

证券研究报告—深度报告

社会服务

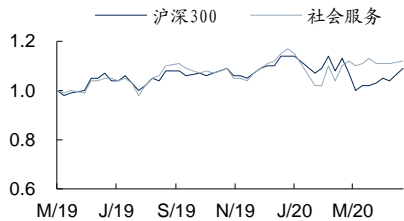
5月投资策略

超配

(维持评级)

2020年05月15日

一年该行业与沪深300走势比较



相关研究报告:

《社会服务行业19年年报及20年一季报总结:疫情不改中线逻辑,强者依旧恒强》——2020-05-06
《4月投资策略暨一季报前瞻:板块一季报预计承压,龙头相对仍有支撑》——2020-04-14
《免税行业专题:从产业链上下游,再论牌照与规模》——2020-04-14
《免税行业快评:顶层设计宣示地位,刺激内需空间广阔》——2020-03-16
《社会服务行业3月投资策略:营业恢复进行时,政策前来给信心》——2020-03-15

证券分析师:曾光

电话: 0755-82150809
E-MAIL: zengguang@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980511040003

证券分析师:钟潇

电话: 0755-82132098
E-MAIL: zhongxiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513100003

联系人:姜甜

电话: 0755-81981367
E-MAIL: jiangtian@guosen.com.cn

联系人:张鲁

电话: 0755-81982991
E-MAIL: zhanglu5@guosen.com.cn

行业投资策略

复园复学吹响积极信号,建议精选优质龙头

●5月观点:复园复学吹响积极信号,建议精选优质龙头

维持板块长线“超配”评级。目前来看,虽然海外疫情仍有不确定,但国内复工复产正全面推进,中小学陆续开始复学,景区包括室内景区恢复节奏逐步明朗,疫后经济建设及促进内需消费政策力度正在强化。中长线来看,免税、演艺、酒店等行业龙头成长逻辑仍有较强支撑。综合来看,考虑5月以来复工复产复园复学等彰显积极信号,我们短期重点推荐:中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、科锐国际等;中长线继续立足“赛道+格局+质地”,推荐:中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家、凯撒旅业、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山A、黄山旅游、三特索道等。

●复工复产全面推进,板块4月反弹强劲显著跑赢大盘

伴随各地陆续下调疫情响应等级,复工复产全面推进,4月休闲服务指数涨21.70%,跑赢大盘15.57pct。凯撒旅业(+43%)、中国国旅(+36%)、锦江酒店(+22%)、首旅酒店(+22%)、宋城演艺(+19%)等涨幅居前;中青旅、广州酒家、桂林旅游、黄山旅游整体平稳微涨。

●离岛免税稳步回暖,演艺复园在即,酒店行业复苏进行中

免税:五一海南离岛免税店销售额近3亿元,“线上+线下”发力估算日均同增约40%;海南省表态将落地离岛免税新政,推动中免集团全年销售额突破300亿元;中国国旅收购海免51%股权,巩固卡位优势;珠免并入格力地产有望重组上市。演艺:旗下景区复园在望(炭河5.15/杭州宋城暂定6.12等),西安项目预计6月底试营业,上海项目预计暑期左右开业,恢复节奏逐渐明朗。酒店:首旅、华住及锦江酒店Q1 RevPAR同降5成+;展店方面,华住、锦江Q1净增220、133家,疫情下相对良好,如家Q1净减少38家。三家龙头2020年开店计划仍保持强势,与2019年持平或加速。4月以来行业出租率持续有所改善。

●国内游、餐饮环比继续复苏,出境游仍需关注国际疫情进展

出境游:3月部分目的地客流均同比下滑9成+;国内游:政策松绑+出游情绪回暖,五一假期环比清明继续回暖。餐饮:3月餐饮行业收入下滑近5成,九毛九未来重点发力太二餐厅。博彩:4月赌收同比下滑97%。

●风险提示:

自然灾害、疫情、政治等系统性风险;政策风险;收购整合低于预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

| 公司代码 | 公司名称 | 投资评级 | 昨收盘(元) | 总市值(百万元) | EPS | | PE | |
|--------|------|------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 601888 | 中国国旅 | 买入 | 88.85 | 173,477 | 1.14 | 2.93 | 78.15 | 30.34 |
| 002607 | 中公教育 | 买入 | 28.73 | 177,189 | 0.38 | 0.51 | 76.13 | 56.84 |
| 300144 | 宋城演艺 | 买入 | 29.90 | 43,433 | 0.38 | 1.15 | 78.87 | 25.97 |
| 300010 | 立思辰 | 买入 | 17.69 | 15,361 | -0.04 | 0.41 | - | 43.15 |
| 600754 | 锦江酒店 | 买入 | 27.88 | 23,796 | 0.85 | 1.32 | 32.75 | 21.06 |

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

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

复园复学吹响积极信号，建议精选优质龙头

表 1：2020 年 5 月投资策略：复园复学吹响积极信号，建议精选优质龙头

| | |
|------------|---|
| 重点关注板块投资看点 | <p>免税：五一，海南免税店购物总人数超过 7 万人次，销售额近 3 亿元人民币，“线上+线下”协同发力，估算日均同增约 40%+；海南省表态会加快落地离岛免税新政，推动中免集团全年销售额突破 300 亿元；中国国旅收购海免 51% 股权，强化海口布局，其在三亚、海口以及博鳌卡位优势不断明确；格力地产全资收购珠海免税，珠免有望成为国内第二家上市免税企业。</p> <p>演艺：复园在即，《炭河千古情》5 月 15 日开演，杭州宋城暂定 6 月 12 日开园，西安项目有望今年 6 月中下旬试营业，上海项目预计暑期左右有望营业，且公司疫情期间历兵林马多剧院打造演艺王国，杭州、西安、上海项目系首批试点，为中线成长提供多元化保障。</p> <p>酒店：锦江、华住及首旅 Q1 整体 RevPAR 同比分别下滑 53%/58%/62%，4 月以来伴随国内复工推进行业出租率有所回升；展店方面，华住、锦江 Q1 净增 220、133 家，疫情下相对良好，如家 Q1 净减少 38 家，疫情因素加速关店。三家龙头 2020 年开店计划仍保持强势，与 2019 年持平或加速。</p> <p>其他：出境游：疫情下 3 月各目的地客流均同比下滑 9 成+，且各国入境管制趋严，预计短期行业仍承压。国内游：政策松绑+出游情绪回暖背景下，五一假期环比清明继续回暖，行业复苏进行中。餐饮：3 月餐饮行业收入下滑近 5 成，九毛九撤出北京、天津及武汉市场九毛九餐厅，未来重点发力太二餐厅。博彩：4 月赌收同比下滑 97%，预计 5 月继续承压。</p> |
| | <p>风险因素</p> <p>宏观经济系统性风险、汇率风险，重大自然灾害及大规模传染疫情等。</p> <p>市场风格变化使得资金对小盘股的偏好也会有不确定性，商誉风险等</p> <p>国家出台相关政策不及预期；国企改革或者收购重组等进度不及预期。</p> |
| 投资策略 | <p>维持板块长线“超配”评级。目前来看，虽然海外疫情仍有不确定，但国内复工复产正全面推进，中小学陆续开始复学，景区包括室内景区恢复节奏逐步明朗，疫后经济建设及促进内需消费政策力度正在强化。虽然疫情下今年行业承压难免，但环比均开始趋于改善。中长线来看，免税、演艺、酒店等行业龙头成长逻辑仍有较强支撑。综合来看，考虑 5 月以来复工复产复园复学等彰显积极信号，我们短期重点推荐：中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、科锐国际等；中长线继续立足“赛道+格局+质地”，推荐：中国国旅、中公教育、宋城演艺、立思辰、锦江酒店、首旅酒店、科锐国际、广州酒家、凯撒旅业、众信旅游、天目湖、中青旅、美吉姆、峨眉山 A、黄山旅游、三特索道等。</p> |

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

板块复盘：国内复工复产推进，板块 4 月反弹强劲

疫情跟踪：国内复工复产全面推进，海外国家亦开始复工尝试

国内疫情防控形势逐步向好，全国各省陆续下调疫情响应等级。结合 Wind 疫情统计数据，截至 2020 年 5 月 11 日 17 时，全国累计确诊病例为 84450 例，其中累计治愈 79534 例，现有确诊 273 例。4 月中下旬以来，国内每日新增确诊病例基本为个位数增长，其中除东北三省、内蒙古、湖北外的省份均已实现连续多日零新增确诊。在国内疫情得到有效防控，并针对性地加强外防输入、内防反弹举措背景下，各地也陆续下调疫情防控等级。截至 5 月 8 日，目前国内已无一级应急响应省份，二级应急响应省份为 5 个，三级响应级别省份 24 个，四级响应级别省份 2 个。

表 2：国内省市区突发公共卫生应急响应级别（截至 2020.05.08）

| 时间 | 省市地区 |
|------|--|
| 一级响应 | 无 |
| 二级响应 | 5 个省市区：北京、天津、河北、湖北、西藏（西藏部分地区按三级响应管理）。 |
| 三级响应 | 24 个省市区：山西、内蒙古、辽宁、吉林、黑龙江、江苏、浙江、安徽、福建、江西、山东、河南、湖南、广西、海南、重庆、四川、贵州、云南、陕西、甘肃、宁夏、广东、上海。 |
| 四级响应 | 2 个省市区：青海、新疆。 |

资料来源：各地政府官网、国信证券经济研究所整理

线下各地学校逐步公布开学时间，景区、公园陆续恢复营业，国内复工复产正全面推进。3 月中下旬国内景区陆续恢复室外区域的营业，其中峨眉山于 3 月 23 日将景区内露天景点全部开放，张家界自然景区于 3 月 29 日开放室外景区，同时限制客流量，魅力湘西 4 月 2 日开始室外演出。目前全国各地陆续下调疫情防控等级，各景点亦陆续开放室内景区，上海海昌海洋公园于 5 月 10 日将室内项目全部开放，上海迪士尼自 5 月 11 日起，恢复园内大部分景点、游乐项目，魅力湘西同样于 5 月 13 日晚恢复室内演出。同时目前全国各省陆续公告开学时间表，截至 5 月 13 日全国各省初高中升学年级基本复课，其他年级亦在陆续恢复过程中，其中部分省市如杭州等同时明确线下培训机构开课时间。5 月 12 日文旅部正式通知《剧院等演出场所、娱乐场所等开放指南》，主要提及：1、坚持有序开放。在充分做好防疫措施的情况下，在低风险地区，经当地党委政

府同意，可以举办营业性演出活动，但暂缓举办中大型营业性演出活动；2、坚持预约限流。恢复开放的演出场所应当严格执行人员预约限流措施。剧院等演出场所观众人数不得超过剧场座位数的 30%，要间隔就坐，保持 1 米以上距离等。其中中大型营业性演出活动预计主要包括大型演唱会等需要单独申报组织的活动，宋城演艺、魅力湘西等主要系常驻室内演出，预计相对不受其限制，其营业主要系每天需限流 30% 等，目前来看，魅力湘西室内演出 5 月 13 日已恢复演出。整体景区、公园陆续恢复节奏日趋明朗化。

表 3：国内部分景区或主题公园恢复营业时间

| 景区 | 恢复营业时间 | 营业要求 |
|----------|-----------------------|---|
| 峨眉山 | 3 月 23 日 | 五一期间，单日限流人数从 1.6 万人下调至 1.35 万人，景区内露天景点全部开放，寺庙暂不开放，《只有峨眉山》演艺也暂不恢复演出。 |
| 张家界自然景区 | 3 月 29 日 | 五一期间，对景区实行限量开放，旅游景区只开放室外区域，室内场所暂不开放，严格执行每小时限制 1500 人的客流量进山，当游客大厅游客数量超过 30% 的时，立即采取分段进入的措施。 |
| 魅力湘西（室外） | 4 月 2 日 | 每日一场，改为室外演出，每晚 19 点，游客需出示健康码，戴口罩，对号分开就坐。 |
| 乌镇 | 4 月 15 日 | 开放范围为西栅历史街区户外游览区域（2 月 26 日东栅开放，2 月 28 日乌镇开放），部分室内景点和表演项目暂缓开放，酒店、民宿、餐饮服务自景区开放日起逐步恢复营业。游客日最高承载量和瞬时最大承载量不超核定值的 30%。 |
| 上海海昌海洋公园 | 4 月 17 日 /5 月 10 日 | 4 月 17 日开放室外区域，其他区域将陆续开放，游客日最高承载量和瞬时最大承载量不超核定值的 30%。对体温超过 37.3℃ 或者健康码为红色、黄色人员劝离；5 月 10 日室内项目全部开放。 |
| 古北水镇 | 4 月 23 日 | 开放范围为古北水镇景区室外游览区域，部分室内景点和表演项目暂缓开放，并严格限流 30%。司马台长城 4 月 13 日恢复开放。酒店、民宿、餐饮服务自景区开放日起逐步恢复营业。游客应提前申领健康码，进京游客入住酒店需持有 7 日内经当地核酸检测呈阴性的健康证明（截至 4 月 23 日）。 |
| 上海迪士尼 | 5 月 11 日 | 自 5 月 11 日起，上海迪士尼乐园内的大部分景点、游乐项目、部分娱乐演出以及商店和餐厅将在控制客流量的基础上恢复运营。一些有频繁互动的景点和体验，如儿童游玩区，以及剧院演出将暂时不对游客开放。将实施系列新的运营举措和流程，包括实行限流、要求游客提前购票及预约入园；在乐园的排队区域、餐厅、游乐项目和其他设施安排安全距离；以及增加卫生消毒的频次等。 |
| 魅力湘西（室内） | 5 月 13 日 | 恢复室内演出，每晚 3 场，限流 30% |

资料来源:Wind, 公司公告及官微, 国信证券经济研究所整理

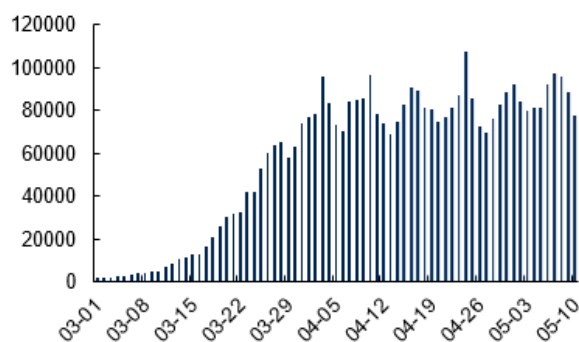
表 4：全国各地开学时间表（截至 5 月 13 日）

| | 初中/高中毕业年级 | 其他年级 | 高校毕业年级 | 高校其他年级 | 培训机构开课时间 |
|----|-----------|------|--------|--------|----------|
| 北京 | 5.11/4.27 | - | - | - | - |
| 上海 | 4.27 | 5.18 | 4.27 | 5.06 | - |
| 广东 | 4.27 | 5.11 | 5.11 | 5.18 | - |
| 山东 | 4.22/4.15 | - | 5.16 | - | - |
| 河南 | 4.14/4.07 | 4.13 | 4.25 | 5.06 | 5.11 起 |
| 湖南 | 4.07 | 4.13 | 5.14 | - | 4.23 起 |
| 江苏 | 3.30 | 4.13 | 4.13 | 4.2 | 5.02 起 |

资料来源:各地教育部官网, 国信证券经济研究所整理

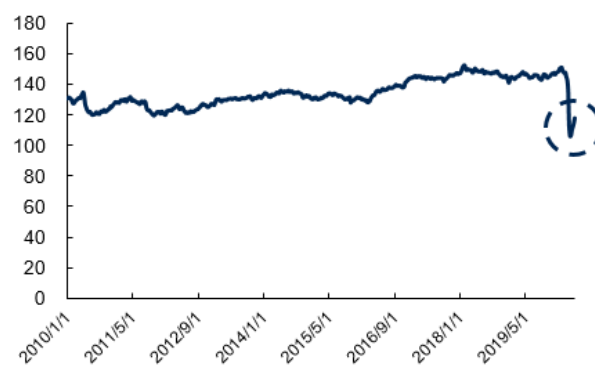
海外疫情新增确诊相对仍处高位平台期，部分国家已开始推进复工复产进程。截至北京时间 5 月 11 日 17 时，全球累计确诊病例达 410 万，其中现有确诊病例 241 万，累计治愈 141 万。3 月底以来，全球疫情进入集中爆发期，日均新增确诊病例达 8 万+，其中 4 月 25 日单日新增确诊病例更是高达 10 万+，截至 5 月 10 日海外每日新增确诊病例仍处于高位（8 万+），仍处高位平台期，但在防疫的同时，包括美国、意大利、西班牙在内等多国开始逐步解除管制措施，分阶段地推进复工复产进程。美国于 4 月 16 日宣布“重启美国经济”指南，各州须遵循三个阶段的具体指引推进复工进程，而美国 ECRI 领先指标也自 3 月底的 106.31 逐渐回升至 118.08。德国、西班牙、意大利等国家同样已开始安排部分企业和商业的复工复产。截至 4 月底，欧洲复工指数为 13.2%，随着复工计划进一步推行，预计欧洲复工指数在 6 月初将达到 45%。

图 1: 全球 (中国除外) 每日新增确诊-截至 5 月 10 日



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 2: 美国 ECRI 领先指标有所回升



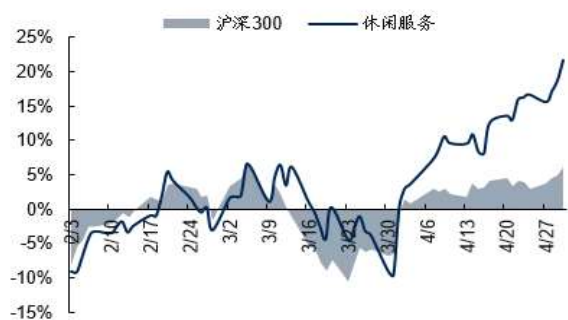
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

我们认为, 目前来看, 国内疫情形势逐步缓和, 5 月 8 日国务院发文可采取预约、限流等方式开放影剧院、游艺厅等密闭式休闲娱乐场所, 国内景区恢复开业逐步推进; 但考虑到海外疫情仍相对严峻, 部分行业恢复节奏仍待观察。具体看, 前期受疫情影响较大的离岛免税、国内演艺、酒店、景区、餐饮预计后续或有望逐步回暖, 叠加各地出台的相关消费刺激政策, 将进一步拉动行业逐步复苏。但出境游及出入境免税等仍需跟踪国外疫情发展进程。

4 月社会服务板块反弹强劲, 跑赢大盘 15.57pct

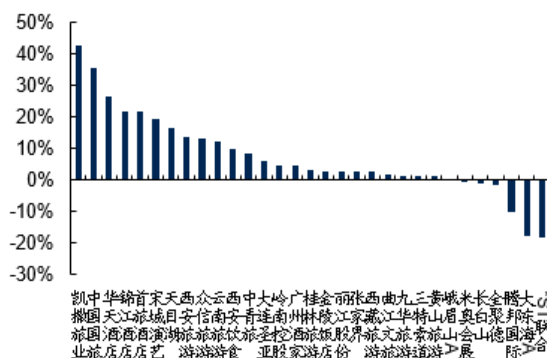
2020 年 4 月, 沪深 300 指数上涨 6.14%, 而同期休闲服务指数大涨 21.71%, 整体跑赢沪深 300 指数 15.57pct, 主要系受国内疫情防控成效显著, 多地连续多日实现确诊零增长, 前期受疫情影响暂停或受损的行业逐步复工复产, 同时叠加国内系列消费政策刺激提振情绪, 4 月社服板块整体反弹强劲。

图 3: 4 月休闲服务指数跑赢沪深 300 指数 15.57pct



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理
注: 休闲服务为申万休闲服务指数

图 4: 2020 年 4 月个股涨跌幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

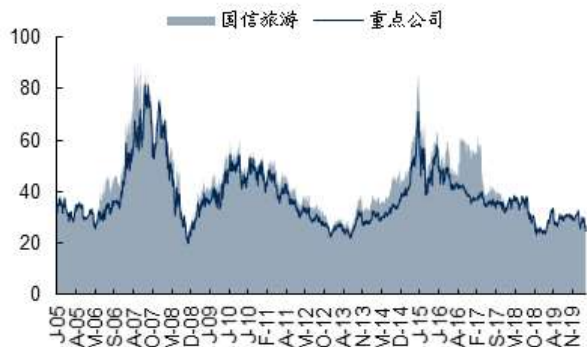
从个股表现来看, 凯撒旅业 (+42.83%, 引进强力战投、持续加码海南免税)、中国国旅 (+35.86%, 海南免税业务复苏)、华天酒店 (+26.79%)、锦江酒店 (+21.81%, 商旅出行复苏预期)、首旅酒店 (+21.64%, 同锦江)、宋城演艺 (+19.42%, 中线成长逻辑有支撑)、天目湖 (+16.47%) 涨幅居前。其次西安旅游 (+13.54%)、众信旅游 (+13.16%)、云南旅游 (+12.50%) 涨跌亦相对靠前。中青旅 (+8.36%)、广州酒家 (+4.84%, 速冻业务对冲)、桂林旅游 (+3.08%)、黄山旅游 (+1.19%) 整体相对平稳。

4 月旅游板块整体和重点公司估值较 3 月大幅提升

2005 年 1 月 4 日至 2020 年 4 月 30 日, 国信旅游板块 TTM 市盈率均值为 42.99 倍, 波动区间为【21.12, 89.25】。旅游重点公司 TTM 市盈率均值为 38.07 倍,

波动区间为【19.88, 81.65】。2020年4月30日，旅游板块整体TTM市盈率为54.16，较上月末（24.60倍）大幅上升，且已超过历史平均水平；旅游重点公司市盈率为53.63倍，同样高于上月末（24.71倍），且超过历史平均水平。2005年1月4日至2020年4月30日，旅游板块相对估值（沪深300，TTM市盈率）均值为2.97倍，波动区间为【1.10, 5.26】。重点公司相对估值均值为2.62倍，波动区间为【1.11, 4.55】。2020年4月30日，旅游板块相对估值为4.60倍，高于上月同期（2.26倍）；旅游重点公司相对估值为4.55倍，高于上月同期（2.27倍），且高于历史平均水平。

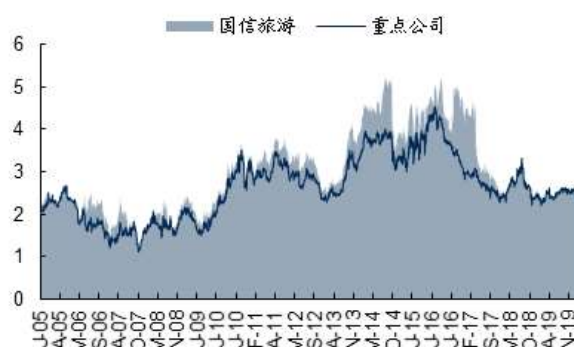
图 5：3 月旅游板块 TTM 市盈率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注释：重点公司含中国国旅、锦江酒店、首旅酒店、中青旅、黄山旅游、宋城演艺、众信旅游、三特索道、丽江旅游、桂林旅游、凯撒旅业、广州酒家、天目湖等

图 6：3 月旅游板块相对估值（TTM 市盈率）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注释：相对市盈率采用 TTM 市盈率，整体法，对比基准为沪深 300

3-4 月行业数据及相关动态跟踪

结合最新疫情发展情况看，国内疫情形势逐步缓和，多地下调疫情防控等级，复工复产全面推进，国内室内外景区逐步宣布开业时间，中小学亦陆续公布开学时间，伴随复工进展预计免税、酒店、国内游、酒店等行业也将逐步恢复，而出境游仍需跟踪疫情进展。**免税：**2020年五一期间，海口、三亚、博鳌三家免税店购物总人数超过7万人次，销售额近3亿元人民币，估算日均同增约40%+；海南省表态会加快落地离岛免税新政，推动中免集团全年销售额突破300亿元；中国国旅收购海免51%股权巩固卡位优势；珠免有望并入格力地产重组上市。**演艺：**复园在即，《炭河千古情》5月15日开演，杭州宋城暂定6月12日开园，西安项目有望今年6月中下旬试营业，上海项目预计暑期左右有望营业，且公司疫情期间厉兵秣马多剧院打造演艺王国，杭州、西安、上海项目系首批试点，为中线成长提供多元化保障。**酒店：**首旅、华住及锦江酒店Q1整体RevPAR同比均下滑5成以上；展店节奏同受影响，如家Q1净减少38家，疫情因素加速关店，但华住、锦江净增220、133家相对良好，复工推进带动行业整体复苏。三家龙头2020年开店计划仍保持强势，与2019年持平或加速。**出境游：**疫情下3月各目的地客流均同比下滑9成+，且各国入境管制趋严，预计短期行业仍承压。**国内游：**政策松绑+出游情绪回暖背景下，五一假期环比清明继续回暖，行业复苏进行中。**餐饮：**3月餐饮行业收入下滑近5成，九毛九决定关闭客流较少的门店，并停止在北京、天津及武汉经营九毛九餐厅，未来重点发力太二餐厅。**博彩：**4月赌收同比下滑97%，预计5月继续承压。

免税：离岛免税业务逐步复苏，珠免有望实现重组上市

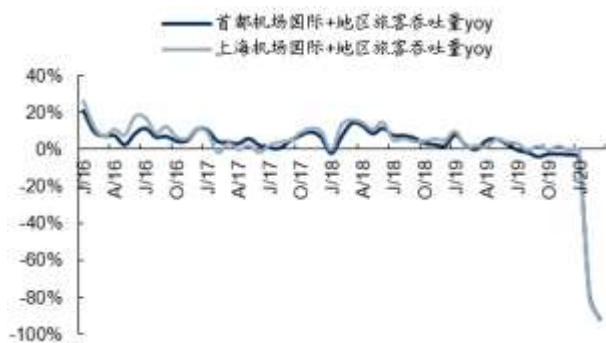
线上+线下渠道协同发力，疫情后离岛免税业务稳步复苏。据海南省旅文厅5月6日提供的数据，2020年五一长假期间，海口、三亚、博鳌三家免税店购物总人数超过7万人次，销售额近3亿元人民币，若按照日均可比口径测算，我们估算销售同增约40%+。为激发疫情后游客购物热情，海南省自线下+线上双渠道协同发力，其中线下推出消费券以及“五月五折”折扣优惠，同时线上增加离岛免税补购功能，离岛旅客在180天内可在补购线上平台继续选购。同时公司层面，中免集团疫情后在海口和三亚亦大力丰富线上商城品牌SKU，助力海南离岛免税持续复苏。

政策支持+消费回流，离岛免税中长期成长仍有较强支撑。结合海口海关检测数据，2019Q1-2020Q1期间共销售离岛免税品1412.7万件，销售金额为105.5亿元人民币，购物人次达242.9万人次。另外，海南省于2020年5月6日印发《关于进一步采取超常规举措确保完成全年经济目标的实施意见》，意见中提到未来省内会加快落地离岛免税购物新政策，推动中免集团全年免税品销售额突破300亿元。与此同时，为缓冲疫情对本国免税业务的影响，据DFE等媒体报道（侧面了解），韩国海关批准韩国免税协会申请，临时允许通过有税渠道销售化妆品在内的免税存货（库存至少6个月以上），临时允许通过跨境电商模式将免税品销售直邮至中国（香港或其他保税区），即接受在线购物。但上述模式一般需要通过物流等方式进入香港，再通过多渠道售卖给大陆消费者，存在货源转手多难保真、行邮税等问题，本身与国内免税或直邮渠道也存有差异。

机场免税方面，从京沪港三大机场的客流情况来看，3月三大机场国际客流依旧呈现大幅下滑态势，分别下滑91.8%、91.3%、91.0%，且下滑幅度环比继续扩大均超过9成，主要是受疫情影响，而目前全球疫情仍处于爆发阶段，故预计国际客流仍将一定程度承压。且前期北京、上海、广州、深圳机场均已出台针对非国有中小微企业部分租金减免政策。未来我们认为也不排除中免通过积极与机场协商争取到一定的租金减免优惠或推迟政策。此外，香港机场未来

也不排除有一定租金减免。

图 7：京沪机场国际+地区旅客吞吐量及当月同比



资料来源：首都机场、上海机场公告，国信证券经济研究所整理

图 8：香港机场旅客吞吐量 3 月同比下滑 91%



资料来源：香港国际机场，国信证券经济研究所整理

与此同时，国人离境市内免税政策渐行渐近。发改委今年 3 月中旬发布《促进消费扩容提质加快形成强大国内市场的实施意见》，明确指出：以建设中国特色免税体系为目标，加强顶层设计。科学确定免税业功能定位，坚持服务境外人士和我出境居民并重，加强对免税业发展的统筹规划，健全免税业政策体系。完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店。换言之，国人离境市内免税政策有望渐行渐近。结合我们此前《免税行业专题-从产业链上下游，再论牌照与规模》、《韩国市内免税 40 年启示录：牌照之上，规模永恒》等报告分析，国人离境市内免税店空间广阔，虽然其竞争格局不排除有限竞争，但中免依托规模渠道优势最有望受益。

中国国旅跟踪：整合海免实现海南南北卡位，规模优势助力长期成长

公司 5 月 7 日晚间公告，为进一步促进公司免税业务发展，提高公司竞争力，同时解决公司与控股股东之间的同业竞争问题，减少关联交易，同意公司全资孙公司中免集团（海南）运营总部有限公司以非公共协议转让方式现金收购中国旅游集团有限公司持有的海南省免税有限公司 51% 股权，交易价格为 20.65 亿人民币。

综合来看，海免 2019 年收入 32.27 亿元/+54%，归母业绩 2.62 亿元，海口市免税店及博鳌店开业对海免收入和业绩有较大提振左右。海免目前主要经营海口美兰机场免税店，海口日月广场免税店和博鳌市内免税店，其中海口美兰机场免税店 2011 年 12 月 21 日开业，而海口日月广场市内免税店和博鳌市内免税店均 2019 年 1 月 19 日开业，具体情况如下表。

表 5：海免目前经营免税店情况

| 免税店 | 持股比例 | 说明 |
|-----------|---------|---|
| 海口美兰机场店 | 51% 股权 | 2011 年 12 月 21 日开业，几经扩建，2018 年经营面积 1.2 万平米，此后扩建（包括负一楼及其他扩展面积等）共 3 万平米 |
| 海口日月广场市内店 | 100% 股权 | 2019 年 1 月 19 日一期开业，经营面积 13000 平米，2019 年 6 月 1 日后二期开业，增加面积及 9000 平米，合计 22000 平米 |
| 博鳌市内免税店 | 100% 股权 | 2019 年 1 月 19 日开业 |

资料来源：公司公告，海口新闻网，新华网等，国信证券经济研究所整理

我们认为：1）本次收购符合预期，估值相对合理，明后年有望增厚并表业绩。具体看本次收购海免 51% 股权，收购对价 20.65 亿元对应公司 2019 年业绩 PE15x，考虑海免日月广场店等后续经营潜力，估值相对合理；综合考虑疫情影响并兼顾海南补购政策及下半年恢复等因素，预计 20 年海免可贡献增量业绩约 1.40-1.60 亿元，明后年有望增厚并表业绩 2-3 亿元（兼顾 19 年托管等因素）。2）巩固规模及卡位优势。公司完成收购海免 51% 股权收购后，上市公司在海口的免税布局进一步明确和强化，中国国旅在海南最核心城市的三亚、海口以

及博鳌卡位优势不断明确。

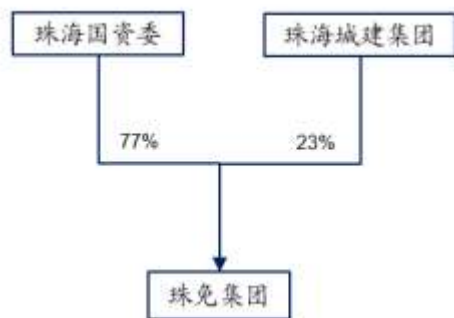
此外，在建设海南国际自贸港政策背景下，海南离岛免税政策未来调整也备受关注。我们一直强调上述最终需待海南自贸港相关政策及细则明确。但从最新新闻报道来看，未来即使政策落地突破，预计也有望错位竞争或跨区域竞争，且公司也不断在夯实其三亚地位（已新开 2 家体验店，未来拟增设三亚市区和机场店等），结合其规模等优势，我们预计其未来中长线成长仍有支撑。

总而言之，国人离境市内免税政策渐行渐近，且自贸港建设背景下海南离岛免税蛋糕不断做大。公司目前仍为免税行业成长最直接受益的标的，免税消费回流下规模及渠道优势成长仍有强支撑。

格力地产全资收购珠海免税，珠免有望成为国内第二家上市免税企业

2020 年 5 月 11 日格力地产发布公告称，拟以发行股份及支付现金方式购买珠海免税 100% 股权，同时非公开发行股份募集配套资金。珠免与格力地产二者实控人均均为珠海国资委，若本次收购成行珠免将成为国内第二家上市免税企业。

图 9：珠海免税本次交易前股权结构



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 10：港珠澳大桥免税店



资料来源：国信证券经济研究所整理

公开资料显示，珠海免税成立于 1987 年 9 月 20 日，是珠海国资委下属的一级国有企业，以口岸免税品特许经营为核心，服务对象为经口岸出入境人士。结合媒体报道，目前珠免旗下全资拥有 5 大免税店，其中 4 家位于珠海市内，分别为拱北口岸、横琴口岸、九州港口岸以及珠港澳大桥珠港口岸出境免税店，以拱北口岸为主，另外一家位于天津（滨海机场进境免税店），从香港和澳门入境的客流是免税业务的主力客群，因为口岸店主导，基本烟酒品类占主导。

表 6：珠海免税旗下全资免税店构成

| 口岸店名称 | 简介 |
|----------------|---------------------|
| 拱北口岸免税店 | 全国陆路口岸单店面积最大的免税店 |
| 横琴口岸免税店 | 珠海与澳门的 24 小时通关口岸免税店 |
| 九州港口岸免税店 | 珠海与香港相连的水路口岸免税店 |
| 港珠澳大桥珠港口岸出境免税店 | 与粤港澳大湾区经济互促共赢的新载体 |
| 天津滨海国际机场进境免税店 | 珠海免税首个走出珠海的免税店 |

资料来源：赢商网、？、国信证券经济研究所整理

我们认为：考虑珠免主要以口岸免税为主，且此前历史原因承租的边境口岸预计租金也相对可控，我们参考此前行业数据，估算珠免收入规模或 20 亿上下，净利率不排除有望 20-30%，盈利能力预计可观，若注入格力地产则有望显著增厚其经营业绩。同时，格力地产业务范围囊括房地产业、口岸经济产业、海洋经济产业、现代服务业和金融业，未来依托集团资源优势，自身免税业务扩张也相对有支撑。

总体而言整合不排除系珠海市国资委为了实现国有资产保值增值，希望注入格力地产后，通过注入上市公司实现市值的提升和资产价值的充分体现，同时也对格力地产而言存在较大的经营盈利改善，有助于其成长。

对于珠免而言，未来若国人离境市内免税店政策开闸，在此前发改委“顶层设计，建设一批市内免税店”的政策指导意见下，不排除国内一二线口岸城市都有机会，若珠海未来也有相关市内免税店的可能，则珠免后续成长可能有新的看点。

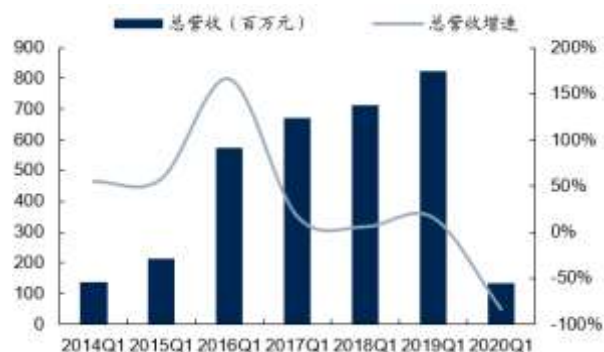
对于中国国旅而言，正如我们此前分析所强调的，未来若国人离境市内免税店政策开闸，虽然可能呈现有限竞争格局，但公司国内免税规模和渠道优势突出，相对仍可能最为受益。

演艺：复园逐步提上日程，疫情不改中线逻辑

疫情下短期业绩冲击难免。新型肺炎疫情防控下，宋城演艺核心景区自 2020 年 1 月 24 日起暂时闭园，导致公司短期主业相对受影响。2020Q1，公司实现营业总收入 1.34 亿元/-83.71%；归母业绩 4996.03 万元/-86.50%，扣非业绩 1846.77 万元，同比下降 94.87%，疫情影响和六间房出表带来业绩明显下滑。全年来看今年业绩明显下滑已经在所难免。

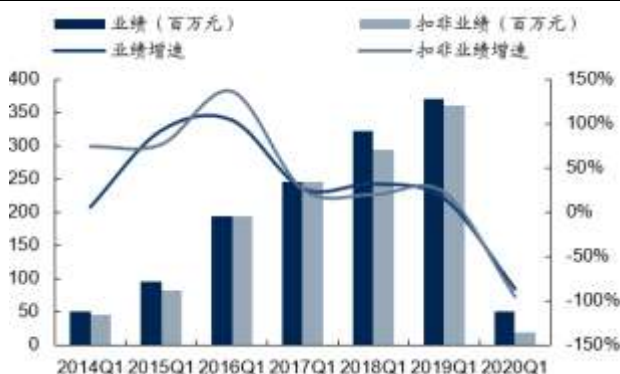
具体来看，剔除花房投资收益（2000 万+）和政府补助（税前 2254 万）影响，公司今年一季度演艺主业基本打平，与轻资产收入确认有关。剔除非轻资产收入确认，我们预计公司一季度亏损 4000-6000 万元，对比国内其他可比景区一季度表现，并考虑公司已经开业了杭州、三亚、丽江、九寨、桂林、张家界多个项目的背景下，在这种情况下，上述表现也能侧面体现公司演艺+公园模式固定成本相对可控。

图 11：宋城演艺 2020Q1 收入下滑 84%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 12：宋城演艺 2020Q1 业绩下滑 87%



资料来源：国信证券经济研究所整理

复园在即，《炭河千古情》5 月 15 日开演，杭州宋城暂定 6 月 12 日开园，西安项目有望今年 6 月中下旬试营业。2020 年 5 月 7 日，国务院印发应对新型冠状病毒感染肺炎疫情联防联控机制关于做好新冠肺炎常态化防控工作的指导意见。指导意见提出，按照相关技术指南，在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等，因此我们预期国内室内景区限制也有望开始趋于松绑。并且，参考中华网今年 5 月 7 日最新报道，公司新项目之西安项目预计今年 6 月中下旬可以试营业。目前与公司模式类似的魅力湘西 5 月 13 日室内演出也开演。鉴于此，我们认为，公司恢复开业的政策阻力也有望逐步消除，后续核心景区复园也逐步在望。

疫情期间厉兵秣马多剧院内容不断创新丰富，为中线成长提供多元化保障。疫情背景下，公司仍全面推进各景区剧院矩阵的建设和多元化内容的打造。结合公司公告，杭州、上海和西安作为宋城演艺王国的首批项目，将实现从单台演出到多台演出、单张门票到多种门票组合的转型升级，推动公司向聚合+开放的平台型方向发展。未来宋城除去王牌演出《宋城千古情》之外，还将推出《花想容》、沉浸式演出《上甘岭》《古堡惊魂》、实景演出《维京海盗》，以及《燕青打擂》等 30 余台演出。与此同时，桂林、张家界项目预计也将不断丰富创新，以期不断提升景区综合竞争力。

表 7：宋城演艺部分核心项目有望全新亮相，上海、西安新项目也有望推出

| 项目名称 | 核心演出 | 其他配套演出 |
|--------|----------|--|
| 杭州宋城本部 | 《宋城千古情》 | 国潮剧《花想容》、怀旧剧《喀秋莎》、都市秀《摩登时代》、全息秀《大地震》以及《映山红》《燕青打擂》《铜美黛》《抛绣球》《快闪》《走街》《锅庄》等 |
| 桂林项目 | 《桂林千古情》 | 《大地震》《水上飞人》《民族快闪》《灵渠点兵》《锅庄狂欢》 |
| 张家界项目 | 《张家界千古情》 | 《民族迎宾巡游》《摆手篝火狂欢》《土司招婿》《江湖快闪秀》 |
| 杭州乐园 | | 全新升级《精灵花式大巡游》《真人油画秀》《恐龙快闪秀》等网红演艺秀，融入移动花车、不倒翁、机器人等多种网红元素 |
| 上海项目 | 《上海千古情》 | 包括沉浸式演出，国际歌舞秀、悬疑等多种形式 |
| 西安项目 | 《西安千古情》 | 国潮剧《花想容》、全息秀《幻影》、都市秀《摩登时代》、5D 实景剧《大地震》等数十台高水准的精彩演出。 |

资料来源：公司公告及微信公众号，每日经济新闻，中华网等，国信证券经济研究所整理

酒店：短期受疫情影响承压，复工进程助推行业逐步复苏

受疫情影响，酒店行业经营普遍承压。具体来看，首旅、华住及锦江酒店整体 RevPAR 同比均下滑 5 成以上，入住率及平均房价均出现不同程度下滑，加之成本费用刚性，盈利承压。展店节奏部分也受影响，但龙头有所分化，华住、锦江分别净增 220、133 家，疫情压力下相对良好；如家 Q1 新开店 62 家，总体净减少 38 家，预计疫情因素加速部分门店关店。目前来看，伴随全国复工复产正在逐步推进，后续行业出租率有望逐步回升。

经营层面，2020Q1 首旅如家 RevPAR54 元/-61.7%（ADR-14.1%/OCC-41.7pct），其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各降 61.5%/65.5%/58.4%，同店 RevPAR54 元/-63.1%（ADR-16.1%/OCC-43.2pct）。其中经济型/中高端/云酒店 RevPAR 各 62.3%/65.5%/56.8%。整体来看，疫情影响下，公司 RevPAR 承压显著。

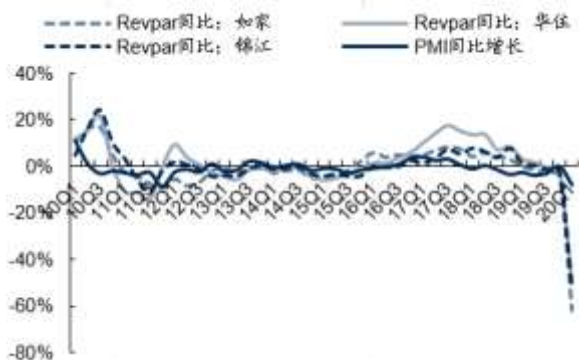
华住方面，剔除政府征用酒店影响，2020Q1 华住整体 RevPAR75 元，较去年同期同比下降 58.1%，主要受疫情影响。具体来看，公司 2020Q1 出租率 39.6%，同比下降 41pct；ADR189 元，同比下降 14.6%。若进一步剔除暂停营业酒店影响，则 RevPAR 下滑 50.5%，其中 ADR 下降 14.6%、OCC 下降 33.9pct。**同店方面**，2020Q1 同店 OCC-33.9pct，ADR-14.6%，综合 RevPAR 下滑 50.5%。具体分结构看：经济型同店入住率同比下降 35.4pct，ADR 下降 16.2%，RevPAR 下滑 50.6%；中端及以上同店入住率下降 35.5pct，ADR 下降 18.9%，RevPAR 同比下滑 56.2%。

锦江酒店受国内疫情影响，2020Q1 境内酒店整体 RevPAR - 52.75%（剔除停业酒店影响 RevPAR - 38.79%）其中 OCC-36.48pct/ADR-2.11%。区分来看，中高端、经济型酒店 RevPAR 各自下降 52.86%、57.58%，均明显承压。2020Q1，同店 RevPAR 下滑 48.30%（OCC-33.96pct/ADR-3.79%），中高端同店 RevPAR 下降 50.05%（OCC-36.59pct/ADR-5.74%），而经济型同店 RevPAR 下滑 45.69%（OCC-31.63pct/ADR-0.23%）。

复工复产推进+政策刺激出游情绪回暖，酒店入住率稳步提升。结合 STR 对全国酒店行业的持续跟踪数据，行业平均入住率由 4 月初的 25%左右逐步回升至假期前的 35%左右，预计主要与商务出行逐渐恢复、周边游情绪回暖带动有关。同时“五一”假期期间全国酒店入住率接近 50%，整体较前期高出 10pct，假期期间各地景点推出免票、低价票等促销政策，游客周边游、国内游情绪逐渐

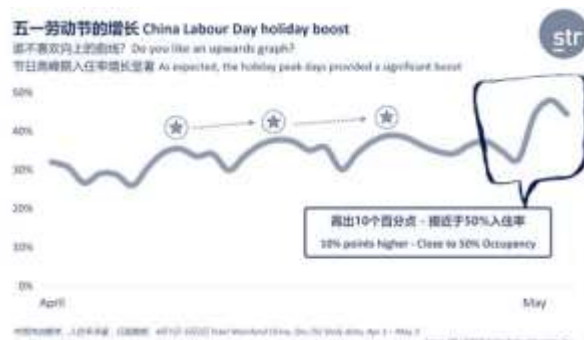
回暖。目前国内疫情防控形式逐渐向好，各省市均陆续下调疫情应急响应级别，未来商务出行需求预计也将进一步复苏，后续酒店行业运营有望加速恢复。

图 13: 三大酒店龙头 Revpar 同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 14: 2020 年“五一”期间全国酒店入住率



资料来源：STR，国信证券经济研究所整理

展店方面，华住酒店 2020Q1（不含海外并购）新开门店 296 家，疫情压力下仍维持高增长；同时，公司 Q1 关店 76 家，净增门店 220 家，其中直营 1 家、加盟 219 家。锦江酒店 2020Q1 新开业酒店 253 家，关店 120 家，净增开业酒店 133 家，疫情下相对良好。其中直营酒店减少 17 家，加盟酒店增加 150 家，加盟扩张主导，经济型 8 家/中高端 125 家，公司整体中端布局 and 加盟布局继续明显提速。2020Q1 如家新开店 62 家（直营/加盟各自 3/59 家，经济型/中高端/云酒店/管理输出各 10/34/11/7 家），淡季兼疫情影响（2019Q1 新开店 75 家），Q1 净减少 38 家，预计疫情因素本身也加速部分门店关店。

从 2020 年展店目标来看，三家龙头均保持不逊于上年的开店速度，显示龙头仍快速扩张。华住酒店计划今年新开店 1600-1800 家（2019 年原计划开店目标 1100-1200 家，实际新开门店数 1715 家），关闭 350-450 家；锦江酒店 2020 年预计开店节奏与去年大致相当（新开业/净增各 1600 家+/1000 家+）；首旅酒店 2020 年计划新开店 800~1,000 家（2019 年展店计划 800 家），中高端占比 50%

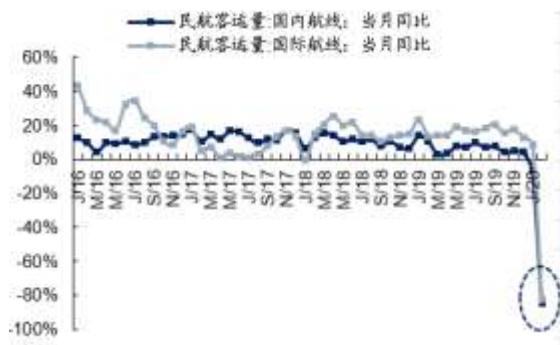
出境游：海外疫情新增确诊仍处高位平台期，出境游短线预计继续承压
航空客运方面，2020 年 2 月国内、国际航线分别完成客运量 728.8 万人、105.2 万人，同比分别下滑 84.8%、82.4%，疫情影响下航空客运量同比大幅下滑 8 成+。结合民航局最近公布信息，2020 年 4 月共完成旅客运输量 1671.5 万人次，同比下降 68.5%，降幅环比改善收窄 3.2pct，但整体依旧处于低位。

图 15: 民航客运总量 4 月同比下滑 68.53%



资料来源：Wind、中国民航局，国信证券经济研究所整理

图 16: 疫情影响下国内/国际航线 2 月同比下滑近 8 成



资料来源：Wind、中国民航局，国信证券经济研究所整理

港澳游方面，3 月赴港游客仅为 3.04 万人次，同比大幅下滑 99.32%，继续创

2015 年来历史单月游客数量新低, 连续 8 个月呈现双位数下滑趋势 (1 月 -54.23%, 2 月 -97.83%), 3 月底香港当局禁止从海外抵港的非香港居民入境, 据统计 4 月初每日访港游客下跌至不足 100 人, 因而预计 4 月整月依旧承压。3 月份赴澳人数为 8.89 万人次, 同比下降 96.27%, 连续 5 个月录得双位数下滑。澳门旅游局宣布自 3 月 25 日起, 海外抵澳游客禁止入境, 其余游客可入境但仍需接受医学观察, 本轮疫情尤其是海外疫情蔓延发展短期对赴港澳游会产生较大影响。

图 17: 3 月赴香港旅游人数同比减少 99.32%



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

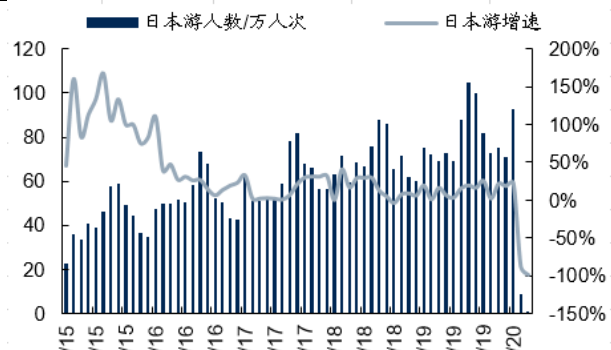
图 18: 3 月赴澳门旅游人数同比减少 96.27%



资料来源: 澳门旅游发展局, 国信证券经济研究所整理

出国游方面, 3 月赴日游客仅为 1.04 万人次, 同比下滑 98.50%, 跌幅较 2 月继续扩大 (2 月 -87.95%); 3 月份赴韩游客为 1.66 万人次, 同比下滑 96.60%, 下滑幅度同样较 2 月进一步扩大 (2 月 -77.04%), 预计主要受疫情及管制等影响。

图 19: 3 月赴日旅游人数同比减少 98.50%



资料来源: 日本国家旅游局, 国信证券经济研究所整理

图 20: 3 月赴韩旅游人数同比减少 96.60%



资料来源: KTo, 国信证券经济研究所整理

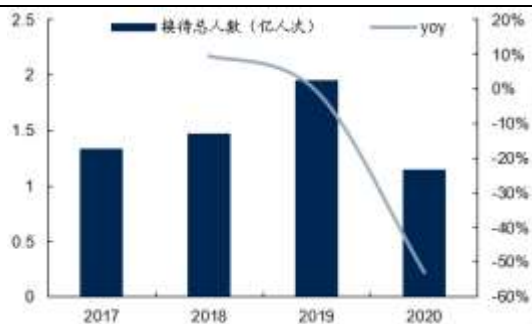
目前全球疫情形式依旧严峻, 外交部“领事直通车”微信公众号近期发布提醒, 中国公民需充分评估出国旅行引发的感染风险, 暂勿前往意大利、西班牙、法国、德国、美国、瑞士、英国、荷兰、瑞典、挪威、丹麦、奥地利、比利时、伊朗、韩国等高风险国家。同时目前国内疫情防控逐渐向好, 短期内中国游客出境游情绪也相对不高。另外上述国家针对国内疫情, 目前仍在不断加大对入境人员管控措施, 预计世界各国短期内亦不会放松对入境人员的管控, 故出境游行业仍需密切关注全球疫情发展进程。

国内游: 政策预期松绑+出游情绪回暖, 行业复苏进行时

2020 年五一假期出游情况环比清明继续回暖。本次五一长假系 2008 年取消五一黄金周后第一个 5 天假期, 文化和旅游部数据显示, 2020 年五一假期期间全国国内旅游接待总人数达 1.15 亿人次, 按可比口径同比下滑 52.82% (清明假期 -61.40%), 实现旅游收入 475.60 亿元, 可比口径同比下滑 67.67% (清明假期

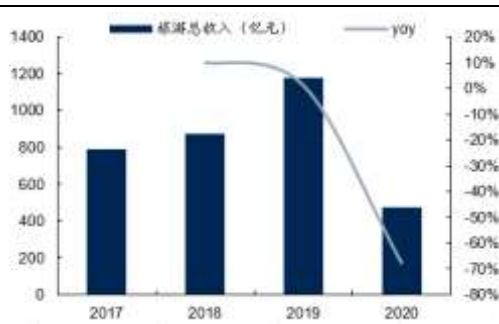
-80.70%)，疫情防控形式逐渐明晰前提下，国内出游情绪较清明假期继续回暖。

图 21：全国 2017-2020 年“五一”假期接待游客数



资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理
注：增速均为可比口径增速

图 22：全国 2017-2020 年“五一”假期旅游收入



资料来源：中国旅游研究院，国信证券经济研究所整理
注：增速均为可比口径增速

表 8：2020 年“五一”假期重点省市接待游客数及收入

| | 接待游客 (万人次) | 接待游客 yoy | 旅游总收入 (亿元) | 旅游总收入 yoy |
|------------|------------|----------|------------|-----------|
| 北京市 | 463.3 | -32.37% | 41.8 | -46.75% |
| 上海市 (全市公园) | 295 | -48.00% | - | - |
| 杭州市 (西湖) | 88.07 | -65.71% | - | - |
| 福建 | 1153.11 | -33.61% | 83.06 | -38.58% |
| 湖南 | 1972.93 | -15.04% | 140.99 | -14.54% |
| 云南 | 996.62 | -33.20% | 78.58 | -31.40% |

资料来源：各省市旅游局，国信证券经济研究所整理

在疫情逐步得到控制情况下，五一假期各省市游客接待数、旅游收入较清明假期进一步回暖，局部地区旅游市场已渐显较好恢复迹象。具体来看，北京市监测的重点旅游景区按照日最大承载量和瞬时承载量 30%进行管理，全市累计接待游客 463 万人次，同比下滑 32% (清明假期-70%)，营业总收入 41.8 亿元，同比下滑 47%；上海全市公园累计接待游客 295 万人次，城市公园日均接待游客量较去年同期减少约 48% (清明-44%)；杭州西湖合计接待游客 88 万人，较去年同期下滑 66% (清明-70%)。已经公布旅游数据的省份中，福建、湖南、云南等地旅游市场复苏较快，游客量恢复至去年五一假期的 6 成以上。据飞猪数据显示，全国游客热门出发地和目的地城市高度重合，周边游受到游客青睐，支撑五一旅游业复苏。

表 9：2020 年“五一”假期重点景点游客数据

| 区域 | 景区 | 接待人数(万人次) | 人数同增 |
|----|---------------------|-----------|---------|
| 华东 | 安徽 黄山 | 5.5 | -51.02% |
| | 安徽 九华山 | 4.12 | -81.18% |
| 华南 | 海南 南山 | 3.7 | -44.11% |
| 西南 | 四川 峨眉山 | 4.87 | -33.65% |
| | 湖北 武当山 | 1.63 | -90.27% |
| | 湖南 武陵源核心景区 (一次进山人数) | 4.85 | -55.55% |

资料来源：旅游局官网，国信证券经济研究所整理

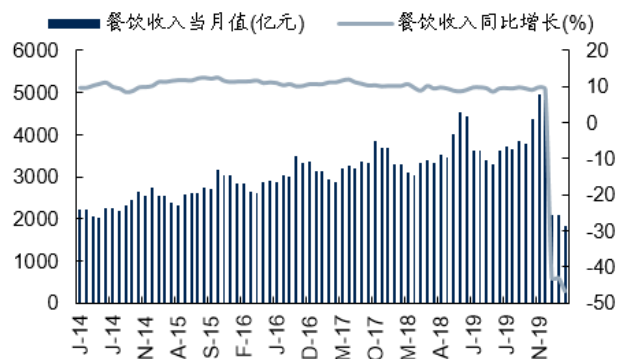
各地景区防控限流，部分景区露天场所已全部开放，其他场所预计也将逐步松懈。五一期间，各地景区严格限制游客数量，峨眉山景区内露天景点全部开放，寺庙暂不开放，《只有峨眉山》演艺亦未恢复演出；黄山景区日接待量不超过 1.5 万人；古北水镇已开放室外游览区域。限流难挡游客消费热情，部分景区假期前门票已售罄。具体来看，受景区限流影响，黄山景区接待 5.5 万人，同比下滑 51.02% (清明假期-20.47%，政策性免票刺激)；峨眉山接待 4.87 万人，同比下滑 33.65% (清明假期-63.14%)；武陵源核心景区接待 4.87 万人，下滑 55.55% (清明假期-75.25%)。2020 年 5 月 7 日，中央政府下发文件，要求在落实防控措施前提下，全面开放商场、超市、宾馆、餐馆等生活场所；采取预约、限流等方式，开放公园、旅游景点、运动场所，图书馆、博物馆、美术馆等室内场馆，以及影剧院、游艺厅

等密闭式娱乐休闲场所，可举办各类必要的会议、会展活动等。在此政策引导下，预计各地景区有望逐步松绑，充分释放旅游潜力。

餐饮：3月餐饮收入下滑近5成，九毛九未来重点发力太二餐厅

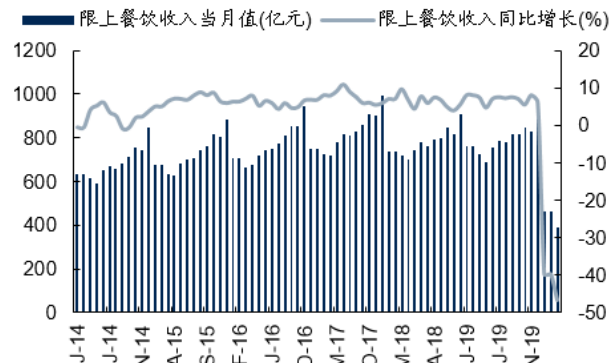
根据国家统计局公布的相关数据，2020年3月社会消费品零售总额中餐饮收入为1832亿元，同比下滑46.8%，降幅较1-2月扩大3.7pct；3月限额以上企业餐饮收入为390亿元，同比下滑46.7%，降幅较1-2月环比扩大7.0pct，对比来看限上餐饮受疫情影响相对更为严重。

图 23：3月餐饮收入同比下滑 46.8%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：1、2月增速用累计增速代替

图 24：3月限上餐饮收入同比下滑 46.7%



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：1、2月增速用累计增速代替

九毛九5月12日晚间公告，为节约成本缓解疫情影响，决定关闭客流较少的门店，并停止在北京、天津及武汉经营九毛九餐厅。根据公司的回应，关闭部分门店主要系九毛九西北菜餐厅品牌正在面临转型升级，除华南和海南的门店外，其他地区的门店公司将会使其在租约到期后自然关闭，尽管其中有不少成绩很好的门店。公司此举目的是把品牌管理半径缩小，把转型升级做好，之后再做新一轮的开店扩张。自1月26日起，九毛九旗下所有餐厅暂停营业。直至3月18日，部分餐厅才陆续恢复营业，整体停业近2个月。根据2019年财报显示，公司员工薪酬与租金刚性成本合计约7.45亿元，均摊至每月成本约为6200万元，同时考虑新开店爬坡影响，即停业期间预计亏损约1亿元左右。而公司太二餐厅展店仍保持相对高速（截至目前5月有4家太二餐厅新开业），虽受疫情影响但全年（80家）开店计划暂不会调整，且结合我们持续跟踪数据，公司太二门店翻座率基本恢复至疫情前水平，预计未来将会倾斜更多资源至太二品牌上。

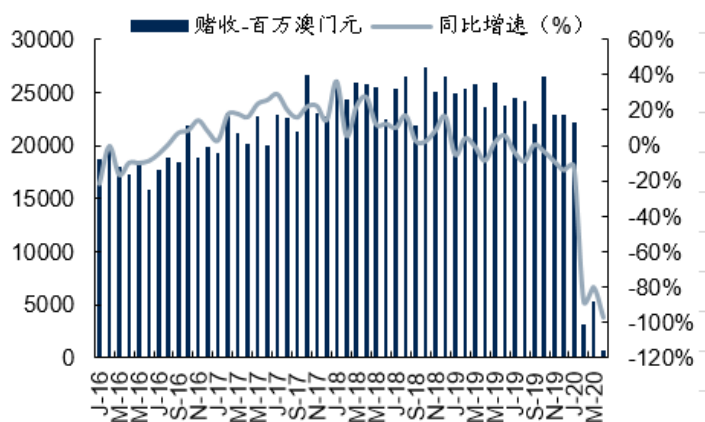
国内疫情防控向好发展，政策松绑+消费情绪回升行业有望逐步回暖。据央视新闻客户端消息，从5月8日零时起，香港放宽多项保持社交距离的防疫措施，包括餐馆每桌最多可坐4人的规定放宽至8人，限聚令同时也由4人放宽至8人等，在国内疫情逐步缓和背景下，不排除政策逐步松绑可能性。同时根据部分门店草根调研数据，疫情后餐厅门店经营稳步回升（海底捞同店恢复至7成+，太二酸菜鱼基本持平），目前全国各地防控想相应等级再次下调，政策松绑预期+消费情绪回暖双重驱动下，预计行业将逐步回暖。

博彩：4月澳门博彩赌收同比下降97%

受新冠疫情影响，结合前文分析，访澳旅客存在需医学观察、返回内地要隔离十四天等旅游限制，整体访澳游客锐减。根据澳门博彩监察协调局数据，2020年4月，澳门博彩毛收入为7.54亿澳门元，同比下降96.80%；1-4月累计毛收入为312.4亿澳门元，同比下滑68.68%。据澳门投行预测，若内地与澳门通关往来仍未有变化，预计五月赌收跌幅仍会维持九成以上。因为以往“五一”

黄金周假期，澳门主要靠内地旅客带动消费，未来行业的复苏需持续跟踪防疫隔离政策进展，我们预计短期澳门博彩收入短期仍有一定压力。

图 25：2020 年 4 月澳门博彩赌收同比下降 97%



资料来源：澳门博彩监察协调局，国信证券经济研究所整理

风险提示

宏观经济、汇率、恶劣天气、重大自然灾害、传染疫情等系统性风险；
国企改革进度、旅游相关政策可能低于预期；
收购整合可能低于预期及商誉减值风险。

附表：重点公司盈利预测及估值

| 公司 代码 | 公司 名称 | 投资 评级 | 收盘价 20-05-14 | EPS | | | PE | | | PB |
|----------|----------|----------|-----------------|------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| | | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 | 2020E | 2021E | 2019 |
| 601888 | 中国国旅 | 买入 | 88.85 | 2.37 | 1.14 | 2.93 | 37.48 | 78.15 | 30.34 | 10.69 |
| 002607 | 中公教育 | 买入 | 28.73 | 0.29 | 0.38 | 0.51 | 98.19 | 76.13 | 56.84 | 59.98 |
| 300144 | 宋城演艺 | 买入 | 29.90 | 0.92 | 0.38 | 1.15 | 32.42 | 78.87 | 25.97 | 5.13 |
| 300010 | 立思辰 | 买入 | 17.69 | 0.04 | -0.04 | 0.41 | 455.16 | - | 43.15 | 0.00 |
| 600754 | 锦江酒店 | 买入 | 27.88 | 1.14 | 0.85 | 1.32 | 24.45 | 32.75 | 21.06 | 2.12 |
| 600258 | 首旅酒店 | 买入 | 15.26 | 0.90 | 0.05 | 0.95 | 17.03 | 285.06 | 16.04 | 1.85 |
| 300662 | 科锐国际 | 增持 | 43.30 | 0.84 | 0.92 | 1.22 | 51.85 | 46.97 | 35.58 | 10.84 |
| 603043 | 广州酒家 | 买入 | 30.82 | 0.95 | 0.87 | 1.32 | 32.41 | 35.63 | 23.31 | 6.39 |
| 000796 | 凯撒旅业 | 买入 | 9.10 | 0.16 | -0.10 | 0.18 | 58.15 | - | 50.58 | 3.30 |
| 002707 | 众信旅游 | 增持 | 5.19 | 0.08 | -0.10 | 0.21 | 66.50 | - | 24.48 | 2.15 |
| 603136 | 天目湖 | 增持 | 23.09 | 1.07 | 0.79 | 1.29 | 21.58 | 29.23 | 17.90 | 3.24 |
| 600138 | 中青旅 | 买入 | 9.88 | 0.78 | 0.20 | 0.88 | 12.59 | 48.57 | 11.23 | 1.17 |
| 002621 | 美吉姆 | 增持 | 9.22 | 0.20 | -0.18 | 0.23 | 46.10 | - | 40.09 | 4.53 |
| 000888 | 峨眉山 A | 增持 | 5.79 | 0.43 | 0.06 | 0.44 | 13.49 | 94.52 | 13.28 | 1.29 |
| 600054 | 黄山旅游 | 增持 | 8.09 | 0.46 | 0.10 | 0.50 | 17.59 | 84.96 | 16.16 | 1.45 |
| 002159 | 三特索道 | 买入 | 10.42 | 0.08 | -0.12 | 0.39 | 130.25 | - | 26.52 | 1.50 |
| 000978 | 桂林旅游 | 增持 | 4.51 | 0.15 | 0.13 | 0.24 | 30.07 | 34.69 | 18.79 | 1.03 |
| 002033 | 丽江股份 | 增持 | 5.63 | 0.37 | 0.09 | 0.38 | 15.20 | 59.79 | 14.96 | 1.27 |

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理

注：天目湖的盈利预测来自于 Wind 一致预期

国信证券投资评级

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

分析师承诺

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

风险提示

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

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

证券投资咨询业务的说明

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

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

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032