

推荐 (维持)

疫情扰动不改长期逻辑，关注低位布局机会

风险评级：中风险

休闲服务行业 2022 年上半年投资策略报告

2021 年 12 月 1 日

魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

细分行业评级

景区	推荐
酒店	推荐
餐饮	谨慎推荐
免税	推荐

休闲服务（申万）指数走势



资料来源：Wind，东莞证券研究所

相关报告

投资要点：

- **2021年上半年延续复苏，下半年受疫情扰动。**德尔塔变种影响下国内波澜再起，一季度和三季度先后经历了就地过年和限制跨省出游等防疫措施限制，国内旅游人次较2019年同期下降超40%，恢复程度环比低于2020年下半年。整体上2021年休闲服务行业恢复略差于疫情控制较好的2020年。从节假日旅游情况来看，2021年旅游人次与2019年同期水平相比前高后低，旅游收入较2019年同期水平恢复相对较平稳，旅游需求承压但仍较坚挺，长途游比例降低后居民旅游消费能力和水平逐渐提高。
- **疫情对休闲服务行业带来了不可逆的变化。**需求方面，疫情扰动下居民出行习惯逐渐改变，人们逐渐习惯了省内短途出行，在城市周边寻找新的旅游体验。供给方面，疫情倒逼行业转型，随心飞、随心租等产品将有效填充周末及小假期出行需求，进一步推动非节假日短途出游。后疫情时代，旅游行业逐步复苏与海外消费回流将成为休闲服务行业新的增长驱动力。长期来看，我国中产阶级家庭数量提高将逐步带动消费升级，促使旅游需求从满足吃住行游购娱六大基础需求向更深层次的文化旅游、深度旅游过渡，游客将逐步重视旅游体验，倒逼行业中高端化转型。
- **维持对行业的“推荐”评级。**短期内行业仍将受到散点疫情扰动，但我国对新冠病毒严防死守的防疫态度能有效控制病毒传播，对新冠病毒及其变种不必过于悲观，新冠疫苗接种量的提高与治疗药物研发推进下，新冠流感化趋势不改，2022年休闲服务行业有望缓复苏。长期来看疫情倒逼行业内部洗牌，减少供给，而疫情基本受控后需求恢复作用下行业景气度有望加速上升。短期内推荐加盟占比高，业绩稳定，受疫情影响较小的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），中长期推荐享受消费升级、消费回流与自贸港政策扶持多重利好的免税龙头中国中免（601888）和业绩高弹性、有较高复制性的人工景区龙头宋城演艺（300144）等。
- **风险提示：**疫情反复、行业政策变化风险、宏观经济下行、出境游恢复不及预期、行业竞争加剧、新建项目不及预期等。

目 录

1. 2021 年行业市场表现回顾	5
1.1 2021 年上半年延续复苏，下半年再受疫情扰动	5
1.2 休闲服务行业 2021 年前三季度业绩回顾	7
2. 关注休闲服务三大行业趋势	9
2.1 疫情改变出游习惯，省内短途游成为后疫情时代主流旅游方式之一	9
2.3 消费回流	11
2.3 消费升级	12
2.4 展望未来行业格局	15
3. 免税：有限竞争下免税供需两旺	15
3.1. 回顾：疫情扰动客源	15
3.2. 从乐天模式展望免税业发展	16
3.3. 展望 2022 年，关注离岛免税政策逐步落地与疫情受控后游客数量增长	18
4. 酒店：轻资产模式淡化疫情冲击，寻找龙头超预期收益机会	21
4.1. 回顾：酒店需求受疫情扰动，中高端占比提升带动价格逐渐回暖	21
4.2. 从万豪集团发展路径展望酒店投资方向	22
4.3. 展望 2022 年：关注酒店龙头市占率提高与中高端化	22
5. 景区：疫情受控预期提高，旅游需求有望逐步复苏	23
5.1. 回顾：防疫政策限制旅游出行	23
5.2 全球疫情受控预期逐步提高	25
5.3. 展望 2022 年：关注业绩弹性高，具有可复制性的人工景区龙头	27
6. 投资策略	29
7. 风险提示	29

插图目录

图 1：2021 年节假日旅游人次恢复情况（亿人次，%）	5
图 2：2021 年节假日旅游收入恢复情况（亿元，%）	5
图 3：社零总额及同比（亿元，%）	5
图 4：城镇（左轴）与农村（右轴）社零消费总额	5
图 5：居民人均可支配收入累计值及同比（亿元，%）	6
图 6：居民人均消费支出累计值及同比（亿元，%）	6
图 7：休闲服务行业涨跌幅受本土散点疫情扰动（截止至 2021 年 11 月 30 日）	6
图 8：年初至今申万行业涨跌幅（截止至 2021 年 11 月 30 日）	6
图 9：申万休闲服务行业估值情况（截止至 2021 年 11 月 30 日）	7
图 10：休闲服务历年营收及其同比增速（亿元，%）	8
图 11：休闲服务历年归母净利润及其同比增速（亿元，%）	8
图 12：21Q1-3 主要细分板块营收同比变化（%）	8
图 13：21Q1-3 主要细分板块归母净利润同比变化（%）	8
图 14：疫情前后旅游人数（亿人次）对比 2019 年（%）	9
图 15：2021 年国内新增本土确诊病例数	9
图 16：2021 年节假日出游人次（亿人次）同比 2019 年	10

图 17: 2021 年节假日旅游收入 (亿元) 同比 2019 年	10
图 18: 中国消费者境内外奢侈品消费额	11
图 19: 中国消费者奢侈品消费总额及占比	11
图 20: 海南省自由贸易港建设吸引旅游消费	12
图 21: 海南省十四五建设国际旅游消费中心规划	12
图 22: 城镇家庭人均可支配收入 (元) 及同比 (%)	12
图 23: 城镇家庭人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	12
图 24: 农村居民人均可支配收入 (元) 及同比 (%)	12
图 25: 农村居民人均消费支出 (元) 及其同比 (%)	12
图 26: 我国城镇化率 (%)	13
图 27: 全球主要发达国家城市化率 (%)	13
图 28: 2020 年各省市城市人口比重	13
图 29: 2010 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	14
图 30: 2018 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)	14
图 31: 不同城市较富裕家庭占比 (%)	14
图 32: 分城市较富裕家庭比重变化趋势	14
图 33: 新政后离岛免税购物额 (亿元) 及人次 (万人)	15
图 34: 离岛免税客单价变化 (元)	15
图 35: 免税板块历年营收及其同比增速 (%)	16
图 36: 免税板块历年归母净利润同比增速 (%)	16
图 37: 2018 年韩国首尔市内免税销售额 (亿美元)	18
图 38: 2019 年韩国免税零售 Top3 占比	18
图 39: 2011-2020 年海南离岛免税额 (亿元)	19
图 40: 离岛免税客单价 (元)	19
图 41: La Prairie 与中免合作建设的快闪店	20
图 42: 锦江酒店经营数据恢复至 2019 年同期的 (%)	21
图 43: 首旅酒店经营数据恢复至 2019 年同期的 (%)	21
图 44: 住宿餐饮业固定资产投资累计同比 2019 年 (%)	21
图 45: 锦江、首旅新开酒店数量 (间)	21
图 46: 全国酒店慧评分	23
图 47: 全国酒店点评表扬率	23
图 48: 节假日出游人数 (亿人次)	24
图 49: 节假日旅游收入 (亿元)	24
图 50: 36 城市旅游景点门票价格及其同比 (%)	24
图 51: 全球新冠疫苗接种量 (剂) (截至 2021/11/29)	25
图 52: 新冠疫苗 7 日平均接种量 (截至 2021/11/29)	25
图 53: 新冠疫苗接种量前五 (截至 2021/11/29)	25
图 54: 新冠疫苗每百人接种量前五 (截至 2021/11/29)	25
图 55: 美国新冠肺炎新增确诊病例与疫苗接种量走势 (截至 2021 年 11 月 29 日)	25
图 56: 宋城模式	27
图 57: 乡村夜游主要游乐项目构成	28
图 58: 乡村夜游体验时长	28

表格目录

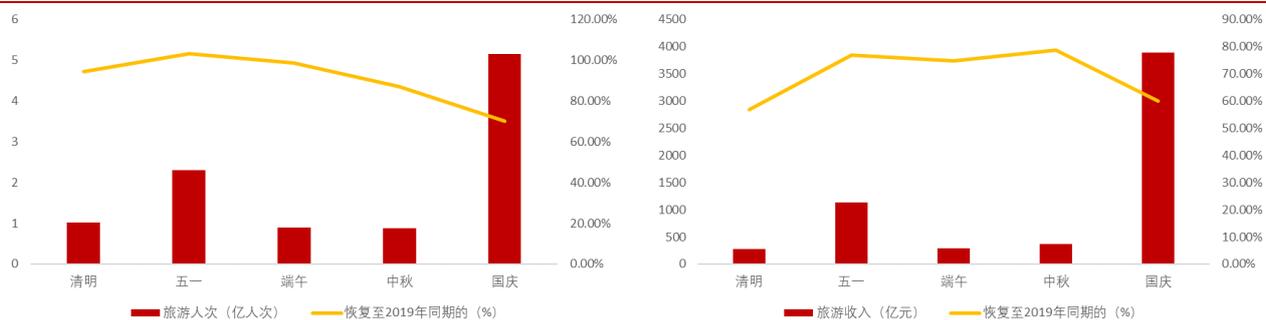
表 1：2021 年前三季度休闲服务行业细分板块业绩情况	8
表 2：各主要省市防疫政策（截止至 2021 年 11 月 30 日）	9
表 3：乐天免税店布局	17
表 4：海南岛离岛免税政策	19
表 5：全球主要新冠特效药进展（截止至 2021 年 11 月 30 日）	26
表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2021/11/30）	28

1. 2021 年行业市场表现回顾

1.1 2021 年上半年延续复苏，下半年再受疫情扰动

回顾 2021 年旅游恢复情况。2020 年新冠疫情爆发以来，全球休闲服务行业受到较大影响，旅游业几乎停摆。经过了近三个月的封锁，我国逐渐从疫情中恢复，至三季度较长时间没有新增确诊病例，旅游限制逐步放松，旅游业也开始进入复苏态势。进入 2021 年，新冠病毒德尔塔变种影响下国内波澜再起，一季度和三季度先后经历了就地过年和限制跨省出游等防疫措施限制，国内旅游人次较 2019 年同期下降超 40%，恢复程度环比低于 2020 年下半年。从节假日旅游情况来看，2021 年旅游人次与 2019 年同期水平相比前高后低，旅游收入较 2019 年同期水平恢复相对较平稳，旅游需求承压但仍较坚挺，长途游比例降低后居民消费能力和水平逐渐提高。

图 1：2021 年节假日旅游人次恢复情况（亿人次，%） 图 2：2021 年节假日旅游收入恢复情况（亿元，%）

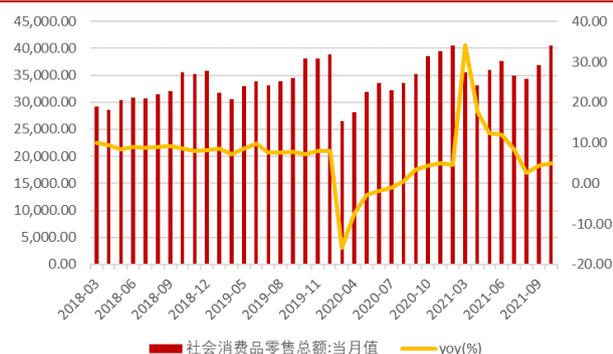


资料来源：东莞证券研究所，文旅部

资料来源：东莞证券研究所，文旅部

消费需求有望逐步恢复。2021 年前三季度社零总额维持正增长，超越 2019 年同期水平。2020 年全国居民人均可支配收入维持正增长，全国居民消费支出出现负增长，疫情扰动下消费需求释放受限。2021 年前三季度居民人均可支配收入累计同比增长 9.7%，人均消费支出累计同比增长 15.1%，消费需求具有弹性，疫情受控后有望逐步恢复。从社会消费品零售总额来看，城镇居民在疫情冲击下消费降幅小于农村居民，疫情受控后恢复快于农村居民，有望带动消费需求逐步复苏。

图 3：社零总额及同比（亿元，%）



资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 4：城镇（左轴）与农村（右轴）社零消费总额



资料来源：东莞证券研究所，Wind

图 5：居民人均可支配收入累计值及同比（亿元，%） 图 6：居民人均消费支出累计值及同比（亿元，%）

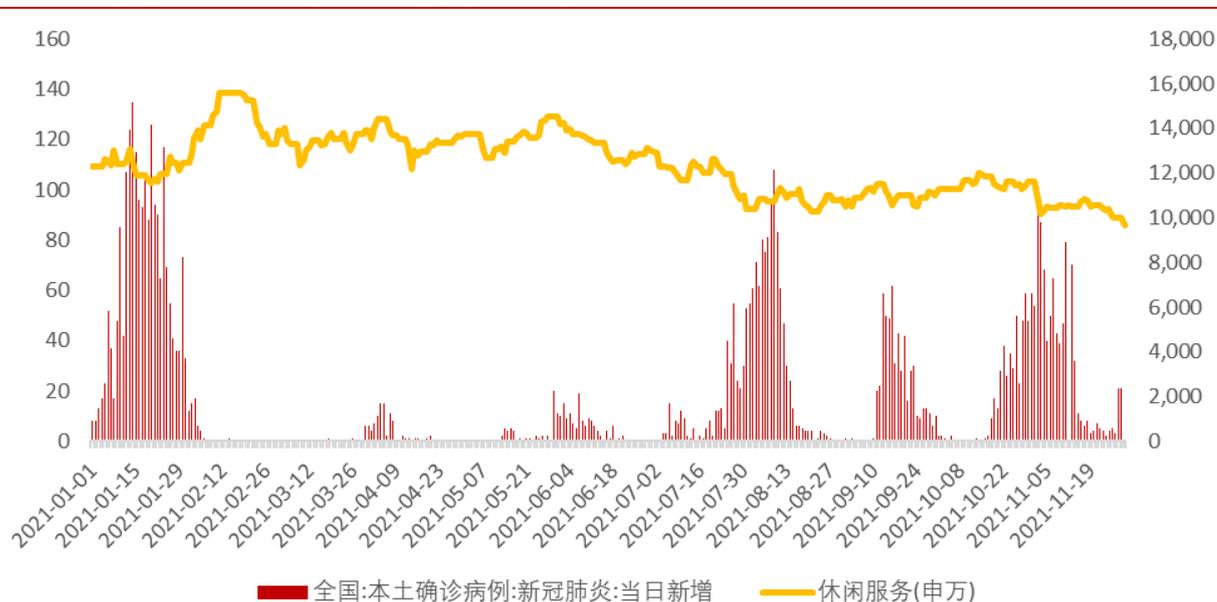


资料来源：东莞证券研究所，Wind

资料来源：东莞证券研究所，Wind

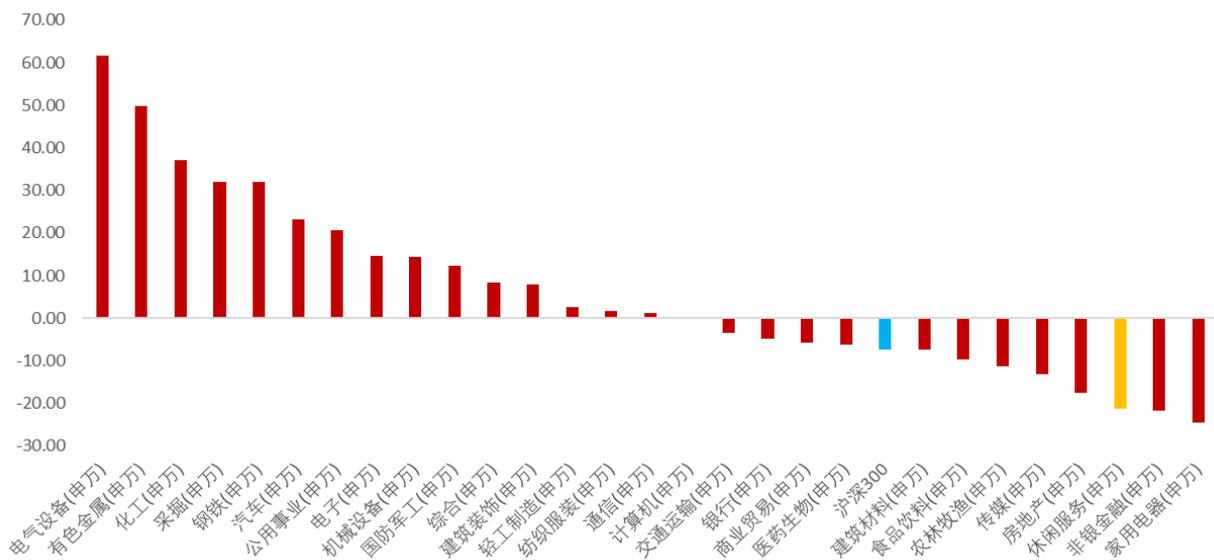
休闲服务行业走势回顾。截至 2021 年 11 月 30 日，休闲服务行业共计下跌 21.23%，跑输沪深 300 指数。国内每轮本土散点疫情的爆发都明显扰动休闲服务行业的市场预期，休闲服务行业市场表现与国内本土新增确诊新冠肺炎病例数表现出一定程度上的负相关性。截至 2021 年 11 月 30 日，国内经历了四轮大范围疫情传播和多轮小范围疫情扰动，大部分散点疫情集中在 2021 年下半年，导致下半年休闲服务行业行情走势较差。

图 7：休闲服务行业涨跌幅受本土散点疫情扰动（截止至 2021 年 11 月 30 日）



资料来源：东莞证券研究所，wind

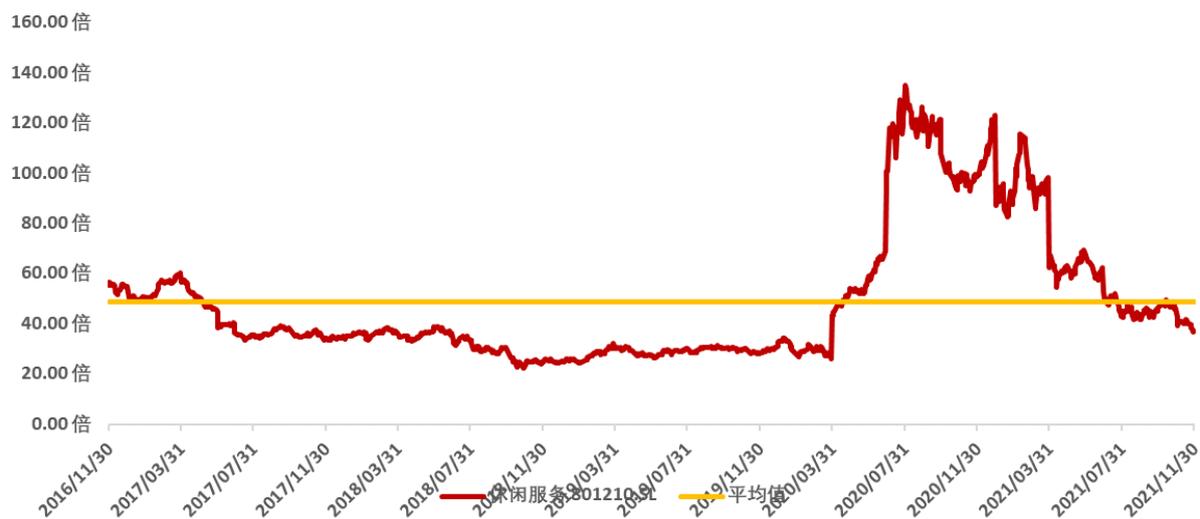
图 8：年初至今申万行业涨跌幅（截止至 2021 年 11 月 30 日）



资料来源：东莞证券研究所，ifind

行业估值已下修至近五年平均估值。2020 年离岛免税新政的利好带动旅游免税龙头估值迅速抬升，申万休闲服务行业的估值快速上升。进入 2021 年一季度，业绩兑现促使估值回归至约 60 倍。2021 年 6 月国内爆发散点疫情，防疫政策限制下休闲服务行业估值进一步下修，截至 2021 年 11 月 30 日，休闲服务行业估值约 37.51 倍，低于近五年休闲服务行业估值中枢 49.013 倍。

图 9: 申万休闲服务行业估值情况（截止至 2021 年 11 月 30 日）



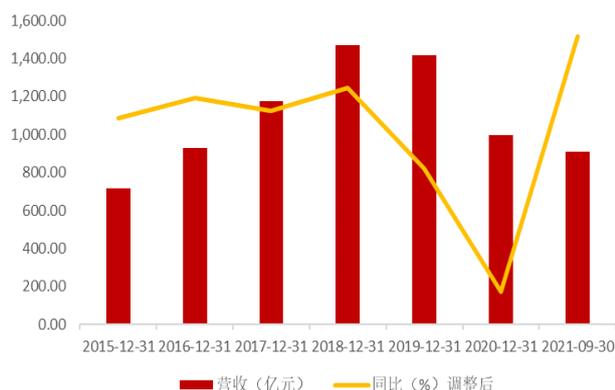
资料来源：东莞证券研究所，ifind

1.2 休闲服务行业 2021 年前三季度业绩回顾

行业 2021 前三季度营收实现两位数增长，净利润实现三位数增长。2021 年前三季度，休闲服务行业（SW 休闲服务行业剔除 B 股，共 38 家样本公司，下同）实现营业总收入 910.63 亿元，同比增长 35.79%；实现归属于母公司股东的净利润 83.25 亿元，同比增长 502.95%；实现扣非归母净利润 75.50 亿元，同比扭亏。2021 年三季度，SW 休闲服务行业分别实现营收 290.69 亿元，同比下降 0.72%，实现归母净利润 30.16 亿元，同比增

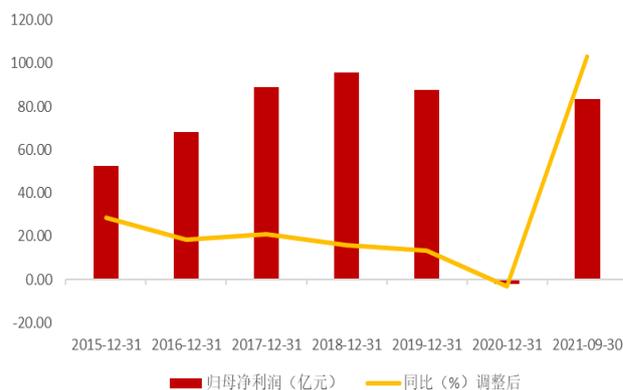
长 14.63%。

图 10: 休闲服务历年营收及其同比增速 (亿元, %)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

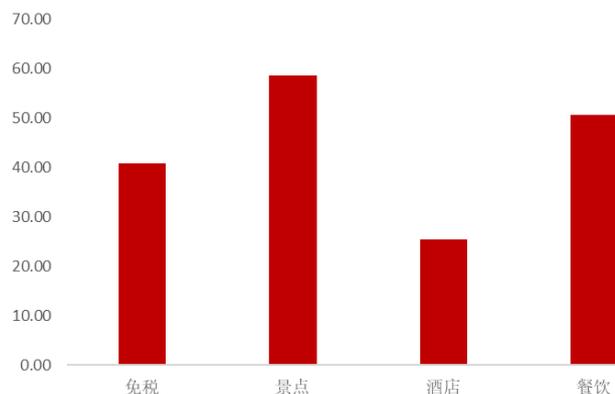
图 11: 休闲服务历年归母净利润及其同比增速 (亿元, %)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

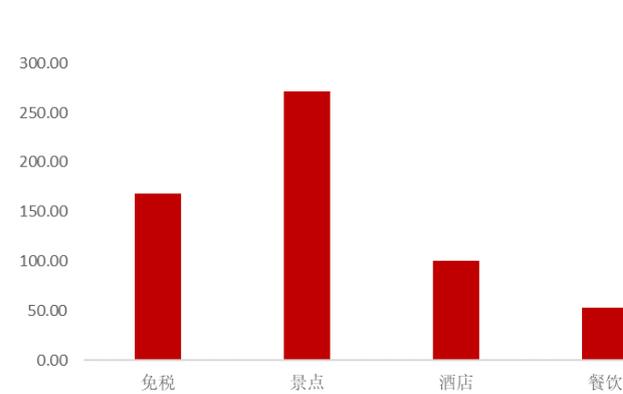
细分板块中, 2021 年前三季度所有细分板块营收均实现正增长。其中餐饮、景区等细分板块营收增长率超 50%, 景点板块扭亏为盈, 餐饮板块同比减亏。免税细分板块营业收入实现两位数增长, 净利润实现三位数增长, 主要受益于 2020 年前三季度受疫情影响基数较低。尽管 2021 年三季度受到疫情扰动, 酒店板块仍实现业绩两位数增长。

图 12: 21Q1-3 主要细分板块营收同比变化 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

图 13: 21Q1-3 主要细分板块归母净利润同比变化 (%)



资料来源: 东莞证券研究所, wind

表 1: 2021 年前三季度休闲服务行业细分板块业绩情况

	2021Q1-3 营收 (亿元)	2021Q1-3 归母净利润 (亿元)	2021Q1-3 营收同比增 长 (%)	2021Q1-3 归母净利润同 比 (%)
景点	38.38	4.74	58.55	271.56
-人工景点	12.08	4.35	78.34	501.16
-自然景点	26.30	0.39	50.87	111.20
酒店	151.49	0.02	25.45	100.42
免税	494.99	84.91	40.87	168.35
餐饮	25.04	(0.94)	50.70	53.23

资料来源：东莞证券研究所，wind

2. 关注休闲服务三大行业趋势

2.1 疫情改变出游习惯，省内短途游成为后疫情时代主流旅游方式之一

疫情压制旅游意愿。2021 年前三季度国内休闲服务行业受到多轮散点疫情扰动，多集中在一季度和三季度。为快速控制疫情，2021 年一季度国内号召就地过年，三季度多地爆发散点疫情，文旅部发文暂停中高风险地区跨省组团游和在线旅游产品。与 2019 年同期水平对比，2021Q1、Q2、Q3 国内旅游人数分别恢复至 2019 年的 57.62%、65.15%、53.69%，二季度受散点疫情影响时间较短，恢复状况略好于 2020 年。

图 14：疫情前后旅游人数（亿人次）对比 2019 年（%） 图 15：2021 年国内新增本土确诊病例数



资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

防疫政策限制与居民对疫情的担忧是压制旅游出行的主要原因。三季度散点疫情传播链较广，为快速控制疫情，文旅部发布《关于从严从紧抓好文化和旅游行业疫情防控工作的紧急通知》，再次强化防疫限制，要求所有出现中高风险地区的省、区、市立即暂停旅行社和在线旅游企业经营的跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。除了暂停旅游企业跨省旅游产品外，多地政府为防止散点疫情传播链延长，对防疫健康码有严格要求，不允许非绿码人员搭乘公共交通，外加多地政府号召非必要不出省、不离市，较多学校及单位不建议跨省出行，导致居民担忧工作生活受到影响而减少跨省出游。

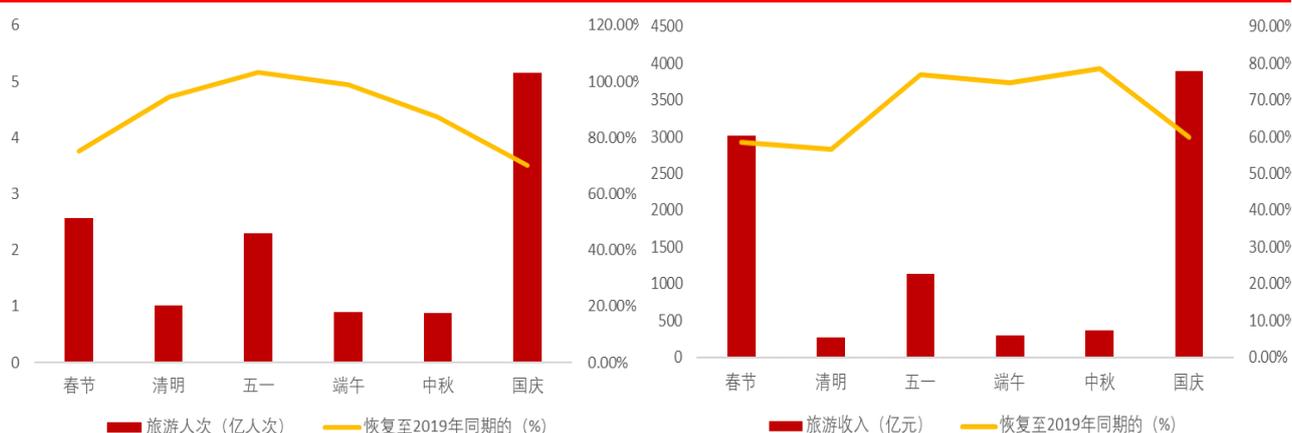
表 2：各主要省市防疫政策（截止至 2021 年 11 月 30 日）

省（市）	防疫政策
北京	入京人员需持 48 小时内核酸检测阴性证明和“北京健康宝”绿码，14 日内有 1 例及以上本土新冠感染者所在县（市、区、旗）旅居史严格限制进京；14 日内有陆路边境口岸所在县市旅居史人员非必须不入京；非必要不出京，暂停跨省游。
广州	高风险地区旅居史人员进行 14 天集中隔离，中风险地区旅居史人员需居家隔离 14 天。其他省份旅居史的人员抵穗后 48 小时内主动进行核酸检测。
深圳	高风险地区、红码人员需 14 天集中隔离，中风险地区人员实施 14 天居家隔离，所有乘坐公共交通进入深圳的旅客需有绿码，中高风险地区和有阳性报告地区的旅客需持 48 小时核酸检测阴性证明，落地接受核酸检测。
上海	所有来自或途经国内疫情中高风险地区的人员在抵沪后 12 小时内尽快报告，一律实施 14 天集中隔离及核酸检测。学校等有关单位假期健康码查验。
重庆	来渝人员主动报备、主动做核酸检测；对进出人员查验“双向双码”，中高风险地区人员进行集中隔离，中高风险地区所在市人员查验 48 小时核酸检测阴性证明
成都	测温、查验健康码；对中高风险地区来川人员实行居家隔离至离开风险区满 14 天。
海口	14 天内有中高风险区旅居史人员集中隔离 14 天并进行核酸检测，检测阴性后再进行 7 天居家隔离和核酸检测；14 天内有涉疫区旅居史人员凭 48 小时内两次核酸检测阴性证明登机（车）。
昆明	红码集中隔离 14 天，黄码居家隔离 7 天，14 天内有本土疫情城市入昆人员进行核酸检测。

资料来源：中国政府网，国务院微信小程序，东莞证券研究所

国内旅游需求亟待释放。2021 年节假日出游数据相对 2019 年同期呈现出前高后低的恢复情况。上半年受散点疫情影响较小，春节假期就地过年有效防止疫情传播，之后对防疫政策限制的担忧逐步下降，旅游意愿逐步提高，春节、清明、五一假期旅游人数分别恢复到 2019 年同期水平的 75.3%、94.5%、103.2%，旅游收入分别恢复至 2019 年同期的 58.6%、56.7%、77%，旅游需求快速恢复。2021 年 6 月新一轮散点疫情爆发后，旅游意愿再次承压，2021 年端午、中秋、国庆假期出游人数分别恢复到 2019 年同期的 98.7%、87.2%、70.1%，旅游收入分别恢复至 2019 年同期的 74.8%、78.6%、59.9%。尽管 2021 年三季度国内多地爆发散点疫情，各省市防疫政策限制旅游出行，但 2021 年 Q1-3 出游人次分别恢复到 2019 年同期的 57.62%、65.15%、53.69%，好于 2020 年 Q1-2 的出游情况。随着经济生活水平的提高，居民的物质生活需求得到满足，而精神上的需求被逐步唤醒，尽管 2021 年散点疫情扰动旅游表现，但旅游需求仍较强劲，亟待释放。

图 16：2021 年节假日出游人次（亿人次）同比 2019 年图 17：2021 年节假日旅游收入（亿元）同比 2019 年



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

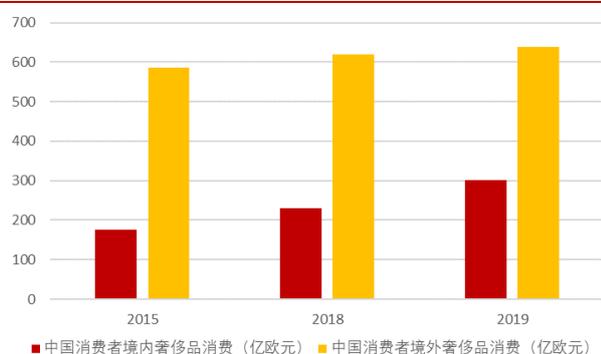
资料来源：文旅部，东莞证券研究所

疫情影响下，居民逐渐养成短途游习惯。根据麦肯锡咨询，2018 年我国年收入在约 14 万元以下的家庭占总数的 51%。中低收入家庭、白领群体等自由时间较少、可支配收入不充裕的群体，只能在长假集中出行，导致热门景区高峰期和非节假日游客数量存在巨大差异。人群的聚集也造成了对新冠疫情大面积传播的担忧。游客体验大幅下降，花费比平时更多的钱，体验比平时更差，甚至大部分时间在排队上，且长假的高消费对一般居民家庭经济压力不小，难以支撑高品质的长途出行体验。根据携程报告显示，小长假中清明假期周边游订单较 2019 年同期提高 40%以上，端午周边游人数过半，中秋周边游预定人数占总人数比重的 56%；国庆七天长假中携程省内游订单占比与跨省游各半。防疫限制政策导致跨省出游严重受限，但被疫情压制的旅游需求转向省内释放，省内短途游占比提升，长假省内游占比仍近半，居民逐渐被培养出短途游习惯。

2.3 消费回流

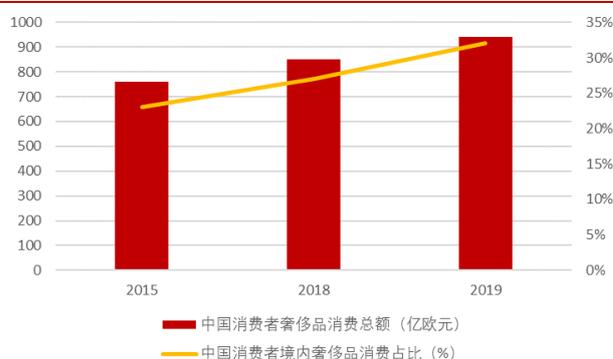
国人奢侈品市场庞大但大多在境外消费产生，消费回流空间广阔。我国的个人奢侈品消费市场庞大，2011 年中国人奢侈品消费额就达到了 3690 亿元人民币，2019 年中国人奢侈品消费增长至约 7360 亿元，2011 年至 2019 年年均复合增长率约 13.57%。贝恩数据显示，我国的奢侈品消费占全球奢侈品市场的三分之一，但约 70%发生在海外，主要原因是本土品牌崛起较晚和对境外奢侈品税费附加较高形成明显差价。2011 至 2015 年，我国境内奢侈品消费额从 1070 亿元提高至 1130 亿元，境内奢侈品市场年复合增长率约 1.37%；境外奢侈品消费额从 1590 亿元提高至约 2930 亿元，年复合增长率约 16.51%。2015 年后进口关税下调，打击代购和非法进口等因素逐步缩小了奢侈品在境内外的价差，中国消费者的奢侈品消费逐渐回流国内，2016 年至 2019 年我国境内奢侈品市场从 1170 亿元提高至 2280 亿元，年均复合增长率提升至 24.91%；境外奢侈品消费额从 4380 亿元提高至约 5080 亿元，年复合增长率约 5.01%，消费回流效果初显。

图 18：中国消费者境内外奢侈品消费额



资料来源：贝恩咨询，东莞证券研究所

图 19：中国消费者奢侈品消费总额及占比

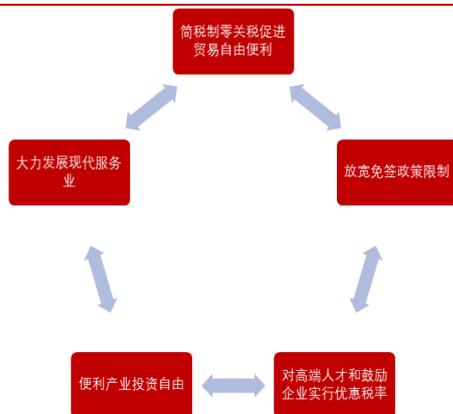


资料来源：贝恩咨询，东莞证券研究所

疫情限制与政策吸引海外消费回流。由于各大奢侈品品牌的地区差异化定价策略和关税影响，国内的奢侈品含税价往往明显高出部分“低价区”，导致国人更偏向于在出境旅游时购买奢侈品。新冠疫情影响下出境游几乎停滞，海外消费受限。根据贝恩咨询预测，2020 年新冠疫情影响下，我国境内奢侈品市场同比增幅将达到 48%，消费回流有望成为未来几年内我国境内奢侈品市场和免税市场的增长引擎。海南省政府于 2021 年 11 月印

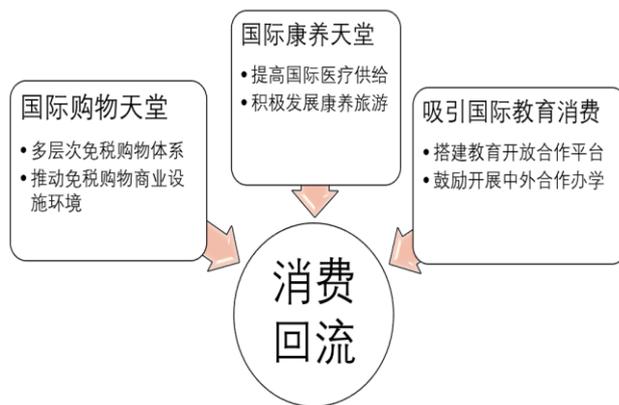
发《海南省“十四五”建设国际旅游消费中心规划》，提出要积极承接海外消费回流。通过离岛免税新政为核心的多层次免税购物体系和推动免税购物商业设施环境等方式打造海南免税核心竞争力；通过提高国际医疗供给，积极发展康养旅游；通过搭建教育开放合作平台、鼓励中外合作办学等方式吸引国际研学旅行需求，增加国际教育消费。海南“免税、医疗、教育”三驾马车有望与海南省自由贸易港建设一同，把海南打造成新的国际消费中心、国际康养旅游中心，吸引国人海外消费回流及外国人赴琼旅游消费。

图 20：海南省自由贸易港建设吸引旅游消费



资料来源：国务院，东莞证券研究所

图 21：海南省十四五建设国际旅游消费中心规划

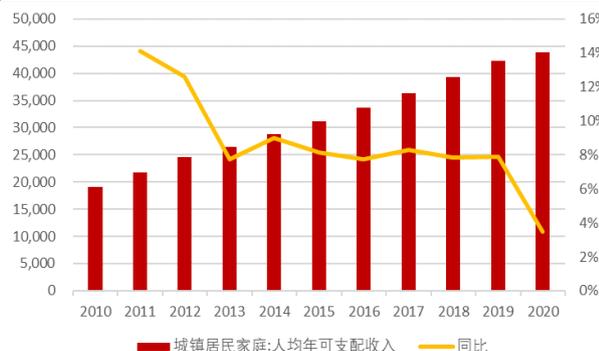


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2.3 消费升级

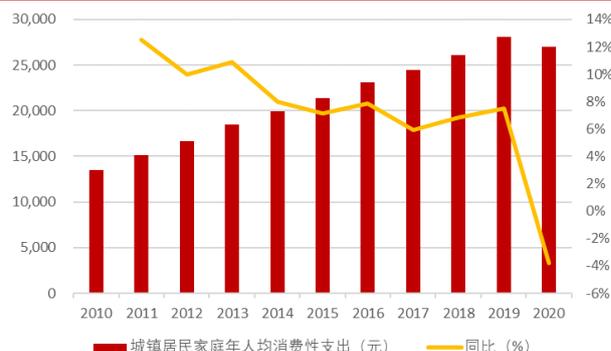
我国居民人均可支配收入稳步增长，消费水平亦逐步提高。2013-2020 年，我国居民人均可支配收入由 18310.8 元增长至 32189 元，年均复合增长率为 8.39%；其中城镇居民家庭人均可支配收入从 26467 元增长 43834 元，年均复合增长率为 7.47%；农村居民人均可支配收入从 9429.6 元增长至 17131 元，年均复合增长率为 8.9%，已接近城镇居民十年前收入水平。随着收入的提高，居民的消费水平也逐步提高。2013-2020 年，我国居民人均消费支出从 13220.4 元提高至 21210 元，年均复合增长率为 6.99%；其中城镇居民家庭人均消费支出从 18487.5 元提高至 27007 元，年均复合增长率为 9.03%；农村居民人均消费支出从 7485.1 元提高至 13713 元，年均复合增长率为 5.56%。

图 22：城镇家庭人均可支配收入（元）及同比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 23：城镇家庭人均消费支出（元）及其同比（%）



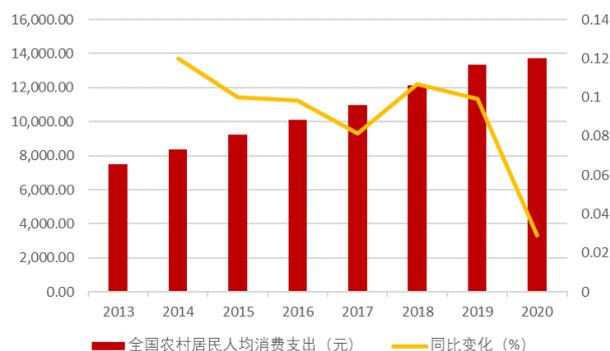
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图 24：农村居民人均可支配收入（元）及同比（%）

图 25：农村居民人均消费支出（元）及其同比（%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

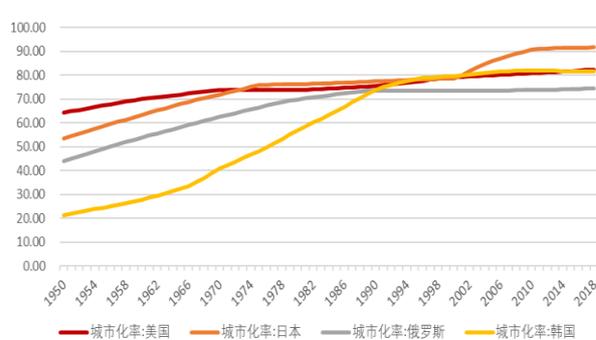
我国城市化率不断提升。中国过去四十年来是全球城市化速度最快的国家之一。自改革开放以来,大量农村人口流向城市,我国城市化率进入稳步增长阶段,从 2000 年的 36.22% 增长至 2020 年的 63.89%, 年均复合增长率为 2.88%。从全球主要发达国家的城市化趋势来看,在达到 70% 城市化率前,城市人口规模普遍保持较高增速增长;超过 70% 城市化率后,城市人口规模增速放缓。与主要发达国家城市化率普遍超过 80% 相比,我国城市化率仍有较大提升空间。

图 26: 我国城镇化率 (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

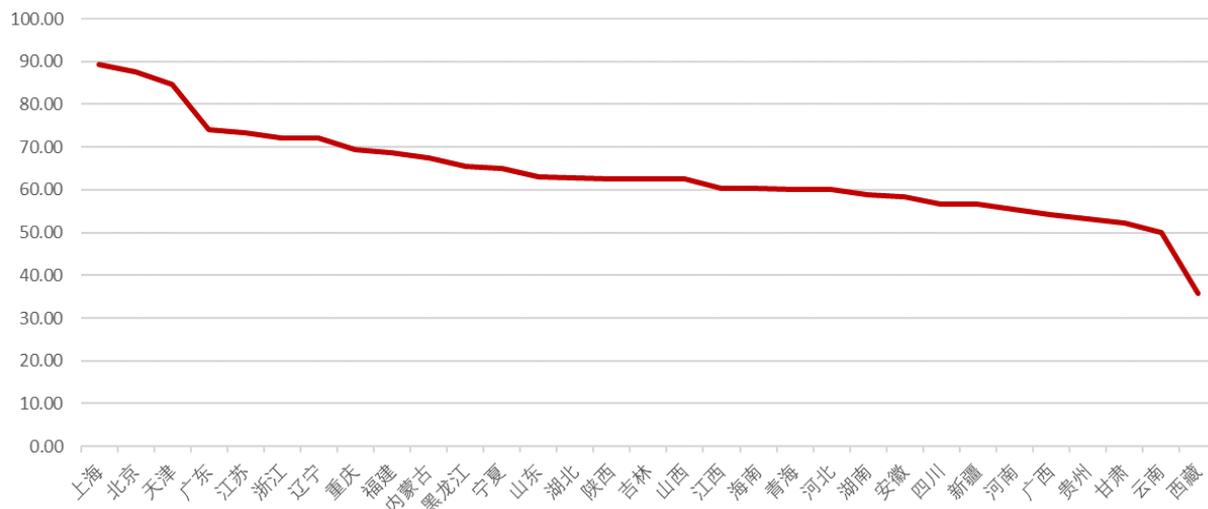
图 27: 全球主要发达国家城市化率 (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

中西部省市的城市人口比重仍有较大提升空间。分省市看,东部沿海省市城市人口比重普遍较高,西南、西北地带省市城市人口比重相对较低。根据 2020 年人口普查结果显示,我国城市人口比重超 80% 的省市只有上海、北京、天津,城市人口比重在 70%-80% 之间的有广东、江苏、浙江、辽宁等沿海省份,而城市人口比重不足 60% 的省市有 10 个,以西藏、云南、甘肃、贵州等西部地带省份为主。整体上我国城市人口比重呈现自西部内陆向东部沿海省份逐渐提高的趋势,中西部省份城市人口比重相对东部沿海仍有较大提升空间。

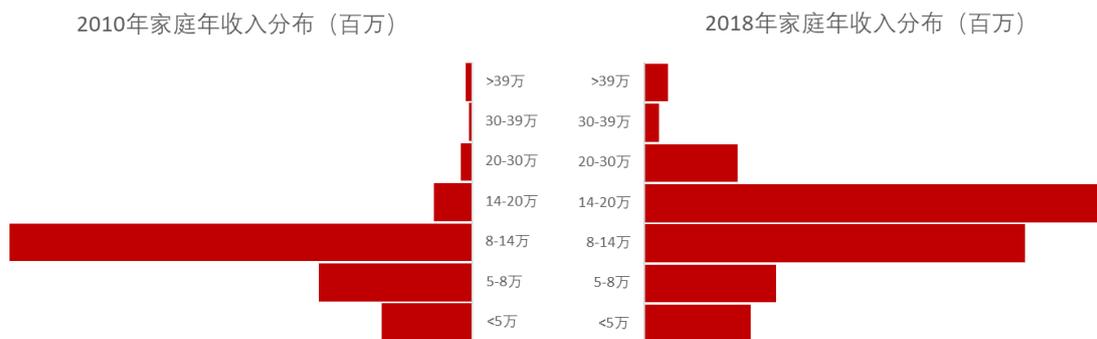
图 28: 2020 年各省市城市人口比重



资料来源：东莞证券研究所，wind

我国一二线城市较富裕家庭占比提升增速趋缓，三四线城市较富裕家庭增长潜力较大。从 2010 年到 2018 年，我国家庭年可支配收入主要区间从 8-14 万元提高至 14-20 万元，意味着一大部分家庭成功迈入了相对较富裕的中产阶级行列。根据麦肯锡咨询，2018 年全国年可支配收入 14 万以上的中产阶级家庭人口约 4 亿人，占城市人口比重约 48.9%，较 2010 年上升约 40.98 个百分点；其中，家庭年可支配收入在 14-30 万元区间的较富裕家庭人口从 2010 年的 44 百万人提升至 2018 年的 374 百万人，占当年城市人口的比重从 6.57% 提升至 45.72%；而家庭年可支配收入在 5-14 万元的小康家庭人口从 537 百万人下降至 346 百万人，占当年城市人口比重从 80.27% 下降至 42.3%，过半家庭实现了从小康到中产的跨越。分城市来看，2018 年一二线城市年均可支配收入 14 万至 30 万的较富裕家庭占比约 59%，较 2010 年的 15% 提高了 44 个百分点；2018 年三四线城市较富裕家庭占比约 34%，较 2010 年的 3% 提高了 31 个百分点，已接近一二线城市 2013 年水平，但仍有较大提升潜力。从分城市较富裕家庭比重同比变化趋势来看，三四线城市较富裕家庭占比增速普遍高于一二线城市 10 至 20 个百分点。

图 29：2010 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万) 图 30：2018 年中国城市家庭人口年收入分布 (百万)

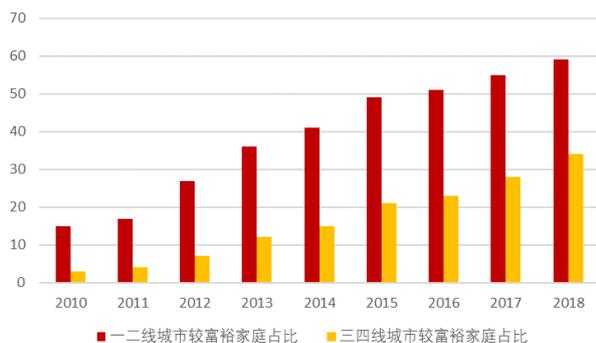


资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

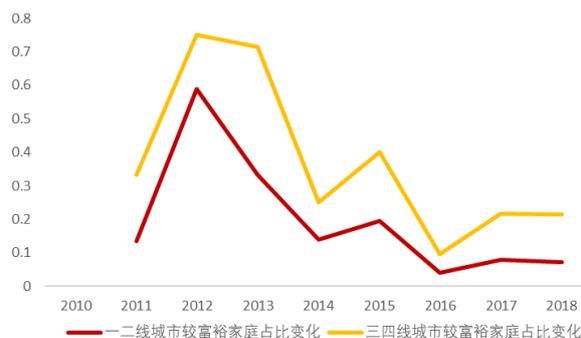
资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

图 31：不同城市较富裕家庭占比 (%)

图 32：分城市较富裕家庭比重变化趋势



资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所



资料来源：麦肯锡咨询，东莞证券研究所

2.4 展望未来行业格局

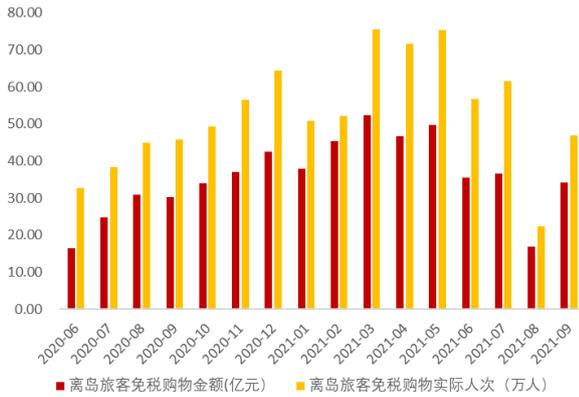
疫情对休闲服务行业带来了不可逆的变化。需求方面，疫情扰动下居民出行习惯逐渐改变，人们逐渐习惯了省内短途出行，在城市周边寻找新的旅游体验。供给方面，疫情倒逼行业转型，航空公司等出行服务企业推出了随心飞、随心租等产品以最大化收益，预计未来该产品将有效填充周末及小假期出行需求，进一步推动非节假日短途出游。后疫情时代，旅游行业逐步复苏与海外消费回流将成为休闲服务行业新的增长驱动力。长期来看，我国中产阶级家庭数量提高将逐步带动消费升级，促使旅游需求从满足吃住行游购娱六大基础需求向更深层次的文化旅游、深度旅游过渡，游客将逐步重视旅游体验，有望促进酒店从经济型连锁酒店向中高端化全服务酒店转型，促使景区从仅提供自然、历史景观的自然景区向自然、历史、人文深度结合的人工景区发展，推动免税店从单一的免税店向集旅游、购物、餐饮、休闲于一体的旅游综合体转变。

3. 免税：有限竞争下免税供需两旺

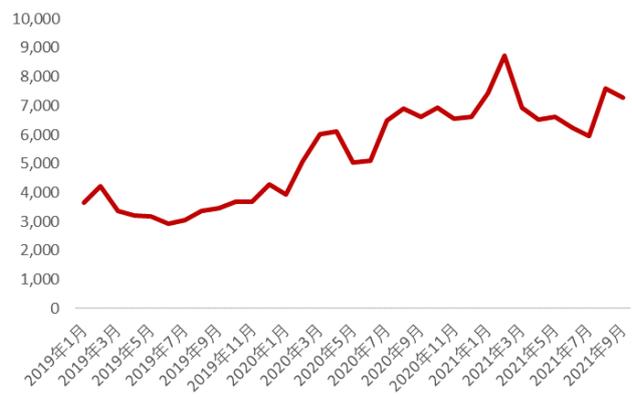
3.1. 回顾：疫情扰动客源

散点疫情扰动客源。海南疫情防控效果显著，但散点疫情扰动广东、浙江等多个重要客源地，造成海南民航起降班次大幅下降，三季度海南离岛免税购物人数大幅下降。2021 年前三季度，海南仅有 1 例本土新冠肺炎确诊病例，但散点疫情影响下，一、三季度作为传统旅游旺季的离岛免税实际购物人数仅 178.6 万人次、130.7 万人次，二季度受疫情影响较小，实际离岛免税购物人数达 203.7 万人次。

图 33：新政后离岛免税购物额（亿元）及人次（万人）图 34：离岛免税客单价变化（元）



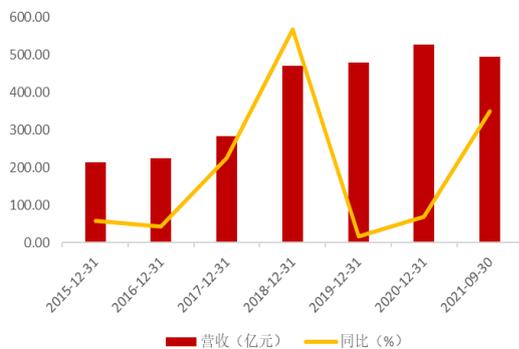
资料来源：海口海关，东莞证券研究所



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

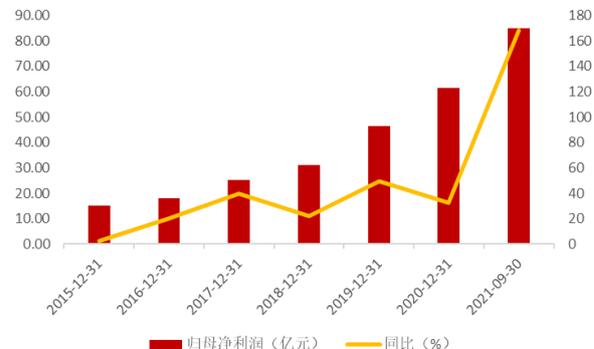
免税业绩承压。2021 年前三季度，免税板块实现营业总收入 494.99 亿元，同比增长 40.87%；实现归属于母公司股东的净利润 84.91 亿元，同比增长 168.35%；实现扣非归母净利润 83.88 亿元，同比增长 180.37%。2021 年三季度实现营收 139.73 亿元，同比下降 11.73%；实现归母净利润 31.32 亿元，同比增长 40.22%。散点疫情扰动下第三季度免税增速放缓、业绩承压。

图 35：免税板块历年营收及其同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

图 36：免税板块历年归母净利润同比增速（%）



资料来源：东莞证券研究所，wind

3.2. 从乐天模式展望免税业发展

回顾韩国乐天免税的发展历史。我们将乐天免税的发展史划分成三个阶段来看。（一）1980 年至 2003 年是乐天免税业务的初步发展阶段，作为韩国百货巨头的乐天在 1980 年 1 月开设了乐天免税店首尔明洞总店，在业内首次引入百货卖场中的精品区域划分概念。凭借明洞区优异的地理位置和乐天百货的庞大体量，乐天免税店于 80 年代成为全球范围内最早吸引路易威登、爱马仕及香奈儿等顶级奢侈品品牌入驻的免税店，成功树立精品形象。1999 年乐天紧抓互联网潮流，开设全球首家线上免税店，并以民营企业身份成功取得韩国首张机场免税牌照，开拓线上和机场免税领域。（二）2004 年至 2011 年间，乐天免税开启韩流营销，开启上升红利期。2004 年乐天开创了新的营销策略，以韩流文化为核心开设裴勇俊商店，并于 2006 年开始举办家族演唱会、在免税店乐天世界中建设星光大道汇聚知名韩星，成功抓住韩流文化的红利期实现“购物、观光、文化”深度融合的韩流营销模式。（三）2012 年至今，乐天免税进入了全球化布局的新阶段。2012 年、2013 年及 2014 年，乐天免税分别开业了印度尼西亚雅加达市内于机场店、美国关

岛机场店、日本关西机场店，并于 2016 年成为世界第二大免税零售商。2017 年至 2020 年，乐天免税店在越南、新加坡、澳大利亚及新西兰开业，进一步扩大全球免税网络。

表 3：乐天免税店布局

国家	免税店	开店时间	介绍
韩国	明洞总店	1980 年 1 月	韩国品牌最多、商品最全的全球第一卖场
	世界大厦店	2017 年 1 月	这里不仅经营有韩国最大规模的韩国化妆品专区，还提供可尽情享受购物乐趣的顾客个性化服务
	COEX 市内店	2010 年 12 月	出境前，千万不要错过市中心舒适便捷的购物体验
	釜山市内店	1995 年 12 月	在釜山的购物和旅游胜地乐享免税购物
	济州市内店	2000 年 3 月	济州最大规模的市内免税店
	金浦机场店	1999 年 3 月	在金浦机场乐享便利免税购物
	金海机场店	2016 年 12 月	在金海机场购买化妆品、香水的唯一途径
日本	东京银座市内店	2016 年 3 月	东京规模最大的综合市内免税店
	关西机场店	2014 年 9 月	在奢华时尚、珠宝首饰精品店乐享免税购物
美	关岛机场店	2013 年 7 月	365 天 24 小时营业的免税购物空间，拥有 200 余个品牌产品
越南	岘港机场店	2017 年 9 月	岘港旅游的开始和结束尽在乐天免税店岘港机场店
	芽庄金兰机场店	2018 年 6 月	在东方那不勒斯遇见乐天免税店
	河内机场店	2019 年 7 月	在越南首都乐享免税购物
澳大利亚	布里斯班机场店	2019 年 1 月	全球品牌的天堂，澳大利亚首个免税店内的威士忌吧卖场
	堪培拉机场店	2019 年 1 月	堪培拉机场内唯一的免税店
	达尔文机场店	2019 年 1 月	在澳洲北部规模最大的机场乐享免税购物
	墨尔本市区店	2019 年 1 月	在墨尔本中心乐享出国前的便利免税购物
新西兰	惠灵顿国际机场店	2019 年 1 月	符合旅客喜好的商品数不胜数
新加坡	樟宜机场店	2020 年 6 月	乐天免税店海外店中规模最大，位于世界枢纽机场的烟酒类专业销售免税卖场

资料来源：公司官网，东莞证券研究所

注：已剔除租约到期未续约的韩国仁川机场等免税店。

有限竞争有利于做大市场。从韩国免税业发展来看，有限度的牌照增发比起竞争加剧带来的毛利率下降，更重要的是打破垄断竞争市场，优化竞争格局，激励市场主体让利从而吸引游客做大市场。韩国自 2013 年开始增发免税牌照，放宽免税竞争并下调免税特许经营时间至 5 年，加大了免税零售的竞争，但免税竞争并未打破寡头竞争局面，过度竞争导致免税店净利润率大幅下降，不具有零售经验优势的竞争者逐渐出清。除了作为百货零售巨头的新世界外，2013 年后进入的其他免税经营主体普遍经营不善。自 2018 年以来，韩亚、韩华格乐丽雅和 DOOTA 免税店先后因缺乏零售运营经验，布局远离明洞中心区，连年亏损而宣布申请撤回免税牌照。2019 年韩国免税业 CR3 约 82%。乐天免税

于 2014 年成为全球免税零售商第三位，16 年成为全球第二并维持至 2020 年，一是有限度的放宽竞争对于具有规模优势的龙头企业而言并不伤及根本，奢侈品为主的免税品具有较高的需求弹性，毛利率的下降有望被更大的市场所抵消；二是乐天全球化布局战略迅速扩大销售规模，加大规模优势提升对供应商议价能力，从而取得更高的毛利水平。

从韩国乐天的经验来看，我国免税业仍处于起步阶段。目前市场对免税行业的担忧主要在于国内长期散点疫情扰动和免税牌照增发导致的竞争加剧。从行业发展阶段来看，我国免税业处于韩国 2013 年牌照增发初期，截至 2021 年 9 月，全国拥有免税牌照集团已达到 10 家，包括中国中免、海免、日上免税行、珠免、深免、中出服、中侨、王府井、海旅投、海发控，海南免税店从政策落地之初的两市两店增加至三市十店，其中 9 家已开业。免税牌照的增加有望促使国内免税市场从中国中免一家独大向良性竞争转变。市场对行业竞争加剧可能改变行业格局存在担忧，但乐天免税在新进入者的冲击下免税龙头企业的规模优势难以撼动。乐天在首尔运营有明洞总店、世界大厦店、COEX 店，2018 年免税销售额分别为 38 亿美元、9.3 亿美元、1.95 亿美元，同市店面销售额差异巨大，乐天免税明洞总店销售也远高于同在高端旅游购物中心明洞的其他免税店。而我国免税龙头中国中免在国内前十大国际客流机场中的九座拥有免税店，离岛免税方面拥有三亚海棠湾国际免税城与海口即将建成的全球最大旅游零售综合体，2020 年免税零售市占率超 90%，规模优势显著。我们认为免税牌照的增发难以改变行业竞争格局，但有望通过合理竞争做大免税零售市场，随着疫情受控和国内免税业发展壮大吸引国人消费回流，免税市场空间广阔。

图 37：2018 年韩国首尔市内免税销售额（亿美元）

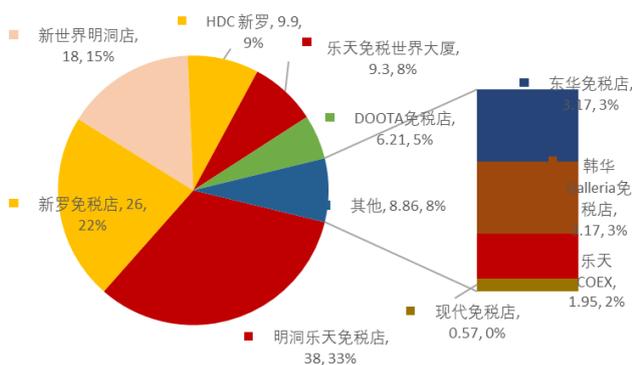
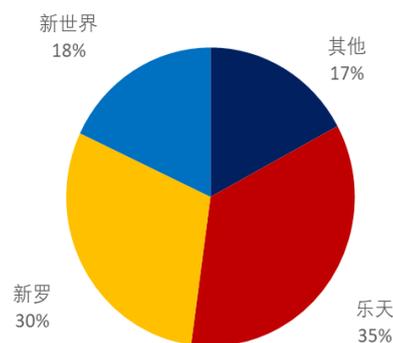


图 38：2019 年韩国免税零售 Top3 占比



资料来源：The Moodie Report，东莞证券研究所

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

3.3. 展望 2022 年，关注离岛免税政策逐步落地与疫情受控后游客数量增长

政策持续利好离岛免税。为降低境外低价免税品对这个消费者的吸引力，吸引消费回流，我国自 2011 年起实施并逐步放宽离岛免税政策。2011 年 4 月海南离岛免税购物政策正式实施以来，离岛免税政策分别在 2012 年、2015 年、2016 年、2018 年、2020 年经历了五次重大调整，通过增加免税限额、次数、品类、提货方式以方便消费者，是海南吸引游客的重要附加因素。2012 年，海南免税购物额度从 5000 元提高到 8000 元，年龄限制放宽至 16 周岁以上，增加 3 类免税商品；2015 年，放宽了香水、化妆品等 11 种热门

品类单次购买数量，新增 17 类免税品；2016 年，取消旅客购物次数限制，提高免税额至 1.6 万元；2018 年，免税额度进一步放宽至 3 万元；2020 年，离岛免税新政，免税购物额度增加至 10 万元并取消单件商品 8000 元的免税限额，新增手机、平板等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高至 30 件。预计在海南自由贸易港的建设中将进一步明确免税品种、负面清单等具体政策，岛民免税与市内免税政策有望加速落地，建议关注低位布局机会，静待政策利好提振市场信心。

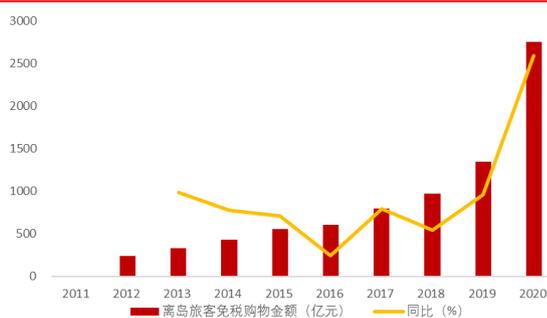
表 4：海南岛离岛免税政策

日期	海南离岛免税政策
2011 年 4 月 20 日	海南离岛旅客免税购物政策正式实施
2012 年 11 月	免税购物限额由 5000 元提高到 8000 元，增加旅客可购买免税商品的数量，购物旅客的年龄限制由 18 周岁以上放宽至 16 周岁以上，免税商品品类由 18 类增加至 21 类
2015 年 3 月 20 日	离岛免税品类由 21 大类增至 38 大类，适当放宽香水、化妆品等热销品类的单次购物数量限制
2016 年 2 月	离岛免税政策取消非岛内居民旅客购物次数限制，每人每年累计免税购物限额提高至 1.6 万元人民币，海南离岛免税店获准开设网上销售窗口
2018 年 12 月 1 日	离岛旅客免税购物政策进行调整，将离岛旅客每人每年累计免税购物限额增加到 3 万元，不限次；岛内居民旅客将享受同等待遇
2020 年 7 月	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》发布，离岛免税购物额从每年每人 3 万元提高至 10 万元，取消单件商品 8000 元免税限额，新增手机、平板电脑等 7 类商品，化妆品单次购买数量从 12 件提高到 30 件
2021 年 2 月 2 日	离岛旅客购买免税品可选择“邮寄送达”提货，岛内居民离岛前购买免税品，可选择“返岛提取”

资料来源：海南省财政厅，东莞证券研究所

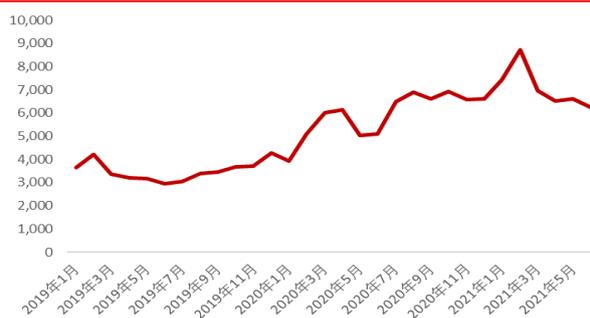
离岛免税市场空间广阔。从离岛免税客单价来看，2020 年离岛免税新政后，离岛免税平均客单价约为 6878.41 元，较 2019 年水平提高 96.14%，新政实施后离岛免税客单价普遍高于新政前水平。2020 年离岛免税购物人数为 149.1 万人次，同比下降 60.36%，离岛免税购物额为 274.78 亿元，同比增长 103.66%，新政对离岛免税意义重大。按 2019 年海南省国内过夜游客数 6680.9 万人次、6878.41 元平均客单价及 14% 的免税渗透率计算，疫情受控后，离岛免税额至少达 643.36 亿元。随着免税渗透的逐渐提高和消费升级下客单价的稳步增长，离岛免税市场空间广阔。

图 39：2011-2020 年海南离岛免税额（亿元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

图 40：离岛免税客单价（元）



资料来源：海口海关，东莞证券研究所

政策引导消费回流。贝恩数据显示，我国的奢侈品消费占全球奢侈品市场的三分之一，但约 70% 发生在海外，主要原因是本土品牌崛起较晚和对境外奢侈品税费附加较高形成明显差价。新冠疫情影响下，海外消费外流受限，海南离岛免税新政的推出有望逐渐吸引消费回流国内。根据贝恩咨询预测，2020 年新冠疫情影响下，我国境内奢侈品市场同比增幅将达到 48%，消费回流有望成为未来几年内我国境内奢侈品市场和免税市场的增长引擎。按 2019 年中国人奢侈品消费 7360 亿元计算，离岛免税若能吸引 30% 的消费回流，将扩大我国免税市场规模近 2208 亿元，相当于我国 2019 年境内免税市场的 4.4 倍。

海南奢侈品消费有望逐渐增长。中免接连与国际知名品牌合作举办钟表节、手袋节、快闪店等活动，品牌丰富度和国际形象逐渐提高，海棠湾国际免税城已吸引了多个高端奢侈品品牌入驻，并推出了多种海南限定的商品套装。预计海口国际免税城建成后将成为全球最大的旅游零售综合体，有望吸引路易威登、香奈儿等顶级奢侈品品牌入驻，为海南离岛免税吸引更多优质消费者。随着海南自贸港建设和旅游零售综合体的建成，海南有望在免税牌照增发的背景下压低免税价格，增加奢侈品种类，抹平因奢侈品高价区和高税率的劣势，吸引奢侈品消费在国际旅行恢复后继续回流国内。

图 41: La Prairie 与中免合作建设的快闪店



资料来源: The Moodie Davitt Report, 东莞证券研究所

展望 2022 年，关注离岛免税政策逐步落地与疫情受控后游客数量增长。海口国际免税城项目有望在 2022 年中投入运营，建成后将成为全球最大的旅游零售综合体，建成后庞大的客流规模与高客单价、高端旅游消费中心的形象等有望吸引顶级奢侈品品牌入驻。预计 2022 年上半年仍将受疫情扰动维持波动复苏，下半年全球疫情有望逐步受控，旅

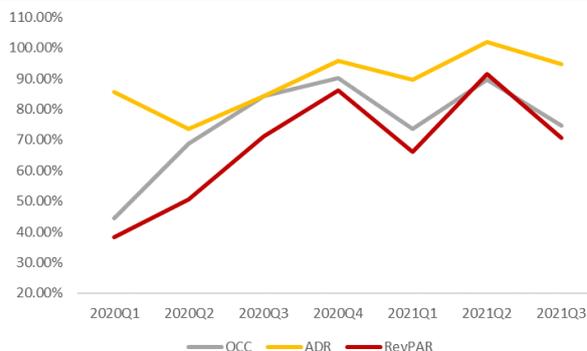
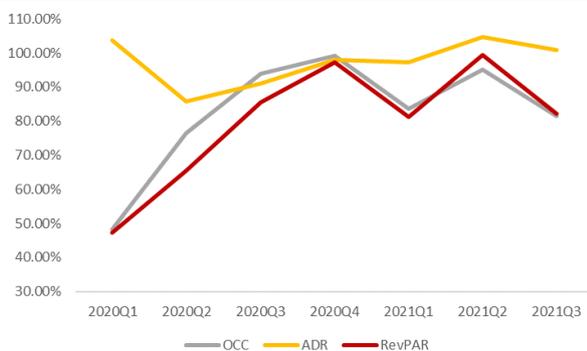
游信心逐步恢复与出境游限制下，离岛免税购物人数有望缓复苏，建议关注免税龙头中国中免（601888）等。

4. 酒店：轻资产模式淡化疫情冲击，寻找龙头超预期收益机会

4.1. 回顾：酒店需求受疫情扰动，中高端占比提升带动价格逐渐回暖

酒店业入住率受疫情扰动，平均房价较为稳定。从连锁酒店龙头锦江酒店和首旅酒店的经营数据来看，2021 年前三季度锦江酒店入住率分别恢复至 2019 年同期水平的 83.56%、95.16%、81.56%，首旅酒店入住率分别恢复至 2019 年同期的 73.71%、89.76%、74.61%，入住率受一、三季度散点疫情扰动，波动较大。2021 年前三季度锦江酒店平均房价分别恢复至 2019 年同期的 97.3%、104.62%、100.91%，首旅酒店平均房价分别恢复至 2019 年同期的 89.7%、101.9%、94.8%，平均房价受疫情影响较小，中高端酒店数量占比较高的锦江酒店平均房价波动小于首旅酒店，表明平均房价主要受中高端酒店占比影响。消费升级与短途游消费能力提高双重影响下中高端酒店消费需求依旧旺盛。

图 42：锦江酒店经营数据恢复至 2019 年同期的 (%) 图 43：首旅酒店经营数据恢复至 2019 年同期的 (%)

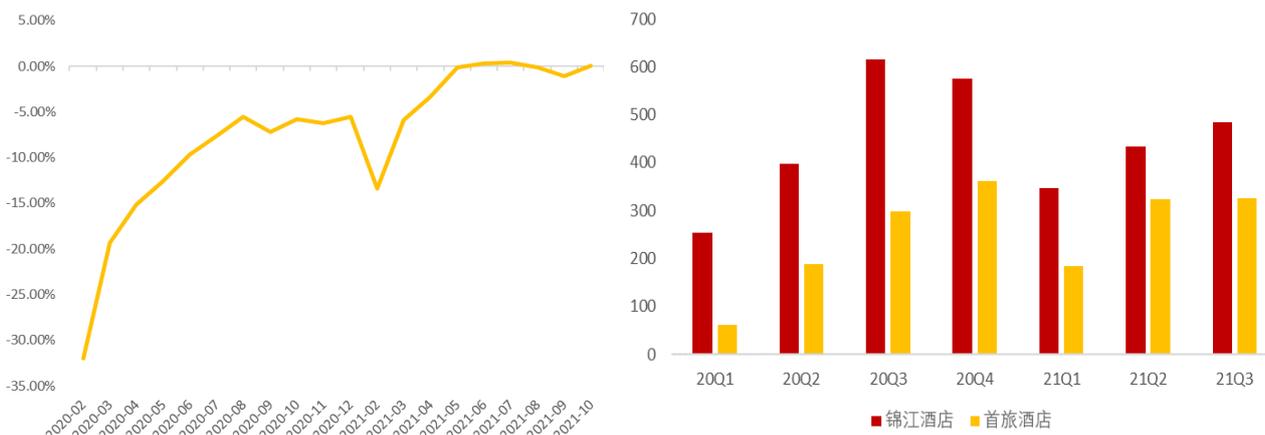


资料来源：公司公告，东莞证券研究所

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

酒店供给受限，连锁化率逐渐提高。根据仲量联行报告显示，截至 2021 年 9 月，中国酒店业投资交易额达到 15 亿美元，已超越 2020 年水平，全年酒店业投资交易额有望达到 20 亿美元，恢复至疫情前水平。2021 年二季度住宿餐饮业固定资产投资额进入快速恢复阶段，至 5 月已基本恢复至 2019 年同期水平。新冠疫情冲击下盈利能力和现金流较差的中小单体酒店率先出清，大量中小单体酒店被挂牌出售，该类酒店的改造成本相对较低，成为连锁酒店翻新挂牌的优先选择。酒店业投资额自 2019 年进入负增长，酒店供给受限，后疫情时代连锁酒店龙头在酒店行业洗牌的情况下开启快速开店模式，逐步提高市占率。根据中国饭店业协会报告显示，2020 年全国住宿业设施的家数和客房数分别为 44.7 万家、1620.4 万间，同比下降 26.48%、14.34%。其中 15 间客房以下的小微住宿设施减少了 10.2 万家，酒店类住宿业减少的 229.4 万间客房中，经济型酒店客房减少了 207.2 万间，而锦江、华住、首旅等连锁酒店龙头开业酒店数与客房数快速提升，集中度持续提升。2021 年前三季度，锦江、华住、首旅开业酒店数量分别达到 10195 家、7345 家、5455 家，开业客房数量分别达到 98.9 万间、69.87 万间、45.73 万间。

图 44：住宿餐饮业固定资产投资累计同比 2019 年 (%) 图 45：锦江、首旅新开酒店数量 (间)



资料来源：东莞证券研究所，wind

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

4.2. 从万豪集团发展路径展望酒店投资方向

从万豪集团发展路径展望酒店投资方向。万豪酒店管理集团是全球知名的酒店管理龙头，旗下拥有 30 多个酒店品牌、7700 多家酒店，覆盖 138 个国家和地区的 1.5 亿名会员客户。万豪集团起源于万豪夫妇在 1927 年开设的一家啤酒摊，随着餐品的不断推出发展成连锁餐饮店，在 1957 年转型酒店业，开设了世界上第一家汽车旅馆。万豪集团曾涉及邮轮、旅行服务等多个行业，但都未有成效，1977 年公司成立了战略规划部，于 80 年代后期确定了酒店管理为核心的发展战略。通过将自有酒店出售给银行等投资者并签订长期管理合同来继续管理酒店，自建酒店并出售给投资人的方式保证了酒店的各方面能符合酒店品牌标准化的要求，而出售物业获得的资金帮助万豪集团以轻资产模式快速扩张，万豪集团成功从酒店运营公司转型为酒店管理集团。

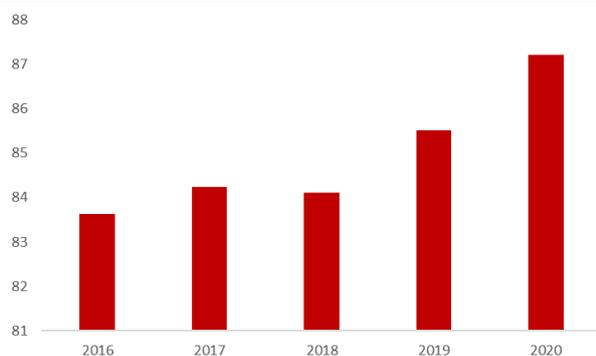
酒店公司快速扩张的必经之路。从万豪集团的成功来看，想要快速扩张的酒店公司必然转型酒店管理公司，而轻资产化、标准化和加盟制度是酒店管理集团的必经之路。酒店公司起家以自建酒店为主，新建酒店投资较大，盈亏平衡期较长，因此酒店公司凭借自建酒店运营模式难以实现快速扩张。为实现快速扩张，酒店公司出售自有物业，获取资金持续投入新酒店建设，实现轻资产化。酒店加盟制度则是酒店品牌得到认可后快速扩张的另一选择，加盟制度下酒店彻底越过了自建酒店的资本投入，只需要把控酒店的建设与管理形成品牌输出便能完成扩张。轻资产化在后疫情时代尤为关键，2021 年受到多轮散点疫情扰动，防疫政策限制下酒店业损失大量跨省游客，整体上看 2021 年前三季度酒店业恢复情况或差于 2020 年下半年。轻资产模式下，酒店管理集团收入结构不再与酒店收入挂钩，变为固定的管理加盟费用加部分利润提成，拥有较好的抗风险能力，低 β 在国内散点疫情扰动下仍能取得不错的营收表现。酒店加盟制度与轻资产模式是酒店快速扩张的主要手段，而标准化则是连锁酒店的基石。酒店管理公司的核心是酒店品牌，品牌是客户选择酒店的重要因素，为了客户能有效识别出品牌因素，提高酒店的复制性，新建酒店的标准化同样必不可少。

4.3. 展望 2022 年：关注酒店龙头市占率提高与中高端化

长期来看，酒店服务将替代价格成为酒店的核心指标。受疫情影响，旅游酒店需求大幅减少，经济型酒店盈利能力受损，倒逼行业向更重视住宿体验的中高端酒店转型。根据

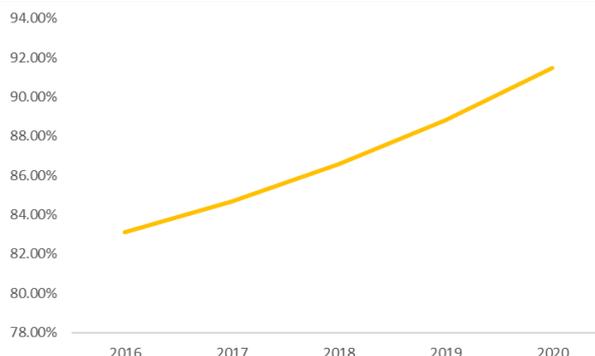
中国饭店协会报告，2020 年全国酒店慧评分达 87.21，同比上升了 1.7 分，全国酒店点评表扬率达 91.5%，同比提高 2.7 个百分点，疫情期间酒店更加重视服务管理，受到了消费者的认可。人们对精神生活的追求使其越发注重旅行中的体验，宅酒店等新兴旅游方式证明了人们选择酒店时会愈加注重酒店服务质量。尤其是在后疫情时代，短途游比例不断提高的情况下，居民有望更多选择周末进行休闲度假游，游客待在酒店的时间将逐渐上升。消费升级与疫情期间消费受限影响下居民储蓄提高，根据携程《旅游流行趋势报告》显示，2021 年上半年每日查询定制豪华游的数量较 2019 年同期增长 140%，体验已逐渐替代经济性成为居民出游选择的核心参考因素。

图 46：全国酒店慧评分



资料来源：中国饭店协会，众荟信息，东莞证券研究所

图 47：全国酒店点评表扬率



资料来源：中国饭店协会，众荟信息，东莞证券研究所

关注连锁酒店下沉市场布局。疫情改变旅游习惯，不同旅游群体的旅游方式进一步分化，酒店业也相应表现出了中高端化及提高三四线城市布局的发展趋势。消费升级与收入二八分化下，酒店需求有望迎来重构。预计后疫情时代将持续受到散点疫情扰动，我国对疫情控制的坚定态度影响下，旅游需求有望从跨省长途游向省内短途游乃至城市周边深度游转化。疫情限制引导短途游习惯，旅游研究院报告显示，2021 年上半年出游的受访者中，有 74.5% 的游客选择了乡村游，其中省内乡村游占比高达 88%。共同富裕与乡村振兴指引下，乡村休闲度假酒店或成为连锁酒店拓展下沉市场方向。关注酒店中高端品牌下沉乡村市场，打造宅度假，住宿与旅游深度结合的休闲度假型酒店有望成为新的热门旅游方式。

展望 2022 年。展望 2022 年，预计酒店行业仍将受散点疫情扰动，我们推荐酒店行业中轻资产化水平较高、开店速度较快、酒店结构逐渐中高端化、品牌形象和服务质量较好的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258）等。

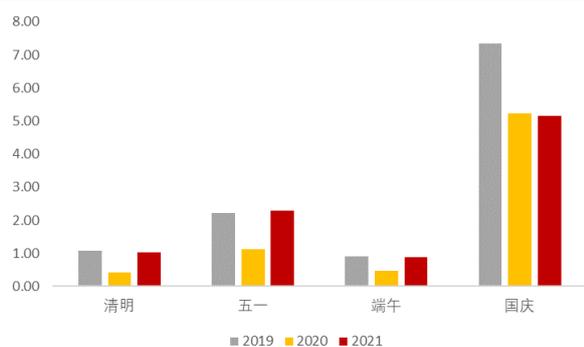
5. 景区：疫情受控预期提高，旅游需求有望逐步复苏

5.1. 回顾：防疫政策限制旅游出行

防疫政策限制下，节假日景区“人从众”难再现。防疫政策限制是景区最大影响因素，疫情冲击下，景区等旅游行业受到影响最大。2020 年 2 月份，景区与剧院等人流密集场所全部暂停营业。至 2020 年 5 月份，景区人数仍被限定在 30% 最大承载量，外加各景区为吸引游客采取了大幅降价等优惠措施，对景区的持续运营带来了较大压力。自 2020

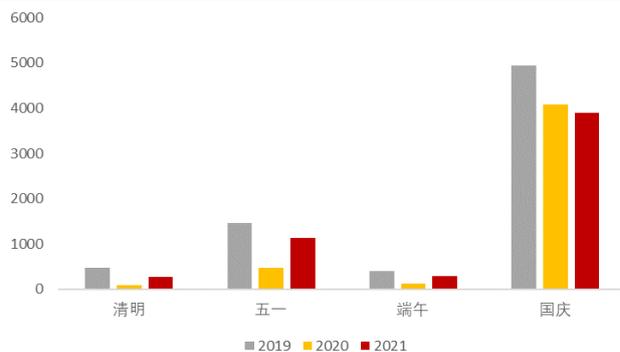
年 5 月疫情得到有效控制后，文旅部逐步放宽景区最大承载人数限制，7 月和 9 月分别放宽到 50%和 75%最大游客承载量。2021 年 3 月文旅部取消了景区最大承载人数限制，不搞一刀切，景区门票价格快速恢复，截至 2021 年 5 月，36 城市著名旅游景点门票价格已超越 2019 年同期水平。但三季度散点疫情扰动下，旅游人数有所下降。分节假日来看，2021 年清明、五一、端午出游人数基本恢复至 2019 年同期水平，但国庆长假出游人数仅恢复至 2019 年同期水平的 70.1%，略低于 2020 年水平；节假日旅游收入恢复落后于旅游人数，清明、五一、端午、国庆分别恢复至 2019 年同期的 56.7%、77%、74.8%、78.6%、59.9%。整体上 2021 年上半年受益于疫情受控，逐步复苏，下半年以南京疫情为拐点，短期受到散点疫情扰动。

图 48：节假日出游人数（亿人次）



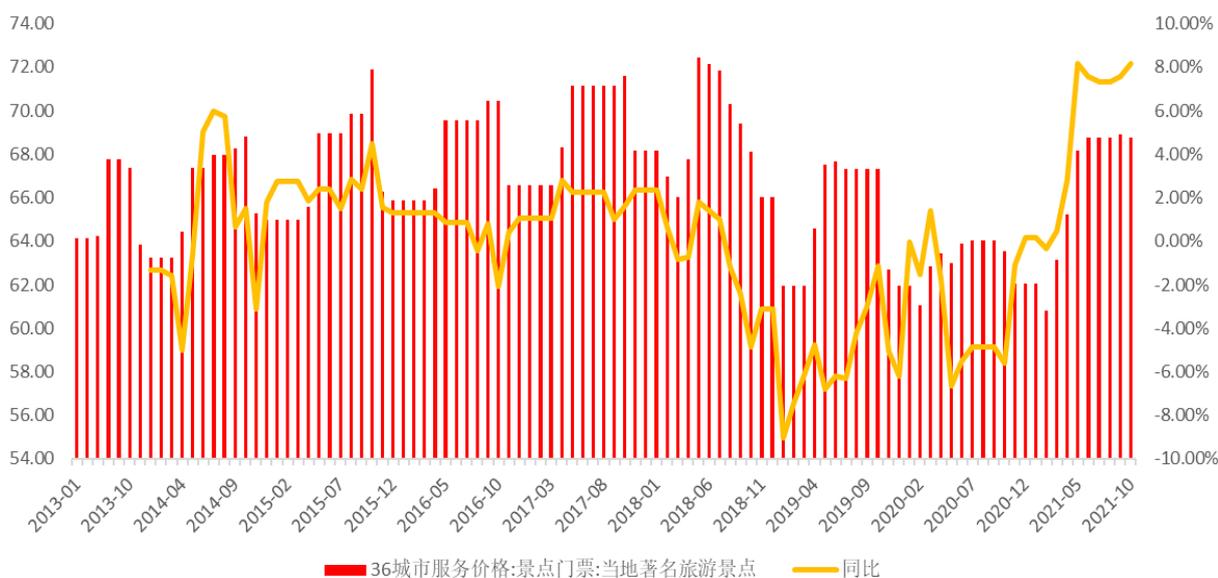
资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 49：节假日旅游收入（亿元）



资料来源：文旅部，东莞证券研究所

图 50：36 城市旅游景点门票价格及其同比 (%)



资料来源：东莞证券研究所，wind

5.2 全球疫情受控预期逐步提高

目前全球完全接种率仍较低，发达国家接种走在前面。全球新冠疫苗自 2020 年 12 月陆续开始接种，截至 2021 年 11 月 29 日，全球新冠疫苗每百人接种量为 101.42 剂次，7 日平均疫苗接种率达 3142.82 万剂次，但全球新冠疫苗完全接种率仅 42.96%，目前全球新冠疫苗完全接种率仍较低。截至 11 月 29 日，接种率前五的国家分别是阿联酋、智利、乌拉圭、冰岛、新加坡，接种量前五的国家分别是中国、美国、日本、墨西哥、俄罗斯。

图 51：全球新冠疫苗接种量（剂）（截至 2021/11/29）图 52：新冠疫苗 7 日平均接种量（截至 2021/11/29）

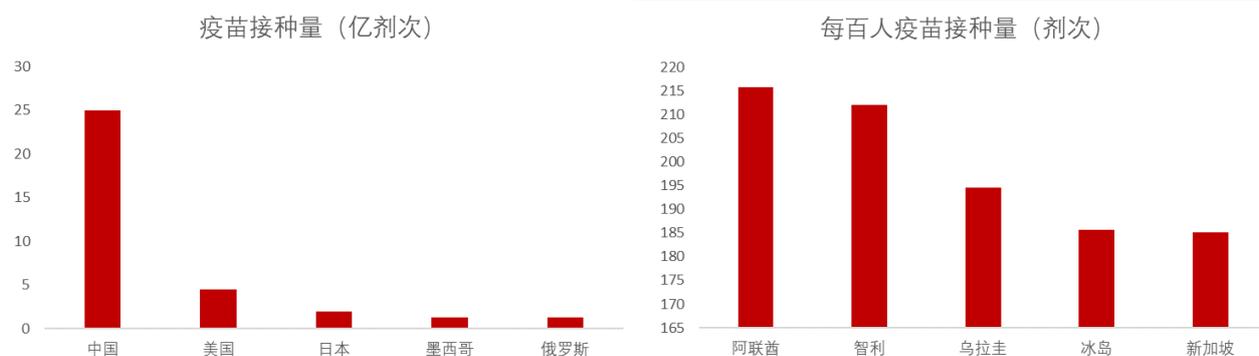


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：同花顺 ifind，东莞证券研究所

图 53：新冠疫苗接种量前五（截至 2021/11/29）

图 54：新冠疫苗每百人接种量前五（截至 2021/11/29）

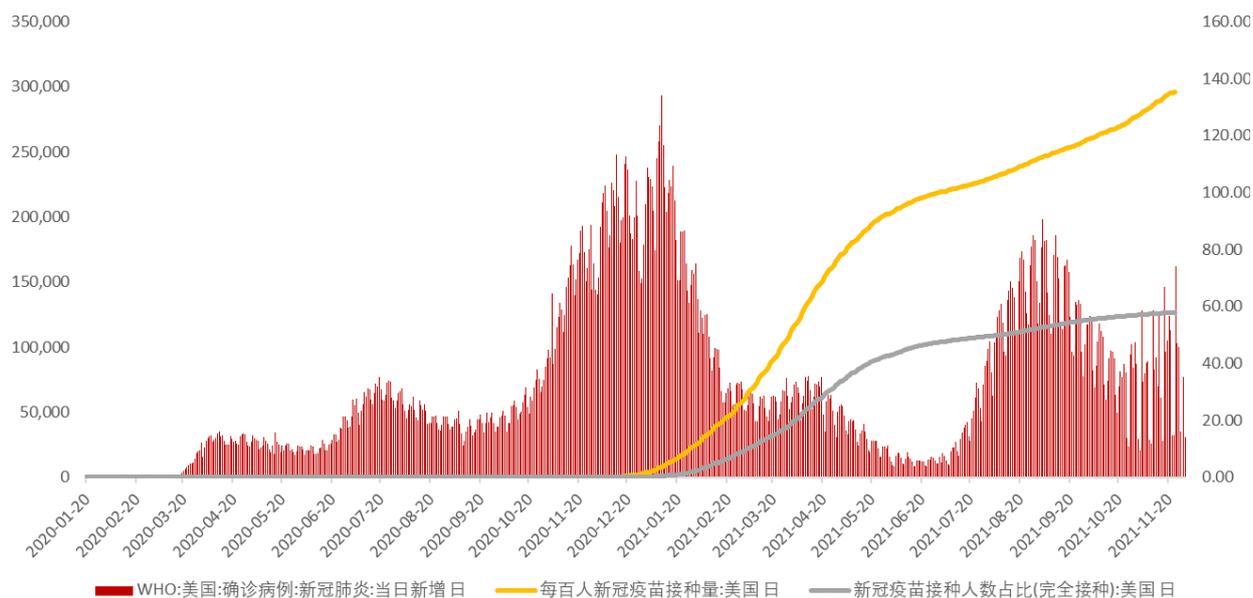


资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

多国开打疫苗加强针，新变种病毒仍较可控。现有疫苗的保护力或将在接种半年后逐渐下降。以美国为例，自 2020 年 12 月初新冠疫苗开打以来，单日新冠肺炎新增确诊数量随新冠疫苗接种率的提高而逐渐下降。2021 年 6 月新冠疫苗完全接种率提升明显放缓及 Delta 变种病毒蔓延影响下，美国新冠肺炎新增确诊病例进入新一轮爆发式增长期，随着美国开打新冠疫苗强化针，新冠肺炎接种率恢复较快增长，新冠肺炎新增确诊数量也再次掉头向下。新冠疫苗面对变种病毒的保护力或逐渐下降，现有疫苗面对新发现的 Omicron 变种免疫效力尚未有结果，但辉瑞表示，在变种病毒出现免疫逃逸的情况下，仍能在 100 天内开发出对应的定制疫苗。全球发达国家陆续开打新冠疫苗强化针，或导致部分发展中国家新冠疫苗供给不足，全球新冠疫苗完全接种率提高到较安全水平或需要较长时间，预计出入境游将在 2022 年至 2023 年初步恢复。

图 55：美国新冠肺炎新增确诊病例与疫苗接种量走势（截至 2021 年 11 月 29 日）



资料来源：东莞证券研究所，wind

新冠特效药物研发突破带动疫情受控预期提高。近期新冠口服治疗药物临床数据接连突破，默沙东研制的 Molnupiravir 公布的临床数据显示，该药物在应对新冠肺炎非住院患者的住院率或死亡率可达 30%，2021 年 11 月 5 日辉瑞宣布其新冠口服药物 Paxlovid 减少新冠肺炎非住院患者的住院或死亡率高达 89%。治疗组住院或死亡率为 0.8% (389 例中 3 例住院，无死亡)，安慰剂组住院或死亡率为 7% (385 例中 27 例住院，其中 7 例随后死亡)。与瑞德西韦等传统注射类新冠治疗药物不同，口服治疗药物意味着轻中症患者可以在家服药等待康复，不会再挤兑病房资源，有望使新冠肺炎“流感化”。若新冠口服治疗药物在投入市场后仍能保持这一数据，将大大降低新冠肺炎病毒的危害性，有望推动新冠肺炎流感化，促进全球旅游业复苏。国产新冠治疗药物研发也稳步推进，君实生物与礼来研发的“Bamlanivimab+Etesevimab”组成的抗体鸡尾酒疗法已获 FDA 批准紧急使用，腾盛博药与开拓药业新冠特效药已进入临床三期。尽管我国长期坚持严格的疫情防控政策，预计随着国产新冠特效药逐渐取得突破，新冠肺炎逐渐流感化，出入境限制有望逐步放松。

表 5：全球主要新冠特效药进展（截止至 2021 年 11 月 30 日）

研发公司	药物名称	临床数据	进展	类别
礼来/君实生物	Bamlanivimab/Etesevimab	降低 70%住院或死亡率，对 Gamma\Delta 变种效果不显著	EUA	注射
再生元/罗氏	Ronapreve	用于治疗不需要补充氧气但有恶化风险的 12 岁以上患者，同时获批用于预防新冠病毒	在欧盟获批	注射
Vir/葛兰素史克	Sotrovimab	高危患者住院或死亡率下降 85%，对所以已知变体均保持活性	EUA	注射
辉瑞	Paxlovid	出现症状早期服用可降低 89%住院或死亡率	临床 III 期，申请 EUL	口服
默沙东	Molnupiravir	降低 30%轻症患者住院和死亡率	临床 III 期，在英国获批	口服

阿斯利康	AZD7442	降低 50%轻症患者住院和死亡率，症状早期患者可降低 67%	临床III期，申请 EUA	注射
Celltrion	Regkirona	降低 70%住院或死亡率	临床III期，在欧洲获批	注射
腾盛博药	BRII-196/BRII-198	降低 78%高风险患者的住院和死亡率	临床三期，申请 EUA	注射
开拓药业	普克鲁胺	降低重症患者死亡率 92%，缩短住院时间 9 天	临床III期	口服

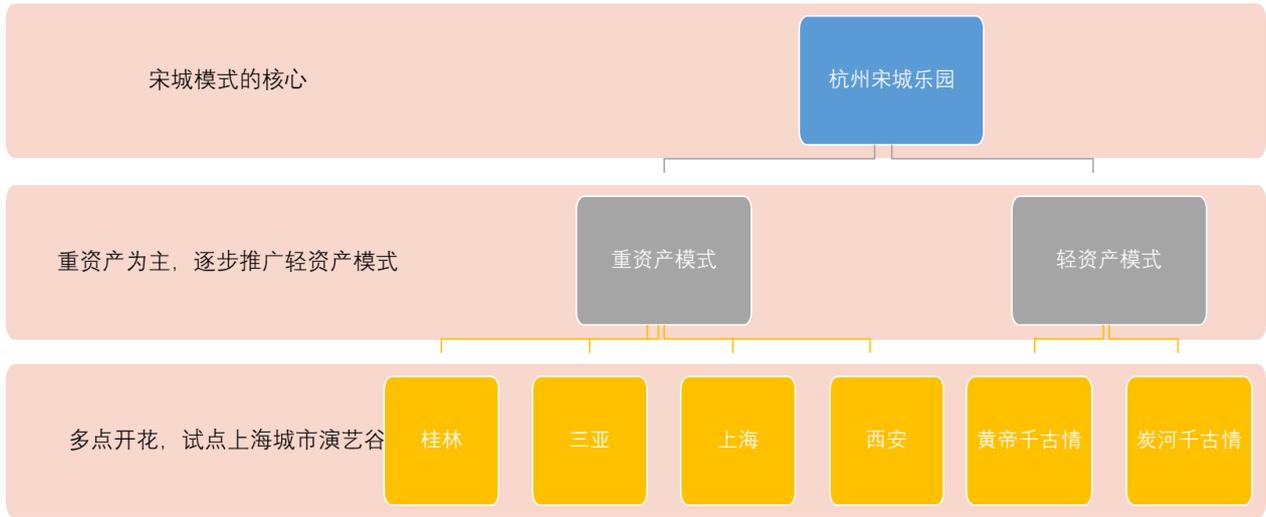
资料来源：公司公告，生物谷，财联社，东莞证券研究所

旅游企业推出新产品刺激旅游经济恢复，促进旅游资源合理分配。疫情发生以来，旅游、航空业损失惨重，2020 年大部分休闲服务行业上市公司亏损。为应对疫情对旅游意愿的冲击，刺激旅游消费，众多旅游企业尝试拓展新业务。各大航企纷纷推出机票盲盒、随心飞等产品，充分利用疫情期间过剩的时刻资源和航班供给，提高产品的性价比，吸引游客消费。神州租车业和飞猪联合打造了“随心租”产品，可在规定事假你范围内享受不限次数和地点的租车服务。双十一期间，各大旅游企业纷纷加入直播带货新模式。根据飞猪数据显示，双十一预售开场 4 小时，星级酒店套餐预订量超过 28 万件，主题公园套餐预订量超 22 万件，截至 11 月 7 日，包括“随心飞”在内的交通新品双十一预订量超 10 万件。预售模式和需提前数天预订的交通新产品有望促进旅游企业对资源的合理分配，能有效提高交通运输效率，解决节假日景区旅游资源供需不匹配的问题。

5.3. 展望 2022 年：关注业绩弹性高，具有可复制性的人工景区龙头

政策限制下景区门票提价困难，人工景区具有可复制性。2019 年 8 月国务院办公厅印发《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，指出要继续推动国有景区门票降价，张家界、黄山、长白山等国有自然景区难以通过提高价格来提高盈利能力，营业收入随着旅游的淡旺季表现出季节性。宋城演艺等人工景区不受国资景区调降门票价格的影响，核心是地理人文历史揉合成的文化体验，相对自然景区存在异地扩张的可能，又普遍结合当地历史、地理与文化打造特色景区。以环球影城为例，全球环球影城普遍包含侏罗纪世界、哈利波特等经典 IP，又在不同地域的环球影城融入了如北京环球影城的功夫熊猫、奥兰多环球影城的辛普森一家、大阪环球影城的任天堂世界等带有当地特色文化的 IP 主题，使游客在不同的环球影城都能有新的体验。宋城演艺作为国内人工景区龙头，以成熟且具有较高可复制性的杭州宋城主题公园为模板，在近十年间迅速布局多个热门旅游景点。凭借出彩的编导实力，结合当地特色历史文化，宋城演艺打造了三亚、丽江、九寨、炭河、桂林、张家界、西安、黄帝等近十个千古情主题公园。千古情项目多位于当地热门旅游景点附近，且主秀场次多安排在下午和晚上，能够作为旅游下一站吸引白天参观完旅游景点的游客前往观看，进一步了解当地的历史文化，强化旅游体验。宋城演艺凭借千古情与热门旅游景点相依存的模式，能有效减少获客成本、增加游客停留时间，从而促进二次消费、增加旅游收入，更易获得当地政府支持。

图 56：宋城模式



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

乡村夜游时间延长，二次消费潜力大。根据中国旅游研究院报告显示，2021 年上半年，约有 81.8%的受访者曾体验乡村夜游，其中约 62.5%的游客在夜间继续选择游乐项目，约 35.4%和 17.4%的游客选择夜游乡村风景和夜间演艺，约 79.9%的游客在夜间游乐时间超过 2 小时，乡村游乐时间延长。更长的游玩时间有望增加餐饮、购物等消费场景，带动二次消费。

图 57：乡村夜游主要游乐项目构成

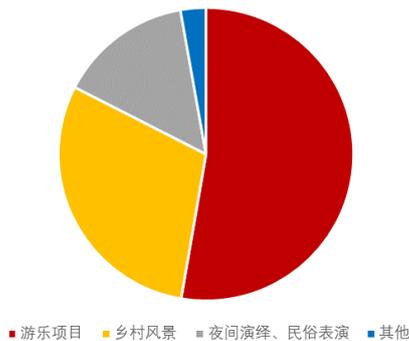
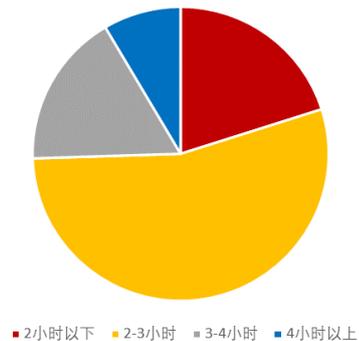


图 58：乡村夜游体验时长



资料来源：中国旅游研究院，巨量引擎，东莞证券研究所

资料来源：中国旅游研究院，巨量引擎，东莞证券研究所

展望 2022 年。预计在国产新冠治疗药物获批上市、全球新冠疫苗完全接种率达到 70%前，旅游景区行业将持续受到输入性疫情扰动，建议关注业绩弹性大，在疫情受控后行业整体低估环境下恢复较快，有望取得 α 收益的人工景区龙头宋城演艺（600144）等。

表 6：重点公司盈利预测及投资评级（2021/11/30）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS (元)			PE			评级	评级变动
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
000796	凯撒旅业	7.38	(0.87)	(0.15)	0.01	(8.48)	(49.20)	738.00	谨慎推荐	维持
300144	宋城演艺	13.20	(0.67)	0.24	0.48	(19.70)	55.00	27.50	推荐	维持
000888	峨眉山 A	5.96	(0.07)	0.20	0.38	(85.14)	29.80	15.68	谨慎推荐	维持

600258	首旅酒店	23.20	(0.50)	0.20	0.92	(46.17)	118.88	25.23	推荐	维持
600754	锦江酒店	52.18	0.10	0.29	1.34	506.62	178.47	38.98	推荐	维持
601888	中国中免	205.45	3.14	5.48	7.41	65.33	37.51	27.74	推荐	维持

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6. 投资策略

维持对行业的“推荐”评级。短期内行业仍将受到散点疫情扰动，但我国对新冠病毒严防死守的防疫态度能有效控制病毒传播，对新冠病毒及其变种不必过于悲观，新冠疫苗接种量的提高与治疗药物研发推进下，新冠流感化趋势不改，2022 年休闲服务行业有望缓复苏。长期来看疫情倒逼行业内部洗牌，减少供给，而疫情基本受控后需求恢复作用下行业景气度有望加速上升。短期内推荐加盟占比高，业绩稳定，受疫情影响较小的连锁酒店龙头锦江酒店（600754）、首旅酒店（600258），中长期推荐享受消费升级、消费回流与自贸港政策扶持多重利好的免税龙头中国中免（601888）和业绩高弹性、有较高复制性的人工景区龙头宋城演艺（300144）等。

7. 风险提示

- （1）新冠疫情持续反复。
- （2）出境游恢复不及预期
- （3）行业政策风险。
- （4）宏观经济下行风险。
- （5）行业竞争加剧导致盈利能力下降。
- （6）新建项目速度不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn