

行业龙头保持高成长，复苏曙光已现

——社服行业2021年中期策略报告

2021年7月16日

 分析师：唐佳睿 CFA, CPA(Aust.), CAIA, FRM, ACCA
李泽楠

 证券研究报告

行业观点：

免税：疫情危机中，中免已成长为全球最大的免税龙头，我国免税行业整体处于上升周期，疫情尚未消散，国内奢侈品与香化消费需求依旧火热。消费回流将成为长期趋势，离岛免税政策放宽至今，免税依旧火热，未来岛民免税政策即将出台，助力自贸区免税行业发展，市内免税店未来政策落地仍值得期待。

酒店：Revpar逐步复苏，目前已接近疫情前。单体酒店出清叠加龙头酒店逆势扩张，未来行业集中度在疫情过后有望提升。现在行业仍处于经济型酒店转型中高端酒店成长时期，转型带来未来整体房价提升预期。

传统景区及其他：传统景区仍受疫情影响，处于慢慢回暖期，根据携程五一端午假日数据，Z时代出行已占主流，目前仍以短途游为主，长途游乃至出境游仍需等待疫情基本消除。两大出境游龙头众信与凯撒合并整合双方资源，未来疫情消散后，行业集中度提升后合并公司龙头效应将显现。

行业展望：

旅游行业渐渐复苏，关注复苏后行业变化带来的积极影响，建议：1) 配置长期逻辑较清晰，所处优质赛道拥有较深护城河的行业龙头，例如中国中免。2) 疫情结束后，相关标的有望迎来业绩复苏，关注复苏中的优质龙头：首旅酒店，锦江酒店。

风险提示：游客量低于预期。自然天气/经济等不可控因素。疫情反复下，海外生产力不足，免税店供货可能低于预期。

- 一 免税
- 二 酒店
- 三 景区
- 四 投资标的
- 五 风险分析

竞争格局：危机中成长，中免成为全球第一大旅游零售商

- 全球旅游零售市场：据弗若斯特沙利文，2020年全球前五大旅游零售商占市场份额达69.2%（按零售销售额计）。其中，因国内疫情控制有效叠加离岛免税政策放宽，中国中免市占率已位列第一，所占份额为22.60%（vs第二名16.30%）。
- 中国免税市场：据弗若斯特沙利文，2020年中国前五大免税旅游零售商占市场份额高达99.9%，合计金额达328亿元。其中，中国中免占据92.3%（vs第二名3.0%）。

图1：2020年全球旅游零售市场份额分布

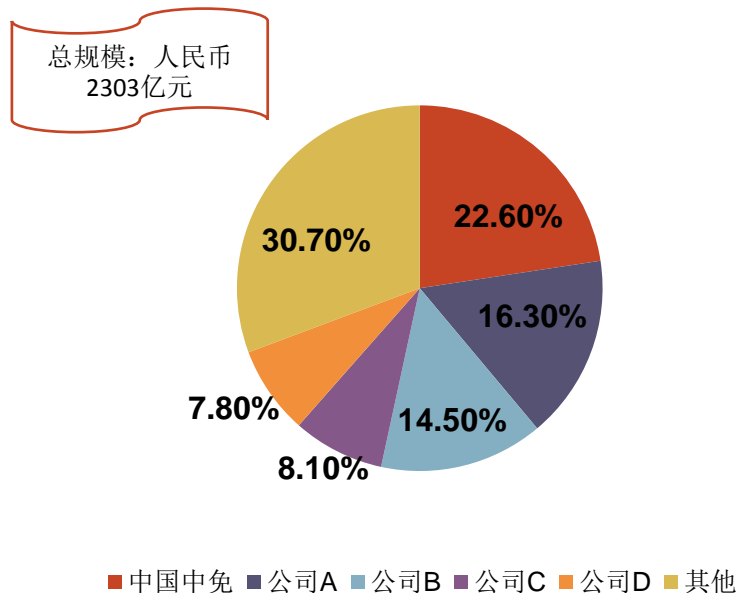
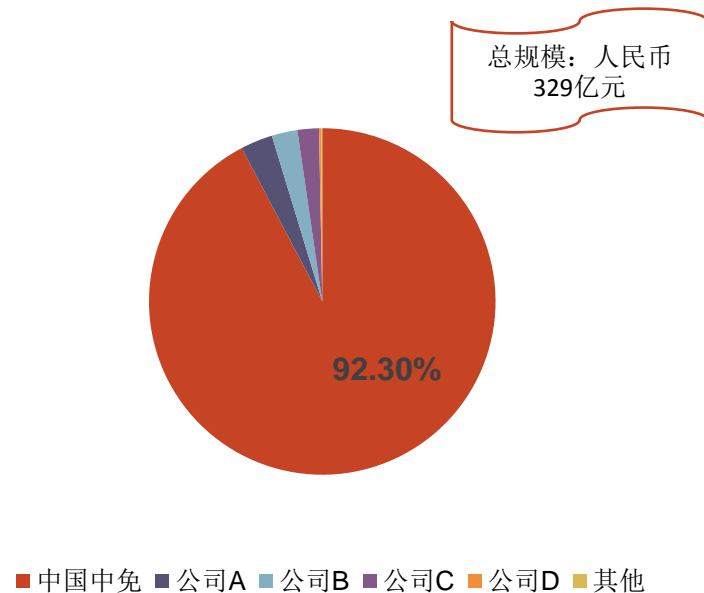


图2：2020年中国免税市场份额分布



未来疫情结束后，亚洲旅游零售仍为高增速市场

- **全球旅游零售市场：**据弗若斯特沙利文，2020年全球旅游零售市场规模下跌61.6%至2303亿元。随疫苗普及，假设22年初疫情得到控制，该年市场规模预计达到6595亿元，25年达到8990亿元，CAGR10.9%。
- **亚洲旅游零售市场：**全球增长最快的市场之一，占有率逐年提升。据弗若斯特沙利文，受疫情影响，亚洲旅游零售市场20年缩减40.3%至1820亿元。假设22年初疫情得到控制，预计亚洲旅游零售市场规模在22年达到3746亿元，25年达到6548亿元，CAGR20.5%，快于全球市场复合增长率。

图3：全球旅游零售市场规模及各阶段复合增长率

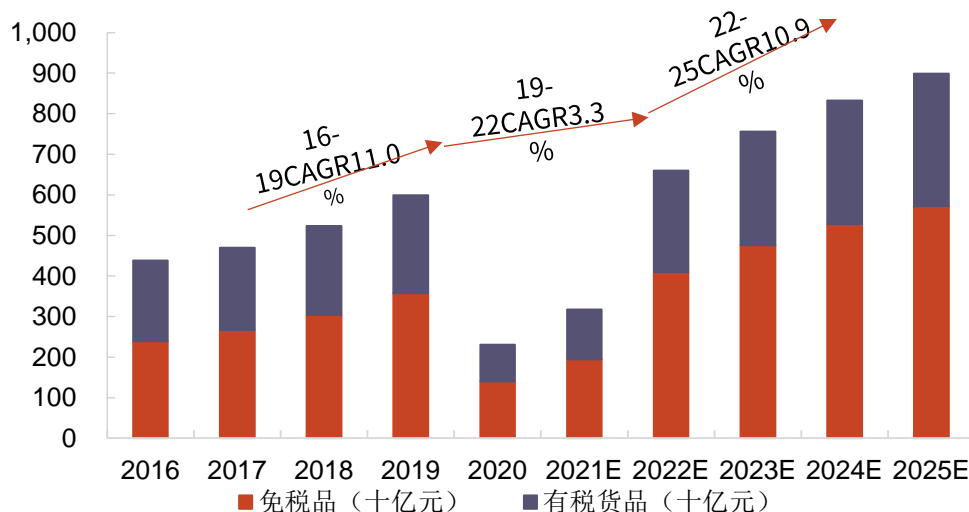
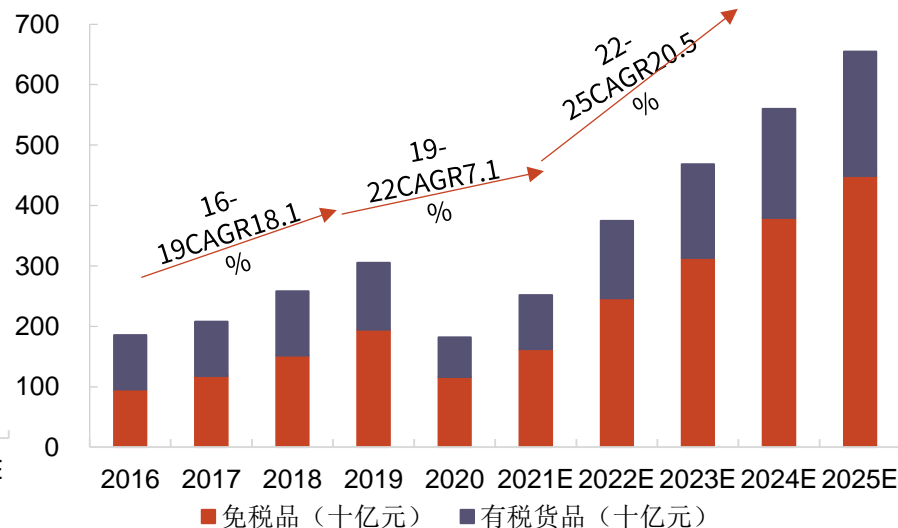


图4：亚洲旅游零售市场规模及各阶段复合增长率



请务必参阅正文之后的重要声明

离岛免税空间：

- 继续享受政策红利，未来中免以及其他新免税商新项目开业，离岛免税销售天花板有望进一步提升。未来精品比例不断提升，客单价也将不断提升。在全岛封关前，未来仍是保持跳跃式增长时期。
- 目前仍是蛋糕做大时期，新免税店的数量增长，整体自贸岛的打造，意图是与海外免税的竞争。

图5：三亚国际免税城二期



免税购物区自21年3月开工建设，预计23年营业，估计总建筑面积为76,500平方米；酒店范围建设工程将于21年12月展开，预计26年竣工，估计总建筑面积为96,000平方米。

图6：海口国际免税城



自19年8月开工建设，预计22年营业，总投资额约为50亿元，估计销售面积为15万平方米；计划增设购物设施及一间酒店，预计总建筑面积为69.5万平方米。

线上模式危机中起航，中免积极建设会员体系建立自有生态

- 疫情催生，线上出击。自20年2月起，中免积极采用线上销售及营销模式。20年有税业务销售达197.08亿
- 为提高客户忠诚度，推出综合会员体系。21年2月，公司完成了集中式CRM系统的部署，并将多个会员系统整合为一个综合会员体系，鼓励顾客在公司多元化生态系统内重复购买。截至2021年6月，合计约有1350万名注册会员。

表1：公司线上购买渠道

电商平台	运营途径	购买资格	购买限额
cdf会员购	小程序—cdf会员购	持有中国大陆身份证的居民；且90天内有入境记录的中国公民；（需要邀请码才可注册会员购买）	单笔交易限值为人民币5000元，个人年度交易限值为人民币26000元。
cdf会员购北京	小程序—cdf会员购北京	平台使用邀约会员制，只有邀约范围内的会员可购买；用户下单需提供有效的90天内入境的国际航班行程信息	每单订购限额为5000元人民币，同款单品限购8个；订购单价商品5000元以上，每人每次限购一件；年度交易限制为26000元
cdf会员购广州	小程序—cdf会员购广州	180天内有入境记录的中国公民，或者填写会员体验码自助下单	-
cdf会员购杭州	小程序—cdf会员购杭州	填写推荐码即可下单	不同品类分开下单
cdf海南免税	小程序—cdf海南免税	年满16周岁，乘飞机、火车或轮船，并持有有效身份证件离开海南本岛但不离境的国内旅客	每年每人免税购物额度为10万元，不限次数；单价10万元以上商品，每年每次不限购买数量
日上上海直邮	日上会员APP	通过优选券获得一次性购买资格	优选券支持购买20件商品，单品限购5件，每单最低1500元

请务必参阅正文之后的重要声明

消费回流大趋势不变：

- 中国受疫情影响明显小于海外，国内消费者对于未来信心十足
- 2021年上半年受疫情影响国人无法出国，奢侈品消费纷纷回流至国内，各大奢侈品集团销售额仅中国录得正增长，强调双循环下，未来引导海外消费回流仍是国家意志。

图7:中国消费者对未来预期

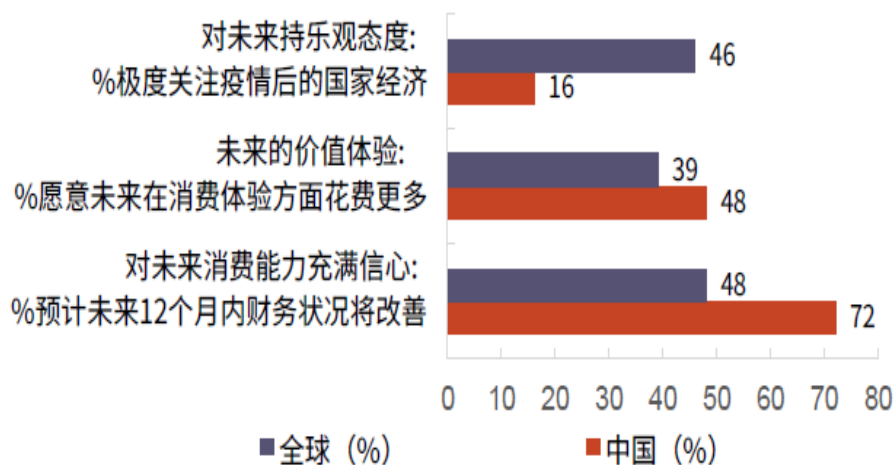
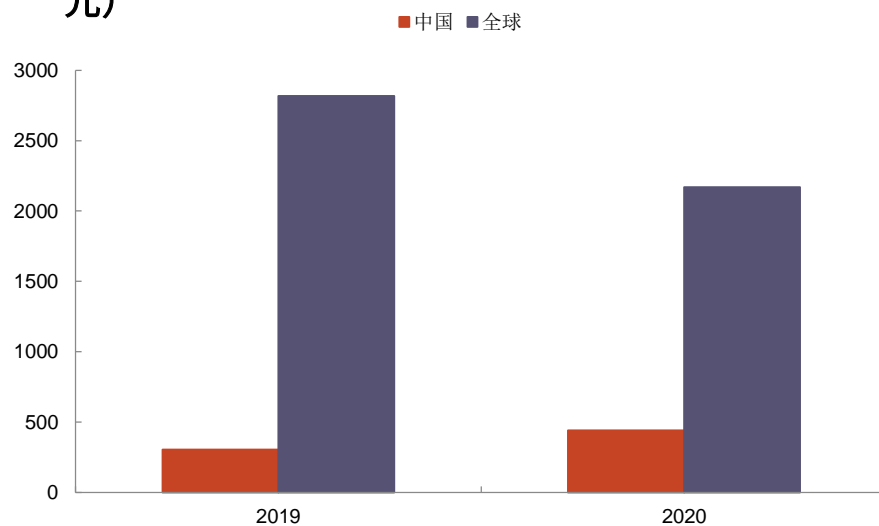


图8:2019-2020全球奢侈品销售额 (单位: 亿欧元)



资料来源：安永消费指数（统计时间为2020.4-2021.5），贝恩，光大证券研究所整理

长期空间：静待政策进一步放开

- 岛民免税：根据《海南自由贸易港建设总体方案》，2025年前对岛内居民消费的进境商品，实行正面清单管理，允许岛内免税购买，目前岛内居民消费的进境商品的“正面清单”正在制定。
- 市内免税：2020年发改委、商务部等23部门联合发文称，完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。未来市内免税政策完善后预计国内整体市内店数量将大幅提升，行业空间打开。

表2:截至2020年我国市内免税店情况

免税运营商	成立时间	母公司	主要经营区域及门店情况
中免	1984年	中国旅游集团	目前在北京上海大连厦门青岛开设5家市内店（目前仅针对外国人）
中出服	1983年	中国医药集团	市内免税店：有全国范围内免税牌照（共12家）

资料来源：各公司官网

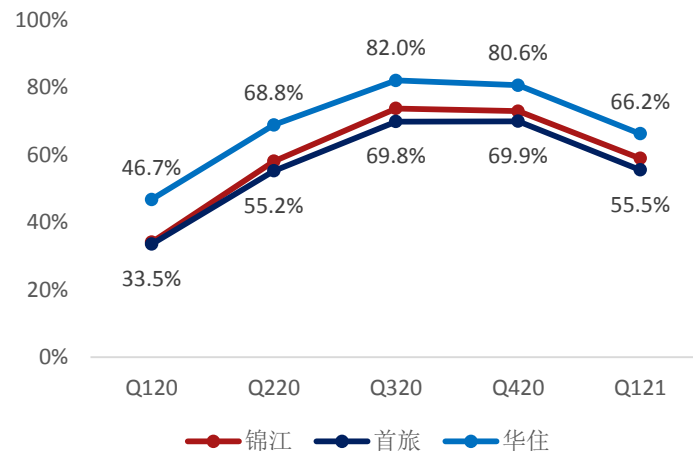
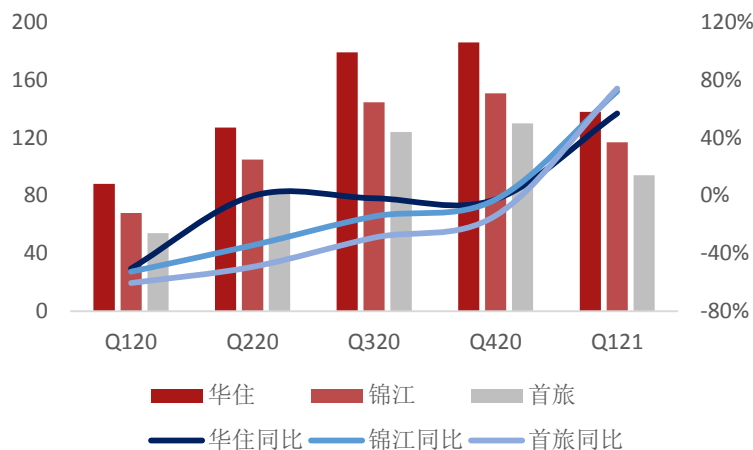
请务必参阅正文之后的重要声明

- 一 免税
- 二 酒店
- 三 景区
- 四 投资标的
- 五 风险分析

酒店业已挺过2020年最坏时期，复苏赛道稳步前行

- 2020年酒店业三大龙头锦江、华住、首旅的RevPAR稳步上升，第四季度，华住、锦江和首旅分别恢复至2019年同期97.38%、97.25%及86.09%的水平，可见2020年最坏时期已经过去。2021一季度的数据尚未超过2019年同期，主要是受2021春节期间“就地过年”倡议的影响，酒店业正稳步复苏。
- 酒店盈亏平衡点OCC约为60%。华住、锦江、首旅酒店等头部品牌酒店在2020年三季度OCC已经重回盈亏点上方。Q1受部分地区疫情影响OCC有所回落。

图9：酒店业三大龙头企业2020Q1-2021Q1RevPAR（元/天） 图10：行业龙头率先走出盈亏平衡OCC



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

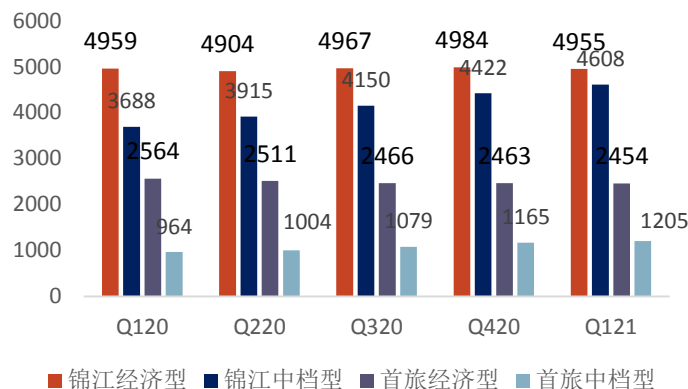
酒店业龙头逆势开店

2020年至2021年一季度，首旅、锦江开店数稳步增加，根据公司计划，未来几年仍将加速扩张。

酒店业加速向中高端转型

2020年至2021年一季度酒店业龙头锦江、首旅的中档型酒店门店数量不断增加，而经济型酒店数量不断收缩。目前仍处于经济型酒店转型时期。

图11：行业龙头经济型/中档型酒店门店数（家）



资料来源：各公司公告，光大证券研究所整理

图12：锦江开店数/净增酒店数（家）

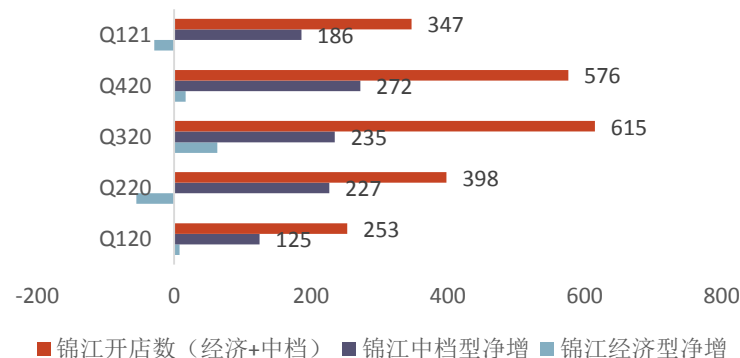
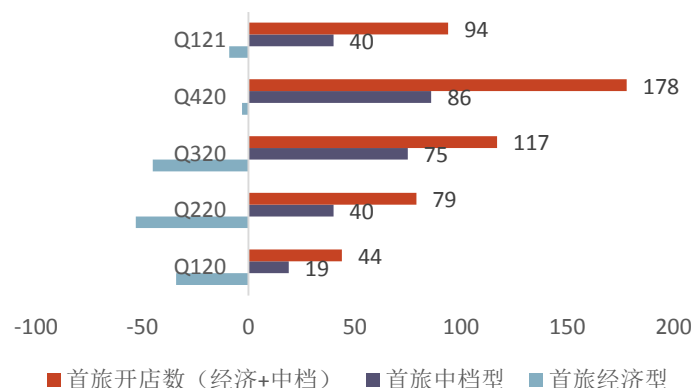


图13：首旅开店数/净增酒店数（家）



□ 中高端、经济型加速分化：

- 2018-19年经济型酒店与中端酒店开店二者同比增速差距不断加大，经济型酒店增速相对缓慢，中端酒店增长率持续大幅上行。
- 2020年受疫情影响，中端酒店开业降速，但仍高于经济型酒店，未来经济恢复，消费升级驱使下，中端酒店开业仍有提速预期。

图14：2017-2020经济型与中端酒店数（家）

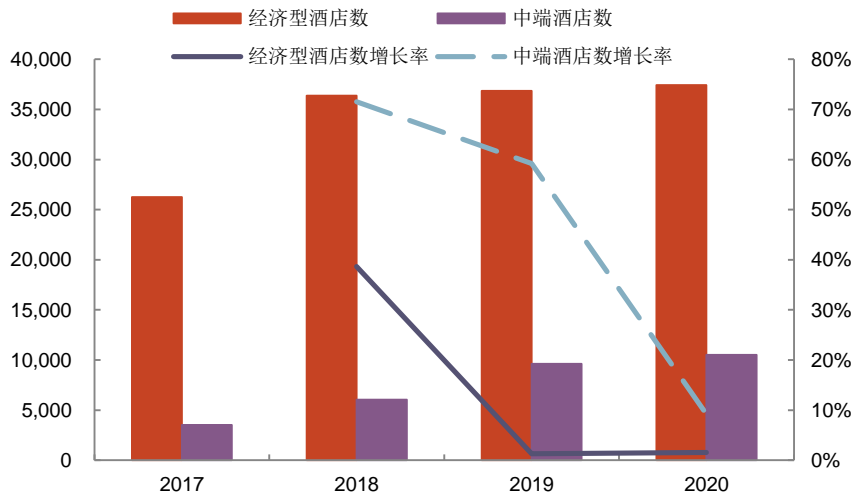
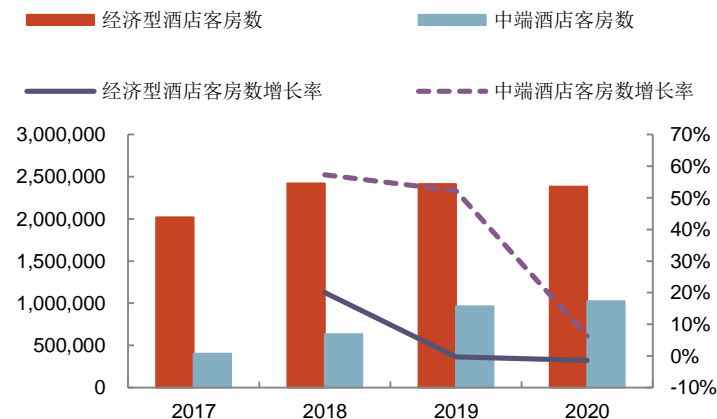


图15：2017-2020经济型酒店与中端酒店客房数



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，光大证券研究所整理

□ 连锁化率：

- 2020年与2017年相比十大酒店集团市占率稳步提升，达64.35%。
- 截至2021年1月1日，我国酒店连锁化率为31%，相比成熟市场美国酒店连锁化率70%还有较大空间。

图16：2017与2020年中国前十大酒店集团市占率稳步提升

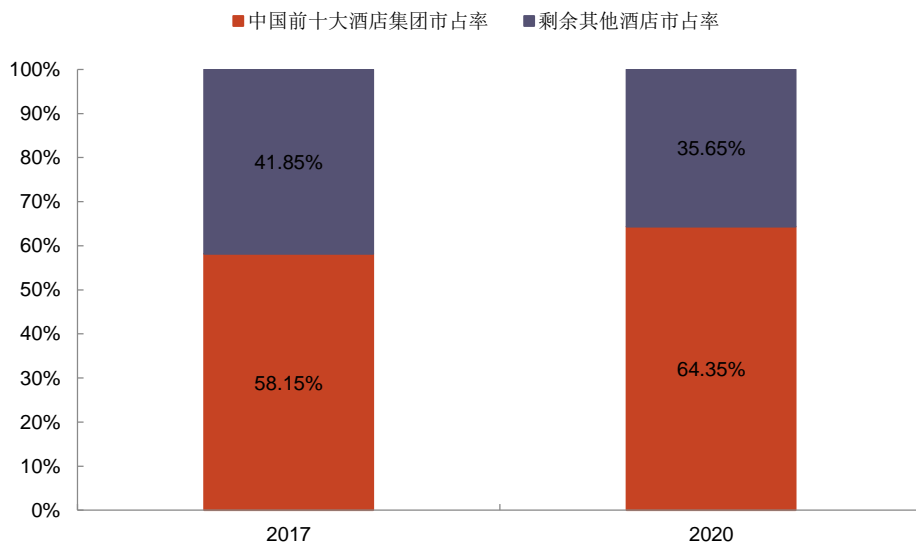
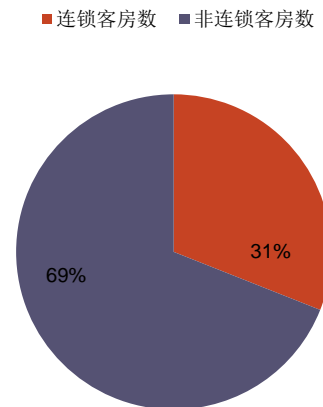


图17：我国酒店连锁化率（2021.01.01）



资料来源：中国饭店协会，盈蝶咨询，光大证券研究所整理

- 一 免税
- 二 酒店
- 三 景区
- 四 投资标的
- 五 风险分析

目前景区旅游仍缓慢复苏，出游年轻化呈趋势

- 复苏节奏上仍看疫情控制，目前旅行社国内旅游情况还是处于缓慢复苏阶段，仍以短途游为主。出游人群也呈现年轻化群体为主。

图18：全国旅行社国内旅游组织情况

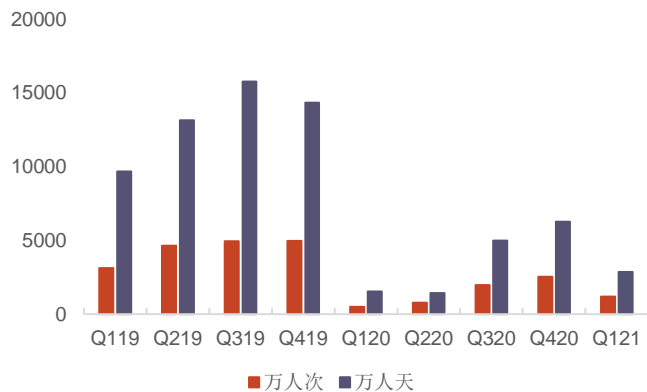
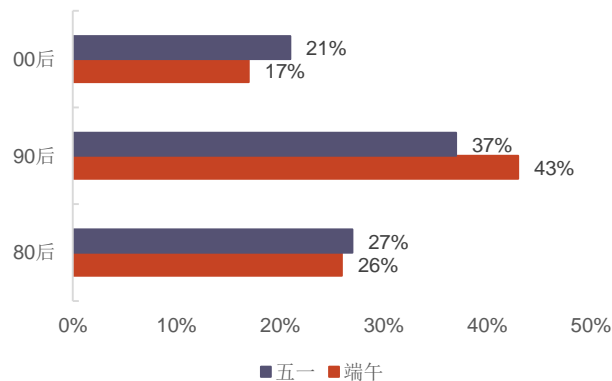


图19：2021年五一及端午旅游人群画像



资料来源：文化和旅游部，同程旅游，光大证券研究所整理

预计2021年Q2-Q3旅游业绩具有复苏可能

- 局部地区疫情有望缓解，根据同程艺龙数据，6月前两周暑期机票浏览量已超2019年同期，暑期旅游具有复苏可能。从居民消费意愿上看，预算范围在1001至5000元的为主流，合计占整体比例达56.5%

图20：2019-2021年6月前两周暑期机票浏览量

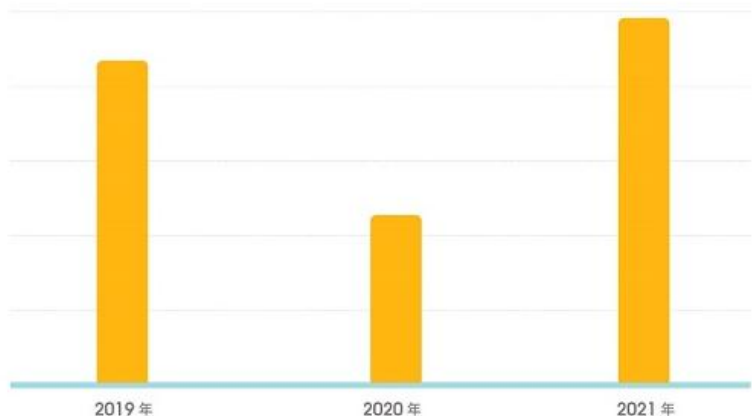
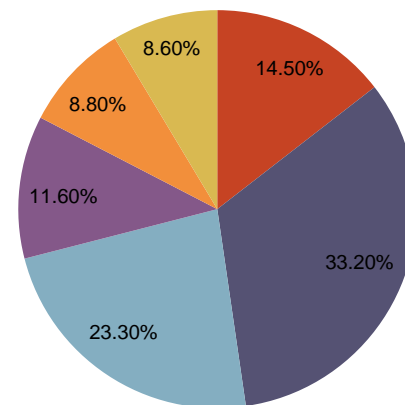


图21：2021年居民购买旅游产品预算情况

■ 1000以内 ■ 1001-3000 ■ 3001-5000 ■ 5001-7000 ■ 7001-10000 ■ 10000以上



资料来源：wind，同程旅游，光大证券研究所整理

注：暑期时间为7月1日至8月31日

出境游：凯撒吸收合并众信，两大出境龙头抱团等待春天

- 6月28日，凯撒旅业公告，拟以发行A股方式换股吸收合并众信旅游。至此，两大旅行社龙头将正式合并，疫情之下，旅行社收入承压，两大龙头合并将整合双方资源，未来疫情消散后，行业集中度提升后合并公司龙头效应将显现。

表3：凯撒吸收合并众信预案

	被合并方：众信	合并方：凯撒
换股价格	6.89 元/股 众信在合并的定价基准日前20个交易日的股票交易均价5.74元/股+20%的溢价率	8.93 元/股（收购请求权价格） 凯撒在吸收合并的定价基准日前20个交易日的股票交易均价
交易前股权比例	总股本为906,275,458股	总股本为803,000,258股
换股比例	1:0.7716 即每1股众信旅游股票可以换得0.7716 股凯撒旅业股票	
交易金额	交易金额=众信旅游换股价格×众信旅游总股本 在不考虑众信旅游存续可转债转股及异议股东行使现金选择权的情形下，为624,423.79万元。	
本次募集配套资金	凯撒旅业采用询价方式向不超过35名特定投资者发行A股股票募集配套资金不超过17亿元	

资料来源：wind，光大证券研究所整理

- 一 免税
- 二 酒店
- 三 景区
- 四 投资标的
- 五 风险分析

中国中免

- ✓免税绝对龙头公司仍不断创新，疫情期间布局线上，离岛免税利好政策出台积极作为，在品牌引进，供应链管理上相比其他免税商优势明显且差距短期内无法缩小。
- ✓盈利预测：目前公司仍处于高速发展时期，我们看好公司未来发展。我们维持21-23年EPS为5.65、7.49、10.06元，维持“买入”评级。
- ✓风险提示：宏观经济下行、毛利率增长不及预期、政策落地不及预期。

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	47,966	52,597	86,078	103,701	126,805
营业收入增长率	2.04%	9.65%	63.66%	20.47%	22.28%
净利润（百万元）	4,629	6,140	11,035	14,618	19,649
净利润增长率	49.58%	32.64%	79.73%	32.47%	34.42%
EPS（元）	2.37	3.14	5.65	7.49	10.06
ROE（归属母公司）（摊薄）	23.27%	27.52%	35.15%	34.06%	33.63%
P/E	118	89	50	37	28
P/B	27.5	24.5	17.4	12.7	9.4

资料来源：wind，光大证券研究所预测

股价时间：2021-7-9

首旅酒店

- ✓疫情后头部酒店集中度提升，海外消费回流推动中高端产品升级。
- ✓未来仍处于逆势扩张期，环球影视开业有望带来流量。
- ✓盈利预测：公司酒店、景区弹性显著，受益行业景气度回升，中长期连锁化率提升空间显著。我们维持21-23年EPS为0.43/1.16/1.37元，维持“买入”评级。
- ✓风险提示：公司新开店增速放缓；中高端产品推广进度不及预期；疫情反复影响行业恢复。

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	8,311	5,282	8,094	9,082	10,062
营业收入增长率	-2.67%	-36.45%	53.25%	12.20%	10.79%
净利润（百万元）	885	-496	429	1,146	1,351
净利润增长率	3.26%	-156.05%	NA	166.87%	17.88%
EPS（元）	0.90	-0.50	0.43	1.16	1.37
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.89%	-5.92%	4.87%	11.51%	12.03%
P/E	27	NA	55	21	17
P/B	2.6	2.8	2.7	2.4	2.1

资料来源：wind，光大证券研究所预测

股价时间：2021-7-09

锦江酒店


- ✓2021年计划新开1500家门店，新增签约2500家，开店节奏进一步加速。
- ✓集团统筹实施全球酒店产业整合，中国区作为改革样板将进入新一轮发展期。
- ✓盈利预测：考虑优异模式下公司规模的高速增长，以及经销商拓展超预期。我们维持21-23年EPS为0.92、1.35、1.71元，维持“买入”评级。
- ✓风险提示：国改进度不及预期；加盟扩张低于预期；疫情减缓不及预期。


指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	15,099	9,898	14,072	16,440	17,689
营业收入增长率	2.73%	-34.45%	42.18%	16.83%	7.60%
净利润（百万元）	1,092	110	989	1,443	1,825
净利润增长率	0.93%	-89.91%	797.07%	45.91%	26.48%
EPS（元）	1.14	0.12	0.92	1.35	1.71
ROE（归属母公司）（摊薄）	8.24%	0.87%	7.25%	9.82%	11.48%
P/E	49	482	60	41	33
P/B	4.0	4.2	4.4	4.0	3.7


资料来源：wind，光大证券研究所预测

股价时间：2021-7-9

- 一 免税
- 二 酒店
- 三 景区
- 四 投资标的
- 五 风险分析

-  风险提示1：游客量低于预期。若国外疫情、无症状感染者等因素导致国内游客对疫情持续担心，出行意愿受阻，游客量将低于预期。

-  风险提示2：自然天气/经济等不可控因素。旅游行业外部存在较多重大的不可控因素，比如恶劣天气、自然灾害等都影响客流，同时疫情下全球经济不景气甚至金融危机的产生，也会影响整体客流。

-  风险提示3：疫情反复下，海外生产力不足，免税店供货可能低于预期。


衷心 感谢


光大证券研究所




商贸社服研究团队


唐佳睿 CFA,CPA(Aust.),CAIA,FRM, ACCA 李泽楠

 执业证书编号: S0930516100002

 电话: 021-52523866

 邮件: tangjiarui@ebscn.com

 执业证书编号: S0930520030001

 021-52523875

 lizn@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。