

休闲服务行业中期策略报告

免税景气估值向上，酒店、演艺龙头价值凸显

● 行业回顾：景气板块龙头持续稳健成长，估值出现分化

19年以来休闲服务板块上涨22.2%，小幅跑赢大盘，权重个股中国国旅大幅上涨驱动板块上涨。Q1板块收入和盈利维持稳健增长，全行业中休闲服务板块扣非盈利增速仅次于非银和建材板块。Q1板块营收、归母净利和扣非净利同比分别增长25%、81%和43%。主要由于中国国旅营收和扣非归母净利分别增长55%和37%，此外宋城、锦江、首旅、青旅等酒店和景区龙头也维持15%的业绩增速。估值方面细分板块间出现分化，免税龙头估值持续提升，酒店板块接近历史底部，演艺龙头估值也位于历史中枢以下。

● 免税：离岛免税持续增长，市内免税多店齐开，期待市内免税政策

1) 离岛免税：2019年1-4月离岛免税销售额累计增长24%，购物人次累计同比增长17%，客单价有所提升。三亚店增长构成公司业绩稳健增长的核心驱动力。随着6月海口免税店二期开业，下半年海免有望并表带来一定增量，离岛免税政策效应逐步释放。**2) 市内免税：**5月以来中免公司密集开业多家市内免税店，未来北京、上海市内店将成为公司增长的重要来源。参照韩国免税市场，2018年免税规模约1183亿元人民币，其中中国消费者赴韩免税购物约855亿元人民币，随着市内免税政策放开，预计五年内北京和上海市内店规模有望达到80-100亿元，利润率有望达到15-25%。**3) 机场免税：**18年上海和首都机场收入分别达到104.5和73.9亿元，日上上海和日上中国贡献净利润4.7和1.8亿元，利润贡献占比不高，但收入占中免集团超过50%。18年规模提升后公司免税毛利率同比提升7.4pct至53.1%，预计随着日上中免渠道整合，毛利率或持续提升。

● 酒店板块：行业景气回暖可期，龙头成长空间较大

1) 行业景气下行，下半年有望改善：18年5月以后受基数提高以及宏观经济回落影响，酒店行业景气下行，出租率整体下滑，平均房价在产品结构升级推动下维持较强韧性。19年以来行业经营数据延续下滑，预期下半年有望边际改善。**2) 龙头成长可期：**从供给来看，目前中高端市场连锁化率仍较低，19酒店龙头维持较高的开店速度，相比前几年新开店对公司利润增长的弹性加大，我们测算Revpar波动1%业绩影响平均约6%，而新开100家加盟店净利润增长也达到3%。近几年行业供给增速回落，龙头具备品牌、渠道和资金优势，有望维持较高的中高端酒店新开店规模，增长相对确定。**3) 估值：**参照海外酒店公司，美国市场EV/EBITDA过去15年平均达15倍，A股酒店龙头估值处于历史底部，具有较高中长期配置价值。

● 旅游：演艺龙头扩张成长可期，自然景区估值承压，出境游静待回暖
演艺龙头宋城演艺增长稳健，未来延续异地复制扩张路径成长空间较大，目前估值也处于历史中枢以下，配置价值逐渐凸显；其他休闲自然景区在降价和客流瓶颈制约下估值也处于历史底部，经营压力仍在传导释放。出境游组团社行业在客源下沉分散化、OTA强势扩张的行业现状中在扩张和盈利方面均有承压，但未来行业增速回暖、汇率波动或带来短期估值提升催化。

● 观点：免税、酒店、演艺龙头增长稳健，优质赛道龙头成长可期

1) 旅游板块观点：大消费行业在经济回落阶段相对更有韧性，休闲服务行业维持稳健增长，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块表现基本平稳。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，另一方面部分板块估值已经处于历史较低位置，龙头配置价值渐显。重点看好：**(1) 高景气免税行业龙头：中国国旅**（北京、上海市内店打开新增长空间，离岛免税快速增长，毛利率稳步提升）；**(2) 成长潜力较高的低估值演艺龙头：宋城演艺**（六间房顺利出表，聚焦景区主业，19-20年多个项目落地，估值具备优势）；**(3) 酒店行业龙头：华住**（经营效率领先，估值相比前期大幅下降）；**锦江股份**（中高端酒店拓店较快，加速整合行业并占据优质物业，整合效应逐步释放）、**首旅酒店**（直营店持续改造升级，中高端占比提升空间较大）。同时建议关注估值较低景区和出境游公司**中青旅、黄山旅游、众信旅游**等。

2) 教育板块观点：K12学校、K12培训、学前教育等受民促法送审稿公布影响，政策方面不确定性较大。职业教育、高教等细分赛道有望受益于政策红利。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较小，龙头公司现金流好，成长可期，建议重点关注。

● 风险提示：宏观经济下行、天气、突发事件等因素影响出行需求；免税政策突破不及预期；景区拓展不及预期；民促法终稿落地低于预期。

行业评级

买入

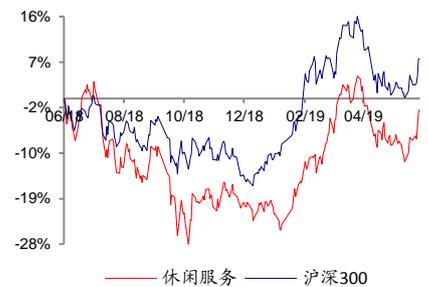
前次评级

买入

报告日期

2019-06-24

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执业证号：S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执业证号：S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

分析师：

张雨露



SAC 执业证号：S0260518110003



SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

相关研究：

联系人：

康凯 010-5913-6630

kangkai@gf.com.cn

联系人：

徐哲琪 021-60750610

xuzheqi@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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国国旅	601888.SH	CNY	85.04	2019/4/28	买入	78.0	2.36	2.57	36.0	33.1	21.4	17.2	22.1	19.4
华住	HTHT.O	USD	35.19	2019/4/24	增持	48.4	1.21	1.56	33.9	26.3	18.8	15.4	22.6	22.7
锦江股份	600754.SH	CNY	24.80	2019/6/2	买入	32.7	1.21	1.36	20.5	18.2	12.1	9.8	8.9	9.6
宋城演艺	300144.SZ	CNY	22.26	2019/4/30	买入	28.7	0.89	1.08	25.0	20.6	25.2	18.8	14.3	15.3
首旅酒店	600258.SH	CNY	17.81	2019/4/30	买入	27.0	0.90	1.04	19.8	17.1	8.8	7.7	10.3	11.3
众信旅游	002707.SZ	CNY	6.24	2019/4/24	增持	7.5	0.30	0.35	20.8	17.8	19.1	15.7	10.6	11.0
中青旅	600138.SH	CNY	13.09	2019/4/29	买入	18.2	0.91	1.06	14.4	12.3	6.2	5.4	9.7	10.1
黄山旅游	600054.SH	CNY	9.57	2019/4/30	增持	12.0	0.62	0.69	15.4	13.9	8.7	7.3	10.8	11.2
峨眉山A	000888.SZ	CNY	6.21	2019/4/2	增持	8.4	0.38	0.41	16.3	15.1	9.4	7.8	7.8	7.8

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

行业回顾：景气板块龙头持续成长，估值出现分化.....	7
行情：年初以来休闲服务板块表现跑赢大盘，权重个股驱动板块上涨.....	7
盈利：免税、酒店、景区龙头业绩增长稳健，行业中长期成长可期.....	7
估值：估值分化，免税龙头估值持续提升，酒店、演艺龙头价值渐显.....	10
免税：离岛免税持续快速增长，市内免税多店齐开，机场免税持续渗透.....	11
离岛免税：2019年前4月销售额累计增长24%，客单价有所提升.....	11
市内免税：多家市内免税店恢复运营，针对中国居民市内免税购物政策值得期待..	13
机场免税：上海、北京机场免税维持景气增长，渗透率持续提升.....	16
免税行业：离岛免税、机场免税持续增长，市内店打开成长空间，看好行业高景气17	
酒店：行业景气回暖可期，龙头成长稳健.....	17
经营数据：19年上半年酒店景气承压，预期下半年有望边际改善.....	17
行业供给：近几年中高端增速最高，集中度仍有提升空间.....	21
龙头公司：加盟店利润占比提升，快速开店提升公司盈利.....	24
估值：A股酒店龙头目前估值处于历史底部，具有较高的中长线配置价值.....	30
景区：演艺龙头扩张可期，自然景区估值承压.....	32
盈利：营收增长有所放缓，降价压力和客流瓶颈成为制约估值主要因素.....	32
经营：单体自然景区客流难有明显增长，异地复制延续演艺龙头扩容之道.....	34
降价：前一轮门票降价传导经营压力初现，上市景区仍需消化化解.....	36
出境游：下半年行业或有回暖，区域枢纽机场扩容渠道继续下沉、OTA份额持续提升..	37
2018下半年行业增速明显放缓，19下半年低基数下行业增速或有回升.....	37
区域枢纽机场国际客流量增速高于北上机场，地方机场扩容驱动出境游服务环节渠道继续下沉.....	39
传统线下组团旅行社经营或有承压，OTA份额持续提升.....	41
教育：职教、高教受益于政策，K12龙头快速增长.....	44
上半年回顾：A股表现分化，港股美股表现较好，龙头优势明显.....	44
观点：职教高教受益于政策，K12有望平稳增长.....	45
分行业：职业教育受益政策，高教稳健增长，K12龙头发展前景向好.....	47
行业观点：免税、酒店、演艺龙头增长稳健，优质赛道龙头成长可期.....	54
风险提示.....	54

图表索引

图 1: 2019 年以来休闲服务板块上涨 22.2%，跑赢上证综指 1.8 个百分点	7
图 2: 2019 年以来休闲服务板块涨幅位列申万 28 个子行业第 11 位	7
图 3: 2019 年以来休闲服务板块净利润增速回升明显	8
图 4: 2019 年 Q1 休闲服务板块整体净利润增速相对较高	8
图 5: 免税和酒店龙头净利润增长稳健，出境游、自然景区业绩有所承压	9
图 6: 截止 6 月 21 日，休闲服务板块 P/E (TTM) 估值 32 倍，较 18 年底有所回升	10
图 7: 申万休闲服务板块 P/E (TTM) 相对上证综指估值仍处于历史均值以下 ...	10
图 8: 细分板块估值分化加剧，酒店和自然景区板块估值处于历史底部	11
图 9: 2019 年 1-4 月海南离岛免税销售额累计同比增长 23.8%，19Q1 增长 29.2%	12
图 10: 2018 年三亚免税店营收达到 80.1 亿元，2012-18 年复合增速高达 25.6%	12
图 11: 三亚市接待过夜游客人数保持稳健增长	12
图 12: 三亚市旅游收入持续快速增长	13
图 13: 2019 年 1-5 月上海机场国际和地区旅客吞吐量累计同比增长 4.1%	16
图 14: 2019 年 1-4 月首都机场国外航线客流量累计同比增长 3.8%	16
图 15: STR 全国酒店经营指标同比增速情况	18
图 16: 中国内地酒店经营指标同比增速情况 (单位: %)	18
图 17: 民航国内客运量单月和累计同比增速	18
图 18: 三大酒店集团 RevPar 同比增速	20
图 19: 住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比增速 (%)	21
图 20: 不同客房规模酒店家数 (万家)	21
图 21: 2017 年底不同客房规模酒店家数占比	21
图 22: 分档次客房规模及增速 (万间)	22
图 23: 18 年全国客房供给结构	22
图 24: 18 年全国客房需求结构	22
图 25: 中资及外资 30 强酒店品牌客房规模	23
图 26: 中资及外资 30 强酒店品牌中高端客房规模	23
图 27: 中资及外资 30 强酒店品牌客房规模增速	23
图 28: 中资及外资 30 强酒店品牌中高端客房占比	23
图 29: 2019 年 10 大酒店集团市场占有率	23
图 30: 2019 年 10 大酒店品牌市场占有率	23
图 31: 华住直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)	25
图 32: 锦江直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)	25
图 33: 如家直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)	25
图 34: 首旅酒店直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)	25
图 35: 华住直营和加盟模式门店数量增长趋势对比	26
图 36: 锦江直营和加盟模式门店数量增长趋势对比	27
图 37: 如家直营和加盟模式门店数量增长趋势对比	29

图 38: 主要酒店集团市值增速与盈利增速	31
图 39: 主要酒店集团 EV 增速与 EBITDA 增速	31
图 40: 酒店估值与 RevPAR 增速对应关系	31
图 41: 酒店估值与业绩增速对应关系	31
图 42: 锦江股份和首旅酒店历史市盈率 (TTM)	31
图 43: 近年来主要上市景区公司营业收入增速放缓, 基本平稳增长	33
图 44: 近年来演艺龙头成长稳健, 景区公司净利润增速放缓, 业绩有所承压	33
图 45: 近年来主要上市景区公司毛利率基本保持平稳	33
图 46: 近年来主要上市景区公司净利率	34
图 47: 2010-2018 年出境游 (不含港澳台) 行业复合增速达 17.2%	38
图 48: 2010 年以来民航国际线吞吐复合增速达 13.9%	38
图 49: 2018 年下半年国际订座量增速放缓至 10% 左右	38
图 50: 北京、上海跟团出境游渗透率分别为 24、19%, 二线城市渗透率约 6%	39
图 51: 19 年 1 季度北京市跟团出境人次同比下降 19.8%	39
图 52: 19 年 1-4 月上海市跟团出境人次同比下降 18.8%	39
图 53: 19 年 1-4 月重庆市跟团出境人次出现下降	40
图 54: 19 年 1-5 月浙江省跟团出境人次增长 10.4%	40
图 55: 2018 年深圳机场国际旅客吞吐量大幅增长	40
图 56: 杭州萧山机场国际航线数量持续增加	40
图 57: 近年来多个区域枢纽机场不断加开国际航线	41
图 58: 在线化率持续提升, 低线城市构成出境游主要增量市场	41
图 59: 在线度假市场规模达到千亿规模, 线上增速仍然高于出境游整体水平	42
图 60: 中公教育 2015-2018 年营业收入增长情况	48
图 61: 中公教育 2015-2018 年归母净利润增长情况	48
图 62: 中公教育线上培训收入增长情况	48
图 63: 中公教育线上培训人次及客单价	48
图 64: 2015-2018 年东方教育营收及增速	49
图 65: 2015-2018 年东方教育净利润及增速	49
图 66: 新东方烹饪、万通汽修、新华电脑 2 年以上课程参培人数占比	49
图 67: 2016-2018 各品牌平均学费 (单位: 万元/人/年)	49
图 68: 2019-2021 年东方教育预期新建学校情况 (单位: 所)	50
图 69: 高等教育在校人数 (单位: 万人)	51
图 70: 中国高等教育毛入学率	51
图 71: 新东方季度营业收入 (左轴: 亿美元) 及同比增速 (右轴)	52
图 72: 新东方季度净利润 (左轴: 亿美元) 及同比增速 (右轴)	52
图 73: 好未来季度营业收入 (左轴: 亿美元) 及同比增速 (右轴)	52
图 74: 好未来季度净利润 (左轴: 百万美元) 及同比增速 (右轴)	52

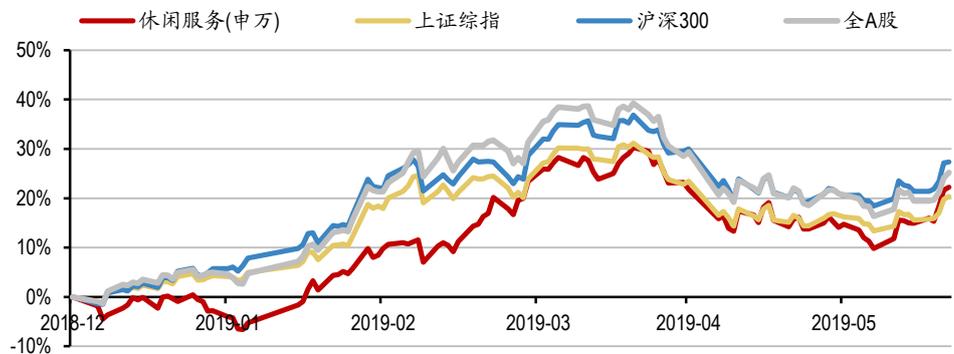
表 1: 2019 年 Q1 板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)	9
表 2: 2019 年 5 月以来青岛厦门、北京市内免税店陆续开业, 上海、澳门和香港 市内店值得期待	14
表 3: 19 年 1 季度三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间)	20
表 4: 2019 年 1 季度三大酒店集团开店情况	24
表 5: 2019 年 1 季度三大酒店集团分品牌门店开店情况	24
表 6: 华住酒店集团 2010-2018 年利润表分拆 (单位: 万元)	26
表 7: 锦江有限服务酒店业务板块 2010-2018 年利润表分拆 (单位: 万元)	27
表 8: 如家酒店 2016-2018 年利润表分拆 (单位: 万元)	29
表 9: 2018 年三大酒店集团收入及利润拆分测算 (万元)	30
表 10: 截止 2019 年 6 月 23 日全球主要上市酒店集团估值表	32
表 11: 主要上市景区 2008 年以来景区营收、客单价及客流量概览	35
表 12: 2015-2018 年主要上市景区客流量情况 (单位: 万人次)	36
表 13: 近期主要上市景区门票价格下调情况	36
表 14: 各大 OTA 和传统旅行社积极布局线下门店	42
表 15: 线下旅行社龙头收入增速 18 年明显放缓, 毛利率和净利率均有下滑	43
表 16: 众信旅游和凯撒旅游批发、零售和会奖业务毛利率有所下降	43
表 17: 教育板块公司上半年股价表现概览	45
表 18: 政府有关职业教育的重要政策文件	46
表 19: 职业教育版块公司财务及估值	47
表 20: 高等教育版块公司财务及估值	51
表 21: K12 教育版块公司财务及估值	53

行业回顾：景气板块龙头持续成长，估值出现分化

行情：年初以来休闲服务板块表现跑赢大盘，权重个股驱动板块上涨

上半年由于宏观经济增速回落，消费行业增长韧性相对较强，包括休闲服务在内的消费板块表现较好。上半年休闲服务板块小幅跑赢大盘，截止2019年6月21日板块整体累计上涨22.2%，同期上证综指和沪深300指数分别上涨20.4%和27.3%，创业板指数累计上涨21.9%。在申万28个一级行业指数排行中，休闲服务排在第11位。权重个股中国国旅年初以来股价累计大幅上涨41.3%，为驱动板块行情上涨主要动力。

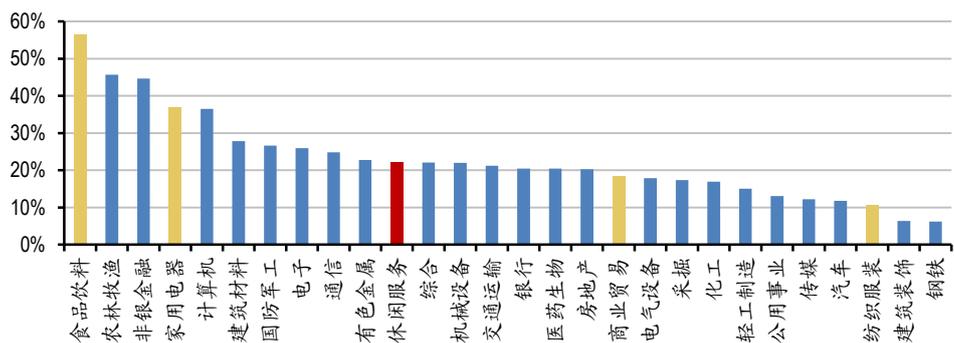
图1：2019年以来休闲服务板块上涨22.2%，跑赢上证综指1.8个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：表中指数涨跌幅指标按照2019年6月17日收盘价计算

图2：2019年以来休闲服务板块涨幅位列申万28个子行业第11位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

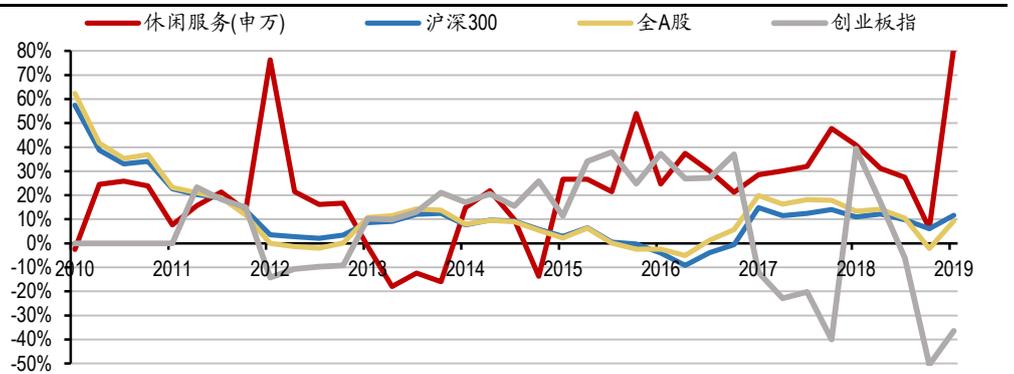
注：表中申万一级行业指数涨跌幅指标按照2019年6月21日收盘价计算

盈利：免税、酒店、景区龙头业绩增长稳健，行业中长期成长可期

从整体盈利情况来看，1季度休闲服务板块利润维持稳健增长，营收同比增长25.1%，营收增速较18年Q4的15%有所回升，Q1板块归母净利润和扣非净利润同比分别增

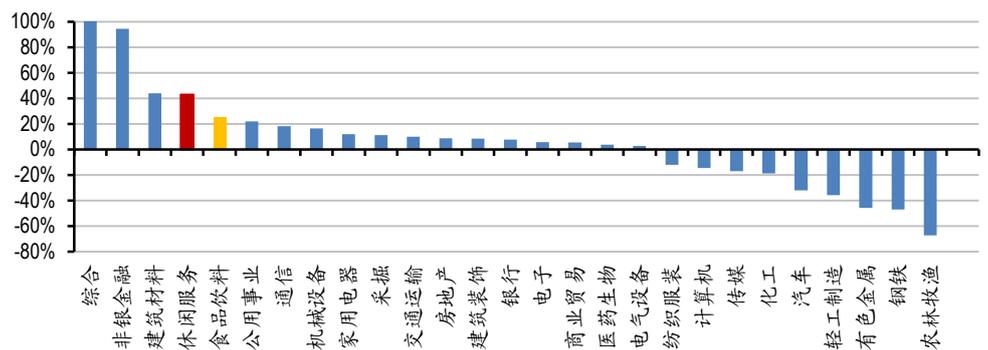
长81%和43%，Q1盈利表现较好主要由于免税龙头中国国旅收入和扣非归母净利润同比分别增长55%和37%，此外宋城、锦江、首旅、青旅等酒店和景区龙头也维持15%的业绩增速。相比全行业，休闲服务板块盈利表现较好，除盈利较低的综合板块外，仅次于非银和建材板块。

图3：2019以来休闲服务板块净利润增速回升明显



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

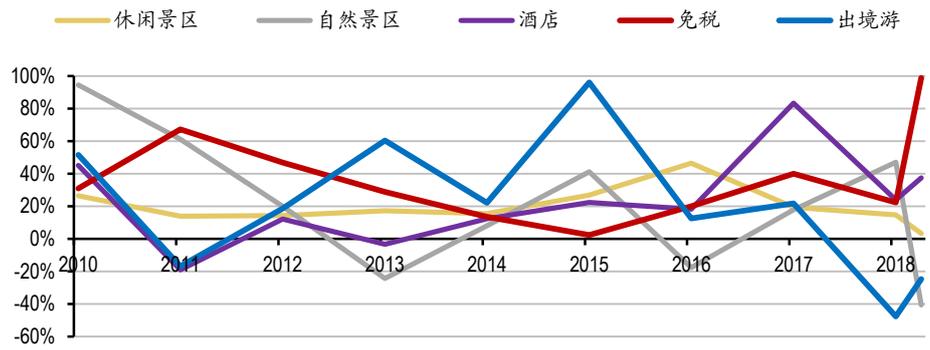
图4：2019年Q1休闲服务板块整体净利润增速相对较高



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

细分板块盈利情况来看，免税、酒店、演艺龙头盈利增长稳健，出境游和自然景区板块有所承压。2019Q1免税和酒店板块盈利增速分别高达99%和37%，较2018年22%和24%的增速维持较快增长；2019Q1休闲景区板块盈利增长3%，较18年15%的增速有所放缓，其中演艺龙头宋城演艺维持15%的较快增速。出境游和自然景区业绩有所承压，19Q1板块净利润同比分别下降25%和下降41%，增速较18年-48%和+47%尚未改善。

图5: 免税和酒店龙头净利润增长稳健, 出境游、自然景区业绩有所承压



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 各个板块统计的个股分别为: 1) 免税: 中国国旅; 2) 酒店: 锦江股份、首旅酒店、岭南控股和金陵饭店; 3) 出境游: 凯撒旅游、众信旅游和腾邦国际; 4) 休闲景区: 中青旅、宋城演艺和大连圣亚; 5) 自然景区: 黄山旅游、峨眉山A、丽江旅游、桂林旅游、张家界、长白山、三特索道、云南旅游、九华旅游、曲江文旅、西安旅游、西藏旅游和天目湖。

表1: 2019年Q1板块重点上市公司业绩概览 (单位: 亿元)

代码	公司名称	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
		18Q1	19Q1	同比增速	18Q1	19Q1	同比	18Q1	19Q1	同比增速
601888.SH	中国国旅	88.49	136.92	54.7%	11.60	23.06	98.8%	11.57	15.89	37.4%
免税合计		88.49	136.92	54.7%	11.60	23.06	98.8%	11.57	15.89	37.4%
600754.SH	锦江股份	32.51	33.37	2.7%	2.30	2.95	28.2%	0.69	0.71	2.5%
600258.SH	首旅酒店	19.24	19.44	1.0%	0.75	0.74	-1.9%	0.58	0.56	-3.0%
601007.SH	金陵饭店	2.67	3.00	12.3%	0.16	0.13	-16.8%	0.11	0.09	-13.2%
酒店合计		54.42	55.81	2.5%	3.22	3.82	18.9%	1.38	1.36	-1.1%
002707.SZ	众信旅游	24.64	24.44	-0.8%	0.66	0.65	-1.4%	0.60	0.64	6.9%
000796.SZ	凯撒旅游	17.99	18.06	0.4%	0.28	0.30	8.4%	0.27	0.00	0.0%
000524.SZ	岭南控股	15.99	18.18	13.7%	0.38	1.12	192.6%	0.38	0.43	12.5%
300178.SZ	腾邦国际	11.62	11.18	-3.7%	0.60	0.21	-65.6%	0.55	0.16	-72.0%
出境游合计		70.23	71.86	2.3%	1.92	2.27	18.5%	1.81	1.23	-32.1%
300144.SZ	宋城演艺	7.12	8.25	15.9%	3.22	3.70	14.9%	2.94	3.60	22.5%
600138.SH	中青旅	25.07	25.43	1.4%	0.99	0.64	-35.1%	0.94	0.55	-41.1%
600054.SH	黄山旅游	2.45	2.64	7.8%	0.78	0.24	-69.8%	0.32	0.24	-26.7%
002059.SZ	云南旅游	1.96	3.27	15.1%	-0.21	-0.21	-0.1%	-0.22	-0.21	-2.9%
000888.SZ	峨眉山A	2.64	2.55	-3.4%	0.18	0.19	5.4%	0.18	0.18	-1.3%
002033.SZ	丽江旅游	1.36	1.28	-5.6%	0.46	0.35	-23.4%	0.44	0.34	-23.9%
603136.SH	天目湖	0.90	0.89	-1.4%	0.18	0.15	-14.9%	0.14	0.15	9.1%
603099.SH	长白山	0.43	0.49	14.6%	-0.32	-0.25	21.3%	-0.32	-0.25	21.5%
000430.SZ	张家界	0.57	0.54	-4.1%	-0.15	-0.08	44.3%	-0.16	-0.12	20.9%
603199.SH	九华旅游	1.13	1.34	18.0%	0.30	0.39	27.6%	0.30	0.37	25.0%
600593.SH	大连圣亚	0.42	0.44	5.9%	-0.09	-0.09	4.1%	-0.10	-0.09	15.0%
002159.SZ	三特索道	1.10	1.09	-1.0%	-0.28	-0.39	-41.6%	-0.28	-0.42	-51.1%
000978.SZ	桂林旅游	1.12	1.16	3.4%	-0.02	-0.02	12.2%	-0.03	-0.03	13.5%

600706.SH	曲江文旅	2.84	3.17	11.7%	0.30	0.31	2.3%	0.30	0.27	-9.3%
000610.SZ	西安旅游	1.09	1.09	0.5%	-0.05	-0.04	30.3%	-0.07	-0.04	49.9%
景区合计	合计增速	50.20	53.64	6.8%	5.30	4.90	-7.6%	4.38	4.54	3.6%
002186.SZ	全聚德	4.43	4.01	-9.6%	0.37	0.11	-71.4%	0.36	0.07	-81.3%
餐饮合计	合计增速	4.43	4.01	-9.6%	0.37	0.11	-71.4%	0.36	0.07	-81.3%
旅游休闲	合计增速	267.78	322.23	20.3%	22.41	34.16	52.5%	19.50	23.09	18.4%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

估值: 估值分化, 免税龙头估值持续提升, 酒店、演艺龙头价值渐显

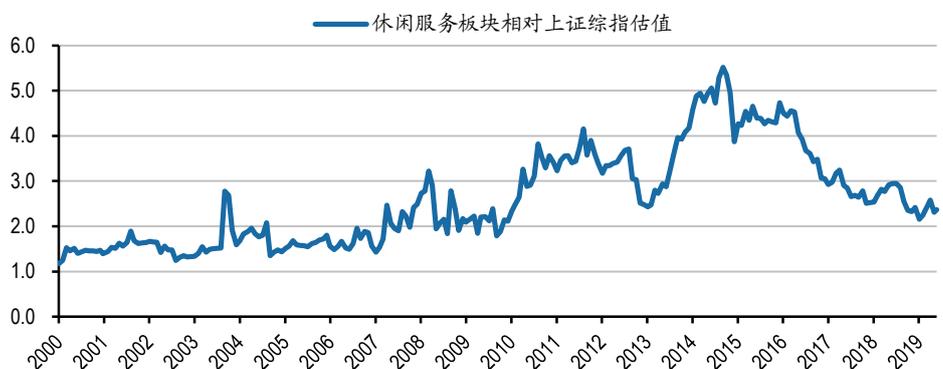
截止2019年6月21日, 申万休闲服务板块P/E (TTM) 估值为32倍, 较2018年底27倍估值有所回升, 2010年以来申万休闲服务板块P/E (TTM) 估值的平均值为48倍, 估值底部出现在2019年1月, 板块P/E (TTM) 估值触底25倍, 目前稳步回升至30倍以上, 仍处于历史估值中枢以下。截止2019年6月21日, 申万休闲服务P/E (TTM) 估值相对上证综指的倍数平均值为2.4倍, 相对估值较2010年以来的平均值3.5倍仍有提升空间。

图6: 截止6月21日, 休闲服务板块P/E (TTM) 估值32倍, 较18年底有所回升



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

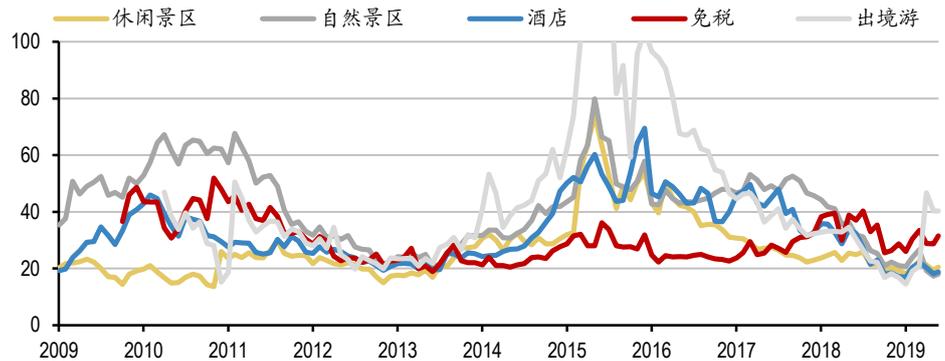
图7: 申万休闲服务板块P/E (TTM) 相对上证综指估值仍处于历史均值以下



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

细分板块来看，估值分化加剧，酒店和自然景区板块处于接近历史底部位置。截止2019年6月21日，酒店板块P/E（TTM）为19倍，接近历史底部，2010年以来酒店板块P/E（TTM）平均值为34倍，目前酒店板块估值提升空间较大；免税板块P/E（TTM）提升至32倍，略高于2010年以来历史估值均值30倍；休闲景区板块P/E（TTM）为20倍，低于2010年以来历史估值均值28倍。自然景区板块P/E（TTM）为18倍，低于2010年以来历史估值均值41倍。

图8：细分板块估值分化加剧，酒店和自然景区板块估值处于历史底部



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

免税：离岛免税持续快速增长，市内免税多店齐开，机场免税持续渗透

离岛免税：2019年前4月销售额累计增长24%，客单价有所提升

海南离岛免税持续快速增长，客单价有所提升，三亚免税店Q1销售额同比增长31%：根据商务部数据，2019年1-4月海南离岛免税销售额累计同比增长23.8%，购物人次累计同比增长17.5%。其中2019年Q1海南离岛免税销售额42.4亿元，同比增长29.2%，购买旅客102.6万人次，同比增长20.4%，今年以来海南离岛免税客单价有所提升。

三亚免税店：2018年三亚免税店营收达到80.1亿元，2012-18年复合增速高达25.6%，根据三亚市统计局数据，2019Q1三亚免税店销售额同比增长31.0%，增速超过全省免税业总额增速6.4个百分点。下半年海免有望实现并表为中免集团带来一定业绩增量，未来离岛免税政策效应有望持续逐步释放。海南离岛免税市场和三亚店销售额的稳健增长构成中国国旅业绩稳健增长的核心驱动力。

海口日月广场免税店二期开业：根据中免集团官网报道，2019年1月19日海口日月广场免税店一期开业，海口免税店位于海口市CBD核心区域日月广场西区双子座1、2层。2019年6月1日海口日月广场免税店二期开业。截止目前海口日月广场免税店合计2.2万平米经营面积全部开业，其中二期开业的9000平方米的经营面积中涵盖了包括Burberry、Valentino、Alexander McQueen、Tod's、Chloe等国际时尚品牌，与一期引进的Chanel、Dior、Estée Lauder、Lancôme、Shiseido、SK-II等近两百个国际知名品牌相互补充，助力海口日月广场免税店成为海口新的免税购物时尚地

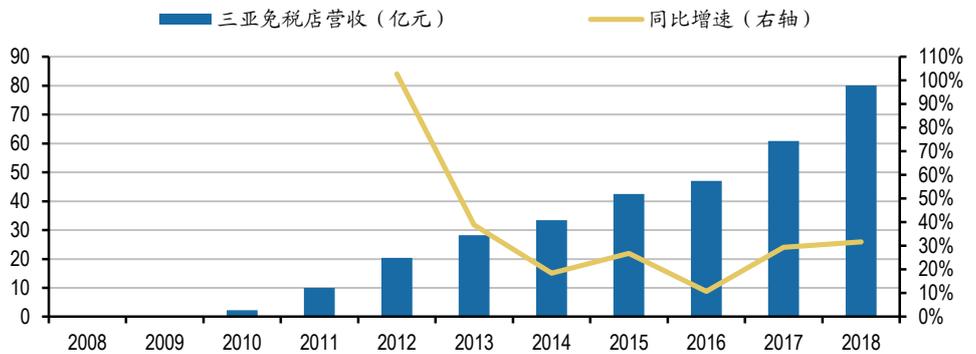
标。

图9：2019年1-4月海南离岛免税销售额累计同比增长23.8%，19Q1增长29.2%



数据来源：商务部流通业发展司、广发证券发展研究中心

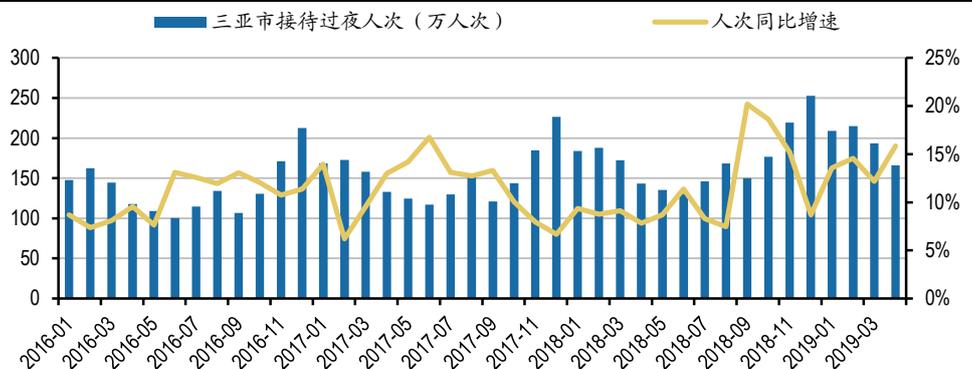
图10：2018年三亚免税店营收达到80.1亿元，2012-18年复合增速高达25.6%



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

三亚市接待过夜游客人数保持稳健增长。根据三亚市统计局数据，1-4月三亚全市接待游客957.07万人次，同比增长9.3%。其中，国内游客928.60万人次，同比增长9.0%。1-4月三亚市旅游总收入221.11亿元，同比增长9.6%。

图11：三亚市接待过夜游客人数保持稳健增长



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图12: 三亚市旅游收入持续快速增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

市内免税: 多家市内免税店恢复运营, 针对中国居民市内免税购物政策值得期待

市内免税店加速推进, 国人出境市内免税政策有望落地。2019年5月30日北京市内店开业, 位于北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼, 开业面积513平方米, 此前5月5日和5月26日青岛 (355平方米)、厦门 (331平方米) 和大连 (500余平方米) 的市内免税店密集开业, 未来上海市内免税店也开业在即。2019年5月份以来中免公司密集开业多家市内免税店, 针对国人的出境免税政策落地值得期待。

上海市内店: 根据海关总署公告, 中免公司恢复设立上海市内免税店已经获得海关总署批准, 由中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司运营上海市内店。上海市内店设于上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅, 经营场所面积合计874.4平方米 (地上一层476.19平方米、二层398.21平方米)。口岸隔离区提货点位于上海浦东机场T1航站楼国际出发隔离区日上免税行105精品香化综合店 (出境免税店) 内, 面积50平方米。

北京市内店: 根据中免集团官网报道, 2019年5月30日, 中免集团旗下北京市内免税店恢复运营, 面向北京过境的境外游客提供服务。北京市内免税店位于北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼, 开业面积513平方米, 经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类, 引进包括雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、资生堂等国际知名品牌。北京市内免税店将采用“店内预订, 口岸提货”的模式, 将在口岸隔离区内设立专门提货点, 作为对目前口岸出境免税店的有效延伸。

大连市内店: 根据中免集团官网报道, 2019年5月26日, 中免集团旗下大连市内免税店正式开业, 作为对目前口岸出境免税店的有效延伸, 大连市内免税店位于大连市沙河口区新星·星海中心, 紧邻大连城市标志之一星海广场, 开业面积500余平方米, 经营涵盖香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电等商品品类, 引进包括Estee Lauder、Lancôme、Shiseido、Clarins、Versace、TIMEX、SWAROVSKI、APM、Samsonite及Prada、Chloe、Ferragamo、Burberry、Givenchy、Jimmy Choo等国际品牌。大连市内免税店采用“店内买单, 口岸提货”的模式, 在口岸隔离区内设立专门提货点。

青岛市内店: 根据中免集团官网报道, 2019年5月1日, 中免集团旗下青岛市内免税

店开业。青岛和厦门市内店双店齐开，开启了国内传统市内免税店恢复运营的序幕，作为口岸出境免税店的延伸。青岛市内店位于青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层，首期开业面积355平米，经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际知名品牌。采用“店内买单，口岸提货”的模式，通过在口岸隔离区内设立专门提货点。

厦门市内店：根据中免集团官网报道，2019年5月1日，中免集团旗下厦门市内免税店开业。厦门市内店位于厦门市思明南路中华城购物中心南区一层，初期营业面积331平米，经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类，引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际知名品牌。服务主要针对境外旅客，购物需凭有效证件，如护照、台胞证等，以及离境航班信息。采用“店内买单，口岸提货”的模式，到店消费的顾客应至少在航班起飞前24小时完成购物，并将所购免税商品一次性全部携带出境。目前的提货点设置在厦门高崎国际机场T3航站楼内。

澳门市内店：根据中免集团官网报道，2019年5月30日，中免集团与澳门博彩股份有限公司在澳门新葡京酒店举行了澳门上葡京免税店签约仪式。中免集团澳门市内旗舰免税店位于上葡京综合度假村内的购物中心一层，占地约7,500平方米。免税店将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等品类。上葡京是澳博位于澳门路氹的综合度假村项目，设有上葡京酒店、澳门Palazzo Versace酒店及Karl Lagerfeld酒店，将提供合共约1,900间客房和套房。当中的购物中心总面积约75,000平方米。2018年7月公司公告拟在澳门投资开设市内免税店，将由中免集团全资子公司中免国际有限公司以自有资金在澳门投资设立全资子公司中免集团澳门市内免税店有限公司在澳门开设运营市内免税店。

香港市内店：根据2019年3月6日Moodie Davitt Report报道，中免集团将在香港开设第一家市内旅游零售商店，选址位于香港大屿山东涌的东荟城名品仓，店铺面积将超过10,000平方英尺（约929平方米），免税店将经营将香水、化妆品和美容设备等品类，引进包括Estée Lauder, Lancôme, Clé de Peau, La Mer, Guerlain, Givenchy, Giorgio Armani, YSL, Tom Ford和Refa的。2019年2月公司公告拟在香港投资开设市内免税店，将由中免集团全资子公司中免国际以自有资金在香港投资设立全资子公司中免香港市内免税店有限公司开设运营香港市内免税店。

表2：2019年5月以来青岛厦门、北京市内免税店陆续开业，上海、澳门和香港市内店值得期待

门店	经营主体	开业日期	地址	面积（平方米）	品牌品类
上海市内免税店	中免集团北京首都机场免税品有限公司上海市内免税店分公司	待定	上海市浦东新区即墨路12-2号尚悦西广场S2商墅	874.4平方米（地上一层476.19平方米、二层398.21平方米）	待定
北京市内免税店	中免集团旗下	2019年5月30日	北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼	513	香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等；雅诗兰黛、迪奥、海蓝之谜、资生堂等品牌

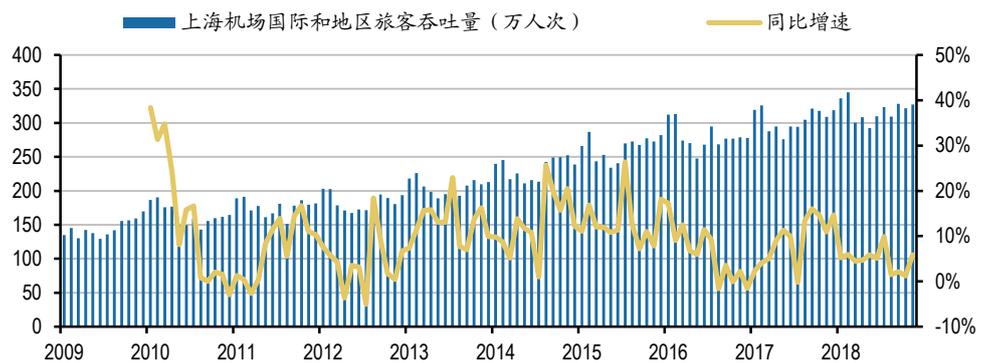
大连市免税店	中免集团旗下	2019年5月26日	大连市沙河口区新星·星海中心	500余平方米	香水、化妆品、手表、首饰、眼镜、箱包、美容仪器及小家电；Estee Lauder, Lancôme, Shiseido, Clarins, Versace, TIMEX, SWAROVSKI, APM, Samsonite, Prada, Chloe, Ferragamo, Burberry, Givenchy, Jimmy Choo等品牌
青岛市免税店	中免集团旗下	2019年5月1日	青岛市市北区CBD核心区卓越大融城购物中心一层	355	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类, 引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂等国际品牌
厦门市免税店	中免集团旗下	2019年5月1日	厦门市思明南路中华城购物中心南区一层	331	经营涵盖香水、化妆品、太阳镜、手表、箱包等免税商品品类, 引进包括雅诗兰黛、兰蔻、资生堂、黛珂、娇韵诗、菲洛嘉等国际品牌
澳门上葡京免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	待定	澳门上葡京综合度假村内的购物中心一层	7,500	将经营涵盖香水、化妆品、腕表珠宝、服饰、鞋履、首饰、食品及旅行用品等品类
香港市内免税店	中免全资子公司中免国际有限公司设立全资子公司	待定	香港大屿山东涌的东荟城名品仓	10,000平方英尺(约929平方米)	香水, 化妆品和美容设备; Estée Lauder, Lancôme, Clé de Peau, La Mer, Guerlain, Givenchy, Giorgio Armani, YSL, Tom Ford and Refa

数据来源: 中免集团官网、Moodie Davitt Report、广发证券发展研究中心

机场免税：上海、北京机场免税维持景气增长，渗透率持续提升

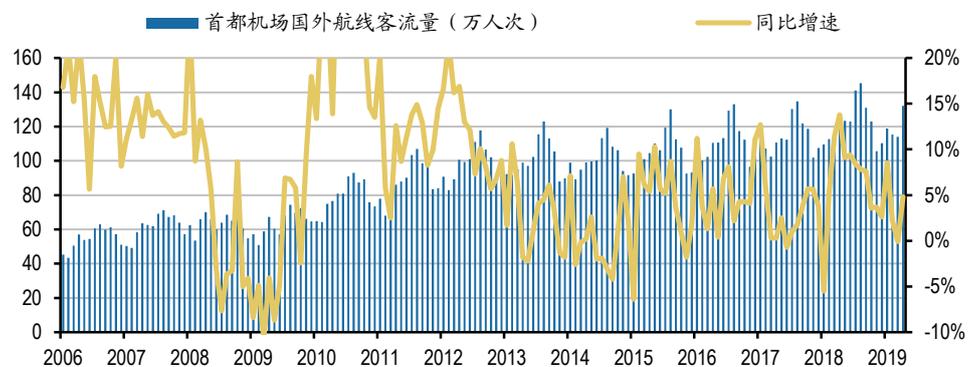
2019年以来上海浦东和北京首都机场国际和地区旅客吞吐量平稳增长，机场免税销售额保持快速增长，机场免税渗透率稳步提升：2019年1-5月上海机场国际和地区旅客吞吐量累计达到327万人次，累计同比增长4.1%，其中国际和地区旅客吞吐量分别为266和56万人次，累计同比分别增长4.4%和2.7%。2019年1-4月首都机场国外航线客流量累计达到480万人次，累计同比增长3.8%。渗透率和客单价的提升驱动北上机场免税业务持续增长，广州机场也带来部分增量。

图13：2019年1-5月上海机场国际和地区旅客吞吐量累计同比增长4.1%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图14：2019年1-4月首都机场国外航线客流量累计同比增长3.8%



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

广州白云机场国际业务持续提升，商业潜力较大：2018年全年广州白云机场完成国际及地区旅客吞吐量1731.92万人次、航班起降12.27万架次，同比分别增长9.0%和4.6%，新开及复航国际航线18条，新增国际通航点6个。根据中免集团官网报道，2017年10月中免集团成功签约广州白云机场二号航站楼出境免税店，广州白云机场是我国大陆地区第三大机场，规模较大的旅客吞吐量加上中国南大门的区域定位，广州白云机场商业潜力较大。

免税行业：离岛免税、机场免税持续增长，市内店打开成长空间，看好行业高景气

总体来看，近两年免税行业维持较高增速，后续我们认为中国国旅将持续受益于行业高景气及市内免税店政策放开。具体而言，公司增长主要来自：

1) 离岛免税维持快速增长：1-4月离岛免税销售额累计同比增长24%，购物人次累计同比增长17%，三亚店稳健增长构成公司业绩稳健增长的核心驱动力。随着6月1日海口日月广场免税店二期开业，合计2.2万平米全部开业，下半年海免有望并表带来一定增量，离岛免税政策效应逐步释放。

2) 市内免税店加速推进：5月30日北京市内店开业，位于北京市朝阳区公园路6号蓝色港湾购物中心17号楼，开业面积513平方米，5月5日和5月26日青岛（355平米）、厦门（331平米）和大连（500余平米）的市内店也密集开业，上海陆家嘴的市内店也开业在即，5月份公司密集开业多家市内免税店，针对国人的出境免税政策落地值得期待。参照韩国免税市场，2018年免税规模约1183亿人民币，其中中国消费者赴韩免税购物约830亿元人民币，19年1季度中国赴韩免税消费约255亿元，同比增速仍达到34%，韩国免税店各品类中香化占比约53%，预计2019年中国在韩国消费的非韩国品牌免税商品额达600亿以上，随着市内免税政策放开，预计五年内北京和上海市内店规模有望达到100亿人民币，利润率有望达到20-30%。

3) 机场免税维持景气增长：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%。其中上海机场和首都机场收入分别达到104.5亿和73.9亿，上海机场和日上中国贡献净利润4.7亿和1.8亿，首都和上海机场尽管利润贡献占比不高，但收入占中免集团超过50%。2018年在规模提升后公司免税商品销售毛利率同比提升7.4pct至53.1%，预计随着日上中免渠道整合，公司毛利率有望进一步提升。

总体来看，国内免税行业空间较大，中国国旅中长期增长明确，继续看好公司规模及盈利增长。

酒店：行业景气回暖可期，龙头成长稳健

经营数据：19年上半年酒店景气承压，预期下半年有望边际改善

1、行业经营数据：19Q1全国RevPar同比下降3.7%，相比17、18年有所回落

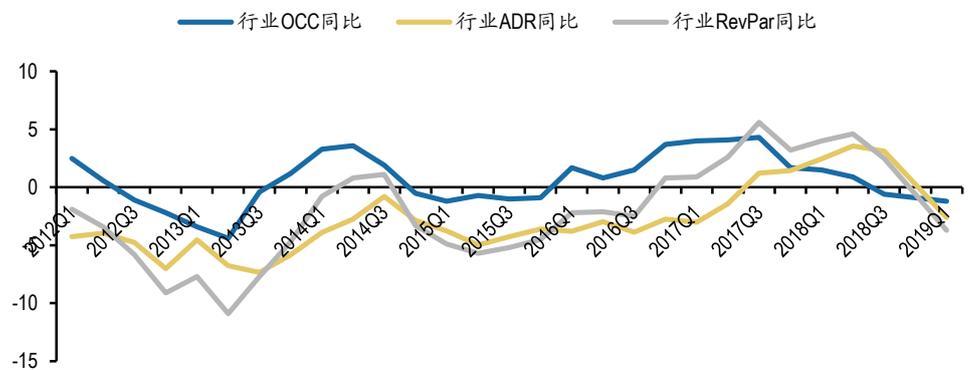
2018年5月以后受基数提高以及宏观经济回落影响，酒店行业景气下行，出租率整体下滑，平均房价则维持了较强的韧性。进入2019年1季度，行业经营数据延续下滑，根据STR的数据全国酒店行业1季度RevPar同比下降3.7%，其中平均房价和出租率分别下降2.6%和1.2pct。相比2018年全年RevPar、ADR和OCC分别同比增长1.9%、1.2%和0.7pct略有下降。

图 15: STR 全国酒店经营指标同比增速情况



数据来源: STR Global, 广发证券发展研究中心

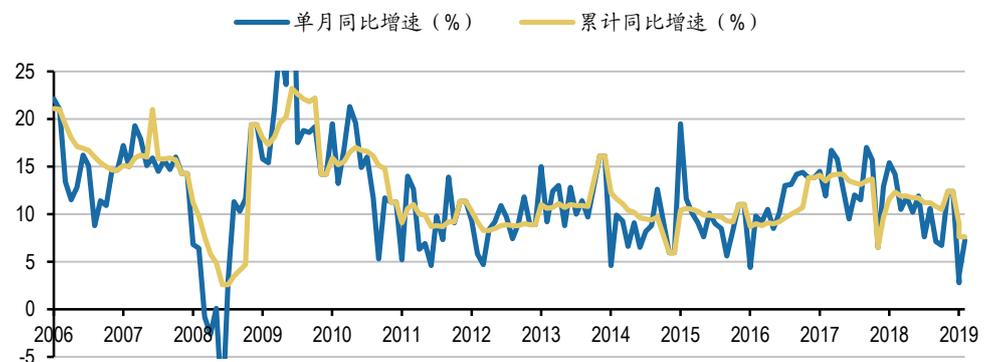
图 16: 中国内地酒店经营指标同比增速情况 (单位: %)



数据来源: STR Global, 广发证券发展研究中心

从民航客运量数据来看,上半年出行需求增速也有下滑。17年和18年国内航空客运量累计同比增速13.7%和10.5%,而19年1-5月客运量增速也回落至7.6%。不过虽然航空客运数据下滑,但5月开始数据相比3、4月已有好转。

图 17: 民航国内客运量单月和累计同比增速

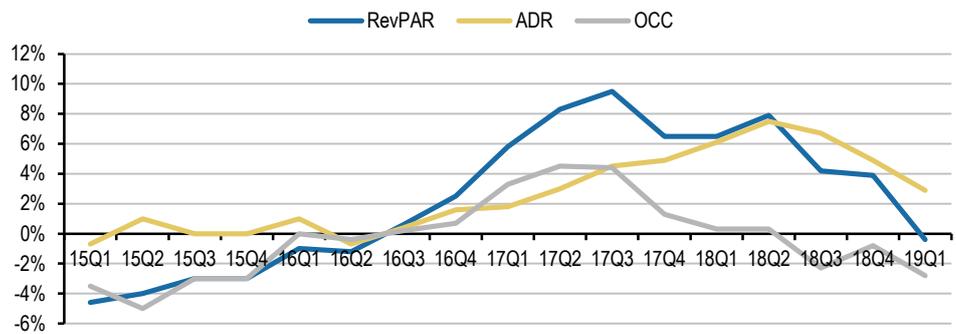


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2、酒店集团数据：2019Q1也有不同程度的下滑

从各大酒店集团数据来看，1季度也均有不同程度的下滑，以华住为例1季度RevPar 同店增速下滑至-0.4%，其中平均房价同比增长2.9%，虽然增速较17年和18年各季度回落，但仍维持正增长，不过出租率下滑2.8pct，也反映了行业下滑的趋势。

图20：华住季度同店经营数据增速



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

总体来看，1季度三大酒店集团华住、锦江（境内）和如家RevPar同比也均有所回落，不过由于结构优化，平均房价仍维持上涨趋势，RevPar表现好于行业平均水平。19Q1华住、锦江和首旅RevPar分别增长2.9%/1.2%/-0.5%，出租率分别下降3.7pct、4.3pct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，但上涨势头放缓，华住、首旅和锦江平均房价同比增长3.7%、2.7%和7.3%，相比18年各季度增幅回落。

同店Revpar增速方面，华住、锦江和如家1季度成熟酒店RevPar分别同比下降0.4%、4.2%和3.0%，华住和如家经济型表现好于中高端，而锦江中高端表现更好。具体而言，华住经济型和中高端同店分别增长0.1%和下降1.1%；锦江中高端同店下降1.2%，经济型酒店下降6.9%；如家中高端同店下降6.8%，经济型同店同比下降2.4%。

- ◇ **华住酒店**：18年公司RevPar为197元/晚，同比增长10.0%；出租率87.3%，同比下降1.0pct；平均房价226元/晚，同比增长11.2%。18年同店RevPar同比提升5.5%，出租率下降0.6pct，平均房价同比增长6.3%。分季度看，18Q1-19Q1华住同店RevPar分别增长6.5%/7.9%/4.2%/3.9%/-0.4%。
- ◇ **锦江境内酒店**：锦江境内酒店18年RevPar为158.38元，同比增长5.83%；出租率为78.45%，同比减少2.69个百分点；平均房价为201.89元，同比增长9.46%。18年同店Revpar同比提升2.6%，出租率同比下降2.33个百分点，平均房价同比提升5.59%。分季度看，18Q1-19Q1锦江境内同店RevPar分别增长3.5%、3.4%、2.7%、2.6%、-4.2%。
- ◇ **如家酒店**：18年RevPar为156元，同比增长4.2%；出租率为83.0%，同比下降2.5个百分点；平均房价为188元，同比增长7.4%。18年同店Revpar同比提升2.8%，出租率同比下降2.0个百分点，平均房价同比上升5.2%；分季度看，18Q1-19Q1如家同店RevPar分别增长2.9%、4.3%、2.4%、1.4%、-3.0%。

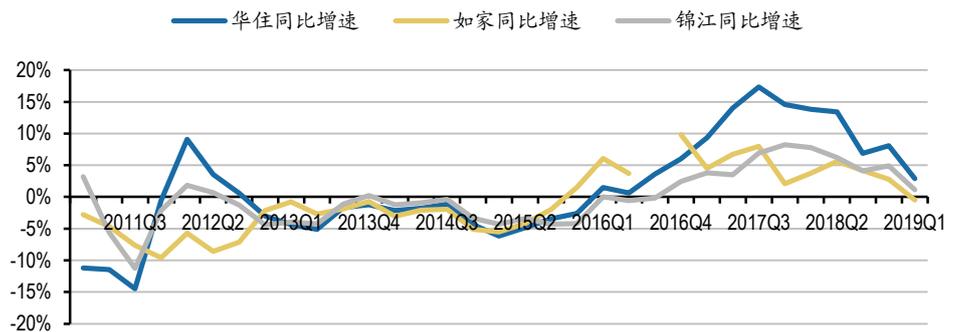
◇ **格林酒店**：18年RevPar为135元，同比增长3.8%；出租率为82.1%，同比下降0.5个百分点；平均房价为164元，同比增长4.5%。分季度看，18Q1-19Q1格林Revpar分别增长5.1%、4.6%、4.3%、2.3%、2.4%。

表3：19年1季度三大酒店集团满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	-0.4%	145	139	-4.2%	139	135	-3.0%
经济型	152	152	0.1%	115	107	-6.9%	130	127	-2.4%
直营	161	167	4.0%	116	107	-7.7%	116	115	-0.6%
加盟	149	148	-1.1%	115	107	-6.7%	136	132	-3.0%
中高端	240	237	-1.1%	211	208	-1.2%	233	217	-6.8%
直营	295	287	-2.8%	242	237	-2.1%	240	224	-6.6%
加盟	216	216	-0.1%	207	204	-1.1%	227	211	-6.9%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图18：三大酒店集团RevPar同比增速

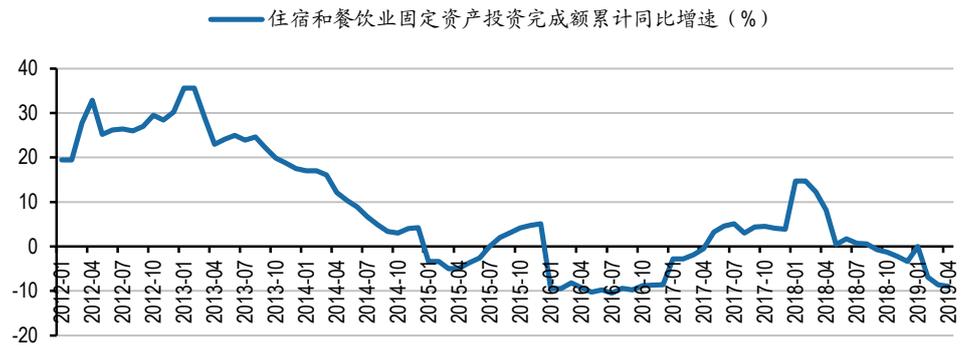


数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

我们认为，2018年下半年以来酒店行业景气度下滑，一方面受基数因素影响，另一方面宏观经济回落也对商务出行需求造成影响，一定程度上加剧了行业增速的回落。而从龙头酒店的表现来看，2016年以来各公司加速中高端酒店的开店力度，也有部分优质经济型酒店关闭或升级，以此带来房价和RevPar的快速提升，结构调整带来的经营提升的趋势也逐步转弱。

下半年受益于去年同期基数回落，以及宏观经济潜在增长预期，行业景气度有望回升。目前行业整体投资仍维持负增长，出租率也已经下降至历史相对低位水平，考虑到2013年以来酒店行业供给增量偏紧，因此行业低迷更多是短期需求端的波动，而非长期供需两侧结构性不平衡，下半年在减税降费、各项刺激经济增长的利好下，酒店需求端有望边际改善。

图19: 住宿和餐饮业固定资产投资完成额累计同比增速 (%)

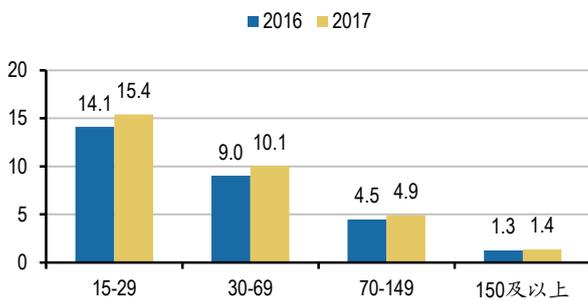


数据来源: 国家统计局, 广发证券发展研究中心

行业供给: 近几年中高端增速最高, 集中度仍有提升空间

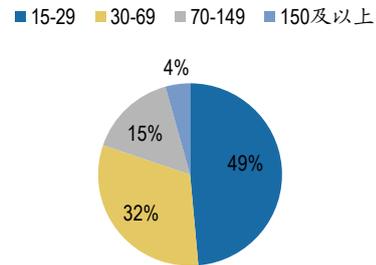
根据众荟统计数据, 截止18年底全国酒店客房数合计约为1870万间, 相比17年同比增长14.5%。而根据盈蝶咨询统计, 2017年底酒店类住宿业中, 客房在15-29间的酒店家数占比达到约49%, 客房在70家以上仅6.3万家, 而客房占比达到52%。

图20: 不同客房规模酒店家数 (万家)



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

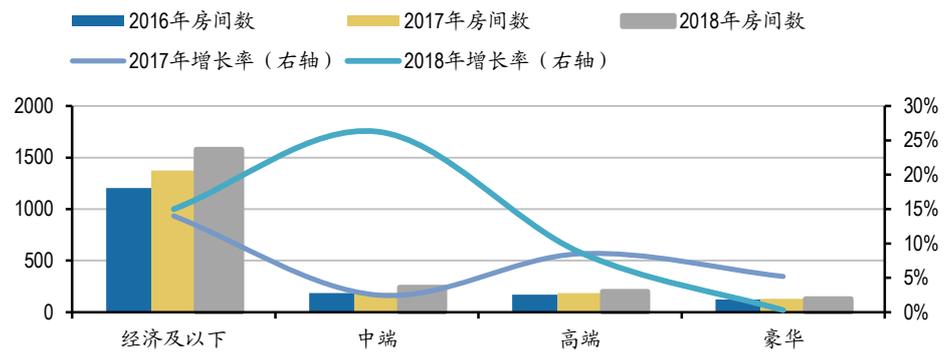
图21: 2017年底不同客房规模酒店家数占比



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

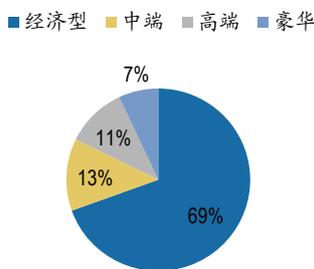
相比高端和豪华酒店, 经济型酒店和中端酒店的供给增长更快, 16年-18年客房复合增速均达到14%, 而高端和豪华增速分别为9%和3%。由于供给的快速增加, 经济型酒店供需宽松, 中端、高端和豪华酒店均有一定程度的偏紧。具体来看, 根据众荟统计数据, 截止2018年底全国经济型客房供应达1300万间, 占客房总供应量的69.5%, 经济型客房需求占客房总需求的47.9%; 中端客房供应240万间, 占总供应量12.8%, 中端客房需求占总需求19.6%; 高端客房供应200万间, 占总供应量10.7%, 高端客房需求占总需求19.7%; 豪华型客房供应达130万间, 占总供应7%, 豪华型客房需求占总需求12.8%。从各档次客房增速看, 18年中端客房增速最快, 达26.3%, 豪华客房增速放缓, 仅为0.3%, 而经济型和高端酒店增速分别为15.0%和8.7%, 从各档次酒店的供需结构差异看, 中高端及豪华酒店供给仍有缺口。

图22: 分档次客房规模及增速(万间)



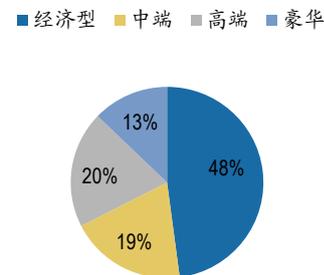
数据来源: 众荟、广发证券发展研究中心

图23: 18年全国客房供给结构



数据来源: 众荟、广发证券发展研究中心

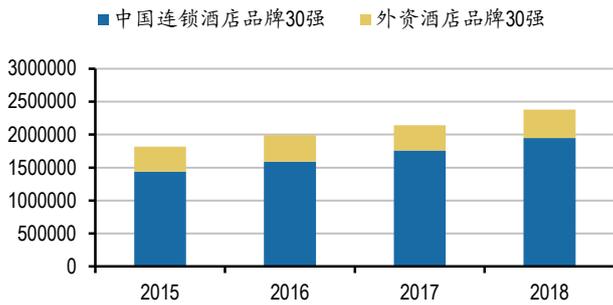
图24: 18年全国客房需求结构



数据来源: 众荟、广发证券发展研究中心

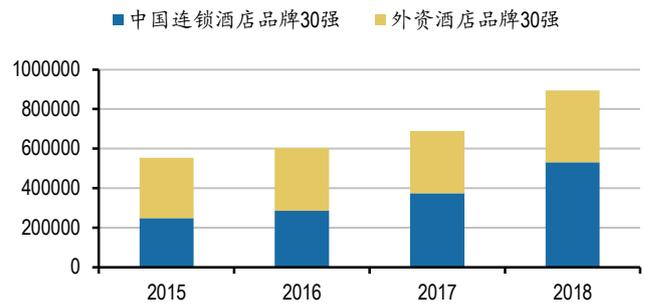
近年来,国内酒店市场连锁化率整体有所提升,头部酒店品牌中高端客房占比不断提升,中资品牌中高端增速较外资更快,不过中高端市场连锁化率提升空间仍较大。根据盈蝶咨询数据,2018年末中国酒店集团规模50强总客房数约272万间,加上外资品牌30强(包括OYO),合计客房数占比达到约19%。中端酒店方面,国内中端连锁酒店63万间,其中中端品牌前30家客房总数48万间,占全部中端酒店客房240万间的不足26%连锁化率仍较低。从近几年数据看,15至18年,中国连锁酒店品牌30强客房总数复合增速达10.5%,其中中高端品牌客房总数复合增速为28.7%,中高端客房占比累计提升10个百分点。外资酒店品牌30强客房总数复合增速为5.1%,其中中高端酒店品牌客房数复合增速为6%,中高端客房占比累计提升2.2个百分点。综合来看,头部酒店品牌中高端占比不断提升,中资中高端品牌增速更快。

图25: 中资及外资30强酒店品牌客房规模



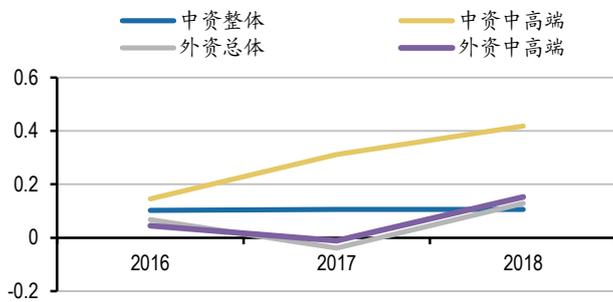
数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

图26: 中资及外资30强酒店品牌中高端客房规模



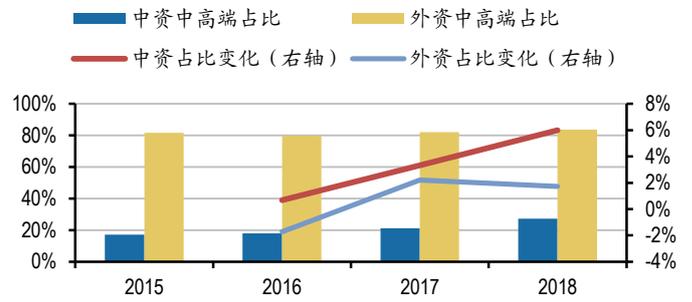
数据来源: 众荟、广发证券发展研究中心

图27: 中资及外资30强酒店品牌客房规模增速



数据来源: 盈蝶咨询、广发证券发展研究中心

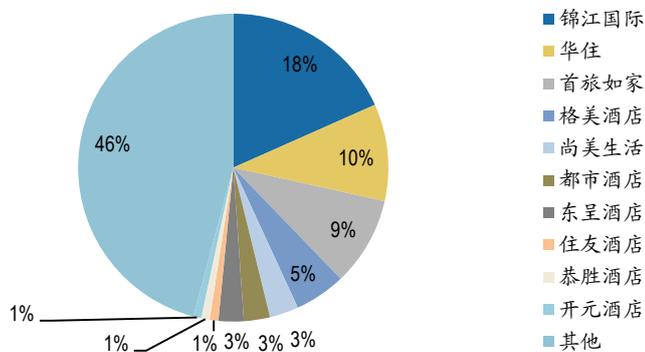
图28: 中资及外资30强酒店品牌中高端客房占比



数据来源: 众荟、广发证券发展研究中心

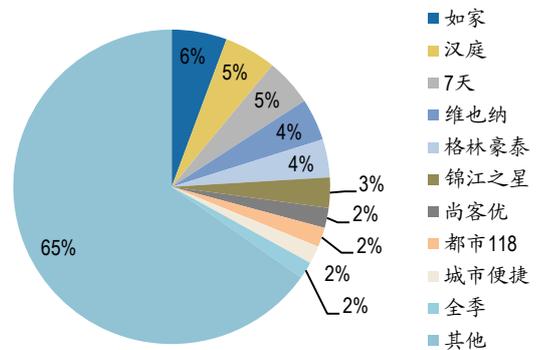
酒店业护城河加深, 龙头竞争优势凸显。酒店业的规模效应极强、标准化程度相对较高, 因此酒店业先天拥有向头部集中的属性, 龙头扩张的边际成本低廉。当前国内酒店竞争格局基本奠定, 前四大酒店集团的门店规模遥遥领先, 预期未来酒店市场由增量市场转向存量市场, 加盟模式成为行业的主流经营模式。在加盟模式下龙头的扩张成本显著降低, 品牌、渠道和系统方面的竞争优势得以放大, 进而使龙头企业形成坚固的行业护城河, 导致行业资源加速向头部集中。

图29: 2019年10大酒店集团市场占有率



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

图30: 2019年10大酒店品牌市场占有率



数据来源: 盈蝶咨询, 广发证券发展研究中心

龙头公司：加盟店利润占比提升，快速开店提升公司盈利

近几年三大酒店集团门店扩张提速，2019年Q1三大酒店集团一共新开614家，上年同期为469家，扩张提速明显。其中华住、锦江、首旅分别新开店226、313、75家，净增门店数分别为166、188、12家；整体来看三家酒店开店维持较快速度。

品牌结构方面，三大酒店集团品牌结构持续优化，新开店以中端酒店为主。华住19年Q1净增加的166家门店中，中高端酒店142家，截至19年Q1末，华住中高端酒店总量达到1480家，占比提升至33.7%。锦江同样以中高端酒店为主要增量，19Q1中高端酒店净增204家，占比提升至34.9%。首旅中高端1季度净增21家，占比提升至18.2%。

表4：2019年1季度三大酒店集团开店情况

	2018A				2019Q1				净增店			
	新开店	关店	净增店	门店总数	新开店	关店	净增店	门店总数	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
华住	723	239	484	4230	226	60	166	4396	71	86	152	175
锦江	1243	494	749	7443	313	125	188	7631	164	177	158	250
首旅	622	285	337	4049	75	63	12	4061	21	55	70	191

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表5：2019年1季度三大酒店集团分品牌门店开店情况

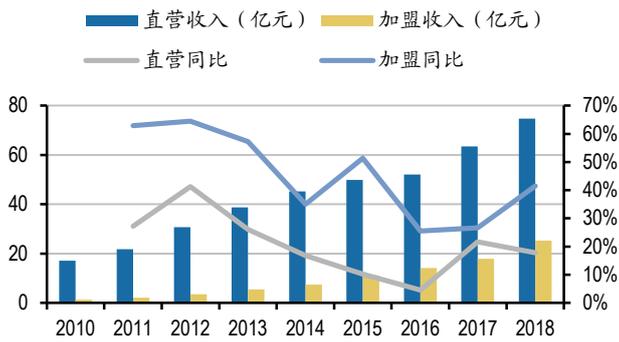
	2017 年底			2018Q4			2019Q1			单季净增量		
	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅
门店数量	3746	5551	3712	4230	7443	4049	4396	7631	4061	166	188	12
经济型酒店	2974	4289	3035	2892	4980	3025	2916	4964	2993	24	-16	-32
中高端酒店	772	1262	503	1338	2463	720	1480	2667	741	142	204	21
占比												
经济型酒店	79.39%	77.27%	81.76%	68.40%	66.90%	74.70%	66.30%	65.10%	73.70%	14.50%	-8.50%	-266.70%
中高端酒店	20.61%	22.73%	13.55%	31.60%	33.10%	17.80%	33.70%	34.90%	18.20%	85.50%	108.50%	175.00%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

从收入贡献上看，直营业务是酒店集团的主要收入贡献，但加盟业务增速更快，是未来酒店龙头收入的主要增量。2018年华住、锦江和首旅加盟业务收入增速分别达到41%、57%和11%，高于直营酒店增速18%、-9%和0%。

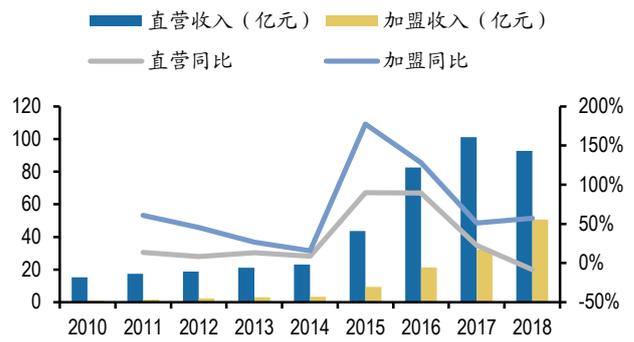
- ◇ **华住**：2018年华住营业收入100.06亿元，直营收入和加盟收入分别为74.70亿和25.27亿，占比分别为74.2%和25.1%，同比增速分别为17.8%和41.4%。
- ◇ **锦江**：2018年锦江有限服务酒店板块营业收入为144.73亿元，直营收入和加盟收入分别为92.65亿和50.72亿元，占比分别为64.0%和35.0%，同比增速分别下降8.5%和增长57.2%。
- ◇ **首旅**：2018年首旅酒店营业收入85.39亿元，直营收入和加盟收入分别为66.55亿和14.34亿元，占比分别为77.9%和16.8%，同比增速分别下降0.3%和增长10.7%。

图31: 华住直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)



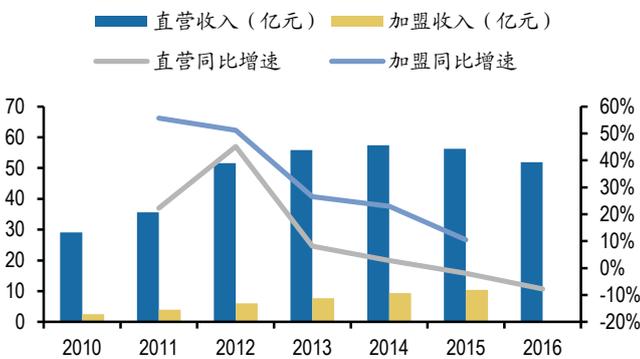
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图32: 锦江直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)



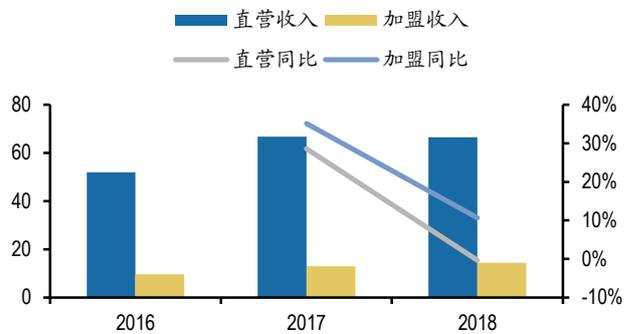
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图33: 如家直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图34: 首旅酒店直营加盟业务收入及同比增速 (亿元)



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

从利润构成来看, 直营店的利润贡献率逐步减弱, 加盟利润逐渐成为酒店营业主要贡献。三大酒店集团近年来采用改造升级直营店, 积极扩张加盟店的策略, 加盟利润占比持续上升。从公司利润表数据分拆来看, 华住直营店具有一定周期属性, 除公司开店数量影响外, 盈利主要受利润影响, 不考虑中央费用公司2010年以来直营店利润率波动范围为8%至22%; 而加盟店主要受开店规模影响, 2011年以后公司加盟店测算收入和测算利润年增速约30%至60%, 周期属性较弱。

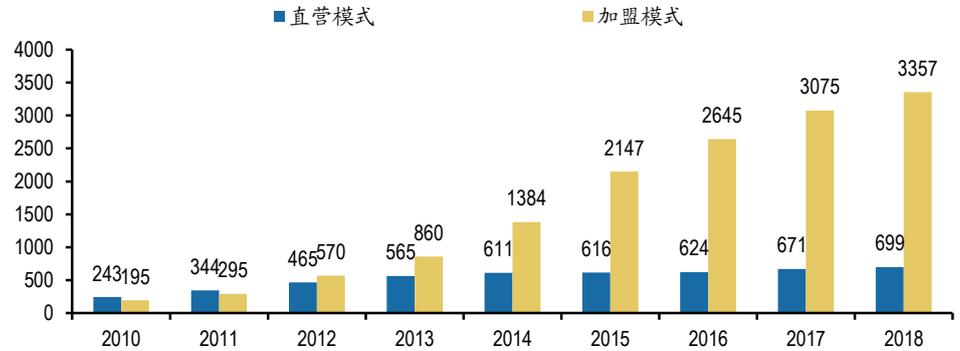
酒店的直营业务在2015年以前处于低谷期, 尽管在2015年之后直营店盈利能力回升, 但加盟业务已经成为酒店龙头的主要盈利贡献。2012-2015年是酒店行业的周期下行期, 直营店的成本端 (主要是租金和人工快速增长) 增速超过收入端增速, 2015-2018年直营店盈利能力回升, 但利润贡献上看直营店已经不是业绩的主要增量。根据我们的分拆模型, 华住、锦江和首旅的加盟业务利润占比均已超过直营业务。

1、华住: 业绩高增长来自的 “直营回暖+加盟扩张” 的共同驱动

近年来华住在 “直营回暖+加盟扩张” 的共同驱动下实现业绩高增长。华住2013年之前利润贡献以直营业务为主, 加盟业务处于培育阶段。2013-2015年是酒店业下行期, 直营店利润下滑, 华住控制直营店数量, 大力发展加盟业务, 2015年华住的加

盟业务利润超越直营利润成为华住的主要盈利来源。2017-2018年酒店市场回暖，华住直营店盈利能力显著回升，与加盟业务的高增长形成共振，推动业绩实现高速增长。

图35: 华住直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表6: 华住酒店集团2010-2018年利润表分拆 (单位: 万元)

利润分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营收入 (含商品销售)	173341	219942	309151	388996	454098	501814	522619	645471	776193
租金	47,610	65,525	91,636	125,566	154,365	180,453	187,088	205,895	240,595
水电	10,821	15,087	21,577	27,331	32,384	34,162	34,562	36,510	39,940
人工	21,091	32,908	50,577	63,851	78,897	91,956	108,838	138,828	166,264
折旧摊销	16,313	22,794	33,716	45,306	55,883	64,506	67,700	77,320	86,913
消耗品	14,532	22,824	33,325	39,172	45,480	48,510	49,476	55,051	67,263
开业筹建费用	11,121	18,430	23,069	21,128	18,633	11,001	7,185	20,645	25,463
直营经营利润	45,456	37,782	49,349	55,135	49,836	39,153	49,733	106,672	156,544
YOY	-16.9%	30.6%	11.7%	-9.6%	-21.4%	27.0%	114.5%	46.8%	-16.9%
测算直营经营利润率	28.1%	18.4%	17.0%	15.1%	11.7%	8.3%	9.7%	16.8%	21.0%
加盟收入	13,058	21,264	34,985	54,996	74,280	112,398	141,116	178,666	252699
加盟经营利润	10,373	16,844	27,713	43,561	58,834	87,095	110,913	142,933	202,159
YOY		62.4%	64.5%	57.2%	35.1%	48.0%	27.3%	28.9%	41.4%
加盟门店数量	195	295	570	860	1384	2147	2645	3075	3357
YOY		51.3%	93.2%	50.9%	60.9%	55.1%	23.2%	16.3%	9.2%
市场及销售费用	-7,079	-9,475	-10,281	-13,813	-18,744	-17,957	-14,653	-21,496	-34,808
行政管理费用	-11,999	-16,006	-22,411	-28,476	-34,213	-40,301	-49,214	-69,097	-85,090
财务收入	1,326	1,723	1,373	604	2,163	2,286	5,631	2,533	-9,629
其他损益	-6,706	-9,339	-13,867	-13,972	-18,488	-27,312	-29,913	-29,844	-13,056
税前利润	27,906	14,295	23,367	38,852	41,550	63,591	107,745	160,839	230,727
测算税前利润率	16.1%	6.4%	7.2%	9.3%	8.4%	11.0%	16.5%	19.7%	22.9%
利润贡献分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营经营利润/净收入	26.1%	16.8%	15.3%	13.2%	10.0%	6.8%	7.6%	13.1%	15.6%
加盟经营利润/净收入	6.0%	7.5%	8.6%	10.4%	11.9%	15.1%	17.0%	17.5%	20.1%

SG&A/净收入	6.4%	8.2%	7.2%	5.1%	3.8%	1.9%	1.1%	2.5%	2.5%
开办法/净收入	10.9%	10.7%	9.4%	9.5%	9.7%	8.8%	10.0%	10.2%	9.7%
Adjusted EBIT/净收入	15.9%	5.5%	7.4%	9.8%	8.5%	11.4%	13.3%	17.6%	23.3%

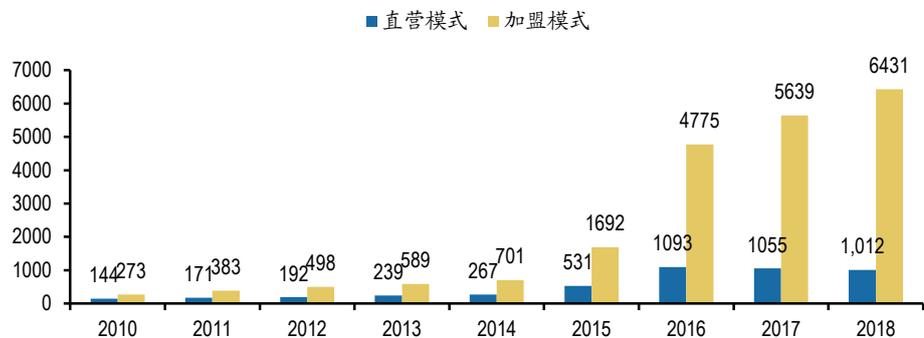
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：1) 华住18年因投资雅高股票下跌造成9.14亿公允价值损失，经调整后该年税前利润为23.07亿元，同比增长43.45%，税前利润率为22.93%。2) 注：华住直营运营收入包含直营客房收入和商品销售收入

2、锦江：并购维也纳和铂涛带来业绩增长

锦江凭借并购解决增长问题，加盟收入增长强劲，未来整合提效值得期待。锦江股份在2015年之前经营利润较高，2015-2017年连续并购卢浮、铂涛和维也纳三个酒店集团，实现规模扩张和新一轮中端品牌布局。收购完成后锦江不仅成为国内最大酒店集团，在中端酒店领域也已经处于国内领先地位，门店扩张保持高增速并且以中端为主，解决了未来增长的瓶颈问题。2015年后锦江的加盟业务增长强劲，2016年超过直营店成为公司的主要利润贡献，17年和18年加盟业务收入分别增长51.7%和57.2%，得益于铂涛和维也纳中端酒店的快速扩张，锦江加盟业务保持了非常高的增长速度，从经营数据来看，锦江的加盟业务利润规模也超过直营。目前锦江正在积极推进财务、会员、采购三大系统的整合，公司内部整合带来的经营效率提升值得期待。

图36：锦江直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

表7：锦江有限服务酒店业务板块2010-2018年利润表分拆（单位：万元）

利润分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营运营收入（含商品收入）	152319	173079	187330	211880	229972	436104	825108	1012165	940175
租金和能源	31238	36821	40086	50228	57889	100226	205667	256510	256551
自营人工成本	33555	32363	35696	40424	48927	112682	197749	234523	228026
折旧和摊销	25045	28029	28909	33827	36612	65245	118699	132294	116453
消耗用品、食品和饮料	17868	13347	12524	12562	11612	30448	42862	56558	93877
直营经营成本合计								740,697	784,778

直营利润								267,726	155,397
直营店利润率								20.1%	10.7%
加盟收入	9872	15868	23039	29213	33752	93604	213348	322721	507166
加盟管理酒店人工成本					3,643	4,548	26,278	57,900	85,773
加盟管理酒店其他成本								72,823	98,947
加盟利润								191,997	322,446
yoy									67.9%
加盟店利润率								59%	64%
财务费用	-2,336	-1,125	-772	-4,585	-6,962	-17,465	-38,676	-41,844	-37,195
销售和市场费用	-10,118	-4,066	-4,151	-4,455	-8,631	-16,864	-47,872	-83,056	-83,782
一般行政管理费用	-7,029	-19,386	-22,563	-23,304	-15,821	-63,661	-117,541	-215,173	-233,929
其他损益								4,639	13,348
利润总额	25234	24221	33231	32288	33148	46102	71943	124289	136285
yoy		-4.01%	37.20%	-2.84%	2.66%	39.08%	56.05%	72.76%	9.65%
税前利润率	15.56%	12.82%	15.80%	13.39%	12.57%	8.70%	6.93%	9.31%	9.42%
利润贡献分拆	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
直营经营利润/营业收入								20.1%	10.7%
加盟经营利润/营业收入								14.4%	22.3%
财务费用/营业收入	-1.4%	-0.6%	-0.4%	-1.9%	-2.6%	-3.3%	-3.7%	-3.1%	-2.6%
销售和市场费用/营业收入	-6.2%	-2.2%	-2.0%	-1.8%	-3.3%	-3.2%	-4.6%	-6.2%	-5.8%
一般行政管理费/营业收入	-4.3%	-10.3%	-10.7%	-9.7%	-6.0%	-12.0%	-11.3%	-16.1%	-16.2%
税前利润/营业收入	15.6%	12.8%	15.8%	13.4%	12.6%	8.7%	6.9%	9.3%	9.4%

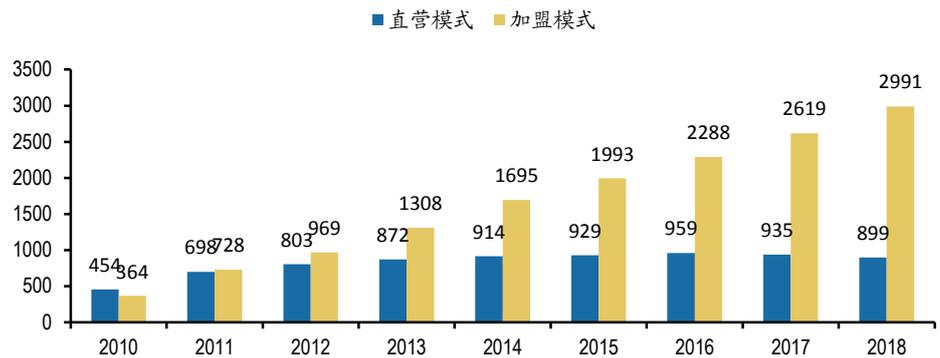
数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：锦江直营运营收入包含直营客房收入和商品销售收入

3、首旅如家：加盟店利润增长迅速

首旅由于直营店体量较大，利润依然以直营店贡献为主，受行业周期波动最为明显。如家在三大酒店集团中发展最早，旗下的直营店数量最大，2015年如家受行业周期影响利润处于底部，2017年受益酒店行业回暖，首旅酒店盈利明显回升。目前从加盟收入占比看，首旅相比华住、锦江略低，不过从我们的测算数据来看除中央费用及其他业务费用外如家加盟业务利润也明显超过直营业务（占比超过60%）。

图37: 如家直营和加盟模式门店数量增长趋势对比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表8: 如家酒店2016-2018年利润表分拆 (单位: 万元)

利润分拆	2017	2018
直营收入	667735	665537
经营成本	40284	43349
租金	179396	175438
水电	47545	45,714
折旧摊销	81810	76,543
消耗品	25235	11,929
其他	62337	73606
直营利润率	7%	10%
加盟收入	129539	143393
加盟利润率	75%	73%
酒店业务利润	90,072	118,147
酒店业务利润率	11%	15%
利润总额	100,138	128,562
利润率	11.9%	15.1%
利润分拆	2017	2018
测算如家直营经营利润/营业收入	5.1%	7.1%
测算如家加盟经营利润/营业收入	11.0%	11.7%
测算如家其他利润/营业收入	-4.7%	-5.4%
其他酒店业务利润/营业收入	-0.7%	0.5%
其他业务利润/营业收入	1.2%	1.2%

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

从利润增长来看, 加盟单店利润可观, 每新增百家有望增厚利润约3%。2018年华住、锦江和首旅的加盟收入占酒店业务比重分别为25%、35%和18%, 不考虑中央及其他费用直营业务利润率分别约为20%、11%和10% (均为测算数据, 各家口径略有不同), 而加盟业务利润率均达到60%以上。由此看来, 新开加盟店单店利润达到30-60万, 占新开直营店单店利润 (约70-200万) 约50%, 随着加盟店高速增长及占比提升, 新开店对利润贡献更为客观。

我们测算2018年华住、锦江和首旅直营店收入平均分别约为1,069、983和719万，单店利润分别为209、106和75万，而加盟收入平均分别为72、79和46万，单店利润分别为57、50和34万。虽然加盟店收入与直营店相差较大，但利润层面加盟单店占直营店利润平均比例达近50%。综合来看，每新开100家店，华住、锦江和首旅利润增长贡献达到2%、4%和3%，其中锦江弹性更高，主要由于加盟业务占比高于其他两家。

相对而言Revpar对公司利润影响也较为明显，我们测算Revpar增速变动1%，华住锦江和首旅的利润变动分别约为4%、6%和7%，可见Revpar增速仍是影响盈利的关键因素，不过相对而言华住受Revpar波动影响更小，主要由于直营店利润率较高，而首旅受影响更大，原因是直营店占比较高。

表 9：2018 年三大酒店集团收入及利润拆分测算（万元）

	首旅	锦江	华住
直营收入	665,537	995,247	747,000
直营酒店数	925	1012	699
<u>直营单店收入</u>	<u>719</u>	<u>983</u>	<u>1,069</u>
<u>直营单店利润</u>	<u>75</u>	<u>106</u>	<u>209</u>
加盟收入	143,349	507,166	252,700
加盟酒店数	3,124	6431	3,531
<u>加盟单店收入</u>	<u>46</u>	<u>79</u>	<u>72</u>
<u>加盟单店利润</u>	<u>34</u>	<u>50</u>	<u>57</u>
利润总额	128,562	136285	230,727
直营利润率	10%	11%	20%
加盟利润率	73%	64%	80%
Revpar 增加 1%	7%	6%	4%
开加盟店 100 家	3%	4%	2%

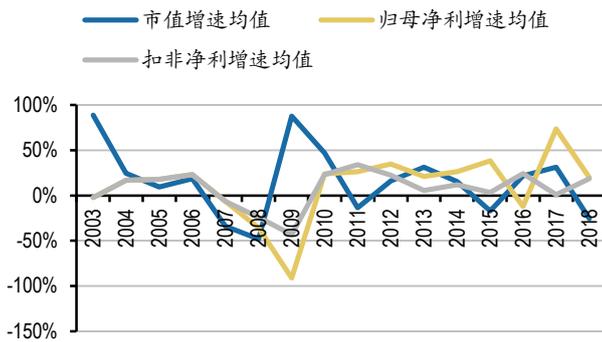
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

估值：A 股酒店龙头目前估值处于历史底部，具有较高的中长线配置价值

由于过去A股酒店行业公司规模较小，盈利波动也较高，A股酒店并未形成统一的定价机制。2016年以来，随着首旅并购如家，锦江并购维也纳、铂涛和卢浮，锦江和首旅的龙头地位逐步显现。从美股市场来看，酒店公司EV/EBITDA相对平稳，2003-2018年平均为15倍，PE波动幅度相对较大，平均也达到31倍。

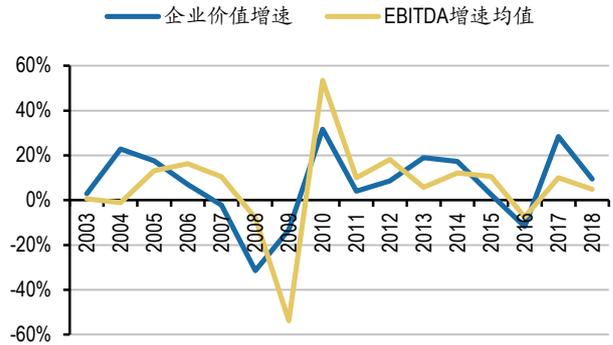
而目前锦江和首旅EV/EBITDA分别为11倍和9倍，动态PE均约20倍，在宏观经济下行的预期下酒店行业估值已有明显下降，但参照海外市场龙头酒店成长周期，以及近几年行业结构变化，我们认为华住、首旅和锦江有望延续较高的增长，竞争优势也将继续显现，目前估值具备优势。

图38: 主要酒店集团市值增速与盈利增速



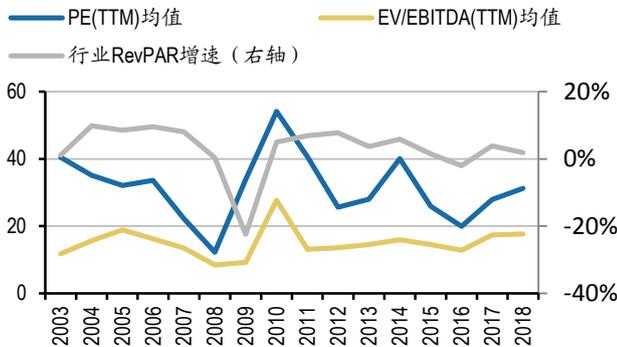
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图39: 主要酒店集团EV增速与EBITDA增速



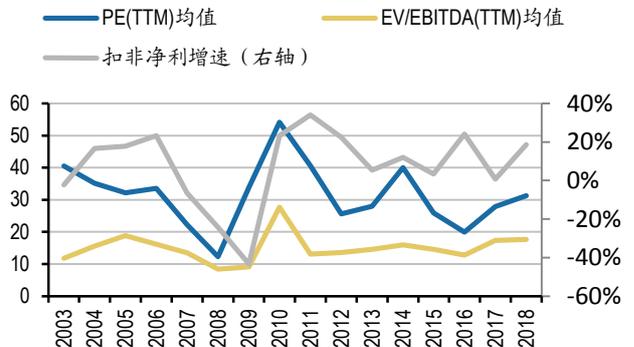
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图40: 酒店估值与RevPAR增速对应关系



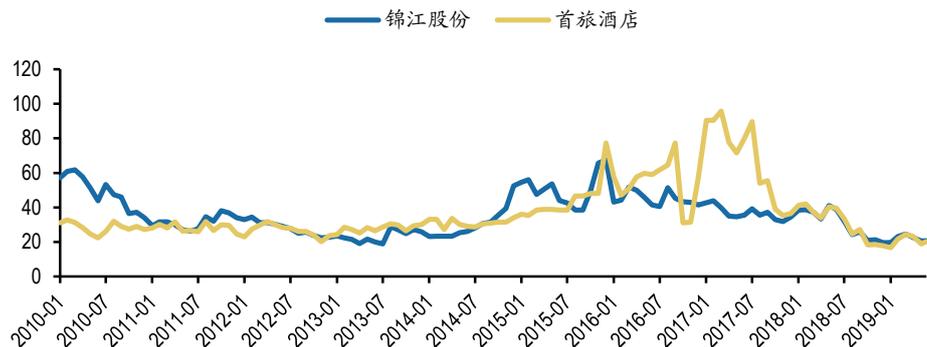
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图41: 酒店估值与业绩增速对应关系



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图42: 锦江股份和首旅酒店历史市盈率(TTM)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表 10: 截止 2019 年 6 月 23 日全球主要上市酒店集团估值表

	市值 (亿元人民币)	PE(TTM)	PE(2019E)	EV/EBITDA (TTM)	EV/EBITDA(2019E)
万豪	3,122	28	23	20	15
希尔顿	1,914	33	25	20	16
雅高	794	37	22	37	14
洲际	812	35	21	21	14
华住	712	52	37	31	28
凯悦	540	36	48	13	12
香格里拉	312	24	18	18	13
温德姆	371	20	17	19	12
精选	322	20	21	15	15
锦江	221	21	20	17	11
首旅	176	20	18	15	9
格林	87	19	17	13	11

数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

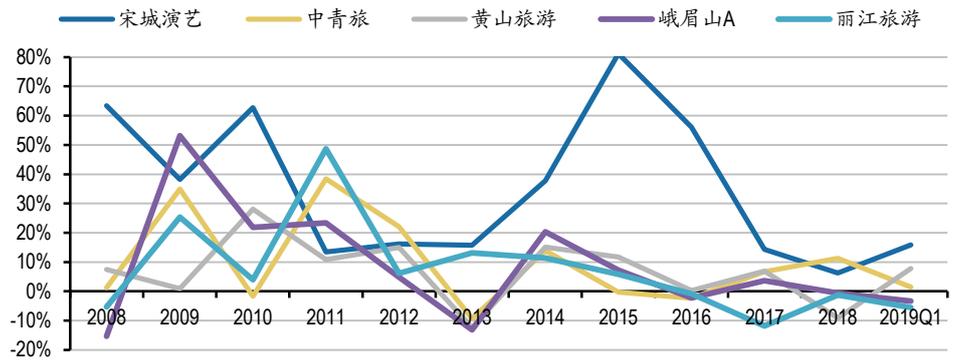
景区：演艺龙头扩张可期，自然景区估值承压

盈利：营收增长有所放缓，降价压力和客流瓶颈成为制约估值主要因素

从营业收入增速来看，主要上市景区近年来营收基本保持平稳增长。宋城演艺与中青旅2018年营收增速分别为6.2%、11.3%，2019Q1同比营收增速分别15.9%、1.4%。2018年黄山旅游主业营收平稳，19Q1营收同比增长7.8%。峨眉山与丽江旅游2018年营业收入分别同比下降0.6%和1.3%，19Q1营收同比下降3.4%与5.6%。

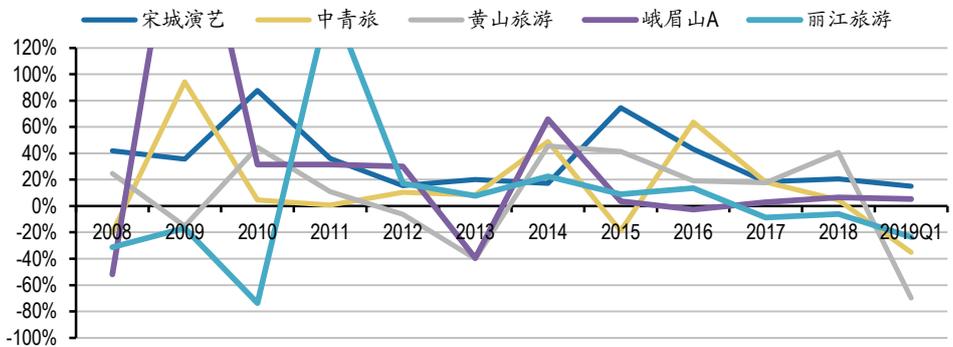
从归母净利润增速来看，演艺龙头增长稳健，其他休闲自然景区增长有所承压。宋城演艺2018年归母净利润同比增长20.6%，2019Q1同比增加14.9%；中青旅2018年归母净利润同比增长4.5%，19Q1同比下降35%；黄山旅游2018年归母净利润同比增长40.7%，19Q1扣非净利润同比下降26.7%；峨眉山2018年归母净利润同比增长6.4%，19Q1同比增长5.4%；丽江旅游2018年归母净利润下降6.2%，19Q1同比下降23.4%。

图43: 近年来主要上市景区公司营业收入增速放缓, 基本平稳增长



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

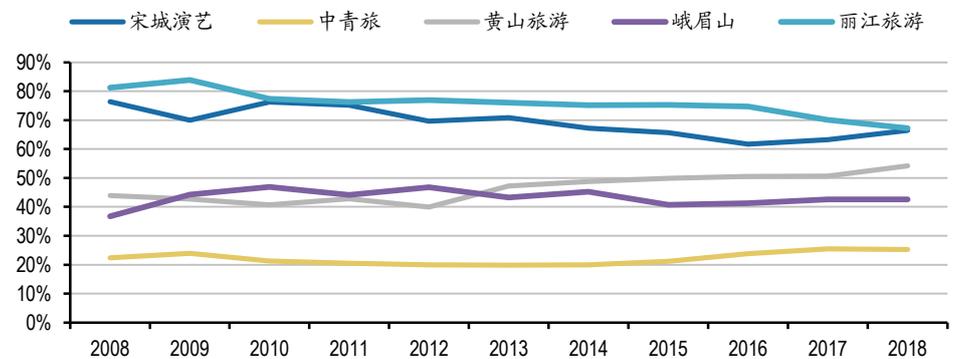
图44: 近年来演艺龙头成长稳健, 景区公司净利润增速放缓, 业绩有所承压



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

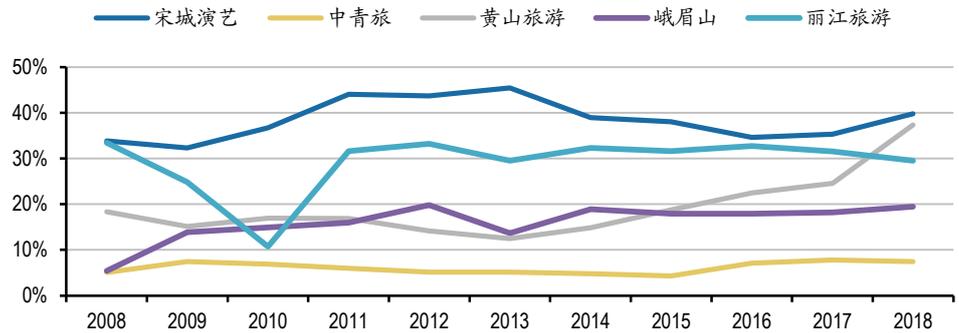
景区板块毛利率整体较为平稳, 波动不大。其中宋城演艺2018年毛利率66.4%, 19Q1为69.8%, 仍有小幅上升。中青旅、黄山旅游、峨眉山18年毛利率分别为25.3%、54.1%、42.6%, 19Q1毛利率基本保持平稳。景区净利率呈现出下降的趋势, 演艺龙头宋城演艺的净利率稳步提升, 其他景区公司净利率有所下降。

图45: 近年来主要上市景区公司毛利率基本保持平稳



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图46: 近年来主要上市景区公司净利率



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

经营: 单体自然景区客流难有明显增长, 异地复制延续演艺龙头扩容之道

过去十年景区客流量增长整体趋缓, 特别是自然景区客流复合增速基本在10%以内。未来, 景区的客流增长来自: (1) 交通改善: 未来3年内, 黄山、峨眉山、张家界、丽江景区、桂林景区等周边均存在高铁等交通改善预期, 有望进一步支持景区客流量增长; (2) 异地复制项目: 以宋城演艺和中青旅为代表的休闲景区异地复制能力较强, 轻资产运作进一步加速扩张, 驱动客流量快速增长。

过去十年景区营收的增长同样整体趋缓, 客单价稳中有降。2018年受门票价格下降影响, 丽江旅游景区客单价有所下降, 黄山、峨眉山、桂林景区、海南南山景区客单价基本与上年持平。

2019年以来, 主要上市景区客流量基本保持平稳。根据桐乡市人民政府官网数据, 2019Q1乌镇景区共接待游客148.4万人次, 同比增长1.92%。根据黄山市统计局数据, 2019年1-4月黄山风景区累计接待游客98.9万人, 同比增长1.8%。

表 11: 主要上市景区 2008 年以来景区营收、客单价及客流量概览

景区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	近 5 年复合增速	近 10 年复合增速
黄山景区													
景区收入 (亿元)	6.8	6.9	8.4	9.4	9.9	5.6	6.3	6.4	7.1	7.2	7.3	5.4%	0.7%
客流量 (万人)	224	236	252	274	301	275	297	318	330	337	338	4.2%	4.2%
客单价 (元/人)	302	292	334	344	330	205	211	201	214	215	216	1.0%	-3.3%
丽江景区													
景区收入 (亿元)	1.3	1.6	1.1	4.3	4.6	5.2	5.8	6.3	6.1	5.0	4.9	-1.2%	14.2%
客流量 (万人)	141	204	193	268	284	295	337	370	401	357	369	4.6%	10.1%
客单价 (元/人)	94	76	56	162	164	177	172	171	153	140	133	-5.6%	3.5%
峨眉山景区													
景区收入 (亿元)	2.1	3.6	4.4	5.7	6.1	5.5	7.2	7.8	7.3	7.5	7.9	7.5%	14.2%
客流量 (万人)	121	183	202	260	277	223	287	331	330	319	330	8.2%	10.6%
客单价 (元/人)	172	198	219	220	221	246	252	235	221	234	239	-0.5%	3.4%
桂林景区													
景区收入 (亿元)	0.7	0.8	1.5	1.9	2.1	1.8	2.1	2.3	2.3	2.6	2.8	9.2%	14.9%
客流量 (万人)	205	237	213	270	279	256	290	326	344	443	476	13.2%	8.8%
客单价 (元/人)	34	34	70	70	75	70	72	71	67	59	59	-3.4%	5.6%
乌镇景区													
景区收入 (亿元)	2.4	3.0	4.9	5.8	6.9	7.7	9.7	11.4	13.6	16.5	19.1	19.9%	23.1%
客流量 (万人)	252	324	575	515	601	569	693	795	906	1013	915	10.0%	13.8%
客单价 (元/人)	96	94	85	113	115	135	140	143	150	162	209	9.1%	8.1%
古北水镇													
景区收入 (亿元)							2.0	4.6	7.2	9.8	10.0	49.5%	
客流量 (万人)							98	147	244	275	256	27.1%	
客单价 (元/人)							202	314	295	356	391	17.9%	
海南南山													
景区收入 (亿元)	3.1	3.8	4.2	3.0	3.3	3.5	3.5	3.6	3.7	4.4	4.5	5.2%	3.8%
客流量 (万人)	234	276	282	354	383	388	362	353	374	489	499	5.2%	7.9%
客单价 (元/人)	134	138	149	85	87	90	96	101	99	91	90	0	-3.9%
华山索道													
景区收入 (亿元)	0.9	1.2	1.3	1.8	1.7	1.2	0.9	1.0	1.0	1.0	1.5	4.6%	5.2%
客流量 (万人)	98	114	115	158	146		132	137	141	146	204	11.5%	7.6%
客单价 (元/人)	91	105	117	113	115		69	74	69	68	74	1.6%	-2.1%
景区收入合计 (亿元)	18.4	22.1	26.9	33.3	36.0	31.7	38.5	44.6	49.5	55.5	58.0	12.8%	12.2%
客流量合计 (万人)	1275	1574	1832	2098	2270	2005	2495	2776	3071	3380	3388	11.1%	10.3%
客单价 (元/人)	145	140	147	159	159	158	154	161	161	164	171	1.6%	1.7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心。

注: 华山索道近五年复合增速列示的是近四年复合增速, 2013 年累计客流量不包括华山索道的客流量; 古北水镇近五年复合增速列示近四年复合增速。

表 12: 2015-2018 年主要上市景区客流量情况 (单位: 万人次)

景区	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	18 年同比增速
黄山景区	318	330	337	338	0.6%
峨眉山	331	330	319	330	3.3%
桂林景区	326	344	443	476	7.6%
张家界	796	715	595	596	0.3%
丽江景区	370	401	357	369	3.4%
长白山	215	220	223	251	12.4%
华山索道	137	141	146	204	39.7%
乌镇	795	906	1013	915	-9.7%
古北水镇	147	244	275	256	-6.9%

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

降价: 前一轮门票降价传导经营压力初现, 上市景区仍需消化化解

2018年3月5日, 十三届全国人大一次会议上的政府工作报告中提到要“降低重点国有景区门票价格”。2018年6月29日, 国家发改委公布的《关于完善国有景区门票价格形成机制降低重点国有景区门票价格的指导意见》中, 提出要在今年“十一”黄金周旅游高峰期到来之前, 降低国内一批5A级重点景区门票价格。2018年国庆前夕, 各上市公司景区门票价格陆续下调。门票价格的下降对部分上市自然景区公司经营带来一定压力。

表 13: 近期主要上市景区门票价格下调情况

景区	公告时间	执行时间	调价情况
黄山风景区	2018-09-19	2018-09-28	门票价格: 旺季门票价格由 230 元/人次调整为 190 元/人次; 淡季 150 元/人次; 旺季索道价格: 云谷、太平索道单程 80 元/张; 西海大峡谷观光缆车票单程 100 元/张; 淡季索道价格: 云谷、太平索道单程 65 元/张; 西海大峡谷观光缆车票单程 80 元/张
			新玉屏索道全程票价为旺季 90 元/人次, 淡季 75 元/人次, 上下行同价
峨眉山	2018-09-05	2018-09-20	索道价格: 旺季上行 65 元/人次, 下行 55 元/人次; 淡季上行 30 元/人次, 下行 20 元/人次
			旺季门票价格从 185 元/人次调整为 160 元/人次, 淡季 110 元/人次
丽江景区	2018-09-21	2018-10-01	云杉坪索道票价从 55 元/人次调整为 40 元/人次
	2018-09-21	2018-10-01	玉龙雪山索道票价从 180 元/人次调整为 120 元/人次
张家界景区	2018-07-10	2018-09-22	武陵源核心景区旺季普通门票由 245 元/人次调整为每人 225 元/人次, 淡季普通门票由 136 元/人次调整为每人 115 元/人次, 连续四日有效。
			十里画廊观光电车单程普通票价为 38 元/人次, 双程为 52 元/人次
			黄龙洞景区和宝峰湖景区门票价格分别为 100 元/人次和 96 元/人次

九华山风景区	2018-09-20	2018-09-28	门票：淡季 140 元/人次，旺季门票价格从 190 元/人次调整为 160 元/人次 百岁宫缆车：普通单程价格淡季 45 元/人次，旺季 55 元/人次 天台、花台索道：普通单程淡季 65 元/人次，旺季 85 元/人次
桂林景区	2018-09-27	2018-10-01	丰鱼岩景区门票价格由 65 元/人次调整为 50 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	龙胜温泉景区正式门票价格由 125 元/人次调整为 100 元/人次
			象山公园门票 55 元/人次
			七星景区门票价格 55 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	两江四湖景区夜游普通游船票价由 220 元/人次调整为 185 元/人次
	2018-09-27	2018-10-01	银子岩景区门票价格由 80 元/人次调整为 65 元/人次
乌镇景区	2018-08-21	2018-09-20	东栅景区门票价格由 120 元/人次调整为 110 元/人次，西栅景区门票价格为 150 元/人次，联票价格由 200 元/人次 190 元/元/人次
古北水镇		2018-10-30	古北水镇景区门票价格从 150 元/人调整为 140 元/人
宋城景区			杭州乐园全价票 190 元/人次
			宋城景区实行景区入园和《宋城千古情》一票制票价体系，景区入园观演普通票价为 290 元/人次；烂苹果乐园门票门市价为 160 元/人次，网销价 140 元/人次

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

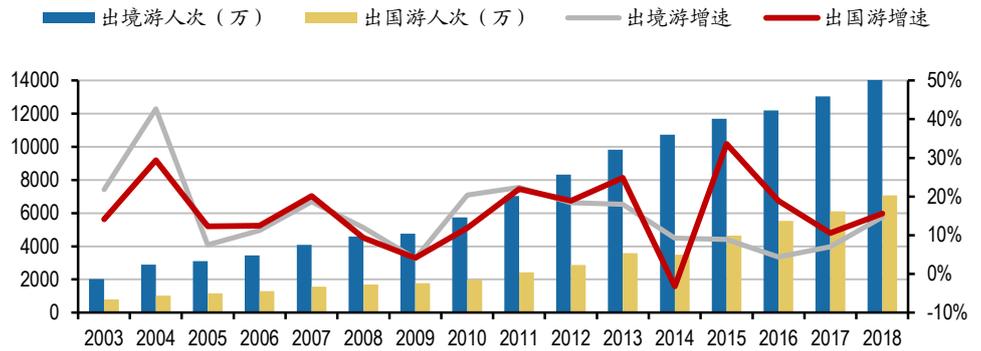
出境游：下半年行业或有回暖，区域枢纽机场扩容渠道继续下沉、OTA 份额持续提升

2018 年下半年行业增速明显放缓，19 下半年低基数下行业增速或有回升

2018 年全国出境游（不含港澳台）总人次达到 7073 万人次，同比增长 15.6%，较 2017 年 10.6% 增速有所回暖，2010 年以来出境游（不含港澳台）行业年复合增速达 17.2%。2018 年民航国际航线旅客吞吐量同比增长 13% 至 1.26 亿人次，2010 年以来复合增速达 14%。

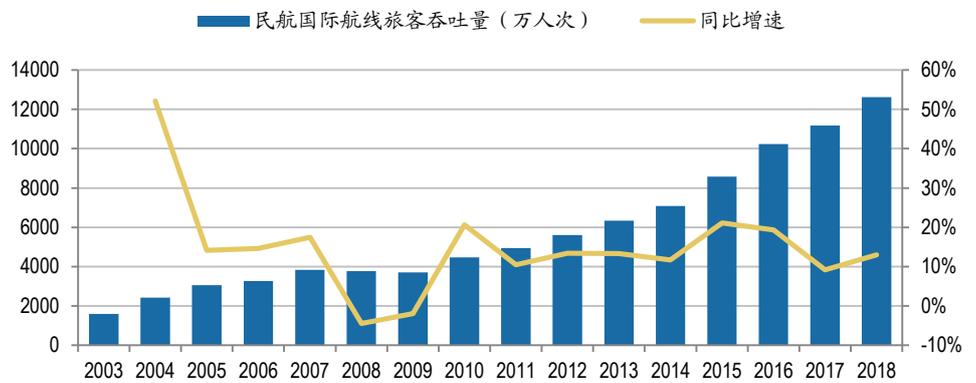
2018 年下半年行业增速明显放缓：18 年第一季度行业增速较高，下半年行业增速放缓至 10% 左右水平。根据中航信数据，2018 年 1-4 季度国际航班订座量同比增速分别为 12%、18%、12% 和 11%，2018 年下半年行业增速有所放缓。

图47: 2010-2018年出境游(不含港澳台)行业复合增速达17.2%



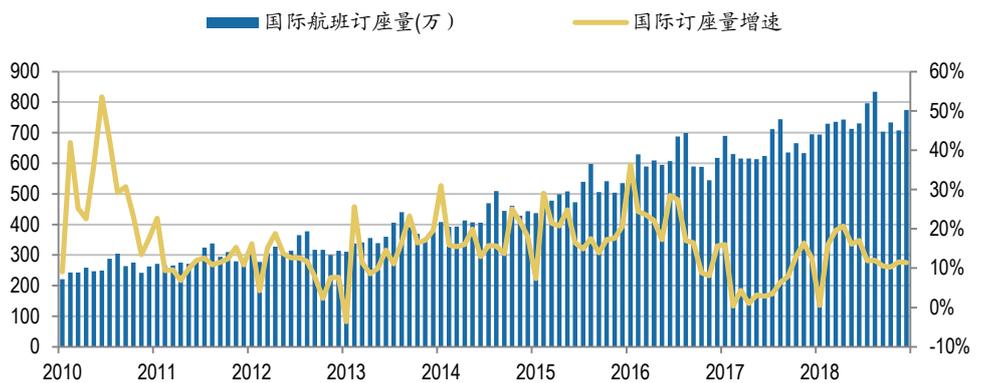
数据来源: 国家旅游局、广发证券发展研究中心

图48: 2010年以来民航国际线吞吐复合增速达13.9%



数据来源: 中国民用航空局、广发证券发展研究中心

图49: 2018年下半年国际订座量增速放缓至10%左右

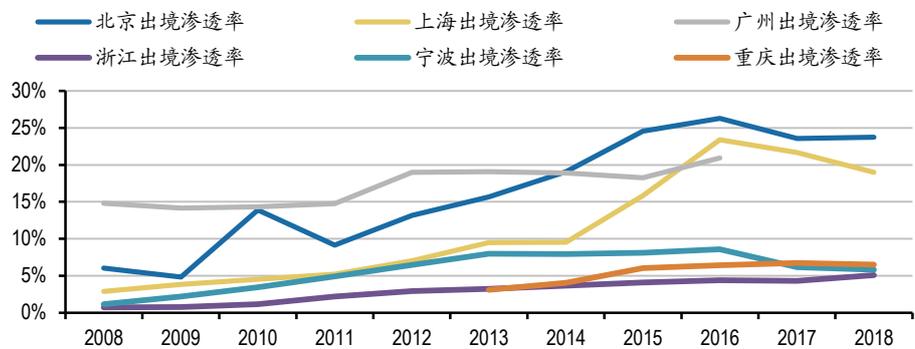


数据来源: 中航信、广发证券发展研究中心

区域枢纽机场国际客流量增速高于北上机场，地方机场扩容驱动出境游服务环节渠道继续下沉

二三四线城市渗透率提升空间较大：根据公安部数据，2017年国内约有1.29亿因私普通护照持有量，持有因私普通护照人口约占全国总人口的9.3%，整体相较成熟国家护照持有率仍有较大提升空间。2018年北京、上海两地跟团出境游渗透率（旅行社组织出境人次占城市总人口数量比例）分别为24%和19%，一线城市跟团出境游渗透率达到20%左右，而大量二、三、四线城市渗透率仍然低于5%，未来随着消费升级不断推进，支线机场国际航班量不断增长，大量低线城市出境需求将持续本地化释放，消费升级和渠道下沉将助力出境游行业中长期保持持续增长态势。

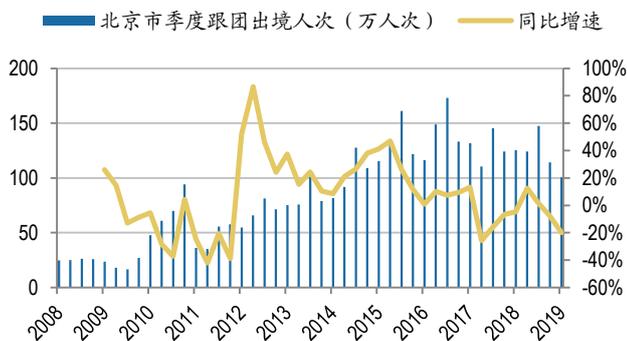
图50：北京、上海跟团出境游渗透率分别为24、19%，二线城市渗透率约6%



数据来源：各地旅游局官网、广发证券发展研究中心

一线城市跟团出境游降幅扩大，二三线城市增速有所放缓：2019年1季度北京旅行社组织出境旅游人次同比下降19.8%，降幅较18年全年-0.1%有所扩大，2019年1-4月上海旅行社组织出境旅游人次同比下降18.8%，较18年全年降幅-9.4%也有所扩大。2019年1-5月浙江省旅行社组织出境旅游人次同比增长10.4%，较18年全年增速16.3%有所放缓。

图51：19年1季度北京市跟团出境人次同比下降19.8%



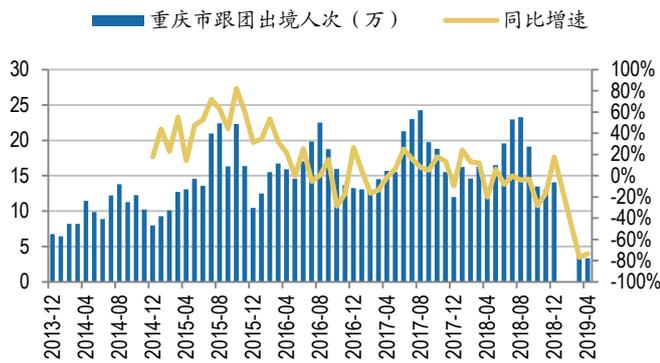
数据来源：北京市统计局、广发证券发展研究中心

图52：19年1-4月上海市跟团出境人次同比下降18.8%



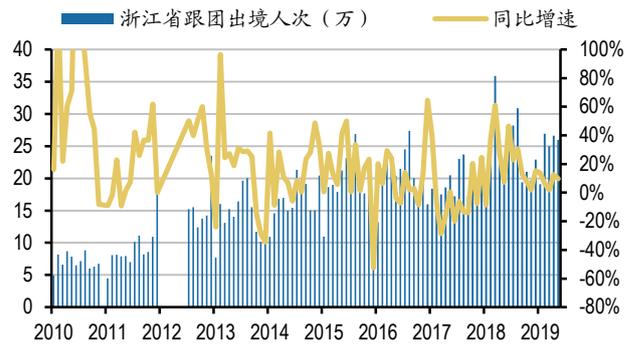
数据来源：上海市旅游局、广发证券发展研究中心

图53: 19年1-4月重庆市跟团出境人次出现下降



数据来源: 重庆市旅游数据中心、广发证券发展研究中心

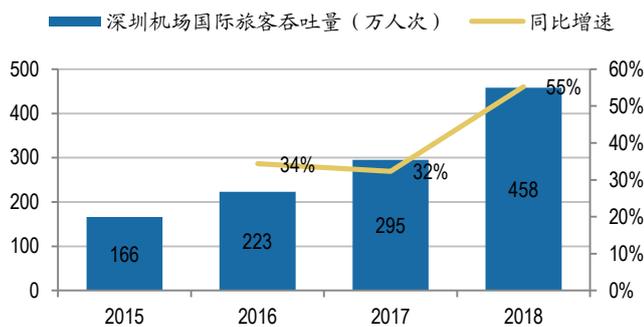
图54: 19年1-5月浙江省跟团出境人次增长10.4%



数据来源: 浙江省旅游局、广发证券发展研究中心

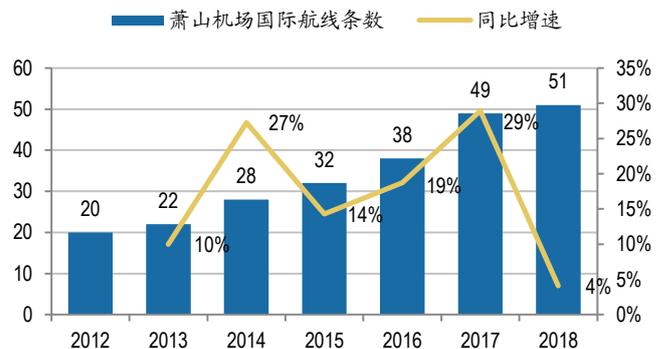
北京上海机场时刻趋于饱和，非北上区域枢纽机场增加国际航班是行业变化的核心动因：一线城市跟团出境人次降温明显一方面受到自由市场冲击，另一方面二三线城市区域枢纽机场不断新增国际航线，消化大量本地消费需求，对一线城市有一定的分流作用。2016年以来市场增量大量来自二三线城市，主要受益于非北京上海的区域枢纽机场大量新增国际直飞航班，二三线城市需求逐步本地化释放：16-17年深圳机场国际旅客吞吐量增速均超过30%，18年增速超过50%；杭州萧山机场国际航线数量持续增加；昆明、南京、武汉和厦门机场也不断加开国际航班。未来随着二线机场国际航线数量稳步提升、签证政策逐步放宽，出境旅游市场整体有望维持稳步增长态势，长期增长前景可期。

图55: 2018年深圳机场国际旅客吞吐量大幅增长



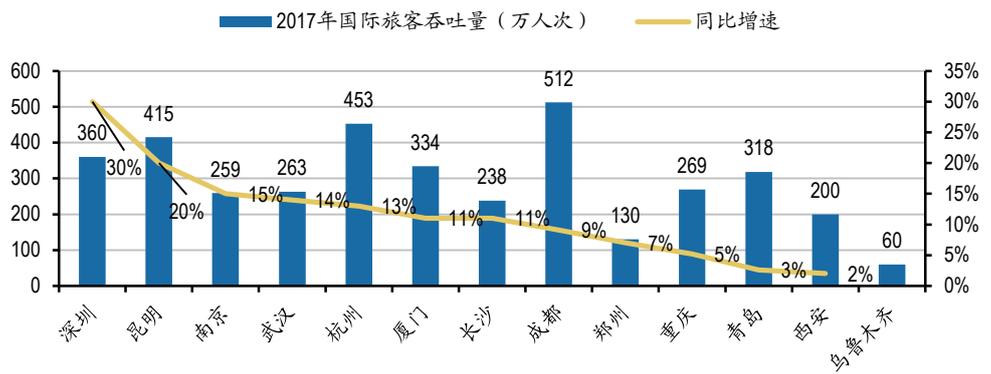
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图56: 杭州萧山机场国际航线数量持续增加



数据来源: 杭州市统计局、广发证券发展研究中心

图57: 近年来多个区域枢纽机场不断加开国际航线

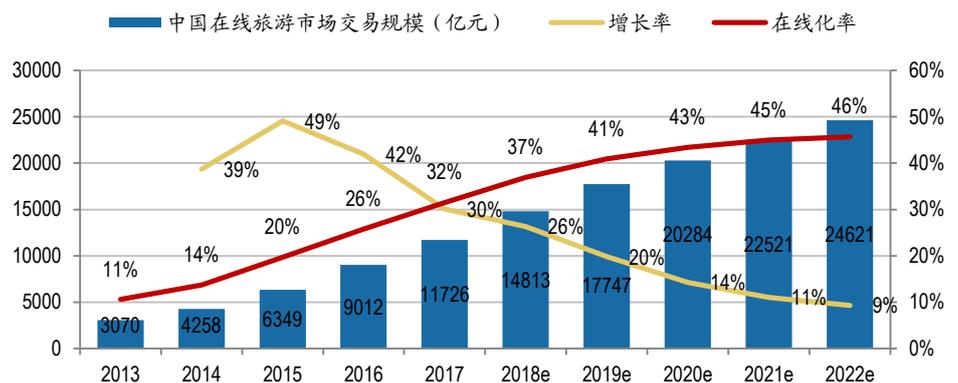


数据来源: 民航资源网、广发证券发展研究中心

传统线下组团旅行社经营或有承压, OTA 份额持续提升

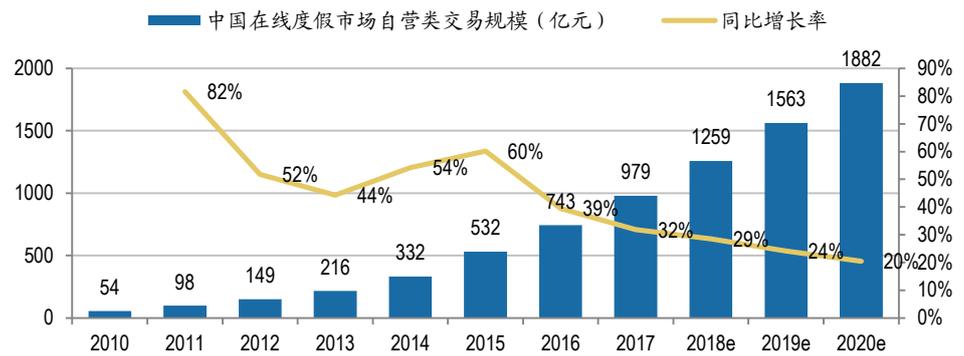
线上渗透率进一步提升: 中国旅游市场在线化率持续提升, 17年达到32%后仍保持上升态势, 在线旅游市场交易规模17年达到11726亿元, 同比增长30%, 增速较15、16年的49%和42%进一步回落。携程、途牛和同程等OTA在经历了互联网流量红利快速释放的阶段后, 以更加细化的服务助推品质升级, 带动OTA份额提升。目前出境游行业快速渠道下沉、低线城市市场消费构成了增量市场的主要来源的出境游行业, 无论是传统旅行社还是OTA都试图扩大线下门市数量、扩大品牌影响力进行渠道下沉, 旅游零售渠道集中度有望稳步提升。

图58: 在线化率持续提升, 低线城市构成出境游主要增量市场



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

图59: 在线度假市场规模达到千亿规模, 线上增速仍然高于出境游整体水平



数据来源: 艾瑞咨询、广发证券发展研究中心

零售端渠道下沉过程中竞争或逐步加剧, 各大OTA也纷纷布局线下, 以加盟或直营方式将渠道下沉至二三四线城市, 降低边际获客成本。原本极其分散的线下旅行零售市场或迎来竞争加剧、集中度趋于提升的趋势, 在此过程中, 传统出境游旅行社龙头有望凭借在上游资源端、下游代理渠道和资本优势在竞争中获取较大中高端市场份额。

表14: 各大OTA和传统旅行社积极布局线下门店

	门店数量	新增门店数量
携程	突破1700家, 含去哪儿百事 通后合计超过8000家	-
途牛	536家 (直营)	19Q1新增27家
同程	126家	
凯撒	223家 (直营)	
众信	435家	较17年增加300多家

数据来源: 公司公告、公司官网、广发证券发展研究中心

北京地区两大上市出境组团社龙头众信旅游和凯撒旅游18年下半年以来营收基本保持平稳, 毛利率有所下降。2019年Q1众信旅游营收同比下降0.9%, 较18全年的增长1.5%继续基本保持平稳。凯撒旅游2019Q1营收增速为0.4%, 18年营收同比基本持平。2018年至19Q1携程在线旅游收入季度同比增速分别为18%、31%、28%、31%和25%, 增速持续高于出境游行业整体, 携程的市场份额在逐步提升。19Q1途牛跟团游营收同比下降9.1%, 较2018全年15.2%的增速明显下滑。近年来众信、凯撒等传统旅行社收入增速与行业整体基本保持一致, 毛利率和净利率有所下降, 传统线下旅行社和组团社经营或有承压。

表 15: 线下旅行社龙头收入增速 18 年明显放缓, 毛利率和净利率均有下滑

项目		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入 (亿元)	众信旅游	16	22	30	42	84	101	120	122
	增速	54%	35%	40%	40%	98%	21%	19%	2%
	凯撒同盛	-	17	21	27	43	58	70	70
	增速	-	-	26%	24%	60%	36%	21%	0%
	广之旅	-	-	-	44	46	48	53	60
	增速	-	-	-	-	5%	5%	11%	13%
	竹园国旅		9	15	20	28	38	50	49
				64%	30%	42%	34%	30%	-0%
净利润 (亿元)	众信旅游	0.44	0.62	0.87	1.09	1.87	2.15	2.33	0.24
	增速	45%	40%	42%	24%	72%	15%	8%	-90%
	凯撒同盛	-	0.12	0.48	1.06	1.64	2.04	2.42	1.43
	增速	-	-	313%	123%	54%	25%	19%	-41%
	广之旅	-	-	-	0.48	0.53	0.62	0.65	0.82
	增速	-	-	-	-	11%	18%	5%	26%
	竹园国旅	-	0.16	0.22	0.57	0.68	0.91	1.25	0.97
	增速	-	-	36%	166%	19%	34%	36%	-22%
毛利率	众信旅游	9.1%	9.9%	10.0%	8.8%	9.2%	10.4%	9.9%	9.4%
	凯撒同盛	-	11.2%	12.2%	14.4%	14.9%	14.1%	14.0%	13.3%
	广之旅	-	-	-	10.3%	11.1%	10.2%	10.4%	10.0%
	竹园国旅	-	6.1%	7.2%	7.8%	-	-	-	-
净利率	众信旅游	2.8%	2.9%	2.9%	2.6%	2.5%	2.4%	2.3%	0.4%
	凯撒旅游	-	0.7%	2.2%	4.0%	3.8%	3.5%	3.5%	2.0%
	广之旅	-	-	-	1.1%	1.1%	1.3%	1.2%	1.4%
	竹园国旅	-	1.7%	1.4%	2.9%	2.4%	2.4%	2.5%	2.0%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 16: 众信旅游和凯撒旅游批发、零售和会奖业务毛利率有所下降

项目		2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
批发业务 (亿元)	众信旅游	5	6	10	12	17	25	58	74	89	87
	增速		19%	49%	25%	42%	47%	132%	27%	20%	-3%
	占营收比例	70%	62%	61%	56%	57%	60%	70%	74%	74%	74%
	毛利率	6.5%	8.1%	7.9%	8.8%	8.8%	7.7%	7.2%	8.3%	7.9%	7.1%
	凯撒旅游				5	5	6	8	9	13	13
	增速					15%	6%	44%	11%	46%	-2%
	占旅游营收比例				27%	24%	21%	19%	15%	18%	18%
	毛利率				5.5%	5.8%	6.2%	7.2%	6.4%	5.6%	4.4%
零售业务 (亿元)	众信旅游	1	2	3	5	7	10	16	18	20	23
	增速		106%	70%	53%	43%	42%	63%	9%	14%	12%
	占营收比例	12%	19%	21%	23%	24%	24%	20%	18%	17%	19%

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

	毛利率	12.1%	11.7%	13.2%	13.6%	12.0%	15.3%	15.4%	16.4%	15.3%	
	凯撒旅游			8	13	18	30	39	46	47	
	增速				55%	36%	67%	32%	18%	1%	
	占旅游营收比例			50%	62%	67%	70%	68%	66%	67%	
	毛利率			13.2%	13.3%	16.3%	16.8%	15.8%	16.5%	16.2%	
会奖业务 (亿元)	众信旅游	1	2	3	4	6	7	8	7	9	10
	增速		42%	54%	46%	30%	18%	19%	-13%	24%	10%
	占营收比例	18%	19%	19%	21%	19%	16%	10%	7%	7%	8%
	毛利率	11.5%	10.7%	9.9%	9.4%	9.1%	7.8%	8.1%	10.3%	10.6%	8.2%
	凯撒旅游				4	3	3	5	10	11	10
	增速					-24%	2%	55%	101%	11%	-2%
	占旅游营收比例				23%	14%	12%	11%	17%	15%	15%
	毛利率				13.2%	16.3%	15.2%	16.1%	14.4%	13.1%	11.2%

数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

教育：职教、高教受益于政策，K12 龙头快速增长

上半年回顾：A 股表现分化，港股美股表现较好，龙头优势明显

1、A股：中位数上涨17%，略跑输大盘，职业教育和早教龙头表现较好

2019年以来截止6月21日我们重点关注的12家A股教育上市公司股价涨幅中位数为17%，跑输上证综指（+20.4%）和创业板指数（23.4%）。表现较好的公司是中公教育（+103%）、开元股份（65%）、美吉姆（30%）。目前市值在40亿以上的公司2019年预测PE平均为37.8倍，相比年初的30.6倍上升约7倍。

2、美股和港股：教育板块龙头优势明显，高教和K12表现较好

美股：上半年教育公司分化明显，龙头公司优势显著，其中新东方、好未来以及海亮教育股价表现较好，分别上涨73%、41%和23%，其他公司均有不同程度的下跌。

港股：由于前期跌幅较大，港股上半年普遍表现较好，天立教育（+134%）、睿见教育（50%）、新华教育（37%）、中教控股（+27%）等公司表现较好。此外上半年新上市银杏教育、中国科培、新东方在线和东方教育四家公司，另外还有华图教育等六家排队中上市公司。

表17: 教育板块公司上半年股价表现概览

A股公司	19年以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (19E)	美股公司	19年以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (19E)	港股公司	19年以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (19E)
中公教育	103.4	842	45	好未来	41.2	1525	48.6	中国东方教育	9.88	238	24.81
东方时尚	11.9	95	41	新东方	72.6	1026	29.5	中教控股集团	27	214	27.7
美吉姆	30.4	77	45.9	海亮教育	23.4	109	27.6	成实外教育	-23.4	82	-
昂立教育	17.3	66	33.4	精锐教育	0.6	88	21.5	宇华教育	9.6	97	13.2
威创股份	16.9	47	23.7	博实乐教育	10.9	89	25.3	枫叶教育	-7.1	82	12.5
凯文教育	-9.2	38	143	瑞思学科英语	14.3	35	15.4	新东方在线	-4	80	-
中国高科	24.8	36	-	朴新教育	4.6	35	-	睿见教育	50.1	75	18.1
开元股份	65	39	19	尚德机构	-22.7	28	-	希望教育	24.4	61	14.3
世纪鼎利	6.6	36	-	正保远程教育	-23.7	12	-	中国科培	44.6	62	14.9
科斯伍德	6.5	23	25	红黄蓝	15.1	13	-	民生教育	8.4	50	12.5
紫光学大	19.5	21	-	达内科技	-61.3	9	-	天立教育	133.9	59	19.8
				51talk	-6.6	9	-	新高教集团	-9.5	41	11.2
								新华教育	37.3	37	12.1

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

观点: 职教高教受益于政策, K12有望平稳增长

教育板块受制于政策影响, 2018年K12学校、K12培训、学前教育等受民促法送审稿公布影响, 政策方面不确定性较大。但职业教育、高教等细分赛道支持力度仍较大。职业教育方面, 2019年以来先后出台《加快推进教育现代化实施方案(2018-

2022年》、《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》等文件，进一步支持职业教育板块；高教方面，职业院校受到政策支持，今年以来出台《国家职业教育改革实施方案》、《高职扩招专项工作实施方案》提出在5-10年内实现职业教育由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，鼓励社会企业兴办职教。扩大高等职业院校招生计划，完善和落实相关资助政策。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。

表 18：政府有关职业教育的重要政策文件

时间	文件	政策内容
2017 年 12 月 19 日	国务院办公厅印发《关于深化产教融合的若干意见》	1.深化职业教育、高等教育等改革，促进人才培养供给侧和产业需求侧结构要素全方位融合，培养大批高素质创新人才和技术技能人才；2.鼓励企业依法参与举办职业教育、高等教育，坚持准入条件透明化、审批范围最小化。深化“引企入教”改革，支持引导企业深度参与职业学校、高等学校教育教学改革。
2018 年 2 月 5 日	《职业学校校企合作促进办法》正式发布	1.明确鼓励有条件的企业举办或者参与举办职业学校，设置学生实习、学徒培养、教师实践岗位；2.鼓励规模以上企业在职业学校设置职工培训和继续教育机构。企业职工培训和继续教育的学习成果，可以依照有关规定和办法与职业学校教育实现互认和衔接。3.鼓励职业学校与企业合作开展学徒制培养。
2019 年 2 月 13 日	教育部印发《国家职业教育改革实施方案》	1.在 5-10 年内实现职业教育由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变；2.明确鼓励社会企业兴办职教，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类型的培训机构；3.从 2019 年开始，在职业院校、应用型本科高校启动“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点。
2019 年 2 月 23 日	中共中央、国务院印发《中国教育现代化 2035》及《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022 年）》	1.集中力量建成一批中国特色高水平职业院校和专业，显著提升职业教育服务能力，引导职业学校即使调整学科专业结构。2.2020 年初步建成 300 个示范性集团（联盟）支持和规范社会力量兴办职业教育培训，鼓励发展股份制、混合所有制等职业院校和各类职业培训机构。
2019 年 4 月 10 日	教育部等四部门联合印发《关于在院校实施“学历证书+若干职业技能等级证书”制度试点方案》	要求有关院校将 1+X 证书制度试点与专业建设、课程建设、教师队伍建设等紧密结合，推进“1”和“X”的有机衔接，提升职业教育质量和学生就业能力。
2019 年 4 月 18 日	教育部、财政部印发《中国特色高水平高职学校和专业建设计划项目遴选管理办法（试行）》	高水平高职学校和专业建设计划（“双高计划”）每五年一个支持周期，2019 年启动第一轮建设。实行总量控制、动态管理、年度评价、期满考核、有进有出、优胜劣汰。重点支持建设 50 所左右高水平高职学校和 150 个左右高水平专业群。
2019 年 5 月 13 日	教育部等六部门联合印发《高职扩招专项工作实施方案》	1. 扩大招生计划，要求各地科学分配或找计划，合理确定 2019 年各省份高职扩招计划安排；2.完善和落实相关奖助学金、学费减免等资助政策；3.19 年高考前组织一次高职扩招专项考试补报名工作
2019 年 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）》	支持职业院校开展补贴性培训，允许职业院校将一定比例培训收入纳入学校公用经费。计划 2019 年至 2021 年共开展各类补贴性职业技能培训 5000 万人次以上，其中 2019 年培训 1500 万人次以上；

数据来源：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

分行业：职业教育受益政策，高教稳健增长，K12龙头发展前景向好
1、职业教育：经济转型期人才产业矛盾日益凸显，职业教育获政策大力支持

2017年以来，随着国家陆续出台相关产业政策加大对职业教育培训行业的鼓励和支持，以及每年新增就业群体对职业教育的旺盛需求，职业教育在教育体系中的地位不断提高。特别是今年5月24日国务院办公厅印发《职业技能提升行动方案

（20192021）》，目标任务是2019至2021年共开展各类补贴性职业技能培训5000万人次以上，其中2019年培训1500万人次以上；经过努力，到2021年底技能劳动者占就业人员总量的比例达到25%以上，高技能人才占技能劳动者的比例达到30%以上。职业技能培训作为经济转型升级与高质量发展的重要支撑。我们认为，中国经济目前处于转型期，人才需求也发生结构性变化，职业教育将持续受益于政策红利及人次需求提升。

目前上市的职业教育公司，规模较大的为中公教育和东方教育，近两年收入和盈利均维持快速增长。2018年中公教育和东方教育营业收入分别为62.1亿元和32.7亿元，同比变动-6.4%和14.5%，归母净利润分别为11.5亿元和5.1亿元，同比变动1469.5%和-20.5%。

表 19：职业教育版块公司财务及估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE-TTM	PE(19E)
			16A	17A	18A	19Q1	16A	17A	18A	19Q1		
中公教育	002607.SZ	841.85	65.61	66.64	62.37	13.12	0.66	0.73	11.53	1.06	67.41	50.99
东方时尚	603377.SH	94.96	11.55	11.73	10.51	2.01	2.46	2.35	2.23	0.29	39.84	38.85
开元股份	300338.SZ	39.32	3.41	9.81	14.54	3.56	0.06	1.60	0.99	0.22	37.80	21.09
世纪鼎利	300050.SZ	36.07	7.36	8.85	9.83	2.39	1.20	1.12	0.57	0.15	60.34	-
中国东方教育	0667.HK	208.26	23.37	28.51	32.66	-	5.65	6.42	5.10	-	40.80	24.81
民生教育	1569.HK	50.03	4.49	4.88	6.87	-	2.43	2.60	3.33	-	15.02	11.31
尚德机构	STG.N	27.52	4.19	9.70	19.74	5.64	-2.54	-9.19	-9.27	-1.13	-3.41	-
正保远程教育	DL.N	11.74	7.85	8.69	11.47	2.93	1.76	0.99	0.80	0.41	13.36	-
达内科技	TEDU.O	8.87	15.80	19.74	22.39	-	2.42	1.85	-5.96	-	-1.49	-

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：PE(19E)采用最新 wind 一致预期

(1) 中公教育：公考培训龙头，18年和19Q1收入维持50-60%增速

2019年Q1中公教育实现营业收入13.12亿元，同比增长61.93%，实现归母净利润1.06亿元，同比增长304.5%（2018Q1归母净利1206.4万元）。2018年公司实现营收62.4

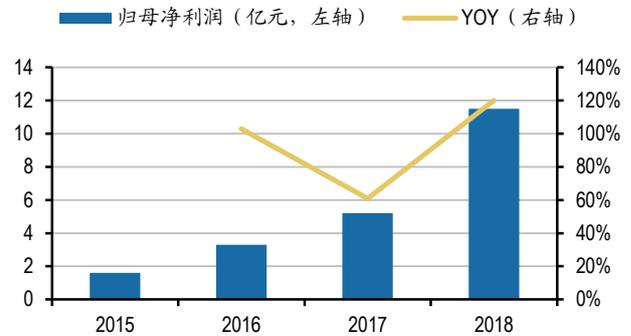
亿元，同比增长54.72%；实现归母净利润11.5亿元，同比增长119.67%，实现归母净利润翻倍增长，扣非归母净利润11.2亿元，超额完成本次资产重组中对18年9.35亿的业绩承诺。

图60: 中公教育2015-2018年营业收入增长情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

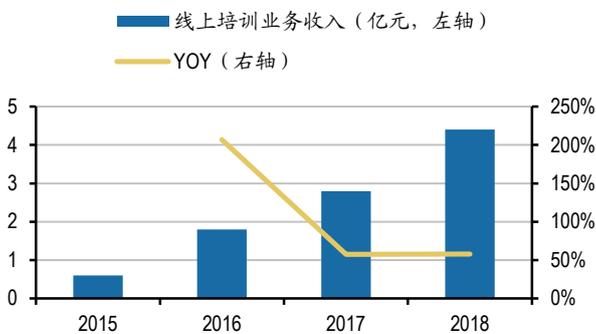
图61: 中公教育2015-2018年归母净利润增长情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

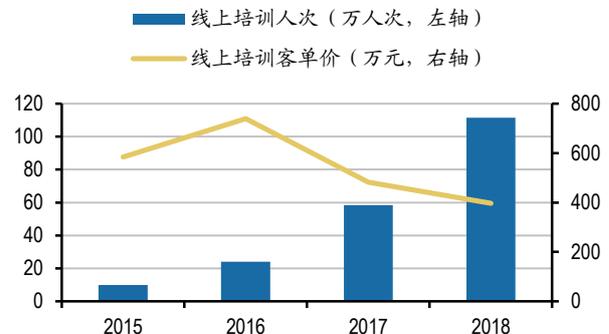
- ◇ 招生人数保持高增长，多品类布局竞争优势凸显。2018年公司累计培训人次达到230.79万，同比增长57.43%，其中面授培训人次为119.21万，同比增长35.10%；在线培训人次为111.58万，同比增长91.19%。2018年面授培训实现收入57.70亿元，同比增长53.98%，收入占比为92.52%；线上培训收入为4.44亿元，同比增长57.64%。
- ◇ 线上渠道快速扩张，推行双师模式和线上线下结合。随着学员对职业教育培训方式的需求日益多样化，近年来中公教育线上培训的经营规模不断扩大，2016和17年中公教育线上培训收入分别为1.8和2.8亿元，同比分别增长207%和58%，18年上半年线上收入1.5亿元，同比增长62%。2015-17年线上培训人次分别为10.0、24.1和58.4万人次，复合增速达到142%。

图62: 中公教育线上培训收入增长情况



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图63: 中公教育线上培训人次及客单价



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

(2) 东方教育：国内最大的职业技能提供商，收入利润维持15-20%快速增长

东方教育公司是目前中国最大的职业技能教育提供商，立足烹饪，后续涉足IT、汽车服务等领域，形成多品牌协同发展的全国布局。截至2018年，公司在烹饪技术、IT、汽车服务三大细分赛道分别占有23.1%/9.7%/3.4%别占有的市场份额。

近年来公司收入端保持稳健增长，18年受投资周期影响盈利下降。公司2018年营业收入32.7亿元，同比增长14.6%，2015-2018年收入年复合增长率20.6%，净利润增长率15%，总体盈利能力强劲。2018年实现净利润5.1亿元，净利率15.8%，综合毛利率52.5%。由于公司17-18年新增培训学校55所和授课中心18家，初始阶段运营投入较大，培训人次有限，公司毛利率从17年的55.0%降至52.2%；利润总额由17年的6.4亿元降至5.1亿元。

图64：2015-2018年东方教育营收及增速

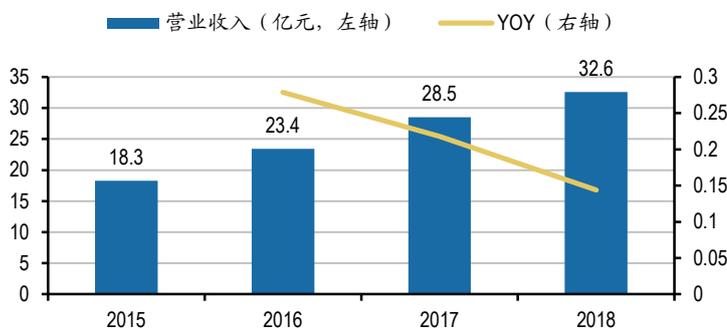


图65：2015-2018年东方教育净利润及增速

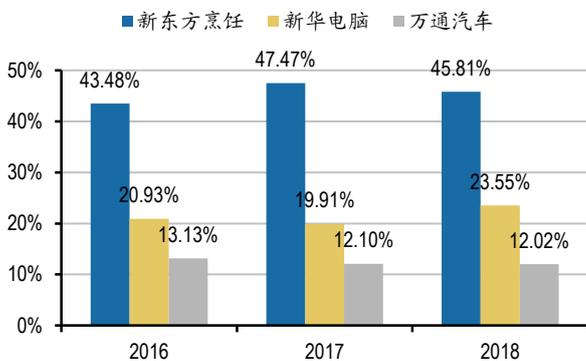


数据来源：中国东方教育招股说明书，广发证券发展研究中心

数据来源：中国东方教育招股说明书，广发证券发展研究中心

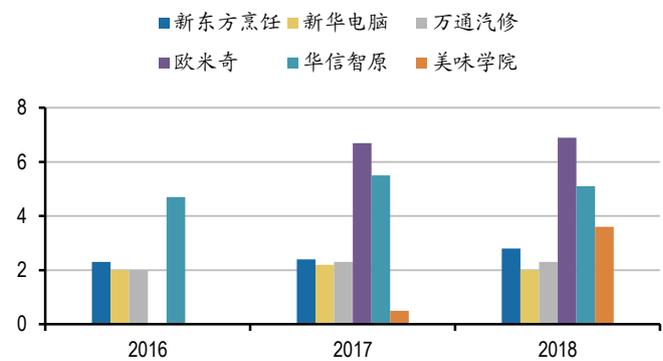
各业务线收入持续上升，人次和客单价均有不同程度增长。2018年新东方烹饪营收占比为58%，新华电脑占比为19%，万通汽车占比为14%，欧米奇占比为7%，其他营收占比3%。公司旗下各品牌的培训人次和平均单价均有不同程度的增加，其中新品牌和长期课程贡献提升。尽管近两年加速扩张对集团利润率造成拖累，但公司收入持续上升，成本投入状况良好，伴随新网点成熟，盈利能力有望修复。

图66：新东方烹饪、万通汽修、新华电脑2年以上课程参培人数占比



数据来源：中国东方教育招股说明书，广发证券发展研究中心

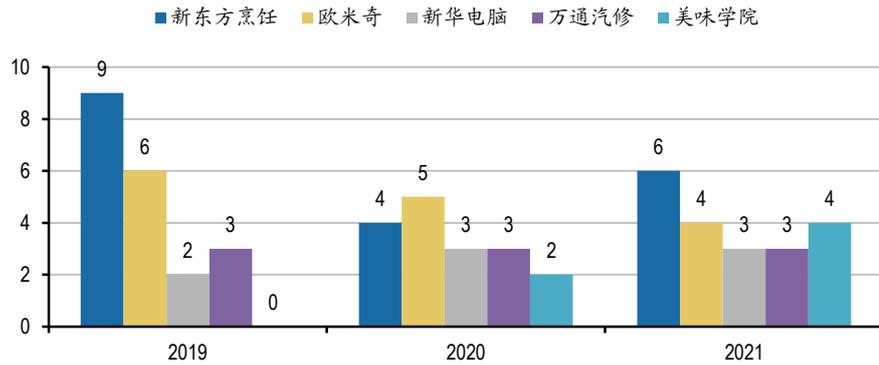
图67：2016-2018各品牌平均学费（单位：万元/人/年）



数据来源：中国东方教育招股说明书，广发证券发展研究中心

未来发展：政策红利持续，网点渠道加速扩张。19年年初至今年技能培训政策利好不断，国家鼓励职教行业逐步从政府举办为主向社会多元化方向转变，当前我国在汽修和IT技术方面高技能人才缺口较大，公司在传统赛道积累了较强的品牌优势和管理优势，支撑公司基本盘有持续增长的空间，新业务方面，公司通过打造新品牌的短期课程扩大目标客户群体，发掘新的业绩增长点。

图68：2019-2021年东方教育预期新建学校情况（单位：所）



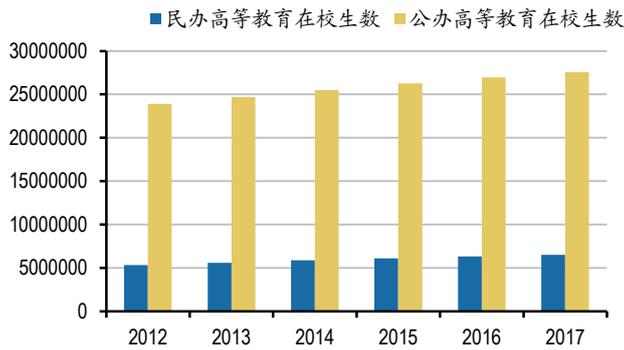
数据来源：中国东方教育招股说明书，广发证券发展研究中心

2、高校：民办高校成长加速，行业增长潜力较大

2018年港股高教板块受到民促法送审稿影响，股价大幅下跌，不过随着技术型人才需求的不断提高和政府对于民办高校的大力支持，中国民办高等教育市场近年来一直保持稳步增长。根据《国家教育事业发展规划“十三五”规划》要求，2020年高等教育在校学生人数目标为4130万人，高等教育毛入学率目标为50%。因此我国毛入学率仍有较大提升空间。

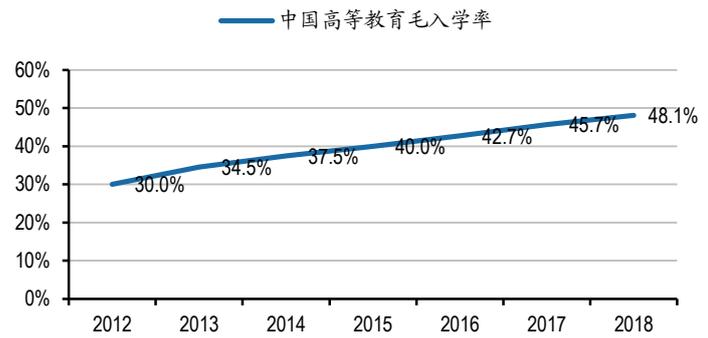
民办高教准入门槛高，行业格局分散，外延并购是龙头主要扩张逻辑。根据弗诺斯特沙利文报告，国内前五大民办高等教育集团市场份额仅约4%，存在较大整合空间。国内高等教育受到教育部高度管控，准入门槛较高。因此，单体学校的内生增长有限（主要来自学费提价及专升本等），但在重投入、高门槛的背景下，民办教育集团上市后有望凭借资本优势有望实现并购扩张。

图 69: 高等教育在校人数 (单位: 万人)



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

图 70: 中国高等教育毛入学率



数据来源: 教育部, 广发证券发展研究中心

表 20: 高等教育版块公司财务及估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE-TTM	PE(19E)
			16A	17A	18A	19Q1	16A	17A	18A	19Q1		
中国高科	600730.SH	35.73	0.58	2.89	1.08	0.32	5.64	0.50	0.02	0.11	476.60	-
中教控股集团	0839.HK	213.99	9.33	9.92	-	-	4.11	4.29	0.00	-	39.39	27.88
希望教育	1765.HK	60.79	6.52	8.04	11.01	-	1.55	2.12	1.68	-	36.18	14.09
中国科培	1890.HK	61.75	3.52	4.60	5.92	-	1.79	2.31	3.42	-	18.05	15.41
新高教集团	2001.HK	41.49	3.94	5.11	7.07	-	1.12	2.33	2.43	-	17.09	11.44
新华教育	2779.HK	37.38	3.40	3.76	4.40	-	1.73	1.72	2.56	-	14.59	12.69

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: PE(19E)采用最新 wind 一致预期

3、K12: 政策存在不确定性, 新东方好未来高增长延续

由于民促法(送审稿)终稿尚未落地, K12 学校政策面仍存在不确定性, 而 K12 培训机构在 2018 年 8 月国务院发布《规范校外培训机构发展的意见》后, 行业也迎来集中整顿, 证件不全、经营不符合规定的小作坊式机构被大量关停, 行业龙头新东方、好未来发展谨慎, 放缓线下扩张, 转向线上, 在线收入明显提升, 行业集中度进一步提升。

(1) 新东方: 3 季度收入利润快速增长, K12 是增长主要来源

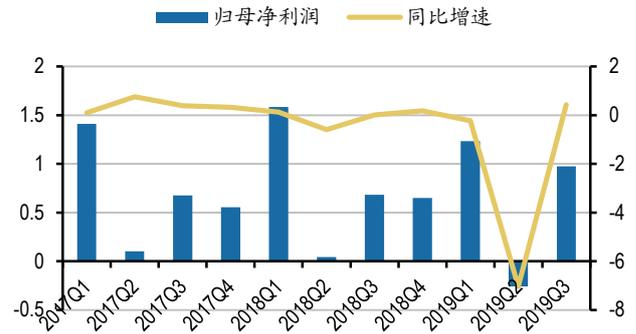
新东方于 4 月 24 日披露 2019 财年三季度财报 (2018/12/31-2019/2/28), 报告期内公司实现营业收入 7.97 亿美元, 同比增长 28.9%, 超过公司先前给出的业绩指引 (25-28%), 实现归母净利润 9741 万美元, 同比增长 42.5%。分业务看, K12 培训板块收入增长 38%, 其中优能中学收入增长 37%, 泡泡少儿英语增长 41%。校区扩张方面, 公司全国校区数量达到 1164 家, 单季净增 39 家, 截至季末, 双师教学模式已推广至 38 个城市的泡泡少儿英语和 29 个城市的优能中学。

图71：新东方季度营业收入（左轴：亿美元）及同比增速（右轴）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图72：新东方季度净利润（左轴：亿美元）及同比增速（右轴）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

（2）好未来：利润率持续回升，线上招生人数增长强劲。

好未来于2019年4月25日发布2019Q4和FY2019未经审计财务报告。19财年四季度（2018/12/1-2019/2/28）公司实现营业收入7.27亿美元，同比增长44.13%；归母净利润9961.2万美元，同比增长43.25%。2019财年（2018/3/1-2019/2/28）公司实现营业收入25.63亿美元，同比增长49.44%；归母净利润3.67亿美元，同比增长85.06%。19财年公司招生人数增长强劲，全年招生1399.22万人，同比增长87.8%，其中线下招生约835.11万人，同比增长47.64%。线上招生564.11万人，同比大幅增长214.97%。线下扩张受政策影响有所放缓，全年净增新校区82个，其中Q4净增10个新校区，截至19财年末公司全国总校区数量达到676个。

图73：好未来季度营业收入（左轴：亿美元）及同比增速（右轴）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

图74：好未来季度净利润（左轴：百万美元）及同比增速（右轴）



数据来源：wind，广发证券发展研究中心

表 21: K12 教育版块公司财务及估值

公司名称	公司代码	市值 (亿元)	收入 (亿元)				归母净利润 (亿元)				PE-TTM	PE(19E)
			16A	17A	18A	19Q1	16A	17A	18A	19Q1		
美吉姆	002621.SZ	76.76	0.67	1.77	2.65	1.24	0.10	0.18	0.32	0.17	164.31	45.55
昂立教育	600661.SH	65.76	13.90	17.24	20.95	5.44	1.83	1.23	-2.67	0.28	-25.57	34.97
凯文教育	002659.SZ	37.99	3.23	6.20	2.42	0.80	-0.96	0.23	-0.98	-0.21	-42.82	159.08
科斯伍德	300192.SZ	22.58	4.90	4.72	9.59	2.17	0.36	0.06	0.28	0.17	68.12	24.18
紫光学大	000526.SZ	20.97	13.07	28.12	28.93	7.59	-0.99	0.24	0.13	0.03	168.19	-
成实外教育	1565.HK	81.79	8.33	9.59	11.74	-	3.02	3.06	3.56	-	22.93	-
宇华教育	6169.HK	96.78	7.82	8.48	11.98	-	3.12	3.14	5.31	-	14.26	13.69
枫叶教育	1317.HK	82.47	8.33	11.01	13.61	-	3.08	4.10	5.43	-	13.57	12.44
新东方在线	1797.HK	80.38	4.47	6.50	-	-	0.94	0.72	0.00	-	495.41	-4087.79
睿见教育	6068.HK	75.03	7.06	9.88	12.60	-	1.54	2.00	3.10	-	20.35	18.40
天立教育	1773.HK	59.31	3.35	4.79	6.44	-	0.71	1.31	1.95	-	30.44	22.23
好未来	TAL.N	1525.39	71.71	108.55	171.47	-	8.04	12.56	24.57	-	60.66	53.18
新东方	EDU.N	1025.51	123.51	156.99	-	-	18.84	18.99	0.00	-	57.63	32.62
海亮教育	HLG.O	108.91	6.54	8.53	11.69	-	0.99	1.68	2.23	-	41.26	31.42
精锐教育	ONE.N	87.58	15.29	20.58	28.63	6.47	1.08	1.47	-7.21	-0.16	-11.00	20.87
博实乐教育	BEDU.N	88.96	10.40	13.28	17.19	6.50	-0.36	1.72	2.47	1.53	29.03	26.68
瑞思学科英语	REDU.O	35.45	7.11	9.69	12.72	3.35	0.54	-0.48	1.43	0.36	24.29	15.15
朴新教育	NEW.N	34.92	4.39	12.83	22.28	6.16	-1.28	-3.97	-8.33	-2.49	-4.72	-
红黄蓝	RYB.N	13.44	7.53	9.20	10.74	2.31	0.45	0.46	-0.12	-0.16	-138.45	-
51talk	COE.N	9.41	4.18	8.48	11.46	3.23	-6.04	-5.81	-4.17	-0.63	-2.52	-

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: PE(19E)采用最新 wind 一致预期

行业观点：免税、酒店、演艺龙头增长稳健，优质赛道龙头成长可期

1) 旅游板块观点：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。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，另一方面部分板块估值已经处于历史较低位置，龙头配置价值渐显。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演艺龙头：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：华住**（品牌优势明显，存量升级和多品牌扩张并行，经营效率相对较高）、**锦江股份**（中高端酒店拓店较快，加速整合行业并占据优质物业，一中心三平台整合效应逐步释放）、**首旅酒店**（直营店持续改造升级、中高端占比提升空间较大）。同时建议关注估值较低景区和出境游公司如：**中青旅**（低估值的精品度假景区、乌镇会议小镇持续升级、古北水镇潜力较大）、**黄山旅游**（低估值优质自然景区、交通改善效应有待释放、整合扩容具备潜力）、**众信旅游**（出境游行业回暖可期，行业长期增长潜力较大）等。

2) 教育板块观点：K12学校、K12培训、学前教育等受民促法送审稿公布影响，政策方面不确定性较大。职业教育、高教等细分赛道有望受益于政策红利。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较小，龙头公司现金流好，成长可期，建议重点关注。

风险提示

- 1、宏观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、免税政策突破不及预期；
- 4、景区项目拓展进度和盈利不及预期；
- 5、民促法终稿落地结果低于预期。

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：研究助理，北京大学数学硕士，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
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
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。