社会服务

社会服务行业 2021 年投资策略　　维持评级

报告原因：策略研究

行业景气度持续回暖，消费偏好变迁带动龙头企业加速扩张 看好

2020 年 12 月 18 日

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】社会服务行业 2020 年四季度投资策略：免税行业景气度一路走高，酒店景区餐饮业绩逐渐复苏（2020-09-29）

【山证社服】社会服务行业 2020 年中期投资策略：业绩逐渐回暖，疫情不改行业长期向好趋势（2020-06-26）

【山证社服】社会服务行业 2020 年二季度投资策略：国内疫情防控初见成效，复工复产促餐饮旅游有序复苏（2020-03-26）

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

研究助理：张晓霖

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **2020 年整体走势回顾：休闲服务行业全年上涨 67.80%大幅跑赢大盘。**2020 年初至今（截至 2020.12.15），申万休闲服务行业大幅跑赢大盘 47.44pct，在 A 股 28 个行业中位列第 3。子行业除景点外均跑赢大盘。目前行业市盈率为 134.1 倍显著高于近五年历史均值（50.54 倍），相对沪深 300 估值 8.81。细分板块龙头公司决定行业整体涨跌幅，行业“强者愈强”趋势明显。
- **免税：政策加码、消费回流助力免税行业持续高速发展。**1）预计 2025 年中国奢侈品内地消费将提高至整体奢侈品消费 50%，对比目前国内不足 500 亿人民币的免税市场，未来免税行业增量空间广阔。2）明年多家经营主体逐鹿海南市场。3）RCEP 签署对免税行业影响有限，日韩香化品从常规货物贸易渠道进入国内依然维持现有关税税率。
- **酒店景区：疫情影响逐渐消弱，明年商旅休闲出行预计恢复正常。**酒店：疫情催化大型酒店集团连锁化进程提速，Q3 经营数据明显好转，入住率率先恢复。景区：受疫情在全球蔓延影响，明年旅游需求预计仍落实在国内，有望带动景区客流、业绩将复苏。出入境游：短期内出入境游继续保持暂停模式，业务重启时间取决于国际疫情防控以及疫苗投产使用情况。
- **餐饮：连锁化进程提速，新世代消费调性改变推动行业供给端革新。**1）我国餐饮行业品类分散、连锁率低，呈现“大市场、小企业”特点。2）需求端消费升级趋势显现，供给端效率提升，餐企标准化程度逐渐提高，龙头餐企疫情后拓展新业务模式，预计 2021 年餐饮行业连锁化进程持续提速。
- **投资建议：**休闲服务市盈率走高主要受 Q1 疫情影响行业股价、业绩整体下滑，但部分龙头个股投资逻辑并未发生较大变化，行业环境发生异动情况下龙头企业抗压能力、业绩恢复能力较强；Q2 起以中国中免为代表部分价值标的股价触底回升拉动整体市盈率继续攀升。我们对休闲服务行业维持“看好”评级。预计 2021 年休闲服务行业将以龙头加速扩张、业绩修复为主线。从今年整体表现情况来看，行业内各子板块业绩复苏呈现免税-餐饮-酒店-景区-出境游的顺序。建议把握两条投资主线：**1、龙头企业加速扩张：主要表现在免税、餐饮、酒店板块年内均已实现业绩扭亏为盈，明年行业竞争格局有望持续向龙头标的集中。2、业绩修复型：年内景区、旅游综合板块业绩持续承压，存在情绪修复机会，明年有望迎来业绩复苏。**
- **重点公司关注：**中国中免、锦江酒店、首旅酒店、广州酒家、宋城演艺、天目湖、中青旅。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；免税政策变化风险；酒店行业供需变化风险；疫情对旅游行业影响超预期风险；突发事件或不可控灾害风险。

目录

1.2020 年行情与业绩回顾 6

1.1 整体走势：休闲服务行业全年上涨 67.80%大幅跑赢大盘 6

1.2 行业估值提升明显，目前处于历史高位 7

1.3 子版块表现分化显著，免税带动旅游综合涨幅翻倍 8

1.4 免税、酒店、灵活用工个股涨幅居前 9

2.免税：政策加码、消费回流助力免税行业持续高速发展 10

2.1 国内免税行业未来增量空间广阔 10

2.2 明年多家经营主体逐鹿海南离岛免税 12

2.3 RCEP 签署对免税行业影响有限 14

3.酒店景区：疫情影响逐渐消弱，明年商旅休闲出行预计恢复正常 15

3.1 酒店：疫情催化大型酒店集团连锁化进程提速 15

3.2 自然景区：受疫情在全球蔓延影响，明年旅游需求预计仍落实在国内 18

3.3 休闲景区：景区外延扩张增强游客体验感，或成为长线出境游替代品 18

3.4 出入境游：行业恢复取决于国际疫情控制以及疫苗投产使用情况 19

4.餐饮：连锁化进程提速，新世代消费调性改变推动行业供给端革新 20

4.1 餐饮行业规模大、增速快，中餐呈现“大市场、小企业”特点 20

4.2 需求端消费升级趋势显现，龙头餐企拓店进程加快 22

5.行业评级及投资建议 24

5.1 行业评级 24

5.2 投资建议 25

5.3 重点推荐标的简析 26

5.3.1 中国中免（601888.SH）：离岛免税业务带动公司业绩持续增长 26

5.3.2 锦江酒店（600754.SH）：新开店计划有序推进，公司盈利能力提升显著 26

5.3.3 首旅酒店（600258.SH）：中高端酒店占比持续提高，环球影城明年开业带动景区酒店入住率提升 26

5.3.4 广州酒家（603043.SH）：食品制造业务有效弥补堂食一季度亏损 27

5.3.5 宋城演艺（300144.SZ）：存量项目升级改造、轻资产增量项目持续落地 27

5.3.6 天目湖（603136.SH）：长三角民营休闲景区龙头，改造项目稳步落地 28

5.3.7 中青旅（600138.SH）：南北双镇休闲景区带动周边目的地旅游发展 28

6.风险提示 29

图表目录

图 1：2020 年初至今休闲服务上涨 67.90%涨幅居前(%) 6

图 2：2020 年 5 月后休闲服务行业表现强于沪深 300 6

图 3：2020 春节黄金周旅游接待人数仅为 1.52 亿人 7

图 4：2020 十一黄金周接待人数同比降幅收窄至 18% 7

图 5：SW 休闲服务行业估值自今年 5 月回升明显 7

图 6：SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处在高位 7

图 7：2020 年初至今休闲服务各子板块涨跌幅情况(%) 8

图 8：休闲服务子版块估值情况（历史 TTM，整体法） 8

图 9：休闲服务行业近 5 年单季度营收及业绩情况 9

图 10：休闲服务行业近 5 年单季度毛利润及费用情况 9

图 11：中国奢侈品消费外流比重变化 11

图 12：中国消费者出境购物各渠道消费占比统计情况 11

图 13：海南省 10 月接待游客人次同比增长 3.1% 12

图 14：2020 年 5 月以来海南离岛免税销售情况 12

图 15：旅客运输量 11 月恢复至去年同期 6 成水平 15

图 16：铁路客运量恢复最快至同期 60%（单位：万人） 15

图 17：高端酒店入住率提升迅速 16

图 18：高端酒店 REVPAR 在后疫情时期增长显著 16

图 19：首旅酒店 REVPAR/ADR/OCC 17
图 20：锦江酒店 REVPAR/ADR/OCC 17
图 21：中国酒店整体业绩表现 17
图 22：酒店需求整体逐渐回暖 17
图 23：2020 年清明、五一、十一接待游客人次情况 18
图 24：2020 年清明、五一小长假旅游总收入情况 18
图 25：北京 11 月接待住宿人次同比下降 88.7% 20
图 26：上海市 10 月国际旅游入境人次同比下降 88.4% 20
图 27：中国餐饮行业收入规模情况（单位：万亿元） 21
图 28：中国限额以上单位餐饮收入（单位：亿元） 21
图 29：不同年龄段消费者外出就餐频次分布 22
图 30：消费者外出就餐金额分布 22
图 31：中式餐饮品类众多、口味繁杂 23
图 32：大众餐饮为餐饮行业主要收入部分 23

表 1：休闲服务行业各子版块 2020Q1-3 业绩情况 9
表 2：2020 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计 10
表 3：海南离岛免税新政调整前后对比 11
表 4：海南离岛免税经营主体明年扩展概览 13
表 5：全球 TOP5 免税零售商 2020 年业绩表现 13
表 6：离岛免税销售数量前三商品各项税目税率 14
表 7：全球知名化妆品品牌及产地 14
表 8：全球知名手表品牌及产地 14

表 9：首旅酒店、锦江酒店门店扩张进展.....16

表 10：宋城演艺目前项目投资及占地面积情况.....19

表 11：A+H 股餐饮上市公司概览.....21

表 12：部分餐饮企业新渠道探索.....23

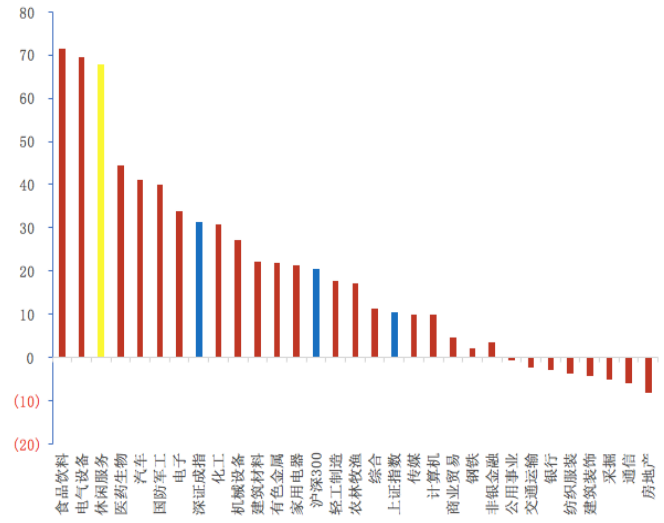
表 13：重点推荐公司盈利预测预估值.....28

1.2020 年行情与业绩回顾

1.1 整体走势：休闲服务行业全年上涨 67.80%大幅跑赢大盘

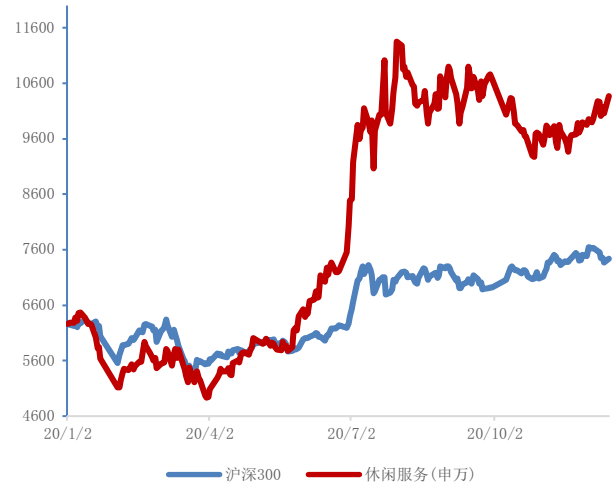
2020 年初至今（截至 2020 年 12 月 15 日，下同），沪深 300 指数上涨 20.46%，申万休闲服务行业上涨 67.80%，跑赢大盘 47.44 个百分点，在 A 股 28 个行业中涨幅居前位列第 3。整体来看，2020 年初受黑天鹅事件新冠疫情影响，农业和医药板块逆势走强、周期股受挫。二季度起中国中免引领休闲服务板块走强。三季度起，休闲服务和国防军工在前半段引领市场热点节奏，后期表现稍显疲软，以汽车为代表的顺周期板块大幅飙升。四季度以来，汽车、有色、钢铁、家电等顺周期板块继续引领市场。

图 1：2020 年初至今休闲服务上涨 67.90%涨幅居前(%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：2020 年 5 月后休闲服务行业表现强于沪深 300

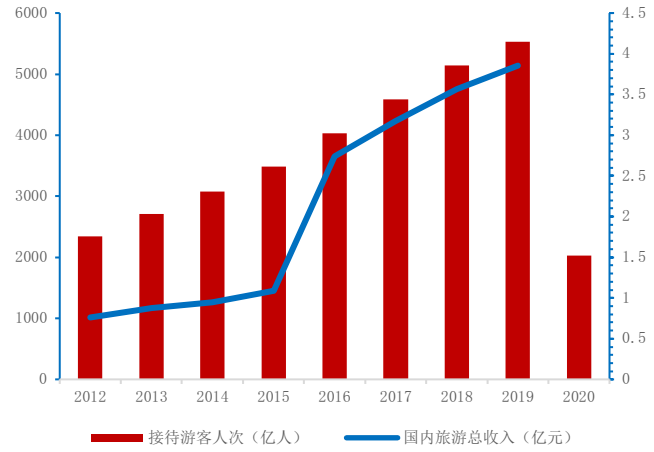


数据来源：wind，山西证券研究所

从休闲服务行业来看，2020 年新冠肺炎疫情给旅游行业带来巨大挑战。一季度，在严格控制人员流动限制措施下，旅游行业迎来近十年至暗时刻。2020 年春节黄金周，我国旅游接待总人数仅为 1.52 亿人，同比 2019 年锐减 63%，创下 2011 年以来最低水平。二季度后，随着疫情逐渐得到有效控制，我国经济开启复苏模式。但作为人员流动性较大、接触频率高的服务业，旅游业在各类复工复产企业中复苏程度相对较弱，与旅游业关联紧密的餐饮行业在社零各子行业中同比复苏最慢。2020 年五一黄金周期间，我国旅游接待总人数不足 1.2 亿，同比下滑超过 40%，旅游产生总收入为 475 亿，下滑程度超过 60%，旅游业整体复苏情况不足 2019 年同期一半。三季度，随着疫情进入常态化防控阶段，以汽车、旅游为代表的可选消费板块开始强势复苏。2020 年十一黄金周期间，我国旅游接待总人数达到 6.37 亿，同比降幅收窄至 18%，旅游产生总收入达到 4666 亿，降幅收窄至 28%，旅游业整体恢复程度超过 80%。如果不考虑目前限制景区接待

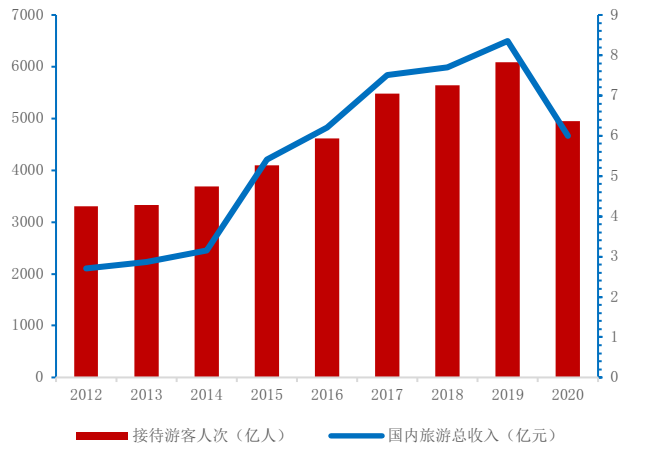
人次为最大承载量 75%，我国旅游业基本已经恢复至疫情前的常态水平。

图 3：2020 春节黄金周旅游接待人数仅为 1.52 亿人



数据来源：文旅部，山西证券研究所

图 4：2020 十一黄金周接待人数同比降幅收窄至 18%

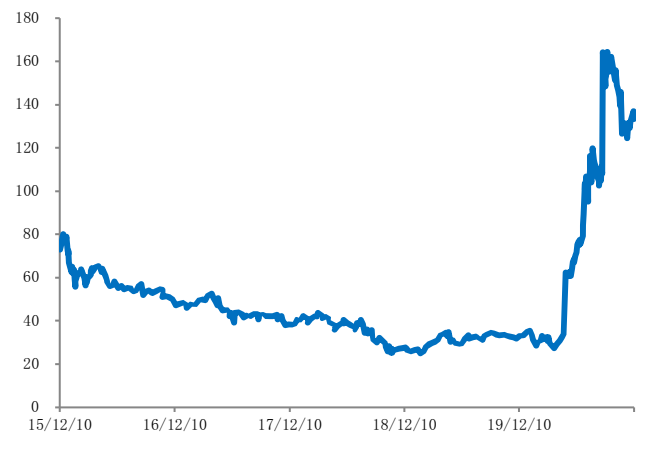


数据来源：文旅部，山西证券研究所

1.2 行业估值提升明显，目前处于历史高位

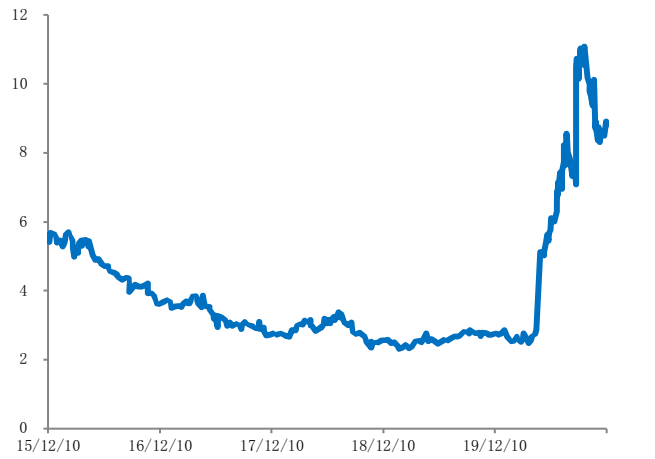
年初受疫情影响行业估值经历短暂调整，4 月底景区恢复正常经营，接待客流人数为最大承载量 30%，直接提振五一小长假旅游目的地景区、酒店标的股价；叠加下半年海南离岛免税新政正式实施，免税板块中国中免股价经历 Q1 触底后迅速回升达到历史高值，直接带动休闲服务行业整体市盈率明显提升，目前为 134.1 倍（TTM，整体法）显著高于近五年历史均值（50.54 倍）。休闲服务行业相对沪深 300 估值自今年 5 月后上升明显，9 月底达到相对最高值（11.09）后有所回落，目前相对估值为 8.81。

图 5：SW 休闲服务行业估值自今年 5 月回升明显



数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：SW 休闲服务板块相对沪深 300 估值处在高位

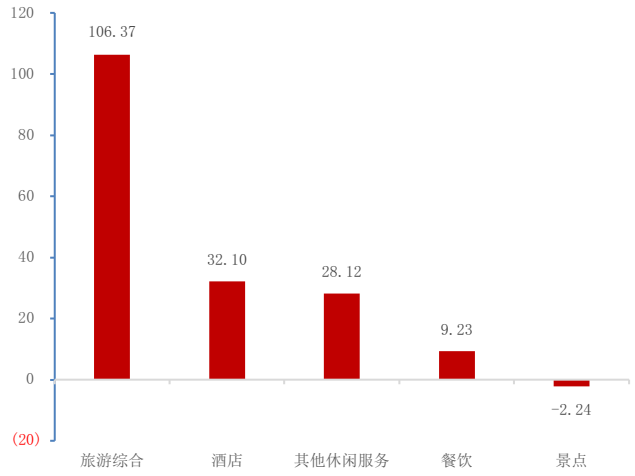


数据来源：wind，山西证券研究所

1.3 子版块表现分化显著，免税带动旅游综合涨幅翻倍

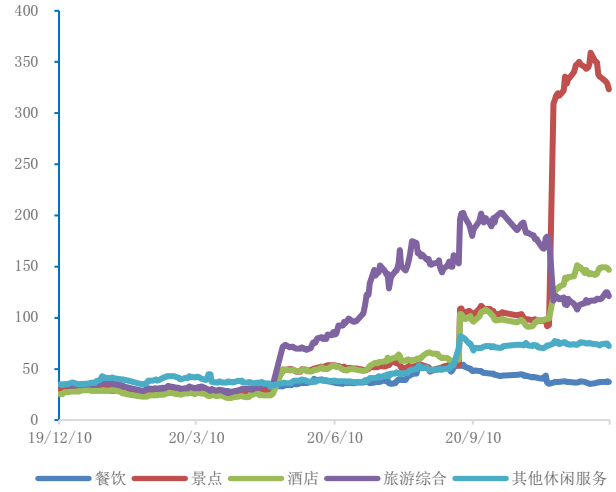
2020 年初至今，除景点板块外，休闲服务其余子板块均实现不同幅度上涨。旅游综合、酒店、其他休闲服务均跑赢大盘。各子板块涨跌幅由高到低分别为：旅游综合（+106.37%）、酒店（+32.10%）、其他休闲服务（+28.12%）、餐饮（+9.23%）、景点（-2.24%）。其中旅游综合跑赢大盘 85.91 个百分点，涨幅位列各子板块第一，酒店、其他休闲服务跑赢大盘 11.64、7.66 个百分点。景点板块主要受大连圣亚 12 月股价波动连续 5 个交易日跌停拖累所致表现不佳。

图 7：2020 年初至今休闲服务各子板块涨跌幅情况(%)



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：休闲服务子版块估值情况（历史 TTM，整体法）



数据来源：wind，山西证券研究所

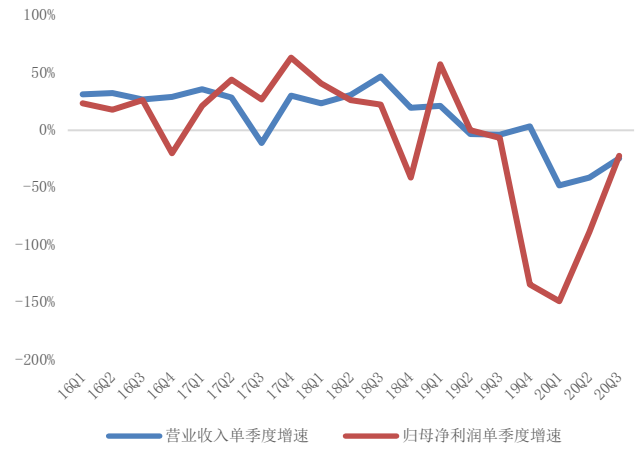
注：餐饮板块自 2019.9 发生异动，此后不纳入统计

餐饮板块自 2019 年 9 月起发生异动，申万餐饮板块估值不纳入整体统计范围，自 2017 年 6 月起使用广州酒家市盈率代替。休闲服务各子板块市盈率由低到高分别为：餐饮（37.17X）、其他休闲服务（72.57X）、旅游综合（121.44X）、酒店（146.64X）、景点（323.02X）。各板块自今年 5 月后拉升趋势显著，除餐饮板块外均高于近五年历史市盈率平均值。

从业绩方面来看，一季度受疫情冲击各子板块业绩均呈现大幅下降，二季度起免税、餐饮、酒店等行业出现业绩拐点，三季度人工景点、其他休闲服务、餐饮、免税板块均实现正收益，带动休闲服务行业整体扭亏为盈。营收方面，2020Q1-3 行业整体实现营收 671.56 亿元（-37.32%），子板块方面仅免税、其他休闲服务行业实现正增长，分别为 351.38 亿元（+1.25%）、26.16 亿元（+4.67%），其余板块以人工景点 6.68 亿元（-73.08%）降幅最为显著，餐饮 42.27 亿元（-16.36%）、酒店 119.07 亿元（-40.44%）、自然景点 17.46 亿元（-60.91%）、旅游综合 107.31 亿元（-70.83%）。归母净利润方面，行业整体盈利 4.21 亿元（-85.77%），子板块方面仅其他休闲服务盈利 1.34 亿元（-16.42%）实现业绩正增长，免税 31.64 亿元（-24.58%）、餐饮

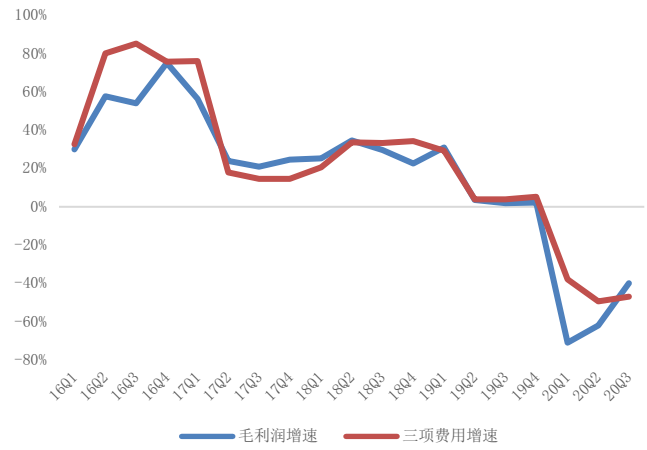
1.82 亿元（-62.90%）、人工景点 0.69 亿元（-94.80%）、自然景点亏损 3.48 亿元（-133.85%）、酒店亏损 5.41 亿元（-136.90%）、旅游综合亏损 12.39 亿元（-191.90%）。

图 9：休闲服务行业近 5 年单季度营收及业绩情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：休闲服务行业近 5 年单季度毛利润及费用情况



数据来源：wind，山西证券研究所

表 1：休闲服务行业各子版块 2020Q1-3 业绩情况

子行业	营收（亿元）	yoy	毛利润（亿元）	yoy	净利润（亿元）	yoy	归母净利润（亿元）	yoy
人工景点	6.68	-73.08%	3.84	-78.73%	0.59	-95.63%	0.69	-94.80%
自然景点	17.46	-60.91%	3.03	-88.78%	-3.92	-137.29%	-3.48	-133.85%
其他休闲服务	26.16	4.67%	3.85	2.57%	1.51	8.11%	1.34	16.42%
餐饮	42.27	-16.36%	17.88	-34.31%	1.64	-35.59%	1.82	-62.90%
旅游综合	107.31	-70.83%	16.96	-74.94%	-14.36	-184.08%	-12.39	-191.90%
酒店	119.07	-40.44%	22.27	-86.84%	-5.41	-133.23%	-5.41	-136.90%
免税	351.38	1.25%	144.14	-20.82%	31.75	-35.59%	31.64	-24.58%
休闲服务行业	671.56	-37.32%	211.98	-56.81%	11.81	-89.55%	14.21	-85.77%

资料来源：wind，山西证券研究所

1.4 免税、酒店、灵活用工个股涨幅居前

行业市值逐渐向头部标的集中。从年初至今各子板块和个股涨跌幅来看，二季度以来颇受市场关注的热点概念免税股引领休闲服务板块节奏，免税标的中国中免年初至今上涨 146.44%，成为休闲服务行业首只翻倍股。四季度以来随着疫情在国内基本得到有效控制，消费者年内出行需求基本落实在国内带动酒店行业景气度不断提升，锦江酒店、首旅酒店年内分别上涨 89.93%、16.89%，四季度以来分别上涨 38.58%、43.32%。其他休闲服务板块科锐国际主营线上灵活用工，疫情期间受益于远程办公趋势推动股价持续上扬，年内上涨 64.72%。广州酒家年内上涨 34.78%，餐饮、食品加工双线业务助力公司走出疫情期间限制餐饮堂食营业

困境，速冻食品业务条线贡献年内大幅营收增速。从行业市值来看，中国中免占比 62.99%，涨幅前 5 公司市值占比超 80%，细分板块龙头公司决定行业整体涨跌幅，休闲服务行业“强者愈强”趋势明显。受疫情影响，行业内超过半数公司年内股价下跌。

表 2：2020 年至今社会服务行业涨幅居前公司统计

证券代码	证券简称	所属子行业	年涨幅度	总市值（亿元）	2020Q1-3 营收（亿元）	同比	2020Q1-3 归母净利润（亿元）	同比
601888.SH	中国中免	旅游综合	146.44%	4263.82	351.38	-2.81%	31.64	-24.93%
600754.SH	锦江酒店	酒店	89.93%	428.39	70.02	-38.94%	3.01	-65.52%
300662.SZ	科锐国际	其他休闲服务	64.72%	93.92	27.38	4.67%	1.34	16.42%
000796.SZ	凯撒旅业	旅游综合	43.80%	105.14	11.88	-74.86%	-1.93	-189.3%
603043.SH	广州酒家	餐饮	34.78%	163.82	26.52	10.14%	3.59	10.63%
600258.SH	首旅酒店	酒店	16.89%	234.93	35.76	-42.60%	-5.55	-177.19%
603136.SH	天目湖	自然景区	9.55%	33.18	2.24	-42.13%	0.28	-75.85%
002186.SZ	三特索道	旅游综合	5.93%	17.93	2.53	-51.67%	-0.11	-159.03%
000428.SZ	华天酒店	酒店	5.73%	28.22	3.3	-62.58%	-3.81	-109.07%

资料来源：wind，山西证券研究所

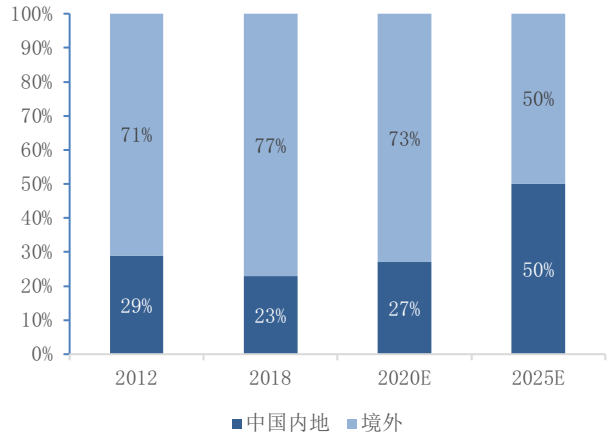
2.免税：政策加码、消费回流助力免税行业持续高速发展

2.1 国内免税行业未来增量空间广阔

境外消费回流成趋势，免税市场有望进一步扩大。随着旅游行业不断升级发展、各国出入境人数逐年增加以及游客购买力大幅增长，免税业在世界和中国都得到快速发展。伴随内循环、双循环发展背景，国家层面逐步引导奢侈品消费回流将成为大趋势。2019 年我国境外旅行支出达到 2546 亿美元，根据贝恩咨询预测，2025 年中国奢侈品内地消费将提高至奢侈品消费 50%。对比目前国内不足 500 亿人民币的免税市场，未来免税行业增量空间广阔。

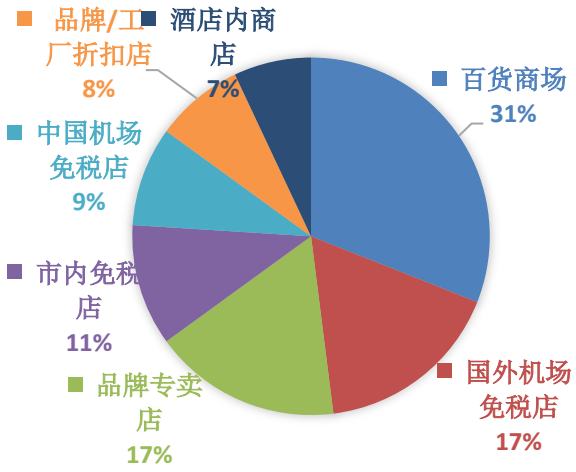
国内免税市场逐渐开阔有助于回流内地消费者海外奢侈品消费。2019 年全球个人奢侈品市场销售规模约为 2810 亿美元，个人奢侈品消费主要包括服饰、配件、香化精品等，这一市场和内地免税市场销售产品有较高重叠度。在个人奢侈品消费市场中，中国市场产生的消费约为 300 亿美元，占全球市场 10%；如果按消费者国籍划分中国居民消费金额达到 984 亿美元，占比超过 35%。这意味着每年约有将近 700 亿美元的中国居民奢侈品消费发生在海外。随着免税政策不断迎来利好、免税商品销售运营商资质放开、疫情在全球范围内尚未得到有效控制带来的境外消费回流，明年预计国内免税行业将持续释放巨大增长空间。

图 11：中国奢侈品消费外流比重变化



数据来源：要客研究院，山西证券研究所

图 12：中国消费者出境购物各渠道消费占比统计情况



数据来源：贝恩咨询，山西证券研究所

免税政策逐渐走向宽松。国家不断调整免税政策，通过颁发新免税经营主体牌照、增设新免税店放宽免税业限制，提高消费者境内购物消费体验。6 月财政部授予王府井公司免税品经营资质，第 8 块免税牌照落地引爆市场对免税品经营主体火热资金追捧，短时间内数家涉及零售、地产、旅行社业务上市公司申请免税品经营资质。6 月末海南离岛免税新政将免税购物额度从每人每年 3 万元提升至 10 万元、取消行邮税限制、增设电子、茶、酒等 7 类免税品类目，继续提振免税板块行情。每人每年离岛免税限额提升至 10 万元直接推动海南离岛免税客单价提升，同时行邮税取消带动毛利率较高的贵价商品如手表、服饰、皮具等精品销售额提高。截至 12 月 14 日，海南四家离岛免税店销售总额超过 300 亿元，其中有税销售 50 亿、免税销售 250 亿，提前 17 天完成全年 300 亿销售目标，预计全年销售额将达到 315 亿。离岛免税新政从今年 7 月 1 日起施行，直接带动海南三、四季度免税销售额同比增长 100%-200%，日均销售额超过 1.2 亿。我们预计按照目前日均销售额和消费客单价估算，2021 年全年离岛销售额有望突破 450 亿元。

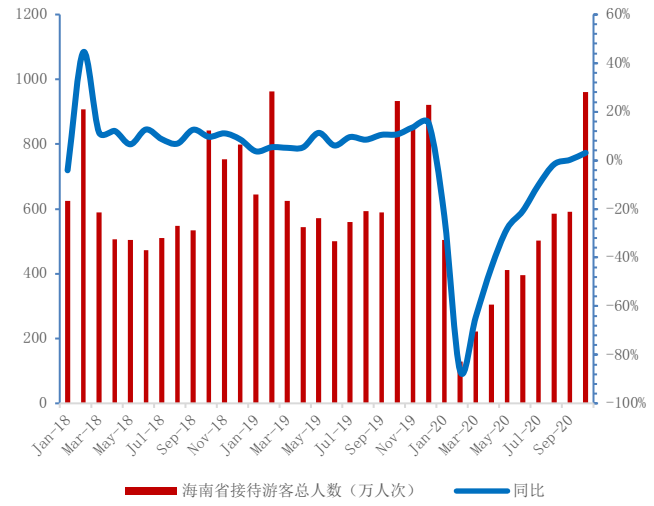
表 3：海南离岛免税新政调整前后对比

项目	调整前	调整后
免税购物额度	3 万元	10 万元
单件商品免税额	不超过 8000 元，超过部分依据商品属性缴纳行邮税	超过 8000 元部分取消行邮税
单次购买商品数量	化妆品（12 件） 手表（6 件） 服装服饰（6 件） 小皮件（6 件） 玩具（5 件） 医疗器械（2 件）	化妆品（30 件） 手机（4 件） 酒类（1500ml） 其他所有类型商品取消购买件数限制

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

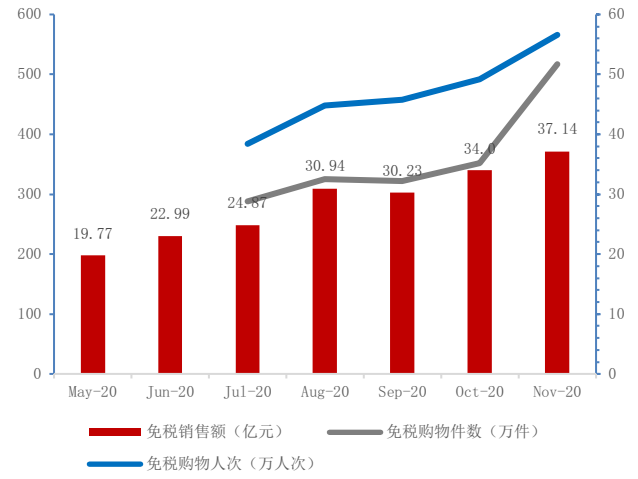
国内免税商品购买力强大。根据携程平台数据，今年 7 月跨省游重启以来，跨省游消费需求旺盛、出游人次及消费水平同比增长超过 100%。兼具旅游和消费属性的免税行业，以海南为例，受离岛免税新政刺激，三季度疫情企稳后，海南入岛人次逐月恢复。数据显示，9 月海南接待过夜人次同比增速转正同比增长 0.2%、10 月受益于双节推动进一步扩大增幅同比增长 3.1%，成为国内旅游接待水平恢复最快的省份。但 1-10 月累计增幅同比依然为负，预计 2021 年仍有较大增量空间。

图 13：海南省 10 月接待游客人次同比增长 3.1%



数据来源：海南省旅游和文化广电体育厅，山西证券研究所

图 14：2020 年 5 月以来海南离岛免税销售情况



数据来源：海口海关，山西证券研究所

2.2 明年多家经营主体逐鹿海南离岛免税

2021 年起海南离岛免税将呈现“一超多强”竞争局面。除了原有四家免税店外（海口两家、博鳌一家、三亚一家，分别有海免、中免经营，控股均为主体为中免），今年年底由中出服和海旅投出资设立的三亚市内免税店、中免出资设立的三亚凤凰机场免税店将开业，海南离岛免税经营主体除中免外迎来新玩家。总体竞争格局仍以中免为主，门店分布在机场/市内免税店、海口/三亚/博鳌，覆盖范围和经营产品类目最广；其余竞争主体以市内免税店为主，主要分布在三亚。从行业过去竞争规模来看，“中免+地方牌照”是国内免税行业固有竞争模式，免税经营主体依靠牌照正常开店之外还需要具有一定规模效益。我们认为，海南离岛免税市场虽然呈逐步开放态势，未来或将有更多经营主体切分蛋糕，对中免过去一家独大的市场份额和高毛利率有一定冲击，但从长期来看，中免占据国内免税市场的主导地位不会发生太大变化。

表 4：海南离岛免税经营主体明年扩展概览

免税店面名称	控股主体	开业时间	经营面积
海口美兰机场店	海免（中免控股 51%）	2011 年 12 月	新增美兰机场二期，扩建面积 9000 平
海口日月广场市内免税店	海免（中免控股 51%）	2019 年 1 月	新增日月广场二期，扩建面积 5 万平
三亚海棠湾市内免税店	中免	2014 年 9 月	新增海棠湾湖心岛二期
三亚凤凰机场店	中免	预计年底或明年初开业	-
三亚国际免税购物公园	中出服	预计年底开业	3.3 万平
三亚迎宾路店	海旅投	预计年底开业	5.8 万平
海口观澜湖免税店	深免	预计 2021 年 1 月开业	-

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

上游稳定供货商+中游广泛销售门店+终端 CDF 会员体系+离岛免税补购构筑中国中免强有力竞争实力。中国中免经营模式为统一向供应商采购免税商品后，通过配送中心向中免系统下属免税店批发各类免税商品，再由下属免税店销售配送给出入境或海南离岛游客。其中，部分门店考虑到运输成本等因素，由供应商直接向这些免税店发货。稳定的上游供货商保证中免一线门线销售成本可控、货源可靠。今年以来，受疫情在全球蔓延影响，一季度机场免税店业绩低迷。二季度中免深耕海南市场，公司通过折扣、满减、买赠、购物节等促销活动，培育发展离岛补购新业态。7 月免税新政落地后，中免持续加码海南业务，扩建海口日月广场店、三亚海棠湾二期营业面积，同时吸纳更多国际精品品牌入驻、新增离岛免税提货点营业面积等，扩展终端门店销售范围。今年受疫情在全球蔓延、海外疫情尚未出现明显好转所致，国内免税市场迎来销售井喷期。

离岛免税补购助力中免业绩持续上扬。离岛免税补购是公司二季度推出弥补机场免税业务的业态新探索，线上直邮是电商模式的一种分支，与代购、海淘等模式正面竞争。公司二季度实现业绩扭亏为盈、三季度业绩持续高速增长，带动公司全年营收业绩正增长。从全球 top5 旅游零售商业绩来看，仅中国中免实现营收业绩正增长，超过老牌免税经销商 Dufry、Lotte、Shilla 跃居免税销售榜首。从目前公司补购政策来看，获得离岛免税和机场免税购物资格人数将持续增长，预计明年线上直邮模式仍将为公司贡献主要业绩。

表 5：全球 Top5 免税零售商 2020 年业绩表现

2019 年排名	旅游零售商	2019 年销售额（百万人名币）	预计 2020 年增长率	2020 年预期销售额（百万人民币）
1	Dyfry	67104	-62%	25500
2	Lotte（乐天）	63203	-60%	24017
3	Shilla（新罗）	58124	-58%	54412
4	CDF（中国中免）	50010	3%	51510
5	Lagardere（拉格代尔）	37106	-55%	16698

资料来源：Moodie Davitt Report，山西证券研究所

2.3 RCEP 签署对免税行业影响有限

11 月 15 日，区域全面经济伙伴关系协定（RCEP）签署，九成贸易货物将实现零关税，免税板块市场行情随之出现波动。今年以来，受新冠疫情影响，国内免税产品销售额基本集中在海南离岛销售，海南销售数据可以反应国内整体市场情况。截止十月底，离岛免税销售数量前三甲为化妆品（1078 万件，同比增长 144.6%）、香水（61.4 万件，同比增长 205.3%）、首饰（21.1 万件，同比增长 116.2%），合计占离岛免税销售总额 90.2%。我们来进一步拆分日韩香化首饰进口税目。

关税=CIF（Cost Insurance and Freight，到岸价格，包括成本+保险费+运费）*关税率

消费税=（CIF+关税）*消费税率/（1-消费税率）

增值税=（CIF+关税+消费税）*增值税率

表 6：离岛免税销售数量前三商品各项税目税率

商品类型	进口关税率	消费税率	增值税率
高档香水	5%	15%	16%
高档化妆品	5%	15%	16%
高档腕表	11%	20%	16%

资料来源：海关总署，山西证券研究所

中国免税商品免除的税负包括进口关税、消费税和增值税，关税只占其小部分。同时免税店商品的零售价不仅受税率调整影响，更因品牌商直采模式而省去层层分销加价，同时受到品牌定位、市场竞争以及零售商策略的综合影响。因此即使未来所有进口商品关税被贸易协定减免，免税品仍然具有较大价格优势。

单从 RCEP 协定来看，日韩香化品从常规的货物贸易渠道进入国内依然维持现在的关税税率。除了金银制珠宝首饰有相应的关税减免承诺，其他类目也是维持现有的关税税率。同时 RCEP 成员国范围内，香化首饰进口市场主要集中在日韩两国，其他品牌香化、手表、精品包等类目进口主要集中在欧美，此次关税贸易协定无影响。国内免税销售额前三的香化品、手表主要品牌绝大多数集中在欧美。因此 RCEP 承诺力度进一步加大也不会对国内免税市场产生大影响。

表 7：全球知名化妆品品牌及产地

品牌	赫莲娜	海蓝之谜	香奈儿	兰蔻	雅诗兰黛	CPB	SK-II	资生堂	Whoo	雪花秀
产地	法国	美国	法国	法国	美国	日本	日本	日本	韩国	韩国

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

表 8：全球知名手表品牌及产地

品牌	劳力士	百达翡丽	欧米茄	万国	浪琴	积家	沛纳海	泰格豪雅	卡地亚
产地	瑞士	瑞士	瑞士	瑞士	瑞士	瑞士	瑞士	瑞士	法国

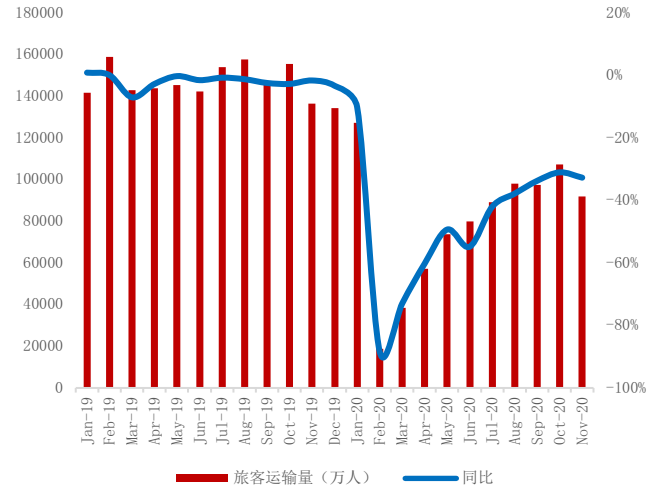
资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

看好消费者逐渐形成免税购物消费偏好。总体来看，在出境游受阻、消费回流叠加双循环背景下，免税行业预计仍将行驶在高速发展赛道。从当前情况判断，即使叠加疫苗大量投产，出境游恢复到疫情前水平也需要至少一年甚至更长时间。而免税市场对海外购物起到了代替作用，逐渐得到越来越多消费者认可。相比于海淘代购等电商直邮，国内离岛免税购物省去漫长清关时间、被海关征税可能，货物品质具有保证。一旦这种消费意识和认知被逐渐培养，即使出境游完全恢复也无法逆转消费者已经形成的免税购物偏好。

3.酒店景区：疫情影响逐渐消弱，明年商旅休闲出行预计恢复正常

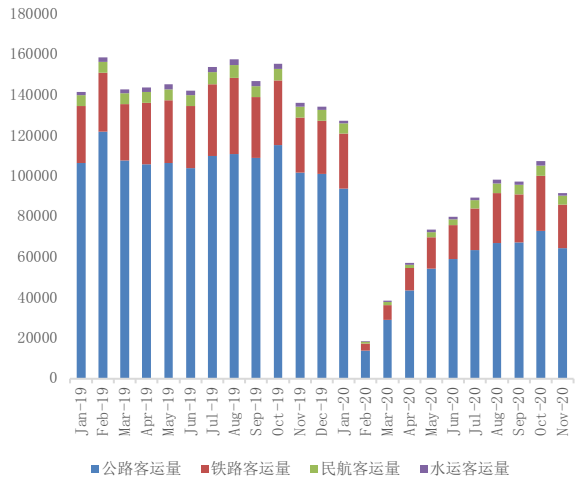
目前国内疫情基本得到有效控制，商旅出差、休闲出行恢复正常。从旅游市场来看，跨省游、省内游同步发展，国内旅行社复工复产率已经达到疫前水平，团队旅游恢复至去年同期 40%左右。从交通运输数据来看，十一黄金周双节叠加效应带动游客出行达到年内峰值，11 月稍有回落，目前旅客运输量恢复至去年同期 6 成左右，以铁路运输为主。

图 15：旅客运输量 11 月恢复至去年同期 6 成水平



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 16：铁路客运量恢复最快至同期 60%（单位：万人）



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

3.1 酒店：疫情催化大型酒店集团连锁化进程提速

受疫情影响年初入住率有所下滑，龙头酒店集团韧性较强率先恢复业绩。自 2020 年 1 月 14 日起，中国内地酒店入住率在两周内从 70%跌至 10%以下，三大酒店集团（首旅、锦江、华住）RevPAR 同比下滑 50%

以上。据 STR 数据显示，国内近 40%酒店在 2 月处于临时关闭状态，其中 50%为中端、经济型酒店。黑天鹅袭来，单体酒店缺乏外部支持、现金流压力大、抗风险能力较弱，面临被大型酒店集团并购的可能。大型酒店集团抗风险能力较强，新开店储备资源丰富，公司在中长线有机会把握市场开展并购整合、持续提升产品质量+扩大加盟占比的优势。

两家酒店集团下沉扩张步伐并未受疫情影响降速。受疫情影响一季度酒店行业业绩低迷，开店进度有所放缓，二、三季度新开店数量明显提速。截至三季度末，首旅酒店储备酒店突破 1000 家，锦江酒店待开业数量超过 5000 家，较 2019 年同期均有所增长。

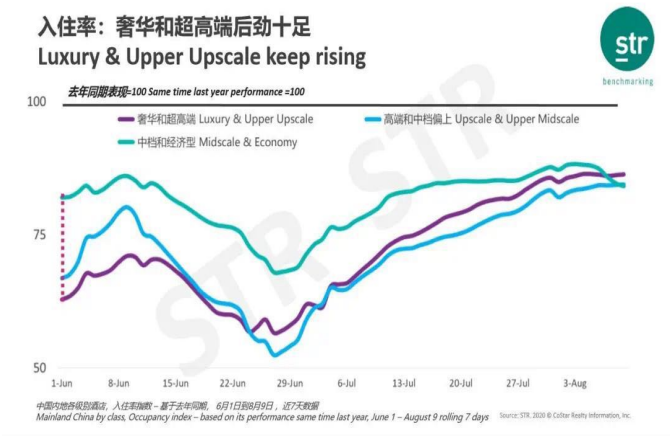
表 9：首旅酒店、锦江酒店门店扩张进展

酒店		首旅酒店	锦江酒店
2020 年	计划	新开店 800-1000 家	新开店 1000 家，净开店 1600 家
	Q1-Q3 新开业	548	1266
	Q1-Q3 净开业	188	603
	签约待开业	1084	5049

资料来源：公司公告，山西证券研究所

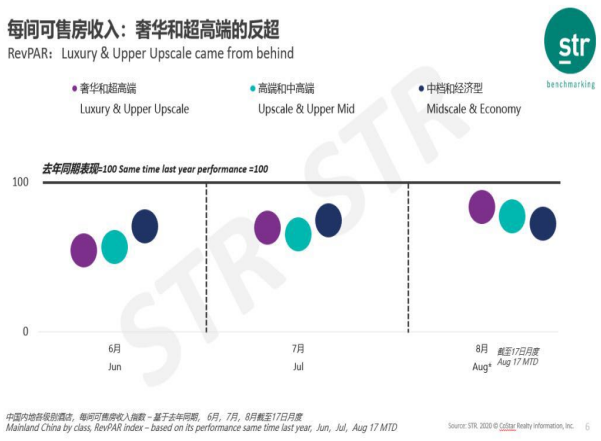
酒店类型表现分化，高端酒店入住率、RevPAR 增速较快。奢华酒店平均房价表现较为突出，同比下降 2%，净值破千；其他类型酒店平均房价同比下降仍超过 10%。RevPAR 方面同比下降已经小于 20%，依靠奢华酒店平均房价强势回弹，以及中端、经济型酒店入住率持续回升表现，每间可售房收入跌幅持续收窄。

图 17：高端酒店入住率提升迅速



数据来源：STR，山西证券研究所

图 18：高端酒店 RevPAR 在后疫情时期增长显著

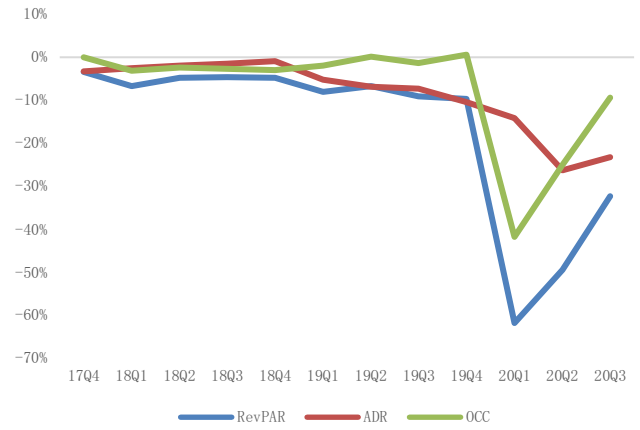


数据来源：STR，山西证券研究所

Q3 经营数据明显好转，入住率率先恢复。截至 10 月底，受疫情影响，国内酒店整体入住率同比下滑 29%（好于一季度末同比下滑 63.1%、二季度末同比下滑 50.9%），致使 RevPAR 同比下滑 39.5%（好于一季度末同比下滑 61.7%、二季度末同比下滑 32.3%）。尽管疫情在个别城市仍有反复，在强有力管控下，目前国

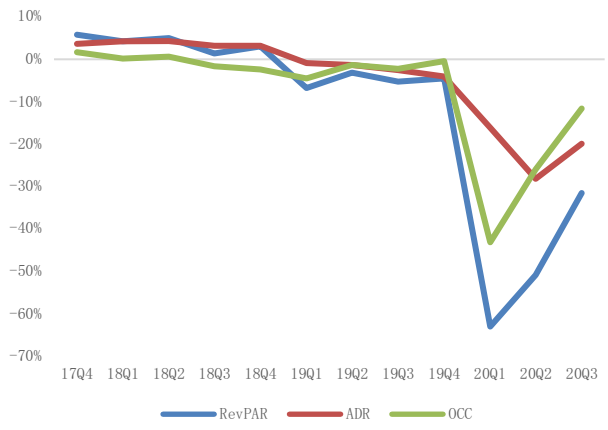
内酒店整体入住率在 6 月已经超过 19 年 1 月。暑假加速酒店行业景气度回升，休闲游和亲子游为主导的市场需求旺盛，8 月实现疫情以来首个入住率小高峰。国庆及中秋双节叠加下，10 月入住率达到年内最高值。

图 19：首旅酒店 RevPAR/ADR/OCC



数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：锦江酒店 RevPAR/ADR/OCC



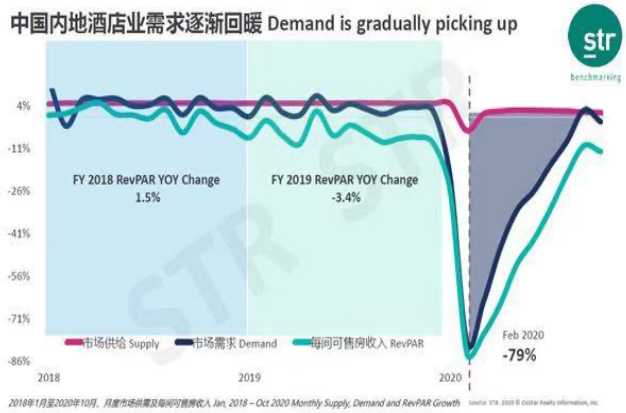
数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：中国酒店整体业绩表现



数据来源：STR，山西证券研究所

图 22：酒店需求整体逐渐回暖



数据来源：STR，山西证券研究所

从国内酒店市场供需和每间可售房收入（RevPAR）情况来看，2018 全年市场业绩在入住率和平均房价的双重带动下呈现 1.5%的同比正增长，RevPAR 表现为近五年最佳。2020 年疫情后，市场需求和 RevPAR 当月分别哦你个逼下降 79%和 83%。经历数月恢复以及区域疫情反复，9 月市场需求和商务出行强势带动下呈现 2%正增长。总体来看，疫情对酒店市场供给影响相对较小，仅在疫情暴发的 2 月出现 5%的同比下滑，其他月份市场供给均维持在 1%-2%正增长。

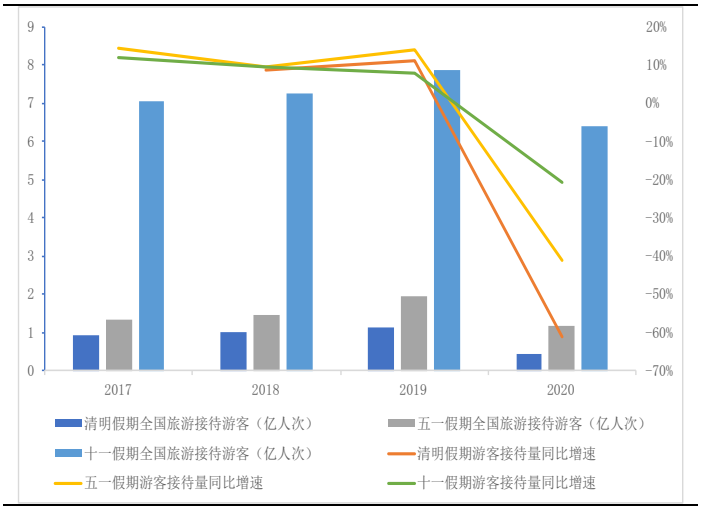
后疫情时期，周边游引领市场回暖，消费者出行需求将被进一步激发。小长假促进中短途、省内游酒店预订量上升，我们预计 2021 年酒店入住率将持续提升。小型酒店物业出清将加速酒店集团品牌扩张、连

锁化及渠道下沉步伐。同时疫情或将改变消费者出游选择及消费偏好，具有品质保障、差异化服务的中高端酒店优势将进一步显现。叠加 2021 年中北京环球影城开业带动园区内首旅酒店物业入住率向好，以及酒店集团继续下沉加速新开店步伐，预计明年酒店市场表现为持续向好。

3.2 自然景区：受疫情在全球蔓延影响，明年旅游需求预计仍落实在国内

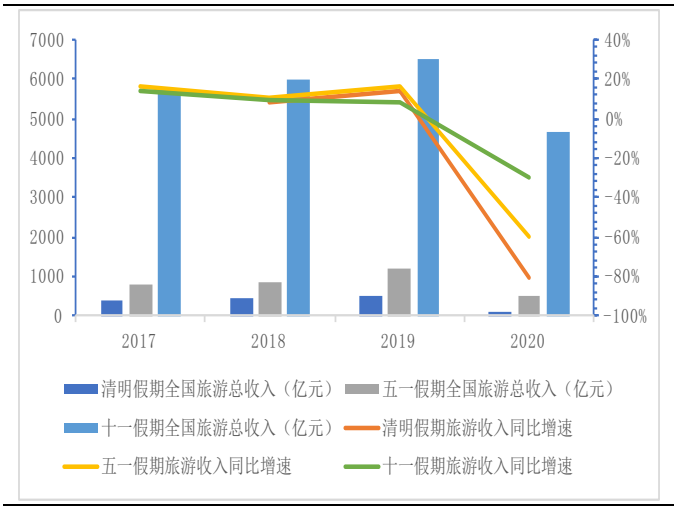
自然景区普遍处于室外开放地带，相较于密闭式景区有利于人群分散游览、缓解人流短时间内大量聚集等优势。4 月底景区重新开放后自然景区业绩率先开始复苏。叠加出境游回流影响，消费者年内出游需求基本释放在周边游、短途游、跨省游产品。从年内小长假旅游市场恢复情况来看，消费者出游意愿没有受疫情影响发生消费习惯改变。十一黄金周受双节效应带动，旅游市场达到年内高值，全国旅游客流从年初清明节同比下滑 62.1%恢复至下滑 21%，实现旅游收入从清明节同比下滑 80.7%恢复至下滑 30%，旅游旺季带动相关交通运输客流、酒店入住率、免税销售额、餐饮收入有所上升。自然景区观光游览具有不可替代性。2021 年旅游需求预计仍将落实在国内，景区客流、业绩将持续复苏。

图 23：2020 年清明、五一、十一接待游客人次情况



数据来源：文旅部，山西证券研究所

图 24：2020 年清明、五一小长假旅游总收入情况



数据来源：文旅部，山西证券研究所

3.3 休闲景区：景区外延扩张增强游客体验感，或成为长线出境游替代品

后疫情时期消费者或更加青睐慢节奏休闲度假模式。休闲景区等人工类景区相较于传统自然景区具有外延扩张+异地复制+创新等内在优势。7 月中旬上调景区类接待游客人次至最大承载量 75%之后，休闲景区业绩恢复提速。如乌镇、古北水镇、天目湖南山小寨、宋城演艺各景区以及上海迪士尼等主题公园，暑假、十一旅游黄金周旅游接待恢复情况乐观于自然景区。在居民可支配收入增加的推动下，“带薪休假”“度

假”等愈发成为定期消费模式。休闲景区设置符合全域旅游提倡“快进慢出”概念，延长游客在景区内停留时间，增加多个旅游休闲景点增强消费的体验感、获得感、满足感。

休闲景区自身可复制性增强游客游览体验。相较于传统景区的天然地理属性，后期很难开辟场景增设旅游体验。休闲景区可以通过延伸核心景区、扩展景区 IP 等方式扩大度假区范围以提高游客复游率。如乌镇，最早开发经营的南栅北栅让乌镇水乡 IP 迅速广为人知，后期通过新建物业、扩展街区等方式开发南栅、濮院等景点扩大经营范围。我们预计在出境游继续受限环境下，国内游中休闲度假产品将成为国外长线产品替代。

宋城演艺“主题公园+旅游演艺”的模式相对主题公园占地面积小，建设和运营维护成本低。公司景区面积多在 100 亩左右，单个项目初始投资多为 5 亿元左右，一般不超过 10 亿，远少于大型主题公园初始投资几十亿的体量。按照目前成熟经营项目经验，公司新落地项目如果在上半年开业，会在当年实现盈利，下半年开业会在第二年实现盈利，盈利能力较好。2021 年落地上海、佛山、西塘等项目将进一步增后公司业绩，扩大千古情品牌影响力。

表 10：宋城演艺目前项目投资及占地面积情况

项目	初始投资额（亿）	占地面积（亩）	剧场座位数	开业时间	盈利年份
杭州		74	3189+4500	1996	
三亚	4.9	80	4700	2013.9	2013
丽江	3.34	140	4700	2014.3	2014
九寨	2.98	33	3700	2014.5	2014
桂林	8	160	3200	2018.7	2019
张家界	6	170	3300	2019.6	
西安	10	100	-	2020	
上海	8	-	5000-6000	2021	
佛山	7	90	-	2021	
西塘	10	首期 135	-	2021	
澳洲	20	673	-	2022	

资料来源：公司公告，山西证券研究所

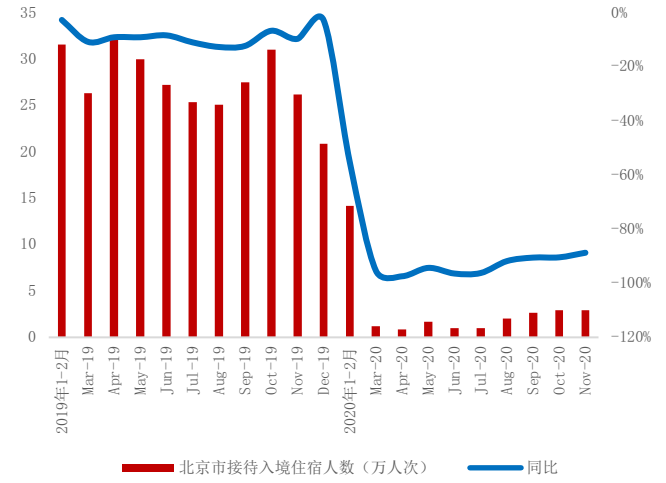
3.4 出入境游：行业恢复取决于国际疫情控制以及疫苗投产使用情况

短期内出入境游继续保持暂停模式，业务重启时间取决于国际疫情防控情况以及疫苗投产使用情况。文旅部 10 月 22 日加强秋冬疫情防控工作文件明确暂不恢复旅行社及在线旅游企业出入境团队旅游及“机票+酒店”业务，此举表明 2021 年三月前出入境团队游依旧处于暂停状态。从目前海外国家疫情防控成效来

看，在疫苗正式投入使用之前出现明显好转可能性较小，短期内出入境业务恢复暂无可能性。从各国目前披露疫苗研发及投产计划来看，全球大规模接种疫苗将在 2021 下半年起，中长期出境游恢复将取决于疫苗接种有效性。

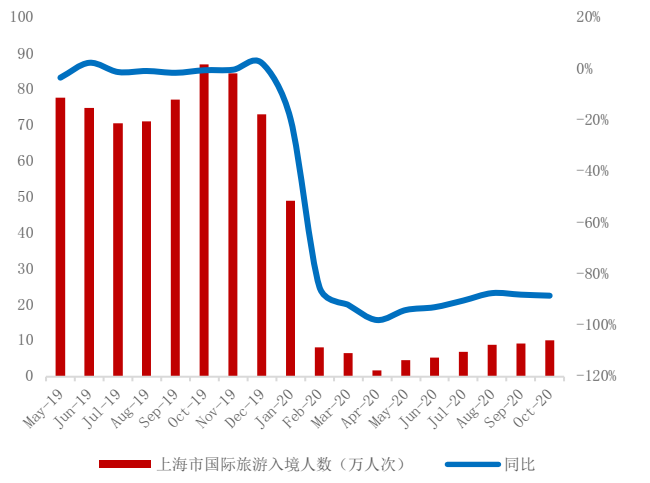
出入境游旅企业务暂停期间不断寻求业态丰富模式。众信旅游、凯撒旅业、岭南控股等以出入境游批发、零售业务为主的旅行社企业年内业绩亏损严重。上述公司在年内不断探索“旅游+”模式，使其股价端表现优于业绩端。如众信旅游与中国中免达成战略合作协议，将发挥双方在免税购物渠道和出境游客流优势打造“旅游+免税”海外旅游购物模式；凯撒旅业涉足海南市场，年内将办公地点迁至三亚，继续与中出服合作进军免税行业；岭南控股申请免税品经营资质。

图 25：北京 11 月接待住宿人次同比下降 88.7%



数据来源：北京市统计局，山西证券研究所

图 26：上海市 10 月国际旅游入境人次同比下降 88.4%



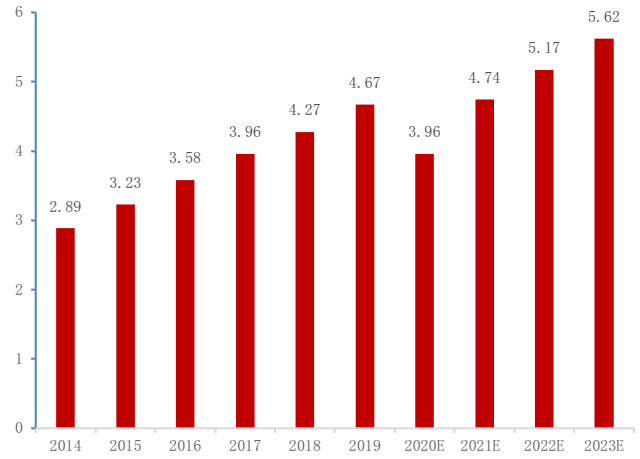
数据来源：上海市统计局，山西证券研究所

4.餐饮：连锁化进程提速，新世代消费调性改变推动行业供给端革新

4.1 餐饮行业规模大、增速快，中餐呈现“大市场、小企业”特点

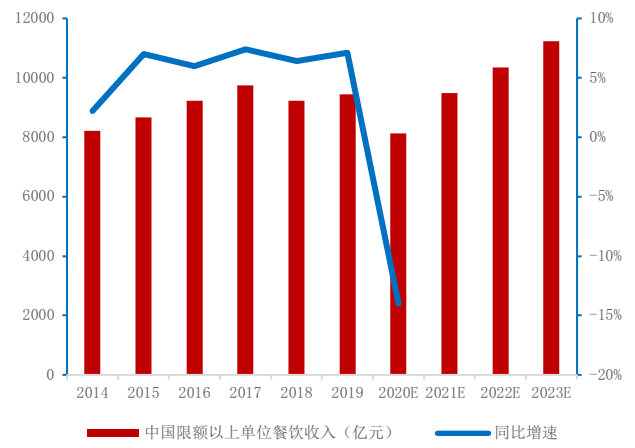
我国餐饮行业发展前景广阔，市场空间巨大。根据国家统计局数据显示，2018 年我国餐饮行业收入突破 4 万亿大关，达到 4.27 万亿，2019 年继续增长达到 4.67 万亿，十年间复合增长率超过 11%，行业整体增长迅速。餐饮市场收入增量主要由大众餐饮贡献。2018 年限额以上单位餐饮收入为 9236 亿元，同比增长 5.28%，2019 年限额以上单位餐饮收入为 9445 亿元，同比增长 7.1%。

图 27：中国餐饮行业收入规模情况（单位：万亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：中国限额以上单位餐饮收入（单位：亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

中餐集中度较低，品类分散、连锁率低。我国餐饮行业总体呈现菜系多样化、口味繁杂特点，消费者忠诚度较低、流行口味迭代较快，行业门槛调集、市场竞争激烈、是一个完全竞争市场。传统中餐对大厨依赖性较强，导致门店难以快速复制推广形成规模优势。在企业管理方面，中餐属于劳动密集型企业，行业附加值较低、人员管理难度大、人才流动性高，同时合规企业净利润较薄，受高房租、高人工成本、高原材料影响费用较高。根据数据显示，目前中国餐饮连锁化率不到 10%，远低于美国超过 30%。目前 A+H 股共有 13 家餐饮上市企业，合集总市值不足餐饮行业规模 1/10。餐饮行业空间虽大，但真正的大企业较少，中国餐饮企业未来连锁化成长潜力巨大。

表 11：A+H 股餐饮上市公司概览

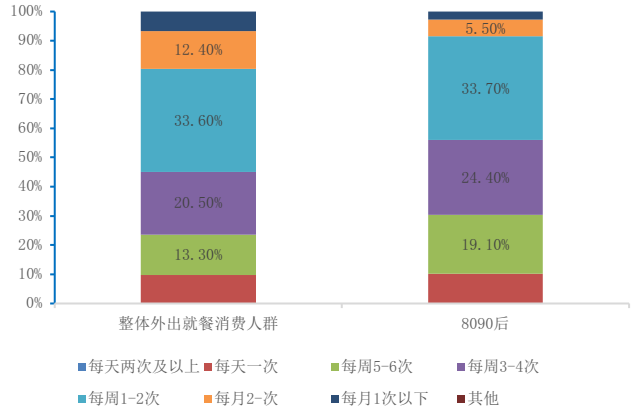
港股			A 股		
证券代码	证券简称	总市值（亿元）	证券代码	证券简称	总市值（亿元）
6862.HK	海底捞	3108	603043.SH	广州酒家	1645
9922.HK	九毛九	328	605108.SH	同庆楼	53
0520.HK	呷哺呷哺	212	000721.SZ	西安饮食	22
0341.HK	大家乐	103	002186.SZ	全聚德	32
0538.HK	味千中国	16			
6811.HK	太兴集团	15			
1181.HK	唐宫中国	9			
0047.HK	合兴集团	5			
1314.HK	翠华控股	4			

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

4.2 需求端消费升级趋势显现，龙头餐企拓店进程加快

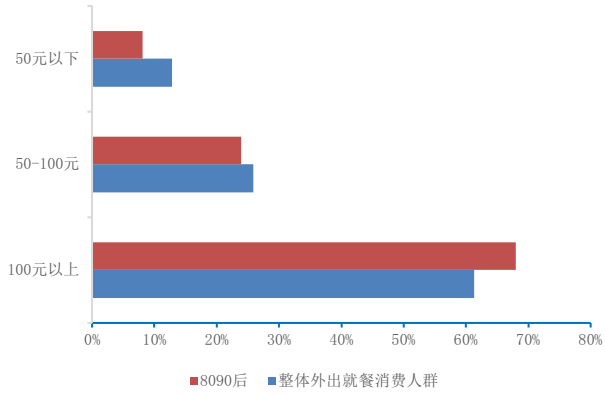
需求端表现多样化，90 后成为消费新引擎。根据美团点评数据显示，2020 年预计线上餐饮消费者 90 后占比超过 50%，20-35 岁消费者贡献超过 70%餐饮消费额。目前 80、90 后群体占全国总人口比例接近 1/3，是休闲餐饮的消费主力军，表现画像为外出就餐频率高、追求高性价比产品、注重个性化体验以及调性服务。同时随着一、二线城市生活节奏加快和大众生活习惯改变，消费者更倾向于选择标准化产品，产品质量可控、品质有保障的连锁品牌店。

图 29：不同年龄段消费者外出就餐频次分布



数据来源：iResearch，山西证券研究所

图 30：消费者外出就餐金额分布

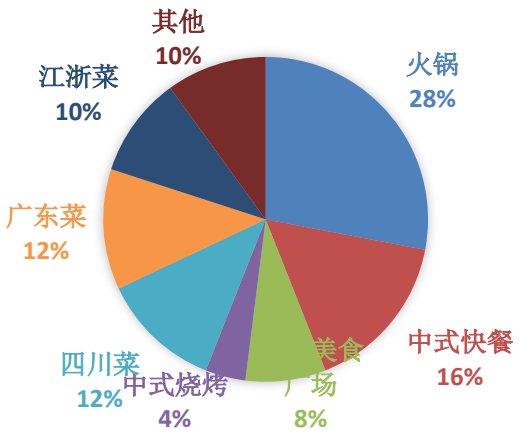


数据来源：iResearch，山西证券研究所

供给端效率提升，餐企标准化程度逐渐提高。随着原材料成本、人力成本、租金成本这影响餐饮企业费用的三座大山普遍上涨，餐饮企业均面临成本上行压力。加之行业准入门槛较低、市场竞争加剧，更加要求餐饮企业改变粗放型经营方式，如之前门店面积较大、员工数量多、高耗能式发展，逐渐向规模化标准化方向发展，管理体系规范化，在有限的营业面积中提高人效和坪效。

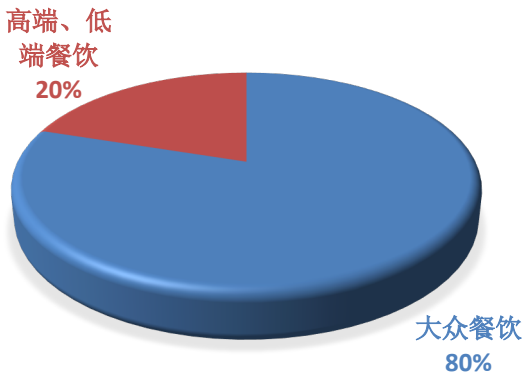
火锅、川菜等品类成瘾性强，消费者复购率高。根据弗若斯特沙利文统计，火锅派系和快餐类对厨师水平以来低、标准化难度较小，同时火锅消费场景赋予社交属性较强，可以包含众多年龄层、消费结构的消费者。2019 年中国餐饮报告显示，所有菜系中火锅市场占有率最高达到 28%，其次是川菜类为 12%。这两种类型的料理都具有易成瘾、复购率高、口味容易通过底料或者复合调味料达到统一、尤其火锅对后厨的依赖程度大大减小、市场推广教育难度较低、适合大范围推广复制。

图 31：中式餐饮品类众多、口味繁杂



数据来源：弗若斯特沙利文，山西证券研究所

图 32：大众餐饮为餐饮行业主要收入部分



数据来源：弗若斯特沙利文，山西证券研究所

龙头餐企疫情拓展新业务模式。疫情爆发初期，餐饮堂食基本被叫停，外卖称为餐企复工复产后利用后厨剩余生产力弥补业绩亏空的主要方式。后续随着经营生产回到正常轨道，龙头餐企不断发展新业态。作为国内火锅业巨头海底捞，今年拓店速度并为受到疫情影响，上半年新开店 172 家，平均每 1.2 天新开店 1 家，进一步提升餐厅密度、拓展覆盖地区。除此之外海底捞今年已新推出 7 个火锅之外附加品牌，基本围绕面、饭、粉等单一 SKU，在北京、成都、西安、郑州等地打造“十八汆面馆”“捞派有面儿”“佰麸私房面”“新秦派面馆”“饭饭林”“秦小贤”“乔乔的粉”。半年孵化 7 个快餐子品牌，在构建第二增长曲线上，海底捞已经开始快速拓展模式。另一快速扩张餐饮标的九毛九，在上市之初旗下有西北菜“九毛九”、酸菜鱼“太二酸菜鱼”、粤菜“那未大叔是大厨”、快餐“2 颗鸡蛋煎饼”以及冷锅串串“怂”5 个不同餐饮赛道。今年受疫情影响，前半年关闭部分在华南地区业绩低迷的九毛九门店，8 月起“怂”品牌初步试水火锅赛道，更名“怂重庆火锅厂”主打牛油火锅。对于从成立初期就多渠道并行发展的九毛九来说，涉足火锅业务新品类为公司带来新业绩增长点。

表 12：部分餐饮企业新渠道探索

餐饮企业	新模式
海底捞	疫情期间上线“开饭了”方便米饭，销售家常菜半成品、开辟“家庭厨房”新市场，孵化“十八汆面馆”“捞派有面儿”“佰麸私房面”“新秦派面馆”“饭饭林”“秦小贤”“乔乔的粉”等子品牌
太二酸菜鱼	3 月初开辟线上外卖，转型“怂”品牌至火锅行业
呷哺呷哺	新发多款蘸料、炒酱，配合家庭用餐需求增多准备
西贝莜面村	上线微信小程序“西贝甄选”售卖自有产品、休闲零食等
喜茶	在广深地区开辟下属子品牌“喜小茶”，价格为喜茶一半，为布局下沉市场做准备

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

预计 2021 年餐饮行业连锁化进程持续提速，餐饮+N 模式将不断裂变。例如餐饮+互联网（020 外卖配送业务）、餐饮+供应链（原海底捞调味料供应商颐海国际单独港股上市、逐渐削弱与海底捞关联关系专注发展调味料供应业务）、餐饮+新零售（生鲜配送，打造货找人消费场景）、餐饮+灵活用工（疫情期间盒马鲜生招揽部分堂食营业受限餐企员工进行货物分拣、配送工作）等催生更多餐饮复合型产业。随着时代转变，餐饮消费结构逐渐年轻化，80、90、00 后成为餐饮消费市场的中坚力量。预计越来越多为迎合这一庞大消费群体的个性化、私人化餐饮服务应运而生。同时，餐饮连锁化不断加速将是行业发展最为明显趋势。后疫情时期消费者更愿意选择背靠大集团优质、卫生、服务体验俱佳的餐饮品牌，优质龙头公司具有更强发展韧性。

5.行业评级及投资建议

5.1 行业评级

当前休闲服务行业整体市盈率为 133.48 倍，远高于二季度末 84.33 倍以及近五年历史平均水平 50.54 倍，绝对估值和相对沪深 300 估值在 5 月初显著提升。主要由于行业一季度受疫情影响严重，股价、业绩整体下滑，但部分子板块龙头个股投资逻辑并未发生较大变化，行业环境发生异动情况下龙头企业抗压能力以及疫情后业绩恢复能力较强；二季度起以中国中免为代表部分价值标的股价触底回升，带动行业整体市盈率上升。

- **短期来看，受益于目前全球疫情控制不平衡、部分出境游需求回流，我国旅游业预计持续增长。**由于海外疫情防控情况尚未出现明显好转拐点，境外游的出行客观条件限制、消费者主观意愿较弱，致使部分出境游客流回流，催化国内跨省游和免税需求的爆发。**高股价、高估值不改免税行业优质赛道投资属性。**按目前日均销售额和消费客单价估算，我们预计 2021 年离岛免税销售额有望突破 450 亿元，免税销售不断扩容仍然具有较高成长性。

除了出境游客流回流利好国内旅游业外，各国疫苗进展持续向好是推动旅游业回暖的另一个短期因素。目前全球有近 10 种疫苗均已进入 3 期临床阶段，如果明年二季度前后批量生产逐渐接种，随着全球疫情得到有效控制、疫情传播力减弱甚至基本消退，将继续支撑旅游业良性发展。**景点板块受目前景区接待游客数量仍为最大客流 75%限制，行业整体业绩处于爬坡恢复阶段。**我们预计 2021 年景点板块将以休闲度假、主题游为主，传统一站式跟团游将逐渐边缘化，消费者将逐渐转向慢节奏、高品质的旅游场景体验。**酒店板块龙头标的目前市盈率仍处于相对低位，有继续上升空间。**后疫情时期单体酒店经营压力较大，更多非

连锁化物业或将投入大型酒店集团阵营。我们预计 2021 年龙头酒店将继续推进扩张、下沉、升级改造计划，连锁化、标准化进程不断提速。**餐饮板块作为 A 股稀缺标的，必选属性预期差较大。**年内广州酒家、同庆楼均出现持续时间较长的上涨行情，目前公司市盈率在 30X 左右，处于相对估值洼地，具有较高投资价值。

- **长期来看，跨境需求回流下，免税、中高端酒店、休闲度假景区、高端定制游需求激增。**受疫情影响，部分中高端消费者跨境需求逐渐转向国内。免税、中高端酒店、精品定制游、主题游等新消费或将成为未来旅游业发展重点。虽然免税牌照逐步放开、免税市场扩容是行业未来发展趋势，更多竞争者参与将加剧行业竞争格局，但在国内大循环提出与消费回流趋势明确背景下，优质免税企业将利用自身优势做大国内免税市场蛋糕，依靠自身多年积累的上游供货商渠道优势打造成本壁垒、依托现有客户体系抢占市占率，龙头企业仍处于相对优势地位。同时，传染病疫情爆发潜移默化改变消费者出行方式，更多游客青睐于选择价格边际变化在可接受范围内，但可以提供更加安全、私密、卫生的中高端酒店。目的地旅游同样从传统一站式跟团游转向注重体验感、获得感、满足感的休闲度假模式。

综上，我们对休闲服务行业维持“看好”评级。

5.2 投资建议

我们预计 2021 年休闲服务行业将以龙头加速扩张、业绩修复为主线。从今年整体情况表现来看，行业内各子板块业绩呈现免税-餐饮-酒店-景区-出境游的复苏顺序。**1、龙头企业加速扩张：主要表现在免税、餐饮、酒店板块年内均已实现业绩扭亏为盈，业绩、股价有亮眼上涨表现，明年行业格局有望持续向龙头标的集中。**免税受益于政策引导行业扩容、境外消费回流以及上市公司本身线上补购模式预计业绩将持续增长。餐饮行业经历疫情期间堂食营业受限后逐渐回归正常经营轨道，目前行业标的处于低估值阶段、具有较高投资价值。酒店行业内龙头企业将继续提高自身市场占有率，提高中高端酒店占比、优化产品矩阵结构。**2、业绩修复型：年内景区、旅游综合板块业绩持续承压，明年有望迎来业绩复苏。**当前景区接待游客仍为最大承载量 75%，客流受限、整体业绩复苏进度较慢。旅游综合板块旅行社出入境业务受国际疫情影响将继续停摆，转型国内游产品布局将逐渐完善。考虑疫苗投产落地时间，出境游预计在 2021 年末至 2022 年开始复苏，这段时间消费者旅游需求仍将落实在国内，利好国内游、周边游等旅游产品。

5.3 重点推荐标的简析

5.3.1 中国中免（601888.SH）：离岛免税业务带动公司业绩持续增长

21 年中免将同时受益离岛免税业务持续发展以及机场免税业务恢复。公司 20Q1-3 实现营收 351.38 亿元（-2.81%），归母净利润 31.64 亿元（-24.93%）。其中 Q3 实现营收 158.29 亿元（+38.97%），贡献期内营收 45.05%，归母净利润 22.33 亿元（+141.93%），贡献期内净利润 70.80%。年内三亚将新增设两家市内免税店，由海旅投和中出服运营，一家凤凰机场免税店，由中免运营。三亚海棠湾免税城二期项目正在建设中，未来面积有望持续扩大，为离岛免税销售带来更大空间。2021 年海口日月广场免税店、海口美兰机场免税店扩建以及海口国际免税城竣工，中免在海南布局进一步丰富，从上游品牌布局到中游门店建设优化业态，不断加强行业龙头地位。预计公司 2021 年将受益离岛免税业务扩大以及机场出入境业务恢复双重红利。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 2.64\4.67\5.64，对应公司 12 月 17 日收盘价 225.49 元，2020-2022 年 PE 分别为 85.41\48.28\39.98，维持“增持”评级。

5.3.2 锦江酒店（600754.SH）：新开店计划有序推进，公司盈利能力提升显著

轻资产酒店经营计划带动公司开店步伐提速。公司 20Q1-3 实现营收 70.02 亿元（-38.94%），归母净利润 3.01 元（-65.52%），扣非归母业绩亏损 4.05 亿元（-150.63%）。公司三季度起执行轻资产酒店经营计划，三季度新开店步伐提速。2020Q1-3 公司新开店 1266 家（Q3 615 家、Q2 398 家、Q1 253 家），开业退出酒店 663 家（Q3 305 家、Q2 225 家、Q1 133 家），净开店 603 家（Q3 310 家、Q2 173 家、Q1 120 家）。从酒店经营数据来看，Q3 环比 Q1、Q2 入住率、RevPAR 有显著提升。Q3 经营活动产生的现金流量净流入 7.72 亿元，相较于半年度末的净流出，公司业绩恢复能力显著提升。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.41\1.45\1.71，对应公司 12 月 17 日收盘价 55.30 元，2020-2022 年 PE 分别为 134.87\38.14\32.34，维持“增持”评级。

5.3.3 首旅酒店（600258.SH）：中高端酒店占比持续提高，环球影城明年开业带动景区酒店入住率提升

Q3 实现业绩扭亏为盈，新开店进程继续提速。20Q1-3 公司实现营收 35.76 亿元（-42.60%），归母业绩

亏损 5.55 亿元，上年同期净利润 7.19 亿元，下滑 177.19%。三季度公司新开店步伐提速，新开店 298 家。前三季度新开店数量分别为 Q1 62 家、Q2 188 家、Q3 298 家，目前新开店 548 家，叠加已签约未开店，全年新开店 800-1000 家计划有望实现。短期来看，公司储备物业较为丰富，年内新开店计划有望完成，中高端市场份额持续提升；中长期来看，疫情影响之下部分单体中小型酒店或面临无法持续经营风险，行业继续向品牌与龙头集中，公司作为国内龙头酒店集团之一，后续整合并购进程或将加快。2021 年北京环球影城项目将正式对外营业，公司在景区内布局酒店将受益于园区开业。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.25\1.00\1.19，对应公司 12 月 17 日收盘价 24.13 元，2020-2022 年 PE 分别为 96.52\24.13\20.27，维持“增持”评级。

5.3.4 广州酒家（603043.SH）：食品制造业务有效弥补堂食一季度亏损

月饼、速冻食品贡献主要营收。公司 20Q1-3 实现营收 26.52 亿元（+10.14%），归母净利润 3.59 亿元（+10.63%）。公司延续延年强劲增长势头，年内继续保持同比正增长。三季度为公司传统销售旺季，今年由于中秋节较往年稍有退后，月饼预付款多集中在三季度兑现，同时中秋国庆小长假叠加促团圆，月饼销量增长显著。Q3 实现营收 16.83 亿元（+15.51%），环比 Q1 增加 11.5 亿元、Q2 增加 12.47 亿元，归母净利润 3.48 亿元（+33.33%），环比 Q1 增加 3.36 亿元、Q2 增加 3.49 亿元。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.01\1.18\1.43，对应公司 12 月 17 日收盘价 40.73 元，2020-2022 年 PE 分别为 31.09\27.15\22.02，维持“增持”评级。

5.3.5 宋城演艺（300144.SZ）：存量项目升级改造、轻资产增量项目持续落地

异地旅游演艺项目年内有序落地。公司 20Q1-3 实现营收 6.18 亿元（-71.96%），归母净利润 1.34 亿元（-89.47%），扣非归母净利润 1.11 亿元（-89.84%）。公司年内营收下降主要系六间房不再纳入公司合并范围以及受新冠肺炎影响，公司 Q1、Q2 大部分时间处于闭园状态。Q3 起营业基本恢复正常，目前客流接待水平为最大限度 75%，业绩有所回升。公司明年有望推出上海、佛山等新项目，目前在建西塘项目、珠海演艺谷正在有序进行中。短期来看，随着国内游逐渐恢复，团散客数量提升将带动主要景区客流回升；中期来看，存量项目升级改造、增量项目陆续落地为公司带来业绩增长新动力；长期来看，在全国范围内布局新演艺项目将成为公司长期支撑，新一线二线成目前开发尚未饱和，后续有望继续扩展

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.08\0.56\0.65，对应公司 12 月 17 日收盘价 18.30 元，2020-2022 年 PE 分别为 288.75\32.67\28.15，维持“增持”评级。

5.3.6 天目湖（603136.SH）：长三角民营休闲景区龙头，改造项目稳步落地

年内业绩持续改善，明年索道项目落地有望增厚利润。公司 20Q1-3 实现营收 2.24 亿元（-42.13%），归母净利润 2775 万元（-75.85%），扣非归母净利润 1700 万元（-84.91%）。公司旗下产品于 2020 年 3 月 20 日起对外恢复运营，Q2 业绩扭亏为盈、Q3 继续增长 2248 万元，但整体客流量尚未恢复至去年同期水平。公司 3 亿元可转债将全部用于南山小寨二期项目以及御水温泉一期项目装修改造，索道及温泉项目有望于年内推出，南山小寨改造工程预计 2022 年完工。作为国内民营经营休闲景区龙头、费用管理能力较强，四季度温泉迎来销售旺季，公司占据长三角有利客源地，看好公司长期发展。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.28\1.36\1.58，对应公司 12 月 17 日收盘价 28.47 元，2020-2022 年 PE 分别为 101.67\20.93\18.02，维持“增持”评级。

5.3.7 中青旅（600138.SH）：南北双镇休闲景区带动周边目的地旅游发展

业绩降幅逐季收窄，乌镇、古北客流恢复可观。公司 20Q1-3 实现营收 46.47 亿元（-51.31%），归母业绩亏损 1.28 亿元（-123.49%），扣非归母业绩亏损 2.88 亿元（-168.52%）。随着疫情在国内逐渐得到有效控制，乌镇营收 Q3 环比 Q2 增长 143.68%，接待游客量环比增长 141.12%；古北水镇在北京二次疫情有效控制、暑期旅游及周边游需求复苏叠加推动下，Q3 营收环比 Q2 增长 194.06%，接待游客量环比增长 171.47%。乌镇、古北水镇接待客流以短途游客为主，当前省内游、周边游、短途游是国内旅游市场主要产品，旅行社跨省游恢复后，长三角、京津翼等城市圈游客将弥补上半年景区业务空缺。

盈利预测：我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.20\1.04\1.36，对应公司 12 月 17 日收盘价 11.08 元，2020-2022 年 PE 分别为 55.4\10.65\8.15，维持“增持”评级。

表 13：重点推荐公司盈利预测预估值

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
601888.SH	中国中免	225.49	2.37	2.64	4.67	5.64	95.14	85.41	48.28	39.98	增持
600754.SH	锦江酒店	55.30	1.14	0.41	1.45	1.71	48.50	134.87	38.14	32.34	增持
600258.SH	首旅酒店	24.13	0.90	0.25	1.00	1.19	26.81	96.52	24.13	20.27	增持
603043.SH	广州酒家	40.73	0.95	1.31	1.50	1.85	42.87	31.09	27.15	22.02	增持
300144.SZ	宋城演艺	18.30	0.51	0.08	0.56	0.65	35.88	288.75	32.67	28.15	增持
603136.SH	天目湖	28.47	1.07	0.28	1.36	1.58	26.61	101.67	20.93	18.02	增持
600138.SH	中青旅	11.08	0.78	0.20	1.04	1.36	14.20	55.4	10.65	8.15	增持

资料来源：公司公告，山西证券研究所

6.风险提示

宏观经济波动风险；

免税政策变化风险；

酒店行业供需变化风险；

景区门票下调风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336