

# 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中国中免	601888.SH	203.3	买入
中青旅	600138.SH	9.58	买入
首旅酒店	600258.SH	23.9	买入
天目湖	603136.SH	15.14	买入
宋城演艺	300144.SZ	13.15	买入
锦江酒店	600754.SH	53.05	增持
岭南控股	000524.SZ	6.97	增持
众信旅游	002707.SZ	5.42	增持
丽江股份	002033.SZ	5.73	增持
长白山	603099.SH	10.69	未有评级
黄山旅游	600054.SH	8.92	未有评级
凯撒旅业	000796.SZ	7.44	未有评级

资料来源：万得，中银证券

以2021年11月29日当地货币收市价为标准

## 相关研究报告

《社会服务行业周报：中免通过港股上市聆讯，国内游景气度稳提升》20211128

《社会服务行业周报：中免港股上市将近，冰雪游望促吉林产业升级》20211121

《社会服务行业周报：海南持续丰富免税购体系，中免港股上市获批》20211114

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

## 休闲服务

证券分析师：包仁诚

(8621)20328590

rencheng.bao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521070002

# 休闲服务 2022 年投资策略

## 文旅经济波动回暖，行业出清龙头凸显

2021年我国经历境外输入疫情及国内疫情散发，在内外防控措施下，使得文旅企业处于波动回暖趋势。免税行业仍旧强者恒强，离岛免税新政持续发酵、消费回流双循环、税收优惠等多项利好使免税龙头企业盈利能力稳步提升。景区接待量还未完全恢复，景区业绩呈现波动回暖趋势。酒店经营数据 OCC、ADR、RevPAR 震荡上涨恢复业绩。疫苗接种人数不断攀升，加强针的开放和特效药的研发都在为文旅业完全恢复助力，全球范围内的疫情逐渐控制，出境游恢复是大势所趋，文旅行业仍有较强韧性。

### 支撑评级的要点

- **国内旅游经济复苏呈现波动式回暖态势。**2021年国内旅游市场迎来全面复苏，但仍面临境外输入型病例影响，局部地区疫情零星散发时有发生，文旅市场达到完全恢复仍存在诸多不确定因素。2021年前三季度国内旅游人次为26.89亿，同比增长39.1%，恢复到19年同期58.8%；旅游总收入为2.37万亿元，同比增长63.55%，恢复至19年同期54.4%。四季度的十一假期，冬季冰雪旅游有望再次刺激旅游消费。
- **疫苗+特效药有望促使全球疫情有望加速好转，出入境游指日可待。**我国疫苗接种已超过24亿剂，加强针各地区逐步开放，第一批新冠特效药有望在年底批准上市，随着加强针和特效药的推广，境内外疫情冲击有望不断弱化，利好国内酒店客流、景区接待量实现完全恢复，同时也利好已布局境外业务的酒店头部企业和以出入境游为主营业务的旅行社。境外业务的恢复或将与境内外业务形成共振，提升企业业绩。
- **离岛免税热度不减，三大渠道发展助力免税行业。**自离岛新政实施后，离岛免税销售火热，2021年十一假期单日销售额创新高。境外消费回流、海南国际旅游消费中心和自由贸易岛建设不断刺激我国离岛免税发展。国家与各省市区政府近年来不断出台市内免税店布局规划，市内免税政策有望加快落地实施。虽口岸免税暂时还未复苏，但目前境内外疫情发展向好，口岸免税有望加速恢复。离岛、市内、口岸免税三大渠道结合线上与线下零售或将促使我国免税市场继续做大做强。
- **文旅行业数字化转型加速，迭代创新浴火重生。**疫情洗礼倒逼文旅行业加速数字化转型，结合新在线经济体产生新业态，发展沉浸式、一站式、个性化旅游产品。乡村旅游、冰雪旅游有别于传统旅游形式，市场广阔，发展潜力较大，可能成为未来旅游行业新增量。文旅产品为应对疫后消费转变需进行有效的迭代创新，提升服务质量，厚积薄发静待文旅行业完全恢复。

### 重点推荐

- 中国中免、锦江酒店、首旅酒店、宋城演艺、天目湖、丽江股份、中青旅、众信旅游、岭南控股。建议关注冬奥会及冰雪旅游标的，处于乡村振兴进程中的目的地标的。

### 评级面临的主要风险

- 全球疫情反复、行业复苏不及预期、政策落地及执行不及预期。

## 目录

1 申万休闲服务板块整体业绩表现.....	5
2 文旅经济宏观影响及消费变化 .....	8
3 免税：离岛免税热度不减，头部多重利好叠加助增长.....	14
4 酒店：龙头企业逆势扩张，行业集中度有望提升 .....	19
5 旅行社：疫下积极谋变革，转型升级应对后疫情时代 .....	25
6 景区：景区全面复苏，正常化经营仍取决于疫情 .....	30
7 2022 年度投资策略 .....	38
风险提示.....	39

图表目录

图表 1. 申万一级行业年初至今区间涨跌幅 .....5

图表 2. 申万一级行业年中至今区间涨跌幅 .....5

图表 3. 休闲服务各行业营收.....6

图表 4. 休闲服务各板块三季报净利润 .....6

图表 5. 休闲服务行业营收净利增速 .....6

图表 6. 休闲服务行业个股年初至今股价涨跌幅.....7

图表 7. 休闲服务行业个股年中至今股价涨跌幅.....7

图表 8. 国内旅游五一假期市场情况 .....8

图表 9. 国内旅游十一假期市场情况 .....8

图表 10. 本轮最新疫情导致跨省游熔断政策时间轴 .....9

图表 11. 我国新冠疫苗接种量.....10

图表 12. 全球部分国家每百人新冠疫苗接种量 .....10

图表 13. 疫情前游客旅游出行方式选择占比 .....10

图表 14. 疫情后游客旅游出行方式选择占比 .....10

图表 15. 疫前中国乡村旅游人数及增长率.....11

图表 16. 2020 年中国乡村旅游消费者旅游频次.....11

图表 17. 推动文旅产业数字化改革的政策.....12

图表 18. 三大机场 2019 年出入境旅客吞吐量及占比 .....14

图表 19. 离岛免税销售量.....15

图表 20. 离岛免税渗透率 .....15

图表 21. 近年来有关市内免税政策整理 .....15

图表 22. 中国中免前三季度营收及利润变化.....16

图表 23. 2020 年全球免税企业营业额排行.....17

图表 24. 日上上海营收及利润变化.....17

图表 25. 三亚国际免税城营收及利润变化.....17

图表 26. 单季度星级酒店数量.....19

图表 27. 2015 年-2020 年中国单体酒店数量及客房数.....19

图表 28. 中国酒店品牌市场集中度.....19

图表 29. 2020 年中国 10 大酒店集团市占率 .....19

图表 30. 星级酒店营收变化 .....20

图表 31. 星级酒店平均出租率变化 .....20

图表 32. 星级酒店平均房价变化 .....20

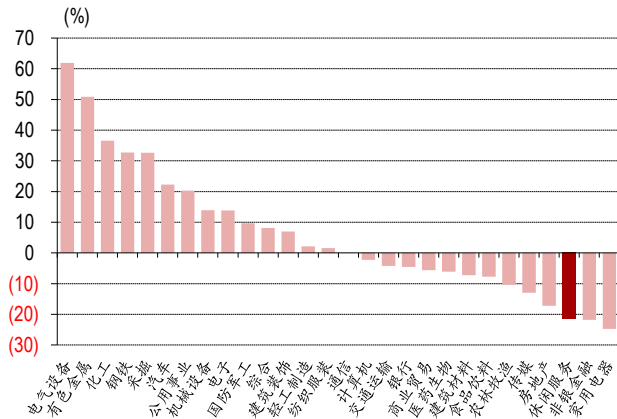
图表 33. 星级酒店可供出租客房收入变化.....20

图表 34. 锦江、华住、首旅如家的加盟管理费收入及占比 .....	21
图表 35. 首旅酒店前三季度营收及净利变化 .....	21
图表 36. 2021 年首旅酒店三季度新开店数 .....	22
图表 37. 锦江酒店前三季度营收及净利变化 .....	23
图表 38. 2021 年锦江酒店已开业酒店情况 .....	23
图表 39. 中国旅行社数量变化趋势 .....	25
图表 40. 中国旅行社接待国内游客人次 .....	25
图表 41. 2011-2020 年铁路客运量发展变化 .....	26
图表 42. 近十年公路及高速公路变化情况 .....	26
图表 43. 近十年私家车数量 .....	26
图表 44. 2021 五一假期游客出行方式 .....	26
图表 45. 中青旅前三季度营收、归母净利润变化 .....	27
图表 46. 中青旅旗下景区前三季度营收变化情况 .....	28
图表 47. 中青旅旗下景区接待游客数变化情况 .....	28
图表 48. 岭南控股前三季度营收、归母净利润变化 .....	28
图表 49. 众信旅游前三季度营收及净利变化 .....	29
图表 50. 国庆节全国接待国内旅游总人数 .....	30
图表 51. 国庆节国内旅游收入 .....	30
图表 52. 2021 年预计国内游客数量 .....	30
图表 53. 2021 年预计国内旅游总花费 .....	30
图表 54. 中国冰雪旅游总人次 .....	31
图表 55. 中国冰雪旅游总收入 .....	31
图表 56. 中国冰雪旅游人均消费情况 .....	32
图表 57. 宋城演艺前三季度营收、归母净利润变化 .....	33
图表 58. 宋城演艺项目整理 .....	34
图表 59. 天目湖前三季度营收、归母净利润变化 .....	35
图表 60. 天目湖主营业务收入构成 .....	35
图表 61. 天目湖主要业务产品毛利率 .....	35
图表 62. 丽江股份前三季度营收、归母净利润变化 .....	36
图表 63. 丽江股份索道业务营收及毛利率 .....	37
图表 64. 丽江股份三大索道接待游客量 .....	37
图表 65. 丽江股份主营业务营收占比 .....	37
图表 66. 丽江股份酒店业务营收及毛利率 .....	37
附录图表 67. 报告中提及上市公司估值表 .....	39

## 1 申万休闲服务板块整体业绩表现

### 1.1 申万休闲服务年初至今表现

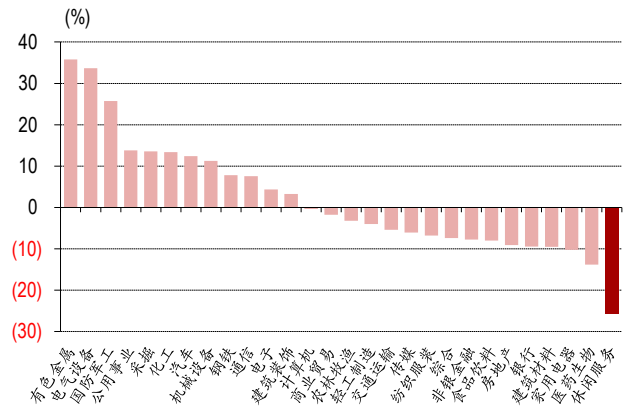
图表 1. 申万一级行业年初至今区间涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

注：截止时间为 2021 年 11 月 29 日

图表 2. 申万一级行业年中至今区间涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

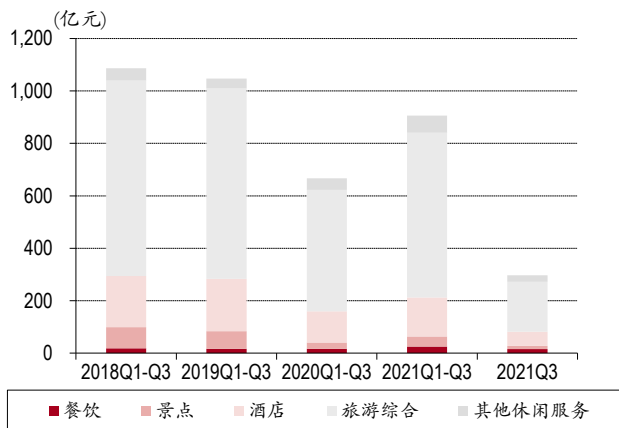
注：截止时间为 2021 年 11 月 29 日

**2021 年申万休闲服务行业年初至今股价跌幅较为明显。**2021 年年初开始我国依旧受到输入性病例影响，散发疫情不时扰动民众生活。休闲服务行业是受到较大影响的行业之一，众多公司业绩不及预期，资本市场反应明显，整体板块的股价涨跌幅趋势已大致反应行业发展概况。根据数据显示，从 2021 年年初至 11 月 29 日 A 股市场涨跌参半，休闲服务行业在申万 28 个一级行业中排名倒数第三。主要系 2021 年年初受到疫情反复和就地过年政策影响，待到疫情管控良好后不久，5 月广州、7 月南京疫情相继出现，并扩散到全国多地，导致多个客源地和旅游目的地实施跨省熔断机制，原本文旅行业中业绩较好的三季度表现欠佳。年初就地过年政策和 5 月疫情影响到广、深居民出游，均对海南游客量造成减少，从而在一定时间内影响离岛免税销售额，因此免税龙头企业中国中免业绩勉强达到预期，疫情及出游政策对免税企业业绩影响较为明显。此外，中国中免也是休闲服务板块中权重占比较大的公司，中国中免的股价波动对休闲服务板块影响较大。

**下半年休闲服务行业排名末尾。**2021 年年中至今，休闲服务行业股价涨幅在申万 28 个一级行业中排名末尾。休闲服务行业业绩在第三季度表现不佳，主要系受到暑期国内疫情出现导致传统出游旺季戛然而止，部分地区暂停中高风险地区跨省游，部分位于中高风险地区景区暂停营业，使得部分景区一直处于间隙性营业状态，因此 2021 年第三季度国内旅游恢复势头暂缓，文旅行业相关企业营收恢复性上涨均遇到阻碍。因此当文旅部公布第三季度国内旅游情况和公司公布第三季度财报后，文旅行业 A 股上市公司股价均有不同程度的下降。根据文旅部数据显示，第三季度我国旅游总人次达到 8.18 亿，同比下降 18.3%，中秋 3 天假期国内旅游总人次为 8,815.93 万人次，同比恢复至 19 年同期水平 87.2%，实现旅游总收入 371.49 亿元，同比 2019 年恢复至 78.6%。此外，由于相关文旅企业在疫情期间做打折促销，也在一定程度影响企业恢复。

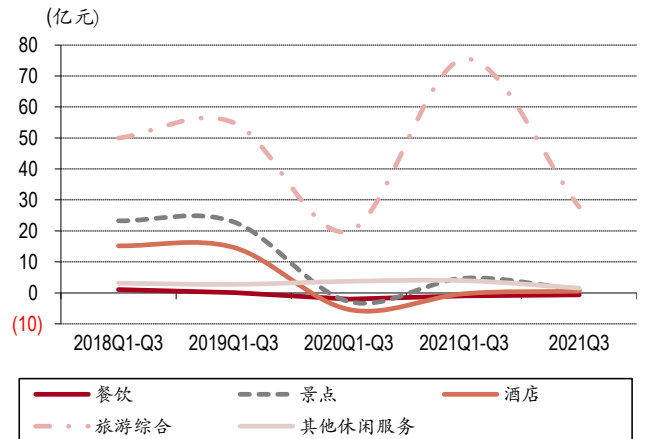
## 1.2 申万休闲服务子版块及个股表现

图表 3. 休闲服务各行业营收



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 休闲服务各板块三季度报净利润



资料来源：万得，中银证券

**2021 休闲服务行业子版块前三季度业绩震荡，Q3 业绩受疫情扰动恢复暂缓。**申万休闲服务行业 2021 年前三季度实现营业收入 905.99 亿元，同比上涨 35.91%；实现归母净利润为 82.27 亿元，同比上涨 513.99%。第三季度实现营收 289.11 亿元，同比下滑 0.78%，环比 Q2 下调 11.07%；实现归母净利润为 49.15 亿元，同比增长 14.78%，环比 Q2 下滑 10.51%。其中餐饮行业前三季度实现营收为 13.83 亿元，同比上涨 63.86%，净利亏损 1.73 亿元，同比减亏 43.65%；Q3 实现营收 4.23 亿元，同比增长 6.35%，环比减少 16.49%，归母净利亏损 0.63 亿元，环比 Q2 由盈转亏。景点行业前三季度实现营收共 38.38 亿元，同比上调 58.55%，实现净利为 4.74 亿元，同比增长 271.56%；Q3 营收为 12.49 亿元，同比上涨 153.12%，环比 Q2 下降 26.01%，实现归母净利为 1 亿元，同比环比均下降，幅度为 64.77%及 76.66%。酒店行业前三季度实现营收 149.37 亿元，同比上涨 25.44%；净利润亏损 0.32 亿元，同比增长 94.17%；Q3 实现营收共 53.38 亿元，同比上涨 3.86%，但环比有所下降，下降幅度为 2.84%；实现净利 0.53 亿元，同比下降 56.98%，环比 Q2 下降 87.10%。旅游综合行业前三季度实现 627.46 亿元营收，归母净利 75.44 亿元，分别同比上涨 35.59%、278.32%；Q3 营收共 190.74 亿元，同比环比分别下降 5.51%、14.17%，净利为 27.70 亿元，同比环比分别上涨 33.93%、17.52%。综合来看，旅游综合板块盈利能力最好，是休闲服务中第三季度唯一实现净利增长的行业，其中中国中免受多重利好，盈利能力有所提升，也带动旅游综合板块提高净利，其他行业 Q3 均受到疫情扰动影响，盈利能力同比有所下滑。

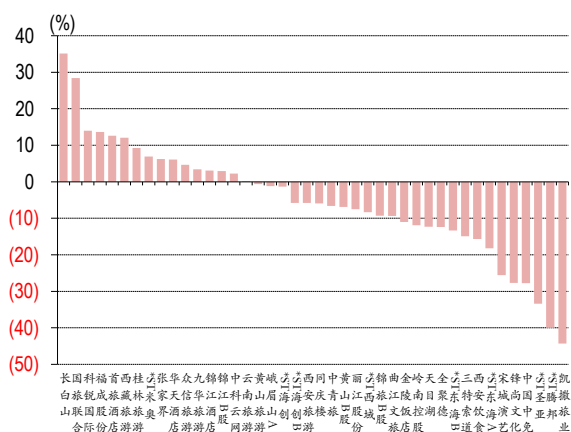
图表 5. 休闲服务行业营收净利增速

板块名称	营收增速 (%)			净利增速 (%)		
	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3	2020Q1-Q3	2021Q1-Q3	2021Q3
餐饮	(48.72)	50.70	6.35	(2.01)	(0.94)	(6.25)
景点	(64.62)	58.55	(9.32)	(2.79)	4.74	(64.77)
酒店	(40.49)	25.44	3.86	(5.41)	(0.32)	(56.98)
旅游综合	(36.79)	35.59	(5.51)	19.91	75.44	33.93
其他休闲服务	(6.29)	49.66	44.56	3.74	3.94	(26.17)

资料来源：万得，中银证券

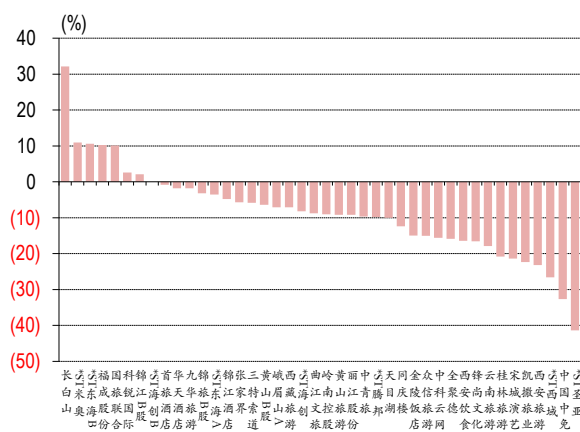
**免税概念逐渐冷静，回归理性业绩恢复成重点。**从个股来看，休闲服务 37 个公司在 21 年前三季度处于盈利趋势共 20 个公司，第三季度处于盈利状态共有 17 个公司，因受到暑期疫情扰动，仅有 10 个公司在单三季度持续盈利或减亏。在经过 2020 年资本对于免税概念重点关注后，2021 年开始趋于理性，免税企业在海南的营收及业绩表现成为焦点。由于我国出入境旅游仍未开放，凯撒旅业 2021 年股价下降幅度最大，达到 44.31%。主营免税业务的中国中免也未展现强势，由于业绩增速与预期存在差距，从年初截止到 11 月 29 号，其股价也下滑 27.77%。反观冰雪旅游逐步成为热点，自北京获得 2022 年冬奥会举办权以来，我国冰雪旅游市场有明显增长，根据飞猪数据显示，2021 年双十一期间滑雪游、雪乡游等冰雪旅游项目预订量同比增长 206%。四季度即将到来的冰雪季及 2022 年一季度冬奥会的召开均利好围绕冰雪项目为主营业务的企业个股，长白山从 21 年 6 月底至今股价涨幅已达到 35.15%。首旅酒店的股价上涨除自身业绩恢复外，还受益于华北地区的冰雪旅游发展、冬奥会召开和环球影城开业的溢出效应。未来可持续关注有关涉及到冰雪产业的个股发展。

图表 6. 休闲服务行业个股年初至今股价涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 休闲服务行业个股年中至今股价涨跌幅



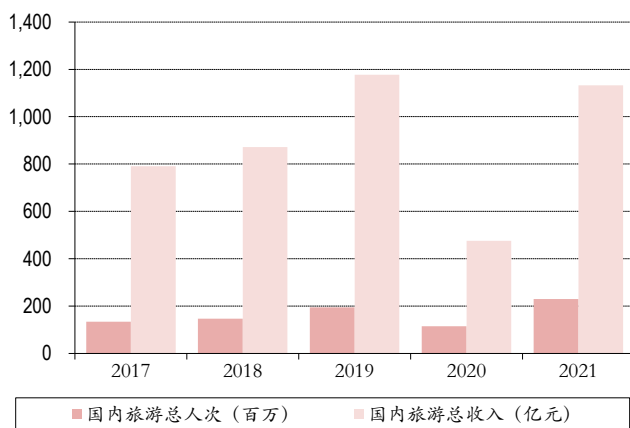
资料来源：万得，中银证券

## 2 文旅经济宏观影响及消费变化

### 2.1 疫情影响反复，文旅业全面复苏道阻且长

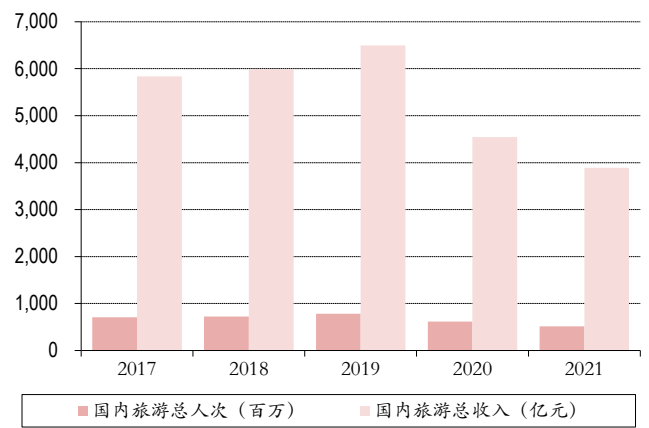
**旅游业复苏因疫情扰动任重道远。**2021年国内旅游市场实现全面复苏，但仍然面临境外输入疫情影响，局部地区零星散发疫情时有发生；出境游开放依然面临挑战，因此旅游市场实现完全恢复仍存在众多不确定因素。根据文旅部旅游数据显示，2021年前三季度国内旅游总人次达到26.89亿，同比20年上涨39.1%，恢复至19年同期水平的58.5%。国内旅游总收入达2.37万亿元，同比20年上涨63.5%，恢复至19年同期水平的54.4%。经计算，每次旅游人均消费879.68元，同比2020年上涨17.5%。虽2021年五一假期旅游人次超过19年同期水平，且国内旅游总收入接近19年，但不能忽视的是2021年五一假期总共为5天，而19年五一假期仅为4天，因此判断恢复情况仍比正常年份存在一定差距。因受到疫情不断扰动，导致2021年国庆假期国内旅游总人次和旅游收入与预期存在较大差距，旅游业全面恢复的道路仍旧道阻且长。

图表 8. 国内旅游五一假期市场情况



资料来源：海口海关，中银证券

图表 9. 国内旅游十一假期市场情况



资料来源：海口海关，中银证券

**疫情散发导致跨省游熔断常态化，文旅行业复苏或将引来持久战。**跨省游熔断的常态化是我国疫情防控常态化在文旅行业的具体表现，意味涉及文旅防控政策从紧从严的大环境仍未改变，包括景区旅游在内的文旅行业复苏进入了与疫情对抗的“持久战”。根据执惠旅游不完全统计，2020年6月15日中国民航首次熔断至2021年7月6日，民航局累积实施261次熔断，熔断航班551班。累计实施10次控制客座率措施，控制客座率运行航班共40班，所有航班入境客座率均在40%以下。2021年8月5日，是文旅业“熔断”的一个重要时间节点，文旅部印发加强跨省游管理的通知文件，其中提到：一、即日起，结合疫情防控中高风险地区管理措施，调整跨省旅游经营活动管理政策，实施联动管理。对出现中高风险地区的省（区、市），立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。二、省（区、市）内无中高风险地区后，可恢复旅行社及在线旅游企业经营该省（区、市）跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。可以说跨省游常态化熔断，就此埋下伏笔。2021年8月18日上海新增一例病例，出现中风险地区，上海出台紧急通知，跨省游迅疾再被暂停，距离上述恢复通知还不到一天。24小时内，跨省游经历恢复到暂停，尚是首次。上海本次举动将此熔断更明确化，成为接下来省市目的地防疫与旅游恢复开放的直接参考，疫情常态化、防疫常态化、跨省游熔断常态化，目的地景区和旅游服务行业进入与变种毒株较长时间共存的状态。这次最新疫情中，跨省游熔断成为更高频词汇。截至10月28日17时，根据执惠旅游不完全统计，陕甘宁、云贵川、山东、河南、内蒙古、北京暂停跨省游，其中涉及跨省游熔断提法的有河南、内蒙古、甘肃、宁夏、四川和山东等。



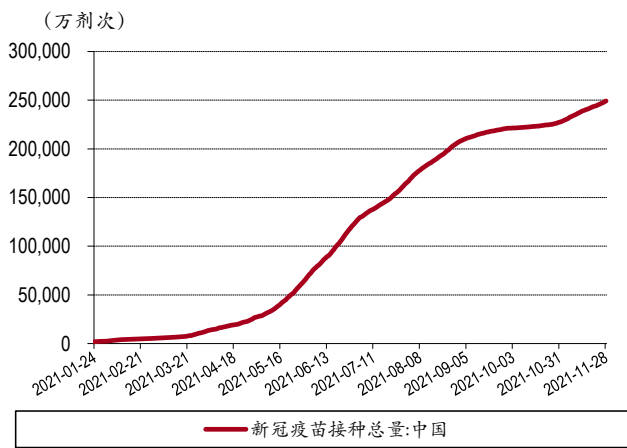
图 10. 本轮最新疫情导致跨省游熔断政策时间轴

时间	省份	主要内容
2021/10/22	贵州	即日起, 立即暂停贵州全省旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。贵州省无中风险地区后, 可恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。要求贵州各市(州)文化和旅游局要严格按照《旅行社有序恢复经营疫情防控措施指南》有关要求, 指导辖区内旅行社及在线旅游企业提高认识, 妥善处理游客退团退费合理诉求, 维护游客与旅游企业的合法权益, 扎实做好疫情防控工作。
2021/10/23	北京	北京新冠肺炎疫情防控工作领导小组召开会议, 提出严格社会面防控, 暂停跨省旅游, 在途团队加强防疫管理。减少大型会议、论坛等聚集性活动, 社区棋牌室等密闭场所暂停开放。
2021/10/23	陕西	即日起暂停旅行社组织跨省团队旅游, 暂停旅行社接待跨省旅游团队; 未出发的跨省游团队要立即取消或者更改、延期旅游行程。
2021/10/23	云南	即日起, 结合疫情防控中高风险地区管理措施, 调整跨省旅游经营活动管理政策, 实施联动管理。对出现中高风险地区的省(区、市), 立即暂停旅行社及在线旅游企业经营该省(区、市)跨省团队旅游及“机票+酒店”业务; 省(区、市)内无中高风险地区后, 可恢复旅行社及在线旅游企业经营该省(区、市)跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。
2021/10/23	内蒙古	已经关停自治区本级图书馆、博物院、展览馆、艺术剧院等公共文化场所和大型演出活动。各盟市文化旅游主管部门采取联合执法、明察暗访、实地查看等多种方式, 对各类文化旅游场所、单位开展疫情防控专项检查。列为中高风险地区的盟市(二连浩特市), 严格实施“熔断”机制。暂停旅游活动, 暂停举办各种文艺演出、展览和群众性、聚集性文化旅游活动。关闭旅游景区、图书馆、文化馆、剧场、互联网上网服务场所、游艺场所、歌舞娱乐场所等公共文化和旅游服务场所。低风险地区进一步抓好文化和旅游行业疫情防控工作, 一旦升级为中高风险地区, 立即启动“熔断”机制, 当前严格落实常态化疫情防控各项要求。
2021/10/24	甘肃	甘肃省文化和旅游厅、甘肃省卫健委联合宣布, 全省立即暂停旅游活动, 关闭省内所有旅游景区、文化娱乐场所、旅游演艺场所、影剧院、互联网上网服务场所、公共文化服务场所; 暂停举办各种文艺演出、展览和聚集性群众性文化活动。
2021/10/21	宁夏	立即启动跨省旅游经营活动管理“熔断”机制。暂停旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务, 不得接待中高风险地区游客来宁旅游。不得组织游客前往省外中高风险地区旅游, 不得开展前往省外中高风险地区的“机票+酒店”业务。
2021/10/26	四川	除了督促各 A 级旅游景区、公共文化场馆等文旅场所严格落实限量、预约、错峰要求, 严格执行跨省旅游经营活动“熔断”机制、暂停经营旅游专列业务等要求外, 还明确减少各类聚集性活动, 活动规模超过 100 人的, 参加人员必须进行核酸检测。
2021/10/26	河南	按照要求, 全省文旅系统应严格执行跨省旅游经营活动管理“熔断”机制, 立即暂停我省旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。省内无中高风险地区后, 可自行恢复旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”业务。旅行社及在线旅游企业要严格按照《旅行社新冠肺炎疫情防控工作指南》(第三版)有关要求, 从严从紧, 从细从实做好游客招揽、组织、接待等环节的疫情防控工作, 严格按照规定做好团队行前和行程管理, 妥善处置团队行程中的突发事件。
2021/10/27	山东	针对山东省日照市五莲县洪凝街道学府壹号小区宣布为中风险地区, 按照文化和旅游部办公厅《关于积极应对新冠肺炎疫情进一步加强跨省旅游管理工作的通知》要求, 暂停全省旅行社及在线旅游企业经营跨省团队旅游及“机票+酒店”旅游产品, 待省内无中高风险地区后, 自行恢复跨省旅游经营活动。通知要求旅行社及在线旅游企业要及时做好善后工作, 妥善处置游客退团退款事宜, 最大限度满足游客合理化诉求。加强在途团队游客疫情防控, 强化游客健康监测和安全管理, 做好健康防护。

资料来源: 文旅部, 各省文化和旅游厅, 中银证券

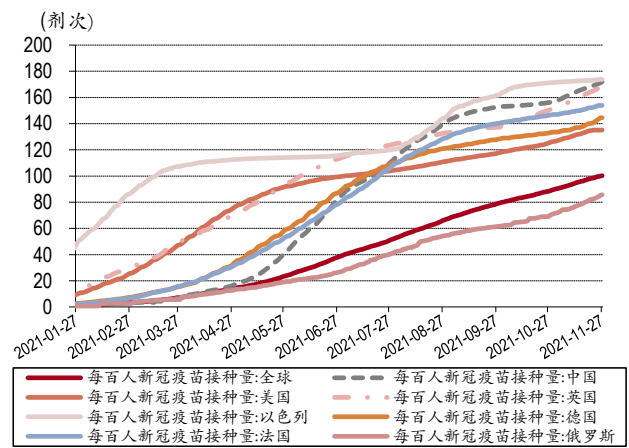
境外对国产疫苗认可度不断加大, 出境游业务有望有序恢复。2021 年 5 月, 世界卫生组织 (WHO) 认可国药集团研发的新冠疫苗, 紧接着在 6 月将中国科兴公司研发的疫苗列入紧急使用清单。在韩国完整接种过世界卫生组织核准疫苗, 可以“有条件”享有免隔离待遇, 因为国药疫苗和科兴疫苗均获得世卫组织认可, 因此完整接种两剂这类疫苗的游客均不用再隔离 14 天。由于中国疫情控制得当, 新加坡早就将中国大陆列入免隔离国家之一, 同时 11 月 1 日起中国入境新加坡需要注射疫苗证明和国际旅行健康证明。中国在 2021 年 3 月 8 日推出中国版的《国际旅行健康证明小程序》, 在此小程序下, 用户可以下载由中国政府为本国公民提供的“国际旅行健康证明”, 健康证明有电子和纸质两个版本, 内含的加密二维码在相关国家海关凭中方提供的公钥验证情况下可以读取信息, 方便未来国际出行。11 月 1 日起, 完整接种国产疫苗的中国游客入境泰国、以色列、澳洲皆无需 14 天隔离。美国 11 月 8 日起暂停及限制未完全接种新冠疫苗的非公民及非移民旅客入境, 除有正当理由被豁免者; 同时取消对中国、印度等国及欧洲多数地区的旅行限制。近日, 英国也宣布从 11 月 22 日起批准世界卫生组织的新冠疫苗紧急使用清单, 其中包括中国科兴以及国药疫苗。截止 11 月 28 日, 我国新冠疫苗接种量已达 24.92 亿剂, 随着境外国家对国产疫苗认可度加大, 同时境外国家疫苗接种数节节攀升, 中国出入境游业务有望加速恢复。

图表 11. 我国新冠疫苗接种量



资料来源: 万得, 中银证券

图表 12. 全球部分国家每百人新冠疫苗接种量

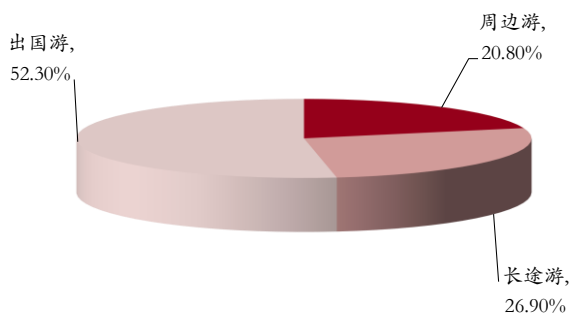


资料来源: 万得, 中银证券

## 2.2 周边游促进乡村休闲旅游发展

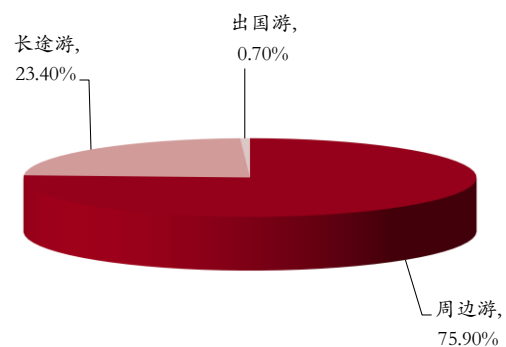
**疫情散发长线游受阻, 下半年周边游、短途游成主流。**据比达咨询数据, 疫情前游客旅游出行选择以出国游为主的占比到 52.3%, 其次为长途游 26.90%。疫情导致消费者出行方式有所改变, 疫情前大部分游客出游意愿集中在出境, 疫情后国内周边游成假期出游首选。马蜂窝数据显示, 1-7 月份短途游、周边游搜索热度较 2020 年同比上升 258%。2021 年下半年跨省游熔断逐渐常态化, 跨省旅游的限制以及不便使得国内游客的旅游需求转向周边游、短途游的趋势更加明显。同程旅行暑期发布的《2021 中国居民周边游趋势报告》显示, 暑期出游表现出了“周边强, 长线弱”的总体趋势, 即周边游市场出游人次的规模及恢复情况显著好于长线游, 两天一晚的周末周边休闲度假需求旺盛, 是 2021 年暑期以来最受欢迎的周边游出游类型, 周边自驾、主题公园、综合度假区、动物园、海洋馆等都是比较热门的选择。这个趋势延续到了中秋和国庆小长假期间。据携程发布的《2021 中秋假期旅行报告》《2021 年中秋假期旅游数据报告》数据显示, 周边、近郊、短途游成为游客出游选择最多的形式。在目的地方面, 交通便利及旅游基础设施完善的城市成为受青睐较高的旅游目的地; 同时, 中秋的人气景点也以省内、主题乐园、自然景区为主。又根据携程发布的《2021 国庆假期出游总结报告》和马蜂窝发布的《2021 旅游大数据系列报告(国庆)》, 2021 年国庆出游总体呈现周边游、跨省游占比各半的局面, 短途周边游和省内游热度增长速度最快。同程旅行数据显示 2021 年国庆期间周边游订单同比增长 56%, 飞猪数据也显示本地及周边游占国庆出游订单六成, 短途游、周边游仍是国庆假期主要出游方式。疫情反复背景下, 适合周边游、短途游、省内游的景区, 包括主题公园、综合度假景区、动物园、海洋馆以及人文景区的热度或将维持。

图表 13. 疫情前游客旅游出行方式选择占比



资料来源: 比达咨询, 中银证券

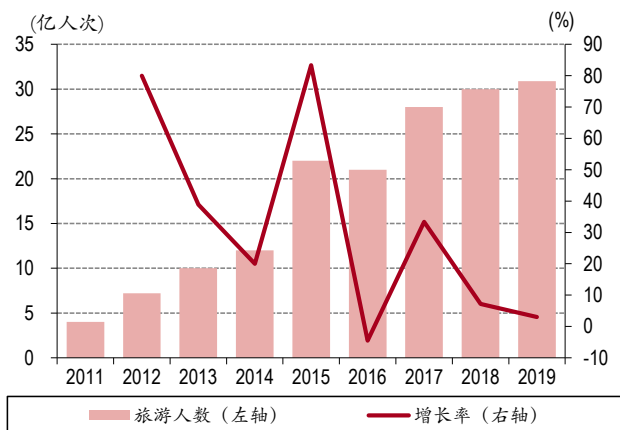
图表 14. 疫情后游客旅游出行方式选择占比



资料来源: 比达咨询, 中银证券

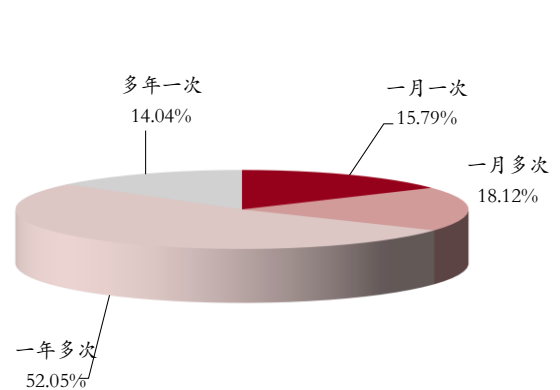
**乡村旅游受到大力扶持，或成下一蓝海市场。**新时代脱贫攻坚目标任务如期完成后，国家下一阶段对全面推进乡村振兴作出部署，出台中央一号文件，在《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》中提出要开发休闲农业和乡村旅游精品线路，并完善配套设施和构建现代乡村产业体系。乡村旅游发展得到国家政策的助力和措施的支持，乡村旅游发展不仅能增加就业机会和经济收入，而且还能改善乡村基础设施和生活环境，促进农业进一步现代化发展。在疫情前，我国乡村旅游接待量一直保持着稳定增长，文旅部数据显示，2019年乡村旅游游客接待量达到30.9亿人次，占当年国内旅游游客接待量的一半，但突如其来的疫情打断其增长步伐，随着疫情影响逐渐减小，乡村休闲旅游市场逐渐恢复。受疫情影响，游客更加偏向短时间、近距离、慢节奏的出游方式，本地游、周边游渐成出游主流方式，城郊或乡村成为不少游客的选择。根据艾媒咨询调查数据显示，2020年国内游客在最近一年或半年的时间里，有多达7成的游客到城郊或省内乡村旅游，一年多次到乡村旅游的游客有52.05%，18.12%的游客甚至1月多次到乡村旅游。随着国内乡村旅游目的地基础设施、接待能力及服务能力的不断提高，从供给端有望进一步迎合乡村旅游市场需求，未来乡村旅游消费有望不断释放，预计未来几年乡村旅游规模将进一步扩大，有望成文旅产业中的下一蓝海市场。

图表 15. 疫前中国乡村旅游人数及增长率



资料来源：文旅部，农业农村部，中银证券

图表 16. 2020 年中国乡村旅游消费者旅游频次



资料来源：艾媒咨询，中银证券

## 2.3 “一老一少”成旅游市场突破口

**银发族市场潜力巨大，有待挖掘。**根据第七次全国人口普查数据显示，我国0-14岁人口为2.53亿人，占比17.95%；60岁及以上的人口为2.64亿人，占比达18.7%，其中65岁及以上人口为1.91亿人，占比达13.5%。与第六次全国人口普查相比，0-14岁人口比重上涨1.35%；60岁及以上人口比重上涨5.44%，其中65岁及以上人口比重上涨4.63%。随着老年人口占比的不断提升，老年消费市场也在同步扩大，据《中国老龄产业发展报告》中预测，中国老年人口的消费潜力将从2014的4万亿元左右增长到2050年的106万亿元左右。并且根据携程近期发布的《银发族出游趋势洞察》中显示，近半年银发族人均花费同比增长35%，增幅超过“Z世代”的22%。同时Airbnb中国地区数据也显示，在2019年至2021年期间，50岁以上房客搜索房源的平均房价，持续高于年轻人，更为明显的是在疫情发生后，银发用户搜索房源的平均房价不降反升，这表明银发族相对坚实的经济基础，使得他们能够保持稳定的消费水平。以老年人为主要客群的康养旅游也成为旅游业的新风口，根据戴德梁行发布的《中国康养旅游的发展与趋势报告》中显示，2016年至2020年期间，国内康养旅游市场年均复合增长率约20%，2020年市场规模约1,000亿元。

**“双减”政策助力亲子游、研学游发展。**“双减”政策的实施减少学生校外补课时间，中小学生学习时间进一步增加，研学游再度引起市场关注。“双减”政策还未正式落地前，携程大数据已显示，暑期的研学游项目较 2020 年暑期增长超 650%，研学类项目的搜索量较 20 年同期增长超 2 倍，并且在亲子游订单中研学类项目占比近七成。根据中国旅游协会发布的《中国亲子文旅行业发展报告(2021)》中显示，在亲子游中主题乐园类是游客优先考虑的产品，自然生态类次之，且亲子游与研学游融合度有所提高，大龄孩童会更多地参加时间较长、行程较远的冬夏令营或研学游。当“双减”政策正式落地实施后，研学游的热度较之前更为显著。根据文旅部对 2021 年国庆假期文旅市场的研究发现，亲子游和研学游在国庆假期成为旅游市场热门产品。2021 年国庆假期是“双减”政策实施之后首个长假，亲子游和研学游需求得到一定释放，以亲子、家庭为主要客群的度假区、美术馆、博物馆等深受青睐。

## 2.4 数字化将成未来文旅产业发展重点

**文旅产业数字化发展获政策大力支持。**2020 年，国家发改委、文旅部等部门发布多项政策（详见图表 13）推动文旅产业数字化发展，由此说明推动文旅产业数字化高质量发展已上升至国家战略，成为文旅产业重点专攻方向，文旅企业需要顺应新变化，把握机遇，加快产品的数字化升级。景区能够通过 VR、AR 等数字化手段将其历史文化或民俗文化融入旅游项目，景区内的文化遗产可以通过数字化手段将其活灵活现地呈现在游客面前。旅游演艺项目也通过大量应用数字技术的结合带来沉浸感以提升游客观影体验。在疫情不断反复情况下，景区或旅游目的地对于游客的安全和管控面临不小挑战，数字化管理可以提供全面的风险管控和治理体系，并且做到实时监控和调整，因此在疫情新常态化背景下，文旅产业数字化发展显得更为重要。

图表 17. 推动文旅产业数字化改革的政策

时间	政策文件名	相关内容
2020 年 7 月	关于支持新业态新模式健康发展激活消费市场带动扩大就业的意见	鼓励共享出行、餐饮外卖、团购、在线购药、共享住宿、文化旅游等领域产品智能化升级和商业模式创新，发展生活消费新方式，培育线上高端品牌。 <b>推动旅游景区建设数字化体验产品</b> ，丰富游客体验内容。
2020 年 11 月	关于推动数字文化产业高质量发展的意见	以数字化推动文化和旅游融合发展，实现更广范围、更深层次、更高水平融合。加强数字文化企业与互联网旅游企业对接合作，促进文化创意向旅游领域拓展。促进数字文化与社交电商、网络直播、短视频等在线新经济结合， <b>发展旅游直播、旅游带货等线上内容生产新模式</b> 。开发沉浸式旅游演艺、沉浸式娱乐体验产品， <b>提升旅游演艺、线下娱乐的数字化水平</b> 。
2020 年 11 月	关于深化“互联网+旅游”推动旅游业高质量发展的意见	其发展目标为到 2022 年，“互联网+旅游”发展机制更加健全，旅游景区互联网应用水平大幅提高。 <b>建成一批智慧旅游景区、度假区、村镇和城市</b> 。线上线下旅游产品和服务更加丰富，个性化、多样化水平显著提升，旅游市场大数据监管和服务能力进一步增强。到 2025 年，“互联网+旅游”融合更加深化，以互联网为代表的信息技术成为旅游业发展的重要动力。 <b>国家 4A 级及以上旅游景区、省级及以上旅游度假区基本实现智慧化转型升级</b> 。依托网络平台的定制化旅游产品和服务更加普及。
2021 年 03 月	加快培育新型消费实施方案	加快文化产业和旅游产业数字化转型， <b>积极发展演播、数字艺术、沉浸式体验等新业态</b> 。举办数字文化和旅游消费体验活动，促进在线演出市场发展，鼓励上网服务场所参与公共文化服务， <b>支持数字文化企业参与传统文化和旅游业态改造提升</b> 。 <b>制定智慧旅游景区建设指南</b> ，完善分时预约、在线预订、流量监测、科学分流、无接触式服务、智能导游导览等功能。在国家文化和旅游消费试点城市、示范城市优先建设一批新型文化和旅游消费集聚地，加强文创商店、特色书店、小剧场、文化娱乐场所、艺术展览、沉浸式体验型项目等多种业态集合。

资料来源：文旅部，国家发改委，中银证券

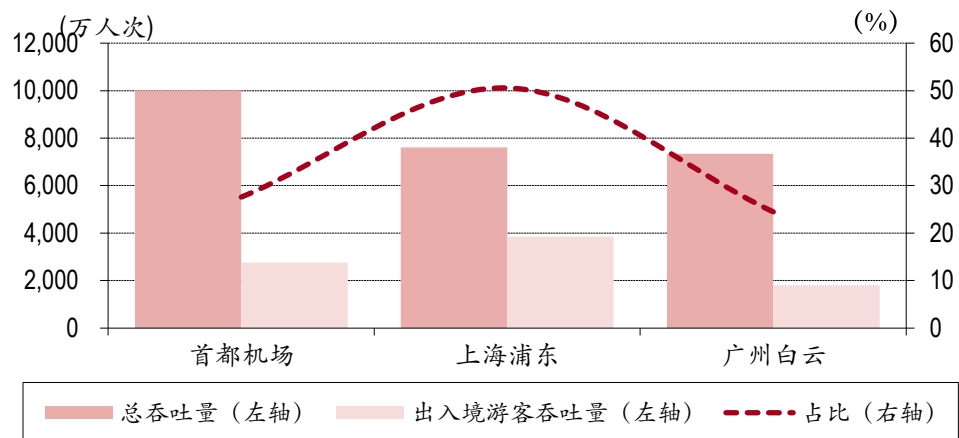
文旅业不断与在线新经济相结合，发展线上内容催生新模式。面对疫情重创，众多文旅企业纷纷与电商、社交平台、网络直播及短视频等线上新经济结合，开启和打造旅游直播、旅游带货、云旅游等新内容形式。据新京报报道，自2020年3月末起携程开启“BOSS”直播，2020年共进行118场，吸引2亿消费者在直播间预约旅行，带动预售GMV超40亿元，在2020年为国内旅游市场复苏提供活力；2021年携程直播再接再厉，内容体系升级换代，优化直播平台，更是扩大直播矩阵其中包括BOSS直播、品牌专场直播、商家直播、生态链个人直播等，在“919旅行囤货划算节”中携程集结超50个文旅头牌企业做的大促活动，累计囤货GMV达4亿，预售核销率超行业平均水平3倍，商家收入超10亿。据北京上报报道，2021年飞猪旅行产品首次参加双十一主会场“每200减30”的满减活动，双十一飞猪活动商品成交额同比增长超60%，旅游目的地不仅收获关注，还获得来年客流。据中新经纬报道，即将开幕的冬奥会刺激冰雪旅游的快速发展，双十一期间，飞猪平台冰雪旅游商品销量同比增长206%，其中长白山滑雪酒店套餐累计销量超10万件。

## 3 免税：离岛免税热度不减，头部多重利好叠加助增长

### 3.1 免税行业：机场免税有望复苏，海南离岛免税购物持续火热

随着出入境渐恢复，口岸免税有望加速复苏。口岸免税店中的机场免税是我国最早的免税业态，由于疫情的冲击，国内机场免税店目前大多处于关闭状态，后疫情时代，出境游终究会恢复，随之机场免税也将开启复苏。根据民航局和相关公司公告显示，2019年北京首都机场、上海浦东机场及广州白云机场的旅客吞吐量为10,001.14万人次、7,615.35万人次及7,337.85万人次，占全国机场旅客总吞吐量的18.46%。2019年北京首都机场、上海浦东机场及广州白云机场的出入境旅客吞吐量为2,757.43万人次、3,851.36万人次及1,794万人次，三大机场出入境旅客吞吐量占全国机场出入境总吞吐量的50.01%。随着北京大兴机场顺利运行，上海浦东机场和广州白云机场的升级扩展，未来三大地区的出入境吞吐量会逐步增加，口岸免税销售额也有望随之加速恢复。

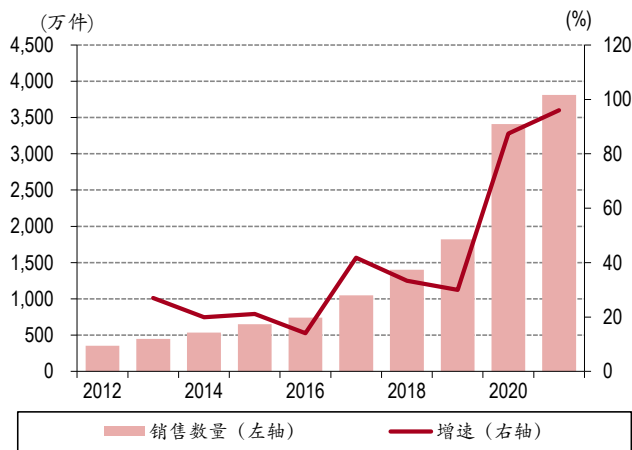
图表 18. 三大机场 2019 年出入境旅客吞吐量及占比



资料来源：公司公告，中银证券

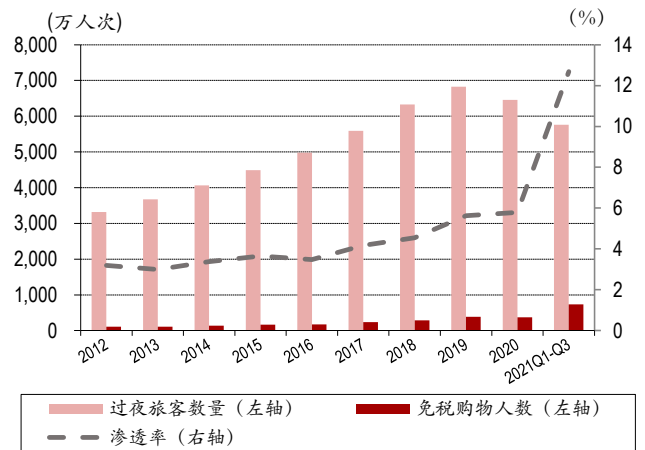
**离岛免税空间广阔，渗透率有望进一步提升。**海口海关统计数据 displays 2021 年前三季度离岛免税销售金额达 355 亿元，购物旅客达 513 万人次，销售免税品共计 5,073 万件，同比分别增长 121%、84.5% 和 158%。国庆假期前三天，三亚国际免税城、海口日月广场免税店及海口美兰机场免税店销售额分别同比增长 52%、153% 及 41%。十一假期 7 天离岛免税购物总额达 14.7 亿元，购物件数 200 万件，购物人数 18 万人次，同比分别增长 66.9%、136% 及 61.6%，其中 10 月 6 日的销售额创下历史单日销售新高达到 2.74 亿元。11 月 6 日，美兰机场二期转产运营综合演练活动顺利完成，标志着美兰机场二期正式投入运营的筹备工作步入最后冲刺阶段，有望保证机场在 12 月 2 日正式投入运营。美兰机场二期建成后，航站楼面积约 30 万 m<sup>2</sup>，免税商业面积将近 10,000m<sup>2</sup>，计划到 2025 年满足年旅客吞吐量达 3,500 万人次、年货物吞吐量 40 万吨，实现海南自贸港与外界的高效连接，助力海南建设国际旅游消费中心及高质量海南自由贸易港，同时也助力离岛免税的持续发展。随着离岛免税新政的持续发酵，海南过夜游客中参与免税购物的人数稳步上涨，截止 2021 年前三季度，海南离岛免税渗透率已上涨至 12.68%，较 2020 年已上升 6.9 个百分点；但相比全球最大免税市场韩国 54.9% 的渗透率有不小差距，因此海南离岛免税渗透率有较大空间可提升，整个离岛免税市场广阔。

图表 19. 离岛免税销售量



资料来源：海口海关，中银证券

图表 20. 离岛免税渗透率



资料来源：海口海关，中银证券

**市内免税政策有望加速落地。**我国市内免税店暂时未面向国人全面开放，近两年，国家和地方政府持续出台有关市内免税店政策，不断完善市内免税店发展措施，推动市内免税店全面布局。由于国内旅游业和航空运输业受到疫情较大冲击，市内免税店的开设有助于进一步促进境外消费回流，拓宽旅游零售及免税品消费覆盖面。韩国是目前全球最大的免税市场，韩国第一家市内免税店是1979年开设，根据韩国免税店协会数据，截止到2019年其市内免税店的销售总额占比已超过整个韩国免税市场的8成，并且不断助力韩国整体免税市场规模持续增长。参考韩国市内免税店发展，未来国内市内免税店或将成为中国免税行业又一大新增量。

图表 21. 近年来有关市内免税政策整理

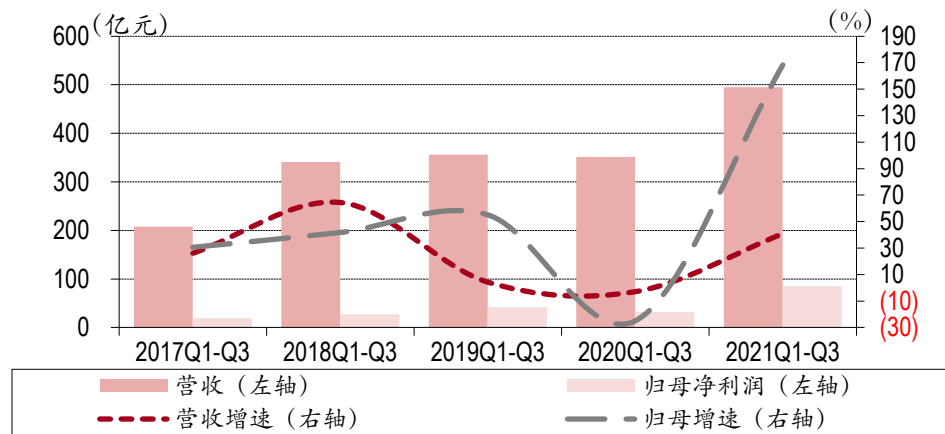
时间	政策文件名	市内免税政策相关内容
2020年02月	关于促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见	完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。鼓励有条件的城市对市内免税店的建设经营提供土地、融资等支持，在机场口岸免税店为市内免税店设立离境提货点。
2020年09月	深化北京市新一轮服务业扩大开放综合试点建设国家服务业扩大开放综合示范区工作方案	优化市内免税店布局，统筹协调在机场隔离区内为市内免税店设置离境提货点，落实免税店相关政策。
2021年03月	《粤港澳大湾区北部生态文化旅游合作区建设方案》	在广州北站商务区（T4航站楼）依照规定设置离境退税办理点，争取在花都空铁文商旅融合创新发展示范区指定区域内开设市内免税店。探索在广州北站建设空铁联运保税展示体验和购物免税综合体。
2021年03月	中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要	完善市内免税店政策，规划建设一批中国特色市内免税店。
2021年03月	罗湖区产业发展“十四五”规划	打造粤港澳大湾区免税城，积极争取市内免税政策落地，支持有条件的龙头企业申请免税品经营资质，高标准建设“两店三税五平台”。
2021年09月	陕西省商务发展“十四五”规划	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。

资料来源：国务院，国家发改委，中银证券

### 3.2 中国中免：

公司前三季度净利润大幅上涨，单三季度营收有所下降。中国中免 21 年前三季度实现 494.99 亿元营收，同比增速 40.87%；归母净利润 84.91 亿元，同比增速 168.35%，较 19 年同期增长 102.38%。中国中免单三季度实现营收 139.72 亿元，归母净利润 31.32 亿元，扣非归母净利润 31.24 亿元，同比分别下降 11.73%、上涨 40.22%、上涨 41.11%。公司 Q3 营收下降主要受到暑期疫情影响，部分城市限制跨省游，海南接待游客量大幅下降。中免净利大幅增长受到海南自贸港“双 15%”税收优惠政策落地影响，政策实施后公司旗下 6 家海南子公司均能在 2020 年至 2024 年中的 5 年间享受 15% 的所得税优惠税率，加之与北京首都机场讨论的下调机场租金协议敲定，多重利好使得公司净利大幅增长。公司 Q3 免税业务销售毛利率受疫情影响及打折促销有所承压，单三季度毛利率为 31.27%，同比下降 7.62pct，环比下降 6.25pct，下滑幅度较大。

图表 22. 中国中免前三季度营收及利润变化

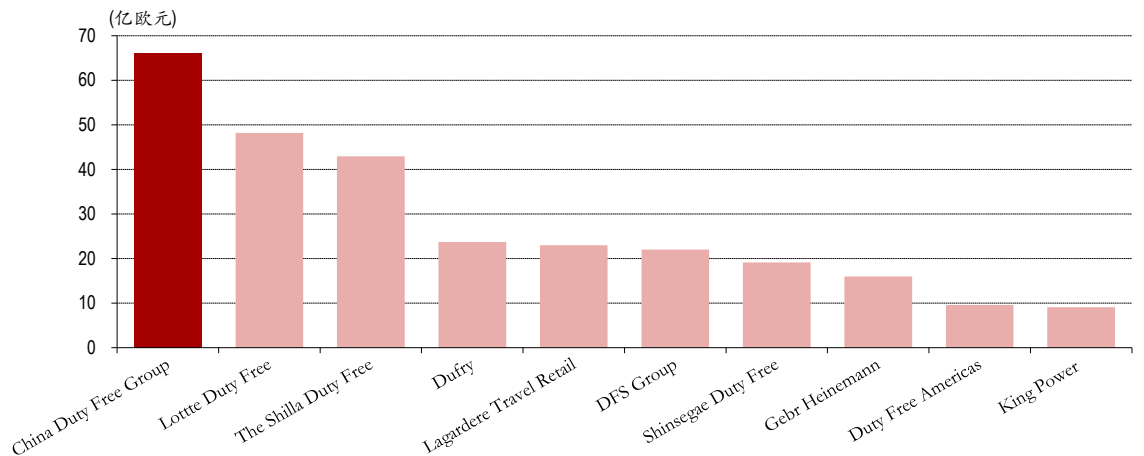


资料来源：公司公告，中银证券

**中国中免护城河有望持续加固。**截止 2021 年 6 月，中国中免已开设近 200 家免税店，成为世界上免税店类型最全、单一国家零售网点最多的免税运营商。作为公司免税业务主要布局的海南市场，公司已在海南布局 5 家离岛免税店、3 家免税体验店，除此之外还拥有目前全球最大的免税商业综合体——三亚国际免税城，并不断完善三亚国际免税城业态布局，三亚国际免税城一期 2 号地项目有望于 23 年开业。公司在经过 30 多年深耕免税市场的过程中，先后与全球超过 370 家供货商建立了合作关系，拥有近 1,000 多个品牌的直采渠道，是国内唯一一家覆盖全免税销售渠道的零售运营商，且建立覆盖全国的免税物流配送体系，为国内行业首创。根据 Moodie 免税报告显示，2020 年中国中免以 66.03 亿欧元的销售额位列全球免税企业之首，较 2019 年提升 22.13 亿欧元，在受疫情影响的情况下仍旧逆势增长，不仅凸显国人消费能力，也说明公司审时度势、重点突出的战略执行能力。



图表 23. 2020 年全球免税企业营业额排行

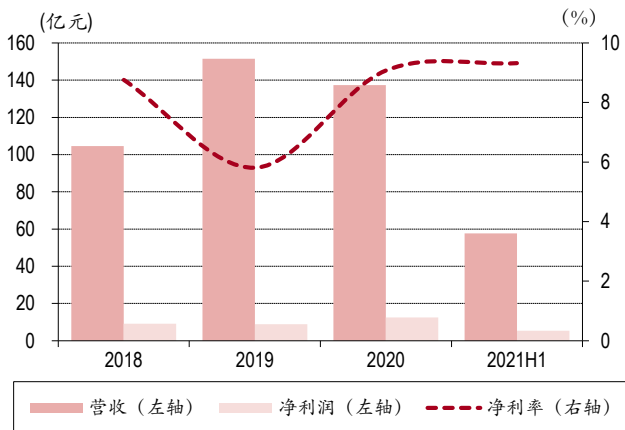


资料来源: Moodie, 中银证券

**积极布局免税业务渠道。**公司在口岸、市内店及海外多渠道齐发力，持续拓展免税业务渠道。公司目前已获取国内前十大机场中的九家机场国际区免税经营权。2021 年上半年，公司中标绥芬河铁路口岸和太原机场的免税经营权，宁波栎社机场免税店如期开业，口岸渠道持续稳步扩展。在市内免税店方面公司密切关注政策并积极建立战略合作关系。截至 2020 年底，公司恢复位于北京、上海、青岛、厦门、大连等地的市内免税店，并在中国香港和柬埔寨开设运营 4 家市内免税店，除此之外，武汉、天津、成都、上海等地政府均在和公司接触讨论建设市内免税店事宜。在海外渠道方面，公司积极发展布局亚洲地区的海外项目及免税经营权投标工作，此次申请港股上市也有望加快公司海外渠道布局和国际化发展。

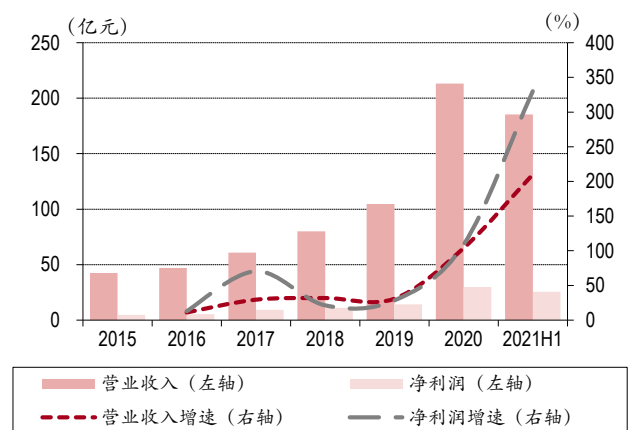
**布局在线零售，线上线下协同发展。**为降低疫情冲击给公司业务带来的影响，公司于 2020 年推出包括 cdf 会员购在内的线上零售销售平台，有线上补购、在线预定及跨境电商等多元模式。在受疫情冲击机场口岸免税收入大幅下降的背景下，2020 年日上上海仍实现 137.3 亿营收，虽营收较 2019 年有所下降，但净利率实现大幅上涨，从 5.81% 上涨至 9.08%，经计算日上上海直邮业务实现营收 117 亿元左右，占比总营收的 85%。由于没有高额机场租金和扣点成本，线上业务盈利能力明显高于传统机场口岸渠道。2021 年上半年日上上海净利率实现连续上涨，达到 9.32%。公司在北上广等重要机场渠道也相继加入 cdf 会员购，并通过丰富品类、加大营销等举措扩大线上业务规模。日前中免旗下公司日上上海和三亚市内店在线销售业务与互联科技开展合作并签署《电子商务合作协议》，此次合作将有利于公司进一步整合线上运营业务，向消费者提供高质量服务，促进线上业务的长远发展。中免在线零售业务有望开启公司二次增长曲线。

图表 24. 日上上海营收及利润变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 25. 三亚国际免税城营收及利润变化



资料来源: 公司公告, 中银证券

**持续加码离岛免税，巩固海南先发优势。**海口国际免税城招商工作及物流基地建设稳步推进中，国际品牌招商最新进展中成功新增5个香化品牌、3个时尚品品牌和4个童装品牌，其中不乏有 Cartier、Thom Browne 等国际大牌，海口国际免税城有望于 22 年开业。将于 23 年开业的三亚国际免税城一期 2 号地，将有望弥补现有三亚国际免税城营业面积的不足，同时有望促进三亚国际免税城、三亚海棠湾河心岛项目的进一步融合。三亚国际免税城近两年来业绩不俗，2021 年上半年已实现营业收入 185.3 亿元，同比增长 210.01%，实现归母净利润 25.58 亿元，同比增长 330.22%。三亚国际免税城一期 2 号地主打高奢品牌及高端度假休闲项目，预计将进一步完善公司免税业务的高奢品牌矩阵，持续巩固公司海南免税业务竞争力。

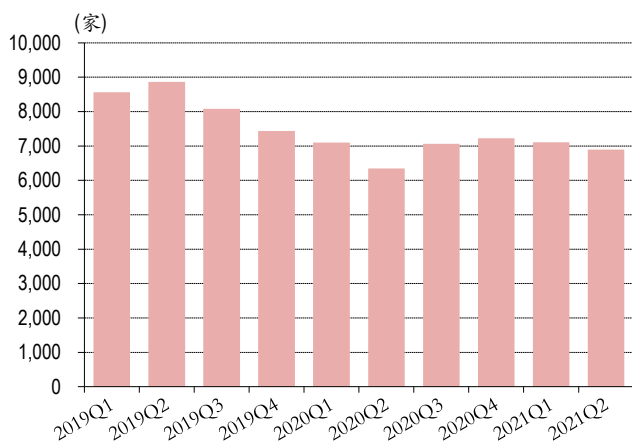
**全力推进赴港上市进程，提升国际竞争力。**公司在 21 年 6 月 25 号公告提交赴港上市申请，根据公司港股招股书显示，此次募集资金部分用于收购海外旅游零售商，布局境外国人热点旅游目的地，并且计划抓住粤港澳大湾区发展机遇，持续深耕港澳免税消费市场。11 月 11 日获得中国证监会批复，批复核准公司发行不超过 1.95 亿股境外上市外资股，11 月 22 日港交所文件显示，中国中免通过上市聆讯，公司迈入“A+H”股时代已初见端倪。此次赴港上市，公司融资渠道有望拓宽，加速融入国际资本市场，深化全球化渠道及产业链资源布局，增强国际竞争力。

## 4 酒店：龙头企业逆势扩张，行业集中度有望提升

### 4.1 酒店行业：行业集中度提升，以特许加盟为主流

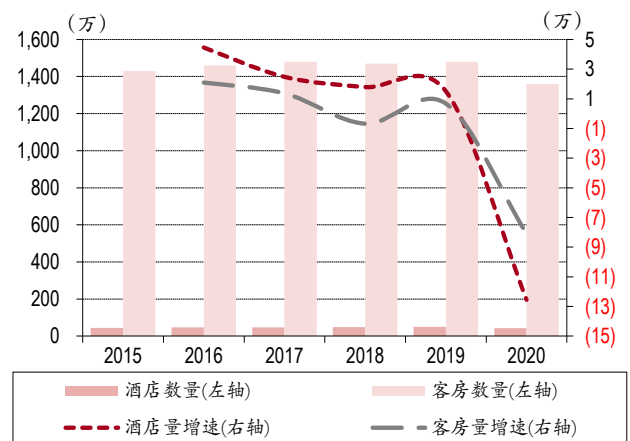
行业出清龙头凸显，行业集中度上升。由于疫情反复，导致酒店行业供给端持续出清，智研咨询数据显示，2020年我国单体酒店从2019年的49.13万家下降至42.96万家，客房数量从19年的1,480万间下降至20年的1,360万间。除单体酒店不断减少外，我国的星级酒店也在波动下降，文旅部数据显示在经历2020年第二季度的低谷后，20年下半年星级酒店有小幅反弹，从20Q2的6,345家上涨至20Q4的7,222家，但随后遇到疫情散发，就地过年政策影响，星级酒店迎来又一波下降，截至2021年6月我国星级酒店数量为6,894家。由于酒店行业不断出清，龙头企业逆势扩张，导致行业集中度持续提升，根据中国饭店业协会数据显示，2020年我国酒店品牌CR3的行业集中度为43.31%，较2019年的40.76%提升2.55个百分点，CR5及CR10分别为53.85%及64.35%，较2019年均上涨3.02及4.59个百分点。20年底排名三大龙头酒店集团分别为锦江国际集团、华住酒店集团、首旅如家酒店集团，其客房数分别是94.65万间、65.22万间、43.25万间。根据各公司三季报显示，截止21年9月底，这三家酒店集团的酒店数为10,195家、7,466家、5,455家，开业客房数总计为98.9万间、72.30万间、45.73万间。

图表 26. 单季度星级酒店数量



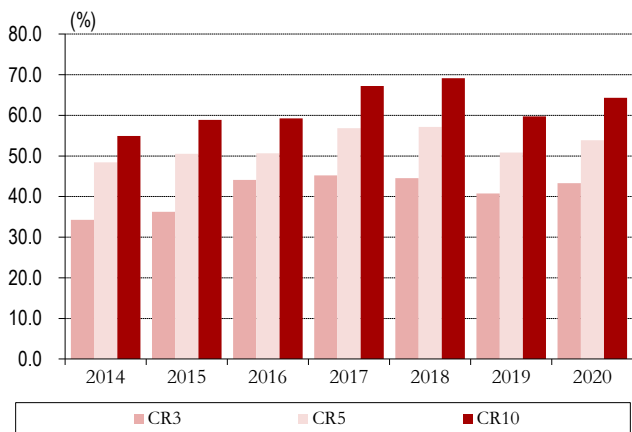
资料来源：文旅部，中银证券

图表 27. 2015年-2020年中国单体酒店数量及客房数



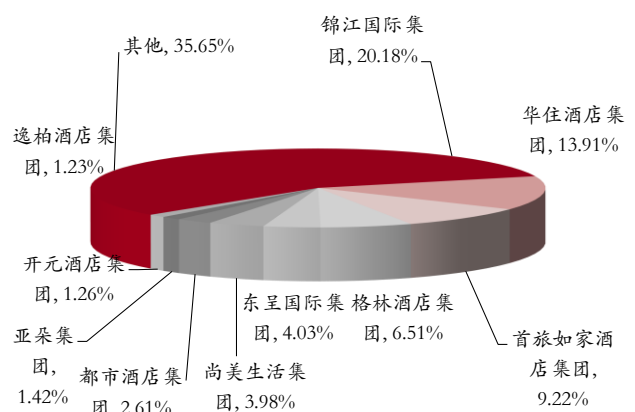
资料来源：智研咨询，中银证券

图表 28. 中国酒店品牌市场集中度



资料来源：中国饭店协会，中银证券

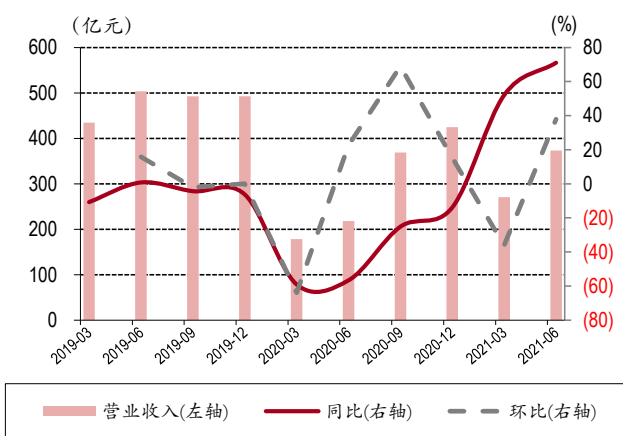
图表 29. 2020年中国10大酒店集团市占率



资料来源：中国饭店协会，中银证券

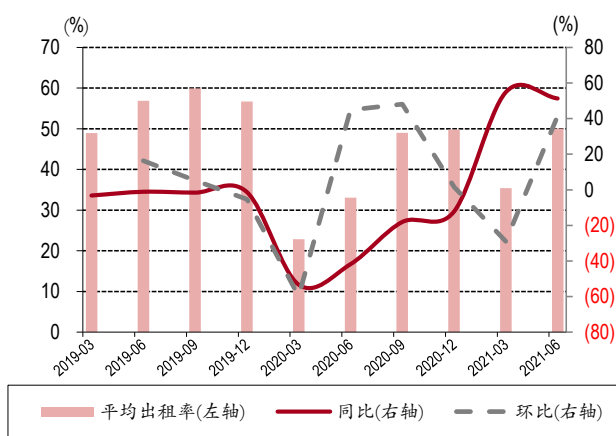
星级酒店经营数据波动恢复中。因 21 年第一季度受到疫情散发和就地过年政策影响，业绩较 2020 年第四季度有所下降，根据文旅部统计数据显示，21 年第一季度星级酒店实现营收 270.61 亿元，同比增长 52%，环比却下降 36.23%。三大经营数据环比均有不同程度下降，平均出租率、平均房价及每间可供出租客房收入分别环比下降 28.95%、5.68%及 32.98%。当散发疫情逐步管控得当，居民正常复工复学，恢复人口流动后，酒店经营数据得到明显恢复，21 年 6 月国内星级酒店营业收入为 373.03 亿元，同比增长 70.97%，环比上涨 37.85%。三大经营指标 OCC、ADR 及 RevPAR 同比环比数据均有所上涨，同比分别上涨 51.31%、16.35%及 70.97%，恢复至 19 年同期水平的 80.98%、95.65%及 85.15%。虽暑期又受疫情冲击，但得益于各级政府与部门及时防控，龙头企业 9 月 RevPAR 较 8 月得到快速恢复，因此星级酒店在 2021 年前三季度的恢复表现出震荡的特点。目前国家及地方政府与机构在面对散发疫情拥有较多的管理经验，防控效率得到进一步提升，散发疫情影响时间进一步减少，酒店板块 2022 年仍有望保持业绩恢复逻辑背景下的发展轨迹。

图表 30. 星级酒店营收变化



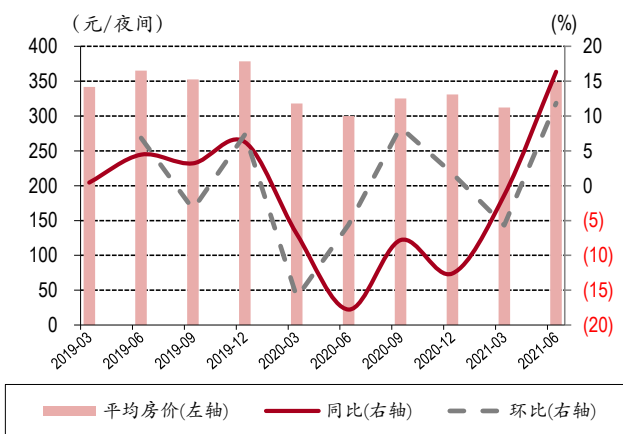
资料来源：文旅部，中银证券

图表 31. 星级酒店平均出租率变化



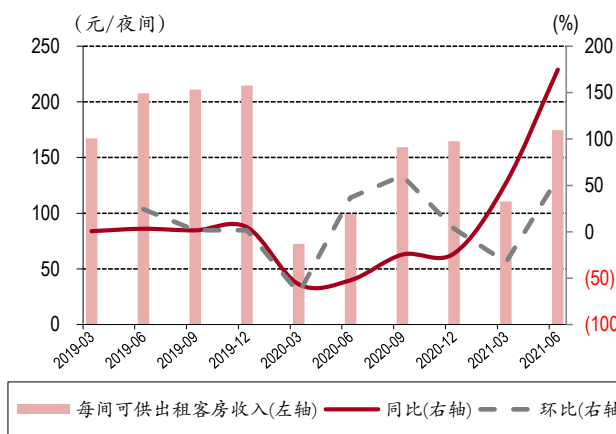
资料来源：文旅部，中银证券

图表 32. 星级酒店平均房价变化



资料来源：文旅部，中银证券

图表 33. 星级酒店可供出租客房收入变化



资料来源：文旅部，中银证券

**中国酒店业投资者信心有序恢复，酒店投资额领跑亚太市场。**仲量联行11月5日发布的《2021年下半年亚太区酒店投资亮点》报告显示，亚太区酒店投资交易快速复苏，有62%的投资者对购买酒店非常感兴趣，中国是亚太区当前投资市场最为活跃的国家；2021年前三季度，亚太地区酒店投资交易笔数共127笔，遍布12个国家，总交易额共计63.4亿美元，交易涉及总计约2.1万间酒店房间；酒店投资交易活动主要集中在中国、日本和澳大利亚，这三个国家的酒店投资额占亚太区投资总额67%，其中在中国地区的交易额达到15亿美元，为亚太区之首，第二名的日本交易量为14.8亿美元，澳大利亚以12.6亿美元位列第三。受益于需求增长、疫情管控渐好和长期基本面稳定，亚太区酒店市场的复苏迹象加快，因此预计这一势头会在2022年进一步增强，特别是中国市场有望展现更加亮眼的表现。仲量联行预计2021年亚太区酒店投资市场成交总金额有望突破70亿美元，同比增长15%左右，中国酒店投资成交总额将达20亿美元，或将追平疫前水平；预计2022年酒店投资市场成交总金额达90亿美元。

**酒店行业加盟店扩张持续，渐转向特许加盟。**首旅酒店前三季度新开店833家，其中特许加盟店为816家，占比97.96%；锦江酒店前三季度净开店789家，其中直营店净减少18家，加盟店净增加807家。三大酒店集团的加盟管理收入占比也是逐年递升，其中锦江酒店占比提升较快，从2019年的19.38%上升至20年的36%。酒店的加盟管理主要分为两种方式——酒店委托管理和酒店特许经营，目前的趋势表现为特许经营占比提升。据澎湃新闻报道显示，万豪中国区已开业的420家酒店中，特许经营占比11%，正筹建的330多家酒店中，特许经营占比为21%，21年万豪中国区新签约酒店的特许经营占比已升至50%。就全球市场而言，万豪酒店的特许经营模式超7成，因此未来中国区的特许经营酒店增长仍有较大空间。除万豪酒店集团外，温德姆酒店集团特许经营模式同样接近7成，其21Q2财报显示，酒店委托管理收入为1.23亿美元，占总营收的30%；酒店特许经营收入为2.83亿美元，占总营收的69.7%。酒店特许经营模式渐成为全球众多酒店集团主要的发展模式。根据浩华发布的《2020中国饭店业务统计数据》显示，在2018年-2020年中国内地市场已经有46%新签约的中高端酒店采用特许经营模式。在此之前，传统中高端酒店多以全权委托管理为主，随着中国酒店市场的逐渐成熟，中高端酒店的特许经营模式占比或进一步提升。

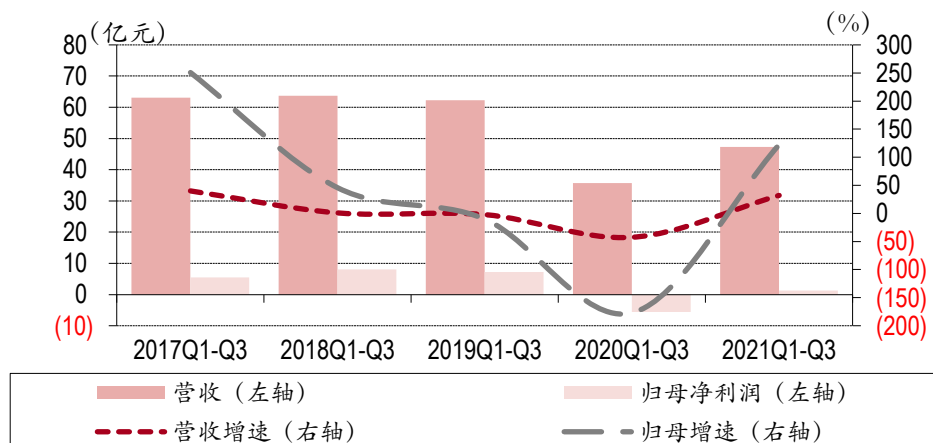
图表 34. 锦江、华住、首旅如家的加盟管理费收入及占比

公司名称	2018年		2019年		2020年	
	管理费(亿)	占比(%)	管理费(亿)	占比(%)	管理费(亿)	占比(%)
华住酒店集团	25.27	25.11	33.42	29.81	31.36	30.76
锦江酒店集团	26.32	17.91	29.26	19.38	35.63	36.00
首旅如家集团	14.34	16.79	15.82	19.04	11.61	21.99

资料来源：公司公告，中银证券

## 4.2 首旅酒店：业绩有序恢复加速拓店，升级拓展会员服务

图表 35. 首旅酒店前三季度营收及净利变化



资料来源：公司公告，中银证券

**公司业绩有序恢复中。**首旅酒店前三季度实现营业收入 47.26 亿元，同比增长 32.15%，实现归母净利润 1.25 亿元，同比增长 122.54%，公司业绩实现稳步上涨。单三季度实现营收 15.81 亿元，同比下滑 5.38%，归母净利润 0.60 亿元，同比下滑 57.25%，21Q3 其全部酒店三大经营数据为 OCC 为 61.7%、ADR 为 201 元及 RevPAR 达 124 元，同比分别下降 0.6%、增加 12.4% 及下降 8.1%，同比 19 年分别下降 21.0%、5.2% 及 29.3%；18 个月以上成熟店 OCC 为 63.0%，ADR 达 200 元/夜间及 RevPAR 为 126 元/夜间，同比分别变动下降 9.0%、上涨 10.1% 及下降 3.6%，相比 19Q3 变化下降 21.3%、8.9% 及 31.9%。根据公司三季报显示，首旅酒店单三季度整体经营数据有所下滑，但 9 月 RevPAR 相比 8 月 RevPAR 来说有明显提升，表明散发疫情虽对公司业务有一定影响，但一旦疫情控制得当其经营数据的恢复弹性较强，因此公司业务具有较强韧性。进入 21 年第四季度，十一黄金周释放旅游需求，同时环球影城开业、冬奥会召开或将提升华北地区出游需求，公司有望在后续复苏中迎更显著的业绩提升。

**轻管理模式持续扩张，布局高奢市场。**截止 21 年 9 月 30 号，公司共运营酒店 5,455 家，总客房间数共计 457,340 间，其中中高端酒店共 1,312 家，占总酒店数的 24.1%，客房间数共计 143,017 间，占总客房间数的 31.3%。公司前三季度新开店 833 家，其中自营店新开店 17 家，特许加盟店 816 家，占新开店总数的 97.96%；轻管理酒店新开店 512 家，占新开店总数的 61.46%。单三季度公司新开店 325 家，关店 102 家，净开店 223 家。新开店中直营店 8 家，特许加盟店 317 家，特许加盟店占比 97.54%；经济型酒店为 40 家，中高端酒店为 70 家，轻管理酒店为 206 家占比 63.38%，其他类新开店数量为 9 家。以云酒店和华驿品牌为主打的轻管理酒店是目前公司下沉市场主力军，截止 21 年 9 月底公司轻管理门店为 1,264 家，同比增长 94.2%；华驿品牌累计开店数 272 家，拓店能力得到持续验证。公司储备店为 1,838 家，再创历史新高，为后续持续扩张奠定基础。21 年 10 月，首旅酒店成立首旅安诺酒店管理公司，并且聘请专业人士加盟公司，担任安诺管理公司 CEO，为进一步布局发展高奢酒店品牌夯实团队基础，并且设计市场化激励机制，有望保障公司高端酒店业务的开拓。

**图表 36. 2021 年首旅酒店三季度新开店数**

品牌	2021 年 7-9 月			2021 年 1-9 月		
	合计	直营	特许	合计	直营	特许
经济型酒店	40	3	37	89	4	85
中高端酒店	70	5	65	185	13	172
轻管理酒店	206	-	206	512	-	512
其他	9	-	9	47	-	47
小计	325	8	317	833	17	816

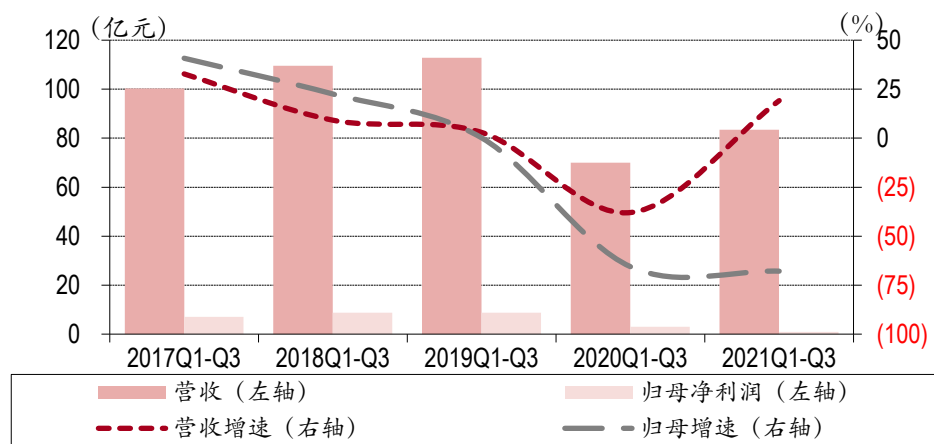
资料来源：公司公告，中银证券

**升级会员体系，打通消费场景。**公司全面升级会员体系，成立如 LIFE 俱乐部，围绕着酒店权益、多元化本地生活、精准定位消费层、跨界消费权益四大板块，为会员生活全面赋能，提升会员生活方式及其质量。21 年 9 月，公司推出“首免全球购”平台上线，基于公司 1.3 亿会员发展全球商品数字化贸易的服务平台，此平台是酒店行业中首创的商贸服务平台，平台拥有“全球正品”和“零关税到家”两大优势，旨在为公司会员提供住宿以外且与生活联系紧密的新附加服务。

### 4.3 锦江酒店：境内业务波动回暖，酒店规模扩张显著

境内业务受疫情扰动恢复暂缓，中高端整体经营好于经济型酒店。锦江酒店前三季度实现营收 83.50 亿元，同比上涨 19.24%，实现净利润 0.97 亿元，同比下滑 67.84%，主要系公司受到 21 年上半年境外业务因疫情受阻影响的拖累，因此出现净利同比大幅下降。公司 21 年单三季度实现营收 30.87 亿元，同比上涨 6.00%，归母净利润 0.92 亿元，同比上升 491.90%。21Q3 境内酒店 OCC、ADR 及 RevPAR 分别为 64.02%、217.36 元及 139.15 元，同比变动下降 13.12%/上涨 10.59%/下降 3.76%，环比均下降，下降幅度为 11.51%、1.29%及 12.66%，同比 19 年变动下降 18.44%/上涨 0.91%/下降 17.7%；锦江酒店单三季度境内酒店经营受到暑期疫情扰动影响，经营数据恢复有所缓和。公司中端酒店前三季度 OCC、ADR 及 RevPAR 分别为 69.48%、245.53 元及 170.59 元，较 2019 年分别下降 9.44%、5.66%及 16.94%；经济型酒店前三季度 OCC、ADR 及 RevPAR 分别为 59.95%、150.98 元及 90.51 元，较 2019 年分别下降 12.70%、7.26%及 23.47%。2021 年第三季度中端酒店 RevPAR 已恢复至 19 年同期水平的 78.43%，经济酒店恢复至 19 年水平的 73.51%，综合数据显示锦江酒店中高端整体经营好于经济型酒店。

图表 37. 锦江酒店前三季度营收及净利变化



资料来源：公司公告，中银证券

境外业务有序恢复中，三大指标同比、环比均有上涨。境外酒店单三季度实现营收 7.8 亿元，同比增长 31.3%，其中 OCC、ADR 和 RevPAR 分别为 65.19%、57.27 欧元/间和 32.18 欧元/间，同比变动均上涨，上涨幅度为 26.1%、3.99%和 31.13%，环比变动同样上涨，上涨幅度为 48.97%、11.46%和 66.05%，但同比 19 年仍有差距，分别下降 19.21%、1.21%和 20.19%，平均房价已接近至疫前水平，但出租率较疫情前差距明显。境外中端酒店 RevPAR 恢复至 19 年同期水平的 77.80%，境外经济型酒店 RevPAR 恢复至 19 年同期水平的 80.93%，就境外业务来看，经济型酒店整体经营要好于中端酒店。随着境外疫情管控良好，疫苗接种持续上涨，商旅、出游渐恢复，境外酒店业务经营有望加速恢复。

图表 38. 2021 年锦江酒店已开业酒店情况

品牌	开业酒店家数		开业客房间数	
	酒店家数	占比 (%)	客房间数	占比 (%)
中端酒店	5,185	50.86	586,162	59.27
经济型酒店	5,010	49.14	402,841	40.73
其中：直营店	916	8.98	101,767	10.29
加盟店	9,279	91.02	887,236	89.71
<b>总计</b>	<b>10,195</b>	<b>100.00</b>	<b>989,003</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司公告，中银证券

门店破万，中端/加盟店持续加速扩张。截止2021年9月底，锦江酒店已开业酒店数突破万家，共计达到10,195家，已开业的客房总数为989,003间。如果叠加已经签约的酒店，整体规模将达到15,344家，酒店客房规模合计将达到1,497,612间。21年前三季度公司净开店789家，其中直营店净减少18家，加盟店净增加807家，直营店数量持续减少，加盟店持续扩张。21年单三季度开店数485家，净开店370家，其中直营店增加1家，加盟店增加369家。截止21年9月30号，公司已开业直营店数量为916家，占比8.98%，加盟店数量为9,279家，其占比为91.02%；已开业中端酒店数量为5,185家，占总开业酒店比重为50.86%，中端酒店房间数为586,162间，占总房间数比重为59.27%，中端酒店及客房占比均已过半，经济型酒店为5,010家，占比为49.14%。公司目前发展重点是整体经营业绩较好的中端酒店，并且也利用经济型酒店的升级开辟新战场，持续的拓展有利于公司业绩增量形成。

**组织结构优化整合，积极推动“一中心三平台”建设。**锦江酒店完成收购铂涛剩余股份从而实现完全控股，公司组织结构优化整合，有利于管理及业务划分。公司积极推动“一中心三平台”建设，在统筹全球酒店产业上优化资源配置，有望持续降本增效。公司统一会员体系，实现用户资源高度整合，预计有效提升用户规模和粘性。WeHotel会员数已达1.86亿人，目前为国内酒店行业会员数量之首，公司坚持直销为主、多渠道分销为辅的战略路线，基于庞大会员基数，望有效继续降低OTA佣金成本。加快中国区赋能体系建设，加速数字化转型，表现出稳中求进谋发展的趋势。

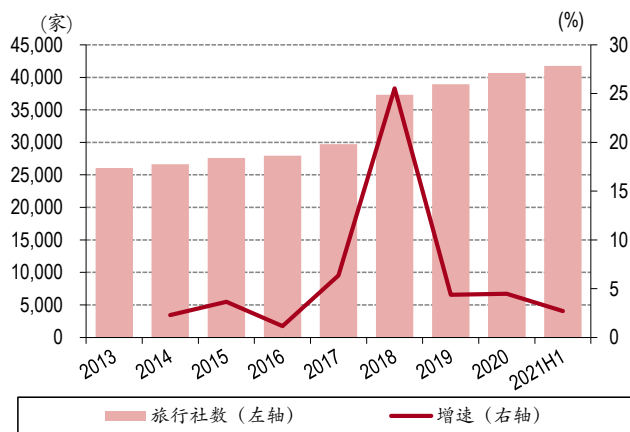


## 5 旅行社：疫下积极谋变革，转型升级应对后疫情时代

### 5.1 旅行社恢复情况：出境游业务仍然停滞，国内游业务亟需转型

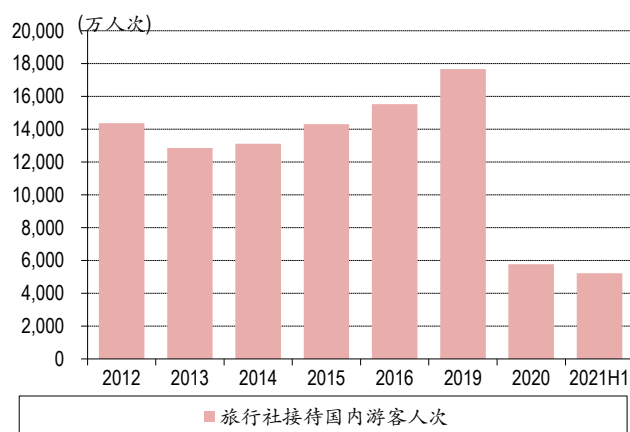
随着互联网的兴起，传统旅行社业务不可避免地受到冲击，而 2020 年的新冠疫情，让旅行社本就较为艰难出境又雪上加霜。首先，疫情使得旅游需求大幅减少，出游人数的降低使得市场整体低迷；其次，疫情使得产业链上游资源供应商直建立有效的直销渠道，利用私域流量绕开旅行社，直接与旅游需求端连接；最后，OTA 平台市场占有率优势明显，其整合旅游资源、线上线下营销能力都更为突出。除此之外，虽然 2021 年国内旅游市场恢复势头良好，但是周边游、短途游的占比在国内疫情散发背景下不断提高，意味着旅客对于旅行社的需求进一步减少。疫情期间，不少旅行社宣布停工停产，取而代之的是利用疫情造成的停摆加强员工的内部培训，以此来达到提升员工业务水平的目的。但不可否认的是由于业务停摆造成的费用率提升，旅行社在维持基本运营的前提下不得不面对人员流失。由于现阶段国家文旅部仍没有放开出入境旅游的通知与政策出台，作为旅行社毛利较高的出境游业务恢复仍然存疑，预计旅行社业绩的恢复在未来一段时间内仍存在压力。对于旅行社行业而言，能否利用出境游停滞、高端旅游回流的契机，开发适应疫下市场的新业务和产品，以此转型升级挺过疫情带来的行业寒冬将至关重要，只有经受住特殊情况洗礼的企业，未来才能有发展的可能。据旅业网报道中引用的中国旅游协会休闲度假分会会长魏小安的判断，“整个行业必须转型，不能再把希望寄托在后疫情时代，而是要全面对应常疫情时代”。

图表 39. 中国旅行社数量变化趋势



资料来源：万得，中国旅游研究院，中银证券

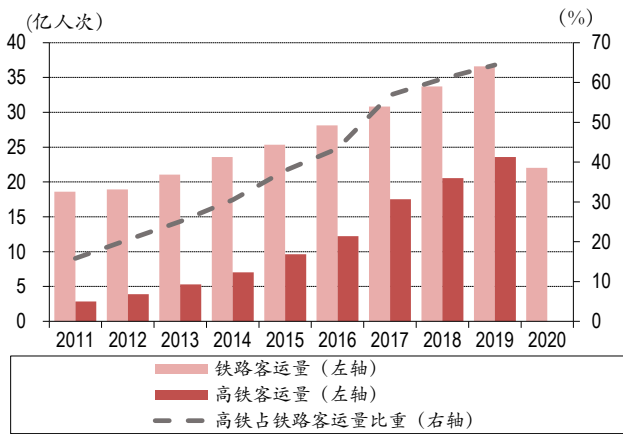
图表 40. 中国旅行社接待国内游客人次



资料来源：万得，中国旅游研究院，中银证券

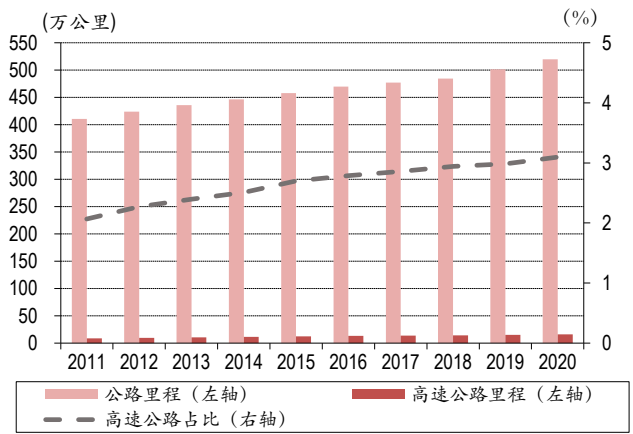
**疫情前旅行社发展势头良好，疫情后旅行社遭遇较为严重冲击。**2015 年至 2019 年我国旅行社数量从 27,621 家增长到 38,943 家，年均复合增速为 9.14%。传统旅行社在与 OTA 的竞争中，不断优化资源配置效率，实现优胜劣汰，良币驱逐劣币，从 2017 年开始恢复较为可观的增长。其中值得注意的是，旅行社在 2019 年以前的增速持续不仅有传统旅行社自身的规模扩张，同样也有诸如携程、同程等 OTA 企业开始向三四线城市下沉布局线下旅行社门店的贡献，总体来看旅行社行业整体发展势头在疫情前较为良好。但是新冠疫情爆发后，旅行社扩张速度急剧下降，2020 年国内共有旅行社 40,682 家，相比 2019 年仅增长 4.47%。《2021 年第三季度全国旅行社统计调查报告》数据显示，2021 第三季度全国共有旅行社 42,152 家，相较于 2020 年仅增加 1,985 家。除此之外，2021 年旅行社跨境业务仍未开放，旅行社接待国内游客人数也急剧下降，2020 年旅行社接待全国游客人次为 5,772.71 万人次，同比 2019 年下降 67.32%。2021 年随着国内旅游的全面恢复，2021 前三季度旅行社接待全国旅客人次为 7,414.91 万人次。但下半年国内游熔断常态化，全国疫情散发，预计会给旅行社的国内业务恢复势头增加不确定性。

图表 41. 2011-2020 年铁路客运量发展变化



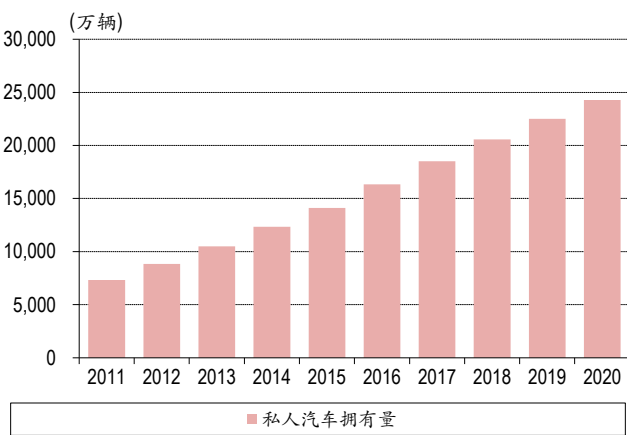
资料来源：交通运输部，中银证券

图表 42. 近十年公路及高速公路变化情况



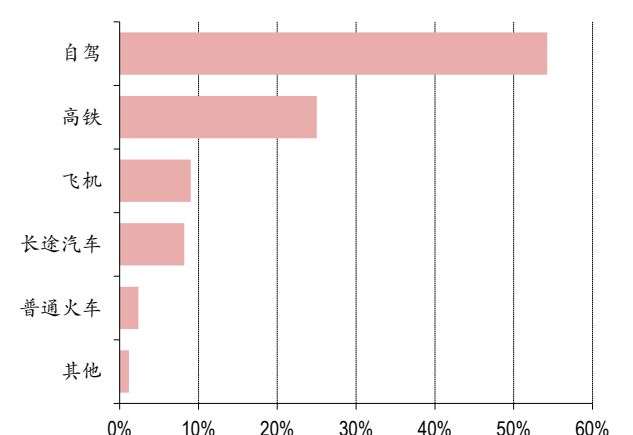
资料来源：交通运输部，中银证券

图表 43. 近十年私家车数量



资料来源：交通运输部，中银证券

图表 44. 2021 五一假期游客出行方式



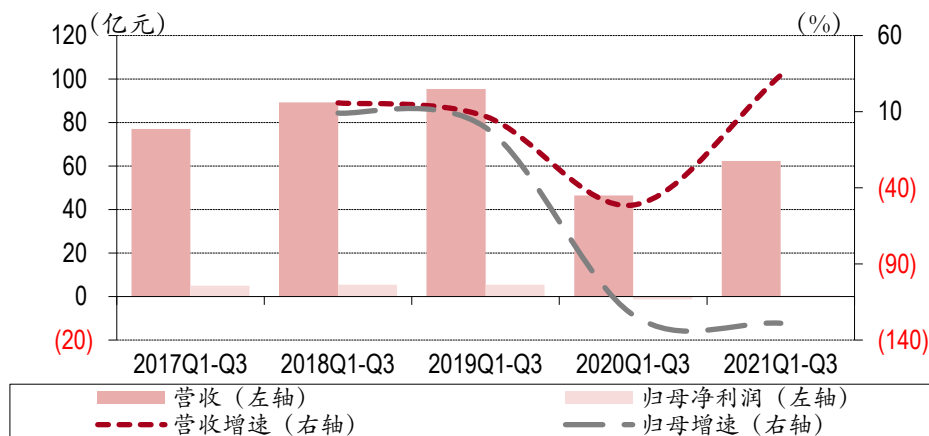
资料来源：中国旅游研究院，中银证券

**公共交通网络日益完善，高铁、自驾游出行渐成主要旅游方式。**高铁目前已成为我国交通现代化发展的重要标志，占铁路客运量比重不断上涨，从 2011 年的 15.8% 涨到 2019 年的 64.40%，2021 年 8 月国新办新闻发布会宣布我国“四纵四横”高铁网全面建成，“八纵八横”高铁网正加速成型，根据交通运输部数据显示，目前我国高铁已覆盖 92% 的 50 万以上人口城市。高铁的高速发展不仅提高出行速度和质量，还拉动旅游业发展，对区域经济有重大影响。近年来部分铁路部门与文旅部门不断加强合作，推动“高铁游”发展，使得旅客出行方式的选择丰富度进一步提升，选择自由行等出游方式的旅客不断增多。除了铁路和航空，进入旅游目的地的“最后一公里”仍属于公路范畴，为打破不同地区发展瓶颈，我国城乡路网覆盖加速，2020 年 9 月，我国提前实现具备条件的镇乡村通硬化路及客车的 100%“两通”目标，高速公路 99% 覆盖超过 20 万人城区人口的城市及地级行政中心。截止到 2020 年年底，我国公里总里程为 519.81 万公里，高速公路总里程为 16.1 万公里，位列世界第一。高速铁路及公路的发展使得众多隐藏较深的小众景点获得发展机遇，更多的曾游客稀少的景区得到众多游客们的青睐。目前我国私家车数量已从 2011 年的 7,326.79 万辆涨至 2020 年的 24,285.17 万辆，年均复合增速为 12.73%。高速公路的修建使得在景区附近的游客也能更加方便的达到旅游目的地，促使周边游持续火热。

疫情下消费者对出行安全及品质的要求进一步提升，旅行社亟需业务转型。2021年“自驾游”热度不减，根据马蜂窝旅游《2021年自驾游数据报告》，“自驾游”搜索热度较上年同期增长137%。约有70%的用户选择“自驾”作为大交通后的出行方式。境内各地区“自驾游”热度相较2020年同期均大幅增长。自驾热度最高的仍是华东、华南、西南、西北等地区。而东北、华中、华北区域自驾游热度涨幅最高，分别为196%、207%和136%。云南、四川、海南地区“自驾游”热度最高，湖北、山东、天津自驾搜索指数上涨接近300%。2021年山东威海、济南、青岛等城市在2021年自驾游目的地热度涨幅高，分别上涨492%、333%和281%。湖北恩施热度上涨765%，居于榜首。北上广、成都、重庆、杭州等一二线城市“自驾游”热情高。80后至00后人群占搜索总人数80%，是2021年春季自驾游消费主力军。不同出行人群选择旅程时长也有所不同，亲子、家庭偏爱短途游，单身人士更偏爱长途游。2021年自驾游行前有关“疫情防控政策”的问题，相较2020年同期下降26%，“车型车况路况”相关问题，占比上涨14个百分点。相关数据表明，原本需要通过旅行社安排的旅游客运服务、需要通过旅行社解决的到景区“最后一公里”等问题，现在大多可以由游客自己完成，对旅行社的需求可能进一步下降。并且，在疫情下，自由行的卫生情况更加可控、安全系数更高。综合判断，旅行社亟需转型业务，对旅游产品进行提质升级。我们认为旅行社可以在以下几个方面进行创新升级：第一，推出本地旅游+餐饮的高频生活类产品；第二，推出周边小包团短途游等精品线路；第三，开拓户外、探险、猎奇等自然旅游；第四，发展研学、银发等特定客群产品；第五，结合自驾率提高与房车需求逐步释放推出目的地服务套餐。

## 5.2 中青旅

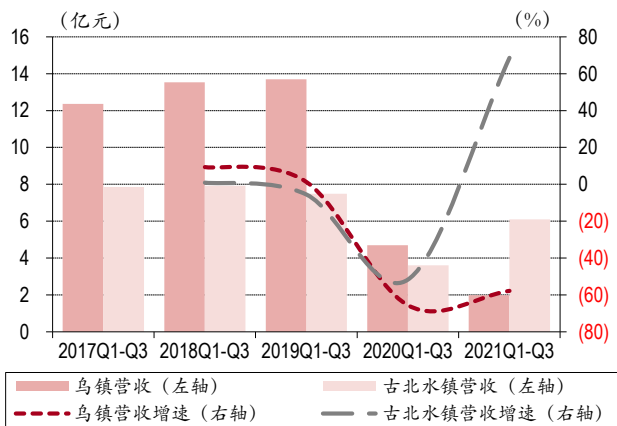
图表 45. 中青旅前三季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

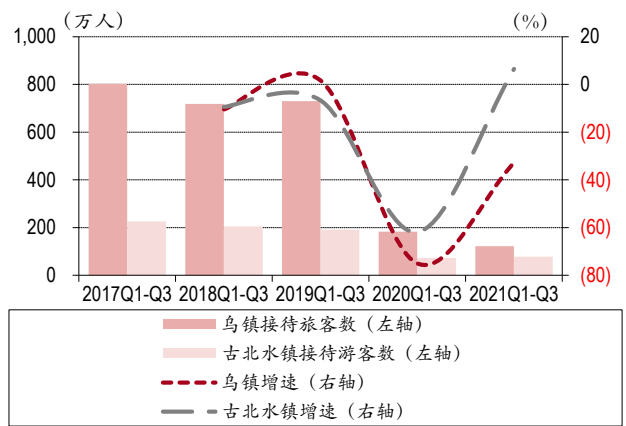
疫情散发冲击 Q3 业绩，公司积极经营稳发展。公司 21 年前三季度共实现营收 62.31 亿元，同比上涨 34.07%，归母净利润为 0.37 亿元，同比实现扭亏为盈。单三季度实现营收 27.10 亿元，同比上涨 29.56%，归母净利润为 0.04 亿元，同比下降 87.46%。由于疫情散发使得周边游热度大增，从而导致 21 年单三季度公司景区乌镇、古北水镇呈现不同恢复趋势。乌镇以全国游客为主要客群，受暑期南京疫情影响，全国多地暂停跨省游，景区业务恢复趋势受阻。Q3 乌镇实现营收 1.98 亿元，同比下降 29.69%，共接待游客 77.67 万人次，同比下降 28.67%。但有望 2022 年顺利开业的濮院项目或将与乌镇形成共振，利于公司在桐乡地区景区业务的中长期增长。古北水镇受益于本地游、周边游市场热度持续高涨，恢复形势好于乌镇。前三季度实现营收 6.09 亿元，同比上涨 68.63%，累积接待游客 122.70 万人次，同比上涨 68.16%，实现净利润 0.98 亿元，同比上涨 172.57%。旅行社业务方面，由于散发疫情反复出现以及各地政府较严的疫情防控态势，公司团队游等传统旅游项目继续承压，业内竞争压力加剧势头较为明显。

图表 46. 中青旅旗下景区前三季度营收变化情况



资料来源：公司公告，中银证券

图表 47. 中青旅旗下景区接待游客数变化情况



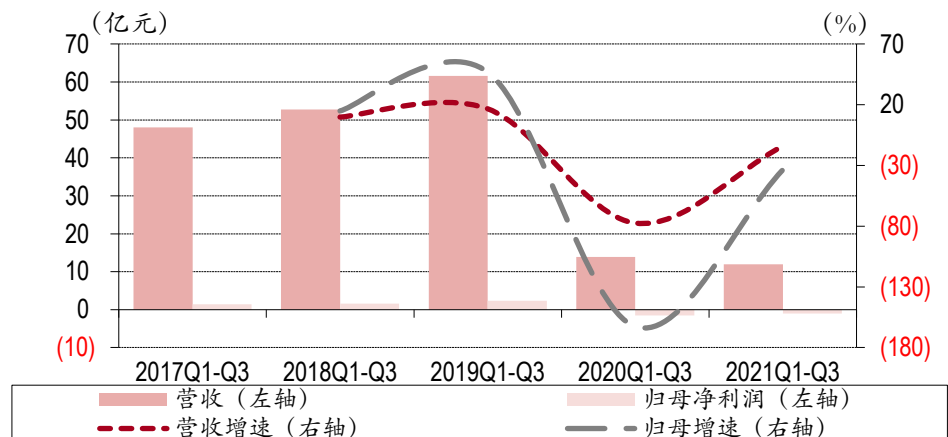
资料来源：公司公告，中银证券

**业务发展多元布局，文旅结合数字化发展。**2021年第三季度公司酒店业务随着区域性疫情逐步缓解，酒店经营逐渐恢复平稳，为满足后疫情时代需求，实施“一城一策”、“一店一策”的创新项目。2021年前三季度，山水酒店实现营收2.99亿元，同比上涨33.93%。整合营销业务方面，中青博联坚持数字营销，线上线下相结合为客户提供一站式营销服务方案，2021前三季度，中青博联实现营收11.35亿元，同比增长114.55%，实现归母净利润2,428.12万元，同比扭亏为盈。公司公告，第三季度中青博联在整合营销行业继续保持领先地位，先后深度参与第44届世界遗产大会、2021世界5G大会、2021中国服务贸易交易会等大型会展项目服务。公司的旅行社业务深挖热门旅游路线的文化内涵，结合文旅创新提升产品吸引力，顺应疫后游客需求变化，打造专注短途休闲旅游的“微旅行”，并积极探索线上线下宣传营销渠道，建立品牌优势。公司策略性投资业务稳步发展，创格科技第三季度营收同比增长7.86%；中青旅大厦持续为公司带来稳定租金现金流。

### 5.3 岭南控股

**Q3 疫情影响业绩恢复，精准供给毛利率提升。**21年前三季度公司实现营业收入11.92亿元，同比下降14.01%，归母净利润亏损0.99亿元，同比减亏34.02%。公司第三季度实现营业收入4.58亿元，同比下滑20.15%，归母净利润亏损0.04亿元，同比减亏0.09亿元，营收下滑主要系受5月广州本土疫情叠加下半年全国各地疫情扩散影响，公司业绩恢复受阻。净利同比减亏主要系获得广州市国资委专款补助，公司现金流充足。在盈利能力方面，公司精准产品供给，降本增效，提高毛利率，21年前三季度公司毛利率为18.73%，同比19年同期水平上涨至19.07%。三费方面，除管理费用有所上涨，销售及财务费用均有不同程度下降。

图表 48. 岭南控股前三季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

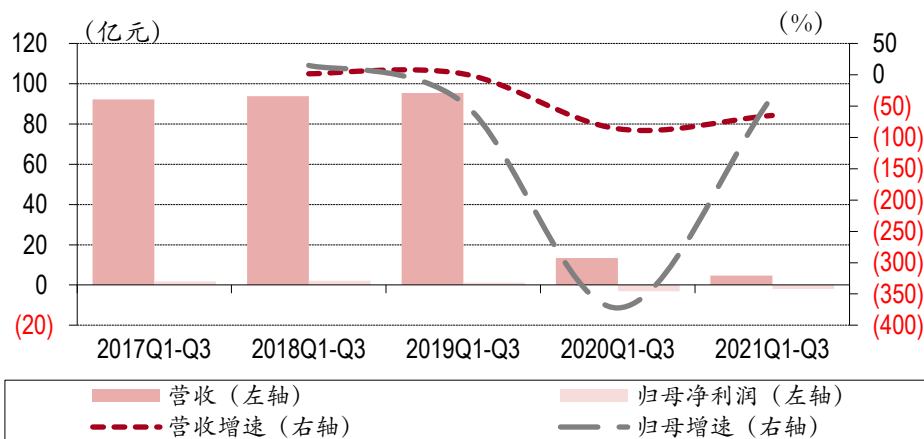
**聚焦疫后新需求，提升服务品质。**为应对疫情对公司业务的冲击，岭南控股采取多样措施，针对商旅出行业务，公司专研疫后游客需求，精准旅游产品供给，提升服务品质。21年第三季度结合秋季出游，广之旅推出国内游赏秋系列产品；省内游产品重视文旅融合，深耕本地生活，策划“花样广州-一城千面”等活动；并成为珠海航展广东地区官方指定合作商。在住宿业务方面，积极顺应休闲度假型旅游需求增长态势，酒店经营保持持续恢复。全资子公司广州岭南国际酒店在21年前三季度实现营收同比上涨超4成，较19年同期水平增长近3成。

**广州国资欲重组，商旅联合布局免税经营。**公司公告，广州市国资委拟对广州商贸投资控股集团和公司控股股东广州岭南国际企业集团实施联合重组，计划改组设立广州岭南商旅投资集团。广州商控是广州市属唯一资本投资运营平台，主营零售业，副业为物流业及展贸业，同时运营产业投资，在商贸领域深耕多年，有多年商贸管理经验。此次重组后有望整合广州市属商旅产业资源，或将成为全国领先的商旅产业集团，有望布局免税经营，全面推动旅游消费升级，有利于公司中长期发展。

## 5.4 众信旅游

**暂以拓展国内游为主，静待国门开启。**21年前三季度公司实现营收4.76亿元，同比下降64.64%，归母净利润亏损2.05亿元，同比减亏34.29%。单三季度实现营业收入1.83亿元，同比增长43.04%，净亏损0.82亿元，同比减亏39.47%。截至目前我国出入境游仍未开启，公司正准备迎接国门开启后的出境游业务复苏。疫情发生后，公司调整运营战略转型布局国内旅游市场，打造国内游中高端产品，第三季度持续推出三峡区域内河游轮、旅游巴士、研学红色旅游等精品项目，充分挖掘国内文旅市场。未来国内旅游业务有望成为公司业务第二增长曲线，待到境外旅游恢复，境内外旅游业务增长有望形成共振，公司或将迎来较大业绩增长。

图表 49. 众信旅游前三季度营收及净利变化



资料来源：公司公告，中银证券

**依托海南、携手阿里，深化旅游全产业链。**公司利用在境外做高端旅游市场的经验及其资源，在海南拓展高端旅游项目，提升国内游客旅游体验；依托海南各项旅游红利及免税政策，与免税龙头企业签署战略合作协议，推进在岛免税消费业务；依靠自贸港政策和博鳌国际医疗旅游先行区优势，与医疗集团明确战略合作，打造大健康服务新生态。公司携手阿里旅行为旅游业科技赋能，为旅游业务提供线上支持，已在全国多地启动运营。公司在高端旅游、免税、大健康服务等新业态寻找新增量点，为缓解对出境游业务过度依赖的风险，深化旅游全产业链布局。

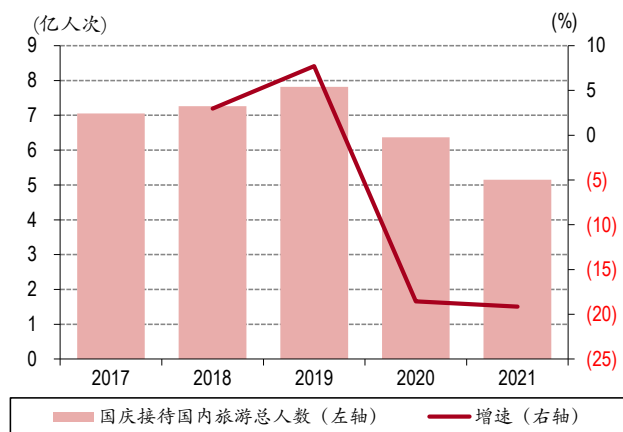
**联合出境游另一龙头，加强行业竞争力。**21年6月，公司公告凯撒旅业拟以发行A股方式换股吸收合并众信旅游，公司第三季度发布多个公告汇报此次重大资产重组进展。若此次重大资产重组完成，两大出境游龙头企业实现联合，双方渠道资源、业务优势互补，进一步扩大出境游批发与旅游零售的市场领先地位，有望打造中国出境旅游市场的新航母。

## 6 景区：景区全面复苏，正常化经营仍取决于疫情

### 6.1 景区行业：景区经营间歇性经营反复，亟需需求创新延伸产业链

疫情散发使得暑期旅游搁浅，景区经营在间歇暂停和恢复增长之间摇摆：2021 年第一季度因受到散发疫情和就地过年政策影响，春节 7 天小长假出游人次 2.56 亿人次，恢复到 2019 年同期水平的 75.3%；旅游收入为 3,011 亿元，与 2019 年疫前相比仅恢复到 58.6%。第二季度开始恢复加速，清明、五一、端午小长假出游人数为 1.02 亿人次、2.3 亿人次和 0.89 亿人次，同比 2019 年恢复到 94.5%、103.2 和 98.7%，基本保持持平；旅游收入为 271.68 亿元、1,132.3 亿元和 294.3 亿元，分别恢复到疫前水平的 56.7%、77% 和 74.8%。此前判断，若按此恢复趋势，2021 年暑期出行需求及旅游收入有望再上台阶，根据同城旅行发布的《2021 年暑期居民出行及出游趋势预测报告》中数据显示 7、8 月机票搜索及浏览量与 2020 年同期相比增长 120.2%，较 2019 年同比增长 13.4%，7 月的火车票较平日搜索浏览量上涨 150%。《报告》中数据还显示居民出游购买旅游产品预算有望恢复至疫前正常水平。但是随着暑期疫情的散发，部分中高风险地区三停跨省游，三季度国内旅游复苏势头受阻。根据文化和旅游部网站数据显示，三季度国内旅游总人次 8.18 亿，同比下降 18.3%。中秋假期 3 天，全国累计国内旅游出游 8,815.93 万人次，恢复至 2019 年中秋假期的 87.2%；实现国内旅游收入 371.49 亿元，恢复至 2019 年中秋假期的 78.6%。进入四季度，疫情散发仍有影响，根据文化旅游部公告，2021 年国庆黄金周期间，全国接待国内旅游总人数 5.15 亿人次，同比下降 1.5%，恢复至疫前同期的 70.1%；实现国内旅游收入 3,890.61 亿元，同比下降 4.7%，恢复至疫前同期的 59.9%。十一月，国内新冠疫情新增病例明显增多，甚至部分地区出现聚集性感染，2021 全年恢复不确定性加剧，整体或呈现“高开缓走低收的趋势”。

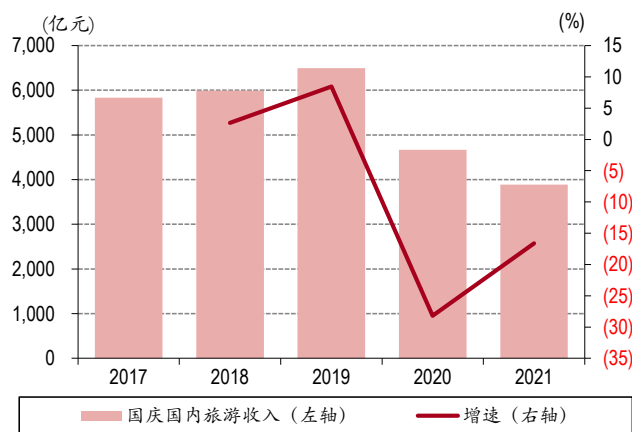
图表 50. 国庆节全国接待国内旅游总人数



资料来源：文旅部，中银证券

注：2017 年、2020 年国内旅游总人数包含国庆与中秋数据

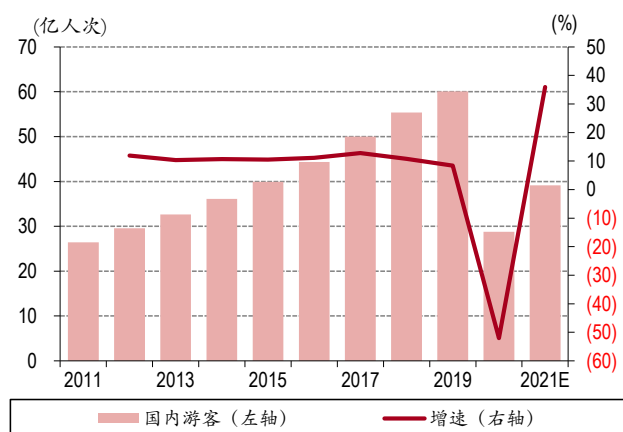
图表 51. 国庆节国内旅游收入



资料来源：文旅部，中银证券

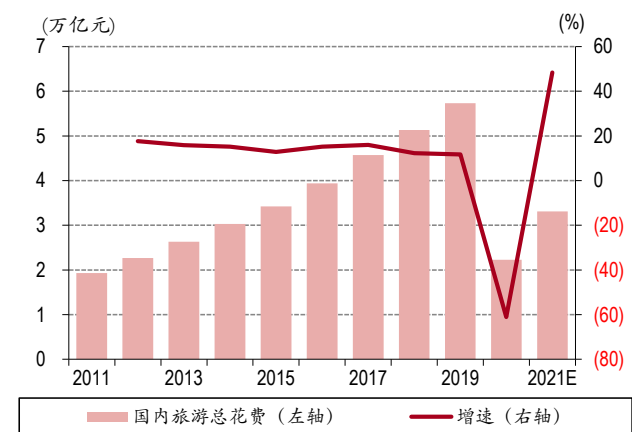
注：2017 年、2020 年国内旅游收入包含国庆与中秋数据

图表 52. 2021 年预计国内游客数量



资料来源：文旅部，中银证券

图表 53. 2021 年预计国内旅游总花费

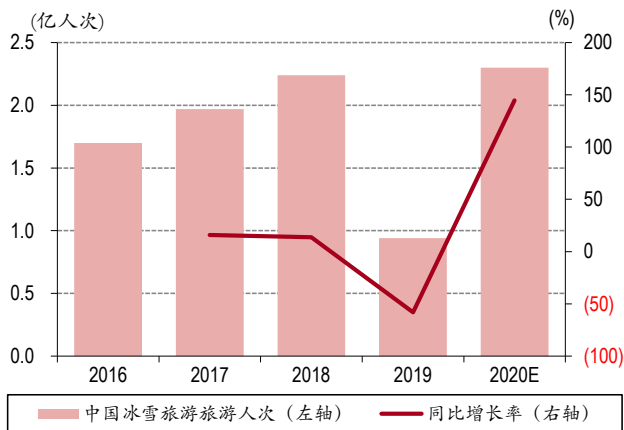


资料来源：文旅部，中银证券

长三角地区优质景区众多，5A级景区分布整体呈现东密西疏特点。从5A级景区数量分布上来看，江苏和浙江分别以25家和19家领先全国，安徽以12家的数量排名第十，整个长三角区域内5A及旅游景区数量为59家，占比全国5A级旅游景区的19.28%。在景区空间分布上来看，无论是A级景区或者4A或5A级景区在全国范围内均有布局，总体上呈现出东部密集，西部稀疏的特点。

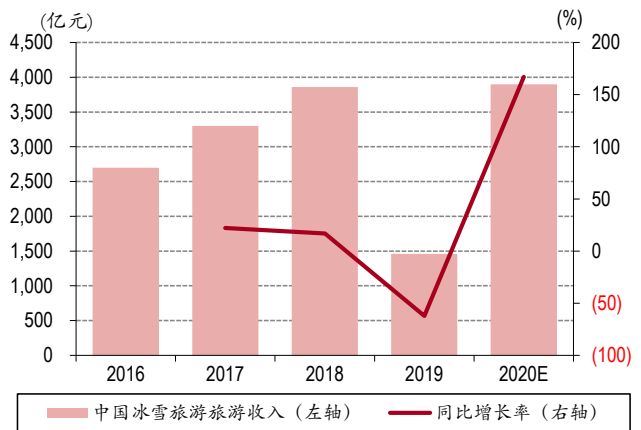
**疫下冰雪生态旅游暂承压，多重利好振兴冰雪旅游：**自2015年北京获得2022年冬奥会举办权以来，我国冰雪旅游产业增长趋势明显，冬季奥运会进入中国使全国参与冰雪活动的热情空前高涨，冰雪旅游进入了平稳快速增长的黄金时代。根据中国旅游研究院数据，2016-2018年期间，中国冰雪旅游总人次和冰雪旅游总收入逐年增长；2018年至2019年冰雪季中国冰雪旅游人次达2.24亿，冰雪旅游收入约为3,860亿元，同比分别增长13.7%、17.1%，维持快速发展势头，冰雪旅游正在成为我国居民熟悉并接受的生活方式。又据《中国冰雪旅游发展报告（2018）》数据显示，若无新冠疫情影响，预计到2021-2022冰雪季，我国冰雪旅游人数将达到3.4亿人次，冰雪旅游收入将达到6,800亿元，“三亿人参与冰雪运动”目标将超额完成，冰雪旅游会成为践行2022年北京冬奥会庄严承诺的旅游担当。但受新冠疫情影响，2020年冰雪旅游旺季搁浅，通过《中国冰雪旅游发展报告（2021）》综合测算，2019年到2020年冰雪季我国冰雪旅游人数约0.94亿人次，冰雪旅游收入约1,460亿元，旅游收入和人次分别同比减少62.18%、58.04%。但在抗疫期间，中央和地方政府纷纷出台综合性扶持政策，使冰雪旅游企业获得支持，市场信心恢复较为迅速。2021年1月5日发布的《中国冰雪旅游发展报告2021》指出，2020到2021年冰雪季我国冰雪旅游休闲旅游人次将达到2.3亿人次，冰雪休闲旅游收入超过3,900亿元，旅游收入和人次分别同比增加167.12%和144.68%。虽然数据不及2018年给出的预期，但是已经超越疫情前的水平。

图表 54. 中国冰雪旅游总人次



资料来源：文旅部，中银证券

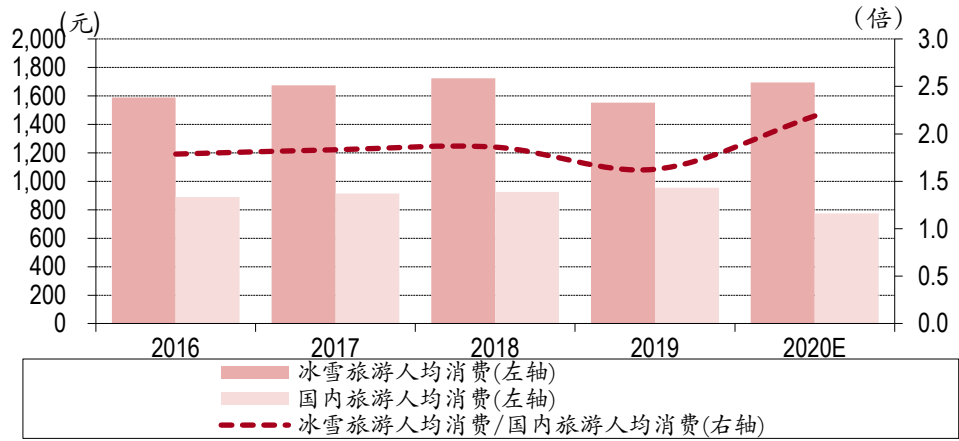
图表 55. 中国冰雪旅游总收入



资料来源：文旅部，中银证券

**冰雪旅游人均消费水平较高，拉动内需增长能力更强：**根据中国旅游研究院数据，2016年到2018年期间，我国冰雪旅游人均消费比国内旅游人均消费高1.8倍左右，冰雪旅游的人均消费水平更高，对于内需拉动的贡献较多。新冠疫情爆发后，区别于红色主题与周边、近郊游等恢复发展较好的旅游形式，冰雪旅游是受到疫情冲击最明显、业绩受损最严重的行业之一，2019年我国冰雪旅游人均消费比国内旅游人均消费下降到1.41倍，人均消费水平也来到近五年最低的1,553.19元/人次。2020年随着国庆疫情防控常态化，振兴冰雪旅游的信心已经恢复。《中国冰雪旅游消费大数据报告》显示，目前有意愿进行长距离的冰雪旅游的消费者占比55%，有意愿进行短途冰雪休闲旅游的游客占比82%，有53%以上的消费者选择维持增加消费水平或消费预算。又据中国旅游研究院报告和美团消费大数据显示，2020年下半年冰雪产品的定单和金额分别增加13.61%和23.46%。这也让2020年我国冰雪旅游人均消费比国内旅游人均消费上升到2.19倍。目前，随着冬季来临和步入冬奥会周期，叠加我国消费者在冰雪旅游、休闲、体育、度假等方面综合需求的提升，我国具有冰雪旅游优势以及在北京冬奥会比赛场地周边的景区将有望争取到更多的客流溢出效应。飞猪数据显示，滑雪游、雪乡游等冰雪旅游商品双11期间预订量同比增长206%。

图表 56. 中国冰雪旅游人均消费情况



资料来源：文旅部，中银证券

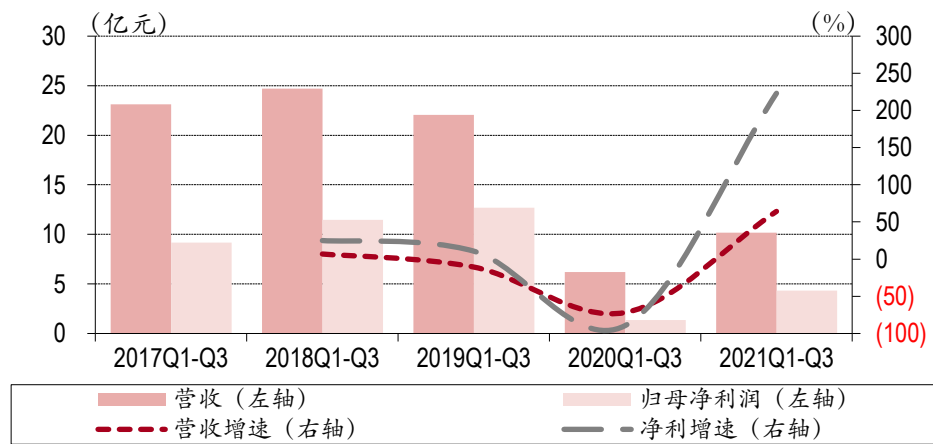
传统旅游景区存量业务发展滞缓，寻求创新延伸产业链成为趋势。目前传统景区存量业务发展滞缓，疫情散发给旅游景区的冲击仍在发酵，但是疫情也提供给景区更多时间思考如何升级创新才能吸引更多游客。第一，打造适应当地情况的爆款 IP。根据地方具体条件，因地制宜打造具有差异化体验的旅游产业，打造符合当地情况的新 IP，追求旅游景区的提质升级。而在打造景区 IP 方面，国内景区特别是主题乐园与国外的 IP 存在差距，应当通过引入合作 IP 研发方式，做到不断内生，打造属于国内景区的优秀 IP。第二，挖掘旅游“夜经济”。夜间旅游的兴起在一定程度上延长景区的开放时间，同时也延长了游客在景区的停留时间，演艺巡游、灯光秀、音乐会等新的业态被不断引入景区，游客得到沉浸式的旅游体验，并且也可能增加游客消费的机会。第三，打造“一站式”旅游目的地。随着我国游客从大众纯观光旅游开始转向休闲和主题游，“一价全包”或者“一站式”旅游服务的需求不断增加，这种让游客能够获得身心放松体验的业态成为传统景区新的业务增长点。一价全包能省去游客自主拼接旅游要素的时间和精力，更重要的是景区能够将自身的业务结合起来进行打包销售，提升整体业务的营收能力。第四，文旅景区“智慧+”升级。利用 AI、AR、数据云等人工智能新技术构建智能景区，打造“元宇宙”旅游体验产品。例如运用大数据，通过数据分析提前预判景区客流趋势，对于有可能出现的拥堵趋势做好预防性措施；或利用智能信号灯及停车系统来提升景区交通系统的调度能力。因此，对于在业务层面具有创新精神的旅游景区，我们建议持续关注。

## 6.2 宋城演艺

**疫情扰动 Q3 业绩，优化存量项目并行外延新业务。**公司 21 年前三季度实现营收 10.15 亿元，归母净利润为 4.32 亿元，分别同比上涨 64.20%、223.38%。第三季度实现营收为 2.81 亿元，实现归母净利 0.54 亿元，分别同比下降 16.24%、42.29%。受疫情影响 Q3 业绩恢复有所放缓，公司传统景区在突出存量优势基础上，大力开发新业务模式换取增量。传统存量景区方面，杭州宋城升级打造演艺公园，除传统演艺项目千古情之外，园区内还增加其他中小型剧目和各类主题活动吸引游客停留，目前效果尚好，公司公告，园区内散客数超疫前同期水平，游客停留时间也明显增长；公司其他景区对原有剧目进行优化创新，并加快新剧推广。在本年外延的新项目方面，上海宋城卡位优势明显，占领城市黄金地段，从传统旅游演艺项目延伸至城市演艺，开创国内演艺谷模式，开业即突破公司景区项目客单价历史记录，表明公司进入城市演艺市场首战告捷。21 年国庆 7 天假期各地景区千古情等主剧场演出共计 229 场，较 2019 年同期恢复至 8 成，各地景区接待游客超 150 万人次，其中散客比为 83%，散客收入已基本恢复至疫前水平，团队游仍因疫情管控受到一定限制。伴随疫情防控得当，公司外延复制能力有望助力新增量空间进一步提升，公司演艺项目及轻资产输出有望提振业绩。



图表 57. 宋城演艺前三季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

**多元化布局，轻重资产扩张并行。**除宋城传统园区经营模式外，公司还创新推出新型演艺谷模式，即向“多剧院、多剧目、多活动、多门票”转型，多元化布局。利用公司外延复制能力，轻重资产同步扩张，截止 21 年前三季度，宋城演艺已开业项目中拥有 10 个重资产和 3 个轻资产，正在筹建项目中有 4 个重资产和 1 个轻资产，其中重资产项目分为独立投资和合作投资模式。重资产项目主要布局在已拥有稳定客流的一线旅游城市或热门景区附近，轻资产主要坐落于国内有历史底蕴的二、三线旅游城市，有助于公司下沉市场。佛山和西塘两大项目有望在 2022 年落成开业，珠海项目预计在 2023 年开业，或将打开公司度假综合体项目市场空间。

**持续优化营销推广，完善组织结构。**针对疫情变化形势和市场流量变化，公司推动线上线下双轨并行推广策略，不断完善主要社交平台账号的内容运营，实现粉丝数、曝光度的大幅提升，进一步有效实现流量变现。公司持续完善组织结构，制定标准管理流程，提高员工管理效率，降低管理成本压力。8 月公司主要高管人事变动，有利于公司长期运营和演艺剧目质量双提升。

图表 58. 宋城演艺项目整理

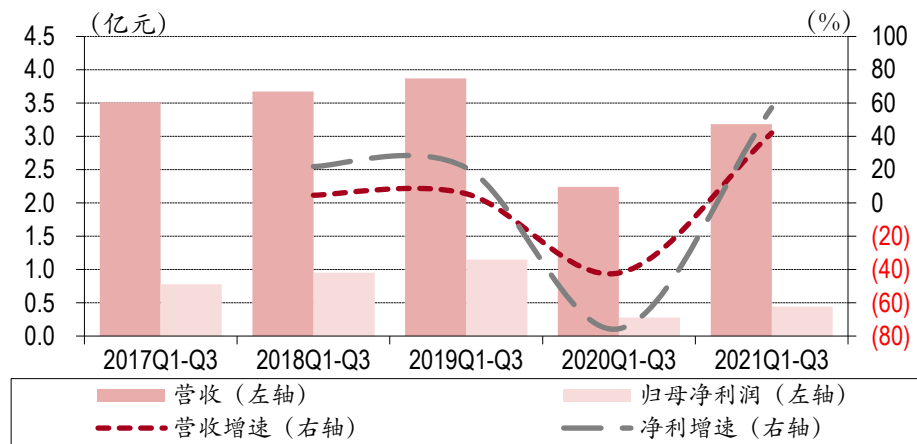
开业时间	项目名称	所在地区	投资额 (亿元)	资产性质	剧场数
<b>本地深耕</b>					
1996年5月18日	宋城景区	浙江杭州		重资产(独资)	
1997年3月29日	宋城千古情	浙江杭州		重资产(独资)	
1999年4月25日	杭州乐园	浙江杭州		重资产(独资)	
<b>异地首次扩张</b>					
2013年9月25日	三亚千古情	海南三亚	4.9	重资产(独资)	千古情1号剧院、千古情2号剧院
2014年3月21日	丽江千古情	云南丽江	3.34	重资产(独资)	1个千古情大剧院
2014年5月1日	九寨千古情	四川阿坝	2.9	重资产(独资)	1个千古情大剧院
<b>异地二次扩张(宋城模式输出开始)</b>					
2017年7月3日	炭河千古情	湖南宁乡		轻资产	1个千古情大剧院
2018年8月8日	桂林千古情	广西桂林	8.05	重资产(合资)	1个千古情大剧院
2018年12月28日	明月千古情	江西宜春		轻资产	1个千古情大剧院
2019年6月28日	张家界千古情	湖南张家界	6	重资产(独资)	千古情大剧院、千古情2剧院
2020年6月22日	西安千古情	陕西西安	7	重资产(合资)	1号剧院、2号剧院、3号剧院、5号剧院
2020年9月19日	皇帝千古情	河南郑州		轻资产	1个千古情大剧院
<b>异地未来扩张(演艺谷模式开启)</b>					
2021年4月29日	上海世博大舞台	上海	8.3	重资产(合资)	1个容纳上万人的演艺广场, 20多个剧院
2022年	佛山千古情	广东佛山	7	重资产(独资)	
2022年	西塘演艺谷	浙江嘉兴	10	重资产(独资)	
2024年	珠海宋城演艺度假区	广东珠海	30	重资产(独资)	
未定	延安千古情	广东珠海		轻资产	
未定	澳洲传奇	澳大利亚昆士兰	20	重资产(独资)	

资料来源: 公司公告, 中银证券

## 6.3 天目湖

**疫情扰动影响业绩, 公司内生外延发展轨道不变。**公司21年前三季度共实现营收3.18亿元, 同比上涨41.90%, 归母净利润为0.44亿元, 同比上涨58.20%。第三季度实现营收9,034.87万元, 同比下降26.69%, 归母净利润为113.9万元, 同比下降97.03%。主要系暑假游期间江苏等地疫情散发和台风登陆华东地区影响公司主营业务, 由于暑期疫情中长三角有多个地区调整成为中高风险地区, 长三角又是公司主要客源地, 因此第三季度公司业绩出现大幅下滑。21年上半年公司业绩发展较好, 公司21年前三季度仍具有较好的财务状况, 前三季度公司销售毛利率同比上涨1.99%, 归母净利率同比上涨11.45%。在公司开源节流政策下, 三费成本同比均有不同程度的下降, 销售/管理/财务费用率分别为11.31%/16.56%/0.29%, 下降幅度分别为24.35%/22.69%/38.30%。

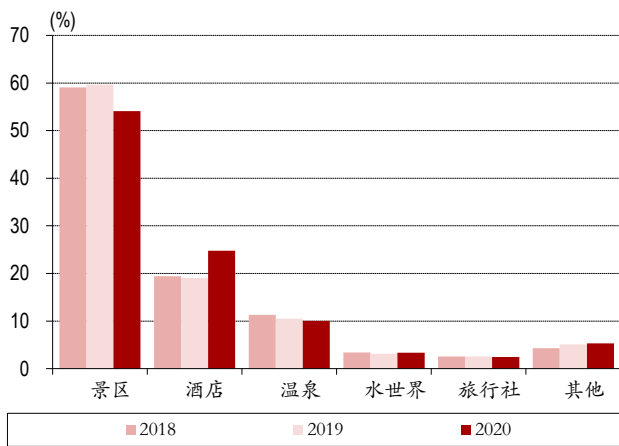
图表 59. 天目湖前三季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

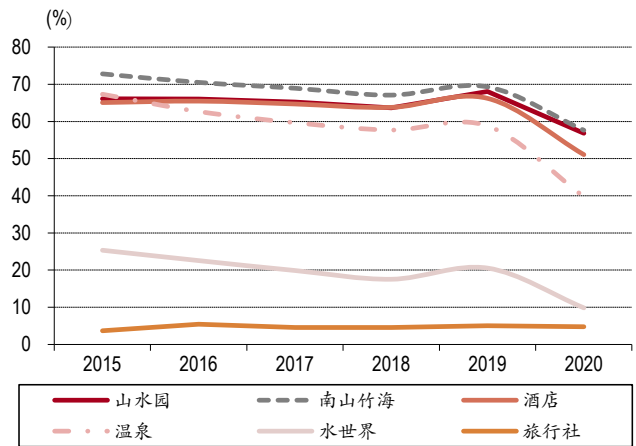
**完善一站式旅游产业链，积极挖掘周边游客消费潜力。**公司目前已形成山水园、南山竹海、御水温泉、水世界为主的景区产品矩阵，主要产品营收占比达到 88.89%，核心业务保持着高毛利，疫前毛利率均保持在 60%以上。2020 年下半年起公司陆续开发竹溪谷、“遇”字系列酒店等新住宿项目，新项目专注于各消费阶层人士，满足不同游客旅游需求，并对景区索道及内部设施进行升级改造。公司酒店业务产品的丰富，不仅有助于提升景区过夜游客承载量，缓解景区酒店供应不足的压力，还可助力公司中长期业绩增长。在暑期疫情好转后，公司 9 月对南京都市圈居民推出山水园、南山竹海景区免门票活动，积极深挖南京周边地区游客消费潜力。十一期间举办多元化主题系列活动，例如位于山水园景区的“湖畔百乐园”，景区夜游活动“一湖时光”，南山竹海景区的“二次元狂欢嘉年华”等。21 年国庆期间天目湖旅游度假区共接待游客 46.97 万人次，实现旅游收入 7,511.87 万元，同比 19 年同期水平分别上涨 1.49%、5.18%。同时公司参加飞猪双十一大促，御水温泉度假酒店 6 小时预订突破 2,300 套。公司顺应目前旅游需求转变，从亲子研学、银发疗休养等热点出发，积极挖掘自身资源结合产品设计，逐步完善一站式旅游目的地打造为未来的外延发展夯实基础。

图表 60. 天目湖主营业务收入构成



资料来源：公司公告，中银证券

图表 61. 天目湖主要业务产品毛利率

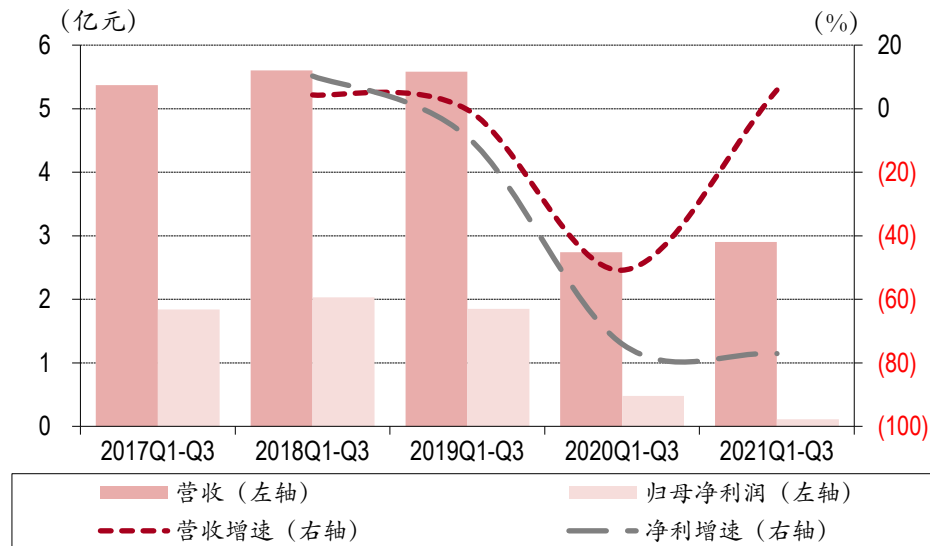


资料来源：公司公告，中银证券

**国资入局或提供资源、资本双重助力。**21 年 9 月 21 日公司公告实控人孟广才拟将其持有的 11.61% 股份转让予溧阳城发，10 月 18 日完成股份转让过户登记手续并收到《过户登记确认书》。此次转让完成后，上市公司控股股东、实际控制人不变，溧阳城发将持有 11.61% 公司股份。溧阳城发此次入局有望提升公司信用资质，提高资产以及业务的运营效率和盈利能力。

## 6.4 丽江股份

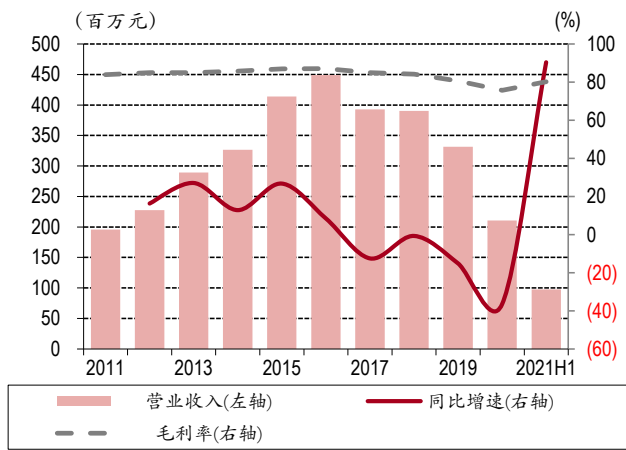
图表 62. 丽江股份前三季度营收、归母净利润变化



资料来源：公司公告，中银证券

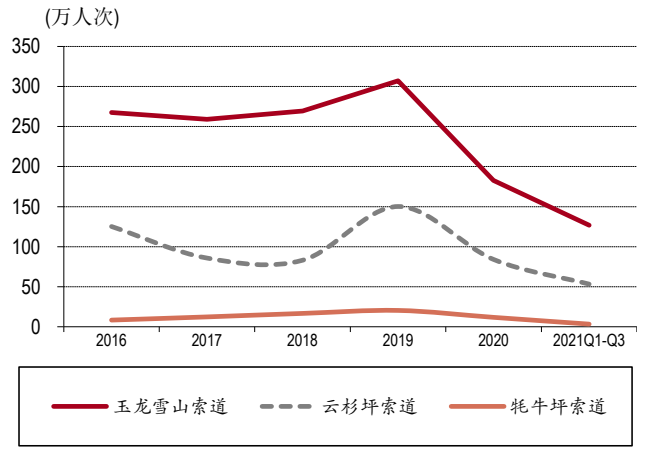
**疫情导致 Q3 业绩承压，整合区域旅游资源助恢复和长期发展。**2020-2021 上半年持续受到疫情影响，2021H1 实现营收 2.02 亿元，2021Q2 扭亏为盈。21 年前三季度共实现营收 2.90 亿元，同比上涨 6%，归母净利润为 0.11 亿元，同比下降 77.40%。公司单三季度实现营收 0.88 亿元，归母净利润 90.37 万元，分别同比下降 50.94%、98.76%。业绩恢复不及预期主要系受到暑期新冠疫情散发影响，导致全国多地暂停跨省游，至丽江旅游的游客量锐减。公司前三季度景区索道接待游客共计 183.31 万人次，同比下降 2.04%，其中玉龙雪山索道接待 126.78 万人次，同比上涨 7.26%；云杉坪索道接待 53.29 万人次，同比下滑 13.49%；牦牛坪索道接待 3.24 万人次，同比下降 55.74%。公司酒店业务实现营收 0.64 亿元，同比上涨 6.46%，由于月光城英迪格酒店 3 月开业，开办费用及折旧摊销费用增加，使得净利亏损金额较 20 年同期增加 779.95 万元。21 年 1-9 月印象丽江总计演出 293 场，累计接待游客 43.16 万人次，实现营业收入 0.42 亿元，分别同比下降 1.16%、15.37%。为降低疫情冲击影响，公司整合区域资源，不断完善产业链。公司将设立甘海子游客集散中心，将玉龙雪山景区核心区内公司现有经营项目进行整合联动，使游客游览流程更加简便合理。以月光城酒店、摩梭小镇等项目拓展公司在香格里拉生态旅游圈中的供给水平，有望迎来较大业绩增长空间。从中长期来看，公司经营玉龙雪山核心区索道和旅游演艺项目、运营位于丽江-香格里拉核心区的国际品牌酒店等多项业务，卡位优势明显，同时公司财务状况良好，现金流充足，融资渠道畅通，未来或将通过资本运作，整合滇西北地区的其他优质旅游资源，推动区域内旅游度假综合体建设，巩固公司在滇西北文旅领域的龙头优势。

图表 63. 丽江股份索道业务营收及毛利率



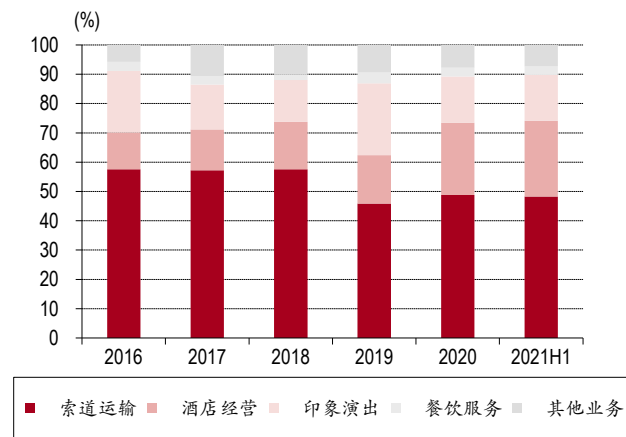
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 64. 丽江股份三大索道接待游客量



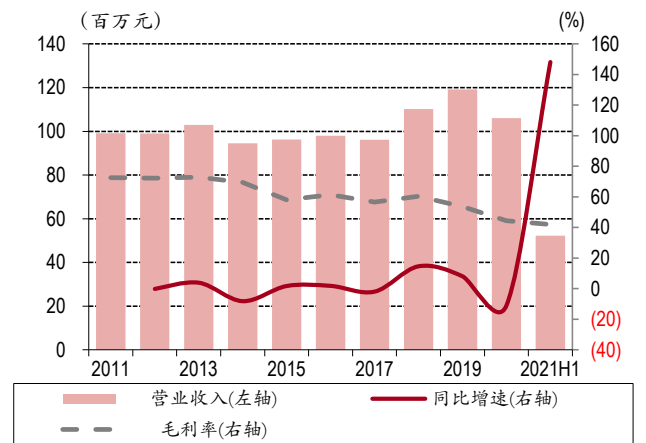
资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 65. 丽江股份主营业务营收占比



资料来源: 公司公告, 中银证券

图表 66. 丽江股份酒店业务营收及毛利率



资料来源: 公司公告, 中银证券

**酒店项目以点带线, 精品住宿与文化体验同步推进。**酒店经营的营收占比一直稳定, 主要系公司不断布局酒店项目, 近年收获成效, 2018-19 年营收连续增长, 2020 年受疫情影响较小, 实现营收 1.06 亿元, 同比仅下降 11%, 是主营业务中下降最小的。2021 上半年实现营收 0.52 亿元, 同比大幅增长 148.16%。目前公司主要经营酒店为和府洲际度假酒店、丽江古城英迪格酒店、茶马道丽江古城丽世酒店、茶马道德钦奔子栏丽世酒店、茶马道丽世山居、巴塘假日酒店。公司计划, 以酒店项目实现以点带线成面, 介入金沙江旅游经济带、大香格里拉旅游生态圈。2019 年公司在金沙江旅游经济带已完成 10 个精品民宿及旅游接待设施建造, 打破传统酒店管理模式, 同时以点带线, 带动金沙江东、西两条精品旅游线发展。公司重点布局的月光城项目正在积极推进, 其中的藏文化旅游体验区进入前期招商阶段, 月光城英迪格酒店已于 21 年 3 月开业。摩梭小镇前期规划及报建工作已基本完成, 计划投入的假日酒店样板区域已建成, 有望在 2022 年完成建设。

## 7 2022 年度投资策略

综合考虑目前国内疫情情况以及国内文旅行业复苏的趋势，我们推荐的行业顺序：免税>酒店>旅行社>景区

**免税：离岛免税热情不减，龙头多重红利叠加。**免税行业在休闲服务行业的权重占比最大，对文旅行业影响较大。虽出入境开放后，海南旅客或将部分流失，离岛免税业务有受到影响的可能；但是伴随口岸免税渠道逐步恢复，有望补回离岛免税或出现的业绩下降，并且口岸免税仍是免税行业重要渠道之一，对品牌建设和公司美誉度具有促进作用。此外，境外消费回流和海南自由贸易岛建设有望不断助力免税行业发展。免税龙头企业经营壁垒牢固，免税渠道全面发展，叠加目前离岛免税新政、税收优惠、机场租金下调等多重利好，龙头企业在国内有望维持较高市占率，销售业绩有望进一步得到巩固。**推荐免税行业龙头中国中免，并建议关注岛内居民免税业务落地的相关企业。**

**酒店：酒店行业出清，头部企业集中度扩大。**2021 年散发疫情持续反复，部分管理不善、服务质量较差的民宿及单体酒店出现倒闭潮，行业供给端出清，酒店龙头企业乘势不断扩张，行业集中度持续提升，酒店行业 ADR、OCC、RevPAR 三大经营指标呈现波动回暖趋势。因酒店龙头企业内部管理较完善，市场布局合理，品牌连锁化程度高及轻资产化程度较高。因此遇到外部环境突变，受影响相对较小，恢复速度更快。目前多数境外国家及地区防控相对放松，休闲旅游、商旅恢复较好，对龙头企业境外业务有较大利好影响。随着酒店业主及管理团队成熟化趋势，仅以房地产开发为主要驱动力的酒店项目预计将逐步减少，未来几年专注市场需求及品牌发展的酒店企业有望获得更为广阔的发展空间，并且 ESG、“双碳”、数字化可能成为酒店行业及公司估值的新增参考因素。**推荐锦江酒店、首旅酒店。**

**旅行社：疫下主动谋变革，转型升级应对后疫情时代。**2021 年输入性疫情引起多地散发不断，对旅行社影响仍旧较大，不少旅行社开源节流，部分主营业务为境外旅游的旅行社纷纷进入国内市场，导致国内旅行社行业竞争更加激烈。由于疫情影响导致国内游客旅游需求有所转变，表现出以本地游、周边游为主的态势，因此需求倒逼旅行社转型升级，开发适应疫下时期的旅游产品。头部企业为减小疫情冲击，针对产品研发、渠道拓展、成本管控等方面均做大量工作，厚积薄发等待旅游业完全恢复。目前我国民众接种疫苗数已接近 25 亿剂次，第三针加强针正逐步开放，新冠特效药研发部分进入临床试验，全球主要旅游目的地国家或地区疫苗接种量同样增长显著。中长期来看，出境业务有望出现较为明显的恢复与收入增长。**推荐产业链整合代表的中青旅，有望获得国门开启带来业务恢复的众信旅游，地处粤港澳大湾区且具有资源优势的岭南控股。**

**景区：疫情散发加剧不确定性，传统景区升级创新成重点。**景区在间歇性营业中反复摇摆，业绩波动恢复。值得注意的是，出入境已经关闭近两年，意味着国人在国内景区连续游玩两年，同时 2021 年三季度及假日国内旅游人数和旅游收入均未达到预期，其中除去疫情因素外，不排除因为游客连续在国内游玩而产生的审美疲劳，国内游及国内景区吸引力可能出现一定降低。传统景区亟需注意文旅融合背景，数字化管理及产品呈现，增加景区内生的发展动力。此外，疫情导致旅游需求变动，沉浸式、一站式旅游需求趋势持续加强，预计有利于提早开发布局沉浸式和一站式目的地的企业。**推荐专专注于一站式服务的天目湖，迎合沉浸式旅游需求的宋城演艺和具有自然资源属性的丽江股份；并建议关注冰雪休闲及具有冬奥会后体育旅游需求的重点标的，处于乡村振兴进程中的目的地标的。**

## 风险提示

**新冠病毒疫情反复：**全球新冠肺炎病毒不断变异，确诊病例数量仍持续上升；国内疫情不时散发，仍需谨慎防范新冠病毒的反复。

**行业复苏不及预期：**文旅部出台跨省旅游动态防控政策，景区按照当地疫情防控风险和应急响应要求，科学动态调整防控措施。若出入境旅游若年内无法预期有序启动，国际旅游复苏、口岸免税恢复等仍将持续承压。

**政策落地及执行不及预期：**文旅部出入境旅游政策尚未出台，市内免税店政策暂未落地，且政策落地后的执行也存在一定不确定性。

附录图表 67. 报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)		市盈率(x)		最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2020A	2021E	
601888.SH	中国中免	买入	203.30	3,969.38	3.14	5.99	89.82	44.8	14.74
600138.SH	中青旅	买入	9.58	69.34	(0.32)	0.14	(32.00)	71.3	8.79
600258.SH	首旅酒店	买入	23.90	235.90	(0.50)	0.32	(42.26)	73.2	8.29
300144.SZ	宋城演艺	买入	13.15	343.83	(0.67)	0.24	(26.44)	58.7	2.95
603136.SH	天目湖	买入	15.14	28.21	0.47	0.41	53.83	36.9	6.20
600754.SH	锦江酒店	增持	53.05	484.90	0.12	0.38	447.89	141.7	15.60
002033.SZ	丽江股份	增持	5.73	31.49	0.13	0.06	49.89	96.2	4.48
000524.SZ	岭南控股	增持	6.97	46.71	(0.36)	(0.11)	(22.05)	(62.2)	3.35
002707.SZ	众信旅游	增持	5.42	49.12	(1.63)	(0.27)	(3.17)	(17.9)	0.57
300662.SZ	科锐国际	未有评级	61.58	121.24	1.02	1.28	53.10	48.23	9.97
000796.SZ	凯撒旅业	未有评级	7.44	59.74	(0.87)	(0.21)	(15.36)	(35.80)	0.85
600054.SH	黄山旅游	未有评级	8.92	45.79	(0.06)	0.15	(141.24)	59.67	5.86
603099.SH	长白山	未有评级	10.69	28.51	(0.21)	-	(37.81)	-	3.72
600655.SH	豫园股份	未有评级	9.52	370.20	0.93	1.04	9.56	9.15	8.57

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2021 年 11 月 29 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。



## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371