

社会服务

报告原因：专题报告

2021年5月6日

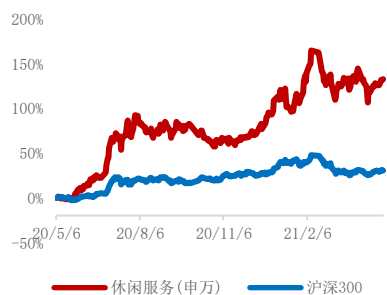
社服行业 2020 年报 2021 年一季报综述 维持评级

业绩至暗时刻已过，行业预计年内全面复苏

看好

行业研究/深度报告

社会服务板块近一年市场表现



相关报告：

【山证社服】社服行业 2020 年三季报综述：行业业绩扭亏为盈，Q3 边际改善明显、景区餐饮复苏显著（2020-11-04）

【山证社服】社服行业 2020 年中报综述：景气度回升带动 Q2 业绩扭亏为盈，看好业绩持续修复能力（2020-09-01）

【山证社服】社服行业 2019 年报 2020 年一季报综述：19 年营收增速放缓 20Q1 疫情下业绩亏损严重 看好业绩修复能力（2020-05-04）

分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层 山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **2020 年行业情况：疫情黑天鹅影响行业营收业绩大幅下滑。**2020 年休闲服务行业（申万分类）实现营收 996.2 亿元（-30.28%），实现归母净利润 1.28 亿元（-98.67%），营收、归母净利润增速较上年同期分别下滑 33.38pct、96.04pct。增速大幅下滑主要系 2020 年疫情影响社服行业整体经营，多数公司上半年基本处于停业状态，下半年逐渐恢复正常经营。

➢ **21Q1 行业情况：疫情反复拖累行业复苏进程。**2021Q1 行业整体实现营收 291.2 亿元（+113.8%），恢复至 2019 年同期 86.04%，两年平均增长 -0.07%；归母净利润 19.27 亿元（+363%），业绩较上年扭亏为盈，恢复至 2019 年同期 55.83%，两年平均增长 -25.27%。营收端恢复快于业绩端。我们统计行业内 32 家上市公司中 23 家 Q1 业绩亏损，较上年同期亏损减少 4 家，仅宋城演艺、峨眉山 A、九华旅游、大东海 A、云南旅游、中国中免、同庆楼、广州酒家、科锐国际实现盈利。景区、酒店、旅行社等子板块受限于冬季疫情反复、就地过年政策影响春节旅游黄金周经营情况。

➢ **子板块表现分化，免税维持高增速，出入境持续承压，景区、酒店、餐饮年内继续业绩修复。****免税：**海南十四五规划中继续大书离岛免税业务，计划年内落地免税销售邮寄送达、本岛居民返岛提取等措施。**酒店：**疫情不改龙头公司拓店进程，行业集中度持续提升。三大酒店经营指标持续回暖，商旅出行恢复正常、休闲需求逐渐释放。**景区：**年内小长假带动景区业绩回暖，人工景区异地复制能力较强，有望恢复高毛利、低费用率特征。**旅游综合：**出境游业务持续悲观拖累板块整体业绩，多家公司布局国内游业务填补业绩亏空。**餐饮：**连锁化进程不断加速，行业内公司表现分化，餐企陆续布局食品制造业务平滑堂食带来业绩波动。

➢ **投资建议：**21Q1 区域疫情反复、就地过年政策影响公司经营情况，从 21Q1 各子板块营收相较 2019 年同期情况来看，免税（132%）>餐饮（93.46%）>酒店（69.3%）>自然景区（57.3%）>人工景区（38.55%）>旅游综合（31.12%），21Q2 起休闲服务各子板块业绩有望全面复苏。在小长假、暑假等带动下，酒店、景区以及餐饮等旅游行业上下游行业景气度持续提升，政策端取消低风险地区景区人数限制、门票收入有望持续提升贡献业绩，叠加国际疫情仍不乐观、消费者年内出游需求继续落实在国内，休闲度假景区、中心城市周边游成为首选旅游目的地。疫情至暗时刻已过，业绩端触底企稳回升，行业年内继续业绩修复主线。**重点关注公司：**中国中免、首旅酒店、锦江酒店、宋城演艺、广州酒家。

风险提示：

➢ 疫情对旅游行业影响超预期风险；突发事件或不可控灾害风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1.休闲服务行业 2020 年及 2021 一季度经营情况.....	6
1.1 2020 年行业情况：疫情黑天鹅影响行业营收业绩大幅下滑	6
1.2 2021 年一季度行业情况：疫情反复拖累行业复苏进程	10
2.子行业经营情况.....	13
2.1 免税——政策发力+业绩稳定贡献高增速	13
2.2 酒店——疫情不改龙头公司拓店进程，行业集中度持续提升	15
2.3 景区——年内小长假带动景区业绩回暖	18
2.4 旅游综合——出境游业务持续悲观拖累板块整体业绩	20
2.5 餐饮——连锁化进程不断加速，行业内公司表现分化	22
3.重点关注公司及投资建议.....	24
3.1 投资建议.....	24
3.2 重点推荐标的.....	24
3.2.1 中国中免：关注后续机场租金协议落地可能.....	24
3.2.2 首旅酒店：定增优化资本结构，环球影城开业加强品牌影响力.....	24
3.2.3 锦江酒店：境内酒店 RevPAR 稳步提升.....	25
3.2.4 宋城演艺：年内继续存量项目升级改造、增量项目落地.....	25
3.2.5 广州酒家：食品+餐饮双主营业务带动公司盈利能力提升.....	25
4.风险提示.....	26

图表目录

图 1：休闲服务行业营收及增速.....	6
图 2：休闲服务行业归母净利润及增速.....	6
图 3：休闲服务行业毛利率及净利率情况.....	6
图 4：休闲服务行业各项费用率情况.....	6

图 5：休闲服务行业毛利润及增速情况.....	7
图 6：休闲服务行业净利润及增速情况.....	7
图 7：2020 年各季度营收及增速.....	7
图 8：2020 年各季度归母净利润及增速.....	7
图 9：休闲服务行业各子行业营收结构（亿元）	8
图 10：休闲服务行业归母净利润结构（亿元）	8
图 11：休闲服务各子行业营收增速.....	9
图 12：休闲服务各子行业归母净利润增速.....	9
图 13：休闲服务各子行业毛利率.....	9
图 14：休闲服务各子行业净利率.....	9
图 15：休闲服务行业各年度 Q1 营收及增速.....	10
图 16：休闲服务行业各年度 Q1 归母净利润及增速.....	10
图 17：休闲服务行业各年度 Q1 毛利润及增速情况.....	11
图 18：休闲服务行业各年度 Q1 净利润及增速情况.....	11
图 19：休闲服务行业各年度 Q1 毛利率及净利率情况.....	11
图 20：休闲服务行业各年度 Q1 各项费用率情况.....	11
图 21：休闲服务各子行业 Q1 营收结构（亿元）	12
图 22：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润结构（亿元）	12
图 23：休闲服务各子行业 Q1 营收增速.....	12
图 24：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润增速.....	12
图 25：休闲服务各子行业 Q1 毛利率.....	13
图 26：休闲服务各子行业 Q1 净利率.....	13
图 27：中国中免营收及增速.....	14

图 28：中国中免归母净利润及增速.....	14
图 29：中国中免毛利率与净利率情况.....	14
图 30：中国中免各项费用率情况.....	14
图 31：中国中免 Q1 营收及增速.....	15
图 32：中国中免 Q1 归母净利润及增速.....	15
图 33：中国中免 Q1 毛利率与净利率情况.....	15
图 34：中国中免 Q1 各项费用率情况.....	15
图 35：酒店板块营收及增速.....	16
图 36：酒店板块归母净利润及增速.....	16
图 37：酒店板块毛利率与净利率情况.....	16
图 38：酒店板块三项费用率情况.....	16
图 39：酒店板块 Q1 营收及增速.....	17
图 40：酒店板块归母净利润及增速.....	17
图 41：酒店板块 Q1 毛利率与净利率情况.....	17
图 42：酒店板块 Q1 三项费用率情况.....	17
图 43：自然景区营收及增速.....	18
图 44：自然景区归母净利润及增速.....	18
图 45：自然景区毛利率与净利率情况.....	18
图 46：自然景区三项费用率情况.....	18
图 47：人工景区营收及增速.....	19
图 48：人工景区归母净利润及增速.....	19
图 49：人工景区毛利率与净利率情况.....	19
图 50：人工景区各项费用率情况.....	19

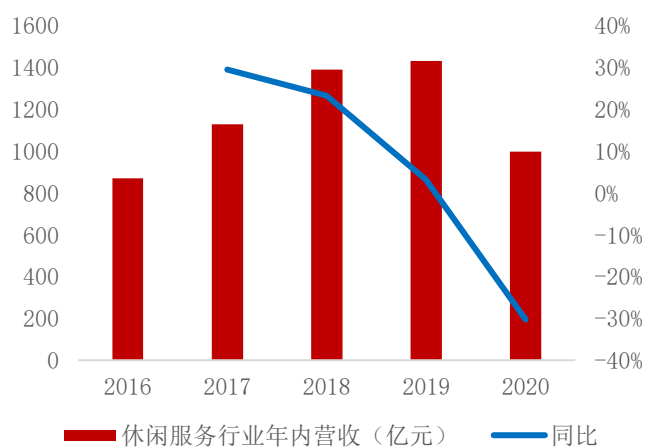
图 51：自然景区 Q1 营收及增速.....	20
图 52：自然景区 Q1 归母净利润及增速.....	20
图 53：人工景区 Q1 营收及增速.....	20
图 54：人工景区 Q1 归母净利润及增速.....	20
图 55：旅游综合板块营收及增速.....	21
图 56：旅游综合板块归母净利润及增速.....	21
图 57：旅游综合板块毛利率与净利率情况.....	21
图 58：旅游综合板块各项费用率情况.....	21
图 59：旅游综合板块 Q1 营收及增速.....	22
图 60：旅游综合板块 Q1 归母净利润及增速.....	22
图 61：餐饮板块营收及增速.....	22
图 62：餐饮板块归母净利润及增速.....	22
图 63：餐饮板块毛利率与净利率情况.....	23
图 64：餐饮板块三项费用率情况.....	23
图 65：餐饮板块 Q1 营收及增速.....	23
图 66：餐饮板块 Q1 归母净利润及增速.....	23
表 1：休闲服务行业子行业分类.....	8
表 2：重点推荐公司盈利预测预估值.....	26
表 3：2020 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	27
表 4：2021Q1 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）	28

1. 休闲服务行业 2020 年及 2021 一季度经营情况

1.1 2020 年行业情况：疫情黑天鹅影响行业营收业绩大幅下滑

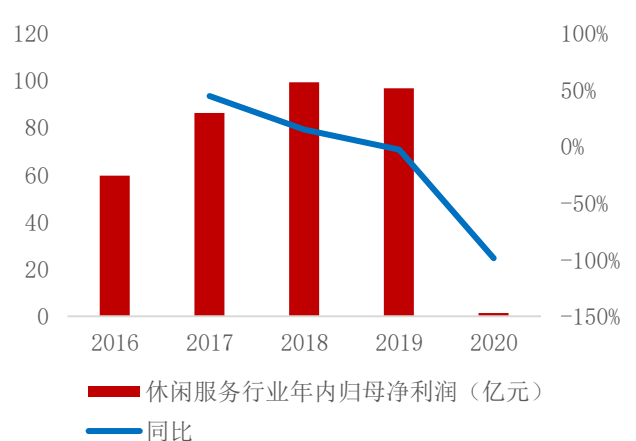
2020 年休闲服务行业(申万分类)实现营收 996.2 亿元(-30.28%)，实现归母净利润 1.28 亿元(-98.67%)，营收、归母净利润增速较上年同期分别下滑 33.38pct、96.04pct。增速大幅下滑主要系 2020 年疫情影响社服行业整体经营，多数公司上半年基本处于停业状态，下半年逐渐恢复经营。行业综合毛利率下滑 12.97pct 至 31.74%，净利率下滑 6.75pct 至 0.91%。整体费用率下滑 10.11pct 至 23.72%，其中销售费用率 13.56% (-10.93pct)、管理费用率 9.23% (+0.89pct)、财务费用率 0.92% (-0.07pct)。

图 1：休闲服务行业营收及增速



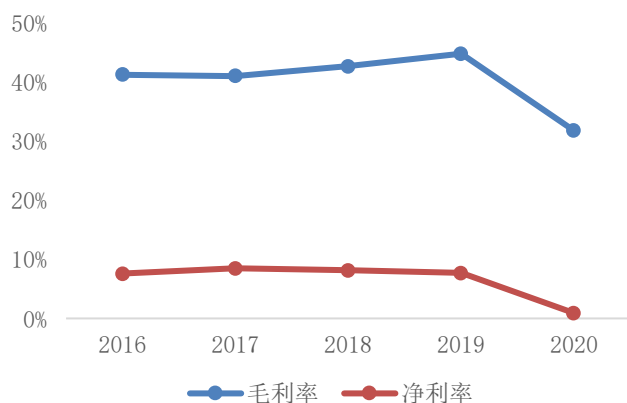
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：休闲服务行业归母净利润及增速



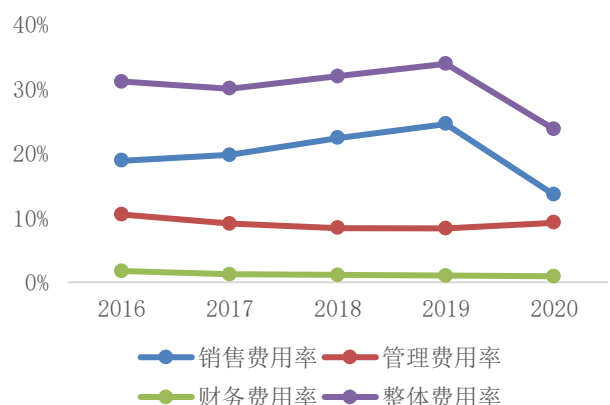
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：休闲服务行业毛利率及净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

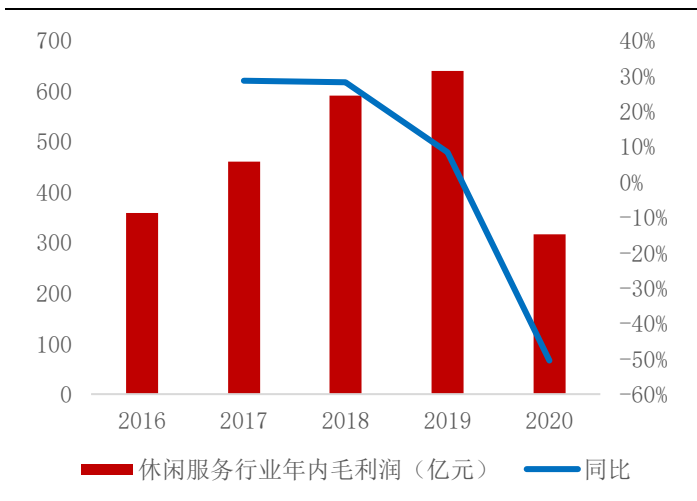
图 4：休闲服务行业各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

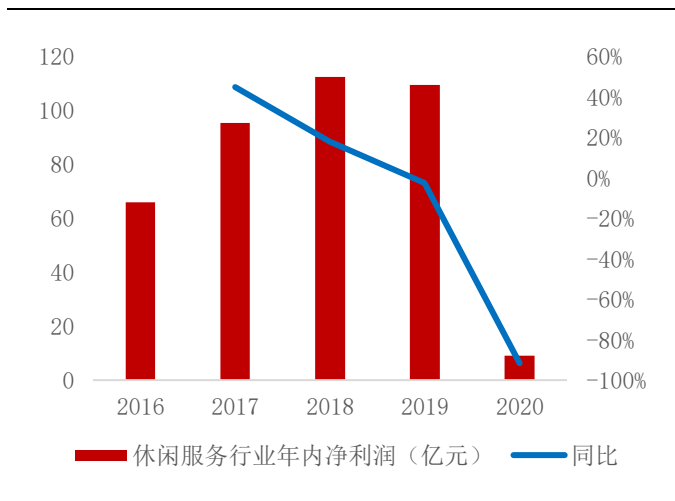
2020 年休闲服务行业整体实现毛利润 316.18 亿元 (-50.51%)，净利润 9.11 亿元 (-91.67%)，毛利润及净利润增速分别下滑 58.76pct、89.12pct。分季度来看，全年营收逐渐增加，营收同比降幅逐渐缩窄，Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现营收 175.82 亿元 / 197.27 亿元 / 297.66 亿元 / 325.53 亿元，同比-48.08% / -41.45% / -24.54% / -9.32%；业绩方面，三季度依旧为传统旅游旺季（暑假、中秋国庆小长假叠加），Q1/Q2/Q3/Q4 分别实现归母净利润-16.91 亿元 / 3.32 亿元 / 27.8 亿元 / -12.93 亿元，同比-149.01% / -88.73% / -22.36% / -295.04%。20Q1 疫情蔓延全国对休闲服务行业影响最为严重，一季度仅 5 家公司实现盈利；Q2 疫情初步得到有效控制，景区接待人数限制稍有放松，行业整体扭亏为盈；Q3 行业内大部分公司实现盈利；Q4 冬季疫情偶有反复，叠加部分公司将政府补助等非经常性收益计入上半年、在年末计提资产减值准备等，四季度再次转盈为亏。

图 5：休闲服务行业毛利润及增速情况



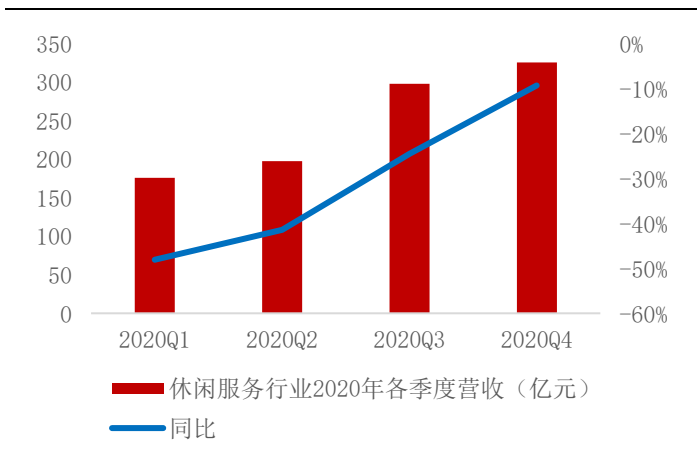
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：休闲服务行业净利润及增速情况



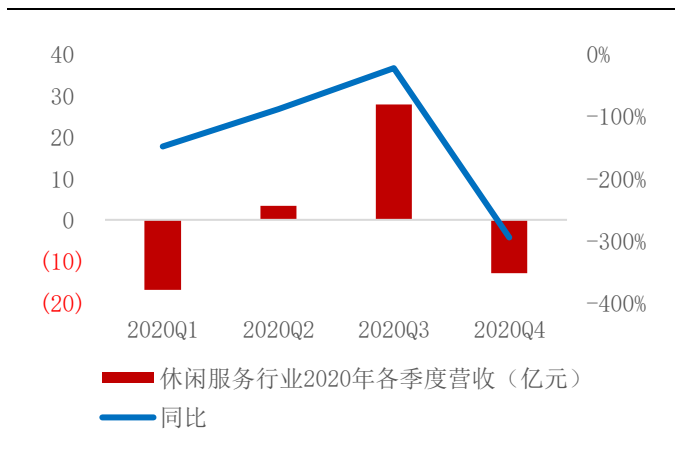
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：2020 年各季度营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：2020 年各季度归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

我们以申万休闲服务行业为基础，剔除*ST海创、*ST联合、*ST米奥、中科云网，以及与休闲服务行业主营业务关联较低的福成股份，对A股32家休闲服务行业上市公司2020年报及2021年一季报进行统计。截至2020年4月30日，统计的32个股总市值为8450亿元。（注：天目湖自2016Q3、广州酒家自2016Q3、同庆楼自19Q1、西域旅游自19Q1起纳入统计）。

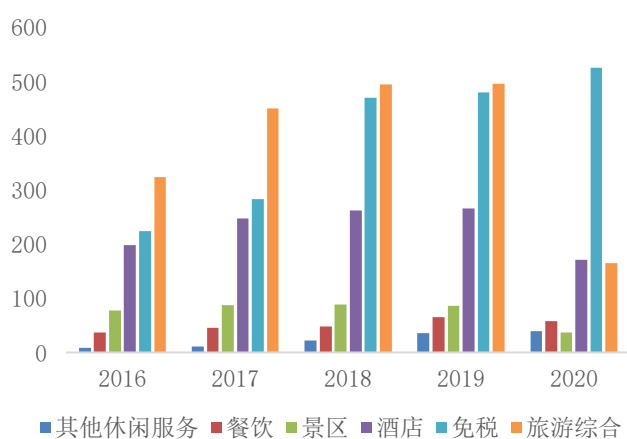
表 1：休闲服务行业子行业分类

子行业	上市公司
人工景区	宋城演艺、大连圣亚
自然景区	张家界、峨眉山 A、桂林旅游、西域旅游、黄山旅游、西藏旅游、长白山、天目湖、九华旅游
酒店	华天酒店、西安旅游、大东海 A、首旅酒店、锦江酒店、金陵饭店
旅游综合	岭南控股、凯撒旅业、丽江股份、云南旅游、三特索道、众信旅游、腾邦国际、中青旅、曲江文旅
免税	中国中免
餐饮	西安饮食、全聚德、同庆楼、广州酒家
其他休闲服务	科锐国际

资料来源：wind，山西证券研究所

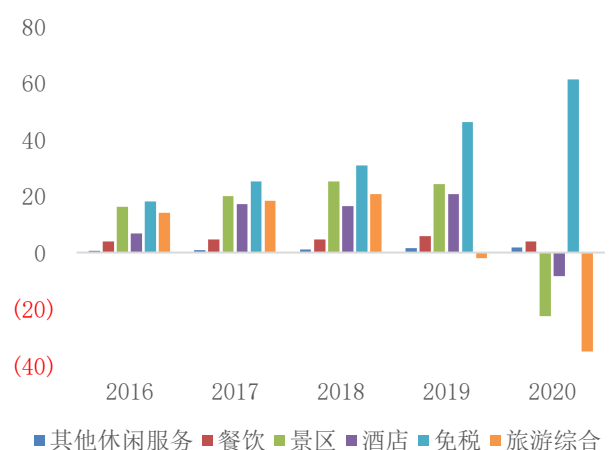
申万二级行业中，免税板块一枝独秀，一举超越旅游综合板块贡献营收最多，占行业整体 52.79%，免税板块业绩是行业整体 48 倍。行业中中国中免、锦江酒店、宋城演艺、广州酒家等各子板块龙头合集实现营收 666.8 亿元（-2.94%），实现归母净利润 49.61 亿元（-33.36%），分别为行业整体 66.9%、38 倍，疫情重创之下龙头公司抗风险能力愈发突出。

图 9：休闲服务行业各子行业营收结构（亿元）



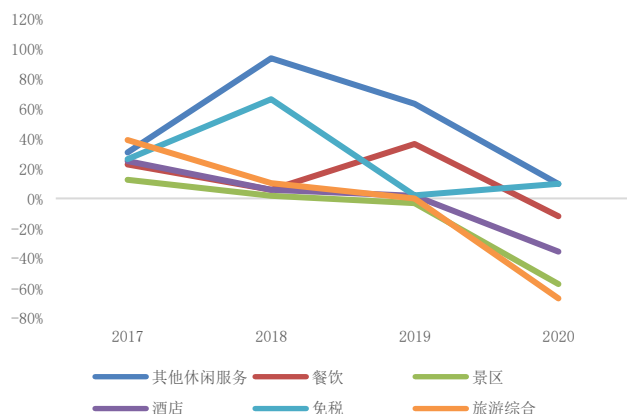
数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：休闲服务行业归母净利润结构（亿元）



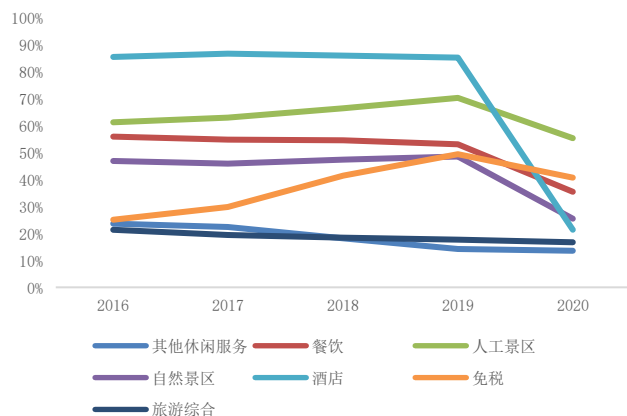
数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：休闲服务各子行业营收增速



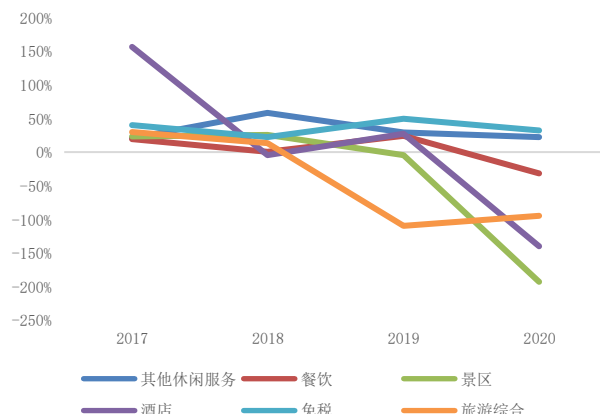
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：休闲服务各子行业毛利率



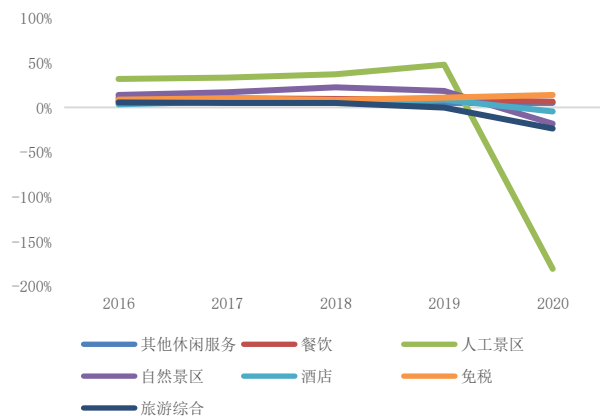
数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：休闲服务各子行业归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：休闲服务各子行业净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

从营收来看，免税实现营收 525.95 亿元 (+9.65%)、酒店收入 171.49 亿元 (-35.53%)、旅游综合收入 164.74 亿元 (-66.76%)、餐饮收入 57.77 亿元 (-11.91%)、其他休闲服务收入 39.32 亿元 (+9.68%)、景区收入 36.88 亿元 (-35.53%)。其中免税板块和其他休闲服务是休闲服务行业中唯二实现营收正增长的子板块。免税板块系下半年离岛免税新政实施带动销售业绩增长迅速；其他休闲服务系科锐国际线上灵活用工业务没有受到疫情较大影响。业绩方面，免税盈利 61.39 亿元 (+32.62%)，餐饮板块赢利 3.95 亿元 (-31.78%)、其他休闲服务行业盈利 1.86 亿元(+22.38%)，其余子板块均表现亏损，以旅游综合亏损 35.14 亿元(-1665.82%)最多，酒店板块亏损 8.29 亿元 (-139.99%)、景区板块亏损 22.5 亿元 (-192.86%)。岭南控股、凯撒旅业、众信旅游、腾邦国际以旅行社、出入境为主营业务的公司全年未实现单季度盈利。

毛利率方面，各子板块均表现下滑。其他休闲服务行业微降 0.74pct 至 13.57%，旅游综合板块微降 0.91pct 至 16.71%，免税板块 40.64% (-8.75pct)、人工景区 55.33% (-14.95pct)、餐饮 35.45% (-17.63pct)、自然景

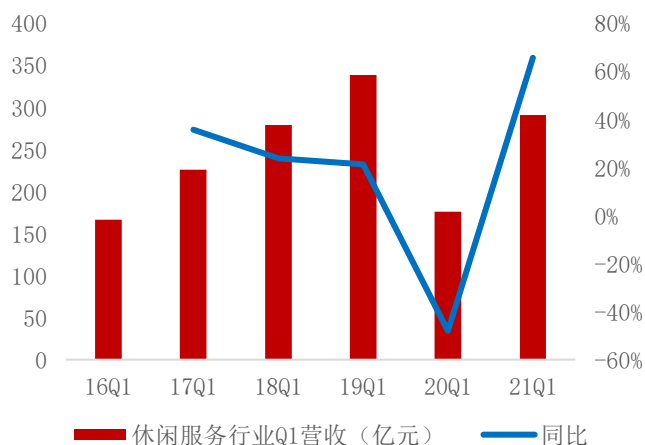
区 25.47% (-23.07pct)、酒店板块下滑 63.78pct 至 21.37%降幅最大。净利率方面，人工景区降幅最大，下滑 228.85pct 至-180.97%，自然景区下滑 36.75pct 至-18.26%，旅游综合下滑 23.73pct 至-23.68%，酒店下滑 13.12pct 至-4.52%，餐饮板块下滑 2.28pct 至 6.45%，免税 13.95%(+2.66pct)、其他休闲服务 5.28%(+0.29pct)。

1.2 2021 年一季度行业情况：疫情反复拖累行业复苏进程

2021Q1 行业整体实现营收 291.2 亿元 (+113.8%)，恢复至 2019 年同期 86.04%，两年平均增长-0.07%；归母净利润 19.27 亿元(+363%)，业绩较上年扭亏为盈，恢复至 2019 年同期 55.83%，两年平均增长-25.27%。营收端恢复快于业绩端。行业毛利润 95.88 亿元 (+187.61%)，毛利率 32.93% (+7.68pct)，净利润 24.21 亿元 (+365.95%)，净利率 8.31% (+21.12pct)。整体费用率 20.14% (-20.22pct)，其中销售费用率 10.71% (-16.41pct)、管理费用率 7.41% (-4.26pct)、财务费用率 2.01% (+0.46pct)。

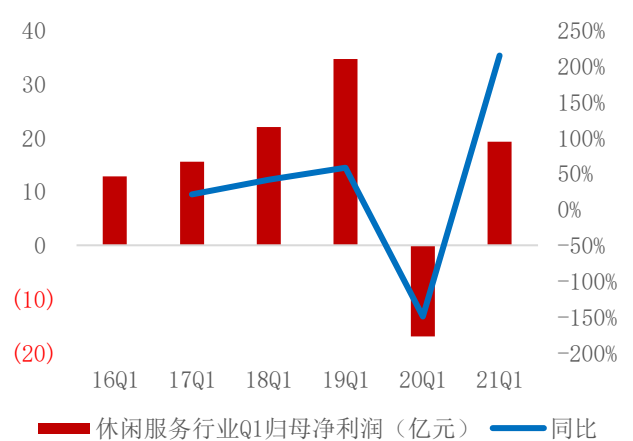
我们所统计的行业内 32 家上市公司中 23 家一季度业绩亏损，较上年同期亏损减少 4 家，仅宋城演艺、峨眉山 A、九华旅游、大东海 A、云南旅游、中国中免、同庆楼、广州酒家、科锐国际实现盈利。景区、酒店、旅行社等子板块受限于冬季疫情反复、就地过年政策影响春节旅游黄金周经营情况。

图 15：休闲服务行业各年度 Q1 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 16：休闲服务行业各年度 Q1 归母净利润及增速

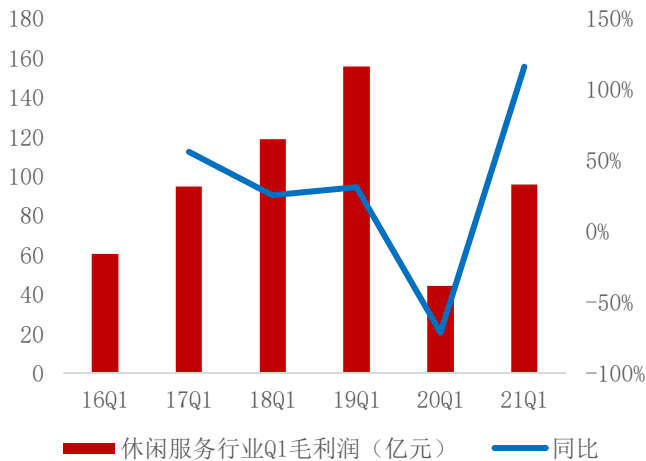


数据来源：wind，山西证券研究所

营收方面，由于 20Q1 行业受疫情影响严重，21Q1 同比基数较低，行业普遍实现营收正增长。免税收入 181.35 亿元 (+137.49%)、景区收入 9 亿元 (+133.77%) 其他休闲服务收入 14.5 亿元 (+57.1%)、餐饮收入 13.88 亿元 (+44.89%)、酒店收入 41.05 亿元 (+22.25%)，旅游综合收入下滑 27.1%至 31.39 亿元。

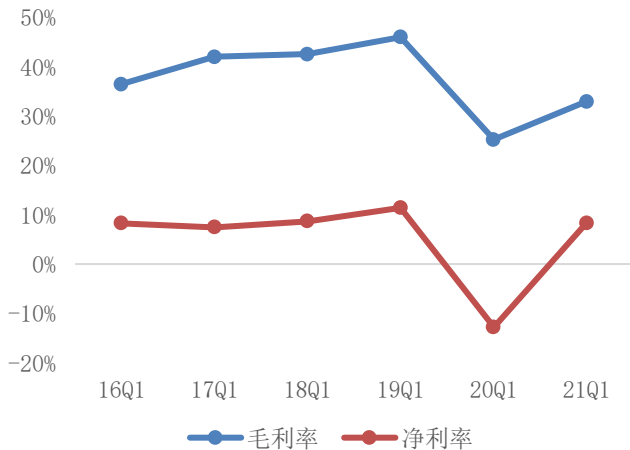
业绩方面，除免税、其他休闲服务外其余子板块业绩仍显低迷。免税盈利 28.48 亿元 (+2473%)，其他休闲服务盈利 0.38 亿元(+46.15%)，酒店板块亏损 4.94 亿元(-5.73%)，旅游综合板块亏损 4.02 亿元(-34.85%)，景区板块亏损 0.54 亿元 (-85.48%)、餐饮板块受西安饮食、全聚德拖累整体亏损 0.08 亿元 (-90.36%)。

图 17：休闲服务行业各年度 Q1 毛利润及增速情况



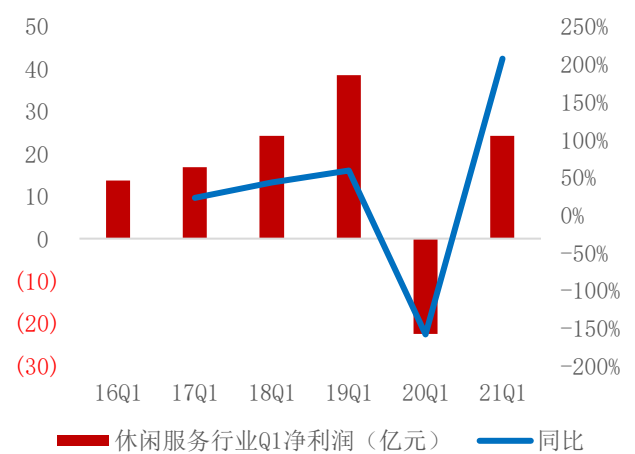
数据来源：wind，山西证券研究所

图 19：休闲服务行业各年度 Q1 毛利率及净利率情况



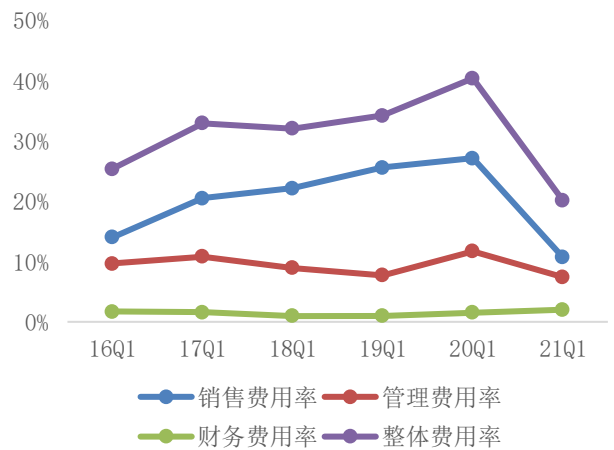
数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：休闲服务行业各年度 Q1 净利润及增速情况



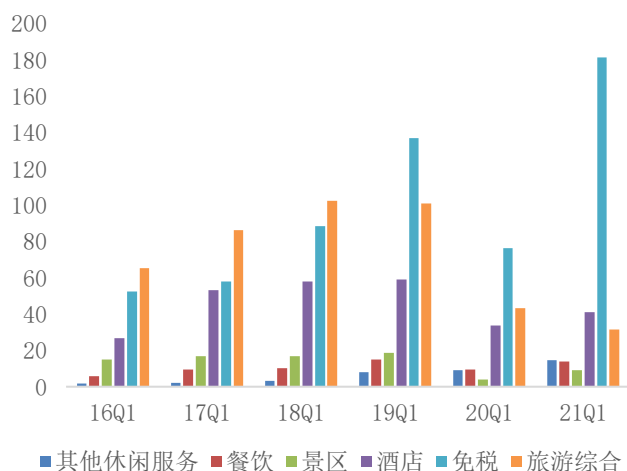
数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：休闲服务行业各年度 Q1 各项费用率情况



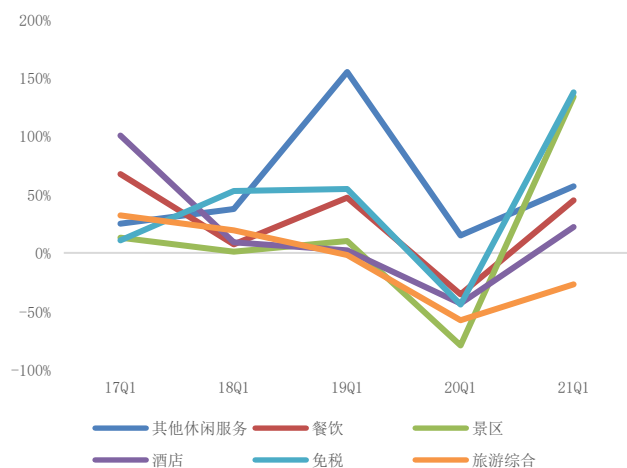
数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：休闲服务各子行业 Q1 营收结构（亿元）



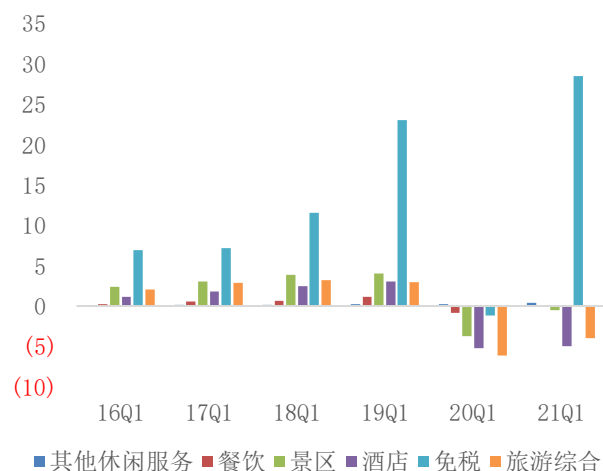
数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：休闲服务各子行业 Q1 营收增速



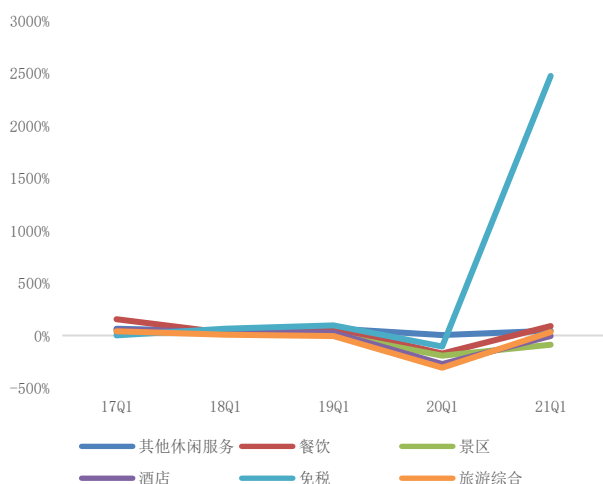
数据来源：wind，山西证券研究所

图 22：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润结构（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

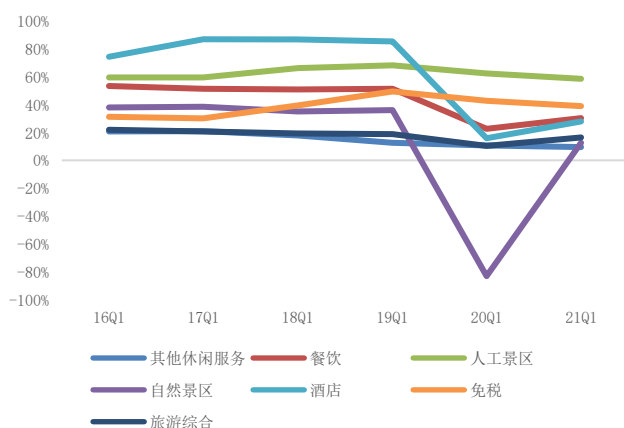
图 24：休闲服务各子行业 Q1 归母净利润增速



数据来源：wind，山西证券研究所

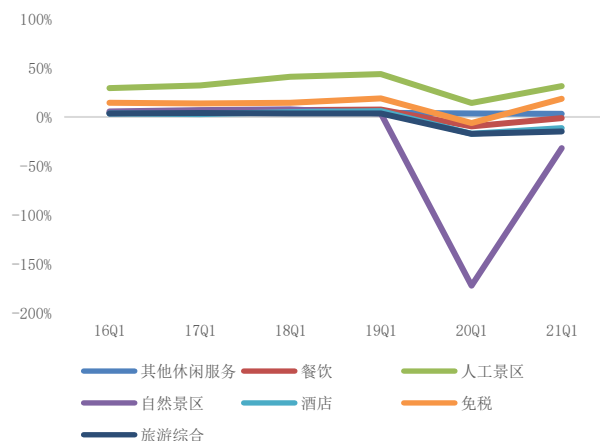
毛利率方面，各子板块较上年同期均有明显改善。自然景区 12.61%(+95.77pct)、酒店 28.02%(+12.15pct)、餐饮 30.18%(+7.53pct)、旅游综合 16.62%(+6.25pct)、其他休闲服务微降 1.21pct 至 9.52%、免税下滑 3.44pct 至 39.11%、人工景区下滑 3.89pct 至 58.55%。净利率较上年同期普遍上扬，自然景区-32.12%(+140.32pct)、免税 18.78%(+25.01pct)、人工景区 31.4%(+17.12pct)、餐饮-0.92%(+8.7pct)、酒店-11.56%(+5.6pct)、旅游综合-14.84%(+2.44pct)、其他休闲服务 3.17%(-0.29pct)。

图 25：休闲服务各子行业 Q1 毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：休闲服务各子行业 Q1 净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 子行业经营情况

2.1 免税——政策发力+业绩稳定贡献高增速

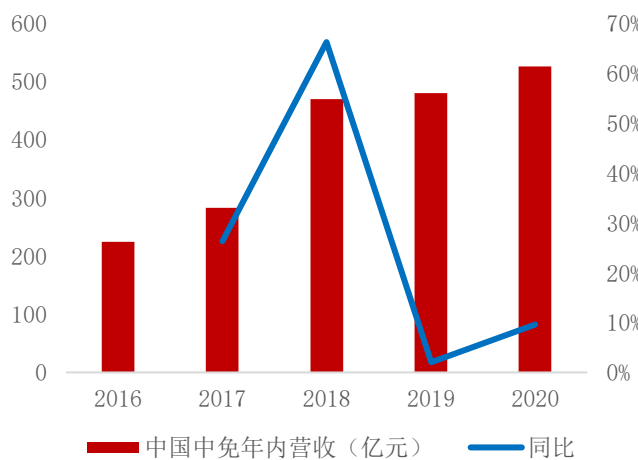
2020 年中国中免实现营业收入 525.97 亿元 (+8.2%)，归母净利润 61.39 亿元 (+32.57%)，扣非归母净利润 59.67 亿元 (+55.83%)。年内公司营收、净利润同比实现大幅增长，主要系报告期内公司开通线上直邮业务、下半年海南免税新政实施带动离岛免税业务实现大幅增长，同时机场客源减少，应付租金同比减少导致公司销售费用同比大幅下滑。

报告期内，公司三亚海棠湾河心岛项目正式开业运营，与原有海棠湾免税城实现有税与免税、购物与休闲服务相结合的综合性消费业态；年末新增三亚凤凰机场免税店开业，为离岛旅客提供“即购即提”服务；与海口美兰机场 T1、T2 航站楼签署免税店特许经营合同，新增 3 家离岛免税体验店；成功收购海免 51% 股权，进一步完善在海南布局。年内公司中标成都天府国际机场、青岛胶东国际机场等多个国内重点城市机场免税店项目经营权；在香港、澳门免税店开通线上及跨境业务，年内港澳地区免税店均扭亏为盈。

费用情况：疫情影响免税商品占比下降带动期内毛利率 40.22% (-8.85pct) 较去年同期略有下滑。整体费用率 18.9% (-16.46pct)，其中销售费用率 16.82% (-15.14pct) 主要系应付机场租金大幅降低所致；管理费用率 3.11% (-0.24pct)；财务费用率 -1.03% (-1.09pct) 系期内人民币汇率升值所致。经营活动产生现金流净额同比增长 162.78% 主要系商品销售增长导致现金流入增加所致；投资活动产生现金流净额同比大幅减少，

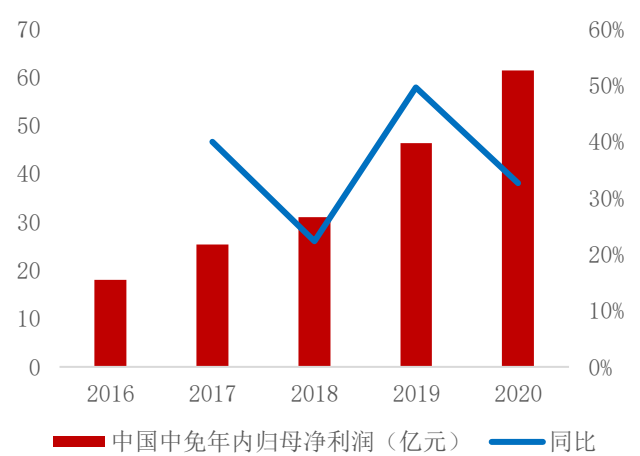
主要系期内公司支付海免收购款所致。

图 27：中国中免营收及增速



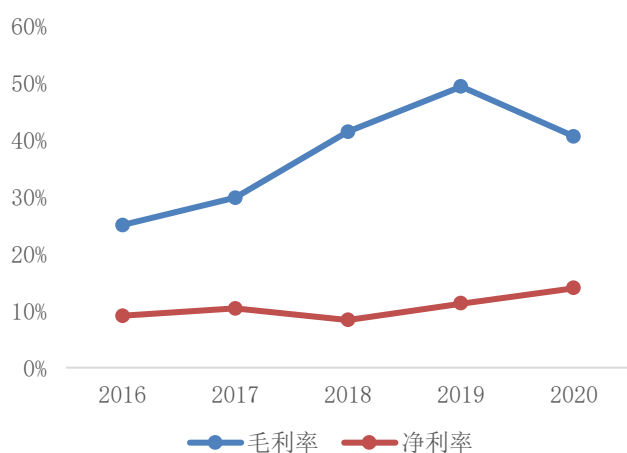
数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：中国中免归母净利润及增速



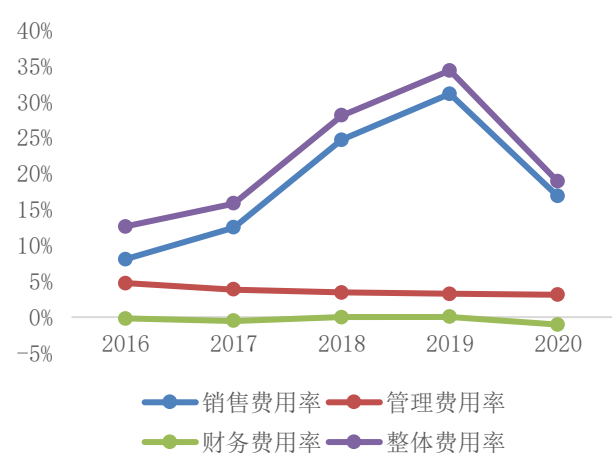
数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：中国中免毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

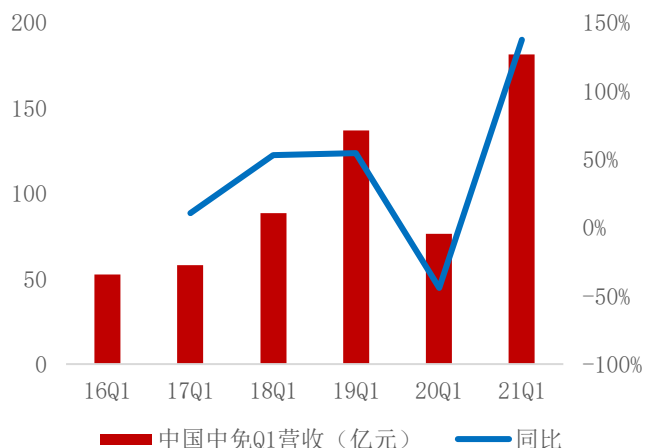
图 30：中国中免各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

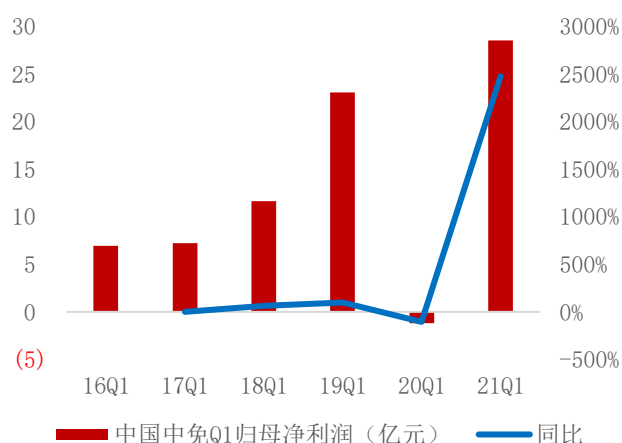
21Q1 受就地过年影响业绩略低于 20Q4，机场租金协定成效初显，销售费用大幅下滑。21Q1 实现营收 181.34 亿元（+127.48%），归母净利润 28.49 亿元，较去年同期增加 28.71 亿元，主要系离岛免税销售业务同比大幅增长，去年同期受疫情影响基数较低所致。归母净利润环比 20Q4 减少 1.26 亿元，主要系今年春节就地过年政策影响，进岛旅客数略低于预期所致。21Q1 毛利率 39.11%（-5.74pct），整体费用率 12.16%（-34.49pct），其中销售费用率 9.77%（-32.56pct）、管理费用率 2.38%（-2.21pct）、财务费用率 0.01%（+0.28pct），与上海机场新签租金协议落地成效初显，销售费用同比大幅下滑 47.47%。

图 31：中国中免 Q1 营收及增速



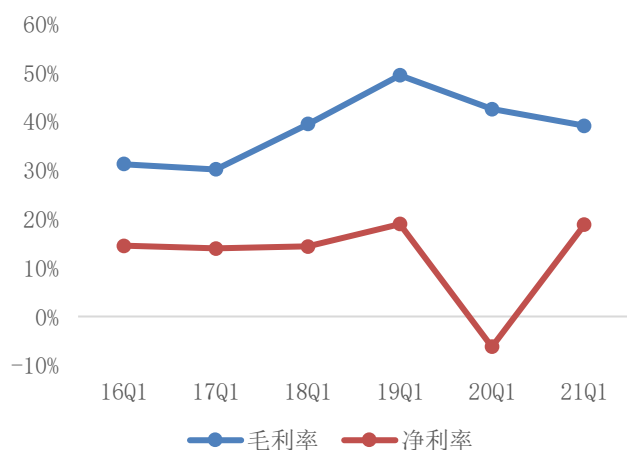
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：中国中免 Q1 归母净利润及增速



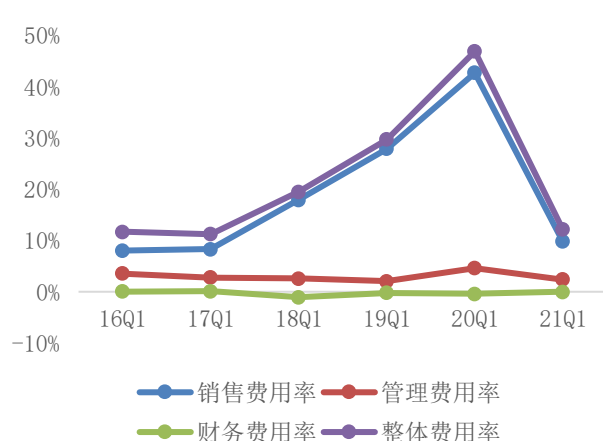
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：中国中免 Q1 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：中国中免 Q1 各项费用率情况

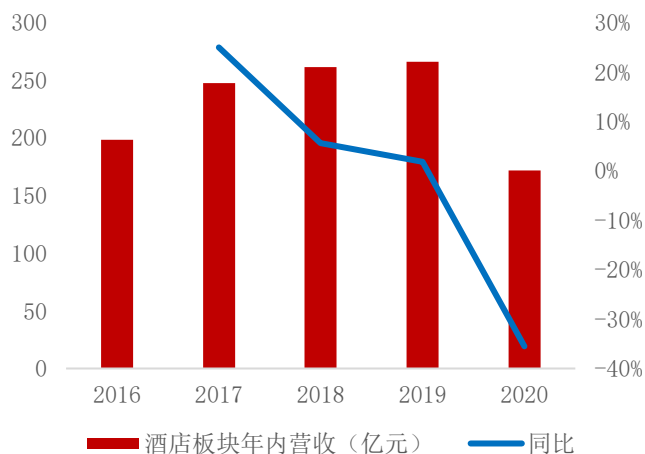


数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 酒店——疫情不改龙头公司拓店进程，行业集中度持续提升

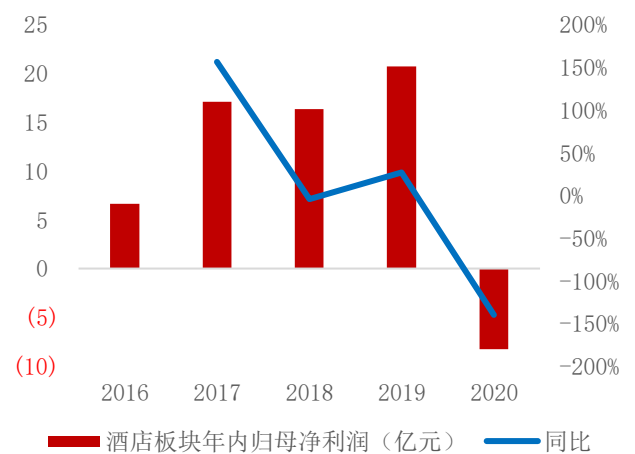
受 2020H1 疫情冲击，酒店板块经营受到巨大影响，板块整体实现营收 171.49 亿元 (-35.52%)，增速下滑 37.26pct，营收增速自 2016 年持续下滑；归母业绩亏损 8.29 亿元 (-140.01%)，板块整体业绩自 2018 年后再次表现亏损。毛利率下滑 63.78pct 至 21.37%，净利率下滑 13.12pct 至 -4.52%。因疫情期间各公司减少开支，整体费用率同比下滑 44.16pct 至 31.05%，其中销售费用率 6.8% (-43.54pct)、管理费用率 20.31% (-1.89pct)、财务费用率 3.94% (+1.27pct)。

图 35：酒店板块营收及增速



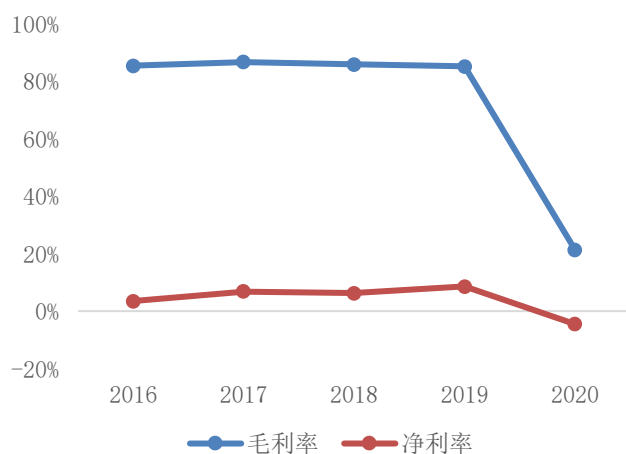
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：酒店板块归母净利润及增速



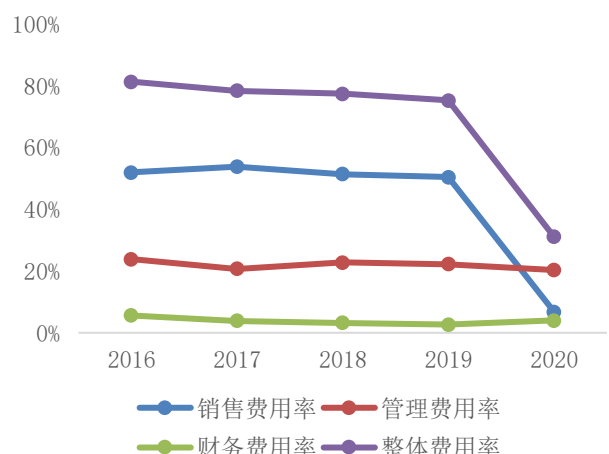
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：酒店板块毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

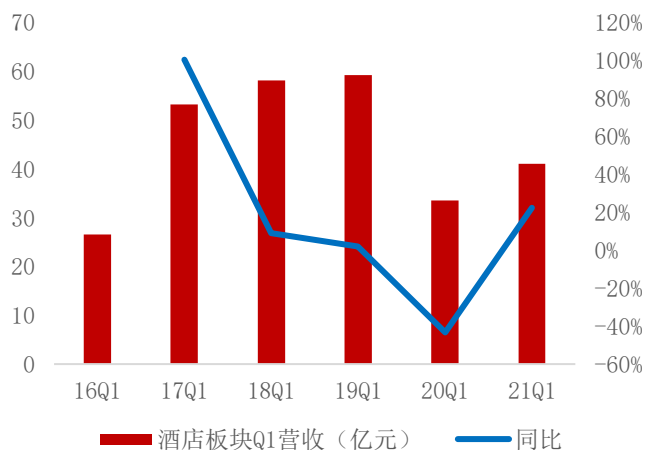
图 38：酒店板块三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

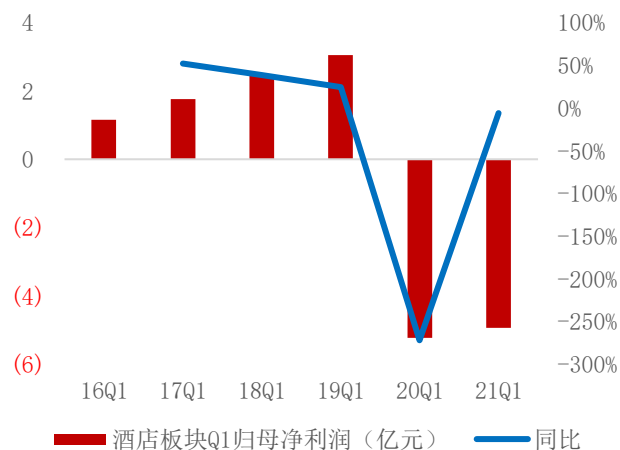
2021Q1 酒店板块实现营收 41.05 亿元 (+22.25%)，增速环比提升 65.65pct，营收恢复至 2019 年同期 69.30%；业绩亏损 4.94 亿元 (+5.72%)，相较 20Q1 亏损减少 0.3 亿元。毛利率 28.02% (+12.15pct)、净利率-11.56% (+5.6pct)。由于 20Q1 多数酒店受人员限制流动影响闭店歇业，酒店行业整体业绩惨淡，21Q1 同比基数较低。21Q1 受春节期间就地过年政策影响酒店行业传统春节旺季经营情况，板块业绩持续表现亏损。整体费用率 44.05% (-5.2pct)，其中销售费用率 14.77% (-5.29pct)、管理费用率 20.58% (-4.08pct)、财务费用率 8.71% (+4.17pct)。

图 39：酒店板块 Q1 营收及增速



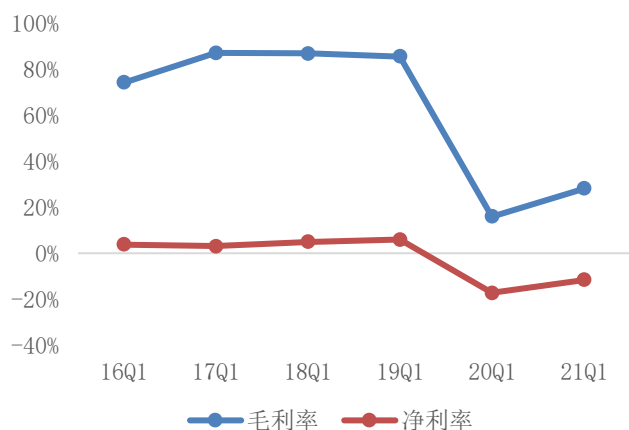
数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：酒店板块归母净利润及增速



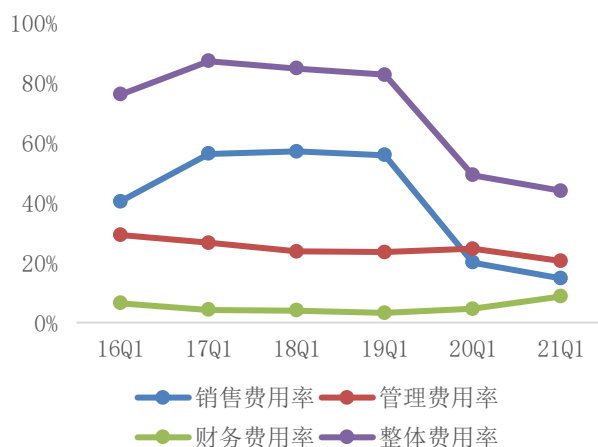
数据来源：wind，山西证券研究所

图 41：酒店板块 Q1 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 42：酒店板块 Q1 三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

从酒店经营三大指标来看，酒店行业不断复苏。首旅酒店全部酒店 RevPAR 自 19Q2 持续下探，21Q1 首旅如家全部酒店 RevPAR94 元(+73%)、ADR169 元(+4.6%)、OCC55.5% (+22pct)，相较 2019 年 RevPAR 下降 33.9%、ADR 下降 10.3%、OCC 下降 19.8pct。经营 18 个月以上的成熟酒店 RevPAR95 元 (+78.5%)、ADR166 元 (+0.4%)、OCC57% (+25pct)，相较 2019 年成熟酒店 RevPAR 下降 35%、ADR 下降 13.2%、OCC 下降 19.2pct。

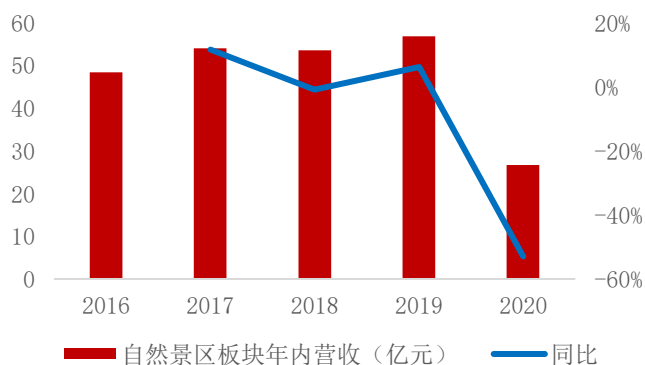
2.3 景区——一年内小长假带动景区业绩回暖

2020年自然景区实现营收26.72亿元(-52.97%)，归母业绩亏损4.28亿元(-141.08%)。毛利率同比下滑23.07pct至25.47%，净利率同比下滑36.75pct至-18.26%。整体费用率上升20.35pct至43.76%，其中销售费用率7.77%(+2.39pct)、管理费用率33.37%(+16.02pct)、财务费用率2.62%(+1.94pct)。

2020年人工景区实现营收10.16亿元(-65.30%)，归母业绩亏损18.22亿元(-231.9%)。毛利率同比下滑14.95pct至55.33%，净利率同比下滑228.85pct至-180.97%。整体费用率上升26.66pct至41.69%，其中销售费用率6.92%(+1.29pct)、管理费用率34.15%(+24.92pct)、财务费用率0.62%(+0.45pct)。

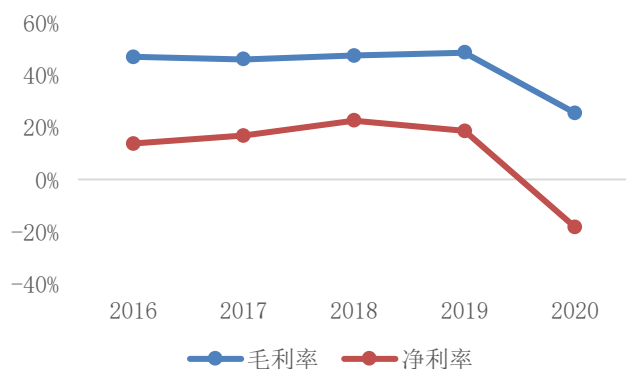
人工景区业绩同比大幅下滑主要系大连圣亚年内持续亏损、宋城演艺20Q4计提减值准备影响全年业绩。从往年数据来看，人工景区相较自然景区具有高毛利率、高净利率、低费用率的特性，整体盈利能力强于自然景区。从疫情黑天鹅影响下的2020年来看，受限于人工景区多为室内剧院演出、室内游览，具有人群高度密集特点，疫情管控直接影响景区客流量，使得年内人工景区整体业绩亏损严重、费用率大幅提升。

图 43：自然景区营收及增速



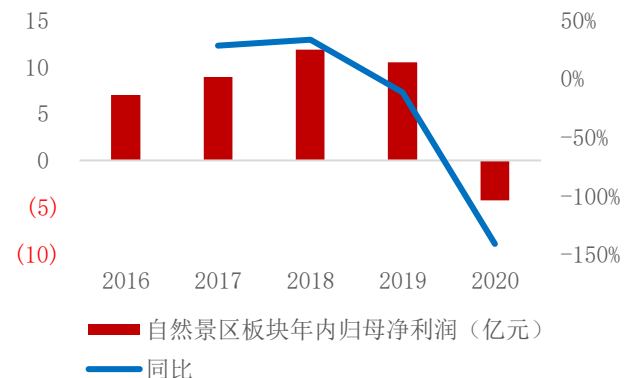
数据来源：wind，山西证券研究所

图 45：自然景区毛利率与净利率情况



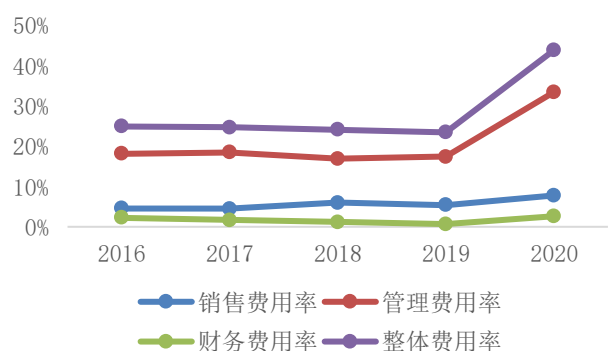
数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：自然景区归母净利润及增速



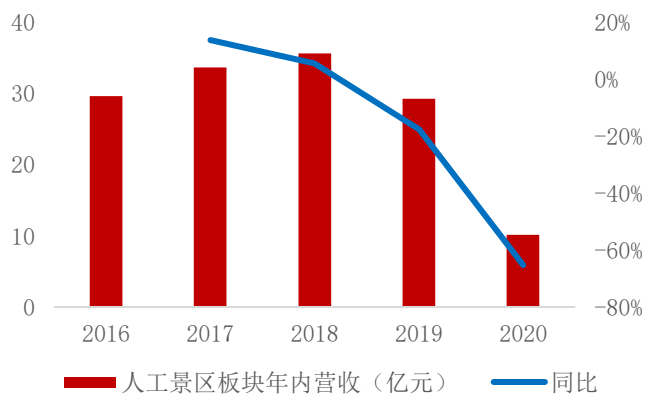
数据来源：wind，山西证券研究所

图 46：自然景区三项费用率情况



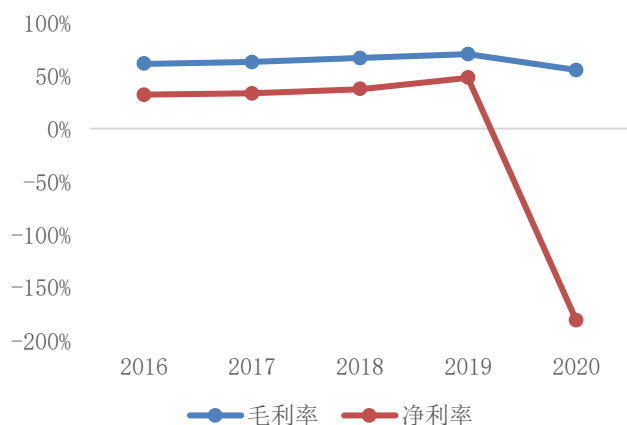
数据来源：wind，山西证券研究所

图 47：人工景区营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 49：人工景区毛利率与净利率情况

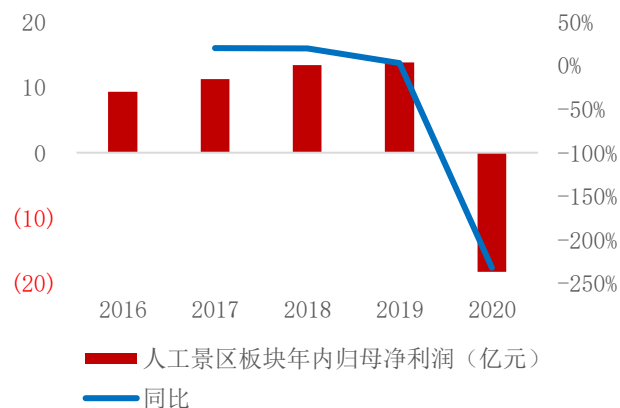


数据来源：wind，山西证券研究所

21Q1 自然景区板块实现营收 5.65 亿元（+135.32%），恢复至 2019 年同期 57.3%；归母业绩亏损 1.65 亿元（+58.4%），同比亏损减少 2.33 亿元。毛利率 12.61%（+95.77pct），净利率同比提升 140.32pct 至-32.12%。整体费用率 44.95%（-53.95pct），其中销售费用率 7.14%（-12.35pct）、管理费用率 34.32%（-41.73pct）、财务费用率 3.49%（+0.14pct）。

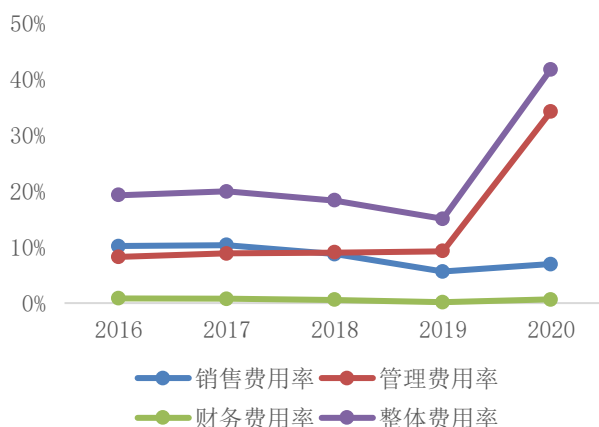
21Q1 人工景区实现营收 3.35 亿元（+130.75%），恢复至 2019 年同期 38.55%；实现归母净利润 1.11 亿元（+327.44%）。毛利率 58.55%（-3.89pct）、净利率 31.4%（+17.12pct）。整体费用率大减 65.71pct 至 24.66%，其中销售费用率 4.27%（-12.52pct）、管理费用率 17.8%（-56.91pct）、财务费用率 2.59%（+3.72pct）。费用端同比大幅减少主要系 20Q1 受疫情影响人工景区自 1 月末停业至 6 月中旬，期间景区闭园，但人工、场地、能源消耗费用等成本无法持续削减，费用基数较大。从一季度经营情况来看，人工景区恢复进程较快，业绩同比大增、费用端随着园区正常运营大幅下滑。叠加三月中旬文旅部取消景区承载人数限制，对低风险

图 48：人工景区归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

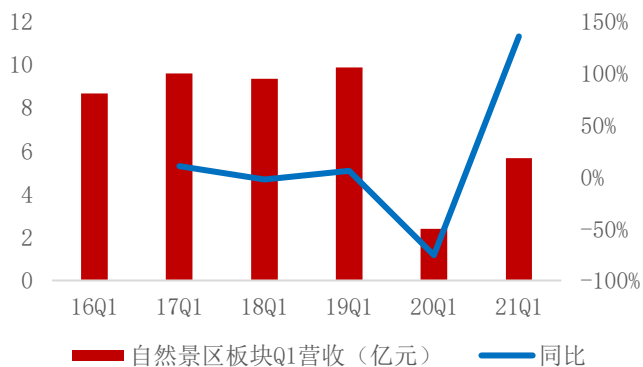
图 50：人工景区各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

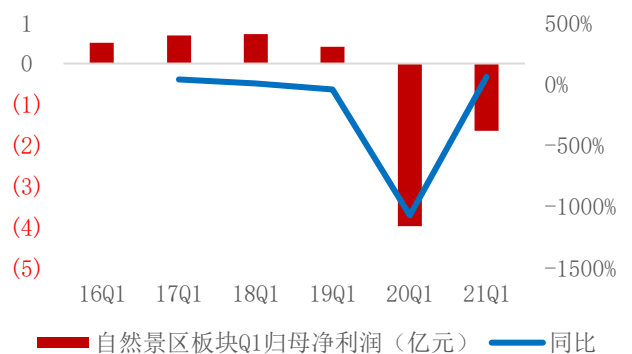
地区不再做统一要求，人工景区依托其强大的复制、再生能力将持续带动业绩修复。

图 51：自然景区 Q1 营收及增速



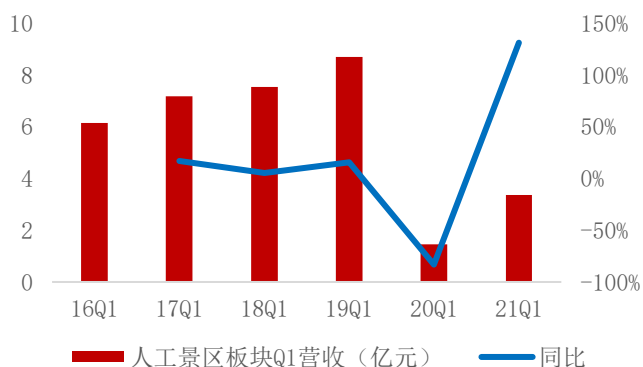
数据来源：wind，山西证券研究所

图 52：自然景区 Q1 归母净利润及增速



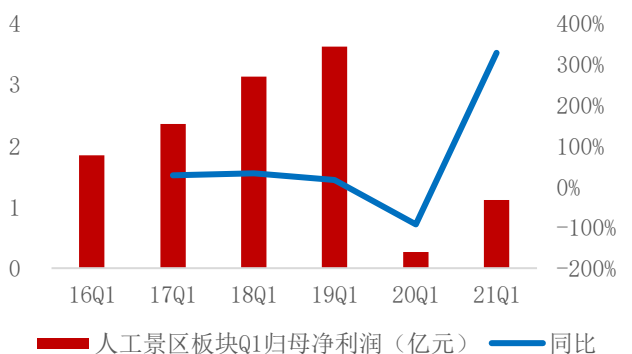
数据来源：wind，山西证券研究所

图 53：人工景区 Q1 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 54：人工景区 Q1 归母净利润及增速

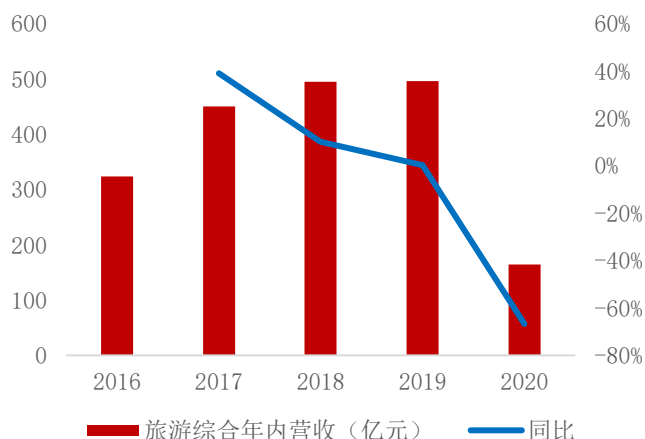


数据来源：wind，山西证券研究所

2.4 旅游综合——出境游业务持续悲观拖累板块整体业绩

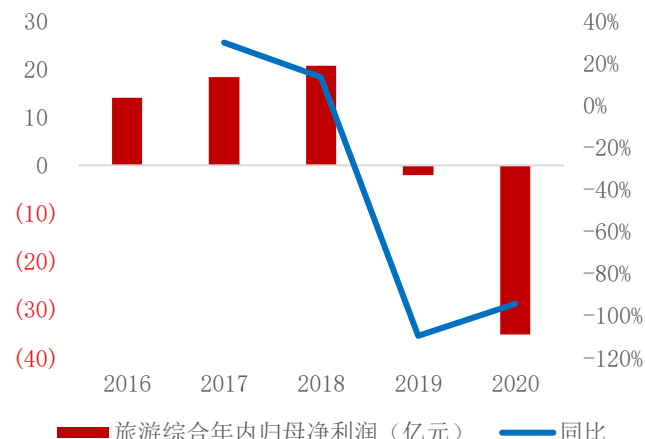
2020 年旅游综合板块实现营收 164.74 亿元 (-66.56%)，归母业绩亏损 35.14 亿元，同比上年增亏 37.13 亿元。报告期内岭南控股、凯撒旅业、众信旅游、腾邦国际以旅行社、出入境批发零售业务为主的公司年内持续亏损，拖累旅游综合板块整体业绩低迷，仅丽江股份、云南旅游、三特索道期内实现盈利。毛利率下滑 0.91pct 至 16.71%，净利率-23.68% (-23.73pct)。整体费用率 29.89% (+15.51pct)，销售费用率 13.12% (+5.03pct)、管理费用率 12.31% (+7.39pct)、财务费用率 4.46% (+3.09pct)。

图 55：旅游综合板块营收及增速



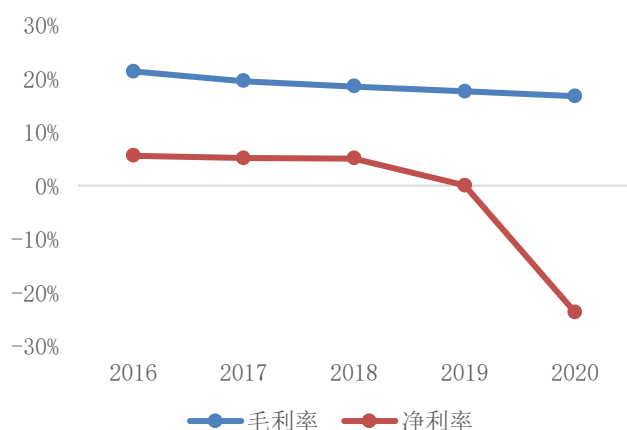
数据来源：wind，山西证券研究所

图 56：旅游综合板块归母净利润及增速



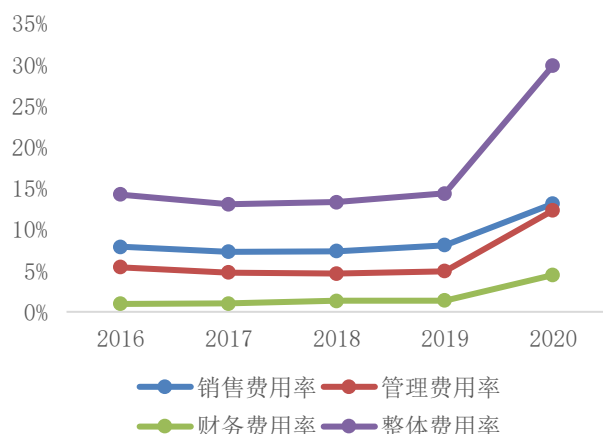
数据来源：wind，山西证券研究所

图 57：旅游综合板块毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

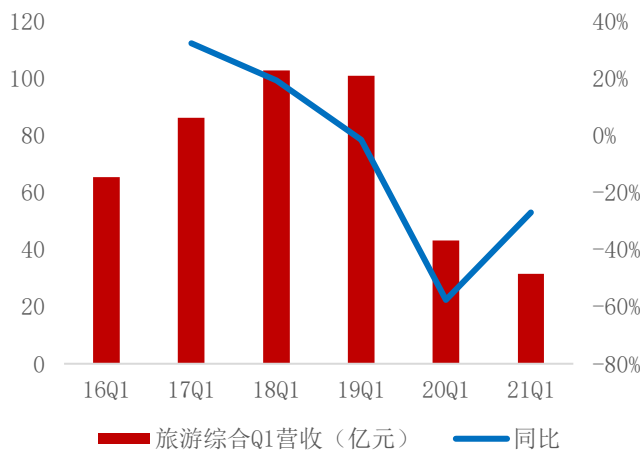
图 58：旅游综合板块各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

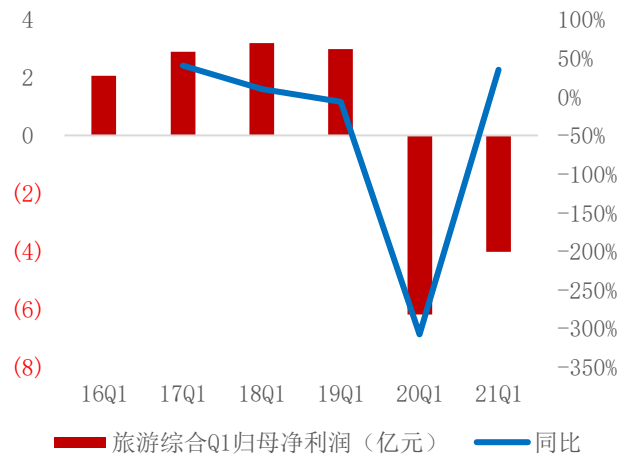
21Q1 旅游综合板块实现营收 31.39 亿元 (-27.16%)，恢复至 2019 年同期 31.12%；归母业绩亏损 4.02 亿元 (+34.8%)，亏损同比减少 2.15 元。毛利率 16.62% (+6.25pct)、净利率-14.84% (+2.44pct)。整体费用率 33.12% (+6.49pct)、销售费用率 12.91% (-0.28pct)、管理费用率 14.25% (+4.27pct)、财务费用率 5.96% (+2.5pct)。21Q1 板块业绩持续低迷，仅云南旅游实现盈利，岭南控股、凯撒旅业、三特索道、众信旅游、腾邦国际、中青旅、曲江文旅亏损均在千万以上。短期内出入境业务仍然较难复苏，疫情在各国出现第三波反弹叠加病毒变异，增大出入境旅游服务业务复苏不确定性，预计全年旅游综合板块业绩持续承压。

图 59：旅游综合板块 Q1 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 60：旅游综合板块 Q1 归母净利润及增速

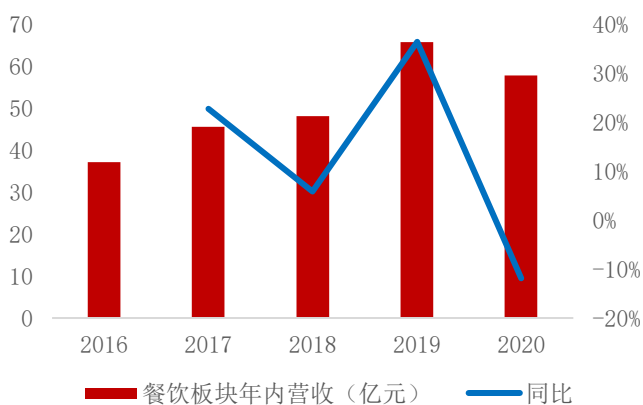


数据来源：wind，山西证券研究所

2.5 餐饮——连锁化进程不断加速，行业内公司表现分化

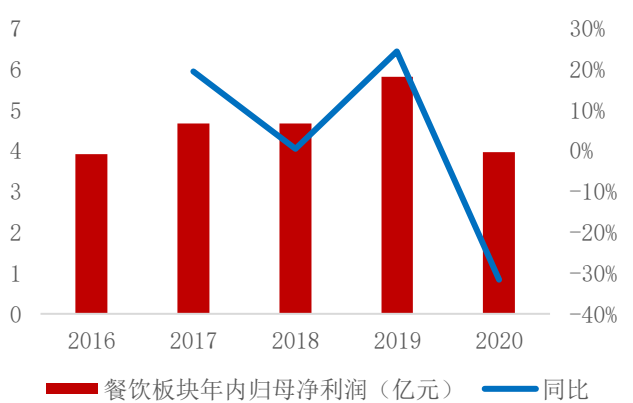
2020 年餐饮板块实现营收 57.77 亿元 (-11.9%)，归母净利润 3.95 亿元 (-31.65%)。毛利率 35.45% (-17.63pct)、净利率 6.45% (-2.28pct)。整体费用率 27.26% (-13.91pct)、销售费用率 16.64% (-15.68pct)、管理费用率 10.89% (+1.65pct)、财务费用率-0.27% (+0.12pct)。餐饮板块表现分化，同庆楼全年单季度均实现盈利，广州酒家受年内中秋节较往年有所退后影响月饼旺季收款期至 Q2 略有亏损，其余季度均实现盈利，全聚德全年未实现盈利拖累板块整体业绩。

图 61：餐饮板块营收及增速



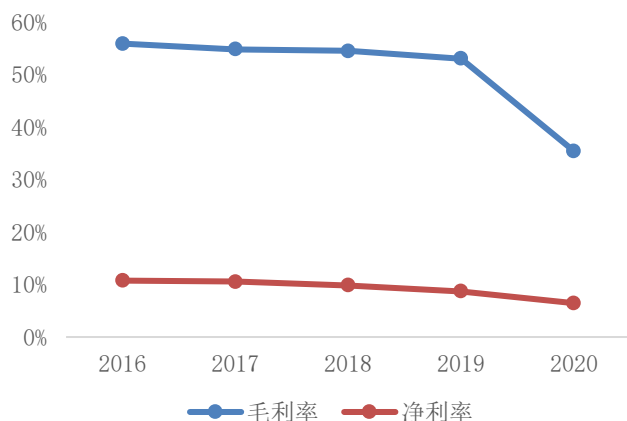
数据来源：wind，山西证券研究所

图 62：餐饮板块归母净利润及增速



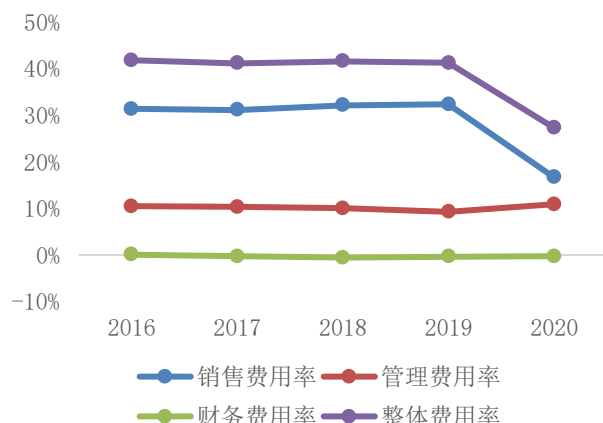
数据来源：wind，山西证券研究所

图 63：餐饮板块毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

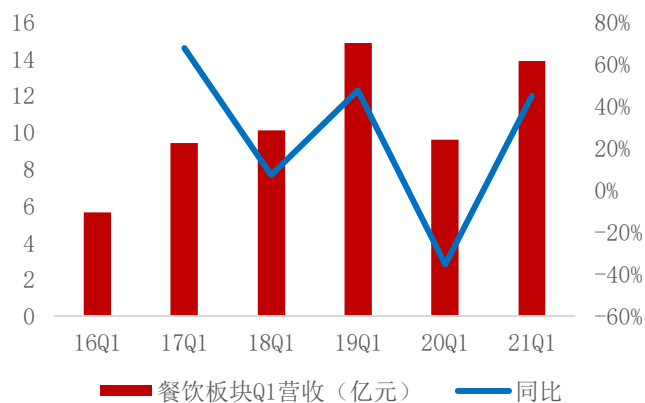
图 64：餐饮板块三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

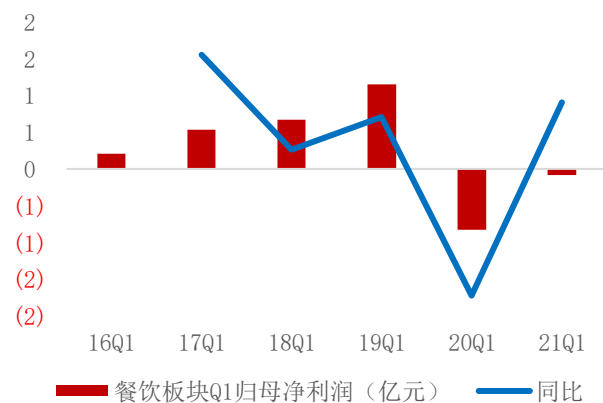
21Q1 餐饮板块实现营收 13.88 亿元 (+44.9%)，恢复至 2019 年同期 93.46%；归母业绩亏损 0.08 亿元 (+90.1%)。毛利率 30.18% (+7.53pct)、净利率-0.92% (+8.7pct)。整体费用率 29.21% (-0.01pct)、销售费用率 18.32% (+0.49pct)、管理费用率 10.21% (-1.5pct)、财务费用率 0.69% (+1.01pct)。板块业绩持续亏损系全聚德、西安饮食 21Q1 均亏损 4 千多万所致。

图 65：餐饮板块 Q1 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 66：餐饮板块 Q1 归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

3.重点关注公司及投资建议

3.1 投资建议

由于休闲服务行业整体具有人群高度密集属性，疫情反复对行业整体影响较大。21 年一季度区域疫情反复、就地过年政策影响部分公司业绩，行业整体业绩基本恢复至正常年份六成水平。从 21Q1 各子板块营收相较 2019 年同期情况来看，免税（132%）>餐饮（93.46%）>酒店（69.3%）>自然景区（57.3%）>人工景区（38.55%）>旅游综合（31.12%），21Q2 起休闲服务各子板块业绩有望全面复苏。在小长假、暑假等带动下，酒店、景区以及餐饮等旅游行业上下游行业景气度持续提升，政策端取消低风险地区景区人数限制、门票收入有望持续提升贡献业绩，叠加国际疫情仍不乐观、消费者年内出游需求继续落实在国内，休闲度假景区、中心城市周边游成为首选旅游目的地。从各子板块复苏进度来看，围绕旅游产业链以及小长假推动，景区、酒店、餐饮自上而下复苏空间可观。疫情至暗时刻已过，业绩端触底企稳回升，行业年内继续业绩修复主线。

3.2 重点推荐标的

3.2.1 中国中免：关注后续机场租金协议落地可能

投资建议：从 2020 年业绩来看，中国免税市场是全球唯一实现正增长的免税市场，公司凭借下半年经营一举成为全球免税销售额 top1 公司。从一季度海关数据来看，海南免税销售额中免占 90%+，多家免税主体竞争不改龙头卡位优势。打击代购行动利于行业长期良性发展。海南十四五规划中继续大书离岛免税业务，计划年内落地免税销售邮寄送达、本岛居民返岛提取等措施，预计 2022 年实现免税销售额 1000 亿，十四五期间吸引免税消费回流 3000 亿。上海机场租金协议带动销售费用大减，北京机场、广州机场谈判尚在进行中，未来新租金协议可期。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.07\8.08\11.01，2021-2023 年 PE 分别为 49.2\37\27.1，维持“增持”评级。

3.2.2 首旅酒店：定增优化资本结构，环球影城开业加强品牌影响力

投资建议：公司年内经营状况持续改善，2021 年游客出行基本继续落实在国内加快酒店行业复苏进程。公司深耕北京市场，5 月环球影城开业带动环京游客提升，公司在环球影城景区及周边布局多个酒店，借助

强大 IP 引流提振入住率，首旅集团投资园区多个餐饮、休闲娱乐板块，资源协同优势显著。

公司拟定增募资不超过 30 亿，首旅集团认购不超 10.31 亿。本次非公开发行募集资金总额不超过 30 亿元，用于酒店扩张及装修升级项目 21 亿元，偿还金融机构贷款 9 亿元。公司拟通过本次非公开发行募集持续扩张及升级旗下不同类型品牌酒店，满足市场多样化需求。北京正在建设环球影城主题项目作为全球知名主题乐园，将为周边上下游产业带来可观的旅游市场容量，公司拟在此地标附近规划主题酒店，以抢占市场。本次非公开发行股票募集到位后，将有效改善公司资产负债率、优化公司的资本结构、提升流动性、降低偿债风险。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89\1.11\1.24，2021-2023 年 PE 分别为 29.3\23.4\21.0，维持“增持”评级。

3.2.3 锦江酒店：境内酒店 RevPAR 稳步提升

投资建议：国内疫情基本得到有效防控，商旅出行、休闲旅游等需求持续释放提升酒店入住率；境外欧洲多国再次进入封锁状态，随着疫苗接种计划有序进行，卢浮酒店积极采取外部融资，境外业务年内有望出现拐点。公司定增获批，持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.16\1.53\1.83，2021-2023 年 PE 分别为 47.7\36.4\30.3，维持“增持”评级。

3.2.4 宋城演艺：年内继续存量项目升级改造、增量项目落地

投资建议：3 月中旬文旅部取消娱乐场所人数限制，年内公司旗下景区客流预计逐渐恢复至疫情前水平。目前城市周边游热度提升，叠加出境需求回流，长三角、珠三角、京津冀等核心客源地周边游市场升温明显，公司在大型一二线城市基本实现演艺项目覆盖。同时文旅消费市场持续下沉，三四线城市和小镇青年文旅产品消费占比不断增加，公司轻、重资产相结合，布局演艺王国、暑假夜游等产品，顺应市场潮流。年内将继续推进存量项目升级改造，提升复购率；推出“爱在”“颜色”系列，建立高中低产品矩阵；推进增量项目佛山、西塘、珠海项目建设。我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.37\0.59\0.73，2020-2022 年 PE 分别为 59.7\36.9\29.7，维持“增持”评级。

3.2.5 广州酒家：食品+餐饮双主营业务带动公司盈利能力提升

投资建议：疫情给公司带来的经营和成本压力逐渐消退，公司“食品+餐饮”双主营业务发展路径清晰。“餐饮立品牌”，旗下广州酒家、陶陶居等品牌具有广泛美誉度和市场认可度，老字号粤菜品牌具有长期投

资价值：“食品创规模”，疫情为公司食品制造业务特别是速冻食品带来巨大发展机会，随着生产基地不断投产、产能瓶颈逐渐解决，食品业务将持续增厚公司业绩、稳定品牌发展、平滑餐饮行业系统性风险。从渠道规模来看，公司逐渐走出广东、深耕华南、辐射全国，线上营收占比不断提高。同时新品研发使老字号焕发新活力、适应年轻一代口味选择。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 1.50\1.89\2.20，2021-2023 年 PE 分别为 25.58\20.36\17.49，维持“增持”评级。

表 2：重点推荐公司盈利预测预估值

证券代码	证券简称	当前股价	EPS				PE				评级
			2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
601888.SH	中国中免	295.7	3.14	6.07	8.08	11.01	94.9	49.2	36.9	27.1	增持
600754.SH	锦江酒店	59.12	0.10	1.16	1.53	1.83	538.9	47.7	36.4	30.3	增持
600258.SH	首旅酒店	23.68	-0.50	0.89	1.11	1.24	-51.8	29.3	23.5	21.0	增持
300144.SZ	宋城演艺	20.56	-0.67	0.37	0.59	0.73	-32.6	59.8	36.9	29.8	增持
603043.SH	广州酒家	38.13	1.15	1.50	1.89	2.20	33.5	25.6	20.4	17.5	增持

资料来源：wind，山西证券研究所

4.风险提示

宏观经济波动；

免税政策变化；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

表 3：2020 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	9.03	-65.44%	-17.52	-230.80%	60.93%	-10.46	-195.76%	-248.02
		大连圣亚	1.14	-64.16%	-0.70	-267.57%	11.13%	-50.10	-64.04%	-76.01
	自然景区	张家界	1.69	-60.21%	-0.92	-933.99%	-12.59%	-42.52	-54.49%	-57.16
		峨眉山 A	4.67	-57.82%	-0.39	-117.03%	26.03%	-17.42	-16.09%	-36.48
		桂林旅游	2.55	-57.93%	-2.66	-584.30%	-12.17%	-55.29	-116.21%	-120.31
		西域旅游	0.51	-78.76%	-0.43	-158.74%	0.99%	-58.75	-85.33%	-117.73
		黄山旅游	7.41	-53.89%	-0.46	-113.63%	33.81%	-22.16	-6.76%	-29.40
		西藏旅游	1.26	-32.99%	0.05	-77.24%	38.43%	-11.28	4.63%	-6.81
		长白山	1.48	-68.41%	-0.56	-174.12%	-18.75%	-53.86	-37.80%	-53.90
		天目湖	3.74	-25.62%	0.55	-55.63%	52.60%	-12.72	17.39%	-10.76
		九华旅游	3.41	-36.52%	0.55	-53.39%	41.84%	-6.29	15.99%	-5.79
酒店	酒店	华天酒店	5.15	-53.59%	-5.13	-1121.83%	8.57%	-42.27	-115.63%	-115.81
		西安旅游	2.99	-65.35%	0.38	-224.42%	5.20%	-0.18	11.10%	14.84
		大东海 A	0.16	-40.19%	-0.12	-1628.69%	17.69%	-39.58	-74.57%	-77.49
		首旅酒店	52.82	-36.45%	-4.96	-156.05%	12.62%	-81.06	-10.06%	-21.12
		锦江酒店	98.98	-34.45%	1.10	-89.91%	25.74%	-64.15	2.42%	-6.05
		金陵饭店	11.40	-4.09%	0.43	-42.36%	34.01%	-21.91	7.89%	-2.12
旅游综合	旅游综合	岭南控股	18.78	-76.45%	-2.40	-192.76%	15.23%	1.42	-13.94%	-17.56
		凯撒旅业	16.15	-73.24%	-6.98	-655.71%	18.71%	-1.66	-43.73%	-46.25
		丽江股份	4.31	-40.36%	0.70	-65.36%	55.54%	-11.54	17.60%	-14.61
		云南旅游	18.12	-37.04%	1.59	68.25%	25.34%	7.36	6.67%	4.57
		三特索道	4.05	-40.09%	0.29	150.06%	39.08%	-18.12	6.63%	3.12
		众信旅游	15.61	-87.63%	-14.80	-2257.47%	-17.47%	-27.22	-105.99%	-106.61
		腾邦国际	5.45	-83.47%	-10.49	-33.44%	-8.28%	-9.96	-217.71%	-164.04
		中青旅	71.51	-49.12%	-2.32	-140.85%	19.44%	-4.65	-3.42%	-9.90
	曲江文旅	10.77	-17.50%	-0.72	-259.60%	21.90%	-4.32	-6.62%	-10.18	
免税	中国中免	525.97	9.65%	61.40	32.64%	40.64%	-8.75	13.95%	2.66	
餐饮	餐饮	西安饮食	4.11	-17.90%	0.09	-119.11%	28.67%	-3.56	1.87%	11.46
		全聚德	7.83	-49.99%	-2.62	-686.77%	-9.24%	-67.72	-36.30%	-38.80
		同庆楼	12.96	-11.41%	1.85	-6.32%	54.77%	-0.32	14.28%	0.78
		广州酒家	32.87	8.54%	4.64	20.69%	39.33%	-13.42	14.12%	1.46
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	39.32	9.65%	1.86	22.38%	13.57%	-0.74	5.28%	0.29

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2021Q1 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	3.06	128.10%	1.32	164.99%	63.10%	76.33	41.93%	7.81
		大连圣亚	0.29	162.90%	-0.21	-11.39%	10.76%	-105.70	-79.17%	146.71
	自然景区	张家界	0.27	145.41%	-0.32	-13.89%	-46.60%	-219.85	-118.10%	218.42
		峨眉山 A	1.32	95.20%	0.01	-101.25%	20.39%	-70.00	-7.83%	133.97
		桂林旅游	0.40	46.55%	-0.55	-18.48%	-33.70%	-91.17	-145.77%	126.09
		西域旅游	0.10	309.93%	-0.10	-48.58%	-49.54%	-516.50	-105.68%	728.29
		黄山旅游	1.47	110.76%	-0.32	-58.69%	19.94%	-41.16	-22.14%	93.58
		西藏旅游	0.20	268.18%	-0.12	-34.12%	23.71%	-102.22	-64.12%	294.35
		长白山	0.10	-25.65%	-0.39	33.08%	-278.21%	-171.91	-380.33%	-167.83
		天目湖	0.78	268.95%	-0.05	-82.73%	36.31%	-50.56	-4.20%	136.52
		九华旅游	1.01	369.24%	0.18	-164.76%	41.27%	-102.69	17.43%	143.70
酒店	酒店	华天酒店	1.27	90.23%	-1.03	-24.00%	18.56%	20.22	-95.59%	144.11
		西安旅游	0.76	103.59%	-0.14	18.43%	11.78%	0.67	-19.49%	13.20
		大东海 A	0.08	134.90%	0.01	-140.36%	53.32%	14.88	12.48%	85.09
		首旅酒店	12.71	58.75%	-1.82	-65.41%	12.27%	-43.53	-15.11%	52.40
		锦江酒店	23.00	5.06%	-1.83	-207.12%	37.71%	35.20	-6.26%	-13.31
		金陵饭店	3.24	23.93%	-0.14	-28.11%	27.98%	37.07	-1.07%	4.82
旅游综合	旅游综合	岭南控股	2.88	-57.04%	-0.56	-9.47%	16.29%	9.49	-21.35%	-11.49
		凯撒旅业	2.40	-67.91%	-0.94	46.52%	18.68%	16.32	-38.30%	-29.35
		丽江股份	0.72	74.58%	-0.10	-53.77%	48.35%	11.69	-13.91%	42.45
		云南旅游	2.27	5.24%	0.04	-114.79%	28.01%	16.19	-2.40%	16.68
		三特索道	0.89	198.19%	-0.12	-84.27%	44.58%	-63.47	-13.18%	259.92
		众信旅游	0.85	-92.54%	-0.75	156.82%	11.65%	9.64	-112.60%	-109.74
		腾邦国际	4.77	403.82%	-0.74	6.54%	1.23%	0.43	-16.35%	61.62
		中青旅	13.98	16.40%	-0.65	-67.04%	16.75%	11.88	-6.37%	17.85
	曲江文旅	2.62	59.31%	-0.20	-70.21%	15.89%	-8.10	-8.50%	33.04	
免税	中国中免	181.34	137.46%	28.49	2471.06%	39.11%	42.55	18.78%	25.01	
餐饮	餐饮	西安饮食	1.09	71.36%	-0.40	-11.75%	13.19%	0.35	-37.47%	34.64
		全聚德	2.06	14.09%	-0.47	-46.80%	0.27%	-16.45	-24.80%	28.69
		同庆楼	4.04	108.26%	0.32	-17.79%	51.97%	55.84	7.81%	-11.97
		广州酒家	6.70	28.73%	0.48	289.64%	28.99%	26.54	7.10%	4.84
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	14.52	57.29%	0.39	47.18%	9.43%	10.81	3.20%	-0.24

资料来源：wind，山西证券研究所

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

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

——行业投资评级标准：

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

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

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

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

山西证券研究所：

太原

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

北京

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

