

休闲服务行业月度报告

免税维持高景气，景区平稳增长，酒店回升可期

● 5月板块回顾：行业跑平大盘，人力资源、免税等表现较好

5月以来休闲服务板块下跌5.8%，跑平上证综指、略跑赢沪深300，子板块中人力资源、免税及部分龙头景区表现较好，而酒店板块表现最差。目前行业PE(TTM)下降至29.7倍，相比上月的35.4倍大幅下滑，行业PE(TTM)无论绝对水平或相对水平均低于历史平均水平。

● 数据追踪：免税维持高景气，景区客流小幅增长，酒店增长低迷

免税：4月以来免税行业维持高景气，根据旅游局数据，三亚过夜游客增速达到15.9%，较1-3月单月增速显著提升。海关数据显示，五一假期期间，三亚免税店销售额达到1.18亿元，同比增长40.0%；根据机场经营数据，北京机场4月国际航线客流为132万人次，同比增长4.8%；上海机场4月国际及港澳地区客运量为322万人次，同比增长1.3%，1-4月累计客运量为1282万人次，同比增长4.0%。

景区：4月景区客流增速相比前三月整体小幅下降，根据各地旅游局披露，黄山景区4月客流下降4.5%，1-4月累计增长1.8%，长白山4月客流增长5.1%，北京4月客流增长1.6%，相比1-3月累计略有下滑，丽江1-3月客流有较明显回升，累计同比增长22%。

出境游：根据民航局数据，4月国际航线客运量同比增长13.9%，1-4月累计增长16.0%。其中，受低基数影响韩国接待中国游客41万人次，同比增长45%，1-4月增速达37%；日本4月客流73万，同比增长6.3%，1-4月累计增速为10.2%；此外从各国旅游局披露信息看，泰国、越南、新加坡4月接待中国游客增速分别为-9%/-2%/2%，1-4月累计增速-4%/4%/3%，相比1季度短线游普遍回落，或受假期错位影响。

酒店：根据公司经营公告，4月锦江RevPar下跌4.7%，其中出租率和平均房价分别下跌6.0pct和提升2.8%，4月门店净开店85家，1-4月累计净开店293家，较上年同期(233家)开店提速。19Q1华住、锦江和首旅RevPar分别增长2.9%/1.2%/-0.5%，同店RevPar分别同比下降0.4%、4.2%和3.0%，增速较先前回落明显。

● 旅游行业观点：龙头公司稳定增长，看好国旅、宋城及酒店龙头

近期宏观经济数据整体偏弱，其中大消费行业在经济回落阶段相对更有韧性。从年报和1季报看，休闲服务行业维持稳健增长，19年Q1收入和净利润增速分别达到20.3%和18.4%。其中，龙头公司强者愈强，免税、演艺行业盈利稳定性相对较高，酒店受经济周期影响业绩承压，但是龙头积极扩张，行业格局持续向好，出境游和自然景区等子板行业表现基本平稳。后期，我们继续看好部分行业龙头，一方面由于部分龙头公司未来3-5年增长趋势稳定，另一方面经过4月下旬以来的调整板块整体估值也有回落。**重点看好：(1)高景气免税行业龙头：中国国旅(北京、上海市内店开业将带来公司新一轮增长，近两年公司也将进一步受益于离岛免税快速增长，以及毛利率稳步提升)；(2)成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺(六间房顺利出表，公司未来将聚焦景区主业，19年-20年张家界、西安、上海等项目将陆续落地，未来三年成长趋势稳定，目前估值优势明显)；(3)酒店行业龙头：锦江股份、首旅酒店。同时建议关注估值较低景区和出境游公司如：黄山旅游、中青旅、天目湖、众信旅游等。**

● 教育行业：职教利好政策不断，龙头公司建议关注

2019年以来A股和港股教育板块平均涨幅达到22%和23%，美股上涨4%。5月A股、港股和美股教育个股平均分别下跌2%、5%和13%。从政策上看，K12及学前教育阶段政策具有不确定性，但职业教育、高等教育等细分赛道支持力度仍较大。其中5月24日国务院办公厅印发《职业技能提升行动方案(2019—2021年)》，提出将职业技能培训作为保持就业稳定、缓解结构性就业矛盾的重要举措，作为经济转型升级与高质量发展的重要支撑，并大力推行终身职业技能培训制度，大规模开展面向职工、就业重点群体等的职业技能培训。我们认为在宏观经济不确定性的背景下，职业教育、高等教育等子行业龙头公司现金流好，增长较为确定，建议重点关注。

风险提示：1)宏观经济波动对旅游行业影响较大，经济下行或将影响行业整体需求。2)天气、突发事件等因素影响国内和出境旅游人数增长。3)教育行业受政策影响较大。

行业评级

买入

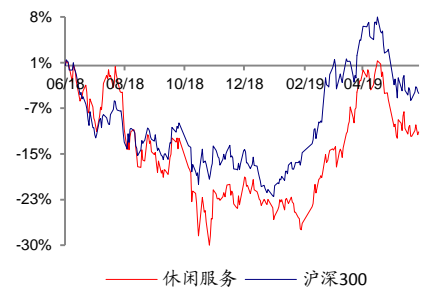
前次评级

买入

报告日期

2019-06-03

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

休闲服务行业：韩国免税崛起 2019-05-22

之道：市内店政策+零售业集中+亚洲消费力

休闲服务行业：免税增长驱动 2019-05-07

板块稳健成长，酒店、出境游景气回升可期

【广发社服】教育行业点评 2019-03-07

评：2019年政府工作报告，三点涉及教育行业

联系人：康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)	PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)			
			收盘价	报告日期			评级	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国国旅	601888.SH	CNY	77.39	2019/4/28	买入	78.0	2.36	2.57	32.79	30.11	19.45	15.71	22.1%	19.4%
宋城演艺	300144.SZ	CNY	21.40	2019/4/29	买入	28.7	0.89	1.08	24.04	19.81	24.71	18.68	14.3%	15.3%
锦江股份	600754.SH	CNY	24.70	2019/6/2	买入	32.7	1.21	1.36	20.39	18.19	12.01	9.77	8.9%	9.6%
首旅酒店	600258.SH	CNY	16.53	2019/4/29	买入	27.0	0.9	1.04	18.37	15.89	9.03	7.90	10.3%	11.3%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、旅游行业	5
1) 月度观点: 龙头公司稳定增长, 看好国旅、宋城及酒店龙头	5
2) 行情回顾: 5月板块基本跑平大盘, 人力资源、免税、景区等部分标的表现较好, 酒店表现较差	5
3) 行业数据: 免税维持高景气, 景区客流小幅回暖, 酒店业景气度低迷	7
免税行业: 营收快速增长, 维持较高景气, 4月三亚过夜游增长16%, 首都及上海机场国际客流平稳提升	7
景区: 4月各景区客流小幅增长, 预计迎来客流增长旺季	9
出境游: 出境游增速放缓, 主要受五一错位影响	11
酒店: 行业景气低迷, 龙头扩张提速	12
二、教育行业	15
1) 教育行业观点: 职教利好政策不断, 龙头公司建议关注	15
2) 行情回顾: 5月教育板块小幅下跌, 个股分化明显	16
风险提示	18

图表索引

图 1: 年初至今申万休闲服务指数下跌 14.7%，跑输大盘 1.5 个百分点.....	6
图 2: 5 月份休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 10 位.....	6
图 3: 5 月 31 日休闲服务市盈率下探至 30 倍左右.....	7
图 4: 休闲服务相较上证综指、沪深 300 市盈率表现.....	7
图 5: 2018 年离岛免税销售额 101 亿元，同比增长 26%.....	8
图 6: 北京首都机场国际客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴）.....	8
图 7: 上海机场国外及港澳地区客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴）.....	8
图 8: 2018 年中免集团实现营收 345 亿元，同比增长 119%，实现归母净利润 30.8 亿元，同比增长 23.5%.....	9
图 9: 18 年三亚免税店营收和归母净利润分别为 80.1 和 11.1 亿元，同比分别增长 31.7%和 21.4%.....	9
图 10: 18 年三亚免税店接待和购物人数分别为 597 和 170 万人次，同比分别增长 8.3%和 29.8%.....	9
图 11: 黄山景区客流（左轴：万人次）及同比增速（右轴）.....	10
图 12: 19 年 4 月三亚接待过夜游客 167 万人次，同比增长 11.2%.....	10
图 13: 民航国际航班客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴：%）.....	11
图 14: 锦江境内酒店出租率（左轴）及同比增速（右轴）.....	13
图 15: 锦江境内酒店平均房价（左轴：元/晚）及同比增速（右轴）.....	13
图 16: 锦江境内酒店 RevPar（左轴：元/晚）及同比增速（右轴）.....	13
图 17: 三大酒店集团出租率同比增速.....	14
图 18: 三大酒店集团平均房价同比增速.....	14
图 19: 三大酒店集团 RevPar 同比增速.....	14
图 20: 国内航线客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴：%）.....	15
表 1: 旅游行业重点公司涨跌幅及盈利预测.....	6
表 2: 锦江股份月度门店开店数据.....	13
表 3: 三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据（元/间）.....	15
表 4: A 股教育标的市场表现（5.1-5.31）（单位：亿元）.....	16
表 5: 港股教育标的市场表现（5.1-5.31）.....	17
表 6: 美股教育标的市场表现（5.1-5.31）.....	17

一、旅游行业

1) 月度观点：龙头公司稳定增长，看好国旅、宋城及酒店龙头

近期宏观经济数据整体偏弱，其中大消费行业在经济回落阶段相对更有韧性。从18年年报及19年1季报来看，休闲服务板块各细分领域龙头业绩整体符合预期，18年全年行业重点公司营业收入和扣非净利润同比增长23.0%和6.4%（其中免税和酒店表现较好，出境游和景区整体一般），19年Q1增速分别达到20.3%和18.4%，相比18年收入和利润仍维持较高增速。其中，龙头公司强者愈强，免税、演艺行业盈利稳定性相对较高，酒店受经济周期影响业绩承压，但是龙头积极扩张，行业格局持续向好，出境游和自然景区等子板行业表现基本平稳。

5月休闲服务板块表现优于大盘，但内部分化较为明显，免税、演艺、高星级酒店和人力资源标的表现相对较优，其他公司下跌幅度较大，部分公司的估值优势已经较为明显。后期，我们继续看好部分行业龙头，一方面由于部分龙头公司未来3-5年增长趋势稳定，另一方面经过4月下旬以来的调整板块整体估值也有回落。**重点看好：**（1）高景气免税行业龙头：中国国旅（北京、上海市内店开业将带来公司新一轮增长，近两年公司也将进一步受益于离岛免税快速增长，以及毛利率稳步提升）；（2）成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺（六间房顺利出表，公司未来将聚焦景区主业，19年-20年张家界、西安、上海等项目将陆续落地，未来三年成长趋势稳定，目前估值优势明显）；（3）酒店行业龙头：锦江股份、首旅酒店。同时建议关注估值较低景区和出境游公司如：黄山旅游、中青旅、天目湖、众信旅游等。

2) 行情回顾：5月板块基本跑平大盘，人力资源、免税、景区等部分标的表现较好，酒店表现较差

5月以来休闲服务板块下跌5.8%，在28个一级行业中排名第10位：2019年5月上证综指下跌5.8%，沪深300下跌7.2%，而休闲服务板块下跌5.8%，基本跑平上证综指、略跑赢沪深300，在28个申万一级行业中排名第10位。从指数看，本月休闲服务板块表现与上月基本一致（4排名第9位，略跑输大盘）。

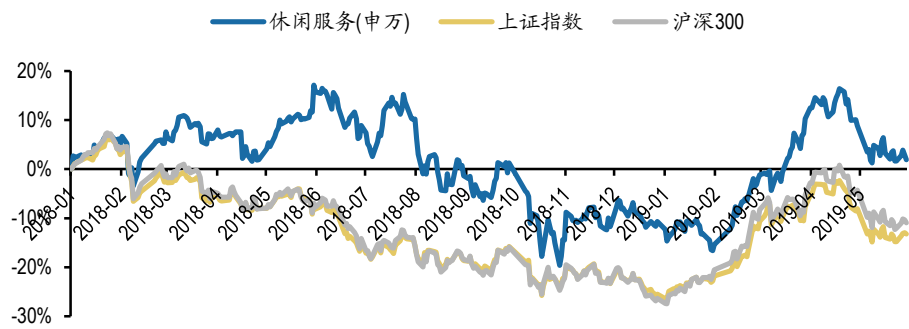
子板块方面，旅游综合板块表现坚挺，酒店板块跌幅最大：各子板块中酒店下跌幅度最大，综合板块表现最优，主要包括中国国旅、中青旅、出境游等公司，休闲服务的四个子板块涨跌幅排序分别为旅游综合（-3.6%）>景区（-7.6%）>餐饮（-9.6%）>酒店（-12.7%），其中酒店和餐饮子板块连续2月表现较差。

个股方面，科锐国际逆势上涨，国旅、宋城防御性较强，酒店龙头受景气下行影响

跌幅较大: 19年5月休闲服务板块涨幅较高的个股包括科锐国际/+1.2%，中国国旅/-0.1%，宋城演艺/-4.7%，此外金陵饭店、华天酒店、岭南控股跌幅也在5%以内，锦江股份和首旅酒店当月分别跌幅为8.4%和18.4%。

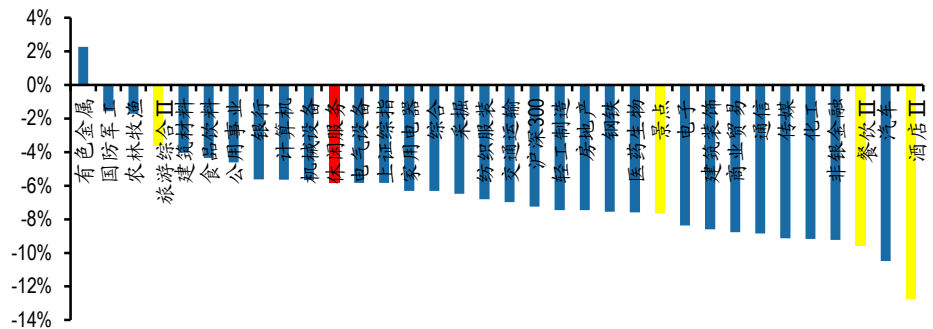
板块绝对估值进一步降低，处于近年来历史低位: 截至19年5月31日，休闲服务板块整体TTM市盈率为29.7倍，低于上月的35.4倍，并低于上年同期的40.5倍，14年至今休闲服务板块平均市盈率为50.0倍，相比历史水平板块绝对估值显著低于历史平均水平。从相对估值水平看，5月底休闲服务板块相对上证50和沪深300指数分别为2.3倍和2.5倍，处于历史低位。

图1: 年初至今申万休闲服务指数下跌14.7%，跑输大盘1.5个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 5月份休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第10位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表1: 旅游行业重点公司涨跌幅及盈利预测

行业	公司	代码	涨跌幅 (%)		EPS			PE		
			当月	年初至今	19E	20E	21E	19E	20E	21E
免税	中国国旅	601888.SH	-0.13	28.55	2.36	2.57	3.13	32.79	30.11	24.73
	宋城演艺	300144.SZ	-4.66	0.79	0.89	1.08	1.34	24.04	19.81	15.97
景区	中青旅	600138.SH	-11.68	-2.02	0.91	1.06	1.19	13.88	11.92	10.61
	黄山旅游	600054.SH	-11.02	-2.77	0.62	0.69	0.74	14.71	13.22	12.32
	峨眉山A	000888.SZ	-8.40	9.72	0.38	0.41	0.45	16.08	14.90	13.58

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	三特索道	002159.SZ	-17.66	-11.95	0.39	0.52	0.67	39.69	29.77	23.10
	天目湖	603136.SH	-6.44	8.44	0.99	1.11	1.23	21.68	19.36	17.53
	长白山	603099.SH	-10.20	5.46	0.30	0.36	0.46	30.73	25.61	20.04
酒店	锦江股份	600754.SH	-8.42	15.96	1.21	1.36	1.66	20.39	18.19	14.89
	首旅酒店	600258.SH	-18.37	3.57	0.90	1.04	1.27	18.37	15.89	13.02
出境游	凯撒旅游	000796.SZ	-9.62	14.61	0.33	0.38	0.42	23.06	20.03	18.12
	众信旅游	002707.SZ	-9.60	-6.17	0.30	0.35	0.42	19.77	16.94	14.12

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

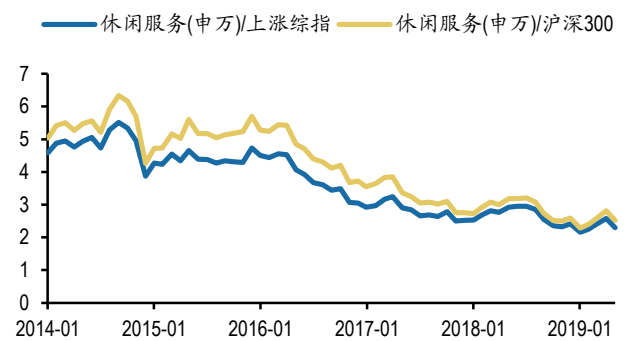
注：天目湖 19-21 年 EPS 和 PE 按除权后测算。

图3：5月31日休闲服务市盈率下探至30倍左右



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图4：休闲服务相较上证综指、沪深300市盈率表现



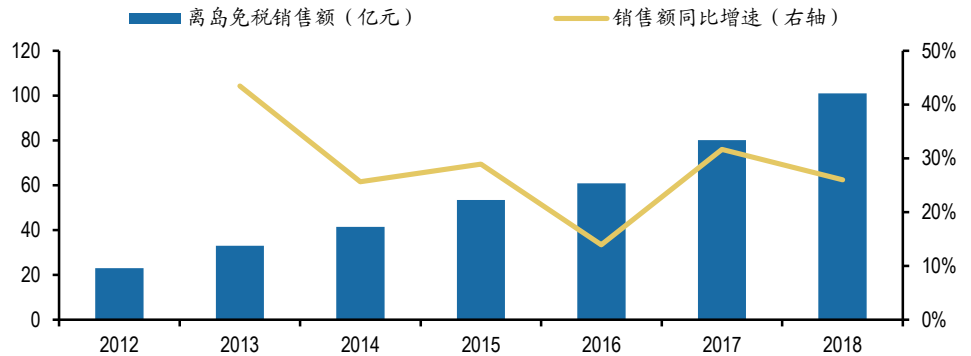
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

3) 行业数据：免税维持高景气，景区客流小幅回暖，酒店业景气度低迷

免税行业：营收快速增长，维持较高景气，4月三亚过夜游增长16%，首都及上海机场国际客流平稳提升

根据海口海关统计数据，2019年Q1海关共监管离岛免税店消费547.03万件、购物人数102.64万人次、购物金额42.4亿元，同比分别增长33.3%、20.36%和29.24%。2018年三亚和海口美兰机场两家免税店全年共销售免税商品1,325.3万件，销售金额101亿元人民币，接待购物游客约288万人次，同比分别增长26.2%、26%和20%。

图5: 2018年离岛免税销售额101亿元, 同比增长26%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

4月三亚旅游市场景气继续提升, 利好三亚海棠湾销售额提升。4月三亚过夜游客增速达到15.9%, 较1-3月单月增速显著提升, 1-4月三亚过夜游客累计增速达到15.4%, 相比18年全年的14.7%。根据海关数据, 五一假期期间, 三亚免税店进店总人数8.66万人次, 同比增长30.7%, 实现销售额1.18亿元, 同比增长40.0%。

北京机场国际客流在上年高基数基础上仍有稳定增长, 上海机场国际客流当月回落。北京机场4月国际航线客流为132万人次, 同比增长4.8%, 较1-3月增速大幅提升, 1-4月累计客运量为480万人次, 同比增长3.8%, 港澳台地区客流4月同比增长4.4%。上海机场4月国际及港澳地区客运量为322万人次, 同比增长1.3%, 1-4月累计客运量为1282万人次, 同比增长4.0%。

图6: 北京首都机场国际客运量(左轴: 万人次)及同比增长率(右轴)

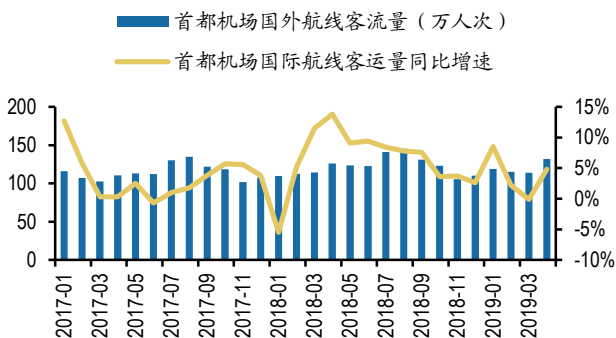
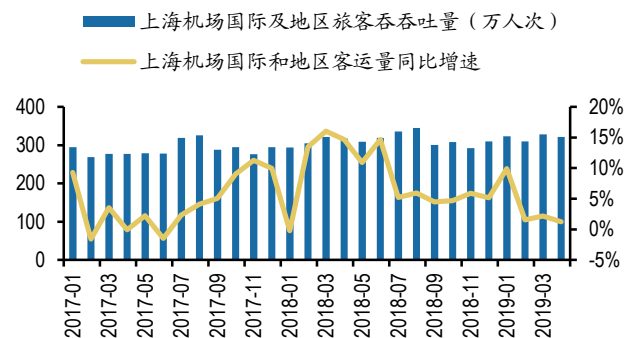


图7: 上海机场国外及港澳地区客运量(左轴: 万人次)及同比增长率(右轴)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

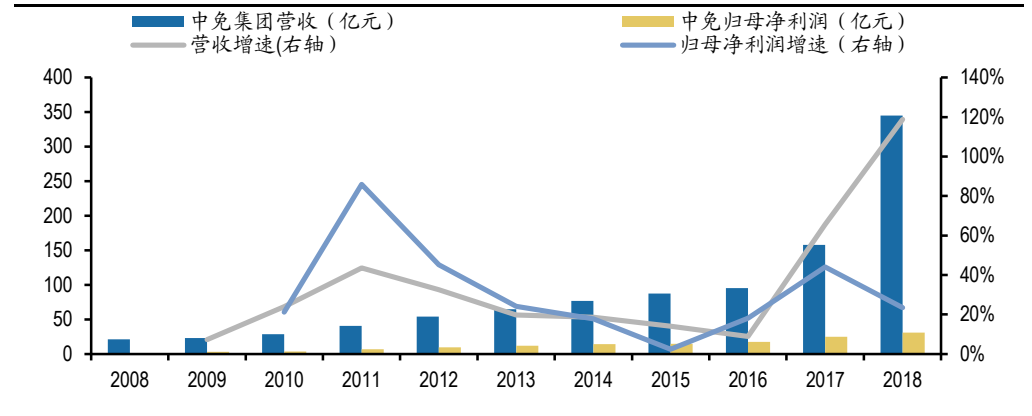
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

2018年中免集团实现营收345亿元, 同比增长119%, 实现归母净利润30.8亿元, 同比增长23.5%, 18年免税商品销售毛利率53.1%, 同比大幅提升7.4个百分点。18年公司三亚海棠湾免税购物中心实现营业收入和归母净利润分别为80.1亿元和11.1亿元, 同比分别增长31.7%和21.4%, 其中免税商品销售收入77.7亿元, 同比增长32.5%。18年三亚免税店接待顾客人数和购物人数分别为597和170万人次,

同比分别增长8.3%和29.8%，三亚免税客单价4712元/人，同比增长1.5%。

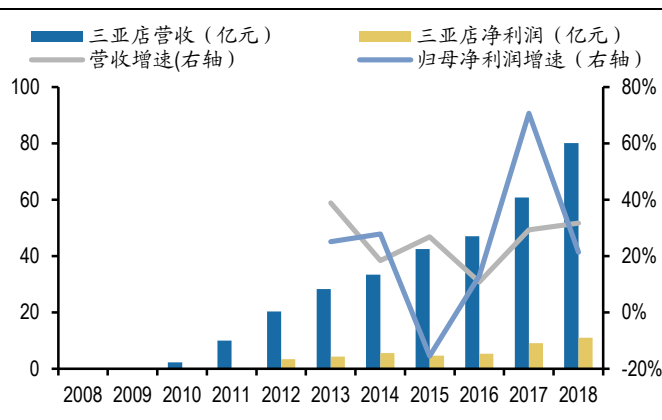
2019年1季度中国国旅实现营收和归母净利润分别为136.9和23.1亿元，同比分别增长54.7%和98.8%，其中处置国旅总社贡献投资收益约7亿元，Q1扣非净利润15.9亿元，同比增长37.4%，毛利率达到49.4%，同比提升10个百分点。

图8：2018年中免集团实现营收345亿元，同比增长119%，实现归母净利润30.8亿元，同比增长23.5%



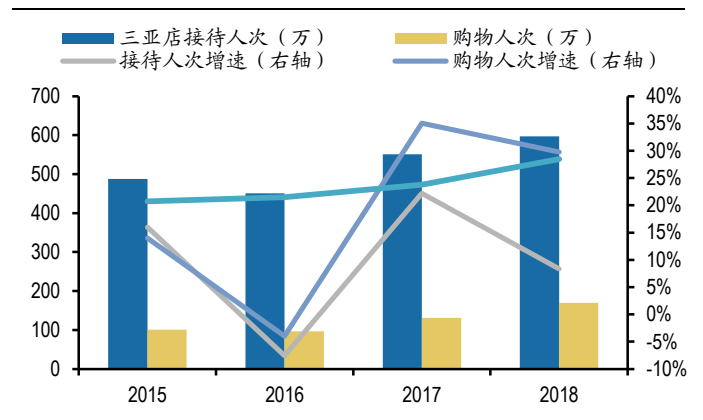
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图9：18年三亚免税店营收和归母净利润分别为80.1和11.1亿元，同比分别增长31.7%和21.4%



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图10：18年三亚免税店接待和购物人数分别为597和170万人次，同比分别增长8.3%和29.8%



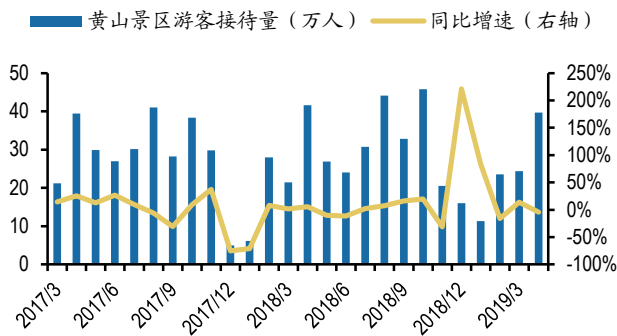
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

景区：4月各景区客流小幅增长，预计迎来客流增长旺季

19年4月存在五一假期错位因素，部分景区客流增速环比有所回落，整体上看19年景区客流增长好于18年。19年五一假期为5.1-5.4日，而18年五一假期为4.29-5.1日，五一假期存在错位造成19年4月景区客流环比增速有所下降，但是从1-3月客流数据看，大部分景区19年同比增速优于18年，去年以来各景区降价策略以及天气原因可能是客流好转的重要原因。

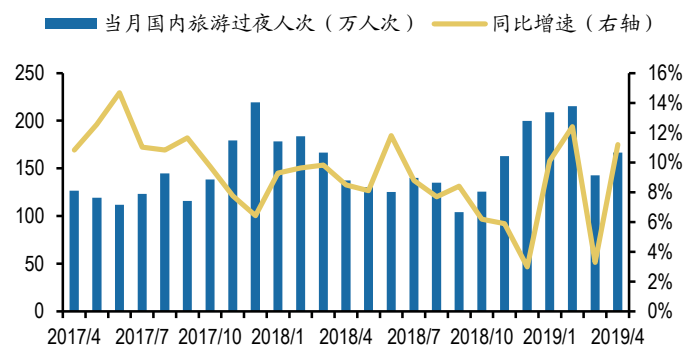
- **黄山景区**：2019年4月黄山景区接待游客数39.7万人次，单月同比下降4.5%，1-4月黄山景区接待游客数累计为98.9万，同比增长1.8%。
- **长白山**：长白山景区2019年4月份当月接待游客4.4万人次，同比上升5.1%。
- **丽江市**：2019年1-3月，丽江市共接待游客1232.5万人次，同比增长21.5%；旅游业总收入测算数为256.37亿元人民币，同比增长15.13%。
- **北京市**：2019年4月北京市接待游客3126.3万人次，同比上升1.6%，1-4月北京累计接待游客9262.4万人，同比上升6.6%。
- **海南省**：2019年4月海南省接待游客543.19万人次，同比增长5.34%，其中国内过夜游客478.15万人次，同比增长5.07%；实现旅游总收入67.99亿元，同比增长12.11%。1-4月海南省累计接待游客2784.84万人次，同比增长4.91%；1-4月接待国内过夜游客2151.35万人次，同比增长4.48%；1-4月累计旅游总收入364.44亿元，同比增长8.12%。
- **三亚市**：19年三亚旅游市场延续高景气度，4月三亚市接待过夜游客166.22万人次，同比增长15.9%，1-4月三亚市接待过夜游客793.91万人次，同比增长15.4%。

图11: 黄山景区客流 (左轴: 万人次) 及同比增速 (右轴)



数据来源: 黄山市旅游局, 广发证券发展研究中心

图12: 19年4月三亚接待过夜游客 167 万人次, 同比增长 11.2%



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 1: 2019 年 4 月重点景区客流增长情况统计

	4 月单月客流 (万人次)	单月客 流增速	1-4 月累计客流 (万人次)	累计客 流增速	相关上市公司
黄山景区	39.7	-4.54%	98.9	1.8 %	黄山旅游
长白山景区	4.4	5.12%	-	-	长白山
北京市	3126.3	1.6%	9262.4	6.60%	首旅酒店、锦江股份
海南省	543.19	5.34%	2784.84	4.91%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	166.22	15.9%	793.91	15.4%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、三特索道
丽江	-	-	1232.5 (1-3 月)	21.5%	丽江旅游、宋城演艺
张家界景区	435.35	-53.54	1347.01	12.51%	张家界

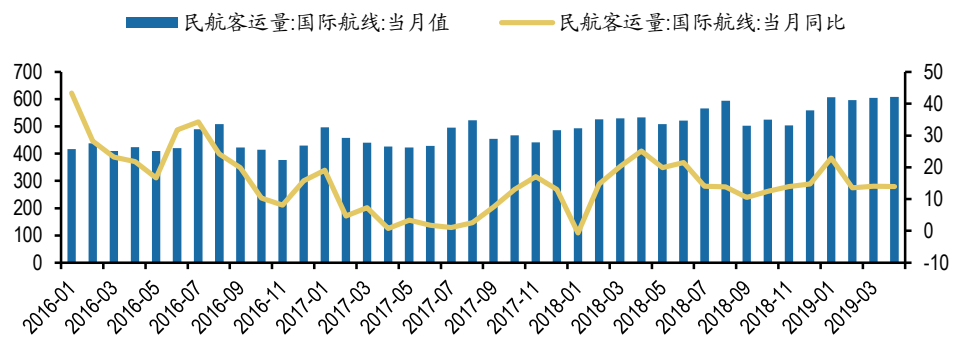
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

出境游：出境游增速放缓，主要受五一错位影响

国际航线：19年1-4月累计客流增速为16.0%，高于上年同期的14.3%

出境游市场保持较高景气度，五一假期小长假有望迎来客流小高峰。19年4月我国航空国际航线客运量608万人次，较上年同比增长13.9%，19年1-4月国际航线客运量2417.5万人次，同比增长16.0%，18年4月国际航线客流当月和累计客流增速分别为25.1%和14.3%。19年4月由于五一假期错位因素当月客流增速放缓，累计值1-4月整体客流增速高于18年同期，显现出市场依然具有较高的景气度，19年五一假期较往年延长，出境游市场有望迎来小高峰。

图13：民航国际航班客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴：%）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

短线游：日本4月客流下降，东南亚整体增长放缓，韩国市场强势复苏

◇ **日本**：2019年4月中国居民赴日73万人次，同比增长6%，19年1-4月累计接待中国游客290万人次，同比增长10%。18年全年中国赴日游客客流增长14%。

◇ **韩国**：2019年4月赴韩旅游中国游客41万人次，同比增长45%，19年1-4月内地游客赴韩国累计142万，同比增37%。韩国旅游市场17年受“萨德”时间影响，当年国内赴韩客流同比下降55%，18年4月韩国市场开始出现回暖迹象，19年韩国市场强势复苏。

东南亚：东南亚地区出境游市场增速放缓，泰国4月客流增速下滑9%、越南4月客流增速增长2%。

◇ **泰国**：19年4月内地游客赴泰国旅游90万人次，同比下滑9%，1-4月累计401万中国内地游客赴泰旅游，同比下降4%。

◇ **越南**：19年4月内地游客赴越南人次43万，同比增长2%，1-4月累计赴越南171万人次，同比增长4%。

◇ **新加坡**：19年4月内地游客赴新加坡人次30万，同比增长9%，1-4月新加坡累计

96万人次，同比增长3%。

中国港澳台地区：19年3月赴香港地区、澳门地区、台湾地区客流增速回升。

- ◇ **香港地区：**19年3月访香港地区内地游客448万人次，同比上升22%，1-3月内地游客赴香港地区累计达1458万，同比增长为20%。
- ◇ **澳门地区：**19年3月内地赴澳门地区游客234万人次，同比上升14%，19年1-3月内地游客赴澳门地区累计为979万，同比增长21%。
- ◇ **台湾地区：**19年3月内地游客赴台湾地区客27万人次，同比增长41%；1-3月内地游客赴台湾地区累计为79万，同比增长13%。

长线游：出境游主要长线目的地中，欧洲市场景气度相对较高，澳洲和北美3月客流大多下降。

- ◇ **澳大利亚：**19年3月内地赴澳大利亚游客12万人次，同比增长2%，1-3月内地累计赴澳47万人次，同比增长1%。
- ◇ **新西兰：**19年3月内地赴新西兰游客4万人次，同比下降5%，1-3月内地累计赴新14万人次，同比下降9%。
- ◇ **奥地利：**19年3月内地赴奥地利游客8万人次，同比增长5%，1-3月内地累计赴奥23万人次，同比增长8%。
- ◇ **丹麦：**19年3月内地赴丹麦游客1万人次，同比增长16%，1-3月内地累计赴丹麦3万人次，同比增长21%。
- ◇ **加拿大：**19年3月内地赴加拿大游客3万人次，同比下降2%，1-3月内地累计赴加13万人次，与上年持平。
- ◇ **墨西哥：**19年3月内地赴墨西哥游客2.2万人次，同比下降7%，1-3月内地累计赴墨5万人次，同比下降5%。

酒店：行业景气低迷，龙头扩张提速

1、锦江有限服务酒店经营数据：4月境内 RevPar 同比下降 4.67%

国内酒店业处于景气底部，锦江境内酒店4月 RevPar 跌幅扩大。4月锦江境内酒店出租率下跌 5.97pct，跌幅较前两月（2月、3月跌幅为 0.37、5.17pct）扩大，平均房价同比增长 2.75%，较前两月（2月、3月涨幅为 8.7%、6.1%）有明显放缓，主要系出租率跌幅拖累所致。RevPar 整体下跌 4.7%，跌幅较 3 月跌幅扩大。境外卢浮酒店经营回升。4月锦江境外酒店 RevPar 同比增长 5.36%，其中出租率提升 2.86pct，平均房价增长 0.95%。

图14: 锦江境内酒店出租率 (左轴) 及同比增速 (右轴)

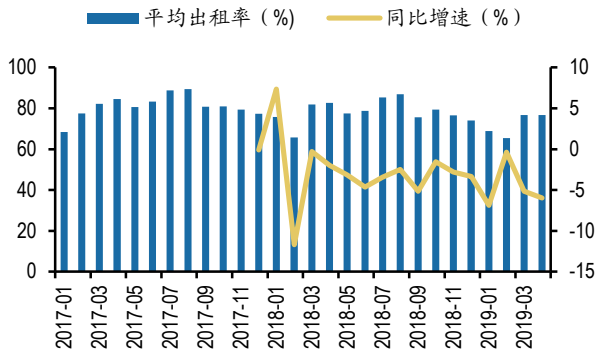
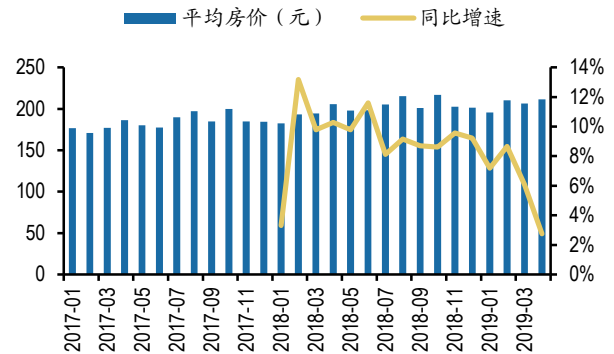


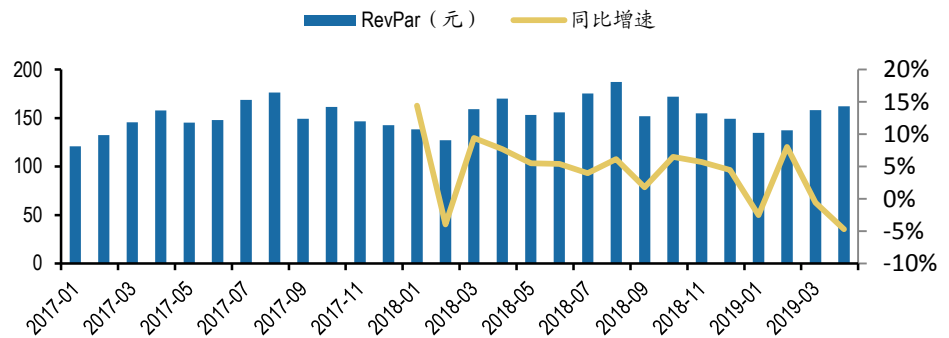
图15: 锦江境内酒店平均房价 (左轴: 元/晚) 及同比增速 (右轴)



数据来源: 公司月度经营数据, 广发证券发展研究中心

数据来源: 公司月度经营数据, 广发证券发展研究中心

图16: 锦江境内酒店RevPar (左轴: 元/晚) 及同比增速 (右轴)



数据来源: 公司月度经营数据, 广发证券发展研究中心

锦江门店扩张速度维持高速, 中高端酒店开店提速明显。4月公司净开店85家, 中高端酒店净开业100家, 经济型酒店减少15家; 19年1-4月累计净开店293家, 较上年同期累计开店数(233家)有所提速, 其中19年1-4月中高端酒店累计净开店304家, 较上年同期的208家有明显的提速趋势。截至19年4月底, 公司中高端酒店达到2767家, 占比35.9%。

表2: 锦江股份月度门店开店数据

	2018-01	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04
合计门店数	6719	6807	6858	6927	6982	7035	7068	7120	7193	7229	7317	7443	7510	7559	7631	7716
净开店数	25	88	51	69	55	53	33	52	73	36	88	126	67	49	92	85
中高端门店数	1690	1760	1808	1872	1925	1985	2052	2121	2193	2248	2354	2463	2545	2586	2667	2767
净开店数	26	70	48	64	53	60	67	69	72	55	106	109	82	41	81	100
经济型门店数	5029	5047	5050	5055	5057	5050	5016	4999	5000	4981	4963	4980	4965	4973	4964	4949
净开店数	-1	18	3	5	2	-7	-34	-17	1	-19	-18	17	-15	8	-9	-15
中高端占比	25%	26%	26%	27%	28%	28%	29%	30%	31%	31%	32%	33%	34%	34%	35%	36%

数据来源: 公司月度经营数据, 广发证券发展研究中心

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

2、三大酒店集团一季度数据：三大集团出租率均下行，RevPar 增速回落

三大酒店集团19Q1出租率下行，平均房价结构性上升，华住和锦江RevPar小幅上升。在行业景气趋弱的背景下，三大酒店集团华住、锦江（境内）和如家出租率全部下行，Q1出租率分别下降3.7、4.3和2.5pct；平均房价方面，得益于中高端酒店占比提升，三大酒店集团的平均房价均有提升，华住、锦江（境内）和如家平均房价同比分别增长6.7%、7.3%和2.7%；RevPar方面，华住和锦江由于平均房价提升较大，RevPar保持正增长，Q1分别提升2.9%和1.2%，如家RevPar同比略下降0.5%。

图17：三大酒店集团出租率同比增速

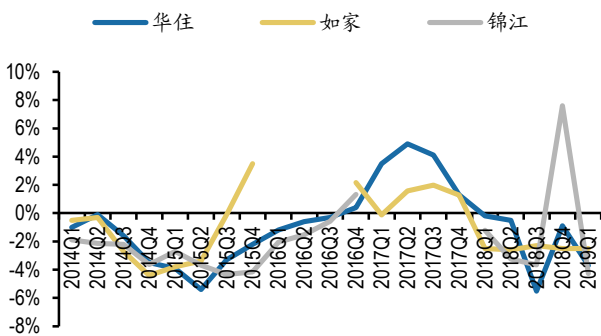
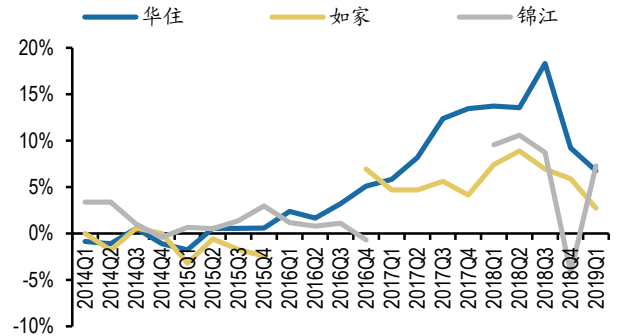


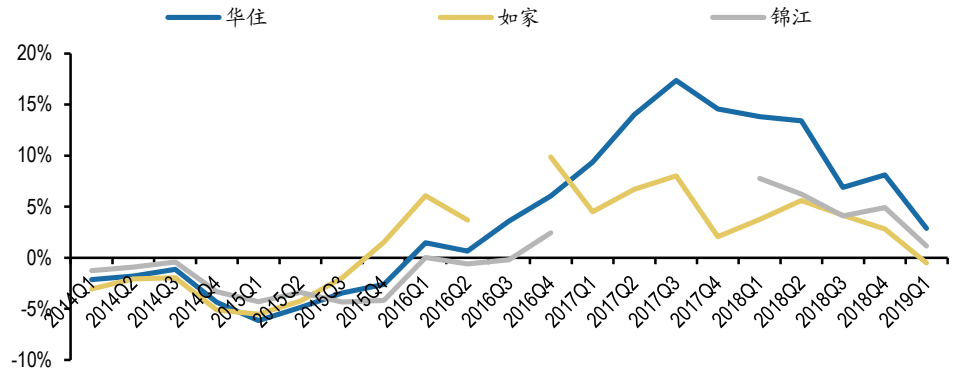
图18：三大酒店集团平均房价同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图19：三大酒店集团RevPar同比增速



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

同店Revpar增速方面，华住、锦江和如家一季度成熟酒店RevPar分别同比下降0.4%、4.2%和3.0%。华住19Q1整体同店RevPar下降0.4%，其中经济型和中高端同店分别增长0.1%和下降1.1%；锦江19Q1整体同店RevPar下降4.2%，其中中高端同店下降1.2%，经济型酒店下降6.9%；如家19Q1整体同店RevPar下降3.0%，其中中高端同店下降6.8%，经济型同店同比下降2.4%。

表3: 三大酒店集团满18个月成熟酒店RevPAR数据(元/间)

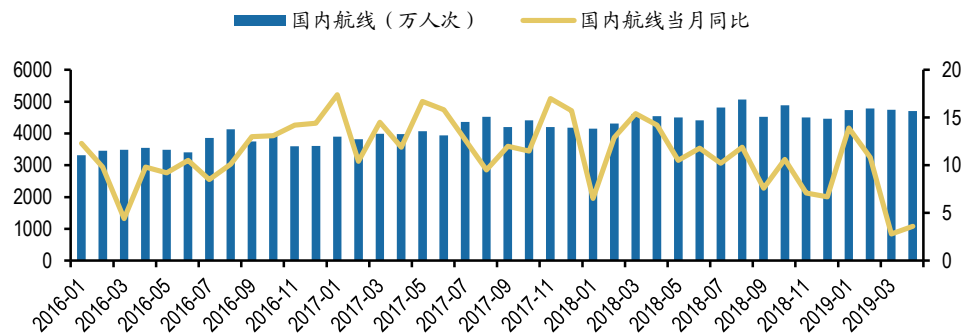
	华住			锦江			如家		
	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy	2018Q1	2019Q1	yoy
整体同店	176	176	-0.40%	144.85	138.74	-4.20%	139	135	-3.00%
经济型	152	152	0.10%	114.95	106.98	-6.90%	130	127	-2.40%
直营	161	167	4.00%	116.1	107.21	-7.70%	116	115	-0.60%
加盟	149	148	-1.10%	114.63	106.91	-6.70%	136	132	-3.00%
中高端	240	237	-1.10%	210.57	208	-1.20%	233	217	-6.80%
直营	295	287	-2.80%	241.6	236.57	-2.10%	240	224	-6.60%
加盟	216	216	-0.10%	206.63	204.43	-1.10%	227	211	-6.90%

数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

3、国内航线: 4月国内航线客运量同比增速3.6%，累计客流同比增速8.3%

从历史数据看，国内航线客运量增速和酒店出租率有较高的同步性，19年3、4月国内航线客运量为4746、4704万人次，同比增速分别为2.8%、3.6%，1-4月累计客运量为1.90亿人次，同比增长7.64%。2019年国内航线客流增速大幅回落，一方面受宏观经济回落影响，另一方面也与去年的高基数有关。

图20: 国内航线客运量(左轴: 万人次)及同比增速(右轴: %)



数据来源: 中国民航局, 广发证券发展研究中心

二、教育行业

1) 教育行业观点: 职教利好政策不断, 龙头公司建议关注

由于受政策压制，2018年国内教育公司股价普遍受到压制。2019年以来A股和港股教育板块平均涨幅达到22%和23%，美股上涨4%。从政策上看，K12及学前教育阶段政策具有不确定性，但职业教育、高等教育等细分赛道支持力度仍较大。其中5月24日国务院办公厅印发《职业技能提升行动方案（2019—2021年）》，提出将职业技能培训作为保持就业稳定、缓解结构性就业矛盾的重要举措，作为经济转型升级与高质量发展的重要支撑，并大力推行终身职业技能培训制度，大规模开展面向职工、就业重点群体等的职业技能培训。我们认为在宏观经济不确定性较高的背景下，职业教育、高等教育等子行业受政策干扰也较小，龙头公司现金流好，增长较为确定，建议重点关注。

2) 行情回顾：5月教育板块小幅下跌，个股分化明显

5月以来，A股教育板块平均下跌1.6%：我们重点关注的12家A股教育上市公司股价平均下跌1.6%，涨幅前三名为昂立教育（+5.14%）、科斯伍德（+4.44%）、勤上股份（3.89%）；跌幅前三为开元股份（-15.90%）、凯文教育（-6.19%）、威创股份（-4.66%）。截至5月31日，A股重点教育平均PE（TTM）为87.6倍。

港股教育公司平均下跌5.4%：港股教育板块平均下跌6.0%，涨幅前三名为成实外教育（+20.11%）、天立教育（1.49%）、中教控股（-0.21%）；跌幅前三为新高教育集团（-14.29%）、枫叶教育（-13.52%）、民生教育（-13.26%）。截至5月31日，港股教育公司平均PE（TTM）为61.6倍。

美股教育公司平均下跌12.9%：美股教育公司平均下跌14%，涨幅前三名为无忧英语（+1.83%）、海亮教育（-6.93%）、精锐教育（-7.05%）；跌幅前三名为达内科技（-37.01%）、朴新教育（-26.27%）、博实乐（-20.71%）。截至5月31日，美股教育公司剔除异常值后平均PE（TTM）为17.0倍。

表4：A股教育标的市场表现（5.1-5.31）（单位：亿元）

公司 名称	公司 代码	5月 (%)	19年以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	19Q1 收入	增速 (%)	19Q1 净利	增速 (%)
中公教育	002607.SZ	0.4%	80.7%	748.1	45.0	59.9	13.12	61.9%	1.06	934.7%
东方时尚	603377.SH	-1.8%	15.1%	98.8	41.0	41.4	2.01	-5.7%	0.29	108.3%
美吉姆	002621.SZ	0.0%	26.8%	74.7	45.9	159.8	1.24	218%	0.17	875.3%
昂立教育	600661.SH	5.1%	9.9%	61.6	33.4	-23.9	5.44	21.5%	0.28	53.2%
威创股份	002308.SZ	-4.7%	14.8%	46.5	23.7	33.9	2.17	0.6%	0.10	-68.3%
勤上股份	002638.SZ	3.9%	14.4%	44.6	-	-3.4	2.76	-13.0%	0.03	-95.1%
凯文教育	002659.SZ	-6.2%	-9.7%	37.8	143.0	-42.6	0.80	98.8%	-0.21	-30.7%
中国高科	600730.SH	2.1%	29.9%	37.2	-	496.2	0.32	8.1%	0.11	112.5%
开元股份	300338.SZ	-15.9%	50.1%	35.8	19.0	34.4	3.56	50.9%	0.22	32.3%
世纪鼎利	300050.SZ	-4.4%	0.5%	34.0	-	56.9	2.39	19.8%	0.15	25.9%

科斯伍德	300192.SZ	4.4%	10.3%	23.4	25.0	70.5	2.17	-8.2%	0.17	44.3%
紫光学大	000526.SZ	-2.7%	19.4%	21.0	-	168.0	7.59	5.0%	0.03	-16.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 东方时尚 19 年预测来自广发证券预测, 其他公司 19 年预测来自 wind 一致预期

表5: 港股教育标的市场表现 (5.1-5.31)

公司名 称	公司代 码	5月 (%)	19 以来 (%)	市值 (亿 元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	2018 收 入 亿 RMB	2018 净 利润亿 RMB	增速(%)	2018 净 利润亿 RMB	增速(%)
中教控股 集团	00839.HK	-0.2%	27.0%	214.5	27.7	39.4	9.81	132.90%	3	49.50%	
成实外教 育	01565.HK	20.1%	6.1%	113.5	-	31.7	11.74	22.60%	3.56	16.30%	
宇华教育	06169.HK	-6.9%	4.4%	92.4	13.2	13.6	11.98	41.20%	5.31	69.20%	
枫叶教育	01317.HK	-13.5%	-7.7%	82.2	12.5	13.5	13.61	23.80%	5.43	32.20%	
新东方在 线	01797.HK	-11.6%	-4.5%	80.2	-	492.9	4.78	45.40%	0.49	-48.30%	
睿见教育	06068.HK	-10.0%	46.9%	73.6	18.1	19.9	12.6	27.30%	3.1	55.00%	
希望教育	01765.HK	-10.3%	25.6%	61.5	14.3	36.5	11.01	36.80%	1.68	-20.70%	
中国科培	01890.HK	-8.9%	35.5%	59.8	14.9	17.4	5.92	26.40%	3.42	48.10%	
民生教育	01569.HK	-13.3%	19.9%	55.5	12.5	16.6	6.87	30.40%	3.33	28.00%	
天立教育	01773.HK	1.5%	108.0%	52.9	19.8	27.1	6.44	36.90%	1.95	48.40%	
新高教集 团	02001.HK	-14.3%	-12.3%	40.6	11.2	16.7	7.07	35.50%	2.43	3.90%	
新华教育	02779.HK	-4.9%	31.1%	35.8	12.1	13.9	4.4	14.30%	2.56	48.90%	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 中教控股和新东方在线 2018 年财报未披露, 营业收入和净利润暂取 2018 年中报。

19 年预测来自 wind 一致预期

表6: 美股教育标的市场表现 (5.1-5.31)

公司名 称	公司代 码	5月 (%)	19 以来 (%)	市值 (亿 元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	2018 收 入 亿 RMB	2018 净 利润 亿 RMB	增速 (%)	2018 净 利润 亿 RMB	增速 (%)
好未来	TAL.N	-11%	29%	1403.6	48.6	55.4	171.47	64.40%	12.56	56.30%	
新东方	EDU.N	-10%	56%	935.5	29.5	52.2	156.99	36.00%	18.99	0.80%	
海亮教育	HLG.O	-7%	7%	95.5	27.6	35.9	11.69	37.00%	2.23	32.70%	
精锐教育	ONE.N	-7%	3%	90.4	21.5	-11.3	28.63	39.10%	2.46	-5.00%	
博实乐教 育	BEDU.N	-21%	4%	84.4	25.3	27.3	17.19	27.70%	1.72	-57.3%	

瑞思学科 英语	REDU.O	-12%	15%	36.0	15.4	24.5	12.72	36.30%	-0.48	-
朴新教育	NEW.N	-26%	3%	34.7	-	-4.7	22.28	192.00%	-3.97	-
尚德机构	STG.N	-10%	-12%	31.7	-	-3.9	19.74	131.60%	-9.19	-
正保远程 教育	DL.N	-10%	-13%	13.4	-	15.2	11.47	11.40%	0.99	-44%
红黄蓝	RYB.N	-15%	13%	13.3	-	-136.4	10.74	29.80%	0.46	3.00%
达内科技	TEDU.O	-37%	-49%	11.7	-	-2.0	22.39	25.00%	1.85	-24%
51talk	COE.N	2%	-15%	8.6	-	-2.1	11.46	35.10%	-4.17	-

数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

注：19年预测来自wind一致预期

风险提示

- 1、宏观经济波动对旅游行业影响较大，经济下行影响行业整体需求。
- 2、天气、突发事件等因素影响国内和出境旅游人数增长
- 3、教育行业受政策面影响较大。

广发社会服务行业研究小组

- 沈涛：首席分析师，对外经济贸易大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 安鹏：首席分析师，上海交通大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 张雨露：分析师，美国杜兰大学金融学硕士，2016-2017年社会服务行业新财富入围。
- 康凯：分析师，北京大学理学硕士，2017年社会服务行业新财富入围。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。