万联证券 WANLIAN SECURITIES

Q3 业绩环比改善明显，免税持续火爆

——商贸零售&休闲服务 2020 年三季报业绩综述

强于大市（维持）

日期：2020 年 11 月 17 日

行业核心观点：

- **商贸零售：**20Q3 随着疫情防控常态化，行业显著回暖，各子板块恢复进度出现分化：医疗用品出口潮使得贸易板块逆势增长明显，专业连锁超市营收基本恢复，而百货、多业态零售、一般物业经营、专业市场恢复缓慢，其中百货表现最差。**短期来看，**国内疫情得到有效控制后，线下消费场景逐步恢复正常，消费信心重新建立，可选消费需求有望迎来反弹，**利好百货板块业绩的边际修复。中长期来看，**疫情倒逼厂商重新审视线上渠道战略，加速线上线下销售渠道的融合，全渠道营销提升对消费者的触及度，**看好超市板块和电商板块龙头企业渠道改革的持续推进。**
- **休闲服务：**20Q3 跨省游有序放开，休闲服务行业逐渐恢复，受益消费回流与政策刺激，免税板块火热，引领休闲服务板块复苏。**短期来看，**受压抑的旅游需求转向国内市场，景区营收环比改善明显，看好各细分板块布局国内旅游市场的龙头企业，**尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。中长期来看，**我们**看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。**

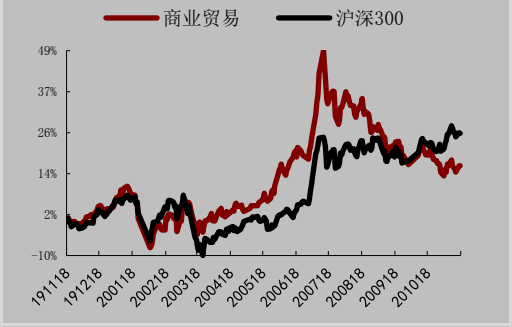
投资要点：

- **商贸零售行业：（1）总体：**20Q3 业绩明显回暖，行业各子板块恢复程度出现分化。20Q3 实现营业总收入 4442.03 亿元（yoy+6.98%），归母净利润 82.05 亿元（yoy-51.49%），20Q3 营收增速较 Q2 转负为正，但归母净利润降幅扩大。商贸零售行业上市公司主要以线下零售为主，随着疫情得到控制，线下消费恢复，商家对消费提振信心十足，新店快速扩张导致归母净利润短期表现不佳。

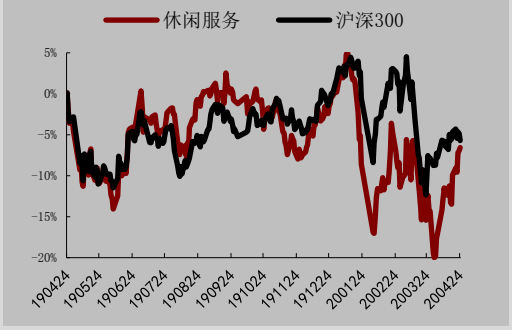
  （2）板块情况：20Q3 营收同比增速较高子板块为贸易 III（+34.81%），其余子板块营收同比增速下降，百货（-40.00%）表现最差。20Q3 国内疫情得到控制而国外疫情持续蔓延，医疗用品大幅出口使得贸易 III 营收逆势同比大增 40pct，其他子板块营收同比全线下滑，但降幅有所收窄，恢复程度出现分化。专业连锁（-1.31%）和超市（-4.27%）板块基本恢复，其他板块恢复缓慢。

- **休闲服务行业：（1）总体：**20Q3 营业总收入为 291.95 亿元（yoy-24.07%），归母净利润为 26.13 亿元（yoy-20.09%）。20Q3 后疫情期间实现疫情防控常态化，加之受到国外疫情影响的境外旅游需求向国内转移，国内旅游市场有所恢复，受政策刺激导致免税业务发展进入快车道，20Q3 休闲服务行业业绩降幅较 Q2 大幅收窄。

商业贸易行业相对沪深 300 指数表



休闲服务行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期： 2020 年 11 月 17 日

相关研究

万联证券研究所 20201117_行业动态跟踪_AAA_2020 年 10 月社会消费品零售数据点评

万联证券研究所 20201116_化妆品双十一电商数据跟踪专题_AAA_双十一线上数据亮眼，颜值经济势不可挡

万联证券研究所 20201116_行业周观点_AAA_商贸零售行业周观点报告

分析师： 陈雯
执业证书编号：S0270519060001
电话：18665372087
邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 李滢
电话：15521202580
邮箱：liying1@wlzq.com.cn

研究助理： 王鹏
电话：15919158497
邮箱：wangpeng1@wlzq.com.cn

万联证券

（2）板块情况：20Q3 子行业营收同比增速除免税逆势上涨以外，其他全面下跌，分别为免税（+40.83%）、餐饮（-1.23%）、景区（-13.54%）、酒店（-41.80%）、旅行社（-92.55%），餐饮、酒店、景区、旅行社均有所改善，景区改善幅度最大（环比+47.12pct）。对比来看，受到海南离岛免税政策刺激，叠加多家公司排队申请免税牌照、开发免税业务等一系列事件影响，国内免税板块近几个月来状态火热，引领行业复苏。随着疫情的有效控制，人们生活逐渐恢复常态加之消费政策的刺激，餐饮业基本恢复。国内旅游市场火爆带动酒店、景区、旅行社板块复苏，但境外旅游市场因疫情持续萧条，国内旅游需求景气度提升，但受防疫影响市场依然有限且竞争激烈，致使恢复速度缓慢。

- **风险因素：**1、疫情复燃风险；2、宏观经济波动风险；3、消费复苏不及预期风险。

万联证券

目录

1、20Q3 商业贸易及休闲服务业绩明显回暖 4
2、Q3 商贸零售行业恢复分化大，休闲服务的免税板块引领复苏 7
2.1 商贸零售：疫情防控常态化，行业显著恢复 7
2.1.1 总体情况：20Q3 业绩增速扭负为正，期间费率明显下降 7
2.1.2 子板块及个股情况：子板块恢复现分化，医疗用品出口潮使得贸易逆势增长8
2.2 休闲服务：疫情休克式冲击致业绩遭遇滑铁卢，免税板块引领复苏 11
2.2.1 总体情况：Q3 业绩改善明显，免税板块提振作用明显 11
2.2.2 子板块及个股情况：免税板块火热引领复苏，其余板块恢复缓慢 12
3、投资建议 15
4、风险因素 16

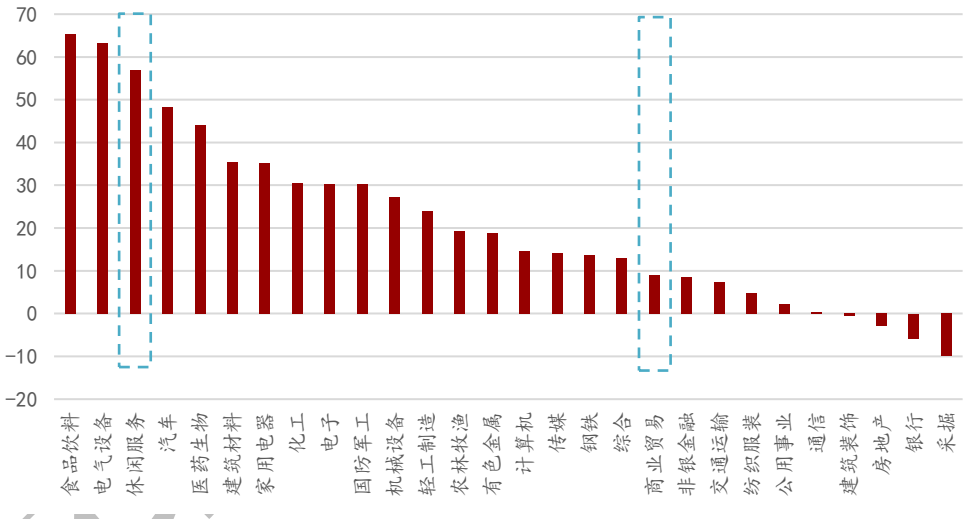
图表 1：截至 11 月 17 日，2020 年申万一级子行业涨跌幅情况 4
图表 2：20Q1-3 申万一级子行业营收增长率(%) 4
图表 3：20Q3 申万一级子行业营收增长率(%) 5
图表 4：20Q1-3 申万一级子行业归母净利润增长率(%) 5
图表 5：20Q3 申万一级子行业归母净利润增长率(%) 5
图表 6：20Q1-3 三级子行业营收和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 6
图表 7：20Q3 三级子行业营收和归母净利润增速前 10 名与后 10 名 6
图表 8：06-20Q1-3 商贸零售营收及同比增速 7
图表 9：06-20Q1-3 商贸零售归母净利及同比增速 7
图表 10：06-20Q3 商贸零售板块毛利率、期间费用率 8
图表 11：06-20Q3 商贸零售板块 ROE 8
图表 12：商贸零售子行业 20Q3&19Q3 营收同比增速 8
图表 13：商贸零售子行业 20Q3&19Q3 归母净利同比增速 8
图表 14：商贸零售重点公司 20Q3&19Q3 业绩一览 10
图表 15：06-20Q3 休闲服务板块营收及同比增速 11
图表 16：06-20Q3 休闲服务板块归母净利及同比增速 11
图表 17：06-20Q3 休闲服务板块毛利率、期间费用率 11
图表 18：06-20Q3 商贸零售板块 ROE 走势 11
图表 19：休闲服务子行业 20Q3&19Q3 营收同比增速 12
图表 20：休闲服务子行业 20Q3&19Q3 归母净利同比增速 12
图表 21：休闲服务重点公司 20Q3&19Q3 业绩一览 15

万联证券

1、20Q3 商业贸易及休闲服务业绩明显回暖

前三季度休闲服务板块股价走势亮眼，商业贸易Q3回吐部分上半年涨幅。截至11月17日，消费行业中休闲服务板块行情表现亮眼，年初至今上涨56.97%，在申万一级行业中排名3；商业贸易20Q3市场行情表现不佳，回吐部分上半年涨幅，年初至今上涨8.90%，在申万一级行业中排名第19。

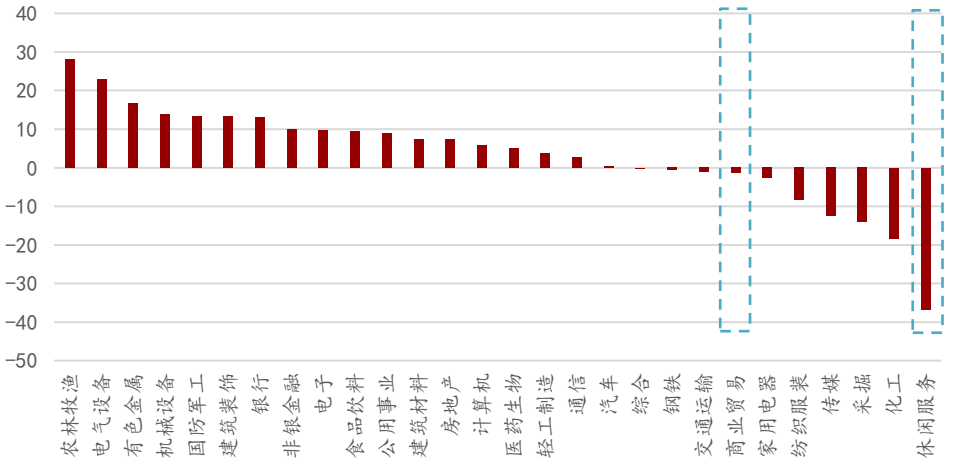
图表1：截至11月17日，2020年申万一级子行业涨跌幅情况



资料来源：Wind，万联证券研究所

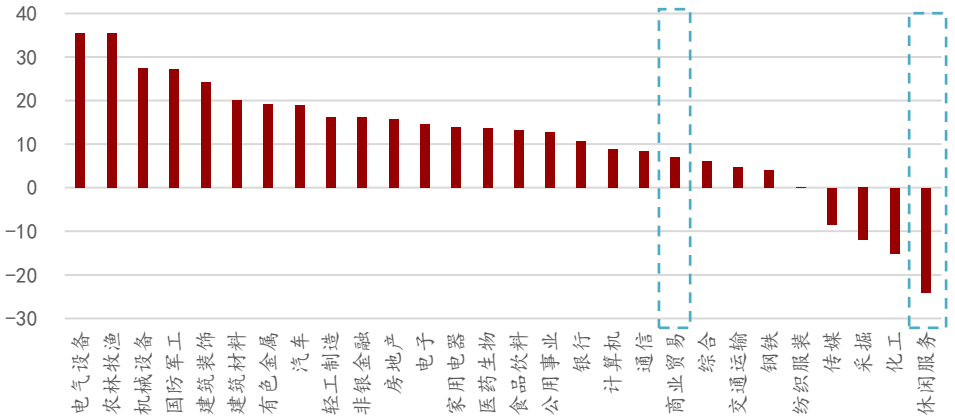
Q3商贸营收增速转正，休闲服务恢复缓慢。20Q1-3商业贸易营收同比-1.31%，排名22，休闲服务营收同比-36.77%，排名28。随着疫情逐步得到控制，商业贸易逐渐恢复，20Q3营收同比+6.98%，较Q2实现转正，排名20，而由于境外疫情尚未得到有效控制，境外旅游市场依然萧条，旅游、酒店等服务恢复缓慢，20Q3休闲服务营收同比-24.07%，排名继续垫底。20Q1-3商业贸易和休闲服务归母净利润分别-47.23%/-85.85%，排名26和28；20Q3商业贸易和休闲服务归母净利润分别-51.49%/-20.09%，排名28和26。

图表2：20Q1-3申万一级子行业营收增长率(%)



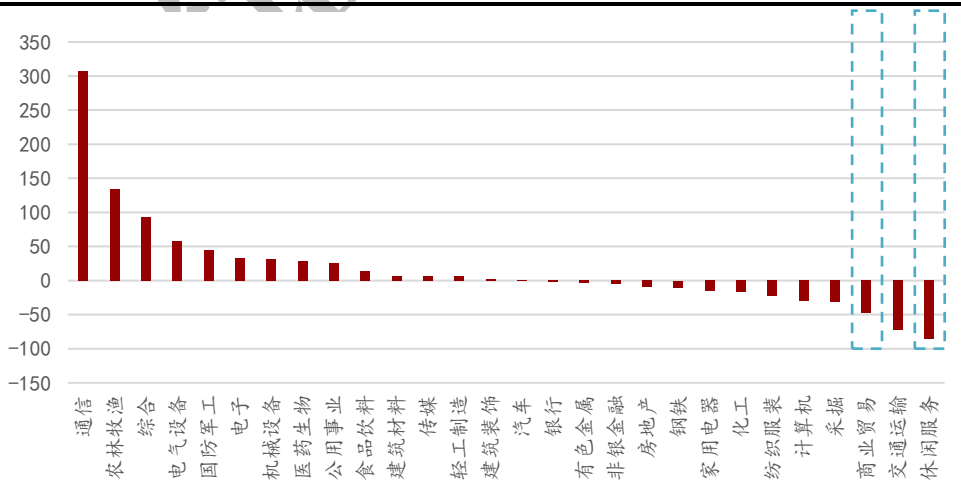
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3：20Q3申万一级子行业营收增长率(%)



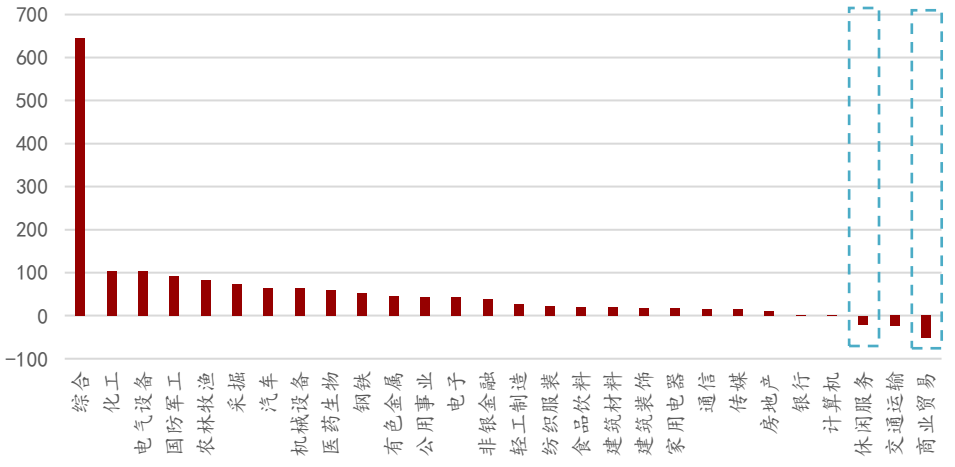
资料来源：Wind，万联证券研究所

图表4：20Q1-3申万一级子行业归母净利润增长率(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表5：20Q3申万一级子行业归母净利润增长率(%)



资料来源：Wind，万联证券研究所

20Q1-3消费板块申万三级子行业排名中，休闲服务和商业贸易子行业均无缘营收增速和归母净利润增速前十名，休闲服务大部分子行业入榜后十名。20Q3，休闲服务和商业贸易子行业同样均无缘营收增速和归母净利润增速前十名，而人工景点、自然景点、百货、酒店Ⅲ入榜营收增速后十名；餐饮Ⅲ入榜归母净利润增速后十名。

图表6：20Q1-3三级子行业营收和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	其他轻工制造Ⅲ（申万）	157.31	1	餐饮Ⅲ（申万）	-73.08
2	氨纶（申万）	125.69	2	女装（申万）	-61.08
3	半导体材料（申万）	124.79	3	其他纺织（申万）	-58.98
4	印染（申万）	123.31	4	炭黑（申万）	-54.24
5	燃气Ⅲ（申万）	108.09	5	互联网信息服务（申万）	-51.29
6	热电（申万）	94.23	6	航空运输Ⅲ（申万）	-44.11
7	医疗器械Ⅲ（申万）	68.35	7	影视动漫（申万）	-42.06
8	其它通用机械（申万）	67.56	8	锂（申万）	-40.44
9	集成电路（申万）	61.01	9	火电设备（申万）	-38.81
10	风电设备（申万）	57.04	10	酒店Ⅲ（申万）	-36.87
归母净利润增速前 10 名			**归母净利润增速后 10 名**		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	钾肥（申万）	1777.96	1	石油开采Ⅲ（申万）	-1795.53
2	燃机发电（申万）	1403.87	2	其他文化传媒（申万）	-891.11
3	其他轻工制造Ⅲ（申万）	830.68	3	锂（申万）	-784.08
4	其他塑料制品（申万）	632.48	4	自然景点（申万）	-369.15
5	环保设备（申万）	481.70	5	粘胶（申万）	-365.97
6	钨（申万）	399.49	6	女装（申万）	-321.64
7	农用机械（申万）	357.95	7	林业Ⅲ（申万）	-315.37
8	改性塑料（申万）	257.59	8	影视动漫（申万）	-243.45
9	饲料Ⅲ（申万）	226.09	9	航空运输Ⅲ（申万）	-192.39
10	热电（申万）	217.86	10	餐饮Ⅲ（申万）	-136.90

资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7：20Q3三级子行业营收和归母净利润增速前10名与后10名

营收增速前 10 名			营收增速后 10 名		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	热电（申万）	169.41	1	人工景点（申万）	-61.19
2	其他轻工制造Ⅲ（申万）	156.29	2	航空运输Ⅲ（申万）	-47.49
3	氨纶（申万）	149.03	3	影视动漫（申万）	-46.74
4	半导体材料（申万）	145.33	4	自然景点（申万）	-44.34
5	燃气Ⅲ（申万）	125.39	5	百货（申万）	-43.57
6	印染（申万）	123.05	6	机场Ⅲ（申万）	-41.51
7	其它通用机械（申万）	93.53	7	商用载客车（申万）	-33.17
8	风电设备（申万）	90.89	8	纺织化学用品（申万）	-33.03
9	医疗器械Ⅲ（申万）	90.40	9	酒店Ⅲ（申万）	-31.39

10	商用载货车（申万）	65.73	10	燃机发电（申万）	-30.05

归母净利润增速前10名			归母净利润增速后10名		
序号	名称	增速（%）	序号	名称	增速（%）
1	其他种植业（申万）	47789.29	1	餐饮III（申万）	-953.85
2	女装（申万）	5874.81	2	钨（申万）	-614.84
3	磷肥（申万）	1207.04	3	船舶制造III（申万）	-473.07
4	其他轻工制造III（申万）	1067.50	4	内燃机（申万）	-379.20
5	钾肥（申万）	980.55	5	热电（申万）	-296.01
6	锂（申万）	908.81	6	其他稀有小金属（申万）	-272.93
7	金属制品III（申万）	865.71	7	影视动漫（申万）	-235.20
8	通信配套服务（申万）	667.66	8	日用化学产品（申万）	-218.79
9	综合III（申万）	645.08	9	火电设备（申万）	-173.62
10	炭黑（申万）	571.56	10	航空运输III（申万）	-136.35

资料来源：Wind，万联证券研究所

万联证券

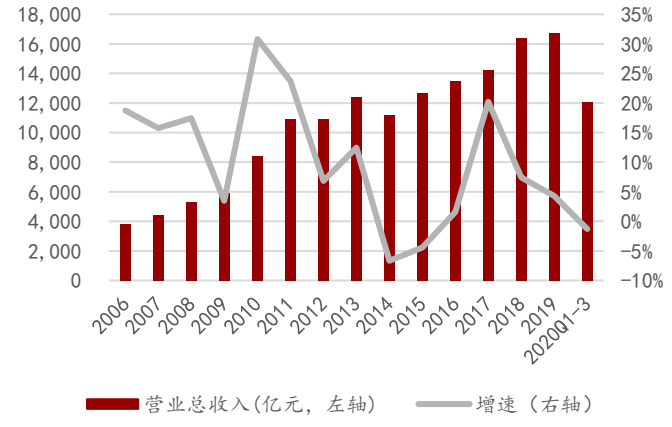
2、Q3商贸零售行业恢复分化大，休闲服务的免税板块引领复苏

2.1 商贸零售：疫情防控常态化，行业显著恢复

2.1.1 总体情况：20Q3业绩增速扭负为正，期间费率明显下降

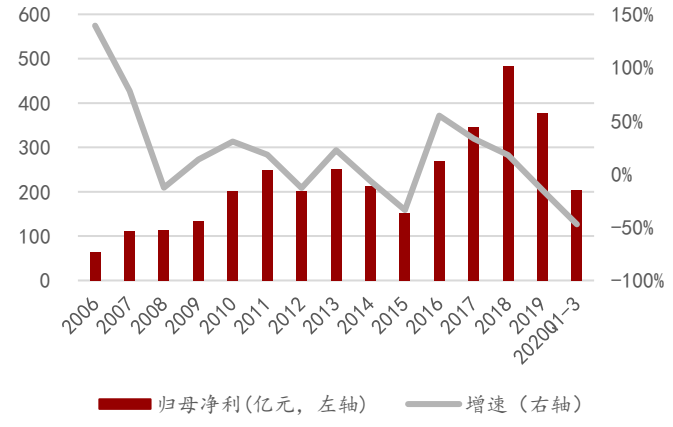
20Q1-3商贸零售板块营收为12073.06亿元，同比-1.31%；归母净利润为204.68亿元，同比-47.23%。20Q3商贸零售板块营收为为4442.03亿元，同比+6.98%；归母净利润为82.05亿元，同比-51.49%。进入20Q3，营收实现环比转正，原因是国内疫情控制良好，经济稳步复苏，叠加一系列促消费政策的出台，商贸零售行业上市公司的线下零售业务显著回暖。归母净利润增速降幅扩大，主要是新店快速扩张导致归母净利润短期表现不佳。与此同时，线下实体商店加快与线上渠道的融合，增加对消费者的触及度，利于销售增长。

图表8：06-20Q1-3商贸零售营收及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

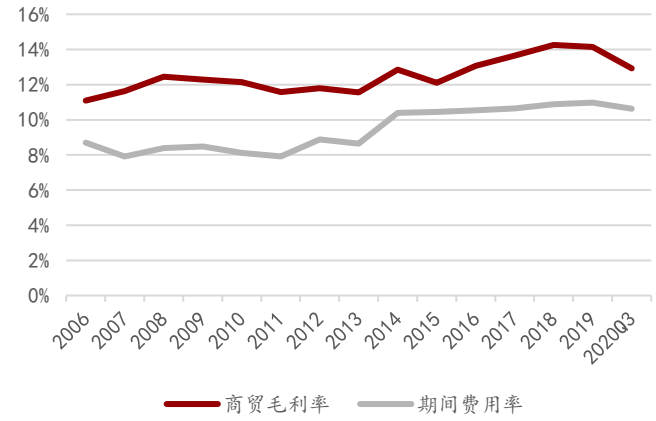
图表9：06-20Q1-3商贸零售归母净利及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

20Q1-3商贸零售板块销售毛利率为12.92%，同比-1.15pct；期间费用率为10.63%，同比-5.57pct；ROE为4%，同比-5pct。20Q3商贸零售板块销售毛利率为12.11%，同比-1.47pct；期间费用率为9.96%，同比-1.05pct；ROE为1%，同比-2pct。

图表10：06-20Q3商贸零售板块毛利率、期间费用率



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表11：06-20Q3商贸零售板块ROE

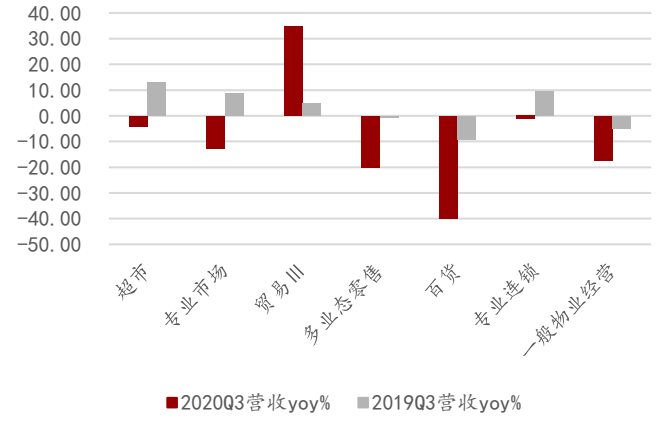


资料来源：Wind、万联证券研究所

2.1.2 子板块及个股情况：子板块恢复现分化，医疗用品出口潮使得贸易逆势增长

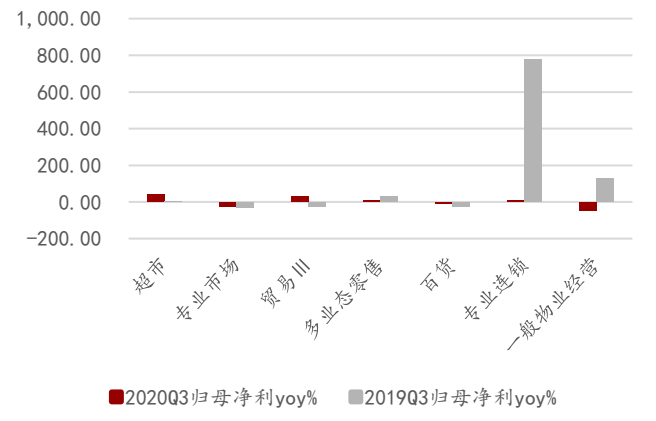
总体情况：申万商贸零售三级子行业中，20Q3营收同比增速较高子板块为贸易III（+34.81%），专业连锁（-1.31%）、超市（-4.27%）营收基本恢复，百货（-40.00%）、多业态零售（-20.09%）、一般物业经营（-17.43%）、专业市场（-12.73%）恢复缓慢，而百货表现最差。受疫情冲击影响，百货板块跌幅最大，专业连锁、超市、专业市场的营收同比增速同2019Q3相比都由上涨转为下跌。与2019Q3相比，贸易III营收显著增长，业绩表现亮眼，**原因主要在于国内率先实现防控常态化和复工复产，而国外疫情严重，全球多国对医疗用品的需求上升，带动了中国医疗用品的出口。**

图表12：商贸零售子行业20Q3&19Q3营收同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表13：商贸零售子行业20Q3&19Q3归母净利同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

（1）超市板块：后疫情时期线下消费恢复，线上线下加快融合，业绩稳定上升

20Q3超市板块营收合计为428.85亿元，同比+4.27%；归母净利润合计为4.73亿元，同比+40.75%。疫情倒逼实体超市积极布局线上零售战略，至2019年超九成企业试水到家业务，超市线上线下融合加速，加之疫情控制下线下零售逐渐恢复，政府鼓励消费大环境，超市在后疫情时期业绩保持增长。

- **永辉超市：**20Q3公司实现营业收入221.54亿元，同比+11.287%；归母净利1.75亿元，同比+3.45%。受疫情影响，生鲜等必需消费需求转移趋势明显，叠加公司近年来加速店面扩张，全渠道发展“到店+到家”业务，促成后疫情期间的业绩超预期增长，线上业务销售收入稳步上升。

- **家家悦：**20Q3公司实现营业收入45.17亿元，同比+12.92%；实现归母净利润1.01亿元，同比-18.99%。公司生鲜占比高，受新冠疫情及食品CPI同比居于高位影响，生鲜超市及社区便利店销售额快速增长。与此同时，公司第三季度大规模新增门店，新建物流体系，推行异地快速扩张，成本费用大幅增长。

（2）百货：疫情后期逐渐恢复，第三季度降幅收窄

20Q3百货板块营收合计为230.25亿元，同比-40.00%（Q2同比-53.96%），归母净利润合计为12.63亿元，同比-10.86%（Q2同比-33.57%），营收利润降幅较Q2明显收窄。百货板块中长期看受电商板块崛起冲击，营收自2018Q2起连续多个季度同比下降。短期看受疫情冲击严重，但随着疫情得到控制和消费刺激政策的大力推进，以及下半年电商节活动频出，第三季度百货板块业绩触底回升。

- **天虹股份：**20Q3公司实现营业收入29.62亿元，同比-32.67%（Q2同比-35.68%）；归母净利润0.92亿元，同比-38.39%（Q2同比-54.70%），Q3业绩降幅较Q2略有收窄。随着疫情逐步得到控制，公司第三季度客流和销售正在好转。除了百货业务，公司也在加速发力超市业态，线上线下全渠道发展，将是未来的增长点。

- **王府井：**20Q3公司实现营业收入22.07亿元，同比-63.09%（Q2同比-69.56%）；归母净利润2.07亿元，同比+40.44%（Q2同比-30.15%），业绩较Q2有所回升，同比增速大幅改善主要是低基数影响。随着线下销售复苏及成本费用支出的持续控制，公司利润情况显著改善。公司也正在加速发力涉足免税板块，已投资设立免税品经营公司，未来有望搭乘免税概念火热的顺风车，前景良好。

- **鄂武商A：**20Q3公司实现营业收入17.62亿元，同比-56.01%（Q2同比-66.15%）；归母净利润2.44亿元，同比-12.04%（Q2同比-40.16%）。公司积极推进业务创新升级进程，包括探索夜间经济模式、布局微购连锁项目；营销创新，联合支付宝、微信推广消费券活动，加快向三四级市场挺进，有望打开新成长空间。

（3）专业连锁：整体利润情况改善，业绩表现分化，部分公司成长性强

20Q3专业连锁板块营收合计为1077.48亿元，同比-1.31%；归母净利润合计为19.39亿元，同比+7.27%，第三季度业绩降收窄，利润整体得到改善。板块内各公司业绩表现分化，头部企业苏宁易购利润仍然下降，但部分公司如华致酒行、南极电商、豫园股份具备较强的成长性，业绩仍能保持增长。

- **华致酒行：**20Q3公司实现营收13.18亿元，同比+37.14%，归母净利润1.07亿元，

同比+18.63%。公司Q3期间表现依旧亮眼，积极发展电商、新零售业务，借助微信小程序电商平台华致优选，在热点节日期间推出专场活动，带动收入稳步增长。加快布局高端市场，推出汾酒战略产品青花汾酒30复兴版。

- **南极电商：**20Q3公司实现营收11.46亿元，同比+13.14%，归母净利润2.91亿元，同比+34.90%。在电商平台优势类目龙头地位在后疫情时期进一步凸显。
- **爱婴室：**20Q3公司实现营收5.14亿元，同比-8.53%（Q2同比-9.02%），归母净利润0.2亿元，同比-19.93%（Q2同比-20.76%）。由于公司主要以线下销售为主，疫情期间业绩下降。后疫情时期，业绩有所回升且趋于稳定，Q3利润降幅与Q2基本持平。
- **苏宁易购：**20Q3公司实现营收624.38亿元，同比-4.58%（Q2同比-17.38%），归母净利润7.14亿元，同比-92.69%（Q2同比-80.82%）。疫情下，公司各地家电3C及百货门店暂停营业或缩短营业时间，由于小区封闭等原因，上门安装业务也收到较大影响，后疫情时期，公司业务量趋势向好，Q3营收和利润较Q2环比有所增长。

图表14：商贸零售重点公司20Q3&19Q3业绩一览

板块名称	证券简称	20Q3				19Q3			
		营收（亿元）	yoy(%)	归母净利润（亿元）	yoy(%)	营收（亿元）	yoy(%)	归母净利润（亿元）	yoy(%)
超市	红旗连锁	22.91	11.28%	1.42	-16.19%	20.58	11.59%	1.69	67.51%
	永辉超市	221.54	-0.95%	1.75	3.45%	223.67	22.26%	1.69	100.30%
	家家悦	45.17	12.92%	1.01	-18.99%	40.00	20.14%	1.25	16.42%
	步步高	47.55	-0.95%	0.03	127.33%	47.42	10.42%	-0.08	31.19%
	板块合计	**337.16**	**1.65%**	**4.21**	**-7.59%**	**331.68**	**19.47%**	**4.56**	**66.89%**
专业市场	海宁皮城	2.11	-22.63%	0.10	-72.97%	2.73	-14.91%	0.37	-43.79%
	美凯龙	35.03	-13.87%	6.29	-41.67%	40.67	12.42%	10.78	-3.90%
	板块合计	**37.14**	**-14.42%**	**6.39**	**-42.69%**	**43.40**	**10.19%**	**11.14**	**-6.08%**
多业态零售	重庆百货	71.97	-2.46%	2.05	-10.90%	73.78	-3.34%	2.30	214.18%
	大商股份	20.15	-59.53%	1.62	-20.09%	49.79	-7.29%	2.03	17.75%
	百联股份	91.12	-19.06%	1.74	60.84%	112.58	2.96%	1.08	-1.61%
	板块合计	**183.24**	**-22.41%**	**5.41**	**-0.04%**	**236.15**	**-1.35%**	**5.41**	**52.19%**
百货	天虹股份	29.62	-32.67%	0.92	-38.39%	43.99	2.05%	1.49	-20.75%
	王府井	22.07	-63.09%	2.07	40.44%	59.80	-0.33%	1.48	-36.57%
	鄂武商A	17.62	-56.01%	2.44	12.04%	40.06	-1.87%	2.18	5.78%
	板块合计	**69.31**	**-51.82%**	**5.43**	**5.61%**	**143.85**	**-0.05%**	**5.15**	**-17.90%**
专业连锁	华致酒行	13.18	37.14%	1.07	18.63%	9.61	48.31%	0.90	49.12%
	南极电商	11.46	13.14%	2.91	34.90%	10.13	24.89%	2.16	36.89%
	豫园股份	90.14	18.00%	4.83	137.56%	74.29	38.90%	2.18	7.67%
	爱婴室	5.14	-8.53%	0.20	-19.93%	5.62	11.68%	0.25	49.46%
	苏宁易购	624.38	-4.58%	7.14	-92.69%	654.37	5.05%	97.64	7,795.91%
	板块合计	**744.30**	**-1.29%**	**16.15**	**-8.43%**	**754.03**	**8.39%**	**103.12**	**1479.31%**
一般物业经营	海印股份	5.06	-15.40%	0.64	7.13%	5.98	-5.72%	0.59	2.36%
	华联股份	2.43	-22.57%	0.42	-75.93%	3.14	-3.90%	1.76	1,147.88%

	板块合计	7.49	-17.87%	1.06	-54.98%	9.12	-5.10%	2.35	226.53%

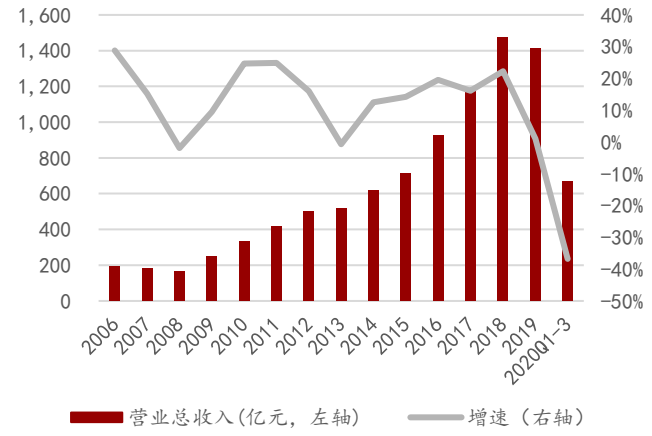
资料来源：Wind、万联证券研究所

2.2 休闲服务：疫情休克式冲击致业绩遭遇滑铁卢，免税板块引领复苏

2.2.1 总体情况：Q3业绩改善明显，免税板块提振作用明显

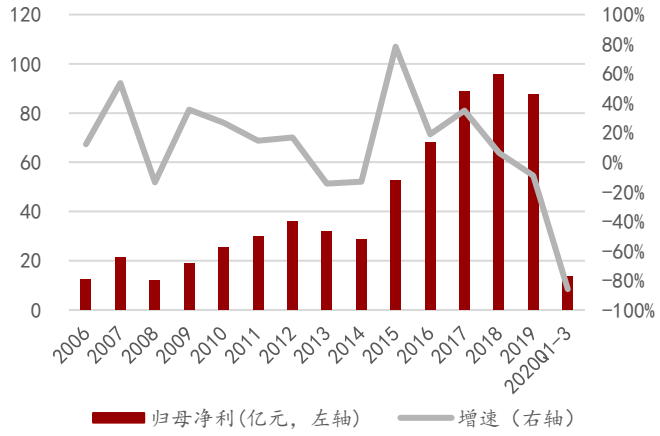
20Q1-3，申万休闲服务板块合计营业总收入为669.01亿元，同比-36.77%；合计归母净利润为13.57亿元，同比-85.85%。**休闲服务行业是受疫情负面冲击最大的行业，**随着疫情影响消退以及跨省游重新开放，休闲服务行业在疫情后期逐渐得到恢复。20Q3，申万休闲服务板块合计营业总收入为291.95亿元，同比-24.07%；合计归母净利润为26.13亿元，同比-20.09%。20Q3行业明显复苏，营收和归母净利润降幅显著收窄，**主要系政策刺激导致免税业务发展进入快车道，免税板块大幅提升所致；加之国内疫情防控常态化和国外疫情加重提振国内旅游市场。**

图表15：06-20Q3休闲服务板块营收及同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表16：06-20Q3休闲服务板块归母净利及同比增速

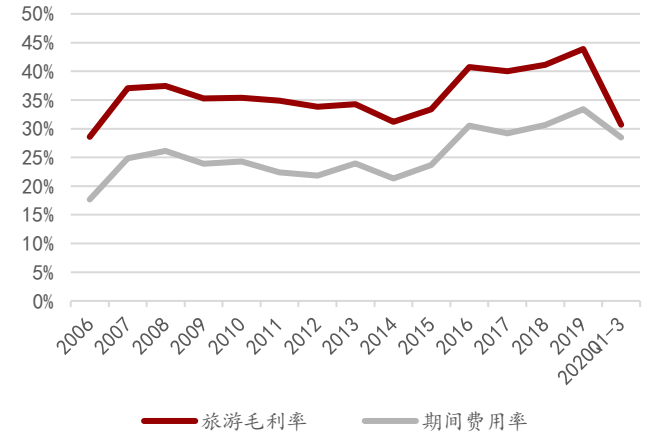


资料来源：Wind、万联证券研究所

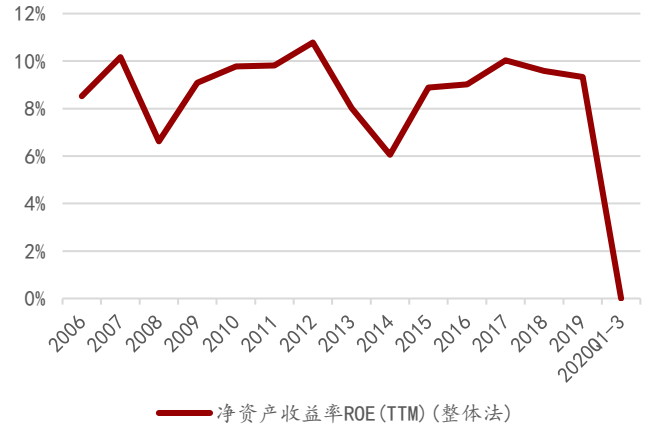
受疫情冲击，休闲服务板块盈利能力受损严重。20Q1-3申万休闲服务板块销售毛利率为30.70%，同比-14.32pct；期间费用率为28.48%，同比-3.95pct；ROE为0%，同比-11pct。20Q33申万休闲服务板块销售毛利率为34.49%，同比-9.38pct；期间费用率为21.50%，同比-9.40pct；ROE为3%，同比大约持平。

图表17：06-20Q3休闲服务板块毛利率、期间费用率

图表18：06-20Q3商贸零售板块ROE走势



资料来源：Wind、万联证券研究所

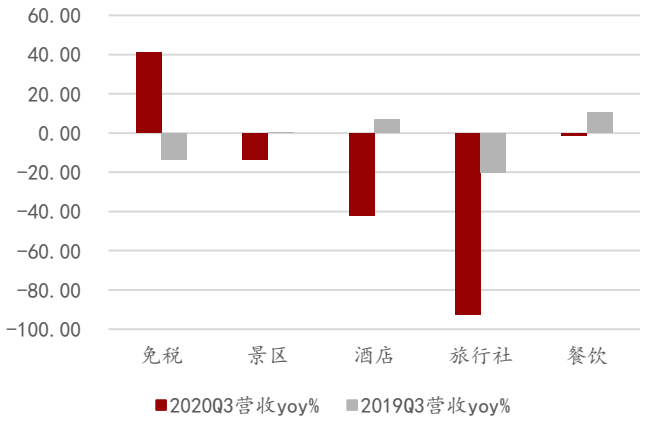


资料来源：Wind、万联证券研究所

2.2.2 子板块及个股情况：免税板块火热引领复苏，其余板块恢复缓慢

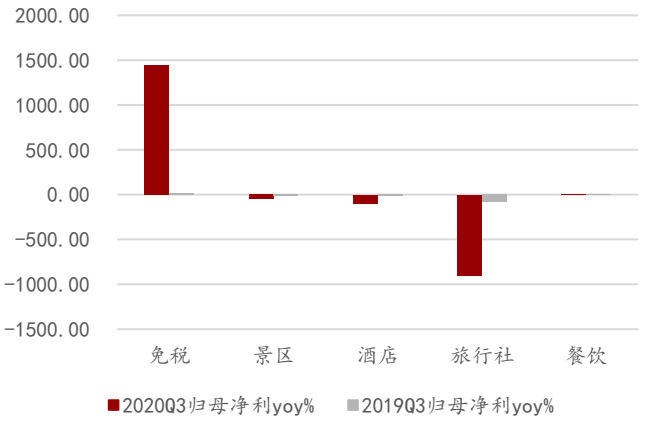
分板块来看，申万休闲服务子行业中，20Q3休闲服务子行业营收增速除免税板块实现逆势增长（+40.83%）以外，其余板块继续保持全线下跌趋势，跌幅分别为餐饮（-1.23%）、酒店（-41.80%）、景区（-13.54%）、旅行社（-92.56%）。归母净利润方面，20Q3除免税板块（+141.90%）、餐饮（+3.01%）实现逆势增长以外，其他子板块继续保持全线下跌趋势，景区、酒店、旅行社板块分别下降51.04%、99.59%，900.38%；目前旅游行业受到重创最为严重，短期转向境内游作为出境限制下的妥协。自7月1日离岛免税新政实施以来，国内免税板块状态火热，海南离岛免税区成立及多家公司排队申请免税牌照，加之跨省跟团游逐渐恢复，以及暑假和十一黄金周的到来，一系列刺激事件使得免税概念持续收到关注，成为首个扭转颓势的板块。与此同时，随着疫情的控制、消费鼓励政策、线上线下整合营销的创新，餐饮业逐渐恢复，营收跌幅较Q2明显收窄，归母净利润由下跌转为增长。

图表19：休闲服务子行业20Q3&19Q3营收同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

图表20：休闲服务子行业20Q3&19Q3归母净利同比增速



资料来源：Wind、万联证券研究所

（1）免税：疫情难挡免税热情，热度持续推动业绩上涨

- **中国中免：**20Q3公司营收合计为7158.29亿元/+38.97%；归母净利润合计为22.34亿元/+141.90%。虽然国外疫情还比较严重，机场免税业务的恢复有待国外疫情的控制，但在一系列离岛免税相关政策的刺激以及疫情导致消费回流背景下，免税概念板块一路走强，公司也受益于火热行情，Q3实现逆势增长，业绩增速继Q2后仍保持上涨。

（2）景区：客流量逐渐恢复，疫情后受益于出境游向国内游的结构转变

总体情况：20Q3景区板块营收合计为31.32亿元，同比-44%（Q2同比-60.66%）；归母净利润合计为2.98亿元，同比-71%（Q2同比-113.73%）。2020年Q3营收和归母净利润降幅有显著收窄，与Q2相比，Q3归母净利润更是扭负为正。随着国内疫情得到有效控制，有序复工复产，而全球疫情仍未松绑，居民旅游需求发生结构性调整，由出境游转向国内游，加之十一黄金周等节假日出游季和政府刺激政策出台，旅游需求逐步恢复。

- **宋城演艺：**受疫情冲击影响，20Q3公司实现营业收入3.36亿元，同比-57.45%（Q2同比-74.94%）；归属母公司净利润0.94亿元，同比-80.64%（Q2同比-102.44%）。与Q2相比，Q3营收和归母净利润降幅都有所收窄，且归母净利润转负为正。疫情期间，公司有序调整包括西安、新郑、上海、佛山、珠海等地区项目推出节奏，通过建设酒店等配套设施，延长游客逗留时间，提高客户二次消费。长期来看，公司商业模式优秀，疫情短期冲击不改长期成长逻辑。
- **中青旅：**20年Q3公司实现营业收入20.92亿元，同比-43.34%。归属母公司净利润0.29亿元，同比-82.17%。随着国内疫情防控常态化，加之暑期、十一黄金周旅游旺季，第三季度景区客流改善明显，旅行社业务重点转向国内旅游，但需要应对国内市场有限、竞争激烈的情况，此外也在积极拓展其他领域业务。长期来看，大股东光大集团的资源协同仍值得期待。
- **黄山旅游：**20Q3公司实现营业收入2.54亿元，同比-50.21%（Q2同比-71.93%）；归属母公司净利润0.4亿元，同比-75.89%（Q2同比-107.74%）。黄山旅游背靠优质自然资源，具备稀缺性，但同时扩张性有限，受疫情影响上半年表现不佳。随着疫情影响消退与黄金周出游季的到来，旅游需求在第三季度显著恢复，Q3营收和归母净利润相聚于Q2都明显收窄，Q3归母净利润更是实现转负为正。

（3）酒店：疫情冲击将加速头部集中趋势，加盟扩张+结构升级为未来主要增长点

总体情况：20Q3酒店板块营收合计为56.32亿元，同比-42%（Q2同比-57.44%）；归母净利润合计为0.05亿元，同比-99%（Q2同比-134.71%）。酒店需求主要以商务出行入住为主，因此与宏观经济的相关性很强，近年来宏观经济承压，酒店行业收入增速趋缓，酒店龙头通过加盟扩张以及酒店结构从经济向中端改造升级，提升整体的盈利能力。疫情期间由于收入端下降，且酒店的折旧、人工等具备刚性，导致业绩降幅较大。疫情期间一部分现金流不佳的中小型酒店经营面临困境，加速行业洗牌，资本实力强大的龙头酒店品牌有望加速扩张，提升集中度。疫情后随着复工复产，商旅出行增加，酒店板块的业绩弹性也较强，Q3降幅明显收窄。长期来看，加盟扩张+结构升级仍是

万联证券

酒店行业的主要增长点。

- **锦江酒店：**20Q3公司实现营业收入29.12亿元，同比-29.64%（Q2同比-50.05%）；归属母公司净利润0.16亿元，同比-94.90%（Q2-57.87%）。公司Q3营收降幅略微收窄，但归母净利润降幅较Q2更为严重，原因在于虽然国内酒店盈利有所好转，酒店业务也在扩张，但旗下国外酒店受疫情影响大幅亏损，拖累整体业绩。

- **首旅酒店：**20Q3公司实现营业收入16.72亿元，同比-25.37%（Q2同比-46.08%）；归属母公司净利润1.40亿元，同比-60.16%（Q2-157.57%）。随着酒店行业持续复苏，供需结构改善，公司Q3业绩降幅较Q2进一步收窄，归母净利润实现转负为正。公司作为酒店行业龙头，中长期将受益于疫情带来的行业整合机会，市占率有望提升。

- **岭南控股：**20Q3公司实现营业收入5.73亿元，同比-76.94%；归属母公司净利润-0.13亿元，同比-122.64%。Q3受疫情影响，公司的酒店业务和旅行社业务业绩复苏缓慢，但较Q2有所好转，营收和归母净利润降幅有所收窄。公司作为唯一在广州地区申请免税牌照的国资企业，控股股东岭南集团正在申请免税经营资格。

（4）旅行社：疫情重创出境旅游，国内市场将成行业调整方向

总体情况：20Q3旅行社板块营收合计为5.19亿元，同比-93%；归母净利润合计为-4.62亿元，同比-900%。2020年下半年境外疫情依然严重，境外旅游需求将转移至国内旅游，国内旅游市场将迎来复苏，但短期仍会受到国内部分地区疫情波动的影响，且国内旅游市场竞争加剧。

- **众信旅游：**公司主要经营旅游批发业务，20Q3公司实现营业收入1.39亿元，同比-96.37%；归母净利润-1.36亿元，同比-3090.19%。众信旅游以出境游为主业，受疫情冲击较大。目前公司推行转型自救，着力发展国内游，优化国内游市场布局，已在北京、上海、江西、河北等已经放开省内游的区域推出周边游主题产品，并于10月与博鳌乐城合作海南医疗旅游项目。2020年初公司与国内免税品龙头中免集团达成战略合作框架协议，双方将在客流、境外目的地等方面开展“旅游+购物”业务。

- **凯撒旅业：**公司主要经营旅游零售业务，20Q3公司实现营业收入2.98亿元，同比-84.91%；归属母公司净利润-0.75亿元，同比-148.95%。虽然短期受疫情冲击，但长期来看，公司寻求未来多业态融合发展的战略，在聚焦核心业务的同时，加强免税、金融、线上、海外、产业基金等业务布局，2020年3月三亚市政府与凯撒旅业签署合作协议，在旅游、免税等业务方面获得了三亚政府的大力支持。

（5）餐饮： 疫情控制、消费鼓励环境、供需结构改善加快行业复苏，周期上行

总体情况：2020年Q3，餐饮板块营收合计为19.97亿元，同比-1%；归母净利润合计为2.82亿元，同比-3%。随着疫情防控常态化和消费鼓励，加之疫情期间行业供需结构的改善，Q3餐饮行业显著恢复，营收和归母净利润降幅显著收窄，归母净利润较Q2扭负为正。

- **广州酒家：** 公司主要业务包括餐饮、月饼、速冻食品。20Q3公司实现营业收入

16.83亿元，同比+15.5%；归母净利润3.48亿元，同比+33.54%。目前餐饮堂食需求逐步恢复，叠加中秋月饼季对广州酒家的主营业务的支持，20Q3营收同比+15.5%，归母净利润同比+33.54%，营收利润较Q2实现转正。中长期来看产能扩张、区域拓展仍是公司增长主驱动。

图表21：休闲服务重点公司20Q3&19Q3业绩一览

板块名称	证券简称	20Q3				19Q3			
		营收（亿元）	yoy(%)	归母净利润（亿元）	yoy(%)	营收（亿元）	yoy(%)	归母净利润（亿元）	yoy(%)
免税	中国中免	158.29	38.97%	22.34	141.90%	112.40	-0.14%	9.16	0.17%
	板块合计	158.29	40.83%	22.34	143.75 %	112.40	-67.04%	9.16	16.57%
景区	宋城演艺	3.36	-57.45%	0.94	-80.64%	7.89	-0.18%	4.85	0.01%
	九华旅游	1.29	1.37%	0.44	65.05%	1.27	0.09%	0.27	0.33%
	天目湖	1.23	-26.23%	0.38	-37.42%	1.67	0.13%	0.61	0.34%
	中青旅	20.92	-43.34	0.29	-82.17%	36.92	0.10%	1.63	0.15%
	黄山旅游	2.54	-50.21%	0.40	-75.89%	5.10	0.00%	1.68	-0.17%
	峨眉山A	1.98	-42.47%	0.52	-52.33%	3.44	0.07%	1.09	0.11%
	板块合计	31.32	-44.37%	2.98	-70.60%	56.30	-60.26%	10.13	2.24%
酒店	华天酒店	1.59	-64.58%	-1.52	-232.46%	4.48	0.97%	-0.46	0.26%
	锦江酒店	29.12	-29.64%	0.16	-94.90%	41.39	0.03%	3.06	-0.17%
	岭南控股	5.73	-76.94%	-0.13	-122.64%	24.87	0.16%	0.58	-0.07%
	金陵饭店	3.16	-14.87%	0.15	-36.62%	3.66	0.26%	0.24	0.84%
	首旅酒店	16.72	-25.37%	1.40	-60.16%	22.40	-0.05%	3.52	-0.24%
	板块合计	56.32	41.82%	0.05	-99.29%	96.80	-59.83%	6.93	-17.79%
旅行社	众信旅游	1.39	-96.37%	-1.36	-3090.19%	38.42	0.06%	0.05	-0.94%
	凯撒旅业	2.98	-84.91%	-0.75	-148.95%	19.75	-0.38%	1.54	-0.35%
	腾邦国际	0.82	-92.91%	-2.51	-149.38%	11.52	-0.40%	-1.01	-2.50%
	板块合计	5.19	-92.55%	-4.62	-900.38%	69.69	-66.56%	0.58	-84.50%
餐饮	西安饮食	1.11	-15.98%	-0.12	-71.38%	1.32	0.09%	-0.07	-2.37%
	广州酒家	16.83	15.50%	3.48	33.54%	14.57	0.19%	2.61	0.09%
	全聚德	2.03	-53.08%	-0.54	-364.60%	4.33	-0.11%	0.20	-0.60%
	板块合计	19.97	-1.23%	2.82	3.01%	20.22	-46.11%	2.74	-4.95%

资料来源：Wind、万联证券研究所

3、投资建议

商贸零售：20Q3随着疫情防控常态化，行业显著回暖，各子板块恢复进度出现分化：医疗用品出口潮使得贸易逆势增长明显，专业连锁超市营收基本恢复，百货、多业态零售、一般物业经营、专业市场恢复缓慢，百货表现最差。**短期来看，**国内疫情得到有效控制后，线下消费场景逐步恢复正常，消费信心重新建立，可选消费需求有望迎来反弹，利好百货板块业绩的边际修复。**中长期来看，**疫情倒逼厂商重新审视线上渠道战略，加速线上线下销售渠道的融合，全渠道营销提升对消费者的触及度，**看**

好超市板块和电商板块龙头企业渠道改革的持续推进。

休闲服务：20Q3受到休克式冲击的休闲服务行业逐渐恢复，受益消费回流与政策刺激，免税板块火热，引领休闲服务板块复苏。**短期来看，**受压抑的旅游需求转向国内市场，景区营收环比改善明显，看好各细分板块布局国内旅游市场的龙头企业，**尤其看好酒店、景区、旅行社等弹性大的板块龙头。中长期来看，**我们**看好具备优质成长性的免税、演艺主题公园板块龙头。**

4、风险因素

1、**疫情复燃风险：**虽然目前国内疫情得到有力控制，但国外疫情仍处于爆发阶段，且病毒存在变异的可能，存在病毒变种后卷土重来的风险。

2、**宏观经济波动风险：**疫情全球经济均遭受重创，疫情引发的次生灾害如粮食问题、失业问题、通胀问题、各国政治对立等问题还未完全展现但已经初现苗头，这些都可能造成宏观经济出现较大幅波动的风险。

3、**消费复苏不及预期风险：**虽然疫情得到控制，且政府大力推动国内消费复苏，但疫情导致居民收入面临下降，居民消费更加谨慎，可能存在消费复苏不及预期风险。

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场