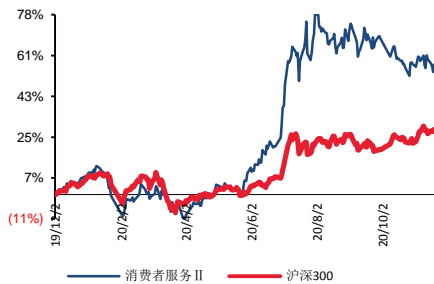


可选消费 消费者服务 II

## 2021 年投资策略：布局消费内循环 发掘成长新趋势

### ■ 走势对比



### ■ 子行业评级

酒店、餐馆与 休闲 III	看好
综合消费者 服务 III	看好

### 相关研究报告：

《社会服务行业周报 20201129：三亚机场打通香化直达同店 年底多家离岛免税店开业》--2020/11/29

《社会服务行业周报 20201122：海口新增扩建四处免税店 宋城签约延安千古情》--2020/11/22

《社会服务行业周报 20201115：双十一离岛免税大幅增长 疫苗预期带动估值修复》--2020/11/15

### 证券分析师：王湛

电话：010-88321716

E-MAIL: wangzhan@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517100003

### 报告摘要

#### ◆ 复盘 2020 展望新征程

年初至今(11月26日,下同),申万休闲服务行业指数上涨58.62%,沪深300指数上涨20.09%,行业跑赢沪深300指数38.53pct,在申万行业排名中位列第3。二级子行业旅游综合、其他休闲服务和酒店涨幅最好,主要由行业内权重股拉动;受疫情影响较大的景区和餐饮表现相对较弱。行业内市值大幅向头部集中,中国中免市值占比60.3%,TOP5个股市值占比超80%。板块整体市盈率受市值大涨影响处于高位。

#### ◆ 行业面临的机遇与挑战

疫情对行业发展带来新的变化,从需求端看,新媒体平台带动下,客户更加年轻化,需求更加多样化,更加注重旅游产品的品质。从供给端看,疫情后行业的集中度和品牌化更加明显,供给端需要调整产品供给结构适应疫情后市场,重视新媒体的影响力,为客户提供更加精细化、个性化的前端预订服务。

#### ◆ 重点子行业：布局龙头优选弹性标的

**1、免税：**疫情导致海外消费受限,免税成为承接海外消费回流的重要渠道。海南自贸港建设做大离岛免税蛋糕,离岛免税经营主体更加多元化,免税新政刺激了海南购物需求。离岛免税疫情后迅速恢复并实现高速增长,Q3销售额和客单价持续提升,国际一线品牌持续入驻,客单价有望持续提升,2021年离岛免税销售额将继续保持高速增长,离岛免税迎来发展黄金期。出入境免税仍待恢复,机场免税店租金有望重新议定,受疫情影响机场免税招标更加理性,国人市内免税政策有望明年落地。

**2、酒店：**疫情后头部酒店集团率先恢复元气,Q3经营数据已经明显好转,业绩开始反弹。疫情不影响龙头展店速度,前三季度新开店数量创新高,关店数量增长但可控,储备酒店数量持续增长,保障明后年发展速度。疫情加速行业出清,打破供需平衡,供给减少有望拉动平均房价,进而拉动入住率的提升。2021年酒店业周期回暖预期加强,行业并购整合加速,连锁化率提升,有望开启新一轮景气周期。

**3、景区：**疫情影响下景区前三季度业绩大幅下滑,疫情受控后旅游消费信心逐步恢复,原来出境旅游的中高端消费客群向国内转移,国内配

套成熟，服务完善的休闲景区客单价显著提升。为适应疫情影响，景区加速旅游产品升级，提升服务品质，预计明年暑期客流恢复至正常水平。

**4、出境游：**出境游行业受疫情影响最大，短期内预计难以恢复，大部分企业转向开发国内旅游市场，利用现有会员优势，通过差异化竞争获得客源，但竞争相对激烈。另一方面，旅行社扩展业务范围布局旅游零售市场，承接海外消费回流。

**5、人资服务：**我国人力资源服务行业的营业收入近 7 年复合增速 19%，疫情影响下灵活用工成为企业降本增效，提升竞争力的有利手段，就业份额占比不断提升，但与欧美等发达国家相比仍有较大差距，预计未来 5 年仍有超 20% 的复合增速。科锐国际前三季度灵工业务国内增速 32%，公司持续加大技术研发投入，升级平台和 SaaS 产品性能，引领人力资源产业互联网转型。

#### ◆ 投资建议：坚守龙头 静待花开

我们看好休闲服务行业的长期成长性，维持行业“增持”评级。建议从以下几个维度选择个股：1、免税业：离岛免税蛋糕不断做大，龙头企业兼具供应链、管理、渠道、会员等多重优势；出入境免税有望随着疫苗普及恢复，国人市内免税政策有望落地，推荐**中国中免**。2、酒店业：龙头企业新开店数量创新高，储备店数量持续增长，行业在经历至暗时刻后有望因供需关系改善迎来周期向上的拐点，推荐**首旅酒店**、**锦江股份**。3、休闲景区：疫情后品质高，服务能力强的休闲景区有望在周边游的带动下更快修复。宋城演艺兼具内增外延，新项目如期开业，现有项目有望通过演艺王国模式提升客单价。中青旅受益于客单价提升，交通改善、环球影城协同效应和濮院新项目开业。推荐**宋城演艺**、**中青旅**。4、人力资源服务：公司灵工业务高增速，同时加大研发力度，布局技术产品，提升人岗匹配效率和客户服务水平，打开未来成长空间。推荐**科锐国际**。

#### ◆ 风险提示：

经济增速下行，居民消费意愿减弱，出游率下滑；行业进入下行周期等风险。

## 目录

一、 复盘 2020 展望新征程.....	5
(一) 回顾 2020 年市场表现.....	5
(二) 国家政策频出政策支持行业复苏.....	7
二、 行业面临的机遇与挑战.....	8
(一) 需求端的变化.....	8
(二) 供给端的变化.....	9
三、 重点子行业：布局龙头 优选弹性标的.....	10
(一)、免税行业：离岛免税高增长，离境免税待恢复.....	10
(二) 酒店：周期底部待起航 估值修复进行时.....	16
(三) 景区：客流持续复苏 产品创新加速.....	22
(四) 出境游：行业停摆待重启 拓展周边产业链.....	24
(五) 人力资源服务：灵工强劲增长 技术赋能提效.....	25
四、 投资策略.....	27
(一) 免税业：海外消费回流 龙头强者恒强.....	27
(二) 酒店行业：周期底部 上行起点.....	27
(三) 休闲景区：静待客流反弹带来的估值重塑.....	28
(四) 人力资源服务：灵工业务成长空间广阔.....	28
五、 风险提示.....	29

## 图表目录

图表 1: 休闲服务行业涨幅位列申万行业排名第 3.....	5
图表 2: 二级细分子行业涨跌幅 .....	5
图表 3: 年初以来板块各细分子行业表现分化.....	6
图表 4: 板块整体市盈率 (LYR) 处于近 5 年高位.....	6
图表 5: 行业个股涨跌幅 .....	6
图表 6: 2020 年国家扶持旅游行业发展政策.....	7
图表 7: 中国人奢侈品消费全球占比逐年提升.....	11
图表 8: 境内奢侈品消费高速增长 .....	11
图表 9: 2020 年中国与全球奢侈品市场增速估算.....	11
图表 10: 境内免税渠道奢侈品消费占比趋势向上.....	11
图表 11: 免税渠道与其他渠道的税费对比.....	12
图表 12: 今年以来国家及海南省对免税行业的支持政策.....	12
图表 13: 离岛免税政策持续放宽 .....	13
图表 14: 离岛免税现有及规划店面 .....	14
图表 15: 海南省接待过夜旅游人次变化 .....	14
图表 16: 海南省旅游总收入变化 .....	14
图表 17: Q1-Q3 海南离岛免税快速复苏 .....	15
图表 18: 4-10 月离岛免税销售收入同比高增长.....	15
图表 19: 免税新政后客单价大幅提升 .....	15
图表 20: 化妆品、手表、首饰销售额占比居前.....	15
图表 21: 酒店龙头年初入住率均大幅下滑.....	17
图表 22: 平均房价在 Q2 触底后期开始反弹.....	17
图表 23: 各大酒店集团 REVPAR 环比大幅修复.....	17
图表 24: 酒店集团扣非净利润 Q3 大幅环比改善.....	17
图表 25: 受疫情影响关店数量同比增长 .....	18
图表 26: 三大酒店集团前三季度开闭店结构对比.....	18
图表 27: 三大酒店集团门店扩张加速 .....	19
图表 28: 签约未开业的店面持续增长 .....	19
图表 29: 三大酒店集团中端酒店数量占比提升.....	19
图表 30: 从华住的 REVPAR 变化看酒店行业周期.....	20
图表 31: 经济刺激政策下 GDP 同比增速回升.....	22
图表 32: 疫情后制造业 PMI 持续处于扩张区间.....	22
图表 33: 小长假全国旅游客流变化趋势 .....	22
图表 34: 小长假全国旅游收入变化趋势 .....	22
图表 35: 2020 年前三季度乌镇客单价明显提升.....	23
图表 36: 古北水镇今年以来客单价明显提升.....	23
图表 37: 出境旅行社布局旅游零售业态 .....	24
图表 38: 全国人力资源服务行业营业总收入.....	25
图表 39: 全国人力资源服务行业从业人员数量.....	25
图表 40: 灵活用工占就业份额较发达国家偏低.....	25
图表 41: 我国灵活用工市场规模预计持续高增长.....	25
图表 42: 科锐灵活用工业务国内收入快速增长.....	26
图表 43: 科锐国际外派员工人数大幅增长.....	26

## 一、复盘 2020 展望新征程

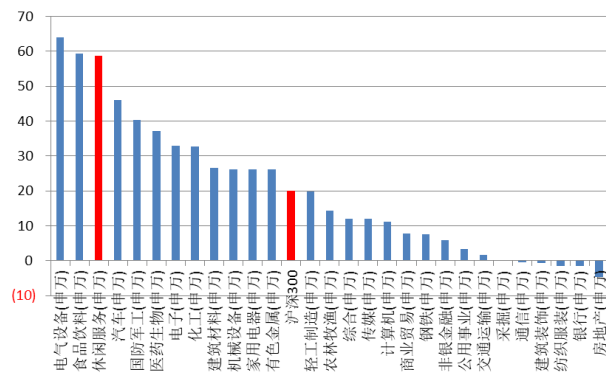
### (一) 回顾 2020 年市场表现

休闲服务行业2020年大幅上涨，涨幅大幅超过沪深300。年初至今（11月26日，下同），申万休闲服务行业指数上涨58.62%，沪深300指数上涨20.09%，行业跑赢沪深300指数38.53pct，在申万行业排名中位列第3。

二级子行业旅游综合、其他休闲服务和酒店涨幅最好。从二级细分子行业看，各板块表现分化，旅游综合子行业今年实现88.22%的增长，主要受益于权重股中国国旅上涨115.82%。其他休闲服务行业上涨33.77%，主要受益于人力资源服务企业科锐国际上涨69.52%。酒店子行业年内上涨26.49%，主要受益于有限服务酒店龙头锦江酒店上涨了72.65%。受疫情影响较大的景区和餐饮表现相对较弱。

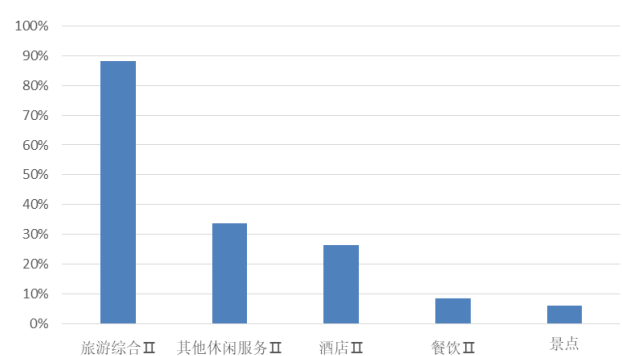
免税、酒店、人力资源是今年最大亮点。今年涨幅前三的个股分别为中国中免（+115.82%）、锦江酒店（+72.65%）、科锐国际（+69.53%），均为各细分子行业龙头，表现出强者恒强的趋势。行业内市值大幅向头部集中，市值TOP1个股中国中免市值占比60.3%，TOP5个股市值占比超80%，龙头个股的涨跌幅基本决定了行业指数的涨跌幅。受疫情影响，行业内仍有近一半的个股下跌。

图表1：休闲服务行业涨幅位列申万行业排名第3



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表2：二级细分子行业涨跌幅

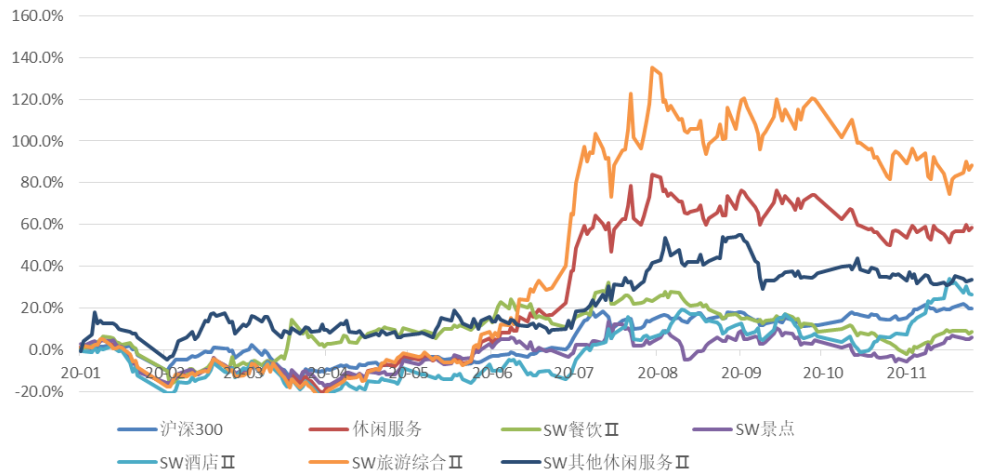


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

整体市盈率受板块市值大幅上涨影响处于高位。4月以来，行业龙头中国中免经历

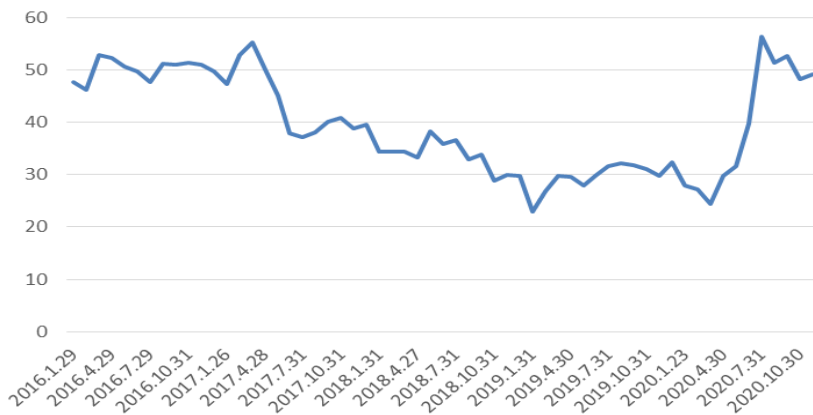
了大涨，市值由1700亿涨至3700亿，带动整个行业市值大幅提升。即使在使用PE(LYR)降低疫情对行业估值影响的情况下，目前行业整体估值仍然接近近5年高峰，达到49.2倍PE（剔除负值），各细分子行业旅游综合、景点、酒店、餐饮、其他休闲服务PE分别为69.3、32、28.3、37.2、41.8倍PE。从未来中长期发展看，行受益于疫情影响消除，政策扶持，交通改善，居民消费升级等多重利好因素影响，新的消费需求不断涌现，现有消费需求提质提量，持续看好行业中长期的成长。

图表3：年初以来板块各细分子行业表现分化



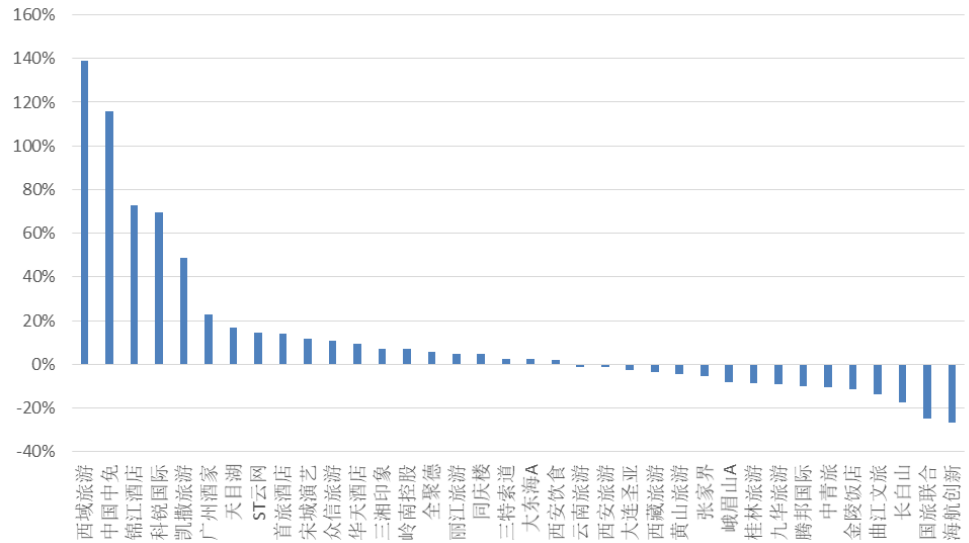
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表4：板块整体市盈率（LYR）处于近5年高位



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5：行业个股涨跌幅



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## (二) 国家政策频出政策支持行业复苏

围绕扩内需促消费，政策齐发利好行业成长。在宏观经济下行的背景下，国家扩大内需，促进消费的政策不断落地，8月27日国务院办公厅印发《关于加快发展流通促进商业消费的意见》其中多次提到促进旅游消费，目前阶段经济增速放缓，外部因素复杂多变的环境下，国家通过拉动内需提振经济的需求强烈，我国文化和旅游产业的发展空间大，消费能力强，是最能释放消费潜力的领域之一。8月23日国办刚刚印发的《关于进一步激发文化和旅游消费潜力的意见》，专门就促进文旅消费发布了指导意见，明确提出丰富夜间文化演出市场，优化文化和旅游场所的夜间餐饮、购物、演艺等服务。

图表6：2020年国家扶持旅游行业发展政策

颁布时间	政策名称	颁布部门	政策要点
2020年2月2日	《关于进一步强化金融支持防控新型冠状病毒感染肺炎疫情的通知》	中国人民银行、财政部、银保监会、证监会、国家外汇管理局等五部委	对受疫情影响较大的批发零售、住宿餐饮、物流运输、文化旅游等行业，以及有发展前景但受疫情影响暂遇困难的企业，特别是小微企业，不得盲目抽贷、断贷、压贷。对受疫情影响严重的企业到期还款困难的，可予以展期或续贷。
2020年2月10日	《关于支持新型冠状病毒感染的肺炎疫情防控有关税收政策的公告》	财政部、税务总局	受疫情影响较大的困难行业企业2020年度发生的亏损，最长结转年限由5年延长至8年。困难行业企业包括交通运输、餐饮、住宿、旅游（指旅行社及相关服务、游览景区管理两类）四大类。
2020年2月9日	《关于暂退部分旅游服务质量保证金支持旅行社应对经营困难的通知》	文旅部	支持旅行社积极应对疫情导致的经营困难，向旅行社暂退已缴纳旅游服务质量保证金的80%

2020 年 2 月 27 日	关于用好货币政策工具做好中小微文化和旅游企业帮扶工作的通知	文旅部	提出用好用足国家支持中小微企业的货币政策工具,有效纾解中小微文化和旅游企业面临的资金困难。
2020 年 2 月 27 日	《关于积极应对疫情影响保持导游队伍稳定相关工作事项的通知》	文旅部	要求各地文旅部门在疫情防控期间保持导游队伍稳定,为旅游业恢复发展蓄力储能。
2020 年 3 月 20 日	《振兴旅游业三十条行动措施(2020—2021 年)》	海南省	加大财税金融扶持力度,促进旅游项目落地。扩大离岛免税购物消费限额,增加免税商品品种。
2020 年 5 月 6 日	《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》	海南省	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

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

## 二、行业面临的机遇与挑战

2020年是充满挑战的一年,疫情影响了各行各业的生产经营,对社会服务行业的而影响尤甚。受益于我国政府领导下优秀的抗疫能力,疫情后社服行业走出低谷,开始逐步恢复。2021年是行业复苏之年,也是企业转型升级之年,疫情改变了行业的客户来源、客户需求以及消费习惯,加速了行业的洗牌。

疫情被迅速控制之后,从清明节到五一、端午,再到十一长假,国内旅游业正在逐步恢复。面对即将全面恢复的国内游客流,适应行业新变化,从危机中寻找机会成为整个行业共同面对的课题。

### (一) 需求端的变化

#### 1、新媒体平台带动下,客户需求更加多样化

随着智能手机的普及,抖音、快手、小红书等新媒体平台带来了新内容的大爆发,碎片化的旅游信息代替了原来完整的旅游经验分享,充斥在我们的周围。疫情期间及疫情后的常态化阶段,无论是各地文旅主管部门、旅游景区还是旅游服务商,都开始大规模的利用短视频来展示旅游过程的高光时刻,分享美食美景体验,达到激活民众消费信心,预售旅游产品,吸引民众出行的目的,碎片化的旅游信息被进一步广为传播。

普通用户对自身旅游需求的认知往往是模糊的,去哪玩、玩什么、怎么玩这些问题在旅游计划制定之初都是可变的,也很容易受到碎片化信息的影响,一间舒适的酒店,一个网红景点都可能决定用户的选择方向。随着碎片化信息的快速传递,游客不再满足于千篇一律的固定行程,而开始追求个性化、体验更加丰富的产品。

#### 2、客户更年轻



携程网《中秋国庆假期旅游大数据报告》显示，今年中秋国庆长假90后、00后等新生代人群占比超过60%，成为出行的绝对主力军。其中“95后”首次成为黄金周全国出游主力，占比30%，排名第一。

90后成长在网络媒体大发展的时代，对旅游内容的消费与决策更多地转到线上，也更喜欢自由行的出行方式。年轻游客更加推崇休闲度假理念，信奉“酒店即旅行目的地”，对酒店品质要求更高，疫情以来主打休闲度假的高星级酒店在网络预售的带动下销售火爆。同时年轻化带来需求的升级，用户更注重旅游产品的品质、自由度、个性化。

### 3、更加注重旅游产品的品质

疫情让游客对旅游产品的品质提出了更高的要求。在酒店的选择上，考虑到连锁酒店对防疫消杀有更加严格的管理规范，游客更倾向于选择卫生条件更有保障的品牌连锁酒店。在团队游产品上，过去传统动辄上百人的跟团游数量减少，取而代之的是在产品设计和游客体验上更有优势的小团出行。以家庭为单位的小型私家旅游团虽然不是最大众化的出游方式，但它在旅游深度、主题特色等方面也有更多探索空间，能够满足更多人群的个性化需求，疫情后也得到了加速发展，此外自驾游、房车游等私密性更强的旅行方式也在疫情后得到更大发展。

## （二）供给端的变化

### 1、调整产品供给结构适应疫情后市场

从3月底省内团队游恢复到7月中旬跨省团队游放开，旅行行业复产复工进度持续推进。旅游消费信心的恢复是一个逐步的过程，疫情后游客的旅游消费需求也发生了不可逆转的变化，旅行产业链上下游都在及时调整产品结构，创新商业模式，适应市场变化。在出境游短期无法恢复的情况下，注重国内游、周边游产品的开发。针对年轻客群的崛起，推出体验感更强，参与度更高的旅游产品。针对家庭休闲需求推出短期度假产品，私家包团产品，精细化、差异化的满足不同群体的需求。

### 2、新零售对流量的带动效应明显

疫情期间，携程董事会主席梁建章开启了“BOSS直播”，四个月成交金额超11亿元，直播带货成为旅游销售的新战场，流量的争夺更加白热化。疫情带动了社交媒体的进一步普及和流行，用户向社交渠道迁移，给线上引流提供了更广阔的土壤和更多元的渠道。数据显示，旅游商家从百度等传统流量渠道的获客成本高达200元至500元，

但是通过平台直播获取流量的成本无疑低很多，通过知乎、抖音、头条、小红书、公众号、小程序的获得的分散流量，也正在成为用户的决策来源。

### 3、精细化、个性化的前端预订服务

旅游产品涉及到交通、住宿、餐饮、游乐等多方面，产业链条长，难以标准化。在线上产品极大丰富的今天，用户需要大量的时间进行比对研究，才能找到满足需求的性价比更高的产品。如何通过智能化推荐技术，迅速了解用户核心需求，按需推荐合适的产品帮助用户形成决策，成为线上销售的决胜一环，零售商需要完成从“预订服务”到“决策服务”的角色转变。

### 4、行业的集中度和品牌化更加明显

疫情初期，携程等知名旅游企业及时响应主管部门号召免费退订，赢得消费的口碑。疫情期间众多中小旅游企业经营困难破产清算，根据天眼查数据，截止3月底，我国共有6456家涉旅企业注销，包括旅行社、景区、酒店、航空等多类企业。行业出清带来的直接效果是市场集中度的提升，消费者更倾向于选择知名度高，产品服务好的优质企业。

## 三、重点子行业：布局龙头 优选弹性标的

### (一)、免税行业：离岛免税高增长，离境免税待恢复

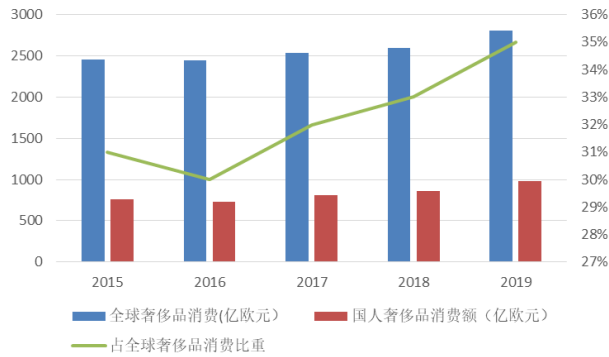
#### 1、免税是奢侈品消费回流的重要渠道

**国内居民奢侈品消费能力领先全球。**中国已经连续多年蝉联全球奢侈品消费第一大国，根据贝恩咨询数据，2019年全球个人奢侈品消费2810亿欧元，其中中国消费者在全球的奢侈品消费总额达到984亿欧元，对全球个人奢侈品市场持续性增长的贡献率达到90%，占全球个人奢侈品消费总额的35%，消费能力有目共睹。各大奢侈品集团纷纷看好中国消费者的购买力，加大对国内市场的投资力度。

**内地奢侈品消费占比逐年提升。**根据贝恩咨询数据，2019年中国内地奢侈品市场销售额约300亿欧元，同比增长了26%（按恒定汇率计算），占全球奢侈品消费额的31%。2017-2018年境内奢侈品消费增速保持在20%左右，2019年增速进一步上升至26%。与此同时，居民境内奢侈品消费额的全球占比也水涨船高，从2017年的24%到2018年的27%，再到2019年的31%。2017年以来，受到进口关税降低，跨境电商监管趋严以及品牌商价差调整的影响，越来越多的中国消费者选择在内地市场购买奢侈品。未来，随着年轻

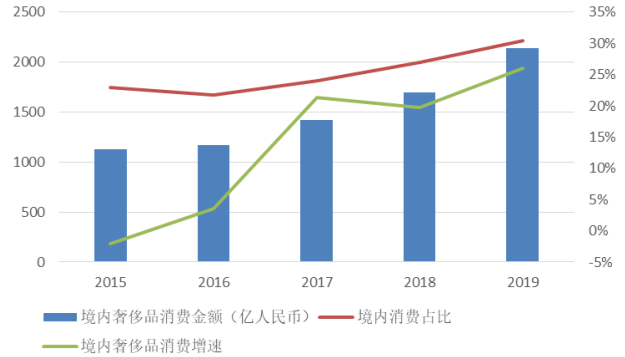
一代消费者的成长，消费观念的转变，互联网电商、互动平台的发展，以及奢侈品集团在境内的投资加速，境内奢侈品消费的全球占比有望继续提升。

图表7：中国人奢侈品消费全球占比逐年提升



资料来源：贝恩咨询，太平洋研究院整理

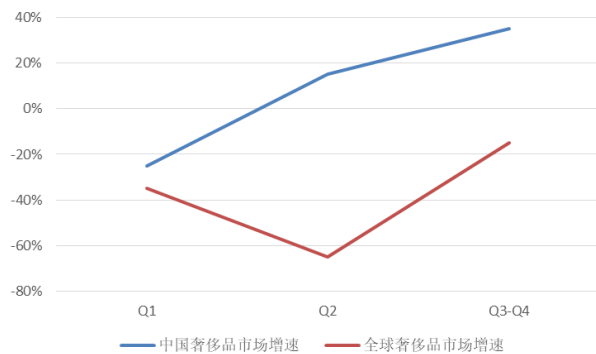
图表8：境内奢侈品消费高速增长



资料来源：贝恩咨询，太平洋研究院整理

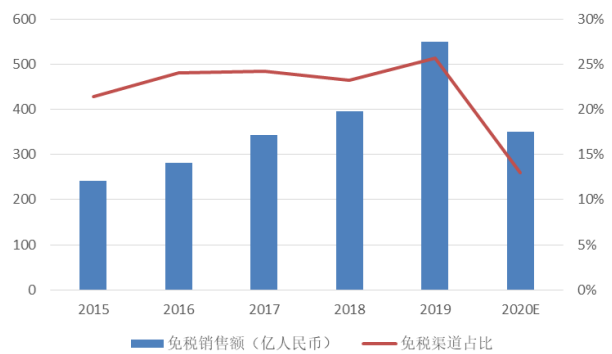
**疫情带动海外奢侈品消费回流。**出境团队游自1月26日停摆以来至今尚未恢复，疫情导致的出入境受限给海外购物带来极大的不便，大量的奢侈品消费需求转移至国内，流向品牌线上/线下渠道、离岛免税和跨境电商。根据腾讯与波士顿咨询合作的《2020中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》，预计2020年新冠疫情将导致全球奢侈品市场下滑25%-45%，而中国市场由于疫情控制得当率先回暖，预计全年可实现20%-30%的增长。

图表9：2020年中国与全球奢侈品市场增速估算



资料来源：《2020中国奢侈品消费者数字行为洞察报告》，太平洋研究院整理

图表10：境内免税渠道奢侈品消费占比趋势向上



资料来源：贝恩咨询，太平洋研究院整理

**免税是奢侈品消费的重要渠道。**我国奢侈品消费主要依赖进口，国家对奢侈品征收较高的税费（包括关税、消费税和增值税），叠加不同渠道的定价策略不同，免税渠

道售价可以做到专柜渠道的6折甚至更低，价格优势非常明显，同时又有正品保证。2019年境内奢侈品消费约2142亿人民币，其中免税渠道消费约550亿（假设免税商品全部为奢侈品，实际上奢侈品占比非常高），占比26%。2020年受疫情影响，出入境免税销售额大幅下滑，虽然海南离岛免税高速增长，但预计国内免税整体销售额回落，免税渠道占比回落至13%左右。预计2021年随着全球疫情的受控，出入境免税逐步恢复，海南离岛免税迅速崛起以及免税政策利好的不断释放，免税渠道的销售额和占比还将持续走高。

图表11：免税渠道与其他渠道的税费对比

	限额	关税	消费税	增值税
离岛免税	10万/年	限额以内无	无	无
出入境免税	8000元/年			
跨境电商	2.6万/年	限额以内无	大部分食品、服饰箱包0%，高档化妆品15%，高档手表20%，珠宝首饰5%-10%、葡萄酒10%、白酒20%	食用油、蜂蜜、宠物食品9%，其他13%
商场专柜	无	化妆品5%，香水3%，白酒10%，手表8-10%，服装、箱包6-10%，葡萄酒14%-20%	大部分食品、服饰箱包0%，高档化妆品15%，高档手表20%，珠宝首饰5%-10%、葡萄酒10%、白酒20%	食用油、蜂蜜、宠物食品9%，其他13%

资料来源：政府税务网站，太平洋研究院整理

## 2、免税行业迎政策风口

**海南自贸港建设做大离岛免税蛋糕。**今年6月《海南自由贸易港建设总体方案》落地，为海南省打造法治化、国际化、便利化营商环境提供了纲领性文件。《方案》提出放宽免税额度至每人每年10万元，扩大商品品类，幅度超市场预期。自贸港政策的出台有望带动海南省经济的极大发展，作为海南省支柱产业的旅游业、现代服务业大幅受益，离岛免税有望在客流增长，客单价提升的共同作用下大幅增长。

图表12：今年以来国家及海南省对免税行业的支持政策

发布时间	政策来源	政策名称	政策要点
2020.3.22	海南省政府	《海南省旅游业疫后重振计划——振兴旅游业三十条行动措施(2020-2021年)》	从财税支持、旅游目的地、旅游消费等方面提出措施，支持旅游行业的重振，提出扩大离岛免税购物消费限额，增加免税商品品种。
2020.4.2	海南省政府	《海南省国家体育旅游示范区发展规划(2020-2025)》	用好海南自由贸易港的免税政策优势，在海南东部、南部、西部、北部、中部探索设立5个免税体育用品店。
2020.5.6	海南省政府	《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》	释放购物餐饮消费潜力。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。
2020.6.1	国务院	《海南自由贸易港建设总体方案》	放宽离岛免税购物额度至每年每人10万元，扩大免税商品种类。

2020. 6. 29	财政部、海关总署、税务总局	《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》	提升购物额度至每人每年 10 万元，增加 7 个商品品类，放松购买数量限制，取消行邮税上限。具有免税品经销资格的经营主体可按规定参与海南离岛免税经营
2020. 10. 28	国家税务总局	《海南离岛免税店销售离岛免税商品免征增值税和消费税管理办法》	规范离岛免税的税收管理。

资料来源：政府网站，太平洋研究院整理

**离岛免税新政细节出台，进一步刺激了海南购物需求。**6月底，财政部、海关总署、税务总局公布了《关于海南离岛旅客免税购物政策的公告》，新政于7月1日起实施，主要包括：(1) 免税购物额度从每人每年3万提升至10万，(2) 增加电子、茶、酒等七类商品。(3) 免税商品除化妆品、酒、手机外不再限制购买数量，化妆品购买限额从12件大幅提升至30件。(4) 取消8000元的行邮税上限限制。新政从购物额度、品类、数量、税收等方面大幅放宽了购物限制，为离岛免税的进一步发展打开了空间。(5) 鼓励适度竞争，具有免税品经销资格的经营主体均可平等参与海南离岛免税经营。

图表 13：离岛免税政策持续放宽

调整时间	调整内容
2011 年 4 月	每人每次免税购物金额 5000 元以内，非岛内居民旅客每人每年最多 2 次，岛内居民 1 次，免税产品种类主要有首饰、工艺品、手表、香水等 18 种商品
2012 年 11 月	离岛游客每人每次免税购物限额增至 8000 元，增加美容及保健器材、餐具及厨房用品、玩具（含童车）等 3 类免税商品品种，免税商品品种扩大至 21 种
2015 年 3 月	放宽香水、化妆品、手表、服饰等 10 种热销商品的购物限制，增加免税品种类至 38 类，将零售包装的婴幼儿配方奶粉、咖啡、保健食品等纳入离岛免税政策
2016 年 2 月	非岛内居民游客取消购物次数限制，每人每年累计免税限额不超过 16000 元，上调额度，取消次数限制，海南省内两家实体免税店开设网购串口。
2017 年 1 月	海南铁路离岛旅游纳入免税对象
2018 年 2 月	设立博鳌机场免税提货点
2018 年 11 月	离岛旅客（含岛内居民旅客）每人每年累计免税限额增加到 30000 元，不限次，增加部分家用医疗器械商品
2018 年 12 月	乘轮船离岛旅客被纳入离岛旅客免税购物政策适用对象范围。旅客购物后可凭有效证件在海口秀英港、新海港提货点提货，南港码头在条件成熟后再设立提货点
2020 年 6 月	购物额度增加到 10 万/人/年，品类增加电子产品和茶，除化妆品、酒类和手机外不限购买件数，取消 8000 元的行邮税上限。
2020 年 8 月	海南将争取在三亚新开设 3 家离岛免税店（包括凤凰机场店和 2 家市内店）；此外，海南两家企业获得离岛免税品经营资质。
2020 年 11 月	海口市下发《关于印发落实海南省促消费七条措施工作方案的通知》，明确提出“挖掘免税消费潜力”，一是增加免税经营主体；二是扩大奢侈品牌营业面积。明确提出争取在年底前新增和扩建 4 处离岛免税店。

资料来源：政府网站，太平洋研究院整理

**离岛免税经营主体更加多元化。**2020年6月中免收购海免51%股权后，形成了一家独大的局面。海南省建设国际旅游消费中心，必然要引入适当竞争，提升购物体验，共同做大离岛免税蛋糕。8月19日，海南省新增两块本地国资离岛免税牌照，分别为海

南旅投免税品有限公司和全球消费精品（海南）贸易有限公司。同时海南省公布年底前在三亚新增三家免税店，包括两家市内店和一家机场店，新增免税店拟采用招标等市场化竞争方式确定经营主体。从公开信息看，两家市内店的经营主体为中服免税和海旅投免税，机场店经营主体为中免，至此离岛免税牌照增加至5张。11月，海口市下发《关于印发落实海南省促消费七条措施工作方案的通知》，明确提出增加免税经营主体，扩大奢侈品牌营业面积。海口市计划引入中免集团、海发控股等经营主体，hh。预计2021年还会有更多的免税经营主体加入到离岛免税的运营。

图表14：离岛免税现有及规划店面

店面	运营主体	开业时间	面积
海口美兰机场店	海免（中免51%控股）	2011年12月21日	3万平（计划年底二期扩建9000平）
三亚海棠湾市内店	中免	2014年9月搬至此	12万平
海口日月广场市内店	海免（中免51%控股）	2019年1月19日	2.2万平（计划年底增加5万平）
博鳌市内店	海免（中免51%控股）	2019年1月19日	4200平
三亚凤凰机场店	中免	预期年底开业	
三亚鸿洲时代广场店	中服免税	预期年底开业	3.3万平
三亚迎宾路店	海南旅投免税品有限公司	预期年底开业	5.8万平
海口观澜湖免税城	深免	预计2021年1月底	

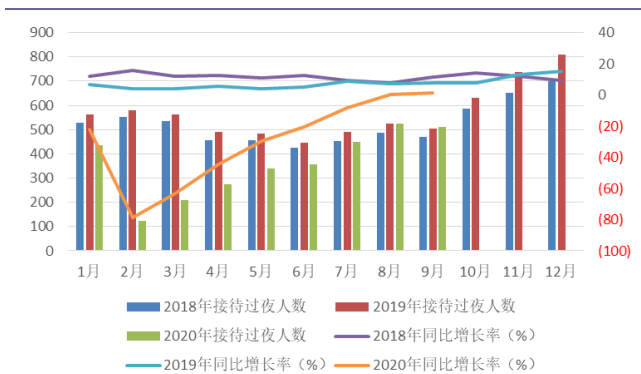
资料来源：政府网站，互联网资料，太平洋研究院整理

### 3、离岛免税迎发展黄金期

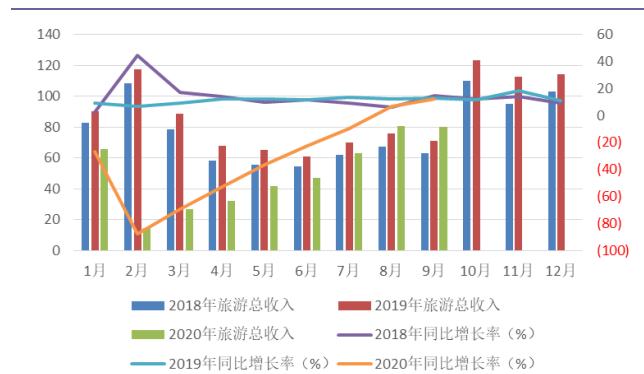
离岛免税疫情后迅速恢复并实现高增长。疫情初期，离岛免税四家门店经历了25天闭店，受益于得天独厚的气候条件，海南省成为疫情后旅游消费最先复苏的区域，在海外购物受限的情况下，大量的购物需求向离岛免税转移。在第一季度离岛免税销售额下滑30%的基础上，通过大规模的促销活动和线上销售，4月、5月、6月销售额同比增速分别达到64%、148%、235%，整个Q2实现销售额同比增速145%。

图表15：海南省接待过夜旅游人次变化

图表16：海南省旅游总收入变化

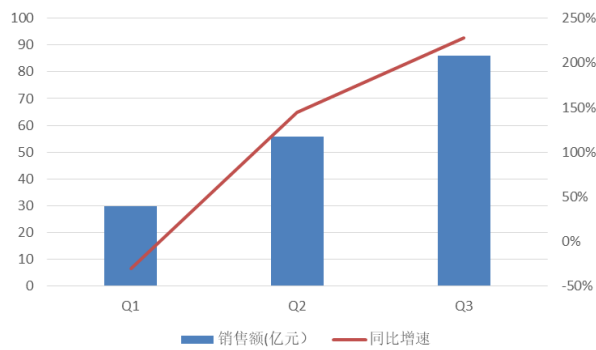


资料来源：海南省统计局，太平洋研究院整理



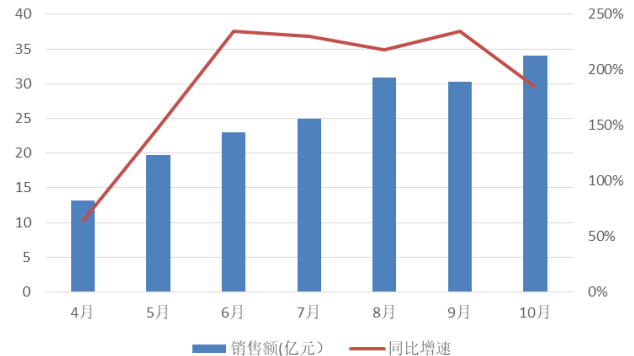
资料来源：海南省统计局，太平洋研究院整理

图表17：Q1-Q3海南离岛免税快速复苏



资料来源：海关总署，太平洋研究院整理

图表18：4-10月离岛免税销售收入同比高速增长

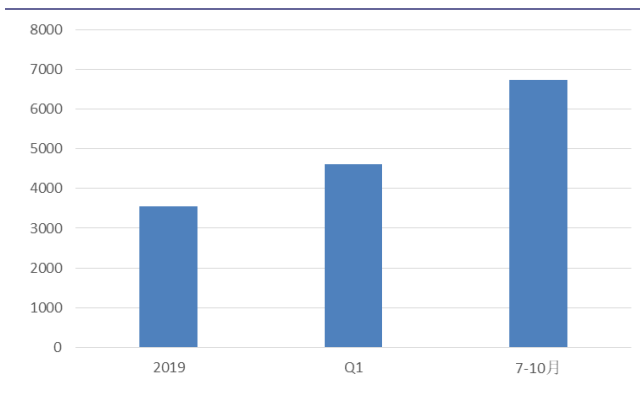


资料来源：海关总署，太平洋研究院整理

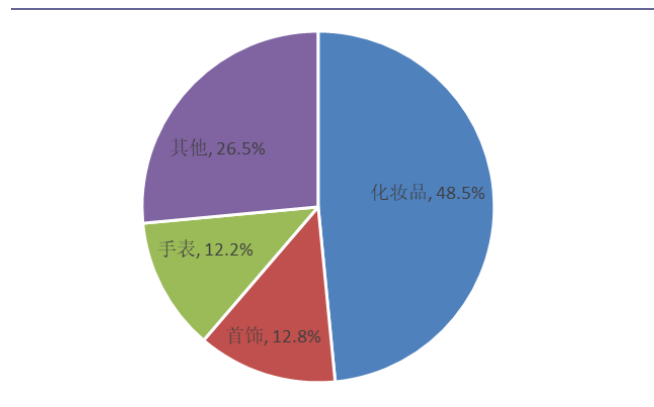
**新政引导下Q3销售额和客单价持续提升。**新政实施后，珠宝、腕表、箱包、电子产品等高客单价的品类销量额同比大幅增长，带动客单价的显著提升。2019年全年离岛免税客单价3544元，2020Q1客单价4617元，离岛免税新政后7-10月客单价提升至6736元，环比Q1提升46%。从品类看，位于销售金额前三的分别为化妆品、手表、首饰，销售金额分别为58.2亿元、14.7亿元、15.4亿元，分别增长164.5%、353.8%和404.7%，前三大商品销售金额合计占同期离岛免税销售总额的72.8%。

图表19：免税新政后客单价大幅提升

图表20：化妆品、手表、首饰销售额占比居前



资料来源：海关总署，太平洋研究院整理



资料来源：海关总署，太平洋研究院整理

**国际一线品牌持续入驻，客单价有望继续提升。**新冠疫情对全球旅游零售业的打击巨大，众多国际奢侈品巨头今年以来业绩集体暴跌，海南作为全球旅游零售最具活力的地区，受到各大品牌的青睐，下半年以来BOTTEGA VENETA、CATIER、VALENTINO、TIFFANY、萧邦珠宝、PRADA等一线奢侈品牌相继入驻免税店，苹果系列手机、笔记本等产品的免税价与有税价有较大价差，预计2021年随着高单价产品的不断丰富，未来客单价仍有持续提升的空间。

**2021年离岛免税销售额将继续保持高增长。**2020年5月海南省政府在《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》中提出推动中免集团全年免税品销售额突破300亿元的目标，目前来看基本可以完成。在2020年低基数的基础上，2021年受益于免税新政的影响，及免税商品丰富度的提升，客单价和购物游客数量都将有大幅提升，离岛免税销售额还将继续保持高增长，预计全年有望突破500亿元。

#### 4、出入境免税待恢复，市内免税有望迎政策春风

**机场免税店租金有望重新议定。**目前，出入境团队游仍未放开，政府防疫部门主张非必要不出境，10月上海机场的出入境客流仅为去年同期的4%。虽然中免在财报中大幅计提了机场租金，但考虑到疫情对出入境客流的实际影响，免税租金调整是大概率事件，具体调整幅度预计将在年底落地，未来机场免税租金有望与出入境客流量挂钩。

**受疫情影响机场免税招标更加理性。**11月中服免税中标南京禄口机场T2航站楼出境免税店第一候选人。此次招标的免税店规模1500平，保底租金5535万元，提成比例28.44%，相对2017年中免中标的禄口机场进境免税店（600平，保底租金3300万，提成比例33%），无论是保底租金还是提成比例的设置都更加理性，疫情影响下机场方话语



权减弱。

**市内免税政策有望重塑行业格局。**目前的出境市内免税店政策仅针对境外人士离境前店内购买，离境提货，市场一直对市内免税对国人放开的政策有所期待。3月13日，国家发改委等部门印发了《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》，其中提到完善市内免税店政策，建设一批中国特色市内免税店；适时研究调整免税限额和免税品种类等内容，对市内免税店的发展提出了整体规划。6月商贸零售龙头王府井拿到了新的免税牌照，此后各地零售、地产等龙头企业开始申请免税牌照，目前尚未有新的免税牌照发放。但考虑到扩大内需，引导消费回流的总体方向，预计2021年国人市内免税购物的政策大概率会出台，未来会有更多的免税运营主体参与进来，免税额度和品类也有望进一步放宽。新政策的出台有望大幅提升国内免税消费总额，新运营主体的加入有望重塑国内免税竞争格局。

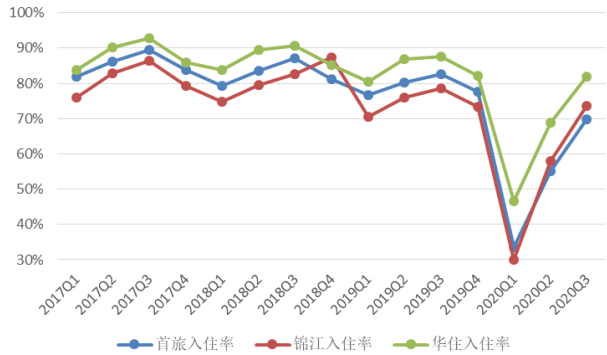
## （二）酒店：周期底部待起航 估值修复进行时

### 1、经营数据筑底回升 开店速度创新高

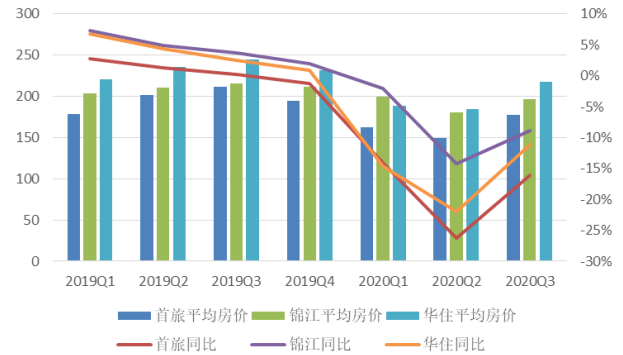
**疫情致入住率大幅下滑，头部集团率先恢复元气。**疫情期间酒店行业经历了前所未有的困境，入住率大幅下滑，部分酒店关停，各大酒店集团为了支持加盟商共度难关推出了加盟费减免，金融支持等政策。疫情初期行业整体入住率不足10%，此后随着各地复产复工，跨地区隔离需求快速增长，连锁酒店承接了大量订单，入住率开始爬升。疫情在大部分地区归零后，隔离需求减少，与此同时商旅需求开始增长，随后跨省团队游的放开，度假旅游需求开始回暖，暑期旺季酒店入住率进一步提升，至9月底头部集团的Recpar已经恢复至去年同期的九成，部分运营较好的品牌开始实现正增长。

图表21：酒店龙头年初入住率均大幅下滑

图表22：平均房价在Q2触底后期开始反弹



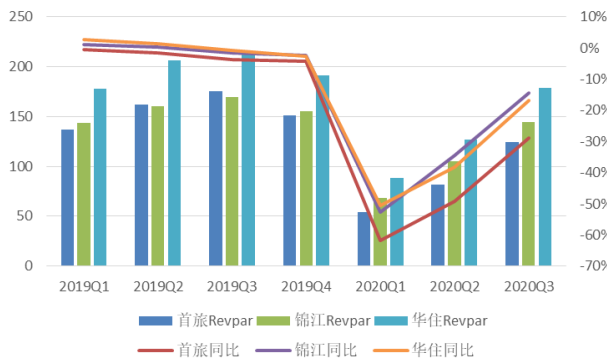
资料来源：公司公告，太平洋研究院整理



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

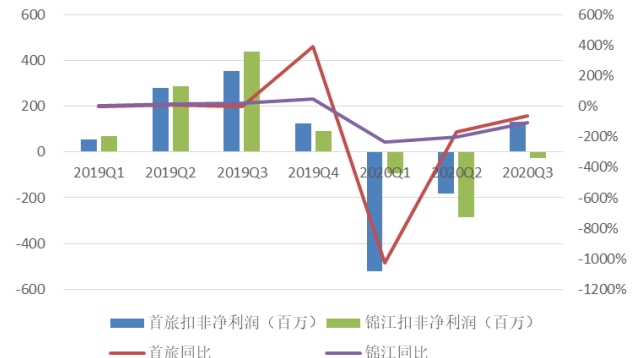
**Q3经营数据明显好转，业绩开始反弹。**从经营数据看，疫情初期酒店住宿需求大幅减少，入主的客人基本为刚性需求，入住率大幅下滑，但平均房价降幅较小。Q2疫情受控后，酒店集团开始大规模的促销活动拉动需求，故在入住率回升的同时，平均房价明显下滑到达年内低点，导致整个上半年酒店集团均大幅亏损。进入Q3后，酒店平均房价和入住率实现双升，带动Q3首旅实现盈利，锦江大幅减亏。预计Q4随着商务差旅和会展的复苏，行业龙头业绩将持续反弹。

图表23：各大酒店集团Revpar环比大幅修复



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表24：酒店集团扣非净利润Q3大幅环比改善

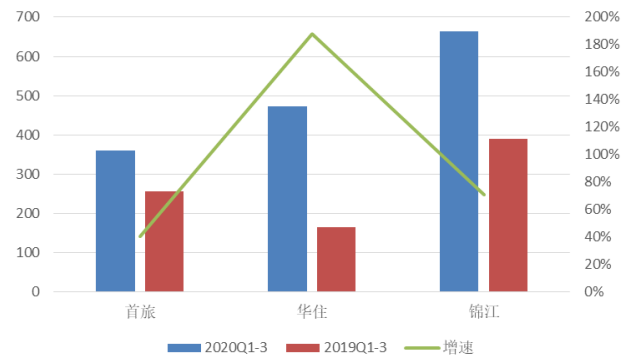


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**龙头酒店集团抵御风险能力强，关店数量增长但可控。**疫情期间，酒店集团通过压缩人力成本，与业主方商谈租金减免等方式减少开支，但上半年仍大幅亏损。随着住宿客人的反弹，由于具有更规范的管理制度，更严格的消杀规范，连锁酒店集团品牌效应凸显，更受消费者的欢迎。连锁酒店加盟商也由于背靠巨头，在客源上更有保障。根据企查查数据统计，今年上半年已经超过4万家的酒店公司倒闭，连锁酒店龙头前三季度关店数量均有所增长，其中首旅因疫情关店95家，占关店总数的26%。总体来

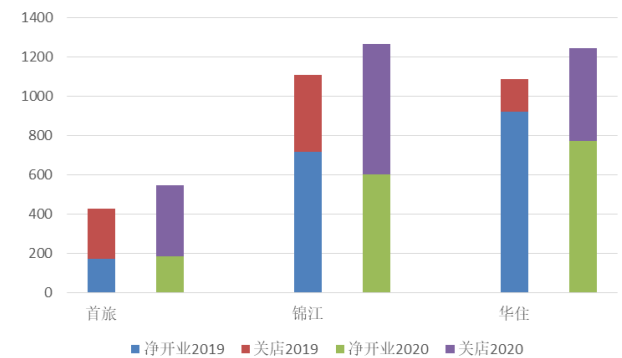
看，连锁酒店由于强大的集团支持，相对中小单体酒店风险抵御能力更强，关店数量可控。

图表25：受疫情影响关店数量同比增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表26：三大酒店集团前三季度开闭店结构对比



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**疫情不影响展店速度，前三季度新开店数量创新高。**虽然受疫情影响，各大酒店集团Q1开店速度放缓，但都没有调整全年的开店计划。疫情受控后，酒店集团在Q2、Q3加大了开店力度，截止9月底首旅、锦江、华住分别新开548家、1266家、1244家店，较去年同期的431家、1107家、1085家均有提速。但因为关店数量也较去年同期更高，从净开店数量看，仍较去年同期减少。预计四季度各大酒店集团仍将加速开店，同时受疫情影响的酒店关停数量会减少，全年开店数量能够达到年初计划。

图表27：三大酒店集团门店扩张加速

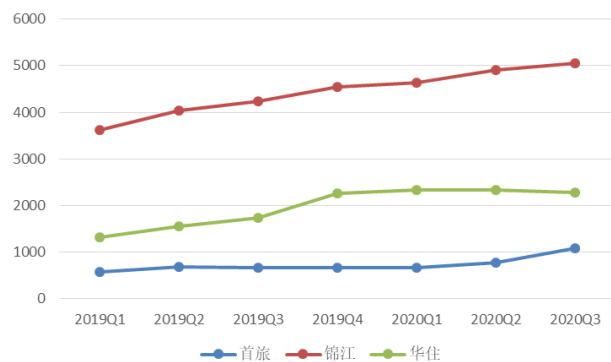
		首旅如家	锦江酒店	华住
2017年	计划	新开店 400-450, 直营店 10%, 中高端 40%	开业 700, 签约 1000	新开 450-500, 40% 中端
	新开业	512	1150	665
	净开业	310	826	477
	签约待开业	488	2675	696
2018年	计划	新开不少于 450, 中高端 50%以上	开业 900, 签约 1500	新开 650-700, 60%-65%中端
	新开业	622	1243	723
	净开业	337	749	484
	签约待开业	530	3455	1105
2019年	计划	新开不低于 800, 中高端 50%以上	开业 900, 签约 1500	新开 1100-1200, 关店 200-250
	新开业	829	1617	1715
	净开业	401	1071	1388
	签约待开业	660	4544	2262

2020年	计划	新开 800-1000 家，其中中高端 50%，云酒店 300，经济型 100，管理输出 100	净开 1000 家，新开 1600 家	新开 1600-1800
	Q1-Q3 新开业	548	1266	1244
	Q1-Q3 净开业	188	603	772
	Q3 签约待开业	1084	5049	2272

资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

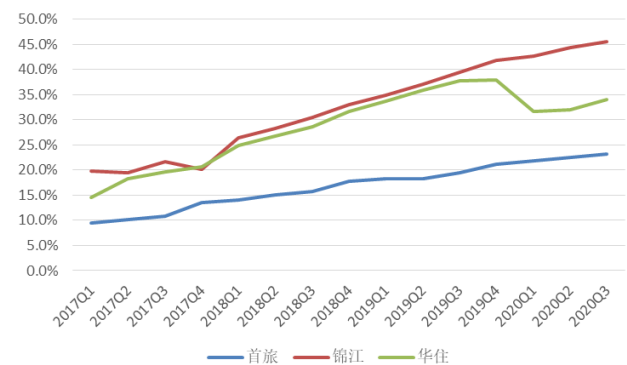
储备酒店数量持续增长，保障明后年发展速度。各大酒店集团签约待开业酒店数量未受疫情影响，截止到2020Q3，首旅酒店储备酒店数量首次突破1000家，锦江酒店待开业数量超过5000家，华住待开业酒店2272家，均较2019年底有所增长，储备酒店为酒店集团明年乃至后年的发展提供了有利保障。

图表28：签约未开业的店面持续增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表29：三大酒店集团中端酒店数量占比提升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

注：华住2020年Q1中端占比下降是调整了中端品牌的界定

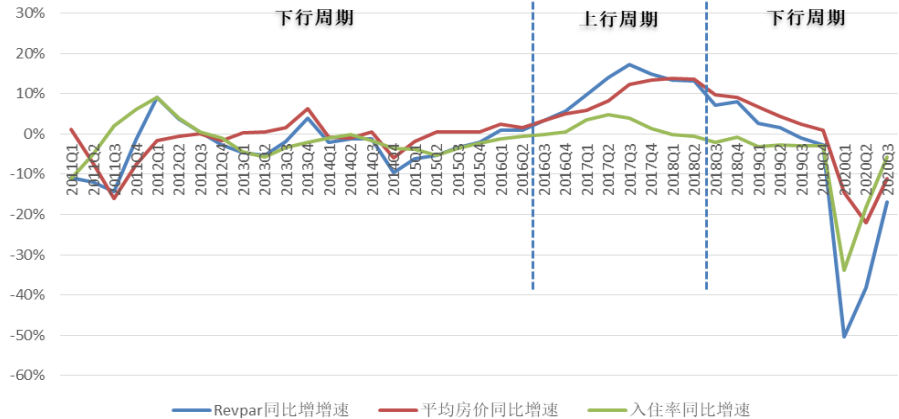
中高端酒店数量快速增长，占比持续提升。2016年开始各大酒店集团加速中高端布局，目前各大酒店集团新开门店中，中高端酒店占比往往超过50%，目前锦江境内酒店中高端占比已高达56.2%，在三大酒店集团中占比最高。中高端酒店的Revpar是经济型酒店1.5-2倍，随着数量的提升及成熟期占比的提高，中端酒店在酒店整体收入中占比提升。未来中端酒店对酒店集团的收入和利润贡献占比将越来越大，是拉动酒店集团整体Revpar和利润的提升的有利武器。

## 2、行业周期回暖预期加强 龙头并购加速

行业供需结构决定景气度。酒店行业具有较强的周期属性，受宏观经济及供需关

系影响较大，行业内龙头公司的走势基本一致。我们以华住2011年以来的Revpar变化看行业周期起伏。

图表30：从华住的Revpar变化看酒店行业周期



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(1) 2011年-2015年，行业整体处于下行期。该阶段经济型酒店大批量供给，但市场需求增长有限，导致供大于求，Revpar在大部分时间段负增长。

(2) 2016年-2018H，行业进入上行期。行业供给增速放缓，小于需求增速，导致平均房价率先上涨，随后带动入住率和Revpar增速由负转正。平均房价和入住率的双升带动行业进入繁荣期，随后入住率增速开始放缓并逐渐转负，但平均房价继续走高，带动Revpar继续走高，在2017Q3达到增速高峰。随后，从2018Q3开始平均房价和Revpar增速明显放缓，入住率负向增长，可以判定为行业上行周期结束。

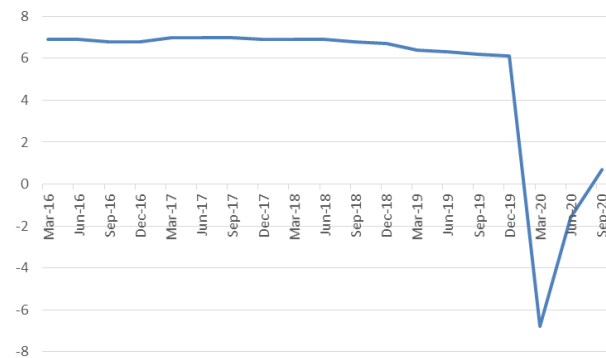
(3) 2018Q3到疫情前，行业始终处于下行周期。入住率的跌幅逐渐扩大，为了做到收益最大化，酒店企业开始降低平均房价来维持入住率水平，到2019年底 Revpar开始负增长。随后受疫情影响，酒店经营数据大幅下滑，至今仍处于修复期。

行业低谷期是投资并购的最佳时点。2015年首旅收购如家，锦江酒店收购法国卢浮，2016年锦江酒店收购铂涛集团、维也纳，2017年初华住收购桔子水晶。上一轮酒店集团的并购潮发生在2015-2017年初，2015年正值行业最低谷，一级市场酒店估值低，买方议价空间大。随着行业周期向上，一级市场估值也随之走高，2017年后鲜有大规模并购。2020年的疫情再一次将行业估值压至谷底，预计2021-2022年将会是行业并购大年。

疫情打破行业供需平衡，预计开启新一轮景气周期。疫情期后大量的单体酒店出清，据统计今年上半年已经超过4万家的酒店公司倒闭，随着疫情后的经济复苏，商务活动和休闲度假需求开始活跃，行业供需矛盾开始显现。虽然各大酒店集团前三季度加大开店力度，但数量相对有限，不足以弥补市场的需求缺口。预计2021年行业将在平均房价提升的带动下进入新一轮上行周期。

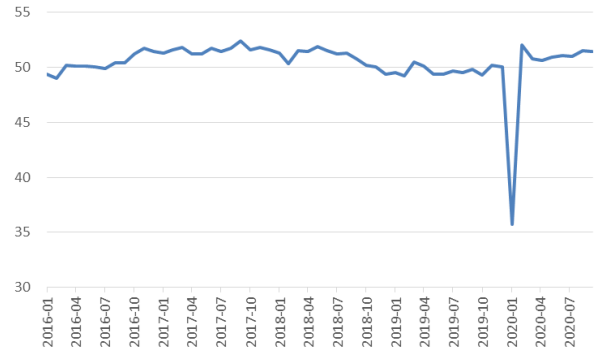
制造业PMI持续处于扩张区间，酒店业周期回暖预期加强。3月开始制造业PMI重回荣枯线上，此后连续8个月运行在扩张区间，表明疫情后经济刺激政策的效果开始显现，经济下行压力暂缓，经济运行趋稳。酒店行业商务需求占比近六成，与经济周期关联度高，PMI企稳回升有望改善酒店行业经营数据，带动酒店行业继续回暖。

图表31：经济刺激政策下GDP同比增速回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表32：疫情后制造业PMI持续处于扩张区间



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

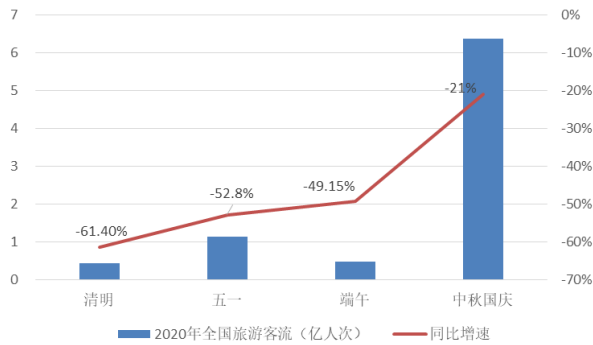
### （三）景区：客流持续复苏 产品创新加速

疫情影响下景区前三季度业绩大幅下滑。受疫情影响，1月24日起全国景区全部关停，2月下旬开始，山岳型景区率先恢复营业，其后观光型、休闲游景区陆续开门营业，5月下旬开始旅游演艺开始恢复演出。整个上半年因为景区停业及跨省团队游暂停的影响，客流大幅下滑，绝大部分景区前三季度录得亏损。

疫情受控后旅游消费信心逐步恢复。7月14日，文旅部宣布放开跨省团队游，当时正值暑期旺季，到8月底暑期结束部分景区客流恢复至去年同期五成以上。消费信心的恢复是一个渐进的过程，目前阶段大部分的出游仍以周边游、自驾游为主，跨省长线团队游仍然相对较少，短线出行决定了客单价相对较低。从今年四个小长假的全国客流数据可以看到从清明节到中秋国庆，全国旅游客流从去年同期的-61.4%恢复至-21%，

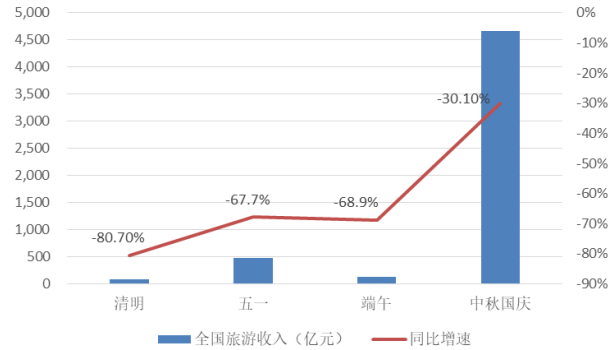
旅游收入从-80.7%恢复至-30.1%，客单价中枢下移导致旅游收入恢复相对更慢。

图表33：小长假全国旅游客流变化趋势



资料来源：文旅部，太平洋研究院整理

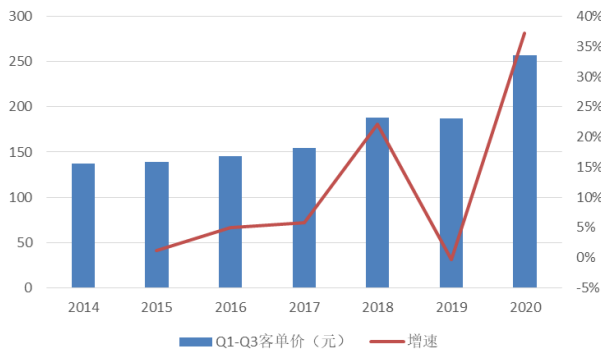
图表34：小长假全国旅游收入变化趋势



资料来源：文旅部，太平洋研究院整理

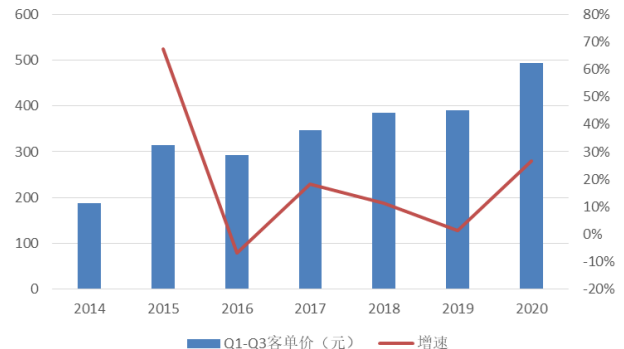
**出境游回流至国内游，休闲景区客单价提升。**2019年我国出境旅游高达1.5亿人次，今年疫情影响出境游受限，原来出境旅游的中高端消费客群向国内转移，部分流向国内配套设施完善，景区开发成熟，服务品质好的休闲度假景区，这部分人群停留时间更长，在购买服务上的花销更高，拉高了景区的客单价。乌镇作为华东地区的优质休闲景区，今年前三季度客单价257元，对比2019年同期的188元提升幅度达到37%；古北水镇地处京津地界，受益于周边游需求旺盛，今年前三季度客单价495元，同比增长27%。预计疫情后，游客对旅游产品的品质需求会上一个新台阶，能提供优质内容和服务的景区客单价会有持续改善。

图表35：2020年前三季度乌镇客单价明显提升



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

图表36：古北水镇今年以来客单价明显提升



资料来源：公司年报，太平洋研究院整理

预计明年暑期恢复至正常水平，旅游产品加速升级。今年下半年以来，核心景区

客流已经恢复至7-8成，预计明年春季旅游旺季来临后，在上半年三个小长假的带动下有望实现全面恢复。疫情带动下景区产品升级加速，宋城演艺为了适应疫情防疫需要，新建露天剧场，加大室外演出的占比，推动多元化剧目覆盖不同细分客群，提升游客逗留时间和消费金额。中青旅打造特色产品活动，加大线上推广力度，提升品牌知名度和传播力，为景区客流的恢复添砖加瓦。

#### （四）出境游：行业停摆待重启 拓展周边产业链

出境游行业受疫情影响最大，短期内难以恢复。1月26日国家文旅局要求所有旅行社暂停组织出境游，行业停摆至今已超过10个月。从海外疫情目前发展情况看，短期内暂无恢复的可能性，预计2021年下半年疫苗开始在人群中普及后有望重新启动。目前阶段出境游旅行社一方面大幅压缩成本，节省开支应对行业困境，另一方面积极向周边产业链拓展，布局国内旅游目的地、地接资源及旅游零售业务，通过深度参与国内游获得收入。

国内旅游市场空间广阔，但竞争相对激烈。国内跨省团队游自7月放开后，国人的旅游消费信心尚未完全恢复，加上国内偶有疫情发生，使得民众的旅游消费意愿，尤其是参加团队游意愿并不强烈，出境旅游社需要充分利用现有会员优势，通过差异化竞争获得客源，在产品设计上更加个性化，定位更加精细化，满足疫情后国内旅游市场的新需求。

布局旅游零售，承接海外消费回流。出境游客人客单价相对更高，消费能力更强，是旅游零售业的优质客户。今年以来，出境游旅行社争相布局旅游零售业务，希望利用现有客源优势，与旅游零售相结合产生协同效应，达到营销推广，合作引流等目的。

图表37：出境旅行社布局旅游零售业态

公司	时间	事项
众信旅游	2020年2月	与中免集团签署战略合作协议
	2020年3月	与海南省旅文厅签署战略合作框架协议
	2020年8月	与海南博鳌乐城国际医疗旅游先行区管理局签署战略合作协议
	2020年9月	引入阿里作为第三大股东，与浙江阿里旅行投资有限公司共同设立合资公司
凯撒旅业	2019年6月	入股中出服旗下的天津国际邮轮母港入境免税店
	2019年11月	与凯撒集团共同出资设立海南凯撒世嘉旅文发展集团有限责任公司，将第二总部落地海口



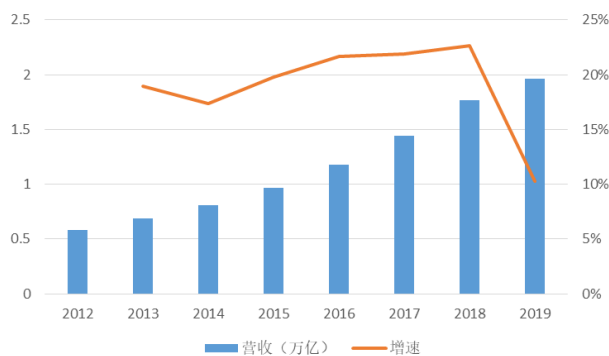
	2019 年 11 月	购买江苏中服免税品有限公司的 20% 股权
	2020 年 3 月	中标北京嘉宝润成免税品商贸有限公司增资项目，获得嘉宝润成 40% 的股权，入股中出服北京市内免税店
岭南控股	2020 年 7 月	控股股东岭南集团申请免税品经营资质

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

## （五）人力资源服务：灵工强劲增长 技术赋能提效

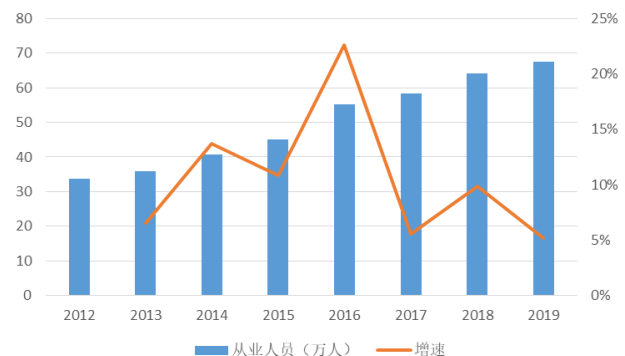
人力资源服务业蓬勃发展，前景广阔。近年来，全国人力资源服务行业的营业收入持续保持两位数增长，近7年复合增速19%，从业人员数量逐年扩大，行业整体处于高速增长期。2019年底，全国共有各类人力资源服务机构3.96万家，同比增长10.8%；行业从业人员67.48万人，同比增长5.2%；全年营业总收入1.96万亿元，同比增长10.3%。2019年，共为4211万家次用人单位提供人力资源服务，帮助2.55亿人次劳动者实现就业、择业和流动服务。

图表38：全国人力资源服务行业营业总收入



资料来源：人社部，太平洋研究院整理

图表39：全国人力资源服务行业从业人员数量

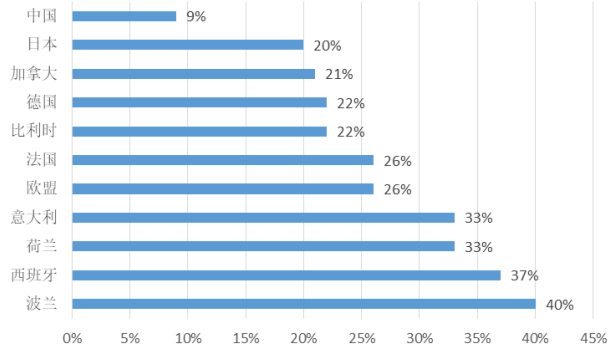


资料来源：人社部，太平洋研究院整理

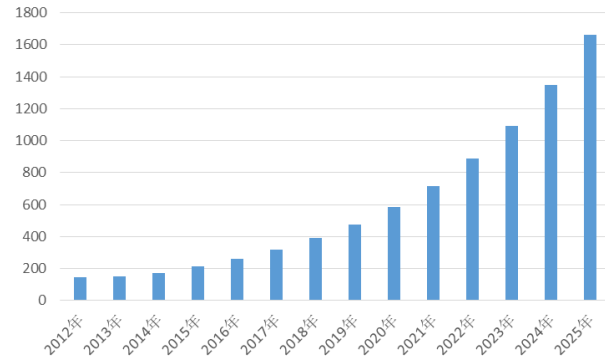
灵活用工市场规模不断扩大，但与成熟市场差距明显。随着国内经济环境的变化，灵活用工正在被越来越多的企业看作是降本增效，提升竞争力的有利手段。目前灵活用工已经成为全球人力资源服务行业中体量最大的细分行业，在欧美等发达国家的发展已经非常成熟。根据前瞻产业研究院数据，从灵活用工占总就业份额来看，发达国家年均达到25%，尤其是波兰、西班牙、荷兰、意大利达到30%以上，而中国的灵活用工占比仅为9%，未来发展潜力非常大。我国灵活用工市场规模将从2012年的145亿元预计增长至2025年的1660亿元，年复合增长率超过20%，增长迅猛。

图表40：灵活用工占就业份额较发达国家偏低

图表41：我国灵活用工市场规模预计持续高增长



资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

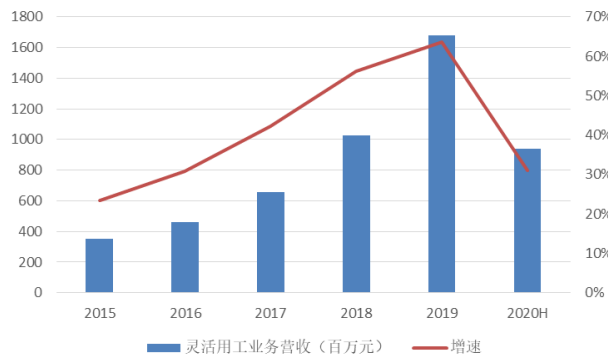


资料来源：前瞻产业研究院，太平洋研究院整理

**疫情影响下灵活用工业务受市场青睐。**年初疫情让大部分企业都面临生产经营成本及用工人力成本在内的生存成本考验，人力资源结构性矛盾充分暴露，部分企业人员过剩，成本增加，另一些企业则人员紧张，出现用工荒，灵活用工以其灵活、高效的特点为企业降低人力资源成本，成为企业的选择。人资企业外派员工数量显著提升，灵工业务营业额逆势增长。

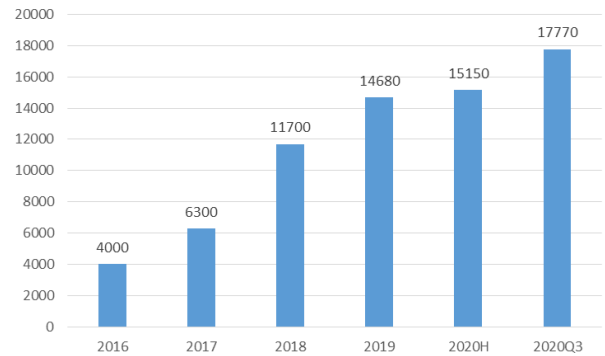
**龙头企业受疫情影响有限，灵工业务保持高增长。**科锐国际专注于灵活用工、高端人才访寻和招聘流程外包三大业务。前三季度，公司国内灵活用工业务收入增长32%，但高端人才寻访和招聘流程外包业务受宏观经济影响下滑。公司外派员工人数由2019年底的14680人迅速增长至2020Q3的17770人，增幅21%。

图表42：科锐灵活用工业务国内收入快速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表43：科锐国际外派员工人数大幅增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

**核心技术产品不断完善，提升服务效率。**科锐国际以“一体两翼”战略为核心，不断调整组织架构、人员结构，在数据中台、技术中台的支持下提高工作效率。公司

持续增加技术人员配置、加大技术研发投入，升级平台和SaaS产品性能，打造链接政府（G端）、企业（B端）、人力资源服务企业（H端）、人才（C端）的产品，引领人力资源产业互联网转型。

#### 四、投资策略：坚守龙头 静待花开

我们看好社会服务行业的长期成长性，维持行业“增持”评级。短期内，行业受疫情影响仍在，景区、酒店、餐饮、旅行社等细分子行业仍在持续恢复中，预计2021年在新冠疫苗普及的催化下，行业整体有望恢复至疫情前水平甚至出现报复性反弹。从投资方向上看，我们主要从两个方向上选股：1、国家政策鼓励，景气度持续走高，基本面向好的行业。2、疫情影响导致估值触底，2021年业绩有望迎来大幅反弹的行业。建议关注以下几个细分子行业：

##### （一）免税业：海外消费回流 龙头强者恒强

**离岛免税蛋糕持续做大。**2020年底三亚新开3家店，海口新增/扩建4家店，2021年海南省有望引入更多的经营主体和店面，进一步激活市场。新政后，品牌丰富度不断提升，尤其是高客单价的奢侈品牌逐步入驻，有望带动客单价的进一步提升。

**先发优势显著，新增店面带来业绩增量。**受益于海南自贸港政策，未来三年离岛免税业务增长确定性高，中免在离岛免税经营上具有供应链优势、渠道优势、管理优势、会员优势、人才优势，其核心优势有望吸引更多的上游供应商入驻分享政策盛宴，从而带来更多的客流，形成正向循环。2021年日月广场店面扩建，美兰机场二期店和凤凰机场店将进一步提升中免的业绩，下半年，CDF海口国际免税城竣工，成为亚洲最大的免税单体，接待能力进一步增强。

**新冠疫苗普及带动出入境恢复。**根据世卫组织预测，2021年下半年新冠疫苗有望在全球大规模接种，出入境免税有望恢复。中免占据国内出入境主要口岸的免税经营权，是客流恢复的最大受益者，国人市内免税店购物政策也有望随着出入境客流的恢复而出台，购物限额有望进一步提升。

中免作为国内免税业的绝对龙头，行业壁垒高，成长确定性强，2021年同时受益于离岛免税增长和出入境免税恢复，是兼具成长性和确定性品种。

**继续推荐中国中免。**

## （二）酒店行业：周期底部 上行起点

**疫情不改发展规划，开店速度创新高。**疫情虽然给酒店集团上半年业绩造成较大影响，但从经营数据看到三季度末已经基本恢复，各大酒店集团没有调整全年的开店速度，相反前三季度新开店数量创新高，储备店数量持续增长，为明年开店提供保障。

**供需落差拉动景气周期，行业迎并购高峰。**疫情导致的行业深蹲尚未修复，但可以预见到单体酒店的大量出清带来供给需求上的落差，需求的增长首先带动平均房价的上涨，随后拉动入住率的提升，行业在经历至暗时刻后迎来周期向上的拐点。此外，行业低谷期是投资并购的最佳时点，酒店集团可以用较低的估值并购区域性连锁品牌，迅速拓展规模，与现有布局形成差异互补。

推荐首旅酒店、锦江股份。

## （三）休闲景区：静待客流反弹带来的估值重塑

**2021年有望迎来估值修复。**疫情对景区的影响更为突出，2020年客流恢复速度相对更慢，大部分景区Q3仍处于亏损状态，对景区估值造成压制。另一方面，出境游客流回流至国内，这部分客群客单价高，消费能力强，对优质休闲景区的客流恢复和客单价提升起到支撑作用。因此在全国范围内旅游客单价普遍下行的情况下，优质休闲景区客单价大幅上涨。

**宋城演艺持续异地扩张，树国内演艺标杆。**宋城演艺6月中旬恢复营业后，11月初存量项目已恢复至8成。西安项目和新郑轻资产项目分别与6月和9月开业，上海项目预计2021年春节开业，11月新签了延安千古情项目。已有项目如期开业，项目储备持续落地。2021年预计现有项目客流继续恢复，张家界、九寨、西安、上海项目带来业绩增量，演艺王国模式带来客单价提升预期，持续看好公司的“量”“价”双齐升后的盈利表现。

**中青旅受益于客单价提升、交通改善和新项目开业。**公司2020年以来景区客单价提升明显，游客停留时间更长，景区内二次消费增加，有望持续受益于疫情带来的消费习惯的改变。12月25日京沈高铁预计开通，北京市区至密云县城运行时长由2小时缩短至15分钟，提升古北水镇的通达性，改善交通拥堵对客流增长的影响，且有望与2021年5月开业的环球影城项目形成联动。2021年濮院项目有望开业，濮院与乌镇临近，有望与乌镇互相协同提升景区集群的吸引力。

推荐宋城演艺、中青旅。

## （四）人力资源服务：灵工业务成长空间广阔

在我国人才缺口不断扩大，人口红利转换为人才红利的过程中，人力资源服务行业所扮演的经济角色越来越重要。疫情影响下，灵活用工正在被越来越多的企业看作是降本增效，提升竞争力的有利手段。今年以来人资企业外派员工数量显著提升，灵工业务营业额逆势增长。科锐国际坚持“一体两翼”战略为方针，顺应市场潮流，一方面大力拓展灵活用工业务，另一方面加大研发力度，布局技术产品，提升人岗匹配效率和客户服务能力，为公司的持续健康发展打开了空间。

**推荐科锐国际。**

## 五、风险提示

经济增速下行，居民消费意愿减弱，出游率下滑；行业进入下行周期；疫情防控、自然灾害、恶性事件、政府整治、政策变更等原因造成的客流大幅减少，企业盈利能力下降；企业经营状况、并购重组进度不计预期。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com

华南销售

何艺雯

13527560506

heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。