

出行板块大幅减亏，免税、酒店龙头加速扩张

——航空机场、免税酒店2021年中报业绩总结

行业评级：看好

2021年9月7日

姓名	李丹
邮箱	lidan02@stocke.com.cn
电话	021-80108040
证书编号	S1230520040003

1、机场：Q2业绩受6月疫情影响，美兰空港受益于离岛免税规模扩张

- 21H1，白云机场进出港航班量和旅客吞吐量在上市机场中相对最高（除了6月受本地疫情影响）。
- 21H1上海、白云、首都、深圳、美兰机场归母净利润分别为-7.4、-4.1、-8.4、0.4、3.5亿元。

2、航空：Q2民营航司恢复盈利，三大航环比大幅减亏

- 21H1三大航仍为亏损，民营航司均实现盈利，其中吉祥实现归母净利润1亿元，超过其他上市航司。其中Q2，南航、国航、东航分别亏损6.8、5.8、14.0亿元，环比21Q1分别减亏33.2、56.3、24.0亿元；春秋、吉祥、华夏21Q2归母净利润分别为3.0、3.8、0.6亿元，较21Q1分别+5.8、+6.6、+1.1亿元，其中吉祥、华夏已超过19Q2盈利水平。

3、免税：6月离岛免税销售额环比下滑29%，中免Q2归母净利润率14.4%

- 21Q1、Q2离岛免税销售额分别为135.7亿元/+356%、132.4亿元/+193%，其中6月离岛免税销售额35.4亿元，环比5月下降29%，购物旅客56.8万人次，环比5月下降25%，主要受广深局部疫情+海南旅游淡季+打击套代购力度加大影响。
- 2021H1中免实现营业收入约355.3亿元/+84%；归母净利润约53.6亿元/+476%。其中Q2，中免营业收入约173.9亿元/+53%；归母净利润25.1亿元/+164%；受促销力度加大影响，归母净利润率14.4%，环比Q1下滑1.3pct。

4、酒店：龙头展店提速，Q2恢复盈利，中高端化大势所趋

- 21Q2首旅、锦江、华住归母净利润分别为2.5、1.9、3.2亿元。21H1首旅、锦江、华住分别净增337、419、335家店，中高端占比提升至24.1%、49.5%、36.5%。

5、推荐标的

- 重大推荐**白云机场**：当前股价低于大股东定增价10.90元/股，免税协议谈判落地、有税商业入驻重奢品牌有望成为催化。
- 首旅酒店：龙头享行业连锁化β，轻管理模式打开下沉市场增量空间，21-23年开业酒店数量CAGR有望达到30%。
- 中国中免：盈利水平随离岛免税市场扩张而提升，首都机场免税谈判落地、美兰二期店开业、三亚机场店扩容有望带来催化。

风险提示

- 1、疫情持续时间超预期
- 2、国内出行需求不及预期
- 3、油价大幅上涨
- 4、免税销售不及预期
- 5、酒店需求不及预期等。

目录

CONTENTS

01

新冠疫情跟踪

- (1) 国内本轮疫情趋近尾声
- (2) 海外新增确诊病例未见明显回落趋势

02

机场板块

- (1) 起降架次：白云机场起降架次最高，6月广深受疫情影响较大
- (2) 旅客吞吐量：白云机场绝对值最大，深圳机场恢复最好
- (3) 收益：美兰空港21H1利润较19年+25%，主要受益离岛免税扩张
- (4) 航空性收入：航空性业务收入降幅与业务量一致
- (5) 非航收入：21H1特许经营收入较19H1差异较大

03

航空板块

- (1) 经营数据：国内需求已恢复，6月受广深疫情影响
- (2) 客收情况：国航客收正增长
- (3) 货运业务：南航货运表现靓丽
- (4) 成本费用端：油价回升，春秋成本费用管控优
- (5) 利润端：民营航司H1均盈利，吉祥、华夏Q2盈利超19年同期

04

免税板块

- (1) 离岛免税：6月销售额环比下降29%，受广深疫情+淡季+打击代购影响较大
- (2) 中国中免：①促销力度加大，Q2净利率14.4%；②海南贡献大，日上直邮21H1收入环比略有回落

05

酒店板块

- (1) 酒店走出疫情坑，9月有望边际向上
- (2) 龙头展店提速，中高端化大势所趋
- (3) 21Q2华住、首旅、锦江归母净利润较19年-6%、-15%、-30%

06

投资建议

表：重点公司21Q2业绩及2021全年业绩展望（单位：亿元）

行业	公司	21Q1 营业收入	21Q2 营业收入	同比	21H1 营业收入	同比	21Q1 归母净利润	21Q2 归母净利润	同比	21H1 归母净利润	同比	2021E 营业收入	2021E 归母净利润
机场	白云机场	11.9	12.1	-38%	24.0	-38%	-1.6	-2.6	-4.6	-4.1	-8.4	60	-1
	上海机场	8.7	9.4	-65%	18.0	-67%	-4.4	-3.1	-16.1	-7.4	-34.4	49	-7
	深圳机场	7.9	7.9	-16%	15.8	-15%	0.5	0.4	-1.0	0.9	-2.2	37	2.6
	美兰空港 (H)				8.9	10%				3.5	0.7	19	7.2
航空	中国国航	145.8	230.8	-30%	376.6	-42%	-62.1	-5.8	-9.9	-67.9	-99.3	896	-99
	南方航空	212.5	303.2	-14%	515.8	-29%	-40.1	-6.8	2.8	-46.9	-63.8	1183	-85
	中国东航	134.0	213.2	-41%	347.1	-41%	-38.1	-14.0	-13.4	-52.1	-71.5	787	-81
	春秋航空	22.2	32.3	-8%	54.5	-24%	-2.9	2.8	-1.0	-0.1	-8.6	132	5
	吉祥航空	24.6	35.9	-9%	60.5	-25%	-2.8	3.8	2.0	1.0	-4.8	153	5
	华夏航空	11.0	12.3	0%	23.3	-6%	-0.5	0.6	0.1	0.1	-1.3	55	3
免税	中国中免	181.3	173.9	63%	355.3	46%	28.5	25.1	15.4	53.6	20.8	757	109
酒店	首旅酒店	12.7	18.7	-8%	31.4	-21%	-1.8	2.5	-0.5	0.7	-3.0	74	5
	锦江酒店	23.0	29.6	-22%	52.6	-26%	-1.8	1.9	-0.8	0.1	-5.6	135	7.8
	华住集团 (H)	23.3	35.9	79%	59.1	13%	-2.5	6.3	1.2	3.8	-2.4	142	14

01

新冠疫情
跟踪

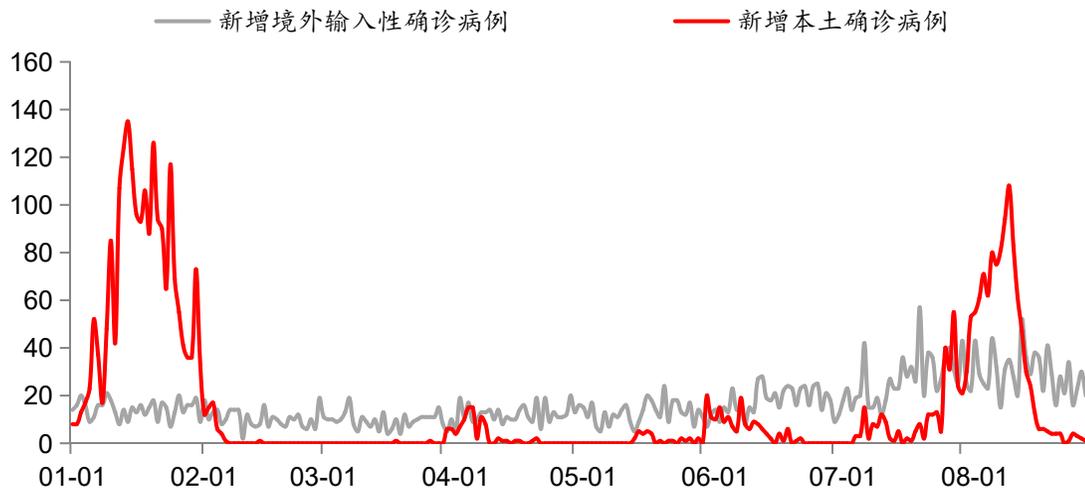
□ **国内：6月广深局部受影响，7-8月疫情扩散范围较广，9月初本轮疫情影响接近尾声。**7月下旬起，南京疫情扩散至全国十余个省份；8月下旬起，本轮疫情趋于平稳。自8月29日12时起，全国高风险地区全部清零；截至9月6日8时，全国共有0个高风险地区、3个中风险地区（江苏1、云南2）。

□ **海外：新增确诊病例数量仍未见明显回落。**上周（8月29日-9月3日），海外新增新冠肺炎确诊病例389万例，环比上周下降3.8%；新增死亡人数54321例，环比上周减少11.5%。

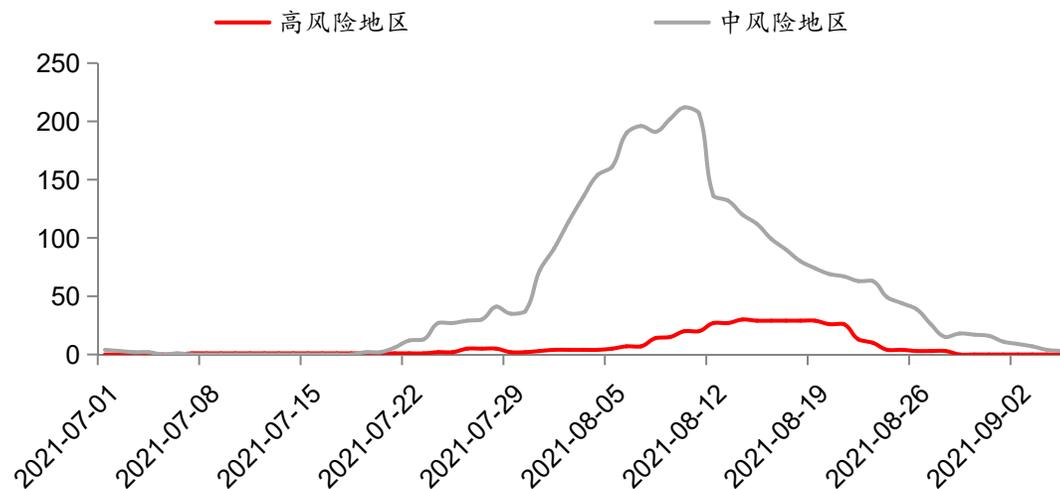
图：全球新冠肺炎确诊病例（万例/周）



图：2021年中国新冠肺炎单日新增确诊病例（例）

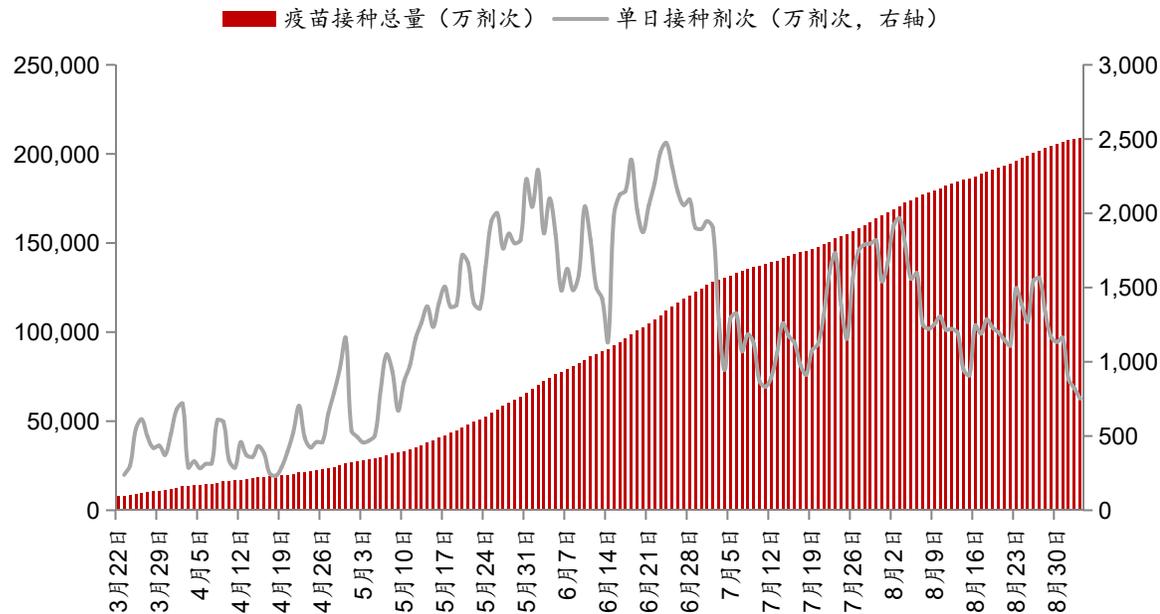


图：7.1-9.5中国中高风险地区数量（个）

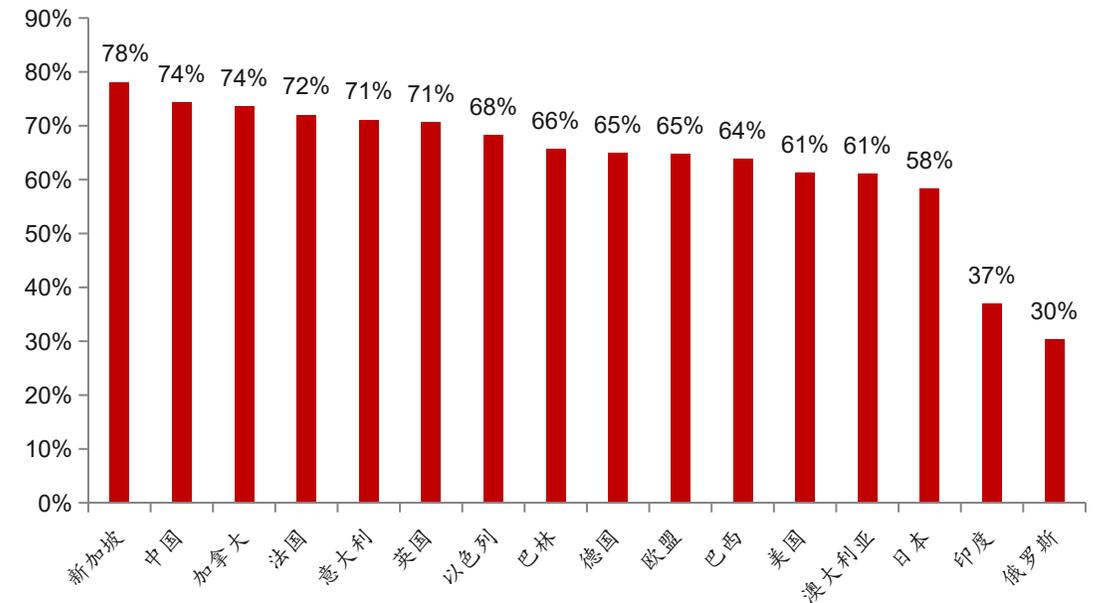


- **国内：**根据国家卫健委官网数据，截至9月5日，全国累计报告接种新冠病毒疫苗超21亿剂次。
- **海外：**根据Our World in Data数据，截至9月5日，全球累计接种新冠病毒疫苗54.9亿剂次，接种率（至少一剂）达到40.4%。

图：2021年中国新冠疫苗接种情况



图：各国新冠疫苗接种率（至少一剂）



02

机场

起降架次：白云机场起降架次最高，
6月广深受疫情影响较大

旅客吞吐量：白云机场绝对值最大，
深圳机场恢复最好

收益：美兰空港受益离岛免税21H1收
入较19年+10%、利润较19年+25%

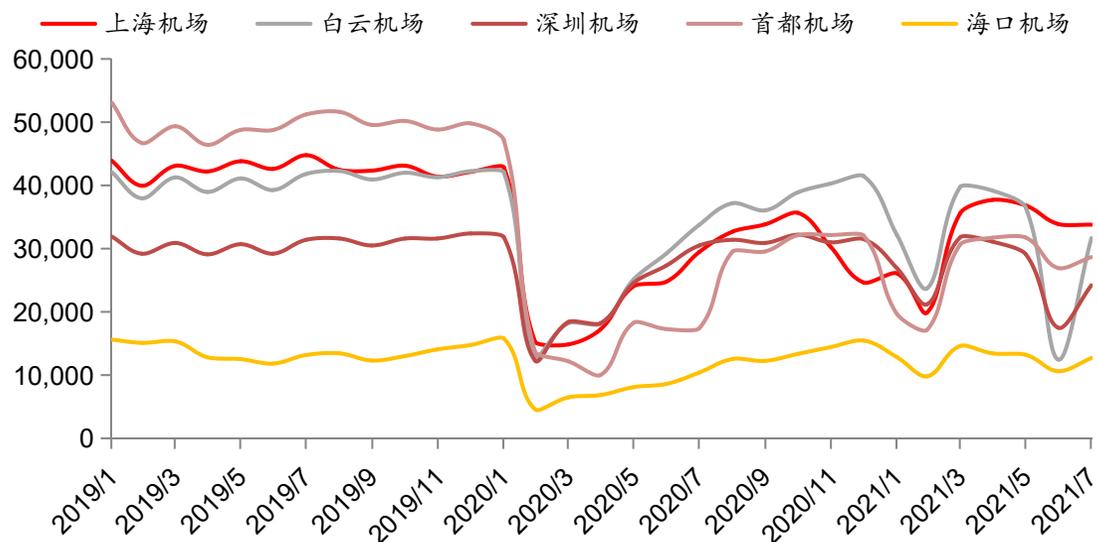
航空性收入：航空性业务收入降幅与
业务量一致

非航收入：21H1特许经营收入较
19H1差异较大

□ **飞机起降架次：白云机场进出港航班量在上市机场中相对最高。**3月中旬国内出行恢复正常秩序后，机场进出港航班量已大幅回升，4月深圳、海口、广州机场起降架次较19年分别+7%、+5%、+1%；同期上海浦东、北京首都机场起降架次较19年分别下降11%、32%，主要受五个一政策下的国际航班拖累。

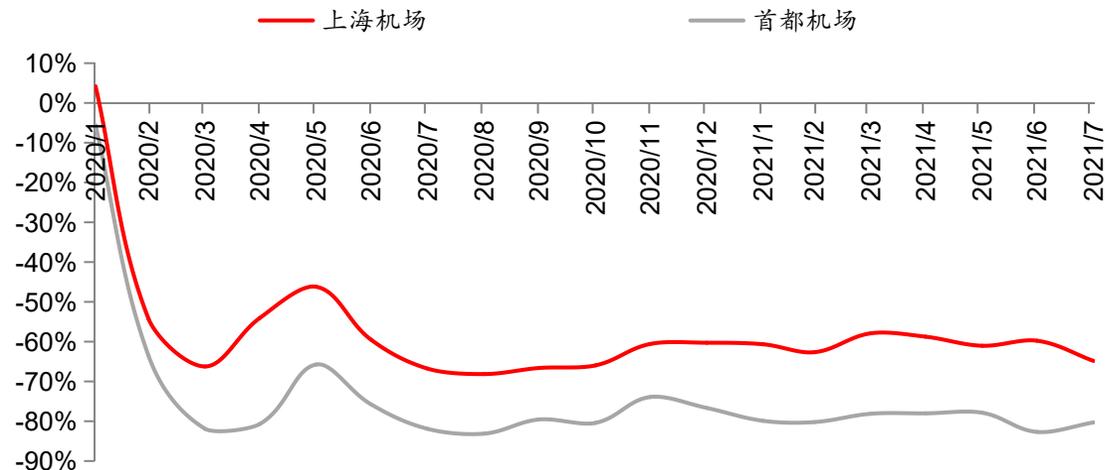
□ 6月受广深疫情影响，恢复势头明显回落，广州、深圳机场起降架次较19年同期分别-68%、-40%。

图：上市机场月度飞机起降架次

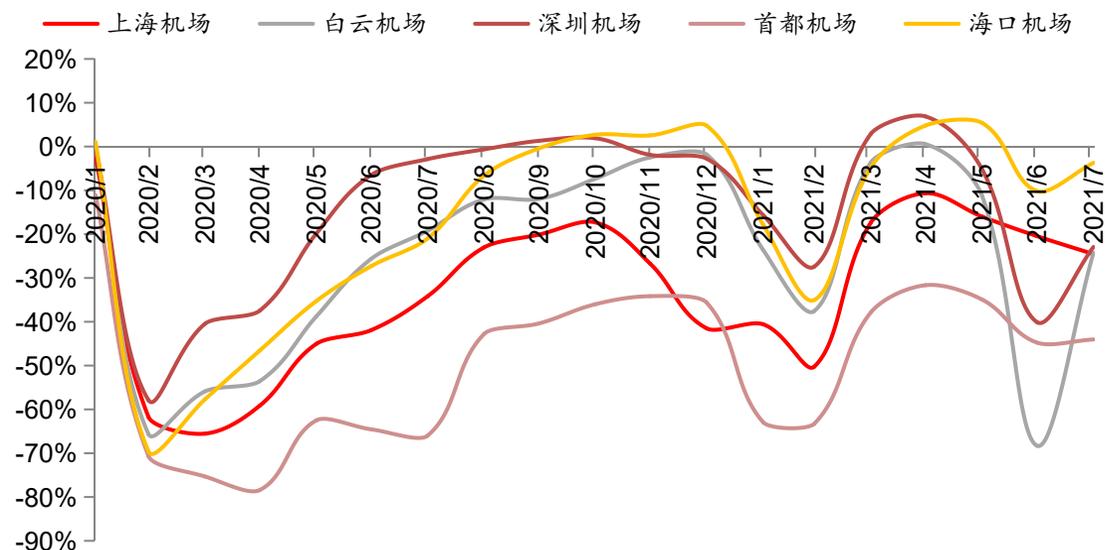


资料来源：公司公告、Wind，浙商证券研究所

图：北上机场国际航班起降架次较19年同期的增速

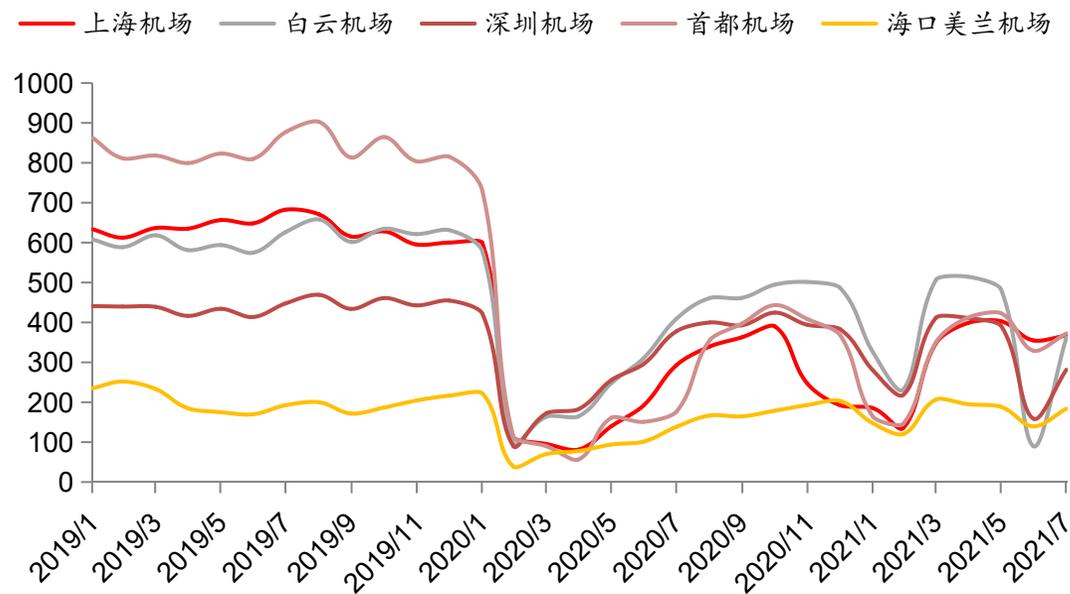


图：上市机场起降架次较19年同期的增速



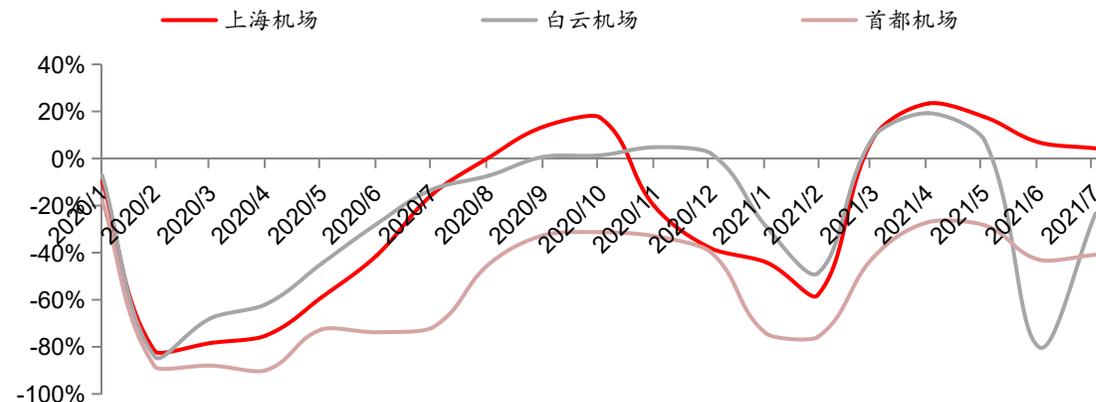
- 随着3月中旬起疫情防控措施放宽，国内出行需求迅速升温，5月底-6月受广深疫情影响恢复势头有所回落。
- **旅客吞吐量**：白云机场旅客吞吐量在上市机场中相对最大，6月受广深疫情严重影响仅90万人次，环比5月减少392万人次。
- **增速**：3月上海机场、白云机场国内航线旅客吞吐量增速回正，较19年分别+9%、+9%；4月上海、白云、深圳、首都、海口机场旅客吞吐量较19年分别-37%、-12%、-1%、-48%、+5%。

图：2019.01-2021.07上市机场月度旅客吞吐量（万人次）

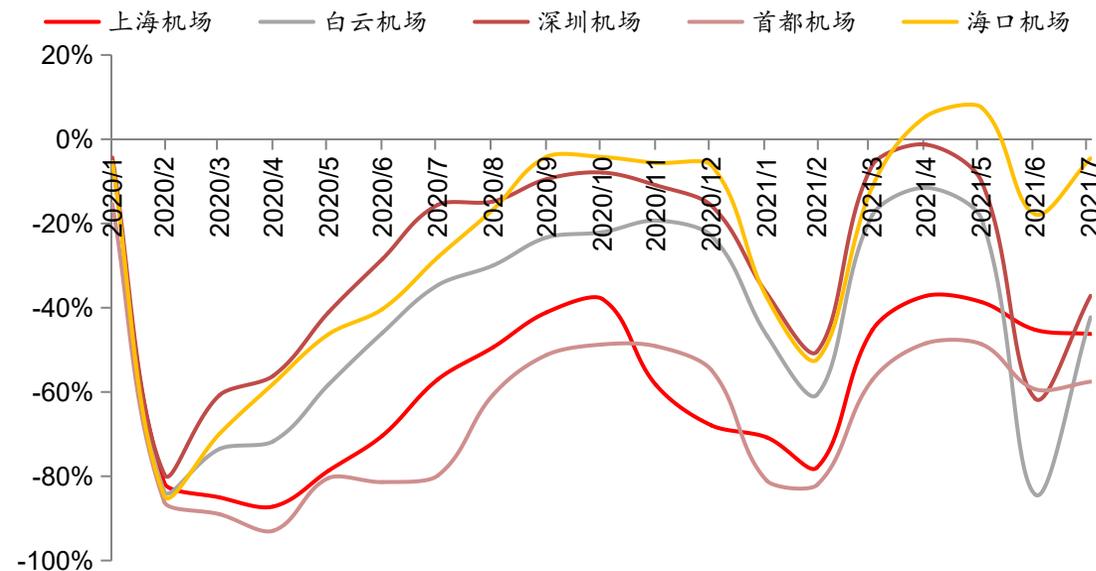


资料来源：Wind、公司公告，浙商证券研究所

图：2020.1-2021.7上市机场旅客吞吐量较19年同期增速



图：2020.1-2021.7上市机场旅客吞吐量较19年同期增速



02 机场收益：美兰空港受益离岛免税21H1收入同比+10%

2021H1: 1) 收入: 美兰空港营收8.9亿元, 较19年增加10%; 上海机场、首都机场因免税租金下降, 当期收入较19年分别下降67%、68%。**2) 利润:** 美兰空港取得归母净利润3.5亿元, 较19年增加25%, 主要受益于离岛免税规模扩大带来的免税租金提升; 深圳机场盈利0.9亿元, 白云、上海、首都机场仍为亏损。

2021Q2: 1) 收入: 受5-6月广深疫情影响, 机场Q2收入较19年的降幅与Q1基本持平。**2) 利润:** 深圳机场盈利0.4亿元, 白云机场受本土疫情影响亏损环比扩大1亿元; 上海机场Q2环比减亏1.4亿元, 主要受益于需求恢复。

表: 上市机场2021H1营业收入以及较19年同期水平的增速

	白云机场	上海机场	深圳机场	首都机场 (H)	美兰空港 (H)
21H1营业收入	24.0	18.0	15.8	17.5	8.9
同比	-41%	-67%	-15%	-68%	10%
21Q1营业收入	11.9	8.7	7.9	-	-
同比	-41%	-69%	-14%	-	-
21Q2营业收入	12.1	9.4	8.0	-	-
同比	-41%	-65%	-16%	-	-
21H1归母净利润	-4.1	-7.4	0.9	-8.4	3.5
19H1归母净利润	4.7	27.0	3.1	12.9	2.8
21Q1归母净利润	-1.6	-4.4	0.5	-	-
19Q1归母净利润	2.4	13.9	1.7	-	-
21Q2归母净利润	-2.6	-3.0	0.4	-	-
19Q2归母净利润	2.3	13.1	1.4	-	-

上海机场：21H1，上海机场航空性业务收入9.8亿元，较19年-51%，其中架次相关收入5.7亿元，较19年-35%，旅客及货邮收入4.1亿元，较19年-64%。其中，Q1、Q2分别实现航空性收入3.9、5.8亿元，较19年分别-61%、-43%。

首都机场：21H1，首都机场航空性业务收入7.0亿元，较19年-66%，其中架次相关收入4.1亿元，较19年-61%，旅客及货邮收入2.9亿元，较19年-71%。其中，Q1、Q2分别实现航空性收入2.5、4.5亿元，较19年分别-75%、-56%。

深圳机场：21H1，深圳机场航空性业务收入12.5亿元，较19年-19%，其中Q1、Q2分别为6.1、6.4亿元，较19年分别-23%、-15%。

美兰空港：21H1，美兰空港航空性业务收入2.8亿元，较19年-23%，其中Q1、Q2分别为1.3、1.5亿元，较19年分别-37%、-5%。

表：首都、上海、深圳机场航空收入、非航收入情况

	上海机场	首都机场 (H)	深圳机场	美兰空港 (H)
21H1航空性收入	9.8	7.0	12.5	2.8
同比	-51%	-66%	-19%	-23%
其中：架次相关	5.7	4.1	-	0.5
同比	-35%	-61%	-	-24%
旅客及货邮相关	4.1	2.9	-	2.3
同比	-64%	-71%	-	-23%
21H1旅客吞吐量	1825.1	1823.8	1870.4	996.7
同比	-52%	-63%	-28%	-20%
21Q1航空性收入	3.9	2.5	6.1	1.3
同比	-61%	-75%	-23%	-37%
21Q2航空性收入	5.8	4.5	6.4	1.5
同比	-43%	-56%	-15%	-5%

上海机场：21H1，上海机场实现**非航收入**8.3亿元，较19年-89%，其中**免税租金**2.2亿元，较19年-89%（Q1、Q2分别为0.9、1.3亿元，较19年分别-91%、-86%），**其他商业餐饮收入**1亿元，较19年-88%，**其他非航收入**5.1亿元，较19年-22%。

首都机场：21H1，首都机场实现**非航收入**10.5亿元，较19年-69%；其中**特许经营收入**5.7亿元/-78%，**租金收入**4.7亿元，较19年-28%，其他收入0.1亿元，较19年-88%。

深圳机场：21H1，深圳机场实现**非航收入**3.3亿元，较19年+18%；其中**航空物流收入**1.5亿元，较19年+11%，**航空广告收入**1.8亿元，较19年+23%。

美兰空港：21H1，美兰空港实现**非航收入**6.1亿元，较19年+38%；其中**特许经营收入**3.7亿元，较19年+87%，主要受益于离岛免税销售规模提升。

表：首都、上海、深圳、美兰机场非航收入情况

	上海机场	首都机场	深圳机场	美兰空港
非航收入 (亿元)	8.3	10.5	3.3	6.1
YOY	-89%	-69%	+18%	+38%
其中：	免税租金2.2亿元 (-89%) 其他商业餐饮收入1亿元 (-88%) 其他非航收入5.1亿元 (-22%)	特许经营收入 5.7亿元 (-78%) 租金收入4.7亿元 (-28%) 其他收入0.1亿元 (-88%)	航空物流收入1.5亿元 (+11%) 航空广告收入1.8亿元 (+23%)	特许经营收入 3.7亿元 (+87%) 货运及包装收入 5668万元 (-5%) 酒店收入 5103万元 (+1%) 贵宾室收入 3878万元 (+6%) 租金收入 3142万元 (-9%) 停车场收入 738万元 (+1%) 其他收入 4935万元 (-8%)

03

航空运输

经营数据：国内需求已恢复，6月受广深疫情影响

客收情况：国航客收正增长

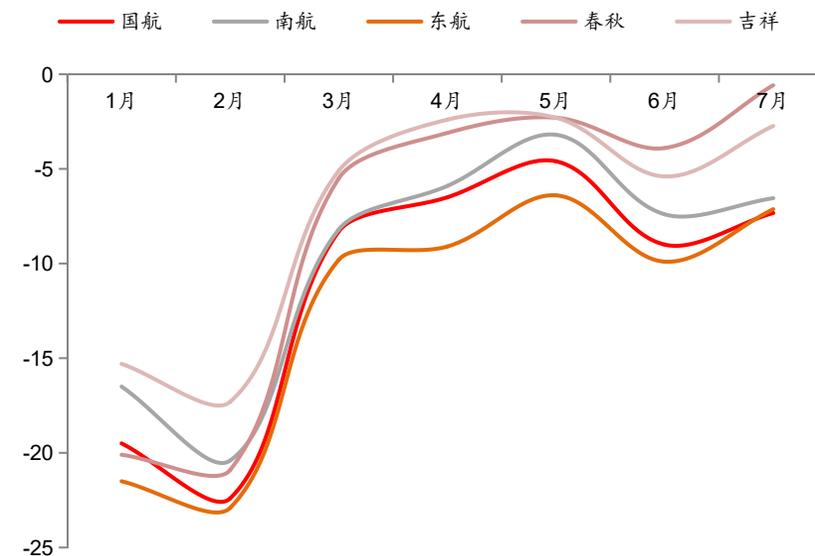
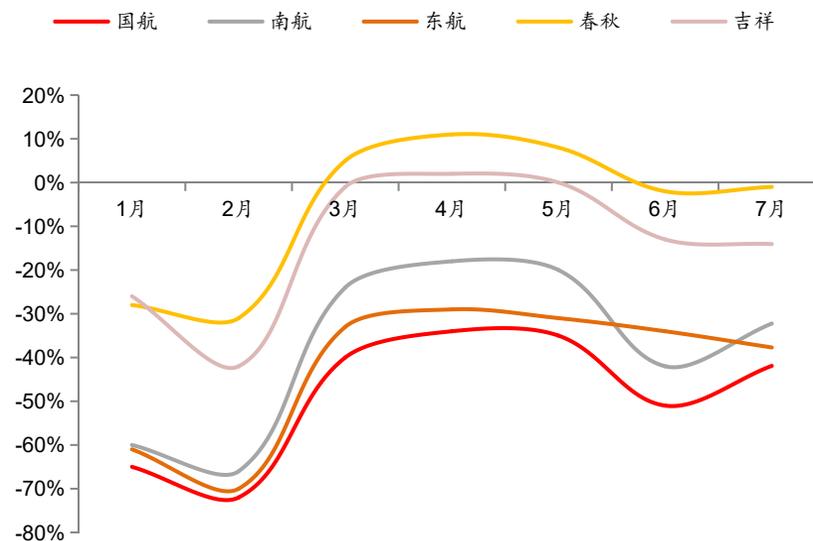
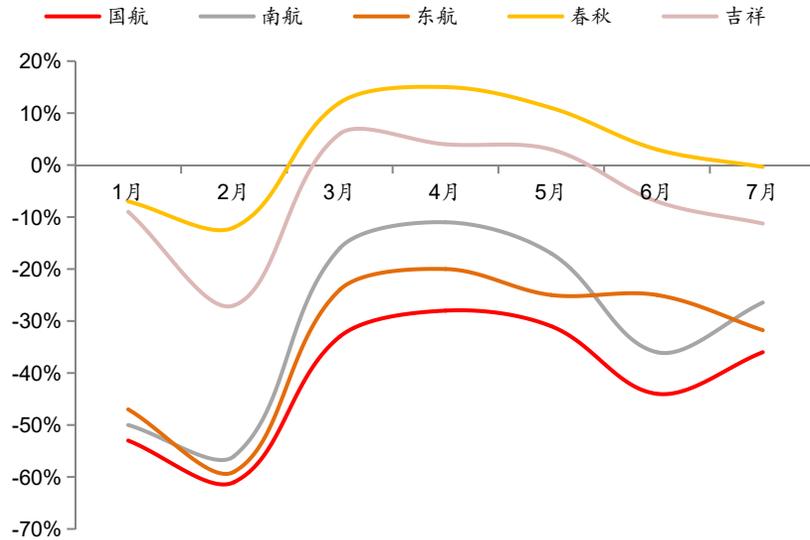
货运业务：南航货运表现靓丽

成本费用端：油价回升，春秋成本费用管控优

利润端：民营航司H1均盈利，吉祥、华夏Q2盈利超19年同期

- **2021Q1**：1-2月受疫情反复+就地过年影响，上市航司经营数据较20Q4出现下滑；3月起，国内需求开启确定性复苏，春秋、吉祥航空ASK较19年同期的增速回正，春秋RPK较19年同期的增速回正。
- **2021Q2**：5月底-6月受广深疫情影响，航司恢复势头回落。较19年同期而言，6月仅春秋航空ASK保持3%的正增速；6月RPK均不及19年同期，其中春秋、吉祥航同比-2%、-13%；三大航方面，由于南航基地位于广州，受影响相对最大，6月ASK、RPK环比5月分别-25%、-27%。
- **2021年7月**，南航、国航、东航、春秋、吉祥客座率较19年分别-6.5、-7.3、-7.1、-0.6、-2.7个百分点。

图：上市航司2021年1-7月ASK较19年同期的增速 图：上市航司2021年1-7月RPK较19年同期的增速 图：上市航司2021年1-7月客座率较19年同期的增速



03 航空客运收益：国航客收正增长，华夏客收、座收最高

- **客运收入：南航 > 国航 > 东航，吉祥 > 春秋 > 华夏。** 21H1，由于客运业务量数据大幅下滑，上市航司的客运收入均出现大幅下跌，其中华夏同比下降10%，受损程度相对最低；在干线航司中，春秋受损程度最低，同比下降24%，三大航降幅均超40%。
- **客公里收益：华夏 > 国航 > 南航 > 东航 > 吉祥 > 春秋。** 21H1，华夏RRPK达到0.578元，绝对值上大于其他上市航司，国航RRPK0.531元，同比+1%，成唯一正增长上市航司。
- **座公里收益：华夏 > 国航 > 南航 > 东航 > 吉祥 > 春秋。** 由于客座率大幅下跌，各航司均出现大幅下滑。其中，华夏RASK0.423元，同比下降12%，绝对值在上市航司中最高，且下滑幅度最小。

表：2021H1各航司客运收入、单位收入情况

	南航	国航	东航	春秋	吉祥	华夏
客运收入 (亿元)	397	309	285	53	59	22
增速	-40%	-48%	-47%	-24%	-27%	-10%
ASK (亿座公里)	1143	825	859	216	190	52
增速	-31%	-42%	-33%	4%	-5%	2%
RPK (亿人公里)	842	582	608	180	148	38
增速	-39%	-49%	-43%	-6%	-13%	-5%
RRPK (元)	0.471	0.531	0.468	0.294	0.396	0.578
增速	-1%	1%	-7%	-19%	-16%	-5%
RASK (元)	0.347	0.375	0.331	0.245	0.309	0.423
增速	-12%	-12%	-20%	-27%	-23%	-12%

- 货运收入：南航 > 国航 > 东航。**三大航积极抢抓货运增收机遇，组织客改货航班，在货运收入方面均取得大幅增长。2021H1南航、国航、东航货邮收入增速分别为101%、62%、126%，占总营收的比例分别为17%、12%、11%，19H1该比重分别为6%、4%、3%。
- 单位RFTK货邮收入：南航 > 东航 > 国航 > 华夏 > 吉祥 > 春秋。**2021H1，南航单位RFTK货邮收入绝对值最高，为2.217元，较19年增加81%；国航增幅最大，较19年增加82%。
- 单位AFTK货邮收入：南航 > 国航 > 东航 > 春秋 > 吉祥 > 华夏。**2021H1南航单位AFTK货邮收入1.171元，较19年增加97%。

表：2021H1各航司货运收入、单位收入情况

	南航	国航	东航	春秋	吉祥	华夏
货运收入 (亿元)	88.7	45.8	39.5	0.6	1.1	0.1
增速	101%	62%	126%	0%	-	140%
AFTK (百万吨公里)	7573	5497	5127	124	501	215.2
增速	2%	-1%	15%	10%	7%	17%
RFTK (百万吨公里)	3999	2076	1796	69	86	9
增速	11%	-11%	35%	31%	-8%	70%
单位RFTK货邮收入 (元)	2.217	2.204	2.197	0.802	1.326	1.333
增速	81%	82%	67%	-24%	-	41%
单位AFTK货邮收入 (元)	1.171	0.832	0.769	0.442	0.228	0.056
增速	97%	63%	97%	-9%	-	105%

- 营业成本**：受业务量下跌及油价大幅下跌影响，国航、南航、东航、春秋、吉祥、华夏营业成本分别为756.3、949.0、708.0、99.8、102.7、40.7亿元，同比分别下降33.2%、30.0%、34.0%、23.9%、28.7%、13.5%。
- 单位燃油成本**：**国航 > 东航 > 南航 > 吉祥 > 春秋**。2021年油价上涨明显，21Q1、21Q2WTI原油价格较19年同期分别上涨5.8%、10.2%。在精细化管理下，干线航司21H1单位航油成本均有下降，其中春秋为0.074元，较19年下降23%，在上市航司中优势明显。
- 单位非油成本+扣汇财务费用**：**国航 > 东航 > 南航 > 吉祥 > 春秋**。单位非油成本方面，三大航较19年均有明显增加，我们认为主要因为成本压缩弹性低于ASK下降幅度；民营航司成本控制优势突出，其中春秋单位“非油成本+扣汇财务”为0.182元，较19年下降11%，低于吉祥24%。

表：2021H1各航司营业成本及单位成本情况

	南航	国航	东航	春秋	吉祥	华夏
营业成本 (亿元)	519	417	397	57	57	20
YOY	-20%	-24%	-24%	-8%	-17%	-7%
单位ASK成本 (元)	0.454	0.505	0.461	0.253	0.303	0.394
YOY	17%	30%	16%	-15%	-12%	-8%
单位ASK航油成本 (元)	0.108	0.120	0.114	0.074	0.084	-
YOY	-13%	-4%	-10%	-23%	-21%	-
单位ASK“非油成本+扣汇财务费用”(元)	0.357	0.403	0.359	0.182	0.239	-
YOY	25%	42%	23%	-11%	-3%	-

图：2021年油价持续上涨



03 航空费用端：春秋表现优异，人民币升值产生汇兑收益

- 单位ASK销售费用：**民营航司方面，春秋航空表现优异，21H1单位ASK销售费用0.005元，同比下降14%；华夏21H1销售费用1.4亿元，较19年+37%，单位销售费用0.026元，较19年增加34%。三大航方面，国航、南航、东航较19年同期分别上升+6%、+5%、-14%，其中东航费用管控相对较佳。
- 单位ASK管理费用：**上市航司同比均正增长，南航、国航、东航、春秋、吉祥、华夏21H1管理费用较19年分别+5%、+0.5%、+5%、+21%、+4%、+49%；单位管理费用分别+52%、+72%、+61%、+17%、+9%、+47%。
- 汇兑损益：**2021年1-6月，人民币升值1个百分点，国航、南航、吉祥分别获得5.6、7.9、3.7亿元的汇兑正收益，东航产生2亿元的汇兑损失。

表：2021H1各航司单位销售费用、单位管理费用、汇兑损益情况

	南航	国航	东航	春秋	吉祥	华夏
单位ASK销售费用 (元)	0.021	0.025	0.020	0.005	0.012	0.026
YOY	5%	6%	-14%	-14%	-21%	34%
单位ASK管理费用 (元)	0.016	0.025	0.019	0.005	0.011	0.024
YOY	52%	72%	61%	17%	9%	47%
21H1汇兑损益 (亿元)	-7.93	-5.63	1.96	-0.48	-3.68	-0.34
19H1汇兑损益 (亿元)	3.12	1.19	-8.27	0.08	0.01	0.02

- **其他收益**：21H1国航、春秋、吉祥、华夏较19H1取得正增长，这部分收益基本来自航线补贴。
- **归母净利润**：21H1，三大航仍为亏损，民营航司均实现盈利，其中吉祥实现归母净利润1亿元，超过其他上市航司。其中Q2，南航、国航、东航分别亏损6.8、5.8、14.0亿元，环比21Q1分别减亏33.2、56.3、24.0亿元；春秋、吉祥、华夏21Q2归母净利润分别为3.0、3.8、0.6亿元，较21Q1分别+5.8、+6.6、+1.1亿元，其中吉祥、华夏已超过19Q2盈利水平。

表：21H1各航司其他收益、归母净利润情况

	南航	国航	东航	春秋	吉祥	华夏
其他收益 (亿元)	15.1	21.9	28.1	6.1	3.7	1.8
YOY	-18%	25%	-6%	45%	88%	18%
21H1归母净利润 (亿元)	-46.9	-67.9	-52.1	0.1	1.0	0.1
19H1归母净利润	16.9	31.4	19.43	8.55	5.78	1.41
21Q2归母净利润 (亿元)	-6.8	-5.8	-14.0	3.0	3.8	0.6
19Q2归母净利润	-9.6	4.2	-0.6	3.8	1.8	0.6
较21Q1	33.2	56.3	24.0	5.8	6.6	1.1
21Q1归母净利润 (亿元)	-40.1	-62.1	-38.1	-2.9	-2.8	-0.5
19Q1归母净利润	26.5	27.2	20.1	4.8	4.0	0.9

04

免税

离岛免税：

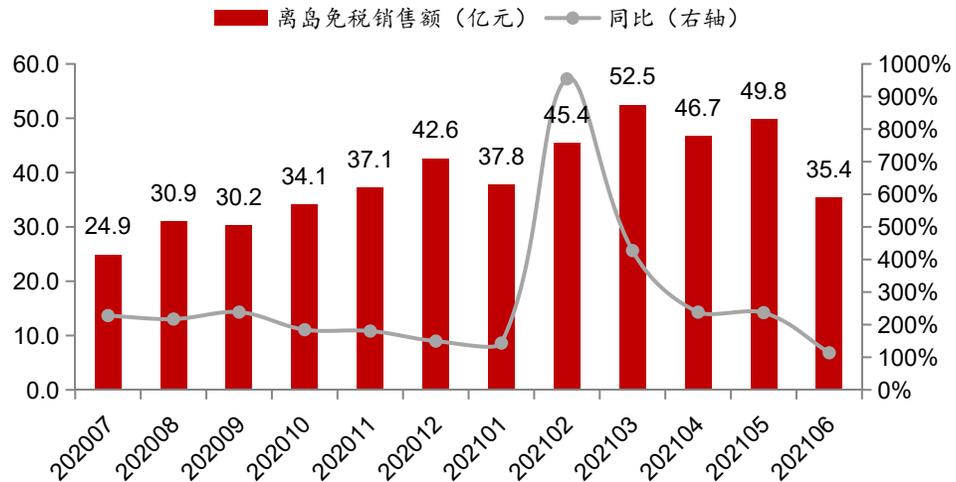
6月销售额环比下降29%，受广深疫情+淡季+打击代购影响较大

中国中免：

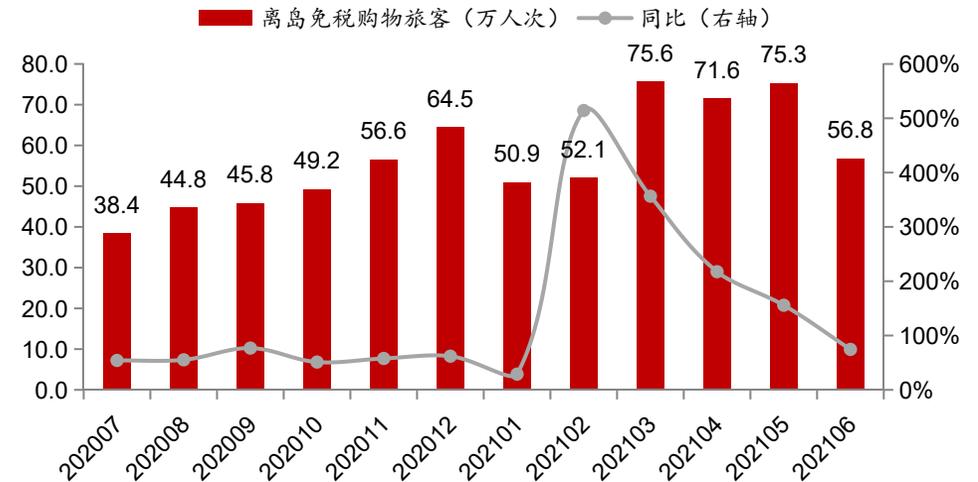
- 促销力度加大，Q2净利率14.4%
- 海南贡献大，日上直邮21H1收入环比略有回落

- **离岛免税政策效应持续释放，6月销售额受广深疫情+海南淡季+打击套代购影响。**根据海口海关数据，21H1离岛免税销售额、购物旅客分别为268.1亿元/+258%、382.7万人次/+157%。分季度来看，21Q1、Q2离岛免税销售额分别为135.7亿元/+356%、132.4亿元/+193%，购物旅客分别为178.6、204.1万人次，客单价分别为7598、6487元。逐月来看，6月离岛免税销售额35.4亿元，环比5月下降29%，购物旅客56.8万人次，环比5月下降25%，主要受海南附近经济发达地区广深的局部疫情+海南旅游淡季+打击套代购力度加大影响。
- **价格竞争较激烈，有望逐渐趋于良性。**根据我们对离岛免税市场各免税店的价格跟踪，我们发现海旅投、海发控、中出服折扣力度紧跟中免，但同时在价格竞争加剧；同时，中免以外的其他运营商在海南均刚刚起步，虽然规模差距悬殊，但新店放量短期难免对中免的市场份额造成小幅挤压。由于免税运营商均为国企，我们认为价格竞争将趋于良性，基于规模、渠道、成本等优势，中免强者恒强。

图：海南离岛免税销售额及同比



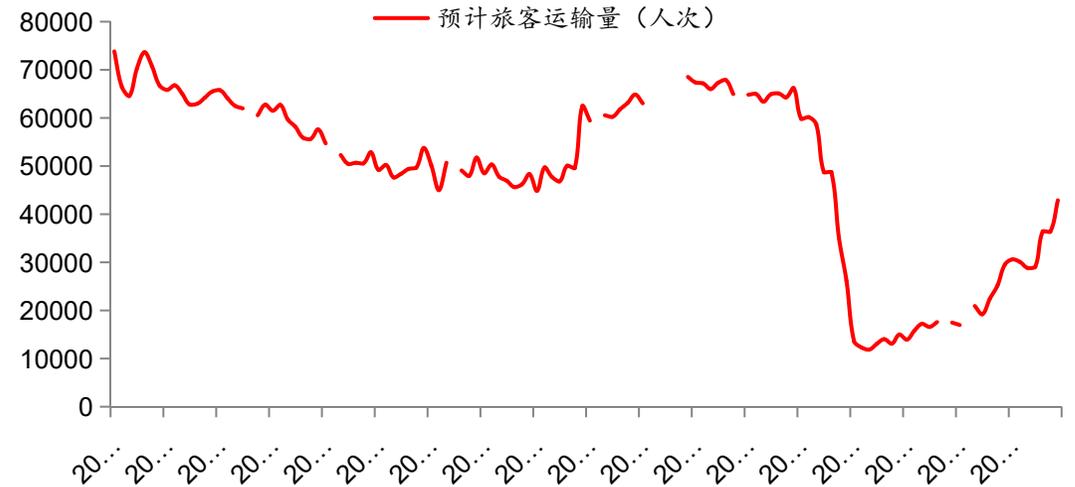
图：海南离岛免税购物旅客及同比



04 受疫情影响，8月离岛旅客环比下滑，9月初恢复明显

- **6月旅客环比略降。**三亚机场、海口机场日均执行航班量分别为303、348班次，较4-5月平均水平分别下降11%、19%。
- **8月受影响较大，9月初恢复明显。**受南京疫情扩散+海口本土确诊病例影响，8月海口机场、三亚机场日均航班量分别约220、186班次，环比7月下降42%、45%。9月6日，海口机场、三亚机场执行航班量分别为384、240班次，恢复至7月的95%、74%。
- 9月6日海口机场预计运送旅客43201人次，基本恢复至6月水平。

图：海口美兰机场旅客吞吐量（预计）（人次/日）



图：海口美兰机场进出港航班量（班次/日）



图：三亚凤凰机场进出港航班量（班次/日）



- **离岛免税店：2021下半年，我们预计多家离岛免税运营商将新开或扩容免税店，包括：**海控全球精品免税城二期（8.30已开业）、中免美兰机场二期店、中免三亚凤凰机场店扩容5000平、中服三亚国际免税购物公园二期、深免观澜湖免税店二期。
- **线上渠道：**7月底，中免开始整合线上渠道，现已将日上直邮、CDF海南会员购整合至“中免日上 | 旅购”平台，我们认为未来中免旗下其他线上渠道亦有望入驻。8月，海旅、中服均上线离岛补购渠道。

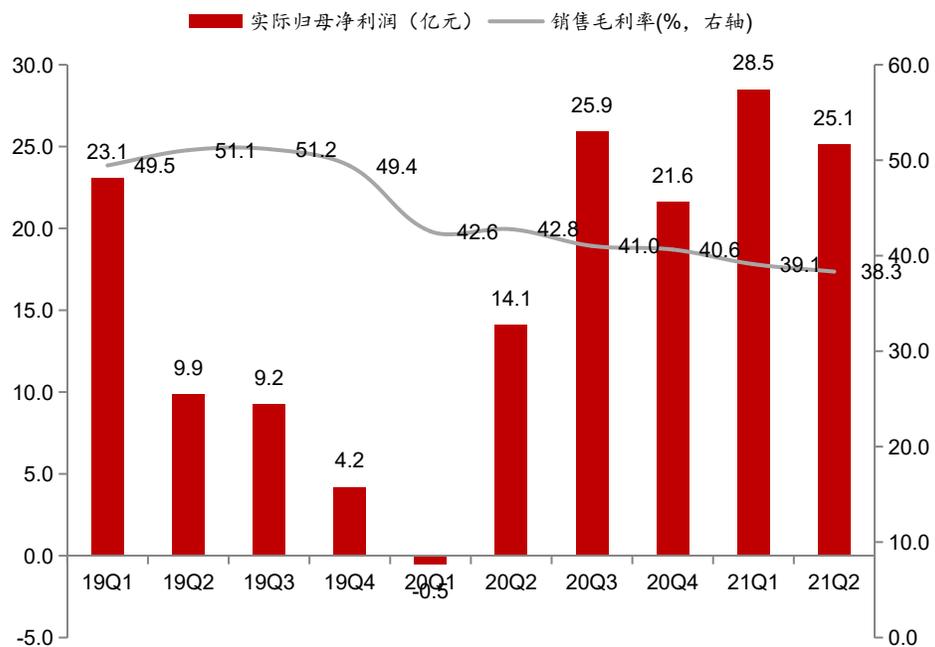
表：海南离岛免税店及储备物业

开业时间	离岛免税店	运营商	城市	免税面积
2011年	海口美兰机场一期免税店	海免（中免）	海口	3.2万平
2014年	三亚国际免税城	中免	三亚	7.08万平
2019年	海口日月广场免税店	海免（中免）	海口	2.2万平
2019年	博鳌免税店	海免（中免）	琼海	4200平
2020.12.30	三亚凤凰机场免税店	中免	三亚	800平
2020.12.30	中出服三亚免税国际购物公园一期	中出服	三亚	1.5万平
2020.12.30	海旅免税城	海旅投	三亚	1.3万平
2021.1.31	深免观澜湖免税店	深免	海口	2万平
2021.1.31	全球精品海口免税城一期	海发控	海口	3260平
2021.8.30	全球精品海口免税城二期（1层）	海发控	海口	2.6万平
预计2021.9	全球精品海口免税城二期（2-3层）	海发控		
预计2021Q4	中出服三亚国际免税购物公园二期	中出服	三亚	1.5万平
预计2021Q4	深免观澜湖免税店二期	深免	海口	2万平
预计2021Q4	三亚凤凰机场店扩容	中免	三亚	5000平
预计2021.12	美兰机场二期店	海免（中免）	海口	9300平
预计2022.6	海口新海港店	中免	海口	免税商业综合体面积预计8.86万平
预计2023	三亚海棠湾二期	中免	三亚	建筑面积7.65万平
-	王府井海垦广场店	王府井	海口	2-3万平

04 中国中免：促销力度加大，21Q2归母净利润率14.4%

- 2021H1，中免实现营业收入约355.3亿元/+84%；归母净利润约53.6亿元/+476%。其中Q2，中免营业收入约173.9亿元/+53%；归母净利润25.1亿元/+164%，归母净利润率14.4%，环比Q1下滑1.3pct；扣非归母净利润24.3亿元/+171%。
- 21Q2公司毛利率38.3%，环比下降0.8pct，主要是公司加大产品促销力度所致；需要指出的是，Q2作为传统海南旅游淡季，加大折扣力度是惯常做法。

图：21Q2中免归母净利润率14.4%



表：公司实际归母净利润率测算（20Q4加回减值）

单位：亿元	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2
财报营收	76.4	116.7	158.3	174.8	181.3	173.9
财报归母净利润	-1.2	10.5	22.3	29.5	28.5	25.1
应计提上海机场租金	8.5	1.0	1.0	1.0	1.3	1.7
实际在报表计提上海机场租金	10.4	10.4	10.4	-	1.3	1.7
应冲回租金	1.9	9.4	9.4	-	-	-
实际冲回租金（仅在Q4体现了）	0.0	0.0	0.0	19.6	-	-
对归母净利润的影响	0.7	3.6	3.6	7.9	-	-
考虑上海机场租金后实际归母净利润	-0.5	14.1	25.9	21.6	28.5	25.1
中免归母净利润率	-	12.1%	16.4%	12.4%	15.7%	14.4%

海南：21H1，**三亚国际免税城**零售业务归母净利润25.6亿元，净利润率13.8%；**海免**零售业务归母净利润5.1亿元，净利润率13.0%。

日上上海：21H1收入57.6亿元，归母净利润5.4亿元。其中上海机场免税租金2.2亿元，影响归母净利润-1.1亿元；我们预计日上直邮销售额约56亿元，月均为9.3亿元，较去年略有回落，对应归母净利润6.5亿元，净利润率约22.8%。

日上中国：21H1收入11.9亿元，影响归母净利润 -0.9亿元。

表：中国中免主要控股公司业绩

		指标	19H1	19H2	20H1	20H2	21H1
中免集团	100%	收入	237.4	473.6	192.7	331.6	353.7
		归母净利润	25.4	41.2	9.9	52.3	52.9
		净利润率	10.7%	8.7%	5.1%	15.8%	15.0%
三亚国际免税城	100%	收入	53.3	51.4	59.8	153.4	185.3
		归母净利润	8.3	5.9	5.9	23.7	25.6
		净利润率	15.6%	11.5%	9.9%	15.5%	13.8%
海免	51%	收入	-	-	30.3	68.8	77.1
		归母净利润	-	-	1.4	5.1	5.1
		净利润率	-	-	9.4%	14.6%	13.0%
日上上海	51%	收入	77.3	74.2	30.3	107.0	57.6
		归母净利润	3.2	1.3	0.6	11.9	5.4
		净利润率	8.1%	3.4%	3.6%	21.8%	18.3%
日上中国	51%	收入	37.7	37.1	16.1	15.9	11.9
		归母净利润	1.0	0.4	-3.1	-4.8	-0.9
		净利率	5.0%	2.3%	-38.3%	-	-

05

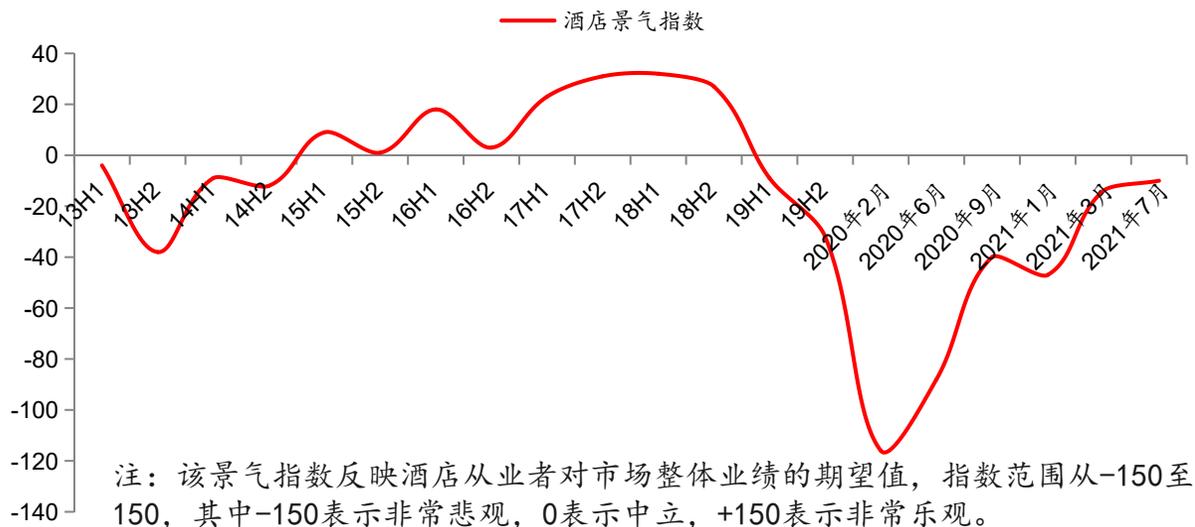
酒店

- 酒店走出疫情坑，9月有望边际向上
- 龙头展店提速，中高端化大势所趋
- 21Q2华住、首旅、锦江归母净利润较19年-6%、-15%、-30%

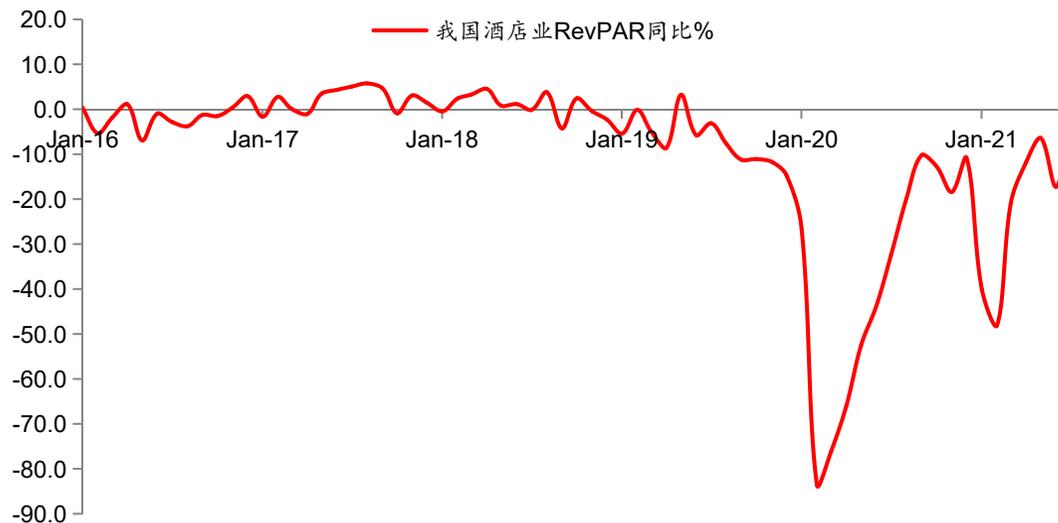
国内商旅出行需求基本恢复，酒店行业走出疫情坑。

- **7月酒店RevPAR已恢复至19年同期的97%**。年初居民出行需求受到就地过年压制，根据STR数据，4月我国酒店业供需差缩窄至3.5pct，7月RevPAR恢复至19年同期的97%。
- **酒店业绩预期持续恢复**。根据浩华发布的全国酒店景气指数趋势报告，随着国内疫情形势转好、疫情防控措施逐渐放宽，行业景气度趋势持续回升，21年7月反弹至-10，背后体现的是国内酒店市场对未来经营业绩的信心持续恢复。
- 8月29日，高风险地区清零；8月中旬起，随着省内全域转为低风险，多省恢复跨省团队游及“机票+酒店”业务。

图：疫情后酒店业绩预期持续恢复

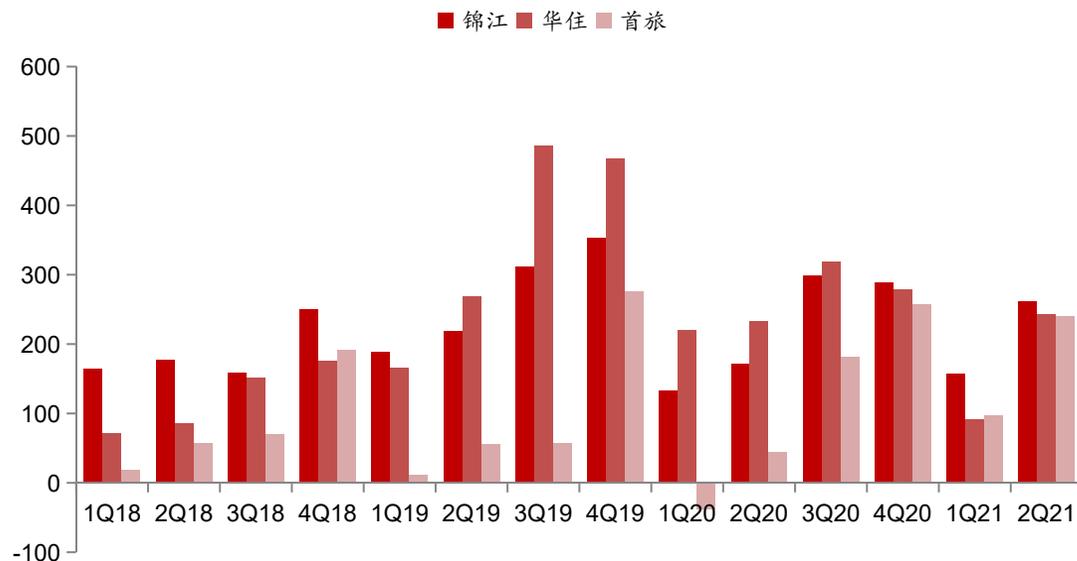


图：7月我国酒店RevPAR已恢复至19年的97%

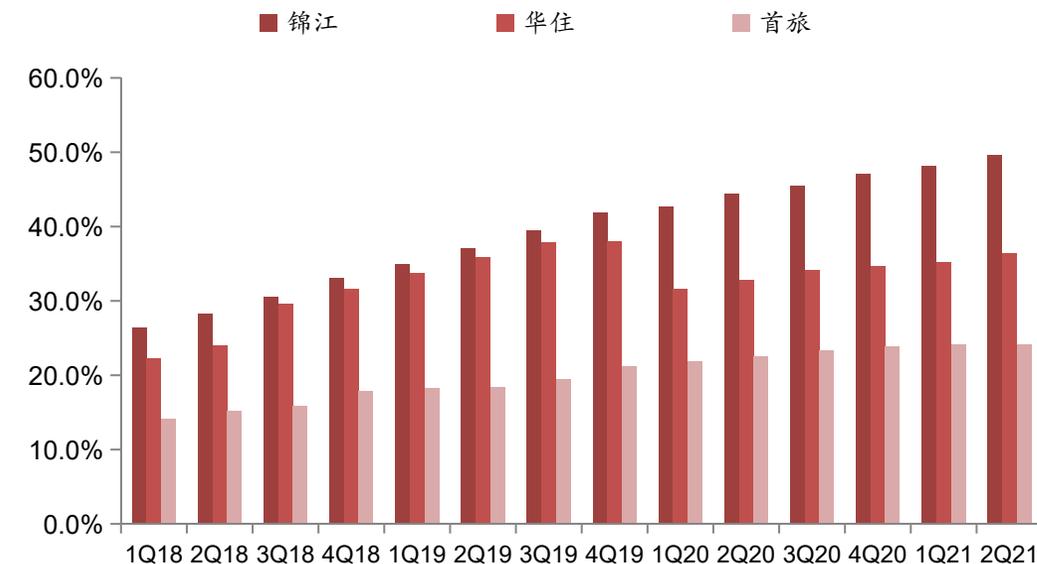


- **首旅**：21H1净增337家店，其中中高端净增95家、经济型净增-25家、轻管理品牌（云酒店+华驿）净增267家。21H1末酒店总数5232家，中高端酒店占比24.1%，其中Q1、Q2环比分别+0.3pct、-0.1pct，主要因为近期轻管理品牌处于扩量阶段。
- **锦江**：21H1净增419家店，其中中端净增446家、经济型净增-27家。21H1末酒店总数9825家，中高端酒店占比49.5%，其中Q1、Q2环比分别增加1.2、1.4pct。
- **华住**：21H1净增335家店，其中中高端净增246家店、经济型净增89家店。21H1末酒店总数7004家，中高端酒店占比36.5%，其中Q1、Q2环比分别增加0.6、1.3pct。

图：首旅、锦江、华住当季净增店数量



图：首旅、锦江、华住中高端酒店占比



- **首旅**: 1) 收入: 21H1收入31.4亿元, 较19年下降21%; 其中Q2为18.7亿元, 较19年-9%。2) 归母净利润: 21Q2盈利2.5亿元, 较19年-15%; 上半年盈利0.6元, 较19年下降82%。
- **锦江**: 1) 收入: 21H1收入52.6亿元, 较19年下降26%; 其中Q2为29.6亿元, 较19年-22%。2) 归母净利润: 21Q2盈利1.9亿元, 较19年-30%; 上半年扭亏为盈, 归母净利润0.04亿元, 较19年下降99%, 主要受境外酒店拖累。
- **华住**: 1) 收入: 21H1收入49.3亿元, 较19年增加13%; 其中Q2为29.9亿元, 较19年+26%。2) 归母净利润: 21Q2盈利3.2亿元, 较19年-37%; 上半年盈利1.1元, 较19年下降82%。3) 经调整归母净利润: 21H1为0.1亿元, 较19年-98%, 其中Q2为4.6亿元, 较19年-6%。

表: 首旅、锦江、华住21H1收入及利润 (亿元)

	首旅	锦江	华住
21H1收入	31.4	52.6	49.3
同比	-21%	-26%	13%
其中: Q1	12.7	23.0	19.4
Q2	18.7	29.6	29.9
21H1归母净利润	0.65	0.04	1.08
同比	-82%	-99%	-82%
其中: Q1	-1.8	-1.8	-2.1
Q2	2.5	1.9	3.2

06

投资建议

重大推荐：白云机场

**攫取 β 与 α 共振收益：
中国中免、首旅酒店**

**逢低布局防御性品种：
上海机场、三大航**

白云机场是粤港澳大湾区核心空港，我们认为疫情并未改变其变现流量而实现盈利的核心商业模式，中长期具备较高成长性和业绩弹性。我们认为公司利空已出尽，在9月出行市场边际向上的大背景下，基于当前股价低于公司向大股东定增价这层安全边际，结合免税协议谈判有望落地、有税商业有望迎来重奢入驻两大催化剂，我们认为布局正当时。

基于当前海内外疫情形势与新冠疫苗接种进程，截至8月30日我国已接种超20亿剂次，我们预计国际航班限制政策在明年有望出现松动信号，因此，我们暂将2023年看做正常年份，我们预计公司2021-2023年EPS分别为-0.04、0.22、0.62元/股。公司2019年免税高增长元年的PE均值约35.8x，同期上海机场为29.6x。基于白云机场未来免税业务的高成长性，以及有税零售或迎来重奢品牌提升商业天花板，2022年目标股价15.40元/股，现价空间48%，**维持“买入”评级。**

推荐中国中免：坚定看好长期价值，当前估值具备配置性价比。

- 1) 在消费回流趋势下，受益于政策红利，海南离岛免税市场潜力空间较大，2021年离岛免税销售额目标为600亿元，预期下半年销售额将持续高增。凭借明显的领先优势，中免业绩有望快速增长。
- 2) H股IPO融资有望为布局海外、拓展新店、巩固国内免税地位提供资金支持，公司有望稳固在全球旅游零售市场的领导地位。在离岛+线上+机场+市内全方位布局下，公司仍有较大成长空间。
- 3) Q3-4公司有望迎来两大催化，①基于中免与上海机场签署的免税补充协议，我们认为中免与首都机场的免税租金计算方式亦有望变更，2020年高额保底租金或于今年冲回；②美兰机场二期免税店将于年内与机场二期投产同步运营，新增免税面积1万平，公司在海南的销售规模将明显增长，缓和市场份额被持续挤压的趋势。
- 4) 我们预计中免2021-2023年归母净利润分别为120.7、155.8、190.6亿元，不考虑发行H股摊薄影响下，EPS分别为6.18、7.98、9.76元/股，给予22年45倍，对应目标市值为7011亿元，折现到21年，对应目标股价为332.54元/股，维持“买入”评级。

推荐首旅酒店：兼具行业 β +个股 α ，近期催化足。

- 1) 龙头享行业连锁化 β 。2020年我国酒店连锁化率为31.5%，对标美国73%、全球平均水平42%，国内酒店业尚有较大整合空间。
- 2) 个股 α ：三年规模翻倍+高业绩弹性。16-20年开业酒店数量复合增速为9.5%；根据公司三年万店目标，未来3年规模有望翻番，CAGR预计约为27%；此外，公司直营店占比16%，高于锦江、华住（低于10%），且公司只有1家境外酒店，不受境外疫情扰动，在国内酒店行业需求回暖阶段将显现业绩弹性。
- 3) 北京环球影城度假区于9月1日试运营、9月20日正式开业，园内2家度假酒店管理方的50%股权将于2022年底前注入公司；同时北京冬奥会将于2022年2月举办，周边地区酒店市场预计受辐射效应。我们预计公司21-23年归母净利润分别为6、11、15亿元。

建议关注上海机场：估值较低，随着出入境松动享行业 β 收益

2021年6月，上海机场发布重大资产重组预案，拟向控股股东发行股份购买虹桥机场、物流公司、浦东第四跑道资产，发行价格为44.09元/股，公司9月6日收盘价为45.23元/股。公司当前估值较低，随着行业需求持续回暖，我们认为公司有望迎来业绩&估值双重修复。

建议关注三大航（国航、南航、东航）：业绩弹性大

国航、东航Q2迎来盈利拐点，三大航全年业绩有望超预期。3-5月，三大航国内航线RPK超过19年同期，客座率降幅持续收窄；6月，受广深局部疫情影响，国航、南航国内线RPK同比（2019）分别下降17%、17%，东航仍保持3%的增幅。根据国务院新闻发布会数据，21H1三大航营业收入同比增长近30%，净利润较20H1减亏150亿元以上，我们据此推算得21H1三大航净利润约为-144亿元左右，较21Q1合计-151.7亿元的净利润有所减亏，因此，三大航21Q2已迎来盈利拐点，由于南航6月受广深疫情影响较为严重，我们预计国航、东航已于21Q2迎来盈利拐点；在行业需求恢复阶段，国际运力占比较大的三大航将显现较大业绩弹性。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼29层

北京地址：北京市广安门大街1号深圳大厦4楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道2008号凤凰大厦2栋21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>