东兴证券 DONGXING SECURITIES

商社行业：旅游业加速回暖，看好离岛免税持续高景气

2021 年 03 月 22 日

看好/维持

商贸&社服 | 行业报告

本周核心观点：

伴随旅游业加速回暖，我们持续看好离岛免税高景气。截至目前，离岛免税运营商已增加至 5 个，离岛免税店共 10 个（包括机场离岛免税店），形成了一定的有限竞争格局。离岛免税参与者的增加带来竞争的加剧，运营商的供应链、品牌引入能力和运营能力成为影响其市场地位的重要因素。自离岛新政以来，离岛免税销售额持续高增长，2021 年 1-2 月共实现免税销售额 84.9 亿元，同比增长 359%。我们认为离岛免税在未来很长一段时间内仍是吸引消费回流的重要窗口，持续看好离岛免税的高景气。

中国中免公告拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城一期 2 号项目，将引进国际高端奢侈品牌，致力于将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。通过引入国际高端奢侈品牌将极大丰富免税城的产品种类，进一步构建品牌矩阵，公司的品牌优势将得到进一步凸显，同时有望提升离岛免税的吸引力并拉动客单价增长，促进离岛免税消费潜力的不断释放。

随着清明、五一假期临近，国内旅游业加速回暖，建议重点关注：①免税行业，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放。②酒店行业龙头，在同比低基数的情况下，行业总体受益于出行持续回暖。龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部酒店集团在行业复苏周期下跑出自己的 α。③具备可复制能力的优质人工景区，关注新园区开业以及新模式的探索。

行业复盘：

2021.3.15-2021.3.19 上证综指收于 3404.66 点，周跌幅 1.40%；深证成指收于 13606 点，周跌幅 2.09%；中信消费者服务指数收于 15453.14，周跌幅 0.38%；中信商贸零售指数 3935.84，周涨幅 1.89%。2021.3.15-2021.3.19 社会服务各子板块涨跌幅依次为：酒店 5.52%、其他休闲服务 4.36%、景点 3.63%、餐饮 3.27%、旅游综合-0.54%；2021.3.15-2021.3.19 商贸零售各子板块涨跌幅依次为:、多业态零售 5.46%、百货 5.32%、专业市场 2.51%、一般物业经营 1.88%、贸易 1.14%、超市 0.07%、专业连锁-0.35%。

重点报告关注：

《酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？》2021-01-04

《化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？》2020-12-04

《同道猎聘(6100.HK)：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张》2021-01-28

重点推荐：中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、珀莱雅、同道猎聘、御家汇

风险提示：疫情的超预期发展，出行政策变化，离岛免税竞争加剧。

未来 3-6 个月行业大事：

2021-03-25 华住集团-S：年报预计披露

2021-03-31 锦江酒店：年报预计披露

2021-04-15 广州酒家：年报预计披露

2021-04-20 周 大 生：年报预计披露

2021-04-22 中国中免：年报预计披露

2021-04-23 科锐国际：年报预计披露

2021-04-23 宋城演艺：年报预计披露

2021-04-24 王 府 井：年报预计披露

行业基本资料		占比%
股票家数	32	0.76%
重点公司家数	-	-
行业市值(亿元)	8468.1	1.0%
流通市值(亿元)	8146.96	1.29%
行业平均市盈率	102.85	/
市场平均市盈率	22.26	/

行业指数走势图



资料来源：Wind，东兴证券研究所

分析师：王紫
010-66554104 wangzi@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520050002

分析师：赵莹
010-66555446 zhaoying_yjs@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480520070001

研究助理：魏宇萌
weiym@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480120070031

研究助理：刘雪晴
010-66554026 liuxq@dxzq.net.cn
执业证书编号: S1480120080007

1. 本周重点关注

伴随旅游业加速回暖，我们持续看好离岛免税高景气。截至目前，离岛免税运营商已增加至 5 个，离岛免税店共 10 个（包括机场离岛免税店），形成了一定的有限竞争格局。离岛免税参与者的增加带来竞争的加剧，运营商的供应链、品牌引入能力和运营能力成为影响其市场地位的重要因素。自离岛新政以来，离岛免税销售额持续高增长，2021 年 1-2 月共实现免税销售额 84.9 亿元，同比增长 359%。我们认为离岛免税在未来很长一段时间内仍是吸引消费回流的重要窗口，持续看好离岛免税的高景气。

中国中免公告拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城一期 2 号项目，将引进国际高端奢侈品牌，致力于将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。**通过引入国际高端奢侈品牌将极大丰富免税城的产品种类，进一步构建品牌矩阵，公司的品牌优势将得到进一步凸显，同时有望提升离岛免税的吸引力并拉动客单价增长，促进离岛免税消费潜力的不断释放。**

随着清明、五一假期临近，国内旅游业加速回暖，建议重点关注：①免税行业，离岛免税仍是吸引消费回流的重要窗口，新参与者的加入有助于营造适度竞争的市场环境，增强海南离岛免税在国际免税市场的竞争力，同时叠加政策催化和基础设施的不断完善，消费潜力有望持续释放。**②酒店行业龙头**，在同比低基数的情况下，行业总体受益于出行持续回暖。龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高，看好头部酒店集团在行业复苏周期下跑出自己的 α。**③具备可复制能力的优质人工景区**，关注新园区开业以及新模式的探索。

2. 细分板块观点追踪

2.1 餐饮旅游

旅游方面，国内旅游市场加快复苏，出境游仍待时日。境内游方面，伴随着大陆地区持续本土零新增确诊、疫苗接种范围不断扩大，以及清明、五一假期的临近，国内旅游业复苏正在加速，根据去哪儿数据，目前清明假期国内机票预订量接近 2019 年同期水平，五一机票的预订量已经超 2019 年。国家的相关管控也有所放松，将进一步促进旅游业的复苏。近日，文旅部发布《关于进一步加强剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所常态化疫情防控工作的通知》，明确疫情低风险地区，对剧院等演出场所、上网服务场所、娱乐场所接待消费者人数比例不再做统一限制，由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势自行掌握。浩华发布《2021 年上半年中国国内旅游市场景气报告》中指出，2021 年上半年国内旅游市场预期的综合景气指数为-39，较 2020 年上半年已有大幅度的提升，尽管整体业绩预期较为悲观，但信心呈现显著回升。**建议关注具备可复制能力的优质人工景区，新园区开业以及新模式的探索。出境游方面，多国探索疫苗护照，出境游仍待时日。**我国以及亚洲、欧洲多个国家表示正在研究推出“疫苗护照”，探讨相互承认新冠疫苗接种证明、持疫苗护照免除入境强制隔离等问题，从而推动跨境旅游和国际出行复苏。目前，中国版“国际旅行健康证明”微信小程序正式上线，可供各国相关部门验真并读取个人相关信息，将在推动跨国人员健康、安全、有序往来中发挥作用。我们认为，若海外疫情能够在疫苗的帮助下得到有效控制，出境旅游市场有望在今年底至明年初有序启动，但国人出境游信心的回升仍需一段时间。

酒店方面，旅游市场恢复将带动酒店需求持续复苏。根据去哪儿数据，目前清明假期酒店预订量同比增长 4.5 倍，以旅游为出行目的的酒店预订量大幅上升。携程数据显示，预计今年清明节的出游人次将达到 1 亿人次，全国酒店异地订单占比增幅明显，消费者跨省出游意愿显著提升。关注在同比低基数的情况下，受益于出行

回暖的酒店行业。其中，龙头公司疫情期间逆势拓店，有望推动行业集中度进一步提升，中高端酒店快速增长且占比提高。我们认为，我国中高端酒店占比将持续扩大并稳定于 44%，对应高速增长期至少 3-8 年，客房量增长空间 76-120%。稳态前，龙头中高端开店仍是重要经营指标，且下沉市场将是龙头发力主战场。疫情加速行业集中度提升，看好龙头在行业复苏周期下跑出自己的 α。

免税方面，伴随旅游业加速回暖，持续看好离岛免税高景气。自离岛新政以来，离岛免税销售额持续高增长，2021 年 1-2 月共实现免税销售额 84.9 亿元，同比增长 359%。我们认为离岛免税在未来很长一段时间内仍是吸引消费回流的重要窗口，持续看好离岛免税的高景气。公司方面，中国中免公告拟投资 36.9 亿元建设三亚国际免税城一期 2 号项目，将引进国际高端奢侈品牌，致力于将其建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目。通过引入国际高端奢侈品牌将极大丰富免税城的产品种类，进一步构建品牌矩阵，公司的品牌优势将得到进一步凸显，同时有望提升离岛免税的吸引力并拉动客单价增长，促进离岛免税消费潜力的不断释放。企查查官网显示，王府井集团股份有限公司于近日申请注册多个“王府井免税”商标，分类涉及珠宝钟表、日化用品、皮革皮具、服装鞋帽、广告销售等，显示出公司免税业务布局持续推进。

餐饮方面，2021 年 1-2 月餐饮收入 7085 亿元，同比增长 68.9%，环比增长 43.1%，同比 2019 年降幅仅为 2.26%，基本恢复至疫情前水平，餐饮行业持续复苏。同时，在一、二线城市布局相对集中的头部餐饮连锁集团更加受益于就地过年。我们认为，餐饮行业格局正向连锁化加强的趋势迈进，疫情强化行业马太效应，“标签化”菜品品牌疫后有率先复苏优势。

2.2 教育人服

人力资源服务方面，“金三银四”招聘高峰期到来，在国家持续强调“稳就业”的宏观背景下，我们持续推荐关注人力资源服务行业。我国的灵活用工开始进入加速发展阶段，政府工作报告中指出，继续对灵活就业人员给予社保补贴，推动放开在就业地参加社会保险的户籍限制，国家不断完善灵活用工群体社会保障机制，推动行业发展；同时，企业数字化转型是我国企业发展趋势，而经济增速降档也使企业更加注重降本增效，给 HR SaaS 发展带来机遇。当前正直“金三银四”的招聘高峰期，今年以来人服行业持续复苏，关注科锐国际、同道猎聘等公司发展。人瑞人才截至 2 月底灵活用工雇员人数 34123 人，同比增加约 42.8%，环比下滑约 5.6%。考虑到 2 月春节因素，入职人员减少为正常季节性因素，而 3-4 月招聘旺季到来，公司有望迎来人员规模新高峰。

教育方面，职业教育方面，就业压力叠加招录、考研等扩招，将为对应培训赛道带来市场扩容。尤其是教师赛道，提高教师待遇为两会热门议题，教师待遇与职位吸引力不断提升，将推动教招培训快速发展。持续看好职教龙头中公教育，一方面公司受益于疫情下行业出清带来的市占率提升；另一方面公司依靠教研+渠道+管理，稳坐龙头地位，将持续受益于市场规模扩张的红利。**民办高校板块具备“确定性+成长性”的双重特征，在疫情反复时期更显出其现金流稳健的优势。**教育部提出 2021 年，要继续把独立学院转设作为高校设置工作的重中之重，独立学院的转设正加速推进，有望给相应公司带来盈利能力的边际改善。关注并购能力强、学校资质优、内生空间大的优质高教集团，以及有望实现并购零突破的优质特色单体院校。**K12 培训方面，**行业监管持续从严，近日网信办和中国网络社会组织联合会正式成立了在线教育专业委员会，向全国在线教育行业发出倡议，针对培训机构出现的退费难、卷钱跑路、教师资质和课程质量参差不齐、过度营销的问题，将加强规范行业管理；教育部、中消协多次强调，严格规范校外培训机构。强监管背景下资金管理和合规经营的重要性进一步凸显，头部大型培训机构规范性与抗风险能力更强，有望在行业供给端加速出清背景下实现市占率提升。

2.3 商贸零售

珠宝方面，“春节+情人节”双节效应下 2020 年上半年被抑制的珠宝消费需求充分释放，叠加金价回落的影响，黄金珠宝市场销售火爆。2021 年 1-2 月金银珠宝零售总额同比增长 98.7%，增速较 12 月的-4.7%实现由负转正，较 2019 年同期同比增长 7.88pct.。建议关注可选消费的增长弹性，以及全渠道转型、加码新媒体营销方式的龙头企业，周大生、老凤祥。

超市方面，2021 年 1-2 月日用品类销售额同比增长 34.6%，较 2019 年同期增长 16.62pct.。疫情催化叠加政策强化，社区消费习惯有望拉动 mini 店释放增长空间。大型商超如永辉、大润发、盒马等均加速布局小店业态，阿里、京东、拼多多也通过多方面的生活服务进入社区团购赛道。我们认为，相较于传统商超业态，小店更加考验企业在产品、门店经营管理能力。重点推荐深耕生鲜食品供应链以及具备深厚门店管理经验的永辉超市、高鑫零售。

2.4 化妆品

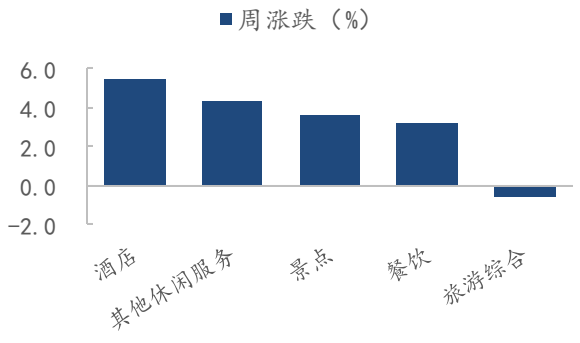
化妆品方面，2 月淘数据显示，美容护肤类实现销售额 98.7 亿元，同比增长 2%，增速环比放缓；彩妆类实现销量额 48.7 亿元，同比增长 36.8%，持续高景气。2021 年 1-2 月化妆品零售总额同比增长 40.7%，较 2019 年同期同比增长 23.77pct.，较 12 月的 9.5%环比增长显著。公司方面，资生堂宣布将关停旗下专为年轻人设计的入门级护肤品牌 WASO，按照规划，资生堂要在 2030 年成为以高端美妆领域为核心的全球 NO.1 化妆品企业，为此资生堂已出售 10 个平价品牌。丽人丽妆发布 2020 年度报告，公司实现营业收入约为 45.99 亿元，同比增长 18.72%，归母净利润为 3.39 亿元，同比增长 18.7%。国内美妆行业高增长为上游代工企业提供较为确定的增长机会，看好美妆产业链上游生产制造企业和中游有较强品牌培育能力的品牌商。

3. 市场表现复盘（2021.3.15-2021.3.19）

上证综指收于 3404.66 点，周跌幅 1.40%；深证成指收于 13606 点，周跌幅 2.09%；中信消费者服务指数收于 15453.14 点，周跌幅 0.38%；中信商贸零售指数 3935.84 点，周涨幅 1.89%。

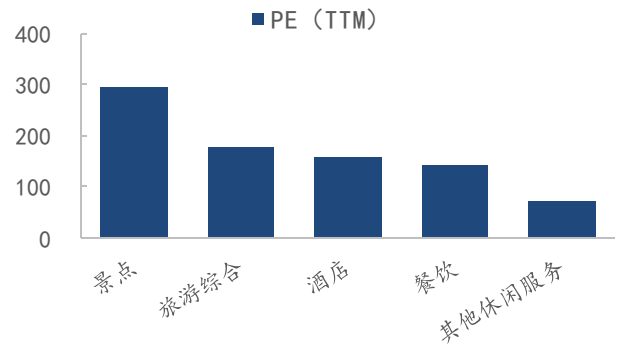
社会服务各子板块涨跌幅依次为：酒店 5.52%、其他休闲服务 4.36%、景点 3.63%、餐饮 3.27%、旅游综合-0.54%；2021.3.15-2021.3.19 商贸零售各子板块涨跌幅依次为：多业态零售 5.46%、百货 5.32%、专业市场 2.51%、一般物业经营 1.88%、贸易 1.14%、超市 0.07%、专业连锁-0.35%。

图1：社会服务子行业涨跌幅



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图2：社会服务子行业市盈率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图3：商贸零售子行业涨跌幅

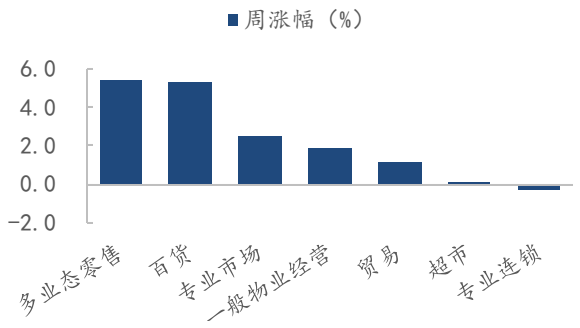
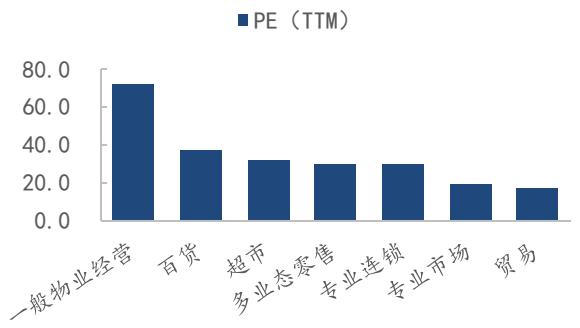


图4：商贸零售子行业市盈率

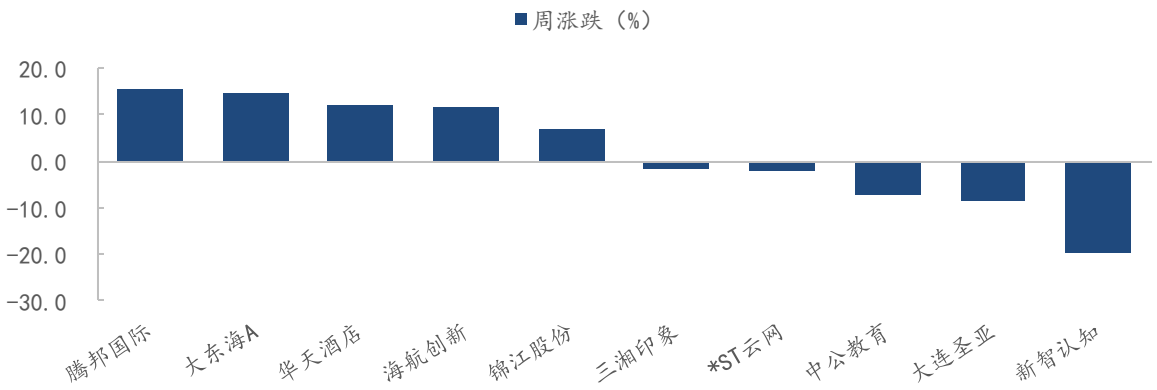


资料来源：Wind，东兴证券研究所

资料来源：Wind，东兴证券研究所

社会服务涨跌幅排名前5的公司为：腾邦国际15.5%、大东海A14.59%、华天酒店12.04%、海航创新11.51%、锦江股份7.11%；涨跌幅排名后5位的公司为：新智认知-19.77%、大连圣亚-8.39%、中公教育-7.08%、ST云网-1.95%、三湘印象-1.46%。

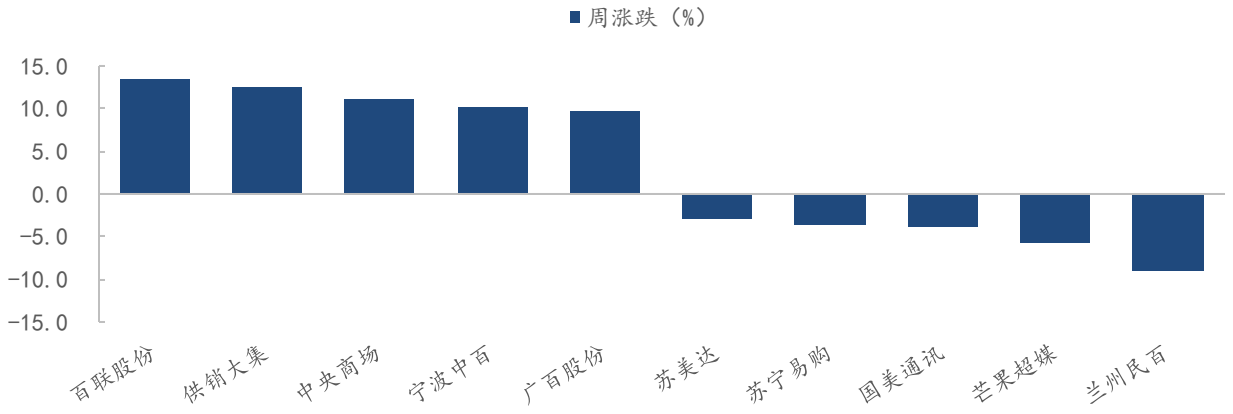
图5：社会服务行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

商贸零售涨跌幅排名前5的公司为：百联股份13.6%、供销大集12.66%、中央商场11.15%、宁波中百10.1%、广百股份9.83%；排名后五位的公司为：兰州民百-8.98%、芒果超媒-5.81%、国美通讯-3.94%、苏宁易购-3.53%、苏美达-2.89%。

图6：商贸零售行业涨跌前五的公司



资料来源：Wind，东兴证券研究所

4. 重点公司追踪

【中国中免】公司全资孙公司中免（海南）投资发展有限公司拟投资人民币 36.9 亿元用于三亚国际免税城一期 2 号地项目（暂定名），致力于将本项目建设成为集免税商业与高端酒店为一体的旅游零售综合体项目，免税商业部分计划建设周期为 21 个月，酒店部分计划建设周期为 48 个月。

【拼多多】公司发布 2020 年第四季度及全年财报，2020 年四季度营收增长 146%至 265.477 亿元，全年营收增长 97%至 594.919 亿元。截至 2020 年底，拼多多年活跃买家数达 7.884 亿人。平台四季度新增 5710 万名活跃买家，去年累计新增活跃买家规模超 2 亿人。公司董事长黄铮宣布辞职，其 1:10 的超级投票权也将失效，名下股份的投票权将委托拼多多董事会以投票的方式来进行决策，并承诺个人名下的股票在未来 3 年内继续锁定，不出售。公司董事长职位由现任 CEO 陈磊接任。

【紫光学大】天津晋丰文化传播有限公司通过现金认购公司非公开发行股票增发的股份约 599.53 万股，天津安特文化传播有限公司直接持有公司 1059.18 万股股份，通过浙江台州椰林湾投资策划有限公司间接持有公司约 1243.85 万股股份，三家公司实际控制人均为金鑫，合计持有紫光学大 2902.55 万股股份，占总股本的 24.65%。本次非公开发行完成后，公司实际控制人将变更为金鑫。

【丽人丽妆】公司发布 2020 年年度报告，公司实现营业收入约为 45.99 亿元，同比增长 18.72%，归属上市公司股东净利润为 3.39 亿元，同比增长 18.7%。2020 年年度利润分配预案为以股本 4 亿股为基数，向全体股东每 10 股派现金红利 1.8 元（含税）。

【天虹股份】发布 2020 年年度报告，实现营业收入约为 118 亿元，同比下降 39.15%；按照新收入准则调整后同比增长 5.20%，归母净利润为 2.53 亿元，同比减少-70.51%。

【南极电商】公司全资子公司南极电商（上海）股份有限公司近期与北京值得买科技股份有限公司控股子公司北京有助科技有限公司签订了《品牌授权合同》，同意在合同期内许可有助科技在中国大陆境内的授权渠道上生产、销售的许可商品上使用许可商标，销售授权渠道为抖音旗下的电子商务平台（包括但不限于抖音小店、精选联盟），首年授权费目标为人民币八千万元。

5. 投资建议与风险提示

重点推荐：中国中免、中公教育、锦江酒店、首旅酒店、珀莱雅、同道猎聘、御家汇

长期推荐：广州酒家、宋城演艺、永辉超市、高鑫零售、老凤祥、周大生、科锐国际、上海家化

风险提示：疫情的超预期发展，出行政策变化，新冠疫苗推进过程中的不确定风险，离岛免税竞争加剧。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	酒店行业：高速扩张下，中高端酒店增长空间仍有几何？	2021-01-04
行业深度报告	化妆品行业：国产香化如何打造百年企业？	2020-12-04
行业深度报告	高教行业：四大维度剖析民办高校投资机会	2020-11-17
行业深度报告	餐饮行业：疫情强化马太效应，“标签化”品牌更具复苏优势	2020-08-11
公司深度报告	同道猎聘（6100.HK）：从在线招聘到人服平台，成长边界不断扩张	2021-01-28
公司深度报告	御家汇（300740）：业务拓展与品牌运营双轮驱动，互联网美妆龙头再起航	2021-01-27
公司深度报告	科锐国际（300662）：灵活用工增量提效，持续科技投入赋能业务发展	2020-08-26
公司深度报告	中公教育（002607）：垂直一体化发展，打造职教全品类平台	2019-11-21

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

王紫

对外经济贸易大学管理学学士，法国诺欧高等商学院管理学硕士。2018 年 5 月加入东兴证券研究所，一年港股消费及策略研究经验，目前从事社会服务行业研究，重点覆盖教育培训、人力资源服务、餐饮酒店、旅游免税等领域。2020 年度 Wind 金牌分析师“餐饮旅游行业第三名”、《财经》研究今榜“最佳选股分析师”。

赵莹

澳大利亚国立大学会计学硕士，曾任职于德勤华永会计师事务所。2018 年加入东兴证券研究所，从事商贸零售行业研究。

研究助理简介

魏宇萌

中国人民大学经济学学士，金融硕士。2020 年 7 月加入东兴证券研究所，主要负责免税、百货、超市、化妆品等研究方向。

刘雪晴

中央财经大学经济学硕士。2020 年 8 月加入东兴证券研究所，从事社会服务行业研究，主要负责旅游酒店、教育培训等研究方向。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526