

强大于市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
中国中免	601888.SH	193.39	未有评级
王府井	600859.SH	35.76	未有评级
宋城演艺	300144.SZ	18.69	未有评级
天目湖	603136.SH	32.20	未有评级
丽江股份	002033.SZ	6.43	未有评级
中青旅	600138.SH	11.13	未有评级
岭南控股	000524.SZ	7.85	未有评级
众信旅游	002707.SZ	6.83	未有评级
锦江酒店	600754.SH	50.07	未有评级
首旅酒店	600258.SH	24.54	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以 2020 年 11 月 24 日当地货币收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

社会服务

证券分析师：林琳
(8621)20328527
lin.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300513090005

文旅行业 2021 年投资策略

关注确定赛道龙头，注重文旅需求变化

2020 年由于新冠疫情的爆发，我国文旅行业企业业绩表现持先抑后扬的态势。国内疫情受控后，免税概念较高市场关注度、旅游逐步复苏、出游限制逐步放宽等利好因素推动文旅板块恢复。牌照扩容、政策利好、消费回流、自贸港发展等加速了我国免税行业，尤其是离岛免税的逆势上扬，与免税相关的上市公司一度成为市场重点关注的标的；然而随着市场情绪逐步回归理性，具有免税牌照和开展实际业务的公司仍然具有护城河优势。景区接待量暂未完全放开，但景区、旅行社、酒店等与旅游六要素关联度高的行业开始在下半年出现较为明显的复苏。我国个别地区仍有零星的新冠病毒确诊病例出现，但整体防控力度和效果较好，有利于国内文旅的进一步恢复。疫苗研发和临床试验数据乐观，全球范围内疫情预计将逐步得到有效控制，国际旅游恢复至 2019 年水平是大势所趋，文旅行业仍具有业绩修复和发展的动力。

支撑评级的要点

- **国内疫情控制较好，政策逐步放开释放利好。**2020 年 1 月，国家文旅部紧急叫停旅游业务，文旅行业几乎陷入停摆状态。4 月放宽景区接待量至 30%；7 月恢复跨省旅游和“机票+酒店”业务，同时将景区接待量提升至 50%；9 月景区接待量提升至 75%。国内旅游恢复指引政策预计将进一步利好景区、酒店、旅行社业务。
- **疫苗利好全球疫情控制，出入境旅游恢复可期。**随着疫苗研发的深入以及推向市场，全球疫情有望逐步获得有效控制，利好我国出入境旅游市场的逐步恢复。以出入境旅游为主营业务的旅行社在疫情期间深挖国内旅游资源，待全球疫情受控后，国内、国际旅游业务预计能够形成共振，业绩修复速度将加快。
- **免税牌照扩容和政策支持，国内免税行业获得成长空间。**受疫情影响，我国口岸免税店和市内免税店业绩下滑明显，虽然结合线上销售打造了新零售模式，但仍继续承压。离岛免税在放宽限购额度以及商品数量的政策出台后，业绩大幅增长。国内大循环的提出与消费回流趋势较为明确，为免税行业的增长提供了外部环境支撑。免税牌照扩容或降低各免税企业的市占率，但预计能够做大国内免税市场，利好整个免税行业。
- **疫情洗礼的倒逼，文旅行业创新产品迎合需求变化。**新冠疫情对文旅行业的影响较为显著，同时也改变了游客出游的需求。游客对安全、卫生、私密性等因素的重视较为突出；同时文旅消费者中年轻一代占比超过一半，自由行、一站式、个性化、碎片化的需求特点增长。可以说疫情倒逼文旅行业不得不进行业务和产品创新，中长期看，有利于文旅行业服务品质提升和适应出游需求的变化。

建议关注

- **中国中免、王府井、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、丽江股份、中青旅、众信旅游、岭南控股。**

评级面临的主要风险

- **国内疫情出现二次爆发风险，利好政策出台不及预期风险，国人出游方式改变的风险。**

目录

1、申万休闲服务板块整体表现..... 6

2、文旅消费变化：疫情影响、消费下沉、“Z 世代”崛起..... 9

3、免税：政策红利叠加国内大循环，免税发展未来可期..... 15

4、景区：疫情后逐步恢复，出境旅游暂未放开利好国内景区..... 22

5、旅行社：受疫情冲击，今年“熬”、明年“活”、后年“火”..... 30

6、酒店：行业复苏节奏明显，多品牌矩阵回应差异化需求..... 39

7、年度投资策略：关注确定赛道龙头，注重文旅需求变化..... 46

风险提示：..... 47

图表目录

图表 1. 申万休闲服务 2020 年初至今涨幅.....6
图表 2. 申万休闲服务 2020 下半年至今涨幅.....6
图表 3. 2020 年初至今申万休闲服务指数变化.....7
图表 4. 2019 年以来休闲服务子版块营收表现.....7
图表 5. 2019 年以来休闲服务子版块归母净利润表现.....7
图表 6. 2020 年上半年休闲服务板块个股涨跌幅.....8
图表 7. 2020 年下半年至今休闲服务板块个股涨跌幅.....8
图表 8. 居民人均可支配收入及教文娱消费占比.....9
图表 9. 2020 年社零消费额变化趋势.....9
图表 10. 城镇、农村居民人均可支配收入变化.....10
图表 11. 城镇、农村居民人均消费支出变化.....10
图表 12. 城镇、农村居民国内旅游出游人次.....10
图表 13. 城镇、农村居民国内旅游消费金额.....10
图表 14. 2019 年小镇青年旅游次数.....11
图表 15. 2019 年小镇青年旅游目的地分布.....11
图表 16. 2019 年携程旅游预订用户年龄画像占比.....12
图表 17. 2019 年中国最具影响力网红景区 TOP10.....13
图表 18. 2019 年短视频用户年龄画像占比.....13
图表 19. 2019 年短视频用户居住城市占比.....13
图表 20. 2020 年中国消费者观看云旅游使用 APP 占比.....14
图表 21. 马蜂窝旅游商家直播意愿比.....14
图表 22. 全球免税商品销售规模.....15
图表 23. 中国境内免税商品销售规模.....15
图表 24. 2018、2019 年中国境内与境外免税品销售对比.....15
图表 25. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税销售额.....15
图表 26. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税购物人次.....16
图表 27. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税购物件数.....16
图表 28. 海南离岛免税政策文件梳理.....16
图表 29. 中国中免前三季度营收及利润变化.....17
图表 30. 日上免税行近年半年报营收.....17
图表 31. 日上免税行近年半年报利润.....17
图表 32. 亚洲四大离岛免税实施区域政策一览.....18
图表 33. 三亚市内免税店半年营收及利润变化.....19

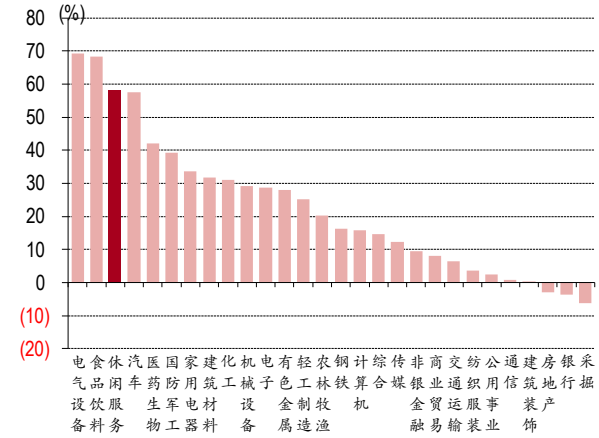
图表 34. 中免旗下境内市内免税店一览 19
图表 35. 2019-2020 年王府井单季度主营业务收入 20
图表 36. 2019-2020 年王府井单季度主营业务毛利 20
图表 37. 2020 前三季度王府井全国门店布局及营收情况 20
图表 38. 中国国内旅游人次对比 22
图表 39. 中国国内旅游收入对比 22
图表 40. 十一黄金周旅游人次对比 22
图表 41. 十一黄金周旅游收入对比 22
图表 42. 国家文旅部发布有关文旅行业复工复产复业的政策梳理 23
图表 43. 历年来我国 5A 级景区数量 24
图表 44. 2019 年 5A 级景区数量排行 TOP10 24
图表 45. 近年中国冰雪旅游收入 25
图表 46. 近年中国冰雪旅游人数 25
图表 47. 宋城演艺前三季度收入利润变化 25
图表 48. 宋城演艺园区复园时间 26
图表 49. 天目湖前三季度收入利润变化 27
图表 50. 2020 年疫情后游客选择景区偏好 27
图表 51. 丽江股份前三季度业务数据对比 28
图表 52. 公司主营业务收入占比对比 28
图表 53. 中国旅行社数量变化趋势 30
图表 54. 旅行社接待/组织游客人次占比总旅游人次 30
图表 55. 中国高速公路、等级公路里程数 31
图表 56. 中国高铁、铁路营业里程数及占比 31
图表 57. 中国机动车保有量及驾驶员人数 32
图表 58. 后疫情时代游客出行交通工具选择偏好 32
图表 59. 后疫情时代游客出行交通工具选择影响要素 32
图表 60. 2020 年中国自驾租车用户考虑因素 33
图表 61. 2020 年中国自驾租车应用场景 33
图表 62. 中青旅前三季度收入利润变化 34
图表 63. 前三季度中青旅旗下景区营收情况 34
图表 64. 前三季度中青旅旗下景区接待人数情况 34
图表 65. 岭南控股前三季度收入利润变化 35
图表 66. 岭南控股自有产权酒店 20H1 营收及归母净利润 36
图表 67. 众信旅游前三季度收入利润变化 37
图表 68. 众信旅游单季度利润率情况 37

图表 69. 众信旅游前三季度三费率情况 37
图表 70. 我国线上民宿房源及房东变化情况 39
图表 71. 我国民宿业市场交易额 39
图表 72. 2019 年我国民宿用户群体分布 40
图表 73. 2019 年我国民宿客房年龄分布 40
图表 74. 中国星级酒店分季度客房数量情况 40
图表 75. 中国星级酒店分季度营收情况 40
图表 76. 中国星级酒店分季度 ADR 及 RevPAR 情况 41
图表 77. 中国星级酒店分季度 OCC 情况 41
图表 78. 锦江酒店前三季度收入利润变化 42
图表 79. 锦江国内酒店 ADR、OCC、RevPAR 数据 43
图表 80. 锦江境外酒店 ADR、OCC、RevPAR 数据 43
图表 81. 2020 年前三季度锦江酒店开业酒店及客房数量 43
图表 82. 首旅酒店前三季度营收及利润变化 43
图表 83. 首旅酒店单季度经济型/中高端酒店数量变化 44
图表 84. 首旅酒店单季度云酒店/其他类型酒店数量变化 44
图表 85. 首旅酒店开业酒店特许经营占比 44
图表 86. 首旅经济型、中高端酒店 ADR/OCC/RevPAR 指标 45
附录图表 87. 报告中提及上市公司估值表 47

1、申万休闲服务板块整体表现

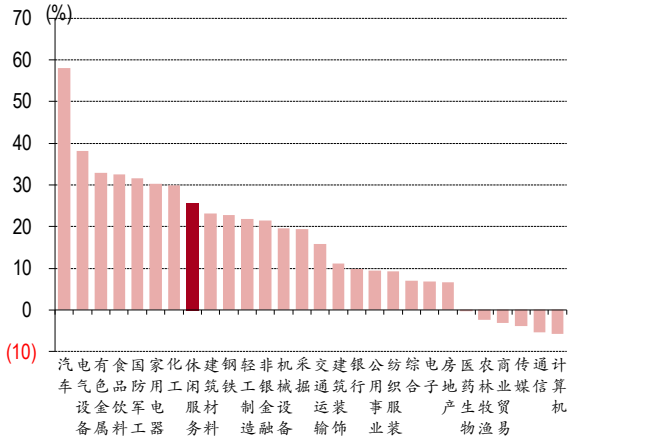
1.1：申万休闲服务年初至今（2020 年 11 月 24 日）表现：

图表 1. 申万休闲服务 2020 年初至今涨幅



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 申万休闲服务 2020 下半年至今涨幅



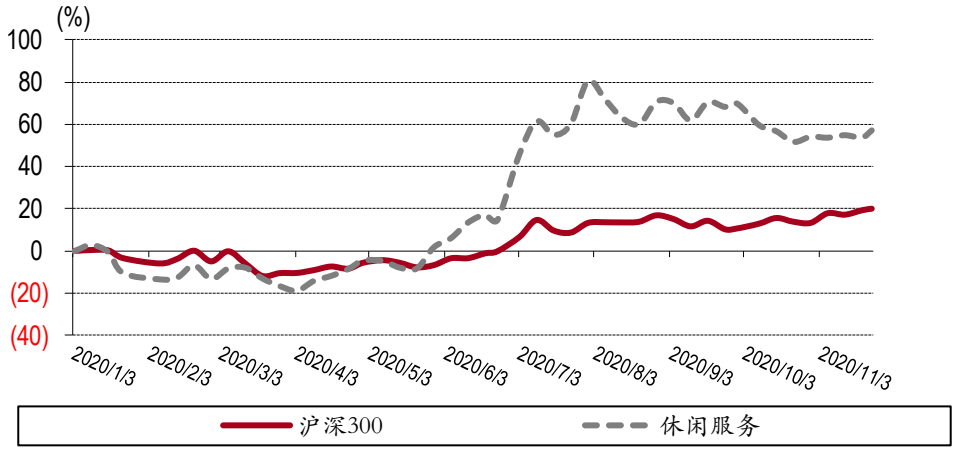
资料来源：万得，中银证券

申万休闲服务板块 2020 年年初至今股价涨幅排行前列。2020 年新冠病毒疫情在全球范围内的蔓延对各国经济、人民生产生活等诸方面造成了影响，但从 A 股的整体走势来看却没有受到疫情多大的影响，有些行业板块甚至还出现了较为明显的增幅。2020 年年初至今，休闲服务在申万 28 个子版块中涨幅位列第三，增幅达到 58.03%，表现较为突出。上半年，疫情的出现和蔓延使旅游业停摆，旅行社、OTA、景区、酒店等企业的收入均大幅跳水，业绩也与去年同期相比出现较大下降。随着我国在较短时间内控制了疫情的传播，省内以及近郊范围内的旅游逐步恢复，也促使相关企业的复工复产，整体社会服务行业出现边际修复的态势，多数企业的营收同样出现环比的跌幅缩窄的趋势。市场对休闲服务行业的复苏给予了较为充分的认可，也推动了行业整体涨幅情况较好。同时免税概念在上半年成为市场关注的热点，早在相关企业获得免税牌照之前，与免税有关联的上市公司股票均表现出了一定的异动。可以说，2020 年市场对免税概念热情的高涨也是促使休闲服务板块上涨的因素之一。尤其是在国家出台离岛免税新政之后，离岛免税销售数据不断创出同比和环比的新高，仅新政实施后的 7 月 1 日至 10 月 8 日，近 100 天的时间里，海南离岛免税商品销售额达到 96.7 亿元；而 2020 年前 6 个月的离岛免税销售总额仅为 74 亿元。

下半年休闲服务行业涨幅排名下降，行业业绩改善未及预期。2020 年下半年以来，申万休闲服务行业涨幅下降为 25.53%，排名第八位，比年初至今的数据下降 32.5pct。一方面，国外疫情的二次爆发和反复使得国际旅游恢复停滞，直至 2020 年 10 月 21 日，我国文旅部发布通知，表示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。以出境旅游为核心业务的企业仍处于艰难时期。口岸免税店的业绩仍然承压，已获得免税牌照的企业业务落地尚不明确，无法提振市场的整体信心。另一方面，国内疫情得到有效控制之后，旅游景区、酒店、主营业务为国内旅游的旅行社复工比例不断提升，尤其是国家文旅部将景区承载量上调至 75%后，出游人数以及景区消费得到不同程度的提升。但由于需要消化国内疫情期间打折和促销的预购和预订，对企业的营收改善作用并不明显。

申万休闲服务指数在政策放开后恢复明显，“报复性”消费未现。2020 年 1 月国内新冠疫情爆发后全国居民均实行居家隔离，休闲服务行业受到疫情影响甚至一度陷入停摆，各子板块的经营均受到不同程度的影响，板块整体回调明显。随着国家相关部门对旅游、住宿等居民出行限制的逐步放宽，结合全国各行业复工复产全面推进下，各子板块开始逐步恢复经营。休闲服务板块在 2020 年 6 月开始出现较为明显的走高，后续叠加免税牌照的扩容和购物限制的放宽，跨省及组团旅游的恢复，景区接待量的逐步提升，板块指数在 Q3 均保持高位，其中在 7 月最后一周涨幅达到 80.49%。但国庆、中秋双节旅游人数和收入数据低于预期，出入境旅游恢复仍未放开，免税竞争格局有一定加剧，部分地区疫情有所增加，在一定程度上增加了国人出行的担心和出行选择，导致休闲服务板块出现一定回调。

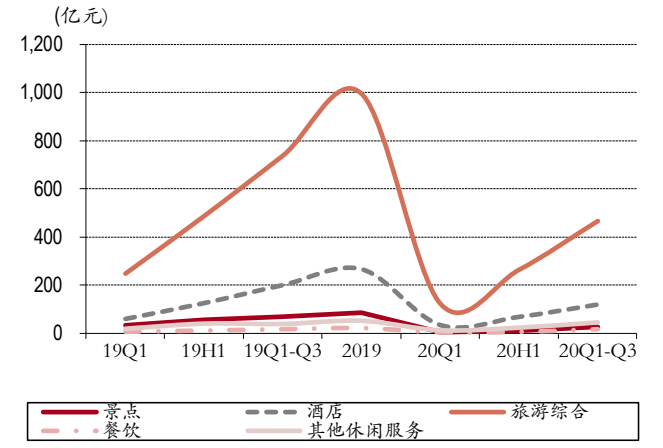
图表 3. 2020 年初至今申万休闲服务指数变化



资料来源：万得，中银证券

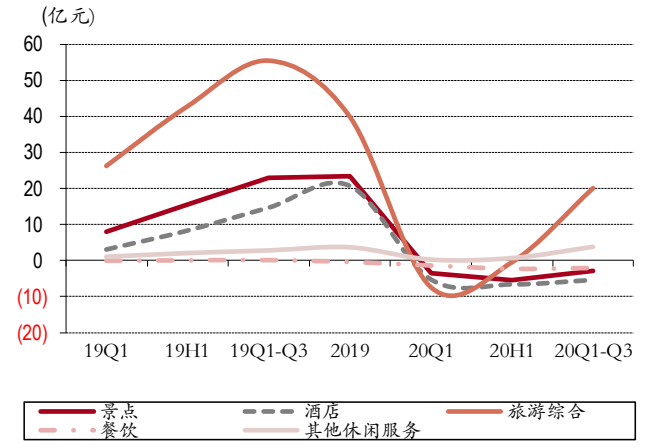
1.2：子板块及个股至今表现

图表 4. 2019 年以来休闲服务子版块营收表现



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 2019 年以来休闲服务子版块归母净利润表现

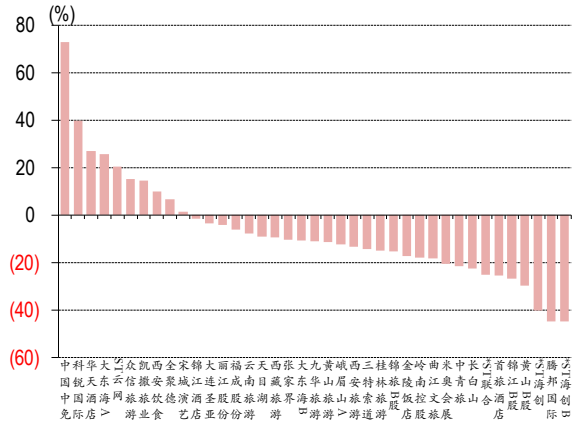


资料来源：万得，中银证券

休闲服务子版块受疫情影响明显，2020 下半年业绩逐步恢复。申万休闲服务子版块 2020 年营收与归母净利润同比均出现明显的下滑，其中餐饮板块 20H1 营收 2.67 亿元，归母净利润亏损 2.22 亿元，同比分别下降 54.31%、45.65%，2020 年前三季度实现营收 16.61 亿元，同比增长 1.03%，归母净利润仍亏损 2.01 亿元；旅游综合板块 20H1 营收 262.74 亿元，归母净利润-0.52 亿元，同比下降幅度明显，但 2020 前三季度营收和归母净利润开始恢复，分别为 465.25 亿元、20.04 亿元；酒店板块 20H1 营收与归母净利润分别为 67.68 亿元、-6.64 亿元，同比分别下降 45.87%、179.93%，20H1 酒店板块营收 119.07 亿元，归母净利润亏损收窄至-5.41 亿元。总体来看，申万休闲服务子行业中旅游综合板块恢复势头较好，其中包括以旅行社业务为主的凯撒旅业、众信旅游、中青旅、岭南控股等旅游服务提供商在下半年获政策支持相关，同时，值得注意的是免税龙头中国中免受政策利好以及疫情出现先抑后扬的发展态势，对板块恢复贡献较大。

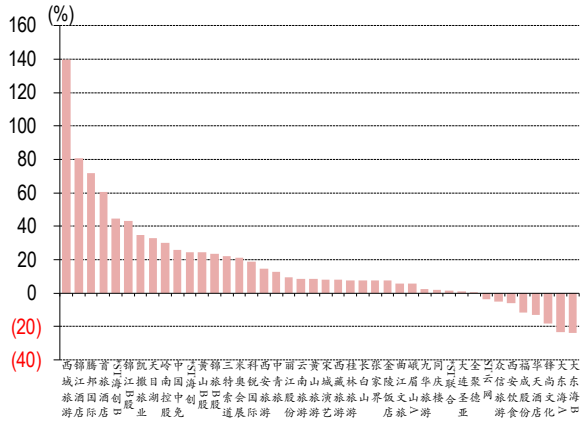
免税概念成为影响涨跌的重要因素，业绩恢复成为回归理性的关键指标。2020 年疫情爆发对申万休闲服务个股产生较为明显的影响，其中以免税概念的表现最为突出。上半年免税龙头中国中免的涨幅达到 73.16%，成为上半年休闲服务涨幅最为靓丽个股，充分体现在国内大循环的发展背景下，市场对消费回流的看好以及对中免行业龙头地位的认可。一时间，诸如众信旅游（15.38%）、凯撒旅业（14.60%）等出境旅行社企业纷纷与国内免税企业签署合作协议并逐步落地，开始共享“免税热”带来的利好，股价也出现不同程度的上涨。2020 年下半年，免税牌照的扩容再一次成为个股上涨的催化剂，获得牌照的王府井，申请牌照的岭南控股、中百集团、鄂武商 A 等个股也出现了不同幅度的上涨，但随着市场对免税概念的认知趋于理性，仅有免税概念的个股出现较大的回调。下半年，真正具有免税牌照且落地经营的免税企业，如中国中免由于离岛免税业务的爆发式增长，业绩开始快速恢复。

图表 6. 2020 年上半年休闲服务板块个股涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 2020 年下半年至今休闲服务板块个股涨跌幅



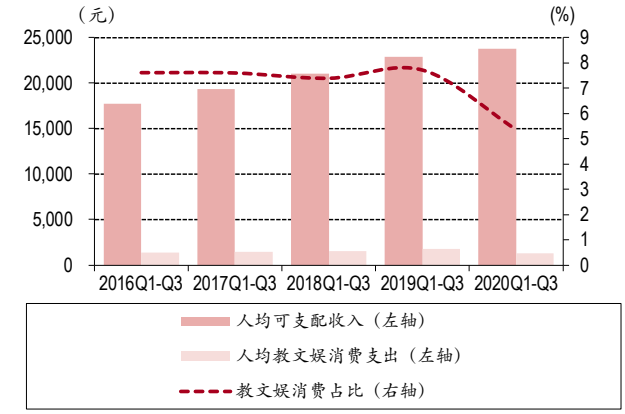
资料来源：万得，中银证券

文旅部逐步放开出游和接待限制，与旅游六要素相关企业逐渐复苏。从省内旅游到跨省团队和“机票+酒店”的限制放开，以及景区接待量调至承载量的 75%，与食、住、行、游、购、娱等旅游六要素相关的行业开启恢复模式。作为疫情受控后的首个黄金周，国内旅游人数和收入均出现较大幅度的回暖，景区接待量和酒店入住率也出现大幅度的提升，旅行社业务量也得到一定的恢复。但在步入第四季度以来，旅游进入淡季并且伴随个别地区新冠病毒确诊病例的出现，多数个股均开始出现总体震荡为主的走势，后续仍需关注国内疫情的变化和企业应对旅游淡季的表现。

2、文旅消费变化：疫情影响、消费下沉、“Z 世代”崛起

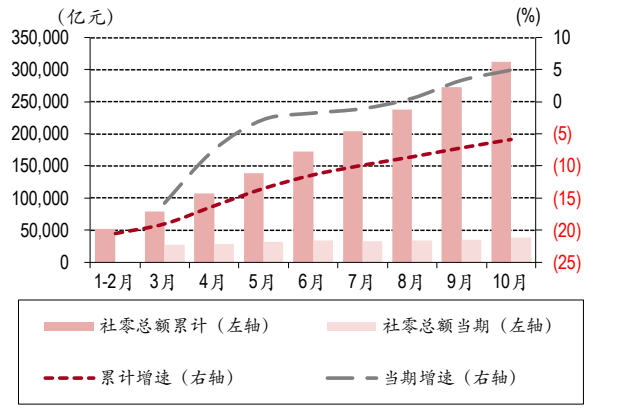
变化 1：疫情下，居民文娱消费占比下行，社零数据 8 月实现正增长

图表 8. 居民人均可支配收入及教文娱消费占比



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 9. 2020 年社零消费额变化趋势



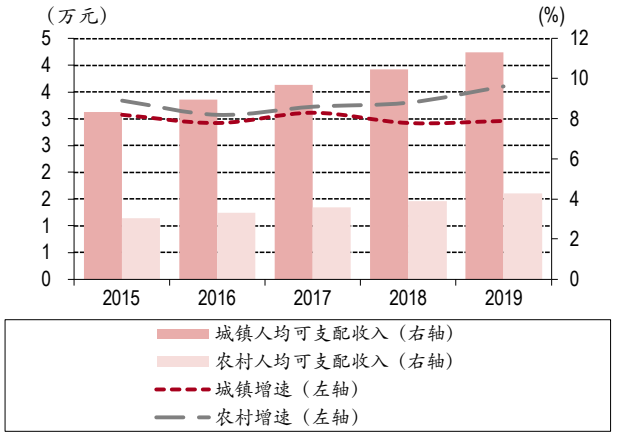
资料来源：国家统计局，中银证券

疫情导致居民文娱消费热情下降，恢复仍需关注防疫进展。从国家统计局发布的数据来看，我国居民人均可支配收入呈现逐年递增的态势，2019 年前三季度人均可支配收入达到 22,882 元，同比增加 9%，说明我国居民购买力持续加强，其中电商和网络购物便利化带来的贡献不容忽视；并且同年人均教育文化娱乐消费占比达到 7.72%，说明我国居民对精神需求的消费意识和行为具有一定提升。然而，2020 年前三季度我国居民人均可支配收入为 23,781 元，人均教育文化娱乐消费支出累计值为 1,276 元，教文娱消费占比仅为 5.37%，同比下降超过 2pct。我国居民人均教文娱消费占可支配收入数据的下降表明，新冠疫情对我国居民消费的习惯和行为均有一定程度的影响：首先，在疫情初期我国实行较为严格的居家隔离政策，户外教文娱消费场所几乎停摆，造成明显的消费停滞；其次，疫情期间受冲击较重的行业（如交运、旅游、酒店等）为了能够稳住现金流，部分企业实施了一定程度的裁员以及降薪措施，使得我国居民对必需品的消费更为关注；再次，根据央行发布的《2020 前三季度金融统计数据报告》显示，前三季度人民币存款余额为 211.08 万亿，同比增长 10.7%，住户存款 91.25 万亿，同比增长 13.88%，说明我国居民对新冠疫情导致生活出现重大变数可能的担忧增加，进而减少消费，增加存款。

2020 年社零总额当期数据 8 月首次实现年内正增长，累计数据环比逐步向好。2020 年新冠疫情以来，1-7 月社零总额当期增速均为负值，但从趋势上来看逐月降幅不断收窄，截至 8 月首次实现年内正增长，增幅为 0.5%，9 月、10 月数据继续向好，增幅为 3.3%。若以 2020 年 4 月 8 日武汉“解封”作为我国疫情基本得到控制的基点来看，当月的社零总额当期为 2.82 万亿元，同比降幅从 3 月的-15.8%大幅收窄至-7.5%。虽然当前 2020 年前 10 个月社零总额累计数据同比增幅仍为负值，但观察环比增幅逐步增长，环比增幅在 2020 年 10 月达到 14.11%。现阶段，国外疫情出现反复，预计短时间内出入境旅游团队旅游及“机票+酒店”产品仍不会全面放开。此外，在“国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”的新发展格局的大背景下，无论从政策支持的层面考虑，还是从行业与企业把握内循环形成的新机遇的发展战略来看，文旅行业的长期发展格局应当是具有支撑的，在国内疫情控制良好的背景下，我国居民的消费热情和消费行为预计能够恢复至疫情前的稳步增长态势。

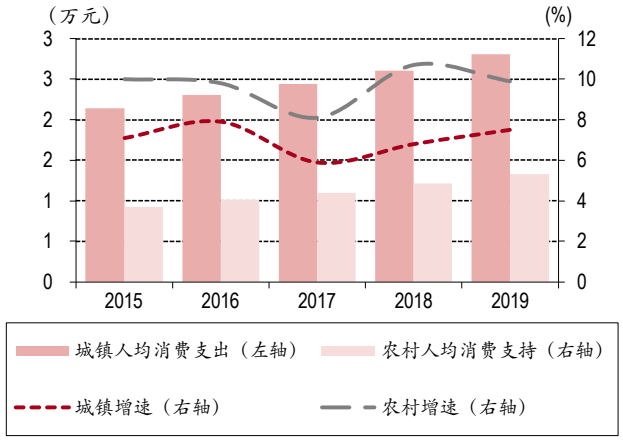
变化 2：文旅消费向三、四线城市及乡镇下沉

图表 10. 城镇、农村居民人均可支配收入变化



资料来源：国家统计局，中银证券

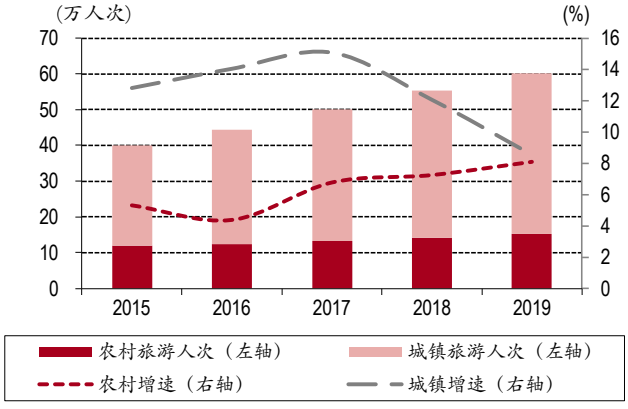
图表 11. 城镇、农村居民人均消费支出变化



资料来源：国家统计局，中银证券

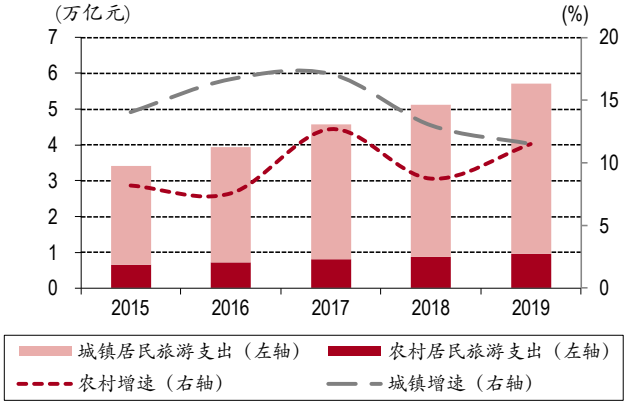
“脱贫攻坚战”的稳步推进，使农村居民活得更多消费可能。国家统计局数据显示，2015 年至 2019 年我国城镇居民人均可支配收入年均复合增速约为 8%，相同时期内我国农村居民人均可支配收入年均复合增速 8.8%，单看 2019 年的增速，城镇为 7.9%，农村为 9.6%，显示出近些年我国“脱贫攻坚战”的成果，我国农村居民在基本实现整体脱贫的基础上，人均可支配收入预计能够进入稳定增长的轨道。从人均消费支出方面也不难看出，我国农村人均消费支出的增速在 2015 年至 2019 年期间均高于城镇人均消费支出，说明我国农村居民也开始有更多可供于消费的潜力。此外，随着我国移动终端的保有量不断增加，以及电商和线上消费的渗透率不断提升，农村居民也能够和城镇居民一样获得增加消费的机会。

图表 12. 城镇、农村居民国内旅游出游人次



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

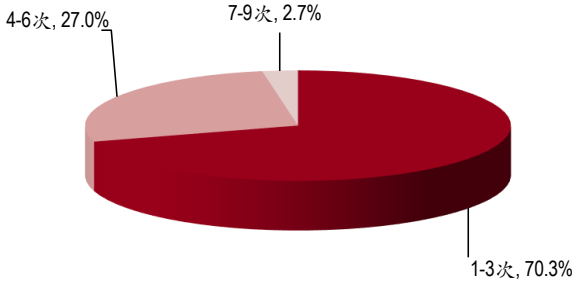
图表 13. 城镇、农村居民国内旅游消费金额



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

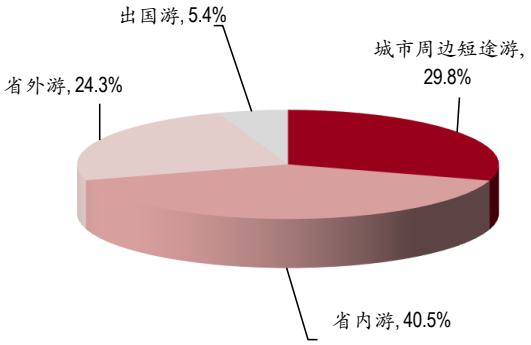
农村居民文旅需求逐步释放，有利于国内旅游的稳定发展。从国内旅游近几年的数据来看，2019 年我国国内旅游人数达到 60.06 亿人次，其中城镇旅游人数达到 44.71 亿人次，农村旅游人数为 15.35 亿人次。从增长趋势来看，我国农村旅游人数增幅呈现出逐步走高的趋势，2015 年增速为 5.31%，到 2019 年增速为 8.10%，说明我国农村居民在基本生活得到保障的前提下，对精神消费的需求逐步增加，文化和旅游消费的增加就是例证。而城镇居民国内旅游人数增幅则出现递减的趋势，尤其 2019 年的增速为 8.55%，为近几年增速统计中首次下降到个位数。一方面，我国城镇居民生活成本较高，高企的房价、物价等因素，抑制了城镇居民的文旅消费热情；另一方面，由于我国出境旅游近几年的迅猛发展以及出境政策和相关国家签证利好，城镇居民对境外旅游更为青睐，国内旅游对城镇居民的吸引力不如从前。相似的情况也表现在我国居民国内旅游支出方面，数据显示，我国农村居民国内旅游支出近几年呈现总体增长的趋势，2019 年农村居民国内旅游支出为 0.97 万亿元，增速达到了 11.49%。城镇居民国内旅游支出是我国国内旅游的重要组成部分，2019 年达到了 4.75 万亿元，但增速方面却出现整体趋缓的态势，近五年最高点出现在 2017 年，达到 17.08%，到 2019 年增速回落至 11.5%。总体来看，以农村居民为代表的非城镇居民或低线城市居民的国内旅游热情逐渐提高，有利于我国国内旅游的稳定发展。

图表 14. 2019 年小镇青年旅游次数



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 15. 2019 年小镇青年旅游目的地分布

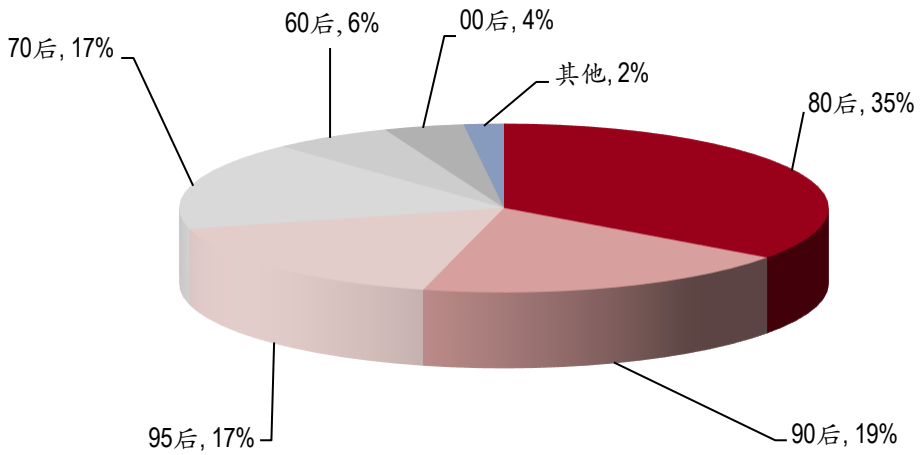


资料来源：艾媒咨询，中银证券

小镇青年文旅消费逐渐崛起，成为国内旅游重要目标客群。近些年，“小镇青年”一词逐渐被国人熟悉，根据艾媒咨询的定义，主要是指出生在三、四线城市以及县、乡、镇，并且一部分在老家生活，一部分在外打拼的 15-35 岁的人群，用于描述相对一二线城市年轻群体的消费差异。随着我国经济稳定发展，城镇化建设深入，低线城市、城镇居民物质生活基本得到满足，他们对精神文化和娱乐消费的需求越来越明显。据快手《2019 小镇青年报告》统计，2019 年 2.3 亿小镇青年在快手平台上发布了超过 28 亿条短视频，庞大的人群基数形成了文旅消费的潜在群体。据艾媒咨询调查，2019 年我国小镇青年年均出游 1-3 次占比达到 70.3%，出游 4-6 次的占比 27.0%，出游 7-9 次的占比 2.7%；其中 29.8%的小镇青年选择城市周边短途旅游，40.5%选择省内旅游，24.3%选择省外旅游，5.4%选择出国旅游。如果剔除城市周边短途旅游的占比，选择国内旅游的小镇青年占比达到 64.8%，预估旅游人数在 1.5 亿左右，如果按照出游频次在 2 次测算，有望形成约 3 亿人次的国内旅游出游规模。随着互联网的发展，文旅出游信息和预订更加便利，预计疫情后小镇青年在未来几年的文旅需求和消费将保持增长。

变化 3：“Z 世代”，文旅消费年轻化趋势明显，90 后、95 后成为主力军

图表 16. 2019 年携程旅游预订用户年龄画像占比



资料来源：携程，中银证券

年轻群体崛起，“90 后”、“95 后”、“Z 世代”成为文旅消费新的构成主体。“Z 世代”主要指的是 1995 年至 2009 年出生的年轻人，在我国可以定义为“95 后”和“00 后”。这代人的出生和成长正好处于我国经济腾飞的时期，物质生活和家庭环境较前几代人有很大改善，其中最为重要的特点是他们和互联网的关系相当紧密，被称为“数字技术的原住民”。“Z 世代”注重体验并且个性鲜明，正逐步成为中国经济、文化、社会的主要参与群体，对中国的未来发展具有重要的影响能力。据携程大数据统计的信息来看，2019 年通过携程预订旅游产品的用户中，“80 后”是主要的群体，预订比例达到 35%；但若将“90 后”与“95 后”“00 后”的占比相加，整体“Z 世代”的用户占比达到 40%，已超过“80 后”成为文旅消费的中坚力量。年轻群体在线旅游预订占比的提升，表明新生代群体在文旅消费市场的崛起，随着时间的推移，年轻群体越来越多地出现，预计对我国的文旅消费结构也会产生一定的影响。

年轻群体生活社交习惯的改变，成为文旅行业新的发展机遇。年轻群体的出游也具有一定的特征，携程报告显示，“95 后”的年轻客群更喜欢“一地多刷”，一年中多次当方同一个目的地或者城市的比例增长超过 160%，尤其喜爱能够反映当地特色的文化元素，例如当地美食、特色民宿、当地文化等。此外，“网红打卡”逐渐成为主导游客行前旅游决策的重要因素之一，尤其是智能手机的普及率增加和互联网快速的发展，游客在旅游过程中通过晒图、晒视频来记录和分享旅游行程中的见闻，越来越多的潜在游客通过这些可视化的旅游信息进行旅游目的地的选择。这种新兴旅游信息传递方式的出现，催生了一批批“网红打卡”旅游目的地、景区和网络红人，让各类型的旅游接待场所都拥有了成为网红的可能。在世研文旅的报告中显示，2019 年中国最具影响力网红景区 TOP10 当中包含各种类型的景区，其中不乏因为“不倒翁小姐姐”备受欢迎而成为网红的大唐不夜城，因为绝美照片而成为网红的青海茶卡盐湖，因为跨界成功成为网红的故宫博物院，因为险峻刺激引爆朋友圈成为网红的重庆奥陶纪主题公园，因为夜景独特和与《千与千寻》联系而成为网红的洪崖洞等。可以说移动网络用户的崛起在很大程度上改变了旅游信息的传递方式，也造就了文旅行业营销、宣传和推广的新机遇。

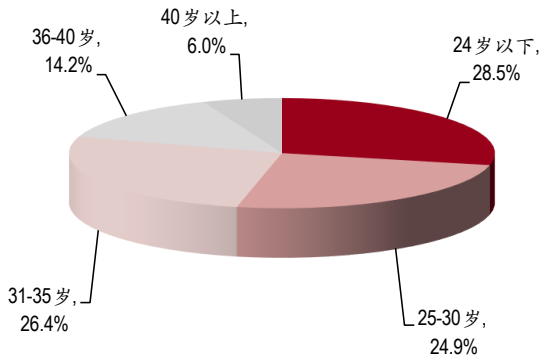
图表 17. 2019 年中国最具影响力网红景区 TOP10

排名	名称	属性	网红特色
1	上海迪士尼度假区	主题公园	世界级 IP 资源、主题巡游、烟火灯光秀、**网红巡游小姐姐**
2	西安大唐不夜城	历史文化风貌区	**不倒翁小姐姐**、悬浮兵马俑、唐代女武士巡逻队、夜间旅游经济兴起
3	北京故宫博物院	博物馆/历史建筑	**《雍正：感觉自己萌萌哒》**朋友圈刷屏、跨界美妆和餐饮、各类综艺节目效应、文化和旅游的融合
4	青海茶卡盐湖	自然景区	**中国版的“天空之境”**、美照刷爆朋友圈、世界最大户外盐雕艺术群
5	长隆旅游度假区	主题公园	中国亲子旅游民族品牌、以动物为主题的 IP 打造、项目投资和投入的极致思维
6	重庆洪崖洞	人造景观	**火爆朋友圈的夜景美图**、《千与千寻》原型、重庆的地标建筑
7	华山风景区	自然景区	险山峻岭的绝美风光、华山南峰仅有 30 厘米宽的栈道、西安旅游热的效应
8	厦门鼓浪屿	历史文化风貌区	如同《千与千寻》场景的厦门海景地铁、**土耳其冰淇淋小哥**、文艺小清新的必到之地
9	重庆梦幻奥陶纪主题公园	主题公园	**重庆网红城市的效应**、利用地貌优势布局的**高空刺激**类旅游体现项目
10	河南宝泉旅游度假区	自然景区	与短视频平台联合举办系列活动、**网红名人效应**、豫北自然风光

资料来源：世研文旅，中银证券

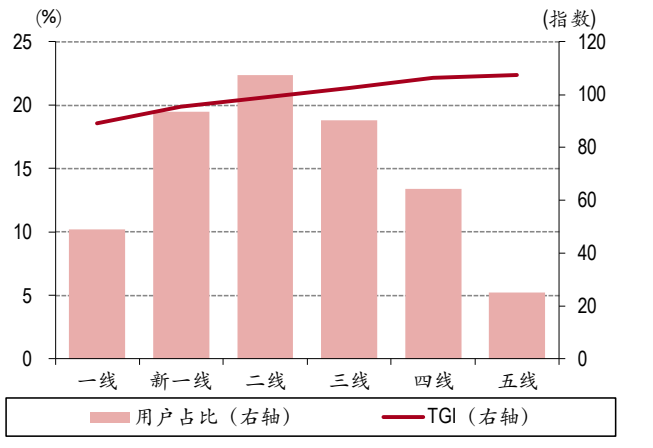
年轻群体短视频用户占比高，低线城市用户相同主题共同兴趣度更高。从上述对网红景区的论述中可以看出，短视频的曝光度对旅游目的地或文旅项目成为网红有较大的作用。我国短视频用户年龄画像显示，2019 年，24 岁以下是短视频用户数量最高的群体，占比达到 28.5%，说明“95 后”年轻人群对短视频的热衷。此外，25-30 岁年轻的群体占比达到 24.9%，为第二大用户群体。整体来看，“Z 世代”年轻群体短视频用户占比已经超过用户总数的一半，达到 53.4%，说明短视频对年轻群体用户粘性较强，短视频信息分享和传递在年轻群体之间更为普遍。值得注意的是，短视频用户年轻化在一定程度上说明年轻群体在信息获取偏好上的改变，即越来越多的年轻群体逐渐已经不再将文字作为最重要的信息获取方式，他们转而更青睐从视频、图片中获得更直观的信息。从用户分布的城市来看，二线城市用户占比最高，达到 22.4%。三、四、五线城市用户数量占比约为 37.4%。虽然占比不如一、二线城市高，但其 TGI 却高于 100，分别达到 102.5/106.3/107.5，说明低线城市短视频用户对相同或类似特征的内容更具有类同的意识，也即是某一短视频的转发量和共享量可能高于高线城市的用户。因此，文旅行业在应对年轻人消费习惯和行为改变时，短视频可能会带来创新的机遇。

图表 18. 2019 年短视频用户年龄画像占比



资料来源：中国产业信息网，中银证券

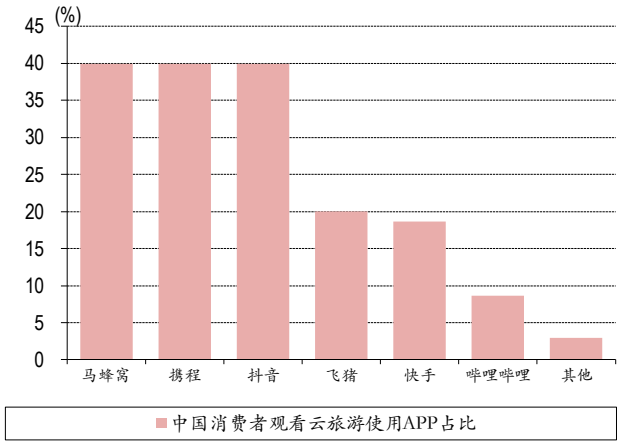
图表 19. 2019 年短视频用户居住城市占比



资料来源：中国产业信息网，中银证券

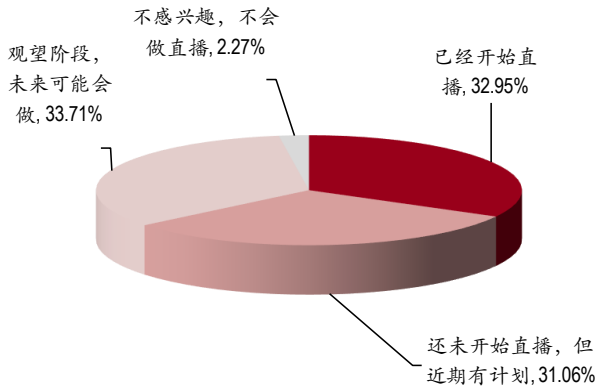
受疫情和年轻群体消费习惯倒逼，2020 年成为文旅直播带货元年。受到 2020 年新冠疫情的影响，消费者在上半年多数居家隔离，尤其在今年 1-2 月，旅游企业和景区暂停开展业务，文旅行业的业绩骤降。为了能够保持与潜在游客的有效信息传递和沟通，各景区、酒店、旅行社等文旅企业纷纷开始在相关平台进行云旅游直播。旅游直播能够在疫情间维持各企业与潜在游客的良好互动，也能够让游客在居家隔离中得以享受云上旅游带来的视觉弥补，进而构建了游客在疫情期间种草，在疫情受控后拔草的消费可能。艾媒咨询对消费者观看云旅游 app 的数据统计显示，马蜂窝、携程、抖音是消费者在观看云旅游使用最多的 app，整体看来云旅游的视频输出平台主要集中于头部短视频和头部 OTA 企业。从马蜂窝入住商家的统计来看，2020 年 4 月已经有 32.95%的商家开始了旅游直播和带货业务，并且有 31.06%的商家准备近期开始旅游直播业务，有 33.71%的商家在未来可能会做直播业务，不感兴趣的商家仅占 2.27%。预计文旅企业会愈发重视直播带货的发展，尤其能够通过直播带货中的互动更加了解年轻群体的需求，进而提前布局和服务未来文旅消费的主力军。

图表 20. 2020 年中国消费者观看云旅游使用 APP 占比



资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 21. 马蜂窝旅游商家直播意愿比

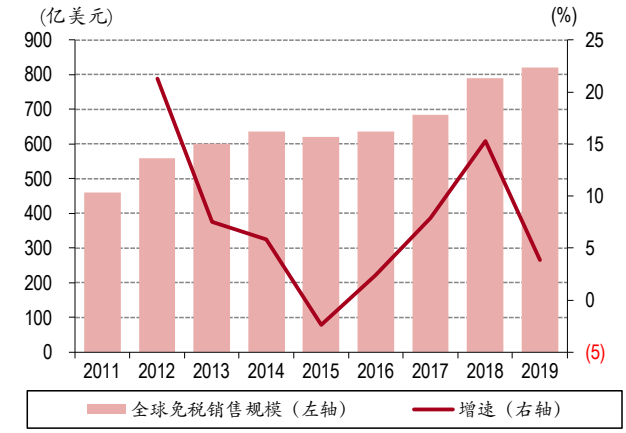


资料来源：马蜂窝，中银证券

3、免税：政策红利叠加国内大循环，免税发展未来可期

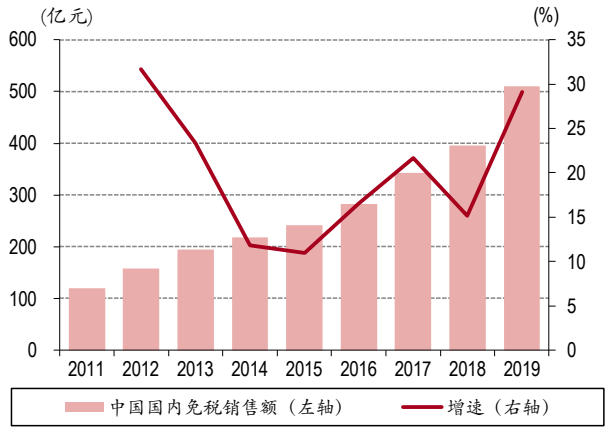
3.1：免税行业发展趋势

图表 22. 全球免税商品销售规模



资料来源：Moodie，中银证券

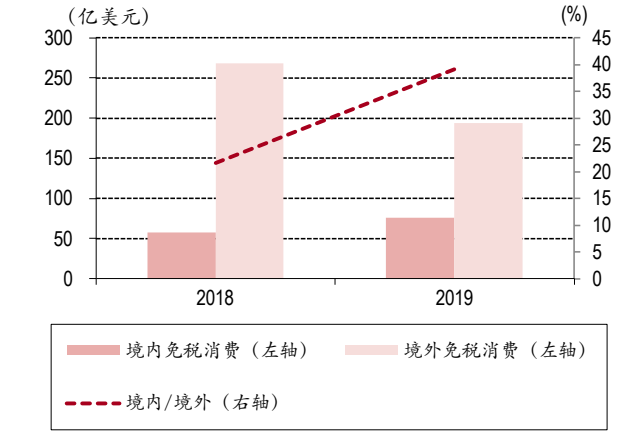
图表 23. 中国境内免税商品销售规模



资料来源：Moodie，中银证券

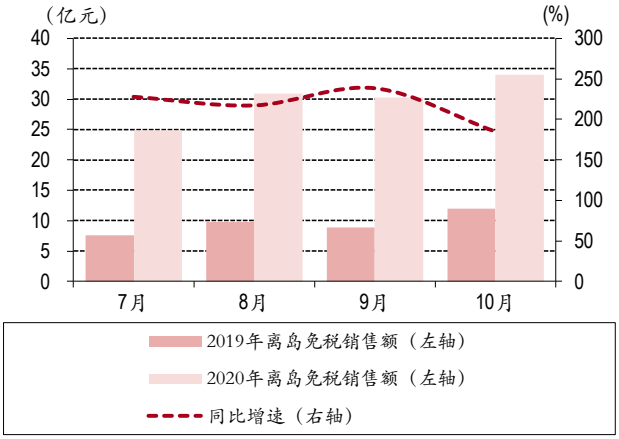
全球免税销售额稳步增长，特定事件影响国际出游人次和销售额。从 Moodie 的免税企业报告来看，2011 年至 2019 年期间，全球免税商品销售额从 460 亿美元增加到 820 亿美元，年均复合增速为 7.50%，总体上保持了较为稳定的增长速度。期间全球免税商品销售额唯一出现负增长出现在 2015 年，销售规模为 620 亿美元，同比下降 2.36%，其主要原因系 2015 年爆发的中东呼吸综合征（MERS）在韩国以及我国广东等地的传播影响，中国赴韩国旅游的人数锐减，韩国免税店销售受到中国游客购买人数减少而出现负增长。因此，今年全球受到疫情的波及，国际旅游人数预计将出现较大幅度的下降，全球免税销售额可能同样会较大幅度下降。

图表 24. 2018、2019 年中国境内与境外免税品销售对比



资料来源：Moodie，中银证券

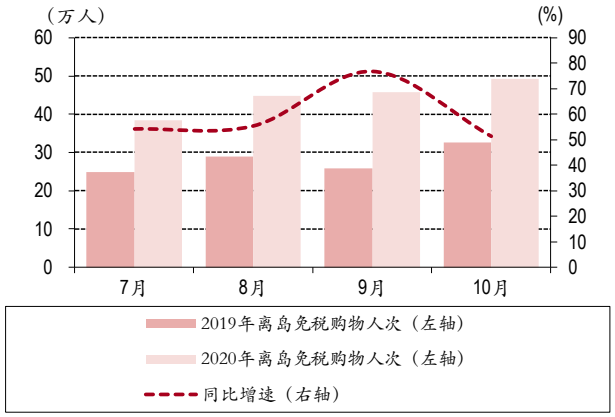
图表 25. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税销售额



资料来源：海口海关，中银证券

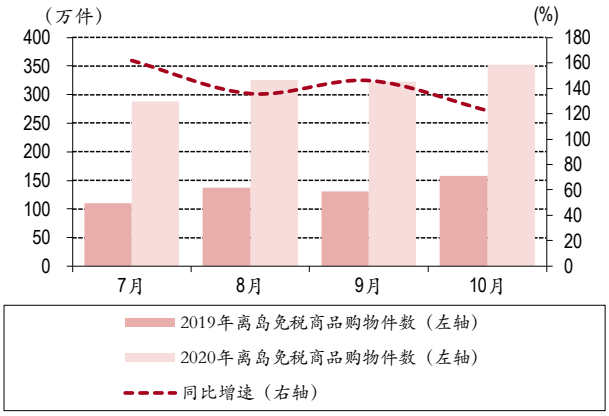
中国免税行业占全球份额较低，海南离岛免税发展动力持续。中国免税销售额稳步增长，未来发展潜力巨大。中国国内免税品销售额 2011 年为人民币 120 亿元，到 2019 年销售额达到了人民币 510 亿元，年均复合增速为 19.83%。2019 年中国境内免税品销售额约占全球免税品销售额的 9%左右，约 76 亿美元，比 2018 年 58 亿美元的境内免税品销售额提升了 31.03%。值得注意的是，2019 年中国国人在境外的免税品消费总额为 194 亿美元，比 2018 年的 268 亿美元减少了约 27.61%。虽然 2019 年中国国人在境外免税商品花费额度仍是境内免税销售的 3.3 倍左右，但不难看出境内免税店销售额的提升以及境外免税消费回流的趋势。2019 年海南离岛免税品销售额占总销售的 24%，约为人民币 122.4 亿元，海口海关数据显示，1-10 月累计免税品销售额 195.07 亿元，同比增长 86.5%，购物人次 327.3 万人次，同比增长 8.9%，购物件数 2,315.2 万件，同比增长 61.4%。10 月单月免税品销售同比增长 184.6%，购物人次增加 49.2%，购物件数增加 122.5%。新政实施后的 2020 年 7-10 月，海南离岛免税购物金额实现 120.12 亿元，同比增长 214.11%；购物人次 178.2 万人次，同比增长 58.53%；免税商品销售 1,287.2 万件，同比增长 139.66%。

图表 26. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税购物人次



资料来源：海口海关，中银证券

图表 27. 2020 年离岛免税新政策实施以来免税购物件数



资料来源：海口海关，中银证券

图表 28. 海南离岛免税政策文件梳理

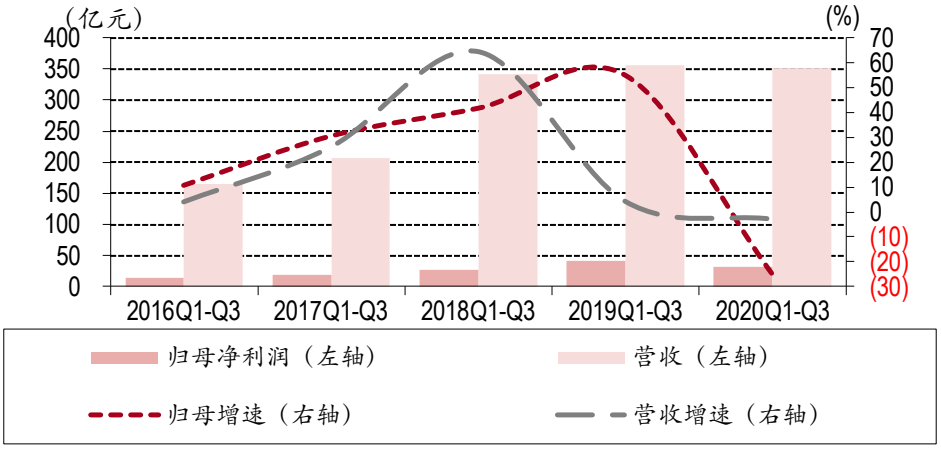
实施日期	适用对象	限购要求	可购品种及数量	购买及提货渠道
2011 年 4 月 20 日	年满 18 周岁、乘坐飞机离开海南本岛但不离境的境内外旅客，包括海南岛内居民	离岛旅客 5,000 元/人；离岛旅客每年 2 次，本岛居民每年一次	首饰（2）、工艺品（2）、手表（2）、香水（2）、化妆品（5）、笔（5）、眼镜（2）、丝巾（2）、领带（2）、毛织品（2）、服装服饰（5）、鞋帽（2）、皮带（2）、箱包（2）、小皮件（4）、糖果（5）、体育用品（2）	三亚市内免税店购买，三亚凤凰机场提货；海口美兰机场店购买（2011 年 12 月开业）
2012 年 11 月 1 日	年满 16 周岁、乘坐飞机离开海南本岛但不离境的境内外旅客，包括海南岛内居民	离岛旅客购物限额提高至 8,000 元/人	由 18 种商品增加至 21 种商品，增加美容及化妆品、健身器材、餐具及厨房用品、玩具。 提高了相关产品的数量限制：化妆品（8）、香水（5）、手表（4）、服装服饰（4）小皮件（4）、皮带（4）、箱包（4）、眼镜（4），其余不变	原购买及提货渠道不变
2015 年 3 月 20 日	维持 2012 年政策	维持 2012 年政策	由 21 种商品增加至 38 种商品，增加婴儿奶粉、保健品、家用医疗器械等。 提高了相关产品的数量限制：化妆品（12）、香水（8）、手表（6）、服装服饰（6）小皮件（6），其余不变	2014 年 9 月起增加海棠湾店购物渠道，提货渠道不变
2016 年 2 月 1 日	维持 2015 年政策	取消离岛旅客购物次数限制，购物限额提高至 16,000 元/人	维持 2015 年政策	增加三亚海棠湾店和美兰机场店的网上销售窗口
2017 年 1 月 15 日	扩大至乘坐火车离岛的旅客	维持 2016 年政策	维持 2016 年政策	增加火车站提货渠道
2018 年 12 月 1 日	维持 2017 年政策	取消岛内居民购物次数限制，购物限额提高至 30,000 元/人	家用医疗器械部分子项增加：助听器、矫形固定器、视力训练仪等，各子项目可够 2 件	2018 年 4 月增加博鳌机场提货点
2018 年 12 月 28 日	扩大至乘坐轮船的离岛旅客	维持 2018 年政策	维持 2018 年政策	增加新海港、秀英港提货点
2020 年 6 月 29 日	维持 2018 年政策不变	购物限额提高至 100,000 元/人	由 38 种增加至 45 种免税商品，增加电子消费产品、酒类等 7 类免税商品；化妆品（30）、手机（4）、酒类不超过 1.5 升，其余商品单词没有购买量限制	海口美兰机场店、海口日月广场店、琼海博鳌免税店、三亚海棠湾免税店

资料来源：海关总署，财政部，中银证券

海南入境旅游及离岛免税政策不断放宽，国内外游客出岛入岛更加便利。2011 年 3 月 23 日，海关总署制定了《中华人民共和国海关对海南省旅客免税购物监管暂行办法》（以下简称《办法》），规定自 2011 年 4 月 20 日起，海南省开始试点执行离岛免税政策，标志我国离岛免税的突破。从离岛免税政策实施至今免税政策进行了共计 6 次修改，国家移民局也逐步放宽我国入境免签的国家和停留时间，国内外游客能够在海南获得比以往更加便利的免税购物体验。

3.2：中国中免：机场口岸受疫情影响，离岛免税厚积薄发，市内免税望政策释放

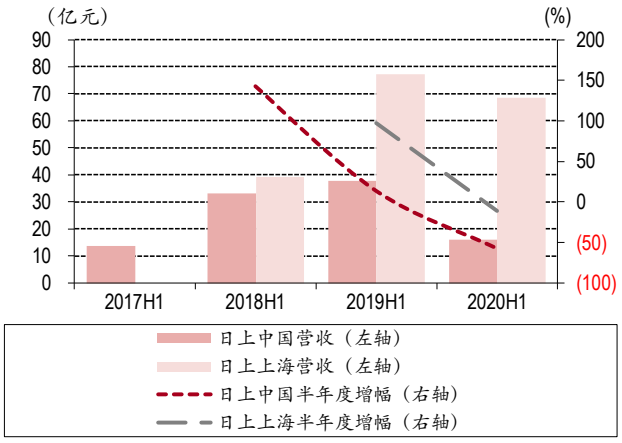
图表 29. 中国中免前三季度营收及利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

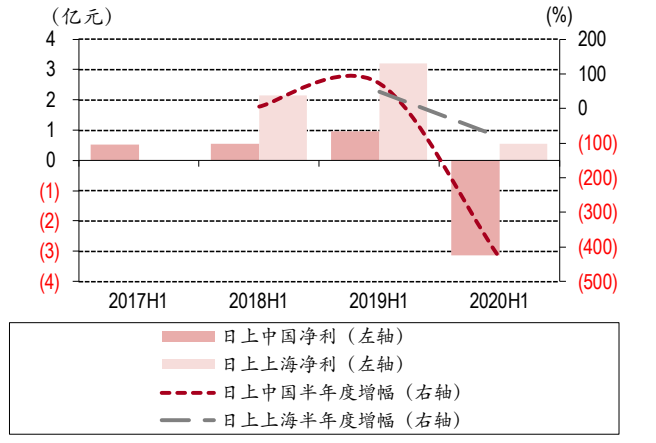
公司前三季度营收同比略有下滑，单三季度营收、利润同比大幅增长。公司 2020 年前三季度共实现营收 351.38 亿元，同比略有下降 2.81%，归母净利润 31.64 亿元，同比下降 24.93%。由于离岛免税新政在 7 月 1 日起开始执行，公司在海南重点城市的免税业务深耕多年，单三季度公司实现营收 158.29 亿元，同比提升 38.97%，归母净利润 22.34 亿元，同比提升 141.90%。在出入境旅游尚未有全面恢复的前提下，公司营业收入在海南离岛免税业务大幅提升的基础上，有望继续保持行业标杆企业地位。

图表 30. 日上免税行近年半年报营收



资料来源：公司公告，中银证券

图表 31. 日上免税行近年半年报利润



资料来源：公司公告，中银证券

机场免税业务受到较大影响。2020 年新冠疫情对公司机场免税业务造成了较大的影响，从公司半年报的数据来看，2020 上半年，由于国际航班管控较为严格，各大机场出入境旅客吞吐量下降明显。上海机场国际、地区旅客吞吐量分别下降 77.22%、83.77%；首都机场国际、地区旅客吞吐量分别下降 78.52%、85.04%。旅客吞吐量的下降导致日上上海、日上中国两家以机场口岸免税为核心业务的子公司业绩下滑显著。2020 年上半年日上上海营收和净利润分别为 68.67 亿元、0.56 亿元，分别同比下滑 11.21%、82.55%；日上中国营收和净利润分别为 16.1 亿元、-3.15 亿元，分别下滑-57.25%、-431.58%，预计公司其他机场免税业务会面临类似的状况。在机场免税业务中，机场往往处于强势地位，扣点通常较高，导致公司机场免税店的净利率一直较低。公司三季报其他应付款为 71.26 亿元，增幅达到了 233.02%，主要原因为计提尚未支付的经营场所租金增加，说明公司仍在和相关机场方就疫情后扣点和保底经营费的减免进行谈判。但近期以欧美为代表的地区新冠疫情再次爆发，一些国家领导已经宣布了再次封国的决定，导致我国出入境旅游的恢复可能再次出现延期，公司机场免税业务预计仍会承压。

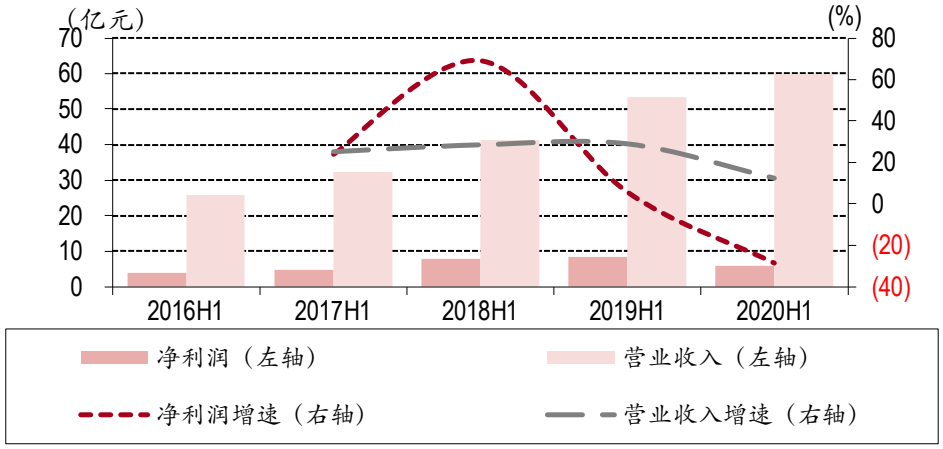
图表 32. 亚洲四大离岛免税实施区域政策一览

免税区域	适用对象	限购要求	可购品种及数量	免税税种	实施时间
中国海南岛	年满 16 周岁乘坐飞机、轮船、火车离岛的旅客及岛内居民	购物限制每年人民币 10 万/人，不限次数	香水、化妆品、电子消费产品、服装服饰、箱包、手表等 45 种免税商品，除化妆品、收集、酒类有数量限制外，其余商品均无限制	关税、货物税、烟酒税、营业税	2011 年
中国台湾金门妈祖	乘坐飞机、轮船离岛的旅客	限制每年新台币 6 万/人（约人民币 1.4 万元），每年限制 12 次	烟酒、化妆品、香水、珠宝、服装服饰、箱包、手表等	关税、货物税、烟酒税、营业税	2008 年
日本冲绳岛	乘坐飞机、轮船离岛的国际旅客，日本本土居民、岛内居民	限制每年日元 20 万/人，不限次数	酒类、香水、化妆品、精品、食品等进口商品，但烟草除外	关税	1988 年
韩国济州岛	年满 19 周岁乘坐飞机、轮船离岛的境外旅客	限制每年韩元 40 万/人（约人民币 2300 元），每年每人购物 6 次	进口商品、本土商品等 15 类（除纪念品和土特产）	关税、增值税、特种消费品睡	2002 年

资料来源：海关总署，财政部，中银证券

离岛免税新政的出台激活公司海南业务，海免并表望实现业绩提升。从亚洲四大离岛免税实施区域免税政策内容对比来看，海南离岛免税政策在免税购物额度限制上最为宽松，能够满足旅客购买更多免税商品的意愿，同时在使用对象方面不仅放宽至 16 周岁以上的旅客，而且国内外旅客均适用离岛免税政策。我们预计，未来随着海南自由贸易港建设的不断深入，离岛免税政策有望得到进一步发展和完善，使海南能够逐渐成为在亚洲、甚至国际上都具有吸引力的旅游度假和免税购物胜地。公司 100%控股的三亚市内免税店上半年经历近 2 个月的关店，在国内疫情得到有效控制后复工复产。虽然从数据上来看，三亚市内免税店上半年营收为 59.77 亿元，净利润为 5.95 亿元，分别同比增加 12.16%、下降 28.57%。公司三亚免税城在疫情较为严重的上半年创造净利润和营收双双为正值实属不易，已经比其他零售企业和旅游企业的业绩亮眼。还需考虑的是，海南离岛新政在 2020 年 7 月 1 日起才开始实施，并且文旅部也是在 7 月才放开跨省旅游和“机票+酒店”业务，三亚市内免税店业绩明显增长也在下半年到来。从公司三季报的经营分析中可以看到，新冠疫情对公司免税业务的整体冲击比较明显，但公司在做好应对措施后，大力发展日上直邮、离岛补购、CDF 会员等线上业务，更为重要的是在政策加持的前提下，海南离岛免税市场对公司免税业务的发展贡献较大。不仅如此，公司在三亚凤凰机场免税店开业已经开始逐步落地，开业后将能够完善公司在三亚离岛免税的布局，预计能够更好地服务离岛旅客和岛内居民。随着控股公司海免的并表，预计公司业绩能够获得更加有力的支撑，预计海口日月广场免税店、美兰机场免税店、博鳌免税店将在下半年表现出亮眼的业绩增速。未来，随着海口国际免税城免税商业部分建设的完成以及后续整体的竣工，公司的离岛免税业务有望进一步获得发展。

图表 33. 三亚市内免税店半年营收及利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

市内免税政策有望放宽至国人，公司已提早布局重点城市。根据公司官网介绍，2019 年 8 月 23 日，中免集团上海市内免税店正式开业，是继青岛、厦门、大连和北京之后公司在国内恢复运营的第五家市内免税店。公司在境外也积极布局市内免税店，目前在中国香港设立了免税美妆市内旗舰店，在柬埔寨设立的吴哥市内免税店、西哈努克港市内免税店，以及即将在中国澳门设立的葡京免税店。现阶段，随着我国“一带一路”战略不断深入和相关入境政策的放宽，未来我国入境旅游展现出发展的潜力。打造重点城市免税店不仅能够实现旅游零售业态的完善，也能够增加旅游目的地城市对游客的吸引力，同时市内免税店没有机场免税店的高扣点，能够为公司贡献更高的利润率。因此，公司重启重点城市市内免税店的举动，不仅证明了对我国入境旅游发展空间的持续看好，也明确了公司战略布局的长远考虑。值得关注的是，鉴于海南离岛免税购物政策不断的放宽，未来市内出境前免税店有望向国人开放，一旦放开将会是对市内免税店的利好，也将在很大程度上一改我国市内免税店发展相对滞后的现状。

图表 34. 中免旗下境内市内免税店一览

开业日期	城市	面积（㎡）	商品品类	地址
2019 年 8 月 23 日	上海	874.4	香化、太阳镜、手表、箱包等	浦东新区即墨路 12-2 号尚悦西广场 S2 商墅
2019 年 5 月 30 日	北京	513	香化、太阳镜、手表、箱包等	朝阳公园路 6 号蓝色港湾购物中心 17 号楼
2019 年 5 月 26 日	大连	约 500	香化、眼镜、首饰、箱包、美容仪器、小家电等	沙河口区新星星海中心
2019 年 5 月 1 日	厦门	331	香化、太阳镜、手表、箱包等	思明南路中华城购物中心南区一层
2019 年 5 月 1 日	青岛	355	香化、太阳镜、手表、箱包等	市北区 CBD 核心区卓越大融城购物中心一层

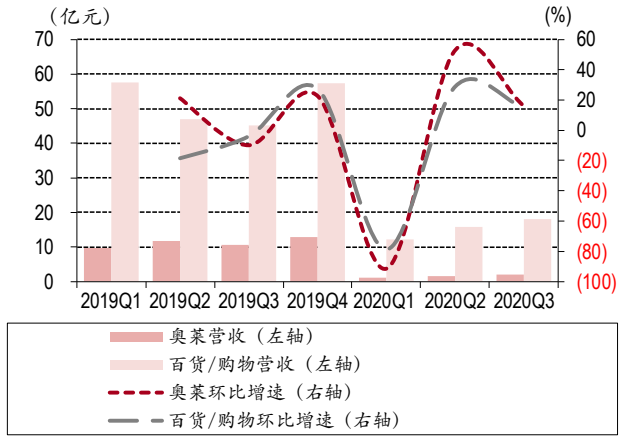
资料来源：公司官网，中银证券

3.3：王府井：有税+免税双线共振，以北京为重点，布局海南离岛免税

“5+2”商业模式赋能王府井未来发展战略，百货+奥莱运营经验有益于维系各品牌商关系。公司 65 周年店庆时表示，目前公司已经开设了 66 家零售门店，覆盖全国 31 个城市，包含 32 家百货门店、15 家购物中心、7 家大型奥特莱斯以及 12 家标准超市，并且通过发展线上业务形成了新零售业态的组合。2020 年 6 月 9 日，财政部授予公司免税品经营资质，允许公司经营免税品零售业务，公司未来将通过有税+免税的双轮驱动，形成百货、购物中心、奥特莱斯、超市、免税五大业态，并在自营和电商领域逐步发力。公司负责人在周年店庆时表示，公司未来免税业务将以北京为重点进行发展，并会集中优势资源全力推动海南免税业务项目落地，未来将可能涉及离岛免税、口岸免税、市内免税业务。目前，公司已经完成注册免税经营公司并组建专业团队准备开展免税业务，公司也积极利用多年运营百货商场和奥特莱斯与各品牌商建立的良好关系，争取更多的国际品牌未来入驻免税商店。作为“新中国第一店”，未来预计公司有税与免税业务将能够形成优势资源的互补式发展，进一步巩固公司百货零售业绩，并将有机会真正进入未来具有较大成长空间的免税领域。

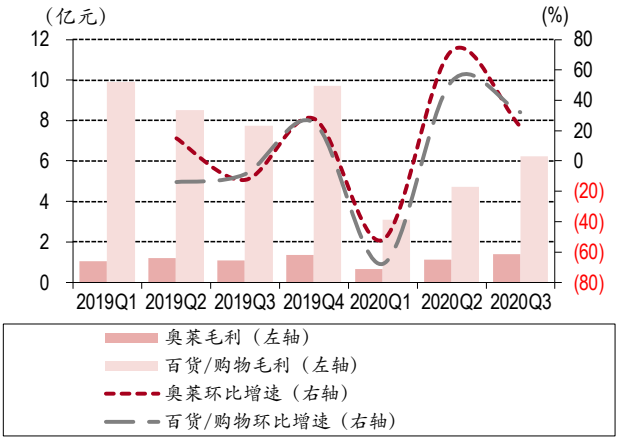
公司主营业务受到疫情影响出现下降，三季度后环比增速回正。公司主营业务当中占比较高的两块业务分别为百货/购物中心、奥特莱斯，2019 年两项核心业务营收占总营收的 94.05%，其中百货/购物中心毛利率为 17.32%，奥特莱斯毛利率为 10.46%，与前几年同期相比变化不大。2020 年在新冠疫情的影响下，20Q1、20Q2、20Q3 的营业收入出现明显的下降，分别下降为 15.20 亿元、34.25 亿元、56.32 亿元，分别同比下降 78.79%、74.48%、78.97%，在剔除“新收入准则”的影响下，公司 1-9 月的营业收入同比下降 14.85%，单三季度同比增长 4.78%。拆分 2019 年至 20Q3 的单季度主营业务毛利结果显示，疫情以来，公司百货/购物中心、奥特莱斯业务毛利在不断修复过程中，20Q3 毛利已逐步恢复至 6.23 亿元、1.4 亿元，同比分别下降 19.61%、提升 30.84%。

图表 35. 2019-2020 年王府井单季度主营业务收入



资料来源：公司公告，中银证券

图表 36. 2019-2020 年王府井单季度主营业务毛利



资料来源：公司公告，中银证券

公司国内业务布局全国，有税渠道优势未来可能助力免税业务。公司百货、购物中心、奥特莱斯在全国各地区均有覆盖，其中西南地区、华北地区、西北地区门店数位列前三位，三大地区门店 2020 年前三季度的营业收入占比也靠前。虽然受到疫情的影响各区域营业收入同比下降比较明显，但较高的毛利率能够保证公司业务的进一步恢复。全国共有门店数（除超市外）54 家，大多都为经营多年的老店，拥有一批较为忠诚的顾客群体，全国会员数超过 1,200 万，多年经营也形成了品牌影响力，全国粉丝达到 1,800 万。虽然目前实体门店的经营受到线上商品销售的冲击，实体门店更多向餐饮和娱乐业态转型，若一旦免税业务能够结合已经积累多年的有税零售业务共同发展，预计将成为公司新的业绩增长点。

图表 37. 2020 前三季度王府井全国门店布局及营收情况

区域	门店数	面积（万平方米）	营业收入（亿元）	营收同比（%）	毛利率（%）
华北地区	11	49.4	18.69	(68.62)	32.99
华中地区	9	53.4	7.40	(68.42)	33.06
华南地区	2	5.7	0.55	(86.49)	18.17
西南地区	15	75.8	19.06	(62.51)	33.91
西北地区	11	70.7	7.40	(75.71)	38.64
华东地区	3	21.1	1.74	(46.95)	5.34
东北地区	3	26.7	2.07	(79.30)	41.68

资料来源：公司公告，中银证券

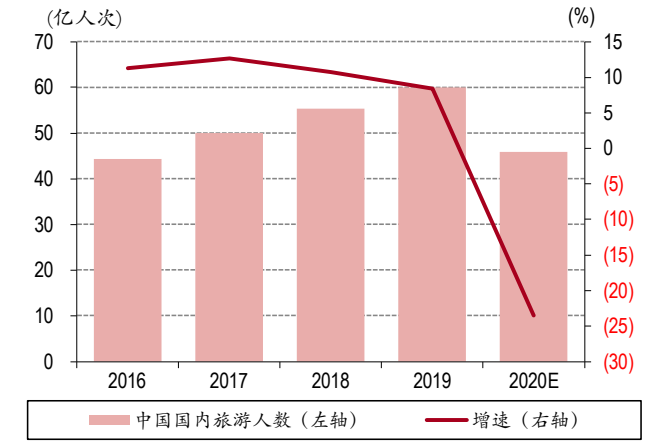
品牌管理公司积累多年，与品牌商保持良好关系，有利于免税商品的供应。公司在 2018 年 4 月成立全资子公司“北京王府井润泰品牌管理公司”，并成立睿高翊国际品牌代理公司，收购了睿锦尚品、睿颐国际两家品牌公司。公司旗下三大品牌管理公司代理了众多国际知名品牌，包含 GOLDEN GOOSE、MSGM、PHILLIPP PLEIN、ROBERTO CAVALLI、CESARE CASADEI、VERSACE JEANS 等品牌。国际品牌的入住在一定程度促进了公司自有、联营等门店的高端化发展趋势，同时品牌管理公司的自营业务也陆续在重要城市商场开设专柜，逐步兑现业绩贡献。品牌管理的成功经验预计能够为公司开展免税业务带来较大的优势，公司也会在未来获得免税+有税双轮驱动带来的发展动能，从而实现公司未来的发展战略。

4、景区：疫情后逐步恢复，出境旅游暂未放开利好国内景区

2020 年疫情对我国旅游行业的影响明显，旅游景区、旅行社在上半年的一度全体陷入停工停产的状态，好在我国疫情受控的用时短、效果明显，旅游业已逐步恢复。若 2020 年不受疫情影响，我们相信旅游业大概率能够保持之前较长时间的稳步增长。景区作为文旅行业中的重要组成部分，恢复情况也代表着我国国内旅游市场供给的修复趋势。

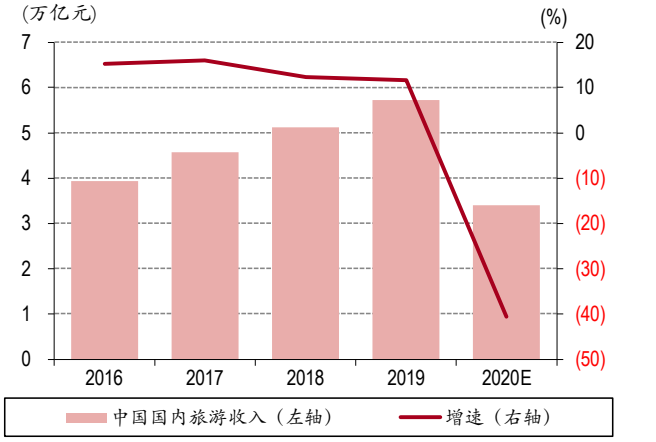
4.1：旅游景区发展情况

图表 38. 中国国内旅游人次对比



资料来源：万得，中国旅游研究院，中银证券

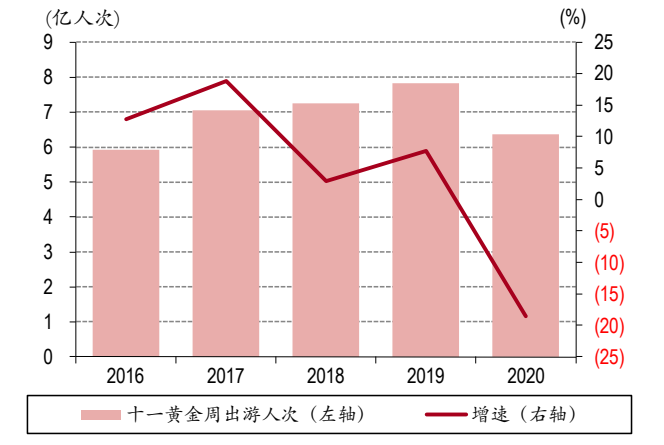
图表 39. 中国国内旅游收入对比



资料来源：万得，中国旅游研究院，中银证券

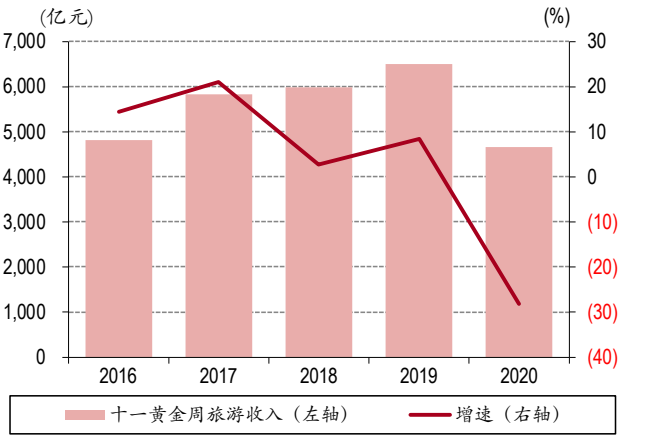
文旅行业上半年受疫情影响严重，下半年逐步恢复。文旅行业受到新冠疫情影响，2020 年 1 月至 2 月一度出现停摆，居民大多选择居家隔离，避免外出增加感染新冠病毒的几率。2020 年春节、端午节、五一小长假等文旅数据同比下降明显。2020 年国庆节、中秋节的叠加效应，旅游人数和收入的恢复加速，期间全国国内旅游人数为 6.37 亿人次，较去年可比口径数据下降 18.54%，恢复 79%；国内旅游收入为 4,665.6 亿元，同比下降 28.19%，恢复去年同期水平的 69.9%。据中国旅游研究院的测算，2020 年上半年我国国内旅游人数为 11.68 亿人次，同比下降 62%，国内旅游收入 0.64 万亿元，同比下降 77%；预计 2020 年下半年国内旅游人数 34.26 亿人次，同比下降 43%，国内旅游收入 2.76 万亿元，同比下降 52%。

图表 40. 十一黄金周旅游人次对比



资料来源：万得，中银证券

图表 41. 十一黄金周旅游收入对比



资料来源：万得，中银证券

文旅行业恢复与疫情受控程度向好相关，引导政策亦逐步放宽。2020 年随着感染人数在初期的爆发式增长，到武汉的全面解封，我国旅游行业的复苏也是顺着疫情的逐渐好转而逐步开始恢复，最为显著的体现就是国家文旅部对文旅产业复工复产复业的政策变化。根据我们对国家文旅部支持文旅行业恢复的相关政策梳理显示，文旅部对旅行社、景区、从业人员进行复工复产指导，逐步支持国内旅游行业的有序复苏。2020 年 1 月 26 日，国家文旅部紧急叫停团队旅游和“机票+酒店”业务，我国出入境旅游和国内旅游开始陷入停摆；2020 年 2 月 6 日国家文旅部为了支持旅行社度过难关，规定一个月内暂退保证金的 80%；2020 年 2 月 25 日，国内疫情得到较为明显的控制，文旅部根据疫情地区的风险分级，支持中低风险地区由当地党委和政府决定，有序开放旅游景区；2020 年 2 月 27 日，为了稳定导游队伍，文旅部规定免除注册导游 2020 年的年费，保障从业人员的基本稳定；2020 年 4 月 13 日，在武汉解封后的第 5 日，文旅部通知景区可开放室外场所，要求客流控制在最大承载量的 30%以内；2020 年 7 月 14 日，在疫情控制进一步稳固的前提下，文旅部宣布放开跨省团队旅游和“机票+酒店”业务，接待客流提升至景区最大承载量的 50%，为文旅行业的恢复打入了一剂强心针；2020 年 9 月 18 日，为了提前做好国庆节、中秋节旅游需求增加的应对工作，文旅部在明确疫情常态化防控的基础上，将景区游客接待量增加到最大承载量的 75%；2020 年 10 月 21 日文旅部发布秋冬防疫工作的通知，在国外疫情再次爆发的关键时间点，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。

图表 42. 国家文旅部发布有关文旅行业复工复产复业的政策梳理

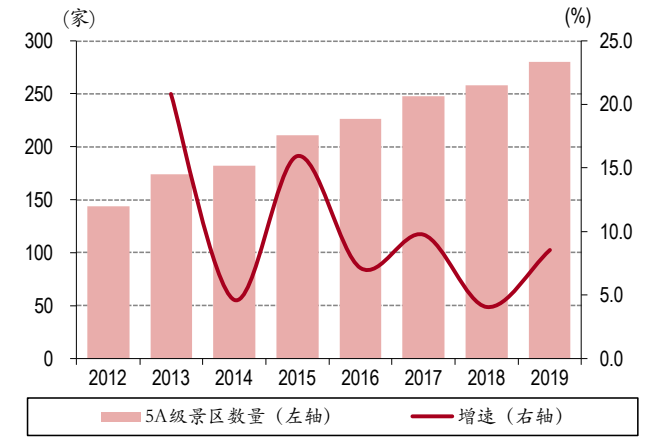
发布日期	文件（通知）名称	重点内容
2020 年 1 月 26 日	《文化和旅游部办公厅关于全力做好新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控工作暂停旅游企业经营活动的紧急通知》	1、即日起，全国旅行社及在线旅游企业**暂停**经营团队旅游及“机票+酒店”旅游产品。 2、已出行的旅游团队，可按合同约定继续完成行程。行程中，密切关注游客身体状况，做好健康防护。
2020 年 2 月 6 日	《文化和旅游部办公厅关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》	1、暂退范围为全国所有已依法交纳保证金、领取旅行社业务经营许可证的旅行社，**暂退标准为现有交纳数额的 80%**。 2、自通知印发之日起两年内，接受暂退保证金的各旅行社应在 2022 年 2 月 5 日前将本次暂退的保证金如数交还。 3、自本通知印发之日起，一个月之内完成暂退保证金工作。
2020 年 2 月 25 日	《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》	1、景区开放总体要求，不搞“一刀切”，疫情高风险地区暂缓开放旅游景区，**中低风险地区由当地党委政府决定**。 2、加强景区员工的健康和检测，实行“一进一测一登记”制度，加强景区员工管理。 3、做好景区公共卫生和场馆防控，实施分区域开放，做好医疗服务以及效度工作。 4、强化景区游览管理，严格控制客流量，推行预约制度，做好科学分流工作。 5、及时有效迟滞异常情况，加强沟通和应对。
2020 年 2 月 27 日	《文化和旅游部办公厅关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》	1、深刻认识到在疫情期间保持导游队伍稳定的重要性。 2、加强疫情期间导游人员权益保护工作，非因法定事由不得提前解除与导游签订的劳动合同。 3、开展线上免费培训，充分利用疫情期间待岗的契机。 4、免除地区和相关组织**注册导游 2020 年全年年费**。 5、加强对导游人员思想动态的了解，做好心理疏导工作，提供必要帮扶。
2020 年 4 月 13 日	《文化和旅游部 国家卫生健康委关于做好旅游景区疫情防控和安全有序开放工作的通知》	1、坚持防控为先，实行限量开放。只开放室外区域，室内场所暂不开放，景区接待游客量**不得超过最大承载量的 30%**。 2、强化组织管理，严防人员聚集，并加强规范游览秩序，配套使用健康码等手段，设置专人进行疏导。 3、做好宣传引导、落实责任分工，帮助游客增加自我防护的意识，落实安全责任事故的处理机制。
2020 年 7 月 14 日	《文化和旅游部办公厅关于推进旅游企业扩大复工复业有关事项的通知》	1、**恢复跨省团队旅游**，各地在做好疫情防控工作的前提下，经当地党委、政府同意后，可恢复团队旅游及“机票+酒店”业务。 2、调整旅游景区限量措施。旅游景区要实施“限量、预约、错峰”要求，接待游客量由不得超过 30%**上调至 50%**，防控前提下开放室内场所。 3、持续做好游客的疫情防范工作，加强重点防控措施和汛期安全工作。
2020 年 9 月 18 日	《文化和旅游部资源开发司关于做好 2020 年国庆节、中秋节假期旅游景区开放管理工作的通知》	1、在切实做好疫情常态化防控前提下，有序推进秋冬季旅游景区开放管理，接待游客量**不超过最大承载量的 75%**。 2、开展督促检查，各地要总结“五一”、“端午”假期工作经验，按照“能约尽约”的原则，保障旅游秩序和安全。 3、明确国庆节、中秋节假期旅游景区工作联络机制，9 月 30 日至 10 月 8 日期间每天 17:00 前报送本地 5A 级景区游客接待情况。
2020 年 10 月 21 日	《文化和旅游部办公厅关于进一步加强秋冬季疫情防控工作的通知》	1、认真总结今年常态化疫情防控工作经验做法，统筹推进疫情防控和旅游业复工复产复业。 2、A 级景区、星级饭店、旅行社等完善常态化疫情防控，**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**。 3、完善应急处置、加强宣传培训、强化责任落实。

资料来源：国家文旅部，中银证券

5A 级景区进入高质发展阶段。我国 5A 级旅游景区是原国家旅游局对景区质量进行的等级划分中最高的等级，可以说荣获 5A 级景区评定在一定程度上可以理解为具有世界级旅游品质的认可，也是景区行业中最高的殊荣。景区等级划分评定的标准主要包含旅游六大要素以及对景区本身经营业绩、环境保护、社会影响等可持续发展因素的评定，因此景区的接待水平、景观质量、旅游氛围、游客评价均成为重要的评分标准。2012 年我国 5A 级景区数量为 144 家，到 2019 年增加到了 280 家，年均复合增速为 9.97%，2016 年至 2019 年的同比增速均低于年均复合增速，分别为 7.11%、9.73%、4.03%、8.53%。增速的下降不能完全归因为我国能够成为 5A 级旅游景区的候选越来越少，更重要的原因是文旅部对 5A 级景区的高质量发展要求更为严格所致。例如乔家大院、山海关、橘子洲、神龙峡等都因为安全隐患、欺客宰客、卫生环境差、设施不足等问题被摘牌，虽然部分景区在经过整改后重新获得评级，但文旅部对 5A 级景区高质发展监管的决心却得到印证。

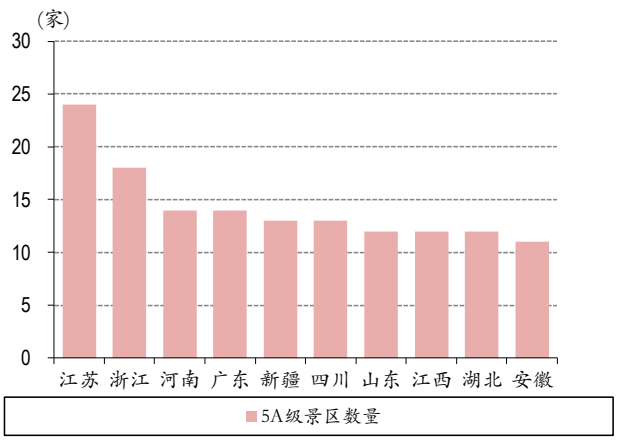
长三角地区 5A 级景区数量占比最多，地脉、文脉、人脉、商脉汇聚，博古阅今、资源丰富。从 5A 级景区数量分布上来看，江苏和浙江分别以 24 家和 18 家领先全国，安徽以 11 家的数量排名第十，若再加上上海的 3 家，整个长三角区域内 5A 及旅游景区数量为 56 家，占比全国 5A 级旅游景区的 20%。长三角区域中 5A 级旅游景区数量较多有多方面的原因，我们认为具有重要影响的有四大因素，即地脉、文脉、人脉、商脉。长三角区域与我国历史上的江南地区在地理概念上有相当部分的重合和延续，这里既拥有长江入海口的壮阔景观，又拥有富庶丰裕的平原，还拥有“七山一水两分田”的特点，多样的地貌特征造就了诸如黄山、九华山、茅山、普陀山、千岛湖等 5A 级景区。自古江南地区一直都是文人墨客向往之地，拥有中国历史上繁荣发达的文化教育体系，文征明、唐伯虎、鲁迅、徐志摩都是出生在江南之地。文人的不断涌现也逐渐形成了代代相传的文化积淀，也形成了具有较大影响力的文化脉络。江南地区从历史上就是我国经济发达之地，盐商、徽商以及现代的浙商都是代表，也因为当地的富裕修建了很多以园林、寺庙、古镇为代表的古迹景观。新中国成立后，长三角地区保持良好的经济发展态势，上海、苏州、南京、杭州已经成为国内外知名的现代化城市，古代江南的历史遗迹和现代化发展的建筑景观，形成了博古阅今的人文叠加自然的旅游资源。近些年，长三角区域内旅游景区逐步多元化，形成了主题公园、文旅小镇、康养地产、休闲度假、山水旅游、田园乡村等不同旅游业态的布局，其中不乏迪士尼、恐龙园、梦想小镇、荷兰花海、濮院、莫干山洋家乐、云上草原等新景区和目的地，进一步丰富了长三角地区的旅游资源。

图表 43. 历年来我国 5A 级景区数量



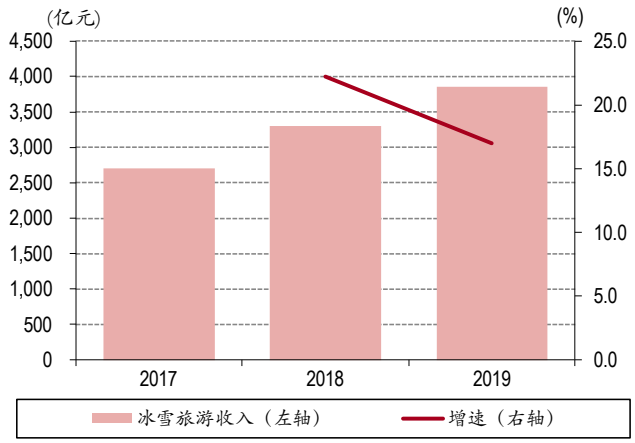
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 44. 2019 年 5A 级景区数量排行 TOP10



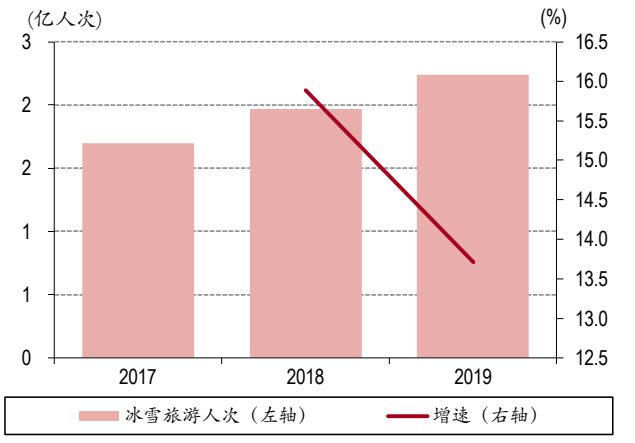
资料来源：艾媒咨询，中银证券

图表 45. 近年中国冰雪旅游收入



资料来源：中国旅游研究院，中银证券

图表 46. 近年中国冰雪旅游人数

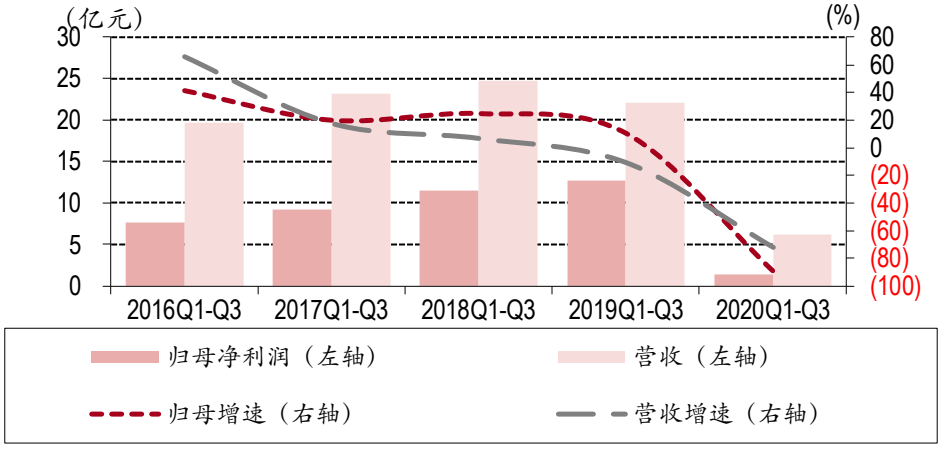


资料来源：中国旅游研究院，中银证券

传统景区在突出存量优势基础上，大力开发新的业务模式换取增量。一方面，随着 2022 年冬奥会的临近，我国近些年的冰雪旅游发展呈现出较快的增长趋势。从中国旅游研究院和携程共同发布的《中国冰雪旅游发展报告》近几年的数据显示，2019 年我国冰雪旅游收入达到 3,860 亿元人民币，同比增速为 16.97%；参加冰雪旅游人数约为 2.24 亿人次，增速达到 13.71%。从人均旅游消费来看，2018 年-2019 年我国冰雪旅游人均消费为 1,734 元，同时期我国国内旅游人均消费为 926 元，冰雪旅游人均消费是国内旅游人均消费的近 1.9 倍，“吸金”能力更强。随着冬季的到来，以及我国消费者在冰雪旅游、休闲、体育、度假等方面综合需求的提升，我国具有冰雪旅游优势以及在北京冬奥会比赛场地周边的景区将可能争取到更多的客流优势。另一方面，传统旅游景区在存量业务发展滞缓的情况下，不断寻求新的业务突破，一方面夜间旅游的兴起在一定程度上延长了景区的开放时间，同时也延长了游客在景区的停留时间，演艺、巡游、灯光秀、音乐会、休闲体育等新的业态被不断引入景区，游客得到了沉浸式的旅游体验，并且也增加了游客消费的机会。随着我国游客从大众纯观光旅游开始转向休闲和主题游，“一价全包”或者“一站式”旅游服务的需求不断增加，这种让游客能够获得身心放松体验的业态成为传统景区新的业务增长点。一价全包省去了游客自主拼接旅游要素的时间和精力，更重要的是景区能够将自身的业务结合起来进行打包销售，提升整体业务的营收能力。因此，对于在业务层面具有创新精神的旅游景区，我们建议持续关注。

4.2：宋城演艺：演艺龙头，恢复持续改善，增量项目将成为业绩亮点

图表 47. 宋城演艺前三季度收入利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

受疫情影响公司营业收入同比下降明显，但环比数据持续改善。从公司发布的 2020 年第三季度报告的数据来看，前三季度公司营业总收入为 6.19 亿元，同比下降 71.96%；归母净利润为 1.34 亿元，同比下降 89.47%，下降幅度明显。前三季度下降的主要原因系受到疫情的影响，公司旗下的景区从 2020 年 1 月 24 日暂停运营，直到 2020 年 6 月 12 日开始恢复，导致上半年的经营业绩下滑较大。单从 20Q3 的数据来看，公司创收 3.36 亿元，同比下滑 57.45%；归母净利润为 0.94 亿元，同比下滑 80.64%，环比改善较为明显，改善的主要动力来自于演艺项目的恢复。随着国庆、中秋营收和入园人次的回暖，公司业绩在第四季度有望得到持续的改善和提升。

图表 48. 宋城演艺园区复园时间

园区名	闭园时间	复（开）园时间
长沙宁乡千古情	2020 年 1 月 24 日	2020 年 5 月 15 日
宜春明月千古情	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
杭州宋城千古情景区	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
三亚千古情景区	2020 年 1 月 25 日	2020 年 6 月 12 日
丽江千古情景区	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
九寨千古情景区	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
张家界千古情景区	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
桂林千古情景区	2020 年 1 月 24 日	2020 年 6 月 12 日
西安千古情景区	-	2020 年 6 月 22 日
郑州皇帝千古情景区	-	2020 年 9 月 19 日

资料来源：公司官网，中银证券

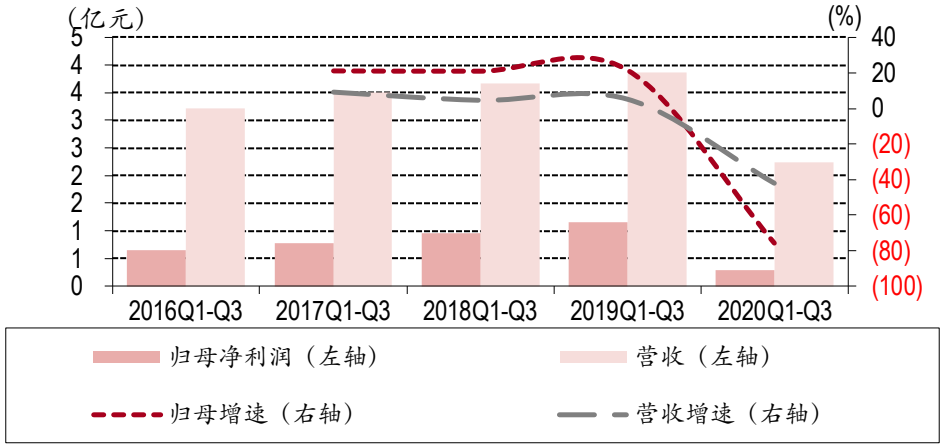
存量演艺项目恢复势头良好，增量演艺项目未来预计能够按期落地。公司位于杭州的大本营因为基数较高，恢复速度相对较缓，但三亚千古情、丽江千古情等随着散客出游和定制团出游的比例在疫情期间的提升，恢复速度相对更好，同时也创造了公司旗下景区入园散客比例的新高。根据公司官网信息，国庆、中秋假期收入超过 1 亿元，各景区合计接待游客量同比恢复 91.45%，“千古情”演艺演出 301 场，同比增长 11.48%，预期 20Q4 公司业绩会继续改善。公司存量演艺项目已于 6 月 12 日集中开园，公司重点打造的西安项目已于 6 月 22 日开业；黄帝千古情业在 9 月 19 日在新郑开业首演，开园后均获得市场的好评，其中新郑项目 10 月 3 日一天上演 8 场千古情。10 月 4 日西安千古情一天上演 6 场；上海项目预计能够在 2021 年上半年开业，延安千古情项目也已签订，其他项目也在稳步推进中。

公司专注夜间旅游和沉浸式旅游需求变化，中长期演艺业务将稳步发展。公司在文旅部旅游恢复文件颁布后，积极应对游客旅游旅游需求变化的趋势，着力发展夜间旅游演艺、提升旅游演艺的呈现方式，实现了对夜间旅游需求、沉浸式旅游体验的产品供给改革。同时，随着主题式旅游的兴起，公司国庆期间在杭州宋城演艺王国举办的“万人同唱一首歌，为祖国献礼”大型活动、天灯节秋季主题活动、各类音乐会等，收获市场的良好反响。证明公司在内容输出方面的创新收到一定成效，从散客接待量创历史新高就可以看出公司对文旅市场需求变化的精准应对。中长期看，随着旅游市场细分更加碎片化，公司应对市场变化的创新预计会持续发力，在稳固旅游演艺业绩的前提下，公司演艺王国发展战略有望稳步推进。

4.3：天目湖：迎合文旅消费变化趋势，突出旅游休闲度假属性

短期业绩受疫情影响明显，环比修复改善明显。公司 2020 年前三季度录得营业收入为 2.24 亿元，同比下降 42.13%；归母净利润为 0.28 亿元，同比下滑 75.85%；单三季度录得营业收入为 1.23 亿元，同比下降 26.23%，环比二季度，归母净利润 0.38 亿元，同比下降 37.42%，环比二季度数据降幅同样收窄。2020 年前三季度销售费用率、管理费用率分别为 14.73%、21.43%，同比分别上升 4.14pct、7.48pct。公司在疫情期间对相关费用和成本的管控较好，出现费用率同比提升的主要原因还是疫情引起的营收方面的下降所致，预计 20Q4 随着国内旅游进一步恢复，出游人次进一步提升，公司业绩将能够继续保持稳定的恢复态势。

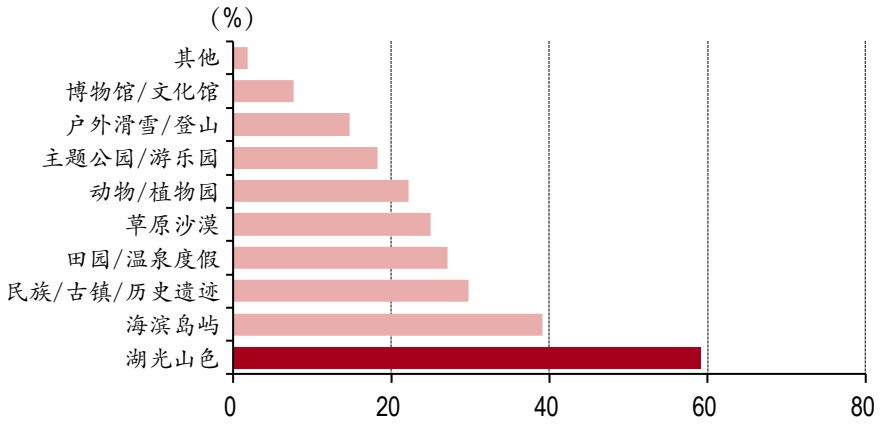
图表 49. 天目湖前三季度收入利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

复园以来新项目有序推进增加旅游业态，叠加不同节点主题活动双引擎吸引客流。公司于 2020 年 3 月 20 日恢复景区运营，由于其主要为室外景点和山水旅游资源的特点，复园时间早于室内场所较多的人工景区。复园后，江苏省文旅厅征集疫情后旅游精品路线促进景区和旅行社的恢复，公司“‘天目湖润肺养心之旅’溧阳 3 日游”入选了 30 条旅游精品线路，体现了公司旅游产品设计和组合方面的实力。自园区恢复运营以来，公司对景区内的旅游业态进行提升，华东最大纯锂电池新能源船“山水绿源号”的下水标志着公司对景区环保的践行；“美音号”电动帆船的试航将为后续“旅游+体育”的业态创新定下基调，未来水上体育赛事和休闲体验预计将能够丰富公司的旅游产品；据驴妈妈发布的《2019 温泉旅游消费趋势报告》显示，天目湖御水温泉是 2019 年国排名第一的最受欢迎的温泉景区，并且御水温泉二期项目竹溪谷野奢酒店 120 间客房已于 9 月 28 日开业，迎合了国庆、中秋双节的出游需求，以及提前做好了应对冬季景区淡季的准备；南山竹海二期索道项目预计在年内能够落地，能够将运力提升至 1500 人/小时，预计能在解决高峰时期客流拥堵的同时，增加景区的项目收入。公司在园区恢复后同样注重利用不同时间节点来打造主题活动。公司于 5 月份组织“天目新闻长三角拍客大会·溧阳天目湖站”活动，利用短视频和 KOL 效应向市场广泛宣传和推广天景区恢复后的有序状态和秀美景色；在夏季适时推出具有南山竹海 IP 的“南山一支笋”冰淇淋，显示景区在文创方面的创意和创新，以及择时发布新品的能力；8 月 1 日结合大熊猫星安的生日，策划熊猫主题和红色主题系列活动，持续推动主题旅游产品的丰富度；10 月 25 日组织“2020 中国·溧阳南山竹海长寿文化节暨万名老人游南山系列活动”，在宣传中华民族传统美德的同时，将溧阳“中国长寿之乡”、“世界长寿之乡”的城市名片与天目湖长寿文化节 IP 结合，将传统体育、美食佳肴、传统节庆、民俗康养等文化植入活动，形成引流的新动力。

图表 50. 2020 年疫情后游客选择景区偏好



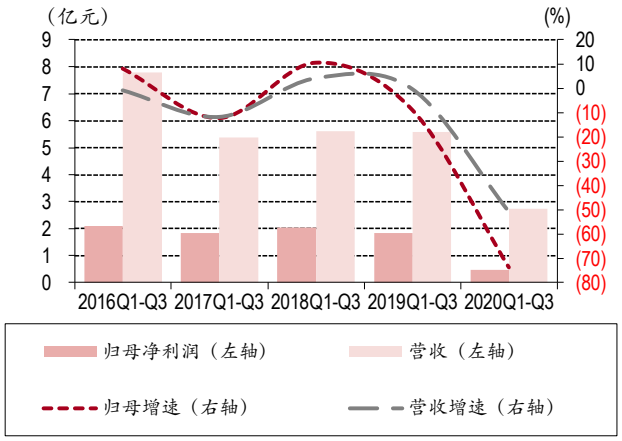
资料来源：艾媒咨询，中银证券

疫情后游客出游偏好改变，利好自然风光类景区的有序恢复，内生：做好天目湖，外延：全国复制。一方面，根据爱美咨询调查数据显示，疫情后国内游客在选择景区的偏好程度发生一定改变，其中最为明显的是有达到 59.1%的游客倾向于选择湖光山色类的景区，有达到 39.1%的游客倾向于选择海滨岛屿类的景区进行游玩。可以看出，疫情在一定程度上影响了我国居民出游的偏好，由于我国居民更加重视旅游目的地的安全性和健康属性，郊野空旷并且空气流通相对较好的自然类景区受到青睐。公司本身就是依托天目湖、南山竹海等自然旅游资源进行产品的开发和景区的运营，能够满足游客健康和卫生需求，预计游客恢复速度能够达到预期。另一方面，公司高层在 2020 中国文旅上市公司峰会上表示，将会在全国把天目湖“一站式旅游休闲度假目的地”模式进行复制，未来将考虑在全国布局 3 至 5 个项目。溧阳天目湖已经在不断完善景区的度假属性和项目业态，但单一景区能够带来的利润规模相对较小（2019 年归母净利润 1.24 亿），未来如果能够按照公司高层表示在全国范围内进行复制的话，公司可能将继乌镇陈向宏团队后，又一次实现景区开发、规划、管理、运营的轻、重资产结合的扩张。公司 2020 年前三季度期末现金及现金等价物余额为 5.08 亿元，主要为收到可转债募集资金增加所致，中长期看公司稳定的现金流能够保障天护目以及未来项目的运营和投入，未来的规模效应值得市场期待。

4.4：丽江股份：主营业务复苏节奏加快，多元业务发展助力版图扩张

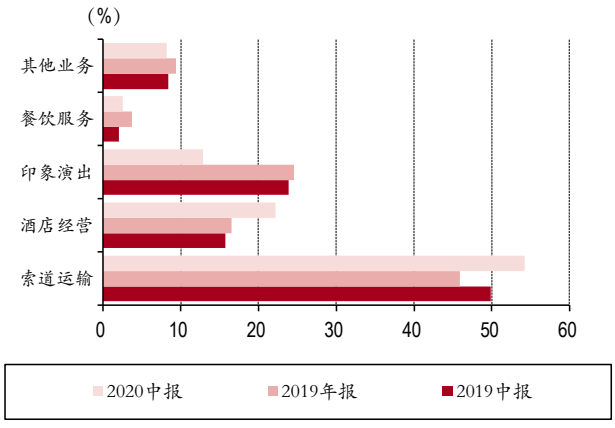
三季度公司利润扭亏为盈，业绩恢复稳步推进。2020 年疫情对公司的影响较为明显，上半年公司营业收入仅为 0.95 万元，同比下降 70.27%，归母净利润更是录得负值，为-0.24 亿元。公司 2020 年 1 月 25 日关闭玉龙雪山景区，印象演艺项目于 1 月 24 日停演，餐饮、酒店也于 1 月下旬暂停运营。在疫情得到一定控制后，公司于 2020 年 2 月 20 日逐步分批次恢复游客接待工作，酒店项目、观光车项目、餐饮项目、索道项目基本上于 2 月底前恢复。2020 年 5 月 21 日印象丽江演艺项目恢复接待游客，标志着公司业务全部恢复营业。随后受到 2020 年 9 月瑞丽疫情事件的印象，公司的业务恢复速度受到一定影响，但在疫情得到全面控制后，业绩恢复重回轨道。从三季报的数据来看，公司营业收入 2.74 亿元，同比降低50.96%，归母净利润录得0.48亿元，年内首次扭亏为盈实现增长，但同比仍下降73.75%。10 月 28 日回答投资者提问显示，三季度公司三条索道合计接待 120 余万人次，同比下降 24%，印象演艺接待 31 万人次，同比下降 4.8%；酒店业务收入 4,800 余万元，同比增长 14%。

图表 51. 丽江股份前三季度业务数据对比



资料来源：公司公告，中银证券

图表 52. 公司主营业务收入占比对比



资料来源：公司公告，中银证券

重点业务占比具有显著提升，政策逐步放开，演艺项目恢复有望助力业绩增长。丽江股份主要的营业收入来自于索道运输、酒店经营、印象演出、餐饮服务以及其他业务。从最近三份披露营收占比公告的数据显示，2020 年上半年，公司索道运输业务营收占比为 54.21%，同比增长 4.32pct，说明公司重新营业后索道的恢复速度较快，也印证了之前我们对疫情后游客偏好自然景区的论述。值得注意的是公司酒店经营业务占 20H1 营收的 22.23%，同比增加了 6.49pct。酒店和索道的收入占比提升，一方面说明了公司接待的游客在景区的内消费属性较高，游客更愿意在景区停留较长的时间来提升旅游体验；另一方面，虽然公司酒店经营方面主要选择的是委托管理模式，但酒店营收占比提升能够释放出更多的旅游需求，毕竟住店客人在异地场景中容易产生更多的消费机会。20H1 印象丽江演艺项目营收占比为 12.9%，同比下降了 10.95pct，曾经公司营收贡献第二大的业务由于文旅部的相关政策和规定恢复速度明显低于其他重点业务，但考虑疫情持续向好的基本面，未来演艺项目仍会是公司业绩增长的重要引擎。

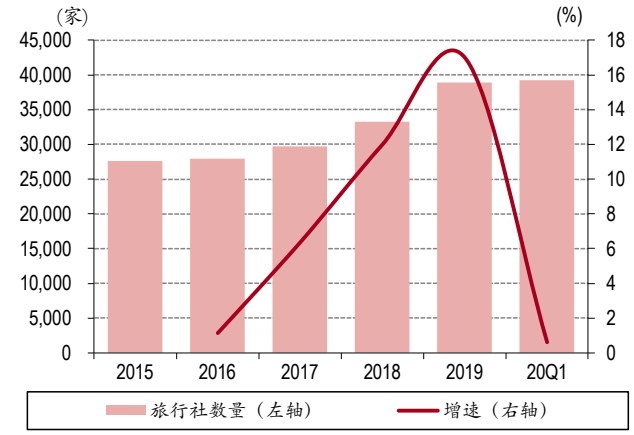
全省“智慧旅游”布局逐步深入，公司有序扩容经营版图，中长期利好公司发展。云南省是我国著名的旅游大省，也是我国旅游业发展较早的省份，依托其独特的地理环境、少数民族文化、气候条件逐渐成为国内外游客向往的旅游目的地。但前几年的旅游乱象频发，让云南多年积累的旅游形象和各地旅游名片都遭受到不同程度的破坏。一方面相关部门出台政策和加紧监管，结合新《旅游法》来严厉打击不法商家和从业人员；另一方面积极与腾讯合作的“一部手机游云南”丰富了游客在当地出行，二者正面影响的叠加，也将云南旅游发展拉回正轨。公司主要业务均位于云南旅游重点城市，近些年智慧旅游的发展也为公司带来正面的外部环境。公司在稳定发展存量业务的同时，积极扩张在云南的经营版图。2020 年 8 月，公司摩梭小镇寻云度假酒店暨假日酒店开工仪式成功举行，标志着公司作为丽江区域内重要的文旅上市公司，利用自身的资源优势和发展经验，助力丽江全域旅游的整体发展。更为重要的是，占地 4.17 公顷的摩梭小镇项目将有 216 间客房和配套公共设施，建成后将能够提升公司酒店业务的营收，同时也将弥补摩梭丽江泸沽湖景区国际品牌酒店的空白，助力景区 5A 级的申请。 迪庆月光城项目和摩梭小镇项目可以看做是公司为云南旅游发展做出的贡献，也是增加公司在省内创收能力的举措，中长期看，公司业绩有望收获新的增长点。

5、旅行社：受疫情冲击，今年“熬”、明年“活”、后年“火”

5.1：疫情后旅行社恢复情况：传统旅行社面临竞争和挑战

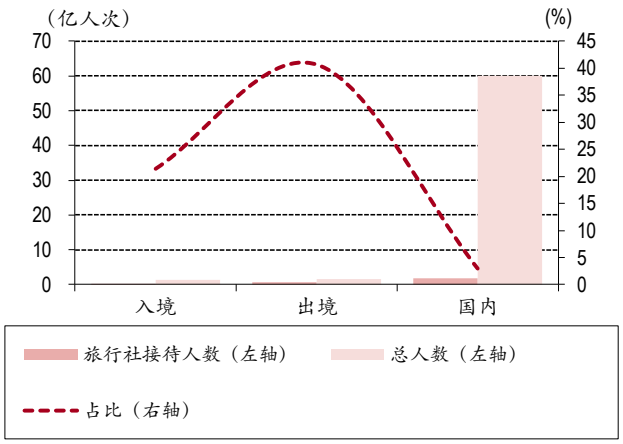
旅行社作为旅游行业中较为传统的存在，在我国 OTA 大行其道之日起，市场份额逐步下降，再叠加上半年疫情的影响，传统旅行社业绩受到冲击较大。今年上半年国家文旅部始终没有通知放开跨省团队旅游和“机票+酒店”业务，造成以组团、地接业务为主的传统旅行社举步维艰。直至今年下半年，文旅部通知恢复跨省旅游积极团队业务，旅行社的恢复才逐渐步入正轨。疫情期间，不少旅行社宣布停工停产，取而代之的是利用疫情造成的停摆加强员工的内部培训，以此来达到“修炼内功”提升员工业务水平的目的。但根据对行业的观察和调研，国内不少旅行社在疫情最严重时采取了给员工发放当地最低工资的措施来求生存，后续随着团队和跨省旅游的恢复，逐渐将员工薪酬恢复。由于现阶段国家文旅部仍没有放开出入境旅游的通知出台，作为旅行社毛利较高的出境游业务仍不能恢复，预计旅行社业绩的恢复仍存在压力。对于旅行社行业而言，能否想方设法挺过今年疫情带来的行业寒冬至关重要，只有经受住特殊情况洗礼的企业，未来才能有发展的可能。借用文旅专家魏小安的话，“今年，熬。明年，活。后年，火。”

图表 53. 中国旅行社数量变化趋势



资料来源：文旅部，中银证券

图表 54. 旅行社接待/组织游客人次占比总旅游人次



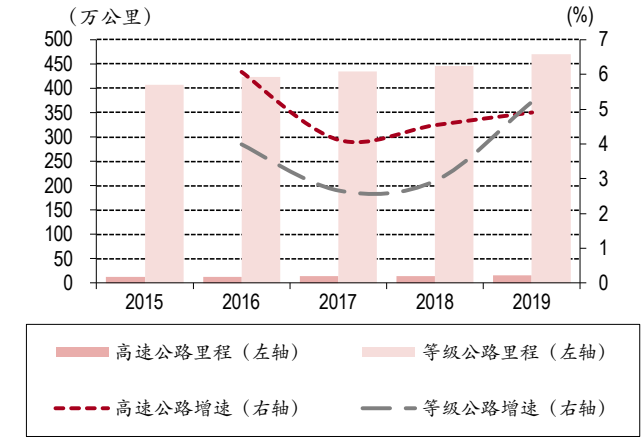
资料来源：文旅部，中银证券

疫情前，旅行社数量不断增加，今年上半年旅行社受到较为严重的影响。2015 年至 2019 年我国旅行社数量从 27621 家增长到 38943 家，年均复合增速为 9.14%，我国传统旅行社在经历和 OTA 业务竞争后实现初步的优胜劣汰，从 2017 年开始恢复比较可观的增长。其中值得注意的是，旅行社在 2019 年以前的增速持续增加不仅有传统旅行社自身的规模扩张，同样也有诸如携程等 OTA 企业开始向三四线城市下沉布局线下旅行社门店的贡献，总体来看旅行社行业保持了门店数增长态势。但受到今年疫情的影响，根据文旅部统计显示，20Q1 我国旅行社数量为 39,187 家，较去年期末同比增长 0.63%。当然，20Q1 的数据不能代表 2020 年旅行社全年的数量规模，但是可以预测的是，疫情确实影响了我国旅行社行业的发展。根据环球旅讯消息，天眼查显示我国 20H1 共新增 5,500 家旅行社相关企业，截至 7 月，共有超过 8,000 家旅行社相关企业注销或吊销，说明疫情对旅行社行业的影响颇大，不少旅行社因为扛不住疫情带来的业绩寒冬，暂时退出了市场。

疫情后，传统旅行社缓慢复苏，OTA 补贴更加剧市场竞争。据国家文旅部数据显示，截至 2020 年 9 月，全国已复工复产的旅行社为 296,694 家，占全国现有旅行社总量的 75.72%，其中组团旅游恢复去年同期 40%，在线旅游企业订单恢复至去年同期四成。根据环球旅讯报道，2020 年国庆、中秋长假期间，春秋旅游、稻草人、新景界等旅行社的业绩恢复均在 7 成至 8 成左右，组团业务占比均出现一定的下降，团队的主要出行方式以私家团、小包团、定制团为主。但中国旅游研究院院长戴斌就福州黄金周期间接待 502 万游客，旅行社组织出游比例不到 2%的数据给出了“一个去旅行社中心化的大众旅游时代正在到来”的判断。“去旅行社中心化”在国内旅游市场更为显著。2019 年，我国国内旅游出游人次达到 60.06 亿，依靠旅行社组织在国内出游的人次仅为 1.76 亿，占国内游总出游人次的 2.93%。相较于入境和出境游旅行社组织人数占比 21.38%和 40.65%的数据，国内游旅行社组织人数占比较低。一方面，国内旅游不存在语言和文字方面的问题，自由行的出游比例预计会越来越高；另一方面，2020 年飞猪、携程、同程为代表的黄金周旅游补贴和促销计划覆盖了酒店、机票、餐饮、门票等重要旅游环节，相较之下旅行社不仅很难在黄金周中获得更多的恢复动力，反观只能更多地依靠门店客人和老年团、低价团来保证量的恢复。

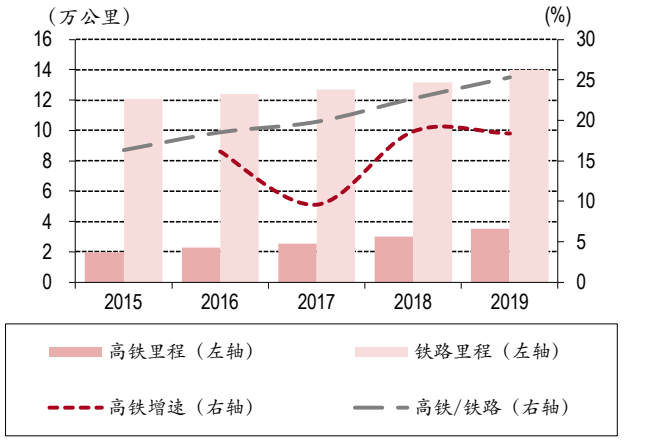
公路、铁路的完善及疫情后的卫生需求，提振自由行出游比例。2019 年我国高速公路、高铁总里程分别达到 14.96 万公里、3.54 万公里，二者均位列世界第一。我国等级公路在 2019 年达到 469.87 万公里，同时高铁里程占比铁路总里程从 2015 年的 16.36%提升至 25.30%。我国高速、铁路里程不断增加，提升了国内运输效率，也进一步缩短了本地到异地的时间，提升了“3 小时旅游圈”游客出游自由行的比例。我国等级公路里程数的增加，以及“县县通高速、村村通公路”不断完善，解决了原本不少自然类景区通达性较差的痛点。随着线上旅游产品价格越来越透明，以及原本需要参加旅行社组团包车旅游解决到景区“最后一公里”问题的逐步解决，现在游客自己就能轻松地完成自助旅行，对旅行社的需求可能进一步下降。高铁线路和运力的完善与提升，同样也增加了游客的出游方式，尤其方便了自由行游客的出游和游线规划。此外，较为特殊的是旅行社很难以“切机票”的模式来获取便宜的高铁票，因此高铁班业务对于传统旅行社而言成本偏高，故高铁线路的完善也促进了自由行出游比例的提升。携程发布的《2020 下半年旅游意愿调查报告》显示，有 61.5%的被调查游客表示 2020 年下半年会选择自由行的方式出游，其主要的影响因素就是出于对自由行卫生情况可控、私密性强、安全性高等因素的考虑。综合判断，旅游产品透明度提升、出行工具可选择度提高、疫情后对卫生的重视、深度体验游需求增加等因素叠加，自由行出游比例预计将稳步提升。

图表 55. 中国高速公路、等级公路里程数



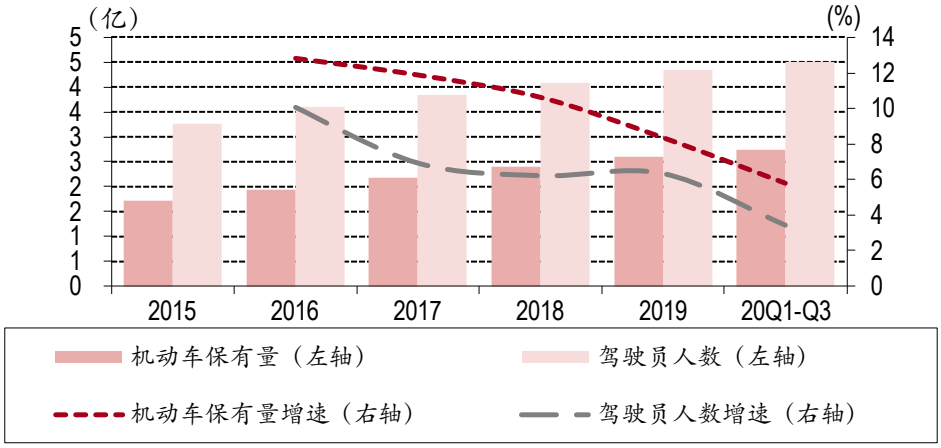
资料来源：万得，中银证券

图表 56. 中国高铁、铁路营业里程数及占比



资料来源：万得，中银证券

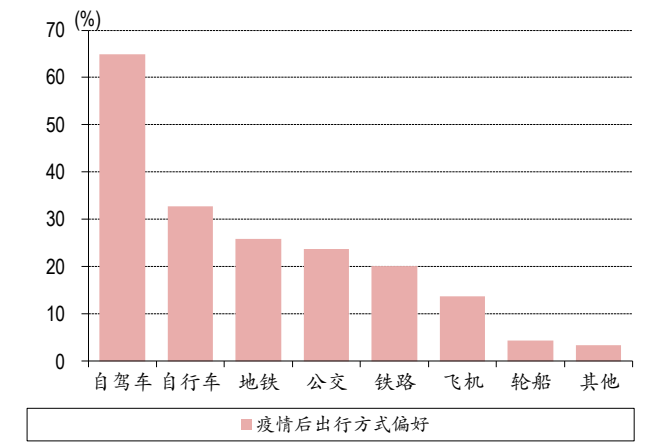
图表 57. 中国机动车保有量及驾驶员人数



资料来源：万得，中银证券

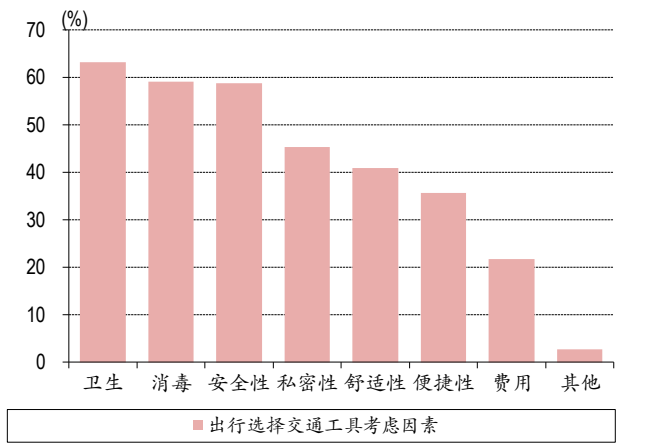
汽车保有量、驾驶员人数是产生自驾游的基础，疫情后选择自驾出行偏好较高。2020 年前三季度，我国汽车保有量达到 2.75 亿辆，驾驶员人数达到 4.5 亿人。汽车保有量在近些年的不断增加一方面反映了我国经济发展和国人在可选消费领域的花费提升，另一方面也是我国等级公路、高速公路建设不断完善引起的必然结果。2020 年前三季度驾照拥有人数是汽车保有量的约 1.63 倍，说明我国仍存在一部分拥有驾照但没有私家车的群体存在，这类群体本质上就是日常租车、出行租车的重要目标客群，可以说汽车保有量和驾驶员人数的增加是自驾车出行的重要基础。据艾瑞咨询对国人后疫情时代出行交通工具选择偏好的调查显示，有达到 64.9%的受访者将自驾车列为出行交通工具的首选，并且铁路、飞机、轮船等传统出行交通工具的被访者选择偏好仅为 20.1%、13.7%、4.3%。选择自驾车出行偏好的增多不仅说明我们上述提到的选择自由行旅游的比例增多，更显示了后疫情时代国人在出行时选择交通工具考虑因素的变化。调查显示，卫生情况（63.3%）、消毒情况（59.2%）、安全性（45.3%）是选择出行交通工具首要考虑的三个因素，说明被访者对疫情的影响仍存一定担心，尽量能够选择同行人数较少、防疫手段较好的交通工具出行；在疫情后的一段时间内，费用（21.8%）并不是影响人们选择出行工具的重要因素，毕竟在特殊时期保障自己的人身安全应该是最为重要的考虑因素。

图表 58. 后疫情时代游客出行交通工具选择偏好



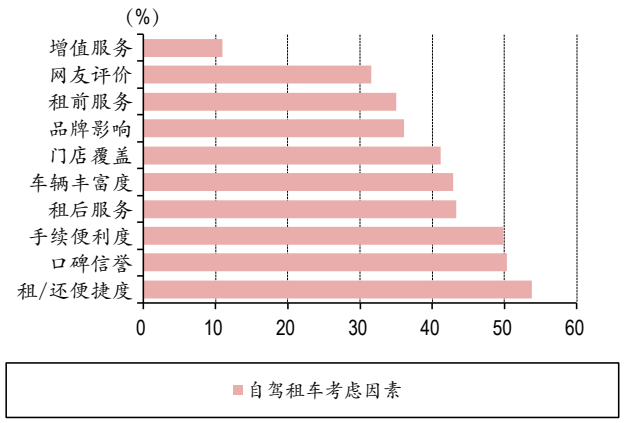
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 59. 后疫情时代游客出行交通工具选择影响要素



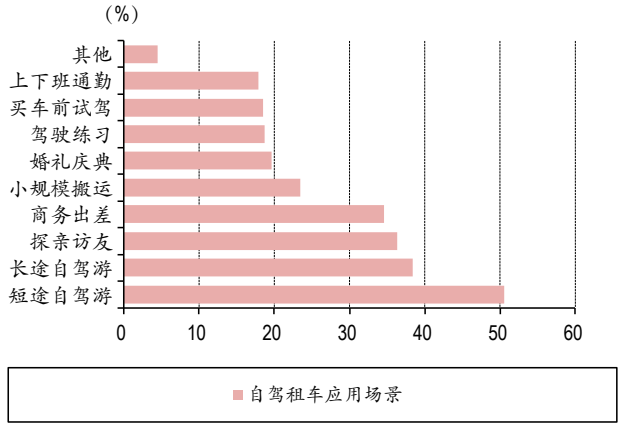
资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 60. 2020 年中国自驾租车用户考虑因素



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

图表 61. 2020 年中国自驾租车应用场景



资料来源：艾瑞咨询，中银证券

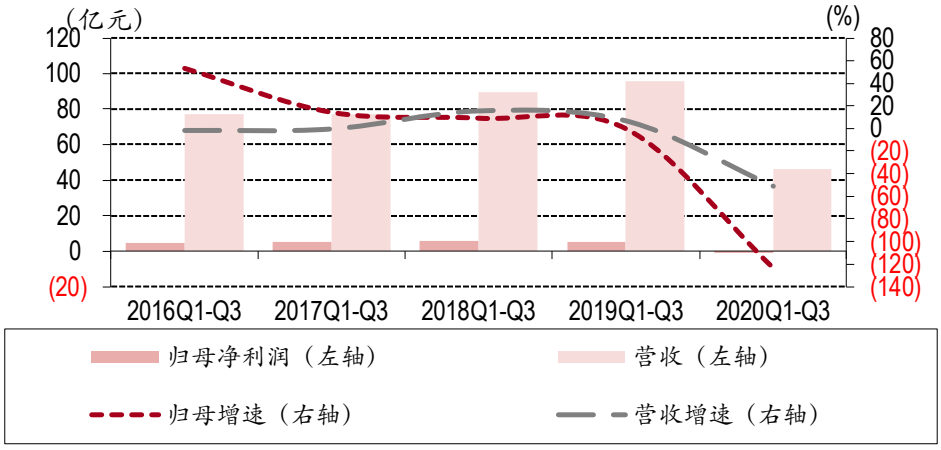
租车渠道仍以租车平台为主，服务完善度决定用户选择，应用场景多为自驾旅游。根据艾瑞咨询调研显示，2020 年中国自驾租车渠道主要分为租车平台预订（神州、一嗨）、第三方平台（飞猪、携程）预订、电话预订、门店预订等，其中租车平台渠道占比最高，达到 55.1%。从影响租车用户考虑因素上来看，租换车的便捷程度、品牌口碑、手续便利、租后服务、车辆选择度、门店覆盖量等是排名靠前的影响因素。反映出租车用户对商家租车服务本身以及增值服务的现实需求，越便捷、越完善的租车流程和保障体系是吸引用户租车的重要基础。此外，租车用户自驾场景中短途自驾游和长途自驾游的占比最高，分别达到 50.6%、38.4%，探亲访友、商务出差占比也达到了 36.5%、34.6%。可以看出，用户租车最为常见的就是自驾旅游，进一步说明在国内旅游市场逐步恢复的前提下，自驾出游更能够满足人们舒适、灵活、卫生、安全的出游需求。

因此，在自驾游出行意愿提升、自由行出游偏好增加等疫情后出游方式改变的情况下，旅行社在业务和产品层面的创新就显得尤为重要。

5.2：中青旅：老牌旅游央企，乌镇、古北水镇成为转型的重点

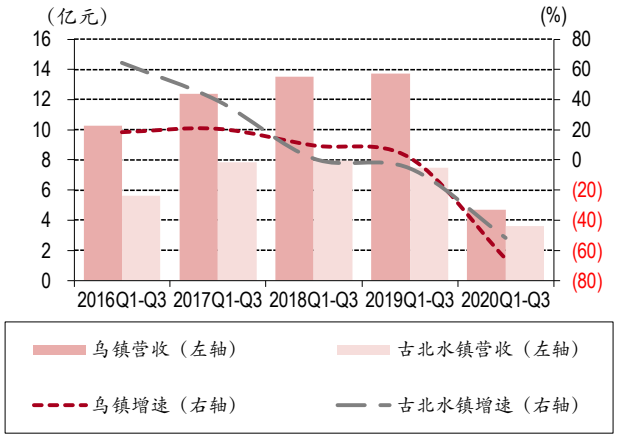
受疫情影响 2020 前三季度收入利润下滑明显，“旅游+”业态创新利于业绩产生规模效应。2020 年疫情爆发影响公司的营收的利润，2020 年前三季度数据显示，公司营收 46.47 亿元，同比下降 51.31%，归母净利润亏损 1.28 亿元，同比下降 123.47%。其中，20Q3 实现营收 20.92 亿元，同比下降 43.34%，归母净利润 2,900 万元，同比下降 82.17%，降幅较 20Q2 有所收窄。2020 年上半年，由于国家文旅部景区接待指引政策出台的原因以及疫情的影响，公司主要业务中的旅游产品服务、会展服务、景区经营、酒店等营收占比均出现不同程度的下降，导致公司整体营收同比出现较大的下降。公司作为 A 股中第一家上市的旅行社类企业，在金融控股集团的背景优势下，经过多年的沉淀已经将“旅游+”融合新业态进行积极布局和创新，围绕公司旅游的核心属性，进行文旅融合的充分发展。业务属性的明确，以及围绕旅游的业态创新和布局，预计将能够为公司的恢复提供动力。

图表 62. 中青旅前三季度收入利润变化



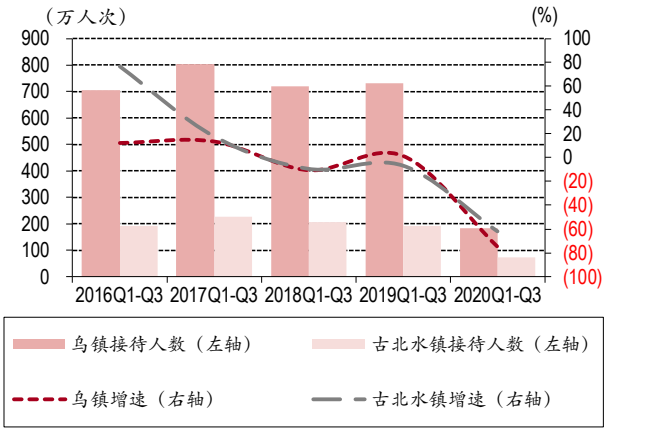
资料来源：公司公告，中银证券

图表 63. 前三季度中青旅旗下景区营收情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 64. 前三季度中青旅旗下景区接待人数情况



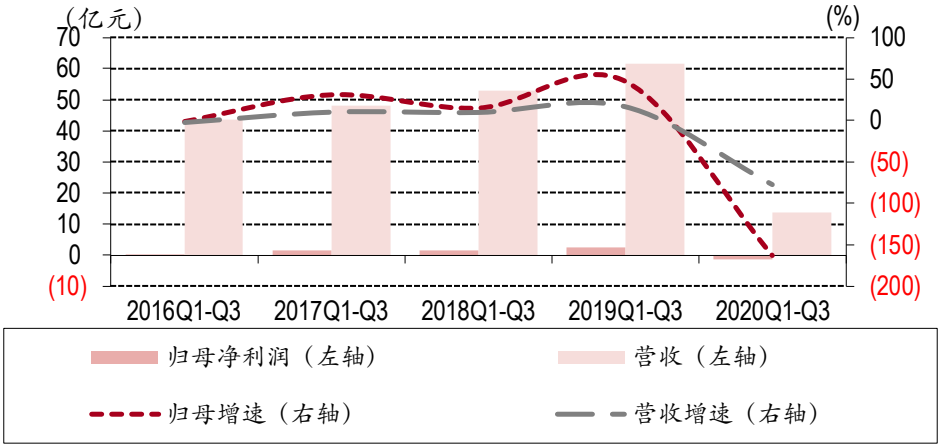
资料来源：公司公告，中银证券

景区业务环比改善明显，境外疫情反复利于公司旗下景区业绩的进一步复苏。2006 年公司增资控股乌镇旅游开发有限公司，2010 年公司股东大会审议通过与北京密云县合作共同开发古北水镇国际旅游综合度假区开发项目，作为传统旅行社，公司较早在景区业务进行布局。公司在利用旅行社引流能力的同时，大力发展景区接待业务，实现了向产业链上游的扩张。在两个重点旅游目的地不断发展的前提下，公司景区业务一直保持了 80%左右的毛利率（2020 年受疫情影响除外），业务营收占比也从 2007 年的 4.6%，提升到了 2019 年的 12.5%。虽然 2020 年前三季度乌镇和古北水镇在营收和接待人数上出现了同比明显的下滑，但单季度环比看景区业绩在不断地回升，其中 20Q3 环比下降幅度明显收窄。乌镇 20Q1/20Q2/20Q3 接待游客数量分别下降 82.97%/83.78%/61.73%，营业收入分别下降 78.99%/77.13%45.36%；古北水镇游客接待量分别下降 78.15%/74.14%/45.96%，营业收入下降 68.65%/71.18%/27.86%。乌镇在公司战略指引和陈向宏团队不断地努力下，将互联网大会、艺术节等重要节庆发展成为景区重要的 IP，既能保证持续吸引客流的能力，又能增加景区业态的创新，实现良性的发展。古北水镇随着开发进程的不断深入，以及乌镇团队持续地运营管理，随着密云交通的改善、北京环球影城和冬奥会对引流方面的利好，古北水镇有望实现业绩的进一步增长。整体来看，境外疫情的反复，文旅部暂时不会全面放开出入境旅游，乌镇、古北水镇等作为国内知名景区，区位优势上佳，产品创新符合文旅需求趋势变化，节事节庆策划举办市场接受度高，预计未来能够继续成为公司业绩的稳定增长点。

坚定发展旅行社业务，疫情期间多元业务展现出一定的抗压能力。疫情出现后，公司旅行社业务以及旅游产品的销售均出现较大幅度的下降，但随着省内旅游、跨省旅游、“机票+酒店”政策的逐步放开，公司转型聚焦国内旅游业务来应对疫情带来的压力。2020 年，众多国内旅行社被迫只能聚焦国内旅游产品和服务，其中也包括原来主要做出入境旅游的公司，这在一定程度上加剧了市场的竞争。但公司在确保出游客人安全出行的前提下，迎合市场小包团、私家旅游出行需求的提升，不断推进资源的深挖和产品的迭代，将定制游市场及产品作为重要抓手，主推房车游、红色旅游、深度游等产品，旅行社业绩逐步复苏。近期，公司投资者调研纪要显示，近年来旅行社业务中出境旅游和签证业务发展良好，总体业务减亏情况良好，虽然疫情影响业绩表现，但暂时没有考虑剥离旅行社业务。说明公司管理层仍看好近些年来表现较好的出境游，并且认可旅行社对公司品牌以及其他业务领域拓展等方面带来的积极作用。疫情期间，公司在整合营销、IT 产品销售与技术服务、物业租赁等业务方面的表现较好，在一定程度上体现了公司业务多元化在特殊时期中的抗压能力。整合营销利用“博联云+”数字营销等线上线下解决方案，积极推动文旅整合营销和会展业务，连续获得高度的评价和赞扬；IT 技术服务方面整体营业收入实现了疫情期间的逆增长，同比增速 14.70%，凸显公司文旅科技长期投入和积累的重要作用；中青旅大厦物业为公司在疫情间提供了稳定的现金流支撑。预计公司整体业务长期向好前景乐观，随着未来出境旅游的恢复，公司业绩将逐步重回正轨。

5.3：岭南控股：商旅业务仍是重要发展引擎，自有和管理酒店逐步复苏

图表 65. 岭南控股前三季度收入利润变化

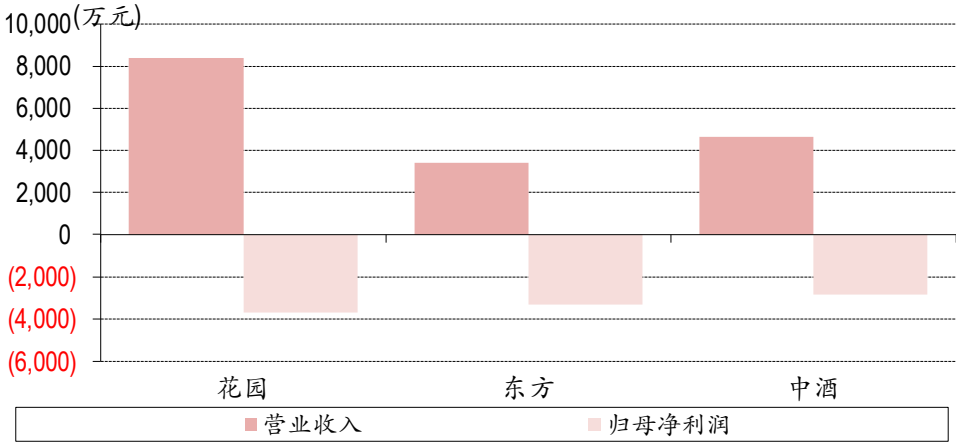


资料来源：公司公告，中银证券

受疫情影响，公司商旅业务承压较大，国内旅游恢复后业绩有一定起色。2020 年 1 月 27 日，文旅部紧急叫停国内团队旅游、“机票+酒店”以及出入境旅游业务，作为公司占整体营业收入最大的商旅服务业务（20H1 占比 74.88%，2019 占比 86.60%）受到疫情带来的影响较大，导致公司 2020 年前三季度营收约 13.86 亿元，同比大幅下降 161.11%，归母净利润转盈为亏损 1.49 亿元，同比下乡 162.80%。20Q3 公司实现营收 5.73 亿元、归母净利润亏损 0.13 亿元，同比分别下降 76.94%、122.64%，环比 20Q2 公司分别增长 306.88%、82.53%，下降幅度环比大幅收窄。在文旅部恢复跨省旅游和“机票+酒店”后，公司将多年从事旅游服务积累的国内旅游资源进行重新挖掘，逐步开启了多客源地的组团旅游业务和自由行旅游套餐业务，重视乡村、研学、休闲、康养等细分领域的产品创新，结合公司线上和线下渠道的优势，20Q3 实现国内旅游收入环比上一季度增长超过 600%。目前，除国内个别中高风险地区外，公司商旅服务控股子公司广之旅国内旅游业务已经全面恢复，出入境业务除中国澳门外暂未恢复。随着我国国内疫情进一步受到控制，以及未来境外旅游将有序放开，公司商旅服务业务恢复将获得利好。

中高端住宿业复苏，品牌管理业务拓展、疫情期间产品创新，酒店复苏节奏加快。2020 年上半年，公司在粤港澳大湾区核心城市加快住宿业态的布局，利用“岭南东方”、“岭居创享公寓”、“岭南花园”等酒店品牌作为拓展基础，完成签约管理项目 12 个，共增加 3200 间客房，在疫情中逆势上扬。自有产权酒店业绩方面，20H1 公司旗下花园酒店实现营业收入 8,356.89 万元，同比下降 59.15%，归母净利润-3,703.03 万元，同比下降 235.97%；东方宾馆实现营收 3416.77 万元，同比下降 67.83%，实现归母净利润-3,295.60 万元，同比下降 479.34%；中国大酒店实现营收 4,643.26 万元，同比下降 62.10%，归母净利润-2,860.83 万元，同比下降 455.27%。总体来看，上半年公司自有产权酒店营收和净利润均出现不同程度的下滑，主要原因系疫情导致的旅游出行、商旅出行、商务会议、餐饮服务等受到限制，同时公司为了和租户共同面对疫情影响而进行租金减免所致。应对疫情带来的影响，三家自有产权酒店积极拓展新业务，打造线上餐饮外卖业务并取得市场良好的反响，并且结合新开和新装修的客房、餐厅、酒吧等产品，为疫情常态化后的复苏奠定基础。根据公司三季报显示，全资子公司岭南酒店、花园酒店、中国大酒店等在业务创新后，第三季度均已实现盈利。

图表 66. 岭南控股自有产权酒店 20H1 营收及归母净利润



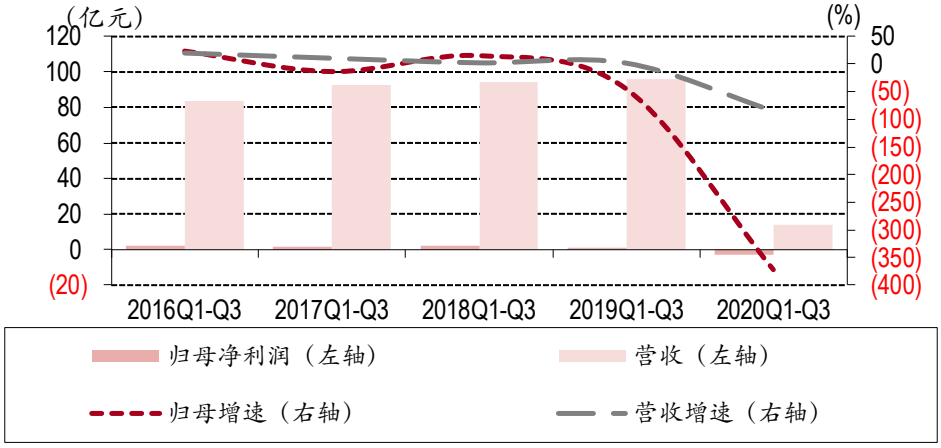
资料来源：公司公告，中银证券

粤港澳大湾区发展协同效应，助力公司整体文旅业务快速发展。2019 年中共中央、国务院印发的《粤港澳大湾区发展规划纲要》指出，推进大湾区旅游发展需要充分依托大湾区特有的文化历史和相关重要城市的国际地位，构建便利签证、国际邮轮港、游艇旅游、滨海旅游、“一程多站”等旅游支持体系。2020 年 9 月 11 日，中国香港、中国澳门以及广州、深圳、珠海等 9 个城市的文旅主管部门共同签署《粤港澳大湾区“9+2”城市旅游市场联合监管协议书》，标志粤港澳三地共同加强大湾区旅游市场联防监控、联动发展的决心，未来大湾区的旅游将在打破制度壁垒的基础上，着眼“三地联动”的优化资源布局和旅游产品创新。不难看出，未来粤港澳大湾区在岭南风情文化旅游、“海洋-海岛-海岸”体验旅游、娱乐体育休闲旅游、入境跨区多点旅游等方面具有充分的发展潜力。公司作为早已深耕大湾区旅游业多年的行业龙头企业，在大湾区各地的提前布局和资源积累的优势，将会在大湾区整体发展规划和三地旅游协同氛围浓厚的前提下，促进公司更长远的发展。

5.4：众信旅游：出境游未恢复短期业绩承压，新业务布局有望形成业绩新的增长点

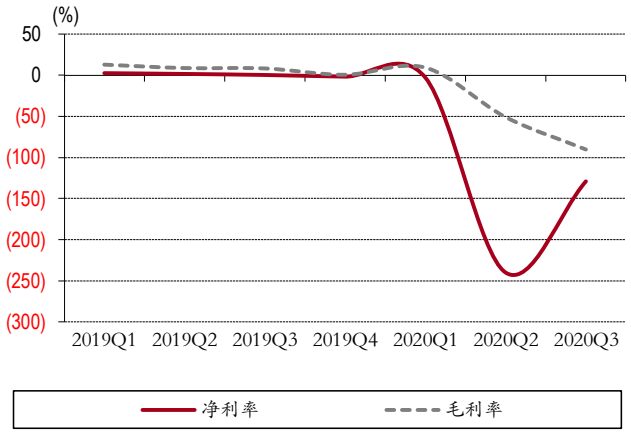
前三季度公司营收、归母净利润同比大幅下降，主要业务受疫情影响较大。作为中国最大的出境旅游运营商之一，出境旅游零售、批发业务是公司收入的主要来源。近些年在旅行社代理商和众信旅游网坚持实施线上线下结合的发展战略保障下，公司一直保持较为稳定的业绩增长。但 2020 年的疫情导致公司前三季度仅实现营收 13.81 亿元，同比下降 85.60%，归母净利润亏损 3.13 亿元，同比下降 372.61%，主要系公司承担了已采购境外旅游资源的损失以及出境游业务停摆损失。应对疫情，公司紧急调整战略，将资源和人力投入国内旅游市场，自 4 月恢复省内旅游以来，公司业务板块陆续复工复产。公司注重迎合国内旅游疫情后的出游方式和需求的改变，着力打造了一批轻奢休闲、亲子、康养、探险、游学等主题旅游产品，并且利用自身和 OTA 以及新零售的渠道进行产品的销售和宣传。因此，公司 20Q3 营收 1.39 亿元，同比下降 96.37%，环比二季度上升 59.77%，归母净利润亏损 1.39 亿元，同比下降 3090.19%，环比二季度上升 7.44%。由于 2020 年公司从出境游转向重点发展国内游业务，需要重新整合资源以及宣传推广，2020 年前三季度销售费用率、管理费用率、财务费用率分别达到 22.94%、5.71%、4.5%，均超过公司历年水平，说明公司促销、渠道、拓展市场方面的费用具有一定刚性。

图表 67. 众信旅游前三季度收入利润变化



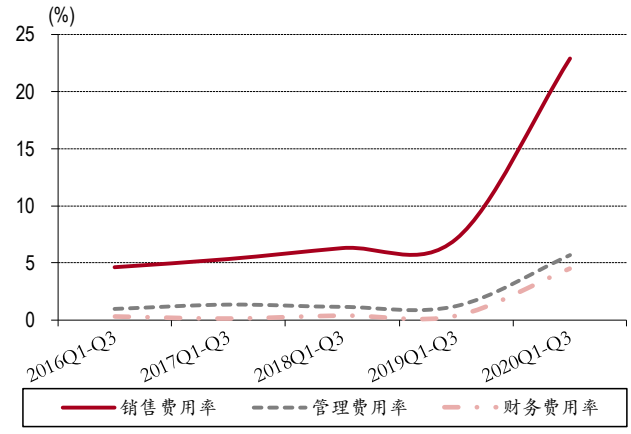
资料来源：公司公告，中银证券

图表 68. 众信旅游单季度利润率情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 69. 众信旅游前三季度三费率情况



资料来源：公司公告，中银证券

公司在新领域进行布局，签约两大免税集团，分羹海南文旅市场。2020 年 2 月，公司宣布与中免集团签署战略合作协议，双方利用出境旅游批发、零售业务以及免税零售业务为基础，共同发展境内外旅游零售市场，通过合资开设免税店、旅游零售门店等方式，打造具有全球竞争力的旅游零售项目。此次与中免的协议签订，标志着公司正式进军旅游零售和免税业务，也是完成公司“旅游+购物”战略布局的关键一步。2020 年 10 月 15 日公司官方微信披露，公司与王府井免税签署战略框合作协议，计划在市内免税店、海南离岛、口岸免税店等领域展开全面的合作。此外，双方将通过打通会员系统和提供联名优惠等形实现会员资源共享，建立智能化免税品供应链体系。相比在前一段时间靠着炒作免税概念的企业而言，公司已经开始与两大免税集团逐步落实合作事宜，显示出公司在应对疫情影响和践行转型的坚定信念。2020 年 10 月 28 日，博鳌乐城国际医疗旅游先行区产品体验及客户服务中心在众信旅游集团总部揭牌，标志着公司试水医疗旅游这个海南文旅发展新领域，同时也会和海南省政府进行打包产品、线路开发等方面的合作，未来还将考虑在海南设立公司第二总部。疫情期间海南由于离岛免税政策的放开，旅游业也从中受益，公司布局海南文旅业务预计将能够在一定程度上缓解出境旅游的困局。目前，泰国、新加坡已经开放对国人的签证，中国澳门旅游业在恢复，预计未来公司出境游业务将会从亚洲率先破冰，中长期看，公司积累的出境旅游资源预计将助力主营业务恢复。

牵手阿里成立合资公司，发力旅游产品分销业务。公司 2020 年 9 月 30 日发布公告称，阿里网络与公司控股股东、实际控制人签署《股份转让协议》，阿里网络受让占公司股份总数 5%的流通股股份并成为公司关联方。此外，公司与阿里旅行已经完成合资公司的设立，共同出资 1.5 亿元成立合资公司，各占合资公司注册资本的 45%、55%。公司与阿里系企业从签署战略合作框架到逐步落地相关的合作项目，一方面是出于公司在疫情期间利用阿里受让股份的资金来补充运营资金，优化公司的经营和业务发展能力，降低公司的融资成本；另一方面也展示了公司对旅游新零售业务的战略发展的信心。与阿里的合作预计将能够提升公司在渠道、品牌推广、大数据支持、支付、系统开放等方面的能力和发展空间。公司与阿里的合作可以说既是立足当下疫情特殊时期的选择，又是着眼于公司未来长远发展的战略布局。

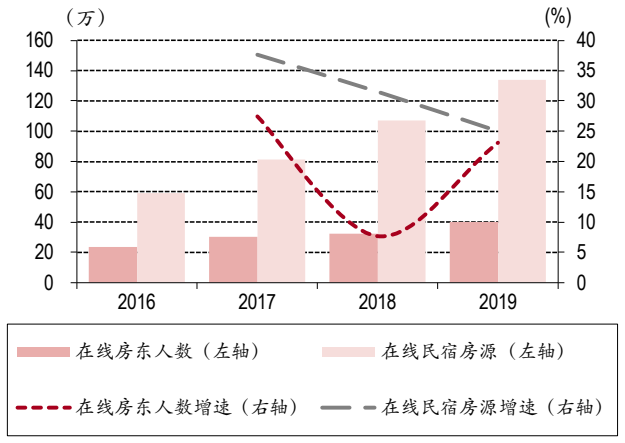
疫情向好、布局免税、深耕海南、合作阿里，公司多元化业务发展预计能创造上升空间。

6、酒店：行业复苏节奏明显，多品牌矩阵回应差异化需求

6.1：我国酒店业疫情后恢复情况：非标住宿和疫情带来的双重挑战

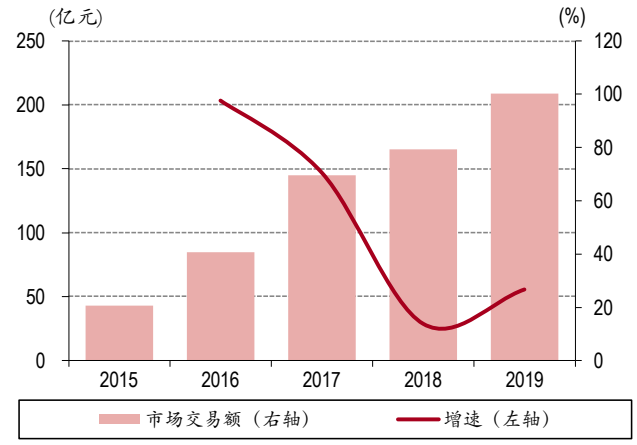
2020 年新冠疫情的爆发造成我国文旅行业面临前所未有的压力和挑战，作为旅游六要素中“住”的主要供给部门，酒店同样因为疫情的爆发业绩承压。酒店在未来需要应对的不仅是疫情常态化带来的影响，同样也需要应对来自非标住宿不断地兴起带来的冲击。根据木鸟民宿发布的《2020 年国庆出游民宿预订数据报告》显示，今年国庆、中秋假期在平台的订单量比去年同期增长 4 成，其中超过 80%的平台用户选择预订 1-4 天的民宿房间，反映出游客在疫情后的第一个黄金周出游可能更多考虑人群聚集带来的防疫问题，较多地选择周边游和人群聚集聚集较少、房间数量较少的民宿。此外，由于旅行社在采购住宿产品时较难选择以民宿为代表的非标准化住宿产品，使得民宿自打在国内发展之出，就已经呈现出迎合自由行游客的属性，使其更符合我国国人旅游出行方式的变化趋势。

图表 70. 我国线上民宿房源及房东变化情况



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

图表 71. 我国民宿业市场交易额

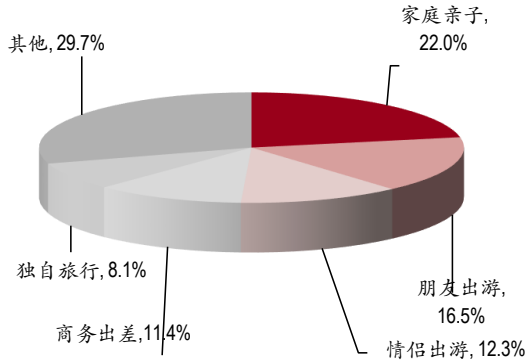


资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

民宿房源与房东不断增长，非标住宿交易额首破 200 亿。根据中国旅游与民宿发展协会发布的《中国民宿行业发展研究报告》数据显示，2019 年中国在线民宿房源已经都达到了 134 万个，房东数量达到 40 万人。作为民宿主要特点之一以及能够吸引游客入住的主要因素，民宿房东以及可供给房源的不断增加，说明民宿行业越来越获得市场的青睐。我国民宿业市场交易额从 2015 年的 43 亿元人民币增加到 2019 年的 209 亿元人民币，市场交易额提升了近 5 倍。民宿业快速的增长一方面源自国人对追求不同住宿体验的提升，以及更加倾向于选择具有温度的住宿服务体验；另一方面也得益于国内民宿预订平台发展壮大和国外共享住宿巨头进入中国带来的渠道优化。虽然根据国家信息中心、分享经济研究中心发布的《中国共享住宿发展报告 2020》显示，2020 年前五个月，我国共享住宿市场交易额同比下降 72.1%，订单总量同比下降 65%，接待人次同比下降 63%，但 3 月、4 月、5 月的交易额、订单量、接待人次均环比出现较大幅度的增长。

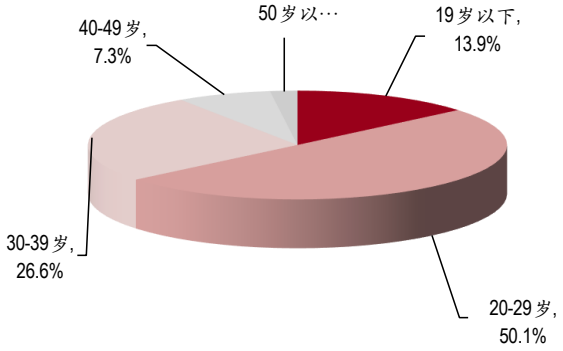
民宿用户多为旅游出行群体，客群年轻化趋势明显，与“Z 世代”旅游消费群体增加呼应。根据中国旅游与民宿发展协会数据显示，2019 年我国民宿用户群体分布中，家庭亲子用户占比 22%，与朋友一起出游的用户占比 16.5%，与情侣或伴侣一起出游用户占比 12.3%，独自旅行选择民宿的用户占比 8.1%，商务出差的用户占比 11.4%。上述数据说明 2019 年我国民宿接待了超过 58%的具有旅游休闲属性的客群，其中家庭亲子、朋友结伴、情侣出行的客群也与近年来我国国内旅游呈现情感维系出游需求的增加相匹配。相较于标准化住宿而言，民宿生活化、家庭化场景更能够让旅游者减轻在异地旅行产生的陌生感和孤独感，使民宿用户数量和服务口碑不断提升。2019 年我国民宿用户中 20-29 岁所占比例超过半数，达到 50.1%，30-39 岁用户占比达到 26.6%，19 岁以下的用户占比达到 13.9%。之前章节我们分析过我国 90 后、95 后在旅游消费中占比的显著提升，民宿业的数据就更加证明了年轻一代旅游消费者的崛起。相对而言，新生代旅游者更崇尚自由，更喜好体验异地的文化，同时更善于利用网络和 App 来将异地的旅游生活本地化，因此，民宿业近几年的增长一方面说明其本身能够迎合年轻群体的个性化需求，另一方面也形成了对我国标准化住宿也的挑战。

图表 72. 2019 年我国民宿用户群体分布



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

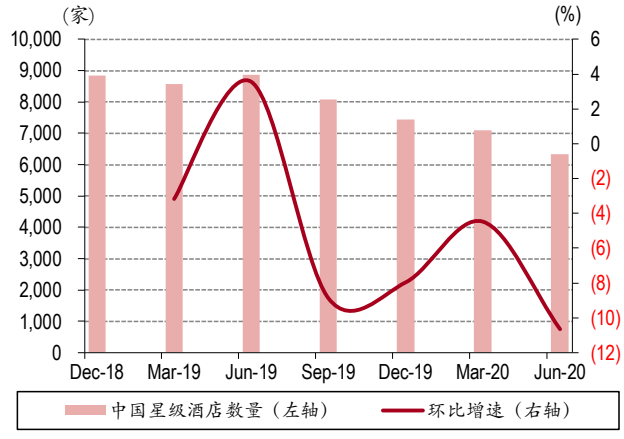
图表 73. 2019 年我国民宿客房年龄分布



资料来源：中国旅游与民宿发展协会，中银证券

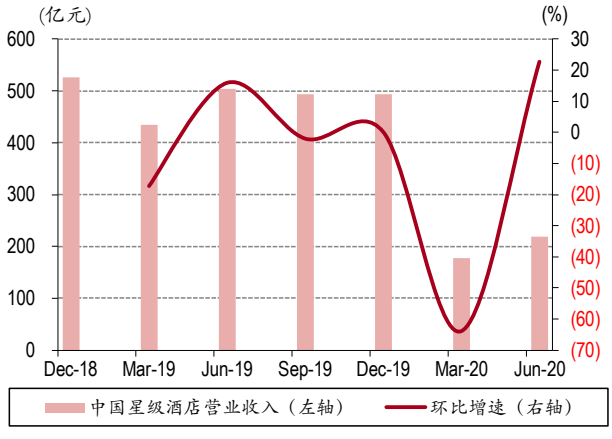
我国星级酒店数量总体呈现下降趋势，受疫情的影响营收出现较大幅度下滑。我国星级酒店在数量上呈现出总体下降的趋势，疫情前 2019 年 12 月的星级酒店数量为 7434 家，相较 2018 年 12 月的数量同比下降 19.69%。星级酒店数量总体减少的趋势在业界早已开始，但并不能代表我国酒店数量的总体趋势。酒店“弃星”的原因主要系文旅部针对酒店行业的监管和标准提升，一些星级酒店不愿意为满足主管部门复核要求而投入成本进行改造升级；另外以酒店品牌为导向的消费越来越强，品牌酒店以及连锁化的非星级酒店越来越受到市场的青睐。但不可否认的是 2020 年疫情对我国酒店业的冲击，较为明显的是 2019 年第一季度和第二季度的星级酒店数量分别为 7,101 家、6,345 家，同比分别下降了 17.05%、20.42%，说明上半年疫情造成的出行受困导致部分酒店难以继续经营。随着星级酒店数量的减少，营收也相应减少，2019 年底我国星级酒店营收为 492.85 亿元，同比减少 6.27%。2020 年疫情爆发后第一季度星级酒店营收 178.03 亿元，二季度营收 218.19，同比分别下降明显。相对乐观的是，2020 年第二季度酒店营收环比一季度增长 22.56%，说明我国疫情得到有效控制后，出行人数增加的同时，对酒店相关服务的需求也进一步提升。

图表 74. 中国星级酒店分季度客房数量情况



资料来源：万得，中银证券

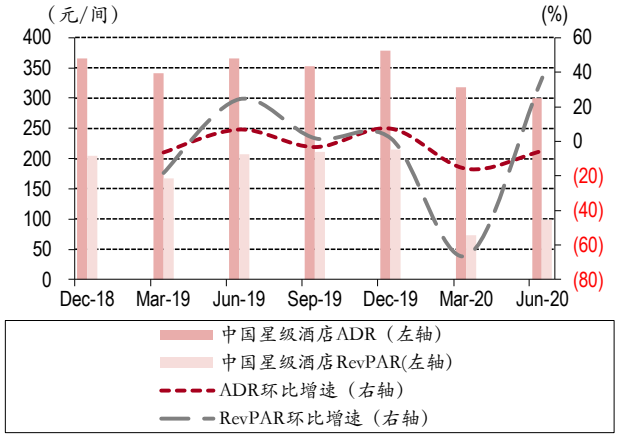
图表 75. 中国星级酒店分季度营收情况



资料来源：万得，中银证券

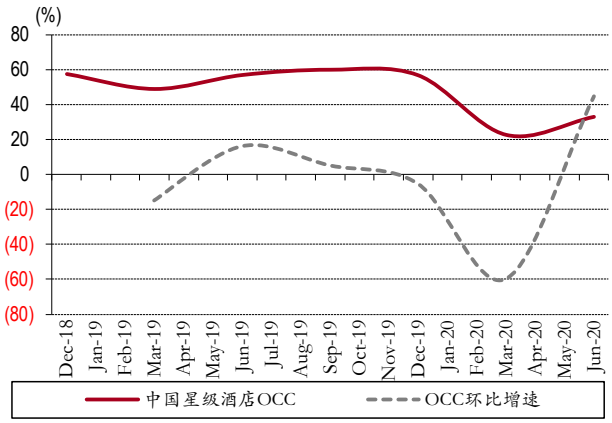
疫情对我国星级酒店关键指标影的下降影响明显，随着国内旅游放开指标环比向好。疫情前，中国星级酒店的平均房价（ADR）较为稳定，总体位于 300-380 元/间的区间内浮动，但 2020 年疫情爆发后星级酒店 ADR 出现一定的下降，20Q1 和 20Q2 的 ADR 分别为 317.87 元/间、300.03 元/间，分别同比减少 6.96%、82.20%，说明疫情的影响导致出行减少，酒店客房供给大于实际需求。20Q2 中国星级酒店 ADR 环比 20Q1 下降的原因，主要系不少星级酒店在疫情初期以较低的价格预售客房，导致 20Q2 开始酒店整体房价处于打折促销阶段所致。这种以低价求“量”的模式需要通过提升客房出租率（OCC）来讲让出去的利润补回来。20Q1 中国星级酒店 OCC 为 22.83%，20Q2 的 OCC 为 33.08%，环比所增长，说明酒店用低价确实换回了一定的 OCC 回升，同时也是我国疫情受控后，行业复工复产以及出行人员增多所致。综合 ADR、OCC 数据来看，20Q1 每间可供出租客房收入（RevPAR）为 72.58 元/间，20Q2 的 RevPAR 为 99.26 元/间，虽然同比增速仍为负值，但 20Q2 的 RevPAR 环比提升 36.76%。预计随着年底我国居民消费欲望增加，国内酒店 RevPAR 及 OCC 会在文旅消费稳定增长、出游人数提升、商旅出行常态化等背景下，逐步恢复至疫情前的水平。

图表 76. 中国星级酒店分季度 ADR 及 RevPAR 情况



资料来源：万得，中银证券

图表 77. 中国星级酒店分季度 OCC 情况



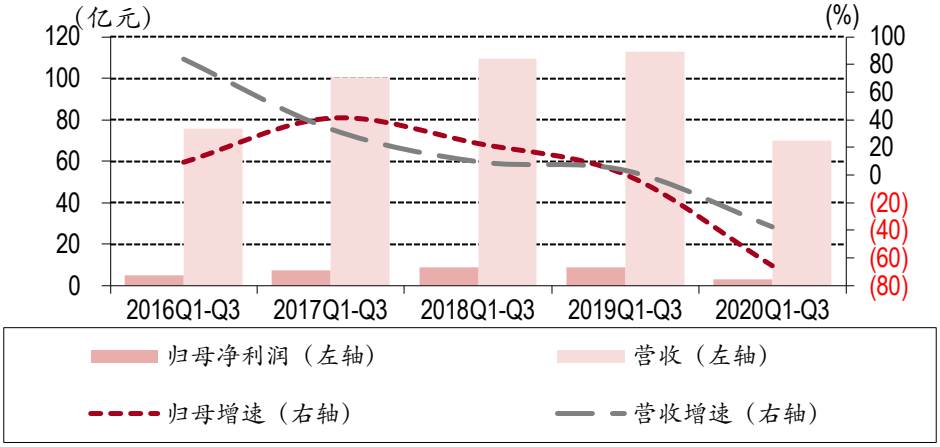
资料来源：万得，中银证券

大胆进行经营模式的创新，大型活动需求在后疫情时代集中释放有利酒店业绩恢复。疫情对酒店的业绩冲击不小，短时间内 OCC 和 RevPAR 都无法迅速提升至疫情前水平也倒逼国内酒店行业开始谋求创新。例如中国香港企业 theDesk 和酒店合作，在疫情期间将酒店大堂和宴会厅改造成办公室，租给有需求的顾客使用。此举不但是对疫情间酒店闲置空间的有效利用，更在一定程度上解决了人们居家办公、线上开会没有安静空间的问题。此外，国内也有不少高星级酒店上线外卖业务来弥补疫情对餐饮业务的影响，香格里拉集团旗下多家酒店在疫情期间推出去了外卖服务，北京国际饭店还在提供外卖服务之余卖起了新鲜蔬菜，广州白天鹅宾馆同样也推出了外卖并且利用 OCC 较低时进行酒店的维修保养。由于疫情期间聚会是受到较为严格管控的，但下半年随着企业全面的复工复产以及人民生活正常化，市场对酒店的会议、会展以及婚庆的需求预计将集中释放。尤其在今年四季度到明年一季度，公司年会、尾牙、开工酒、会展、婚礼等需求有望利好酒店的业绩提升。

6.2：锦江酒店：境内业务恢复明显，酒店规模扩张显著

公司营收与利润受疫情影响同比出现下滑，国内酒店恢复较快，境外酒店业绩承压。受 2020 年疫情的影响，公司前三季度实现营业收入 70.02 亿元，同比下降 37.93%，归母净利润 3.01 亿元，同比下降 65.54%。疫情在国内外的控制程度不同也导致作为公司主要收入来源的酒店营收数据的差异。2020 前三季度酒店业务贡献了 68.36 亿元，占总营收的 98%，但同比下降 38.38%，其中境内酒店创造营收 53.29 亿元，占比酒店营收的 77.96%，同比下降 33.60%；境外酒店前三季度收入 15.07 亿元，占比酒店业务的 22.05%，同比下降 50.88%。20Q3 公司营收为 29.12 亿元，同比下降 29.64%，环比提升 53.18%；归母净利润 0.16 亿元，同比下降 94.90%，环比提升 86.40%。20Q3 营收环比增长主要来自于国内跨省旅游政策的逐步放开对国内酒店的业绩贡献较大。从酒店关键指标的角度来看，20Q3 公司国内酒店 ADR 为 196.22 元/间，OCC 为 73.69%，RevPar 为 144.59 元/间，分别恢复到 19Q3 的 91.09%、93.88%、85.52%，环比经营数据持续向好。公司境外酒店业务则受到欧洲疫情二次爆发的影响，恢复不及国内酒店水平。20Q3 公司境外酒店 ADR 为 55.07 欧元/间，OCC 为 44.56%，RevPAR 为 24.54 欧元/间，分别恢复去年同期的 95%、64.07%、60.86%，若欧洲疫情持续且短时间内不能得到有效控制，公司境外酒店业务预计在 2020 年全年将出现同比明显的下降，进而在一定程度上影响公司的整体业绩。不过，好在近日疫苗三期临床试验的利好消息，公司整体酒店业务有望获得提振。

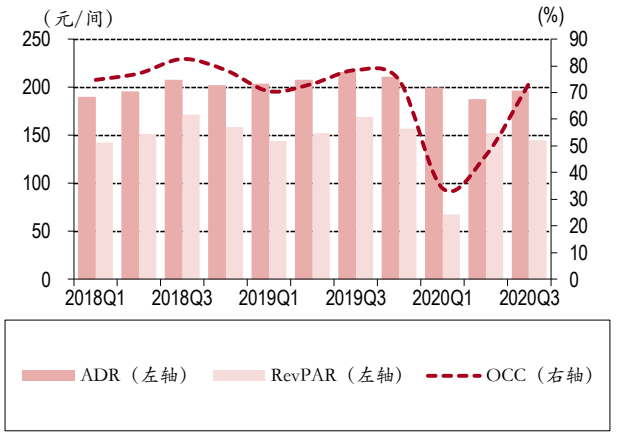
图表 78. 锦江酒店前三季度收入利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

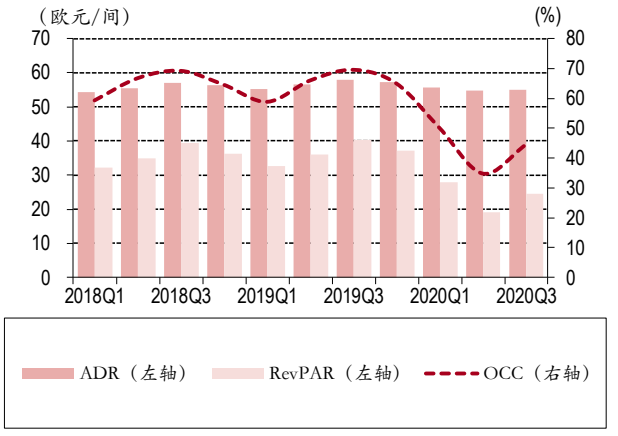
疫情中，逆势进行国内酒店拓展，为疫情完全恢复后提前进行战略布局。疫情期间国内不少酒店因为经营的压力被迫停业或关闭，整体酒店市场表现低迷，但公司却坚持在疫情没有完全恢复的情况下逆势开店。2020 年前三季度，公司新开业酒店 1,266 家，退出酒店 663 家，净增开业酒店 603 家，其中直营酒店减少 55 家，加盟酒店新增 658 家，中端酒店净开业 587 家，经济型酒店开业 16 家。截至 2020 年 9 月 30 日，公司已开业酒店总数达到 9,117 家，客房总数达到 896,121 间。中端酒店 4,150 家，经济型酒店 4,967 家，分别占比已开业酒店总数的 45.52%、54.48%；已开业加盟店 8,183 家，直营店 934 家，分别占比已开业酒店的 89.76%、10.24%。公司在新开店中注重中端酒店的拓展，符合我国中端酒店市场需求增加的趋势。国内出现疫情后，单体酒店由于抗压性较弱，加速了出清的速度。反观公司在疫情期间加速开店，其中以成本控制为特点的加盟酒店数量新增较多，符合酒店行业管理输出的轻资产发展路径。未来公司预计能够在酒店和客房数量进一步增加的前提下，形成规模效应，凭借多年积累的会员客户和品牌忠诚度，预计公司将继续巩固 A 股酒店龙头地位。

图表 79. 锦江国内酒店 ADR、OCC、RevPAR 数据



资料来源：公司公告，中银证券

图表 80. 锦江境外酒店 ADR、OCC、RevPAR 数据



资料来源：公司公告，中银证券

成立中国区公司，保留前端品牌特色，整合后台职能部门，有望实现资源共享、优势互补。公司于 2020 年 5 月对集团进行组织架构优化调整，宣布设立中国区公司，在上海和深圳设立双总部。在锦江都城、铂涛、维也纳酒店保持各自独有基因的基础上，继续发扬每个品牌独特的优势和特点；将原各品牌公司的后台职能部门进行整合，实现资源共享和优势互补，进一步巩固竞争性合作发展的局面。公司成立中国区公司是推进“深耕国内、全球布局、跨国经营”战略的重要举措，也是打造世界一流酒店集团的序章，未来公司其他品牌整合、人才队伍建设逐步落地，预计公司组织架构将和运营效率将获得进一步提升。

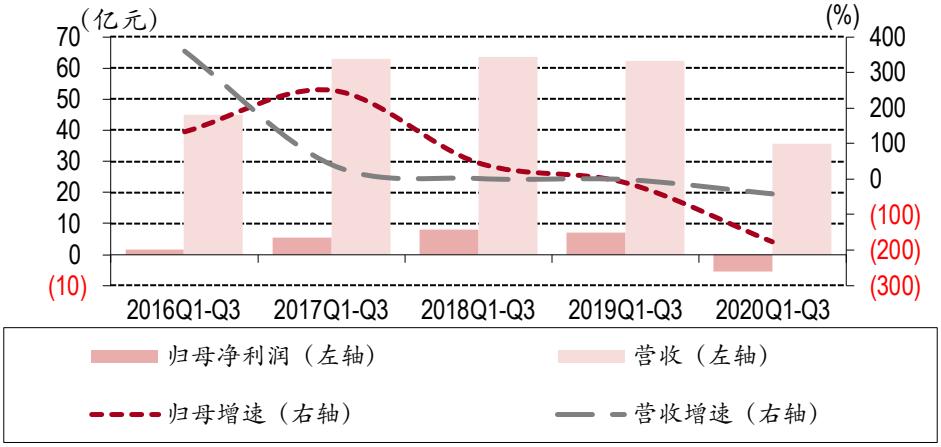
图表 81. 2020 年前三季度锦江酒店开业酒店及客房数量

	开业酒店家数			开业客房间数		
	酒店家数	20Q3 占比(%)	20H1 占比(%)	客房间数	20Q3 占比(%)	20H1 占比(%)
中端酒店	4,150	45.52	44.39	485,039	54.13	52.75
经济型酒店	4,967	54.48	55.61	411,082	45.87	47.25
直营店	934	10.24	10.74	105,390	11.76	12.27
加盟店	8,183	89.76	89.26	790,731	88.24	87.73
全部酒店	**9,117**	**100**	**100**	**896,121**	**100**	**100**

资料来源：公司公告，中银证券

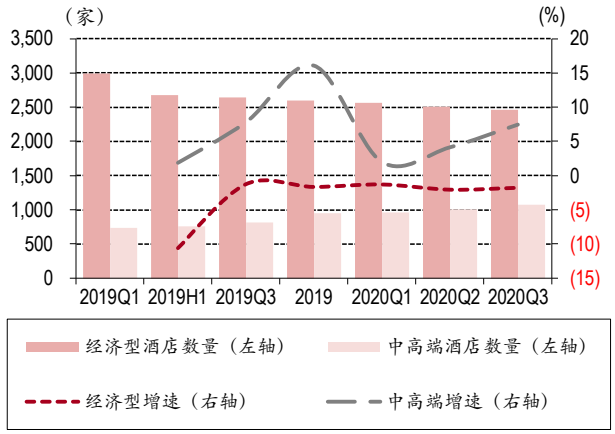
6.3：首旅酒店：年内首次实现利润扭亏为盈，新开酒店加速版图扩张

图表 82. 首旅酒店前三季度营收及利润变化



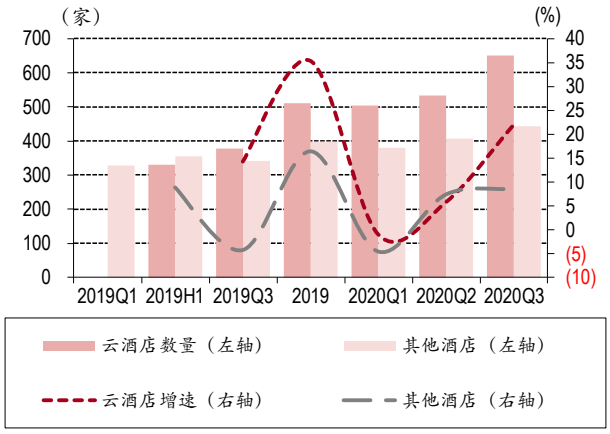
资料来源：公司公告，中银证券

图表 83. 首旅酒店单季度经济型/中高端酒店数量变化



资料来源：公司公告，中银证券

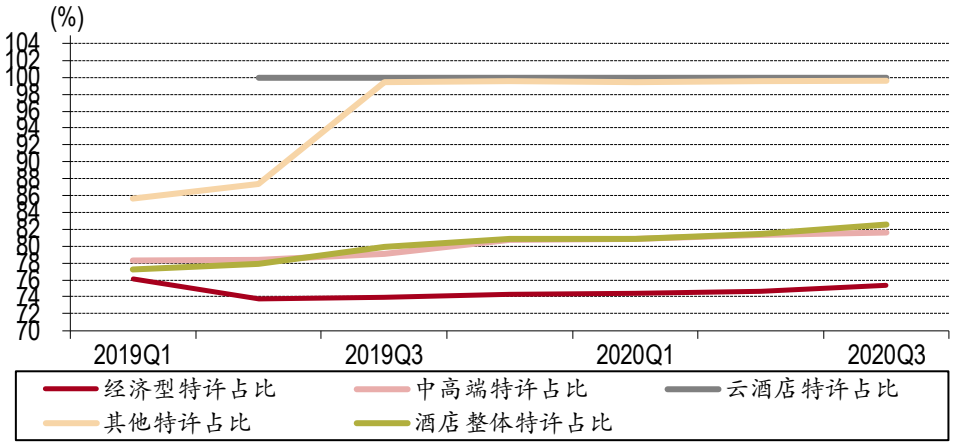
图表 84. 首旅酒店单季度云酒店/其他类型酒店数量变化



资料来源：公司公告，中银证券

今年疫情对公司营收与业绩影响较大，年内归母净利润在第三季首次度录得正值。受到国内疫情在上边年较为突出的影响，2020 年前三季度，公司实现营收 35.76 亿元，同比下降 42.60%，归母净利润亏损 5.55 亿元，同比下降 177.17%。随着我国文旅部对旅游出行政策不断地放宽，主营业务酒店营收获得提升，公司 20Q1、20Q2、20Q3 的营业收入实现较为稳定的增长，分别实现营收 8.01 亿元、11.04 亿元、16.72 亿元，同比降幅不断收窄，分别为-58.80%、-46.08%、-25.37%。虽然成本端因会计政策调整，将部分销售费用、管理费用调整为营业成本叠加疫情影响导致公司前三季度毛利率仅为 3.45%，但单季度毛利率从 20Q1 的-43.53%上升到 20Q2 的 0.51%和 20Q3 的 27.93%。值得关注的是公司在 20Q3 实现归母净利润（1.40 亿元）、扣非归母净利润（1.33 亿元）年内首次扭亏为盈，显示文旅出游、商务出行的增加持续利好公司业绩增长。

图表 85. 首旅酒店开业酒店特许经营占比

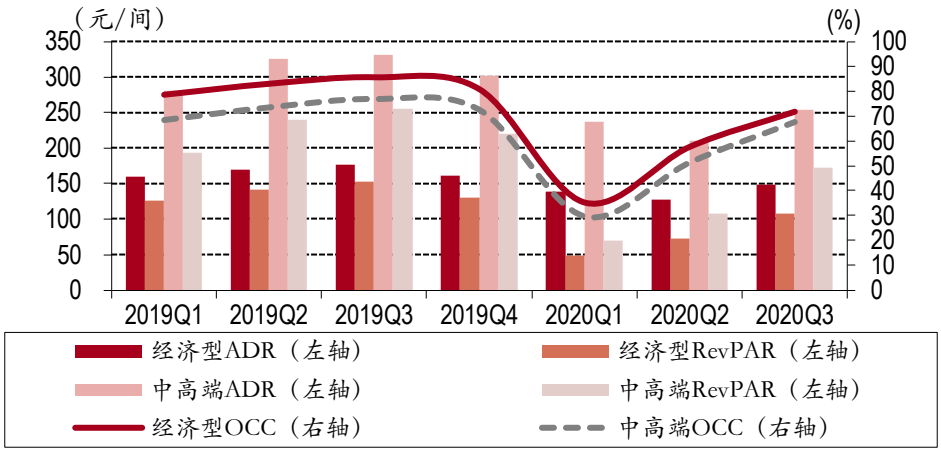


资料来源：公司公告，中银证券

持续发力中高端酒店市场，轻资产化运营既符合行业格局，更突出公司品牌运作能力。2020 年前三季度，公司酒店总数达到 4,638 家，客房数达到 321,497 间，其中经济型酒店数量为 2,466 家，客房数量 241,726 间，分别占比 53.17%、57.35%；中高端酒店数量 1,079 家，客房数量 121,213，分别占比 23.26%，28.76%；云酒店数量达到 651 家，客房数量 35,927 间，分别占比 14.04%、8.52%；其他类型酒店 442 家，客房数量 22,631 间，分别占比 9.53%、5.37%。虽然 2020 年公司整体业绩受到疫情影响下降明显，但从中高端酒店开业数量持续增长的趋势来看，公司重视迎合国内酒店业中高端增长趋势对未来进行战略布局。此外，打造轻奢和个性化品牌的云酒店整体也保持稳定增长，说明公司针对年轻化出行群体的住宿品牌已经得到市场良好的反响。公司近些年紧跟国内酒店市场轻资产化发展趋势，主要采取特许经营等品牌输出的模式来提升加盟店的占比。数据显示截至 2020 前三季度，公司全部酒店加盟店占比达到 82.56%，同比增加 2.65pct，其中经济型酒店加盟店占比达到 75.30%，同比增加 1.34pct；中高端加盟店占比 81.65%，同比增加 2.53pct；云酒店加盟店占比一直维持在 100%；其他酒店加盟店占比达到 99.55%，同比增加 0.14pct。公司 20Q3 新开酒店的数据能够更好地说明轻资产化和中高端化的发展战略，期间新开店 298 家，其中加盟店为 288 家，占比新开业酒店的 96.64%，中高端新开业酒店 84 家，占新开业酒店的 28.19%，分别均超过了 2020 前三季度加盟店占比和中高端酒店占比。短期看，疫情期间公司新开店加盟比例提升预计能够降低公司进行门店扩展的成本，从而确保在年内新开业酒店数量达到既定目标。中长期看，中高端酒店比例的提升能够迎合消费分级的趋势，结合公司不同档次品牌的完善形成不同酒店品牌的差异化矩阵。

20Q3 中高端酒店环比提升较为明显，疫情受控后酒店整体量价齐升。20Q3 公司经济型酒店 ADR 为 149 元/间，OCC 为 71.7%，RevPAR 为 107 元/间，同比分别下降 15.82%、13.8pct、29.61%，环比二季度分别提升 17.32%、14.1pct、46.58%；中高端酒店 ADR 为 254 元/间，OCC 为 67.7%，RevPAR 为 172 元/间，同比分别下降 23.26%、9.3pct、32.55%，环比二季度分别提升 20.95%、16.4pct、59.26%。20Q3 经济型酒店 RevPAR 已恢复去年同期水平的 70%以上，中高端酒店 RevPAR 已恢复去年同期近 67%，表明国内疫情受到控制后，公司酒店 ADR、OCC 均环比稳定增长，实现了量价齐升。在国内大概率不会发生大面积疫情二次爆发的背景下，预计公司酒店业务主要指标及业绩有望持续恢复至疫情发生前的水平。

图表 86. 首旅经济型、中高端酒店 ADR/OCC/RevPAR 指标



资料来源：公司公告，中银证券

大型赛事有利公司华北酒店业务的中期发展，国际大型主题公园利好公司品牌宣传。2022 年北京冬奥会的举办将利好我国文旅行业的整体发展，尤其是国内外游客在比赛场地（馆）附近的住宿需求将出现明显的增长。截至 20Q3，公司在华北及山东地区已经布局了 1,221 家酒店，客房数量达到 110,277 间，预计 2022 年冬奥会将直接利好该地区的酒店 RevPAR。此外，冬奥会也将会吸引国内外游客借参加大会的机会游览中国较为有名的旅游城市，利好公司在长三角、珠三角、川渝等地区的酒店业务。2021 年春季，北京环球影城终于开业迎客，作为中方最大股东首旅集团旗下的酒店业上市公司，公司将有可能获得品牌宣传和积累口碑的重要契机，为公司继续公共北京市场以及华北市场的市占率带来机遇。

7、年度投资策略：关注确定赛道龙头，注重文旅需求变化

综合考虑目前国内外疫情情况以及国内文旅行业复苏的趋势，我们建议关注的顺序：免税＞酒店＞景区＞旅行社

免税：政策红利不断释放，展望未来强者恒强。纵观整个2020年，免税概念是影响文旅行业重要的关键词，与免税有关的上市公司股价涨幅表现印证了市场对免税的高关注度。虽然未来国内免税业务可能存在免税牌照进一步扩容，国际免税集团与国内电商巨头合作、市内免税店政策放宽等加速行业竞争格局的可能；但在海南自由贸易岛建设明确和国外消费回流大趋势逻辑不变的情况下，更多优质免税企业有望通过自身发展将国内免税市场共同做大，免税龙头企业多年积累的成本壁垒和市场占有率优势仍将发挥重要作用，**建议关注免税行业龙头中国中免**。百货零售企业获得免税牌照后预计将能够形成新的业绩增长点，有税与免税在渠道和商品方面的联动、会员资源的共享、品牌方资源的积累都将成为看点，**建议关注“有税+免税”业务创新的代表王府井**。

酒店：轻资产管理输出、多品牌矩阵形成，连锁化发展有望扩大市占率。我国酒店行业在全国各行业复工复产以及旅游政策放宽后逐渐启动复苏步伐，ADR、OCC、RevPAR等指标保持稳定恢复。其中A股上市公司中，酒店门店布局更合理，轻资产化程度较高、品牌连锁化程度较高的酒店上市公司可能会获得更快的恢复速度，**建议关注锦江酒店、首旅酒店**。目前来看，国内疫情在今冬明春预计不会出现大规模的反弹和爆发，商旅出行以及游客出游将逐步恢复正常，市场对国内酒店住宿的需求预计仍将持续走强；因此，国内酒店行业业绩有望在未来恢复至疫情前水平。

景区：防疫和卫生仍是市场关注重点，迎合消费者需求变化决定景区的未来。截至目前，文旅部仍然没有100%放开景区接待量的通知出台，但根据我国疫情良好的控制情况来看，预计景区接待量有望在明年全面放开。值得注意的是，2020年疫情的爆发以及管控可能已经改变了游客旅游决策时考虑的因素，其中游客对防疫和健康因素重视预计不会在短期内改变。因此，自然资源类景区拥有较为广阔的空间和清新的空气，能够满足游客防疫的出行需求并保持对游客的吸引力。此外，沉浸式、一站式旅游需求趋势加强，预计有利于以当地特色文化为核心，配置服务游客六要素需求的景区将能获得市场青睐。此外，出境游业务仍未有支持放开的政策出台，在国外疫情仍在反复的情况下，预计国内景区仍会获得利好。**建议关注迎合沉浸式旅游需求的宋城演艺，具有自然资源属性的丽江股份，具备一站式服务复制潜力的天目湖**。

旅行社：大浪淘沙催化行业格局改变，产品创新应对碎片化需求。2020年疫情以来对旅行社的影响较大，境外组团旅游暂未恢复，众多主营为境外旅游业务的旅行社纷纷转战国内开始与国内旅游业务为主的旅行社进行竞争。头部企业虽然能够勉强应对冲击，但中小旅行社举步维艰，甚至有些已经破产倒闭。疫情的爆发确实重创整个旅行社行业，能够坚持下来的应该都是大浪淘沙后的优秀企业，其产品设计、渠道创新、成本管控、资源挖掘等都经得起考验。一方面，境外旅游业务中长期看能够恢复较高的增长趋势；另一方面在产业链上下游的联动也能够帮助旅行社拥有更多创新旅游产品和应对不可抗力的能力。因此，**建议关注产业链整合的代表，中青旅；多年深耕出境游领域和进军免税的众信旅游；地处粤港澳大湾区且具有资源优势的岭南控股**。

风险提示：

第一，新冠疫情存在反复的风险：现阶段国外疫情仍不稳定，出入境旅游和免税继续承压；以出境旅游为主业的旅行社恢复不及预期；国外酒店业务恢复仍不明朗；国内可能出现疫情反复影响景区业务。

第二，政策出台不及预期的风险：出境前市内免税店向国人开放政策对免税企业市内免税店发展战略影响深入，但仍需关注政策出台不及预期引发的风险；文旅部出境游政策松绑的节点和程度影响出境旅游市场恢复。

第三，游客出游方式转变的风险：自由行、年轻化游客出游比例较高，对非标住宿和自助旅游需求提升；高铁、高速公路里程增加为游客自驾游出行带来便利，酒店和旅行社面临产品创新不及预期的风险。

附录图表 87. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价	市值	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产
			(元)	(亿元)	2020E	2021E	2020E	2021E	(元/股)
601888.SH	中国中免	未有评级	193.39	3,775.89	2.64	4.90	73.27	39.49	10.07
600859.SH	王府井	未有评级	35.76	277.59	0.60	1.26	60.10	28.33	14.58
300144.SZ	宋城演艺	未有评级	18.69	488.69	0.13	0.55	148.69	34.09	3.61
603136.SH	天目湖	未有评级	32.20	37.36	0.37	1.30	87.29	24.73	8.03
002033.SZ	丽江股份	未有评级	6.43	35.33	0.04	0.36	160.75	18.06	4.62
600138.SH	中青旅	未有评级	11.13	80.56	0.10	0.77	106.41	14.43	8.89
000524.SZ	岭南控股	未有评级	7.85	52.61	(0.24)	0.18	(32.08)	42.78	3.66
002707.SZ	众信旅游	未有评级	6.83	61.90	(0.35)	0.05	(19.69)	144.40	2.34
600754.SH	锦江酒店	未有评级	50.07	401.53	0.49	1.39	102.69	35.98	13.47
600258.SH	首旅酒店	未有评级	24.54	242.39	(0.31)	0.96	(79.70)	25.61	8.44
000769.SZ	凯撒旅业	未有评级	14.05	112.82	(0.25)	0.21	(53.34)	68.07	2.75
000501.SZ	鄂武商 A	未有评级	13.59	104.51	0.52	1.40	26.26	9.71	12.42
000759.SZ	中百集团	未有评级	6.25	42.56	0.07	0.13	93.56	49.80	4.74

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 11 月 24 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371