

推荐 (维持)

短期看复苏，长期看增长

风险评级：中高风险

休闲服务行业 2021 年下半年投资策略报告

2021 年 6 月 23 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

细分行业评级

景区	推荐
酒店	推荐
餐饮	谨慎推荐
免税	推荐

休闲服务（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

投资要点：

- **行业2020年受疫情冲击较为严重，Q2开始逐步复苏。**行业2020年受疫情冲击严重，Q1本土新增病例最多，文旅部发文限制休闲娱乐场所和景区人数为最大游客承载量的30%，旅游人数大幅减少，旅行社收入缩减约四分之三。二季度末和三季度，文旅部逐渐放开景区最大游客承载量50%、75%的限制，助力出行人次在二季度迅速回暖，并在三季度达到峰值。2020年，申万休闲服务行业实现营收993.04亿元，同比下降29.1%，净利润亏损2.22亿元。细分板块中，餐饮、免税行业实现正增长，营收分别为27.62亿元、525.97亿元，同比分别上升27.89%、9.65%，景区、酒店营收分别为36.89亿元、171.5亿元，同比大幅下滑55.93%、35.52%。
- **2021年有望延续复苏。**从非典后交通运输数据来看，非典对旅游意愿的影响较为短暂，疫情后数据全面超越疫情前。国内疫情控制较好，2021年2月文化和旅游部取消了对景点、剧院的统一最大游客承载量限制；1-4月全社会客运量同比增加15.54%，恢复至2019年同期的47.58%，仍有较大修复空间。2021年上半年旅游人次延续复苏态势，旅游收入同比快速恢复，旅游出行数据U型曲线成型，2021年有望延续复苏。
- **维持对行业的“推荐”评级。**展望2021年下半年，随着疫苗接种率持续恢复，短期内建议关注受到旅游人次修复利好的景区、酒店板块。从中长期来看，我国酒店、餐饮行业集中度较低，龙头公司有较大发展空间；我国宏观旅游人均消费相对欧美国家仍较低，具有较大上行潜力；居民消费升级趋势不改，旅游群体逐渐年轻化，消费水平逐渐提升，旅游消费具有长期上升潜力。中长期人工景区、免税、餐饮有望成为优质赛道。建议关注的行业重点公司：免税建议关注免税品销售规模最大的龙头中国中免等、人工景区建议关注高可复制性龙头宋城演艺等、酒店建议关注中低端酒店渗透率高的龙头锦江酒店、首旅酒店等、餐饮建议关注同庆楼等。
- **风险提示：**疫情反复、行业政策变化风险、宏观经济下行、出境游恢复不及预期等。

目 录

1. 行业 2020 年受疫情冲击较为严重，Q2 开始逐步复苏。	4
1.1 2020 年新冠疫情肆虐全球	4
1.2 2020 年休闲服务行业受到较大冲击	4
1.3 2020 年申万休闲服务行业业绩受冲击较大	6
2. 2021 年有望延续复苏	8
2.1 复盘非典，疫情后迎来快速复苏	8
2.2 国内疫情控制得当，防疫限制政策逐步放开，旅游业逐步复苏	9
2.3 新冠疫苗接种率持续上升，出入境游有望逐步复苏	11
3. 细分板块	13
3.1 景区：接待限制逐步放开，景区人数有望持续回升	13
3.2 酒店：疫情加速出清，龙头集中度有望持续提升	15
3.3 餐饮：有望延续复苏，行业集中度还有很大提升空间	17
3.4 免税：景气度有望延续	19
4. 行业内重点公司	21
4.1 携程	21
4.2 美团	23
4.3 锦江酒店	25
4.4 宋城演艺	26
4.5 中国中免	28
5. 投资策略	29
6. 风险提示	30

插图目录

图 1：2020 年新冠疫情新增（我国对比全球）	4
图 2：2020 年全球分季度新冠疫情新增前七国家（千例）	4
图 3：2020 年及 2021Q1 单季度出行人次(亿)与同比趋势	5
图 4：旅行社三大旅游市场营收占比（%）2019/2020	5
图 5：2020 年全社会客运量（亿人次）	5
图 6：2020 年民航客运量（万人次）	5
图 7：2020 年星级酒店客房营业收入及其同比增速	6
图 8：2020 年星级酒店客房平均出租率及其同比情况	6
图 9：2020 年 SW 休闲服务子板块营业收入（亿元）	7
图 10：2020 年 SW 休闲服务子板块归母净利润（亿元）	7
图 11：非典前后国内居民旅游人数	8
图 12：非典前后国内旅游收入	8
图 13：我国民航国际航线客运量（万人）	8
图 14：我国民航国际航线旅客周转量（万人公里）	8
图 15：非典前后北京机场航班数及其同比（月）	9
图 16：我国新冠肺炎本土新增病例	9
图 17：我国新增境外输入新冠肺炎病例	9

图 18: 2021 年我国全社会客运量 (亿人次)	10
图 19: 2021 年我国民航旅客周转量 (百万人公里)	10
图 20: 当前新冠疫苗接种量 (百万剂) (截至 2021/6/23)	11
图 21: 当前新冠疫苗接种率 (%) (截至 2021/6/23)	11
图 22: 以色列接种率与单日新增确诊走势	11
图 23: 阿联酋接种率与单日新增确诊走势	11
图 24: 新冠疫情相关旅游限制地图 (更新自 2021 年 2 月)	13
图 25: 36 城市著名景点门票价格及其同比	14
图 26: 2020 自然景区主要上市公司接待人次	14
图 27: 2021 中国前 10 名酒店集团客房数	15
图 28: 星级酒店平均房价 (元)	16
图 29: 星级饭店数量	16
图 30: 2016 至 2020 年餐饮收入 (亿元)	17
图 31: 2016 至 2019 年各类餐饮企业与社会餐饮收入比重	17
图 32: 2019 年至 2021Q1 社会餐饮收入 (亿)	17
图 33: 2017 至今限额以上企业餐饮收入 (亿)	18
图 34: 2015 年至 2019 年分种类连锁餐饮营业额	18
图 35: 2015 年至今韩国免税销售额 (百万韩元)	21
图 36: 2017 年至 2019 年韩国免税消费群体结构	21
图 37: 携程涉及服务	21
图 38: 携程服务合作广度	22
图 39: 宋城演艺主营业务分行业营收占比	26
图 40: 宋城演艺主营业务分类别营收比重	26

表格目录

表 1: 2020 年休闲服务行业细分板块业绩情况	7
表 6: 研发处于临床 III 期和 IV 期的新冠疫苗情况 (截至 2021 年 6 月 18 日)	12
表 3: 世界各国国际旅游扶持政策	12
表 4: 2020 年至 2021 年各省景区门票优惠政策 (不完全统计)	14
表 5: 海南岛离岛免税政策	19
表 6: 携程财务情况	23
表 7: 美团财务情况	24
表 8: 锦江酒店集团 2020 年分行业、地区营业情况	25
表 9: 锦江酒店集团 2020 年开业酒店客房数	25
表 10: 锦江酒店财务情况	26
表 11: 宋城演艺财务情况	27
表 12: 中国中免主营业务情况	28
表 13: 中国中免财务情况	29
表 14: 重点公司盈利预测及投资评级 (2021/06/23)	30

1. 行业 2020 年受疫情冲击较为严重，Q2 开始逐步复苏。

1.1 2020 年新冠疫情肆虐全球

新冠肺炎疫情肆虐，在我国率先得到控制，海外仍在反复。2020 年一季度我国新冠肺炎确诊病例爆发式新增。1 月 22 日我国确诊人数（WHO 口径）仅 442 人，至 1 月 30 日已迅速上升至 7736 人。尽管我国迅速采取了封城等措施，新冠肺炎新增确诊病例仍爆发式增长，在 2 月初达到顶峰，七日均增长一度突破 4500 例，单日确诊最高达到 15,152 例。二月中旬疫情防控初见成效，疫情拐点已经出现。二季度起日均新增确诊病例绝大部分为两位数，国内疫情得到有效控制，三四季度新增确诊病例均以境外输入为主。就海外疫情来看，2020 年二季度开始增长，三四季度快速蔓延。以国别区分，2020 年大部分国家于四季度新增确诊病例达到峰值，其中美国新增确诊病例和累计确诊病例一直领跑全球，二、三、四季度新增确诊分别为 240 万例、455.6 万例、1240 万例；印度新增确诊病例仅次于美国，二、三、四季度新增病例分别为 56.5 万例、565.89 万例、404.09 万例。

图 1：2020 年新冠疫情新增（我国对比全球）

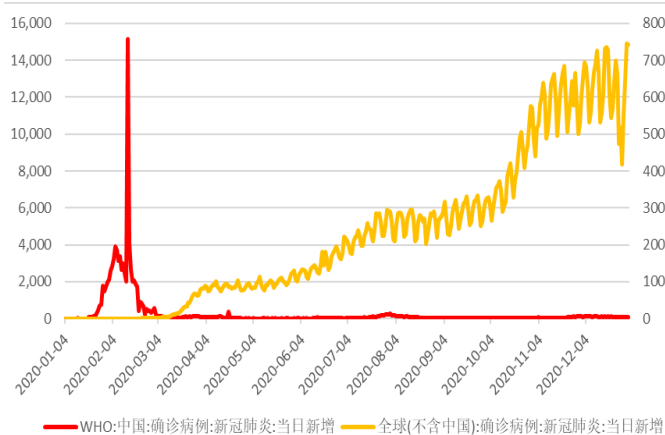
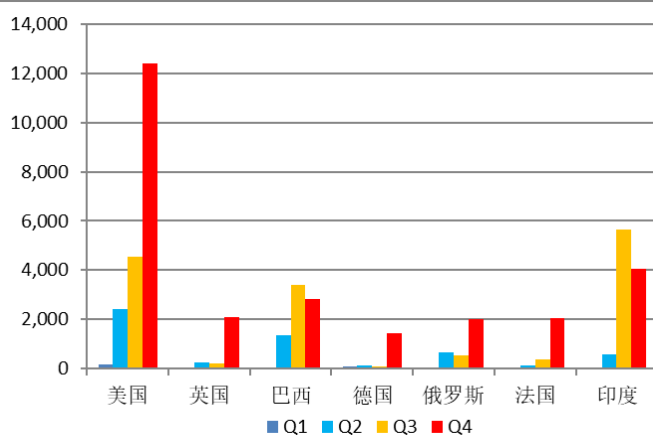


图 2：2020 年全球分季度新冠疫情新增前七国家（千例）



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

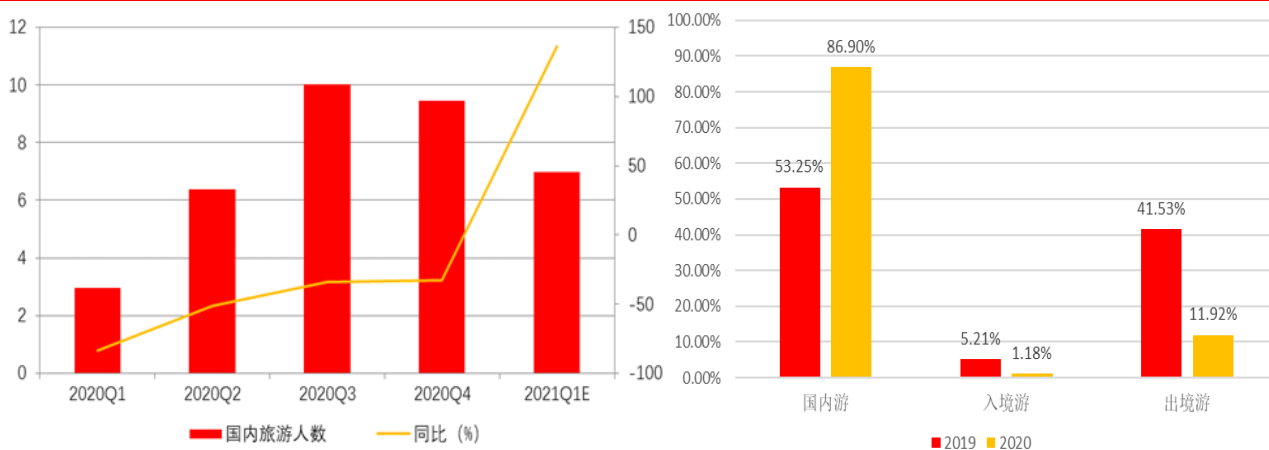
1.2 2020 年休闲服务行业受到较大冲击

旅游景区 2020 年上半年受到防疫政策限制严重，下半年逐步放宽。新冠疫情爆发促使文旅部发文暂停全国旅行社及在线旅游企业经营活动，旅游景区 2003 年接待人数为 882.42 万人次，同比下滑 18.26%。国内游方面，2020 年一季度旅游出行近乎停摆，中高风险地区的自然、人文景区等休闲娱乐场所几乎不开放，酒店、餐饮企业业绩惨淡；二季度起，新冠疫情逐渐得到控制，文旅部根据疫情控制情况分别恢复了景区最大游客承载人数到 30%和 50%；2020 年 9 月，为应对国庆、中秋假期对旅游资源需求的集中爆发，对旅游景区最大游客承载量的限制进一步放开至 75%。

旅游出行人数减少，旅行社收入缩水四分之三。据文旅部统计，2020 年度国内旅游人数

28.79 亿人次，同比下降 52.1%，减少 30.22 亿人次。2020 年一季度受疫情影响最大，在包含一月初出行尚未完全停摆的情况下总旅游人次仅 2.95 亿，同比下降 83.4%；二季度恢复至 6.37 亿人次，同比下降 51%；三季度旅行爆发性反弹达 10 亿人次，同比下降 34.3%；四季度作为传统旅游淡季，出游 9.46 亿人次，同比下降 32.9%。2020 年旅游行业实现收入 2.23 万亿元，同比下降 61.10%。参考旅行社市场的收入划分来看，2020 年全年旅行社收入共 1274.56 亿元，仅为 2019 年的 26.61%，旅行社收入受到疫情和政策限制的双重挤压，大幅缩水。2020 年旅行社国内游营收 1194.49 亿元，占总营收的 86.90%，所占百分比同比提高 33.65%；国际旅行社市场持续停摆，入境游收入 16.16 亿元，占旅行社总营收的 1.18%，较 2019 年占比下降 4.04 个百分点、出境游营收 163.91 亿元，占旅行社总营收的 11.92%，较 2019 年下降 29.61 个百分点。

图 3：2020 年及 2021Q1 单季度出行人次(亿)与同比趋势 图 4：旅行社三大旅游市场营收占比 (%) 2019/2020



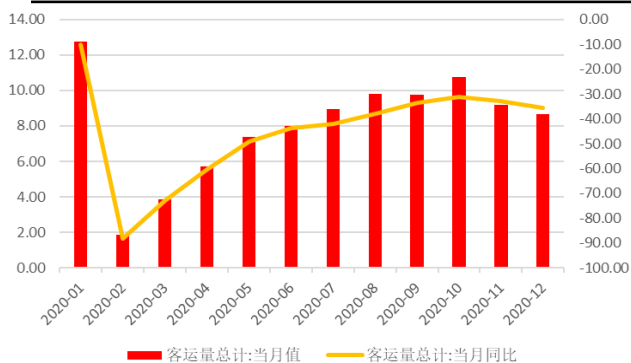
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

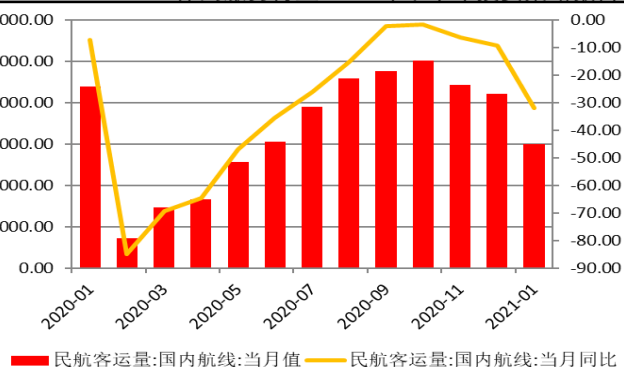
2020 年国内客运客流同比大幅下滑，但 Q2 开始逐步复苏。2020 年国内客运总量为 96.95 亿人次，较上年同期下降 45.1%。受疫情冲击，Q1 国内客运总量仅 18.46 亿人次，同比下降 58.40%；Q2-Q4 国内交通客运量分别同比下降 54.80%、49%、45.10%，随着国内疫情的控制，Q2 国内出行逐步复苏。民航国内航线 2020 年客运量达到 4.08 亿人次，同比下降 30.32%；Q1-Q4 客运量分别为 7409 万人、7328 万人、13320 万人、13718 万人，分别同比下降 53.90%、54.49%、24.01%、15.76%。国际航线持续停滞，2020 年客运量仅 956.6 万人次，同比下降 87.1%。国内主要航空公司受疫情冲击较为严重，2020 年营收下滑幅度在 40%-52%；净利润均大幅亏损。

图 5：2020 年全社会客运量（亿人次）

图 6：2020 年民航客运量（万人次）



资料来源: wind, 东莞证券研究所

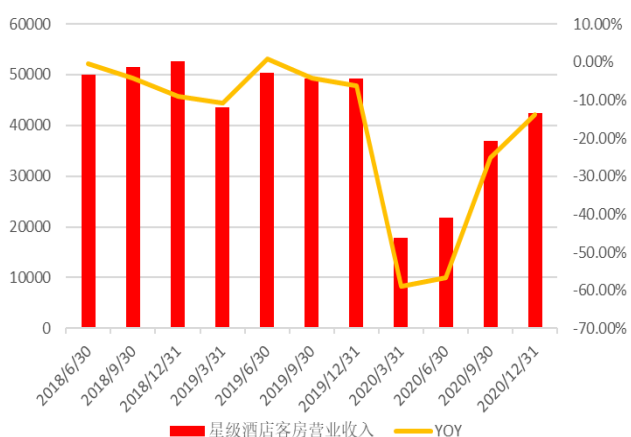


资料来源: wind, 东莞证券研究所

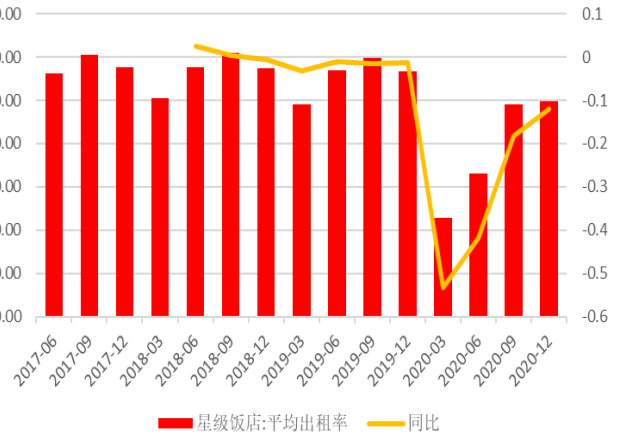
2020 年酒店行业受疫情冲击较大, 但 Q2 开始逐步复苏。2020 年, 全国星级饭店营收总计 1221.53 亿元, 同比下降 36.33%; Q1-Q4 营收分别为 178.03 亿元、218.19 亿元、368.62 亿元、424.36 亿元, 分别同比下降 59.05%、56.66%、25.19%、13.90%。中高端酒店受影响最大, 2020 年, 三、四、五星级营收同比分别下降 31.58%、32.1%、42.13%。2020 年, 国内星级酒店客房出租率 38.98%, 同比下降 16.2 个百分点; Q1-Q4 客房出租率分别达到 22.83%、33.08%、49.02%、49.81%, 分别同比下降 26.09 个百分点、23.82 个百分点、10.86 个百分点、6.89 个百分点。2020 年, 星级酒店客房房价平均下降 11.28%。

图 7: 2020 年星级酒店客房营业收入及其同比增速

图 8: 2020 年星级酒店客房平均出租率及其同比情况



资料来源: wind, 东莞证券研究所



资料来源: wind, 东莞证券研究所

1.3 2020 年申万休闲服务行业业绩受冲击较大

行业 2020 年营收大幅下滑, 净利润有所亏损。2020 年, SW 休闲服务行业实现营收 993.04 亿元, 同比下降 29.10%; 净利润亏损 2.22 亿元。细分板块中, 2020 年除餐饮和免税营收实现正增长, 其他板块营收均下滑; 其中景点板块下滑最为严重。

子板块业绩如下:

(1) 景点: 2020 年营收大幅下滑, 净利润大幅亏损。2020 年, SW 景点板块实现营业总收入 36.89 亿元, 同比下降 55.93%; 归属于母公司股东的净利润亏损 22.51 亿元, 主要受防疫政策限制、防疫物资支出及资产减值影响。细分板块中, 人工景区和自然景区 2020

年营收分别同比下降 65.30%、50.89%；归母净利润分别亏损 18.22 亿元、4.28 亿元；人工景区净利润亏损幅度最大，主要受计提大额资产减值损失导致。

(2) 酒店：2020 年营收大幅下滑，净利润较大幅度亏损。2020 年，SW 酒店板块（六个标的，剔除 B 股样本）实现营业总收入 171.50 亿元，同比下滑 35.52%；归属于母公司股东的净利润亏损 8.30 亿元。板块 A 股上市公司除金陵饭店外营收均同比大幅下降，其中，华天酒店、首旅酒店 2020 年亏损超过 5.26 亿元；锦江酒店净利润下滑约九成。

(3) 餐饮：2020 年营收较快增长，净利润小幅亏损。2020 年，餐饮板块（四个标的）实现营业总收入 27.62 亿元，同比增长 27.89%；归属于母公司股东的净利润亏损 0.79 亿元。板块上市公司中，同庆楼业绩微降，营收同比下降 11.41%，净利润同比下降 6.32%，降本控费效果明显；西安饮食实现扭亏为盈；全聚德业绩大幅下降。

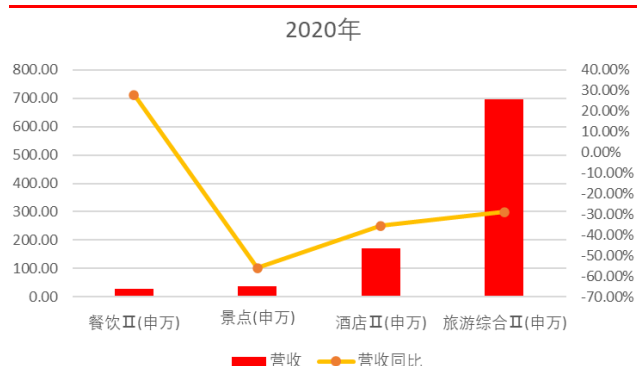
(4) 免税：2020 年免税龙头业绩实现较快增长。2020 年，免税龙头中国中免实现营收和归母净利润分别为 525.97 亿元、61.40 亿元，分别同比增长 9.65%和 32.64%，净利润大幅增长主要得益于海南离岛免税新政的施行与消费回流。

表 1：2020 年休闲服务行业细分板块业绩情况

	2020 年营收（亿元）	2020 年归母净利润（亿元）	2020 年营收同比增长（%）	2020 年归母净利润同比增长（%）
景点	36.89	(22.51)	(55.93)	(195.74)
-人工景点	10.17	(18.22)	(65.30)	(231.91)
-自然景点	26.72	(4.28)	(50.89)	(144.20)
酒店	171.50	(8.30)	(35.52)	(140.01)
餐饮	27.62	(0.79)	27.89	106.69
免税	525.97	61.40	9.65	32.64

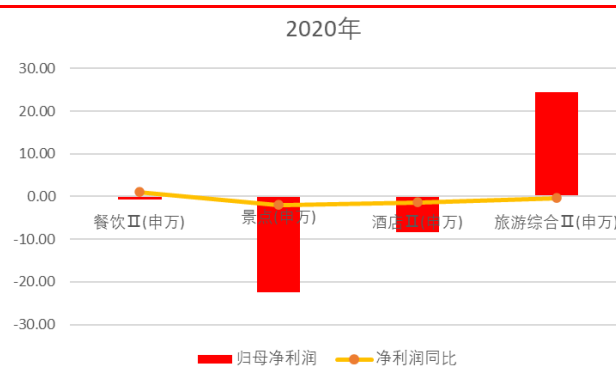
资料来源：东莞证券研究所，wind

图 9：2020 年 SW 休闲服务子板块营业收入（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 10：2020 年 SW 休闲服务子板块归母净利润（亿元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 2021 年有望延续复苏

2.1 复盘非典，疫情后迎来快速复苏

复盘非典疫情期间我国旅游市场表现。非典于 2002 年底爆发，于 2003 年 8 月份结束。根据世界卫生组织 2003 年 8 月 15 日的统计数据，全球非典累计确诊 8422 例，涉及 32 个国家和地区；全球非典累计死亡 919 例；我国内地累计确诊非典 5327 例，累计死亡 349 例；中国香港累计确诊非典 1755 例，死亡 300 人；中国台湾累计确诊非典 665 例，死亡 180 人；除此之外，加拿大和新加坡累计确诊相对较多，分别为 251 例和 238 例，分别死亡 41 人和 33 人。非典持续时间较为短暂，2003 年我国旅游人数同比下降 0.91%，国内旅游收入同比下滑 11.24%。民航受疫情影响最为严重，4、5、6 月民航客运量断崖式下跌，同比分别下降 25.7%、77.9%、42.77%，民航旅客周转量同比分别下降 17.1%、78.1%、48.45%。

图 11: 非典前后国内居民旅游人数

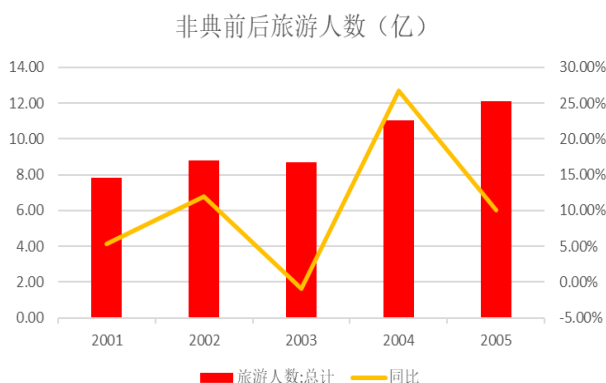
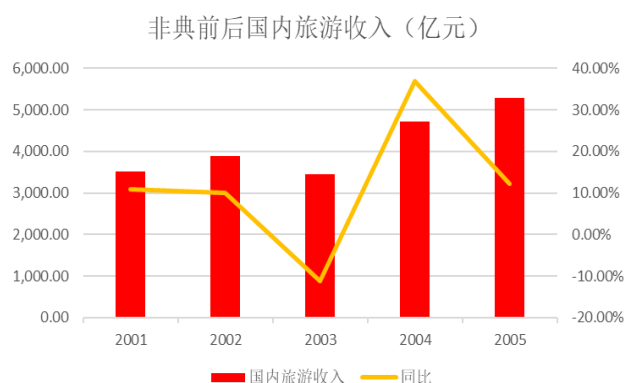


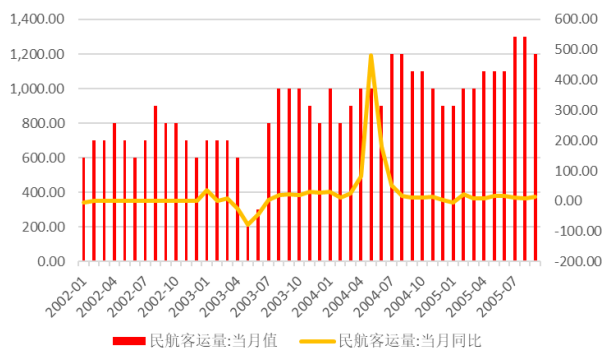
图 12: 非典前后国内旅游收入



资料来源: wind, 东莞证券研究所

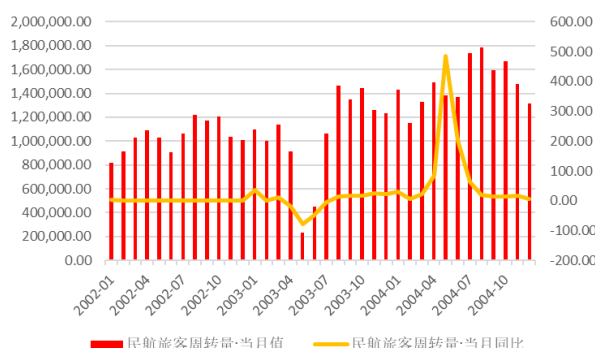
资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 13: 我国民航国际航线客运量 (万人)



资料来源: wind, 东莞证券研究所

图 14: 我国民航国际航线旅客周转量 (万人公里)

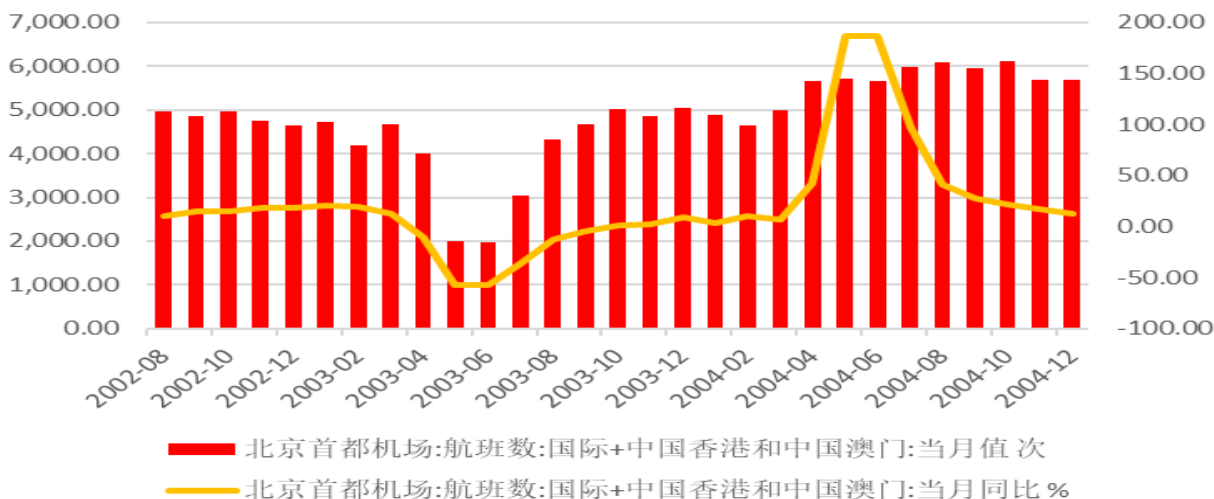


资料来源: wind, 东莞证券研究所

非典疫情后的 2004 年旅游市场报复性复苏。2003 年非典结束后，居民国内旅游人次增长明显提速，旅游人数与民航客运量都超过了非典前，2004 年国内游 11.02 亿人次，同比增加 26.67%，而非典及前三年增速分别为-0.91%、11.99%、5.38%和 3.48%。2004 年国内游实现总收入 4710 亿元，同比增长 36.85%，增速同比提升 24 个百分点；国内居民出境人数达到 2885 万人次，同比增长 42.7%，增速同比提高 21 个百分点；经旅行社组

织的出境游人数达到 558.6 万人次，同比增长 44.3%，增速同比提高 20 个百分点；我国民航国际航线客运量 1077 万人，同比增长 57.9%；我国旅游业总收入达到 0.68 万亿元，同比增长 40.11%，较 2002 年提高 75%。以北京首都机场为例，2003 年国际航班数呈现 U 型走势，次年同期快速恢复。2004 年，我国旅游业呈现报复性增长，出境游人数、民航国际航线客运量和旅游业总收入同比增速显著高于 2003 年前几年，整体表现出 U 型走势。

图 15：非典前后北京机场航班数及其同比（月）

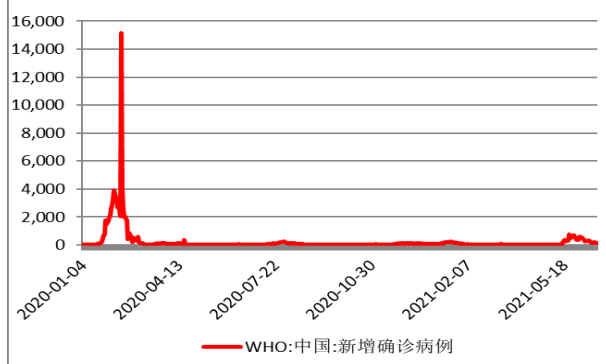


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 国内疫情控制得当，防疫限制政策逐步放开，旅游业逐步复苏

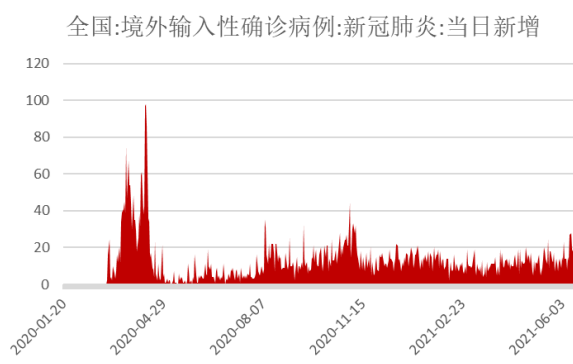
国内新冠疫情得到有效控制。我国较快从新冠疫情中恢复，本土新冠疫情传播自 2020 年二季度后得到了有效控制，单日新增本土病例超过 10 例的仅 62 天，春节后至 4 月 20 日新增病例仅 94 例，新增本土病例曲线较为平缓。春节前受困于寒冷天气反复，外加春节人口流动大，导致春节前新冠病毒新增确诊病例数量起伏波动较大，二季度气温逐渐回暖，新冠病毒传播受限，疫情控制情况向好。

图 16：我国新冠肺炎本土新增病例



资料来源：东莞证券研究所，wind

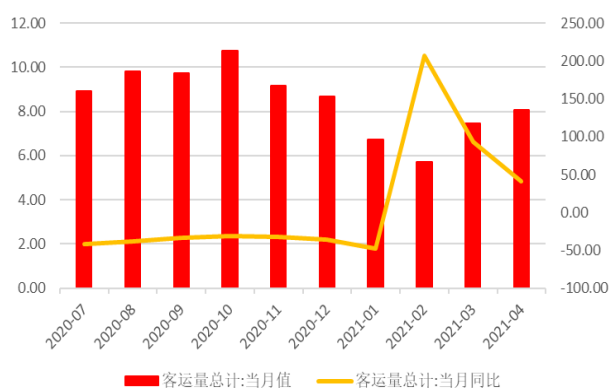
图 17：我国新增境外输入新冠肺炎病例



资料来源：东莞证券研究所，wind

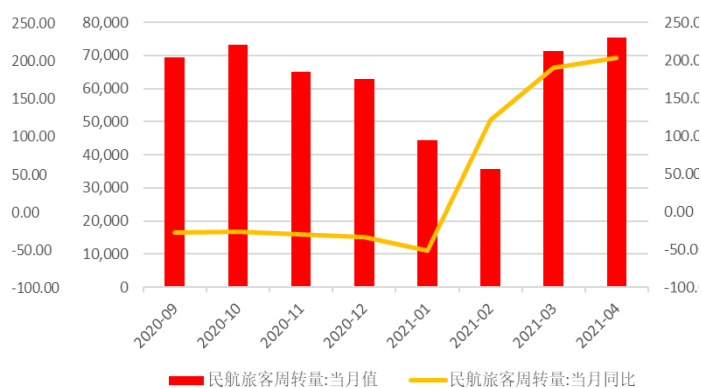
防疫限制逐步放松，旅游业逐步复苏。政策方面旅游业复工复产有序推进，循序开放 30%、50%和 75%景区最大承载量。文旅部最新修订的《旅游景区恢复开放疫情防控措施指南》显示，旅游景区游客接待上限由各省（区、市）党委、政府根据当地疫情防控形势确定，不搞“一刀切”，多地已逐渐放开 75%景区最大承载量的限制。随着新冠疫苗接种率的提升，人民对出行安全性的担忧逐渐降低，出行意愿逐步提高。2021 年 1-4 月全社会累计客运量达 27.95 亿人次，同比提高 15.54%，恢复至 2019 年同期的 47.58%，民航旅客周转量累计 22.68 亿人公里，同比提高 43.13%，恢复至 2019 年同期水平的 59.62%，2021 年一季度出行人次恢复程度环比下降，主要受春节期间新冠疫情反复影响。2021 年清明假期期间，国内游达 1.02 亿人次，同比增长 144.6%，较疫情前同期下降 5.5%，实现旅游收入 271.68 亿元，同比增加 228.9%，仅达到疫情前同期的 56.7%。2021 年至今，旅游行业继续复苏。

图 18:2021 年我国全社会客运量（亿人次）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 19: 2021 年我国民航旅客周转量（百万人公里）



资料来源：东莞证券研究所，wind

国际出行受限促成国内大循环，海南离岛免税新政引导消费回流。据外汇局统计，2019 年旅行贸易逆差仅 2200 亿美元，2020 年迅速下降至 1100 多亿美元。相较 2019 年 2546 亿美元的境外旅游市场，2020 年出入境游市场严重萎靡。国际疫情控制落后于中国导致国际边境持续封锁，出境消费意愿回归国内循环，促进经济发展，而中国为刺激疫情后经济恢复所放宽的海南岛离岛免税政策也较好的承接了出境消费回归带来的免税消费需求。2020 年我国境外旅游支出仅 1305 亿美元，减少了约 1240 亿美元的旅游消费，部分转化为境内旅游消费。出入境游游客客单价较高，奢侈品消费能力较强，海南岛大力推动离岛免税市场，有望引导境外消费回流，释放免税品消费需求。综合来看，我国休闲服务行业在 2020 年 H1 受新冠疫情影响严重，但由于疫情得到有效控制，出境游消费回流国内，休闲服务行业上市公司下半年较快复苏。

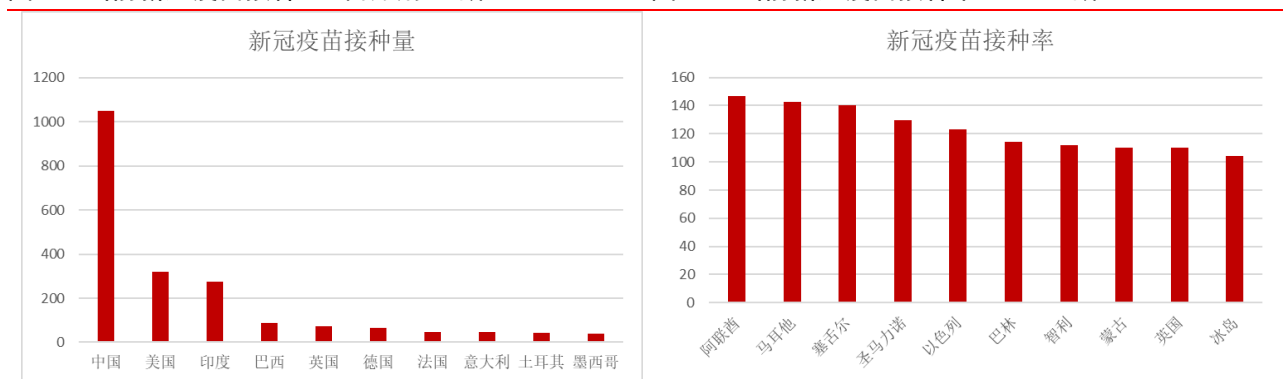
五一长假出游人次超 2019 年同期，旅游复苏开始走出 U 型曲线。据文旅部数据，第二季度居民的出游意愿提升至 83.19%，居民旅游消费心理由谨慎转为积极，短途游与跨省游意愿分别为 43.48%和 34.04%。而今年五一假期时长较长，携程的五一假期机票、租车、门票和酒店预订量较 2019 年都有明显上涨，假期出行人次突破 2.3 亿人次，超越 2019 年同期，旅游人次逐步复苏，U 型曲线显现。相比较 2004 年非典期间的旅游人次走势，全球新冠疫情持续时间更长，曲线底部结构更宽，上升趋势更平稳导致疫情中后

期的恢复速度更加缓慢，我国的休闲服务行业景气度有望保持长期上升趋势。

2.3 新冠疫苗接种率持续上升，出入境游有望逐步复苏

目前全球平均接种率还较低，发达国家接种走在前面。新冠疫苗自 2020 年 12 月初开打，截至 2021 年 6 月 23 日，全球新冠疫苗接种总量约为 26.6 亿剂次（WHO 口径），每百人接种量为 34.14 剂次。截至 6 月 23 日，接种率靠前的国家是阿联酋、以色列、巴林、蒙古、卡塔尔、乌拉圭、美国、加拿大、立陶宛、意大利等。

图 20：当前新冠疫苗接种量（百万剂）（截至 2021/6/23）图 21：当前新冠疫苗接种率（%）（截至 2021/6/23）

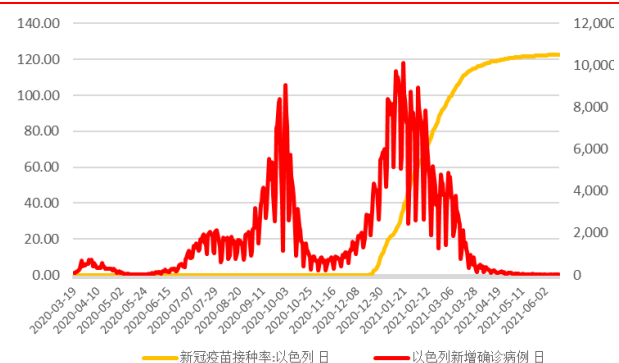


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 ifind，东莞证券研究所

随着新冠疫苗接种率上升，单日新增确诊病例有望保持拐头向下。截至 6 月 23 日，接种率靠前的阿联酋、以色列、美国、英国单日新增确诊病例分别较峰值下降 45.51%、99.00%、89.20%和 45.70%。其中接种率最高的阿联酋自 2020 年 12 月中下旬开始接种新冠疫苗，其单日新增确诊病例数量在 2021 年 2 月达到峰值后逐步下降；截至 6 月 23 日，阿联酋已有 383.65 万人完全接种，占阿联酋总人口的 38.79%。从接种率靠前国家的接种率和单日新增确诊数量走势来看，随着接种率的上升，单日新增确诊病例数量均呈现不断下降的趋势。未来随着全球新冠疫苗接种率的上升，单日新增确诊病例有望保持拐头向下。

图 22：以色列接种率与单日新增确诊走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：阿联酋接种率与单日新增确诊走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

目前全球已有 23 只新冠疫苗进入三期临床阶段或临床四期，2021 年底全球产能有望超过 146 亿剂。根据 WHO 官网数据发现，截至 2021 年 6 月 18 日，全球在研新冠疫苗共计

287 支，其中 102 支处于临床阶段，185 支处于临床前阶段。目前全球已有 7 支疫苗进入世界卫生组织的紧急使用名单，其中 2 支来自中国，其余分别来自美、印、德、英。截至 2021 年 6 月 15 日，有 5 支疫苗已进入临床 IV 期，分别来自科兴中维、康希诺、阿斯利康、莫德纳和辉瑞；另外，有 18 支已处于临床 III 期，8 支处于临床 II/III 期，9 支处于临床 II 期。根据不完全统计各疫苗公司公布的数据，2021 年底全球新冠疫苗产能有望达到 173-175 亿剂，其中国产新冠疫苗产能有望达到 82-84 亿剂，海外新冠疫苗产能有望达到 91 亿剂。

全球要达到群体免疫可能要到 2022 年或 2023 年。根据世卫组织相关专家的观点，全球约 70% 的人口接种了新冠疫苗才能确保此次全球新冠病毒大流行的结束。目前全球总人口大约 76.74 亿人，按照每人接种 2 针疫苗计算，要达到 70% 的人口接种，需要 107.4 亿剂新冠疫苗。根据不完全统计目前已上市或在研进程靠前的疫苗公司的产能规划，预计 2021 年底全球新冠疫苗产能有望达到 173 亿剂，超过全球 70% 的人口的接种需求，但是要在实际中完成这么大规模人口的接种，可能要到 2022 年或 2023 年。

表 2：研发处于临床 III 期和 IV 期的新冠疫苗情况（截至 2021 年 6 月 18 日）

公司	进度	2021 年产能规划	上市情况（不完全统计）	剂量
科兴中维	临床 IV 期	20 亿剂	获得世卫紧急使用认证	2
阿斯利康+牛津大学	临床 IV 期	15 亿剂（实际产量受影响暂不稳定）	获得世卫紧急使用认证	1-2
Moderna + NIAID	临床 IV 期	10 亿剂	获得世卫紧急使用认证	2
辉瑞/BioNTech + 复星医药	临床 IV 期	20 亿剂（辉瑞 13 亿剂，BioNTech 7.5 亿剂，产能可扩大至 30 亿剂）	获得世卫紧急使用认证	2
康希诺	临床 IV 期	5-7 亿剂	获我国药监局批准附条件上市，获得墨西哥巴基斯坦紧急使用授权	1
中生集团+北京所	临床 III 期	50 亿剂	获我国药监局批准附条件上市和 WHO 紧急使用授权	2
中生集团+武汉所	临床 III 期	-	获我国药监局批准附条件上市	2
智飞生物+中国科学院微生物研究所	临床 III 期	5 亿剂	在我国获批紧急使用	2-3
康泰生物	临床 III 期	2 亿剂	在我国获批紧急使用	2

资料来源：WHO 官网、各公司公告，东莞证券研究所整理

出入境游有望逐步复苏。随着疫苗的接种率逐渐上升，全球疫情有望得到进一步控制，预计部分疫苗完全接种率达到 70% 的国家将逐步开放疫苗护照，出入境游有望逐步复苏。欧盟于 2021 年 5 月初更新了允许因非必要旅行入境欧盟的国家及地区名单，允许各国政府决定是否对其开放，其中包括以色列、新西兰、新加坡、韩国及中国等疫情控制较好国家，希腊、冰岛、法国、英国等国家已初步开放旅游入境。澳洲与新西兰两国之间已达成初步澳新互通，未来将逐步放宽。近日，越南、日本、欧盟、美国等国政府官员表示将推出纸质或电子版疫苗护照，促进旅游业恢复。

表 3：世界各国国际旅游扶持政策

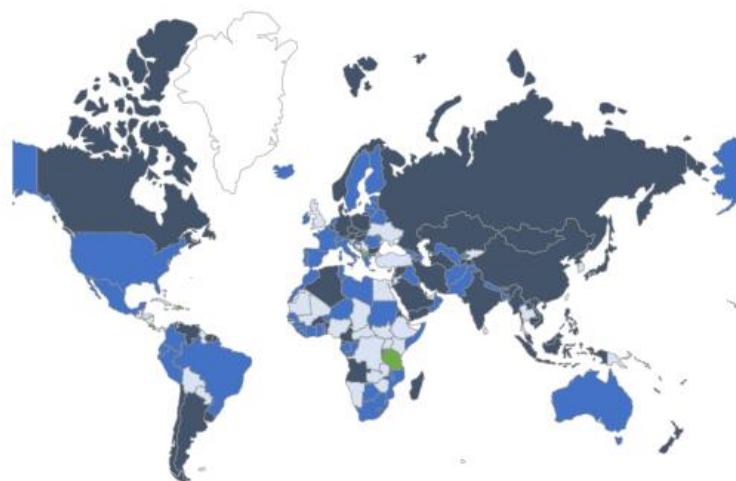
国家	日期	国际旅游扶持政策
欧盟	2021/5/6	更新允许因非必要旅行入境欧盟的国家及地区名单，具体由各国政府决定是否开放
韩国	2021/6/13	将实行有条件的入境免隔离政策，包括国药、科兴接种者
希腊	2021/5/14	允许包括中国在内的 21 国公民入境旅游，接受包括辉瑞、莫德纳、阿斯利康、强生、中国国药、中国科兴、康希诺在内的新冠疫苗完全接种者直接入境。
泰国	2021/03	持有泰国特殊旅游签证、工作签证等可申请入境；完全接种泰国或世卫组织认证新冠疫苗 14 天后可登岛旅游
新加坡	2021/03	核酸检测阴性游客即可自由活动
冰岛	2021/3/16	允许接种欧盟和世卫组织承认疫苗的游客入境，无需检测和隔离
乌克兰	2021/4/1	对以旅游为目的入境及过境中国公民临时免签
法国	2021/3/11	澳大利亚、新西兰、韩国、以色列、日本、英国、新加坡凭阴性检测结果可以以非必要理由入境
澳洲、新西兰	2021/05	澳新互通
西班牙	2021/6/7	欧盟或世卫组织授权新冠疫苗完全接种 14 天后可无限制入境
英国	2021/5/17	逐步开放与“绿色名单”国家互通，名单国家公民入境无需隔离

资料来源：WHO 官网、各公司公告，东莞证券研究所整理

图 24：新冠疫情相关旅游限制地图（更新自 2021 年 2 月）

COVID - 19 RELATED TRAVEL RESTRICTIONS

● Complete Closure ● Lifted ● Partial Closure ● Testing/Quarantine



资料来源：UNWTO，东莞证券研究所

3. 细分板块

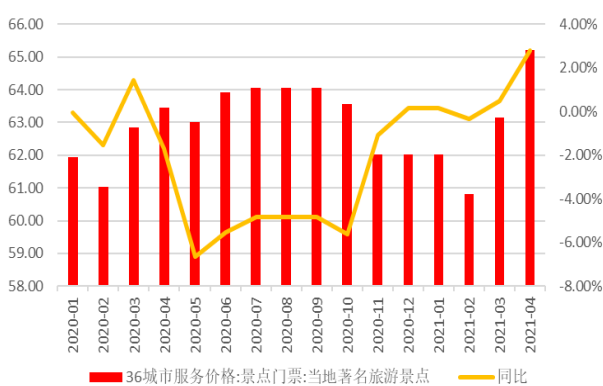
3.1 景区：接待限制逐步放开，景区人数有望持续回升

景区人数限制逐步放开。政策限制是景区最大影响因素，疫情冲击下，景区等旅游行业受到影响最大。2020 年 2 月份，景区与剧院等人流密集场所全部暂停营业。至 2020 年 5 月份，景区人数仍被限定在 30%最大承载量，外加各景区为吸引游客采取了大幅降

价等优惠措施，对景区的持续运营带来了较大压力。自 2020 年 5 月疫情得到有效控制后，文旅部逐步放宽景区最大承载人数限制，7 月和 9 月分别放宽到 50% 和 75% 最大游客承载量。目前低风险地区政府已取消 75% 的景区最大承载人数限制。

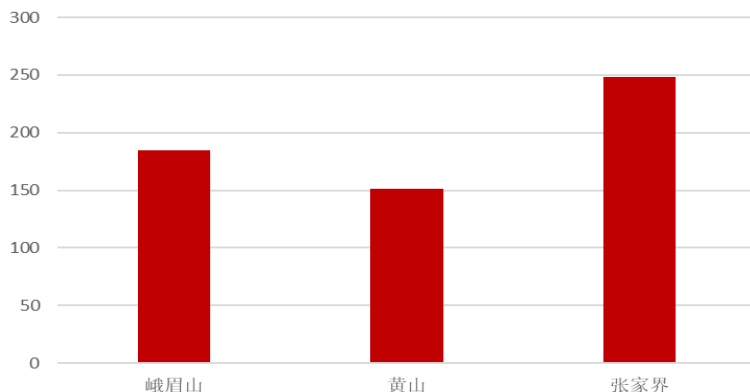
景区接待人数有望持续回升。2020 年二季度以来疫情的有效控制与政策限制放松带来景区接待人数的持续回升。2020 年，峨眉山、黄山、张家界景区及丽江索道接待人数分别为 184.95 万人次、151.2 万人次、248.1 万人次、278.54 万人次，同比分别减少 53.53%、56.8%、59.87%、41.69%。2021Q1 景区接待人数快速回升，峨眉山、黄山、张家界景区接待人数分别为 55.6 万人次、31.49 万人次、41.22 万人次，同比分别提升 144.93%、182.29%、173.71%。随着新冠疫苗接种率快速提升，景区接待人数有望持续回升。

图 25：36 城市著名景点门票价格及其同比



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 26：2020 自然景区主要上市公司接待人次



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

假期长途游逐渐恢复，热门自然景区供不应求。五一假期的长时长及疫情的有效控制大幅提升了跨省长途出游的意愿。2021 年五一的跨省跟团游订单数量环比 4 月提高约 6 倍，机票单日订单量较 2019 年同期最高提高 28%，携程门票单日预定量较 2019 年同期最高增加 449%。自然景区天然具有稀缺性，五一期间多个热门景区游客数量逼近最大游客承载量。五一前两日，北京八达岭长城景区、岳麓山、橘子洲旅游区等热门旅游景区都公告其预约参观量达到景区最大游客承载量，长假期间热门旅游资源供不应求。

热门旅游景区票价坚挺。2020 年二季度起，多省文旅厅文件指示国有 A 级景区实行免费或优惠政策，导致 2020 年 5 至 10 月旅游旺季期间，36 城市著名旅游景点门票价格同比下降超 5%，但峨眉山、黄山、张家界等热门旅游景区上市公司并未调整票价。

表 4：2020 年至 2021 年各省景区门票优惠政策（不完全统计）

优惠省份	优惠政策
贵州：	2020 年 8 月 1 日至 12 月 31 日，A 级景区五折门票优惠；2021 年 5 月 10 日起至 2021 年 8 月 17 日止，江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、辽宁省、上海市、重庆市居民，实施头道门票免费。
山西：	2020 年下半年工作日部分景区免首道门票；126 家国营景区 2021 年全年向江浙沪地区免费
河南：	2021 年 5 月至 8 月“钜惠夏季火热中原”期间，274 家景区对全部游客免门票。

湖北:	2020 年 8 月 8 日至年底, A 级景区免门票
陕西:	2020 年 8 月起 西安共有包括大唐芙蓉园、陕西历史博物馆在内的 53 家 A 级景区对外免费开放。
四川:	高考生暑期免门票: 都江堰景区、峨眉山旅游风景区、蒙顶山、二郎山喇叭河、巴山大峡谷、五峰山、瓦屋山等 20 余家
云南:	2020 年内, 游客在游览超百家实行政府指导价的 A 级以上旅游景区时, 能够享受门票半价的优惠。
其他	2020 年其余省份部分景区实施优惠政策, 上市旅游景点未有优惠

资料来源: WHO 官网、各公司公告, 东莞证券研究所整理

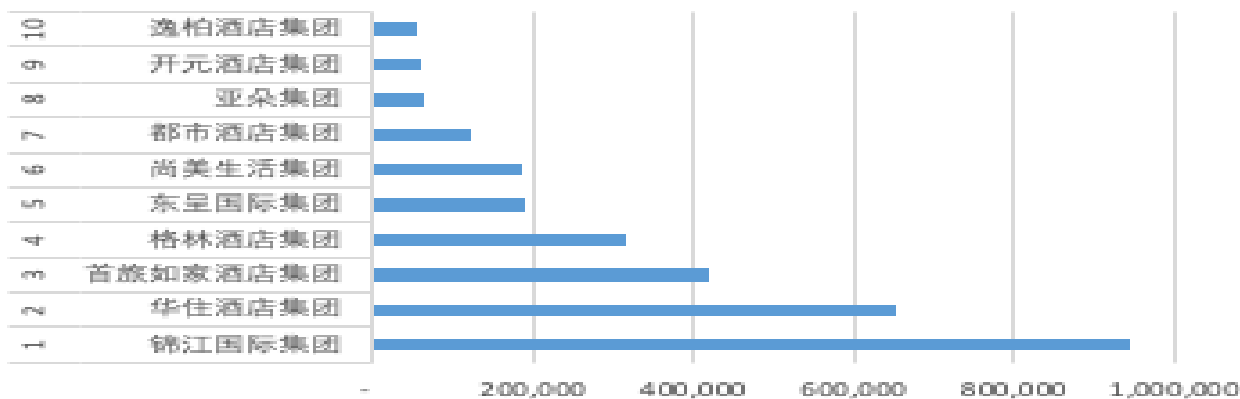
建议关注具有自然资源稀缺性和业绩确定性的自然景区和具有高可复制性的人工景区龙头。行业重点公司: 峨眉山 (000888)、张家界 (000430)、宋城演艺 (300144)。

3.2 酒店: 疫情加速出清, 龙头集中度有望持续提升

新冠疫情导致中小型酒店出清。疫情冲击下, 酒店平均出租率与单体酒店资金持续能力不及连锁化酒店, 部分出清, 连锁化酒店的成本管控能力和资金优势凸显。2020 年各季度星级饭店的平均房价较上年同期下降 10%至 15%, 一季度平均出租率同比下跌超 50%, 二季度起降幅逐渐收窄, 四季度仍较疫情前同期低 12%。我国住宿业仍以经济型酒店为主, 根据酒店板块上市公司报告显示, 其经济型酒店净利润率约 11%, 成本管理能力与品牌效应较差的中小型单体酒店在疫情冲击下有望持续出清。中国饭店业协会报告显示, 2020 年全国住宿业设施的家数和客房数分别为 44.7 万家、1620.4 万间, 同比下降 26.48%、14.34%。其中 15 间客房以下的小微住宿设施减少了 10.2 万家, 酒店类住宿业减少的 229.4 万间客房中, 经济型酒店客房减少了 207.2 万间, 而锦江、华住、首旅等连锁酒店龙头开业酒店数与客房数快速提升, 集中度持续提升。

图 27: 2021 中国前 10 名酒店集团客房数

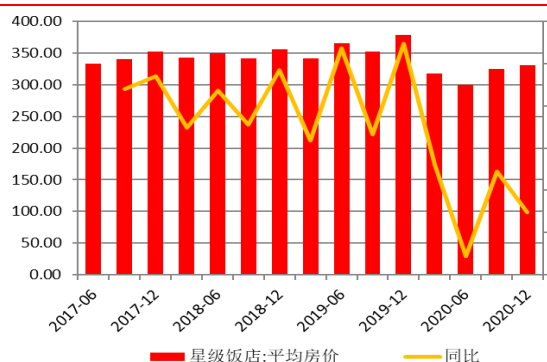
客房数



资料来源：中国饭店协会，东莞证券研究所

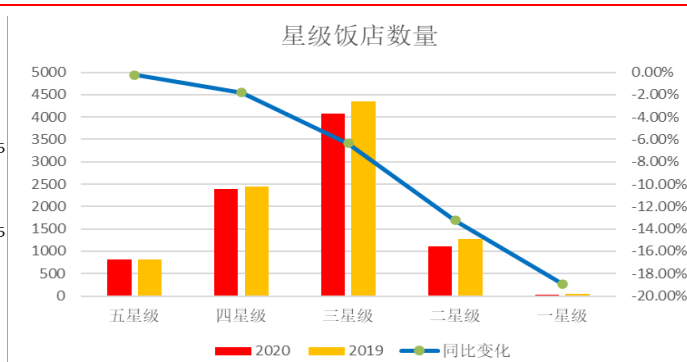
酒店龙头逆势扩张。在疫情影响严重的 2020 年，连锁酒店客房数逆势上涨。截止 2020 年底，中国前 50 家酒店集团的客房总数约 369 万间，与 2019 年底相比增长约 46 万间，同比增幅达 14.2%。50 家酒店集团的平均客房规模为 7.38 万间，与 2019 年底年相比增长了 9 千多间，同比上升约 13%。2020 年规模排名前三位的酒店集团锦江国际集团、华住酒店集团和首旅如家酒店集团，开业客房数分别是 93.43 万间、65.22 万间和 43.25 万间，三家开业客房数总共较 2019 年增长超 22 万间，占前 50 家酒店集团新增客房总数的 47.83%，增长速度远超其它前 50 名酒店集团增速。疫情冲击下，高端、中端两个细分市场中的连锁酒店数量都实现了正增长，增速分别为 43.01%和 6.28%，而经济型酒店实现负增长，连锁龙头集中度进一步提升。

图 28：星级酒店平均房价（元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 29：星级饭店数量



资料来源：Wind，东莞证券研究所

我国酒店集中度还较低，未来还有很大提升空间。根据华住酒店招股说明书显示，2015 年我国连锁化率仅 16.4%，到 2019 年已上升至 24.9%，复合增长率 3.6%，2020 年中小单体酒店快速出清，酒店连锁化率迅速上升至 31%。我国连锁酒店渗透率逐步提升，但连锁品牌仍有较高的提升空间。对比全球，2019 年中国前四大酒店品牌客房数仅占全国客房数的 11%，品牌渗透率仅 26%，远低于同期美国的 72%，全球平均水平的 41.1%和欧洲的 38%。分城市看，我国酒店业高度分散，二、三线城市酒店连锁化率相对较低，前五大酒店品牌在二、三线城市占比分别为 12%、9%。分类型看，我国豪华型酒

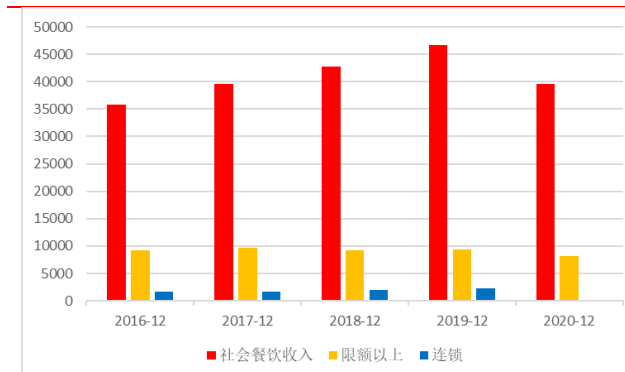
店连锁渗透率较高，经济型酒店与中高档酒店有较大连锁化潜力，豪华、中高档、经济型酒店连锁化率分别为 76.9%、16%、25.2%。疫情冲击与消费升级双轮驱动下，预期中低端单体酒店供应增长停滞，连锁酒店渗透率增速有望提升。

建议关注管理能力突出、扩张能力强的酒店龙头。2020 年疫情冲击下酒店业快速出清，龙头上市公司客房数量迅速扩张，在疫情常态化预期下，酒店龙头上升空间巨大，有望以较快速度提高集中度。**建议关注降本控费效果显著，有丰富管理经验和快速扩张能力的酒店龙头，行业重点公司：锦江酒店(600754)、首旅酒店(600258)。**

3.3 餐饮：有望延续复苏，行业集中度还有很大提升空间

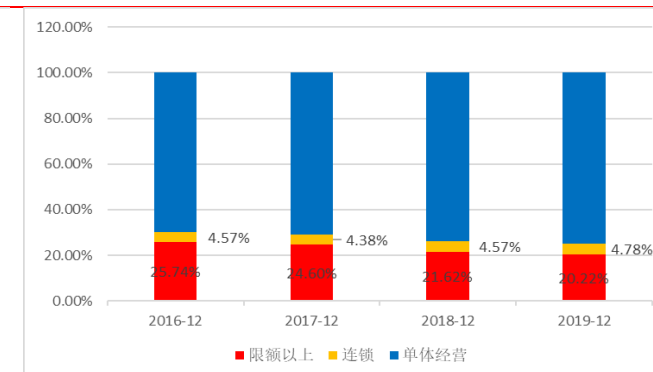
疫情前我国餐饮业保持稳定增长。我国近五年的餐饮业收入保持稳定快增长，但结构上仍以年营业额不足 200 万元的限额以下小饭店为主，限额以上餐饮收入增速低于餐饮业总收入增速，连锁营业额占比极低。2016 至 2019 年我国餐饮业收入同比分别为 3.58 万亿元、3.96 万亿元、4.27 万亿元、4.67 万亿元，年均复合增速为 6.88%，而限额以上企业餐饮 2016 至 2019 年营收分别为 9213 亿元、9751 亿元、9236 亿元、9445 亿元，年均复合增速仅 0.62%，2017-2019 年我国中大型连锁化餐饮营业额分别占餐饮业收入的 4.38%、4.57%、4.78%，连锁化收入占餐饮业收入比重微增但仍较低。

图 30：2016 至 2020 年餐饮收入（亿元）



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

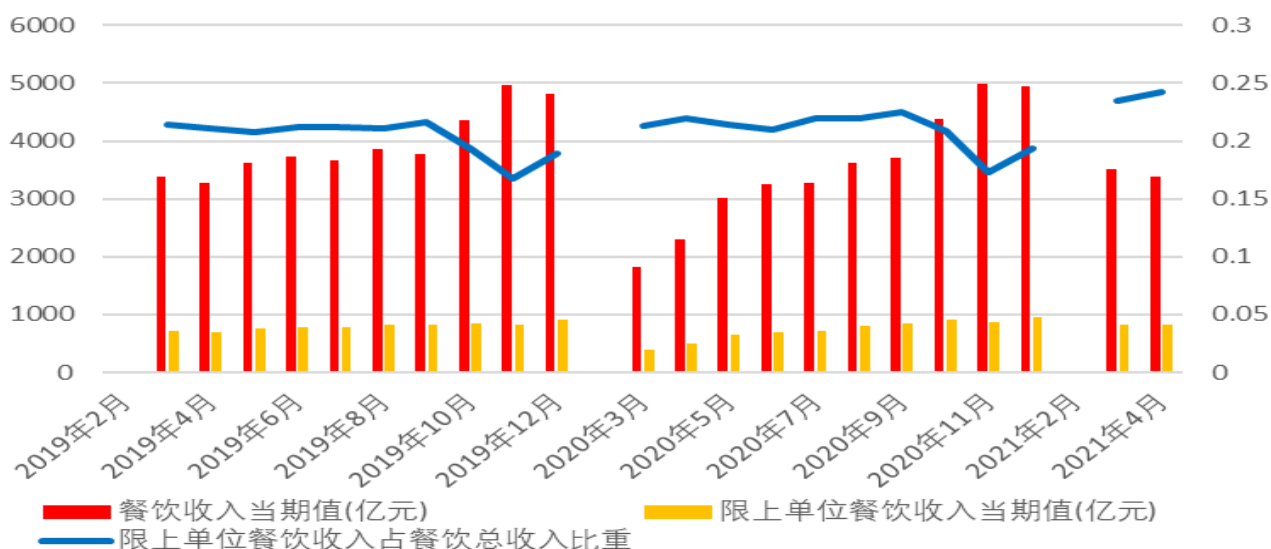
图 31：2016 至 2019 年各类餐饮企业与社会餐饮收入比重



资料来源：国家统计局，东莞证券研究所

餐饮行业 2020 年受新冠疫情冲击较为严重。2020 年餐饮行业受新冠疫情冲击，全社会餐饮收入 3.95 万亿元，较 2019 年同比下降 15.39%。2020 年 Q1 至 Q4 分别实现营收 6026 亿元、8582 亿元、10617 亿元、14301 亿元，Q1-Q3 同比分别下降 43.38%、19.30%、5.92%，Q4 同比上升 1.03%。2020 年一季度受疫情冲击较为严重，二季度起逐步复苏。2021 年 1-4 月全社会餐饮业累计营收 13972 亿元，同比上升 67.68%，对比 2019 年同期上升 0.35%，餐饮业基本恢复。

图 32：2019 年至 2021Q1 社会餐饮收入（亿）



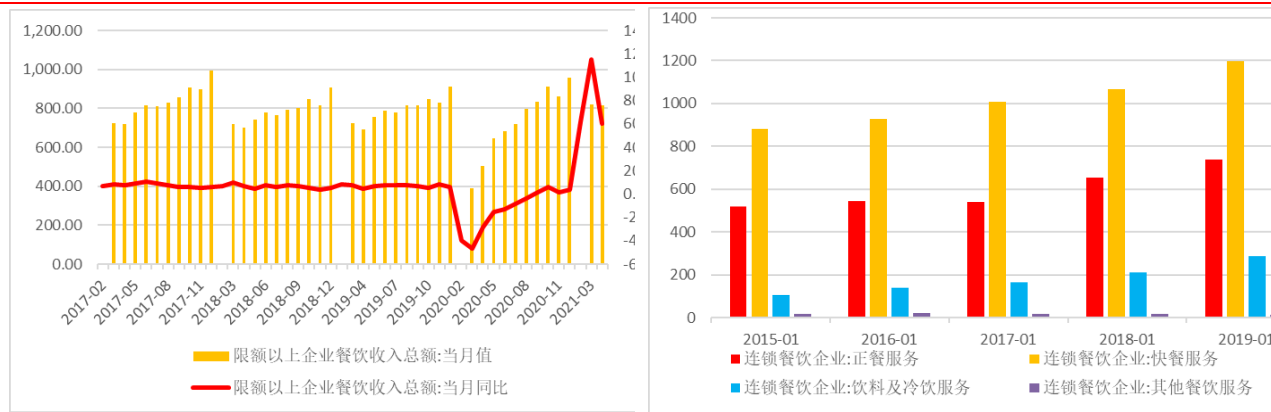
资料来源: wind, 东莞证券研究所

餐饮龙头疫情期间维持扩张。餐饮业龙头逆势扩张，以海底捞为例，2020 年全年海底捞在全球范围新增 544 家门店，2020 年底全球门店增至 1298 家，净增加约 72%，把疫情冲击的负面影响转化成休业整顿、员工培训和拓展新门店的好时机，最大化削弱疫情的影响。九毛九集团 2020 年关闭了 66 家经营不善的门店，调整经营结构，新增 139 家门店；呷哺呷哺同样在 2020 年新增共 129 间门店。目前港股餐饮龙头已基本恢复至 2019 年同期水平，连锁化餐饮相比单体经营更具优势和生存力。2020 年一季度后，餐饮业逐渐复苏，2021 年 1-4 月我国限额以上企业餐饮收入 3105 亿元，较 2019 年上升 6.33%，中大型餐饮企业收入呈增长趋势，限额以上单位餐饮收入普遍略高于 2019 年同期，部分小型餐饮门店出清，餐饮业连锁化率有望持续提高。

我国餐饮行业集中度还较低，未来还有很大提升空间。民以食为天，餐饮行业本身进入门槛较低，固定资产需求少，竞争激烈导致市场较为分散。我国餐饮行业集中度相对较低，以限额以下单体餐饮企业为主，限额以上餐饮收入比重逐年下降。2016-2019 年限额以上企业餐饮收入分别为 9213 亿元、9751 亿元、9236 亿元、9445 亿元，占社会餐饮总收入比例分别为 25.74%、24.6%、21.62%、20.22%，2020 年疫情冲击下，餐饮行业单体企业出清，限额以上企业餐饮收入占社会餐饮收入比例为 20.83%，2021Q1 回升至 21.56%，集中度逐渐提升。2016-2019 年连锁餐饮企业收入分别为 1635 亿元、1735 亿元、1950 亿元、2234.5 亿元，占社会餐饮总收入比重分别为 4.57%、4.38%、4.57%、4.78%，连锁餐饮收入占总收入比重整体上呈上升趋势，但占比仍较低。以美国为标杆，2019 年美国餐饮业连锁化率高达 54.3%（以门店数量计算），我国上市餐饮企业大市值公司数量明显少于美国，上升空间较大。

图 33: 2017 至今限额以上企业餐饮收入 (亿)

图 34: 2015 年至 2019 年分种类连锁餐饮营业额



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

可复制性是提高连锁化率的关键。从全球市场来看，餐饮业最为成功、规模最大的企业之一麦当劳，具有高度标准化、高自由度、原料集中供应、不对个人形成依赖等特点，也是麦当劳能够通过加盟模式迅速扩张的重要因素。类似于麦当劳的快餐形式，我国的火锅形式同样能够实现高度标准化、且摆脱了传统中餐口味化、高度依赖厨师而无法快速复制的限制，在国内受众较广。以标杆公司海底捞为例，具有高度标准化的海底捞在 2015 年至 2019 年的新开业门店数量分别为 146 家、176 家、273 家、466 家、768 家，而 2020 年疫情期间海底捞逆势扩张，门店数量新增达 544 家。

建议关注能够快速复制的餐饮龙头。长期来看，疫情将提高餐饮企业对降本控费、标准化生产供应的要求，餐饮行业连锁化率有望持续提高，建议关注对厨师依赖度较低、能够中央厨房供应的具有高度可复制性的餐饮龙头公司。

3.4 免税：景气度有望延续

离岛免税政策。2011 年 4 月海南离岛免税购物政策正式实施以来，离岛免税政策分别在 2012 年、2015 年、2016 年、2018 年、2020 年经历了五次重大调整，通过增加免税限额、次数、品类、提货方式以方便消费者，是海南吸引游客的重要附加因素。2012 年，海南免税购物额度从 5000 元提高到 8000 元，年龄限制放宽至 16 周岁以上，增加 3 类免税商品；2015 年，放宽了香水、化妆品等 11 种热门品类单次购买数量，新增 17 类免税品；2016 年，取消旅客购物次数限制，提高免税额至 1.6 万元；2018 年，免税额度进一步放宽至 3 万元；2020 年，离岛免税新政，免税购物额度增加至 10 万元并取消单件商品 8000 元的免税限额，新增手机、平板等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高至 30 件。2020 年免税新政对个人免税额度和单件商品限额的放宽有望较大幅度增加免税精品的销售，提高客单价，承接消费回流。

表 5：海南岛离岛免税政策

日期	海南离岛免税政策
2011 年 4 月 20 日	海南离岛旅客免税购物政策正式实施
2012 年 11 月	免税购物限额由 5000 元提高到 8000 元，增加旅客可购买免税商品的数量，购物旅客的年龄限制由 18 周岁以上放宽至 16 周岁以上，免税商品品类由 18 类增加至 21 类
2015 年 3 月 20 日	离岛免税品类由 21 大类增至 38 大类，适当放宽香水、化妆品等热销品类的单次购物数量限制

2016 年 2 月	离岛免税政策取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额提高至 1.6 万元人民币，海南离岛免税店获准开设网上销售窗口
2018 年 12 月 1 日	离岛旅客免税购物政策进行调整，将离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，不限次；岛内居民旅客将享受同等待遇
2020 年 7 月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，离岛免税购物额从每年每人 3 万元提高至 10 万元，取消单件商品 8000 元免税限额，新增手机、平板电脑等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高到 30 件
2021 年 2 月 2 日	离岛旅客购买免税品可选择“邮寄送达”提货，岛内居民离岛前购买免税品，可选择“返岛提取”

资料来源：海南省财政厅，东莞证券研究所

离岛免税新政加速消费回流，助力海南成为旅游消费中心。自 2020 年 7 月海南岛离岛免税新政至年底，海南岛接待旅客人数 448.66 万人次，较上半年增长 128%。根据免税行业龙头中国中免年报显示，2020 年疫情影响下，海南岛地区的免税品销售业务已经成为其主要营收来源，同比上升 122.54%，占总营收比重 68.58%。2021 年 1-3 月海南岛离岛免税销售额、免税购物人次、免税购物件数分别达 135.7 亿元、178.6 万人次、1775 万件，分别同比增长 355.7%、176.8%、327.7%。在跨境出行几乎停滞的情况下，离岛免税带动免税品消费回流形成国内大循环。

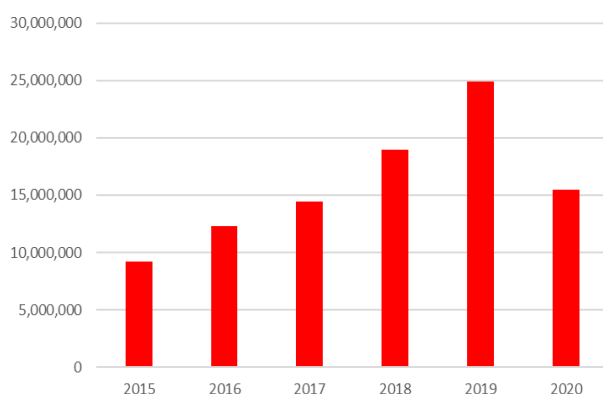
国内免税经营资质放松，有望促进良性竞争。为促进免税消费回流，2020 年来已有 3 家集团获发免税牌照，新增了王府井、海旅投、海发控三家。截至 2021 年 6 月 10 日，全国拥有免税牌照集团已达到 10 家，包括中国中免、海南免税、日上免税行、珠海免税、深圳免税、中出服、中侨、王府井、海旅投、海发控，海南免税店从政策落地之初的两市两店增加至三市十店，其中 9 家已开业。免税牌照的增加有望促使国内免税市场从中国中免一家独大向良性竞争转变。2019 年，中国中免免税销售市场份额高达 90%。2021 年一季度，海南离岛免税销售额累计 135.7 亿元，中国中免一季报报告营收 181.34 亿元，按照中国中免 2020 年海南地区 57.54% 的免税营收比例计算，免税销售额约为 104.35 亿元，占海南 2021Q1 离岛免税销售额的 76.9%，深免、中出服、海旅投、海发控等新进入者有望改变中免的垄断格局，通过合理竞争调降价格，吸引更多游客前往海南消费。

海南离岛免税市场潜力巨大。2018 年中国人奢侈品消费达 7700 亿元，其中约 70% 在海外消费。国家外汇管理局数据显示，2019 年我国旅游业账户逆差巨大，旅行支出高达 2546 亿美元，而旅行收入仅 358 亿美元，逆差约 2188 亿美元。2020 年国际游受限有望引导巨额旅游消费回流。瑞典研究机构 Generation Research 预测，受到新冠疫情失控的严重影响，2020 年全球免税及旅游零售销售规模将达到 351 亿美元，同比下降 59.4%，而 2020 年海南免税销售额达到 274.8 亿元，同比上升 103.68%，海南成为全球最大免税市场。海南离岛免税政策有望加速消费回流，海南省政府工作报告指出，“十四五”期间有望吸引免税购物回流 3000 亿元，相当于单日免税销售额 1.64 亿元。

以韩国免税业为鉴，仍处于 2013 年阶段。毕马威发布的《旅游零售业白皮书》显示，2019 年全球旅游免税市场达 864 亿美元，亚太地区占比高达 53%，其中韩国凭借 213 亿

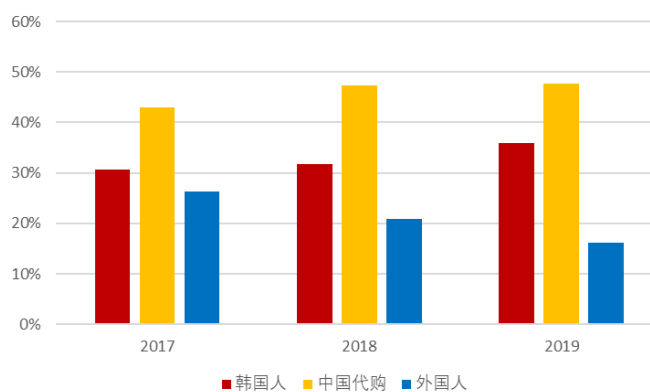
美元零售销售额成为全球最大的免税零售市场。2019 年韩国市内免税店份额占其免税市场的 85%。2013 年免税牌照限制放宽后，乐天、新罗凭借原有规模优势维持免税龙头地位，免税品销售规模分别为全球第二、第三名。韩国免税市场 2015 年至 2019 年复合年均增长率为 22%，早期依靠国内消费升级、本土居民出境消费人数激增拉动，后期转型为依靠高端药妆吸引中日大量游客赴韩旅游消费而快速发展，2017 年至 2019 年间韩国人免税消费比例区间为 30%至 40%。综合来看，韩国免税业具有市内免税为主，依赖外国游客的特点。对标韩国，目前海南离岛免税或处于韩国的 2013 年免税牌照放松时期，以市内免税店为主，消费者以本国游客为主，随着机场免税店的增加，未来有望凭借优秀旅游资源和合理价格吸引外国游客来岛消费，中国中免等龙头公司有望凭借规模优势继续维持龙头地位。

图 35： 2015 年至今韩国免税销售额（百万韩元）



资料来源：KOSIS，东莞证券研究所

图 36： 2017 年至 2019 年韩国免税消费群体结构



资料来源：KOSIS，东莞证券研究所

建议关注规模较大，拥有强大议价能力的免税龙头。海南离岛免税与韩国免税业发展历程较为相似，有望通过合理竞争调降价格、吸引外国游客，建议关注拥有规模优势，能够以较低价格进货的免税龙头，行业重点公司：中国中免（601888）。

4. 行业内重点公司

4.1 携程

携程是国内最大在线旅游服务平台。携程是国内最大、最早的 OTA 在线旅游服务渠道商，主要业务覆盖住宿预订、交通票务、旅游度假、商旅管理，为客户提供一站式出行服务，其中住宿预订、交通票务业务营收分别为 71.32 亿元、71.46 亿元，占比皆为 39%，在国内市场的市场份额排在第一位，旅游度假业务营收 12.41 亿元，占比仅 7%，在国内市场落后于途牛。2019 年在线旅游市场突破万亿元，携程凭借高额的市占率享有广阔的市场空间。

图 37： 携程涉及服务

一站式旅行平台



资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

携程国内在线旅游市占率超五成。携程通过与 TripAdvisor 合作成为全球最大的在线旅游服务平台，提供一站式旅游出行服务，是 2010 年至今国内最大的在线旅游服务平台，2018 成为全球最大的在线旅行平台。与去哪儿并购后，携程在国内市占率超过 50%，同时对同程艺龙、MakeMyTrip 等同类公司持股。前瞻研究院报告显示，2019 年携程月活用户高达 7471.51 万人，占比 43.35%，而去哪儿月活用户 4501.7 万人，占比 26.12%，携程系总市占率 69.47%，月活排名第三的同程旅游占比仅 11.08%，也被携程入股。携程在国内 OTA 市场一家独大，形成寡头竞争，在全球市场上也与多家航空公司、住宿机构合作。

图 38：携程服务合作广度



资料来源：招股说明书，东莞证券研究所

规模优势是最大竞争力。我们对比携程与其竞争对手发现，携程所处的 OTA 行业并不具有很强的护城河属性。在线旅游服务平台的商业模式在于提供渠道，对接游客和酒店景区等旅游资源供应者，并从中抽成，因此 OTA 行业的核心是市占率，在获客成本不变的情况下覆盖的商家越多盈利越高。凯撒旅业、同程艺龙、飞猪等竞争对手先后获得京东、腾讯、阿里等巨头支持，在运营管理与需求端流量支持方面不具备相对优势，OTA 行业票代业务一直受到航空公司、景点提高自有销售渠道比例的影响，OTA 竞争

的战场最终有较大可能落在酒店合同与分成上，通过降低分成维护市场份额，最终形成完美竞争市场。携程有望凭借规模优势获取更高的分成空间，在争夺市场份额的竞争中更有降价空间，目前携程已通过参股 A 股上市公司同程艺龙、首旅酒店和东方航空来深化合作，凭借规模优势绑定客户，深耕线上旅游服务平台。

疫情冲击下业绩承压，2021 年有望持续修复。2016 年携程并表去哪儿后，营收快速增长，2016 年至 2019 年营收分别为 192.28 亿元、267.80 亿元、309.65 亿元、356.66 亿元，复合增长率为 16.7%；2020 年携程营收 183.27 亿元，同比下降 48.65%，主要受新冠疫情冲击，第一、二季度亏损，第三季度恢复盈利。去哪儿并表后携程净利率波动较大，2016 年至 2020 年净利率分别为-8.51%、8.07%、3.54%、19.62%、-17.85%，而同程艺龙 2016 年业务成熟后净利率维持在 9%-13%区间，2020 年疫情冲击下仍有 5.49%，疫情期间规模最大的携程受到冲击更大。2021 年一季度国内疫情反复，携程营收 41.08 亿元，同比 2020Q1 下降 13.17%，较 2019Q1 下降 50%，2021Q1 实现正收益。2021 年五一期间出游人次达 2.3 亿人次，超越 2019 年同期，携程数据显示酒店门票预定火热，随着疫苗接种率的提高，2021 年下半年携程业绩有望持续修复。

表 6：携程财务情况

	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
报告类型	一季报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	41.08	183.16	356.66	309.65	267.80
同比 (%)	-13.17	-48.65	15.18	15.56	39.27
营业总支出	48.95	197.39	306.26	283.60	238.53
营业利润	-7.87	-14.23	50.40	26.05	29.26
同比 (%)	47.85	-128.23	93.47	-11.48	286.56
净利润	17.80	-32.47	70.11	11.12	21.42
同比 (%)	133.25	-146.31	530.49	-48.40	249.72
扣非净利润	17.80	-37.25	35.74	22.79	4.53
同比 (%)	133.25	-209.14	56.96	391.16	123.32

资料来源：wind，东莞证券研究所

4.2 美团

主营业务：美团主要拥有美团外卖、大众点评、美团三个软件，提供餐饮外卖、酒店旅游、电影、评分、共享单车等服务，可大致分为餐饮外卖、到店酒旅、新业务及其他三类，2020 年营收分别为 662.65 亿元、212.52 亿元、272.77 亿元，占美团营收分别为 56.8%、18.82%、24.38%。餐饮外卖业务单价提高利润，到店酒旅业务营收同比增长 112.7%，较为稳定；新业务迅速扩张，短期扩大亏损但获客效果显著。

行业地位：截至 2021 年 4 月底，美团交易用户数达 5.1 亿户，同比提高 13.3%，活跃商家 680 万户，同比提高 10.1%，2020 年美团交易用户数约占我国 15-49 岁人口的 65.89%。其中，餐饮外卖业务市场份额最高。我国外卖行业成寡头竞争格局，2018 年百度外卖被

饿了么收购后，美团、饿了么几乎占据所有市场份额，目前美团外卖、饿了么外卖 app 活跃用户分别为 5730.4 万人、5887.8 万人。

疫情困境下，美团为首的外卖配送公司助力餐饮企业存续。美团在疫情期间发挥了帮助中小餐饮企业维持经营，避免资金链断裂的重要作用。中国烹饪协会表示，2020 年春节期间有 93% 的餐饮企业关闭了门店，其中 73% 的企业关闭了所有门店，造成去年春节 94% 的餐饮企业营收下降超 7 成。消费行为变化是疫情最直接的影响，在这段最艰难的时间，大部分人出行受限转为在家烹饪，外卖配送从而变成了供应家庭生活必要物资的刚需消费。2020 年餐饮业收入 39527 亿元，同比下降 16%，美团却较去年提高 17.7%，达到 1147.94 亿元，其中餐饮外卖收入 662.65 亿元，同比提高 20.8%。尽管 2 月后疫情得到缓解，但对于安全性的担忧明显提高了外卖的用户黏性，美团 2020 年四季度餐饮外卖收入 215.37 亿元，较去年同期上涨 37%，在第四季度，早餐、下午茶与宵夜等消费场景较快增长，我们认为该种消费行为会成为部分消费者的新消费习惯，促进宅经济的兴起。2020 年美团加大美团优选投入，深耕下沉市场新零售，在疫情期间趁势扩张。尽管新零售业务的快速扩张导致 2021 年一季度美团亏损超 44 亿元，我们认为，随着宅经济的兴起，外卖配送会逐渐渗透到正餐、下午茶甚至买菜等方方面面，逐渐改变消费者的消费行为，社区新零售业务在度过快速扩张期后有望成为优质赛道。

新零售业务快速扩张导致 2021Q1 净利润承压，营收恢复快增。2017 年至 2019 年美团保持快速增长，营收分别为 339.28 亿元、652.27 亿元、975.68 亿元，同比分别增长 161.13%、92.25%、49.58%，三年复合增长率为 42.21%。2020 年受到新冠疫情影响，美团营收 1147.95 亿元，同比增长 17.66%，业绩保持扩张但增速放缓，主要受新冠疫情影响。2021 年一季度美团营收 373.94 亿元，同比增长 118%，新零售业务的快速扩张帮助公司恢复快速增长，同时造成 2021 年净利润亏损 48.47 亿元，同比下降 207.11%。

表 7：美团财务情况

	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
	一季报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	373.94	1147.95	975.68	652.27	339.28
同比 (%)	118.00	17.66	49.58	92.25	161.13
营业总支出	422.37	1182.28	968.12	789.07	384.39
营业利润	(48.43)	(34.33)	7.57	(136.80)	(45.11)
同比 (%)	(399.40)	(553.78)	105.65	(203.26)	30.40
净利润	(48.47)	47.08	22.39	(1154.77)	(189.17)
同比 (%)	(207.11)	110.31	101.94	(510.45)	(226.72)
扣非归母净利润	(48.89)	(33.06)	4.64	(132.41)	(44.53)
同比 (%)	(356.91)	(811.91)	103.51	(197.32)	(191.94)

资料来源：wind，东莞证券研究所

4.3 锦江酒店

锦江酒店是国内规模最大的酒店集团，主要从事有限服务型酒店运营管理及食品餐饮业务。2020 年度，公司于境内连锁酒店业务实现合并营业收入 781,134 万元，比上年同期下降 27.33%；归属于母公司的扣除非经常性损益后的净利润-4,771 万元，比上年同期下降 113.97%。而境外连锁酒店业务实现合并营业收入 23,433 万欧元，比上年同期下降 55.91%；实现归属于母公司所有者的净利润-10,551 万欧元，比上年同期下降 503.48%。虽然公司境外连锁酒店业务仅占总营收的 19%，但其下降幅度是境内业务的两倍，净利润下滑严重，加剧了公司总营收的下滑。

表 8：锦江酒店集团 2020 年分行业、地区营业情况

分行业情况	营业收入（元）	占比	分地区情况	营业收入（元）	占比
有限服务型酒店 营运及管理业务	9,648,399,211	97.483%	中国大陆境内	8,060,497,903	81%
食品及餐饮业务	249,042,009	2.516%	其中：上海地区	1,200,830,418	12%
其他业务	115,043.44	0.001%	中国大陆境外	1,837,058,360	19%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

酒店业龙头，连锁化经营降本增效提高生存能力。酒店业的进入门槛较低，但锦江酒店凭借规模优势建立了难以逾越的壁垒。根据中国饭店协会数据显示，2021 中国酒店集团前 7 位之间以及与之后几位的规模有明显差异。其中锦江酒店的客房数规模最大，以 94.6 万间开业客房数远超第二名华住酒店集团的 65.2 万间开业客房数。疫情期间中小酒店成本管控能力弱，资金链断裂带来行业出清，导致锦江酒店的行业集中度有所提升。

表 9：锦江酒店集团 2020 年开业酒店客房数

	2019		2020	
	客房间数	占比（%）	客房间数	占比（%）
中端酒店	424,088	50.18	512,489	55.74
经济型酒店	421,089	49.82	407,007	44.26
全部酒店	845,177	100	919,496	100
其中：直营店	112,343	13.29	105,577	11.48
加盟店	732,834	86.71	813,919	88.52

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

客房规模快速提升，中高端酒店占比提升。携程数据显示，五一期间品质休闲游走红，私家团增长 533%，4、5 钻高星酒店订单占比超过五成。随着自由行游客、品质游游客比例的提升，带来酒店消费中高端化，消费升级趋势明显，长期来看中高端酒店出租率有望提升。2020 年锦江酒店开业客房数共 91.95 万间，同比提高 8.79%，其中中端酒店客房数 51.25 万间，同比提高 20.84%，经济型酒店客房数 40.7 万间，同比下降 3.34%。锦江酒店结构向中高端酒店转型。

财务分析：锦江酒店 2017 年至 2019 年营收分别为 135.83 亿元、146.97 亿元、150.99 亿元，同比分别提高 27.71%、8.21%、2.73%，三年复合增长率为 3.59%；2017 至 2019 年净利润分别为 9.9 亿元、12.28 亿元、12.79 亿元，同比分别上升 37.73%、24%、4.19%。2020 年营收 98.97 亿元，同比下滑 34.45%；净利润亏损 6.69 亿元。2020 年受疫情影响明显，其中锦江酒店的国外业务影响较大。2021Q1 营收 23 亿元，同比上升 5.06%，净利润亏损 1.44 亿元，主要为快速扩张、支出增加所致，2021H2 有望扭亏为盈。

表 10：锦江酒店财务情况

	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
	一季报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	23.00	98.98	150.99	146.97	135.83
同比(%)	5.06	-34.45	2.73	8.21	27.71
营业总成本	26.42	108.21	138.24	137.60	125.99
营业利润	-1.87	2.78	17.63	15.50	12.76
同比(%)	-414.65	-84.25	13.76	21.52	49.35
净利润	-1.44	2.40	12.79	12.28	9.90
同比(%)	-193.37	-81.25	4.19	24.00	37.73
扣非归母净利润	-1.61	-6.70	8.92	7.39	6.73
同比(%)	-72.12	-175.05	20.69	9.88	75.85

资料来源：wind，东莞证券研究所

4.4 宋城演艺

存量项目营收稳定，疫情冲击下宋城演艺实现正收益。宋城演艺的主营业务为现场演艺服务和旅游服务业，营收分别为 6.76 亿元、2.27 亿元，占总营收比重分别为 74.88%、25.12%。杭州、三亚、丽江等核心项目模式成熟、营收稳定，分别占营收的 31.78%、14.08%、15.13%。依托热门旅游目的地，疫情后快速恢复，2020 年疫情冲击下，宋城演艺巨亏 17 亿元，主要系长期股权投资损失所致，剔除对花房的投资减值后实现正收益约 1 亿元。

图 39：宋城演艺主营业务分行业营收占比

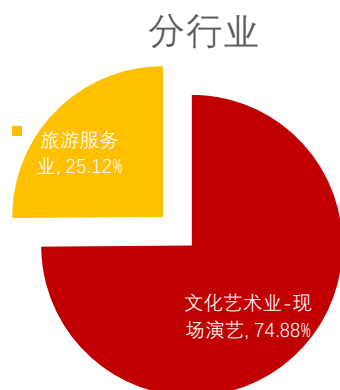
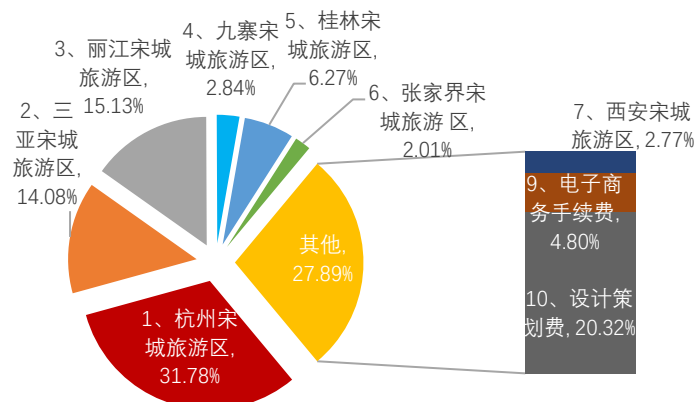


图 40：宋城演艺主营业务分类别营收比重



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

快速复制成为演艺第一股。自 2011 年迈出扩张步伐以来，十年间宋城演艺迅速布局多个热门旅游景点。2013 年-2020 年间，宋城打造了三亚、丽江、九寨、炭河、桂林、张家界、西安、黄帝等近十个千古情演艺园，并在 2021 年 5 月开业了上海世博园项目。快速复制带来营收的迅速提升，2015 年至 2019 年的五年复合增长率为 15.51%，道略演艺显示，2018 年旅游演艺票房市场 46.8% 为主题公园演艺，其中千古情系列占据主题公园演艺的 67%。

模块化造就高可复制性，转型演艺谷打造东方百老汇。宋城演艺凭借宋城、千古情两大品牌，自创“主题公园+文化演艺”模式。通过模块化建造的主题公园打造演艺王国，依托杭州宋城、三亚、桂林等热门旅游景点，具有自有场地、演出成本低、演员流失率低、获客成本低等特点，实现快速复制。2021 年五一前开业的上海世博园项目是宋城演艺向城市演艺转型的试点项目，目前国内城市演艺发展较为落后，上海的城市演艺票房约为 18 亿元，远低于纽约城市演艺票房 18.29 亿美元，城市演艺空间广阔。

消费升级提升精神文化需求，旅游市场下沉打开农村居民文旅市场。我国农村居民消费水平增速已连续多年超越城镇居民，旅游市场逐步下沉，打开了农村居民文化旅游的需求。由于自然景区天生具有的稀缺性，自然景区的供应是有限的，尽管 2021 年 3 月文旅部已取消了 75% 的最大游客承载量限制，但仅凭自然景区难以消化庞大的出游需求，人工景区在假期期间发挥重要的文旅市场承载作用。以宋城演艺为代表的人工景区具有着可复制性、标准化管理等优势，加强了优质景区资源供给。

花房减值轻装上阵。宋城演艺 2017 年至 2019 年营收分别为 30.24 亿元、32.11 亿元、26.12 亿元。2020 年营收 9.02 亿元，同比下滑 65.44%，归母净利润巨亏 17.67 亿元，除了因为疫情导致一季度园区停业外，主要是由对公司股权投资的花房科技计提 18.6 亿元减值准备所致。公司 2021 年一季度净利润恢复至 1.3 亿元，同比增加 165%，随着疫情期间新增的园区与座位开放，西安和郑州轻资产项目首演成功，预计公司二季度将迎来较高的业绩增长。宋城演艺逐渐从传统自然景区的单一门票模式向多门票演艺谷模式转型，传统演艺业务业绩稳定，城市演艺空间广阔。

表 11：宋城演艺财务情况

	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
	一季报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	3.06	9.03	26.12	32.11	30.24
同比(%)	128.10	-65.44	-18.67	6.20	14.36
营业总成本	1.83	7.41	11.48	17.02	17.01
营业利润	1.54	-16.99	17.26	16.03	13.46
同比(%)	195.51	-198.48	7.63	19.09	16.99
净利润	1.29	-17.67	13.65	12.78	10.69
同比(%)	180.28	-229.46	6.84	19.48	16.67

扣非归母净利润	1.30	-17.68	12.22	12.80	11.07
同比(%)	604.50	-244.66	-4.50	15.62	24.77

资料来源: wind, 东莞证券研究所

4.5 中国中免

疫情冲击下机场免税恢复缓慢, 离岛免税成为新增长点。中国中免主要从事烟酒、香水化妆品等免税品销售。按地区来看, 中国中免 2020 年在上海地区实现营收 137.29 亿元, 同比下降 9.37%; 海南地区实现营收 299.6 亿元, 较上年同期增长 122.54%。海南地区营收占总营收比重 57.54%, 主要是公司紧紧把握 6 月 29 日公布的《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》对海南岛免税市场的重大利好, 深耕离岛免税市场, 在全球免税市场停滞的同时实现业绩快速增长。按主营业务品类来看, 中国中免免税商品销售营收 323.6 亿元, 同比下降 30.31%; 有税商品销售营收 197.07 亿元, 同比增长 1612.72%。受新冠疫情影响, 公司大力发展线上销售, 拓展有税商品销售, 2020 年毛利率有所下滑。

表 12: 中国中免主营业务情况

主营业务分行业情况					
分地区	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
免税商品销售	323.61	178.32	44.9	-30.31	减少 6.81 个百分点
有税商品销售	197.08	132.92	32.55	1,612.72	增加 0.99 个百分点
主营业务分地区情况					
分地区	营业收入(亿元)	营业成本(亿元)	毛利率(%)	营业收入比上年增减(%)	毛利率比上年增减(%)
海南地区	299.61	214.63	28.36	122.54	减少 6.01 个百分点
上海地区	137.29	83.05	39.51	-9.37	减少 12.78 个百分点

资料来源: 公司公告, 东莞证券研究所

海南离岛新政助力境外消费回流, 中国中免 2020 年成为全球免税第一。中国中免是国内免税品销售行业的绝对龙头, 占据了国内免税市场份额近 90%, 是 2019 年全球免税品销售额第四, 凭借国内巨大的人口基数、消费升级与国际旅游消费回流形成的国内大循环市场, 于 2020 年上半年超越 Dufry 集团成为全球免税品销售额第一。公司 2020 年营业收入 525.97 亿元, 同比增加 8.2%, 净利润 61.40 亿元, 毛利率 40.22%, 净利率 11.345%。2021 年一季度海南岛新开业两家离岛免税店, 分别属于海旅投和中出服, 虽然构成直接竞争, 但就五一数据来看, 其对中免的影响有限, 中免在国内免税品市场的绝对地位难以撼动。

离岛免税市场空间广阔。2020 年海南岛离岛免税销售额达 274.79 亿元, 同比提高 103.7%, 其中 2020 上半年离岛免税销售额约 74.94 亿元, 同比提高 12.9%, 离岛免税新政实施后, 2020 年下半年海南离岛免税销售额约 199.86 亿元, 同比提高 191.55%。离岛免税新政

单人年度免税额从 3 万元提高到 10 万元，取消了单件 8000 元的限制搭配数码电子产品的加入、奢侈品品牌的入驻显著提高了离岛免税对游客的吸引力。海南省预计免税销售额将于 2025 年达到约 3000 亿元，相当于年均 600 亿元，以 2020 年下半年免税销售额计算，离岛免税销售额仍有约 50% 的上升空间，中国中免在海南离岛免税市场所占份额最大，免税销售收入上升空间广阔。

疫情期间中国中免业绩维持正增长。中国中免 2017 年至 2020 年营收分别为 282.82 亿元、470.07 亿元、479.66 亿元、525.97 亿元，同比分别增长 26.32%、66.21%、2.04%、8.20%，年均复合增长率为 16.78%。2017 年至 2020 年净利润分别为 29.35 亿元、39.35 亿元、54.15 亿元、73.37 亿元，同比分别上涨 44.19%、34.1%、37.6%、30.86%，年复合增长率为 25.74%。新冠疫情冲击下中国中免机场免税店营收大幅下降，离岛免税市场迅速成长，维持中国中免业绩逆势增长。

表 13：中国中免财务情况

	2021-03-31	2020-12-31	2019-12-31	2018-12-31	2017-12-31
	一季报	年报	年报	年报	年报
营业总收入	181.34	525.97	479.66	470.07	282.82
同比(%)	127.48	8.20	2.04	66.21	26.32
营业总成本	137.62	422.42	415.09	416.71	246.53
营业利润	44.58	96.94	71.09	54.26	38.53
同比(%)	1,502.26	31.79	31.00	40.81	45.45
净利润	34.05	73.37	54.15	39.35	29.35
同比(%)	1,234.30	30.86	37.60	34.10	44.19
扣非归母净利润	28.34	59.67	38.29	31.44	24.60
同比(%)	2,460.32	55.83	21.79	27.82	36.96

资料来源：wind，东莞证券研究所

5. 投资策略

休闲服务行业短期看复苏，长期发展潜力大。随着新冠疫苗接种率的上升，国内外疫情有望得到控制，旅游行业有望延续复苏。尽管国内疫情仍有散点爆发，但总体控制较好，国内游有望延续复苏。2021 年国内出行数据已经触底回升，清明假期出行数据火爆，五一出游人次超越 2019 年同期，旅游出行数据 U 型曲线已经成型，2021 年下半年国内游有望延续复苏。海外疫情仍在持续，但部分接种率靠前的国家疫情数据持续向好。后期随着疫苗接种率的不断上升，以及疫苗护照的推行，人员跨境流通有望逐步放款限制，出境游有望逐步复苏。从中长期来看，我国人均旅游消费支出相对欧美国家仍较低，未来随着国内经济发展，人均旅游支出有望持续提高，旅游消费需求有望持续上升。建议关注短期有望受益国内游复苏的景区宋城演艺、中青旅等，有望受益国内免税空间扩容的免税龙头中国中免，有望受益行业集中度提升及扩张能力强的酒店龙头锦江酒店、首旅酒店等。

表 14：重点公司盈利预测及投资评级（2021/06/23）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
000888.SZ	峨眉山 A	6.36	-0.07	0.32	0.40	-86.99	19.78	15.83	谨慎推荐	首次
600054.SH	黄山旅游	9.73	-0.06	0.07	0.17	-153.0	137.9	56.4	谨慎推荐	首次
300144.SZ	宋城演艺	16.66	-0.67	0.42	0.63	-24.86	40.00	26.36	推荐	首次
600138.SH	中青旅	10.49	-0.32	0.62	0.87	-32.7	16.9	12.0	推荐	首次
600258.SH	首旅酒店	23.40	-0.50	0.85	1.15	-46.6	27.6	20.4	推荐	首次
600754.SH	锦江酒店	55.44	0.10	1.09	1.60	538.3	50.9	34.6	推荐	首次
605108.SH	同庆楼	21.16	0.71	0.92	1.11	29.7	23.0	19.0	谨慎推荐	首次
000796.SZ	凯撒旅业	8.71	-0.87	-0.13	0.10	-10.0	-64.8	87.1	谨慎推荐	首次
002707.SZ	众信旅游	5.80	-1.63	-0.05	0.11	-3.6	-123.7	50.6	谨慎推荐	首次
601888.SH	中国中免	286.49	3.14	5.96	8.01	91.1	48.1	35.8	推荐	首次

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6. 风险提示

- (1) 新冠疫情持续反复。
- (2) 出境游恢复不及预期
- (3) 行业政策风险。
- (4) 宏观经济下行风险。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn