

## 社会服务

报告原因：策略研究

2021年9月28日

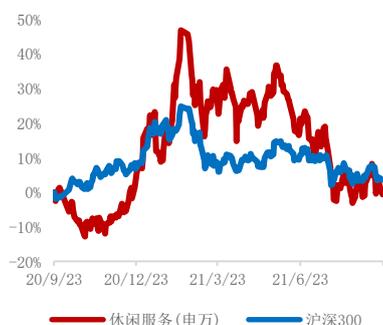
## 社会服务行业 2021 年四季度投资策略 维持评级

旅游市场曲折中复苏，把握阶段行情+投资热点

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】社会服务行业 2021 年中期策略：消费回流、品质提升引领行业持续复苏（2021-6-25）

【山证社服】社会服务行业 2021 年二季度投资策略：小长假带动行业重回复苏通道，年内以业绩修复为主线（2021-3-31）

【山证社服】社会服务行业 2021 年度策略：行业景气度持续回暖，消费偏好变迁带动龙头企业加速扩张（2020-12-18）

## 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：

➢ 截至 2021 年三季度末休闲服务行业下跌 11.41%，跑输大盘 4.92 个百分点，在 A 股 28 个行业中涨跌幅位列 22。整体来看，休闲服务行业对疫情影响最为敏感。进入三季度受南京等区域疫情反复，休闲服务行业多只个股在 7-8 月传统暑假旅游旺季回调显著，基本跌去年内涨幅，行业整体从 2 月中旬高位最高回调超 34%。目前休闲服务行业市盈率 56.31 倍，较二季度末 79.78 倍、一季度末 187.72 倍显著回调，略低于近五年历史均值 59.95 倍。随着年内经营情况逐渐好转，业绩兑现有望持续消化行业高估值。

➢ 暑期疫情反扑影响酒店入住率，对国庆出游谨慎乐观。8 月国内酒店市场整体入住率水平达到 39.7%，同比下降 39pct，一线城市中只有深圳入住率超过 50%达到 58.6%，延续 5-6 月广深疫情后入住率持续攀升态势。北京、成都、苏州、西安、三亚等暑期旅游热门城市酒店整体入住率均在 40% 以下。出行限制放开后，中心区域市场需求显著回升。8 月下旬，随着本轮疫情得到有效防控，暑期接近尾声，商务出行逐渐活跃，中心城市的市场需求强势回归，拉动每间可售房收入有效提升。

➢ 局部疫情情况下，周边游成为主流选择，冰雪旅游乘势而上。同程旅行预测，2021 年十一黄金周，国内出行人数达 6.5 亿人次，恢复至 2019 年同期八成以上。环球影城带热北京周边游，四季度有望实现淡季不淡。四季度通常为旅游淡季，主题公园淡旺季客流量差异不明显，可以有效平滑天气带来的客流损失。预计环球影响热度将持续攀升，带动环京周边游市场淡季不淡。冬奥会临近带动冰雪运动+旅游景区度高涨。

➢ 秋冬季迎来免税销售旺季。国际疫情暂无出现明显好转势头、内地天气转凉，海南继续成为秋冬候鸟游客首选目的地。长期来看，免税继续发挥引导境外高端消费回流重要作用，今年海南当地多家企业入局离岛免税，多家竞争有助于免税品销售环境持续完善，增强海南离岛免税竞争力。

➢ 投资建议：四季度我们建议持续关注：1) 区域型疫情反复，把握行业阶段行情。旅游相关板块在疫情扩散初期会出现阶段回调，随着疫情得到控制回归正常复苏通道。明年春节期间在北京张家口举办冬奥会，届时政府预计会采取严格的新冠防控措施，对国际航班的限制至少延长到 2022 上半年。中长期来看国内旅游行业将继续内循环，出境游客流持续转化为国内游。国内旅游行业不改复苏趋势。2) 旅游行业曲折复苏中整体趋势向上，关注主题投资和热门投资热点对相关行业带动作用。北京环球影城开业后园区每日接待人次基本符合预期，后续随着防疫常态化推进有望继续释放客流。3) 冬奥会临近，冰雪运动+旅游或成出行主流。目前北京、延庆、张家口场馆基本进入调试阶段。冰雪运动伴随冬季旺季以及冬奥会助力发展潜力可观，与旅游相结合的冰雪观光产品或成为冬季游客出行新趋势。

➢ 重点公司关注：中国中免、首旅酒店、锦江酒店、中青旅、天目湖、宋城演艺

➢ 风险提示：宏观经济波动风险；疫情对旅游行业影响超预期风险。



## 目录

1. 疫情、极端天气共振行业涨幅回落，估值重回合理区间 .....	4
1.1 截至三季度末休闲服务行业涨幅居后 .....	4
1.2 行业估值较年初回调显著 .....	4
1.3 受疫情反复影响，子板块暑期表现式微 .....	5
1.4 龙头个股年内大幅回调 .....	7
2. 四季度行业相关观点 .....	8
2.1 酒店入住率曲折复苏 .....	8
2.2 秋冬季周边游持续引领出行趋势，冰雪旅游乘势而上 .....	9
2.3 免税销售网陆续完善 .....	10
2.4 餐饮消费场景不断迭代 .....	12
3. 投资建议 .....	13
4. 重点关注公司 .....	14
5. 风险提示 .....	14

## 图表目录

图 1：2021 年截至三季度末休闲服务行业涨跌幅位列第 22 .....	4
图 2：年内休闲服务行业行情表现为阶段性下探 .....	4
图 3：休闲服务行业估值自 2021 年中报披露后回调显著 .....	5
图 4：休闲服务相对沪深 300 估值在 4 倍左右 .....	5
图 5：SW 休闲服务截至 2021 年三季度末各子行业涨跌幅 .....	5
图 6：SW 休闲服务截至 2021 年三季度末各子行业市盈率 .....	5
图 7：SW 休闲服务行业及各子行业 PE 估值 .....	6
图 8：SW 休闲服务行业及各子行业相对沪深 300 估值 .....	6

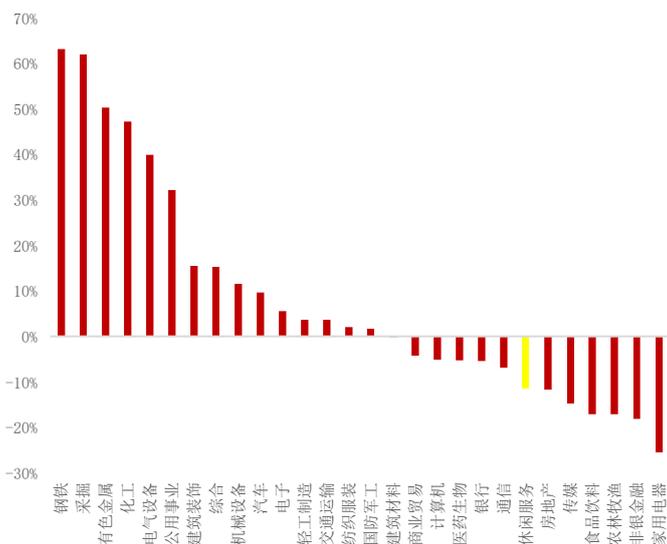
图 9: SW 休闲服务行业截至三季度末个股涨跌幅 (%) .....	7
图 10: 暑期酒店市场入住率触及年内低谷.....	8
图 11: 酒店入住率对疫情反应较为敏感.....	8
图 12: 首旅酒店中高端酒店 21Q2REVPAR 同比增长 86.3% .....	9
图 13: 锦江酒店中高端酒店 21Q2REVPAR 同比增长 18.37% .....	9
图 14: 旅客运输量 8 月同比减少 44.1%.....	10
图 15: 5 月客运量达到年内峰值.....	10
图 16: 海南省 8 月接待游客人次同比下降 42.8%.....	11
图 17: 海南省 8 月实现国内旅游收入同比下降 28.7%.....	11
图 18: 离岛免税购物人次 (万人次) .....	12
图 19: 离岛免税销售金额 (亿万元) .....	12
图 20: 2021 年 8 月餐饮收入同比增长-4.5% .....	12
图 21: 2021 年 8 月限额以上单位餐饮收入同增-4.2% .....	12
表 1: 上海、陕西等地加快筹建免税店.....	11
表 2: 重点推荐公司盈利预测预估值.....	14

## 1. 疫情、极端天气共振行业涨幅回落，估值重回合理区间

### 1.1 截至三季度末休闲服务行业涨幅居后

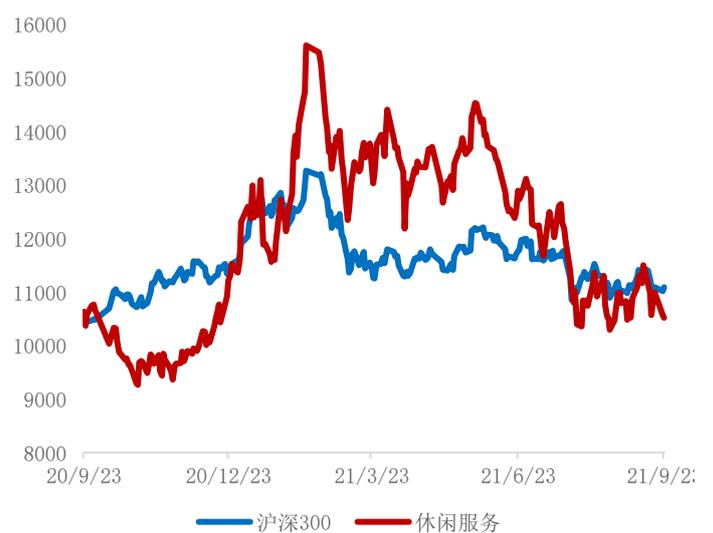
截至 2021 年三季度末（数据统计截至 2021 年 9 月 24 日，下同），沪深 300 指数下跌 6.49%，申万休闲服务行业下跌 11.41%，跑输大盘 4.92 个百分点，在 A 股 28 个行业中涨跌幅位列 22。整体来看，休闲服务行业对疫情影响最为敏感。进入三季度受南京等区域疫情反复，休闲服务行业多只个股在 7-8 月传统暑假旅游旺季回调显著，基本跌去年内涨幅，行业整体从 2 月中旬高位最高回调超 34%。目前福建哈尔滨等地输入型疫情或放慢国庆小长假区域旅游市场整体复苏进程。

图 1：2021 年截至三季度末休闲服务行业涨跌幅位列第 22



数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：年内休闲服务行业行情表现为阶段性下探



数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.2 行业估值较年初回调显著

2020 年行业受疫情影响严重，行业 90% 公司业绩亏损；但伴随政策扶持行业景气度一路走高，多数公司股价端表现显著优于业绩端，推升行业市盈率屡创新高。目前休闲服务行业市盈率 56.31 倍（TTM，整体法），较二季度末 79.78 倍、一季度末 187.72 倍显著回调，略低于近五年历史均值 59.95 倍。休闲服务板块相对于沪深 300 估值也回落明显，目前相对估值为 4.31，远低于去年同期 11.04。随着年内经营情况逐渐好转，业绩兑现有望持续消化行业高估值。

图 3：休闲服务行业估值自 2021 年中报披露后回调显著



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：休闲服务相对沪深 300 估值在 4 倍左右

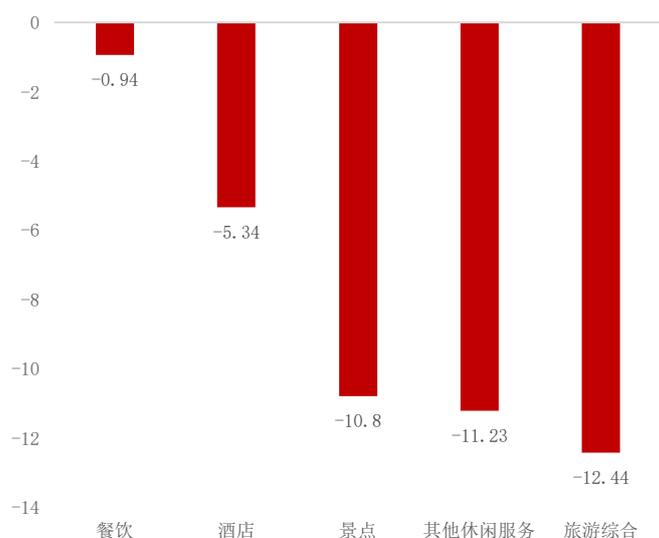


数据来源：wind，山西证券研究所

### 1.3 受疫情反复影响，子板块暑期表现式微

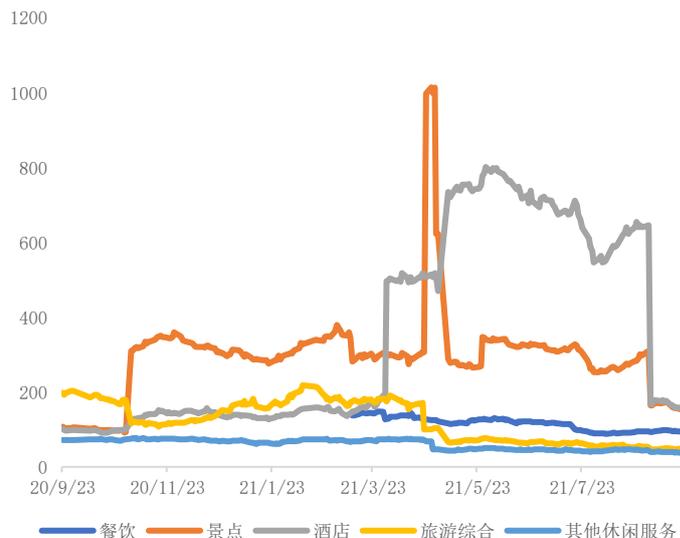
截至三季度末，休闲服务行业各子板块均表现不同程度下跌。跌幅由低到高分别为：餐饮（-0.94%）、酒店（-5.34%）、景点（-10.8%）、其他休闲服务（-11.23%）、旅游综合（-12.44%）。主要原因系暑假疫情反复最先从景区蔓延，旅游行业受到重创，多个含有景区以及相关酒店、旅游综合业务的上市公司多个交易日表现不振。

图 5：SW 休闲服务截至 2021 年三季度末各子行业涨跌幅



数据来源：wind，山西证券研究所

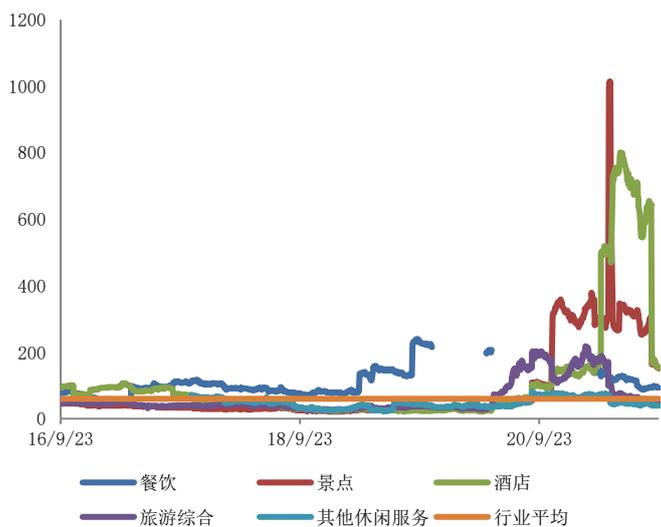
图 6：SW 休闲服务截至 2021 年三季度末各子行业市盈率



数据来源：wind，山西证券研究所

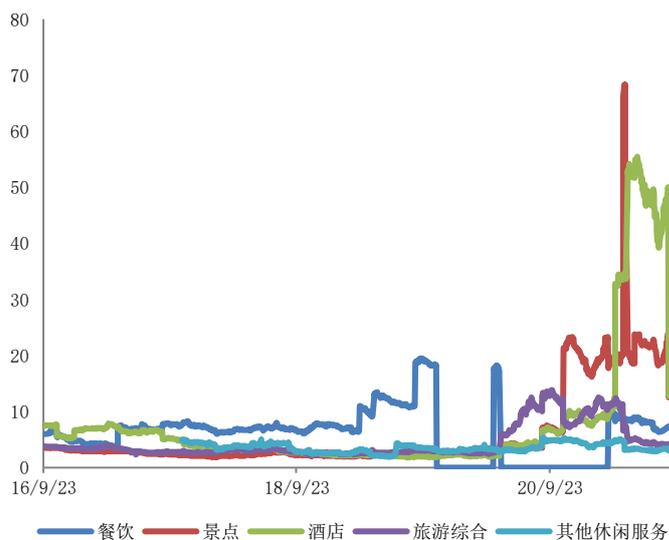
中报业绩兑现带动各子板块市盈率陆续回调。各板块市盈率由低到高分别为：其他休闲服务（39.13X）、旅游综合（47.86X）、餐饮（93.04X）、酒店（155.32X）、景区（169.55X）。其中其他休闲服务、旅游综合市盈率基本回到正常值范围内；餐饮、酒店、景区受疫情影响股价、业绩波动较大，部分公司业绩承压使市盈率偏离正常值。

图 7：SW 休闲服务行业及各子行业 PE 估值



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：SW 休闲服务行业及各子行业相对沪深 300 估值



数据来源：wind，山西证券研究所

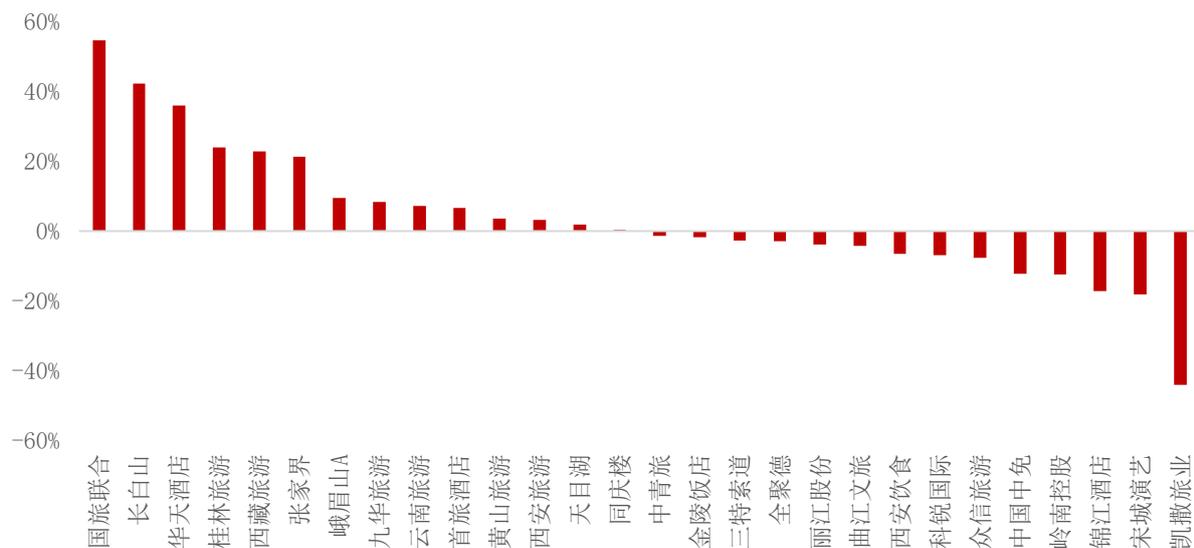
**行业业绩持续爬坡。**2021H1 休闲服务行业实现营收 602.43 亿元(+62.28%)，恢复至 2019 年同期 92.23%；实现归母净利润 54.17 亿元 (+593.10%)，恢复至 2019 年同期 84.28%。国内疫情基本得到有效控制，行业内公司经营情况企稳回升，自 20Q3 开始业绩爬升。21Q1 受疫情反复、就地过年政策影响，对社服板块子行业造成一定影响。21Q2 在小长假带动下行业景气度不断提高，回归复苏轨道。Q2 行业整体实现营收 316.46 亿元(+60.95%)，恢复至 2019 年同期 96.91%，两年平均增长-1.56%；归母净利润 33.84 亿元(+609.83%)，相较 2019 年同期增长 13.67%，两年平均增长 6.62%，环比 Q1 增长 75.61%。二季度行业营收盈利能力显著提升。

我们以申万休闲服务行业为基础，剔除\*ST 圣亚、\*ST 东海 A、\*ST 米奥、\*ST 西域、\*ST 海创、\*ST 腾邦、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。我们所统计 28 家行业内上市公司中，13 家公司 Q2 环比 Q1 实现归母净利润扭亏为盈，6 家公司环比持续盈利，7 家公司环比亏损减少，2 家公司持续亏损。

## 1.4 龙头个股年内大幅回调

截至三季度末，受疫情扰动影响休闲服务行业股价波动较大。年内区域型疫情多次反复，社服龙头个股股价调整较大。不同于去年疫情最初在国内传播，对多数行业普遍带来较大打击，今年区域型疫情尤其以暑假南京输入型病例，最先以景区为传播中心扩散开来，景区、酒店、餐饮等板块首当其冲。叠加暑期多地洪涝灾害，宋城演艺、锦江酒店、岭南控股、中国中免、广州酒家等基本跌去年内涨幅。

图 9：SW 休闲服务行业截至三季度末个股涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

从个股来看，我们剔除 ST 统计申万休闲服务 28 家上市公司，半数公司年内实现股价上涨。其中国旅联合（+58.11%）、长白山（+46.78%）、华天酒店（+35.61%）、桂林旅游（+28.26%）、西藏旅游（+26.96%）、张家界（+22.15%）、峨眉山 A（+11.83%）、九华旅游（+8.95%）、云南旅游（+8.66%）、天目湖（+5.94%）涨幅居前。凯撒旅业（-43.86%）、锦江酒店（-19.15%）、宋城演艺（-18.63%）、中国中免（-16.65%）、岭南控股（-12.26%）、科锐国际（-11.09%）、众信旅游（-6.18%）、西安饮食（-5.84%）、曲江文旅（-4.2%）、丽江股份（-2.97%）股价相对承压。

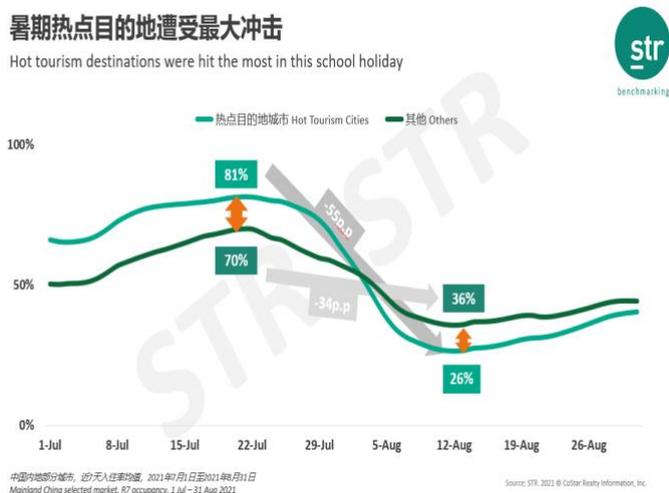
## 2. 四季度行业相关观点

### 2.1 酒店入住率曲折复苏

暑期疫情反复影响酒店入住率，对国庆出游谨慎乐观。8月国内酒店市场整体入住率水平达到39.7%，同比下降39pct，一线城市中只有深圳入住率超过50%达到58.6%，延续5-6月广深疫情后入住率持续攀升态势。北京、成都、苏州、西安、三亚等暑期旅游热门城市酒店整体入住率均在40%以下。其中三亚作为唯一一个没有在去年疫情中出现业绩下降的市场，在今年8月因为有南京输入型病例，整体遭到重创，入住率只有23.1%，相比去年同期暴跌58.5pct。但同时，虽然三亚在出游需求方面极速缩水，带动平均房价环比7月下滑25%，但仍然是国内平均房价保持在千元以上的唯一市场，高端旅游趋势不减。

出行限制放开后，中心区域市场需求显著回升。受今夏局部疫情反弹影响，北京、上海等人口密集的一线城市基本实行“非必要不离京/沪”，近郊酒店承接大量本地客源需求。以传统商务客源为主的市中心区域和以休闲、亲子、自然环境为核心吸引力的近郊酒店集群，在8月份表现出市场需求走势分化。8月下旬，随着本轮疫情得到有效防控，暑期接近尾声，商务出行逐渐活跃，中心城市的市场需求强势回归，拉动每间可售房收入有效提升。

图 10：暑期酒店市场入住率触及年内低谷



数据来源：STR，山西证券研究所

图 11：酒店入住率对疫情反应较为敏感

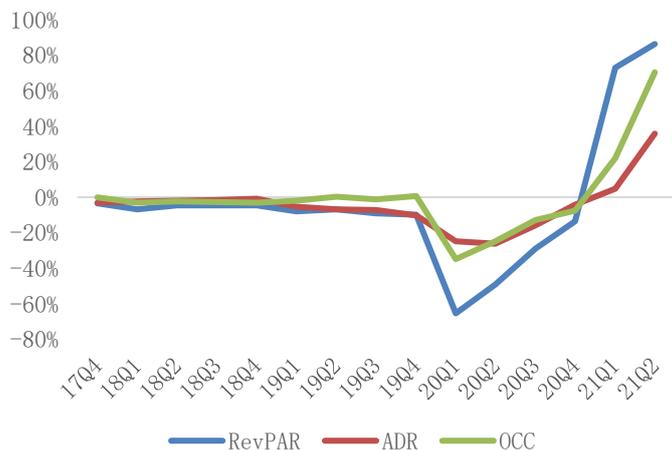


数据来源：STR，山西证券研究所

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

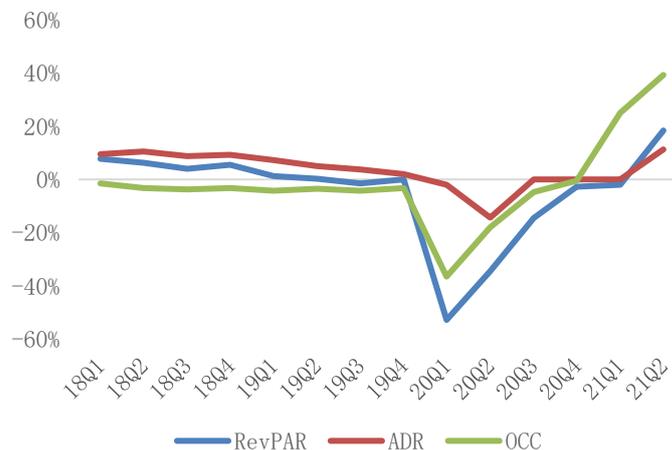
下降 33.9%、ADR 下降 10.3%、OCC 下降 19.8pct。经营 18 个月以上的成熟酒店 RevPAR95 元 (+78.5%)、ADR166 元 (+0.4%)、OCC57% (+25pct)，相较 2019 年成熟酒店 RevPAR 下降 35%、ADR 下降 13.2%、OCC 下降 19.2pct。

图 12：首旅酒店中高端酒店 21Q2RevPAR 同比增长 86.3%



数据来源：公司财报，山西证券研究所

图 13：锦江酒店中高端酒店 21Q2RevPAR 同比增长 18.37%



数据来源：公司财报，山西证券研究所

## 2.2 秋冬季周边游持续引领出行趋势，冰雪旅游乘势而上

**局部疫情情况下，周边游成为主流选择。**同程旅行预测，2021 年十一黄金周，国内出行人数达 6.5 亿人次，恢复至 2019 年同期八成以上。十一黄金周是年内最后一个七天长假，暑期受疫情干扰的出行计划有望在十一长假得到释放。假期期间周边短途游、国内中长线出游及探亲等各类出行需求旺盛。受各地零星疫情影响，今年十一小长假出行用户预订旅行产品时，预订周期普遍缩短。多数游客选择在出发前一周内预订机票，火车票、酒店等旅游产品的平均预定周期则缩短至 3 天左右，非热门景区门票预订以当天订当天为主。

**环球影城带热北京周边游，四季度有望实现淡季不淡。**数据显示，中国大陆的主题公园大多聚集在华东和华南地区，东北和华北地区数量较少。北京环球度假区的开园对于北京旅游市场，乃至整个北方旅游市场，都有极强的带动作用。在北京环球度假区的推动下，北京周边游、华北连线游、冬奥游等北京本异地旅游市场都受到积极影响。携程数据显示，截至 9 月 22 日，通过携程预订 9 月北京旅游产品的游客人数同比增长两成；9 月份报名北京周边游的人数同比增长近三成。十一黄金周期间，休闲娱乐、动植物园、主题乐园等以短途周边游为主的景区主题热度排名较高。受到北京环球度假区开业影响，国内各大主题公园掀起了新热潮，北京欢乐谷在中秋期间创下该园单日客流量新高，上海迪士尼乐园、广州长隆欢乐世界等

主题乐园也将继续迎来客流高峰。预计十一假期北京环球影城游客人均花费在 2500-3300 元。四季度通常为旅游淡季，主题公园淡旺季客流量差异不明显，可以有效平滑天气带来的客流损失。预计环球影响热度将持续攀升，带动环京周边游市场淡季不淡。

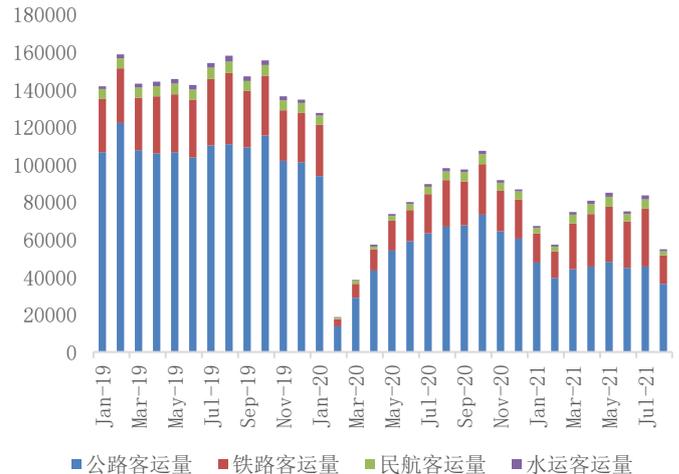
受限于暑期疫情反复影响，8 月国内旅客运输量较 5-7 月有所下降。公路客流下降明显，铁路客流较为稳定。预计国庆小长假会成为四季度出行高峰，客流运输量有望达到年内高值。

图 14：旅客运输量 8 月同比减少 44.1%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 15：5 月客运量达到年内峰值



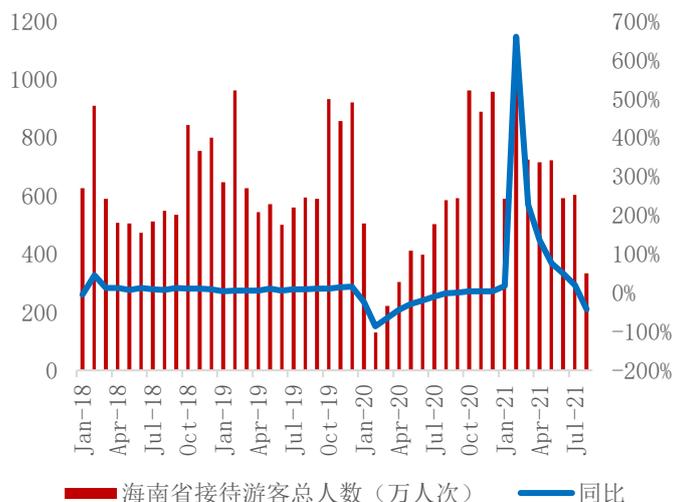
数据来源：国家统计局，山西证券研究所

冬季为冰雪运动旺季，对北方中心城市近郊雪场及延伸的旅游目的地有明显带动作用。滑雪爱好者滑行通常为两天一夜，周末游、近郊游频率有望增加，辐射周边酒店、度假村等雪场配套设施服务消费。冬奥会将于 2022 年 2 月 4 日开幕，目前北京、延庆、张家口三地场馆基本进入调试阶段。奥运会这种世界级体育赛事，可以对主办城市以及周边区域的旅游业产生巨大推动作用。在奥运会传播影响下，带动全民冰雪运动频率提高，以北京、张家口为中心辐射北方、华中地区，推动交通、旅游、餐饮业消费增加。

### 2.3 免税销售网陆续完善

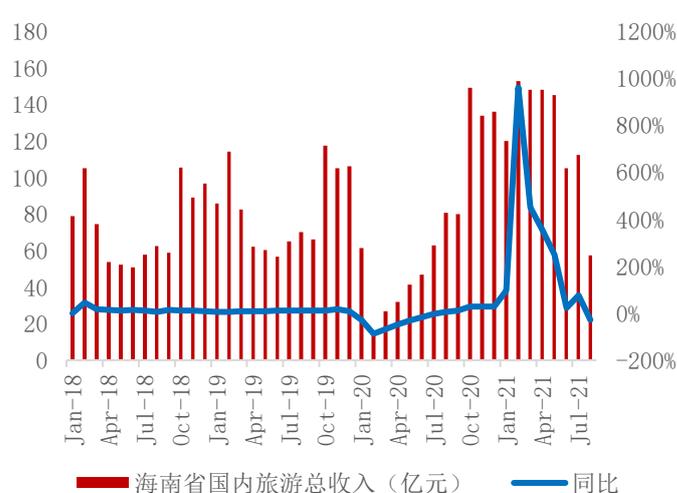
秋冬季迎来免税销售旺季。国际疫情暂无出现明显好转势头、内地天气转凉，海南继续成为秋冬候鸟游客首选目的地。十一小长假有望带动离岛免税销售增长。长期来看，免税继续发挥引导境外高端消费回流重要作用，今年海南当地多家企业入局离岛免税，多家竞争有助于免税品销售环境持续完善，增强海南离岛免税竞争力。

图 16：海南省 8 月接待游客人次同比下降 42.8%



数据来源：海南省旅游文化广电体育厅，山西证券研究所

图 17：海南省 8 月实现国内旅游收入同比下降 28.7%



数据来源：海南省旅游文化广电体育厅，山西证券研究所

目前，多省市布局免税业务促进旅游消费：

表 1：上海、陕西等地加快筹建免税店

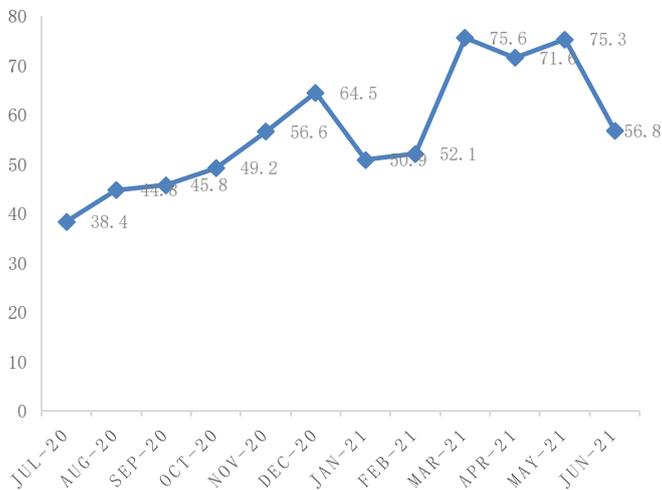
省市	政策
上海	上海市人民政府办公厅印发《上海市建设国际消费中心城市实施方案》，其中提到大力发展免税经济，支持本市企业申请免税品经营资质，鼓励免税店设立国产商品销售专区。扩大退税商店数量、类型及覆盖地域范围，鼓励重点商圈、机场、宾馆酒店内商场和旅游景区商业网点开设退税商店。在机场、港口等入境口岸，重点商圈、涉外宾馆酒店、重点文体体育设施和会展场馆，加大免税店和退税商店推介力度。
陕西	陕西省印发《商务发展“十四五”规划》，规划提出加快西安市内免税店开业，对标韩国、日本等国市内免税店发展经验实施高标准经营，设置国际品牌商品、陕西特色商品等多元商品陈设柜台，推动市内购买与机场提货等购物流程衔接，增加离境退税商店密度，优化离境退税流程与服务。
海南	海南国际经济发展局参与协办穆迪戴维特旅游零售线上博览会：中免集团和穆迪国际有限公司正式签署 2021 穆迪戴维特旅游零售线上博览会战略合作协议，中免集团本次将以唯一“战略合作伙伴”身份深度参会，与来自全球的品牌商、零售商、协会等一同见证全球范围行业最大规模线上活动的回归。

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

2021 年 1-6 月海南离岛免税购物旅客共计 382.7 万人次，同比增长 157%；分季度来看，2021 年 Q1、Q2 海南离岛免税购物旅客分别为 178.6 万人次、204.1 万人次；逐月来看，受广深局部疫情反扑+淡季+打击套代购力度加大等因素影响，2021 年 6 月海南离岛免税购物旅客为 56.8 万人次，较 5 月减少 18.5 万人次，环比下降 24.57%。离岛免税销售额方面，数据显示 2021 年 1-6 月海南离岛免税销售额共计 268.1 亿元；分

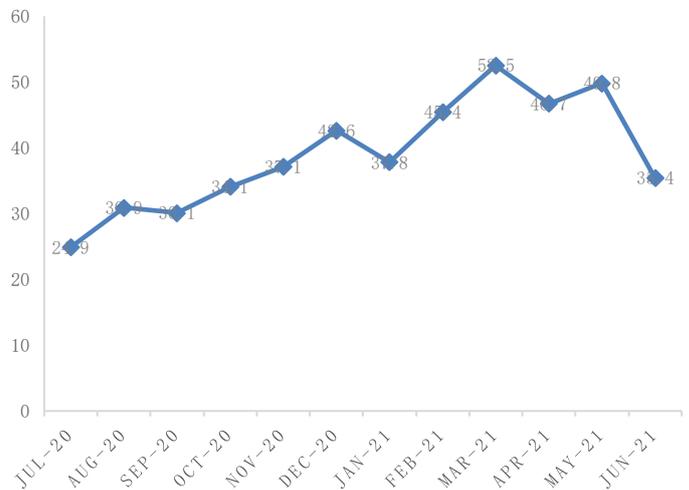
季度来看，2021年Q1、Q2海南离岛免税销售额分别为135.7亿元、132.4亿元；逐月来看，受购物旅客数量下滑影响，2021年6月海南离岛免税销售额仅为35.4亿元，环比5月下降29%。

图 18：离岛免税购物人次（万人次）



数据来源：海口海关，山西证券研究所

图 19：离岛免税销售金额（亿万元）



数据来源：海口海关，山西证券研究所

## 2.4 餐饮消费场景不断迭代

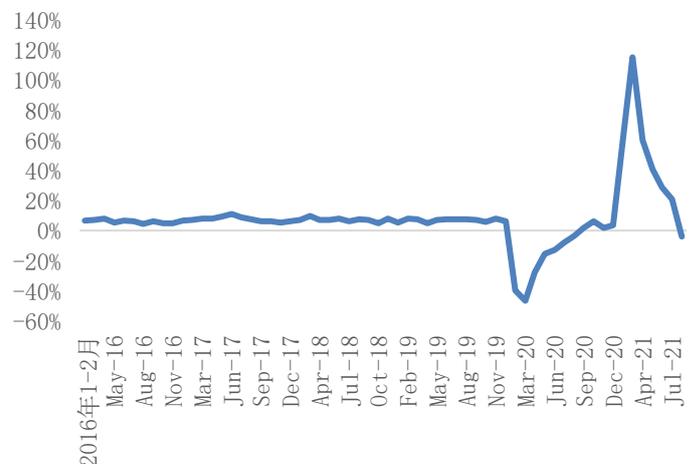
部分地区疫情反弹和局部自然灾害拖累餐饮板块复苏进程。8月餐饮收入3456亿元，同比减少4.5%，环比7月减少7.86%；其中限额以上单位餐饮收入785亿元，同比减少4.2%，环比7月减少12.39。2021年1-8月，餐饮收入25463亿元，同比增长42.3%；限额以上单位收入5842亿元，同比增长49.5%。

图 20：2021年8月餐饮收入同比增长-4.5%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

图 21：2021年8月限额以上单位餐饮收入同增-4.2%



数据来源：国家统计局，山西证券研究所

**餐饮消费将逐渐呈现本地化、中心城市化。**目前连锁餐饮品牌、客单价较高的中式桌餐布局以一二线城市为主，中心城市外出就餐频次较高、口味多元化，地理位置便于中央厨房供给。二季度清明、五一、端午小长假聚集，受国外疫情尚未出现明显好转拐点，以及入境隔离政策影响，境外游复苏难度较大，旅游市场将继续以国内游、本地游为主，游客消费也将集中在中心城市。作为旅游相关行业，餐饮行业内在连锁化进程不断提速推动下将继续发力一二线城市抢占客源。

**新式茶饮、小酒馆等 Z 世代消费潮流渐入佳境。**年内奈雪的茶、海伦司先后登陆港交所，年轻一代消费升级大背景下，对消费体验猎新猎奇激发行业多样化发展。奈雪的茶计划于 2021 年及 2022 年在主要一线城市及新一线城市分别开设 300 间-350 间茶饮店，其中 70%将规划为 PRO 茶饮店。海伦司小酒馆近三年公司营收分别为 1.15 亿元/5.65 亿元/8.18 亿元，净利润从 2018 年 1083 万元增长至 2020 年 7575.2 万元。2018 年后公司将全部加盟酒馆转化为直营酒馆，控制开店速度、集中管理提高利润率，近三年自有酒饮毛利率 71.4%/75.3%/78.4%，毛利率随规模扩张而增加势头逐渐显现。餐饮相关消费场景资本化进程逐渐加快，“餐饮+”消费偏好不断扩充消费内容，成为新世代餐饮场景延伸选择。

### 3. 投资建议

**区域型疫情反复，建议把握行业阶段行情。**从目前防疫情况看，德尔塔病毒属于优势毒株，传染性强。国际方面多个国家新一轮疫情又开始出现，个别国家进入第三波甚至第四波反复高峰。疫苗作为控制传染最有力的技术手段，是应对疫情常态化防控最有效的措施。从目前反扑区域疫情经验来看，德尔塔病毒基本在一个月内可以得到有效控制，旅游相关板块在疫情扩散初期会出现阶段回调，随着疫情逐渐得到控制回归正常复苏通道。三大航司中报业绩交流会上表示，明年春节期间在北京张家口举办冬奥会，届时政府将会采取严格的新冠防控措施，对国际航班的限制至少延长到 2022 上半年。中长期来看国内旅游行业将继续内循环，出境游客流持续转化为国内游。国内旅游行业不改复苏趋势，伴随可能出现的局部疫情反复扰动复苏进程。

**旅游行业曲折复苏中整体趋势向上，关注主题投资和热门投资热点对相关行业带动作用。**北京环球影城中秋节正式营业，园区每日接待人次基本符合预期，后续随着防疫常态化推进有望继续释放客流。大型主题公园开业及京外游客陆续打卡，对北京市内游、环京旅游目的地带动作用显著，相关行业内公司基本面表现为持续修复。

**冬奥会临近，冰雪运动+旅游或成出行主流。**北京冬奥会将于 2022 年 2 月 4 日开幕，目前北京、延庆、张家口场馆基本进入调试阶段。冰雪运动伴随冬季旺季以及冬奥会助力发展潜力可观，与旅游相结合的冰

雪观光产品或成为冬季游客出行新趋势。

**建议关注：**中国中免、首旅酒店、锦江酒店、中青旅、天目湖、宋城演艺。

## 4. 重点关注公司

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	253.98	3.14	6.07	8.08	10.20	80.88	41.84	31.43	24.9	增持
600258.SH	首旅酒店	22.40	(0.50)	0.89	1.11	1.24	44.8	25.16	20.18	18.06	增持
600754.SH	锦江酒店	43.93	0.10	1.16	1.53	1.83	439.3	37.87	28.71	24.01	增持
600138.SH	中青旅	10.05	(0.32)	0.76	1.11	1.61	31.41	13.22	9.05	6.24	增持
603136.SH	天目湖	17.35	0.45	1.23	1.45	1.59	38.5	14.11	11.97	10.92	增持
300144.SZ	宋城演艺	14.43	(0.67)	0.27	0.44	0.62	21.53	53.4	32.79	23.27	增持

资料来源：wind，山西证券研究所（注：对应公司 2021 年 9 月 28 日收盘价）

## 5. 风险提示

宏观经济波动风险；

疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；

疫情防控政策变化风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

### 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

