇，着力发展跨国物流快递，在开拓国际市场的同时，寻找新的收入增长点。

图 21: 中外物流企业 19 年度财年营业收入比较 (单位: 亿元)



资料来源: wind, Fedex、UPS、DHL 收入换算采用历史汇率, Fedex 统计周期为 2019 年 6 月 1 日-2020 年 5 月 31 日。

图 22: 中外物流企业全货机数量对比 (单位: 架)



资料来源: 各公司公告, 光大证券研究所整理, Fedex 数据截至 2020 年 5 月 31 日, 其他数据截至 2019 年底

综上所述,在“内循环”的机遇面前,快递行业市场空间将进一步打开,快递公司直接受益,但同时也要看到行业面临市场竞争加剧、国际化扩张等挑战。长远来看,我们相信“内循环”场景下的快递行业,能够成长出具备全球影响力的国际快递巨头。

### 3、免税消费回流是“内循环”背景下的必然结果

在零售行业的分销渠道中，免税品消费向来是一个特殊的类型。对于一般消费者来说，同样的一件商品，免税品渠道的价格往往要低于其他销售渠道，但普通消费者购买免税品又受到诸多限制，所以国内免税品销售规模占比很低。不过近年来，随着海南离岛免税以及机场免税业务的发展，愿意在国内渠道购买免税品的消费者越来越多。我们认为，在“内循环”背景下，随着监管力度的不断放松以及相关配套设施的不断完善，中国消费者免税消费回流是必然结果。下面我们将从国内免税行业的发展历程入手，分析交通运输行业所面临的机遇和挑战。

#### 3.1、免税消费回流从离境免税升级为离岛免税

很长一段时间里，国内免税品消费群体主要是离境免税。直到 2010 年国务院发布《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》后，海南离岛免税作为配套政策付诸实施。

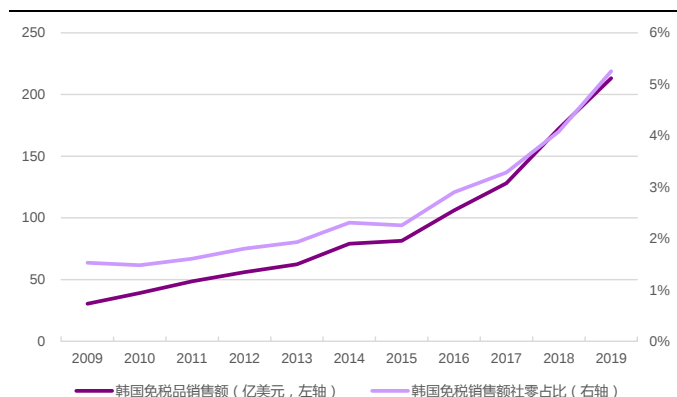
##### 3.1.1、免税品经营一直以来受到严格监管

相对于有税（商）品，免税业务中出售的免税（商）品，指的是免征关税、进口环节税的进口商品和实行退（免）税（增值税、消费税）进入免税商店销售的国产商品。所以同一种商品，免税业务模式下的零售终端售价必然低于有税业务模式下的零售终端售价。

从世界范围看，长期以来免税品的购买资格通常是给予有出入境经历的人群，主要原因在于监管担心扩大符合购买免税品的“合格消费者”范围对国家税收带来的负面冲击。考虑到税收是国家财政收入的重要组成部分，对免税业务的范围加以限制是免税业务存在和发展的前提。

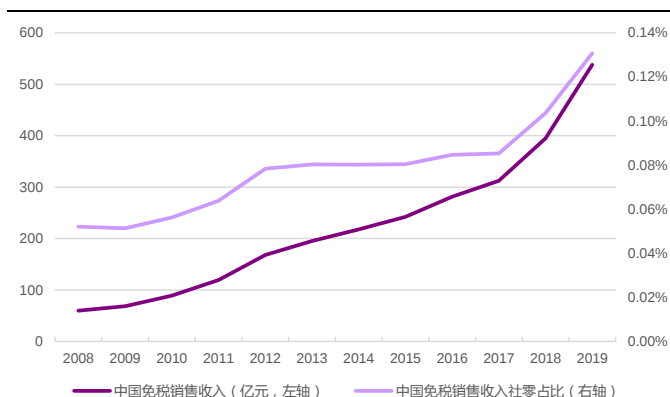
站在监管角度，对免税业务监管的意义主要体现在两个方面：增加购买者的综合成本以及限制购买者的范围，尽可能的在不冲击有税业务的同时激发额外的购物需求，同时监管还需要考虑开展免税业务带来额外的监管成本问题。在实际操作中，综合限制免税优惠范围、降低监管成本两个因素，区分“合格消费者”比区分“合格生产者（销售者）”更加适合免税业务监管要求。

图 23：韩国免税收入社零占比



资料来源：KDFA、bloomberg，光大证券研究所，

图 24：中国免税收入社零占比较低



资料来源：wind，光大证券研究所

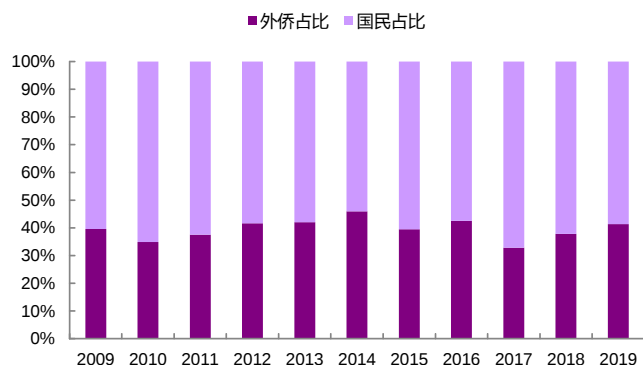
从历史经验看，对出入境旅客给予免税品购买资格，能够最大限度的降低免税业务对国内有税业务的冲击。（我们可以认为出入境旅客在境外能买到价格更低廉的商品，出入境旅客在考虑比价优势的情况下不会在国内购买有税商品。）另一方面，旅客的出入境资格本身受到严格管制，所以对出入境旅客群体进行额外免税品购买资格监管的边际成本非常低。

传统模式下，购买免税品的场所主要集中在“合格消费者”旅途中所经过的场所，比如设立在出入境口岸的实体免税店（机场、火车站、客运站）、乘坐交通工具时的免税店（飞机、邮轮）、设立在城市的市内实体免税店，另外依托电商的蓬勃发展，部分免税品可以通过网络渠道购买，但依然只适用于“合格消费者”。以上免税品销售渠道中，机场免税店和市内免税店是主要的渠道类型。以中国中免为例，公司旗下上海机场免税店（包括虹桥机场免税店）、首都机场免税店（包括大兴机场免税店）、白云机场免税店 2019 年合计收入占全国免税品销售收入的比例约为 47.7%，公司旗下三亚国际免税城（市内店）2019 年销售收入占全国免税品销售收入的比例约为 19.5%。

### 3.1.2、韩国免税品比价优势吸引中国消费者

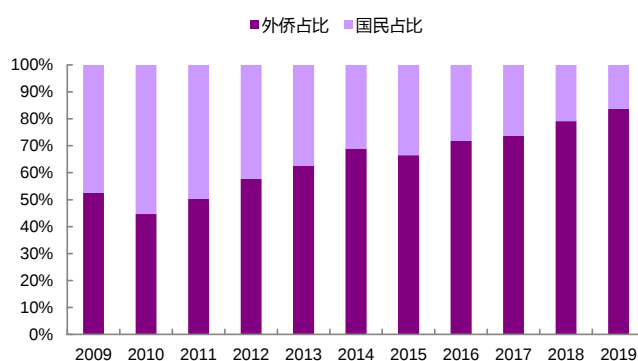
近年来，韩国免税品行业发展迅速，大量商品具有比价优势，再加上中国往返韩国的综合成本不高，因此吸引了不少中国消费者前去购买。2019 年，韩国免税产业销售额达到 213 亿美元，约合人民币 1487 亿元，其中中国消费者贡献超过七成，因此消费规模或超过 1000 亿元人民币。”

图 25：韩国免税品购买人数占比



资料来源：KDFA，光大证券研究所

图 26：韩国免税品购买金额海外旅客贡献不断增加



资料来源：KDFA，光大证券研究所，

据贝恩咨询统计，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，占比不到一半。

所以站在免税角度，中国消费者境外购物需求，在国内商品具备比价优势的前提下，具备回流国内的基础。之前国内几大机场的免税业务通过离境免税满足了一部分消费回流的需求，但离境免税受众毕竟有限，海南离岛免税大幅增加了购买免税品的“合格消费者”范围，在满足消费回流需求的同时，也激发出更多的潜在购物需求。

### 3.1.3、为什么选择海南作为免税政策放松的突破口

之前我们提到，如果把免税品的“合格消费者”范围从出入境旅客扩大到国内消费者，需要在限制免税优惠范围与降低监管成本之间找到一个平衡点。而海南岛得天独厚的地理条件非常适合开展“离岛免税”业务。

海南岛作为一个相对孤立的岛屿，具备区分离（岛）旅客的天然优势。目前海南本岛仅有三个民用运输机场；客运轮船离岛码头在海口；而火车、汽车均需要在海口通过轮渡离岛。有限的离岛通道带来了低廉的监管成本，同时也给海南发展离岛免税业务打下了极具竞争力的基础。

中国虽然岛屿众多，但整体上看大岛少、小岛多，面积超过 1000 平方公里的大岛仅有 3 个，分别是台湾岛、海南岛、崇明岛。从基础设施角度考虑，崇明岛目前没有机场、铁路（目前规划了两个直升机场以及沪崇启铁路），同时本岛通过隧道、桥梁与大陆无缝连接，隔离区分离（岛）旅客的监管成本要大大高于海南岛。

图 27：海南岛与大陆无法直接连通



资料来源：海南省旅游建设规划

图 28：崇明岛与大陆直接连通



资料来源：上海市崇明区总体规划暨土地利用总体规划（2017-2035）

### 3.1.4、海南离岛免税政策不断放松

海南离岛免税政策始于 2011 年，政策执行初期对于免税品的购买方式、次数、额度、品类都有严格限制，随后逐步放开。今年 6 月底，财政部、海关总署、税务总局联合发布《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，该公告在原有海南离岛免税政策上进行大幅升级（同时废止了全部原有政策），主要体现在个人免税额度从每年 3 万元提升至 10 万元、品类增加至 45 类（首次加入酒类、手机等）、大部分品类购买数量不再限量（仅化妆品、手机、酒类限量）。此次海南免税政策升级，对于提升离岛旅客的购物需求有着非常积极的作用，海关总署统计，2020 年 7 月 1 日至 27 日海南离岛免税销售金额 22.19 亿元、购物旅客 28.10 万人次，较去年同期分别增长 234.19%、42.71%；环比分别增长 45.51%、12.63%。

2019 年我国免税品销售额约 538 亿，占社零的比例仅为 0.13%，大幅低于韩国免税品销售占比（5.25%）。以 2019 年社零作为基数，假设未来我国免税品销售额占比能够提升到 2%，那么免税品销售市场规模将超过 8000 亿，假设海南离岛免税能贡献一半的体量，那么海南离岛免税空间可以达到 4000 亿，未来市场空间巨大。

表 5：海南离岛免税购物政策逐步放开

| 相关文件                                 | 执行时间       | 废止时间     | 适用对象              | 购买途径         | 离岛途径         | 购买次数<br>(每年)          | 免税额度<br>(每年)                        | 免税种类                 | 单品类购买<br>数量                      |
|--------------------------------------|------------|----------|-------------------|--------------|--------------|-----------------------|-------------------------------------|----------------------|----------------------------------|
| 财政部关于开展海南离岛旅客免税购物政策试点的公告             | 2011/4/20  | 2020/7/1 | 年满 18 周岁<br>离岛不离境 | 海口、三亚<br>免税店 | 仅限飞机<br>离岛旅客 | 非岛内居民 2 次<br>岛内居民 1 次 | 每次 5000 元                           | 18 类                 | 2-5 件                            |
| 财政部关于调整海南离岛旅客免税购物政策的公告               | 2012/11/1  | 2020/7/1 | 修改为年满<br>16 周岁    |              |              |                       | 上调至每次<br>8000 元                     | 增加至<br>21 类          | 增加至 4-8<br>件                     |
| 财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告            | 2015/3/20  | 2020/7/1 |                   |              |              |                       |                                     | 增加至<br>38 类          | 增加至 4-12<br>件                    |
| 财政部关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告            | 2016/2/1   | 2020/7/1 |                   | 增加网上<br>销售途径 |              | 取消非岛内居民<br>次数限制       | 非岛内居民<br>16000 元不变                  |                      |                                  |
| 财政部关于将铁路离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告  | 2017/1/15  | 2020/7/1 |                   |              | 增加铁路<br>离岛旅客 |                       | 乘飞机和乘火<br>车免税购物额<br>合并计算            |                      |                                  |
| 三部门关于进一步调整海南离岛旅客免税购物政策的公告            | 2018/12/1  | 2020/7/1 |                   |              |              | 取消岛内居民次<br>数限制        | 上调至 3 万元                            | 增加部分<br>家用医疗<br>器械商品 |                                  |
| 三部门关于将乘轮船离岛旅客纳入海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围的公告 | 2018/12/28 | 2020/7/1 |                   |              | 增加轮船<br>离岛旅客 |                       | 所有通道免税<br>购物额合并计<br>算, 上限仍为 3<br>万元 |                      |                                  |
| 三部门关于海南离岛旅客免税购物政策的公告                 | 2020/7/1   |          |                   |              |              |                       | 上调至 10 万元                           | 增加至<br>45 类          | 除化妆品、手<br>机、酒类外,<br>其他品牌不<br>限数量 |

资料来源：财政部、海关总署、税务总局，光大证券研究所整理

### 3.2、交运基础设施不足是否会掣肘海南离岛免税业务

离岛免税“合格消费者”的前提条件是离开海南岛，所以离岛旅客运输能力是离岛免税业务发展的基础。

从进岛方式上看，由于海南还未修建跨海大桥或隧道，所以航空、轮渡（包括火车、汽车）是进出海南岛仅有方式。从旅客吞吐量角度看，2019 年海南三大机场旅客吞吐量合计为 4494 万人次，2019 年琼州海峡旅客吞吐量为 1503 万人次。公路汽车客运量以琼州海峡车运量为基础，假设平均每辆汽车运载 12 人（考虑省际班车和自驾），估算 2019 年通过轮渡汽车进出海南的旅客量约为 4,052 万人次。铁路客运量以每日 5 列跨省列车为基础，假设每列客车定员 1200 人，客座率 85%，估算 2019 年通过火车（粤海铁路）进出海南的旅客量约为 372 万。合计以上交通方式客运量，2019 年进出海南的客运量超过 1 亿人次。

表 6：海南离岛旅客量测算

| 交通方式     | 2019 客运量<br>(万人次) | 备注                 |
|----------|-------------------|--------------------|
| 三大机场     | 4494              | 珠海博鳌机场于 2016 年正式运营 |
| 琼州海峡散客轮渡 | 1503              | 包括海安航线和粤海铁航线       |
| 轮渡汽车（估算） | 4052              | 假设平均每辆汽车运载 12 人    |

|          |       |                         |
|----------|-------|-------------------------|
| 粤海铁路（估算） | 372   | 假设每列客车定员 1200 人，客座率 85% |
| 合计       | 10421 |                         |

资料来源：wind，12306，海南省海峡办，光大证券研究所整理

### 3.2.1、海南机场建设不断推进

建国后很长一段时间内，海南省只有海口大英山机场，直到 1994 年三亚凤凰机场运营，海南省才拥有两座民用运输机场。随着 1999 年海口美兰机场投产，服役多年的海口大英山机场停航。虽然海南省此后为了配套博鳌亚洲论坛修建了琼海博鳌机场以及将三沙永兴机场（不在海南本岛）转为军民合用机场，同时规划了儋州机场，但博鳌机场、儋州机场的设计容量远远小于海口美兰机场和三亚凤凰机场，所以未来很长一段时期内，海口美兰机场和三亚凤凰机场将一直是进出海南岛的核心机场。

由于海口机场早已超负荷运行，二期扩建已于 2016 年开工，目前实地试飞顺利通过，项目已具备民用客机的起降保障能力，预计最快年内通航。根据规划，美兰机场二期扩建将修建第二跑道、T2 航站楼等设施，二期的设计目标为 2025 年满足年旅客吞吐量 3500 万人次、年货邮吞吐量 40 万吨。

相对而言，三亚新机场（迁建）显得有些命运多舛。早在 2014 年，由于三亚凤凰机场客流量日益饱和，周边缺乏可用的扩建用地，新机场建设被提上日程。2015 年 12 月，三亚市委、市政府发布了《中共三亚市委办公室、三亚市人民政府办公室关于成立三亚市新机场建设领导小组的通知》，按规划新机场预计 2018 年底完成填海作业，2020 年可达到起飞条件，2025 年将满足 3800 万旅客的吞吐量，2045 年将满足 7000 万旅客的吞吐量。但红塘湾新机场因涉嫌“未批先建”，在 2017 年 7 月由于违规填海等问题被勒令叫停，三亚新机场全面停工。直到 2018 年 3 月，民航总局正式批复同意将红塘湾场址作为三亚新机场推荐场址，三亚新机场建设才重新提上日程。目前三亚新机场正在进行环评流程。

表 7：海南各机场扩建计划

| 机场     | 通航时间       | 等级    | 跑道 | 航站楼   | 小时容量 | 设计容量                                        | 2019 年旅客吞吐量 | 扩建计划             |
|--------|------------|-------|----|-------|------|---------------------------------------------|-------------|------------------|
| 海口美兰机场 | 1999 年 5 月 | 4E    | 一条 | T1    | 30   | 一期 930 万；二期投产达到 4500 万                      | 2422 万人次    | 二期扩建，新建第二跑道，T2   |
| 三亚凤凰机场 | 1994 年 7 月 | 4E    | 一条 | T1、T2 | 25   | 三期 2500 万；新机场 25 年目标 3800 万人次，45 年 7000 万人次 | 2017 万人次    | 拟在红塘湾修建三亚新机场（迁建） |
| 琼海博鳌机场 | 2016 年 3 月 | 4E/4C | 一条 | T1    |      | 二期 130 万                                    | 56 万人次      | 暂无               |
| 三沙永兴机场 | 16 年开通客运航班 | 4C    | 一条 | T1    |      | 军民合用机场                                      | 7.1 万人次     | 暂无               |
| 儋州机场   | 规划中        |       |    |       |      | 近期 90 万，远期 360 万                            | N/A         | N/A              |

资料来源：各机场网站，光大证券研究所整理，琼海博鳌机场飞行区等级为 4C（在博鳌亚洲论坛期间等级提升为 4E），三沙永兴机场目前只经营至海口的往返航线。

根据目前海南省机场的相关规划，未来三亚红塘湾机场、儋州机场建成后，海南本岛四大机场合计年旅客吞吐量有望超过 1 亿。参考 2019 年美兰机场国内旅客吞吐量占比约为 94.2%，预计未来每年通过机场进出海南岛的旅客量将超过 9000 万。

图 29：三亚新机场规划示意图



资料来源：海南省旅游建设规划

图 30：海口美兰机场二期扩建示意图



资料来源：google 地图，南部区域为美兰机场一期区域，北部区域为美兰机场二期扩建区域。

3.2.2、轮渡运能相对充裕，但辐射区域有限

由于火车、汽车进出海南岛都必须经过琼州海峡轮渡，所以研究琼州海峡轮渡运能上限有着重要意义。

我们分别统计海峡南岸以及海峡北岸港口的设计吞吐量，目前两岸的年车辆吞吐量合计约 500 万辆次，旅客吞吐量合计约 3000 万人次。参考 2019 年车辆吞吐量（337.7 万辆次）和旅客吞吐量（1502.7 万人次），目前琼州海峡港口运能利用率似乎远未到上限。但考虑轮渡运能要优先服务于货运（海南 90% 以上的生活物资都要通过琼州海峡运输进岛），琼州海峡实际运力已经快接近港口运能上限。铁路运输也面临同样的问题，目前粤海铁共有四艘渡船，设计吞吐量每日可开行 15 对航班，但实际上目前每日通过琼州海峡的火车只有 5 列（分别往返于北京西、上海南、郑州、哈尔滨西、长春）。

表 8：琼州海峡港口客运产能概览

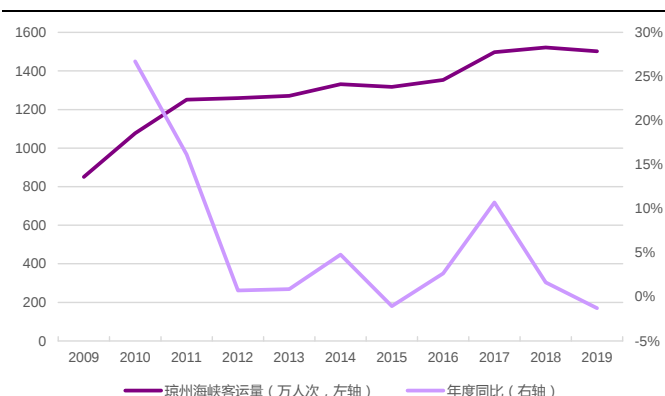
| 区位      | 港口             | 所属企业         | 年设计吞吐量                                                    |
|---------|----------------|--------------|-----------------------------------------------------------|
| 海峡南岸    | 秀英港            | 海峡股份         | 车辆 180 万辆次，旅客 800 万人次                                     |
|         | 新海港            |              | 车辆 320 万辆次，旅客 2200 万人次                                    |
| 海峡北岸    | 海安新港           | 海安新港港务有限公司   | 车辆 144 万辆次，旅客 755 万人次                                     |
|         | 海安港            | 广东徐闻港航控股有限公司 | 海安港泊位数量与海安新港相同                                            |
|         | 南山港            | 湛江徐闻港航有限公司   | 车辆 320 万辆次，旅客 1728 万人次                                    |
| 粤海铁路南北线 | 粤海铁南港<br>粤海铁北港 | 粤海铁路有限公司     | 每日 15 对航班，每班 42 节货物列车或 21 节旅客列车，滚装 20 吨汽车 65 辆，散客 1253 人次 |

资料来源：海南省琼州海峡轮渡运输管理办公室，广铁集团，光大证券研究所整理

从理论上讲，提升琼州海峡琼州轮渡运能上限的难度要低于提升海南本岛机场运能的难度，但在实际操作中，提升琼州海峡琼州轮渡运能仍面临一些困难，最主要的问题就是面对两地多部门共同监管的问题。虽然目前市场

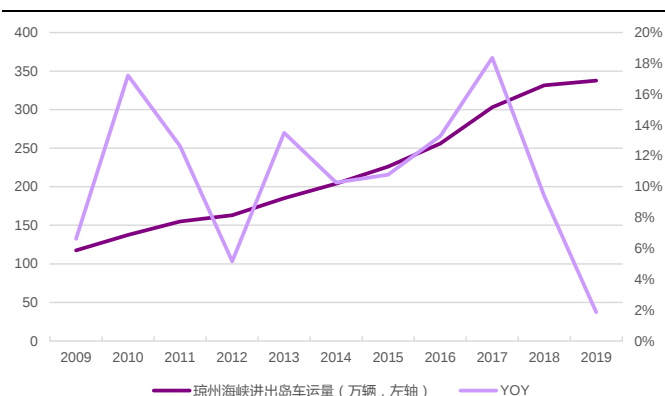
监管方面主要由两岸的琼州海峡轮渡运输管理办公室、港航管理局执行，但依然要面对海南、广东两大行政区同级监管的问题。

图 31：琼州海峡进出岛客运量



资料来源：海南省琼州海峡轮渡运输管理办公室，光大证券研究所

图 32：琼州海峡进出岛车运量



资料来源：海南省琼州海峡轮渡运输管理办公室，光大证券研究所

鉴于琼州海峡轮渡面临的困难，交通运输部和广东、广西、海南在 2019 年联合印发《提升琼州海峡客滚运输服务能力三年行动计划（2019—2021 年）》，计划提出“开展开辟新的客滚运输航线可行性研究”，“推进出台高峰期进出海南岛车辆错峰出行方案”，“研究探索进出港航道双向通航可行性”，“加快琼州海峡客滚运输船舶运力更新”等措施。长期来看，基于航运技术的进步以及监管效率的提升，轮渡运能在未来不会成为离岛客运的瓶颈。

不过考虑到渡船的通行效率，火车、汽车、轮渡所能覆盖的有效区域仅限于广东南部，其他区域的旅客大都只能选择航空方式进出海南岛。从开拓离岛免税市场的角度考虑，提升机场运能比开拓渡船运能更加重要。

综上所述，目前海南岛交运基础设施配套只能说差强人意，在旅游旺季会出现明显的供不应求。所以要发展离岛免税，海南岛的机场扩建尤为重要，机场产能上限在一定程度上会成为海南离岛免税业务的掣肘。

### 3.3、“内循环”场景下，海南离岛免税格局变化

海南离岛免税业务始于海南国际旅游岛的建设。为落实国务院 2010 年初发布的《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，财政部 2011 年批准成立海南省免税品有限公司并赋予免税品特许经营权，随后海免在美兰机场隔离区、海口市内、博鳌市内设立了三家离岛免税店。中免在 2009 年在三亚市区开设了免税店，并在 2014 年将市区免税店迁建至三亚海棠湾免税店。到目前为止，海南本岛共有四家线下免税店（不包含中免设立的体验店）。

2018 年，中国旅游集团（中免母公司）与海南省国资委进行股权划转，划转后中国旅游集团持有海免 51% 的股权。今年 6 月，中免以现金收购的方式，将中国旅游集团持有海免 51% 的股权注入上市公司。至此，海南本岛所有的免税品购买渠道均由中免持有或控制。

### 3.3.1、海南离岛免税店经营分析

根据 2020 年 7 月 1 日执行的海南离岛免税新政，购买免税的“合格消费者”必须持有正确的离岛航班信息、火车票或轮渡船票信息（包括自驾）才能购买。我们整理了所有海南离岛免税购买方式，除了在美兰机场免税店可以现场提货，其他渠道都需要去指定的离岛提货点提货。值得注意的是，即使是已离开海南岛的旅客，在规定的时间内仍可以通过网络渠道购买免税品，这大大提升了离岛旅客的购物体验。

表 9：海南离岛购物各渠道时间限制

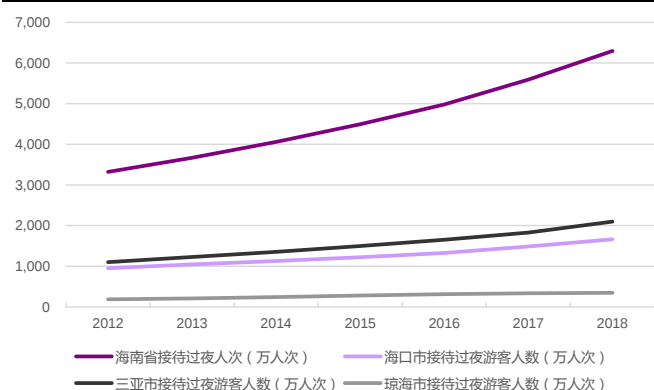
| 购买渠道       | 三亚机场离岛                                                           | 海口机场离岛   | 博鳌机场离岛   | 新海港离岛    | 秀英港离岛 | 最早购买时间   |
|------------|------------------------------------------------------------------|----------|----------|----------|-------|----------|
| 中免官网购买（网上） | 提前 24 小时                                                         | 提前 40 小时 | 提前 40 小时 | 提前 40 小时 | 暂时关闭  | 离岛前 20 天 |
| 海棠湾店购买     | 提前 6 小时                                                          | 提前 24 小时 | 提前 24 小时 | 提前 24 小时 | 暂时关闭  | 离岛前 30 天 |
| 博鳌店购买      | 提前 24 小时                                                         | 提前 24 小时 | 提前 6 小时  | 提前 24 小时 | 暂时关闭  | 离岛前 30 天 |
| 海口市内店购买    | 提前 24 小时                                                         | 提前 6 小时  | 提前 24 小时 | 提前 24 小时 | 暂时关闭  | 离岛前 30 天 |
| 美兰机场购买     | N/A                                                              | 现场提货     | N/A      | N/A      | N/A   | N/A      |
| 离岛补购（网上）   | 1、180 天内已乘飞机离岛的旅客（部分航空公司除外）<br>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 |          |          |          |       |          |

资料来源：中免网站，光大证券研究所整理

从购买渠道看，六个渠道中有四个是线下渠道，两个是线上渠道。线下渠道中，两个位于海口，另外两个分别位于三亚和博鳌。虽然这些渠道都属于中免，但不同渠道之间依然有竞争关系。从销售数据来看，目前三亚的海棠湾免税店销售额最高，占有绝对优势，主要原因如下：

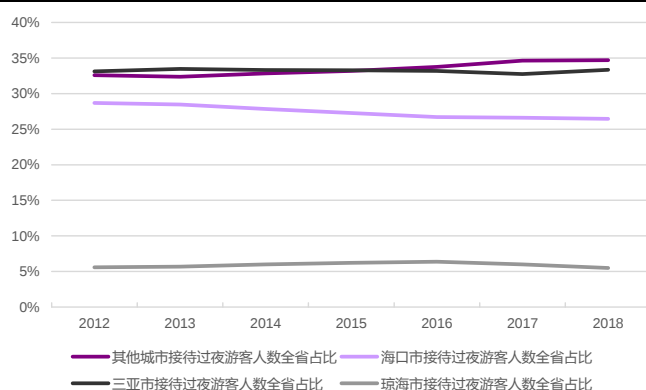
1、三亚的旅游人群数量更多，整体消费能力要强于途径海口的旅客。从机场旅客吞吐量看，虽然 12 年-15 年三亚机场旅客吞吐量略微高于海口机场，但从海口机场从 16 年开始旅客吞吐量开始超过三亚旅客吞吐量，19 年两者的差距已经超过 400 万人次。尽管如此，三亚市接待的过夜游客人数从 12 年开始一直都高于海口市过夜游客人数，18 年两者的差距已达到 430 万人次。再看三亚市接待的过夜游客人数全省占比一直保持在 33% 左右，而海口市接待的过夜游客人数全省占比从 12 年的 28.7% 下降到 18 年的 26.45%。

图 33：三亚市接待过夜游客人数高于海口



资料来源：wind，光大证券研究所

图 34：海口市接待过夜游客人数全省占比不断下降



资料来源：wind，光大证券研究所

2、海棠湾免税店同类产品实际价格最便宜。目前海南的免税业务都由中免及其子公司海免运营，所以产品标价上，所有线上、线下渠道都保持一致。但实际购物场景下，不同店面的活动折扣、赠品、上架套装均有区别，根据我们实地调研的经历综合来看，海棠湾免税店的实际价格更有优势。以雅诗兰黛经典产品为例，ANR 脸部精华（100ml）在海棠湾免税店的折扣力度可以做到接近最高，同时还赠送价格不菲赠品；参考其他香化品牌，比如SKII、欧舒丹等，海棠湾免税店出售的套装种类明显多于其他渠道。

表 10：各免税店商品折扣一览

|                | 雅诗兰黛 ANR 眼霜+脸部精华<br>(50ml) | 雅诗兰黛 ANR 脸部精华<br>(100ml)     |
|----------------|----------------------------|------------------------------|
| 海南各渠道<br>统一标价  | 929                        | 960                          |
| 海棠湾店折扣         | 无折扣                        | 两件 66 折，有赠品；                 |
| 博鳌店折扣          | 单件 65 折，无赠品                | 单件 65 折，无赠品                  |
| 海口市内店折扣        | 单件 65 折，买两件有赠品；            | 单件 65 折                      |
| 美兰机场店折扣        | 单件 65 折                    | 单件 65 折，                     |
| 中免离岛免税官网<br>折扣 | 单件 75 折，无赠品<br>(已下架)       | 单件 75 折，两件 66 折<br>买两件及以上有赠品 |
| 离岛补购折扣         | 无折扣、无赠品（无货）                | 两件 65 折，无赠品（无货）              |
| 日上网购 标价        | 939（无折扣）                   | 864（无折扣）                     |

资料来源：中免网站，光大证券研究所整理，数据截至 2020 年 7 月。海南离岛所有渠道均有全场三件 9 折、五件 85 折的活动，但不能与上述折扣同时叠加

3、海棠湾免税店品类最丰富。从运营主体上看，美兰机场免税店、海口市内免税店、博鳌免税店都由海免运营，而海棠湾免税店有中免运营。运营主体的不同导致海棠湾免税店的品类与其他三家线下免税店有明显差别，海棠湾免税店在精品箱包、精品手表等品类上更加丰富，能够吸引更多的流量。

图 35：海棠湾免税店精品品牌较多



资料来源：中免网站，光大证券研究所

图 36：海口市内店精品品牌较少



资料来源：海免网站，光大证券研究所

4、三亚仅有海棠湾一家免税店。由于三亚凤凰机场航站楼空间较小，无法像海口机场一样设立一定规模免税店店面（仅设立了免税品提货点），导致在出行三亚的游客在线下只能去海棠湾免税店购物。

### 3.3.2、“内循环”场景下，海南离岛免税格局的积极变化

免税品经营属于国家授权特定机构专营的业务，获得免税品经营资质需有关部门的批准。财政部、海关总署、税务总局、国家旅游局于 2000 年上报并经国务院批准下发的《关于进一步加强免税业务集中统一管理的请示》规定，国家对免税商品销售业务实行垄断经营和集中统一管理，今后对其他部门和地方不再批准免税店（公司）。因此，免税品经营资质具有稀缺性。

2011 年，为落实《国务院关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，财政部批准成立海南省免税品有限公司并赋予免税品特许经营权，同时表示离岛免税政策是国家赋予海南省的一项独有性政策，不具普遍性，也不会考虑在其他地区批准设立新的免税品经营公司。至此，国内具有免税品经营牌照的公司共有七家。央企背景的中免、中出服、中侨具有全国范围牌照，其中中出服、中侨只能开设市内店，而其他具有免税品经营牌照的公司均有地域和类别限制。

不过随着中国经济的发展，居民消费能力不断提高，免税行业不断发展，行业监管也开始逐步放松。

2016 年口岸进境免税店开放招投标，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。2019 年口岸出境免税店开放招投标，对原经国务院批准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。政策鼓励免税行业充分市场化竞争，各地方免税企业均可参与出入口岸免税店投标并获得经营权。

表 11：中国免税品经营牌照一览

| 免税牌照              | 成立时间                | 门店数量    | 主要门店分布                    | 备注                      |
|-------------------|---------------------|---------|---------------------------|-------------------------|
| 中国出国人员服务总公司       | 1983 年              | 约 16 家  | 北京、上海等市内区域                |                         |
| 中国港中旅集团公司（中侨）     | 1984 年              | 1 家     | 哈尔滨市内区域                   | 港中旅已与国旅合并，双方签署避免同业竞争承诺函 |
| 中国免税品（集团）有限公司     | 1984 年              | 超 240 家 | 三亚等市内区域，广州机场口岸、香港机场口岸等    |                         |
| 深圳市国有免税商品（集团）有限公司 | 1980 年              | 约 40 家  | 深圳机场口岸，深圳罗湖口岸等            |                         |
| 珠海市免税企业集团有限公司     | 1987 年              | 约 11 家  | 珠海拱北口岸、横琴口岸等              |                         |
| 日上免税有限公司          | 1999 年              | 约 5 家   | 上海区域机场口岸、北京区域机场口岸         | 已被中免收购                  |
| 海南免税品有限公司         | 2011 年              | 3 家     | 海口美兰机场免税店、海口市内免税店、琼海博鳌免税店 | 中免持有 51% 的股权            |
| 王府井集团股份有限公司       | 2020 年 6 月获得免税品经营资质 |         |                           |                         |

资料来源：各公司网站，中国中免公告，光大证券研究所整理

在“内循环”背景下，免税监管继续放松。王府井集团股份有限公司于6月公告获得免税品经营资质，随后A股十余家上市公司发布公告表示正在申请免税牌照。展望未来，免税监管放松可能会带来以下影响：

**1、免税品行业将从寡头垄断向市场竞争转变，中免垄断海南离岛免税的格局有望被打破，免税运营商会逐步增加。**获得免税牌照后的运营商，比如王府井，未来都会在海南设立市内免税店。除了市内免税店的扩张，机场免税店的营业面积也将大幅增加。根据规划，美兰二期联手中国中免，将打造全国最大的机场免税商业区，商业面积（约3万平）占航站楼总面积的11%（目前海口美兰机场免税店总营业面积1.4万平方米），目前已引进548个国际知名品牌商家。未来红塘湾机场投产运营后，也将设立机场免税店。

**2、对于消费者来说，充分的市场竞争将带来更低的产品价格以及更舒适的购物体验，从而促使消费回流、实现内循环。**

### 3.4、离岛免税-机场店与市内店的渠道之争

在目前免税品运营商有限的情况下，海南离岛免税不同渠道销售的免税品差别不大，对于某些热门的标准产品，消费者对不同购买渠道的选择会影响渠道收益分配的格局。站在消费者角度，机场渠道与市内店渠道互有优劣，相对而言市内店渠道更占优势，主要原因如下：

#### 1、免税品价格上，市内店渠道占据一定优势。

从离岛旅客的行程路径看，离岛枢纽（机场、港口）是必经之地，而市内免税店覆盖的范围有限，对于大多数离岛旅客来说，需要安排额外的时间以及支付额外的费用去市内免税店购物。以三亚为例，三亚市区酒店以及亚龙湾区域酒店距离海棠湾免税店的距离都超过30km。

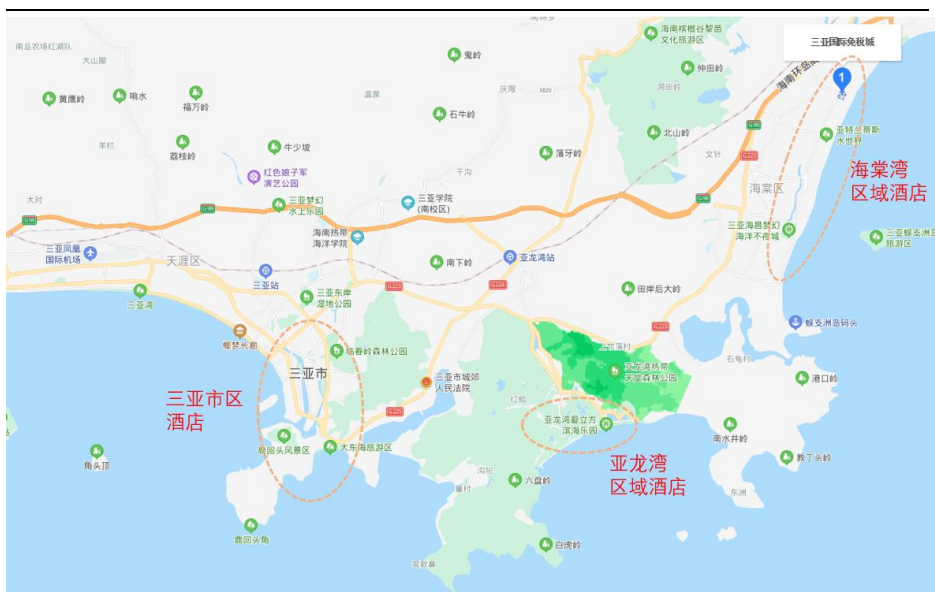
从店面租金角度看，市内店的综合租金成本要低于机场。参考上海机场、白云机场的免税店招标结果，两家机场对免税品销售的综合扣点率都在40%左右，而市内免税店的综合租金成本远低于这个水平。

所以一般情况下市内免税店商品的综合价格要低于机场免税店。根据我们实地调研的经历，同类产品海棠湾免税店综合价格较低，海口机场综合价格较高。

#### 2、购物体验上，市内店体验更好

机场免税店受制于航站楼空间，营业面积有限。目前海口机场免税店总营业面积1.4万平方米，三亚机场仅有免税品提货点（没有免税店店面），而海棠湾免税店总经营面积达到7万多平方米。更多的营业面积能够展示更加丰富的品类，同时提供多服务设施以提高顾客购物体验。

图 37：海棠湾免税店距离市区和机场距离较远



资料来源：baidu 地图，光大证券研究所

不过长远来看，我们认为机场渠道会更加受益于海南离岛免税的发展。主要原因如下：

### 1、机场渠道是部分离岛旅客唯一的线下购物场所。

根据我们之前分析，除了广东南部区域的旅客可以比较方便的通过轮渡方式进出海南岛，国内其他区域旅客进出海南岛的最佳交通工具会是乘坐飞机，导致机场本身就能获得大部分“合格消费者”的流量，而这些“合格消费者”由于种种原因并不会都去市内免税店购物，而且市内免税店考虑送货至机场的时间要求“合格消费者”提前购物，这也会限制部分需求。所以机场渠道是部分“合格消费者”唯一的线下购物场所，这也是最终定价策略上，部分产品机场渠道折扣低于市内店渠道折扣的原因。

### 2、机场渠道提货费用是稳定的收入来源，而市内店未来面临激烈竞争。

离岛免税由于监管要求，必须在离岛枢纽提货（之前有过市内店提货、机场退税的操作方式，现在已经暂停）。机场作为离岛枢纽之一，会在隔离区设立提货点并收取一定费用，这对机场来说是稳定的收入来源，特别是在海南本岛机场枢纽有限的情况下，机场渠道的议价能力更强。相对而言，市内店渠道以后要面临不同运营商的竞争，在市场竞争的环境下，市内店渠道收益率的波动可能会增加。

综上所述，由于海南离岛免税仍处于发展初期，配套硬件、软件都有待完善，市内店渠道占据优势地位。不过长远来看，机场渠道的垄断地位牢不可破，竞争优势会越来越明显，机场渠道对于离岛免税的收益分配存在不断优化空间。

## 4、投资建议

“内循环”场景下，快递行业市场空间被进一步打开，同时也将加速快递市场份额向龙头集中；另一方面，随着监管力度的不断放松以及相关配套设施的不断完善，中国消费者免税消费回流是必然结果，海南离岛免税市场空间巨大。我们比较机场渠道与市内店渠道的优劣，认为机场渠道的垄断地位牢不可破，竞争优势会越来越明显，机场渠道对于离岛免税的收益分配存在不断优化的空间。我们维持行业“增持”评级，推荐受益于电商发展的顺丰控股、圆通速递，同时建议关注受益于海南离岛免税的美兰空港、海峡股份和海航控股。

## 5、风险分析

**1、宏观经济下行对居民购物需求带来负面冲击。**宏观经济下行会造成居民可支配收入下降进而降低居民购物需求，给电商需求和离岛免税需求带来负面冲击。

**2、快递市场竞争加剧，影响上市公司盈利。**如果未来快递市场竞争进一步加剧，会对快递上市公司盈利带来负面影响。

**3、离岛免税政策放松低于预期。**海南离岛免税市场空间很大程度取决于政策放松程度。如果未来政策放松低于预期，将制约离岛免税市场发展，影响上市公司业绩。

**4、海南交运基础设施扩建缓慢。**海南机场、港口运能会制约海南旅客吞吐量，进而对海南离岛免税业务带来负面影响。

## 行业及公司评级体系

| 评级  | 说明                                                     |
|-----|--------------------------------------------------------|
| 买入  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；                       |
| 增持  | 未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 中性  | 未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；               |
| 减持  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；                     |
| 卖出  | 未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；                       |
| 无评级 | 因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，致使无法给出明确的投资评级。 |

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 联系我们

| 上海                                 | 北京                                            | 深圳                                 |
|------------------------------------|-----------------------------------------------|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号<br>写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层<br>复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |