

社会服务

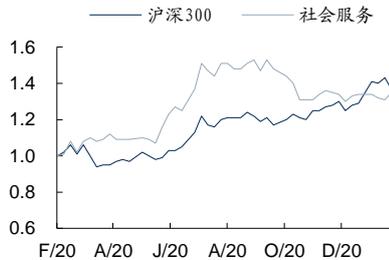
2021年2月投资策略

超配

(维持评级)

2021年02月06日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《国信证券-社会服务行业2021年1月投资策略:疫情或影响短期复苏节奏,关注业绩确定性机会》——2021-01-13
《社会服务行业12月投资策略:海南逐渐进入旺季,坚守细分赛道优质龙头》——2020-12-18
《社会服务2021年投资策略:三条主线:复苏次序,龙头集中,消费变迁》——2020-11-23

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号: 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号: 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号: S0980520080005

联系人:张鲁

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

行业投资策略

继续把握Q1业绩确定性,底部增配低估值龙头

● 2月观点:继续把握Q1业绩确定性,底部增配低估值龙头

维持板块“超配”评级。短期海外疫情加剧,国内疫情散发但依然控制良好,社服行业整体复苏态势不变。2020Q4以来,免税、餐饮、教育等板块预计延续强劲表现,酒店、演艺、景区、出境游则相对承压。2020年重点公司业绩预告基本都披露,主业大体都在预期之中。短期市场预计对2021Q1经营确定性继续溢价,同时稳健资金寻找低估值龙头底部增持机会。综合考虑,2月重点推荐中国中免、首旅酒店(锦江酒店)及港股海底捞等餐饮龙头等;展望2021年,我们继续建议沿袭三条主线配置:复苏次序、龙头集中、消费变迁三条主线,继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、海底捞、锦江酒店、华住集团-S、宋城演艺、首旅酒店、百胜中国-S等龙头品种。

● 1月社服板块上涨1.19%,中国中免波动上扬

1月,休闲服务板块指数整体上涨1.19%,跑输沪深300指数1.51pct,主要系12月涨幅较高。其中中国中免(+4.09%,海南离岛免税持续增长)、广州酒家(+2.76%,收购海越陶陶居+引战投+速冻业务相对受益于疫情)、首旅酒店(+2.45%,疫后业务复苏+低估值)涨幅居前。

● 中免20年业绩靓丽,1月离岛免税同增159%,海口新开2免税店

中国中免2020年业绩61.17亿元/+32%,表现靓丽且完全符合我们预期,重签租金协议彰显公司议价能力,有望降低未来5年租金压力;1月海南离岛免税销售37亿/+159%;海南免税邮寄购物放开,海口两家免税店1月31日开业,王府井合并首商落地、布局海南岛民免税。

● 酒店&演艺:短期关注疫情扰动,中线龙头仍加速扩张成长

酒店:2020年国内酒店入住率同比下滑25%,房价下滑15%,RevPAR恢复6-7成,Q4表现最好。其中中端酒店受损相对严重,三亚、杭州、西安表现较好。演艺:宋城演艺预计20年亏损16-19亿,其中演艺主业盈利1.10亿元符合预期,但花房减值导致公司2020年业绩显著承压。未来一看公司存量项目提质升级,二看新模式新项目积极推进。

● 海南旅游恢复较好,餐饮、博彩环比改善,出境游继续承压

出境游:12月澳门客流下滑79%,其他出境游目的地下滑95%+。国内游:持续恢复,海南等热门目的地恢复较好。餐饮:12月餐饮收入同增0.4%。博彩:12月澳门博彩赌收同减64%,环比持续改善。

● 风险提示:自然灾害、疫情等系统风险;政策风险;收购低于预期等。

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		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
601888	中国中免	买入	346.95	677,411	3.13	5.03	110.85	68.98
600258	首旅酒店	买入	23.10	22,816	-0.44	0.91	-52.49	25.32
600754	锦江酒店	买入	49.96	42,084	0.32	1.26	155.90	39.51
6862.HK	海底捞	增持	65.98	419,230	0.18	0.90	366.54	73.31
002607	中公教育	买入	39.46	243,366	0.39	0.58	100.83	68.09

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

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

继续把握 Q1 业绩确定性，底部增配低估值龙头

表 1: 2020 年 2 月投资策略：继续把握 Q1 业绩确定性，底部增配低估值龙头

<p>重点关注板块投资看点</p>	<p>免税：中国中免 2020 年业绩表现靓丽，实现归母业绩 61.17 亿元/+32.07%，完全符合我们预期，重签租金协议彰显公司议价能力，有助于明显减轻公司未来 5 年的租金压力；1 月海南离岛免税销售 37 亿，同增 159%，持续表现靓丽；邮寄购物放开，海口两家免税店 1 月 31 日开业，王府井合并首商落地、布局海南岛民免税。</p> <p>酒店：2020 年全年中国内地酒店入住率水平达到近 50%，同比下降 25%；平均房价同比下降 15.2%；RevPAR 为 193.2，恢复到 2019 年的 6-7 成，其中 Q4 表现最好。分等级看，中端酒店受损相对最严重；分城市看，三亚、杭州、西安脱颖而出；分地域看，2-4 月北方恢复较快，7 月后受疫情影响被南方市场反超。</p> <p>演艺：宋城演艺预计 2020 年亏损 16-19 亿；其中演艺主业收入 8-9 亿，业绩盈利 1.1 亿符合预期；花房减值致公司 2020 年业绩显著承压，但利空出尽后，公司未来反而可轻装上阵谋发展。疫情下行业寒冬，公司一是优化提升存量项目，二是积极拓展新模式储备新项目，且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。</p> <p>其他：出境游：12 月澳门游继续环比恢复（环比增加 12%，同比下滑 79%），其他出境游各目的地（港/日/韩/泰等）游客仍同比下滑约 97-100%，国外疫情预计拖累出境游复苏，后续需跟踪疫情及疫苗进展。国内游：环比持续恢复，但不同目的地有所分化，海南等热门目的地及周边游恢复较好，但冬季疫情预计后续会有影响。餐饮：12 月餐饮收入同比增长 0.4%，预计未来将继续恢复。博彩：1 月澳门博彩赌收同比下降 64%，环比持续改善。</p>
<p>风险因素</p>	<p>宏观经济系统性风险、汇率风险，重大自然灾害及大规模传染疫情等。 市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性，商誉风险等 国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p>
<p>投资策略</p>	<p>维持板块“超配”评级。短期海外疫情加剧，国内疫情散发但依然控制良好，社服行业整体复苏态势不变。2020Q4 以来，免税、餐饮、教育等板块预计延续强劲表现，酒店、演艺、景区、出境游则相对承压。2020 年重点公司业绩预告基本都披露，主业大体都在预期之中。短期市场预计对 2021Q1 经营确定性继续溢价，同时稳健资金寻找低估值龙头底部增持机会。综合考虑，2 月重点推荐中国中免、首旅酒店（锦江酒店）及港股海底捞等餐饮龙头等；展望 2021 年，我们继续建议沿袭三条主线配置：复苏次序、龙头集中、消费变迁三条主线，继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、中公教育、海底捞、锦江酒店、华住集团-S、宋城演艺、首旅酒店、百胜中国-S 等龙头品种。</p>

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

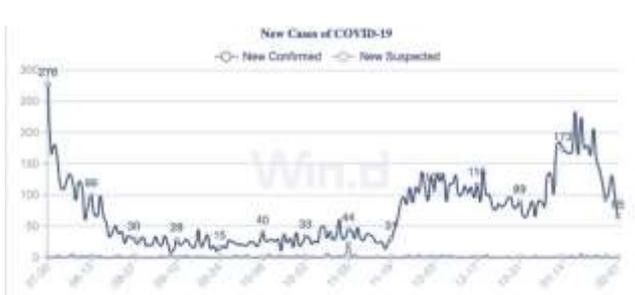
板块复盘：国内疫情散发，1 月社服板块涨 1.19%

疫情跟踪：国内局部疫情散发但整体可控，海外疫情持续

国内冬春季节疫情有所反复，但整体形势依旧可控。受冬春季度扰动及春运跨区域人流量增大影响，国内部分地区疫情有所反复，截至 2 月 2 日 9 时，全国各省本土现有确诊病例情况为黑龙江（522 例）、吉林（348 例）、河北（330 例）、上海（130 例）、其他省市自治区有零星散发病例。目前全国共计有中风险地区 60 个，高风险地区 10 个。但每日新增确诊已得到控制，再加上有效的防控措施及疫苗已经上市，未来整体情况预计可控。

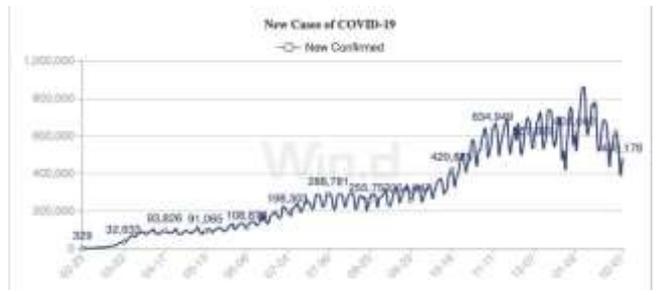
海外每日新增确诊略有回落，但整体病例仍处高位。全球疫情仍在持续爆发，自 1 月中旬开始，每日新增确诊略有波动下降，整体而言，1 月基本维持 50-75 万例。

图 1: 全国疫情新增趋势图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2: 国外疫情新增趋势图



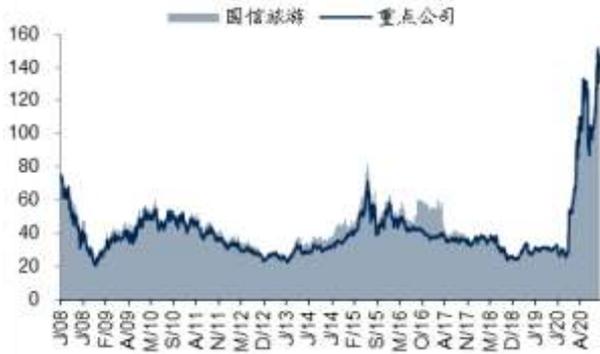
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纵观海内外疫情发展情况，在出境游受阻环境以及国内疫情可控且恢复较快的背景下，居民消费回流趋势将继续推动海南离岛免税持续高速增长；其他前期受疫情影响较大的酒店、餐饮、演艺、景区也在持续复苏中，短期预计受冬春疫

倍，波动区间为【19.88，151.34】。2021年1月29日，旅游板块整体 TTM 市盈率为 140.23 倍，高于上月末（136.28 倍），且仍明显超过历史平均水平；旅游重点公司市盈率为 142.27 倍，同样高于上月末（138.18 倍）。

2008年1月2日至2021年1月29日，旅游板块相对估值（沪深300，TTM 市盈率）均值为 3.16 倍，波动区间为【1.10，9.35】。重点公司相对估值均值为 2.84 倍，波动区间为【1.11，9.46】。2021年1月29日，旅游板块相对估值为 8.78 倍，高于上月同期（8.69 倍），且高于历史平均水平；旅游重点公司相对估值为 8.91 倍，高于上月同期（8.81 倍），仍高于历史平均水平。

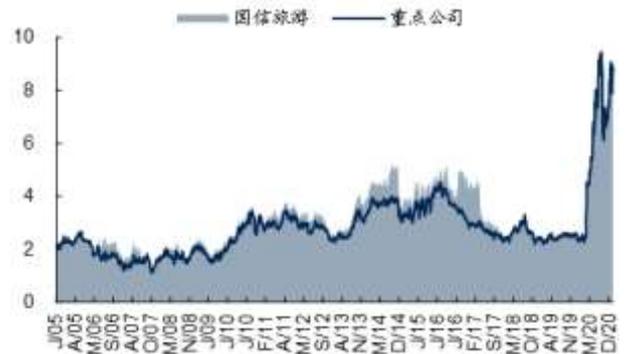
图 6：旅游板块 TTM 市盈率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：重点公司含中免、锦江、首旅、中青旅、黄山旅游、宋城演艺、众信旅游、三特索道、丽江旅游、桂林旅游、凯撒旅业、广州酒家、天目湖等

图 7：旅游板块相对估值（TTM 市盈率）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注释：相对市盈率采用 TTM 市盈率，整体法，对比基准为沪深 300

行业跟踪：12-1 月子行业资讯及数据一览

短期国内出现零星散发和局部聚集性疫情，但总体来看全国范围内仍相对可控。
免税：中国中免 2020 年业绩表现靓丽，实现归母业绩 61.17 亿元/+32.07%，完全符合我们预期，重签租金协议彰显公司议价能力，有助于明显减轻公司未来 5 年的租金压力；1 月海南离岛免税销售 37 亿，同增 159%，持续表现靓丽；邮寄购物放开，海口两家免税店 1 月 31 日开业，王府井合并首商落地、布局海南离岛免税。
酒店：2020 年全年中国内地酒店入住率水平达到近 50%，同比下降 25%；平均房价同比下降 15.2%；RevPAR 为 193.2，恢复到 2019 年的 6-7 成，其中 Q4 表现最好。分等级看，中端酒店受损害相对最严重；分城市看，三亚、杭州、西安脱颖而出；分地域看，2-4 月北方恢复较快，7 月后受疫情影响被南方市场反超。
演艺：宋城演艺预计 2020 年亏损 16-19 亿；其中演艺主业收入 8-9 亿，业绩盈利 1.1 亿符合预期；花房减值致公司 2020 年业绩显著承压，但利空出尽后，公司未来反而可轻装上阵谋发展。疫情下行业寒冬，公司一是优化提升存量项目，二是积极拓展新模式储备新项目，且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。
出境游：12 月澳门游继续环比恢复（环比增加 12%，同比下滑 79%），其他出境游各目的地（港/日/韩/泰等）游客仍同比下滑约 97-100%，国外疫情预计拖累出境游复苏，后续需跟踪疫情及疫苗进展。
国内游：环比持续恢复，但不同目的地有所分化，海南等热门目的地及周边游恢复较好，但冬季疫情预计后续会有影响。
餐饮：12 月餐饮收入同比增长 0.4%，预计未来将继续恢复。
博彩：1 月澳门博彩赌收同比下降 64%，环比持续改善。

免税：中国中免业绩靓丽，1 月离岛免税销售同增 159%

中国中免 2020 年业绩表现靓丽，重签租金协议彰显公司议价能力

1 月 29 日中国中免公布业绩快报，2020 年实现营业收入 526.18 亿元/+8.24%（剔除国旅总社估算同比 10%+），实现业绩 61.17 亿元/+32.07%，扣非业绩 59.38 亿元/+55.05%，EPS3.13 元，完全符合我们预期，但市场此前预期较为混乱，机场保底租金、所得税率（2020 年海南业务仍按 25%）等带来预期差异。

2020Q4，可比口径下公司实现收入 174.79 亿元/+40.30%，主要来自海南离岛免税的靓丽表现，实现归母业绩 29.53 亿元/+608.28%，实现扣非后业绩 29.46 亿元/+614.63%，主要来自三个方面的驱动：一是公司海南离岛免税的靓丽表现，二是上海机场租金调整带来的部分费用冲回，三是 2019Q4 因资产减值、计提存货跌价准备等因素基数相对较低。**Q4 进一步剔除租金（上海机场冲回及北京、广州拖累）影响后，估算实际经营业绩在 25-26 亿元之间。**需要说明的是，若未来首都、广州机场租金谈判取得进展，仍可能对公司期后事项或者 2021 年业绩产生影响，具体仍需要后续跟踪明确。

图 8：中国中免业绩和扣非业绩年度增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 9：中国中免每年四季度业绩和归母业绩增长情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

表 2: 中免 2020 年业绩拆分 (仅供参考)

	2020H1	2020Q3 估算	2020Q4 预计	2020E
海南免税零售端业绩	7.41	15.21	16.49	39.11
首都估算	-4.39	-2.40	-2.78	-9.57
日上上海	0.56	0.20	6.89	7.65
海南批发+总部其他	5.73	9.32	8.93	23.98
合计	9.31	22.33	29.53	61.17

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理估算

同时, 公司公告表示: 2020 年, 受疫情影响, 公司与上海机场签订补充协议, 主要涉及租金费用调整。核心在于主要与国际客流挂钩, 不再受销售额变化影响, 且此前的保底租金成为日上上海最高可能缴纳的租金, 有助于明显减轻公司未来 5 年的租金压力。不过, 考虑未来离境市内免税店政策可能落地, 则机场国际客流的免税购物消费可能被市内免税店分流, 上述租金协议本质也在一定程度上有助于保证未来新政落地后, 上海机场自身的租金利益, 但侧面也有助于鼓励中免持续做大机场销售额, 最终也有助于上海机场整体购物环境的优化。总体来看, 我们认为上述租金方案调整体现了互惠互利、合作共赢的思路, 也侧面体现免税运营商龙头议价能力也有所提升。进一步地, 为公司未来进一步争取首都机场租金谈判优化等提供了有利条件。

表 3: 日上上海未来 5 年保底租金估算

时期	国际客流假设	租金预计	原保底租金
2021	与 2020 年疫情后月均相当~恢复至 2019 年的 50%	5-22 亿	45.59
2022	假设恢复到 2019 年的 60%-90%	29-44 亿元	62.88
2023	假设恢复到 2019 年的 100%-115%	44-57 亿元	68.59
2024	假设恢复到 2019 年的 110%-130%	52-69 亿元	74.64
2025	假设恢复到 2019 年的 130%-140%	69-81 亿元	81.48

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

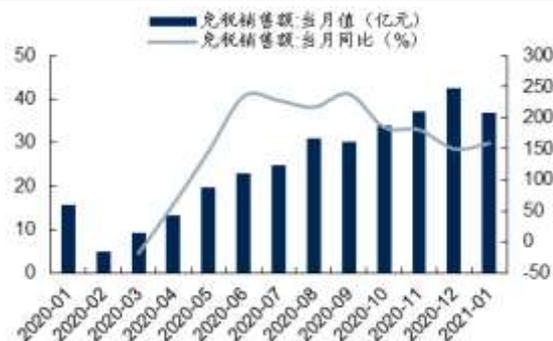
注: 日上上海每年的租金系根据客流不同情况, 在同一客流区间, 对应的值系确定值, 但不同区间, 则租金值不同, 以上租金范围主要考虑跨不同客流区间的租金差异, 但每一年租金并非随客流变化线性波动。

整体来看, 中免 2020 年有望成为全球免税第一, 规模渠道优势突出, 疫情下的业绩表现及与上海机场租金补充协议侧面印证公司龙头优势。虽然海南离岛免税竞争格局发生变化, 但中免也在渠道卡位、会员营销、线上布局等方面积极布局, 并借海外疫情之机全面提升起综合采购能力。中线来看, 中免依托行业红利+规模渠道优势, 后续依然具有很多的挖潜空间, 且未来依然有国人离境免税政策尚待落地。

经营数据: 1 月海南离岛免税销售同增 159%, 机场免税恢复仍待时日

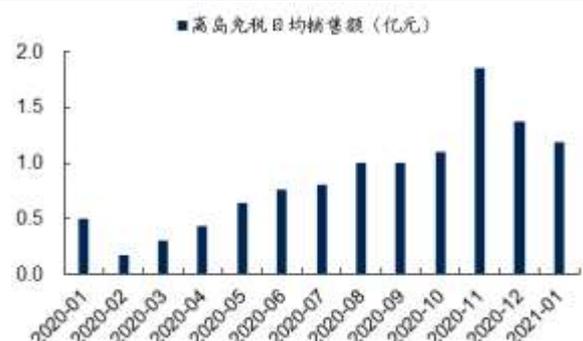
海南离岛免税月度跟踪: 根据海口海关数据, 2021 年 1 月海南 9 家离岛免税店共实现销售额 40.5 亿元, 同比增长 168%。其中, 免税销售额 37.0 亿元, 同比增长 159%; 免税购物人数 70.1 万人次, 同比增长 71%; 免税购物件数 369.9 万件, 同比增长 101%, 取得了开门红。

图 10: 11 月海南离岛免税销售额同增约 181%



资料来源: 海口海关、新华网等, 国信证券经济研究所整理

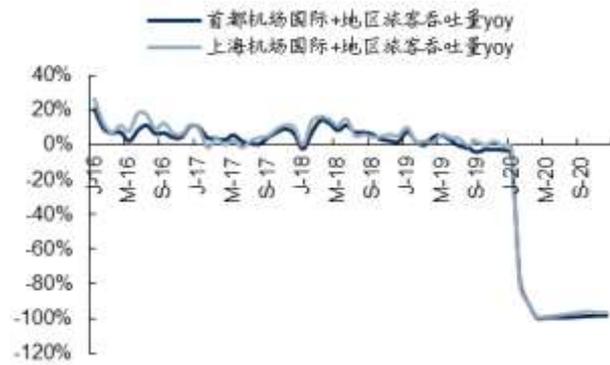
图 11: 新政实施后离岛免税日均销售表现



资料来源: 海口海关, 国信证券经济研究所整理

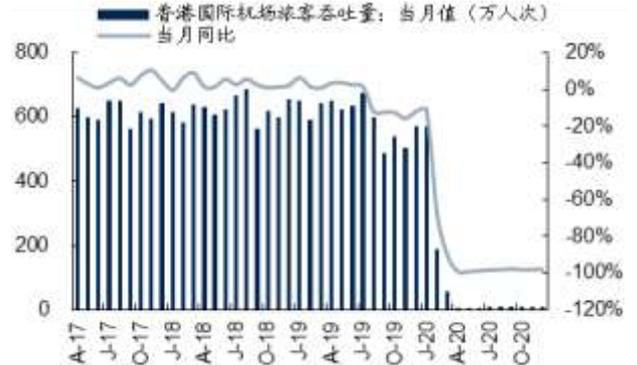
机场免税方面，从京沪港三大机场的客流情况看，2020年12月份首都机场、上海机场以及香港机场国际+地区航班客流分别为3.24万、11.51万、9.0万人次，环比均略有改善。三者同比下滑区间仍维持在96%-99%、仍处于历史低位。考虑到境外疫情输入压力不断增加，国际客流恢复预计仍待时日。与此同时，线上免税包括直邮等预计继续补充，但月度之间因品牌供货和促销节奏差异，月度销售额本身也可能有一定波动。

图 12: 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 13: 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

免税资讯：邮寄购物放开，海口两家免税店开业

1、邮寄购物放开，允许岛民返岛提货，购物便利性提升。2月2日，财政部、海关总署、税务总局联合发布公告，增加海南离岛旅客免税购物提货方式：离岛旅客购买免税品可选择邮寄送达方式提货；岛内居民离岛前购买免税品，可选择返岛提取。我们认为政策符合预期。**1) 邮寄放开，可有效延长购物时间，增加销售。**此前，因必须机场、轮渡等提货，考虑到货物运送时间，游客需要提前至少6h（三亚离岛）、24h（海口离岛）线下购买，即使线上预订也需要一定时间限制（详见下表），且机场高峰期取货还需要排队，从而导致购物时间相对受制，错失很多销售机会。**2) 有助于增加此前不易携带的商品销售**，并通过提高购物便利增加购物机会，比如体积较大或者烈酒等，允许邮寄后此类SKU有望丰富，**也有助于提高客单价。****3) 邮寄放开后，有助于免税运营商降低对机场提货点的依赖，从而削弱机场提货点业务的议价权**，降低此前对机场提货点涨租等的担忧，对免税运营商也更加有利。**4) 岛民允许返岛提货**，省去拎着行李出岛的不便，购物便利也进一步提升。**综合来看，我们预计上述政策优化有望进一步扩容海南离岛免税市场蛋糕。**

表 4: 海南离岛免税下单提货时间限制

购买方式	免税店	离岛地	下单时段	离岛时间限制	
线下购买	海口美兰机场、海口火车站、海口新海港、海口秀英港	三亚凤凰机场		离岛前 24h	
		三亚	00:00-06:00	离岛前 6h	
	三亚国际免税城	海口美兰机场、海口火车站、海口新海港	06:00-20:00	当日 18:00 之后	
		海口美兰机场、海口火车站、海口新海港	20:00-24:00	需提前 12 小时下单	
线上购买	博螯	三亚国际免税城	00:00-10:00	次日 18:00 之后	
		海口美兰机场、海口火车站、海口新海港	10:00-20:00	次日 10:00 之后	
	极速购体验店	海口美兰机场、海口火车站、海口新海港	20:00-24:00	需提前 24 小时下单	
		博螯		后日 10:00 之后	
	海口美兰机场店	博螯	三亚		至少在离岛前 40h 下单
		海口	海口	00:00-07:00	当日 9:00 之后
		海口	07:00-21:00	航班起飞前 2h 下单	
		海口	21:00-24:00	次日 9:00 之后	

资料来源：各免税店官网，国信证券经济研究所整理

2、根据 DFE 报道，海控全球精品（海口）免税城一期和海口观澜湖免税城均

于1月31日开业。观澜湖免税城坐落于海口观澜湖新城（紧邻海口丽思卡尔顿酒店），是深圳市国有免税商品（集团）有限公司（简称“深免集团”）与DFS集团达成战略性股权合作的成果。免税城规划总营业面积10万平方米，第一期营业面积2万平方米，目前入驻了全球近500个知名品牌，主营产品涵盖腕表珠宝、美妆香化、精品箱包、时装配饰、品牌名酒、进口食品、礼品玩具，以及智能手机、可穿戴设备和3C智能产品等免税商品。

海控全球精品(海口)免税城是海南省发展控股有限公司旗下首个离岛免税店，位于日月广场东区的水瓶座1-3层及摩羯座1-2层，总建筑面积38920㎡。首期开业店铺位于摩羯座1层，面积3000㎡+，涵盖香化、电子数码、酒水、太阳眼镜及时尚腕表等品类。开业前2个小时销售即超1000万，开业当天截至22:30销售突破2285万元，坪效达到1.428万元/平方米。按照省里工作部署，力争2021年6月30日前完成水瓶座1-3层免税店筹开(三层面积共计27780㎡，香化、精品、数码以及部分重奢等)；9月30日前完成摩羯座1-2层重奢品牌店筹开(面积6000㎡)。合作方面，Dufry与海发控签署战略合作协议，将会共享自身品牌渠道。

表 5: 海南离岛免税存量门店及新增门店情况汇总

分类	运营商	位置	经营面积	(预计) 开业时间
新增门店	中服免税	三亚城区解放一路鸿洲广场，地处大东海核心商圈，临近鸿洲国际游艇码头、凤凰岛中央商务区，附近有鹿回头、凤凰岭海誓山盟等景区。	面积约3.3万㎡，12月30日一期试营业，预计一期面积1万㎡+	2020年12月30日
	海旅投	三亚市吉阳区迎宾路商圈的居然之家三亚生活广场，毗邻宋城三亚千古情景区。	物业总建筑面积10万平米，海旅投租赁1-5层，估算经营面积数万平米	2020年12月30日
	海发控	日月广场水瓶座+摩羯座，临近中免的日月广场免税店。	经营面积3.9万平米	2021年1月31日
	深圳免税	海口观澜湖度假村，该地段集娱乐、购物、休闲、餐饮及文化功能于一体。	经营面积近10万㎡	2021年1月31日
	中免	三亚凤凰机场T1航站楼西扩208-206登机口旁。	一期800平米，未来有望扩容至6800平米	2020年12月30日
原有门店	中免	三亚海棠湾免税购物中心	共3层，合计经营面积7万平米，此前1-2楼为免税，3楼系有税+餐饮，未来预计3楼也基本免税为主	2014年9月1日试营业（此前大东海店2011年4月底开业）
	中免控股海免	海口美兰机场免税店	经营面积14000平米	2011年12月21日
	中免控股海免	海口日月广场免税店（双子座+射手座）	经营面积一期+二期合计22000平米（1期13000平米），预计后续有望进一步再扩建近1万平米	2019年1月19日
	中免控股海免	琼海市博鳌景区内的市内免税店	经营面积4200余平方米	2019年1月19日

资料来源:公司官网, 官微, 海南日报、腾讯新闻, 21世纪经济报道、腾讯新闻等, 国信证券经济研究所整理

目前来看，伴随此前三亚新的免税店开业以及近期的海口免税店开业，海南离岛免税正在走向多元运营主体的免税格局。客观而言，适度竞争与分流虽然在一定程度或许将不可避免。但是，海南离岛免税新竞争格局下，中免的主观动能正在全面激发，积极应对，强化优势，全面挖潜，故我们对中免的未来成长前景并不悲观，核心还是在做大蛋糕的同时把自己的优势发挥出来。

3、王府井合并首商落地，核心看未来免税布局。1月29日，王府井公告拟以发行A股方式换股吸收合并首商股份，王府井为吸收合并方，首商股份为被吸收合并方，即王府井向首商股份的所有换股股东发行A股股票，交换该等股东所持有的首商股份股票，首商股份将终止上市并注销法人资格。王府井换股价格为33.54元/股，首商股份换股价格较其8.51元/股溢价20%，即10.21元/股。即首商股份与王府井的换股比例为1:0.3044。二者大股东均系首旅集团，均以零售百货业务为主，零售门店各52家、16家，王府井以购物中心、奥莱等业态为主，首商主要以专业店为主。二者合并符合预期，**有助于零售业务协同与整合**。同时，王府井公告拟采用询价的方式向包括首旅集团在内的不超过35名特定投资者非公开发行A股股票募集配套资金不超过40亿元，拟用于免税业务项目及其他项目建设、补充流动资金及偿还债务、以及支付本次交易的中介机构费用。

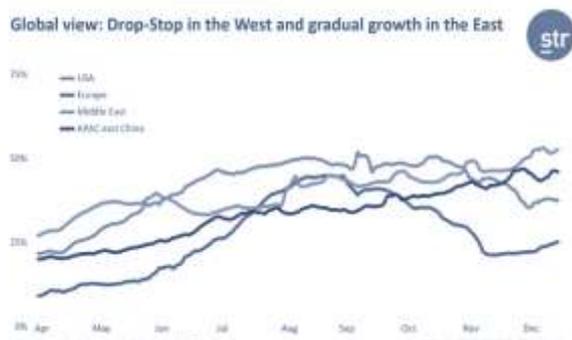
此外，王府井拟在海南出资成立两家免税品公司。1月15日，王府井与海南橡

股发布公告，宣布拟与对方出资、合作成立海南王府井海垦免税品经营有限责任公司及海南海垦王府井日用免税品经营有限责任公司，均用于发展海南岛内免税项目，销售对象为当地居民。

酒店：2020 年 revpar 恢复 6-7 成，三亚表现最为优异

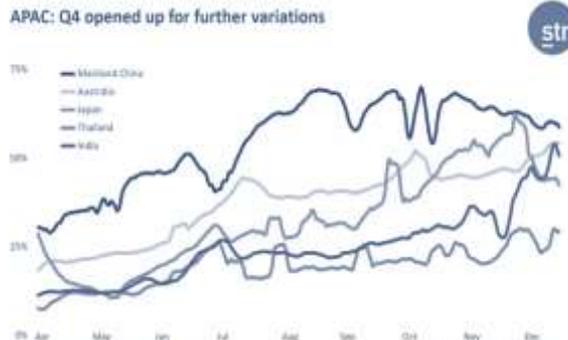
根据 STR 报道,2020 年中国内地全年入住率水平达到近 50%,同比下降 25.4%:入住率指标自 2020 下半年起持续提升,7 月以来每月入住率基本维持在 60%左右。就平均房价而言,2020 年全年比去年同期下降了 15.2%。2020 全年 RevPAR 为 193.2 元人民币,恢复到了 2019 年的 6-7 成左右。其中 Q4 的 RevPAR 同比恢复最好,仅下滑 13.8%,12 月表现最为突出。

图 14: 亚太地区 OCC 逐步恢复



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

图 15: 中国 OCC11 及 12 月略有下降

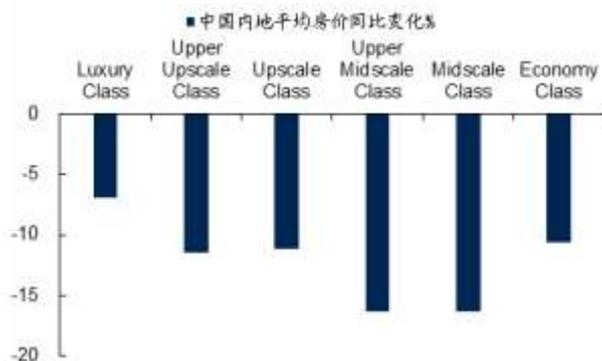


资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

分酒店等级来看,由于出境游的受限,国内游收获了部分高净值客户的消费释放。奢华、超高端和高端酒店的入住率下降水平相当,约为 30%。在平均房价方面,中国内地高端及以上级别酒店保持较好,跌幅有限。

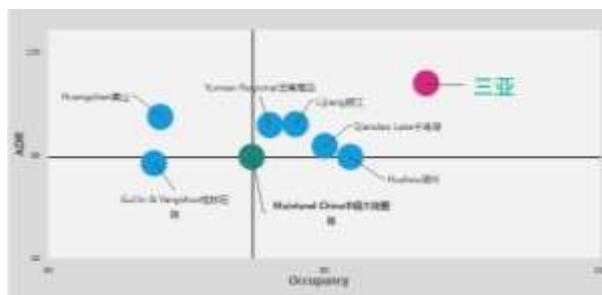
分城市来看,三亚、杭州和西安脱颖而出,12 月每间可售房收入同比增长率分别为 49%、6%和 3%。全年来看,由于中国的出境限制,国内休闲度假市场的入住率指数和平均房价指数几乎都处于整体表现之上。纵观 2020 年全年市场表现(包括疫情最为严重的二三月份),三亚成为为数不多的入住率和平均房价同比增长的市场,RevPAR 也超过 2019 年,遥遥领先其他市场。

图 16: 2020 年中国内地不同级别酒店表现



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

图 17: 2020 年三亚市场表现靓丽



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

从地域上来看,北方市场(秦岭淮河以北市场,不包含一线城市)2 月至 4 月的恢复速度快于南方市场(秦岭淮河以南市场,不包含一线城市)。但受小范围波动的高风险地区疫情影响,7 月起北方市场开始被南方市场反超。尤其在 9、10 两月,南方市场整体基本达到去年同期水平。一线城市受大型会议会展受限和国际商旅客源缺失的影响,恢复滞后。

图 18: 南北酒店市场 RevPAR 表现差异



资料来源: STR, 国信证券经济研究所整理

演艺: 宋城演艺花房减值消除隐忧, 2021 年迈向新起点

公司 1 月 29 日发布业绩预告, 预计 2020 年亏损 16~19 亿, 其中演艺主业收入 8-9 亿元, 业绩盈利 1.10 亿元符合预期, 但花房减值导致公司 2020 年业绩显著承压。一是由于花房本身计提资产减值, 公司按权益法确认长期股权投资损失约 7.24 亿元; 二是公司出于谨慎考虑, 对花房的长期股权投资计提减值准备约 11.08 亿元, 两者合计约 18.32 亿元, 受此影响, 公司预计 2020 年归母业绩亏损 16-19 亿元。其实花房 2020 年经营情况本身良好, 减值涉及多方面因素。2020Q4, 公司存量项目营收约 2.8 亿元, 同比恢复 70%。但因为 Q4 系淡季, 且因景区改造提升带来 3300 多万元的费用, 故 Q4 主业预计盈利 1000 万元左右。短期来看, 因秋冬疫情反复、淡季环境叠加春节出游限制, 公司存量项目仍承压。但春节后, 伴随国内疫情有效控制 (借鉴 2020 年经验), 国内出游情绪仍有望逐步恢复, 公司存量项目仍有望逐步恢复。

疫情下行业寒冬, 公司优化存量项目: 一是扩展游客园区游历线路, 增加街区、户外游览活动或室外演出等 (每个项目增加 20 个以上的大小演出), 延长游客停留时间。二是新增各类型室内外剧院, 2020 年新增近 10 个大小室内剧院、7 个户外剧院 (不含上海项目的数十个剧院), 同时开拓了 30 多个户外表演场地。三是丰富产品, 增加爱在系列演出, 覆盖中低端客群。四是三亚项目最新公告高新技术企业认证获批, 2020-2022 年将享受 15% 优惠所得税率。

图 19: 宋城演艺杭州新建室外剧院上演万人合唱



资料来源: 腾讯新闻, 国信证券经济研究所整理

图 20: 《WA! 恐龙》演出剧照



资料来源: 公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

新模式新项目积极推进, 上海项目尤其值得期待。2020 年暑期, 公司以杭州本部为基础打造多剧院试水演艺王国模式, 初步试水良好。在此基础上, 公司正集公司全力打造上海项目。上海项目预计今年春天推出, 包括 50 台演出, 总演出时长超过 10 个小时, 内容题材多元丰富, 有望积极打造上海“百老汇”, 票

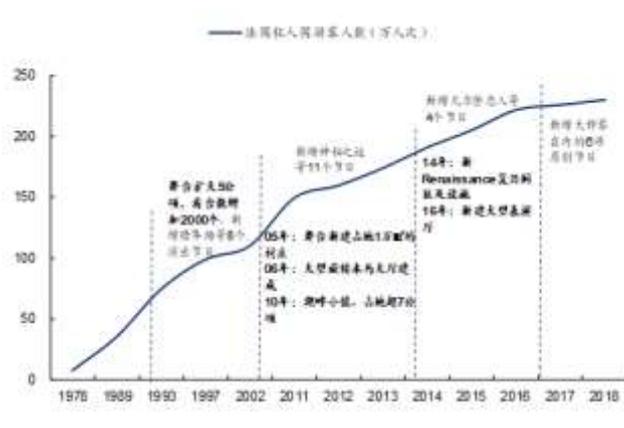
价体系也更加多元化。未来若上海成功，还可以考虑其他一线城市复制布局，打开新模式成长空间。此外，佛山项目预计有望今年底或明年初推出，西塘、珠海项目或有望明后年推出，其中珠海项目对标法国狂人国成长模式，中长线尤其值得期待。此外公司仍有持续新项目空间，未来成都、北京、江苏等区域也不排除落地新项目。在轻资产项目方面，20年11月延安项目正式公告，预计有望成为公司近两年盈利和现金流的重要补充，助力公司成长。此外，公司此前投资的澳洲项目未来也不排除转让，有助于公司回笼资金聚焦国内演艺主业谋发展。

图 21: 公司全国范围内新项目积极推进中



资料来源: 公司公告、公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图 22: 法国狂人国 1978-2018 年客流成长及演出丰富情况



资料来源: 公司公告、公司官方微信公众号, 国信证券经济研究所整理

整体来看，疫情下公司盈利直接承压，短期仍需跟踪疫情及跨省游恢复情况。但公司演艺主业也借疫情契机重新打磨升级。伴随后续国内疫情逐步企稳，出游情绪恢复，存量项目仍有望逐步恢复，且今年春季尚有重磅上海项目开业预期，投资情绪后续仍有支撑。花房 2020 年虽然拖累较大，但利空出尽后，公司未来反而可轻装上阵谋发展，且未来澳洲项目也有望处置回笼资金。综合来看，新项目新模式仍支撑公司中长线成长中枢。

出境游: 短期仍承压, 需跟踪海外疫情进展

航空客运方面，短期疫情有所扰动，国际航线仍然承压。根据 2021 年全国民航工作会议，2020 年 12 月全行业共完成旅客运输量约 4530 万人次，恢复至去年同期的 85.9%。2020 年四季度，民航旅客运输量恢复至上一年同期的 84.2%，其中国内航线运输恢复至 94.5%，受冬季疫情复发影响市场略有回落（三季度已恢复至 98%），但总体恢复情况良好。2020 年全年完成旅客运输量 4.2 亿人次，为 2019 年的 63.3%，2021 年目标是恢复至疫情前的 90% 左右。

图 23: 12 月民航旅客运输量同比恢复至去年同期 85.9%



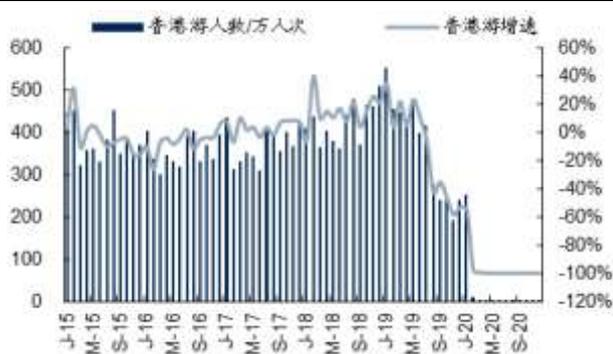
资料来源: 中国民航局, 国信证券经济研究所整理

国际航班方面，民航局将动态调整国际客运航班政策，促进国际客运航班有序恢复。由于冬季境外疫情反复，2020年12月16日，民航局延长了国际客运航班的熔断期，航空公司同一航线航班，入境后核酸检测结果为阳性的旅客人数超过5人的，熔断期将从一周延长至两周，以严防境外输入。此外，受英国发现变种新冠病毒的影响，2021年1月11日起继续暂停中英间定期客运航线航班运行。整体来看，进入冬季后境外面临疫情再度爆发的威胁，欧美多国确认人数仍处高位，尽管国际疫苗已经面世，但普及注射尚需时日，因此预计2021年初国际航线恢复仍需谨慎，短期承压。

海外疫情局势仍不明朗，12月出境游继续处于历史低位

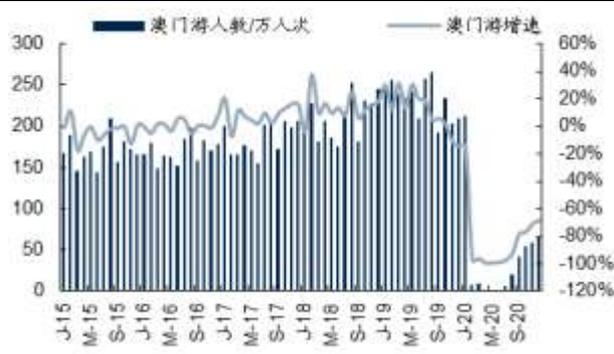
港澳游方面，12月赴港游客仅为4867人次，单月入境人数连续9个月低于万人，同比下滑99.85%；12月赴澳游客为65.94万人，同比下滑78.6%，环比增加12.04%，政策放松后环比持续改善。

图 24: 12月赴香港旅游人数同比减少 99.8%



资料来源：香港旅游发展局，国信证券经济研究所整理

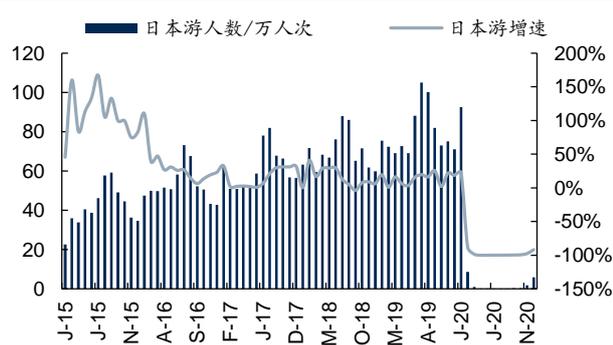
图 25: 12月赴澳门旅游人数同比减少 78.6%



资料来源：澳门旅游发展局，国信证券经济研究所整理

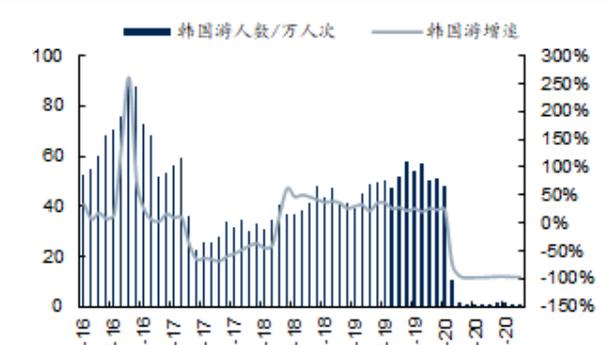
出国游方面，12月赴日游客为5.87万人，同比下滑97.7%（4-11月跌幅均在99%-100%）；11月份赴韩游客为0.92万人，同比下滑98.18%；12月中国赴泰游客为961人，但是中下旬泰国第二轮疫情爆发，政府对包括曼谷在内的28个府实行严格的管制措施（从1月4日至2月1日）。

图 26: 12月赴日旅游人数同比减少 97.7%



资料来源：日本国家旅游局，国信证券经济研究所整理

图 27: 11月赴韩旅游人数同比减少 98.2%



资料来源：KTo，国信证券经济研究所整理

目前来看，近期受冬季疫情复发影响，亚洲部分国家、地区再次戒严，而欧美第二波疫情形势仍然严峻。其中，香港海外入境隔离政策再次收紧，12月25日起，海外抵港人士需要进行21天集中隔离，第四轮疫情期尚仍未平复；欧美疫情增速有所放缓，但确诊人数仍处高位；英国受变种新型冠状病毒影响，疫情持续恶化，于1月5日启动了第三轮封锁措施；12月底泰国第二波疫情爆发，泰国再次实施管制措施，虽然一月末放宽了部分地区的防疫限制，但曼谷、龙仔厝等旅游热门城市仍处于高管控状态。12月29日文旅部再度发文表示，元

旦、春节假期期间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。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 6: 截至 1 月末，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	12 月 25 日起，所有于到达香港当天或之前 21 天曾在中国以外地区逗留的抵港人士，需要在指定检疫酒店强制检疫 21 天。
泰国	近期泰国政府放宽旅行限制，对 56 个国家和地区公民实行免签入境。抵达泰国后，非泰国籍旅客须自费进行为期 14 天的官方指定酒店隔离，且须遵守泰国政府规定的相关防疫措施。
新加坡	新加坡的新冠肺炎疫情近日趋缓，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。官员透露，正考虑让已接种新冠疫苗的旅客入境新加坡，并放宽入境后的隔离规定。
日本	当地时间 12 月 28 日 0 时起至 2021 年 1 月底，暂停新申请签证入境日本的外国人。实施入境限制期间，日本国民和长期居住在日本的外国人仍被允许返回日本。该入境限制不包括中国、韩国等 16 个国家和地区。
菲律宾	当地时间 1 月 2 日起，抵菲前 14 天前往 21 旅行禁令国家和地区的旅客禁止入境。来自旅行禁令国家和地区以外的外国旅客，必须提供核酸检测阴性证明，且入境后须隔离 14 天。
新西兰	1 月 15 日晚 11:59 起，从英国和美国起飞的所有航班的乘客须在出发前 72 小时内得到核酸检测阴性测试结果。新西兰卫生部总干事将把这一要求扩大到除澳大利亚、南极洲和一些太平洋岛国以外的所有国家和地区。
美国	1 月 26 日起，要求所有通过航班入境美国的旅客进行新冠病毒检测，并提出检验阴性证明。否则不予登机。
英国	自当地时间 1 月 15 日 4 时起，所有乘坐国际航班、船舶或列车入境英国的旅客，须在出发前 72 小时内进行新冠肺炎核酸检测，并持阴性检测证明办理相关手续。从英国、爱尔兰、海峡群岛或曼岛以外的任何地方到达英格兰，则需要进行 10 天的自我隔离。

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

国内游: 12 月海南接待游客同增 4%，关注冬季疫情影响

12 月单月，海南省接待游客 957 万人次，同比增长 4%，1-12 月累计接待游客 6455 万人次，同比下滑 22%；但随着疫情防控措施加强，预计 2021 年初海南客流会受到一定影响。北京市旅游区 12 月接待游客 1153 万人次，同比下滑 21%，1-12 月累计接待 16780 万人次，同比下滑 47%。张家界市 12 月接待游客 1195 万人次，同比下滑 58%，1-12 月累计接待 4949 万人次，同比下滑 26%。黄山风景区 11 月接待游客 144 万人次，同比下滑 58%，1-11 月累计接待 672 万人次，同比下滑 64%。

表 7: 2020 年 12 月各省市国内游客数据

接待游客数量(万人次)	12 月	同比增长	1-12 月累计	累计同增
黄山风景区(11 月数据)	144	-58%	672	-64%
海南省	857	4%	6455	-22%
北京市旅游区	1153	-21%	16780	-47%
张家界市	1195	-58%	4949	-26%

资料来源:各省市统计局，国信证券经济研究所整理

餐饮: 12 月餐饮收入同比增长 0.4%，预计未来将继续恢复

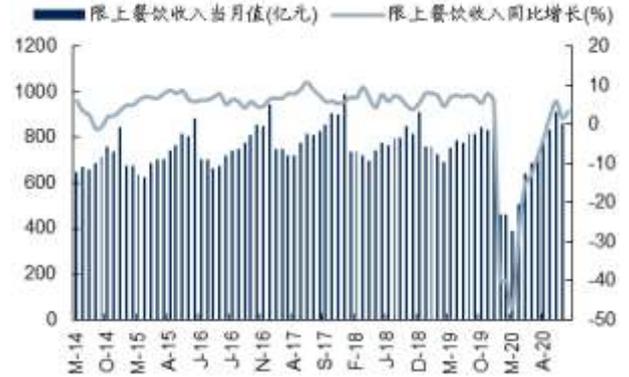
根据国家统计局公布的 12 月社零数据，2020 年 12 月社会消费品零售总额中餐餐饮收入为 4950 亿元，同比增长 0.4%，相比 11 月的下滑 0.6%，12 月增速再次转正，餐饮消费额总体呈增长趋势；12 月限额以上企业餐饮收入为 959 亿元，同比增长 3.6%（10 月为增长 6.1%、11 月为增长 1.98%），预计行业经营环比仍将持续回暖。

图 28: 12 月餐饮收入同比增长 0.4%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：1、2 月增速用累计增速代替

图 29: 12 月限上餐饮收入同比增长 3.6%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：1、2 月增速用累计增速代替

博彩：1 月澳门博彩赌收同比下降 64%，环比持续改善

根据澳门博彩监察协调局数据，2021 年 1 月，澳门博彩毛收入为 80.24 亿澳门元，同比下降 63.7%。自 9 月 23 日恢复办理内地居民赴澳门旅游签注以来，澳门博彩赌收有所改善，但仍需跟踪游客意愿及各地各单位等实际出行限制，预计澳门博彩短期仍会承压。

图 30: 2021 年 1 月澳门博彩赌收同比下降 64%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；
国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 20-02-05	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
601888	中国中免	买入	346.95	2.37	3.13	5.03	146.34	110.85	68.98	34.06
002607	中公教育	买入	39.46	0.29	0.39	0.58	134.86	100.83	68.09	70.92
6862.HK	海底捞	增持	65.98	0.44	0.18	0.90	149.95	366.54	73.31	32.92
600754	锦江酒店	买入	49.96	1.14	0.32	1.26	43.81	155.90	39.51	3.61
1179.HK	华住集团-S	增持	327.80	6.01	-2.64	6.50	54.54	-124.24	50.47	12.70
300144	宋城演艺	买入	17.65	0.51	-0.66	0.37	34.45	-26.74	47.70	4.80
600258	首旅酒店	买入	23.10	0.90	-0.44	0.91	25.78	-52.49	25.32	2.55
9987.HK	百胜中国-S	增持	359.50	11.12	11.59	13.26	32.33	31.02	27.11	43.93
300662	科锐国际	增持	56.33	0.84	1.05	1.35	67.45	53.88	41.65	11.96
603043	广州酒家	买入	38.98	0.95	1.06	1.36	41.00	36.75	28.72	7.19
300010	豆神教育	买入	7.68	0.04	-0.08	0.32	217.98	-91.02	24.13	1.99
300192	科德教育	增持	13.36	0.27	0.61	0.76	49.28	21.84	17.59	4.86
603136	天目湖	增持	24.55	1.07	0.34	1.24	23.02	72.76	19.88	3.17
002159	三特索道	买入	10.30	0.08	0.51	0.44	128.75	20.13	23.31	1.71
000526	紫光学大	增持	47.37	0.14	0.09	0.63	338.36	513.21	75.74	45.95
600138	中青旅	买入	9.88	0.78	-0.18	0.72	12.59	-53.66	13.72	1.08
000888	峨眉山A	增持	5.78	0.43	-0.20	0.40	13.47	-28.31	14.43	1.20
600054	黄山旅游	增持	9.28	0.47	-0.10	0.44	19.90	-91.66	21.04	1.55
000796	凯撒旅业	买入	8.45	0.16	-0.10	0.18	54.00	-88.30	46.97	2.84
002707	众信旅游	增持	5.14	0.08	-0.10	0.21	65.86	-50.20	24.24	2.07
002621	美吉姆	增持	4.42	0.20	-0.18	0.23	22.10	-24.56	19.22	2.71
000978	桂林旅游	增持	4.29	0.15	-0.26	0.19	28.08	-16.41	22.82	0.97
002033	丽江股份	增持	6.38	0.37	0.08	0.37	17.23	80.44	17.26	1.37

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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