

投资评级 优于大市 维持

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

《从“中国人”到“中国”，全球视角论机场免税空间》2019.06.30

《上海香港广州免税大比拼——论白云机场免税竞争力》2019.02.28

《2019 年度策略之机场——投产周期集中，精选个股机会》2018.12.11

分析师:虞楠

Tel:(021)23219382

Email:yun@htsec.com

证书:S0850512070003

联系人:李丹

Tel:(021)23154401

Email:ld11766@htsec.com

跨境电商是机场免税最大的竞争对手吗？

投资要点：

- **概述：**跨境电商凭借政策支持，使得其进口税收在所有渠道中最低。以高档化妆品为例，在限额内，跨境电商综合税为 23.1%，个人物品直邮需缴纳行邮税 50%，一般贸易进口税为 44.9%，而机场免税品税收为 0。但机场免税运营商需向大型枢纽机场缴纳 40%左右的提成，跨境电商是否会成为机场免税最大的威胁呢？
- **各自增量市场是当前争夺焦点。**2014 年，中国跨境电商正式合法化，据艾瑞咨询，2018 年，跨境电商市场规模 1613 亿元，同比增速 45%，预计到 2021 年，其市场规模将突破 3000 亿元，增量空间大。2016 年，国内正式放开 19 个口岸进境免税资格，2018 年，中国免税市场规模 395 亿元，同比增速 27.3%。但当年中国居民境外购买免税品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 35%。可见国人境内购买免税品占比较低，消费回流潜力大。
- **定位有明显差异，品类重合度不高。**2017 年，国内跨境电商龙头天猫国际销售品类中，美妆护理类占比近 40%，食品/保健占比超 20%，母婴占比约 20%，服饰鞋包、家具用品和其他占比约 20%。而 2017 年中国免税销售额中香化、烟酒、食品&糖果、时装配饰、手表&珠宝&书写工具、电子产品&礼品占比分别为 49%、27%、5%、8%、7%、4%。
- 以跨境电商和机场免税龙头**天猫国际**和**日上上海**为例，在免税和跨境电商销售均占比最高的美妆品类中，天猫国际美妆品牌达 200 个，而日上上海美妆品牌约 50 个，二者仅 21 个品牌是重合的。日上上海的热门品牌如雅诗兰黛、LAMER、香奈儿等均不能在天猫国际购买。以各自热门品牌来看，天猫国际官方公布的“人气美妆排行榜”TOP45 加权平均单价 152 元，其中日上有 17 款在售；玩转旅购公布的“免税热销排行榜”TOP30 加权平均单价 308 元（95 折后），其中天猫直营 7 款在售，直营+平台 14 款在售。且同一产品，日上上海价格明显低于天猫国际价格。我们认为，总体来看，天猫国际美妆类产品定位网红爆款，品类丰富，产品单价不高；免税美妆类产品定位中产阶级、职场女性，专注大牌，产品单价较高。
- **跨境电商有区别于机场免税的额外成本。**跨境电商分为保税备货模式和海外直邮模式，与机场免税不同，跨境电商在物流成本、时间成本、仓储成本、退货成本、营销获客成本方面显著高于机场免税，因此，我们认为，跨境电商综合税仅为跨境电商的一部分成本，总成本相比机场免税并无优势。总体来看，无论是价格端还是成本端，目前机场免税优势均较为明显。且我们认为，二者产品定位差异化，短期很难形成直接竞争，各自增量市场是现阶段焦点。
- **标的推荐：**上海机场：我们测算其 19H1 免税收入已占利润总额的 72%，随着卫星厅的投产，未来免税增速有望持续高增长。白云机场：我们测算其免税收入占利润比例由 18H1 的 8%上升至 19H1 的 50%，新投产的 T2 航站楼对免税收入增量贡献明显，未来免税有望复制上海机场成功路径，我们预计未来几年免税将维持高增长。
- **风险提示：**免税销售增速不及预期，上海机场市内免税冲击、白云机场 T3 航站楼及 4、5 跑道资本开支、时刻增长不及预期等。跨境电商发展迅速冲击机场免税，跨境电商扩品类、降价，跨境电商税率进一步下调等。

行业相关股票

股票代码	股票名称	EPS (元)			投资评级	
		2018	2019E	2020E	上期	本期
600009	上海机场	2.20	2.79	3.08	优于大市	优于大市
600004	白云机场	0.55	0.43	0.62	优于大市	优于大市

资料来源：Wind，海通证券研究所

目 录

1. 跨境电商是什么？	5
1.1 跨境电商发展的历程	5
1.2 跨境电商模式：保税备货 VS 海外直邮	6
1.3 跨境电商规模：高速扩张，2018 年达 1600 亿元	7
2. 为什么跨境电商被视作机场免税最大的威胁？	8
2.1 二者都依靠税收红利获得大发展	8
2.2 跨境电商综合税率一降再降	9
2.3 机场免税虽不收税，但运营商需付给机场高租金提成	11
3. 我们的观点：增量空间大，定位、品类、成本有差异	12
3.1 二者均处于发展早期，增量空间大	12
3.2 跨境电商全品类发展，免税精于奢侈品&大牌	13
3.3 跨境电商有区别于机场免税的额外成本	17
4. 标的推荐	18
4.1 上海机场：卫星厅投产打开免税空间	18
4.2 白云机场：免税新开店红利延续	19
5. 风险提示	19

图目录

图 1	2018 年中国跨境进口零售电商市场 AMC 模型	6
图 2	跨境电商物流模式.....	6
图 3	中国跨境进口零售电商市场规模.....	7
图 4	进口跨境电商用户规模	7
图 5	2019Q2 跨境进口零售电商市场份额	8
图 6	18Q1-19Q2 跨境电商进口零售市场份额变化.....	8
图 7	2013-2021 年中国网购市场规模及在社零总额中占比	9
图 8	2010、2015、2020 年中国中等收入人群规模	9
图 9	以 100 元高档化妆品为例，跨境电商综合税和行邮税缴税变化趋势（元）	11
图 10	日上上海 19H1 净利率 8.1%.....	11
图 11	日上中国 19H1 净利率 5.0%.....	11
图 12	跨境电商零售进口渗透率	12
图 13	2014-2017 年新客户客单价变化.....	12
图 14	2014-2017 年天猫国际销售品类分类	17
图 15	2017 年中国地区分品类免税销售额（百万美元）	17
图 16	跨境电商 2 种物流模式对比.....	17
图 17	2014-2017 年跨境零售进口物流时效变化（天）	17

表目录

表 1	中国消费者海外购物渠道对比	5
表 2	保税备货模式 VS 海外直邮模式	7
表 3	适用跨境电商综合税的商品税率	8
表 4	以高档化妆品为例，各种销售渠道的缴税情况	9
表 5	中国跨境电商零售进口政策演变	10
表 6	行邮税税率及征收范围	10
表 7	国内主要大型枢纽机场新旧免税提成比率对比	12
表 8	中国免税业发展历程	13
表 9	日上上海美妆品牌与天猫国际自营、平台的重合情况	14
表 10	天猫国际“人气美妆排行榜”TOP45 产品与日上价格对比（天猫国际 9 月 10 日公布）	15
表 11	玩转旅购“免税热销排行榜”TOP30 价格与天猫国际对比	16
表 12	上海机场免税场地及面积	18
表 13	白云机场各免税店开业时间	19

1. 跨境电商是什么？

目前，中国消费者购买海外商品主要有（1）免税店、（2）跨境电商、（3）海外代购、（4）海外官网购买（个人海淘）、（5）出境旅游购买等方式。综合考虑购买门槛、时间成本、税收成本等因素，跨境电商是目前最主流的模式。本文通过对跨境电商模式与免税模式的对比研究，认为跨境电商与免税一致，符合国家消费回流大方向，并且处于鏖战上半场，增量市场广阔，未来成长空间大。

表 1 中国消费者海外购物渠道对比

模式	免税	跨境电商	个人代购	海淘	出境购买
简介	本国消费者凭国际/地区机票、护照在机场、口岸、市内免税店购买商品；离岛免税凭进出海南岛机票在机场、市内免税店购买商品	消费者通过国内的跨境 B2C 电商网站购买商品	消费者通过国内外个人或买手直接购买海外商品	消费者在国外电商网站直接购买商品	消费者在国外专柜、购物中心购买商品
物流时效	除市内免税店需到机场提货外，可即买即提	海外仓集货模式时间较长，保税仓发货时间最短	时间较长	时间较长	即买即提
提货方式	除市内离境免税店需到机场提货外，可现场提货	快递到家	快递到家	快递到家	现场提货
通关速度	最快	较快	较慢	较慢	快
报关概率	不报关，抽查	报关	不报关，抽查	不报关，抽查	不报关，抽查
税收方式	限额以内：免税 超过限额：按照一般贸易全额交税	限额以内：0 关税+70%消费税+70%增值税 超过限额：按照一般贸易全额交税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税	抽检到超过免税额度需要缴纳行邮税
信任指数	★★★★★	基于对跨境电商平台的信任	基于对代购个人的信任	基于对海淘平台的信任	★★★★★
代表运营商	中免、中出服、深免、珠免	天猫国际、网易考拉	--	亚马逊等	--

资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

需要说明的是，由于跨境电商是一个较大范畴的概念，包含跨境进口电商和跨境出口电商，而跨境进口电商又包括跨境进口 B2B 电商和跨境进口零售电商（B2C），为了可以直接与免税做类比，本文所研究的范围为跨境进口零售电商，简称“跨境电商”。

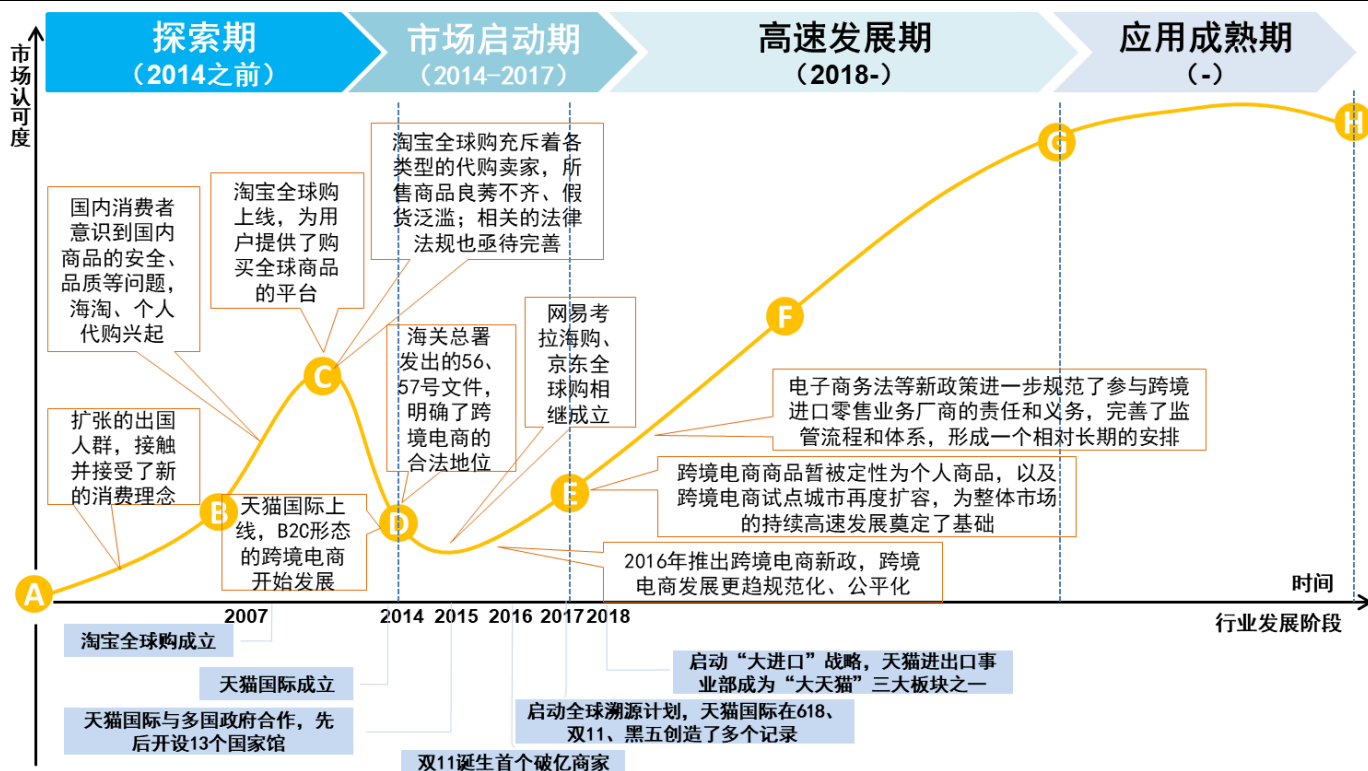
1.1 跨境电商发展的历程

探索期（2014 年以前）：从代购到海淘。2005 年，市场上形成了以海外留学生为主体的代购群体。这一时期是进口跨境电商的发展初期，消费者一般为留学生的亲戚朋友，消费群体较为**小众**，跨境网购的**普及率较低**。2007 年，跨境电商过渡到了海淘阶段，这一时期形成了常规的**买卖方市场**。进口跨境电商市场开始形成，消费群体开始扩大，品牌丰富度提升。这一时期，不断有进口跨境电商平台成立，如网易考拉、天猫国际等，逐渐开始有消费者选择通过进口跨境电商平台购买进口产品。

市场启动期（2014-2017 年）：跨境电商正式合法化。2014 年，随着政策变更及社会经济发展，进口跨境电商加速发展，购物开始走向规范化。2014 年海关总署发出的 56、57 号文件，明确了跨境电商的合法地位，越来越多的消费者选择在进口跨境电商平台购买海外产品，各类模式的进口跨境电商平台出现，如小红书、洋码头等，使得跨境购物走向常态化。2016 年，推出了跨境电商新政，跨境电商的发展更趋规范化、公平化。

高速发展期（2018-）：监管流程更加完善。跨境电商试点城市再度扩容，为整体市场的持续高速发展奠定了基础。此外，电商法等政策进一步规范了参与跨境进口零售业务厂商的责任和义务，完善了监管流程和体系，形成了相对长期的安排。

图1 2018年中国跨境进口零售电商市场AMC模型

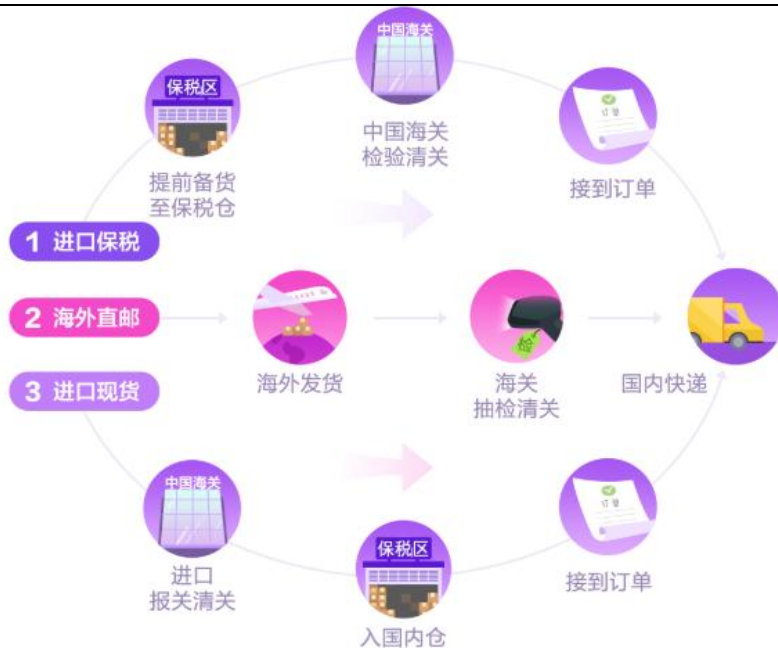


资料来源：易观智库，海通证券研究所

1.2 跨境电商模式：保税备货 VS 海外直邮

中国跨境电商从物流模式来看，主要分为保税备货模式（国内保税仓/海外保税仓）和海外直邮模式。保税备货模式由保税仓发货，配送时效快，但需承担商品过期销毁成本；直邮模式由海外供应商直接发货，配送速度较慢，前期需要承担较多的海外仓建设成本。

图2 跨境电商物流模式



资料来源：天猫国际官网，海通证券研究所

表 2 保税备货模式 VS 海外直邮模式

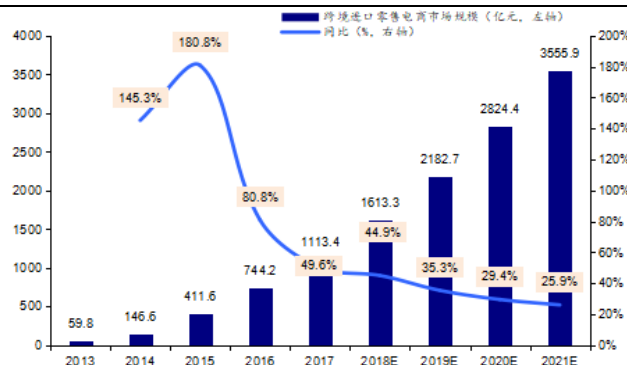
模式	保税备货模式	海外直邮模式
简介	商品暂存在国内保税仓库，消费者下单后从保税仓清关、发货	消费者下单后，由国外供应商/海外仓库发货，经过海关清关后，快递至消费者手中
清关速度	较快，1-2 天	较慢
适用品类类型	(1) 标品 (2) 受到市场检验认可的热款 (3) 大众商品	(1) 非标品 (2) 处于测试阶段的新品 (3) 品类多样，可满足长尾需求
商品售后/退货	无法退回保税仓，自建退货仓存放退货商品	(1) 国内有保税仓：可将货物在保证二次销售的情况下退还国内分支或保税仓 (2) 国内无保税仓：需回程寄送
成本	(1) 商品囤放在保税仓，如商品过期，需要在海关监督下进行销毁，跨境电商平台和商家要承担商品销毁成本 (2) 商品退货成本：退货商品无法进行二次销售，退货成本较大	(1) 海外仓建设成本、非规模化运营阶段的成本，但模式较为灵活 (2) 商品退货成本：回程寄送的需要承担较高的国际物流配送、时效、清关等成本

资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

1.3 跨境电商规模：高速扩张，2018 年达 1600 亿元

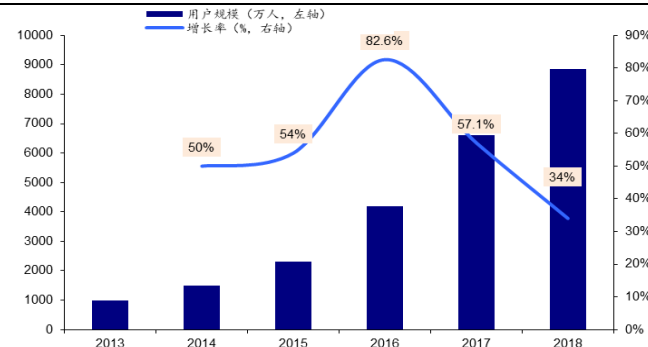
跨境进口零售电商 2018 年约 1600 亿元规模，用户规模快速提升。根据艾瑞咨询预测，2018 年，中国跨境进口零售电商市场规模约 1613.3 亿元，同比增长 44.9%。未来几年，在政策面保持利好的情况下，进口电商零售市场仍将保持平稳增长。预计 2021 年，中国跨境电商市场规模将突破 3000 亿元。另根据网经社-电子商务研究中心发布的《2018 年度中国跨境进口电商发展报告》数据显示，截止 2018 年底，我国经常进行跨境网购的用户达 8850 万人，同比增长 34%。

图 3 中国跨境进口零售电商市场规模



资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

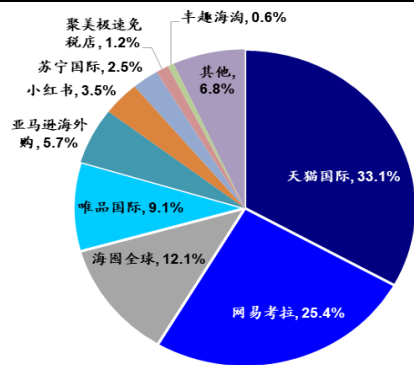
图 4 进口跨境电商用户规模



资料来源：网经社-电子商务研究中心发布的《2018 年度中国跨境进口电商发展报告》，海通证券研究所

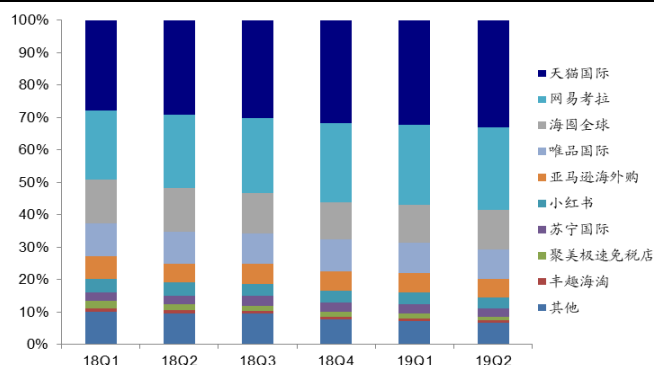
跨境进口零售电商分为自营类和平台类，且以平台类为主，传统电商流量导入优势明显。平台类跨境电商以天猫、京东等传统电商平台为主，采取品牌招商入驻模式，商品丰富、渠道多样。自营类跨境电商以网易考拉和唯品国际为主，前期需要较大的资金投入，且需要对商品的热门程度作出精准的判断，否则容易造成商品积压，但更加容易获得消费者信赖。目前，较为成功的跨境进口零售电商模式互相渗透，自营和平台均涉足。根据易观咨询，2019Q2，跨境进口零售电商市场份额天猫国际、网易考拉、海国全球占据前三，份额分别达到 33.1%、25.4%和 12.1%。

图5 2019Q2 跨境进口零售电商市场份额



资料来源：易观智库，海通证券研究所

图6 18Q1-19Q2 跨境电商进口零售市场份额变化



资料来源：易观智库，海通证券研究所

2. 为什么跨境电商被视作机场免税最大的威胁？

2.1 二者都依靠税收红利获得大发展

跨境电商零售进口商品单次交易限值为人民币 5000 元，年度交易限值为 26000 元。限值以内的跨境电商零售进口商品，关税税率暂设为 0%，进口环节增值税、消费税暂按法定应纳税额的 70%征收。

跨境电商综合税计税方法：

应征关税=申报价值×关税税率

法定计征的消费税=(申报价值/(1-消费税率))×消费税率

法定计征的增值税=(申报价值+消费税税额)×增值税税率

跨境电商综合税=(消费税+增值税)×70%

表3 适用跨境电商综合税的商品税率

类目	典型产品	一般贸易税(%)		跨境电商综合税(%)
		增值税率(%)	消费税率(%)	(消费税率+增值税率)/(1-消费税率)×0.7
奶粉	婴儿奶粉/成人奶粉	13	0	9.1
保健品	保健品	13	0	9.1
食品	菜籽油/橄榄油/亚麻籽油	9	0	6.3
	水果干/麦片、薯片、膨化食品等/咖啡/面食	13	0	9.1
	葡萄酒	13	10	17.889
化妆品	普通化妆品(进口完税价格小于10元/毫升(克)或15元/片(张))	13	0	9.1
	高档化妆品(进口完税价格大于10元/毫升(克)或15元/片(张))	13	15	23.059
个护	洗发水/牙膏/沐浴露	13	0	9.1
3C	滤水壶/美容仪/吹风机/电饭锅/咖啡机/面包机/电动剃须刀类	13	0	9.1
其他类	安全座椅/完税价格小于1万元手表	13	0	9.1
	完税价格大于等于1万元手表	13	20	28.875
轻奢	钱包、箱包/鞋/皮带/贱金属仿首饰(项链、耳环等)/围巾	13	0	9.1
服装	CK 内裤、内衣、背心/长裤	13	0	9.1

资料来源：网易考拉官网，海通证券研究所

免税和跨境电商税率远低于其他销售方式。以在国内免税销售额占比近 50% 的香水化妆品类为例，免税和跨境电商渠道所征收的税费均低于一般贸易和个人物品直邮方式，

具体见下表。可以发现，以申报价值 1000 元的高档化妆品为例，免税渠道在限额以内（单次海外 5000 元，海外+机场 8000 元）税费为 0，跨境电商通过保税仓和跨境电商直邮方式（限额单次 5000 元，全年 26000 元），税费为 230.6 元，均远低于柜台销售的 449.4 元和个人物品直邮的 500 元。

表 4 以高档化妆品为例，各种销售渠道的缴税情况

渠道	销售方式	纳税模式	关税	消费税	增值税	申报价值 1000 元高档化妆品缴税金额(元)
奢侈品商场	柜台销售	一般跨境贸易	10%	15%	13%	449.4
跨境电商	保税仓	跨境电商综合税	限额以内 0%	15%×0.7	13%×0.7	230.6
	跨境电商直邮					
	个人物品直邮	行邮税	行邮税 50%（税费 50 元内免征）			500
免税店	免税店模式	行邮税	限额以内 0%			0

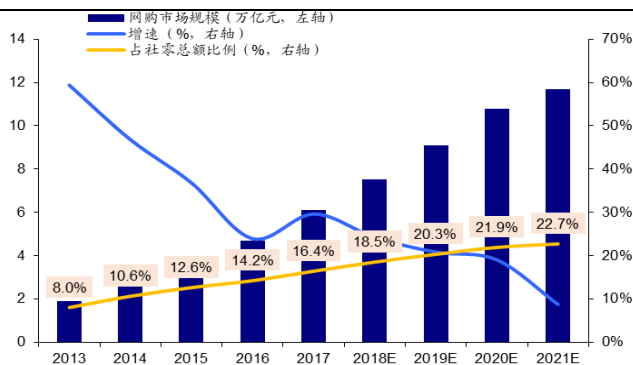
资料来源：财政部、海关总署、网易考拉官网，海通证券研究所

2.2 跨境电商综合税率一降再降

跨境电商丰富消费者产品选择，崛起的中产阶级成为消费主力军。伴随着互联网成长起来的 90 后、95 后一代，逐渐成长成为消费主力人群，他们追求体验、个性化，更愿意尝试新鲜事物，更愿意花时间研究产品、分享体验。根据艾瑞咨询，2017 年中国网购市场交易规模达 6.1 万亿元，同比增长 29.6%，占社零总额的 16.4%。预计到 2021 年，网购市场规模将占到社零总额的 22.7%。

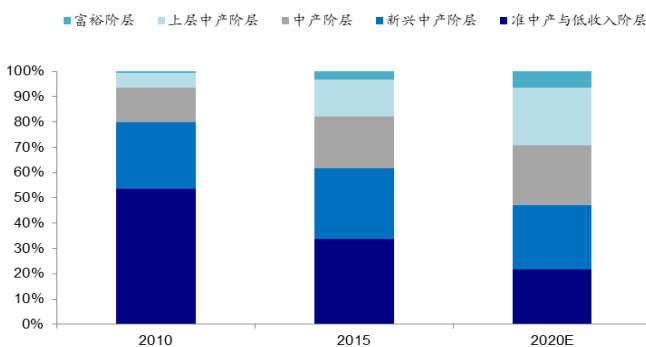
而海淘人群以中产阶级为主，随着中国中产阶级家庭规模的持续扩大，跨境购买主力人群也不断扩大，促进了跨境电商行业的发展。据艾瑞咨询，2010 年中产阶层家庭数量（新兴中产+中产+上层中产）占比为 46%，2015 年这一占比达到 63%，2020 年这一占比将进一步提升至 72%。

图 7 2013-2021 年中国网购市场规模及在社零总额中占比



资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

图 8 2010、2015、2020 年中国中等收入人群规模占比情况



资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

注：准中产与低收入阶层家庭月均可支配收入 5200 元以下；新兴中产阶层家庭月均可支配收入 5200-8300 元；中产阶层家庭月均可支配收入 8300-12500 元；上层中产阶层家庭月均可支配收入 12500-24000 元；富裕阶层家庭月均可支配收入 24000 元以上。

跨境电商呈爆发增长态势，国家随即出台了一系列支持和规范跨境电商的政策。2012 年，国家开放了第一批进口跨境电商试点城市；2013 年出台了支持跨境电商出口的政策；2014 年进口跨境电商开始合法化，有明确的税收政策；2015 年，国家规范了进口税收政策并降低了部分进口商品的关税；2016 年 4 月 8 日起对进口跨境电商零售产品实行了新的税制政策——《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》（简称“四八新政”）。

表 5 中国跨境电商零售进口政策演变

时间	相关政策	主要作用和分析
2012 年 12 月	开放第一批跨境电商进口试点城市	海关总署批准郑州、上海、重庆、杭州、宁波 5 个城市为第一批跨境电商进口试点城市，标志着我国跨境贸易电子商务服务试点工作的全面启动。
2013 年 8 月	《关于实施支持跨境电子商务零售出口有关政策的意见》	正式提出支持跨境电子商务零售出口
2014 年 7 月	《关于跨境贸易电子商务进出境货物、物品有关监管事宜的公告》	跨境电商合法化，从政策层面认可跨境电子商务和业内通行的保税模式
2015 年 4 月	《国务院关于改进口岸工作支持外贸发展的若干意见》	支持跨境电商试验区建设
2015 年 5 月	《国务院关于大力发展电子商务加快培育经济新动力的意见》	提升跨境电商通关效率、推动电子商务国际合作
2016 年 4 月	《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	对进口跨境电商零售产品实行新税制；规定个人购买限额单次 2000 元人民币，年度交易限值为 20000 元人民币；跨境进口标准提高，化妆品、母婴等首次进口需注册备案。
2016 年 5 月	国务院对跨境零售进口监管过渡期延期批准	跨境电商零售进口监管过渡期延长一年，至 2017 年底
2017 年 9 月	国务院对跨境零售进口监管过渡期延期批准	跨境电商零售进口监管过渡期延长一年，至 2018 年底
2017 年 9 月	《国务院确定推进跨境电商综合试验区建设措施》	复制推广跨境电商线上综合服务和线下产业园“双平台”；建设海外仓，加强物流网络等配套服务体系；健全交易风险防范和消费者权益保障机制。
2018 年 8 月	《国务院关于同意在北京等 22 个城市设立跨境电子商务综合试验区的批复》	新增 22 个城市为综合试验区，以跨境电商为突破口，在物流、仓储、通关等方面进一步简化流程、完善通关一体化
2018 年 11 月	《关于完善跨境电子商务零售进口税收政策的通知》	将跨境电商零售进口商品的单次交易限值由人民币 2000 元提高至 5000 元，年度交易限值由人民币 20000 元提高至 26000 元。

资料来源：国务院、财政部、海关总署、上海金融新闻网，海通证券研究所

从税收政策的演变来看，跨境电商征税先由行邮税改征跨境电商综合税，后增值税、消费税税率一降再降。

行邮税改征跨境电商综合税：2016 年 4 月以前，跨境电商按照邮递物品征收行邮税。2016 年 3 月 24 日，财政部发布《关于跨境电子商务零售进口税收政策的通知》，明确自 2016 年 4 月 8 日起，对跨境电商零售进口商品按照货物征收关税和进口环节增值税、消费税。在限额以内（单次 2000 元，年度 20000 元），关税税率暂设为 0，进口环节增值税、消费税暂按法定应纳税额的 70%征收。

高档化妆品消费税税率由 30%调整至 15%：2016 年 9 月 30 日，财政部发布《关于调整化妆品进口环节消费税的通知》，明确了自 10 月 1 日起，（1）将征收范围调整为高档化妆品，普通化妆品免征消费税；（2）将进口环节消费税税率由 30%下调为 15%。

增值税税率 2 次调降：2018 年 4 月 4 日，财政部发布《关于调整增值税税率的通知》，自 5 月 1 日起，将原使用 17%和 11%增值税税率的，税率分别调整为 16%、10%。2019 年 3 月 20 日，财政部发《关于深化增值税改革有关政策的公告》，自 4 月 1 日起，将原适用 16%、10%增值税税率的，税率调整为 13%、9%。

个人物品直邮行邮税税率多次调整：2016 年 4 月以前，行邮税税率分 4 档，对应税率分别为 10%、20%、30%、50%。2016 年 4 月 8 日，财政部调整行邮税政策，将行邮税税率由四档调整为三档 15%、30%、60%，其中 60%为征收消费税的高档消费品。2018 年 11 月 1 日起，行邮税税率三档调整为 15%、25%、50%。2019 年 4 月 9 日，行邮税税率进一步下调为 13%、20%、50%。

表 6 行邮税税率及征收范围

税目序号	物品名称	税率（%）
1	书报、刊物、教育用影视资料；计算机、视频摄录一体机、数字照相机等信息技术产品；食品、饮料；金银；家具；玩具，游戏品、节日或其他娱乐用品；药品*	13
2	运动用品（不含高尔夫球及球具）、钓鱼用品；纺织品及其制成品；电视摄像机及其他电器用具；自行车；税目 1、3 中未包含的其他商品	20
3**	烟、酒；贵重首饰及珠宝玉石；高尔夫球及球具；高档手表；高档化妆品	50

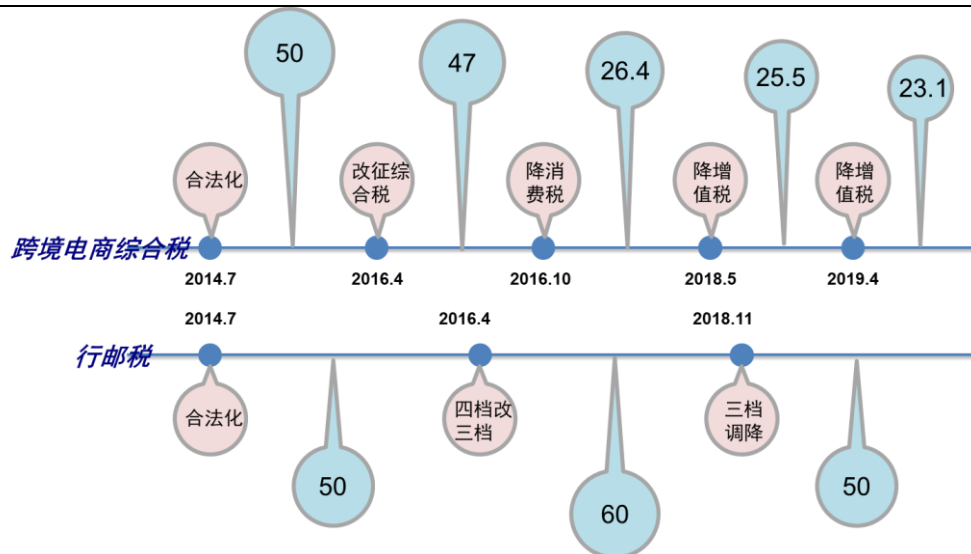
资料来源：国务院，海通证券研究所

注：*对国家规定减按 3%征收进口环节增值税的进口药品，按照货物税率征税

**税目 3 所列商品的具体范围与消费税征收范围一致

为了更直观反映税率的变化，我们以申报价值 100 元的高档化妆品为例，按照时间顺序对跨境电商综合税、行邮税税收的变化做了下图。

图9 以 100 元高档化妆品为例，跨境电商综合税和行邮税缴税变化趋势（元）

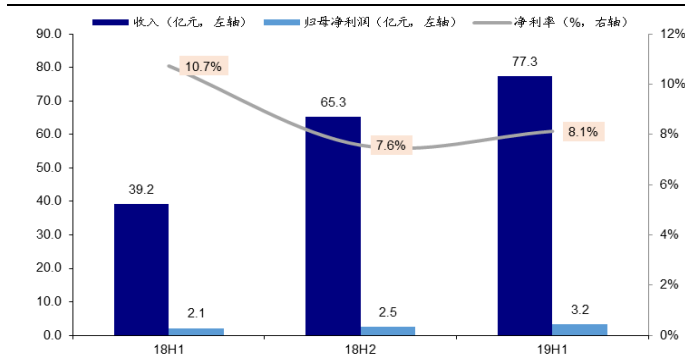


资料来源：财政部、海关总署，海通证券研究所

2.3 机场免税虽不收税，但运营商需付给机场高租金提成

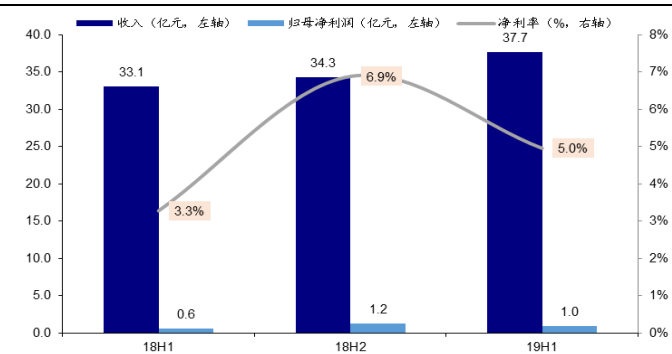
机场免税免征进口关税和进口环节的增值税、消费税，故在奢侈品的各个销售渠道中，机场免税的税收成本优势明显。但机场免税运营商需向机场支付高租金高提成，因此，机场免税运营商的净利润率较低。

图10 日上上海 19H1 净利率 8.1%



资料来源：中国国旅 18H1、18A、19H1 业绩报告，海通证券研究所

图11 日上中国 19H1 净利率 5.0%



资料来源：中国国旅 18H1、18A、19H1 业绩报告，海通证券研究所

2017 年以前，国内大型枢纽机场的免税提成比率均在 20%-30%之间，17-19 年，大型枢纽机场免税集中迎来了到期重招（首都、上海机场），进境免税开闸（白云 T1），新航站楼（白云 T2）、新枢纽机场（大兴机场）投产，提成比率上升至 35%-49%。

表 7 国内主要大型枢纽机场新旧免税提成比率对比

机场	上轮提成比率	本轮提成比率	新合同期限
上海机场	约 30%	42.5% (T1:2022 年执行)	7 年, 2019.1.1-2025.12.31
首都机场	约 24%	T2/T3 分别为 47.5%/43.5%	8 年, 2018.2.11-2026.2.10
白云机场	约 20%	进境/出境分别为 42%/35%	T1 进境: 6 年, 交付日-2024.4.25 T2 进出境: 8 年, 2018.4.26-2026.4.25
北京大兴机场	无	香化精品 46%/烟酒食品 49%	10 年

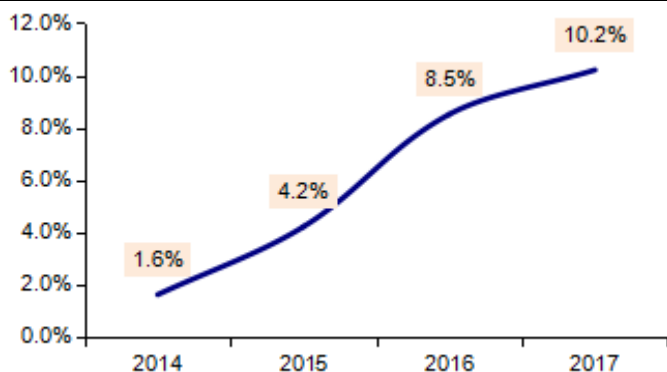
资料来源: 三大机场免税招标公告, DFE 微信公众号, 海通证券研究所

3. 我们的观点: 增量空间大, 定位、品类、成本有差异

3.1 二者均处于发展早期, 增量空间大

跨境电商 2014 年合法化以来, 规模增长迅速。根据艾瑞咨询, 2014 年中国跨境进口零售电商市场规模仅 146.6 亿元, 到 2017 年增长至 1113.4 亿元, 年均复合增速达到 97%。并且预计 2021 年, 中国跨境电商市场规模将突破 3000 亿元 (见图 3)。另据阿里研究院数据显示, 跨境电商零售进口渗透率高速增长。2014 年, 跨境电商零售进口渗透率仅 1.6%, 2017 年渗透率达到 10.2%, 跨境电商零售进口消费群体迅速扩大。同时, 跨境电商用户单价持续提升, 2014 年购买首单的用户, 到 2017 年平均购买单价是 2014 年的 2.5 倍。

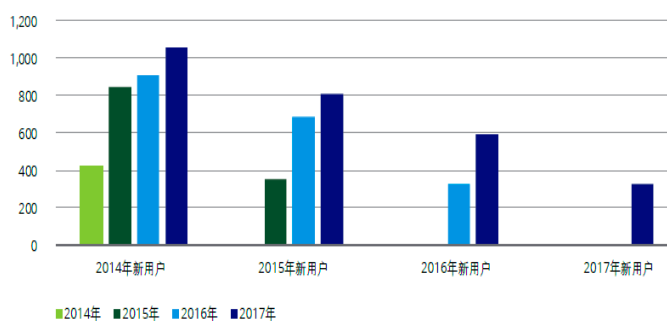
图12 跨境电商零售进口渗透率



资料来源: 阿里研究院, 海通证券研究所

注: 跨境电商零售进口渗透率: 指通过跨境电商购买进口商品的人数占网购消费者人数的比率

图13 2014-2017 年跨境电商新客户客单价变化 (元)



资料来源: 阿里研究院, 海通证券研究所

国内免税政策逐步松绑, 免税产业渐步入正轨。免税是一个依赖政策扶持的行业, 1999、2005 年, 日上上海、日上中国分别在上海、北京机场开设免税店; 2011 年起中国决定在三亚开放离岛免税政策, 2016 年开放 19 个进境免税口岸, 后续中国国旅收购日上、接受海免转让等加速了国内免税行业的发展, 中国的免税产业才刚刚进入正轨。

表 8 中国免税业发展历程

时间	事件
1999.6	日上上海成立，主要经营上海机场免税店
2005.11	日上中国成立，主要经营首都机场免税店
2011.4	海南离岛免税额度 5000 元，其中非岛内居民旅客每人每年限购 2 次，岛内居民每人每年限购 1 次。
2012.10	海南规定是每人每次 8000 元的免税购物限额，其中非岛内居民旅客每人每年限购 2 次，岛内居民每人每年限购 1 次。
2014.9	三亚海棠湾免税店开业
2016.2	海南调整免税购物限额管理方式，对非岛内居民旅客取消购物次数限制，每人每年累计免税购物限额不超过 16000 元人民币。
2016.2	财政部、商务部、海关总署、国家税务总局、国家旅游局联合发布关于印发《口岸进境免税店管理暂行办法》的通知，决定增设和恢复口岸进境免税店（包含广州白云、杭州萧山等 19 个口岸进境免税店），合理扩大免税品种，增加一定数量的免税购物额。在维持居民旅客进境物品 5000 元人民币免税限额不变基础上，允许其在口岸进境免税店增加一定数量的免税购物额，连同境外免税购物额总计不超过 8000 元人民币。
2017.7	中免收购日上中国 51% 股权
2018.2	中免收购日上上海 51% 股权
2018.10	中国国旅接受海南国资委无偿划转的海免公司 51% 股权
2018.12	将海南离岛旅客（包括岛内居民旅客）每人每年累计免税购物限额增加到 30000 元，不限次。

资料来源：免税零售专家，中免集团官网，海关总署，中国国旅《关于全资子公司收购资产的公告》，《关于控股股东接受无偿划转国有股权获得国务院国资委批复的公告》，海通证券研究所

国内免税 2018 年约 400 亿元销售规模，消费回流潜力大。2018 年，中国居民境外购买免税品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 34.8%，但国内免税品去年销售额仅 395 亿元，同比增速 27.3%，而 2018 年中国旅客在韩国的免税消费就近 800 亿元，消费回流潜力大。

现阶段，跨境电商和机场免税均处于增量空间广阔的市场中，我们认为，当前把握各自细分领域的市场机会，去做大做强是核心。短期跨境电商和机场免税的存量冲突较小。

3.2 跨境电商全品类发展，免税精于奢侈品&大牌

天猫国际与日上上海品牌重合度不高。我们以跨境电商市占率最高的天猫国际和机场免税规模最大的日上上海为例，对比了在机场免税销售额占比最高的“美妆”品类。据我们统计，天猫国际上的美妆品牌（不含香水）数量约为 200 个，品类较为齐全；而日上上海美妆品牌数量约为 50 个，品牌偏大牌。且二者重合度不高，仅 21 个左右的品牌是重合的。日上上海的热门品牌如雅诗兰黛、LA MER、香奈儿等均不能在天猫国际购买。

表 9 日上上海美妆品牌与天猫国际自营、平台的重合情况

序号	日上上海美妆品牌	天猫国际自营	以天猫国际为平台	序号	日上上海美妆品牌	天猫国际自营	以天猫国际为平台
1	贝玲妃	无	无	25	科颜氏	无	有
2	碧欧泉	有	有	26	欧舒丹	有	有
3	BOBBI BROWN	无	无	27	LA MER	无	无
4	香奈儿（美妆）	无	无	28	La Prairie	无	有
5	娇韵诗	有	有	29	理肤泉	有	有
6	CPB	有	有	30	朗仕	无	有
7	倩碧	无	无	31	兰蔻	无	无
8	黛珂	有	有	32	欧莱雅	无	有
9	Darphin	有	无	33	MAC	无	无
10	DIOR	有	有	34	OPI	无	无
11	Diptyque	无	无	35	悦木之源	无	无
12	伊丽莎白·雅顿	有（品类少）	无	36	自然哲理	无	无
13	杰尼亚	无	无	37	馥绿德雅	无	无
14	雅诗兰黛	无	无	38	雪肌精	有	有
15	Fresh	无	有（品类少）	39	资生堂	无	有
16	Giorgio Armani	无	无	40	植村秀	无	无
17	纪梵希	无	无	41	希思黎	有（品类少）	有（品类少）
18	Glam Glow	无	无	42	SK-II	有	有
19	娇兰	无	无	43	雪花秀	有	有
20	爱马仕（香水）	有	有	44	Thann	有	有
21	HR 赫莲娜	无	无	45		无	无
22	悦诗风吟	有	有	46	薇姿	无	有（只有男士系列）
23	祖马龙	无	无	47	WHOO	有	有
24	茉莉蔻	有	无	48	YSL	无	无

资料来源：天猫国际官网，玩转旅购，海通证券研究所

注：标明“无”的品牌，指品类数低于 3 种。查找日期截至 2019 年 9 月 10 日。

价格方面，天猫国际热销品牌主要是低单价商品，日上上海热销品牌单价较高，二者商品重合度较低。我们按照天猫国际官方公布的“人气美妆排行榜”进行统计，天猫国际人气 TOP45 的美妆产品加权平均单价为 152 元；而玩转旅购公布的“免税热销排行榜”数据，免税热销 TOP30 的美妆产品加权平均单价为 308 元（日上 95 折后）。天猫国际人气 TOP45 美妆产品中，日上仅有 17 款在售；免税热销 TOP30 中，天猫国际直营店仅 7 款在售、直营+平台仅 14 款在售。

表 10 天猫国际“人气美妆排行榜”TOP45 产品与日上价格对比（天猫国际 9 月 10 日公布）

人气排名	品牌	产品	售价（元）	月销量（件）	日上上海价（元）
1	EltaMD	洗面奶	158	113096	
2	兰芝	防晒隔离霜	245	19966	161
3	蒂佳婷	补水面膜*2	149	31015	
4	芙丽芳丝	洗面奶	119	42079	
5	娇韵诗	双萃精华	559	3430	406
6	碧柔	水感防晒霜	62	55393	
7	WHOO	后拱辰享 6 件套	819	2609	770
8	珂润	保湿滋养乳霜	159	18661	
9	SK-II	神仙水 75ml	519	4578	335
10	春雨	蜂蜜补水面膜	88	33477	
11	FANCL	纳米卸妆油	119	19431	
12	RCMA	定妆散粉	115	20558	
13	迪奥	粉漾变色唇膏	249	8966	208
14	菲洛嘉	靓丽眼霜	309	3915	303
15	苏秘	保湿护肤套装	609	2579	
16	傲丽/Covermark	中草药粉底霜	379	4366	
17	宝格丽	男士淡香水	520	2141	518
18	理肤泉	喷雾	79	13054	93
19	蜜丝佛陀	透滑粉饼	69	14516	
20	The Ordinary	精华	75	17317	
21	爱敬	星空气垫 BB	178	9148	
22	Embryolisse	保湿隔离妆前乳	138	7150	
23	贝德玛	舒妍卸妆水	128	9647	
24	SPA	蛇毒红眼膜	249	7361	
25	Canmake	蜜粉饼	87	14625	
26	黛珂	紫苏化妆水	279	2053	238
27	SUQQU	奶油粉霜	699	1401	
28	Burberry	粉红恋歌香水	309	3396	348
29	植村秀	砍刀眉笔	169	8162	110
30	GUCCI	花悦绽放 50ml	499	1119	652
31	香缇卡	底妆隔离	599	1091	
32	NYX	定妆喷雾	75	11243	
33	雅漾	保湿喷雾	85	12890	124
34	E 大饼	蜜粉饼	699	1382	
35	IPSA	自律循环乳	419	2082	
36	薇姿	89 火山精华	186	4542	209
37	资生堂	百优乳霜	649	845	580
38	珂润	去角质凝胶	159	8639	
39	UrbanDecay	眼影盘	389	2535	
40	JAYJUN	水光针面膜	89	9518	
41	CPB	日夜护肤乳液	859	739	637
42	ISDIN	防晒霜	89	7989	
43	JM 肌司研	蜂胶面膜	69	16123	
44	HABA	鲨烷美容油	125	5226	
45	安耐晒	金瓶防晒霜	229	6195	132

资料来源：天猫国际官网，玩转旅购，海通证券研究所

注：日上上海价已打 95 折，天猫国际、日上上海价格日期均为 2019 年 9 月 10 日。

表 11 玩转旅购“免税热销排行榜” TOP30 价格与天猫国际对比（玩转旅购 9 月 10 日公布）

人气排名	品牌	产品	日上上海价 (元)	累计销量 (件)	天猫国际直营售价(元)	天猫国际平台售价(元)
1	资生堂	安热沙金钻防晒露	132	21000		198
2	兰蔻	粉水	259	13000		349
3	雅诗兰黛	特润修护精华眼霜两瓶装	667	8294		
4	黛珂	牛油果乳液	238	6709	395	419
5	纪梵希	轻盈无痕明星四色散粉	327	5635		
6	CPB	光凝妆前霜	348	5398	419	356
7	科颜氏	亚马逊白泥净致面膜	176	5086		287
8		烈焰幻魅唇膏 16	279	4734	379	
9	雅诗兰黛	特润修护肌透精华露（第六代小棕瓶）	821	4518		
10	兰蔻	精华肌底眼部平滑凝霜 双件组	535	4195		
11	科颜氏	高保湿霜	332	4129		410
12	YSL	细管纯口红	247	2705		
13		烈焰幻魅唇膏 80	279	2692	379	
14	资生堂	安热沙金钻高效防晒喷雾	100	2638		
15	娇兰	深夜疗肤霜	174	2588		
16	CPB	光纱蜜粉扑	52	2314		
17	科颜氏	集焕白均衡亮肤淡斑精华液	430	2186		664
18	MAC	时尚唇膏	119	2137		
19	DIOR	魅惑釉唇膏 740	215	2133	259	
20	资生堂	百优丰盈提拉紧致眼霜	371	1782		
21	雅诗兰黛	PURE COLOR ENVY MATTE 唇膏	176	1777		
22	科颜氏	金盏花爽肤水	335	1733		509
23	MAC	POWER KISS 唇膏（CHILI）	126	1732		
24	LA MER	修护精粹液	811	1697		
25	DIOR	魅惑润唇膏双只装	398	1666		549
26	DIOR	烈焰蓝金马卡龙唇膏	215	1539	255	319
27	资生堂	红妍肌活精华露	934	1526		
28	CPB	轻柔洁面乳	290	1495	450	
29	科颜氏	特效高保湿精华乳液	155	1444		
30	ARMANI	漆光迷情唇釉	190	1418		

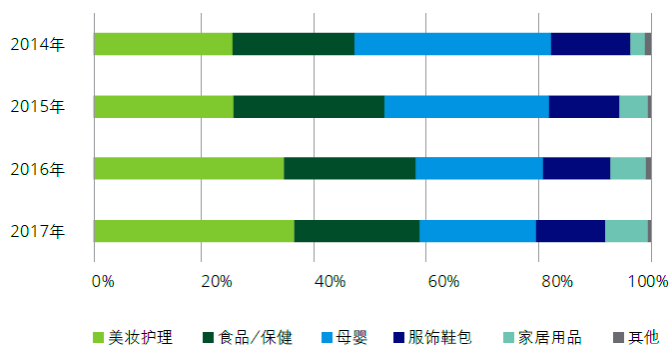
资料来源：玩转旅购，天猫国际官网，海通证券研究所

注：日上上海价已打 95 折，天猫国际平台价格取销量最高的售价。天猫国际、日上上海价格日期均为 2019 年 9 月 10 日。

从表 10、11 可以看出，日上上海的免税价格较天猫国际有较为明显的优势，且各自定位有所差距。我们认为，总体来看，天猫国际美妆类产品定位网红爆款，品类丰富，产品单价不高；免税美妆类产品定位中产阶级、职场女性，专注大牌，产品单价较高。

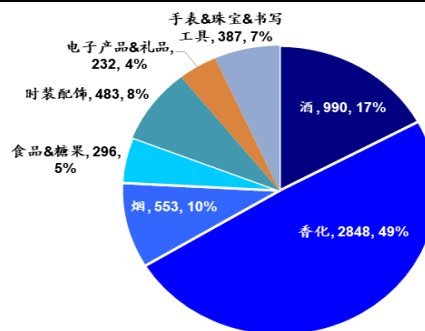
除美妆外，天猫国际主要销售品类为食品/保健、母婴、服饰鞋包、家居用品等。而 2017 年，中国地区免税品除美妆占比 49%外，销售品类主要为烟&酒、时装配饰、食品&糖果、电子产品&礼品、手表&珠宝&书写工具等，各自占比为 27%、8%、5%、4%、7%。品类重合度亦非常有限。

图14 2014-2017 年天猫国际销售品类分类



资料来源：阿里研究院，海通证券研究所

图15 2017 年中国地区分品类免税销售额（百万美元）



资料来源：TFWA、Generation Research，海通证券研究所

3.3 跨境电商有区别于机场免税的额外成本

虽然机场免税运营商需要向大型枢纽机场支付 40%左右的扣点，而跨境电商需要支付的税率为保税仓和跨境电商直邮 23.06%、个人物品直邮 50%。从整体税费来看，机场免税似乎优势并不明显，且随着消费税、增值税税率的降低，这一优势看似正在转变为成本的劣势。但我们分析后认为，跨境电商有区别于机场免税的额外成本，税费并不是跨境电商最大的成本项。

跨境电商物流、仓储、退货成本远高于机场免税，且营销获客成本高。

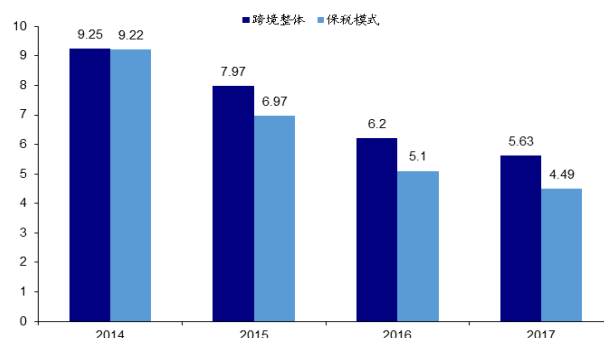
物流成本&时间成本：跨境电商有 2 种物流模式，分别是海外直邮模式和保税备货模式，而海外直邮模式又分为海外供应商直接发货和境外供应商集货直邮模式。因此，我们认为，跨境电商物流成本为双向成本（进货端和销售端），且跨境电商品类较为繁杂，而机场免税物流可直接空运至机场，跨境电商的物流成本会显著高于机场免税。此外，根据阿里研究院，2017 年跨境电商保税备货模式物流时间平均需要 4.49 天，海外直邮模式的物流时间更长，整体跨境电商物流平均时效需要 5.63 天。

图16 跨境电商 2 种物流模式对比



资料来源：艾瑞咨询，海通证券研究所

图17 2014-2017 年跨境零售进口物流时效变化（天）



资料来源：阿里研究院，海通证券研究所

仓储成本：跨境电商采用保税备货模式和境外供应商集货直邮模式的，仓储成本也是重要成本之一。保税仓需要在特定地点设置，根据新华社报道，截止到 2019 年 1 月 10 日，国内共有 96 个综合保税区，跨境电商可选择在此区域内建立保税仓。因此，跨境电商总体要求的仓储条件高于机场免税，我们判断其仓储成本亦高于机场免税。

退货成本&商品过期成本：跨境电商采用保税备货模式的，如商品过期，需要在海关监督下进行销毁，跨境电商平台和商家要承担商品销毁的成本。如遇到消费者退货，无法退回保税仓，需自建退货仓存放退货商品，且退货商品无法进行二次销售，需要承担较大的退货成本。跨境电商采用海外直邮模式的，如遇到消费者退货，若国内有保税仓，可将货物在保证二次销售的情况下，退还国内分支或保税仓；若国内无保税仓，需回程寄送，要承担较高的国际物流配送费。我们认为，由于网购的退货率较现场购买高，以及跨境电商母婴&食品占比高，跨境电商这项成本亦显著高于机场免税。

营销获客成本：机场是自带流量的商业体，无需做任何营销即可获得客户。而跨境电商需要导流，需要广告、促销等营销手段获得客户。因此，我们认为，跨境电商的营销获客成本亦远高于机场免税。

总体来看，无论是价格端还是成本端，目前机场免税的优势都较为明显。且我们认为，二者产品定位差异化，短期很难形成直接竞争，各自的增量市场是现阶段焦点。

4. 标的推荐

4.1 上海机场：卫星厅投产打开免税空间

2019 年上半年，我们测算上海机场免税收入已占利润总额的 72%，消费属性明显。当前，上海机场 T1+T2 免税面积仅 7853.37 平米。2019 年 9 月 16 日，上海机场卫星厅正式投产，免税面积增加 9062 平米至 16915.37 平米。

表 12 上海机场免税场地及面积

所属区域	区域性质	面积（平方米）	合同期
T1 航站楼	进境店/提货点	821	2022.1.1-2025.12.31
	出境店	2465.3	2022.1.1-2025.12.31
T2 航站楼	进境店/提货点	1136	2019.1.1-2025.12.31
	出境店	3431.07	2019.1.1-2025.12.31
S1 卫星厅	出境店	4678	启用日-2025.12.31
S2 卫星厅	出境店	4384	启用日-2025.12.31
总计	--	16915.37	--

资料来源：《关于签订特别重大合同的公告》，海通证券研究所

据解放日报报道，2022 年底前，上海机场将陆续引进 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 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。我们预计，卫星厅投产将使得上海机场免税迎来二次爆发。

估值方面，我们维持相对估值 2019 年 PE 28-30 倍，对应价值区间 78.12-83.70 元；绝对估值在中性和悲观假设下，DCF 合理市值、市值下限分别为 2319、1714 亿元，对应价值区间 88.97-120.36 元。采取 DCF 和相对估值方式取平均，我们给予上海机场合理价值区间 83.55-102.03 元，维持“优于大市”评级。

风险提示：免税收入增速下滑、市内免税冲击、时刻放量不及预期。

4.2 白云机场：免税新开店红利延续

2019 年上半年，白云机场免税销售额 8.44 亿元，同比增长 193%，我们测算为公司带来免税收入 3 亿元，而去年同期约为 0.6 亿元，免税收入增加 400%。公司 19H1 免税收入已占利润总额的 50%，而去年同期仅占 8%，消费股属性渐显。

白云机场 T2 航站楼于 2018 年 4 月 26 日投入运营，免税店陆续进驻，在新开店红利下，我们预计 2019 年白云机场免税销售额相对 18 年翻倍。参考上海机场免税发展路径，我们预计白云机场未来几年免税将维持高速增长。

表 13 白云机场各免税店开业时间

开业时间	新开店铺
2018.2.1	白云机场 T1 入境免税店
2018.5	白云机场 T2 免税店
2018.12.25	COACH 免税店
2019.2.22	白云机场 T1 入境香化免税店
2019.3.5	Marc Jacobs 免税店
2019.4.20	Kenzo 免税店
2019.5.15	BALLY 免税店

资料来源：白云机场 2018 年报、白云机场官方微信、微博平台，海通证券研究所

估值方面，绝对估值，在中性假设 WACC 7.2%，永续增长 2% 下，我们得出白云机场合理价值 591.4 亿元。我们维持相对估值 2020 年 PE 31.7-33.5 倍，对应合理价值区间 19.65-20.77 元。维持“优于大市”评级。

风险提示：T3 航站楼及 4、5 跑道扩建资本开支、时刻增长不及预期、免税销售增速下滑等。

5. 风险提示

跨境电商发展迅速冲击机场免税，跨境电商扩品类、降价，跨境电商税率进一步下调等。

信息披露

分析师声明

虞楠 交通运输行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：招商轮船,上海机场,白云机场,德邦股份,中远海能,嘉友国际,中国国航,申通快递,春秋航空,深圳机场,吉祥航空

投资评级说明

1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	类 别	评 级	说 明
	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路 颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜 超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

邓 勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tl5535@htsec.com

宏观经济研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
于 博(021)23219820 yb9744@htsec.com
李金柳(021)23219885 lj11087@htsec.com
宋 潇(021)232154483 sx11788@htsec.com
联系人
陈 兴(021)232154504 cx12025@htsec.com
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗 蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚 石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
张振岗(021)232154386 zzg11641@htsec.com
联系人
颜 伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
梁 镇(021)23219449 lz11936@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈 瑶(021)23219645 chenyaoyao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮 灵(021)232154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈 鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
王 毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)232154167 wqy12576@htsec.com

固定收益研究团队

姜 超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周 霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜璐璐(021)232154121 jps10296@htsec.com
杜 佳(021)232154149 dj11195@htsec.com
李 波(021)232154484 lb11789@htsec.com
联系人
王巧喆(021)232154142 wqz12709@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟 青(010)56760096 zq10540@htsec.com
高 上(021)232154132 gs10373@htsec.com
李 影(021)232154117 ly11082@htsec.com
姚 佩(021)232154184 yp11059@htsec.com
周旭辉 zxx12382@htsec.com
张向伟(021)232154141 zxx10402@htsec.com
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
曾 知(021)23219810 zz9612@htsec.com
联系人
唐一杰(021)23219406 tyj11545@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
王一潇(021)23219400 wyx12372@htsec.com
吴信坤 021-232154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

张 宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)232154122 pyl10297@htsec.com
相 姜(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
程碧升(021)232154171 cbs10969@htsec.com
王园沁 021232154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱 蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王 旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓 勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)232154143 zjj10419@htsec.com
胡 歆(021)232154505 hx11853@htsec.com
联系人
张 璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑 琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
吴佳桂 0755-82900465 wjs11852@htsec.com
朱赵明(010)56760092 zzm12569@htsec.com
范国钦 021232154384 fgq12116@htsec.com

汽车行业

王 猛(021)232154017 wm10860@htsec.com
杜 威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
联系人
曹雅倩(021)232154145 cyq12265@htsec.com
郑 蕾 075523617756 zl12742@htsec.com

公用事业

吴 杰(021)232154113 wj10521@htsec.com
张 磊(021)23212001 zl10996@htsec.com
戴元灿(021)232154146 dyc10422@htsec.com
联系人
傅逸帆(021)232154398 fuf11758@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
李宏科(021)232154125 lkh11523@htsec.com
高 瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
孙小雯(021)232154120 sxw10268@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com

有色金属行业

施 毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)232154392 cxh11840@htsec.com
联系人
甘嘉尧(021)232154394 gjy11909@htsec.com
郑景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tl5535@htsec.com
谢 盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金 晶(021)232154128 jj10777@htsec.com
杨 凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业

陈 平(021)23219646 cp9808@htsec.com
尹 岑(021)23154119 yl11569@htsec.com
谢 磊(021)23212214 xl10881@htsec.com

煤炭行业

李 淼(010)58067998 lm10779@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
联系人
王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com

电力设备及新能源行业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
房 青(021)23219692 fangq@htsec.com
曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com
徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com
陈佳彬(021)23154513 cjb11782@htsec.com

基础化工行业

刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com
刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com
张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com
孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com
联系人
李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com

计算机行业

郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com
杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com
鲁 立(021)23154138 ll11383@htsec.com
于成龙 ycl12224@htsec.com
黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com
洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com

通信行业

朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com
余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com
张峰青(021)23219383 zzzq11650@htsec.com
张 弋 01050949962 zy12258@htsec.com
联系人
杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com

非银行金融行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com
李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com
联系人
任广博(021)23154388 rgb12695@htsec.com

交通运输行业

虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com
罗月江 (010) 56760091 lyj12399@htsec.com
李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com
联系人
李 丹(021)23154401 ld11766@htsec.com

纺织服装行业

梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com
联系人
盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
刘 溢(021)23219748 ly12337@htsec.com

建筑建材行业

冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com

机械行业

余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com
耿 耘(021)23219814 gy10234@htsec.com
杨 震(021)23154124 yz10334@htsec.com
沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com
周 丹 zd12213@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com
刘 璇(0755)82900465 lx11212@htsec.com
联系人
周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com

建筑工程行业

杜市伟(0755)82945368 dsw11227@htsec.com
张欣劼 zxj12156@htsec.com
李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com

农林牧渔行业

丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com
陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com
陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com
联系人
孟亚琦 myq12354@htsec.com

食品饮料行业

闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com
唐 宇(021)23219389 ty11049@htsec.com

军工行业

蒋 俊(021)23154170 jj11200@htsec.com
张恒晖 zhx10170@htsec.com
联系人
张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com

银行行业

孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com
解巍巍 xww12276@htsec.com
林加力(021)23214395 ljl12245@htsec.com
谭敏沂(0755)82900489 tmy10908@htsec.com

社会服务行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com
许稷之 xyz11630@htsec.com

家电行业

陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com
李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com
朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com
联系人
刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com

造纸轻工行业

衣楨永(021)23212208 yzy12003@htsec.com
赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com

研究所销售团队

深广地区销售团队

蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com
伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com
辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com
刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com
王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com
饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com
欧阳梦楚(0755)23617160
oymc11039@htsec.com
巩柏含 gbh11537@htsec.com

上海地区销售团队

胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com
朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com
李唯佳(021)23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com
漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com
胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com
黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com
毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com
马晓男 mxn11376@htsec.com
杨伟昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com
张思宇 zsy11797@htsec.com
王朝领 wcl11854@htsec.com
邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com
李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com

北京地区销售团队

殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com
郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com
张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com
杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com
杜 飞 df12021@htsec.com
何 嘉(010)58067929 hj12311@htsec.com
李 婕 lj12330@htsec.com
欧阳亚群 oyyq12331@htsec.com
郭金奎 gjy12727@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼

电话：(021) 23219000

传真：(021) 23219392

网址：www.htsec.com