

休闲服务行业月度报告

继续看好景气向好的免税和底部回升的酒店行业

● 6月板块回顾：行业跑赢大盘，免税、演艺、酒店均有较好涨幅

6月以来休闲服务板块上涨8.2%，跑赢上证综指(+2.8%)和沪深300(+5.4%)，主要权重股中国国旅(+15.3%)、首旅酒店(+9.4%)、宋城演艺(+8.1%)均有较好涨幅。目前行业PE(TTM)为32倍，酒店和景区公司普遍估值较低。

● 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：5月海南旅游数据维持高景气，其中三亚过夜游客增速达到13.9%，较1-4月累计增速9.3%显著提升。机场方面，北京机场5月国际航线客流为131万人次，同比增长6.1%，较4月增速4.8%显著回暖；上海机场4月国际及港澳地区客运量327万人次，同比增长5.9%，相较4月1.3%增速有显著回升。

景区：5月受假期错位影响，部分景区客流增速高增长，1-5月累计数据优于去年。根据各地旅游局披露，黄山景区5月客流增长47.5%，1-5月累计增长11.6%；长白山5月客流增长54.4%，1-5月累计增长10.7%；丽江5月客流增长11.4%，较4月增速放缓。

出境游：根据民航局数据，5月国际航线客运量同比增长18.7%，1-4月累计增长16.6%，增长态势良好。其中，受低基数影响韩国接待中国游客41万人次，同比增长46%，1-5月增速达35%；日本5月客流73万，同比增长13%，1-5月累计增速为11%；此外从各国旅游局披露信息看，泰国、越南5月接待中国游客增速分别为-9%/13%，1-5月累计增速-5%/-1%，相比4月短线游有所回暖，主要系假期错位影响。

酒店：5月锦江RevPar同比上涨7.1%，较4月4.7%的同比跌幅显著回暖，其中出租率和平均房价分别同比下跌0.9pct和上涨8.4%，5月门店净开店72家，1-5月累计净开店345家，较上年同期(288家)开店提速。19年5月国内航线客运量同比增速7.6%，相较3月、4月客流增速4.0%、4.6%显著好转。

● 旅游行业观点：5月旅游行业数据向好，看好板块后续表现

19年5月休闲服务行业各项数据集体回暖，免税行业景气向好，酒店数据也有显著回暖，景区方面黄山、长白山等景区客流增长靓丽，6月在多项利好促使下旅游板块大幅跑赢大盘，随着进入旅游行业旺季，我们看好行业后续表现，继续看好部分行业龙头。**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青岛免税快速增长，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、高教受益政策，K12龙头强者愈强

2019年以来A股表现分化，职教龙头中公教育(+105%)、开元股份(+62%)和幼托龙头美吉姆(+31%)表现较好，港股和美股教育公司强者愈强。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。2019年以来密集出台多项文件支持职教和高教发展办学，提出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，支持职教和高教办学。K12培训受政府整顿，新东方和好未来转型线上，在线收入明显提升，行业集中度进一步提升。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。

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

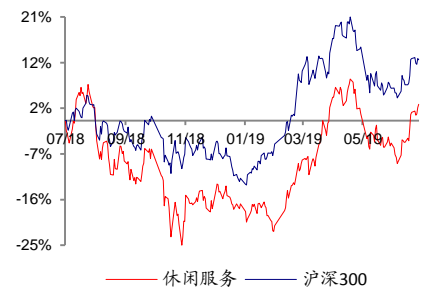
前次评级

买入

报告日期

2019-07-01

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：

休闲服务行业中期策略报告： 2019-06-24

免税景气估值向上，酒店、演艺龙头价值凸显

休闲服务行业月度报告：免税 2019-06-03

维持高景气，景区平稳增长，酒店回升可期

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

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 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
华住	HTHT.O	USD	36.25	2019/4/24	增持	48.4	1.21	1.56	34.9	27.1	19.4	15.9	22.6	22.7
锦江股份	600754.SH	CNY	26.27	2019/7/1	买入	32.5	1.30	1.39	20.22	18.93	11.98	10.09	9.5	9.7
宋城演艺	300144.SZ	CNY	23.39	2019/4/30	买入	28.7	0.89	1.08	26.3	21.6	26.5	19.8	14.3	15.3
首旅酒店	600258.SH	CNY	19.22	2019/4/30	买入	27.0	0.90	1.04	21.4	18.5	9.5	8.3	10.3	11.3
众信旅游	002707.SZ	CNY	6.34	2019/4/24	增持	7.5	0.30	0.35	21.1	18.1	19.4	16.0	10.6	11.0
中青旅	600138.SH	CNY	13.14	2019/4/29	买入	18.2	0.91	1.06	14.5	12.3	6.2	5.4	9.7	10.1
黄山旅游	600054.SH	CNY	9.44	2019/4/30	增持	12.0	0.62	0.69	15.2	13.7	8.6	7.2	10.8	11.2
峨眉山 A	000888.SZ	CNY	6.17	2019/4/2	增持	8.4	0.38	0.41	16.2	15.0	9.3	7.7	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

一、旅游行业	5
1) 月度观点: 行业数据向好, 看好板块后续表现	5
2) 行情回顾: 6月板块跑赢大盘, 免税、演艺、酒店等部分标的表现较好	5
3) 行业数据: 免税维持高景气, 景区客流小幅回暖, 酒店业景气回升	7
免税行业: 5月免税数据全面向好, 三亚客流、首都及上海机场国际客流均有较大提升	7
景区: 景区客流表现分化, 黄山、长白山景区客流大幅增长, 丽江、张家界客流增速同比回落	8
出境游: 出境游增速放缓, 主要受五一错位影响	9
酒店: 行业景气大幅回暖, 龙头酒店门店扩张维持高速	11
二、教育行业	13
1) 教育行业观点: 职教、高教受益政策, K12龙头强者愈强	13
2) 行情回顾: 上半年A股表现分化, 港股和美股表现较好, 头部公司强者愈强	14
风险提示	15

图表索引

图 1: 6 月以来申万休闲服务指数上涨 8.2%，跑赢大盘 5.5 个百分点	6
图 2: 6 月份休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 3 位	6
图 3: 6 月 28 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: 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 6: 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 7: 黄山景区客流（左轴：万人次）及同比增速（右轴）	9
图 8: 19 年 5 月三亚接待过夜游客 161 万人次，同比增长 13.9%	9
图 9: 民航国际航班客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴）	10
图 10: 锦江境内酒店出租率（左轴）及同比增速（右轴）	11
图 11: 锦江境内酒店平均房价（左轴：元/晚）及同比增速（右轴）	11
图 12: 锦江境内酒店 RevPar（左轴：元/晚）及同比增速（右轴）	12
图 13: 国内航线客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴：%）	13
表 1: 2019 年 5 月重点景区客流增长情况统计	9
表 2: 锦江股份月度门店开店数据	12

一、旅游行业

1) 月度观点：行业数据向好，看好板块后续表现

19年5月旅游行业各项数据集体回暖，免税行业景气向好，酒店数据也有显著回升景区方面黄山、长白山等景区客流增长靓丽，宋城演艺张家界千古情6月28日开业。6月在各项利好促使下旅游板块大幅跑赢大盘，随着进入旅游行业旺季，我们看好行业后续表现，继续看好部分行业龙头。

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，6月28日张家界千古情项目开业，异地扩张再下一城）。

(3) 酒店行业龙头：锦江股份、首旅酒店（酒店行业受经济周期波动影响较大，但是龙头积极扩张，行业格局持续向好，5月酒店景气显著好转，下半年在低基数效应和宏观经济企稳下有望出现景气反转）。

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) 行情回顾：6月板块跑赢大盘，免税、演艺、酒店等部分标的表现较好

6月以来休闲服务板块大幅跑赢大盘，在28个一级行业中排名第3位：2019年6月上证综指上涨2.8%，沪深300上涨5.4%，休闲服务板块上涨8.2%，跑赢上证综指5.5个百分点，跑赢沪深2.8个百分点，在28个申万一级行业中排名第3位。

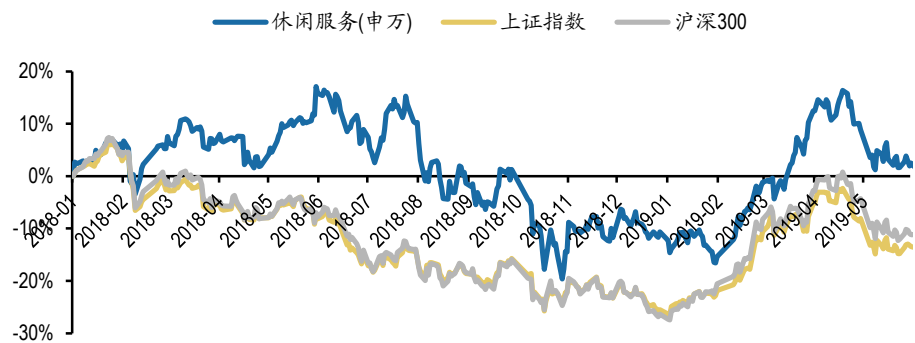
子板块方面，旅游综合板块表现坚挺，餐饮板块跌幅最大：各子板块中餐饮下跌幅度最大，综合板块表现最优，主要包括中国国旅、中青旅、出境游等公司，休闲服务的四个子板块涨跌幅排序分别为旅游综合（+10.4%）>景区（+6.3%）>酒店（+3.5%）>餐饮（-0.4%）。

个股方面，免税、景区和酒店子版块龙头公司涨幅较大，出境游板块公司整体表现较弱：19年6月休闲服务板块主要子板块龙头均有较好涨幅，免税龙头中国国旅（+15.3%）、酒店龙头首旅酒店（+9.4%）、演艺龙头宋城演艺（+8.4%）涨幅良好，锦江股份（+2.4%）主要由于二股东弘毅资产减持缘故股价涨幅一般。出境游板块整体表现较弱，众信旅游（+2.4%）、腾邦国际（-6.5%）和凯撒旅游（-8.8%）

股价表现一般。

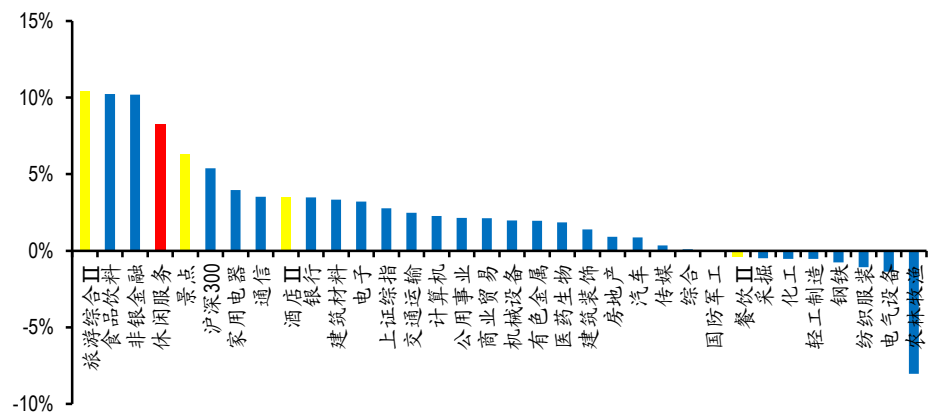
板块绝对估值有所回升，仍处于近年来历史低位：截至19年6月28日，休闲服务板块整体TTM市盈率为32.45倍，相较上月的29.85倍有所回升。14年至今休闲服务板块平均市盈率为49.7倍，相比历史水平板块绝对估值显著低于历史平均水平。从相对估值水平看，6月底休闲服务板块相对上证50和沪深300指数分别为2.4倍和2.6倍，14年至今休闲服务相对上证50和沪深300指数平均值分别为3.6倍和4.1倍，当前板块相对估值也处于历史低位。

图1：6月以来申万休闲服务指数上涨8.2%，跑赢大盘5.5个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：6月份休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第3位



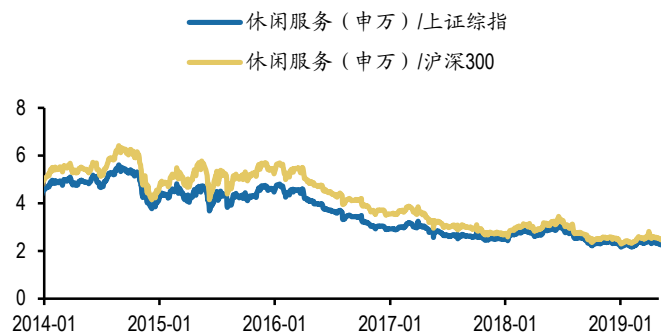
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：6月28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

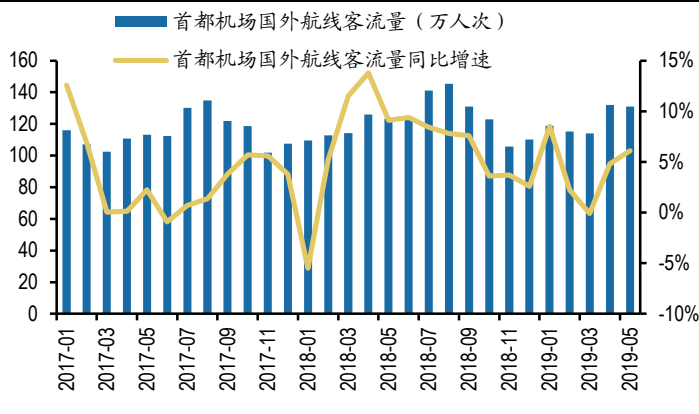
3) 行业数据：免税维持高景气，景区客流小幅回暖，酒店业景气回升

免税行业：5月免税数据全面向好，三亚客流、首都及上海机场国际客流均有较大提升

5月三亚旅游过夜游客增速为13.9%，相较上月显著提升。5月三亚过夜游客增速达到13.9%，较4单月9.8%增速显著提升，1-5月三亚过夜游客累计增速达到11.4%，相较1-4月累计增速9.3%显著向好。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%。

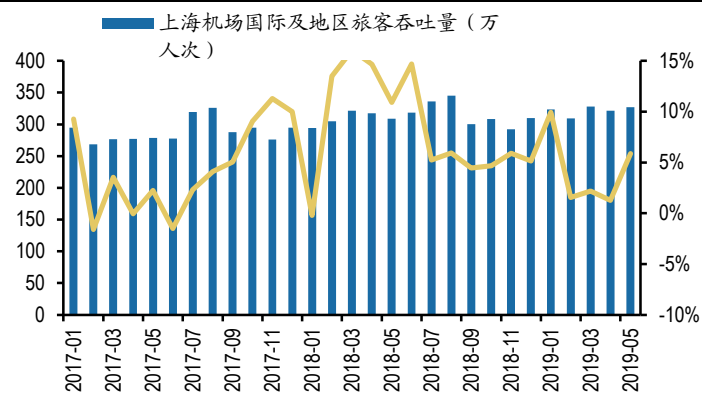
北京机场、上海机场国际客流相较1-4月增速显著提升。北京机场5月国际航线客流为131万人次，同比增长6.1%，较4月增速4.8%大幅回升，1-5月北京累计国际客流为611万人次，同比增长4.3%。上海机场5月国际及港澳台地区客运量为327万人次，同比增长5.9%，相较4月1.3%增速有显著回升，1-5月上海累计国际及港澳台地区客流1609万人次，同比增速4.1%。

图5: 北京首都机场国际客运量(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

图6: 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)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

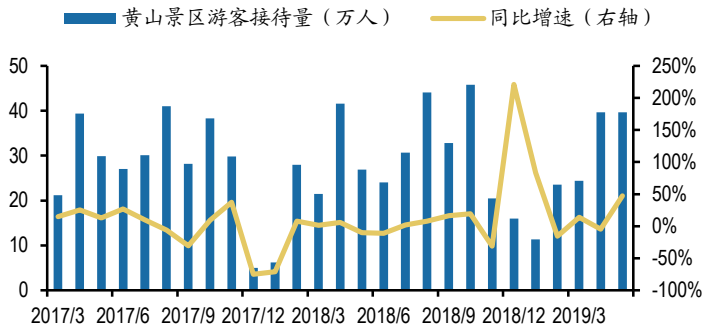
景区: 景区客流表现分化, 黄山、长白山景区客流大幅增长, 丽江、张家界客流增速同比回落

19年5月景区客流分化, 受假期错位因素部分景区客流大幅增长。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部分景区19年5月客流增速大幅增长。从1-5月累计客流表现看, 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5月黄山景区接待游客数39.7万人次, 单月同比上升47.5%, 1-5月黄山景区接待游客数累计为138.6万, 同比增长11.6%。
- **长白山:** 长白山景区2019年5月1-19日接待客流9.62万人次, 同比增长54.4%, 其中, 北景区接待游客7.04万人次, 同比增长56.5%, 西景区接待游客2.58万人次, 同比增长49.0%; 本年截止到5月19日, 长白山景区接待游客突破30万人, 达到31.0万人次, 同比增长10.7%。
- **丽江市:** 2019年5月单月丽江市客流460.35万人次, 同比增长11.4%, 较4月17.1%客流增速有所回落, 1-5月丽江市共接待游客2134.28万人次, 同比增长18.3%;
- **北京市:** 2019年5月北京市接待游客3147.6万人, 同比上升5.0%, 1-5月累计接待游客12410.0万人, 同比上升6.1%。
- **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, 5月三亚市接待过夜游客161.49万人次, 同比增长13.9%, 1-5月三亚市接待过夜游客945.40万人次, 同比增长11.4%。
- **张家界:** 19年5月张家界接待客流459.22万人次, 同比下降24.1%, 1-5月张家

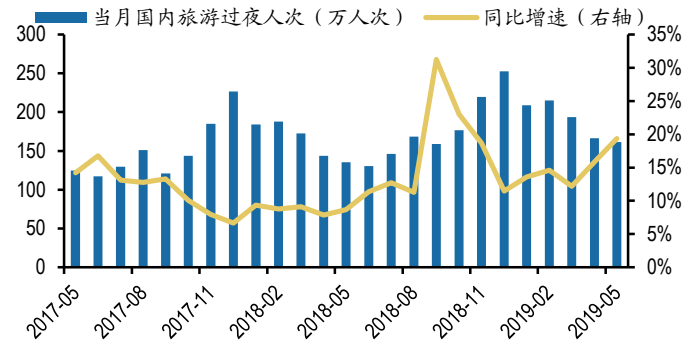
界接待客流2295.10万人次，同比下降8.8%。

图7：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8：19年5月三亚接待过夜游客161万人次，同比增长13.9%



数据来源：三亚市统计局，广发证券发展研究中心

表1：2019年5月重点景区客流增长情况统计

	5月单月客流 (万人次)	单月客 流增速	1-5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	47.5%	138.6	11.6%	黄山旅游
长白山景区 (5.1-5.19)	9.6	54.4%	31.0	10.7%	长白山
北京市	3147.6	5.0%	12410.0	6.1%	首旅酒店、锦江股份
海南省(4 月)	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	161.49	13.9%	945.40	11.4%	中国国旅、宋城演艺、首旅 酒店、三特索道
丽江	460.35	11.4%	2134.28	18.3%	丽江旅游、宋城演艺
张家界景区	459.22	-24.1%	2295.10	-8.83%	张家界

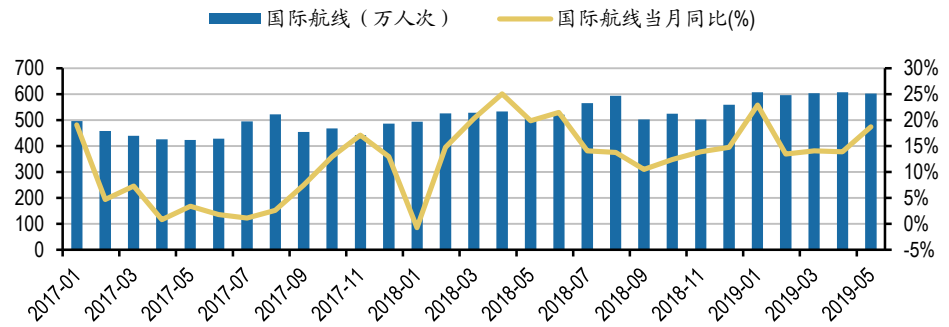
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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1-5月累计客流增速为16.6%，高于上年同期的15.4%

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5月我国航空国际航线客运量603.1万人次，较上年同比增长18.7%，19年1-5月国际航线客运量3,020.60万人次，同比增长16.6%，18年5月国际航线客流当月和累计客流增速分别为19.9%和15.4%。19年5月由于五一假期错位因素当月客流增速提速，累计值1-5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9：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 5 月客流回升，东南亚整体增长放缓，韩国市场强势复苏

- ◇ **日本：**2019年5月中国居民赴日76万人次，同比增长13%，19年1-5月累计接待中国游客365万人次，同比增长11%。18年全年中国赴日游客客流增长14%。
- ◇ **韩国：**2019年5月赴韩旅游中国游客41万人次，同比增长46%，19年1-5月内地游客赴韩国累计184万，同比增39%。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分化，泰国5月客流增速下滑9%、越南5月客流增速增长13%。

- ◇ **泰国：**19年5月内地游客赴泰国旅游79万人次，同比下滑9%，1-5月累计480万中国内地游客赴泰旅游，同比下降5%。
- ◇ **越南：**19年5月内地游客赴越南人次43万，同比增长13%，1-5月累计赴越南214万人次，同比下降1%。
- ◇ **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5月赴香港地区、澳门地区、台湾地区客流增速回升。

- ◇ **中国香港地区：**19年5月访香港地区内地游客472万人次，同比上升24%，1-5月内地游客赴香港地区累计达2357万，同比增长为18%。
- ◇ **中国澳门地区：**19年5月内地赴澳门地区游客243万人次，同比上升30%，19年1-5月内地游客赴澳门地区累计为1221万，同比增长23%。
- ◇ **中国台湾地区：**19年5月内地游客赴台湾地区客32万人次，同比增长65%；1-5月内地游客赴台湾地区累计为142万，同比增长26%。

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4月客流

大多下降。

- ◇ **澳大利亚**：19年4月内地赴澳大利亚游客10万人次，同比下降12%，1-4月内地累计赴澳57万人次，同比下降1%。
- ◇ **新西兰**：19年4月内地赴新西兰游客4万人次，同比下降21%，1-4月内地累计赴新17万人次，同比下降12%。
- ◇ **奥地利**：19年4月内地赴奥地利游客11万人次，同比增长9%，1-4月内地累计赴奥34万人次，同比增长7%。
- ◇ **丹麦**：19年4月内地赴丹麦游客1.5万人次，同比增长65%，1-4月内地累计赴丹麦5万人次，同比增长36%。
- ◇ **加拿大**：19年3月内地赴加拿大游客3万人次，同比下降2%，1-4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：行业景气大幅回暖，龙头酒店门店扩张维持高速

1、锦江有限服务酒店经营数据：5月境内 RevPar 同比上升 7.06%，较 4 月大幅回暖

国内酒店业回暖，锦江境内酒店 5 月 RevPar 涨幅大幅回升。5 月锦江境内酒店出租率下跌 0.94pct，跌幅较上月（4 月为 -5.87pct）缩小，平均房价同比增长 8.37%，较上月（4 月为 2.75pct）有明显回升。RevPar 整体上涨 7.1%，涨幅较 4 月 4.7% 的下跌明显回暖。境外酒店保持向好趋势，RevPar 同比增长 1.02%，其中出租率 0.1pct，平均房价增长 1.25%。

图 10：锦江境内酒店出租率（左轴）及同比增速（右轴）

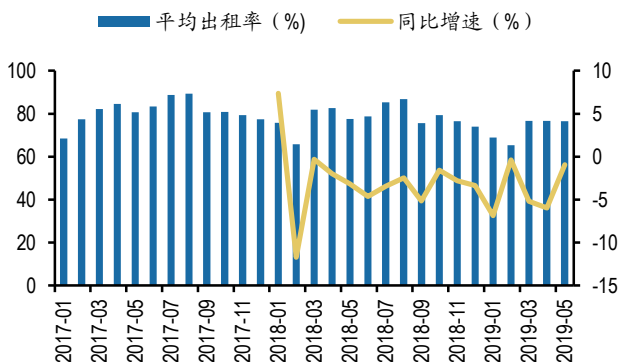
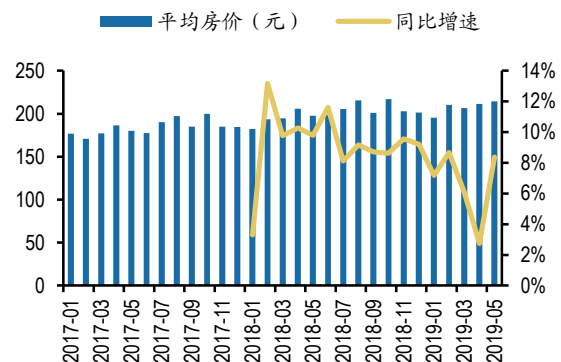


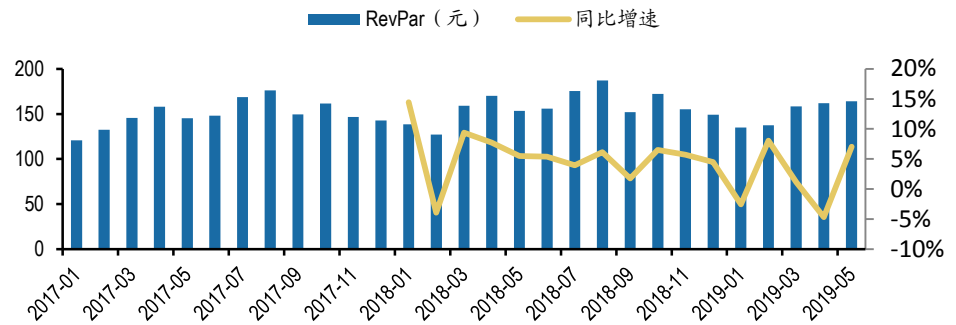
图 11：锦江境内酒店平均房价（左轴：元/晚）及同比增速（右轴）



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12: 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。5月公司净开店72家, 中高端酒店净开业73家, 经济型酒店减少1家; 19年1-5月累计净开店345家, 较上年同期累计净开店数(288家)有所提速, 其中19年1-5月中高端酒店累计净开店377家, 较上年同期的261家有明显的提速趋势。截至19年5月底, 公司中高端酒店达到2840家, 占比36.5%。

表2: 锦江股份月度门店开店数据

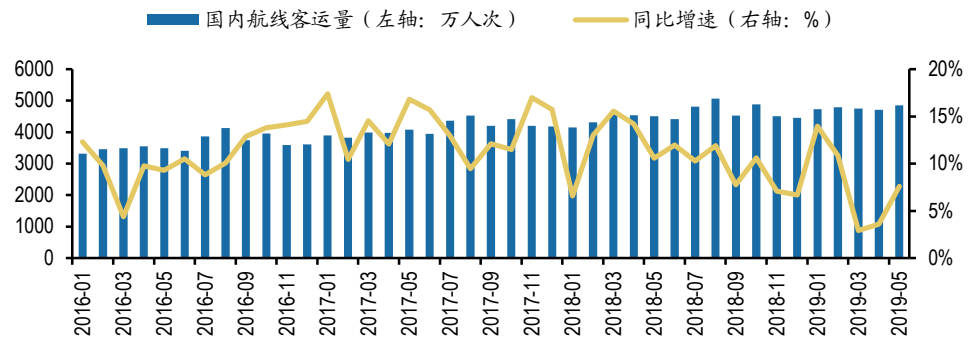
	2018-02	2018-03	2018-04	2018-05	2018-06	2018-07	2018-08	2018-09	2018-10	2018-11	2018-12	2019-01	2019-02	2019-03	2019-04	2019-05
合计门店数	6807	6858	6927	6982	7035	7068	7120	7193	7229	7317	7443	7510	7559	7631	7716	7788
净开店数	88	51	69	55	53	33	52	73	36	88	126	67	49	92	85	72
中高端门店数	1760	1808	1872	1925	1985	2052	2121	2193	2248	2354	2463	2545	2586	2667	2767	2840
净开店数	70	48	64	53	60	67	69	72	55	106	109	82	41	81	100	73
经济型门店数	5047	5050	5055	5057	5050	5016	4999	5000	4981	4963	4980	4965	4973	4964	4949	4948
净开店数	18	3	5	2	-7	-34	-17	1	-19	-18	17	-15	8	-9	-15	-1
中高端占比	26%	26%	27%	28%	28%	29%	30%	31%	31%	32%	33%	34%	34%	35%	36%	36%

数据来源: 公司月度经营数据, 广发证券发展研究中心

2、国内航线: 5月国内航线客运量同比增速7.6%, 较4月提升4.0个百分点

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5月国内行业客流4847.7万人次, 同比增长7.6%, 相较3月、4月的客流增速4.0%、4.6%显著回暖。2019年3、4月国内航空客流放缓一方面来自宏观经济放缓, 另一方面来自上年高基数, 2018年5月后国内航空客流增速下行, 2019年5月后在基数降低和经济企稳的利好上, 国内航空客运数据有望回暖。

图13: 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、高教受益政策, K12 龙头强者愈强

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。

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(2019-2021)》, 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%。

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。

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，虽然短期行业受到影响，但经过整顿和整合龙头优势更加凸显，从过去一年的经营数据来看新东方、好未来仍维持较快增长，行业集中度未来有望进一步提升。

2) 行情回顾：上半年A股表现分化，港股和美股表现较好，头部公司强者愈强

6月以来，A股教育中位数涨幅3.6%，个股间分化明显：我们重点关注的12家A股教育上市公司股价中位数上涨3.6%，个股间表现分化较大，其中凯文教育(+13.98%)、中公教育(+13.19%)、昂立教育(+9.03%)表现较好；跌幅前三为东方时尚(-7.96%)、中国高科(-7.89%)、紫光学大(-3.72%)。截至6月28日，A股40亿以上市值标的剔除异常值后市盈率(TTM)均值为46.2倍，相较年初55.5倍有所消化。

美股和港股头部教育公司上半年表现较好，显现出强者愈强特征：19年上半年港股教育整体表现较好，天立教育(+147%)、睿见教育(+49%)、新华教育(+46%)表现出色。6月港股教育公司中天立教育、新华教育依然涨幅较好，新上市的东方教育(+12.1%)在上市后也有较好的表现。美股龙头公司上半年显现出强者愈强的特点，新东方、好未来股价表现较好，分别上涨76%、43%，另外海亮教育(+16.6%)

也有较好表现。

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 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。