

# 海南免税销售额高速增长, 2025 年或达 465 亿美元

强于大市 (维持)

——休闲服务行业周观点(05.24-05.30)

2021 年 05 月 31 日

## 行业核心观点:

上周(5月24日-5月28日)上证综指上涨3.28%、申万休闲服务指数上涨6.93%, 休闲服务指数跑赢上证综指3.65个pct, 上周休闲服务主要子板块全线上涨: 餐饮3.81%、酒店7.86%、旅游综合7.89%、景点0.04%, 教育服务1.57%。亚太旅游零售协会(APTRA)与穆迪达维特报告联合主办的“亚太对话“网络研讨会召开, 穆迪创始人认为海南免税销售额的高速增长, 有两大关键因素: 提高限额及增加品类的离岛免税新政, 以及疫情导致的国际旅行受阻。未来随着政策的进一步放开, 预计到2025年底, 销售额或可提高到465亿美元。休闲服务行业逐渐恢复, 且疫情使得行业重新洗牌, 但仍需关注国内疫情复发态势。短期来看, 受压抑的旅游需求转向国内市场, 景区、酒店业绩改善明显, 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。

## 行业相对沪深 300 指数表现



数据来源: 聚源, 万联证券研究所

## 相关研究

海南不仅有免税购物, 积极打造“全能”自由贸易港

首届消博会进场观众超过 24 万人次, 直播间引导成交额 6800 万元

首届中国消博会官方主题论坛成功举办, 中免集团跃居全球旅游零售商第一位

- 1、旅游:** 建议关注: 1) 受益于旅游和商务出行活动逐步恢复的**酒店龙头**; 2) 受益于旅游活动逐步恢复的**景区龙头**; 3) 积极转变发展模式且与免税合作的**头部旅行社**; 4) 受益消费回流和免税新政的**免税板块**。
- 2、教育:** 随着正常教学秩序的逐步放开与竞赛活动的回温, 建议关注教育资源优质、有效控制获客与授课成本的**在线培训机构、职教龙头**。

## 投资要点:

- **行情回顾:** 上周(5月24日-5月28日)上证综指上涨3.28%、申万休闲服务指数上涨6.93%, 休闲服务指数跑赢上证综指3.65个百分点, 在申万28个一级行业指数涨跌幅排第1。年初至今上证综指上涨3.68%、申万休闲服务指数上涨18.02%, 申万休闲服务指数跑赢上证综指14.35个百分点, 在申万28个一级子行业中涨幅排名第2。
- **行业相关新闻:** 1) **旅游:** APTRA 亚太对话: 蓬勃发展的海南离岛免税市场的机会与挑战; 马蜂窝: 发布端午趋势, 重庆、长沙依旧“最红”; 全球旅游零售业走在努力恢复的路上, 多家品牌有意参加世界免税协会(TFWA)戛纳展会。 2) **教育:** 充分认识教育法修订重大意义, 切实做好贯彻实施;
- **上市公司重要公告:** 西藏旅游、昂立教育高管变动, 民生教育经营活动。
- **风险因素:** 1、自然灾害和安全事故风险。2、政策风险。3、投资并购整合风险。

## 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:

王鹏

电话: 15919158497

邮箱: wangpeng1@wlzq.com.cn

## 研究助理:

李滢

电话: 15521202580

邮箱: liying1@wlzq.com.cn

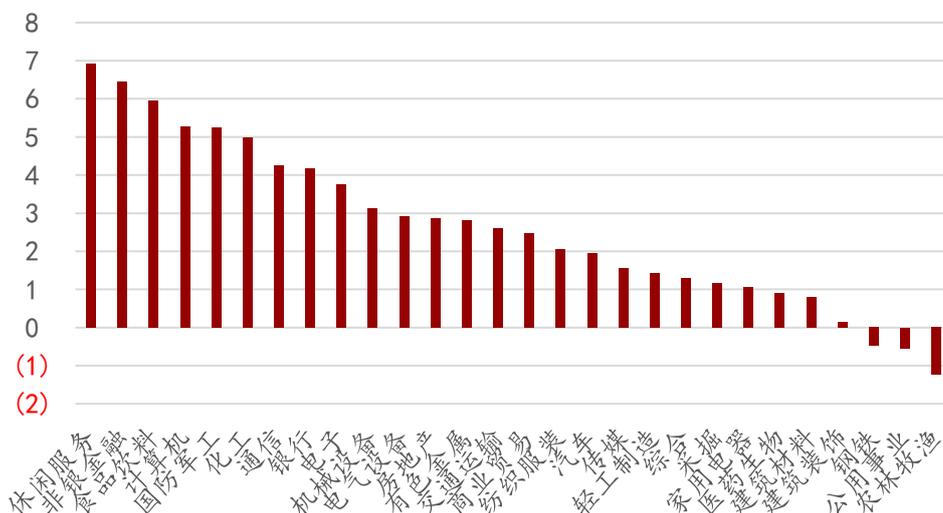
## 正文目录

1 行情回顾.....	3
2 行业重要事件.....	4
2.1 旅游.....	5
2.2 教育.....	8
3 过去一周上市公司重要公告.....	10
4 投资建议.....	10
5 风险提示.....	10
图表 1: 上周休闲服务板块涨跌幅 (%) 位列第 1.....	3
图表 2: 年初至今休闲服务板块涨跌幅 (%) 位列第 2.....	3
图表 3: 子板块周涨跌幅 (%) 情况.....	4
图表 4: 子板块 PE 估值情况_20210528.....	4
图表 5: 个股涨跌情况_20210528.....	4
图表 6: 过去一周上市公司重要公告.....	10

## 1 行情回顾

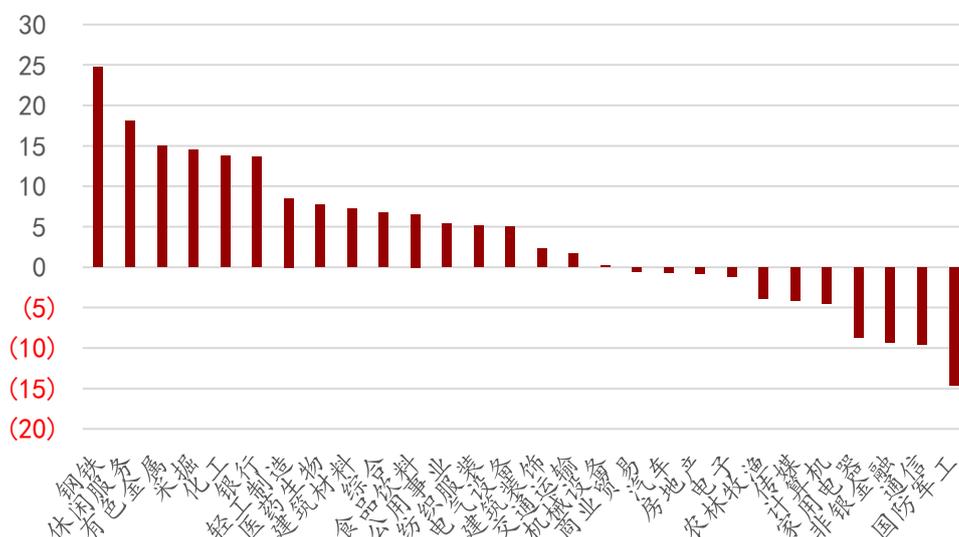
上周（5月24日-5月28日）上证综指上涨3.28%、申万休闲服务指数上涨6.93%，休闲服务指数跑赢上证综指3.65个百分点，在申万28个一级行业指数涨跌幅排名第1。年初至今上证综指上涨3.68%、申万休闲服务指数上涨18.02%，申万休闲指数跑赢上证综指14.35个百分点，在申万28个一级子行业中涨幅排名第2。

图表1：上周休闲服务板块涨跌幅（%）位列第1



资料来源：Wind，万联证券研究所

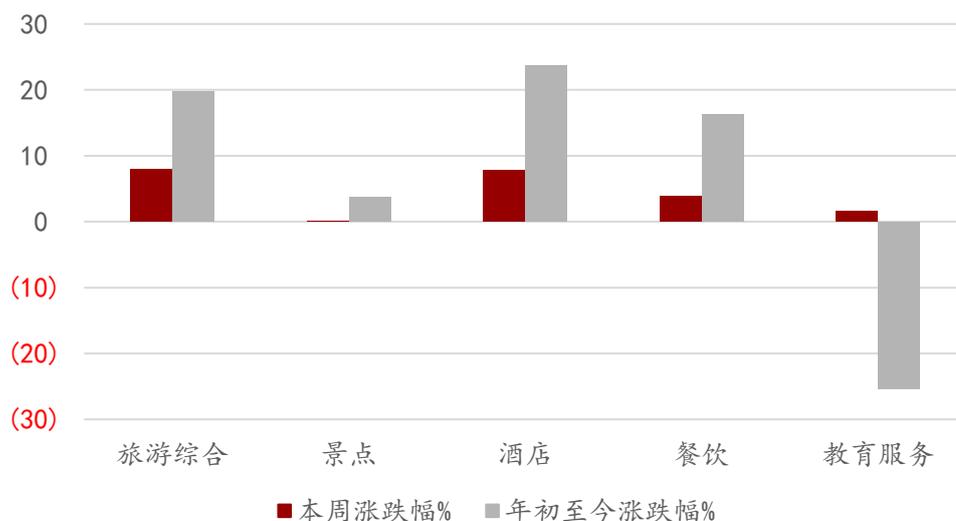
图表2：年初至今休闲服务板块涨跌幅（%）位列第2



资料来源：Wind，万联证券研究所

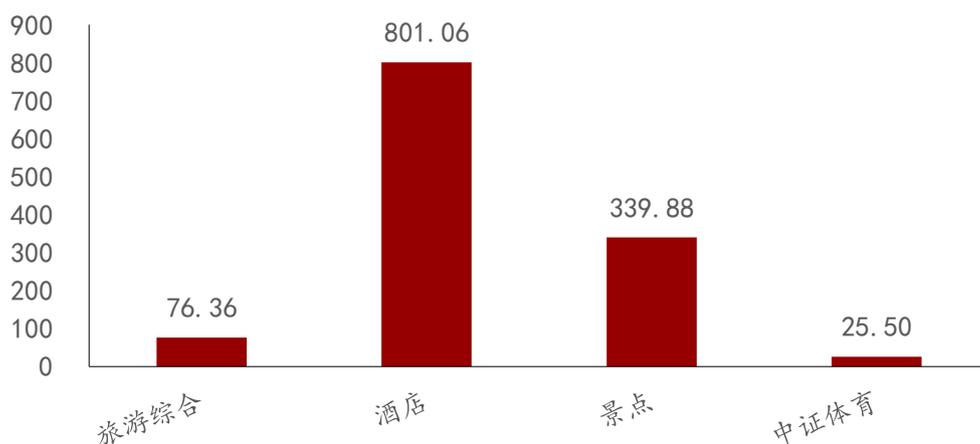
上周休闲服务主要子板块全线上涨：餐饮3.81%、酒店7.86%、旅游综合7.89%、景点0.04%，教育服务1.57%。板块的PE估值为酒店801.06、景点339.88、旅游综合76.36。

图表3: 子板块周涨跌幅 (%) 情况



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表4: 子板块PE估值情况\_20210528



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表5: 个股涨跌情况\_20210528

板块名称	领涨股票 (%)	领跌股票 (%)
休闲服务	*ST 海创 (16.22)	*ST 东海 A (-9.69)
	首旅酒店 (11.73)	三特索道 (-3.45)
	*ST 西域 (11.34)	岭南控股 (-3.42)
教育服务	拓维信息 (19.32)	科德教育 (-4.67)
	国新文化 (11.79)	三盛教育 (-3.64)
	中国高科 (4.83)	学大教育 (-2.62)

资料来源: Wind, 万联证券研究所

## 2 行业重要事件

## 2.1 旅游

### 文化和旅游部、国家开发银行出台意见，进一步加大开发性金融支持文化产业和旅游产业高质量发展

文化和旅游部、国家开发银行日前出台《关于进一步加大开发性金融支持文化产业和旅游产业高质量发展的意见》(以下简称《意见》)，提出支持重点重大项目建设、支持试点示范工作推进、支持产业创新发展、支持各类市场主体发展壮大、支持产业国际合作五方面主要任务，以及做好融资规划、做好资金支持、提供综合性金融服务三项政策措施。

根据《意见》，文化和旅游部、国家开发银行会同相关部委、金融机构，进一步加大对文化产业和旅游产业领域重点重大项目的金融支持力度，共同建立项目全流程、全周期管理服务机制，促进项目落地实施。落实京津冀协同发展、长江经济带发展、粤港澳大湾区建设、长三角一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展等重大国家战略，落实“十四五”规划各项部署，强化相关文化和旅游项目的投融资保障，做好投融资辅导、支持和评估工作。加大对长城、大运河、长征、黄河等国家文化公园范围内文化产业和旅游产业项目的推介、服务、融资支持。

《意见》提出，支持国家文化和旅游消费示范城市、试点城市文化和旅游消费场所及设施建设。支持国家文化产业和旅游产业融合发展示范区、国家级夜间文化和旅游消费集聚区建设。做好全国研学旅行示范基地、国家全域旅游示范区、国家A级旅游景区、国家级旅游度假区、国家级旅游休闲城市和街区、全国红色旅游经典景区、历史文化名城名镇名村、全国乡村旅游重点村镇等融资支持。

《意见》还提出，积极运用开发性金融支持数字文化产业发展，支持5G等新技术的应用，扶持一批文化、旅游与科技融合发展示范类项目和新型文化企业。推动服务于中小微文化和旅游企业的特色金融产品、服务创新，依托国家文化与金融合作示范区推动合作模式和机制创新。加大对“一带一路”文化产业和旅游产业国际合作重点项目的开发性金融支持。(文旅部官网)

[https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202105/t20210526\\_924746.htm](https://www.mct.gov.cn/whzx/whyw/202105/t20210526_924746.htm)

### 全球旅游零售业走在努力恢复的路上，多家品牌有意参加世界免税协会(TFWA)戛纳展会

据TRBusiness报道，多家知名的香化、时装与配件、烈酒与葡萄酒、糖果品牌已加入到不断扩大的参展名单中，如果按照计划进行，他们将参加于10月24日至28日在戛纳举行的TFWA展览会。

来自香奈儿和欧莱雅的香化、法国鳄鱼(Lacoste)和杰尼亚的时装与配饰，百富门和轩尼诗的酒类，以及来自亿滋国际与阿尔纳斯马的食品在本周也决定参展亮相。

Jaya Singh, TFWA主席与亿滋旅游零售欧洲瑞士董事总经理提到：“参与我们戛纳展会的知名免税旅游零售品牌总是那么令人印象深刻，再次，我们热烈欢迎支持我们多年的各品牌。”

“他们的列席将为今年展会增添更多活力，毫无疑问，与会的各位将热衷于了解更多有关旅游零售业导向的最新创新和未来计划。”

他还补充道：“当然，我自己的亿滋团队也会出席，我知道我的同事们在许久时间之

后热烈期盼面对面的会议，对于戛纳来说，也是一个完美的机会对于商业的复苏和所有主要相关方面制定计划。这些都是在一起成长的一部分。”

来自香奈儿旅游零售总监Hervé Ducros提道：“今年品牌非常期待与各位业界同事与伙伴在TFWA会展上见面。”

他同时强调：“此次展会对于我们来说是‘必去’的，我们又一些新的计划要与我们的业界伙伴去分享，希望会对行业恢复做出贡献。我们坚信10月份的举办日期可以确保有最大的参展，我们期望与业界专家一起参加此次盛会。”

来自轩尼诗旅游零售部门的Donatienne de Fontaines-Guillaume也补充道：“会面、分享与互动仍是我们的商业重点”

“与行业伙伴、同事与朋友共聚一堂来一同建立美好未来 - 我们的未来 - 在戛纳的TFWA展会上是非常重要的，团结是我们更强大，我迫不及待与大家见面并为旅游零售，健康和友谊举杯。”

来自阿尔纳斯马的销售总监Patrick Dorais相信戛纳是来自世界各地新晋品牌的绝佳展示平台。“作为中东的领先者，我们期望与来自全世界的买手在这一国际舞台上会面。”

“当前的环境为各大一些发展中的品牌提供了巨大机会，与具有潜力的新合作伙伴交流的绝佳机会来扩大业务”

“在阿尔纳斯马，我们相信，现在是时候让各旅游零售商用旅游零售新概念真正带给消费者惊喜并超过他们的预期。”

同时，来自Brown-Forman的全球旅游零售副总裁Aude Bourdier也表示TFWA会展代表着旅游零售渠道重新进入国际商贸。“Brown-Forman全球旅游零售团队很高兴能与各位朋友、合作伙伴与客户会面，重新整装待发”

来自Lacoste的欧中非及全球旅游零售CEO, Marco Dippe总结道：“TFWA展会一直并将继续为旅游零售与免税渠道提供一个绝佳的平台。”

“我们相信成衣部分会在销售增长、满足消费者需求方面发挥重要作用，同时戛纳展会将展出我们最新的产品系列与概念，与我们的合作伙伴一道共促旅游零售之复苏。”（DFE）

<https://mp.weixin.qq.com/s/sFqrht0uJp6-N1DbZOP6Vg>

### 马蜂窝：发布端午趋势，重庆、长沙依旧“最红”

距离端午还有两周左右时间，消费者迎接假期的旅行计划已经开始制定起来。近日，马蜂窝旅游基于平台大数据发布了2021年端午节假期旅游趋势。数据显示，今年端午期间的国内酒店、机票价格上涨明显，北京、三亚、上海、成都等地成为热门旅游预订城市，周边游、短途游成为这个假期的主要出游方式。

马蜂窝平台预订数据显示，端午期间的机票均价在890元左右，要高于2019年同期49%。其中最火爆的十条航线分别为：成都—广州—上海、重庆—北海、武汉—乌鲁木齐、乌鲁木齐—成都—武汉、南京—丽江、杭州—重庆、兰州—北京、长沙—上海。从预测趋势来看，端午小长假前一天（6月11日）将迎来出行高峰。

马蜂窝旅游研究中心负责人冯饶说道：“以从北京出发为例，有些目的地的端午机票价格比‘五一’便宜三成，是一个错峰出游的好机会。”

在住宿方面，今年酒店的均价比疫情前的2019年上涨51%。三亚是当之无愧的度假胜地，其在马蜂窝平台上的酒店预订量全国第一。包括三亚亚龙湾迎宾馆、三亚哈曼度假酒店、三亚亚龙湾喜来登度假酒店等7家酒店冲进高热度酒店预订的前20位。此外，北京、上海、成都、青岛、长沙、澳门、杭州、南京等城市也颇受欢迎。

在马蜂窝此前发布《NEW WAVE年轻人品质旅游报告》中显示，年轻人对旅游品质的重视同样体现在对文化元素的追求上。2020年国内文化类景区门票在国内景区门票中的订单占比同比提升11.3%。其中，以户外观光体验为主的古镇类景区门票订单占比上升21.4%，古墙/门/楼/塔类景区门票订单占比上升9.6%。通过马蜂窝旅游大数据分析，今年端午，年轻游客对人文历史类的经典依然青睐有加——北京故宫博物院、南京博物院等预订热度居高不下；敦煌莫高窟、张掖丹霞国家地质公园等西北目的地景区预订排名也位居前列。此外，贵州西江千户苗寨、广州长隆野生动物世界、张家界天门山国家森林公园、北京颐和园、广州长隆欢乐世界、西安陕西历史博物馆都进入热门景区预定榜单排名前10。

作为国内最大的旅游社区，上马蜂窝寻找旅游灵感、制定旅游攻略早已成为游客在出游前必做的事情。根据马蜂窝发布的“北极星攻略”搜索及浏览数据显示，长沙、成都、重庆、新疆、西安、青岛等地经典必游全攻略关注度最高。

2021年，国内旅游复苏步入快车道，游客被压抑的旅游需求加速释放。当中长途的旅行需求全面回归后，深度结构化、系统化的决策类内容迎来了新的需求井喷时期。马蜂窝自去年开始不断升级内容工具，从新攻略品牌“北极星攻略”到上线新栏目“好货情报局”，不断尝试以更专业、更高效的旅行玩乐内容来满足用户需求，其包含攻略、图文、视频和直播等在内的内容“森林体系”已经成为影响年轻游客出游消费决策的第一入口。（品橙网）

<https://www.pinchain.com/article/248072>

### APTRA亚太对话：蓬勃发展的海南离岛免税市场的机会与挑战

5月27日下午4时，亚太旅游零售协会（APTRA）与穆迪达维特报告（The Moodie Davitt Report）联合主办的“亚太对话“网络研讨会召开。会上，对蓬勃发展的海南离岛免税业务进行了相关讨论。

除了穆迪达维特报告的创始人和董事长Martin Moodie(活动主持人)和亚太旅游零售协会的主席Sunil Tuli之外，四位发言人还就海南市场的发展所带来的挑战和机遇阐述了自己的看法。

Star Brands 旅游零售CEO, Rob Robertson 谈了关于品牌在海南建立和发展，维护品牌良好形象及人力资源管理和培训、销售和沟通方面的问题。

Paccaya Resources Limited CEO, Andrew Ford（前TFWA首席执行官，亚太旅游零售协会主席）在分析海南商业前景的同时，也分享了当下的市场动态和未来的发展方向。

金诚同达律师事务所的高级合伙人Stephen Peng谈到了海南免税监管、牌照，同时涉及了海南市场如何适应未来的市场变化等相关问题。

Global Drinks Limited的董事总经理Harry Kartasis谈到了有关物流供应链及免税品标签等相关问题。

首先研讨会由Martin Moodie主持开场，Martin先生结合海南当下的现状，概述了从2011年9月开始的离岛免税政策发布之后，销售额上升趋势，以及由于疫情原因，消费回流，销售额去年增长127%。Martin先生分析两个主要的因素，第一，去年7月份实施的离岛免税新政，离岛免税额度的提高，并且相对于以前增加了如电子产品，洋酒类等的新的品类；第二，由于疫情的影响，国际旅行受阻，海南成为中国旅行者的旅游购物天堂。

Martin先生还在随后的发言中提出：“预计今年海南离岛免税的销售额会攀升至90亿美元，2022年底，或将攀升至150亿美元。最近政府的相关部门也表示，到2025年底，销售额或可提高到465亿美元，这将是一个巨大增长，如果举例来说，比如韩国的免税市场，在2019年疫情之前，达到213亿美元。我们是否能看北亚的免税市场未来长期均势倾斜？还是临时过渡？”

他还提到：“从全球免税业来看，所有的‘道路’都通向中国，‘高速公路’则直通海南。各品牌、零售商、分销商都想分一杯羹。今天，我们看到的只是一些表面上的小问题，把海南比做成21世纪的掘金之地，这是因为行业的飞速发展，尤其是随着法律法规框架的不断变化，不可避免地在成长过程中有些问题。本次研讨会旨在更好的了解海南机遇，从参与者、问题本身、挑战、机遇与变化等方面来谈一下海南未来的发展前景。

同时，与会的Sunil Tuli表明了海南面对的发展机遇以及日后新晋者所面临的挑战。Andrew Ford也补充说到，“以往依靠中国消费者的这些机场不得不去想一想如何扩大这些消费。机场业需要改变他们以往的商业模式，因为恢复到2019年疫情之前的国际客流量需要大概5年的时间。”Andrew Ford同时也提到目前的价格战的现象，特别是美妆品牌。

Stephen Peng表示，相关部门会出台一些制度对离岛免税业务的约束，确保离岛免税牌照的长期价值；他还表示，离岛免税目前颁发了10张，所有持照者均为国有企业，牌照的审批手续非常严格。

Rob Robertson从品牌的角度阐述了一些见解，首先他说明了中国奢侈品消费市场有很大潜力，品牌方面需要不断努力，同时面临的一些挑战，比如人员的招聘与培训；品牌在海南的团队构建；以及对相关管理人员的培训及职业发展规划；对新晋品牌与流行趋势不够了解等问题。

Harry Kartasis的简述从供应链角度来分析海南离岛免税的运营，包括免税品的进口路线，贴标签的要求和海关对应的文书要求等方面实际面临的问题。(DFE)

<https://mp.weixin.qq.com/s/-7LvyI1eqXG3vr4g1X6-BQ>

## 2.2 教育

### 充分认识教育法修订重大意义，切实做好贯彻实施

教育部办公厅近日印发《关于学习宣传贯彻实施新修订的教育法的通知》，就做好新修订的教育法的学习宣传和贯彻实施工作作出部署。

《通知》要求，要充分认识教育法修订的重大意义。教育法是教育领域的基本法，

是全面依法治教的法律基础。此次教育法修订，是贯彻落实党的十九大精神、全国教育大会精神的重要举措，是对教育基本法律制度的进一步完善。修订的五个条款，丰富了教育的指导思想、凸显了教育的重要地位、完善了教育方针、充实了教育内容，健全了“培养什么人、怎样培养人、为谁培养人”的法律规范和制度要求，对构建德智体美劳全面培养的教育体系、推动教育高质量发展意义重大。

《通知》强调，要认真组织学习新修订的教育法的主要内容。与党史学习教育结合起来，深入了解加强党对教育事业的领导的历史与现实意义，了解党的教育方针的历史演变，深刻领悟将习近平新时代中国特色社会主义思想作为教育指导思想是新时代教育发展的必然要求。与贯彻落实习近平总书记关于教育的重要论述结合起来，深刻领悟教育国之大计、党之大计的重要地位和对提高人民综合素质、促进人的全面发展、增强中华民族创新创造活力、实现中华民族伟大复兴的决定性意义，把习近平总书记关于教育的重要论述转化为法律的刚性约束和制度规范。与贯彻落实习近平法治思想结合起来，深刻领悟教育法修订对全面推进依法治教的重要意义，发挥法治固根本、稳预期、利长远的重要作用，在法治轨道上推进教育治理体系和治理能力现代化。与破解教育领域突出问题结合起来，深刻领悟教育公平是社会公平的重要基础，领会新修订的教育法对保障教育公平、维护人民群众教育获得感、坚持以人民为中心发展教育的重要意义。

《通知》要求，要切实做好新修订的教育法的贯彻实施工作。一是健全党对教育事业全面领导的体制机制。各地各校要进一步健全、完善党的领导组织体系、制度体系、工作机制，形成党的领导纵到底、横到边、全覆盖的工作格局。二是全面贯彻落实党的教育方针。要按照新修订的教育法第五条“教育必须为社会主义现代化建设服务、为人民服务，必须与生产劳动和社会实践相结合，培养德智体美劳全面发展的社会主义建设者和接班人”，规范对党的教育方针的表述，使党的教育方针成为广大教育工作者耳熟能详、自觉运用的日常规范。三是依法推进教育改革发展。要将新修订的教育法对教育在中华民族伟大复兴历史进程中战略地位的最新定位，自觉转化为保障教育优先发展的体制机制和制度规范，落实到教育事业“十四五”发展规划等各项教育政策、法规规章和规范性文件中。四是着力维护教育公平公正。要坚持把促进公平作为基本教育政策，全面把握新修订的教育法对冒名顶替行为违法情形、处罚办法的规定，坚决依法打击冒名顶替入学行为，依法完善考试招生的制度规范，加大对违法违规行为的查处力度，切实维护考试招生秩序和教育公平正义。

2021年4月29日，第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十八次会议审议通过了《全国人民代表大会常务委员会关于修改〈中华人民共和国教育法〉的决定》，2021年4月30日起施行。（教育部官网）

[http://www.moe.gov.cn/jyb-xwfb/gzdt-gzdt/s5987/202105/t20210525\\_533514.html](http://www.moe.gov.cn/jyb-xwfb/gzdt-gzdt/s5987/202105/t20210525_533514.html)

### 3 过去一周上市公司重要公告

图表6: 过去一周上市公司重要公告

#### 社服行业上市公司公告

<p><b>高管变动</b>      5月26日      西藏旅游</p>	<p>西藏旅游发布公告，聘任刘德军先生担任公司副总裁，任期自公司董事会审议通过之日起至公司第七届董事会届满。</p>
---	--

#### 教育行业上市公司公告

<p><b>经营活动</b>      5月26日      民生教育</p>	<p>民生教育在港交所公告称，4.1亿元价格收购电大在线50%股权，从而持有电大在线及奥鹏教育100%股权。</p>
<p><b>高管变动</b>      5月29日      昂立教育</p>	<p>昂立教育2021年5月28日晚间公告称，宋培林因个人原因申请辞去公司副总裁等职务。</p>

资料来源：公司公告，万联证券研究所

### 4 投资建议

上周（5月24日-5月28日）上证综指上涨3.28%、申万休闲服务指数上涨6.93%，休闲服务指数跑赢上证综指3.65个pct，上周休闲服务主要子板块全线上涨：餐饮3.81%、酒店7.86%、旅游综合7.89%、景点0.04%，教育服务1.57%。亚太旅游零售协会（APTRA）与穆迪达维特报告联合主办的“亚太对话”网络研讨会召开，穆迪创始人认为海南免税销售额的高速增长，有两大关键因素：提高限额及增加品类的离岛免税新政，以及疫情导致的国际旅行受阻。未来随着政策的进一步放开，预计到2025年底，销售额或可提高到465亿美元。休闲服务行业逐渐恢复，且疫情使得行业重新洗牌，但仍需关注国内疫情复发态势。短期来看，受压抑的旅游需求转向国内市场，景区、酒店业绩改善明显，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。

1、**旅游**：建议关注：1）受益于旅游和商务出行活动逐步恢复的**酒店龙头**；2）受益于旅游活动逐步恢复的**景区龙头**；3）积极转变发展模式且与免税合作的**头部旅行社**；4）受益消费回流和免税新政的**免税板块**。2、**教育**：随着正常教学秩序的逐步放开与竞赛活动的回温，建议关注教育资源优质、有效控制获客与授课成本的**在线培训机构、职教龙头**。

### 5 风险提示

- 1. 自然灾害和安全事故风险。** 游客流动性和异地性，造成旅游行业面临自然灾害和安全事故时应对更加复杂困难，游客接待量是影响旅游行业的主要因素，自然灾害、重大疫情、大型活动、安全事故等因素将会对旅游行业经营业绩产生负面影响。
- 2. 政策风险。** 主要包括免税专营政策变化、签证政策变化风险。口岸进境免税店通过招标方式确定经营主体，进境免税业务的争夺进入了市场化阶段，免税行业面临国家免税专营政策逐步放开的风险、签证政策变化的风险，给免税企业预期经营收益带来不确定性。如果签证政策收紧，可能影响免税和出境游业务。
- 3. 投资并购整合风险。** 行业近年来并购增加，尤其是龙头公司大都通过并购延伸产业链或扩大规模，随着并购数量的增加，投后并购整合难度增大，进入新的业务领

域和团队面临团队融合的风险和企业经营的风险

## 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。

## 免责声明

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