证券研究报告—深度报告

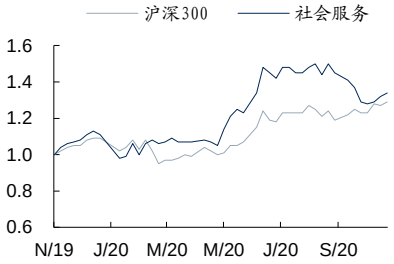
社会服务

社会服务 2021 年投资策略

超配
（维持评级）

2020 年 11 月 23 日

一年该行业与沪深 300 走势比较



相关研究报告:

《海外教育快评：基本面向上+情绪面企稳，板块投资机遇显现》 ——2020-11-09

《社会服务行业 11 月策略暨三季报总结：强者恒强格局未变，机构持仓强化》 ——2020-11-06

《10 月投资策略暨三季报前瞻：十一黄金周表现符合预期，继续优选龙头布局明年》 ——2020-10-12

《华住酒店-HTHT-深度报告：酒店翘楚引领变革，赴港二次上市再次启航》 ——2020-09-21

《社会服务行业 9 月策略暨中报总结：季度环比改善，商业模式带来业绩差异》 ——2020-09-07

证券分析师：曾光
电话：0755-82150809
E-MAIL：zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980511040003

证券分析师：钟潇
电话：0755-82132098
E-MAIL：zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980513100003

证券分析师：姜甜
电话：0755-81981367
E-MAIL：jiangtian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520080005

联系人：张鲁
电话：0755-81982991
E-MAIL：zhanglu5@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，其结论不受其它任何第三方的授意、影响，特此声明

行业投资策略

三条主线：复苏次序 龙头集中 消费变迁

- **2020 疫情大考，龙头抗压前行，板块先抑后扬，α风格明显**

2020 疫情大考，各子行业 Q1 直接承压，Q2、Q3 开始复苏，但复苏节奏差异：**免税>餐饮>酒店>景区>演艺>出境游**。资金先高度聚焦疫情受损较小的优质龙头，此后随复苏节奏略分化。社服板块表现先抑后扬，但最终股价涨幅居各行业前三，α投资主导，权重股中免贡献卓著，中公、锦江等龙头涨幅突出。持仓层面，Q3 中免、宋城、中公、锦江等基金持仓靠前，免税持仓大幅提升，带动板块超配创新高。

- **旅游子行业：疫情寒冬分化加速，优质龙头逆市崛起**

免税：线上发力+政策放宽+消费回流，中免 20H1 成全球第一，适度竞争依然比拼规模渠道。**餐饮：**外卖助力行业较快复苏，火锅、快时尚赛道优异，关注龙头展店步伐。**酒店：**短跟同店复苏趋势，中看疫后龙头加速成长，内部整合费用优化等。**演艺：**复苏节奏受跟团游影响，但环比持续改善，新项目新模式支撑长期成长。**景区建议**关注周边休闲游趋势；**出境游**承压显著、拟通过“旅游+”和引入战投打造新的增长曲线。

- **教育人服：招录等板块扩招，K12 双管齐下，灵活用工靓丽**

招录培训：Q3 线下培训迅速恢复，公考等招录板块扩招助力成长，中线关注跨赛道平台孵化；**K12 培训：**线下培训阶段承压，在线模式爆发，未来有望加速 OMO 趋势，关注细分龙头融资进展和异地扩张效果；人力资源板块，灵活用工表现靓丽，而猎头及 RPO 周期性相对明显。

- **投资建议：三条主线——复苏次序、龙头集中、消费变迁**

维持板块“超配”评级。展望 2021 年，我们建议沿袭三条主线配置：一是子行业复苏次序；二是行业洗牌后的龙头集中；三是消费行为变迁。立足 3-6 个月，优选正在顺周期复苏的酒店和复苏在望的景区、演艺、出境游等领域的优质龙头，加上“内循环”背景下继续具有政策加码预期的免税产业，同比高增长也将提振情绪，优选中国中免、首旅酒店、宋城演艺、锦江酒店、华住、天目湖、三特索道、中青旅、峨眉山 A、黄山旅游、凯撒旅业、众信旅游等；明年下半年重点跟踪出境游复苏进度。立足 1-3 年维度，我们建议继续立足景气细分赛道的优质龙头，结合疫情之后的行业集中和消费变迁，重点推荐中国中免、中公教育、宋城演艺、锦江酒店、华住、首旅酒店、科锐国际、广州酒家等，建议密切跟踪新兴细分赛道中的潜力龙头品种，如豆神教育、科斯伍德、天目湖等。

- **风险提示：**宏观、疫情等系统性风险，政策风险等

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘（元）	总市值（百万元）	EPS 2020E	EPS 2021E	PE 2020E	PE 2021E
601888	中国中免	买入	185.00	361,208	3.14	4.86	58.96	38.06
002607	中公教育	买入	39.35	242,687	0.41	0.57	97.06	69.33
300144	宋城演艺	买入	18.92	49,470	0.06	0.50	342.00	37.52
600754	锦江酒店	买入	51.75	43,511	0.32	1.26	161.48	40.93
600258	首旅酒店	买入	24.57	24,268	-0.44	0.91	-55.83	26.93

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

投资摘要

关键结论与投资建议

维持板块“超配”评级。虽今年行业承压，但内循环背景下大消费赛道获得追捧，部分优质龙头也已走出α行情。展望 2021 年，考虑疫情对社服各子行业短期复苏节奏和中长线成长逻辑的影响，我们建议沿袭三条主线布局：一是跟踪行业复苏节奏次序；二是紧抓行业承压洗牌后加速集中的子行业龙头；三是关注疫情对消费行为或者龙头竞争力长远影响而带来的投资机遇。立足 3-6 个月，我们优选正在顺周期复苏的酒店和仍待复苏的景区、演艺、出境游等领域的优质龙头，加上“内循环”背景下依然具有政策加码预期（国人离境市内店）的免税产业，预计财务同比高增长也将提振情绪，优选中国中免、首旅酒店、宋城演艺、锦江酒店、华住、天目湖、三特索道、中青旅、峨眉山 A、黄山旅游、凯撒旅业、众信旅游等；明年下半年重点跟踪出境游复苏进度。立足 1-3 年时间维度，我们建议继续立足景气细分赛道的优质龙头，结合疫情之后的行业集中和消费变迁，重点推荐中国中免、中公教育、宋城演艺、锦江酒店、华住、首旅酒店、科锐国际、广州酒家等，建议密切跟踪新兴细分赛道中的潜力龙头品种，如豆神教育、科斯伍德、天目湖等。

核心假设或逻辑

宏观经济整体稳定，国内疫情总体防控得当，未出现重大反复。

假设人民币汇率等保持相对稳定

区域政治情况不出现特别重大动荡

行业或区域政策导向未发生重大转折。

与市场预期不同之处

部分市场投资者认为酒店龙头仅阶段周期性机会，我们认为本轮系周期与成长并重，值得关注。2020 年，疫情加速酒店行业洗牌和出清，有望给龙头更好的成长机遇。一方面，酒店行业供给优化下，未来行业龙头不排除有望加速复苏，周期层面有看点，另一方面，更重要的是，疫情下龙头相对优势凸显，未来有望加速展店和整合优化，成长逻辑也有支撑，从而带来酒店龙头中线投资机会。

近期疫苗取得重要进展，部分市场投资者担忧未来出境游全面放开后国内免税不利影响。我们认为：疫苗全面普及乃至出境游全面恢复仍有待时日，借此时间差，中免只要在供应链、品牌品类丰富度和购物体验下做足内功，未来即使出境游全面恢复，其综合竞争力的提升也有助于其在国际竞争中取得相对优势。

股价变化的催化因素

第一，行业政策持续利好。

第二，外延扩张新项目持续落地，且新项目经营表现突出。

第三，国企改革，国企业绩/市值考核强化。

第四，行业或细分领域（如免税、酒店）运行数据超市场预期。

核心假设或逻辑的主要风险

宏观经济系统性风险，自然灾害及重大传染疫情（国内疫情未出现重大反复）;

汇率大幅贬值风险；区域政治风险；恶性竞争加剧;

政策可能低于预期;

国企改革进度或外延收购整合等低于预期;

并购整合商誉风险。

内容目录

2020 疫情大考，龙头抗压前行，板块先抑后扬 6
行业回顾：疫情寒冬普遍承压，龙头抗压前行，复苏节奏分化 6
板块复盘：社服板块先抑后扬，权重股支撑下累计涨幅居各行业第三 8
持仓分析：免税持仓大幅提升，带动板块超配创新高 9
子行业：疫情寒冬分化加速，优质龙头逆势崛起 12
免税：政策放宽做大蛋糕，消费回流助力扩容，牌照增加适度竞争 12
餐饮龙头：行业稳步复苏，火锅等赛道表现尤其靓丽 17
酒店龙头：短看周期复苏节奏，中看疫后龙头加速集中 21
旅游演艺：短期跟踪复苏节奏，新项目新模式支撑长期中枢 25
传统景区：表现分化，挑战与机遇并存，后疫情时代更需转型升级 28
出境游：海外疫情蔓延主业承压，关注龙头转型与新业务布局 30
澳门博彩业：Q3 赴澳游率先走出谷底，关注后续复苏进度 32
教育：招录扩招助力职教龙头成长，关注 K12 培训细分机会 32
人力资源服务：灵活用工逆市持续靓丽，看好行业成长潜力 35
投资策略：三条主线：复苏次序 龙头集中 消费变迁 37
后疫情时代：建议围绕复苏节奏、龙头集中、趋势变化三主线布局 37
风险提示 41
国信证券投资评级 43
分析师承诺 43
风险提示 43
证券投资咨询业务的说明 43

图表目录

图 1：1 月至今国内疫情新增确诊及疑似病例 6
图 2：截至目前，海外疫情新增确诊病例仍居高位 6
图 3：2020Q3 旅游板块和重点公司营收增速情况 6
图 4：2020Q3 旅游板块和重点公司业绩增速情况 6
图 5：2020 前三季度各板块营收增速 7
图 6：2020 前三季度各板块业绩增速 7
图 7：截至 11 月 13 日，休闲服务指数上涨 57.77% 8
图 8：截至 11 月 13 日，休闲服务板块个股涨跌幅 8
图 9：教育人服板块 2020 年以来股价走势 9
图 10：社服板块基金重仓持股比及超配比例 9
图 11：社服子行业基金重仓持股市值比 9
图 12：中国中免基金持仓情况 10
图 13：宋城演艺基金持仓情况 10
图 14：中公教育基金持仓情况 10
图 15：锦江酒店基金持仓情况 10
图 16：豆神教育基金持仓情况 10
图 17：科锐国际基金持仓情况 10
图 18：沪/深港通持仓变动趋势（沪/深股通持股比例） 11
图 19：韩国本国人对韩国市内免税店的贡献 15
图 20：韩国人本土市内免税店消费仍略高于其机场免税店 15
图 21：海南离岛免税销售额月度增长情况 15
图 22：三亚免税店销售额增长情况 15
图 23：京沪机场国际+地区旅客吞吐量及当月同比 16
图 24：香港机场旅客吞吐量及当月同比 16
图 25：中国国旅上市以来股价及估值复盘（截至 20201118） 16
图 26：2019 年，中免位居全球免税龙头第四（2020H1 上升至第一） 17
图 27：国内餐饮外卖占比逐步提升 18
图 28：2020 年 2 月-9 月餐饮收入及同比增速 18
图 29：疫情后最想选择的 5 个线下消费活动排名 18
图 30：截止 3 月 18 日各品类餐饮商家的复工率 18
图 31：2020 年国内餐饮家数预计明显下降 18
图 32：国内餐饮龙头净开店情况 18
图 33：公司整体翻台率数据;2019H1 VS 2020H1 19
图 34：港股餐饮上市公司 2020 年以来股价走势 19
图 35：中国餐饮市场前五大公司市场份额 20
图 36：百胜中国 2017-2020Q1-3 总营业收入按品牌拆分 20
图 37：公司各业务收入增长情况 20
图 38：公司各业务季度收入增长情况 20
图 39：近 4 年我国酒店住宿业规模增长平稳 21
图 40：2019 年规模以上酒店按城市分布占比（按房量计） 21
图 41：2019 年酒店住宿档次分布：长尾结构（按房量计） 22
图 42：2019 年国内各区域酒店连锁化率对比（按房量计） 22
图 43：19 年底连锁酒店份额：CR4=47.2% 22
图 44：19 年底酒店龙头份额：CR4=11.2% 22
图 45：中国酒店行业入住率恢复情况 23
图 46：国内三大酒店龙头 RevPAR 变化与 PMI 比较 23
图 47：首旅酒店估值与 PMI 变化比较 23
图 48：锦江酒店估值与 PMI 变化比较 23
图 49：酒店龙头 2017 年以来股价涨幅表现（复权后） 24
图 50：酒店龙头净利率比较 24
图 51：锦江华住相关酒店业务总部费率比较 24
图 52：截至 2020Q3，三家酒店龙头中高端酒店房量占比 24
图 53：2017-2019 年三家龙头门店规模扩张情况 25
图 54：三家酒店龙头资产负债率比较 25
图 55：演艺剧场疫情后上座限制 25
图 56：公司 2020 年前三季度业绩下滑 90% 26

图 57：2020Q3 公司收入和业绩变化 26
图 58：宋城演艺现有项目分布图 28
图 59：10 月赌收同降 72.5%，降幅收窄 17.5pct 32
图 60：2020 年 10 月下旬以来博彩股涨幅回暖 32
图 61：中公教育前三季度收入业绩增长情况 33
图 62：中公教育年初至今股价走势 33
图 63：科锐国际的管理零工数量及派出人数 35
图 64：科锐国际的分支机构及专业顾问数量 35
图 65：2020 年至今科锐国际股价走势 36
图 66：2020 年至今人瑞人才、万宝盛华股价走势 36
图 67：截至 11 月中旬，酒店关停注销以中小酒店为主 37
图 68：疫情对教育培训机构的影响 37
图 69：中国与韩国免税市场规模比较 38
图 70：韩国免税消费中外国人代购贡献估算 38
图 71：韩国免税最新数据变化 39
图 72：中国境外免税消费占全球免税市场的 35% 39
图 73：餐饮旅游板块 2021 年投资策略 40

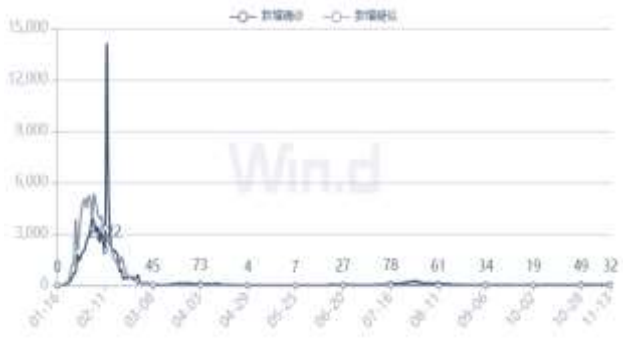
表 1：2020 年旅游各子行业复苏节奏 7
表 2：国内免税运营商基本情况 12
表 3：国内现行免税政策整理 13
表 4：2009-2020 年海南离岛免税政策全面梳理 13
表 5：三亚市市内免税店竞争性磋商方案 14
表 6：2016-2019 年国内出入境免税新政概要 14
表 7：港股上市餐饮企业疫情下复工进度 19
表 8：百胜中国香港二次上市募资资金用途 20
表 9：广州酒家产能分析 21
表 10：三家酒店龙头 2020 年的开店计划和 2019 年开店情况 23
表 11：2020 年中秋国庆黄金周宋城演艺旗下千古情场次 26
表 12：宋城演艺的项目情况 27
表 13：宋城演艺的潜在空间（分谨慎、中性和乐观三种假设，假设项目运营 5-8 年后不断丰富达到成熟期） 28
表 14：国有景区门票降价政策意见 29
表 15：降价首年，景区类上市公司 2019 年全年表现 29
表 16：2020 年国庆黄金周重点景区客流及清明、五一、端午重点景区出游数据 30
表 17：截至 11 月中旬，各国家或地区最新入境管制措施 31
表 18：凯撒旅业非公开发行的发行对象拟认购情况 31
表 19：各类考试成绩公布时点（不考虑疫情等不可抗力影响） 33
表 20：2021 年国家公务员考试时间已恢复至往年节奏 34
表 21：前三季度豆神教育报名人次及累计就读人次 34
表 22：部分培训机构停课及线上教学安排 40

2020 疫情大考，龙头抗压前行，板块先抑后扬

行业回顾：疫情寒冬普遍承压，龙头抗压前行，复苏节奏分化

2020 年，前所未有的新冠疫情大考下，社服各子行业也迎来了前所未有的挑战。在国内疫情最为严重的 Q1，尤其各区域相对封锁的阶段，多数社服子行业几乎均面临业务停滞（仅线上教育等子行业相对良好），此后，随着国内疫情防控趋稳，虽局部区域零星疫情反复，但行业整体 Q2、Q3 仍逐步复苏，但各赛道复苏节奏则明显分化，海外疫情的蔓延和持续又给相关子行业雪上加霜；与此同时，部分**龙头抗压前行下，其相对优势和中线成长逻辑进一步强化。受此影响，资金先是高度聚焦优质赛道强龙头，此后根据各赛道复苏节奏和龙头抗压能力差异追逐相应赛道优质龙头。简言之，选赛道、抓龙头成为核心。**

图 1：1 月至今国内疫情新增确诊及疑似病例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

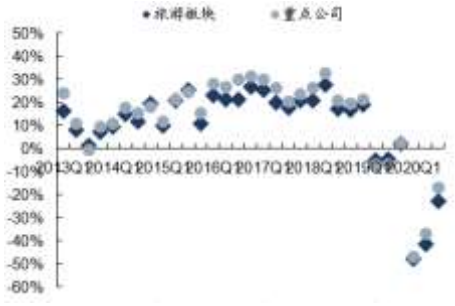
图 2：截至目前，海外疫情新增确诊病例仍居高位



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

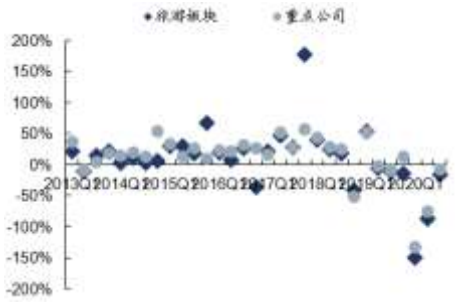
具体来看，国信旅游板块 Q1 收入下滑 49%，业绩整体亏损突出；Q2 收入恢复 59%、业绩略恢复 12%；2020Q3 **收入**恢复 77%，业绩依权重股中免发力等恢复 84%，扣非业绩恢复 72%，逐步复苏趋势明显，权重股贡献突出。

图 3：2020Q3 旅游板块和重点公司营收增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

图 4：2020Q3 旅游板块和重点公司业绩增速情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

复苏节奏：旅游子行业——免税>餐饮>酒店>景区>演艺>出境游。从旅游各子行业的角度，免税虽然出入境承压，机场保底租金拖累，Q1 中免出现首次亏损，但 3 月以来，**免税**依托线上发力+海南恢复，开始领先恢复，Q2 收入增速转增，Q3 受益海南政策大利好营收和业绩实现了同比靓丽高增长。其次，**餐饮**尤其其中的火锅赛道龙头（火锅赛道本身高粘性，增加外卖服务）以及年轻客群占比高的太二等快时尚餐饮（同样也加强了外卖服务）也 3-4 月开始复苏，Q2 龙头收入恢复 7-8 成，Q3 预计加速复苏；而广酒则依托食品业务补充同比稳健增长。**酒店，**依托国内防疫优秀和商旅业务企稳，Q2 境内酒店 RevPAR 恢复 5-6 成，Q3 则恢复达 7-8 成+，9 月恢复 90%或以上。与此同时，**景区**则受制于各区域

软性出游限制+疫情零星反弹的出游情绪受制+接待上限约束等，恢复相对较慢，其中周边休闲游相对恢复较快，传统团队游恢复较慢。**演艺**作为特殊的景区消费模式，偏室内和客流集聚特征、根据团散客占比，区域分化明显。**出境游**先是受制国内疫情，此后受制海外疫情，承压明显。但凯撒旅业、众信旅游二者均积极拓展国内游，积极争取与免税运营商或阿里等合作，拟布局新业务机会。

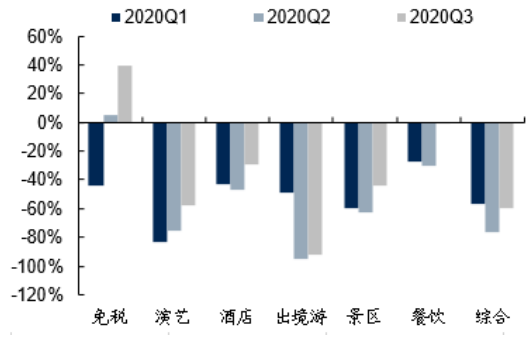
表 1：2020 年旅游各子行业复苏节奏

子行业	Q1	Q2	Q3
免税	出入境免税+离岛免税均承压，3 月后依托线上布局和离岛复苏有所恢复	海外疫情封锁下，中免海南依托促销强化与线上补充，收入增速转增，	受益政策利好、消费回流，中免海南营收和业绩实现了同比靓丽高增长。
餐饮	整体承压，阶段关店	Q2 部分火锅龙头收入恢复 7-8 成	Q3 预计加速复苏
酒店	出租率一度降至 10%以下，大量酒店停业，3 月后开始有所复苏，依托隔离房等提升出租率	Q2 境内酒店 RevPAR 恢复 5-6 成	Q3 则恢复达 7-8 成+，9 月恢复 90%或以上
景区	多数景区阶段关闭，3 月后部分开放，但出行限制颇多	国内景区接待上限需控制在 30%以内，团队游限制，周边游开始有所复苏	7 月 14 日景区游客接待量从 30%提至 50%，跨省团队游放开，9 月 18 日客流上限调高至 75%，但各地仍有隐性出游限制，周边休闲游复苏相对较快，团队游仍有承压
演艺	1 月下旬关闭	受制室内演出+团队游限制继续承压，龙头宋城演艺 6 月 12 月存量项目才复园	区域分化，部分区域受制于学生隐形出游限制和团队游承压复苏相对较慢
出境游	1 月下旬停滞	受制于海外疫情，仍基本停滞，龙头开始转向国内游和其他多元化布局	继续停滞，以布局国内部分长线游及业务转型为主

资料来源:公司公告，公司官网，国家文旅局，南海网等媒体报导，国信证券经济研究所整理

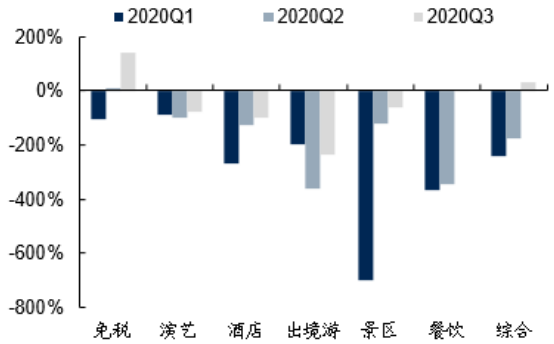
具体从板块经营数据来看，Q3 单季**营收增速**：免税（38.97%）>餐饮（-1.23%）>酒店（-29.72%）>景区（-44.22%）>演艺（-57.45%）>综合（-59.73%）>出境游（-92.48%）。Q3 单季**业绩增速**：免税（141.90%）>综合（30.97%）>餐饮（3.01%）>景区（-59.49%）>演艺（-80.64%）>酒店（-97.49%）>出境游（-233.65%），其中，**酒店**尤其境内酒店收入环比恢复好于景区演艺等，但业绩受到非核心龙头的拖累影响较大，综合板块 Q3 业绩正增长主要系西安旅游非经贡献所致。简言之，**剔除非经等扰动，聚焦各细分赛道上市龙头，整体经营趋势与我们跟综的各子行业复苏节奏非常拟合，对投资指导意义大。**

图 5：2020 前三季度各板块营收增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

图 6：2020 前三季度各板块业绩增速



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：以上测算均考虑了追溯调整的影响。

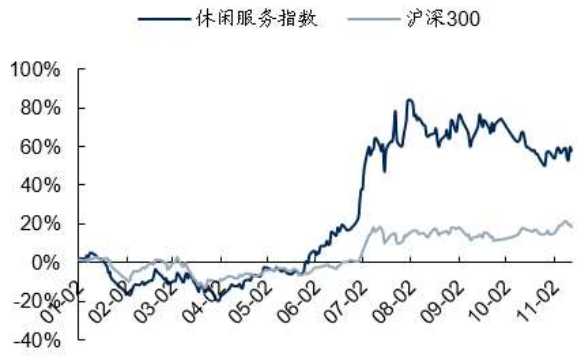
疫情影响下，A 股教育与人力资源行业挑战与机会并存。招录培训板块仍然受益于强刚需。受疫情影响，国考面试、省考笔面试等被迫推迟，上半年收入确认节奏受到影响，但稳就业背景下各招录赛道扩招明显，中公也凭借前期的销售、储备教师等迅速恢复线下业务，Q3 即完成全年业绩对赌，未来多平台孵化下发展值得期待；**K12 课外培训行业**，疫情下线下培训基本处于停滞状态，线下开展受阻在线教育迎来流量爆发期，K12 教培龙头将线下课程转至线上缓冲疫情影响，7 月以来各地线下机构基本已复课，教培龙头线下业务逐渐恢复正常，线上板块有望提供增量贡献；**人力资源板块**，灵活用工增势较突出，而猎头及 RPO 业务阶段承压明显，后续伴随复工复产等开始复苏。**整体来看，疫情下龙头表现依旧强韧，成长逻辑进一步强化，部分行业催化出新的经营业态。**

板块复盘：社服板块先抑后扬，权重股支撑下累计涨幅居各行业第三

疫情之下，休闲服务板块先抑后扬。今年 Q1 受国内疫情爆发影响，行业承压显著，板块整体股价下跌 20.08%（同期沪深 300 下滑 10.02%），跑输大盘 10.06pct，酒店、免税、演艺、景区各子板块全线回调。**4 月以来国内**疫情形势逐渐缓和，免税、酒店、演艺等子板块经营逐渐复苏，带动板块复苏反弹，其中免税尤其突出，而景区、出境游等板块相对收益仍有所承压。**Q3** 社服板块持续回暖，尤其中免在海南政策红利以及消费回流支撑下，显著领涨板块，酒店板块经营数据环比持续回暖，子板块涨幅同样靓丽，演艺、景区因复苏节奏相对平缓整体表现平稳。**Q4 至 11 月中旬**，受资金风格变化影响及海南竞争格局的担忧等，前期涨幅较大的免税板块有所回调，但累计涨幅依旧居前，而酒店板块在经营数据持续回暖支撑下，伴随周期复苏逻辑持续走强，演艺、景区等板块淡季影响下略有回调。

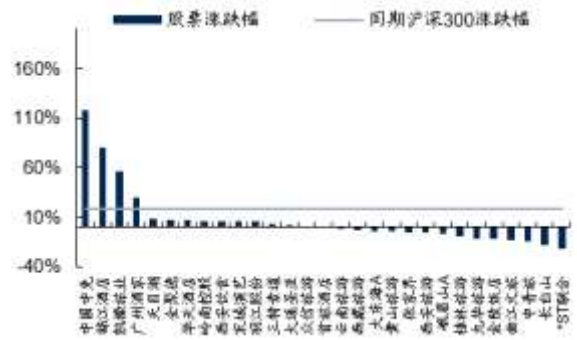
权重股支撑下，休闲服务板块累计涨幅排名位居前三，免税力扛。截至 11 月 13 日，休闲服务指数上涨 57.77%，大幅跑赢沪深 300 指数（+18.56%）39.21pct，**累计涨幅按申万一级行业计算居各行业第三位。**社服板块逆势大幅跑赢大盘，**主要来自权重股中国中免领涨，疫情下受益电商模式创新+海外消费回流；此外锦江酒店（开店加快+国内业务恢复良好+再融资）、凯撒旅业（免税题材+再融资）、广州酒家（速冻受益+月饼产能释放）、天目湖（周边休闲游）等涨幅居前。**

图 7：截至 11 月 13 日，休闲服务指数上涨 57.77%



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：截至 11 月 13 日，休闲服务板块个股涨跌幅

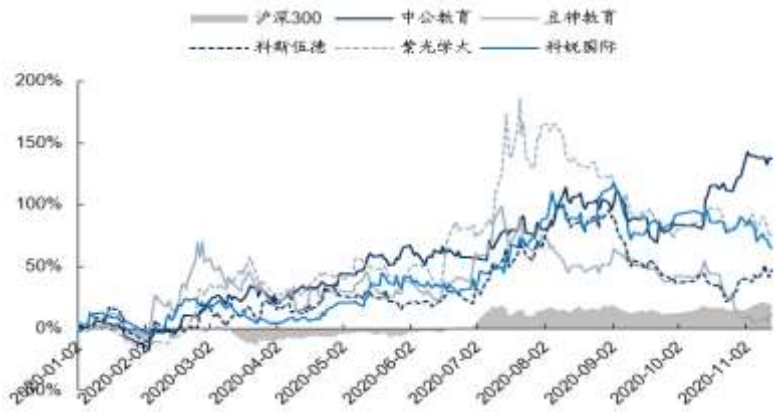


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

进一步展开分析：今年年初至 11 月 13 日，板块最核心权重股**中国中免**领涨，累计上涨 117.11%，其中 Q3 单季股价上涨 59.81%，主要系免税行业受国内外疫情影响，电商创新+政策红利，消费回流加速，海南离岛免税行业独领风骚。与此同时，酒店板块**锦江酒店**股价累计涨 79.36%，涨幅排名第二，Q2 至今涨 86.37%，主要受益行业复苏、内部整合提速及疫情后龙头有望加速集中，持续高速开店。出境游龙头**凯撒旅业**虽然基本面短期显著承压，但股价表现相对突出，股价累计上涨 55.85%，主要与其市值较小，拟进行免税相关布局等预期相关。**广州酒家**股价累计涨 29.35%，Q3 至今涨 20.91%，主要与速冻、月饼等食品业务收入增长良好相关。**宋城演艺**累计涨 5.30%，受部分地区疫情二次反复影响，整体表现平稳；黄山旅游、峨眉山 A 等自然景区表现相对承压。

教育人服层面，中公教育作为招录培训领域的绝对龙头，今年以来股价表现靓丽，上半年依托扩招预期股价累计上涨 57%，Q3 伴随线下培训复课和板块扩招，股价继续一路上扬，今年以来截至 11 月 13 日股价累计上涨 137%；**科锐国际**累计涨 64%，灵活用工业务高增支撑带动股价走高；**豆神教育**疫情影响下公司积极将线下业务转至线上，上半年累计涨 52%，但后续受再融资环境不确定性股价出现回调。另外，今年以来截至 11 月 13 日，**紫光学大**受创始人回归主导业务影响，累计涨 76%；**科斯伍德**累计涨 47%，校区拓展稳步推进。

图 9：教育人服板块 2020 年以来股价走势

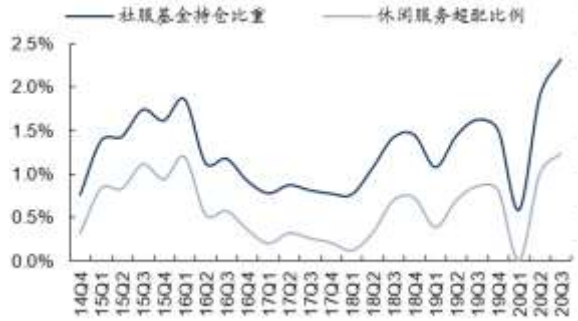


资料来源:wind，国信证券经济研究所整理

持仓分析：免税持仓大幅提升，带动板块超配创新高

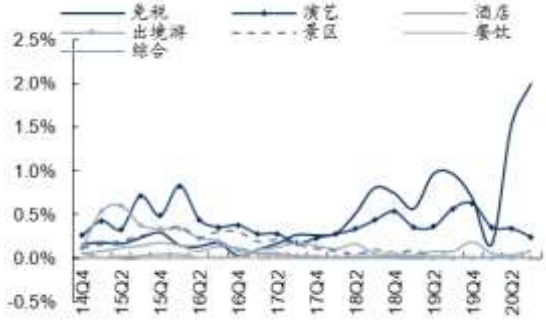
结合基金季报重仓股披露情况分析，截至 2020Q3，**国信社会服务板块**基金重仓持股比例为 2.32%（社服板块重仓股票市值/所有重仓股票市值，此处均选取开放式主动管理型股票基金），环比提升 0.42pct，主要系免税板块持仓比例上升带动（环比提升 0.47pct），酒店经营数据回暖持仓比也略有提升（+0.04pct）。具体从**细分板块**来看，**免税**板块持仓比 1.99%，环比提升 0.47pct；**酒店**板块持仓比 0.08%，环比提升 0.04pct；**演艺**板块持仓比 0.24%，受疫情反复及剧院限流影响，环比下降 0.10pct；**出境游、景区及餐饮**板块整体持仓比较低。**前三季度，免税行业政策利好下，离岛免税表现靓丽，中免积极配置持续提升，进而带动板块整体超配比例明显提升。**龙头公司基本面、股价、机构配置基本契合。

图 10：社服板块基金重仓持股比及超配比例



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：由于 Q1、Q3 基金主要披露重仓股数据，而非像半年报和年报一样披露全部持仓数据，因此以下测算主要通过重仓股情况进行分析，除特殊说明外，但凡涉及环比/同比分析的数据均为可比口径，下同。

图 11：社服子行业基金重仓持股市值比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2020Q3，按基金（全部基金，包含主动和被动型）持仓市值排序，社会服务板块的基金前五大重仓股分别为**中国中免、宋城演艺、中公教育、锦江酒店和豆神教育**。2020Q3 末五大重仓股基金持股比例（占流通股比）较 2020Q2 均呈现环比下滑的趋势，其中中国中免持仓占比环比 Q2 下降 0.96pct，宋城演艺环比降 8.74pct，锦江酒店环比下降 4.73pct，两只教育行业标的中公教育、豆神教育分别环比下降 13.64、15.37pct。

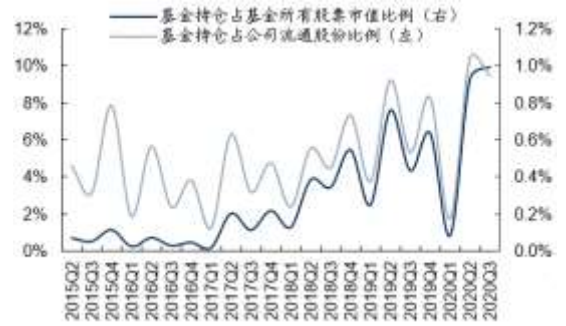
中国中免的 2020Q3 末重仓基金（主动+被动）数量为 628 家；持股市值为 412.33 亿元，占其流通市值的 9.47%。其中主动型重仓基金数量为 444 家，环比 Q2 增加 173 家；持股市值 339.22 亿，占公司流通股的 7.79%，环比上升 1.15pct。

宋城演艺的重仓基金（主动+被动）数量为 63 家，持股市值为 47.48 亿元，占其流通市值的 11.79%。其中主动型重仓基金数量为 52 家，环比增加 6 家；持股市值 41.40 亿，占公司流通股的 10.30%，环比下降 1.35pct。

中公教育的重仓基金（主动+被动）数量为 37 家，持股市值为 28.32 亿元，占公司流通市值的 11.07%。其中主动型重仓基金数量为 30 家，环比增加 1 家；持股市值为 23.59 亿元，占公司流通股的 9.22%，环比下降 2.24%。

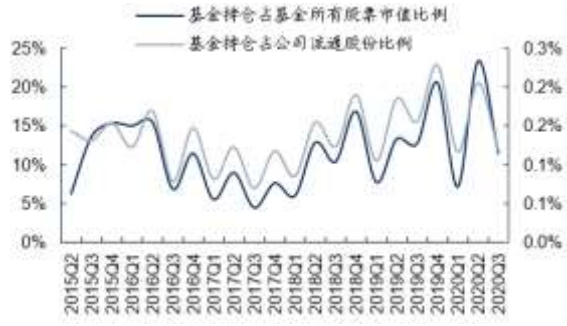
锦江酒店的重仓基金（主动+被动）数量为 45 家，持股市值为 21.05 亿元，占其流通市值的 6.44%。其中主动型重仓基金数量为 39 家，环比增加 25 家；持股市值 13.28 亿，占公司流通股的 4.06%，环比提升 1.88pct。

图 12：中国中免基金持仓情况



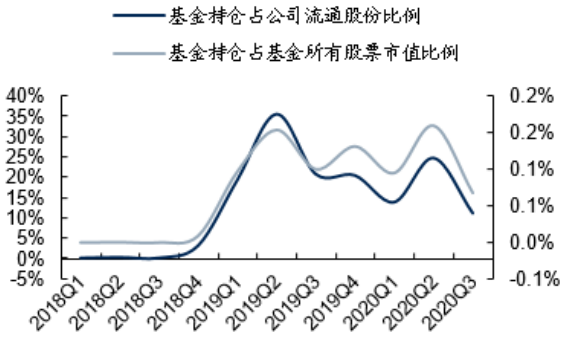
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 13：宋城演艺基金持仓情况



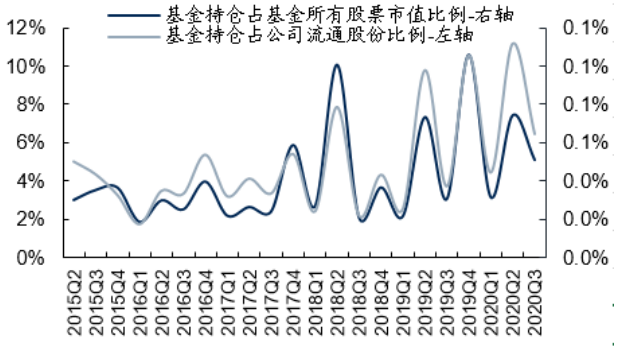
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 14：中公教育基金持仓情况



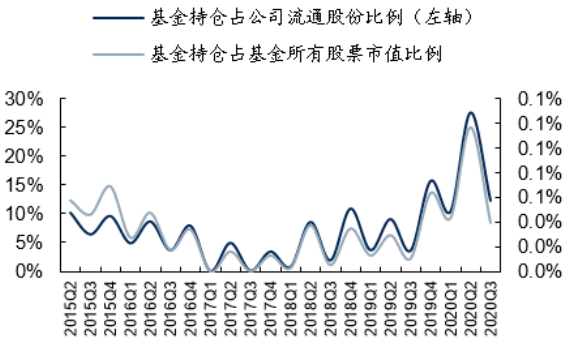
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 15：锦江酒店基金持仓情况



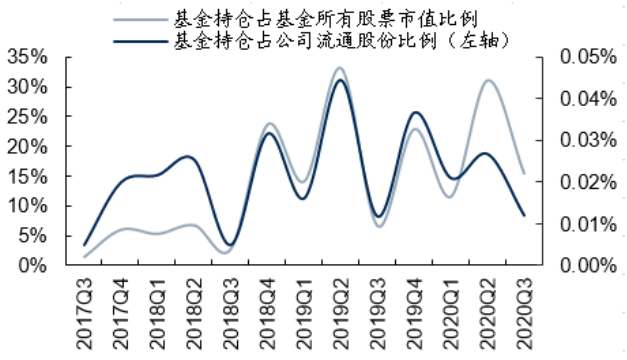
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 16：豆神教育基金持仓情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 17：科锐国际基金持仓情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

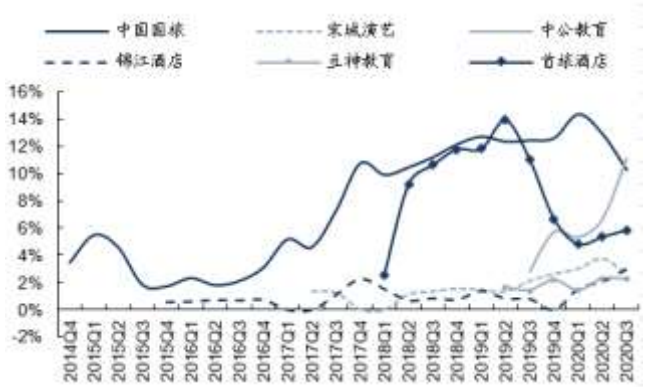
豆神教育的重仓基金数量为 22 家，持股市值为 16.42 亿元，占其流通市值的

12.25%。其中主动型重仓基金数量为 17 家，环比减少 9 家；持股市值 9.76 亿，占公司流通股的 7.28%，环比上升 1.13pct。

科锐国际的重仓基金数量为 17 家，持股市值为 9.14 亿元，占其流通市值的 8.34%。其中主动型重仓基金数量为 15 家，环比增加 2 家；持股市值 8.76 亿，占公司流通股的 8.03%，环比提升 2.25pct。

陆港通大幅增持中公教育，持仓比例环比提升 4.42pct。2020Q3，陆股通大幅增持**中公教育**，小幅增持酒店龙头**锦江酒店、首旅酒店**；**中国中免**陆股通持股比例有所下降，**宋城演艺、豆神教育**也有所减持。具体来看，2020Q3，中公教育陆股通持仓占比为 11.07%，环比上升 4.42pct，此外锦江酒店、首旅酒店持仓占比分别为 3.00%/5.82%，环比分别提升 0.93/0.49pct。前期持股比例较高的中国中免持仓比例下降 2.62pct，宋城演艺、豆神教育持仓比分别下降 1.17/0.05pct。**海外资金和国内机构在龙头标的配置上有所差异但股票池相似。**

图 18：沪/深港通持仓变动趋势（沪/深股通持股比例）



数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

子行业：疫情寒冬分化加速，优质龙头逆势崛起

免税：政策放宽做大蛋糕，消费回流助力扩容，牌照增加适度竞争

2020 年是国内免税发展具有重要意义的一年。一方面，海内外疫情对出入境免税带来了前所未有的考验，保底租金压力下考验龙头经营承压能力；另一方面，疫情带来的区域封锁加速国内居民消费回流，而建设海南自贸港背景下，海南离岛免税政策放开力度超预期，也带来海南离岛免税的炫丽表现。此外，免税龙头积极应对，线上布局，也带来免税商成长新思考。鉴于此，我们借此机会将国内免税目前最新政策情况，参与者情况进行梳理，并结合最新经营情况，展望后续成长空间与竞争格局。

免税政策全梳理：政策放宽，适度竞争，核心在于做大蛋糕

国内免税目前可以分为**离境免税**和**离岛免税**，二者在运营商和政策层面各有差异。

国内免税运营商：结合我们的持续跟踪，目前国内具有免税经营资质的企业如下图所致，基本均为国企背景，不含外资，且今年有所增加。一是 6 月王府井公告新获国内免税经营资质，二是结合 8 月南海网等媒体报道，海旅投旗下全资子公司海旅投免税品有限公司及海南发展控股旗下的全资子公司全球消费精品海南发展贸易有限公司离岛免税经营资质获批。此外，珠免拟注入上市公司格力地产，免税板块有望再添一军，也引发市场关注。

表 2：国内免税运营商基本情况

运营商	背景	牌照	目前经营区域
中免	央企	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照，离境外国人市内免税店牌照	京沪广等枢纽机场免税店，香港机场免税烟酒段，澳门机场免税部分，国内部分边境口岸店，三亚海棠湾免税店等
中出服	央企-国药集团旗下	出入境免税牌照，出国归国市内免税店牌照，海南离岛免税牌照（实际落地需参与竞标，政府审批）	京沪南京等部分市内店，重庆机场进境店，天津邮轮进境店等，2020 年 11 月中标南京机场出境店
深免	深圳国企	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照（实际落地需参与竞标，政府审批）	深圳各边境口岸免税店，西安机场进境店等
珠免	珠海国企，拟注入格力地产	出入境免税牌照，海南离岛免税牌照（实际落地需参与竞标，政府审批）	珠海各边境口岸免税店，天津机场入境免税店，2020 年 11 月中标南宁机场免税店。
日上	中免控股 51%	无	历史原因中标经营京沪机场免税店，后被中免收购 51%控股权
王府井	北京地方国资背景	免税经营牌照，预计包括海南离岛免税牌照（实际落地需参与竞标，政府审批）	2020 年 6 月 10 日颁布
海免	中国旅游集团（中免大股东）持股 51%，海南国资持股 49%	仅海南离岛免税牌照（无出入境免税牌照）	海口机场、市内免税店，博鳌市内免税店
海旅投免税	海南国资背景，海旅投 100%控股	海南离岛免税牌照（无出入境免税牌照）	2020 年 8 月 19 日获批
全球消费精品海南发展	海南国资背景海南发控 100%控股	海南离岛免税牌照（无出入境免税牌照）	2020 年 8 月 19 日获批

资料来源：国务院，财政部、商务部等政府公开网站，公司官网等，国信证券经济研究所整理

具体来看，在**出入境免税**方面，此前国内免税经营商除中免外，一直以分区域经营为主，但 2019 年开始上述牌照方面的区域垄断开始有所打破，中免、中出服、深免、珠免均可以参与国内出入境机场或口岸招标，同时今年新获免税经营资质的王府井我们预计也可能具有相关经营资质。。

在**海南离岛免税**方面，此前主要系中免和海免经营，海免原系海南国资背景，2018 年底海免被中免大股东中国旅游集团收购 51%控股权。今年 7 月，结合最新《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，**具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营。**换言之，上述国内免税运营商除日上外预计都具有相关资质，其中海免、海旅投、海发控旗下的全球精品目前仅拥有离岛免税经营资质，并不具备出入境免税经营资质。但是，拥有离岛免税经营资质并不代表可以直接在海南开立离岛免税店，此前“一店一批”，由财政部等部委审批确定；从今年的新政来看，未来新增门店一般需要招标，通过综合实力的 PK 确定相应运营商和门店选

址后，再由上级政府审批确定。

从免税政策来看，同样包括出入境免税政策和离岛免税政策，我们把最新二者政策情况整理如下表所示。

表 3：国内现行免税政策整理

分类	出入境免税	海南离岛免税
购物人群	出入境游客	离岛免税游客
购物额度	出境 5000 元/次，出入境合计 8000 元/次； 但短期多次往返港澳或其他边境情况除外 香化、烟酒、精品等，烟酒限量	每人每年 10 万元
购物品类、件数限制	1） 香港、澳门地区居民及因私往来香港、澳门地区的内地居民，免税香烟 200 支，或雪茄 50 支，或烟丝 250 克；免税 12 度以上酒精饮料限 1 瓶（0.75 升以下） 2）其他旅客，免税香烟 400 支，或雪茄 100 支，或烟丝 500 克；免税 12 度以上酒精饮料限 2 瓶（1.5 升以下）	目前包括香水、化妆品、首饰手表工艺品、服饰箱包、手机等 3C 产品、酒类（不包括白酒）等 40 多类商品 件数限制：化妆品 30 件、手机 4 件、酒类 1500ml 等
购物场所	目前仅限出入境口岸，市内免税店目前尚不允许，但未来有放开可能性。	离岛机场/口岸购买，政府允许的限定市内免税店（但一般需机场/口岸提货）
运营商确定	机场、口岸按照最新政策规定招标模式，财务分、技术分各有规定	此前系特定持牌运营商基于特定经营场所申请获相关部委批准后经营，今年新政后明确国内持免税经营资质企业拥有相关资格，但一般需经招标等方式筛选确定候选人后再报上级部门最终审批确定

资料来源:海关总署、财政部、新华网海南、搜狐等，国信证券经济研究所整理

海南离岛免税政策 2011 年落地以来持续放宽。海南离岛免税政策从 2009 年底正式提出，2011 年 3 月底公布 4 月底正式施行，2012 年至 2019 年初经历了 5 次较大调整，具体如下表所示，主要集中在**提升免税购物限额**（从 8000 元/年到 30000 元/年）、**扩大免税商品品种件数**（从 18 种到现在超过 42 种，香化从最初的香水 2 件，化妆品 5 件到香水 8 件，化妆品 12 件）、**放宽购买次数**（目前岛内外居民均不限次数）、**增设免税店**（海口、博鳌市内免税店）、增加离岛免税的交通方式（铁路离岛、轮船离岛加入免税范围）等方面。

2020 年 6 月，海南自贸港背景下，**离岛免税政策迎重大利好：一是总额度从 3 万元上调至 10 万元，二是直接取消单件商品 8000 元的免税限额规定**，三是大幅提升香化产品件数上限（此前香水 8 件、化妆品 12 件，最新香水不限、化妆品 30 件），四是增加部分 3C、酒类、保健品等 7 种商品。上述政策调整，尤其总额大幅放开、取消单件额度及化妆品件数增加等，极大提升海南离岛免税的政策空间（品类丰富，客单价和渗透率双升）。

表 4：2009-2020 年海南离岛免税政策全面梳理

政策实施时间	关键词	说明
2009 年 12 月	政策提出	国务院《关于推进海南国际旅游岛建设发展的若干意见》，提出研究离境退税及离岛免税购物政策
2010 年 6 月	政策进一步明确	《海南国际旅游岛建设发展规划纲要》获批，提出建设离岛及离境免税店
2011 年 3 月 24 日公布，4 月底运行	离岛免税政策公布	试运行离岛免税政策试点，限额（5000 元），限龄（年满 18 周岁），限购物次数（岛内居民 1 次/年，非岛内居民 2 次/年），限品类件数（18 种商品，香水 2 件，化妆品 5 件）
2011 年 3 月 24 日	离岛免税政策解读	财政部官员解读“离岛免税”政策试点时提到“国家决定在海口、三亚两地各开设一家离岛免税店进行试点”
2012 年 11 月	政策额度等调整	限额提高至 8000 元，年龄降低至 16 岁，品类拓宽至 21 种等方面，相比 2011 年，香水 5 件、化妆品 8 件。
2014 年 1 月	政策小范围突破	三亚免税店试点实施“即购即提、先征后退”和“特殊情况下邮寄送达”的购物模式
2015 年 3 月	政策再次调整	增加 17 类免税品种（如婴儿配方奶粉等），放宽 10 种热销商品的单次件数限制，香水 8 件、化妆品 12 件。
2016 年 2 月	政策再次调整	免税额度增至 16000 元，取消非岛内居民购物次数限制，同意三亚和海口免税店开设网上销售窗口
2017 年 1 月	政策小范围突破	铁路离岛旅客可在三亚店或通过三亚和海口免税店的网上销售窗口购买免税商品并在海口火车站提货点提货
2018 年 2 月	新增免税提货点	三亚免税店琼海博鳌机场提货点启用
2018 年 4 月	新增免税提货点	琼海博鳌机场新增海口免税店提货点
2018 年 12 月	**政策再次调整**	**免税额度增至 30000 元（包含岛内居民旅客），取消岛内居民购物次数限制，增加部分医疗器械商品**
2018 年 12 月	**政策再次调整**	**将乘轮船离岛旅客纳入了海南离岛旅客免税购物政策适用对象范围**
2019 年 1 月	**新设免税店**	**新设海口、博鳌市内免税店，于 2019 年 1 月 19 日正式开业**
2020 年 6 月	**自贸港政策拟上调免税额度**	**放宽离岛免税购物额度至每年每人 10 万元，扩大免税商品品类**
2020 年 7 月	**政策再次调整**	**从 7.1 开始，取消单件商品 8000 元免税限额规定，免税品类由 38 种增至 45 种（增加 3C、酒类、保健品等），化妆品件数限制从 12 件提至 30 件、香水不限件数、手机 4 件、酒类 1500ml**

资料来源：财政部，阳光海南网，商务部、中国新闻网等，国信证券经济研究所整理

比如，此前受单件商品免税额度不超 8000 元，超额部分需按照相关规定需要补税的限制，精品销售相对受限，我们估算此前三亚免税店 8000 元以上商品占比仅 20%左右。随着本次总额度大幅提升和单件限额放开，未来预计对提升海南离岛免税精品占比，丰富其品类和 SKU，包括做大离岛免税市场蛋糕和提升海南购物天堂属性，具有重要作用。

竞争格局：海南离岛免税拟引入适度竞争。海南省除新增 2 家本土离岛免税持牌企业外，还拟争取年内在三亚新开 3 家免税店。海南省商务厅厅长陈希表示，按照国家部委要求、鼓励适度竞争、满足游客的期盼以及综合考虑我省接待游客数量、常住人口数量、社消零总额、交通便利程度、商业基础设施等因素，按照选址规划原则，海南将争取在今年内于三亚新设 3 家免税店，包括凤凰机场店和 2 家市内店，拟采用招标等市场化竞争方式确定经营主体，并组织经营主体提出设立离岛免税店的申请，按规定需要海南省内部评审后，由财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核，依程序批准。新设免税店的具体选址和合作方，由具有离岛免税品经营资质的企业依照市场经济原则自行确定，但必须符合投资额、销售额、面积、装修标准等要求，**并保证今年内能够验收开业。**结合海旅投等官方微信号，其市内免税店有望今年 12 月推出，此外其他免税商相关门店预计后续也有望推出。总体来看，海南离岛免税正在走向适度竞争。海口 11 月也提出增加新的离岛免税运营主体。

表 5：三亚市市内免税店竞争性磋商方案

分类	具体要求
经营主体	（一）经营主体必须符合《海南离岛旅客免税购物商店管理暂行办法》(财企(2011)429 号)的相关规定，具备离岛免税品经营资质。且符合以下条件：
公司注册	1.被确定为经营主体后一个月内在海南成立独立法人公司；
注册资本	2.注册资本不低于 5 亿元人民币；
采购供货	3.具有可持续发展能力，稳定的国际品牌采购渠道，有实现品牌、品种、价格与国际同步的经营能力；
经营场所	4.销售场所的选址满足节约资源、保护环境、有序竞争、便于监管的要求，交通便利、配套完善，与场所出租方签订 2 年以上有效租赁协议，**经营面积不小于 2 万平方米；**
海关监管	5.具备符合海关监管要求的免税品监管仓库，具备计算机管理系统和数据传输能力；
开业时间	**6.2020 年 11 月 28 日前完成免税店建设并开业。**
海南省内评审	(二)海南省人民政府将组建磋商小组负责评审。
上级评审	(三)评审结果报请省政府审议，经公示无异议后，**海南省商务厅将组织免税经营企业提出设立离岛免税店的申请，由财政部会同海关总署、税务总局、商务部审核，依程序批准。**

资料来源：新海南、南海网等，国信证券经济研究所整理

出入境政策：此前政策调整拟引入适度竞争，国人离境市内免税政策有望放开

政策调整意在消费回流，2016-2019 年免税政策印证有限竞争导向。从 2016-2019 年的我国进出口岸免税政策来看，核心在于**有限适度竞争**（仅中免、深免、珠免、中出服等持牌运营商可参与）和**避免过度竞争**（强调综合实力和品类优势、合理规范租金比例和提成水平）。可以看出，政策的导向并非是要打破国内免税行业的垄断格局，而是要保持和提升我国免税运营商的规模优势，从而在全球免税价格竞争的背景下，凭借价格优势吸引中国居民消费回流。

表 6：2016-2019 年国内出入境免税新政概要

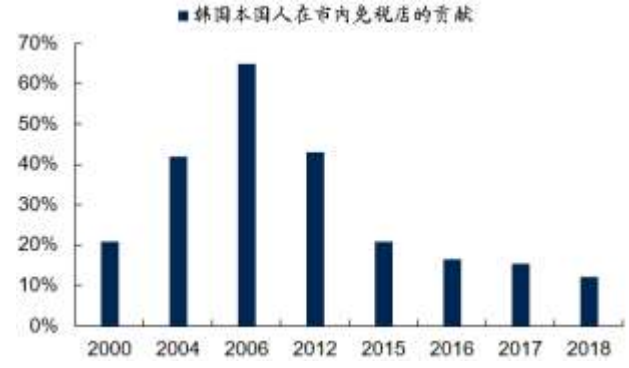
时间	政策	核心内容
2016 年 2 月	《关于口岸进境免税店政策的公告》	1、新增进境免税店（此前除京沪等极少数区域历史原因有进境免税店外，尚无进境免税政策）； 2、有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质，且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，**国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。**
2018 年 4 月	《关于印发口岸进境免税店管理暂行办法补充规定的通知》	规范招标细则：从严甄别投标企业实际情况，选定具有可持续发展能力的经营主体，**合理规范口岸进境免税店租金比例和提成水平，避免片面追求“价高者得”**。《通知》要求，应综合考虑企业的经营能力，甄选具有可持续发展能力的经营主体。技术指标在评标中占比不得低于 50%。技术指标分值中，店铺布局和设计规划占比 20%；品牌招商占比 30%；运营计划占比 20%；市场营销及顾客服务占比 30%。品牌招商分值中，烟酒占比不得超过 50%。
2019 年 5 月	《口岸出境免税店管理暂行办法》	1、出境口岸此前区域特许，该政策允许有限放开； 2、同样有限竞争，要求符合“原经国务院批准具有免税品经营资质， 且近 5 年有连续经营口岸或市内进出境免税店业绩的企业”，国内即中免、深免、珠免、中出服 4 家。 3、规范招标细则，规定财务分上限以及免税保底租金、扣点与有税的最高倍数限制，强化技术分占比，并对品牌品类、综合运营实力等进一步明确要求，破除地方保护等

资料来源：国务院，商务部等政府公开网站，国信证券经济研究所整理

国人离境市内免税政策有望渐行渐近。发改委今年 3 月中旬发布《促进消费扩

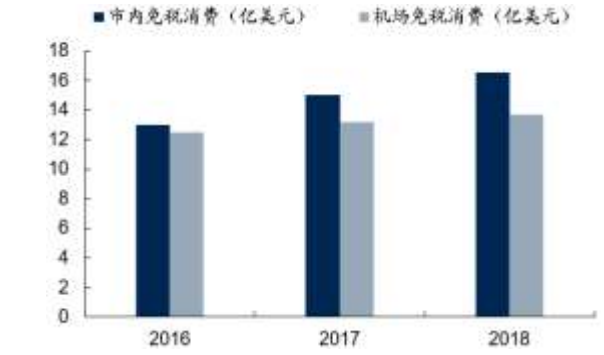
容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，明确指出：以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。换言之，国人离境市内免税政策有望渐行渐近。借鉴韩国免税的发展经验，2009 年韩国免税成为全球第一主要依赖韩国本国人而非外国游客的贡献，其中韩国对本国人的离境市内免税政策居功至伟。并且正因这一政策创新，韩国成功实现了免税消费回流的目标。考虑韩国 2019 年免税 213 亿美元，其中离境市内免税店贡献估算 8 成，我们认为国人离境市内免税店空间广阔。虽然其竞争格局不排除有限竞争，但中免依托规模渠道优势仍有望受益。**2021 年出境游预期底部复苏带来政策放开预期。**

图 19：韩国本国人对韩国市内免税店的贡献



资料来源：Moodie Report，国信证券经济研究所整理

图 20：韩国人本土市内免税店消费仍略高于其机场免税店

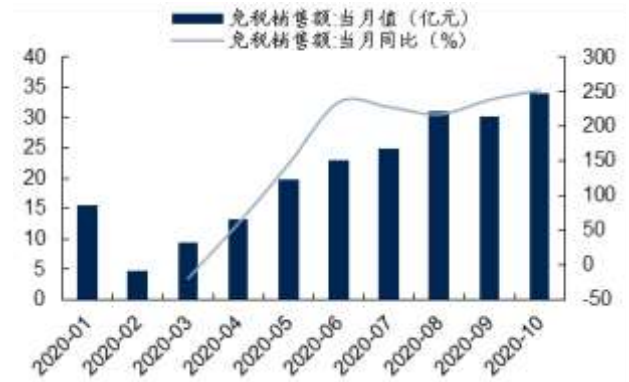


资料来源：穆迪报告，国信证券经济研究所整理

经营数据：离岛免税持续表现靓丽，出入境免税线下承压，线上发力

海南离岛免税：线上发力+政策利好+消费回流下，海南离岛免税靓丽增长。虽然 Q1 受疫情影响，海南离岛免税销售下滑 30%；但伴随线上补购，海南复苏，4 月以来免税复苏，4-6 月海南实现离岛销售额 13.2、19.8 以及 23.0 亿元，同比增速达到 60.3%、145.6%、235.0%，增速逐月爬升。7 月免税政策进一步放开推动了离岛免税繁荣，7-10 月各实现免税销售额 24.9 亿、31.0 亿、30.3、34.0 亿元，分别同增 228%、217%、238%、252%。其中三亚免税店 Q3 收入增速预计 250%左右，表现突出。1-10 月，海南离岛免税累计销售 161 亿元，同比增约 89%。今年“双十一”前后，海南四家免税店在 11 月 10 日、11 月 11 日总销售额（含有税）3.34 亿元、3.65 亿元，较此前日均 1 亿+显著扩容。

图 21：海南离岛免税销售额月度增长情况



资料来源：海口海关、搜狐网、南海网等，国信证券经济研究所整理

图 22：三亚免税店销售额增长情况

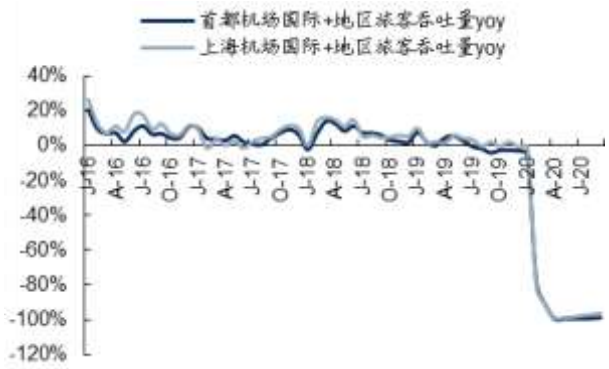


资料来源：公司公告，海口海关等，国信证券经济研究所整理

海内外疫情影响下，出入境免税承压显著：受疫情影响，机场国际客流大幅下滑，从而导致出入境免税直接承压。叠加枢纽机场保底租金压力，短期直接拖累中免出入境免税业务盈利，但线上跨境电商或直邮业务相对补充。具体来看，

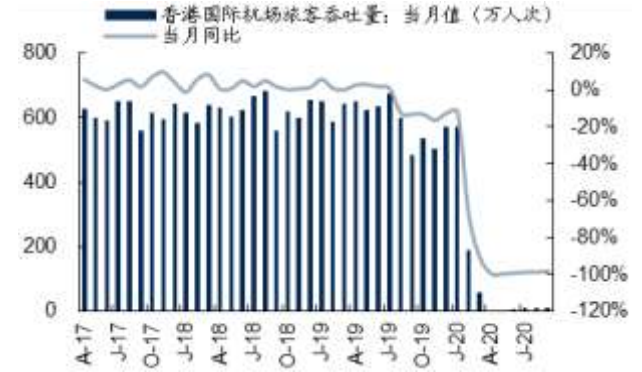
上半年在计提保底租金的影响下，**首都机场** T2+T3 实现收入 18.50 亿元/-57.61%，预计归母亏损 3 亿元+；**日上上海**得益于线上直邮的有效发力，上半年收入 68.67 亿元/-11.20%，归母盈利 0.56 亿元/-82.53%。2020Q3，日上上海依托日上直邮对冲，Q3 预计盈利，而日上北京、广州机场免税等因保底租金预计仍有拖累，香港机场免税在租金调整下不排除 Q3 有望盈利转正。**考虑疫情不可抗力等因素影响，全年来看，预计部分枢纽机场保底租金仍有望下调。**

图 23：京沪机场国际+地区旅客吞吐量及当月同比



资料来源：首都机场、上海机场公告，国信证券经济研究所整理

图 24：香港机场旅客吞吐量及当月同比



资料来源：香港国际机场，国信证券经济研究所整理

考虑到现阶段全球疫情实际，预计短期出入境游仍将承压，但国际疫苗研制取得突破有望推动全球疫情大改观，建议跟踪明年出境游恢复节奏。短期来看，线上补购以及会员直邮等预计继续补充。**考虑免税电商成功实践，我们预计龙头企业未来仍会积极争取相关业务后续常态化布局，但疫情完全恢复后不同的线上模式预计仍需关注监管层及品牌商等合作方的相关态度，处境或有差异。**

回顾与展望：2020 年中免走出耀眼行情，关注未来适度竞争下的成长支撑

复盘中国国旅上市以来股价走势，**一是政策预期**，对估值情绪影响较大，既包括海南离岛免税政策推出/落地/政策历次调整及营销等（政策落地前炒预期对估值提升最明显），还包括入境免税店政策、离境市内免税店政策等等；**二是业绩兑现**，包括机场、三亚免税店经营数据的持续跟踪以及公司毛利率的提升；**三是主观动能的变化及内生外延的持续扩张预期**。

图 25：中国国旅上市以来股价及估值复盘（截至 20201118）



资料来源：Wind、公司公告，国信证券经济研究所整理

2020 年，虽然疫情影响，但中免股价依托政策利好和数据支撑走出了一波炫丽行情。2020Q1，疫情影响叠加对海南离岛免税牌照放开的担忧，中免阶段最高

下跌 25%，但此后伴随国内疫情企稳逐步反弹。2020Q2 消费回流下，离岛及线上销售超预期，叠加政策利好预期，股价上涨 130%，Q3 在海南政策利好超预期以及靓丽销售数据支撑下，股价进一步上涨 45%，但 10 月以来，因对海南离岛免税竞争格局的担忧，加之数据环比增速放缓，叠加疫苗进展后担忧出境游复苏后继续消费外流，股价有所回调，截至 11 月 18 日股价回落 20%+。

疫情下公司免税规模跃居全球第一，规模优势突出。中国中免 2019 年位居全球免税第四，今年海内外疫情背景下消费回流加速，中免凭借国内免税的规模优势和渠道优势等，**在 2020 年上半年上升至全球免税第一**，规模优势凸显。并且，随着中国尤其海南免税潜力的崛起，公司供应链优势正积极有效强化。同时，公司拥有京沪广港等枢纽机场免税卡位，海南布局先发优势突出，且体验店持续布局和争取三亚机场免税店布局下，渠道卡位亦有支撑。

图 26：2019 年，中免位居全球免税龙头第四（2020H1 上升至第一）



资料来源：MoodieReport，国信证券经济研究所整理

展望未来，国内免税在政策红利释放、消费意愿回流下，行业规模有望显著扩大，只是未来竞争格局预计将从独领风骚走向更趋适度竞争。其中伴随今年底明年年初海南新进入者入局，中免未来也进入新的竞争格局下的成长验证阶段，由此可能带来情绪的波动加大。但结合我们多次深度报告反复阐述，免税运营商核心看规模和渠道优势。结合前文和我们以往诸多免税系列专题分析，中国中免依托其规模和渠道优势，仍占有明显优势地位。未来在行业适度竞争下，也有助于进一步激发央企主观动能，中线成长依然值得期待和相对乐观。

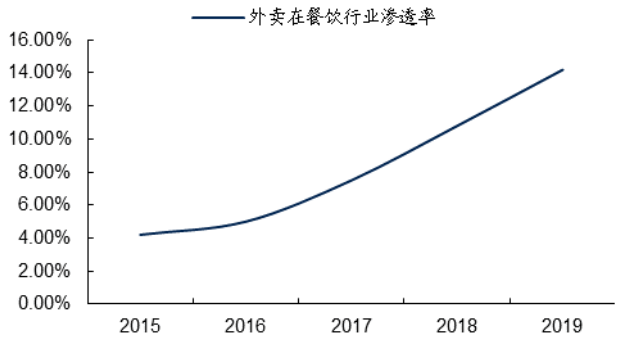
餐饮龙头：行业稳步复苏，火锅等赛道表现尤其靓丽

疫情发生当下国内餐饮阶段重创，但 4 月后逐步开始进入恢复通道。今年 1 月新冠肺炎疫情爆发，国内餐饮业全面重创，许多餐厅被迫关闭线下门店，加码外卖业务，2、3 月餐饮行业收入同比下降 40%+。随着国内疫情得到有效控制和严控境外输入病例的背景下，餐饮业进入回暖通道，**4 月和 5 月餐饮收入分别恢复至去年同期的 70.3%和 83.0%，9 月已恢复至去年同期收入的 99%，餐饮业收入环比持续改善。**用户层面，据艾瑞咨询 2020 年中国 95 后外出餐饮习惯研究报告，疫情结束后 3 个月后，多数消费恢复至去年同期 85%以上水平。

各赛道 PK:疫情下火锅赛道凸显黏性。受益于其口味的成瘾性和强社交属性，火锅成为疫情后线下餐饮消费的首选，在行业率先复苏。在疫情居民长期居家隔离的背景下，火锅因重油/重辣/重麻口味给人的感官刺激、以及自由涮煮的高互动性用餐方式，成为疫情后线下消费的首选。根据华兴资本调研报告，社交属性高、重口味且不易居家制作的火锅和烧烤成为疫情后线下消费活动的首选。此外，美团研究院的餐饮商家复工调研数据显示，截止 3 月 18 日，火锅品类复工率已达 98.5%，远超餐饮行业平均复工率 72.5%，成为餐饮行业中恢复最快

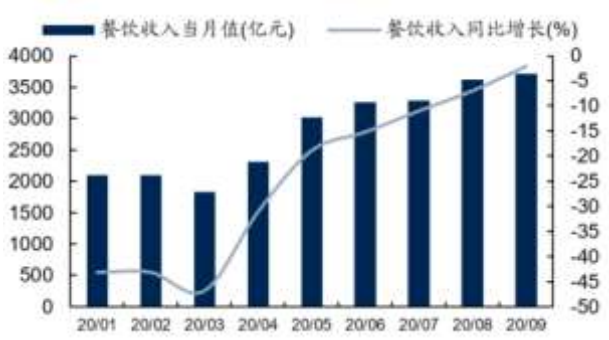
的品类，展现了火锅的强大市场基础。**随着国内疫情基本得到控制，火锅有望持续受益于大众的回补性消费，加速恢复至正常经营水平。**

图 27：国内餐饮外卖占比逐步提升



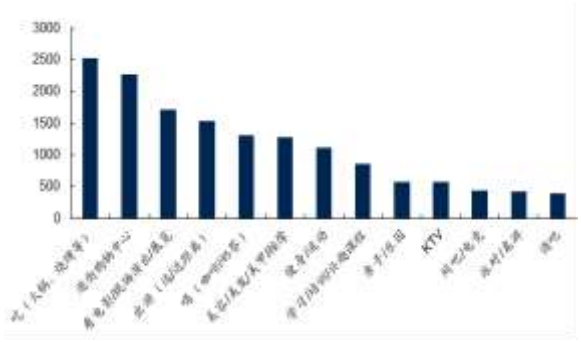
资料来源：智妍咨询、国信证券经济研究所整理

图 28：2020 年 2 月-9 月餐饮收入及同比增速



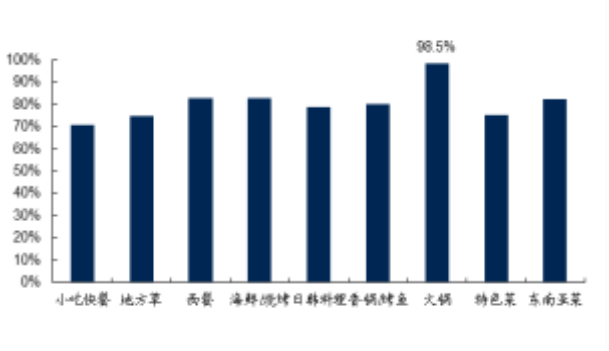
资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理
注：2 月数为 1-2 月累计餐饮收入的 50%计算

图 29：疫情后最想选择的 5 个线下消费活动排名



资料来源：华兴资本，国信证券经济研究所整理
注：按照排序 1-5 分别给与 5-1 的分值，汇总得到各品类总分数

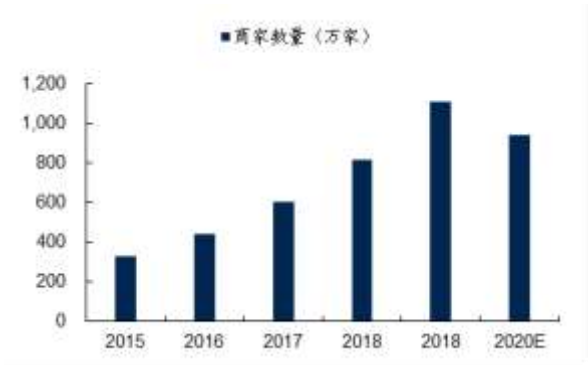
图 30：截止 3 月 18 日各品类餐饮商家的复工率



资料来源：美团研究院、国信证券经济研究所整理

疫情催化互联网+餐饮融合，外卖业务多渠道蓬勃发展。疫情下无接触用餐属性推动餐饮企业加速**智能化**发展：线上点单系统、传菜机器人、厨房管理系统等进一步优化升级。海底捞疫情期间推出的无接触外卖服务，并研发推出半成品菜品，推动外卖业务收入同比增长 124%。太二酸菜鱼也突破以往思维推出外卖业务。并且，外卖业务自身**高坪效**属性，加上疫情期间消费者点外卖习惯养成，也有助于疫情后该项业务的持续发展。

图 31：2020 年国内餐饮家数预计明显下降



资料来源：中国饭店协会，艾媒数据、国信证券经济研究所整理

图 32：国内餐饮龙头净开店情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

疫情促进餐饮业加速洗牌，部分龙头有望逆势扩张，加速展店。疫情下国内餐饮直接承压，参考企查查数据，2020 年 1-2 月，国内餐饮业注销企业达到 1.3 万家。据 2020 年 5 月艾媒咨询报告，受到新冠疫情冲击，2020 年餐饮商家预计从 1107.5 万家降至 941.4 万家（此前 2015-2019 年一直呈现上升趋势）。总体来看，疫情下餐饮企业承压明显，现金流压力以及租金、人工等刚性支出导致中小餐饮洗牌明显。

优秀餐饮龙头逆风前行，积极逆势扩张。疫情下餐饮企业承压，连锁餐饮龙头也受到不同程度的影响。具体来看，海底捞、九毛九均自 1 月 26 日起关闭全部餐厅，呷哺呷哺也关闭了武汉地区的餐厅，各家龙头虽开放外卖业务缓冲停业影响，但 2020H1 海底捞、九毛九、呷哺呷哺业绩同比下滑 206%/193%/255%，经营压力仍显著。但是，Q2 逐步恢复营业后，龙头相对也较快复苏。根据智通财经报道，九毛九太二餐厅 3 月 18 日起门店逐步复业，4 月中下旬堂食加外卖收入已恢复至 90%-95%，5 月-6 月同店营收则能达到 105%-107%左右。此外，5 月海底捞翻台率预计也恢复 80%左右，均明显好于行业。而颐海国际疫情之初工厂曾短时间停业，但后续复工较快以及居家隔离、自热火锅单品热卖，经营受疫情影响相对有限。

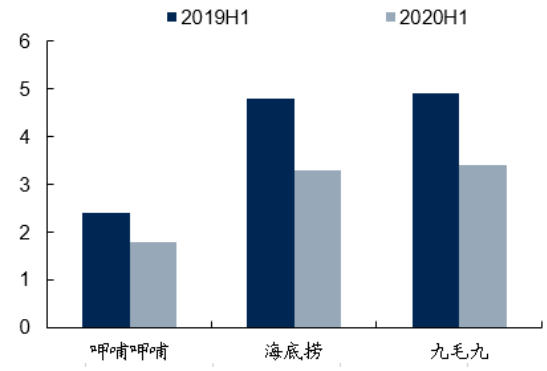
表 7：港股上市餐饮企业疫情下复工进度

公司	复工节奏
海底捞	1 月 26 日起全部门店关闭，2 月 15 日恢复外卖业务，3 月 12 日堂食陆续恢复（首批 85 家门店），截至 4 月底全国除部分区域外 95%门店复工
呷哺呷哺	疫情期间对湖北区域城市门店进行闭店安排，自 3 月开始，呷哺呷哺也在各地陆续开启正式复工
九毛九	1 月 26 日起全部门店关闭，2 月 24 日太二开启外卖业务，3 月 18 日堂食陆续恢复，3 月底时太二门店翻座率已逐步恢复开始接近此前水平。
颐海国际	关联方业务（海底捞门店停业）预计会受疫情影响，第三方业务（2C 为主）火锅底料及中式复合调味料表现亮眼

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

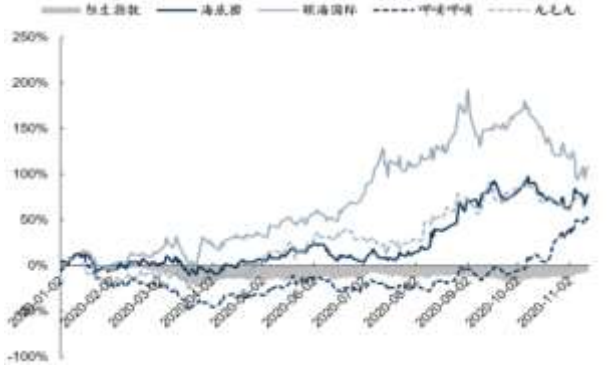
与此同时，龙头依托资金优势等，加之疫情特殊背景下的租金谈判优势+购物中心部分餐饮退出带来闲置物业资源增加，其强势品牌依然保持较快扩张步伐。以**海底捞**为例，其今年上半年逆势展店 173 家，净开店 167 家，开店指引从 300 家上调至 400 家，表现尤为突出。与此同时，**九毛九**旗下虽然九毛九餐厅部分关店，但太二酸菜鱼仍保持今年 80 家的扩张速度，扩张目标不变。据澎湃新闻报道，**呷哺呷哺**今年上半年展店 31 家，关店 43 家，净开店为负，主要由于其超 40%的门店分布受疫情影响较大的北京、湖北地区，但其旗下凑凑品牌上半年表现更优，展店 5 家，预计今年开店相较 2019 年新增 54 家。

图 33：公司整体翻台率数据;2019H1 VS 2020H1



资料来源 wind、国信证券经济研究所整理
注：九毛九为太二餐厅数据

图 34：港股餐饮上市公司 2020 年以来股价走势



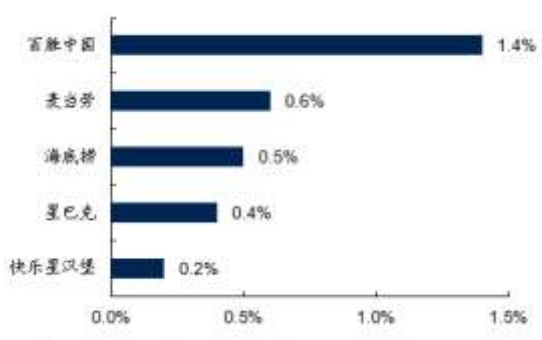
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从股价表现来看，受停业影响，1 月中旬至 3 月 19 日，海底捞、九毛九、呷哺呷哺股价分别下跌 21%、24%，53%，而颐海国际依托食品业务疫情居家隔离

政策，自热小火锅单品热卖，股价相对有支撑。此后，海底捞、呷哺呷哺、九毛九等伴随门店恢复营业，翻台率持续恢复，股价在 6 月以后持续上扬，今年以来截至 11 月 13 日，海底捞、呷哺呷哺、九毛九分别累计上涨 78%、49%以及 69%，表现突出，而颐海国际近期虽有所回调，今年以来仍累计仍上涨 109%。

餐饮巨头百胜中国赴港二次上市。2020 年 9 月 10 日，**百胜中国**在香港交易所完成二次上市，股票代码为 9987.HK。**百胜中国系国内规模最大的餐饮企业**，截至 2020 年 6 月底，百胜中国旗下拥有肯德基、必胜客、黄记煌（收购新增）、塔可贝尔、东方既白、小肥羊、COFFii & JOY 以及 Lavazza 八大品牌，公司门店数合计达 9954 家，其中肯德基门店数达 6749 家，必胜客为 2258 家，是百胜中国主力品牌。公司赴港上市融资后预计有望进一步加速其国内发展。

图 35：中国餐饮市场前五大公司市场份额



资料来源 wind、国信证券经济研究所整理
注：市场份额为系统销售额/市场规模所得，其中系统销售额反应全部餐厅（不论归属权）的经营收入

图 36：百胜中国 2017-2020Q1-3 总营业收入按品牌拆分



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：九毛九为太二餐厅数据

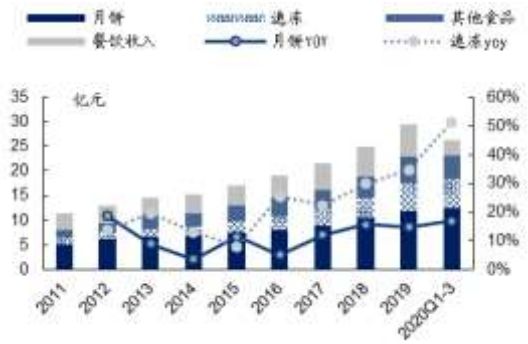
表 8：百胜中国香港二次上市募资资金用途

资金占比	资金用途
45%或约 77.70 亿港元	扩大及深化公司餐厅网络，公司认为餐厅数目有潜力发展至 20000 家或以上，同时将寻求核心及新兴品牌的加盟机会，以丰富加盟店的门店组合
45%或约 77.70 亿港元	1）数字化及供应链：餐厅数字化能力以及外卖服务创新技术等；2）食品创新及价值定位，如本土创新菜品、促销活动等；3）优质资产的潜在收购机会
10%或约 17.27 亿港元	运营资金以及一般公司用途

资料来源:IPO 聆讯后资料集，Wind，国信证券经济研究所整理

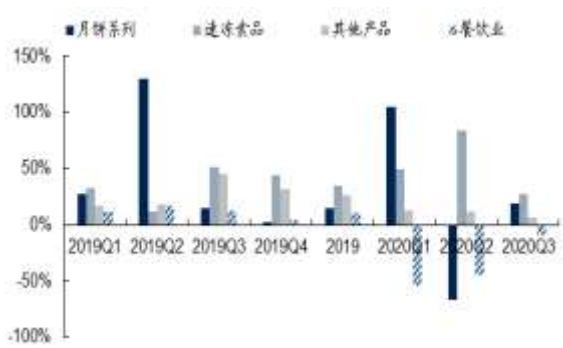
广州酒家：疫情下餐饮承压，食品业务发力助力逆势稳健增长。虽然广州酒家今年餐饮业务压力明显，但依托食品业务速冻和月饼的良好表现，今年整体仍实现稳健增长。具体来看，前三季度公司营收 26.53 亿元/+10.14%，归母业绩 3.60 亿元/+10.63%，扣非后+15.97%。其中速冻收入+51%，月饼+17%，有效对冲了餐饮收入的下滑（-37%）。

图 37：公司各业务收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 38：公司各业务季度收入增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

正因此，公司今年以来截至 11 月 19 日股价上涨 28%，表现稳健。展望未来，考虑湘潭（一期去年试产，预计今年底达产）、梅州（一期预计今年底试产）基地建成投产及原有基地改造，公司 22 年产能有望较 19 年增长 60-100%。且速冻等新品类的研发创新、线上线下省内省外渠道开拓推进以及整合陶陶居品牌等，有望持续支撑公司成长。

表 9：广州酒家产能分析

产能基地	主要品类	产能说明	贡献产能时间
利口福广州基地车间改造	速冻技改+中央配餐+腊味等	扩大产能 7,040 吨，2018 年实现销售收入 12,022.28 万元	2018 年开始体现
	速冻剩余部分+冷链配送中心+剩余少量腊味	估算可以进一步扩大产能 7000-12000 吨	2020 年底全部完成，2019 年部分体现
德利丰（持股 40%）	烘培类为主	2018 年产能开始贡献，但磨合期产能有限，2018 年公司合计采购德利丰及其关联方 4886 万元，占公司总采购 4.76%，整体贡献预计相对有限	2017 年参股，2018 年开始合作开始贡献产能，2019 年预计磨合期后产能有所增加。
粮丰园（收购，持股 90.01%）	烘培、速冻类为主	其中有 2 条速冻生产线，结合我们跟踪估计 2019 年底完成建成试产，产量规模好于德利丰，但相对不如湘潭一期。	2018 年下半年完成收购，2019 年开始有新增产能贡献
湘潭基地（自建）	一期以烘培类为主，二期预计速冻和烘培概念中心及其他规划。一期 170 亩左右，二期 113 亩。	项目一期预计产能：月饼类产能预计不低于 2,000 吨/年，馅料产品产能预计不低于 6,000 吨/年，公司预计一期达产后可实现销售收入 3.81 亿元。二期估计产能有望 1 万吨+	一期 2019 年 8 月正式投产，预计 2020 年底一期完全达产；二期预计梅州一期完成后上线，预计 2021-2022 年完成
梅州基地（自建）	速冻、腊味和月饼类食品，一期速冻为主，122 亩；二期 72 亩。	4 条生产线，产能较大。项目一期预计产能：速冻类产能预计不低于 2.4 万吨/年，达产后可实现年均销售收入 4.08 亿元。二期还有进一步补充。	2019 年 8 月动工，预计 2020 年末试产，2021 年产能释放；二期预计 2021-2022 年

资料来源：公司公告、Wind 等，国信证券经济研究所整理

酒店龙头：短看周期复苏节奏，中看疫后龙头加速集中

酒店行业：下沉空间广阔，后疫情时代龙头有望加速集中

国内酒店总量可观，低线下沉空间广阔。根据盈蝶网数据，截至 2019 年底我国运营酒店约 60.8 万家，客房数量约 1891.7 万间，近 4 年 CAGR 分别为 12.91%和 7.30%，规模庞大，增势相对平稳。分城市来看，规模以上酒店在一线、其他省会、其他城镇酒店房量占比分别为 11%、27%、63%。换言之，我国绝大部分酒店分布在三、四线城市等，但这些区域的酒店连锁化率相对较低，未来连锁下沉空间较为广阔。

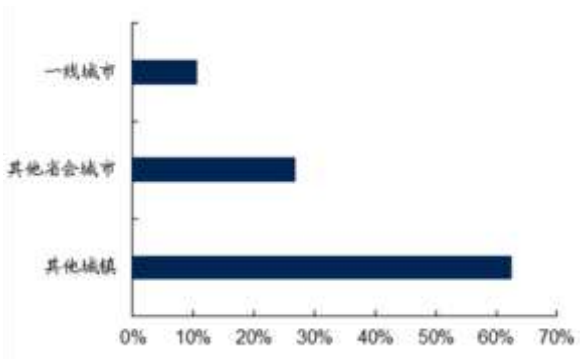
我国连锁化率处于低位，对标欧美仍有较大发展空间。参考盈蝶网数据，截至 2019 年底，全国酒店客房总数 1762 万间，其中如果以同一品牌包括 3 家或以上门店计算为连锁酒店，**我国酒店按客房计算连锁化率为 22%**，仍较低。结合我们此前报告，欧洲、美国、亚太地区 2017 年酒店连锁化率分别约在 41%、70%、52%左右（按房量计），总体来看，PK 欧美等区域，我国酒店连锁化率仍有较大提升空间。

图 39：近 4 年我国酒店住宿业规模增长平稳



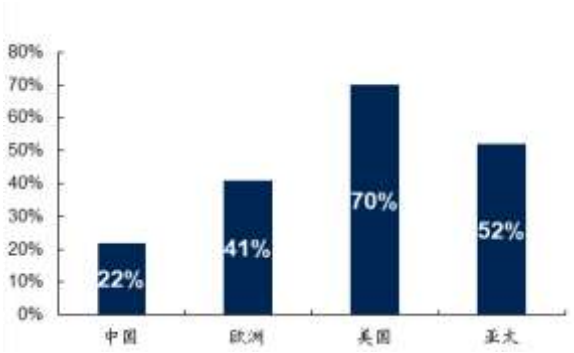
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 40：2019 年规模以上酒店按城市分布占比（按房量计）



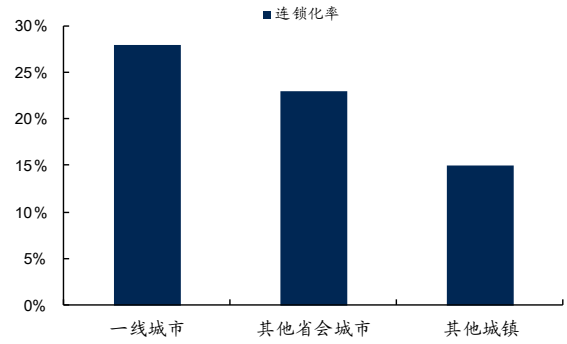
资料来源：盈蝶网，国信证券经济研究所整理

图 41：2019 年酒店住宿档次分布：长尾结构（按房量计）



资料来源：盈蝶网、STR 等，国信证券经济研究所整理

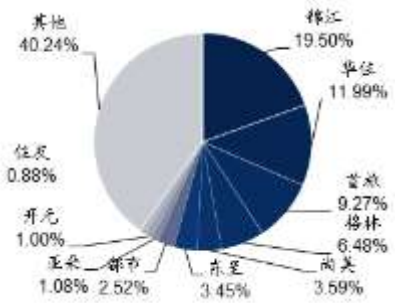
图 42：2019 年国内各区域酒店连锁化率对比（按房量计）



资料来源：盈蝶网，STR 等，国信证券经济研究所整理

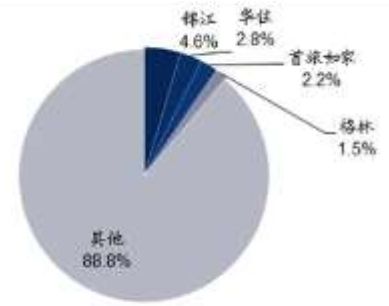
连锁酒店垄断突出，整体市场仍待集中。目前国内主要上市酒店运营商为锦江酒店、华住酒店、首旅酒店、格林酒店等，均系有限服务酒店为主的酒店运营集团，目前总体仍以中低端连锁为主、加盟管理模式主导。其中锦江、首旅 A 股上市，华住美股港股两地上市，格林美股上市；仅开元酒店侧重中高端酒店管理，港股上市。**竞争格局上，连锁酒店相对垄断**，2019 年国内四大酒店集团（锦江、华住、首旅、格林）在连锁酒店市场的市占率为 47.2%/+4.1pct，稳定的多寡头垄断格局，集中度呈集中趋势。龙头会员、物业、资金、品牌等优势明显，在中端领域先发优势明显。但对酒店行业整体而言，2019 年国内酒店 TOP4 份额仅 11.2%/+1.3pct，**考虑到非连锁酒店仍有较大空间**。

图 43：19 年底连锁酒店份额：CR4=47.2%



资料来源：盈蝶网、中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

图 44：19 年底酒店龙头份额：CR4=11.2%



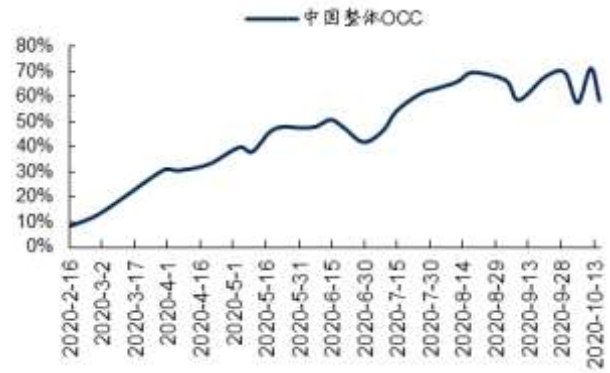
资料来源：盈蝶网，中国饭店业协会，国信证券经济研究所整理

后疫情时代，短期跟踪复苏趋势，中线关注洗牌下加速集中。疫情下酒店行业承压显著，此后逐步复苏。从三大龙头来看，2020Q3 **锦江、华住、首旅**境内酒店 RevPAR 分别恢复至去年同期的 86%、83%、71%，其中 **9 月境内酒店 RevPAR 估算各恢复至去年同期的 90%+、95%、90%，恢复较快**，主要来自商旅等的推动，预计 10 月趋势大致维持，整体保持较快复苏趋势。**行业层面，疫情加速行业洗牌**，参考企查查&空间秘探数据，今年初至 11 月 12 日共有接 99774 家酒店相关企业吊销、注销(上半年约 4 万家),其中单体酒店占比 94%，**承压分化尤其明显。而酒店龙头凭借较充沛的资金实力、专业管理能力和规模效应优势，恢复节奏更快，优势也进一步凸显。**

龙头表现：受疫情影响，首旅酒店、华住酒店以及锦江酒店 2020Q1RevPAR 同比下滑 44-63%，主业业绩也均出现不同程度亏损，短期承压显著；2020Q2 三家龙头均开始减亏，现金流改善；2020Q3 锦江（境内酒店）和首旅酒店主业盈利均转正，华住暂未披露，我们预计其 Q3 境内酒店盈利大概率也环比明显改善。开店方面，2020Q3 三大龙头环比 Q2 进一步提速，同比去年 Q3 多数

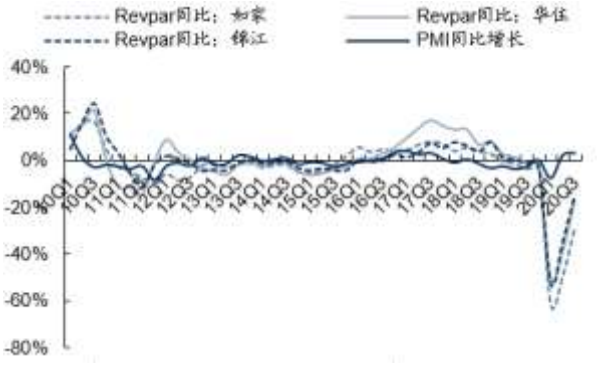
也维持或呈现加速开店趋势。疫情停业背景下酒店行业整体承压，单体酒店经营压力尤其显著，而国内三家酒店龙头逆势扩张，开店速度呈现逐季提速趋势，彰显出连锁酒店集团的良好的抗风险能力和逆势扩张能力。

图 45：中国酒店行业入住率恢复情况



资料来源：华住公开电话会、STR 等，国信证券经济研究所整理

图 46：国内三大酒店龙头 RevPAR 变化与 PMI 比较



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

表 10：三家酒店龙头 2020 年的开店计划和 2019 年开店情况

公司	2019			20Q1			20Q2			20Q2 末签约数据	2020 年开店规划
	开店	关店	净增	开店	关店	净增	开店	关店	净增		
华住（不含 DH）	**1715**	**-327**	**1388**	**296**	**76**	**220**	**428**	**195**	**233**	**2335**	**新开店 1600-1800 家**
锦江	1617	-546	1071	253	120	133	398	226	172	4903	新开业/净增各 1600 家+/1000 家+
首旅	829	-428	401	62	100	-38	188	144	44	784	计划新开酒店 800 - 1,000 家

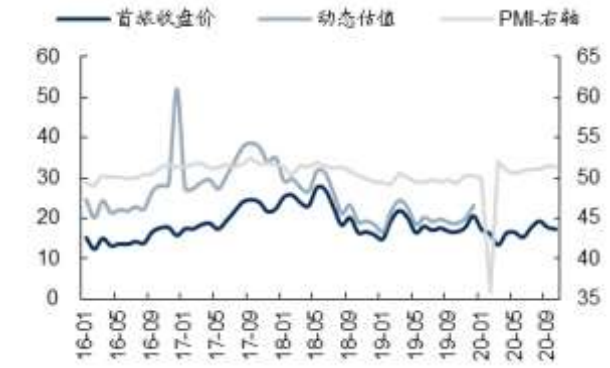
资料来源：公司公告、公司官网等，国信证券经济研究所整理

历史复盘：龙头共振，部分阶段周期性凸显，但整合扩张仍带来成长支撑

首先，结合上图三大酒店龙头 2010 年以来的 RevPAR 变化与 PMI 变化趋势比较，二者变化总体正相关，体现出良好周期性。在这种情况下，A 股酒店龙头估值也部分呈现一定的周期特征。

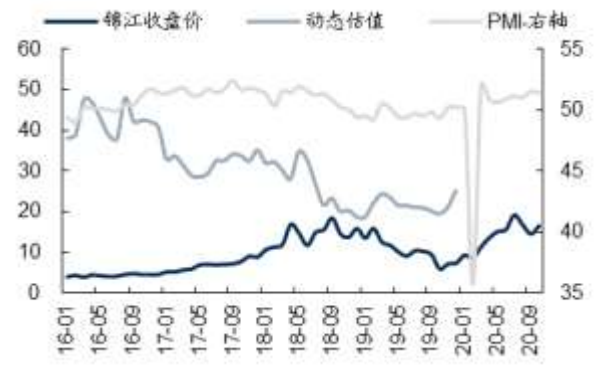
其次，2017 年以来，华住、锦江、首旅等酒店龙头股价呈现一定的共振特征，最初基本都是华住先涨，此后首旅、锦江等开始有所表现。总体来看，2017 年以来，华住的累计涨幅明显高于锦江、首旅，与其公司治理优良，开店扩张强劲且盈利能力领先同行等密切相关。

图 47：首旅酒店估值与 PMI 变化比较



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理
注：2020 年估值因疫情影响波动很大，不具有参考性，故没有展示

图 48：锦江酒店估值与 PMI 变化比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理
注：2020 年估值因疫情影响波动很大，不具有参考性，故没有展示

从锦江和首旅的比较来看，2017-2018 年，首旅股价走势相对强于锦江，一是因为 2016 年锦江因迪士尼概念、国企改革、收购等因素阶段股价涨幅较高，

2017 年初时估值相对不低；二是因为在酒店行业上行周期，首旅直营占比高业绩弹性显著；三是首旅如家的盈利能力也相对高于锦江。但 2019 年后，酒店行业景气下行，首旅酒店承压更显著，且开店持续不及华住、锦江。与之对比，锦江 2017-2019 年总体保持较快门店扩张速度，且 2019 年下半年开始，锦江总部费用开始有所优化，净利率有所提升，其成长属性开始强化，从而带来股价表现呈现一定阿尔法特征，并在 2020 年开始明显领涨。

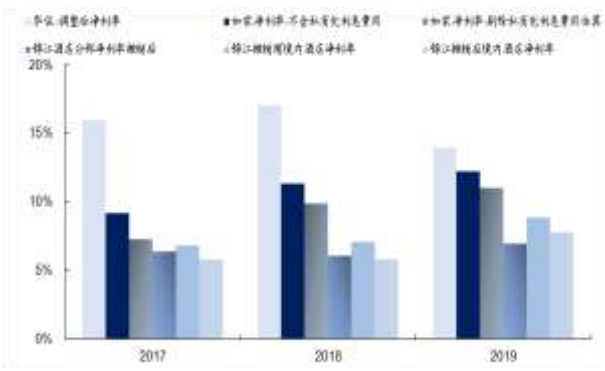
2020 年，疫情加速行业洗牌和出清，有望给龙头更好的成长机遇。一方面，行业供给优化下，未来行业龙头不排除有望加速复苏，周期层面有看点，另一方面，更重要的是，随着龙头加速展店和整合优化，成长逻辑也有支撑，从而带来酒店龙头中线投资机会。

图 49：酒店龙头 2017 年以来股价涨幅表现（复权后）



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 50：酒店龙头净利率比较



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

酒店龙头：短期关注复苏及展店节奏，中线整合优化与下沉扩张值得期待

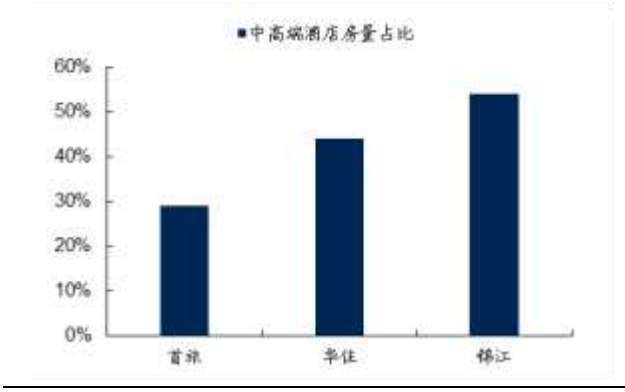
锦江酒店：公司在国内酒店客房规模中排名第一，过往开店节奏较快，截至今年三季报公司旗下拥有酒店 9117 家/客房 89.6 万间，境内 7827 家，中端布局较领先，占比超过 50%（首旅仅 29%），行业竞争格局相对确定下龙头优势突出。过往因国企治理和收购因素，费用率高企。但从 2019 年开始，公司整合开始提速，总部费率开始优化。并且，今年 7 月，结合公司官网，公司表示希望其未来三年能实现境内酒店规模和利润翻番的目标，预计后续公司成长扩张、整合费用优化有望提速，带来成长想象空间。短期建议跟踪其海外卢浮经营及定增进展。

图 51：锦江华住相关酒店业务总部费率比较



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 52：截至 2020Q3，三家酒店龙头中高端酒店房量占比



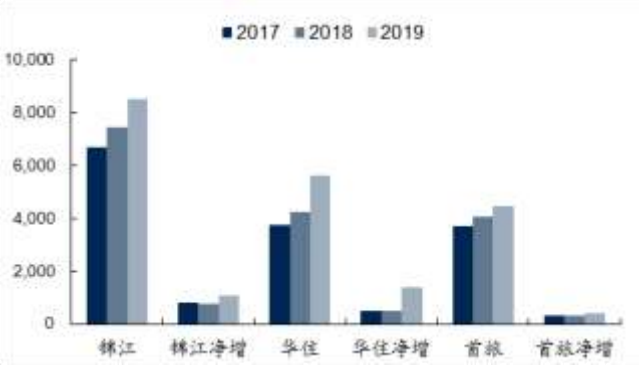
资料来源：公司公告，Wind，国信证券经济研究所整理

首旅酒店：公司系国内 TOP3 酒店龙头，基本面稳健，北京市属国资背景下抗风险能力有支撑，Q3 公司盈利已转正，环比持续复苏明显。展望未来，顺周期下公司后续有望迎戴维斯双击：一是公司业务聚焦国内，行业周期恢复时，公

司较高直营占比有望带来较高业绩弹性，且估值亦可提升；二是内外压力下，公司依托核心品牌和云品牌发力，未来展店也有望持续提速，从而有望提振其估值中枢。此外，公司还明年兼具环球影城概念，投资情绪阶段仍有支撑。中线来看，国内酒店行业后疫情时代有望加速洗牌与龙头集中，考虑公司目前资产负债率在几家龙头中相对较低，理论上未来也可以轻装上阵追赶发展步伐。综合来看，公司未来内生外延皆有空间，建议关注行业复苏节奏及展店进展。

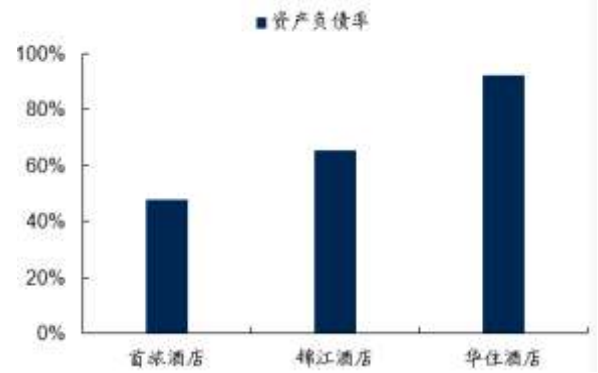
华住酒店：公司系国内酒店行业优质龙头，**规模排名第二，公司治理优良，以“品牌+流量+IT”构筑护城河，经营效率系行业标杆，不断引领行业变革**。虽然公司短期估值相对不低，且疫情下公司境外 DH 酒店预计仍承压，但考虑国内酒店行业连锁提升和低线下沉空间广阔，且公司在行业低谷时成功赴港上市融资助推逆市扩张，未来依托高中低多品牌阵列，“千城万店”目标落地可期，我们仍中长线仍看好公司成长。

图 53：2017-2019 年三家龙头门店规模扩张情况



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 54：三家酒店龙头资产负债率比较

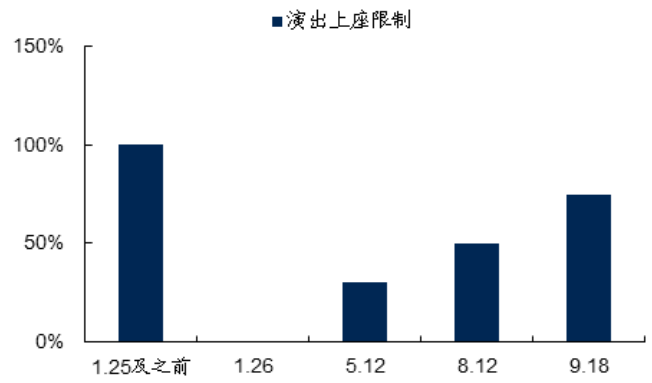


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：华住暂未披露三季报，其资产负债率数据截至 2020 年中报，其他系截至 2020 年三季报数据

旅游演艺：短期跟踪复苏节奏，新项目新模式支撑长期中枢

受疫情影响，旅游演艺行业承压显著。一方面，疫情下各类直接或软性出游限制直接影响了游客的出游情绪，制约需求恢复，其中**人流密集的室内演出形态**尤其限制颇多（1 月疫情后直接要求关停，5 月后方可恢复但最早上座率不得超过 30%，8 月调高至 50%，9 月进一步上调至 75%），另一方面，疫情后团队游也显著承压，且因各类隐形限制和局部疫情零星反复等，团队游恢复节奏较慢，从而影响了国内旅游演艺市场的整体恢复。

图 55：演艺剧场疫情后上座限制



资料来源：文旅部，国信证券经济研究所整理

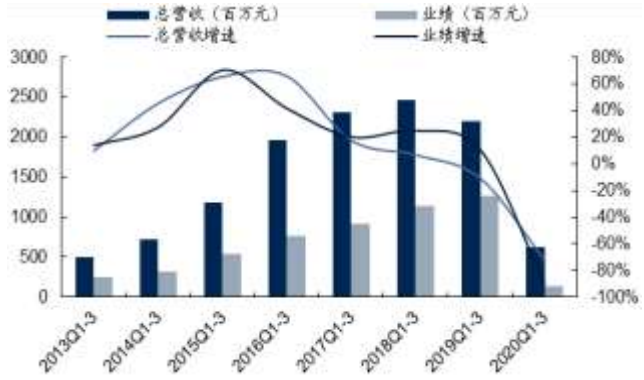
旅游演艺龙头宋城演艺疫情下承压显著，轻资产业务做补充。今年，受疫情影

响，宋城演艺旗下各景区于 2020 年 1 月 24 日起暂停运营，直至 2020 年 6 月 12 日存量项目包括九寨才全面恢复营业。但此后受制于部分区域局部疫情阶段反复、团队游恢复较慢等，存量项目仍处于渐进恢复周期。

具体来看，公司上半年收入 2.83 亿元/-80.04%；业绩 0.40 亿元/-94.92%，扣非业绩 0.20 万元/-96.77%（上半年仅营业 43 天）。剔除花房影响（花房上半年贡献投资收益约 3000 万元），上半年业绩微利 0.10 亿元/-98.08%，主要依靠轻资产贡献 1.6 亿支撑，可见疫情下轻资产业务良好的互补作用。

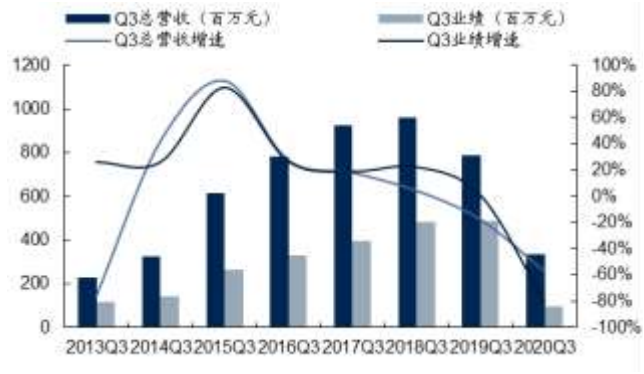
2020Q3 预计主业盈利基本转正，但受制于区域差异及团散客结构等，部分存量项目恢复节奏相对较慢。2020Q3，公司收入恢复 43%，业绩恢复 19%，环比 Q2 改善，其中**公司存量项目主业预计盈利基本转正，但受出游限制及各区域差异，各项目分化较大。**丽江恢复最佳，三亚次之，而杭州本部受限于基数大以及此前团队占比相对较高，预计恢复程度相对较慢。而桂林、张家界、九寨项目因团队游占比不低，恢复预计也需要时间。

图 56：公司 2020 年前三季度业绩下滑 90%



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 57：2020Q3 公司收入和业绩变化



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

10 月恢复程度环比提速。Q4 以来，结合我们对公司十一黄金周的跟踪，公司国庆收入基本恢复至去年同期，剔除新增项目贡献，**存量项目预计恢复至同期 7 成左右，环比 Q3 持续改善**。结合我们的场次跟踪，我们预计 10 月公司存量项目收入恢复 7-8 成，较 Q3 提速明显。

表 11：2020 年中秋国庆黄金周宋城演艺旗下千古情场次

	10 月 1 日	10 月 2 日	10 月 3 日	10 月 4 日	10 月 5 日	10 月 6 日	10 月 7 日	10 月 8 日
杭州	8	8	9	9	7	6	3	2
西安	4	4	5	6	5	4	3	2
三亚	3	3	4	4	4	3	3	2
丽江	3	3	4	5	4	4	3	2
九寨	2	2	3	3	3	2	1	1
桂林	6	6	6	8	6	5	3	2
张家界	3	3	3	3	3	2	1	1
炭河	3	4	4	3	3	2	2	1
宜春	3	3	3	3	3	2	2	1
新郑	5	7	8	7	7	7	5	3

资料来源：公司官方微信公众号，国信证券经济研究所整理
注：部分场次当天可能有调整，导致统计与实际演出场次略有出入，但差异不大，仅供参考

明年国内游仍有期待。虽然秋冬季节下国内后续疫情情况仍待跟踪，但考虑国内疫情防控快速反应能力和全面追踪筛查能力，我们预计后续国内疫情仍持续可控，后续国内出游各类约束限制预计也有望持续减少。展望明年，考虑国内外疫情防控差异，虽然目前新冠疫苗取得有效进展，但预计全面普及和出境游全面恢复仍待时日，鉴于此我们预计明年国内游仍有一定期待，公司存量演艺仍有望受益。简言之，**公司短期可以持续跟踪复苏节奏，作为疫情受损股，公**

司后续的复苏弹性值得关注。

中线来看，公司新项目新模式仍有望积极推进，带来公司中线盈利成长新看点。一方面，公司明年仍有望推出上海、佛山等新项目，其中上海项目预计明年春季有望推出，此外，西塘、珠海等项目也在积极推进中。同时，公司 11 月公告新签延安轻资产项目，后续轻资产仍有持续补充公司现金流，并带来业绩贡献。并且，结合公司此前官方微信号，公司仍有持续新项目空间，未来成都、北京、江苏等区域也不排除落地新项目，中长线新项目扩张仍有持续看点。另一方面，杭州本部试点演艺王国集群模式，推出全新演艺秀《喀秋莎》、《WA！恐龙》、《幻影》，还有集装箱音乐会、啤酒烧烤美食特惠等丰富多元的夜游新体验，目前来看初步试水良好，未来有望积极推广。综合来看，新项目+新模式有望支持公司中长期持续成长。

表 12：宋城演艺的项目情况

分类	项目名称	开业时间	说明
自主投资项目	杭州宋城千古情	1997 年	杭州本部，多年来一直是公司业绩核心，现有 2 家剧院开业，预计 19 年新开 1 家大剧院和 2 家 500 人座位以上的剧院。
	三亚千古情	2013 年 10 月	项目占地面积 80 亩，建设了千古情景区、冰雪世界、热带动物园、浪浪浪水公园等主题公园，目前二号剧院已经达到了可使用状态。
	丽江千古情	2014 年 3 月	距丽江古城 6 公里，以大型歌舞《丽江千古情》为核心内容，目前二号剧院已经达到了可使用状态。
	九寨千古情	2014 年 5 月	出资 8700 万元以股权受让及现金增资的方式收购项目。2017 年 10 月推出“千古情一日游”套餐，并对门票价格进行提升。**2017 年 8 月因地震关闭，近两年一直处于关闭状态，预计 2020 年有望恢复。**
	桂林漓江千古情	2018 年 7 月	与桂林旅游合资成立子公司桂林漓江千古情有限公司实现对项目的管理，预留了 3 个剧院的位置。
	张家界千古情	2019 年 6 月	总投资约 6 亿人民币。主要建设内容包括剧场、演艺、文化旅游主题公园、商业及生活配套设施 2017 年 12 月取得项目用地，以及开工前的准备工作。
	西安中华千古情	预计 2020Q2	西安浐灞生态区世博园内，当地世园集团负责约 10 亿元的场地和剧院建设，后续再以每年 300 万元租赁费用转租给宋城。该模式下，宋城景区承担约 2~3 亿元的设备等投资，并持股 80%。
	上海世博大舞台项目	预计 2020 年 6 月	与上海世博东迪文化发展有限公司共同出资设立上海宋城世博演艺发展有限公司，进而对项目进行管理，计划建设 4 个剧院，采取 4 种表现形式，对于城市演艺外推具有极强的借鉴意义。
	佛山千古情	预计 2021 年	在佛山西樵镇听音湖片区引入旅游演艺项目，以演艺剧场+主题景区为项目的主要内容，其中剧场座位数不少于 2500 个。
	西塘·中国演艺小镇	预计 2021 年	项目总占地面积约 350 亩，首期投资规模预计 10 亿元。演艺谷预计包括 4-5 台剧院，除千古情之外还包括部分针对年轻人的演艺秀场，形式可以更加灵活多变。该项目已于 2018 年 12 月 30 日正式动工。
	珠海·宋城演艺谷项目	预计 2021 年	项目选址于珠海市斗门镇，拟投资 30 亿元，总占地约 1500 亩，将规划建设一个世界级文化演艺项目，包括数十个剧院集群、国际演艺界等十大板块的内容。
	澳洲黄金海岸项目	预计 2021 年中下旬	澳大利亚传奇王国，位于澳大利亚昆士兰州的黄金海岸城市，目前正在持续推进规划审批等前期工作。
轻资产，设计创作编排等每个项目收入 2.6-2.7 亿+后续门票收入 20%分成	长沙·宁乡炭河里文化主题公园	2017 年 7 月	公司管理输出的轻资产模式首个项目。截止 2017 年底，《炭河千古情》演出场次近 500 场，游客量超 200 万人次。2017 年 10 月 7 日《炭河千古情》连演七场，接待量达 5.6 万人次，创下湖南省旅游演出场次、观众数量两项新纪录。
	江西宜春明月千古情景区	2018 年 12 月	位于赣西中部的宜春市明月山温泉风景名胜区，距离宜春市区 15 公里，总投资 10 亿元。
	郑州·黄帝千古情景区	2020 年 9 月 19 日	新郑黄帝千古行，投资 5 亿元，占地约 200 亩。
	陕西延安千古情	2020 年 11 月公告签约，开业时间待定	位于延安市区内西北部，毗邻中国延安干部学院、枣园革命旧址、枣园 1938 景区，属于延安红色文化旅游核心区。项目距延安火车站 15 公里，距离延安南泥湾机场 25 公里。

资料来源：公司公告、公司官网或地方媒体报道等，国信证券经济研究所整理

图 58：宋城演艺现有项目分布图



资料来源：公司公告及官网资料等，国信证券经济研究所整理

结合我们此前深度报告《不断进击的中国演艺新标杆》中的分析，在不同假设背景下，我们对公司未来盈利前景测算如下。若假设公司未来项目落地且运营 5-8 年不断丰富达到成熟期后，**谨慎假设下，**即仅考虑已公告项目和 1-2 个储备项目，预计未来 5-8 年后的公司长线盈利空间预计有望约 29-40 亿元；**中性假设下，**考虑公司未来存量、新开项目落定运营成熟，多剧院项目取得成效，且部分储备项目也落定运营良好情况下，预计公司未来 5-8 年后长线盈利空间有望 40-70 亿元；**乐观假设下**，考虑公司未来所有公告和储备项目落定且运营成熟后，多剧院模式取得良好成效，预计未来其项目落地 5-8 年后长线盈利空间或有望 70-90 亿元，整体长线盈利成长想象空间较为广阔。

表 13：宋城演艺的潜在空间（分谨慎、中性和乐观三种假设，假设项目运营 5-8 年后不断丰富达到成熟期）

分类	项目区域	谨慎假设	中性假设	乐观假设	说明
本部	**杭州**	4.0-4.5 亿元	4.5-5.5 亿元	5.5-7.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，其中乐观假设还考虑杭州乐园等部分协同
第一轮	**三亚**	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	**丽江**	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第一轮	**阿坝州**	0.7-0.8 亿元	0.8-1.0 亿元	1.0-1.5 亿元	场地相对受限制，乐观假设部分考虑租赁或拓展剧院
第二轮	**阳朔**	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	**张家界**	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	**西安**	2.5-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	**上海**	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，开放式模式对吸引游客帮助较大
第二轮	**佛山**	2.0-2.5 亿元	2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效，本身因补贴预计净利率较高
第二轮	**西塘**	2.5-3.0 亿元	3.0-3.5 亿元	3.5-5.0 亿元	中性和乐观假设考虑多剧院成效
第二轮	**珠海**	1.2-2.0 亿元	2.0-4.0 亿元	4.0-7.0 亿元	新模式探索，盈利空间波动范围更大
第二轮	**澳洲**	0.5-1.5 亿元	1.5-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	国外模式，待验证，故波动空间较大
潜在可能	**北京**	2.0-3.0 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	**江苏苏州**		3.0-4.0 亿元	4.0-5.0 亿元	
潜在可能	**重庆**			4.5-6.0 亿元	
潜在可能	**成都**	2.0-3.5 亿元	3.0-4.5 亿元	4.5-6.0 亿元	
潜在可能	**贵州安顺**			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	**澳门**		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	**海南海口**			2.5-3.0 亿元	
潜在可能	**其他国外**		2.0-2.5 亿元	2.5-3.0 亿元	
潜在可能	**其他国内**		2.5-3.5 亿元	3.5-4.5 亿元	

资料来源:公司公告及官网、官微等资料，国信证券经济研究所整理估计

传统景区：表现分化，挑战与机遇并存，后疫情时代更需转型升级

过去 20 年，伴随国内旅游行业的发展，国内景区作为旅游核心要素的目的地，依托得天独厚的自然资源或历史人文资源，得到了较快发展。但是，随着景区公益性争议和环保趋严，居民旅游消费要求的提高，加之旺季接待瓶颈压力，

景区公司也面临新的挑战。

国有重点景区降价压力仍存，倒逼企业积极转型。2018 年初，李克强总理在政府工作报告中指出，要“降低重点国有景区门票价格”，此后 2018-2019 年发改委、国务院政策先后明确强化。2020 年 8 月 11 日，国家发改委再次发布《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》，提出各地继续推动国有景区门票价格回归合理区间，降低偏高的门票价格水平，并提出加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管。**在这种情况下，我们认为未来国有景区门票降价压力犹存，且未来索道、缆车等景区内交通也不排除降价的可能，侧面倒逼景区公司加速转型，通过追求多元化发展，拓宽收入来源。**

表 14：国有景区门票降价政策意见

时间	政策意见	说明
2018 年初	李克强总理政府工作报告	降低重点国有景区门票价格
2018 年 6 月	发改委《关于完善国有景区门票价格形成机制 降低重点国有景区门票价格的指导意见》	坚持有序推进。综合考虑各地区经济社会发展水平及景区规模等级差异，区分景区不同经营管理模式，因地制宜，分类施策，分批推进，加快清理门票价格中的不合理负担，逐步创造条件推动国有景区门票价格回归合理区间。
2019 年 3 月	《关于持续深入推进降低重点国有景区门票价格工作的通知》	推进更大范围降价。各地价格主管部门要对 2018 年以来尚未出台降价措施的政府定价管理的景区，全面开展门票定价成本监审或成本调查、价格评估工作，以“五一”、暑期、“十一”等游客集中时间段为重要节点，成熟一批、出台一批，降低景区偏高门票价格水平。2019 年，原则上完成辖区内所有实行政府定价管理的 5A、4A 级景区门票成本监审调查、价格评估调整工作。
2020 年 8 月	发改委《关于持续推进完善国有景区门票价格形成机制的通知》	一是继续推动景区门票降价。二是不断完善门票价格形成机制。三是着力规范景区价格行为。从降低旅游者全程费用的角度，加强对景区内垄断性较强的交通车、缆车、游船等服务价格监管。四是切实落实门票价格减免政策。五是加强政策宣传引导，疫情下加强错峰引导。

资料来源:发改委，政府工作报告，国信证券经济研究所整理

表 15：降价首年，景区类上市公司 2019 年全年表现

上市公司	景区	2019 客流（万人次）	客流增速	2019 收入（亿元）	实际客单价降幅	收入增速	2019 整体扣非业绩（亿元）	扣非 yoy	备注
中青旅	乌镇	918.3	0.4%	21.8	13.9%	14.39%	4.3	-12.40%	产品丰富迭代和会展发力助力收入提升
	古北水镇	239.4	-6.7%	9.5	2.0%	-4.8%			客单价在门票降价背景下依托二消提升保持平稳
峨眉山 A	峨眉山门票	398	13.3%	4.5	-17.1%	-6.1%	2.2	7.26%	门票折扣率回升
	索道	-	-	3.7	-	16.6%			去年 1-3 月万年索道停工改造
黄山旅游	黄山门票	350.1	3.6%	2.0	-11.0%	-7.8%	3.1	-8.51%	门票折扣率回升；杭黄高铁通车助客流提升
	索道	738.0	10.3%	5.5	1.3%	11.7%			
桂林旅游	银子岩	264.2	-5.3%	1.0	-4.0%	-9.1%	0.5	-35.28%	持续降雨影响游客接待量
	两江四湖	123.7	19.3%	1.2	-16.2%	0%			客单价提升
	漓江游船	66.6	9.83%	1.2	-1.2%	8.5%			
丽江旅游	索道	477.7	29.3%	3.3	-34.3%	-15.1%	2.0	6.40%	丽江区域历经 2 年整顿后客流开始恢复，助力公司景区客流复苏

资料来源：各公司公告，国信证券经济研究所整理

积极探索国家公园体制下，环保等审核趋严，国有核心景区的后续商业性开发难度较大。近几年，国内也在积极推进国家公园体制建设。未来预计随着国家公园体制的探索，越是国内知名的名山大川核心景区资源，为了保护其核心区域的生态环境，新项目的环评审核预计较为严格，其商业性开发也相对受制。

整体来看，**一是门票降价政策下，国企景区传统门票模式受到较大挑战，并带动整体景区模式升级，单一门票模式将日益受制，拓展多元收入结构日益刚需。所有景区公司成长思考。**二是随着国家公园体制探索，名山大川等核心景区未来若列为国家公园试点，则后续深度商业开发可能难度也增大。与之对应的，**民企背景，非核心景区资源的旅游目的地运营商则相对影响可控，反而可能通过自身灵活有效运营拓展多元化收入，成长看点更值得期待。**

疫情影响下，短期经营整体承压。一方面因疫情防控需要，景区实行客流管控，规定 4 月 13 日起限制接待游客数不能超过最大承载量的 30%，后续 7 月 14 日

提升至 50%，9 月 18 日又进一步提升到 75%。另一方面，部分学生、政府部门、企业等也有不同程度的出游限制，部分影响恢复节奏。具体来看，清明国内游人数/收入恢复约 40%/20%，五一和端午恢复约 50%，中秋国庆进一步恢复至 7-8 成，简言之国内游环比持续复苏，但短期同比仍有一定经营压力。

表 16：2020 年国庆黄金周重点景区客流及清明、五一、端午重点景区出游数据

	清明节		五一		端午节		国庆节	
单位：万人	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy	客流	yoy
三亚免税店（进店人次）			8.2	-5.0%				
黄山	4.8	-41.5%	5.5	-51.0%			12.7	-35.0%
宏村					0.8	-68.0%	10.7	-33.0%
西递					0.3	-77.0%	5.7	-47.9%
九华山	2.8	-73.0%	4.1	-81.2%	5.5	2.9%	21.1	
乌镇			6.3	-79.2%				估算-20%
古北水镇								估算-10%
张家界景区	13.3	-89.4%	75.8	-45.8%	44.6	-52.1%	242.4	-27.7%
武陵源核心景区							14.0	-61.6%
三亚千古情					1.2	-78.4%	12.7	-35.0%
武当山	0.3	-96.7%	1.6	-90.3%	54.5			
峨眉山	0.9	-81.9%	4.9	-33.7%	2.0		14.1	
九寨沟					1.2		14.0	
三亚南山	0.6	-84.1%	3.7	-44.1%	1.9	-37.0%	15.1	17.4%
三亚天涯海角	0.4	-88.0%	1.8	-58.8%	0.8	-55.4%	8.2	
三亚亚特兰蒂斯							9.7	10.9%
华山			2.0	-82.2%	1.0		11.9	
漓江景区（含排筏）			0.8	-92.3%				
故宫博物院			12.5	-60.9%				

资料来源:各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

周边游带动行业复苏，明年国内游有望迎新机遇。从恢复程度来看，因跨省游、出境游等组团限制，本地游客、周边游相对较早较快复苏。根据美团研究院清明、五一、端午假期数据大报告显示，清明/五一/端午本地订单占比约 65%/60%/57%，相较去年同期增长 10%-20%。国庆期间飞猪数据显示本地及周边游酒店预订量同比涨 80%，增幅首次超过长线游。结合前文，虽然目前新冠疫苗取得有效进展，但预计全面普及和出境游全面恢复仍待时日，我们预计明年国内游仍有一定期待，其中**高品质的休闲度假体验更受欢迎，也对景区的运营能力提出更高要求，倒逼景区企业转型升级**。

关注疫情背景下的行业整合机遇。疫情背景下，景区经营明显承压，尤其是民营企业。根据中国旅游景区协会调研，疫情使各地景区都遭遇了不同程度的损失，尤以民企压力更大，预计有 10%的民企会选择项目转让或直接关停，其中具有一定经营规模的景区转让可能性更大，较小规模直接关停。此外，其实在近两年的景区门票降价政策下，部分盈利模式单一、资金有限、运营能力较差的景区本就已捉襟见肘，疫情则进一步催化了景区企业的分化。预计疫情后部分具有一定经营规模的景区，可能会寻求合作方或考虑转让，因此相对有资金、运营等实力的景区企业有望以较低的价格获得优质资产，经过开发运营后有助于支撑其中长线发展。

综合来看，考虑新形势下景区运营商的机遇与挑战，我们相对看好景区运营商休闲度假模式升级，其中具有一定模式复制基因的景区运营商尤其值得关注。

出境游：海外疫情蔓延主业承压，关注龙头转型与新业务布局

1 月下旬以来，疫情影响下出境游基本停滞，全面恢复预计仍需时日。今年以来，受国内疫情影响，1 月 27 日后包括出境游在内的所有团队游及“机+酒”服务暂停。3 月后国内疫情逐步企稳，但海外疫情持续蔓延，制约出境游业务恢复。目前来看，结合各国入境管制政策，亚洲周边国家和地区政策有所松绑，

而欧美疫情则面临二次高峰，其中**澳门**地区 9 月 23 日起将旅游签注范围放宽至内地居民，赴澳游客数逐步回暖；而**香港**虽推出回港易措施，但仅针对符合特定条件的香港居民回港豁免 14 天检疫，双方互通仍受限制；**欧美**则因二次疫情影响，目前确认人数仍处于高位。10 月 20 日，虽国内赴泰游破冰，约 40 名中国居民赴泰旅行，但 10 月 21 日文旅部再度发文，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+酒”业务，显示目前仍然受制。虽然近期已有疫苗取得重要进展，但考虑其正式落地和全面普及仍需一定的时间，考虑各地政策限制和海内外疫情情况差异，我们预计出境游全面恢复仍需时日，全球疫苗大规模投入接种以及旅游目的地防控态势根本性好转是关键。

表 17：截至 11 月中旬，各国家或地区最新入境管制措施

国家或地区	入境管制措施
香港	入境管制措施延长至 12 月 31 日
泰国	10 月 29 日起，防控隔离期限从 14 天减至 10 天的草案。如果隔离 10 天取得较好效果，后续将进一步缩短直至取消隔离。
新加坡	从 11 月 6 日起解除对来自中国大陆旅客的入境限制，两地旅游将恢复，检测呈阴性的旅客抵境后无须隔离。
日本	11 月 1 日起，日本对中国放宽边境措施，从中国赴日的人员不再需要接受核酸检测，在中国停留过的外国人也可以入境日本。
菲律宾	11 月 1 日起放宽部分旅行限制，持投资签证的外国人可以入境，外国公民入境须持有效签证，提前预订合格隔离检疫设施，并遵守当日口岸入境人数限制规定和相关法规。
新西兰	11 月 2 日起部分海外留学生和旅行者可申请豁免入境，包括博士和硕士生，以及往返于少数太平洋国家和地区进行必要旅行的人员。
美国	国内疫情形势严峻，目前仍限制入境
英国	入境者需要在入境英国前 48 小时内填写英国入境表格，入境之后的前 14 天内需要在所居住的地方进行自我隔离，除非常特殊的情况下，不得擅自离开隔离场所。

资料来源:各国民航局，移民局、政府官网，国信证券经济研究所整理

凯撒旅业：转型国内游对冲疫情影响，拟布局免税谋求发展。疫情下出境游业务停滞，公司积极思考转型，一是以零售方向，围绕高净值用户，更多提供保险、房产以及咨询服务，由出境游旅行服务商转变为高端生活方式的服务商；二是转型以目的地产品为核心，未来会陆续落地景区接驳、文创 IP 打造等新业务，向国内游、周边游拓展业务。今年 4 月，公司公告非公开定增预案，拟引入文远基金（建投华文 GP+三亚市政府 LP）、京东、华夏人寿等战投，强化其免税、金融、线上、海外、产业基金等业务布局。同时，2019 年以来，公司先后参股中出服天津、江苏、北京市内免税店，涉水免税，2020 年公司还准备将办公总部迁址三亚，强化与当地政府等的合作关系，加码其海南旅游及相关产业链布局，争取未来分享相关免税产业机会。

表 18：凯撒旅业非公开发行的发行对象拟认购情况

序号	认购人	拟认购金额	拟认购股数	比例
1	文远基金	30,000	48,701,298	25.86%
2	宿迁涵邦（京东全资子公司）	45,000	73,051,948	38.79%
3	华夏人寿	20,000	32,467,532	17.24%
4	上海理成	15,000	24,350,649	12.93%
5	青岛浩天	6,000	9,740,259	5.17%
合计		116,000	188,311,686	100.00%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

众信旅游：国内游业务增势良好，与阿里系合作带来新看点。疫情下出境游承压，公司积极转型，国内游收入逐渐放量占主导。同时，公司控股股东通过股权转让模式，与阿里系签署战略合作协议，提升自身旅游产品分销能力。此外，公司积极对接免税产业：2 月宣布与中免集团签署战略合作框架协议，共同开发境内外旅游零售业务；10 月 15 日，公司官方公告与王府井免税签署战略合作协议，计划于市内免税店及海南自贸港联合开展“旅游+购物”业务，合作内容上将从股权合作共同开设免税店或者销售端、产品供应端入手，实现免税店采购、运营及销售的全产业链合作。

澳门博彩业：Q3 赴澳游率先走出谷底，关注后续复苏进度

澳门入境政策松绑带动博彩业经营降幅环比收窄。Q1 为国内疫情爆发期，3 月 18 日起，澳门禁止除中国内地、香港、台湾地区居民及外地雇员身份认别证持有者以外的所有非本地居民进入澳门，对其赌收产生了较大拖累。后 Q2-3 国内疫情局势逐渐稳固，但澳门地区整体入境政策暂未放松，加之国内游客出境意愿相对较低，4-9 月赌收降幅均在 9 成以上。但 8 月 12 日起，澳门恢复办理珠海市居民（含居住证持有人）赴澳门旅游签注，8 月 26 日起放宽至广东省居民，9 月 23 日进一步放宽至内地居民。政策松绑带动下，国庆假期期间，入境澳门的游客共 15.63 万人(8 月整月约为 20 万人),带动 10 月赌收同降 72.5%，降幅环比收窄 17.5pct，未来疫情不反复情况下，预计赴澳旅客回暖将带动赌收的逐步回升。

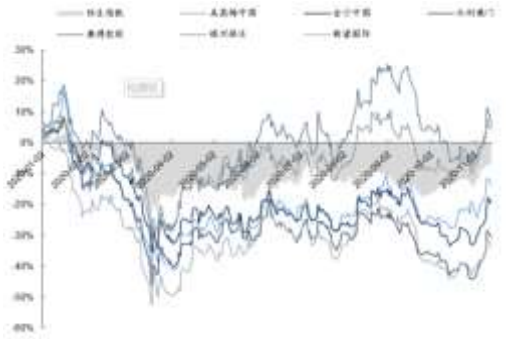
博彩个股走势与行业基本面一致。受国内疫情爆发，居民居家隔离限制，截至 4 月初，博彩个股股价均回调 30-40%左右；5-8 月期间，行业整体经营承压，股价在低位持续盘整。8 月中旬起，澳门逐渐恢复珠海市居民赴澳门旅游签注，在政策放开的预期下，博彩个股 8-9 月股价开始有所反弹，但后受疫情反复影响，又有回调。但 10 月以来赌收同降 72.5%，降幅环比收窄 17.5pct，尤其国庆期间客流恢复较快，对应个股 10 月下旬以来均迎来明显反弹。

图 59：10 月赌收同降 72.5%，降幅收窄 17.5pct



资料来源：博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

图 60：2020 年 10 月下旬以来博彩股涨幅回暖



资料来源：wind，国信证券经济研究所整理

教育：招录扩招助力职教龙头成长，关注 K12 培训细分机会

招录培训：Q3 培训逐步恢复，预计公考等招录板块爆发，中线聚焦平台孵化

今年在疫情的影响下，招录培训行业层面主要有以下几个变化。一是考试及培训节奏扰动，国考面试及省考笔试面试等基本推迟了 3-4 个月，因此 2 月、3 月线下培训授课基本全部停滞，直到 4 月底 5 月初才陆续恢复，Q3 迎来了考试及培训高峰期；二是为缓解就业压力，公务员等编制岗位扩招，2020 年国考扩招 66%、省考扩招近 30%，其他事业单位、教师等编制也有不同程度扩招，整体扩招比例预计在 20%以上，且 2021 年国考招录规模已公布，扩招 6.5%，预计省考等扩招比例不排除更高，继续助力 2021 年招录板块扩容；三是职教行业有望加速向龙头集中，在今年上半年考试几乎停滞、Q3 短期爆发的情况下，销售、资金、教研等能力突出的龙头有望厚积薄发，市占率有望进一步提升。

表 19：各类考试成绩公布时点（不考虑疫情等不可抗力影响）

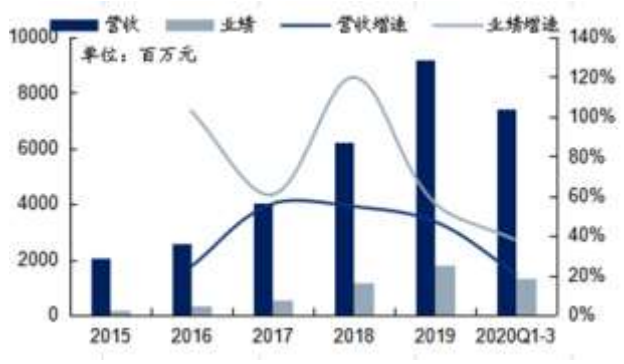
	Q1	Q2	Q3	Q4
国家公务员考试初试	1 月中旬公布			
国家公务员考试复试	少量单位公布	大量单位公布		
地方公务员考试初试	非联考省份公布（19Q1 仅上海）	联考省份公布		
地方公务员考试复试			联考省份公布	
事业单位考试成绩		相对平均分布在 4 个季度，Q1 较少		
教师资格考试笔试		上半年笔试成绩公布		下半年笔试成绩公布
教师资格考试面试	下半年面试成绩公布		上半年面试成绩公布	
教师招录考试			相对集中在 7-8 月	
考研初试	2 月中旬公布			
考研复试	大多院校在 3 月底完成招录	调剂在 4-5 月完成		

资料来源：公开信息，中公教育官网，国信证券经济研究所整理

中公教育：短期关注扩招及考试节奏，中线平台化复制扩张值得期待

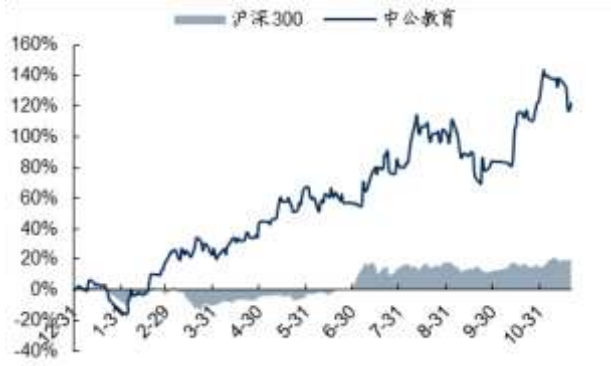
公司层面，上半年因为疫情影响，招录考试推迟，公司线下课程转线上，且通过灵活销售等方式提前锁定客户。但因协议班暂时无法确认收入，所以公考、教师等培训收入下滑明显，但上半年培训人次同增 37%以及 6 月末合同负债同增 26%表明公司经营仍有支撑，相对确定性背景下，中公作为职教培训领域的绝对龙头，股价表现靓丽，上半年累计上涨 57%。进入三季度，一方面考试及培训陆续恢复，另一方面省考等扩招公告陆续发布，中公也凭借前期的销售、储备教师等迅速恢复线下业务，并实现了 Q3 收入 46.31 亿、业绩 15.54 亿的靓丽成绩；股价也继续一路上扬，年初至 8 月共累计上涨 101%，9 月受资金风格影响略有调整，但此后伴随三季报业绩预告的发布等，公司股价继续抬升，作为年初至 11 月 20 日累计上涨 122%，成为 A 股明星标的。

图 61：中公教育前三季度收入业绩增长情况



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

图 62：中公教育年初至今股价走势



资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

展望 Q4 及未来：一方面，此前部分考试仍略有推迟，有望在 Q4 进一步集中释放，再加上当前就业形势等，预计公司 Q4 仍相对有支撑。另一方面，2021 年国考及省考已陆续发布，国考扩招 7%及江苏省考扩招 19%显示 2021 年招录有望继续维持扩招态势，尤其是地方岗位；且考试时间均已恢复疫情前节奏，预计后续业务节奏也将趋于正常。中线来看，扩招及参培率提升有望推动行业扩容，公司有望凭借教研、渠道等优势进一步提高市占率，基地建设不断推进，跨赛道复制扩张也可能超预期，重点在教师、考研、职业技能提升等领域。

表 20：2021 年国家公务员考试时间已恢复至往年节奏

	报名时间	笔试时间	面试时间
2017	2016 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2016 年 11 月 27 日	2017 年 3 月底前
2018	2017 年 10 月 30 日-11 月 8 日	2017 年 12 月 10 日	2018 年 3 月底前
2019	2018 年 10 月 22 日-10 月 31 日	2018 年 12 月 2 日	2019 年 2 月下旬至 3 月下旬
2020	2019 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2019 年 11 月 24 日	6 月中下旬
2021	2020 年 10 月 15 日-10 月 24 日	2020 年 11 月 29 日	

资料来源：国家公务员局，国信证券经济研究所整理

K12 教培：豆神教育招生高增，科斯伍德异地扩张中，学大关注融资进程

我们的分析主要聚焦在 A 股的 K12 教培标的上。在 K12 课外培训赛道上，虽然已经有好未来、新东方等传统线下龙头和跟谁学、新东方在线、猿辅导等线上新龙头，但是整体来看，K12 课外辅导行业空间巨大，而竞争格局依然分散，上述龙头的市占率依然只是个位数，依然有数学、英语等传统领域之外的新赛道机会在涌现。

今年疫情影响下，线下培训较长时间暂停，在线教育赛道迎来流量喷发，上半年逆市成长。而龙头们为了抢占这一赛道，在资本的助推下，即使国内疫情逐步趋稳，依然在今年暑假打响了一场促销大战。短期来看，高企的市场推广费用影响了短期业绩表现，但在线教育的趋势依然被大家所认同。虽然教育培训 OMO 模式的探索还在前期阶段，但是未来市场渗透率和行业集中度提升诉求下，线上和线下的结合依然是不可逆转的。我们具体来分析一下我们重点覆盖的几个标的。

豆神教育系国内 K12 教培行业大语文龙头，伴随语文赛道成长潜力可观，但今年受再融资调整等因素影响阶段扰动。Q1 疫情下虽线下业务承压，但因积极线上业务布局转化，且公布定增预案等股价仍上涨 19%，Q2 继续上涨 27%；Q3 以来，公司修订再融资预案，虽窦昕依旧大比例认购，彰显对公司未来发展的信心，但融资节奏相应延缓，Q3 最终收跌 6%。此后，因再融资方案再度修订，受政策指引窦昕未参与本次再融资，且股权激励归属条件略低于此前市场对公司经营的乐观预期，Q4 以来截至 11 月 20 日，公司累计跌 28%。

公司前三季度招生数据靓丽，关注治理结构优化以及正价转化率。公司大语文业务前三季度实现营收 3.25 亿元/+36%，预计净利润约 5400 万+，较去年同期有所下滑，系利润率较低的培优体系课程占比提升以及教师储备增加所致，其中 Q3 单收入确认节奏环比提速，大语文培训业务环比持续恢复。**值得关注的是，报名、就读人次依旧高增，**Q1-3 大语文报名学生人次为 22.5 万人/+74%，Q3 单季报名人次为 10.9 万人/+78%，报名及就读人次的增长，为今年 Q4 以及 21 年前两个季度提供了正价课学员的潜在保障。短期内受再融资方案影响，公司近期有所回调，但中线成长逻辑依旧清晰，看好公司作为大语文培训细分赛道龙头的发展。

表 21：前三季度豆神教育报名人次及累计就读人次

项目		报名人次					当期累计就读人次				
		2020Q3	2020H1	yoy	2019H1	2019H2	2020Q3	2020H1	yoy	2019H1	2019H2
分校业务	北京	17607	39,403	61.27%	24,433	28,788	17,128	30,347	76.47%	17,197	23,636
	上海	1348	4,861	18.97%	4,086	3,623	1,403	4,168	10.67%	3,766	3,531
	深圳	2356	1,539	-22.55%	1,987	1,968	1,072	1,095	-38.59%	1,783	2,020
	长沙	1604	3,137	2.72%	3,054	3,384	1,445	2,690	7.43%	2,504	3,178
	西安	621	1,162	11.84%	1,039	1,103	609	759	97.14%	385	1,092
	其他	15218	18,096	89.11%	9,569	23,195	11,634	9,035	104.83%	4,411	18,083
	小计	38754	68,198	54.41%	44,168	62,061	33,291	48,094	60.07%	30,046	51,540
线上业务		69765	48,434	101.17%	24,076	181,314	61,336	69,266	218.49%	21,748	184,840
合计		108519	116,632	70.90%	68,244	243,375	94,627	117,360	126.59%	51,794	236,380

资料来源:公司公告，国信证券经济研究所整理

科斯伍德（拟更名科德教育）通过收购龙门教育完成教育行业转型，前三季度公司

营收 6.15 亿元/-12%，归母业绩 1.18 亿元/+74%，系龙门教育今年 4 月份实现 100%并表致业绩高增，疫情下的龙门教育展现出较强韧性，传统油墨业务实现盈利整体平稳，稳定的经营业绩带动 2020H1 公司累计涨 20%。公司未来成长主要看西安本地扩校以及异地职高扩张，8 月公司与职高运营龙头签订战略合作协议，10 月公告拟收购长沙经贸职业中专 51%股权，**整体看公司异地扩张步伐稳步推进，**龙门教育赋能下，新职高院校将有望形成就读人数与人均学费齐升的局面，进而打开公司中线成长空间，截至 11 月 20 日公下半年累计涨 21%。

紫光学大为国内个性化教育辅导龙头，前三季度公司营收 19.35 亿元/-20%，归母业绩 3042 万元/-52%，疫情影响业务整体出现下滑，Q3 单季公司教育已恢复至同期 8 成左右，且公司再融资方案积极推进中，学大创始人、总经理金鑫实际控制的晋丰文化依旧承诺认购最终发行数量的 10-45%，方案落地后金总将成为上市公司实控人。**未来随着教育团队在上市公司内话语权的加重，学大教育有望在公司享受更多的资源倾斜，教育业务也有望迎来新一轮成长期。**受创始人回归预期影响，前三季度公司累计涨 76%。

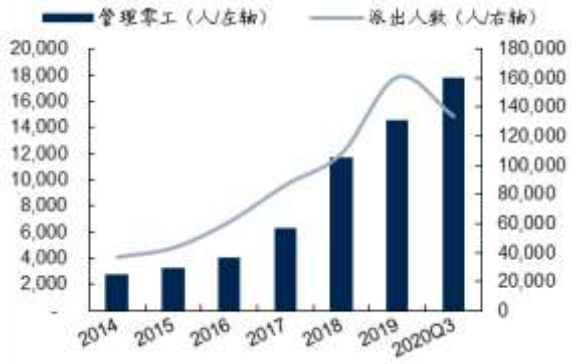
人力资源服务：灵活用工逆市持续靓丽，看好行业成长潜力

行业表现：疫情压力下，今年人力资源服务行业迎来机遇与挑战。灵活用工方面，国家鼓励灵活用工行业的发展，帮助解决就业问题；一些企业为降低用工成本提高企业灵活性，也将部分岗位转为灵活用工外包模式。部分灵活用工供应商迎来发展契机。另一方面，因为就业环境的变化，猎头及 RPO 业务承压明显，但伴随宏观经济的复苏，预计行业层面环比也有改善。

科锐国际：结合我们的持续跟踪，预计公司国内部分前三季度收入增约 20%，其中灵活用工业务增 32%，剔除社保减免影响估算增约 40%+，延续了 Q2（可比口径同增 40%+）的靓丽趋势，持续高增长！猎头及 RPO 则受宏观经济等影响仍有所拖累。受海外疫情影响，Investigo 前三季度收入及净利润有一定幅度下滑，但因业绩体量较小所以影响相对有限，且预计仍为正贡献。截至 2020 年 9 月底，公司共经营 110 余家分支机构，自有员工数达 2430 人。期末管理的外派员工 1.78 万人，同增 22.07%；外包累计派出人员 13.35 万人次/+14.10%。

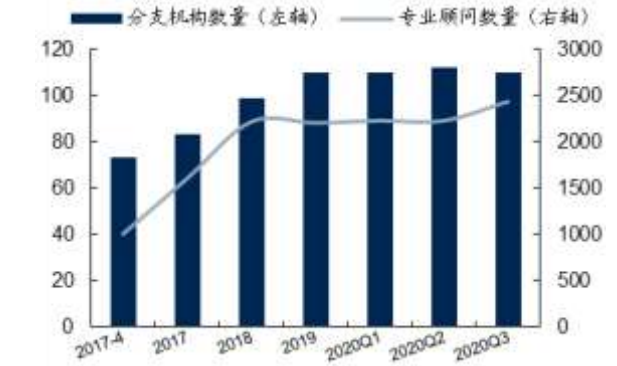
根据公告，高勇拟卸任公司总经理，聘任李跃章为总经理。预计系公司垂直管理调整等已取得成效，高总将专注于新技术业务及投融资，李总则管理线下三大传统主业，二者皆为公司创始人，此次人事调整符合公司阶段发展战略。短期来看，预计公司国内灵活用工仍将维持高增长，猎头、RPO 以及 Investigo 则需跟踪疫情及宏观经济表现。中线来看，公司拟定增加强技术平台建设、增强 ToG 业务、增资人才测评企业等，完善人力资源服务生态链，都有望带来新的机遇与增量；而且我国灵活用工尚处高速发展期，公司全产业链布局下有望明显受益；结合行业的整合特点，我们预计未来也不排除进一步并购的可能性。

图 63：科锐国际的管理零工数量及派出人数



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

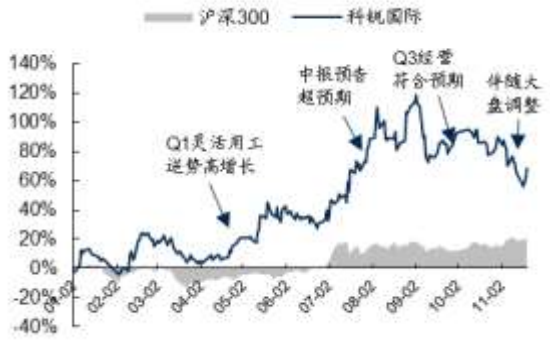
图 64：科锐国际的分支机构及专业顾问数量



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

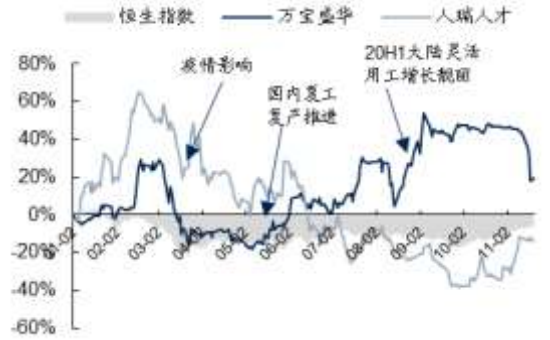
股价表现：灵活用工业务迎机遇，人力资源服务龙头表现略有不同。前三季度，虽有疫情影响，但在灵活用工业务逆势高增支撑下，**科锐国际**股价累计上涨 92.25%，增势靓丽。具体来看，受疫情影响，2-4 月股价有所调整，随着国内复工复产逐步推进，以及灵活用工业务持续高速增长，股价走势强势，4-8 月累计上涨 100%+，此后伴随大盘及市场风格变化有所调整，从全年来看，年初至 11 月 20 日，科锐国际累计上涨 69%，仍表现靓丽。港股方面，**人瑞人才**疫情期间股价有所回调，后受业务增长相对放缓（业务结构与科锐有不同）以及基石投资者解禁等影响，短期走势有压力，但近期受灵活用工管理人数持续改善及富达国际增持影响股价回升；**万宝盛华**初期受影响同样有所回调，6 月以来大陆灵活用工数据高增带动股价上扬，近期则有所调整。

图 65：2020 年至今科锐国际股价走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 66：2020 年至今人瑞人才、万宝盛华股价走势



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资策略：三条主线：复苏次序 龙头集中 消费变迁

后疫情时代：建议围绕复苏节奏、龙头集中、趋势变化三主线布局

承前文分析，2020 年疫情大考之下，赛道差异、龙头差异进一步凸显。由于本次疫情影响范围广，持续时间长，不仅仅对各子行业的短期盈利成长产生差异化影响，同时对部分子行业龙头的中长线成长逻辑也带来不同挑战与机遇。鉴于此，展望后疫情时代投资机遇，我们建议沿袭三条主线布局：一是跟踪细分赛道复苏节奏脉动；二是拥抱行业承压洗牌后能抗压加速集中的子行业龙头；三是关注疫情对消费行为或者龙头竞争力长远影响而带来的投资机遇。

主线一：跟踪各子行业复苏节奏，短期阶段侧重略有差异

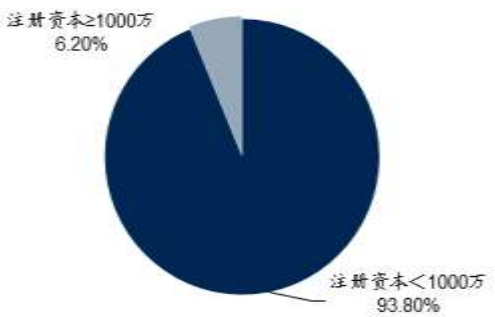
从复苏时间轴来看，旅游细分赛道顺序为：免税>餐饮>酒店>景区>演艺>出境游。结合今年以来的行业跟踪和板块复盘，免税因电商模式+政策利好+境外替代先行复苏；此后餐饮得益于外卖和本地消费属性也复苏明显；然后随着国内疫情好转以及商务活动企稳，酒店行业从 Q3 显著复苏，相应龙头下半年股价逐步走强；但景区、演艺则因为异地跟团游受压制复苏节奏偏慢，股价也相对承压；出境游则因为海外疫情严重和出国受限而依然处于停摆，仅澳门游有限度放开，出境游龙头因其业务转型等预期在市值较低背景下题材炒作火热，与短期基本面背离。鉴于此，展望今年底和明年，我们建议在结合细分龙头中长线成长逻辑的基础上，跟踪子行业复苏时间轴，来寻找情绪上的预期差。首先继续建议紧密跟踪先行复苏的免税、餐饮，正在接近去年同期水平的酒店，以及依然有赖于长途跟团游信心修复的景区、演艺和等待黎明的出境游。后三者的复苏可能更多要结合国际疫苗研制进展和全民接种进度。从预期差角度，先行复苏的免税和餐饮的预期相对一致，而短期正在顺周期复苏的酒店和明年将渐次企稳的景区、演艺、出境游等依然市场预期不一，存在情绪修复机会，依然建议按复苏进度优选商业模式突出的优质龙头。

教育人服领域：一是人力资源行业中，灵活用工迎来黄金发展期，猎头及 RPO 顺周期，恢复情况依赖宏观经济及就业需求；二是**教育领域，中公**等职教培训节奏推迟，但扩招等支撑龙头爆发，后续建议继续跟踪细分赛道扩招情况和跨赛道招生能力；**K12 培训**龙头则积极布局新兴领域和线上业务，建议继续关注资本加持后的竞争格局。

主线二：疫情强化行业洗牌，建议紧抓逆势集中的优质龙头

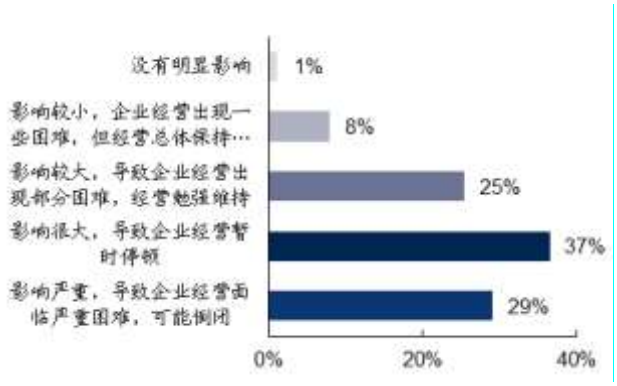
疫情下，行业承压带来洗牌加剧，但优质龙头依托良好的资金实力、专业运营和逆势扩张能力，有望加速集中。除了免税走向适度竞争外，**餐饮、酒店、演艺、**景区、出境游、教育人服等行业都将有中小企业出清情形。

图 67：截至 11 月中旬，酒店关停注销以中小酒店为主



资料来源：空间密探、企查查，国信证券经济研究所整理

图 68：疫情对教育培训机构的影响



资料来源：中国民办教育协会培训教育委员会，国信证券经济研究所整理
注：有效样本 1459 份，面向全国 31 个省市的校外培训机构

当然传统景区、出境游、教育人服领域的市场分散，集中度提升是个长期话题，短期餐饮、酒店、演艺等领域龙头公司的市占率提升表现的更明显一点，或者更有投资意义。餐饮方面，结合前文分析，2020 年餐饮商家预计从 1107.5 万家降至 941.4 万家（此前 2015-2019 年一直呈现上升趋势），行业洗牌明显，而龙头则继续加速扩张助力集中。**月饼**行业今年相对谨慎，部分大月饼厂商有减产、中小月饼企业或直接暂停生产，预计行业集中度有所提升。**酒店**方面，根据前文分析，酒店相关企业前三季度注册量同比下降了 22%，今年 1.1-11.12 共有近 10 万家酒店相关企业吊销、注销，主要以单体酒店为主；但 TOP3 酒店龙头则提速逆势扩张。并且，疫情带来酒店行业供给优化也有望助力其行业周期加速恢复向上，有助于龙头后续复苏逻辑强化。此外，**旅游演艺乃至传统景区**行业承压下，部分民企企业受制于资金压力往往选择项目转让或直接关停，但传统景区一直走不出抢占资源的扩张困境。**出境游**行业在前所未有的长时间业务停摆打击下也会加速洗牌，但行业本身太过于分散。**教育培训**行业亦是，上半年培训几乎停摆的情况下，部分教育企业资金链断裂，不乏破产跑路的情况，龙头公司会乘机加速成长，但是部分 K12 教培黄金赛道因长期空间也吸引了越来越多资本的涉足，淘汰与入局并存。

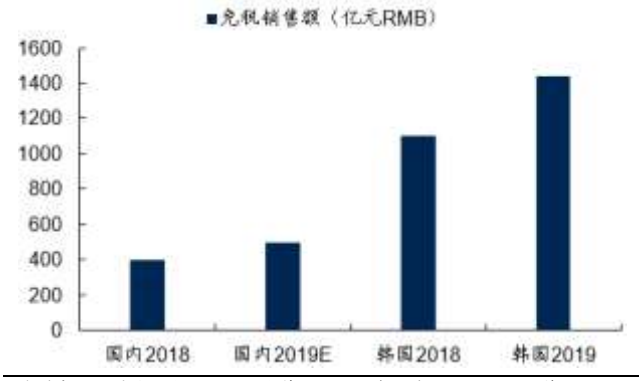
整体来看，疫情一方面导致中小企业承压退出，龙头依托资金优势以及更丰富的物业选址等资源有望加速行业集中；另一方面也为行业内的优质龙头提供了并购扩张的机会。管理、运营、资金等实力突出的龙头有望在行业复苏中占得先机，进一步提升自身市占率。鉴于此，我们建议重点关注餐饮、酒店、演艺、教培等细分赛道龙头逆市扩张助力中线成长的机遇。

主线三：关注疫情深远影响下的龙头竞争力变化与消费变迁

疫情对不同行业的影响依然有明显的不同。**首先反映在消费半径上，国外消费转至国内消费，国内消费从远途消费转至周边或本地消费。从消费习惯上，电商模式越来越被接受。**

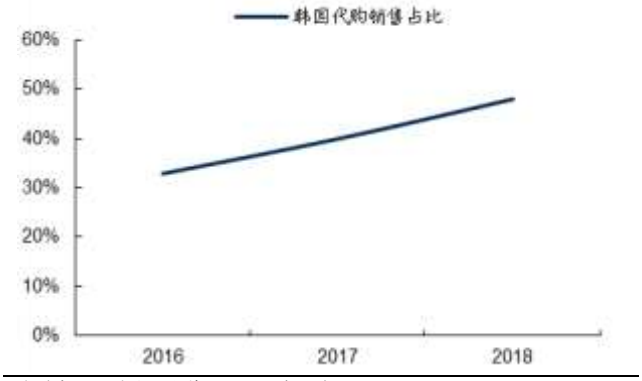
疫情对国内免税行业具有深远影响，“内循环”背景下中国免税行业缔造了大消费领域的稀缺性的“全球第一”龙头。国外疫情影响下，一方面出境游短期归零为消费力回流提供了前所未有的外部环境；另一方面电商模式的运用和政策红利的持续释放使得中国免税产业集万千宠爱于一身。

图 69：中国与韩国免税市场规模比较



资料来源：穆迪报告，公司公告等，国信证券经济研究所整理估算
注：汇率按 2020 年 3 月 14 日汇率计算

图 70：韩国免税消费中外国人代购贡献估算



资料来源：穆迪报告等，国信证券经济研究所整理

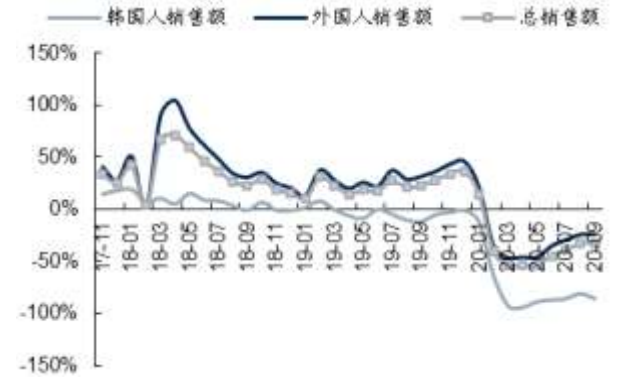
本次疫情对中国中免供应链优化及国际竞争力提升具有深远影响。首先，国内外疫情影响下，国人消费潜力进一步凸显，而海南自贸岛定位下，其成长潜力也在这次疫情下得以充分体现，国际品牌商对海南及中国免税市场的关注度显著提高。借此机遇，中免正积极强化其供应链谈判，不断丰富其品牌 SKU，尤其强化其精品等品类的丰富，并提升其采购议价能力。其次，中国免税运营商

具有更好的就近服务本土消费者的潜力。韩国免税市场规模庞大，乐天、新罗等此前销售额均明显高于中免，但与中免主要面向终端消费者不同，韩国免税消费近几年很大程度来自外国人尤其代购贡献。结合我们的持续跟踪，韩国 2018-2019 年免税消费中有近 80%或以上来自外国人消费，其中据穆迪报道 2018 年韩国约有 48%的免税销售额来自代购，2019 年预计更高，换言之韩国免税日益类似免税批发。本次疫情也进一步暴露这一差异。鉴于此，我们认为，随着中免免税规模的提升、国内免税市场的扩容，以及国内免税市场直接面向终端消费者的优势，未来中免也有望持续提升自己在品牌商层面的综合议价权，提升综合竞争力。特别是 2020 年上半年，中免集团已跃升为全球第一。

在这种情况下，虽然近期疫苗取得重要进展，部分市场投资者担忧后续出境游全面放开后国内免税压力，但我们预计疫苗全面普及、出境游全面恢复仍有待时日，借此时间差，中免只要在供应链、品牌品类丰富度和购物体验下做足内功，未来即使出境游全面恢复，这种综合竞争力的提升也有助于其在国际竞争中取得相对优势。退一步而言，从韩国免税最新数据来看，8-9 月其对外国人的免税销售已经恢复至 2019 年的 76%（疫情下，韩国免税业在本国政府的支持下已经做了很多灵活政策调整），但与此同时，海南免税月度销售 30 亿+，也仍然处于高位，侧面也显示其后续潜力。

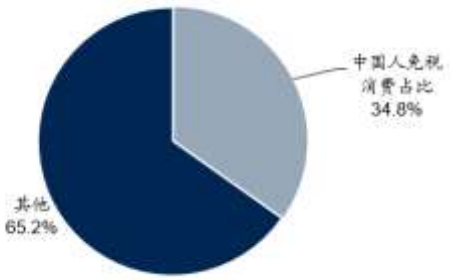
考虑国人此前消费外流规模庞大，2018 年我国免税销售额 395 亿元，但同年中国居民境外购买**仅免税商品总体规模超过 1800 亿元，占全球免税市场销售额的 34.8%**，规模庞大。未来，随着国内免税政策持续利好，中国中免综合采购能力的持续提升，商品的持续丰富和价格国际比较较有竞争力，其成长空间仍然可观。综合来看，我们对中免未来中线成长潜力仍充满信心。

图 71：韩国免税最新数据变化



资料来源：韩国海关等，国信证券经济研究所整理估算

图 72：中国境外免税消费占全球免税市场的 35%



资料来源：商务部数据，国信证券经济研究所整理

疫情深远影响二：出游方式加速演绎，周边休闲游持续受关注，自由行占比将继续提升。疫情期间带来的出游限制，有助于周边休闲游模式的持续发展。根据美团研究院数据，五一、端午期间本地游占比均接近 60%，国庆期间本地及周边游酒店预定量同比增长 80%。10 月 1 日-7 日中青旅旗下乌镇、古北水镇景区客流分别恢复到去年同期 8 成、9 成，较其他长途目的地的 5-7 成明显较好；天目湖景区则在 10 月份实现了收入的正增长。短途游、周边游在疫情下恢复相对较好，且预计短期内依然是游客首选。随着全球疫苗研制取得显著进展以及全民接种的预期，2021 年，跨省跟团游和出境游有望显著复苏，但是随着消费者对卫生健康关注度的提升，预计传统跟团游模式将越来越迭代升级。当然对于旅游需求来说，只是会换一种出游形式，预计不会降低需求总量。此外，目前国家层面也开始提出 VR 旅游模式，我们认为就旅游本身的功能性来讲，VR 旅游只是一种前期辅助消费，不会对讲究现实体验的旅游需求形成替代。

疫情深远影响三：在线教育加速渗透下催化新机遇。受疫情影响，1 月 27 日起各种线下教育培训暂停，直到 4 月底 5 月初才逐步放开，多数教育培训龙头也

由线下转至线上。此前，教育龙头在线教育化提升中，获客成本较高一直制约其盈利成长。但在本次疫情倒逼下，各培训机构能够相对以较低的成本，在短时间内实现在线培训渗透率的较快提升，从而带来行业发展新机遇。其中核心龙头依托内容体系、技术体系以及双师模式下线上线下配合等，在本轮疫情催下在线渗透率较快提升背景中，有望进一步拉开与中小培训机构的差距，进而推动集中度提升。当然从今年暑假情况来看，在资本加持下，龙头们反而加大了市场营销力度，这与大家想加速超车有关。虽然长远来看，线上线下因其各自培训特点差异始终会走向均衡形成成熟的 OMO 模式，但本次疫情带来在线教育消费习惯的加速形成还是会产生一些新的明日之星。

表 22：部分培训机构停课及线上教学安排

培训机构	停课及线上教学安排
网易有道精品课	1 月 24 日宣布开始向武汉市中小学生提供免费的寒假直播课程，并在 29 日将范围扩展至全国中小学学生。
好未来	1 月 26 日设立 1 亿元抗击疫情专项基金；随后学而思网校宣布将上线全学科免费直播课，直至疫情结束。
新东方	1 月 26 日向全国中小学生免费开放“新东方在线”所有春季班直播课程。
猿辅导	1 月 29 日宣布将为全国中小学生提供免费的巩固预习课，开放旗下猿辅导网课、猿题库等产品的核心功能。
美吉姆	1 月 24 日全国统一停课，1 月 31 日向全社会免费开放了 95 节线上早教课程。
立思辰	2 月 3 日起线下课程全面调整为线上授课，在 class in 线上平台统一学习
中公教育	疫情期间培训业务全部转线上

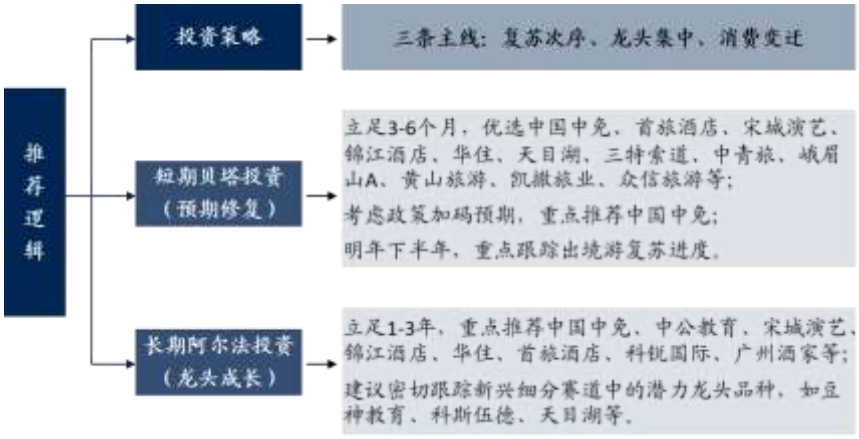
资料来源：各公司公告、官网、亿欧网等，国信证券经济研究所整理

综合上述三条主线：子行业复苏时间顺序，部分细分行业将加速龙头集中以及疫情带来的长期消费行为习惯的变迁，我们认为 2021 年的投资可以从**短期贝塔投资（预期修复）**和**长期阿尔法投资（龙头成长）**两个维度进行选股。

立足 3-6 个月，我们优选正在复苏过程的酒店和仍待复苏的景区、演艺、出境游等领域的优质龙头，兼顾业绩、估值、题材等，优选**中国中免、首旅酒店、宋城演艺、锦江酒店、华住、天目湖、三特索道、中青旅、峨眉山 A、黄山旅游、凯撒旅业、众信旅游等**，加上“内循环”背景下依然具有政策加码预期（国人离境市内店）的免税产业，预计在下半年出境游复苏之前时间窗口打开，重点推荐**中国中免，**另由于低基数明年上半年同比高增长也将提振情绪。明年下半年重点跟踪**出境游**复苏进度。

立足 1-3 年时间维度，我们建议继续立足景气细分赛道的优质龙头，结合疫情之后的行业集中和消费变迁，重点推荐**中国中免、中公教育、宋城演艺、锦江酒店、华住、首旅酒店、科锐国际、广州酒家等**，建议密切跟踪新兴细分赛道中的潜力龙头品种，如**豆神教育、科斯伍德、天目湖等**。

图 73：餐饮旅游板块 2021 年投资策略



资料来源：国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济系统性风险，重点关注经济后周期对不同子行业的影响

汇率大幅贬值风险

自然灾害及重大传染疫情

政策显著低于预期

国企改革进度或外延收购整合等低于预期

并购整合商誉风险

区域政治风险

解禁风险

附表：重点公司盈利预测及估值

公司	公司	投资	收盘价	EPS			PE			PB
代码	名称	评级	20-11-20	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	185.00	2.37	3.14	4.86	78.03	58.96	38.06	22.25
002607	中公教育	买入	39.35	0.29	0.41	0.57	134.49	97.06	69.33	82.16
300144	宋城演艺	买入	18.92	0.51	0.06	0.50	36.92	342.00	37.52	5.84
600754	锦江酒店	买入	51.75	1.14	0.32	1.26	45.38	161.48	40.93	3.93
1179.HK	华住集团-S	买入	347.07	6.01	-2.64	6.50	57.74	-131.54	53.43	15.91
600258	首旅酒店	买入	24.57	0.90	-0.44	0.91	27.42	-55.83	26.93	2.97
300662	科锐国际	增持	53.40	0.84	1.00	1.27	63.94	53.21	42.04	13.37
603043	广州酒家	买入	39.13	0.95	1.06	1.36	41.15	36.89	28.83	8.11
300010	豆神教育	买入	13.33	0.04	-0.08	0.32	378.34	-157.97	41.88	3.51
300192	科斯伍德	增持	20.48	0.27	0.61	0.76	75.55	33.48	26.97	8.26
603136	天目湖	增持	32.13	1.07	0.34	1.24	30.13	95.22	26.01	4.51
002159	三特索道	买入	12.87	0.08	0.51	0.44	160.88	25.15	29.13	1.86
000526	紫光学大	增持	53.10	0.14	0.09	0.63	379.29	575.29	84.90	60.86
600138	中青旅	买入	11.17	0.78	-0.18	0.72	14.23	-60.66	15.51	1.32
000888	峨眉山 A	增持	5.98	0.43	-0.20	0.40	13.93	-29.29	14.93	1.33
600054	黄山旅游	增持	8.73	0.47	-0.10	0.44	18.72	-86.22	19.79	1.56
000796	凯撒旅业	买入	13.54	0.16	-0.10	0.18	86.53	-141.49	75.26	4.90
002707	众信旅游	增持	7.12	0.08	-0.10	0.21	91.23	-69.53	33.58	3.04
002621	美吉姆	增持	6.83	0.20	-0.18	0.23	34.15	-37.94	29.70	4.70
000978	桂林旅游	增持	4.85	0.15	-0.26	0.19	31.74	-18.56	25.80	1.11
002033	丽江股份	增持	6.46	0.37	0.08	0.37	17.44	81.45	17.48	1.46

数据来源：Wind、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032