粤开证券 YUEKAI SECURITIES

投资策略研究

【粤开策略专题】休闲服务板块的双轮驱动

2021 年 02 月 26 日

分析师：殷越
执业编号：S0300517040001
电话：021-51782237
邮箱：yinyue@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】短期扰动不改长期上行趋势-0224》2021-02-24

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210224》2021-02-24

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210225》2021-02-25

《【粤开策略解盘】地产股为何上涨-0225》2021-02-25

《【粤开策略专题】土地供应及房贷调控影响几何——地产行业最新政策解读及投资建议》2021-02-25

投资要点

2020 年板块走势回顾

2020 年休闲服务板块涨幅居首。根据数据统计，2020 年所有申万一级行业中，休闲服务板块涨幅 99.38%位居首位，景点、酒店II、旅游综合II、餐饮II、其他休闲服务II，五个二级子行业的年内涨幅分别为-4.62%、23.11%、164.73%、3%、24.11%，**其中旅游综合II对行情走势的贡献最大，同时在全部 104 个申万二级行业中，旅游综合II的涨幅也是居于首位。**从个股方面来看，中国中免全年涨幅 218.74%大幅领先，西域旅游和锦江酒店的全年涨幅分别为 95.56%和 83.21%，位居第二、三名。

行情节奏方面，有 3 个阶段具备代表性：

（一）年初至 3 月下旬：疫情受损，年初回调期。年初在突发疫情的影响之下，餐饮、旅游、酒店等社交活动场所出现停摆，周转率下滑叠加需求疲软，企业销售净利率下降，休闲服务成为一季度 ROE 下降较为明显的行业之一，对业绩走弱的预期也充分体现在了股价方面，年初行业持续调整。

（二）5 月下旬-7 月下旬：政策明确，需求回暖，业绩洼地显现。随着国内疫情控制初见成效，经济和生活节奏也逐步恢复，政府工作报告明确“扩大内需战略”，推动消费回升，叠加一季度的业绩洼地，休闲服务行业边际修复预期较强，市场给予了充分的溢价空间。同时免税概念也成为这一阶段市场的关注热点，海南离岛免税购物政策于 2020 年 7 月 1 日实施第六次调整，离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年累计免税限额 10 万元，新增酒类、电子消费产品等七大类免税商品，政策利好下，免税概念接连上涨。休闲服务板块自 5 月下旬开始明显拉升，叠加免税政策利好及景区旅游的逐步复苏，此轮上涨延续至 7 月下旬，随后展开高位震荡。

（三）11 中旬-年底：经济复苏持续验证，复工复产稳步推进，供需两端持续改善。进入到四季度，国内经济复苏的持续性不断得到数据的验证，另外国外的疫情形势依旧严峻，境外消费回流带动需求进一步释放，有助于相关板块业务量的提升。国家相关部门对旅游、餐饮等公共活动场合的限制也逐步放宽，行业的复工稳步推进。在供给端和需求端均持续改善的背景之下，年底休闲服务板块再度迎来一波明显拉升。

关注修复预期与政策红利的双轮驱动

（一）旅游业：行业修复持续，国外客源回流

疫情管控有效，旅游行业复苏。近 10 年以来，我国旅游人数及旅游收入逐年走高，2019 年我国国内旅游人数总计 60.06 亿人，国内旅游收入 5.73 万亿，若剔除疫情影响，预计 2020 年旅游业大概率仍将延续稳步增长态势。20 年上半年，疫情对我国旅游行业的影响较为明显，旅游景区及旅行社一度陷入停滞状态，随着疫情的逐步控制，行业处于修复过程中。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期七天，全国国内旅游出游合计 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫前同期的 75.3%；实现国内旅游收入 3011.00 亿元，同比

增长 8.2%，恢复至疫前同期的 58.6%。**考虑到 20 年的低基数，21 年行业有望迎来恢复性增长。**

政策依据形势给予动态支持，引导旅游行业稳步复苏。在疫情的冲击下，2020 年 1 月底国家文旅部曾要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。疫情期间，国家加大力度帮扶住宿餐饮、文体旅游等受疫情影响严重行业，2 月 5 日，决定向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金，暂退标准是现有缴纳额的 80%；2 月 27 日有序推动分区分级，精准复工复产，中低地区景区由当地党委政府的领导下有序开放；7 月 14 日，文旅部宣布恢复跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，旅游景区接待游客量由不得超过承载量的 30%调至 50%；9 月 18 日，文旅部宣布为统筹做好国庆节、中秋节假期旅游景区疫情防控和安全有序开放工作，推动旅游景区复工复产复业，景区接待游客量可上调至最大承载量的 75%。**政策从帮扶企业及防控疫情的角度双管齐下，一方面巩固了抗疫成果，另一方面也有助于旅游业稳步复苏，带动产业盈利回暖。**

海外客源回流，利好国内旅游业。海外市场方面，10 月 21 日，文化和旅游部发布秋冬防疫工作的通知，明确暂不恢复旅行社及在线旅游企业的出入境团队旅游和“酒店+机票”业务。近年来，国内居民的出境人数稳步上涨，2019 年约为 1.69 亿人次，**受制于国外疫情持续发酵，许多国外客流回流至国内，利好国内景区、酒店等旅游行业。**

（二）免税：内循环格局下，免税政策红利有望持续释放

随着人民生活水平的提升，消费潜力有更大的释放空间。2020 年中国 GDP 总额破百万亿规模，2019 年我国人均 GDP 已突破一万亿美元，中国的高端消费者热衷于奢侈品等高端消费，根据贝恩公司联合意大利奢侈品行业协会发布的《2020 年全球奢侈品行业研究报告春季版》，中国正成为引领疫后经济复苏的先锋：预计至 2025 年，中国消费者对全球奢侈品消费总额的贡献率将达到约 50%，成为全球奢侈品行业反弹增长的关键引擎。此外，线上渠道份额将进一步提升，至 2025 年，该渠道的占比有望上升至 30%，这也正是国内高端品牌加速市场布局的较好时机。

国家高层定调构建国内循环为主、国内国际互促双循环新格局，**在外需不确定因素增多的背景下，“内循环”布局的核心就在于更多地依赖国内市场，通过“构建完整内需体系”的方式促进消费升级，推动经济发展。**而构建完整内需体系其中重要的一项举措就在于**进一步激发高端消费者的消费潜力。**

境外消费回流，国内消费需求释放。随着消费结构的升级，消费者对于品质的追求日益提升，消费也不仅仅只是满足基本的生活需求，2019 年全年，中国人境外旅行支出超过 1.7 万亿元。当前的国际贸易及境外旅游相对受限，境外消费有望回流至国内，对免税行业形成利好，2 月 11 日至 17 日，海南离岛免税店销售额超 15 亿元，较 2019 年春节假期实现翻番。

免税概念迎来政策红利期。以海南省免税政策为例，20 年 7 月离岛免税购物额度从 3 万元提高至 10 万元，为消费需求的释放进一步打开空间；2 月 22 日起，海南省发放总价值 800 万元的 16 万张离岛免税消费券，消费者可直接在线下购买离岛免税商品时使用，相对宽松的政策有望进一步刺激消费。

风险提示：经济超预期下行，政策推进不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、休闲服务板块 2020 年走势回顾 4
二、关注修复预期与政策红利的双轮驱动 6
（一）旅游业：行业修复持续，国外客源回流 6
（二）免税：内循环格局下，免税政策红利有望持续释放 8

图表目录

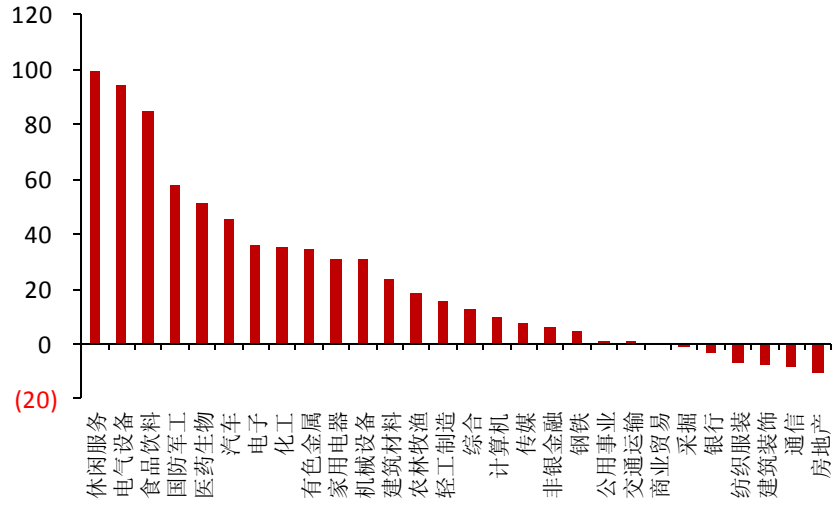
图表 1： 2020 年休闲服务涨幅居首 4
图表 2： 20Q1 休闲服务 ROE 下降明显 5
图表 3： 休闲服务板块走势 6
图表 4： 旅游人数及旅游收入情况 7
图表 5： 国内居民的出境人数稳步上涨 8

在经济持续复苏、政策环境向好、境外消费回流等一系列因素的推动之下，2020 年休闲服务整体走出了先抑后扬的态势，展望 2021 年，行业仍具备业绩修复空间，优先关注旅游、免税确定性强的赛道。

一、休闲服务板块 2020 年走势回顾

2020 年休闲服务板块涨幅居首。根据数据统计，2020 年所有申万一级行业中，休闲服务板块涨幅 99.38%位居首位，其中包括景点、酒店II、旅游综合II、餐饮II、其他休闲服务II这五个二级子行业，五个子行业的年内涨幅分别为-4.62%、23.11%、164.73%、3%、24.11%，**其中旅游综合II对行情走势的贡献最大，同时在全部 104 个申万二级行业中，旅游综合II的涨幅也是居于首位。**从个股方面来看，中国中免全年涨幅 218.74%大幅领先，西域旅游和锦江酒店的全年涨幅分别为 95.56%和 83.21%，位居第二、三名。

图表1：2020 年休闲服务涨幅居首

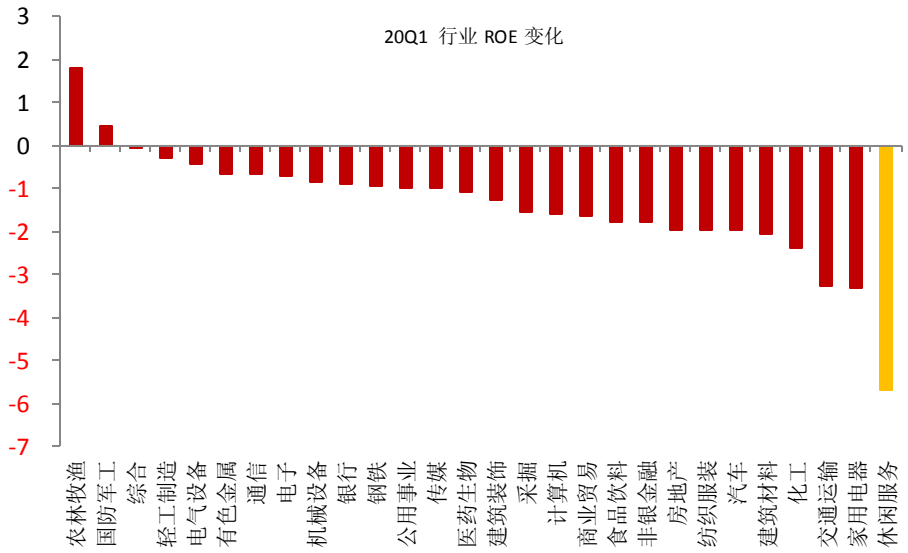


资料来源：wind、粤开证券研究院

行情节奏方面，有 3 个阶段具备代表性：

（一）年初至 3 月下旬：疫情受损，年初回调期。年初在突发疫情的影响之下，餐饮、旅游、酒店等社交活动场所出现停摆，周转率下滑叠加需求疲软，企业销售净利率下降，休闲服务成为一季度 ROE 下降较为明显的行业之一，对业绩走弱的预期也充分体现在了股价方面，年初行业持续调整。

图表2：20Q1 休闲服务 ROE 下降明显

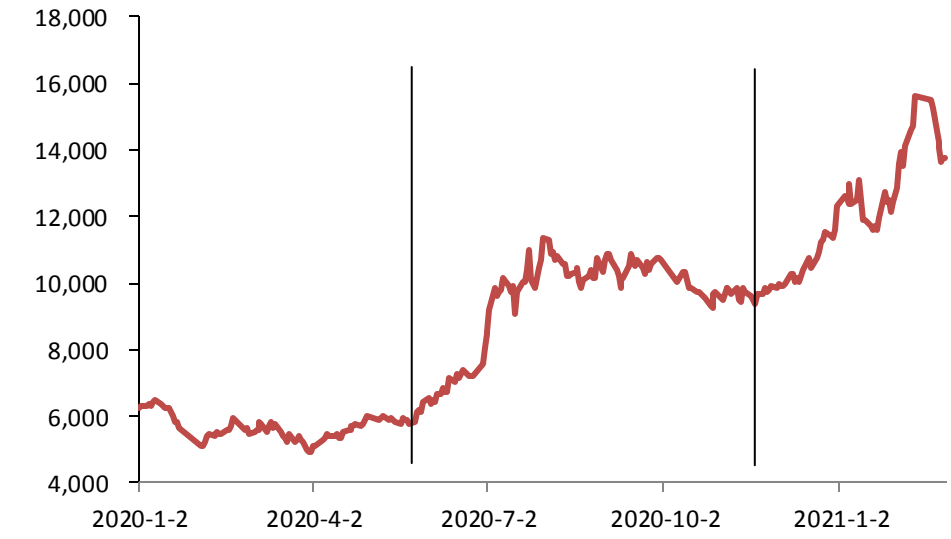


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）5 月下旬-7 月下旬：政策明确，需求回暖，业绩洼地显现。随着国内疫情控制初见成效，经济和生活节奏也逐步恢复，政府工作报告明确“扩大内需战略”，推动消费回升，叠加一季度的业绩洼地，休闲服务行业边际修复预期较强，市场给予了充分的溢价空间。同时免税概念也成为这一阶段市场的关注热点，海南离岛免税购物政策于 2020 年 7 月 1 日实施第六次调整，离岛旅客(包括岛内居民旅客)每人每年累计免税限额 10 万元，新增酒类、电子消费产品等七大类免税商品，政策利好下，免税概念接连上涨。休闲服务板块自 5 月下旬开始明显拉升，叠加免税政策利好及景区旅游的逐步复苏，此轮上涨延续至 7 月下旬，随后展开高位震荡。

（三）11 中旬-年底：经济复苏持续验证，复工复产稳步推进，供需两端持续改善。进入到四季度，国内经济复苏的持续性不断得到数据的验证，另外国外的疫情形势依旧严峻，境外消费回流带动需求进一步释放，有助于相关板块业务量的提升。国家相关部门对旅游、餐饮等公共活动场合的限制也逐步放宽，行业的复工稳步推进。在供给端和需求端均持续改善的背景之下，年底休闲服务板块再度迎来一波明显拉升。

图表3：休闲服务板块走势



资料来源：wind、粤开证券研究院

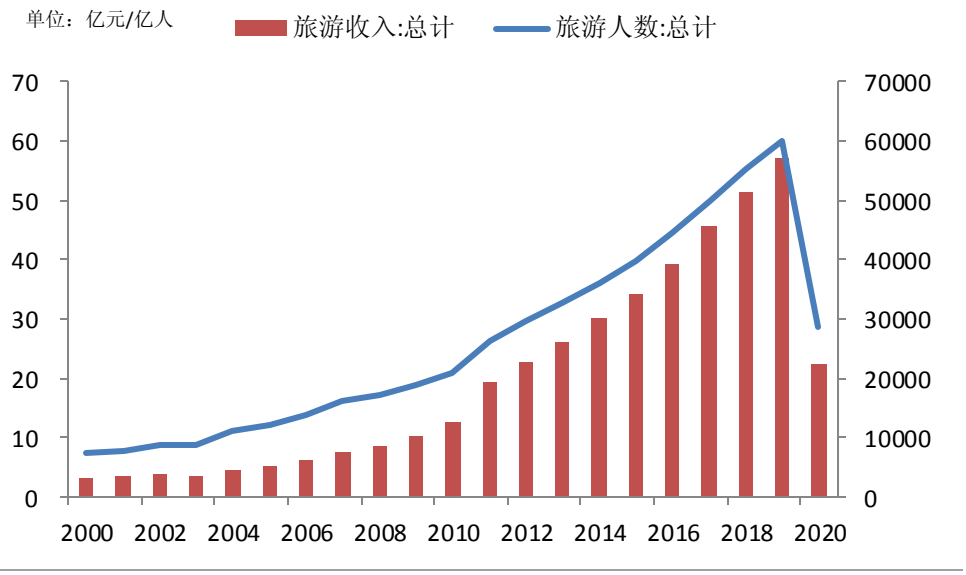
二、关注修复预期与政策红利的双轮驱动

在休闲服务的细分领域中，我们认为可以优先关注修复预期较强、且具备政策红利的板块：疫情防控有效，旅游行业有望复苏，叠加海外客源回流，利好国内旅游业；内循环格局叠加消费升级，免税政策红利有望持续释放。

（一）旅游业：行业修复持续，国外客源回流

疫情管控有效，旅游行业复苏。近 10 年以来，我国旅游人数及旅游收入逐年走高，2019 年我国国内旅游人数总计 60.06 亿人，国内旅游收入 5.73 万亿，若剔除疫情影响，预计 2020 年旅游业大概率仍将延续稳步增长态势。20 年上半年，疫情对我国旅游行业的影响较为明显，旅游景区及旅行社一度陷入停滞状态，随着疫情的逐步控制，行业处于修复过程中。经文化和旅游部数据中心测算，春节假期七天，全国国内旅游出游合计 2.56 亿人次，同比增长 15.7%，恢复至疫前同期的 75.3%；实现国内旅游收入 3011.00 亿元，同比增长 8.2%，恢复至疫前同期的 58.6%。**考虑到 20 年的低基数，21 年行业有望迎来恢复性增长。**

图表4：旅游人数及旅游收入情况

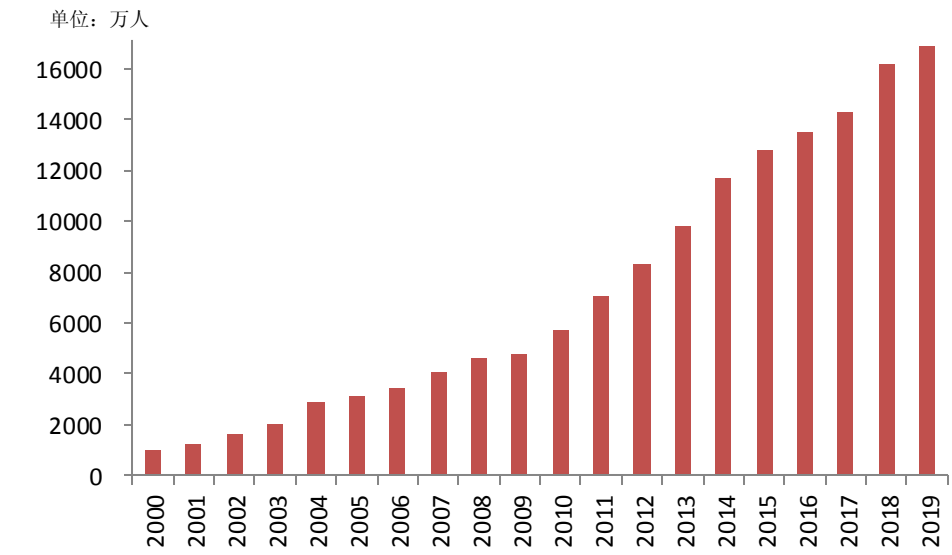


资料来源：wind、粤开证券研究院

政策依据形势给予动态支持，引导旅游行业稳步复苏。在疫情的冲击下，2020 年 1 月底国家文旅部曾要求全国旅行社及在线旅游企业暂停经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。疫情期间，国家加大力度帮扶住宿餐饮、文体旅游等受疫情影响严重行业，2 月 5 日，决定向旅行社暂退部分旅游服务质量保证金，暂退标准是现有缴纳额的 80%；2 月 27 日有序推动分区分级，精准复工复产，中低地区景区由当地党委政府的领导下有序开放；7 月 14 日，文旅部宣布恢复跨省团队旅游及“机票+酒店”业务，旅游景区接待游客量由不得超过承载量的 30%调至 50%；9 月 18 日，文旅部宣布为统筹做好国庆节、中秋节假期旅游景区疫情防控和安全有序开放工作，推动旅游景区复工复产复业，景区接待游客量可上调至最大承载量的 75%。**政策从帮扶企业及防控疫情的角度双管齐下，一方面巩固了抗疫成果，另一方面也有助于旅游业稳步复苏，带动产业盈利回暖。**

海外客源回流，利好国内旅游业。海外市场方面，10 月 21 日，文化和旅游部发布秋冬防疫工作的通知，明确暂不恢复旅行社及在线旅游企业的出入境团队旅游和“酒店+机票”业务。近年来，国内居民的出境人数稳步上涨，2019 年约为 1.69 亿人次，**受制于国外疫情持续发酵，许多国外客流回流至国内，利好国内景区、酒店等旅游行业。**

图表5：国内居民的出境人数稳步上涨



资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）免税：内循环格局下，免税政策红利有望持续释放

随着人民生活水平的提升，消费潜力有更大的释放空间。2020 年中国 GDP 总额破百万亿规模，2019 年我国人均 GDP 已突破一万亿美元，中国的高端消费者热衷于奢侈品等高端消费，根据贝恩公司联合意大利奢侈品行业协会发布的《2020 年全球奢侈品行业研究报告春季版》，中国正成为引领疫后经济复苏的先锋：预计至 2025 年，中国消费者对全球奢侈品消费总额的贡献率将达到约 50%，成为全球奢侈品行业反弹增长的关键引擎。此外，线上渠道份额将进一步提升，至 2025 年，该渠道的占比有望上升至 30%，这也正是国内高端品牌加速市场布局的较好时机。

国家高层定调构建国内循环为主、国内国际互促双循环新格局，**在外需不确定因素增多的背景下，"内循环"布局的核心就在于更多地依赖国内市场，通过"构建完整内需体系"的方式促进消费升级，推动经济发展。**而构建完整内需体系其中重要的一项举措就在于**进一步激发高端消费者的消费潜力。**

境外消费回流，国内消费需求释放。随着消费结构的升级，消费者对于品质的追求日益提升，消费也不仅仅只是满足基本的生活需求，2019 年全年，中国人境外旅行支出超过 1.7 万亿元。当前的国际贸易及境外旅游相对受限，境外消费有望回流至国内，对免税行业形成利好，2 月 11 日至 17 日，海南离岛免税店销售额超 15 亿元，较 2019 年春节假期实现翻番。

免税概念迎来政策红利期。以海南省免税政策为例，2020 年 7 月 1 日海南每年每人离岛免税购物额度从 3 万元提高至 10 万元，为消费需求的释放进一步打开空间；2 月 22 日起，海南省发放总价值 800 万元的 16 万张离岛免税消费券，消费者领券后可直接在线下购买离岛免税商品时使用，相对宽松的免税政策有望进一步刺激消费。

分析师简介

殷越，上海财经大学硕士，2017 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、新三板研究负责人。证书编号：S0300517040001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com