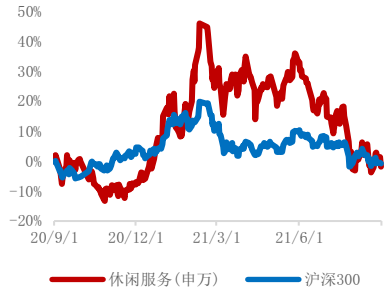
社会服务 社服行业 2021 年三季报综述 维持评级

报告原因：专题报告 **年内行业延续复苏趋势，疫情扰动三季度整体业绩恢复** **看好**

2021 年 11 月 5 日 **行业研究/深度报告**

社会服务板块近一年市场表现



分析师：张晓霖

执业登记编码：S0760521010001

电话：010-83496312

邮箱：zhangxiaolin@sxzq.com

相关报告：

【山证社服】社服行业 2021 年中报综述：行业整体业绩持续爬坡，Q2 盈利能力显著提升（2021-9-3）

【山证社服】社服行业 2020 年报 2021 年一季报综述：业绩至暗时刻已过，行业预计年内全面复苏（2021-5-6）

【山证社服】社服行业 2020 年三季报综述：行业业绩扭亏为盈，Q3 边际改善明显、景区餐饮复苏显著（2020-11-04）

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：

- **2021Q1-3 行业情况：年内持续复苏节奏。**2021Q1-3 休闲服务行业（申万分类）实现营收 940.55 亿元（+40.68%），恢复至 2019 年同期 91.04%，实现归母净利润 87.54 亿元（+348.16%），恢复至 2019 年同期 87.97%。行业经营情况持续复苏，综合毛利率 31.07%（-0.67pct）、较 2019 年同期下滑 15.75pct；净利率 12.23%（+9.62pct），较 2019 年同期增长 1.3pct。行业经营情况年内复苏，整体随疫情防控情况波动。
- **21Q3 行业情况：暑期疫情影响行业经营情况有所下滑。**21Q3 行业整体实现营收 338.12 亿元（+13.82%），恢复至 2019 年同期 88.99%，两年平均增长-5.66%，环比 Q2 增长 6.84%；归母净利润 33.47 亿元（+9.61%），恢复至 2019 年同期 94.65%，两年平均增长-2.71%，环比 Q2 增长 1.09%。Q3 受暑期疫情影响行业经营状况有所下滑，我们所统计的 29 家行业内上市公司中，15 家公司 Q3 归母业绩亏损，6 家公司年内尚未实现盈利。
- **子板块表现分化，受暑期疫情影响酒店、景区业绩下滑，免税维持高增速，出入境持续承压。免税：**暑期疫情至销售额有所下滑，但中国中免前三季度营收已达到 2020 全年营收 94.1%。**酒店：**疫情不改龙头公司拓店进程，三大酒店经营指标持续回暖，Q3 经营指标恢复至 2019 年 8-9 成。**景区：**受疫情、天气等因素影响，景区整体业绩波动较大，冬季疫情反复恐至跨省游停止，影响公司年内整体经营情况。**旅游综合：**行业整体回复较慢，尚未实现盈利，多家公司布局国内游业务填补业绩亏空。
- **投资建议：**由于休闲服务行业整体具有人群高度密集属性，疫情反复对行业整体影响较大。21Q1 区域疫情反复、就地过年政策影响部分公司业绩，行业整体业绩基本恢复至正常年份六成水平；21Q2 在小长假、暑假等带动下，酒店、景区以及餐饮等旅游行业上下游行业景气度持续提升；21Q3 受暑期疫情在多个城市及景区蔓延，以及暴雨等极端天气影响，行业复苏进程降速。从 21Q3 各子板块营收相较 2019 年同期情况来看，其他休闲服务（215.03%）>免税（124.31%）>餐饮（107.12%）>酒店（72.04%）>旅游综合（66.02%）>景区（42.29%）。环比 Q2 餐饮、旅游综合经营情况加快复苏进程，酒店、景区受局部疫情反复影响波动较大。疫情至暗时刻已过，业绩端触底企稳回升，行业明年继续业绩修复主线。**重点关注公司：**中国中免、首旅酒店、锦江酒店。

风险提示：

- 疫情对旅游行业影响超预期风险；突发事件或不可控灾害风险。

目录

1.休闲服务行业 2021 年前三季度及三季度经营情况.....6

1.1 2021 前三季度行业情况：年内持续复苏节奏.....6

1.2 2021 年三季度行业情况：暑期疫情影响行业经营情况有所下滑.....10

2.子行业经营情况.....13

2.1 免税——暑期销售受疫情影响下滑.....13

2.2 酒店——龙头酒店入住率基本恢复至正常年份 8-9 成.....15

2.3 景区——受疫情、极端天气影响业绩波动较大.....16

2.4 旅游综合——布局国内游，出境游公司抱团抗击风险.....19

3.重点关注公司及投资建议.....21

3.1 投资建议.....21

3.2 重点推荐标的.....21

3.2.1 中国中免：疫情影响暑期经营情况.....21

3.2.2 首旅酒店：疫情扰动 Q3 业绩有所承压，储备店数量创历史新高.....22

3.2.3 锦江酒店：境外酒店业务复苏回升，年内新开店目标预计完成.....22

4.风险提示.....22

图表目录

图 1：休闲服务行业 Q1-3 营收及增速.....6

图 2：休闲服务行业 Q1-3 归母净利润及增速.....6

图 3：休闲服务行业 Q1-3 毛利率及净利率情况.....6

图 4：休闲服务行业 Q1-3 各项费用率情况.....6

图 5：休闲服务行业 Q1-3 毛利润及增速情况.....7

图 6：休闲服务行业 Q1-3 净利润及增速情况.....7

图 7：休闲服务行业各季度营收及增速.....7

图 8：休闲服务行业各季度净利润及增速.....7
图 9：休闲服务行业 Q1-3 各子行业营收结构（亿元）.....8
图 10：休闲服务行业 Q1-3 归母净利润结构（亿元）.....8
图 11：休闲服务 Q1-3 各子行业营收增速.....9
图 12：休闲服务 Q1-3 各子行业归母净利润增速.....9
图 13：休闲服务 Q1-3 各子行业毛利率.....9
图 14：休闲服务 Q1-3 各子行业净利率.....9
图 15：休闲服务行业各年度 Q3 营收及增速.....10
图 16：休闲服务行业各年度 Q3 归母净利润及增速.....10
图 17：休闲服务行业各年度 Q3 毛利润及增速情况.....11
图 18：休闲服务行业各年度 Q3 净利润及增速情况.....11
图 19：休闲服务行业各年度 Q3 毛利率及净利率情况.....11
图 20：休闲服务行业各年度 Q3 各项费用率情况.....11
图 21：休闲服务各子行业 Q3 营收结构（亿元）.....11
图 22：休闲服务各子行业 Q3 归母净利润结构（亿元）.....11
图 23：休闲服务各子行业 Q3 营收增速.....11
图 24：休闲服务各子行业 Q3 归母净利润增速.....11
图 25：休闲服务各子行业 Q3 毛利率.....12
图 26：休闲服务各子行业 Q3 净利率.....12
图 27：中国中免 Q1-3 营收及增速.....13
图 28：中国中免 Q1-3 归母净利润及增速.....13
图 29：中国中免 Q1-3 毛利率与净利率情况.....13
图 30：中国中免 Q1-3 各项费用率情况.....13

图 31：中国中免 Q3 营收及增速.....14
图 32：中国中免 Q3 归母净利润及增速.....14
图 33：中国中免 Q3 毛利率与净利率情况.....14
图 34：中国中免 Q3 各项费用率情况.....14
图 35：酒店板块 Q1-3 营收及增速.....15
图 36：酒店板块 Q1-3 归母净利润及增速.....15
图 37：酒店板块 Q1-3 毛利率与净利率情况.....15
图 38：酒店板块 Q1-3 三项费用率情况.....15
图 39：酒店板块 Q3 营收及增速.....16
图 40：酒店板块 Q3 归母净利润及增速.....16
图 41：酒店板块 Q3 毛利率与净利率情况.....16
图 42：酒店板块 Q3 三项费用率情况.....16
图 43：自然景区 Q1-3 营收及增速.....17
图 44：自然景区 Q1-3 归母净利润及增速.....17
图 45：自然景区 Q1-3 毛利率与净利率情况.....17
图 46：自然景区 Q1-3 三项费用率情况.....17
图 47：人工景区 Q1-3 营收及增速.....17
图 48：人工景区 Q1-3 归母净利润及增速.....17
图 49：人工景区 Q1-3 毛利率与净利率情况.....18
图 50：人工景区 Q1-3 各项费用率情况.....18
图 51：自然景区 Q3 营收及增速.....19
图 52：自然景区 Q3 归母净利润及增速.....19
图 53：人工景区 Q3 营收及增速.....19

图 54：人工景区 Q3 归母净利润及增速.....19
图 55：旅游综合 Q1-3 板块营收及增速.....20
图 56：旅游综合 Q1-3 板块归母净利润及增速.....20
图 57：旅游综合板块 Q1-3 毛利率与净利率情况.....20
图 58：旅游综合板块 Q1-3 各项费用率情况.....20
图 59：旅游综合板块 Q3 营收及增速.....21
图 60：旅游综合板块 Q3 归母净利润及增速.....21

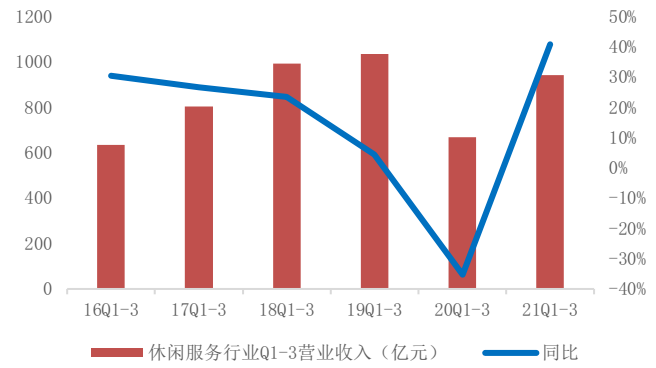
表 1：休闲服务行业子行业分类.....8
表 2：重点推荐公司盈利预测预估值.....22
表 3：2021Q1-3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）.....24
表 4：2021Q3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）.....25

1.休闲服务行业 2021 年前三季度及三季度经营情况

1.1 2021 前三季度行业情况：年内持续复苏节奏

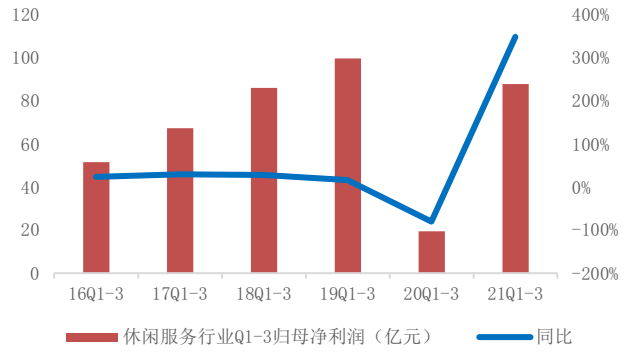
2021Q1-3 休闲服务行业（申万分类）实现营收 940.55 亿元（+40.68%），恢复至 2019 年同期 91.04%，实现归母净利润 87.54 亿元（+348.16%），恢复至 2019 年同期 87.97%。行业经营情况持续复苏，综合毛利率 31.07%（-0.67pct）、较 2019 年同期下滑 15.75pct；净利率 12.23%（+9.62pct），较 2019 年同期增长 1.3pct。整体费用率下降 13.51pct 至 15.01%，其中销售费用率 5.88%（-12.78pct）、管理费用率 7.3%（-1.64pct）、财务费用率 1.83%（+0.91pct）。

图 1：休闲服务行业 Q1-3 营收及增速



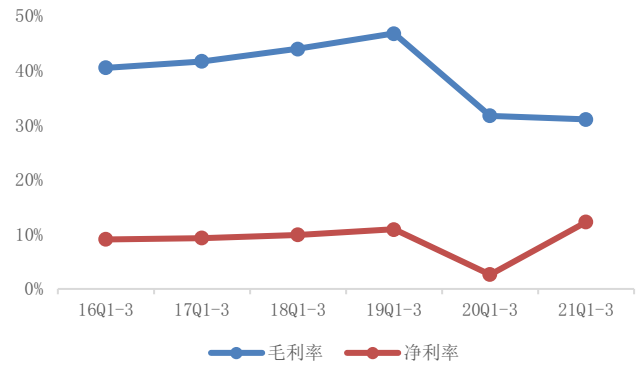
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：休闲服务行业 Q1-3 归母净利润及增速



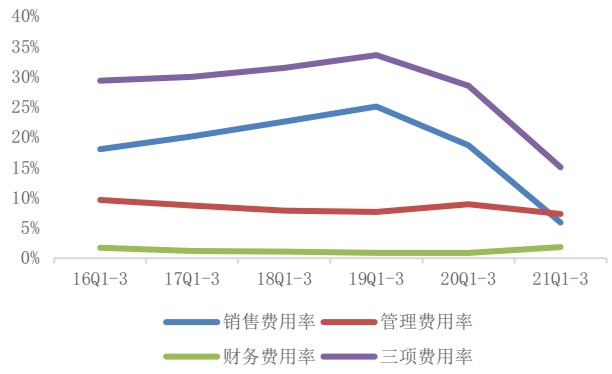
数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：休闲服务行业 Q1-3 毛利率及净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 4：休闲服务行业 Q1-3 各项费用率情况

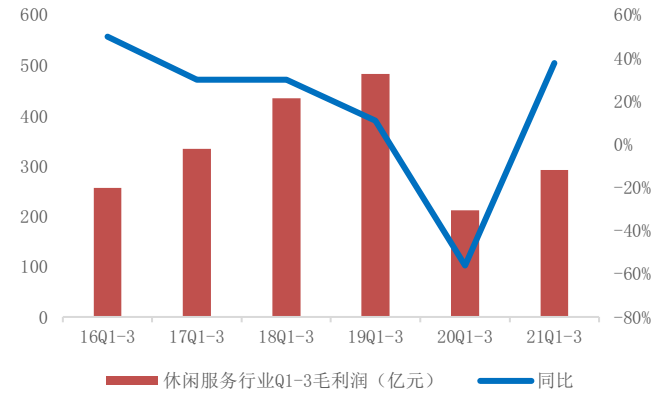


数据来源：wind，山西证券研究所

2021Q1-3 休闲服务行业整体实现毛利润 292.19 亿元（+37.72%），恢复至 2019 年同期 60.41%；净利润 115.07 亿元（+558.03%），较 2019 年同期增长 1.84%。分季度来看，Q1 实现毛利润 95.79 亿元（+110.62%），

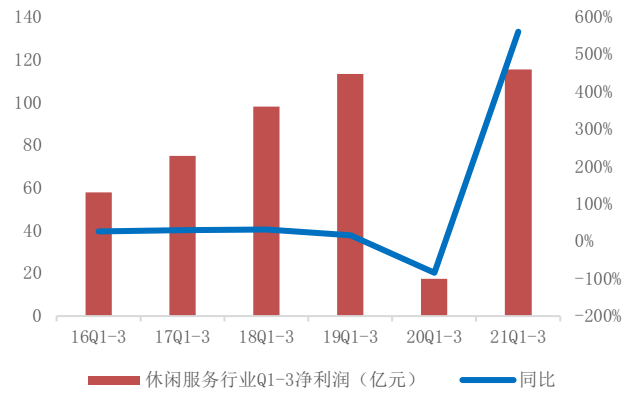
净利润 25.32 亿元（218.9%）；Q2 实现毛利润 106.66 亿元（+78.03%），环比 Q1 增长 11.35%，实现净利润 41.02 亿元（+530.27%），环比 Q2 增长 62%；Q3 实现毛利率 89.73 亿元（-15.95%），环比 Q2 下滑 15.87%，实现净利润 48.72 亿元（+50.97%），环比 Q2 增长 18.77%。年内行业整体净利润持续提升，毛利润 Q3 有所回落。

图 5：休闲服务行业 Q1-3 毛利润及增速情况



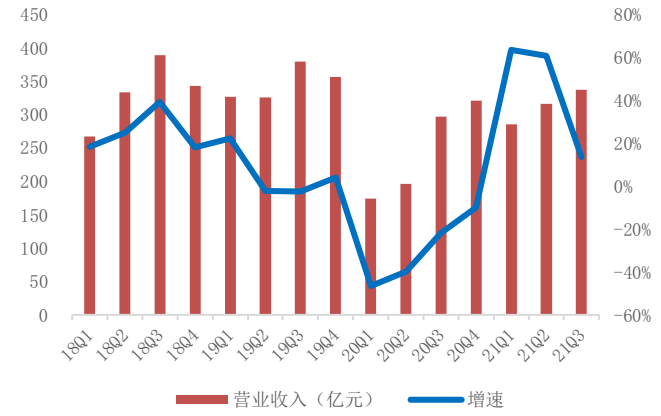
数据来源：wind，山西证券研究所

图 6：休闲服务行业 Q1-3 净利润及增速情况



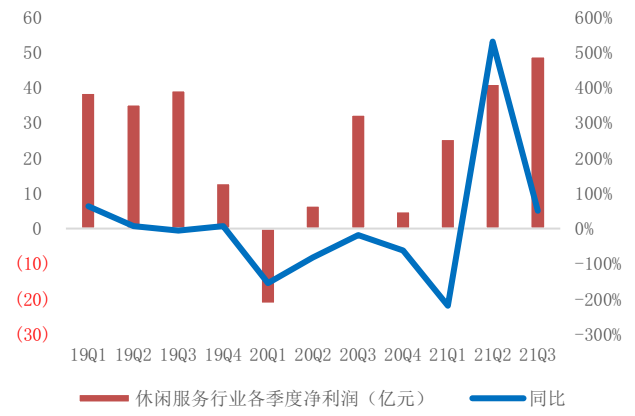
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：休闲服务行业各季度营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：休闲服务行业各季度净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

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，新增期内登陆创业板君亭酒店，对 A 股 29 家休闲服务行业上市公司 2021 年中报以及二季报进行统计。截至 2021 年 11 月 4 日，统计的 29 只个股总市值为 6510 亿元，较二季度末下滑 6.37%。（注：天目湖自 2016Q3、广州酒家自 2016Q3、同庆楼自

2019Q1、君亭酒店自 2021Q3 起纳入统计）。

表 1：休闲服务行业子行业分类

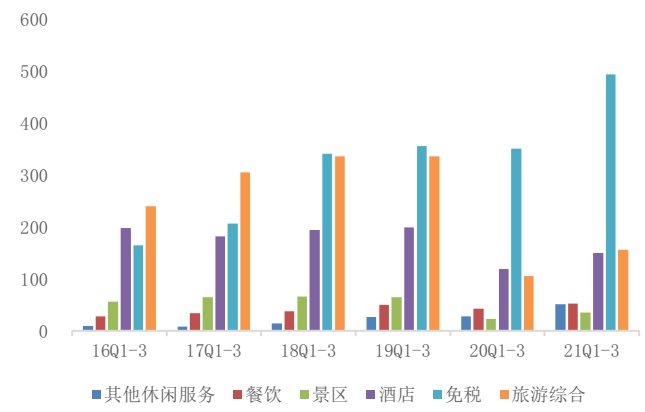
子行业	上市公司
人工景区	宋城演艺
自然景区	张家界、峨眉山 A、桂林旅游、黄山旅游、西藏旅游、长白山、天目湖、九华旅游
酒店	华天酒店、西安旅游、君亭酒店、首旅酒店、锦江酒店、金陵饭店
旅游综合	岭南控股、凯撒旅业、丽江股份、云南旅游、三特索道、众信旅游、中青旅、曲江文旅
免税	中国中免
餐饮	西安饮食、全聚德、同庆楼、广州酒家
其他休闲服务	科锐国际

资料来源：wind，山西证券研究所

我们所统计的 29 家行业内上市公司中，15 家公司 Q3 归母业绩亏损，桂林旅游、华天酒店、岭南控股、凯撒旅业、众信旅游、西安饮食年内尚未实现盈利。广州酒家 Q3 环比 Q2 业绩增长 41 倍，Q3 实现归母净利润 4.06 亿元（+16.68%）；业绩持续盈利公司中，中国中免增长幅度居首，Q3 实现归母净利润 31.31 亿元（+40.22%）。

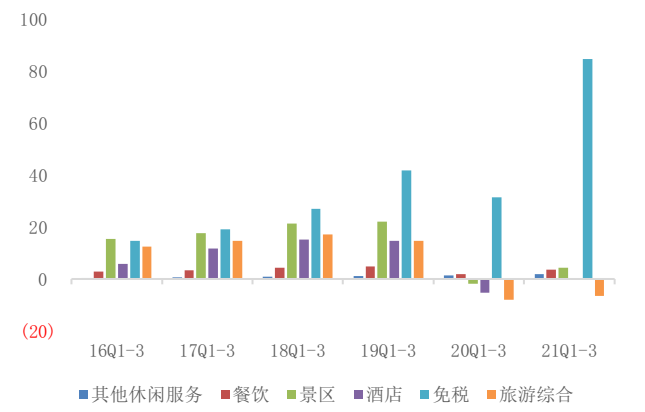
21Q1-3 申万二级行业中，免税行业继续一枝独秀，贡献高营收、高业绩。期内实现营收 494.99 亿元（+40.87%），占行业整体营收 52.62%；实现归母净利润 84.91 亿元（+168.35%），占行业整体净利润 96.87%。Q3 受暑期疫情影响，行业内头部效应更加显著，中国中免、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家等各子板块龙头合计实现营收 224.49 亿元，归母净利润 37.75 亿元，分别占行业整体 23.86%、43.07%。

图 9：休闲服务行业 Q1-3 各子行业营收结构（亿元）



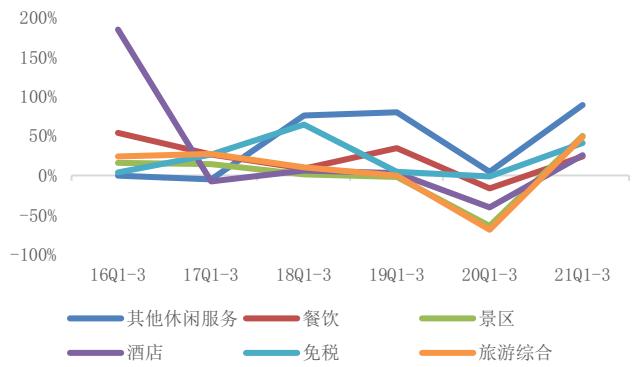
数据来源：wind，山西证券研究所

图 10：休闲服务行业 Q1-3 归母净利润结构（亿元）



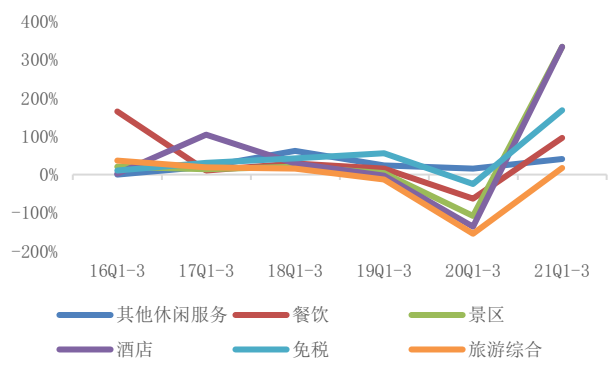
数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：休闲服务 Q1-3 各子行业营收增速



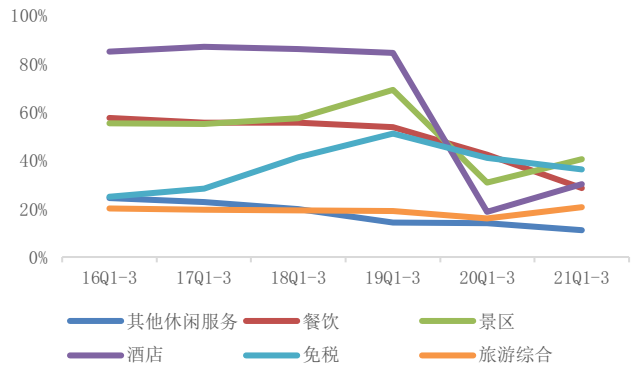
数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：休闲服务 Q1-3 各子行业归母净利润增速



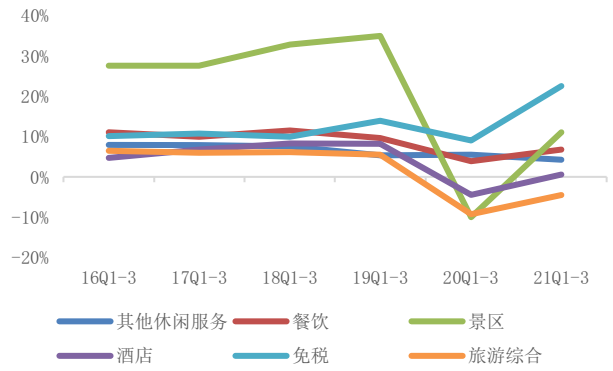
数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：休闲服务 Q1-3 各子行业毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 14：休闲服务 Q1-3 各子行业净利率



数据来源：wind，山西证券研究所

从营收来看，21Q1-3 免税实现营收 494.99 亿元（+40.87%）、旅游综合收入 156.5 亿元（+48.78%）、酒店收入 149.74 亿元(+25.85%)、餐饮收入 52.48 亿元(+24.15%)、其他休闲服务收入 51.8 亿元%(+89.21%)、景区收入 35.05 亿元(+50.13%)。其中其他休闲服务、免税、餐饮板块较 2019 年同期分别增长 98.04%、39.1%、3.84%；酒店、景区、旅游综合分别恢复至 2019 年同期 46.55%、54.22%、74.96%。业绩方面，免税实现归母净利润 84.91 亿元（+168.35%）、景区盈利 4.23 亿元（+334.38%）、餐饮板块盈利 3.55 亿元（+95.68%）、其他休闲服务板块盈利 1.88 亿元（+40.64%）、酒店业绩亏损 0.27 亿元（+334.38%）、旅游综合业绩亏损 6.65 亿元（+18%）。个股方面，桂林旅游、华天酒店、岭南控股、凯撒旅业、众信旅游、西安饮食年内尚未实现盈利。

毛利率方面，各子板块有不同程度回升。景区板块回升 34.4pct 至 44.02%，酒店板块回升 21.32pct 至 29.22%，旅游综合回升 11.36pct 至 23.39%，餐饮板块回升 4.75pct 至 30.49%，其他休闲服务下滑 2.8pct 至 10.58%，免税下滑 4.44pct 至 38.33%。净利率方面，景区复苏最为显著，净利率 15.10%（+67.74pct）、免税

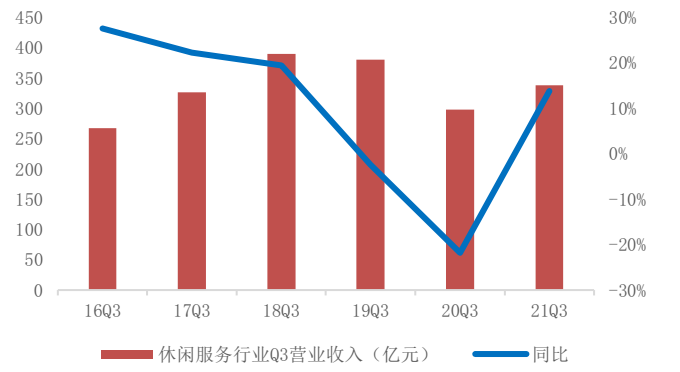
18.31%（+14.27pct）、酒店 0.1%（+10.41pct）、旅游综合-5.25%（+10pct）、其他休闲服务 3.78%（-1.11pct）、餐饮-0.17%（-10.26pct）。

1.2 2021 年三季度行业情况：暑期疫情影响行业经营情况有所下滑

21Q3 行业整体实现营收 338.12 亿元（+13.82%），恢复至 2019 年同期 88.99%，两年平均增长-5.66%，环比 Q2 增长 6.84%；归母净利润 33.47 亿元（+9.61%），恢复至 2019 年同期 94.65%，两年平均增长-2.71%，环比 Q2 增长 1.09%。Q3 受暑期疫情影响行业经营状况有所下滑，整体毛利率 89.73 亿元（-15.95%），恢复至 2019 年同期 51.1%，毛利率 26.54%（-9.4pct）；净利润 48.92 亿元（+50.97%），较 2019 年同期增长 24.19%，净利率 14.41%（+3.55pct）。整体费用率 10.11%（-11.49pct）、销售费用率 0.36%（-13.85pct）、管理费用率 7.63%（+0.52pct）、财务费用率 2.12%（+1.84pct）。

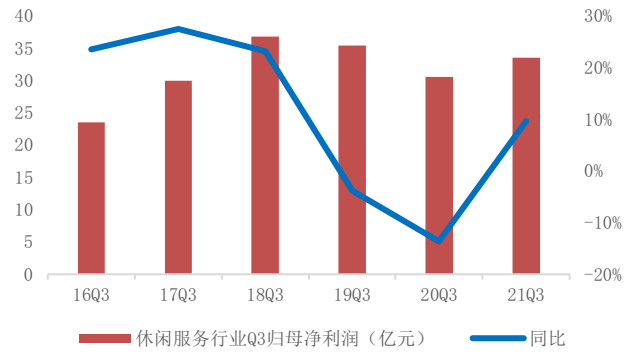
我们所统计的 29 家行业内上市公司中，中国中免环比 Q2 实现业绩正增长，6 家公司持续业绩亏损。

图 15：休闲服务行业各年度 Q3 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 16：休闲服务行业各年度 Q3 归母净利润及增速

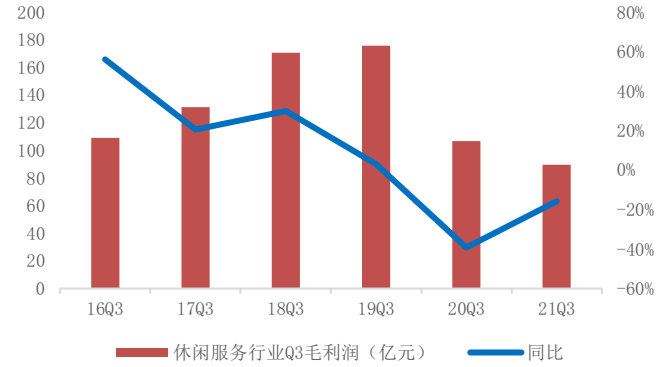


数据来源：wind，山西证券研究所

营收方面，20Q3 行业经营情况有所好转，高基数叠加疫情扰动，21Q3 子板块营收规模略有所下滑。其中旅游综合营收 88.34 亿元（+116.06%），其他休闲服务行业营收 20.23 亿元（+107.29%），酒店营收 53.94 亿元（+5.02%），餐饮营收 24.89 亿元（+6.16%），免税营收 139.73 亿元（-11.73%），景区营收 10.99 亿元（-17.46%）。

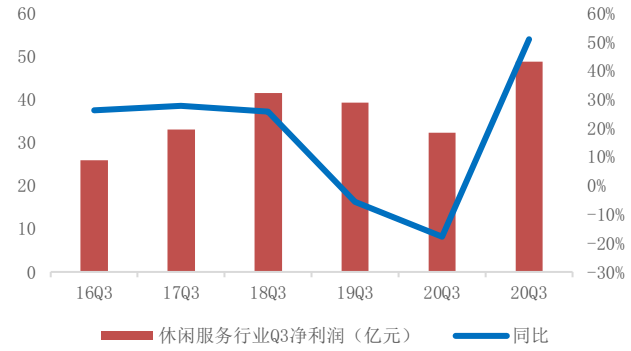
业绩方面，除旅游综合板块均实现盈利。其他休闲服务板块盈利 0.85 亿元（+41.93%），免税盈利 31.32 亿元（+40.22%），餐饮盈利 3.51 亿元（+13.71%），酒店盈利 0.59 亿元（-52.76%），景区盈利 0.41 亿元（-86.6%），旅游综合业绩亏损 3.2 亿元（-1444.74%）。

图 17：休闲服务行业各年度 Q3 毛利润及增速情况



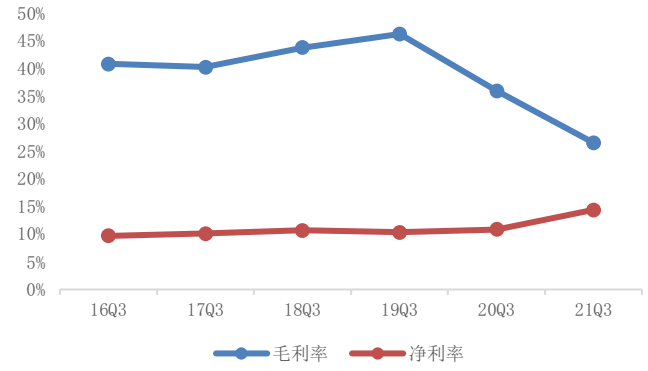
数据来源：wind，山西证券研究所

图 18：休闲服务行业各年度 Q3 净利润及增速情况



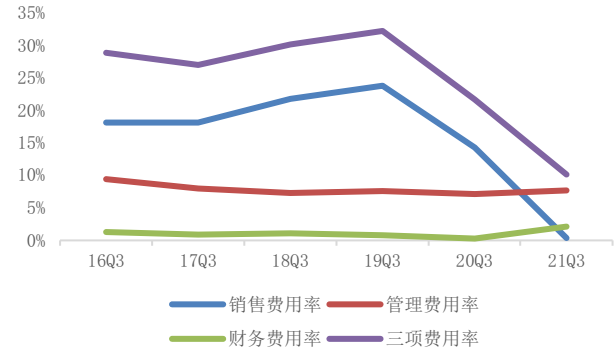
数据来源：wind，山西证券研究所

图 19：休闲服务行业各年度 Q3 毛利率及净利率情况



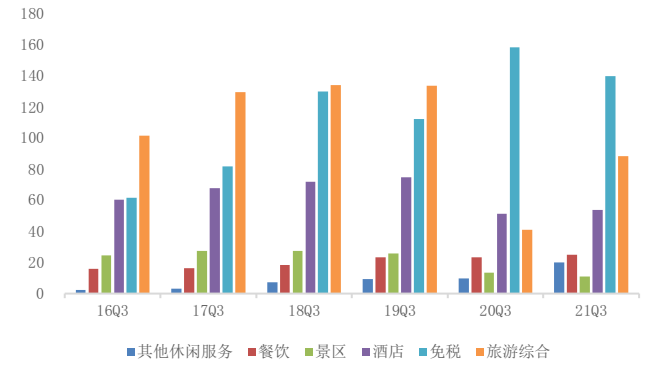
数据来源：wind，山西证券研究所

图 20：休闲服务行业各年度 Q3 各项费用率情况



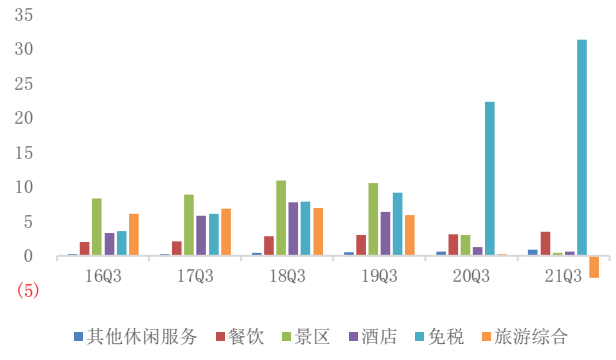
数据来源：wind，山西证券研究所

图 21：休闲服务各子行业 Q3 营收结构（亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

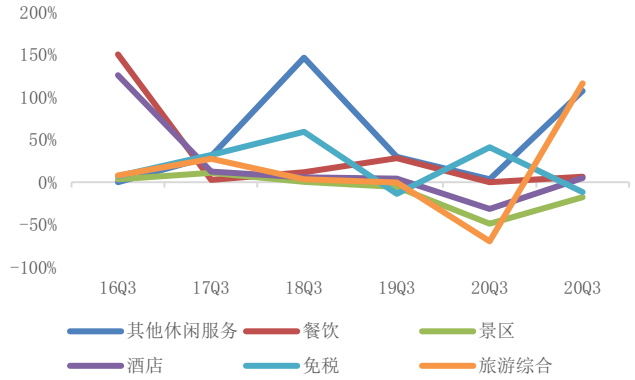
图 22：休闲服务各子行业 Q3 归母净利润结构（亿元）



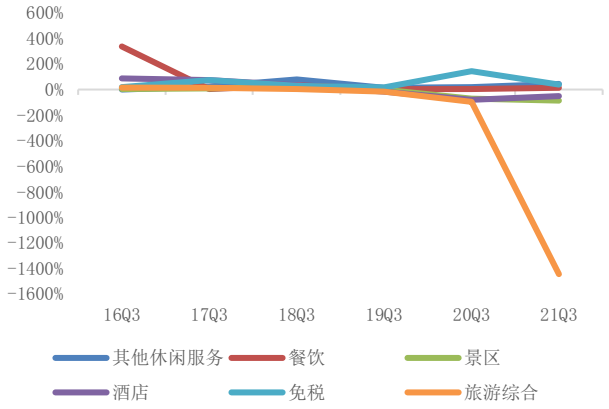
数据来源：wind，山西证券研究所

图 23：休闲服务各子行业 Q3 营收增速

图 24：休闲服务各子行业 Q3 归母净利润增速



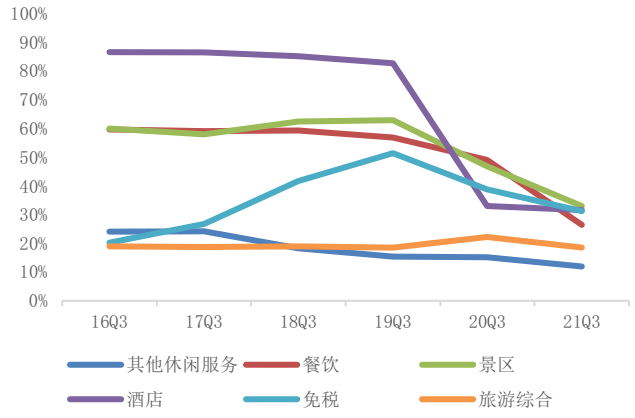
数据来源：wind，山西证券研究所



数据来源：wind，山西证券研究所

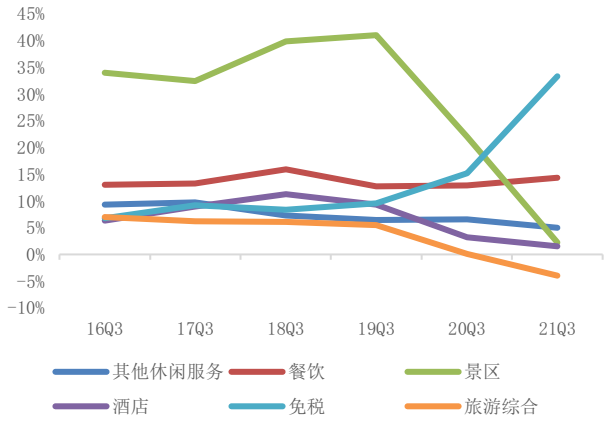
毛利率方面，Q3 各子板块均有不同程度下滑。酒店板块下滑 1.36pct 至 31.59%，其他休闲服务板块下滑 3.32pct 至 11.95%，旅游综合下滑 3.68pct 至 18.65%，免税板块下滑 7.62pct 至 31.27%，景区板块下滑 13.83pct 至 32.99%，餐饮板块下滑 22.5pct 至 26.44%。净利率方面，免税板块表现亮眼，增加 18.21pct 至 33.34%，餐饮板块增加 1.42pct 至 14.36%，其他休闲服务下滑 1.63pct 至 4.99%，酒店板块下滑 1.69pct 至 1.52%，旅游综合下滑 4.1pct 至-3.97%，景区板块下滑 19.82%至 2.25%。

图 25：休闲服务各子行业 Q3 毛利率



数据来源：wind，山西证券研究所

图 26：休闲服务各子行业 Q3 净利率



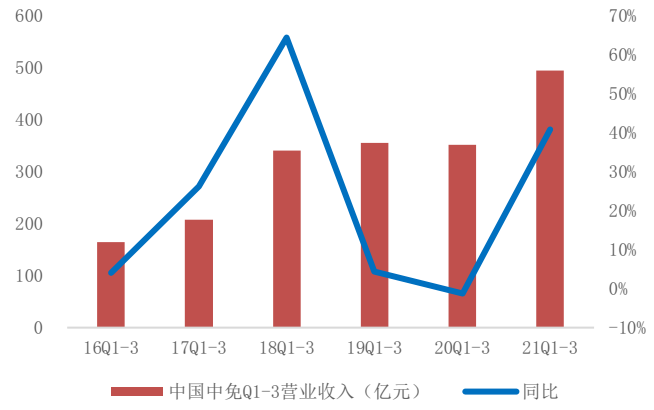
数据来源：wind，山西证券研究所

2.子行业经营情况

2.1 免税——暑期销售受疫情影响下滑

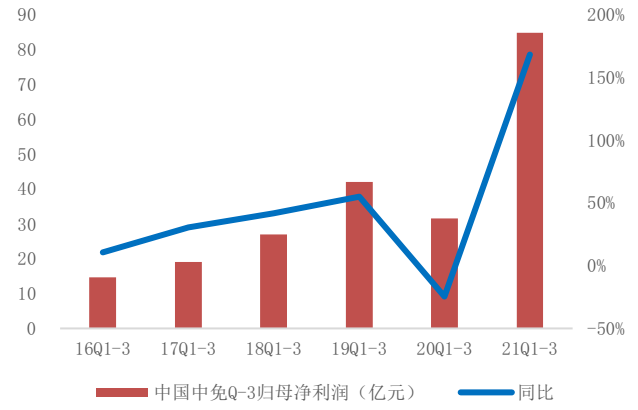
公司 21Q1-3 实现营收 494.98 亿元（+40.87%），归母净利润 84.91 亿元（+168.35%），扣非归母净利润 83.88 亿元（+180.37%）。公司前三季度营收已达到 2020 全年营收 94.1%，21Q1-3 归母净利润水平已超 2020 全年 38.29%。其中 Q3 实现营收 139.73 亿元（-11.73%），环比 Q2 下滑 19.66%，环比 Q1 下滑 22.95%；实现归母净利润 31.32 亿元（+40.22%），环比 Q2 增长 24.78%，环比 Q2 上涨 9.93%，盈利能力显著提升；扣非归母净利润 31.23 亿元（+41.11%）。

图 27：中国中免 Q1-3 营收及增速



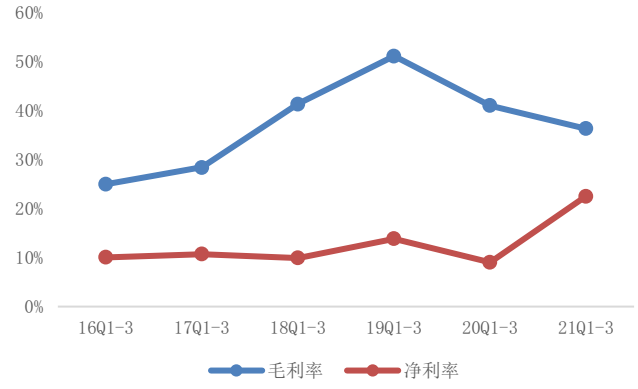
数据来源：wind，山西证券研究所

图 28：中国中免 Q1-3 归母净利润及增速



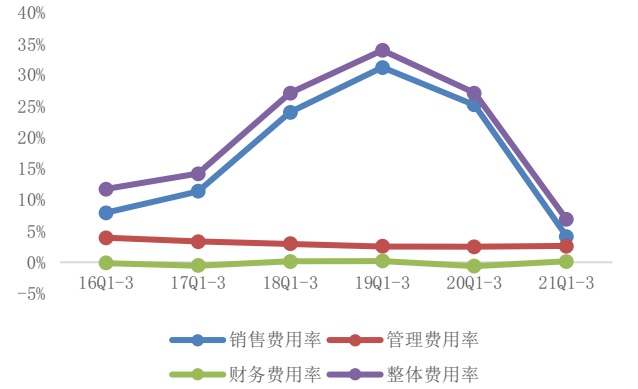
数据来源：wind，山西证券研究所

图 29：中国中免 Q1-3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 30：中国中免 Q1-3 各项费用率情况



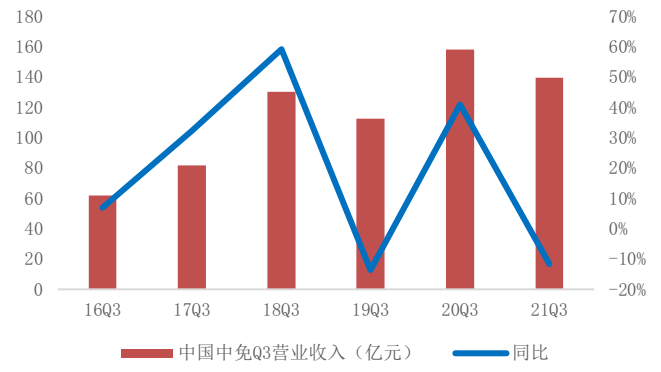
数据来源：wind，山西证券研究所

离岛免税业务持续贡献主要营收，海南企业所得税减免成效反应在业绩端。年内营收同比大幅增长系离岛免税销售业务同比增长所致。归母净利润同比增长系本期海南地区子公司享受企业所得税优惠及受疫情影响首都机场减让租金所致。公司在海南地区 6 家子公司（中免集团三亚市内免税店有限公司、海南省免税品有限公司、海免海口美兰机场免税店有限公司、琼海海中免免税品有限公司、海免（海口）免税店有限公司、中免凤凰机场免税品有限公司）自 2020 年 1 月 1 日起至 2024 年 12 月 31 日可享受 15%企业所得税优惠税率（原为 25%），共计对上市公司归母净利润金额影响 7.4 亿元。

首都机场经营费用补充协议落地。受疫情影响，首都机场调整原合同中第三合同年（2020 年 2 月 11 日-2021 年 2 月 10 日）经营费计算方式：在第二合同年保底经营费的基础上，依据国际旅客流量下降相关情况核算第三合同年经营费用。补充协议后，公司应付首都机场第三合同年经营费 2.83 亿元，本次签订补充协议，共计对期内归母净利润影响金额为 11.4 亿元。

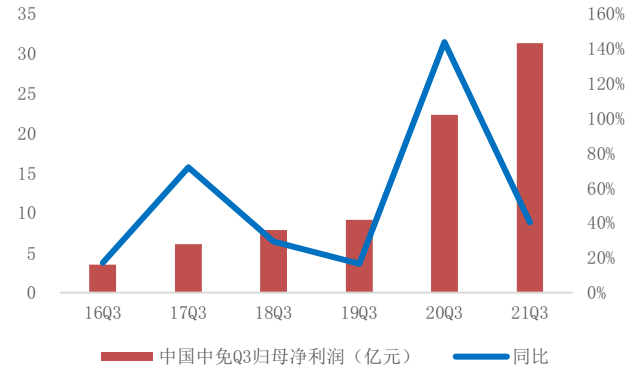
剔除海南所得税优惠和首都机场租金补充协议影响，Q3 公司经营业绩 12.44 亿元（-43.8%）。

图 31：中国中免 Q3 营收及增速



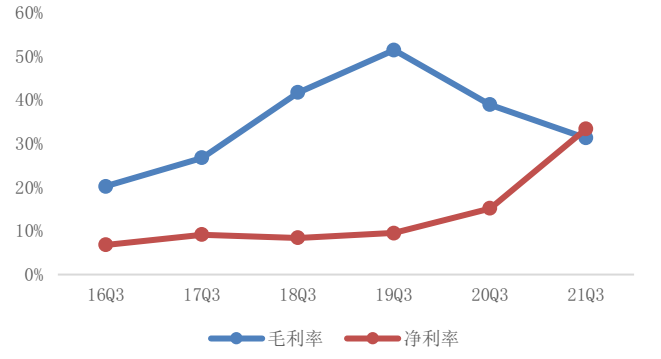
数据来源：wind，山西证券研究所

图 32：中国中免 Q3 归母净利润及增速



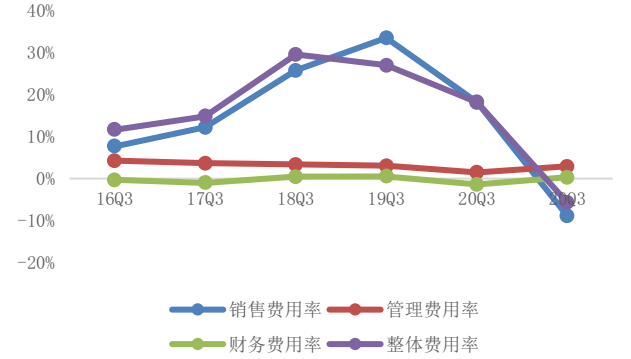
数据来源：wind，山西证券研究所

图 33：中国中免 Q3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 34：中国中免 Q3 各项费用率情况

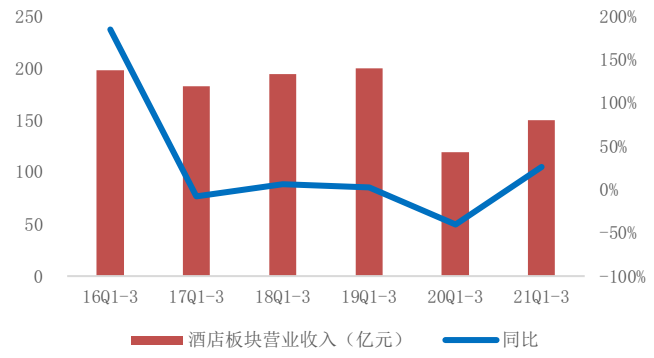


数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 酒店——龙头酒店入住率基本恢复至正常年份 8-9 成

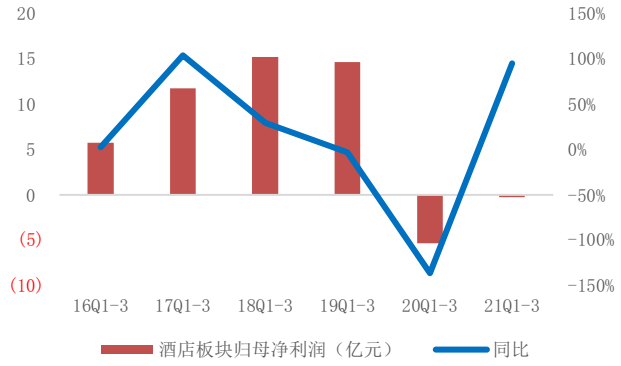
酒店行业受疫情影响波动较大。酒店板块 21Q1-3 整体实现营收 149.74 亿元（+25.85%），恢复至 2019 年同期 74.96%；归母业绩亏损 0.27 亿元（+94.96%），较上年业绩亏损减少 5.05 亿元。毛利率 30.07%（+11.36pct），净利率 0.61%（+5.09pct）。整体费用率 30.16%（-7.56pct）、销售费用率 6.53%（-0.58pct）、管理费用率 16.93%（-4.58pct）、财务费用率 6.71%（+2.71pct）。

图 35：酒店板块 Q1-3 营收及增速



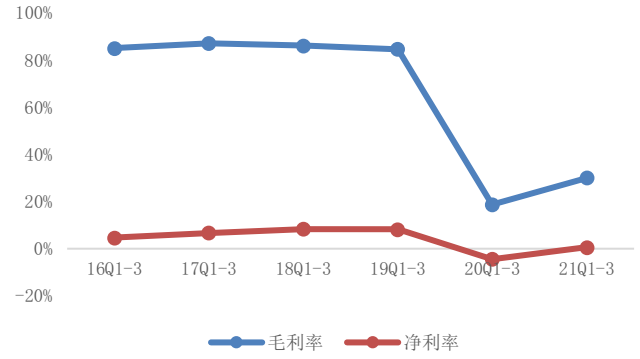
数据来源：wind，山西证券研究所

图 36：酒店板块 Q1-3 归母净利润及增速



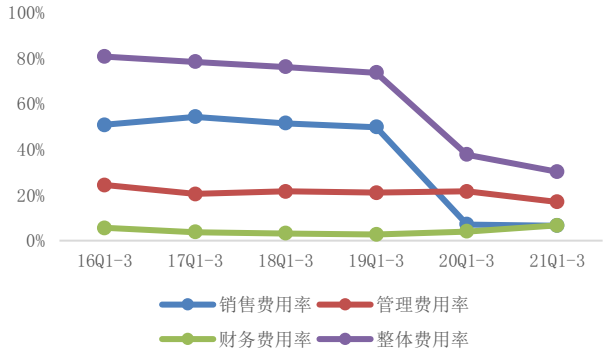
数据来源：wind，山西证券研究所

图 37：酒店板块 Q1-3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

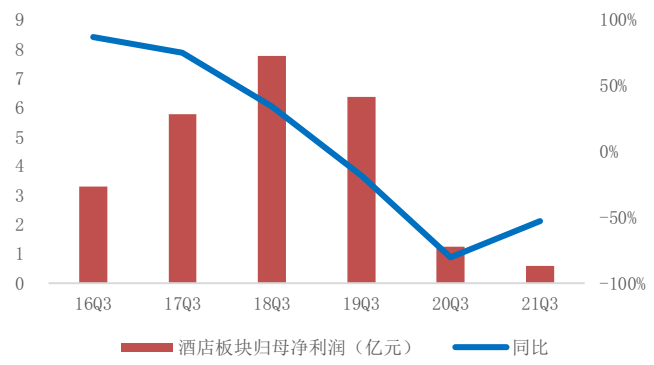
图 38：酒店板块 Q1-3 三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

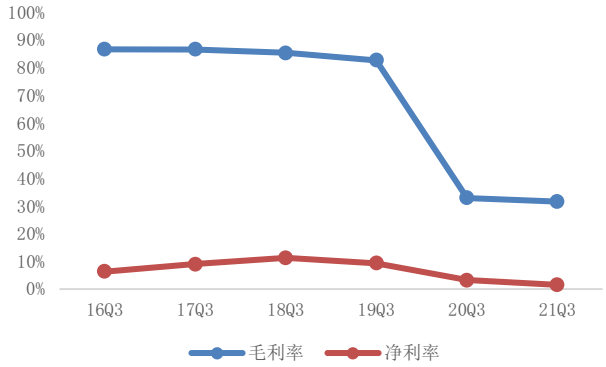
21Q3 酒店板块实现营收 53.94 亿元（+5.02%），恢复至 2019 年同期 72.04%，环比 Q2 下滑 1.62%；实现归母净利润 0.59 亿元（-52.76%），恢复至 2019 年同期 9.28%，环比 Q2 下滑 85.57%。受暑期疫情在多地蔓延，部分城市景区关闭、出行受限所致，Q3 经营情况环比 Q2 下滑显著。期内毛利率 31.59%（-1.36pct）、净利率 1.52%（-1.69pct），整体费用率 28.46%（+0.65pct）、销售费用率 7.11%（+1.59pct）、管理费用率 15.35%（-3.47pct）、财务费用率 6%（+2.53pct）。

图 39：酒店板块 Q3 营收及增速



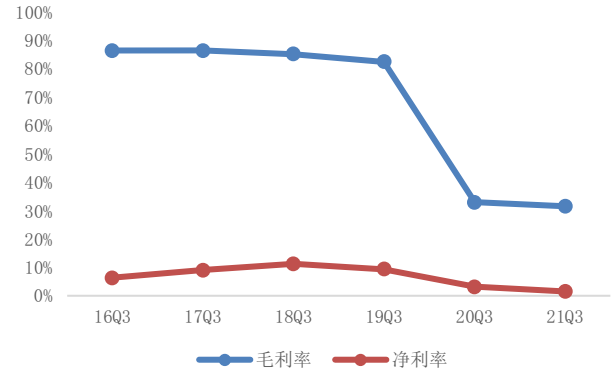
数据来源：wind，山西证券研究所

图 40：酒店板块 Q3 归母净利润及增速



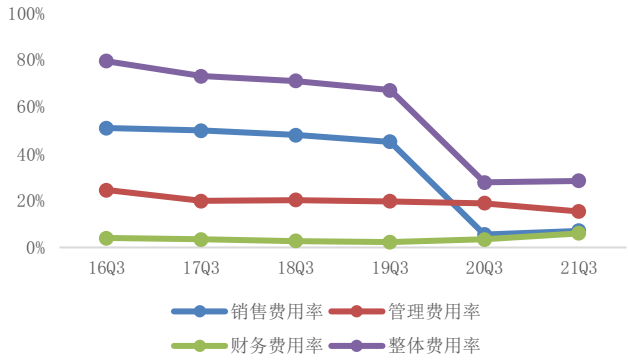
数据来源：wind，山西证券研究所

图 41：酒店板块 Q3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 42：酒店板块 Q3 三项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

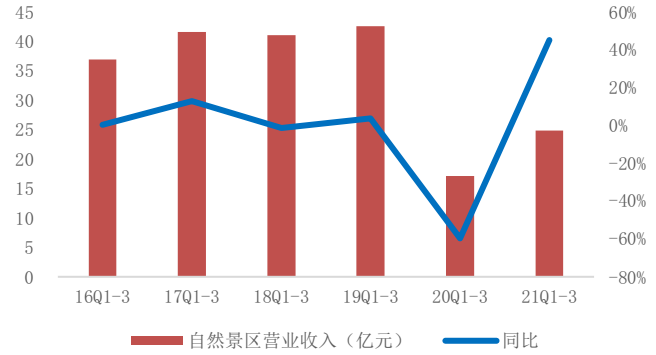
Q3 三大酒店经营指标恢复至 2019 年 8-9 成。21Q3 首旅如家全部酒店 RevPAR124 元（-0.6%）较 2019 年同期下降 29.3%、ADR201 元（+12.4%）较 2019 年同期下降 5.2%、OCC61.7%（-8.1pct）较 2019 年同期下降 21pct。其中经济型酒 RevPAR108 元（+1.8%）、ADR167 元（+12.3%）、OCC65%（-6.7pct）；中高端酒店 RevPAR166（(-3.9%)、ADR276 元（+8.7%）、OCC59.9%（-7.8pct）。

2.3 景区——受疫情、极端天气影响业绩波动较大

21Q1-3 自然景区实现营收 24.88 亿元（+45.06%），恢复至 2019 年同期 58.44%；归母业绩亏损 0.09 亿元（+96.94%），较上年同期亏损减少 3.05 亿元。毛利率 33.03%（+14.62pct），净利率-1.63%（+19.17pct）；整体费用率 33.2%（-8.68pct）、销售费用率 5.85%（-1.07pct）、管理费用率 24.49%（-8.01pct）、财务费用率 2.86%（+0.4pct）。

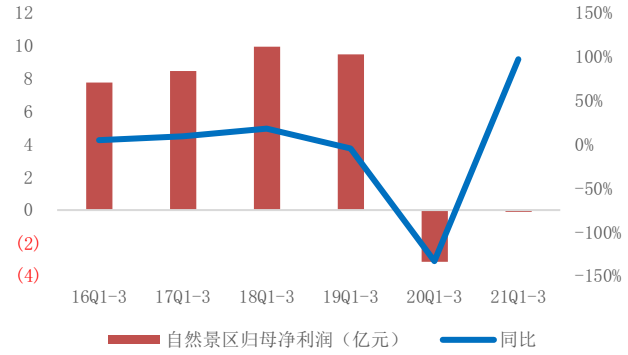
受大连圣亚整体盈利能下滑被冠以*ST 圣亚，本期人工景区只有宋城演艺一个标的。人工景区 21Q1-3 实现营收 10.15 亿元（+64.2%），恢复至 2019 年同期 46.01%；归母净利润 4.32 亿元（+223.38%），恢复至 2019 年同期 34.02%。毛利率 59%（+3.57pct）、净利率 42.2%（+22.29pct）。整体费用率 22.61%（-22.11pct），销售费用率 4.8%（-2.16pct）、管理费用率 16.03%（-24.38pct）、财务费用率 1.79%（+4.45pct）。

图 43：自然景区 Q1-3 营收及增速



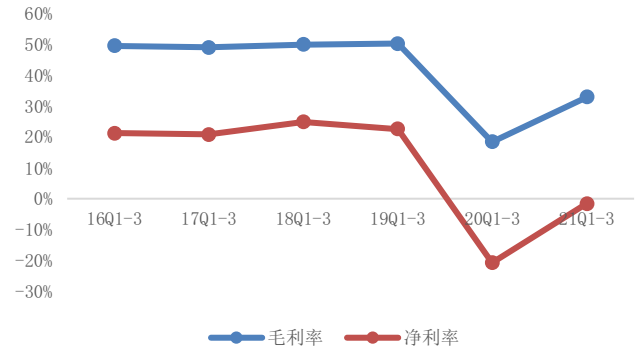
数据来源：wind，山西证券研究所

图 44：自然景区 Q1-3 归母净利润及增速



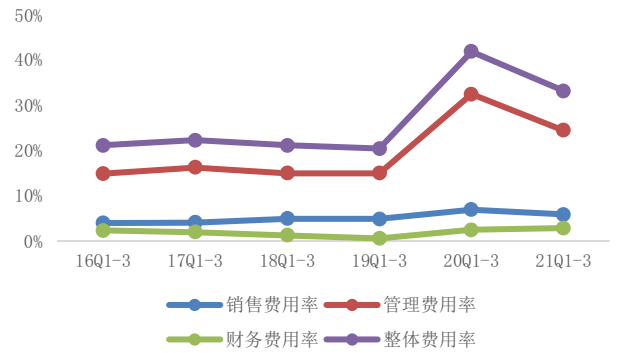
数据来源：wind，山西证券研究所

图 45：自然景区 Q1-3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

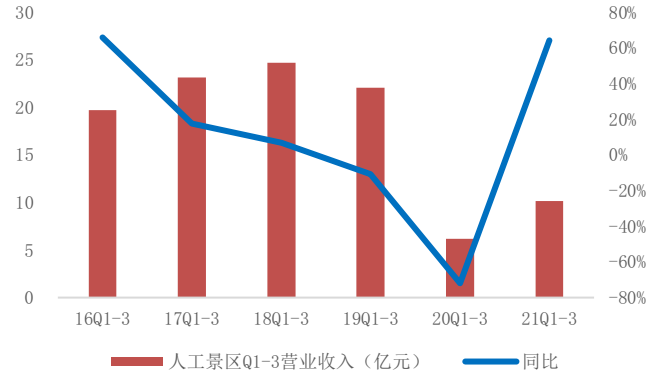
图 46：自然景区 Q1-3 三项费用率情况



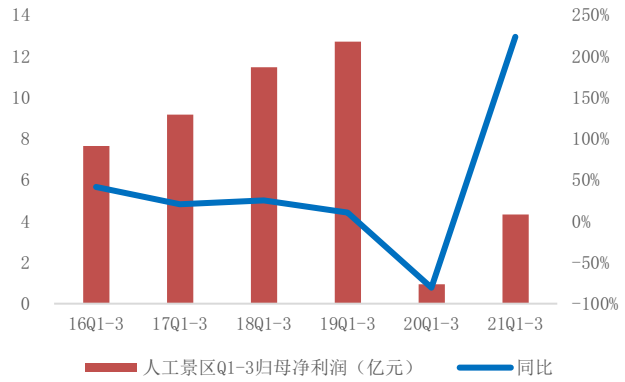
数据来源：wind，山西证券研究所

图 47：人工景区 Q1-3 营收及增速

图 48：人工景区 Q1-3 归母净利润及增速

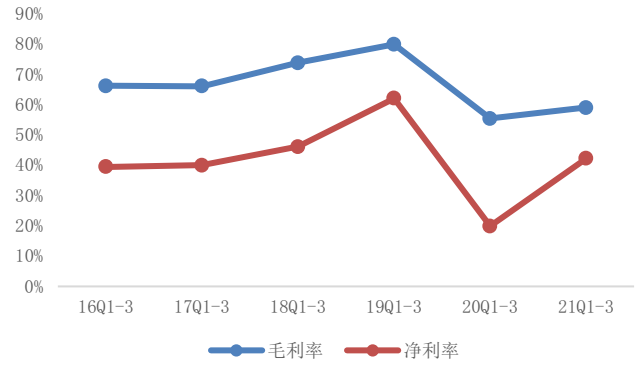


数据来源：wind，山西证券研究所



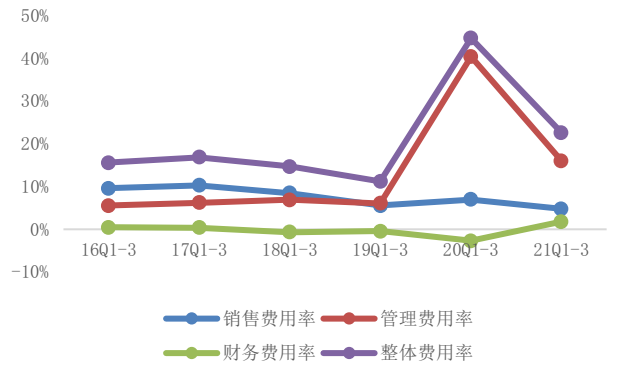
数据来源：wind，山西证券研究所

图 49：人工景区 Q1-3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

图 50：人工景区 Q1-3 各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

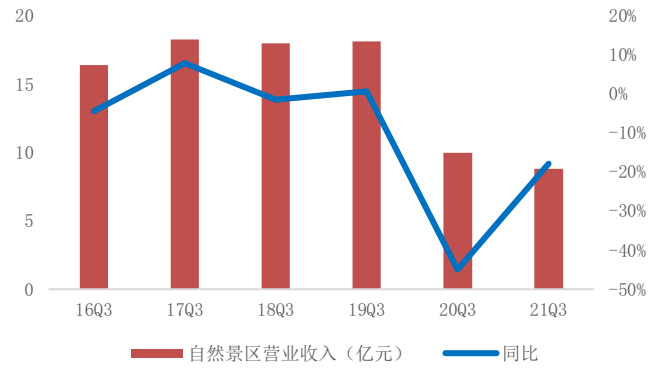
从往年数据来看，人工景区相较自然景区具有高毛利率、高净利率、低费用率的特性，整体盈利能力强于自然景区。从疫情黑天鹅影响下的 2020 年来看，受限于人工景区多为室内剧院演出、室内游览，具有人群高度密集特点，疫情管控直接影响景区客流量，使得年内人工景区整体业绩亏损严重、费用率大幅提升。今年三月文旅部取消景区等场所客流限制，从政策端为人工景区等具有室内演出属性的公司业绩复苏松绑。暑期疫情自南京机场向多个城市蔓延，其中涉及旅游景区内人工演艺活动，疫情对景区暑期旅游旺季带来严重打击。

21Q3 自然景区板块实现营收 8.82 亿元（-17.87%），恢复至 2019 年同期 48.72%；归母净利润 0.13 亿元（-106.47%），恢复至 2019 年同期 2.3%。毛利率 28.33%（-15.59pct）、净利率-3.18%（-23.29pct）。整体费用率 32.61%（+7.9pct），销售费用率 6.52%（+2.91pct）、管理费用率 22.38%（+2.86pct）、财务费用率 3.71%（+2.14pct）。

21Q3 人工景区实现营收 2.81 亿元（-16.24%），恢复至 2019 年同期 35.65%；归母净利润 0.54 亿元（-42.29%），恢复至 2019 年同期 11.15%。毛利率 46.54%（-18.8pct）、净利率 18.1%（-9.8pct）。整体费用

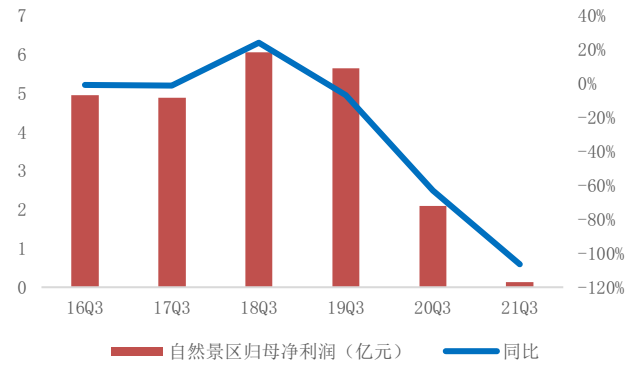
率 39.58%（+21.23pct）、销售费用率 7.43%（+3.81pct）、管理费用率 26.77%（+11.76pct）、财务费用率 5.38%（+5.66pct）。

图 51：自然景区 Q3 营收及增速



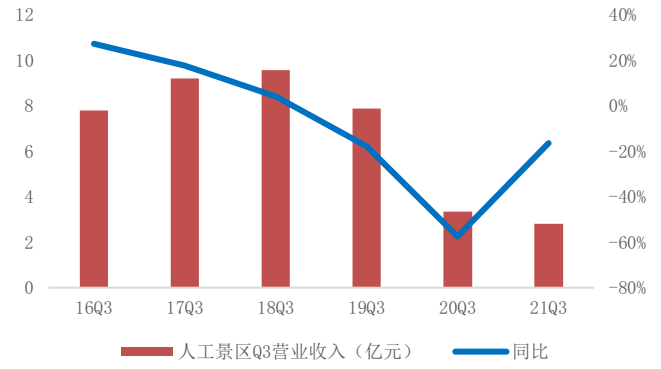
数据来源：wind，山西证券研究所

图 52：自然景区 Q3 归母净利润及增速



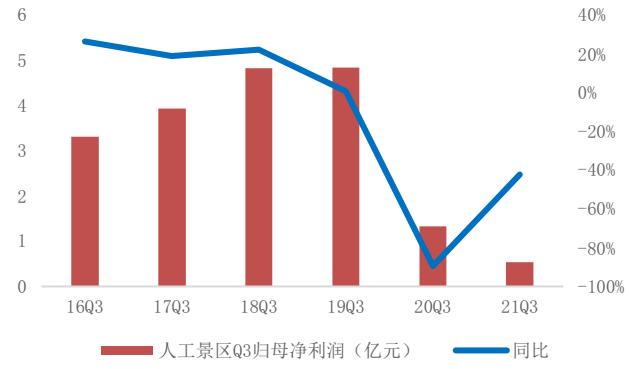
数据来源：wind，山西证券研究所

图 53：人工景区 Q3 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 54：人工景区 Q3 归母净利润及增速

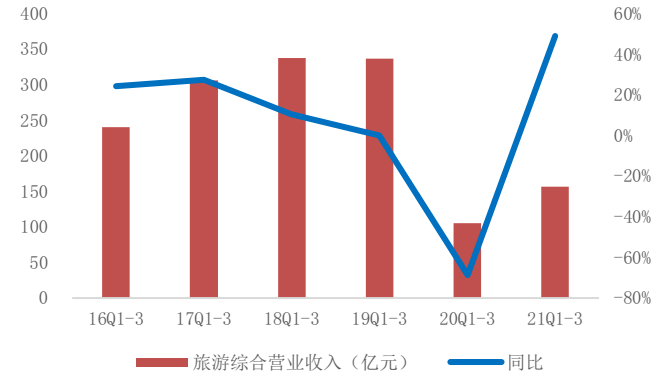


数据来源：wind，山西证券研究所

2.4 旅游综合——布局国内游，出境游公司抱团抗击风险

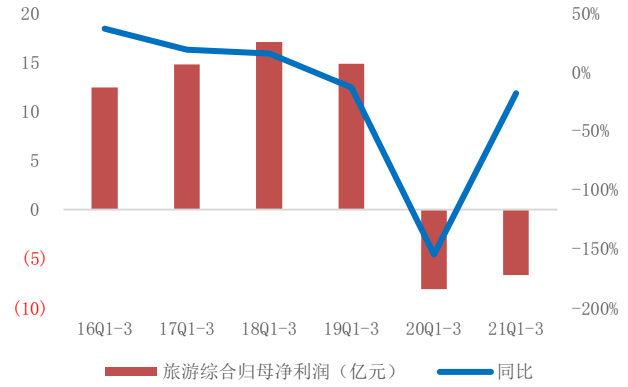
21Q1-3 旅游综合板块实现营收 156.5 亿元（+48.78%），恢复至 2019 年同期 46.55%；归母业绩亏损 6.65 亿元，亏损较上年同期减少 1.46 亿元，行业整体尚未实现盈利。报告期内，岭南控股、凯撒旅业、众信旅游业绩持续亏损。毛利率 20.65%（+4.66pct）、净利率-4.53%（+4.75pct）。整体费用率 11.07%（-3.17pct）、销售费用率 11.07%（-3.17pct）、财务费用率 3.46%（+0.18pct）。

图 55：旅游综合 Q1-3 板块营收及增速



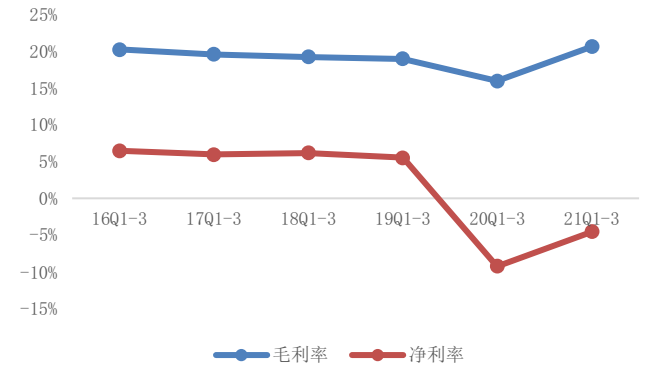
数据来源：wind，山西证券研究所

图 56：旅游综合 Q1-3 板块归母净利润及增速



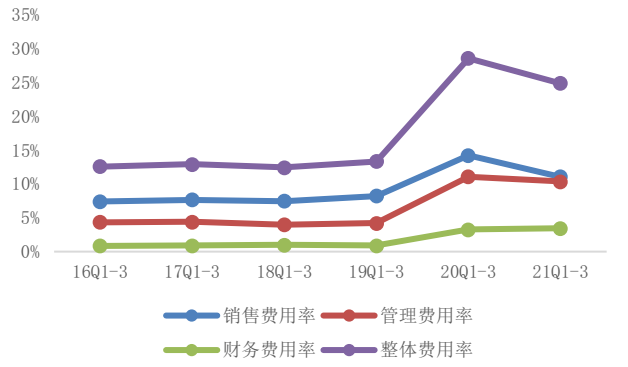
数据来源：wind，山西证券研究所

图 57：旅游综合板块 Q1-3 毛利率与净利率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

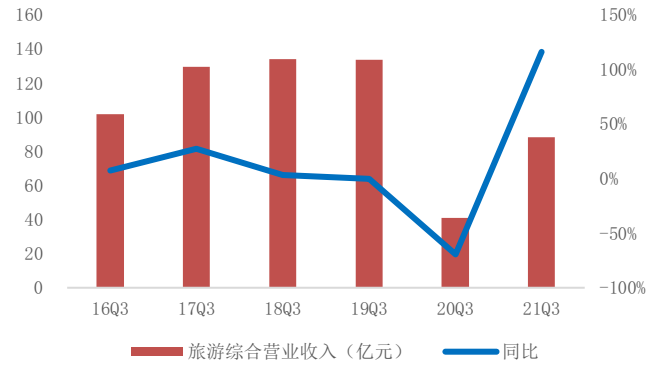
图 58：旅游综合板块 Q1-3 各项费用率情况



数据来源：wind，山西证券研究所

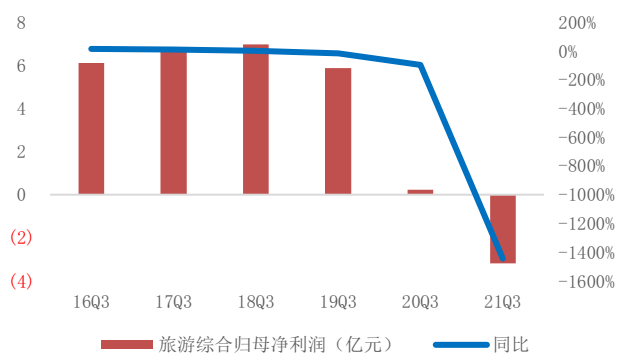
21Q3 旅游综合板块实现营收 88.34 亿元（+116.06%），恢复至 2019 年同期 66.02%；归母业绩亏损 3.2 亿元（-1444.74%），较上年同期下降 3.44 亿元。毛利率 18.54%（-3.68pct）、净利率-3.97%（-4.1pct）。整体费用率 22.77%（-2.67pct）、销售费用率 10.35%（-1.93pct）、管理费用率 9.04%（-1.36pct）、财务费用率 3.37%（+0.61pct）。21Q3 板块中丽江股份、中青旅较 Q2 持续盈利，云南旅游、三特索道、曲江文旅转盈为亏，凯撒旅业、众信旅游持续亏损。短期内出入境业务仍然较难复苏，疫情在多国出现第三波反弹叠加病毒变异，增大出入境旅游麸服务业务复苏不确定性。2022 年初冬奥会在北京张家口开幕，出入境口岸将持续严格防疫政策，预计旅游综合板块业绩持续承压。凯撒旅业和众信旅游合并工作正在进行，行业内两大以出境游为主营业务公司合并抱团加速业季复苏，预计将以国内游业务为主，布局旅游周边消费产业。

图 59：旅游综合板块 Q3 营收及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

图 60：旅游综合板块 Q3 归母净利润及增速



数据来源：wind，山西证券研究所

3.重点关注公司及投资建议

3.1 投资建议

由于休闲服务行业整体具有人群高度密集属性，疫情反复对行业整体影响较大。21Q1 区域疫情反复、就地过年政策影响部分公司业绩，行业整体业绩基本恢复至正常年份六成水平；21Q2 在小长假、暑假等带动下，酒店、景区以及餐饮等旅游行业上下游行业景气度持续提升；21Q3 受暑期疫情在多个城市及景区蔓延，以及暴雨等极端天气影响，行业复苏进程降速。从 21Q3 各子板块营收相较 2019 年同期情况来看，其他休闲服务（215.03%）>免税（124.31%）>餐饮（107.12%）>酒店（72.04%）>旅游综合（66.02%）>景区（42.29%），环比 Q2 餐饮、旅游综合经营情况加快复苏进程，酒店、景区受局部疫情反复影响波动较大。疫情至暗时刻已过，业绩端触底企稳回升，行业明年继续业绩修复主线。

3.2 重点推荐标的

3.2.1 中国中免：疫情影响暑期经营情况

投资建议： Q3 受疫情反复影响，扣除所得税优惠及租金返还，公司期内产生净利润约为 12.52 亿元，业绩稍有承压。Q4 及春节所在一季度通常为离岛免税销售旺季，受拉尼娜影响今年内陆城市多有降温等极端天气出现，利好海南候鸟居住人群和热带海岛度假旅游。长期来看，疫情下消费回流效应显著，离岛免

税所在赛道持续高速增长。后续展望机场补充协议持续落地给公司费用端带来利好。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 6.1\8.28\9.68，对应公司 11 月 5 日收盘价 268.46 元，2021-2023 年 PE 分别为 37.8\27.8\23.8，维持“增持”评级。

3.2.2 首旅酒店：疫情扰动 Q3 业绩有所承压，储备店数量创历史新高

投资建议：公司年内经营状况持续改善，虽然受 7 月南京疫情影响暑期酒店入住率，但年内游客出行基本继续落实在国内加快酒店行业复苏进程。公司深耕北京市场，9 月环球影城开业带动环京旅游热度提升。目前环球影城景区内两家酒店：环球影城大酒店和诺金度假酒店，定位豪华型酒店，均位于园区入口、承接园区客流，区位优势明显，首旅集团为解决同业竞争，两家酒店未来有望注入首旅酒店上市公司体内。同时首旅集团投资园区多个餐饮、休闲娱乐板块，资源协同优势显著。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.89\1.11\1.24，对应公司 11 月 5 日收盘价 22.64 元，2021-2023 年 PE 分别为 25.14\20.38\18.24，维持“增持”评级。

3.2.3 锦江酒店：境外酒店业务复苏回升，年内新开店目标预计完成

投资建议：酒店经营与复苏情况与当地及周边疫情形势直接相关。后疫情时代，龙头酒店集团市场集中度将持续提升。年内公司维持高速开店，定增获批持续优化业务结构，预计未来两年存量酒店数量达到 15000 家，未来存量房+新增房布局不断提高。我们预计公司 2021-2023 年 EPS 分别为 0.3\1.24\1.71，对应公司 11 月 5 日收盘价 51.8 元，2021-2023 年 PE 分别为 172.6\41.77\30.29，维持“增持”评级。

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	230.78	3.14	6.10	8.28	9.68	73.49	37.83	27.87	23.84	增持
600754.SH	锦江酒店	51.80	0.10	0.30	1.24	1.71	518.0	172.6	41.77	30.29	增持
600258.SH	首旅酒店	22.62	-0.50	0.89	1.11	1.24	-45.24	25.14	20.38	18.24	增持

资料来源：wind，山西证券研究所（截至 2021 年 11 月 5 日收盘价）

4.风险提示

宏观经济波动；

免税政策变化；

酒店行业供需变化；

景区门票下降风险；

疫情对旅游行业影响超预期风险；

疫情扩散时间延长及传播范围扩大风险；

行业系统性风险；

突发事件或不可控灾害风险。

表 3：2021Q1-3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	10.16	64.20%	4.33	223.38%	59.00%	-6.34	42.20%	22.28
	自然景区	张家界	1.69	62.39%	(0.58)	-2.35%	2.47%	17.36	-34.48%	22.85
		峨眉山 A	5.06	40.52%	0.45	-158.32%	36.90%	21.66	2.57%	30.93
		桂林旅游	2.03	18.82%	(0.98)	-23.81%	3.73%	26.75	-53.65%	34.92
		黄山旅游	6.69	47.26%	0.25	-151.36%	37.50%	13.56	4.28%	14.79
		西藏旅游	1.39	42.20%	0.09	-927.43%	45.12%	-5.69	6.29%	7.12
		长白山	1.58	60.72%	(0.27)	-32.72%	5.34%	21.49	-16.87%	23.43
		天目湖	3.18	41.90%	0.44	58.20%	50.12%	0.98	16.57%	2.17
		九华旅游	3.26	58.44%	0.50	303.83%	43.65%	12.89	15.47%	9.40
酒店	酒店	华天酒店	4.66	41.09%	(2.34)	-38.47%	16.07%	-29.45	-62.33%	71.59
		西安旅游	4.22	130.82%	(0.34)	-138.26%	11.23%	6.12	-8.24%	-55.91
		君亭酒店	0.65	-	0.08	-	30.47%	30.47	10.32%	10.32
		首旅酒店	47.26	32.15%	1.25	-122.54%	28.16%	24.71	2.22%	18.59
		锦江酒店	83.50	19.24%	0.97	-67.84%	32.95%	10.63	3.10%	-2.11
		金陵饭店	9.45	17.10%	0.12	-20.30%	29.50%	-17.63	4.85%	-0.43
旅游综合	旅游综合	岭南控股	11.92	-14.01%	(0.99)	-34.02%	18.73%	5.37	-9.03%	2.60
		凯撒旅业	7.80	-34.32%	(2.59)	34.00%	21.06%	1.45	-33.42%	-16.66
		丽江股份	2.90	6.00%	0.11	-77.40%	57.73%	2.83	5.32%	-13.55
		云南旅游	10.07	36.96%	(0.13)	-58.97%	16.92%	-3.52	-4.33%	5.76
		三特索道	3.61	42.91%	(0.07)	-33.71%	50.78%	16.92	-0.70%	4.29
		众信旅游	7.68	-42.88%	(3.28)	5.03%	9.55%	12.73	-50.33%	-22.25
		中青旅	97.51	109.83%	0.71	-155.43%	19.27%	2.67	1.30%	4.90
		曲江文旅	15.01	116.91%	(0.42)	19.72%	24.73%	3.20	-3.28%	1.75
	免税	中国中免	494.99	40.87%	84.91	168.35%	36.34%	-4.68	22.55%	13.52
餐饮	餐饮	西安饮食	3.84	59.83%	(1.01)	23.02%	22.85%	0.41	-26.71%	7.88
		全聚德	7.26	40.87%	(0.67)	-66.95%	7.89%	20.08	-10.50%	31.99
		同庆楼	11.21	37.01%	0.80	-25.29%	17.87%	-36.36	7.09%	-5.91
		广州酒家	30.16	13.71%	4.44	23.41%	38.26%	-12.76	14.99%	1.42
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	51.80	89.21%	1.88	40.64%	11.12%	-2.94	4.25%	-1.26

资料来源：wind，山西证券研究所

表 4：2021Q3 休闲服务行业各子板块公司财务指标明细（单位：亿元）

申万二级行业	申万三级行业	公司名称	营业收入	yoy	归母净利润	yoy	毛利率	毛利率变动 pct	净利率	净利率变动 pct
景区	人工景区	宋城演艺	2.81	-16.24%	0.54	-42.29%	46.54%	-8.89	18.06%	-9.81
	自然景区	张家界	0.52	-23.48%	(0.31)	-1871.73%	-19.55%	-47.64	-59.95%	-62.54
		峨眉山 A	1.60	-18.91%	0.11	-79.58%	33.09%	-5.23	-0.24%	-20.32
		桂林旅游	0.65	-13.24%	(0.34)	104.71%	-2.05%	-17.92	-57.83%	-28.37
		黄山旅游	2.08	-18.08%	(0.10)	-124.41%	27.27%	-12.54	-4.41%	-21.21
		西藏旅游	0.54	-27.18%	0.10	-66.84%	46.60%	-22.56	19.94%	-24.05
		长白山	1.09	48.17%	0.42	132.84%	48.23%	11.46	38.41%	13.97
		天目湖	0.90	-26.69%	0.01	-97.03%	36.06%	-26.04	2.65%	-32.78
		九华旅游	0.78	-39.65%	(0.02)	-105.53%	29.48%	-28.13	-3.13%	-37.27
酒店	酒店	华天酒店	1.60	1.15%	(0.80)	-47.50%	2.74%	-50.37	-63.27%	44.16
		西安旅游	1.71	120.09%	(0.16)	-114.71%	9.69%	2.12	-10.32%	-147.74
		君亭酒店	0.65	-	0.08	-	30.47%	-	10.32%	-
		首旅酒店	15.82	-5.38%	0.60	-57.25%	28.43%	0.52	2.72%	-5.39
		锦江酒店	30.87	6.00%	0.92	491.49%	36.81%	3.29	4.79%	2.54
		金陵饭店	3.28	4.03%	(0.05)	-131.89%	23.44%	-27.09	1.12%	-7.67
旅游综合	旅游综合	岭南控股	4.58	-20.15%	(0.04)	-68.86%	21.97%	0.84	-1.39%	1.56
		凯撒旅业	2.05	-31.29%	(0.89)	18.75%	21.12%	3.75	-45.10%	-20.67
		丽江股份	0.88	-50.94%	0.01	-98.76%	54.83%	-16.16	1.44%	-42.82
		云南旅游	3.71	17.53%	(0.23)	-28.98%	10.96%	-5.21	-9.45%	5.17
		三特索道	1.10	-29.25%	(0.12)	-111.84%	47.16%	-12.74	-10.38%	-78.70
		众信旅游	4.76	271.75%	(2.05)	50.71%	7.55%	97.47	-50.00%	79.19
		中青旅	62.31	197.84%	0.37	28.48%	17.66%	-2.58	0.96%	-1.15
		曲江文旅	8.97	158.01%	(0.24)	-131.46%	24.27%	-20.66	-3.20%	-25.34
	免税	中国中免	139.73	-11.73%	31.32	40.22%	31.27%	-7.62	33.34%	18.21
餐饮	餐饮	西安饮食	1.29	15.91%	(0.39)	221.49%	24.12%	-9.70	-30.92%	-19.68
		全聚德	2.47	21.64%	(0.24)	-54.68%	6.25%	10.52	-10.96%	18.33
		同庆楼	3.29	-5.27%	0.08	-68.11%	-66.35%	-118.72	2.57%	-5.06
		广州酒家	17.84	6.01%	4.06	16.68%	46.52%	-9.13	23.31%	2.57
其他休闲服务	其他休闲服务	科锐国际	20.23	107.29%	0.85	41.93%	11.95%	-3.32	4.99%	-1.63

资料来源：wind，山西证券研究所

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