

证券研究报告—动态报告/行业快评

社会服务

十一点评暨三季报前瞻

超配

(维持评级)

2021年10月09日

十一恢复平稳但海南免税超预期 三季报波澜不惊

证券分析师: 曾光 0755-82150809 zengguang@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003
 证券分析师: 钟潇 0755-82132098 zhongxiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003
 证券分析师: 姜甜 0755-81981367 jiangtian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520080005

事项:

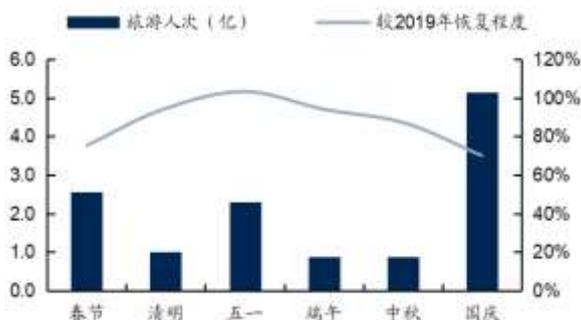
2021年10月1日至10月7日系国庆黄金周,此后,国家旅游局、各地旅游局及重点公司陆续披露国庆黄金周数据。
国信社服观点: 1) 十一国内旅游客流和收入各恢复7成、6成,仅与春节恢复程度相当,相对不及其他节假日,主要系Q3以来疫情反复影响。2) 海南离岛免税日均销售超五一,表现超预期,有助于提振市场对Q4表现的信心。3) 三季报前瞻: Q3疫情反复预计影响旅游相关公司经营表现,但中免依托所得税优惠预计表现仍较突出。4) 维持板块“超配”。虽然十一旅游整体恢复平稳,但随着各地散发疫情逐渐企稳,新冠特效药等相关利好信息也有助于提振市场对旅游的后续信心,板块后续预期有望改善。加之环球影城开业带来市场对国家通过旅游提振内需的政策信心。短期综合赛道景气度、三季报预期、政策导向等,尤其结合海南免税近期表现,重点推荐中国中免、首旅酒店、锦江酒店、宋城演艺、科锐国际、广州酒家、中青旅、天目湖、三特索道、中公教育、九毛九、海伦司、华住集团-S、海底捞、百胜中国-S、奈雪的茶等;中长期继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、中公教育、九毛九、海伦司、海底捞、华住集团-S、百胜中国-S、奈雪的茶、呷哺呷哺等龙头。

评论:

■ 国庆黄金周: 客流和收入各恢复7成、6成,仅与春节恢复程度相当,主要系Q3以来疫情反复影响

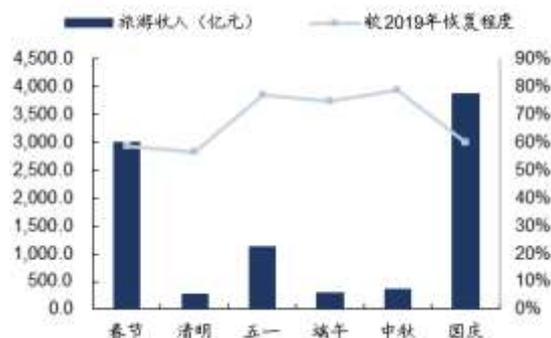
2021年10月1日至7日,全国国内旅游出游5.15亿人次,按可比口径同比减少1.5%,按可比口径恢复至疫前同期的70.1%。实现国内旅游收入3890.61亿元,同比减少4.7%,恢复至疫前同期的59.9%。

图 1: 今年以来各节假日旅游人数恢复情况



资料来源: 中国旅游研究院, 新华社, 国信证券经济研究所整理
 注: 增速均为可比口径增速

图 2: 今年以来各节假日旅游收入恢复情况



资料来源: 中国旅游研究院, 新华社, 国信证券经济研究所整理
 注: 增速均为可比口径增速

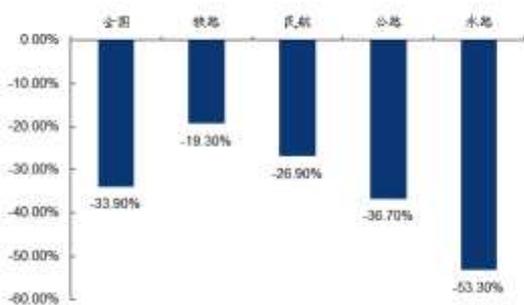
由于Q3以来国内疫情持续有所反复,今年国庆黄金周客流及收入恢复情况相对不及今年此前各节假日恢复情况,仅接近春节时的恢复水平,表现相对一般。具体来看,今年以来,国内春节/清明/五一/端午/中秋/客流分别恢复

75%/95%/103%/94%/87%，收入恢复 59%/ 57%/77%/75%/79%。

受局部疫情反弹影响，今年十一黄金周**本地游、周边游、近郊游等短途旅游**为主流，跨省游相对受限。文旅部通报提到，专项调查数据显示，49.1%的游客选择省内跨市游，比去年提升 4.1 个百分点；88.3%的游客出游距离在 300 公里以内；选择自驾出行游客达到了 55.8%，比去年提升 10 个百分点；游览城市周边乡村、郊区公园的游客比例分别为 28.9%、25.8%，分别比去年提升 4.6、5.7 个百分点。飞猪车程三小时以内的出游订单占比近 60%，同程周边游订单同比+56%。此外，部分暑期被中断的旅行需求在长假释放，**亲子游热度提升**。从携程数据来看，本地亲子酒店预订单较 2019 年+40%、红色景区亲子游比例同比+30%。

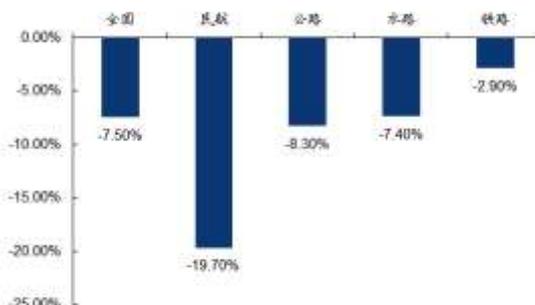
结合交通运输部数据，10 月 1 日至 7 日（国庆假期），全国预计共发送旅客 4.03 亿人次，日均 5750 万人次，比 2019 年同期（国庆 7 天假期）日均下降 33.9%，比 2020 年同期（中秋国庆 8 天假期）日均下降 7.5%。其中，铁路、公路、水路、民航各预计发送旅客 8307.3 万人次，3.04 亿人次、631.2 万人次、931 万人次，其相比 2019 年和 2020 年日均表现如下图所示。总体来看，与 2020 年相比，民航客流日均下滑最多，说明本次十一远途出行最为受制，与五一和清明相比，今年五一/清明假期民航客流较 2019 年同比下降 0.8%/10.7%，民航客流的压力也是相对最大。此外，铁路客流下降幅度相对最低。公路、水路客流相对疫情前也承压明显。

图 3：今年国庆各交通方式客流同比 2019 年下滑情况



资料来源：交通部，央广网，国信证券经济研究所整理

图 4：今年国庆各交通方式客流同比 2020 年日均下滑情况



资料来源：交通部，央广网，国信证券经济研究所整理

与此同时，部分重点省市数据也如下表所示，整体较 2019 年仍然承压。

表 1：2021 年“十一”假期部分重点省市接待旅客数及收入

重点省市	接待旅客(万人次)	接待旅客 yoy (可比口径)	接待旅客 2019yoy	旅游总收入 (亿元)	旅游总收入 yoy (可比口径)	旅游总收入 2019yoy
北京	861.1	基本持平	-6.5%	108.2	15.0%	-3.2%
上海(景区)	897.0	17.0%	-	-	-	-
广东	4438.6	1.5%	-19.4%	236.8	-24.1%	-49.1%
重庆(景区)	1273.0	31.2%	2.6%	-	-	-
四川(景区)	2574.0	13.0%	-24.4%	3.5	15.2%	-5.0%
贵州	4708.0	16.7%	64.9%	314.7	13.4%	-27.5%
江苏	3896.6	-4.5%	-	424.3	-5.4%	-
福建	1249.2	-63.7%	-68.2%	68.7	-77.0%	-79.8%
江西	6586.7	5.3%	5.2%	405.1	6.8%	4.4%
湖南(景区)	994.5	38.1%	-	17.0	45.3%	-
河南	6675.1	5.4%	0.7%	322.3	2.1%	-35.8%
桂林	384.8	49.7%	32.8%	-	38.1%	22.1%
南京	803.0	-	-26.6%	83.6	-	-25.0%
杭州	1798.5	-	-5.1%	-	-	-
青岛	582.7	48.8%	-23.1%	50.0	23.0%	-46.4%

资料来源：各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

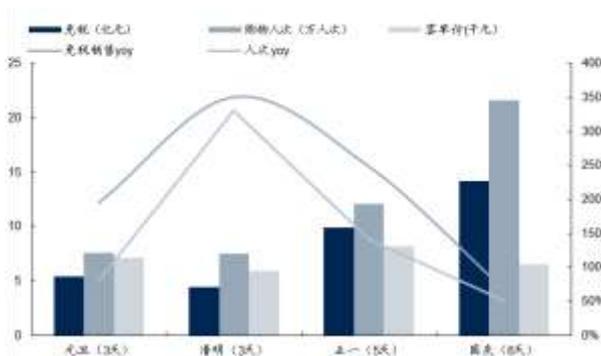
■ 海南免税表现尤为靓丽，其他景区相对分化

免税：海南离岛免税销售表现超预期，日均销售超五一：根据海南商务厅数据，10 月 1 日至 6 日，海南 9 家离岛免税店

总销售额 16.35 亿元(日均 2.73 亿元),比 2020 年同期增长 75%,比 2019 年同期增长 359%。其中,免税销售额 14.18 亿元(日均 2.36 亿元),比 2020 年同期增长 68%,比 2019 年同期增长 319%;免税购物人数 21.65 万人次,比 2020 年同期增长 51%,比 2019 年同期增长 142%;免税购物件数 137.95 万件,比 2020 年同期增长 77%,比 2019 年同期增长 249%。此外,据央视新闻报道,海口海关统计,10 月 1 日至 7 日,海口海关共监管离岛免税购物金额 14.7 亿元,购物件数 200 万件,购物人数 18 万人次,同比分别增长 66.9%、136%和 61.6%。需要说明的是,上述数据差异预计与统计口径差异相关,海关一般根据已经实际离岛提货的数据统计,与现场销售数据可能有一定差异。

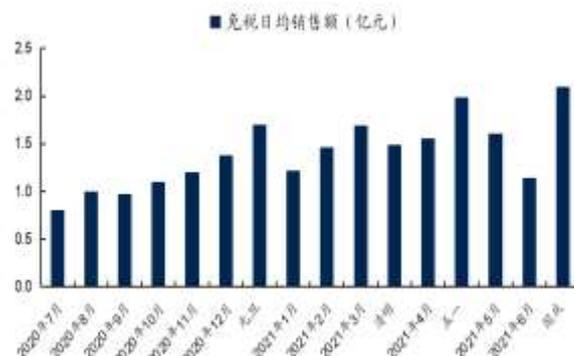
从日均变化趋势来看,国庆离岛免税销售前 6 日日均免税销售额 2.36 亿元(海关数据则 7 天免税日均 2.1 亿),高于五一和春节日均(近 2 亿元左右),也高于其他小长假及 1-6 月日均表现,表现尤其强劲,一改 Q3 以来免税销售压力。整体来看,十一海南离岛免税的靓丽表现也在一定程度上有望提振市场对 Q4 海南旺季的预期。

图 5: 海南离岛免税部分主要节假日表现



资料来源:海口海关、新华网、中经网等,国信证券经济研究所整理
注:增速均为可比口径增速

图 6: 海南离岛免税日均销售额变化趋势(海关口径)



资料来源:海口海关,新华社,国信证券经济研究所整理

演艺: 根据官微,公司 7 天各大千古情等主秀演出 229 场,较 2019 年同期恢复超 80%;接待游客超 150 万人次,其中散客占比 83%;营业收入约 1 亿元,较 2019 年同期恢复 75%,其中源自散客的收入已基本恢复至 2019 年同期水平。其中,杭州宋城 7 天共接待游客近 30 万人次,杭州乐园客流和收入较 2019 年同期各增 15%,10%;桂林千古情景区收入较 2019 年同期+40%;宜春项目收入及客流超疫情前。

酒店方面: 今年国庆黄金周,主题公园带动作用显著,北京酒店预订热度比 2020 年同期增长 57%,比 2019 年同期增长 52%。同时,游客对大城市周边中高端酒店和度假型酒店的青睐度提升,携程数据显示北京郊区高星酒店预订量比 2019 年增长了 21%,假期内高星酒店均价达到 945 元,环比提升超 80%。华住旗下高端精品酒店品牌“花间堂”预订超 80%。

景区方面,客流恢复程度总体不及清明、五一小长假,部分景区表现较佳,整体如下表所示。

中青旅: 结合我们的持续跟踪,2021 年国庆假期,预计乌镇景区接待游客恢复至 2019 年 40-50%,总营收恢复至 2019 年 61%,恢复程度不及此前五一等;古北水镇相对受益周边游,客流预计恢复至 2019 年 69%,营收恢复至 2019 年 96%,营收恢复相对良好。

黄山风景区: 国庆 7 天接待游客 12.1 万人次,按日均估算同增约 9.14%(2020 年 8 天 12.67 万人),恢复至 2019 年同期的 71.27%,但有日接待不超最大承载量的 75%的限制约束影响。

三特索道: 国庆黄金周 7 天,公司旗下景区合计接待游客 33 万人,营业收入 2566 万元,超过 2020 年同期,较 2019 年同期恢复 91%。武汉东湖海洋乐园项目游客恢复至 2019 年同期的 146%,表现最突出,贵州梵净山项目恢复至 2019 年同期的 100%,海南猴岛恢复 85%,千岛湖恢复 89%,湖北保康九路寨、崇阳浪口温泉、南漳古山寨、庐山三叠泉缆车等项目恢复 105%至 122%不等,均有不同程度增长。

此外,峨眉山景区国庆 7 天接待游客 13.95 万人次,按日均估算同增约 13.04%,实现门票收入 1778.83 万元,可比口径同增 13.47%,恢复至 2019 年同期的 95.79%,表现较好;张家界武陵源核心景区前 7 天接待游客 8.32 万人次,恢复至 2019 年的 42.6%;北京环球影城前 4 日共接待 10.5 万人;九寨沟景区客流 16.52 万人次,同增 26.68%,门票收入约 2243.84 万元,可比口径同增 22.33%。

表 2：2021 年国庆假期重点景区接待旅客数及收入表现

景区	接待人数 (万人)	总接待人数同 比(可比口径)	总接待人数 2019 同比恢 复比例	旅游总收入 (万元)	旅游总收 入同比	旅游收入 2019 同比恢复	清明客流恢 复程度	五一客流 恢复程度
乌镇	21.2		44.0%			61%	60%+	估算恢复 90%
古北水镇	12.8		69.0%			96%	70%+	
黄山	12.1	9.1%	71.3%				53%	74.8%
宏村	10.3	3.6%	73.6%	825.7	48.57%	91.99%		
西递	3.9	-25.4%	41.0%	261.9	5.65%	58.10%		
天柱山	15.3	30.6%	136.0%					
杭州宋城	27.7							
西湖风景区	243.6	-6.6%	67.2%				67.25%	
环球影城(前 4 日)	10.5							
故宫博物院	26.1		56.5%					
长白山	8.0	略有下降	略有下降					
张家界天门山景区	9.4	-30.5%	51.6%					
武陵源核心景区	8.3	-40.8%	42.6%				57.84%	约 90%
峨眉山	14.0	13.0%		1778.8	13.47%	95.79%	94%	
乐山大佛	19.1	30.5%		1238.0	30.31%	90.81%		
九寨沟	16.5	26.7%		2243.8	22.33%			
玉龙雪山	10.6	-28.2%	69.5%					
桂林宋城						140.00%		
蜈支洲岛 (9.30-10.6)	4.6	-29.4%						
南山(9.30-10.6)	9.2	-31.3%						
天涯海角 (9.30-10.6)	3.2	-55.4%						
武汉东湖海洋乐园	11+		146.0%	773.0		143%		141%
梵净山				683.0		100%		

资料来源:各地旅游局、各公司官网或官微、新浪微博、中新网等,国信证券经济研究所整理

注:部分较 2020 年可比口径增长为我们估算数据,即将 7 天数据转化为日均,与 2020 年 8 天日均相比。

■ 三季报前瞻: Q3 疫情反复预计影响旅游相关公司表现,但中免预计表现仍较突出

结合我们的持续跟踪,我们初步整理社服板块部分重点公司三季报业绩前瞻如下表所示。Q3 暑期疫情反复及此后 9 月福建疫情预计对旅游板块重点公司 Q3 经营产生不利影响。其中,虽然中国中免海南免税销售预计 Q3 也难免有所承压,但由于公司 9 月底公告海南业务所得税优惠落地,有望享受 15% 所得税优惠,并考虑此前所得税优惠冲回影响,我们预计权重股中国中免 Q3 业绩表现仍较为突出。

需要说明的是,以上预计仅限于我们跟踪情况的初步判断,由于 Q3 疫情持续反复,旅游公司基本都在疫情反复中波折前行,与正常经营情况下经营判断可能有较大差异,导致我们对 Q3 的经营表现预计可能有所偏误,故上述仅供参考。

表 2: 社服板块部分重点公司三季报业绩前瞻(业绩单位:百万元)仅供参考

公司名称	最新市 值(亿)	19A	20A	21H1	21H1 增速	21Q3	21Q3 增速	21.1-9	21.1-9 增速	说明
中国中免	5076	4629	6140	5359	476%	3230	45%	8589	171%	假设海南所得税 15%, Q3 冲回 2020 年及 2021H1 所得税优惠影响;海南收入预计下滑 Q3 公司主要项目阶段关停,主业预计有一定压力,花房投资收益预计部分对冲
宋城演艺	368	1340	(1752)	378	849%	-10	-111%	368	175%	预计 Q3 疫情扰动,国内 8 月承压显著,但海外减亏
锦江酒店	434	1092	110	5	-98%	75	382%	80	-74%	预计 Q3 疫情扰动,国内 8 月承压显著
首旅酒店	215	885	(496)	65	109%	79	-44%	144	-126%	
中青旅	72	568	(232)	34	121%	-20	-169%	14	-111%	
黄山旅游	57	340	(46)	35	139%	-15	-137%	20	-141%	
峨眉山 A	33	226	(39)	35	127%	20	-62%	55	-170%	
华住集团-S	1,043	1769	(2192)	130	105%	86	-141%	216	-107%	预计 Q3 疫情扰动,国内 8 月承压显著,但海外减亏
中公教育	669	1805	2414	(97)	58%	512	-67%	415	-69%	去年 Q3 高基数,今年 Q3 仍会受省考提前及成本压力影响,预计会有压力
科锐国际	102	152	191	103	40%	84	39%	186	39%	预计 Q3 国内灵活用工继续高增长,此外猎头、RPO 及 Investigo 预计延续 Q2 的良好复苏态势
广州酒家	120	384	465	37	229%	406	17%	444	23%	预计 Q3 月饼销售增长稳定,速冻因产能释放增速相比 H1 预计有所提升
天目湖	32	124	56	43	505%	41	8%	84	203%	

资料来源:公司公告, Wind, 国信证券经济研究所整理预测

■ 投资建议：十一恢复平稳但海南超预期，特效药利好信息有望提振板块信心，维持“超配”评级

从行业整体来看，十一国内旅游客流和收入各恢复 7 成、6 成，仅与春节恢复程度相当，相对不及其他节假日，主要系 Q3 以来疫情反复影响。但其中，海南离岛免税销售表现超预期，日均销售好于五一，也高于其他小长假及 1-6 月日均表现，逆势增长强劲。整体来看，十一海南离岛免税的靓丽表现也在一定程度上有望提振市场对 Q4 海南旺季的预期。

维持板块“超配”。虽然十一旅游整体恢复平稳，但随着各地散发疫情逐渐企稳，新冠特效药等相关利好信息也有助于提振市场对旅游的后续信心，板块后续预期有望改善。加之环球影城开业带来市场对国家通过旅游提振内需的政策信心。短期综合赛道景气度、三季报预期、政策导向等，尤其结合海南免税近期表现，重点推荐中国中免、首旅酒店、锦江酒店、宋城演艺、科锐国际、广州酒家、中青旅、天目湖、三特索道、中公教育、九毛九、海伦司、华住集团-S、海底捞、百胜中国-S、奈雪的茶等；中长期继续从“赛道+格局+治理”角度推荐中国中免、锦江酒店、宋城演艺、中公教育、九毛九、海伦司、海底捞、华住集团-S、百胜中国-S、奈雪的茶、呷哺呷哺等龙头。

■ 风险提示

1、宏观经济波动、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；2、国企改革可能低于预期；3、政策风险等；4、收购整合及商誉减值风险等。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 21-09-30	EPS			PE			PB
				2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020
601888	中国中免	买入	260.00	3.14	5.84	7.37	82.68	44.52	35.28	22.76
600258	首旅酒店	买入	21.80	-0.50	0.34	1.00	-43.38	63.85	21.78	2.57
600754	锦江酒店	买入	45.45	0.10	0.37	1.27	442.12	122.81	35.92	3.83
300144	宋城演艺	买入	14.08	-0.67	0.22	0.46	-21.01	64.81	30.48	4.97
300662	科锐国际	增持	51.61	0.94	1.24	1.57	54.63	41.48	32.88	9.79
603043	广州酒家	买入	21.21	0.82	0.96	1.20	25.85	22.01	17.75	4.73
600138	中青旅	买入	9.97	-0.32	0.12	0.69	-31.11	84.90	14.35	1.14
603136	天目湖	买入	16.95	0.30	0.53	0.68	57.41	32.22	25.06	3.56
002159	三特索道	买入	10.92	0.16	0.03	0.35	66.76	387.23	31.23	1.34
002607	中公教育	增持	10.84	0.37	0.32	0.46	29.02	34.34	23.47	15.64
9922.HK	九毛九	增持	18.91	0.09	0.31	0.49	221.65	60.81	38.99	7.67
1179.HK	华住集团-S	增持	31.74	-0.67	0.19	0.62	-47.31	170.29	51.06	0.77
6862.HK	海底捞	增持	21.74	0.06	0.12	0.49	384.12	181.49	44.71	9.48
9987.HK	百胜中国-S	增持	375.21	12.05	14.27	15.16	31.14	26.30	24.75	3.27
2150.HK	奈雪的茶	增持	8.91	-0.12	-2.49	-0.05	-75.68	-3.59	-188.74	0.00
0520.HK	呷哺呷哺	增持	5.15	0.01	0.11	0.40	508.03	47.76	12.91	2.03
003032	传智教育	增持	17.59	0.16	0.32	0.50	108.88	55.29	34.86	0.00
000888	峨眉山A	增持	6.29	-0.07	0.26	0.38	-84.98	24.55	16.57	1.37
600054	黄山旅游	增持	9.14	-0.06	0.32	0.48	-144.92	28.49	19.21	1.56
300010	豆神教育	增持	3.67	-2.96	-0.30	0.08	-1.24	-12.16	47.56	4.18
300192	科德教育	增持	7.07	0.35	0.36	0.45	20.41	19.89	15.83	2.58
000526	学大教育	增持	21.20	0.37	0.48	0.69	56.74	43.80	30.82	17.78
000796	凯撒旅业	增持	7.16	-0.87	-0.38	-0.23	-8.24	-18.67	-31.25	6.10
002707	众信旅游	增持	4.70	-1.56	0.04	0.13	-3.02	112.10	37.37	5.75
002621	美吉姆	增持	4.03	-0.58	0.08	0.09	-6.97	52.05	42.71	3.90
000978	桂林旅游	增持	5.56	-0.74	-0.23	0.18	-7.53	-24.42	30.34	1.52

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《2021年9月投资策略：沿着业绩确定性方向精选龙头，最悲观时刻已过》-2021-10-07
 《双周报第15期：疫情扰动板块分化，商务部出台促消费举措》——2021-09-22
 《社会服务行业中报总结：中报改善明显，子行业分化加剧》——2021-09-10
 《双周报第14期：疫情退散板块普涨，环球影城增添长假信心》——2021-09-06
 《2021年9月投资策略：板块短期情绪转好，红九月行情可期》——2021-09-06

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	增持	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	超配	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032