

休闲服务行业月度报告

免税维持高增长、酒店景气待回升

行业评级

买入

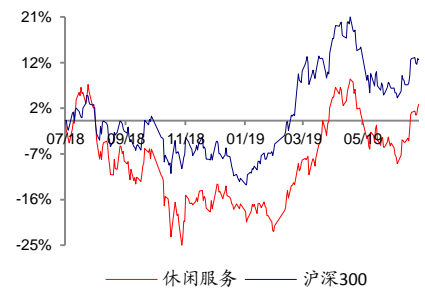
前次评级

买入

报告日期

2019-08-04

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

● 7月板块回顾: 行业跑赢大盘, 景区、演艺、免税表现较好

7月以来休闲服务板块上涨0.3%, 跑赢上证综指(-3.7%)和沪深300(-2.0%), 主要权重股宋城演艺(+11.3%)、中国国旅(+2.1%)均有较好涨幅。目前行业PE(TTM)为33倍, 酒店和景区公司普遍估值较低。

● 数据追踪: 免税景气仍较高、景区、出境游客流下行, 酒店行业有所回暖

免税: 6月三亚过夜游客增速达7.2%, 1-6月增长10.8%, 较1-5月的11.4%有所回落; 机场方面, 北京机场6月国际航线客流量127万人次/YOY+3.6% (5月YOY+6.1%), 上海机场6月国际国际航线客流量275万人次/YOY+3.6% (5月YOY+5.9%), 增速均回落。上半年国旅预计营收和归母净利润同比增长15.5%和70.9%, 扣非后净利增长30.9%。海棠湾免税销售额50亿元。
景区: 6月景区客流有所回落, 根据各地旅游局披露黄山景区6月客流YOY-0.8%, 1-6月累计YOY+9.7%; 长白山6月客流YOY-2.23%, 1-6月YOY+5.8%。
出境游: 根据民航局数据, 6月国际航线客运量同比增长16.5%, 1-6月累计增16.6%。其中, 韩国6月中国游客40万人次/YOY+30%, 1-6月YOY+37%; 日本6月和1-6月客流增速分别为16%和12%; 此外根据各国旅游局数据, 泰国、越南6月接待中国游客增速分别为-7%和-16%, 1-5月累计-5%/-3%。

酒店: 6月星级酒店RevPAR同比增长8.5%, 相比5月的4.3%有所回升。华住酒店Q2整体RevPAR/平均房价同比增长1.3%/4.4%, 较Q1增速2.9%/6.9%回落, Q2同店的RevPAR/平均房价增长-2.1%/-0.4%, 较Q1增速-0.4%/+2.9%也有进一步走弱趋势。Q2整体/同店出租率同比分别下降2.7和下降2.3pct, 较Q1的-3.1pct/-2.8pct降幅均有所收窄。19年6月国内航线客运量同比增速7.1%, 相较5月客流增速7.6%有所回落。

● 旅游行业观点: 免税维持高景气, 酒店或底部企稳
6月休闲服务各板块数据分化, 其中景区、出境游行业受5月假期因素影响, 增速相比5月有所回落, 免税行业相关的国际航空客运和三亚客流量增速相比上月也有所回落, 不过6月酒店数据相比5月有所好转, 可能主要由于商务出行增速恢复以及去年基数较低。整体来看, 上半年免税行业维持高景气, 中免同口径收入和净利润增速分别达到35%和24%, 收入增速明显高于首都机场/上海机场/三亚客流增速4%/4%/11%。酒店行业受宏观经济回落及去年高基数影响, 上半年景气度较低, 华住1、2季度同店RevPar增速分别为-0.4%和-2.1%。景区和出境游整体维持小幅增长, 各目的地表现分化, 整体平均维持5-10%增速。我们重点看好: (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(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: 行业龙头维持较快增长, 暑期培训机构投放大战影响龙头盈利

2019年以来A股表现分化, 职教龙头中公教育、开元股份和幼托龙头美吉姆表现较好。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。职业教育龙头中公教育半年报预披露业绩亮眼。公司未来增长点主要为品类拓展+渠道下沉, 线上线下持续扩张, 品牌力带动客单价持续提升。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, 建议重点关注中公教育。

● 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。

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	90.47	2019/8/1	买入	94.5	2.36	2.57	38.3	35.2	22.8	18.5	22.1	19.4
华住	HTHT.O	USD	30.93	2019/4/24	增持	48.4	1.21	1.56	27.9	22.5	19.0	15.5	22.6	22.7
锦江股份	600754.SH	CNY	23.89	2019/7/1	买入	32.5	1.30	1.39	18.4	17.2	11.3	9.5	9.5	9.7
宋城演艺	300144.SZ	CNY	25.75	2019/7/15	买入	26.7	0.94	1.01	27.4	25.5	23.5	19.4	13.9	13.0
首旅酒店	600258.SH	CNY	16.68	2019/4/30	买入	27.0	0.90	1.04	18.5	16.0	7.6	6.6	10.3	11.3
众信旅游	002707.SZ	CNY	5.59	2019/4/24	增持	7.5	0.30	0.35	18.4	15.8	17.4	14.3	10.6	11.0
中青旅	600138.SH	CNY	12.52	2019/4/29	买入	18.2	0.91	1.06	13.8	11.8	6.2	5.3	9.7	10.2

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	6
1) 月度观点: 免税维持高景气, 酒店或底部企稳	6
2) 行情回顾: 7月板块跑赢大盘, 免税、演艺、景区等部分标的表现较好	6
3) 行业数据: 免税景气度回落、景区客流下行, 酒店行业有所回暖	8
免税行业: 6月三亚、北上机场客流增速均有所回落, 上半年免税业整体维持高景气	8
景区: 6月景区客流增速整体回落, 进入旅游旺季有望改善	11
出境游: 上半年出境游景气度较高, 短线游热度持续回升	13
酒店: 6月酒店景气度持续回暖, 龙头中高端门店扩张提速	15
二、教育行业	20
1) 教育行业: 行业龙头维持较快增长, K12教育机构暑期加大投放	20
2) 行情回顾: 7月港股教育公司受挫, 美股龙头公司分化明显	24
风险提示	26

图表索引

图 1: 7 月以来申万休闲服务指数上涨 0.3%，跑赢沪深 300 2.3 个百分点	7
图 2: 7 月份休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 4 位	7
图 3: 7 月休闲服务市盈率 (TTM) 维持在 32 倍左右	8
图 4: 休闲服务相较上证综指、沪深 300 市盈率表现	8
图 5: 6 月北京机场国外航线客流量增速有所回落	9
图 6: 6 月上海机场国际旅客吞吐量增速有所回落	9
图 7: 19 年上半年实现营收 243 亿元，同比增长 15.5%	9
图 8: 19 年上半年扣非净利润 25.0 亿元，同比增长 30.9%	9
图 9: 受剥离旅行社业务影响 19Q2 单季度营收同比下滑	10
图 10: 19 年 Q2 归母净利润 9.7 亿元，同比增长 28.2%	10
图 11: 上半年海南免税店销售额 (亿元)	10
图 12: 上半年海南免税分品类销售占比	10
图 13: 根据海口海关统计，2019 年上半年三亚免税店销售免税品 49.98 亿元 ..	11
图 14: 上半年黄山游客接待量同比增长 9.7%	12
图 15: 上半年北京市旅游区游客量同比增长 5.1%	12
图 16: 上半年三亚旅游过夜人次累计同比增长 10.8%	12
图 17: 上半年海南省接待游客量同比增长 6.0%	12
图 18: 民航国际航班客运量 (左轴: 万人次) 及同比增速 (右轴)	13
图 19: 6 月星级酒店景气度有所回暖	16
图 20: 6 月星级酒店 RevPAR 同比增长 8.54%	16
图 21: 6 月星级酒店 RevPAR 均有所提升，三星级维持较快增长	16
图 22: 6 月三星级酒店 OCC 同比提升 4.99 个百分点，四、五星级有所下滑 ..	16
图 23: 6 月星级酒店平均房价均有所提升	16
图 24: 二季度华住经营数据环比均有所提升	17
图 25: 二季度华住经营数据同比增速持续下滑	17
图 26: 华住二季度 RevPAR 同比增长 1.3%	17
图 27: 华住直营、加盟店 RevPAR 二季度同比分别增长 2.1% 和 2.5%	17
图 28: 华住二季度中高端品牌开店增速持续提升	18
图 29: 华住二季度加盟店数量同比增长 22.9%	18
图 30: 国内航线客运量 (左轴: 万人次) 及同比增速 (右轴: %)	19
图 31: 6 月以来服务业 PMI 有所回落	19
图 32: 服务业 PMI 分项: 投入品价格和销售价格上升	19
图 33: 2018 年中公教育线上培训收入 4.4 亿元，同比增长 57.6%	21
图 34: 2018 年中公教育线上培训人次达到 111.6 万人次，同比增长 91.2%	21
图 35: 公务员招录培训收入占比从 2015 年的 65% 下降至 2018 年的 49%	22
图 36: 2015-18 年教师和事业单位招聘培训收入复合增速分别为 75% 和 47% ..	22
图 37: 17 和 18 年综合面授培训收入增速分别为 86% 和 87%	22
图 38: 17 年协议班占面授培训收入比例达到 74%	23
图 39: 17 年中公教育各产品面授培训单价有所回升	23

表 1: 2019 年 6 月重点景区客流增长情况统计.....	12
表 2: 2019 年 6 月主要出境旅游目的地客流情况.....	15
表 3: 华住旗下酒店品牌门店数量.....	18
表 4: A 股教育标的市场表现 (7.1-8.2) (单位: 亿元)	25
表 5: 港股教育标的市场表现 (7.1-8.2) (单位: 亿元)	25
表 6: 美股教育标的市场表现 (7.1-8.2) (单位: 亿元)	26

一、旅游行业

1) 月度观点：免税维持高景气，酒店或底部企稳

6月休闲服务各板块数据分化，其中景区、出境游行业受5月假期因素影响，增速相比5月有所回落，免税行业相关的国际航空客运和三亚客流量增速相比上月也有所回落，不过6月酒店数据相比5月有所好转，可能主要由于商务出行增速恢复以及去年基数较低。整体来看，上半年免税行业维持高景气，中免同口径收入和净利润增速分别达到35%和24%，收入增速明显高于首都机场/上海机场/三亚客流增速4%/4%/11%。酒店行业受宏观经济回落及去年高基数影响，上半年景气度较低，华住1、2季度同店RevPar增速分别为-0.4%和-2.1%。景区和出境游整体维持小幅增长，各目的地表现分化，整体平均维持5-10%增速。我们继续看好确定性较强的免税行业、底部回升的酒店行业，以及部分景区和出境游公司。

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（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，张家界千古情项目开业表现较好，异地项目增长确定性较强）。

(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，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：7月板块跑赢大盘，免税、演艺、景区等部分标的表现较好

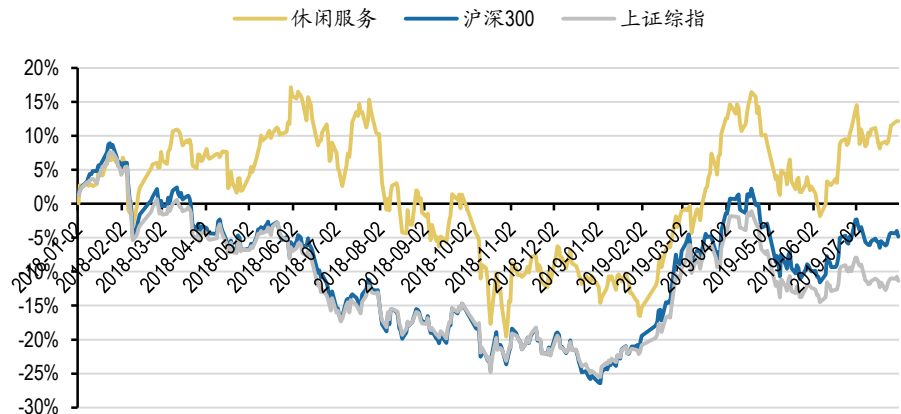
7月以来休闲服务板块显著跑赢大盘，在28个一级行业中排名第4位：截止2019年8月2日，上证综指下跌3.7%，沪深300下跌2.0%，休闲服务板块上涨0.3%，跑赢上证综指4.0个百分点，跑赢沪深2.3个百分点，在28个申万一级行业中排名第4位。

子板块方面，景点板块表现出色，旅游综合板块维持坚挺，餐饮板块跌幅最大：各子板块中餐饮下跌幅度最大，景点板块表现最优，主要包括宋城演艺、长白山、黄山旅游等公司，休闲服务的四个子板块涨跌幅排序分别为景点（+6.04%）>旅游综合（+0.64%）>酒店（-6.02%）>餐饮（-6.75%）。

个股方面，免税和景区子板块龙头公司涨幅较大，出境游板块公司整体表现较弱：19年7月休闲服务板块景区和旅游综合子板块有较好涨幅，演艺龙头宋城演艺（+11.3%）、免税龙头中国国旅（+2.1%）涨幅良好；景区公司长白山（+4.1%）和张家界（+3.0%）受到上月游客人数提升，叠加旅游旺季影响涨幅良好。酒店和出境游板块整体表现较弱，锦江股份（-3.0%）、首旅酒店（-7.2%）、腾邦国际（-5.2%）、凯撒旅游（-6.3%）和众信旅游（-7.6%）股价表现一般。

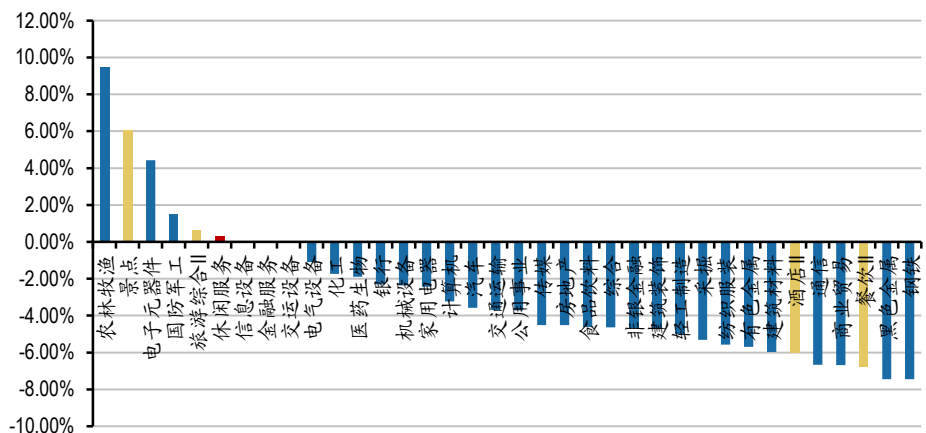
板块绝对估值有所回升，仍处于近年来历史低位：截至19年8月2日，休闲服务板块整体TTM市盈率为32.88倍，与6月末的32.45基本持平。14年至今休闲服务板块平均市盈率为49.4倍，相比历史水平板块绝对估值显著低于历史平均水平。从相对估值水平看，7月底休闲服务板块相对上证50和沪深300指数分别为2.6倍和2.7倍，14年至今休闲服务相对上证50和沪深300指数平均值分别为3.6倍和4.1倍，当前板块相对估值也处于历史低位。

图1：7月以来申万休闲服务指数上涨0.3%，跑赢沪深300 2.3个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图2：7月份休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第4位



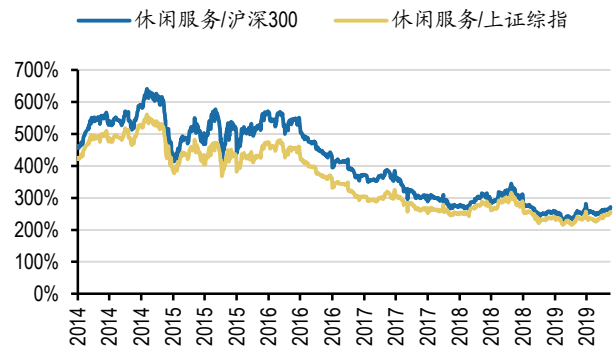
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图3：7月休闲服务市盈率（TTM）维持在32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：免税景气度回落、景区客流下行，酒店行业有所回暖

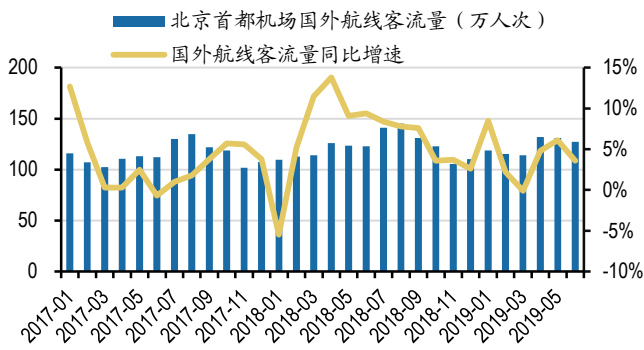
免税行业：6月三亚、北上机场客流增速均有所回落，上半年免税业整体维持高景气

6月三亚旅游过夜人次同比增长7.2%，增速有所回落。得益于五一假期，5月三亚旅游过夜人次同比提升显著。进入6月以来增速有所回落，6月三亚旅游过夜人次147.6万人，同比增长7.2%。今年以来三亚旅游持续向好，上半年累计旅游过夜人次为1,093.0万人，同比增长10.8%。

北京、上海机场国际客流量增速均有所回落。6月北京首都国际机场国外航线客流量同比增长3.6%，较上月下降2.5个百分点，1-6月累计客流量同比增长4.2%，与1-5月的4.3%基本持平。

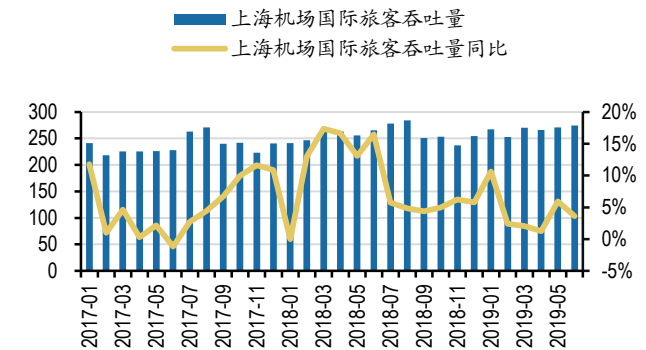
上海机场6月国际旅客吞吐量为274.6万人，同比增长3.6%，国际旅客吞吐量增速较5月的5.9%也有所回落。1-6月国际旅客吞吐量累计为1,601.4万人，同比增长4.2%，与5月基本持平。

图5: 6月北京机场国外航线客流量增速有所回落



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图6: 6月上海机场国际旅客吞吐量增速有所回落

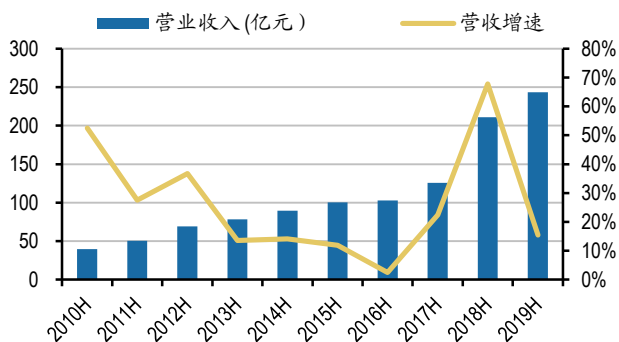


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

中国国旅发布业绩快报, 上半年营收盈利增长较快, 免税龙头长期成长可期。

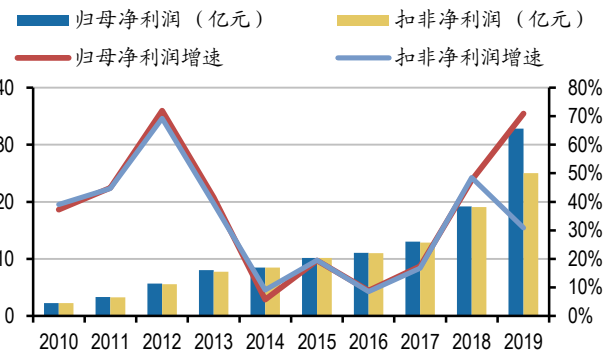
7月31日公司发布中期业绩快报: **1) 营收增速方面**, 19年上半年实现营收243.4亿元, 同比增长15.5%, 其中Q2单季度营收106.5亿元, 同比下降12.9%, 主要受到剥离旅行社业务以及并表日上上海期间差的影响, 我们测算可比口径下19年上半年免税业务营收同比增长约35%, 其中单2季度免税营收增长约28%。公司免税业务增长势头良好。**2) 净利润增长方面**, 19年上半年归母净利润和扣非净利润分别为32.8和25.0亿元, 同比分别增长70.9%和30.9%。其中Q2单季度归母净利润9.7亿元, 同比增长28.2%, 扣非净利润增长20.9%, 我们测算可比口径下Q2单季度扣非净利润同比增速或达到33%, 主要由于上海和首都机场免税、离岛免税的持续快速增长, 此外, 可能还来自财务费用下降(去年2季度受汇率因素影响财务费用上升明显达到8140万元), 以及香港机场业务同比减亏(去年同期亏损或超过1亿元)、广州机场免税业务增长。

图7: 19年上半年实现营收243亿元, 同比增长15.5%



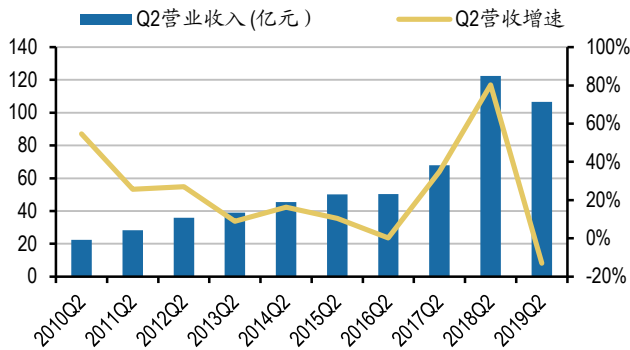
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图8: 19上半年扣非净利润25.0亿元, 同比增长30.9%



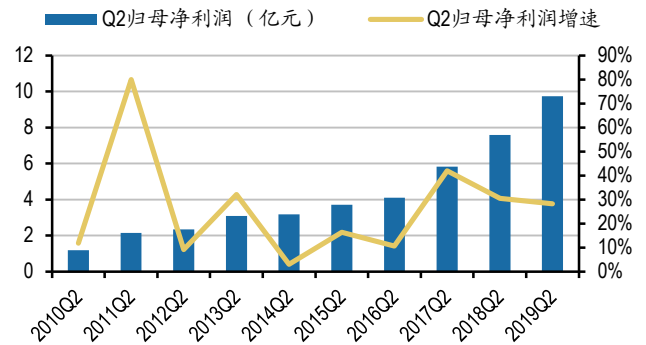
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图9 受剥离旅行社业务影响19Q2单季度营收同比下滑



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

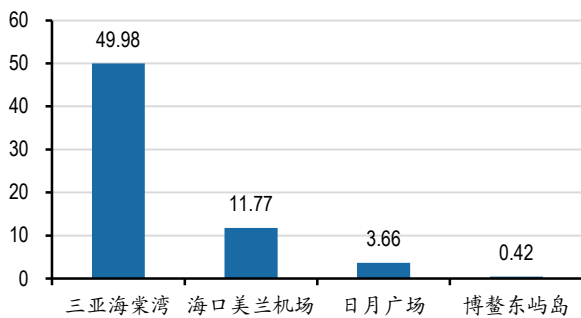
图10: 19年Q2归母净利润9.7亿元, 同比增长28.2%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

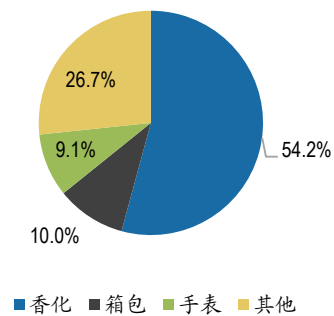
上半年离岛免税维持高景气, 香化占比超五成。据海关数据显示, 上半年海南免税表现亮眼。离岛免税销售金额达65.82亿元, 购买旅客169.79万人次, 同比分别增长26.56%和15.98%。其中三亚海棠湾和海口美兰机场销售额分别为49.98亿元和11.77亿元; 上半年新开业的日月广场及博鳌东屿岛免税店销售额分别为3.66亿元和0.42亿元。分品类来看: 香化、箱包和手表为前三大品类。分别占总销售额的54.22%、10.00%和9.12%。未来随着海口免税店的扩张, 离岛免税政策效应有望持续释放, 驱动公司盈利长期稳健成长。

图11: 上半年海南免税店销售额 (亿元)



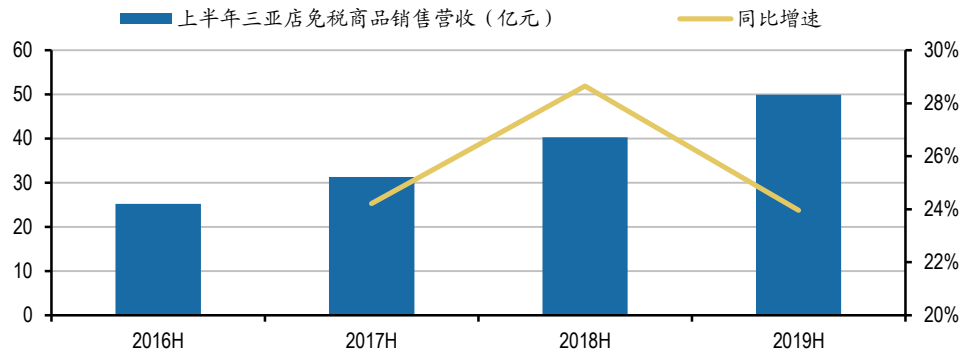
数据来源: 海口海关, 广发证券发展研究中心

图12: 上半年海南免税分品类销售占比



数据来源: 海口海关, 广发证券发展研究中心

图13: 根据海口海关统计, 2019年上半年三亚免税店销售免税品49.98亿元



数据来源: 海口海关统计、公司中期财务报告、广发证券发展研究中心

景区: 6月景区客流增速整体回落, 进入旅游旺季有望改善

黄山: 黄山景区6月共接待游客23.8万人次, 同比下降0.8%, 基本维持平稳。1-6月累计接待游客162.4万人, 同比增长9.7%, 相较1-5月的11.7%有所放缓。其中西递和宏村景区1-6月分别接待游客54.3万人次和119.2万人次, 同比分别增长11.0%和11.5%。

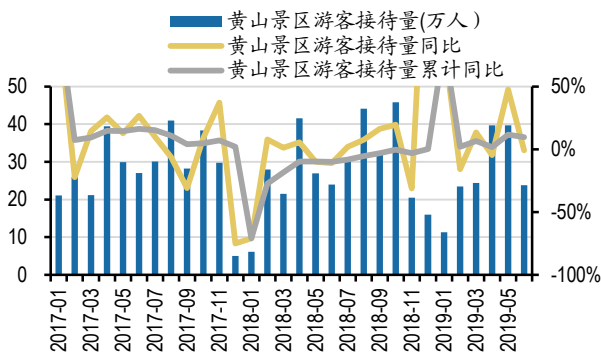
长白山: 长白山景区6月共接待游客23.8万人次, 同比下降2.23%。主要是南景区本年度未开放所致。北景区和西景区分别接待游客17.6万人次和6.2万人次, 同比分别增长4.78%和2.77%。1-6月累计接待游客59.5万人次, 同比增长5.8%。其中北景区和西景区分别接待游客46.7万人次和12.8万人次, 同比分别增长7.5%和13.3%。

张家界: 张家界6月共接待游客406.09万人次, 同比下降35.3%。1-6月累计接待人次2701.19万人, 同比下降14.1%。

北京市: 北京市旅游景区6月共接待游客2673.6万人次, 同比增长0.3%。1-6月累计接待游客1.51亿人次, 同比增长5.1%, 增速较1-5月有所回落。今年以来北京市接待外国游客数量持续下降, 上半年北京市旅游景区累计接待外国游客316.9万人次, 同比下降4.9%。

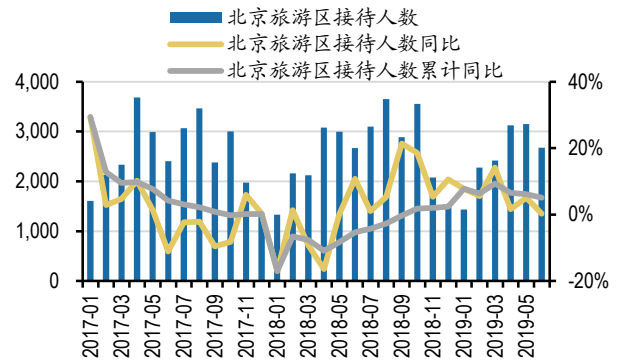
海南省: 6月共接待游客500.75万人, 同比增长6.1%, 相比4、5月增速有所放缓。上半年共接待游客3856.98万人, 同比增长6.0%。

图14: 上半年黄山游客接待量同比增长9.7%



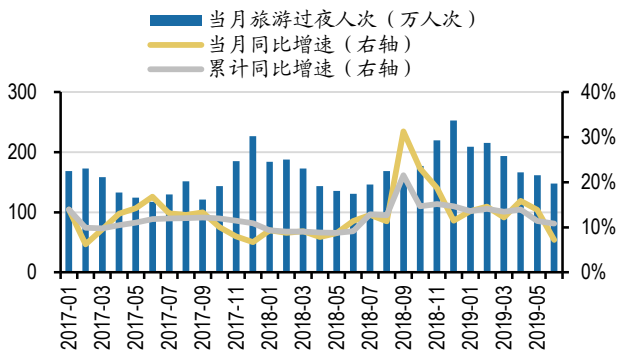
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图15: 上半年北京市旅游区游客量同比增长5.1%



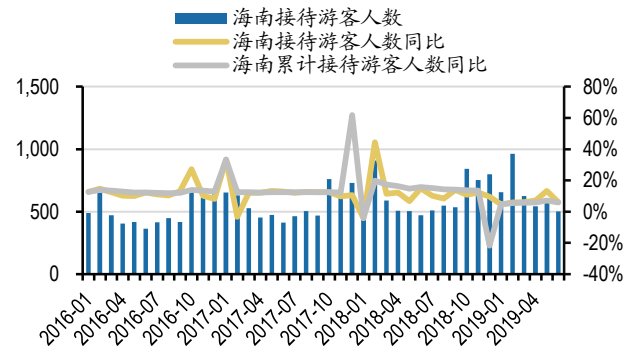
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图16: 上半年三亚旅游过夜人次累计同比增长10.8%



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图17: 上半年海南省接待游客量同比增长6.0%



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

表1: 2019年6月重点景区客流增长情况统计

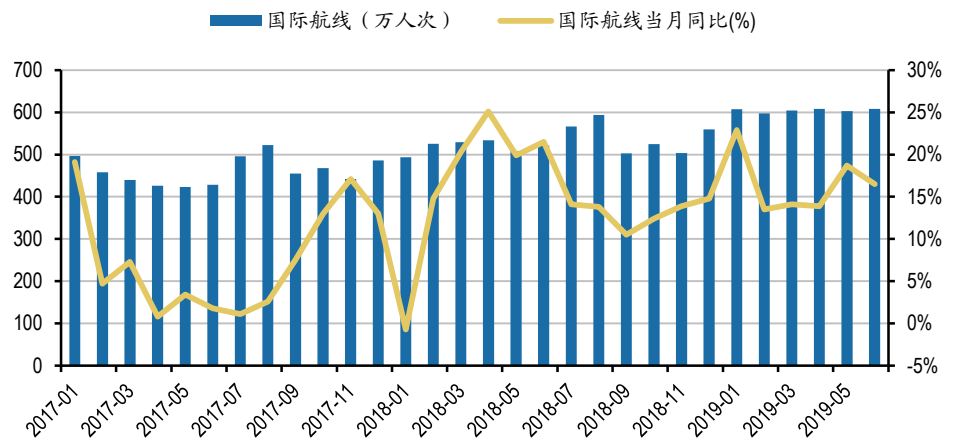
	6月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-6月累计客流(万人次)	累计客流增速	相关上市公司
黄山景区	23.8	-0.8%	162.4	9.7%	黄山旅游
长白山景区	9.6	-2.2%	59.5	5.8%	长白山
北京市	2673.6	0.3%	15083.6	5.1%	首旅酒店、锦江股份
海南省	500.8	6.1%	3857.0	6.0%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	147.6	7.2%	1093.0	10.8%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、三特索道
丽江(5月)	460.4	11.4%	2134.3	18.3%	丽江旅游、宋城演艺
张家界景区	406.1	-35.3%	2701.2	-14.1%	张家界

数据来源: WIND、各景区旅游局官网、广发证券发展研究中心

出境游：上半年出境游景气度较高，短线游热度持续回升

国际航线：6月国际航线客运量增速有所回落，上半年整体景气度较高。6月国际航线客运量为608.0万人次，同比增长16.5%，增速相比5月增速18.7%有所回落。上半年出境游景气向好。1-6月国际航线累计客运量为3628.5万人次，同比增长16.6%。

图18：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、中国民航局、广发证券发展研究中心

短线游：日本6月客流持续回升，东南亚整体增长放缓，韩国市场强势复苏

- ◇ **日本：**2019年6月中国居民赴日88万人次，同比增长16%，相比5月增速13%有所提升，19年1-6月累计接待中国游客453万人次，同比增长12%。18年全年中国赴日游客客流增长14%。
- ◇ **韩国：**2019年6月赴韩旅游中国游客40万人次，同比增长30%，相比5月的50%有所回落，不过整体仍维持高位，19年1-6月我国居民赴韩国累计223万，同比增长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年以来赴韩旅游强势复苏。

东南亚：6月增速整体回落，今年以来东南亚出境游热度下降

- ◇ **泰国：**19年6月我国居民赴泰国旅游84万人次，同比下滑7%，相比4、5月降幅收窄，1-6月累计564万我国居民赴泰旅游，同比下降5%。
- ◇ **越南：**19年6月我国居民赴越南人次35万，同比下降16%，相比前期增速继续下降，1-6月累计赴越南248万人次，同比降幅扩大到3%。
- ◇ **新加坡：**19年5月我国居民赴新加坡人次28万，同比增长7%，1-5月累计赴新加坡154万人次，同比增长4%。

- ◇ **马来西亚:** 19年5月我国居民游客赴马来西亚人次24万, 同比增长4%, 1-5月累计赴马来西亚134万人次, 同比增长8%。今年以来赴马来西亚增速回落, 除基数原因外, 主要是安全方面因素导致热度有所下降。7月21日, 马来西亚内政部为鼓励中国游客, 增加6个出入境口, 为符合一定条件的中国游客办理落地签, 同时落地签期限将从7天延长到14天, 签证办理费用也有所下调。

中国港澳台地区: 6月赴香港地区、澳门地区增速回落

- ◇ **中国香港地区:** 19年6月访香港地区内地游客400万人次, 同比上升10%; 1-6月内地游客赴香港地区累计达2757万, 同比增长为16%。
- ◇ **中国澳门地区:** 19年6月内地赴澳门地区游客210万人次, 同比上升20%; 19年1-6月内地游客赴澳门地区累计为1431万, 同比增长22%。
- ◇ **中国台湾地区:** 19年6月内地赴中国台湾地区游客26万人次, 同比增长35%; 1-6月内地游客赴台湾地区累计为168万, 同比增长28%。

长线游: 主要目的地中欧洲景气度持续提升, 美、加、澳及周边地区客流均有下降

- ◇ **澳大利亚:** 19年5月我国居民赴澳大利亚游客9万人次, 同比增长6%, 1-5月我国居民累计赴澳57万人次, 与去年基本持平。
- ◇ **新西兰:** 19年5月我国居民赴新西兰游客3万人次, 同比下降9%, 1-5月我国居民累计赴新20万人次, 同比下降12%。
- ◇ **奥地利:** 19年5月我国居民赴奥地利游客13万人次, 同比增长1%, 1-4月我国居民累计赴奥47万人次, 同比增长5%。
- ◇ **丹麦:** 19年5月我国居民赴丹麦游客2.4万人次, 同比增长24%, 1-5月我国居民累计赴丹麦7万人次, 同比增长30%。
- ◇ **美国:** 19年6月我国居民赴美国游客25万人次, 同比下降4%; 1-6月累计赴美国143万人次, 同比下降3%。
- ◇ **加拿大:** 19年5月我国居民赴加拿大游客6万人次, 同比下降5%, 1-5月我国居民累计赴加23万人次, 同比下降1%。
- ◇ **墨西哥:** 19年5月我国居民赴墨西哥游客1.3万人次, 同比增长4%, 1-5月我国居民累计赴墨7万人次, 同比下降3%。

表2: 2019年6月主要出境旅游目的地客流情况

	目的地	6月单月客流 (万人次)	单月客流增速	1-6月累计客流 (万人次)	累计客流增速
短线游	日本	88	16%	453	12%
	韩国	40	30%	223	37%
东南亚	泰国	84	-7%	564	-5%
	越南	35	-16%	248	-3%
	马来西亚(5月)	24	4%	134	8%
	新加坡(5月)	28	7%	154	4%
	中国港澳台地区	中国香港地区	400	10%	2757
	中国澳门地区	210	20%	1431	22%
	中国台湾地区	26	35%	168	28%
长线游	澳大利亚(5月)	9	6%	57	0%
	新西兰(5月)	3	-9%	20	-12%
	奥地利(5月)	13	1%	47	5%
	丹麦(5月)	2	24%	7	30%
	美国	25	-4%	143	-3%
	加拿大(5月)	6	-5%	23	-1%
	墨西哥(5月)	1	4%	7	-3%

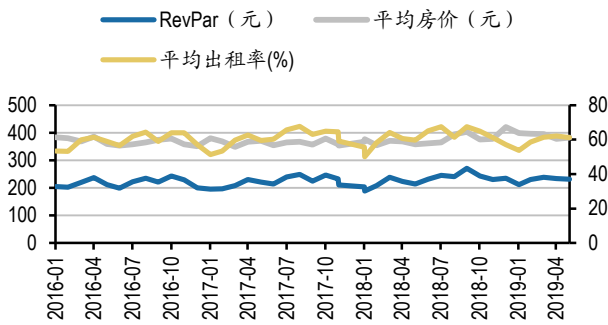
数据来源: 各目的地旅游局、广发证券发展研究中心

酒店: 6月酒店景气度持续回暖, 龙头中高端门店扩张提速

6月酒店行业景气度持续回暖。6月全国星级酒店RevPAR为232元/晚, 同比增长8.54%。OCC为61.09%, 同比提升1.45个百分点, 增速与5月基本持平; ADR为382元, 同比增长6.67%。5月星级酒店RevPAR和ADR同比增速分别为4.30%和2.61%, 6月增速有明显提升。

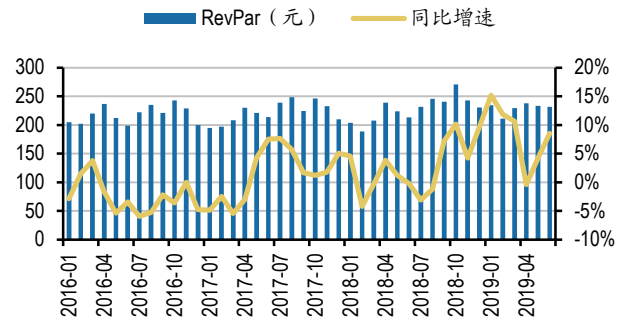
分星级来看:6月三星级酒店RevPAR维持较快增长, 6月同比增长23.40%; 五星级和四星级酒店RevPAR增速均转正, 同比分别增长5.87%和0.78%。**出租率方面:**6月三星级酒店OCC同比增长4.99个百分点, 四、五星级同比分别下降0.26和0.38个百分点。**平均房价方面:**6月星级酒店房价均有所提升, 三、四、五星级酒店平均房价同比分别增长13.94%、1.23%和6.56%。

图19: 6月星级酒店景气度有所回暖



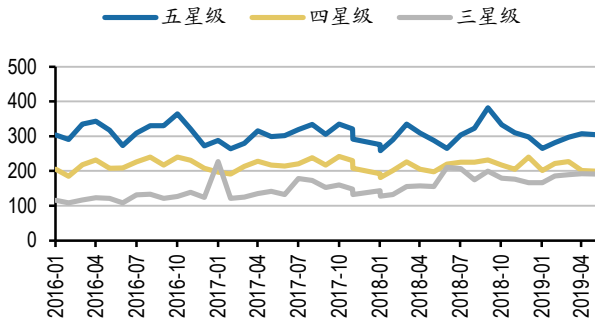
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图20: 6月星级酒店RevPAR同比增长8.54%



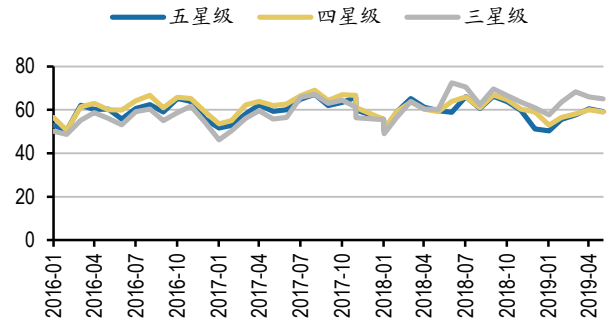
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图21: 6月星级酒店RevPAR均有所提升, 三星级维持较快增长



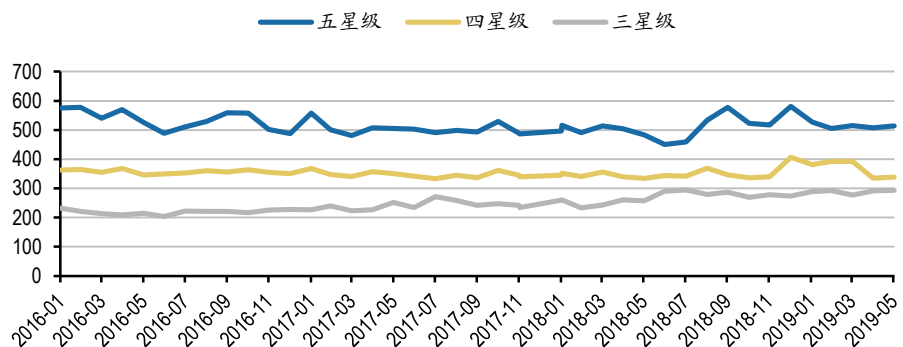
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图22: 6月三星级酒店OCC同比提升4.99个百分点, 四、五星级有所下滑



数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图23: 6月星级酒店平均房价均有所提升



数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

分星级来看: 6月三星级酒店RevPAR维持较快增长, 6月同比增长23.40%; 五星级和四星级酒店RevPAR增速均转正, 同比分别增长5.87%和0.78%。出租率方面: 6月三星级酒店OCC同比增长4.99个百分点, 四、五星级同比分别下降0.26和0.38个

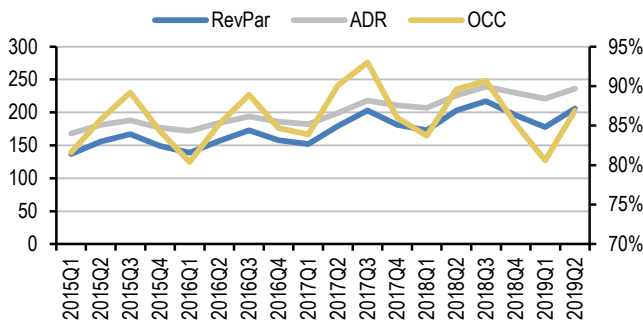
百分点。**平均房价方面**：6月星级酒店房价均有所提升，三、四、五星级酒店平均房价同比分别增长13.94%、1.23%和6.56%。

华住二季度经营环比有所改善，同比增速放缓，中高端品牌持续扩张

二季度RevPAR为206元/晚，同比增长1.3%，其中直营和加盟店同比分别增长2.1%和2.5%。**出租率方面**：二季度整体出租率为86.9%，同比下降2.7个百分点，其中直营店和加盟店同比分别下降1.9和2.8个百分点。**平均房价方面**：二季度华住平均房价为236元，同比增长4.4%，其中直营和加盟店同比分别增长4.3%和5.8%。

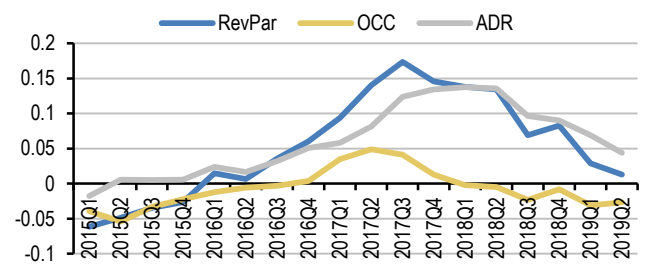
华住酒店Q2 整体 RevPAR/出租率/平均房价增长 1.3%/-2.7pct/4.4%，较Q1-2.9%/3.1pct/6.9%回落，Q2 同店的 RevPAR/出租率/平均房价增长 -2.1%/-2.3pct/0.4%，较 Q1的-0.4%/-2.8pct/2.9%也有下降。

图24：二季度华住经营数据环比均有所提升



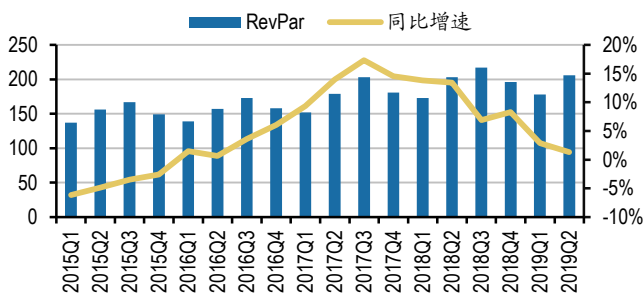
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图25：二季度华住经营数据同比增速持续下滑



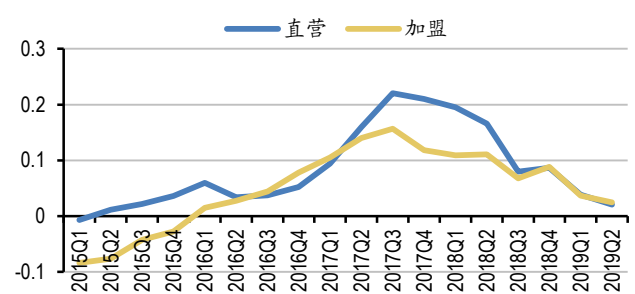
数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图26：华住二季度RevPAR同比增长1.3%



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

图27：华住直营、加盟店RevPAR二季度同比分别增长2.1%和2.5%

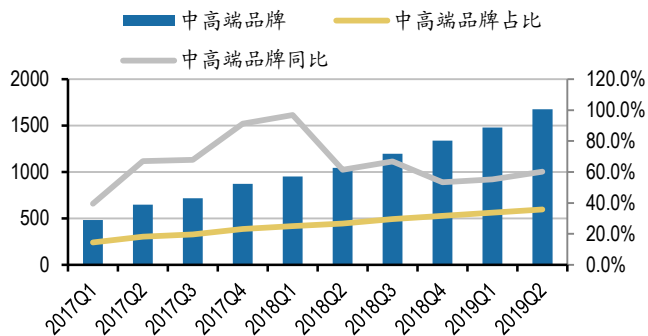


数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

开店方面：中高端品牌迅速扩张，加盟店开店增速持续提升。二季度华住中高端品牌维持较快增长，门店数达1675家，同比增长60.1%，中高端品牌占比达到35.9%。经济型品牌门店数为2990间，同比增长4.7%。从经营方式上来看：二季度加盟和直

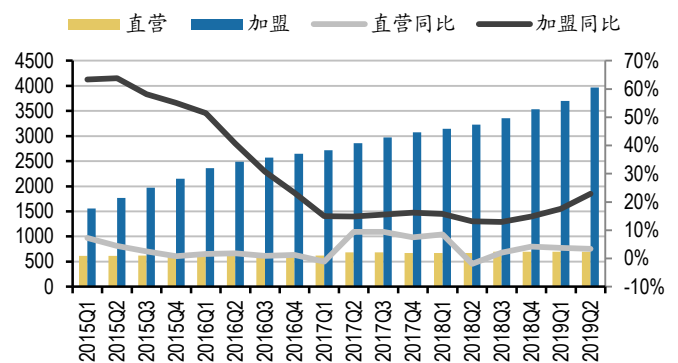
营店分别为3696间和696间，同比分别增长22.88%和3.42%。

图28: 华住二季度中高端品牌开店增速持续提升



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

图29: 华住二季度加盟店数量同比增长22.9%



数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表3: 华住旗下酒店品牌门店数量

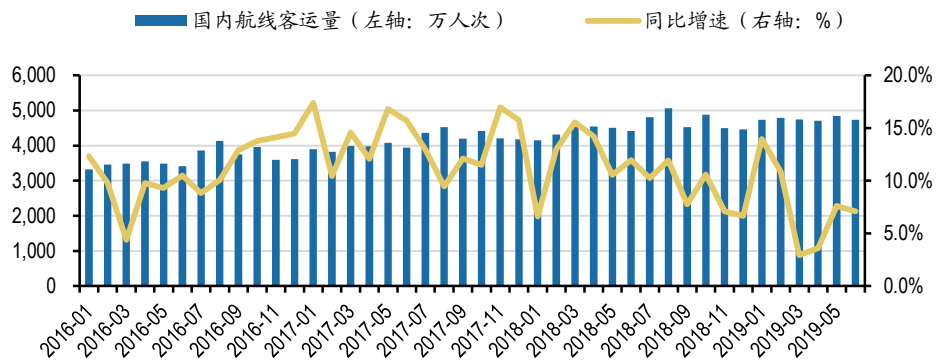
华住酒店品牌	各品牌旗下门店数	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
中高端品牌	禧玥酒店(Joya)	6	6	6	6	7	7	6	6	6	6
	全季(JI)	304	327	364	390	423	452	501	553	611	666
	星程(STARWAY)	141	148	162	174	173	177	193	212	230	265
	漫心(MANXIN)	3	4	8	11	15	17	21	24	28	35
	美爵(Grand Mercure)	2	3	3	4	5	6	6	6	7	8
	诺富特(Novotel)	2	2	4	4	4	5	7	7	7	9
	美居(Mercure)	16	18	19	20	19	28	35	39	45	52
	汉庭 premium				5	28	45	59	74	91	129
	宜必思(ibis)				100	105	112	125	137	149	159
	宜必思尚品(ibis style)	10	10	11	13	16	23	28	34	37	44
	桔子精选(Orange Selected)		90	97	103	114	127	143	172	189	216
	桔子水晶(Crystal Orange)(Blossom Hill)		40	42	42	44	47	52	56	60	66
								21	18	20	20
	合计	484	648	717	872	953	1,046	1,197	1,338	1,480	1,675
经济型品牌	汉庭(HANTING)	2203	2213	2939	2244	2245	2236	2255	2283	2303	2331
	怡莱(ELAN)	188	195	213	226	220	218	204	200	207	244
	海友(HI)	387	395	394	396	391	395	392	402	399	415
	宜必思(ibis)	74	80	91							
	桔子酒店(Orange Regular)		10	9	8	8	8	7	7	7	0
	合计	2852	2893	2939	2874	2864	2857	2858	2892	2916	2990
	酒店总计	3336	3541	3656	3,746	3,817	3,903	4,055	4,230	4,396	4,665

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

国内航线客运量：6月同比增长7.1%，较5月略有下滑

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6月国内行业客流4731.8万人次，同比增长7.1%，较5月7.6%的增速有所下滑。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月以来，在基数降低和经济企稳的利好上，国内航空客运数据持续向好。

图30：国内航线客运量（左轴：万人次）及同比增速（右轴：%）

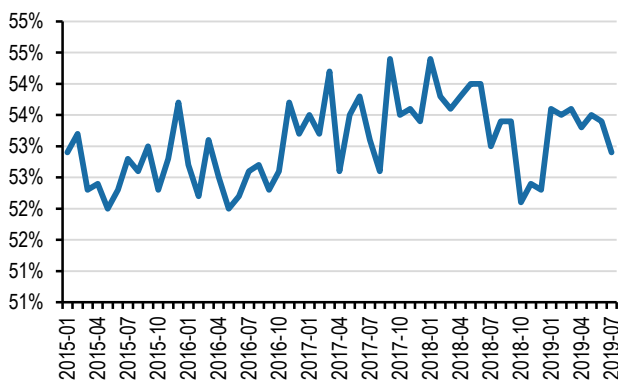


数据来源：中国民航局，广发证券发展研究中心

服务业PMI：6月以来有所回落，7月为52.9%，环比回落

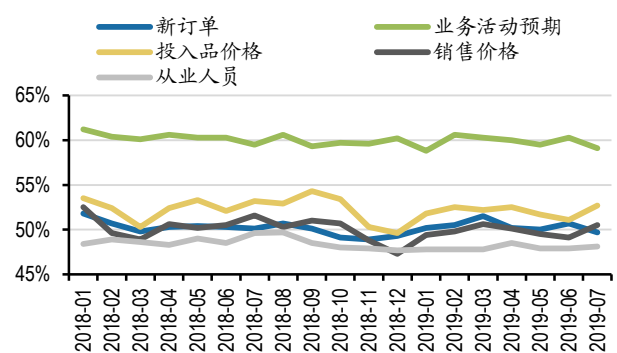
6月以来，服务业PMI有所回落，6月和7月PMI分别为53.4%和52.9%，环比分别下降0.1和0.5个百分点；同比分别下降1.1和0.2个百分点。服务业整体景气度略有下降。

图31：6月以来服务业PMI有所回落



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图32：服务业PMI分项：投入品价格和销售价格上升



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

二、教育行业

1) 教育行业：行业龙头维持较快增长，K12 教育机构暑期加大投放

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，职业教育龙头公司现金流好，增长较为确定，建议重点关注中公教育。

1、职业教育：经济转型期需求待爆发，看好中公教育

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%。

7月中公教育披露半年度业绩预告，上半年业绩表现出色。预计归母净利润在4.25亿元—5亿元之间，同比增速预计在100.14%—135.46%之间。主要得益于公司市场领先地位及规模优势不断强化，基层公共服务类岗位扩招良好。一站式学习设施利用率进一步提高，品类之间协同效应有所增强。新一轮的教研改进成效显著，双师及经营数字化转型、课程产品升级等经营提升措施持续深化。

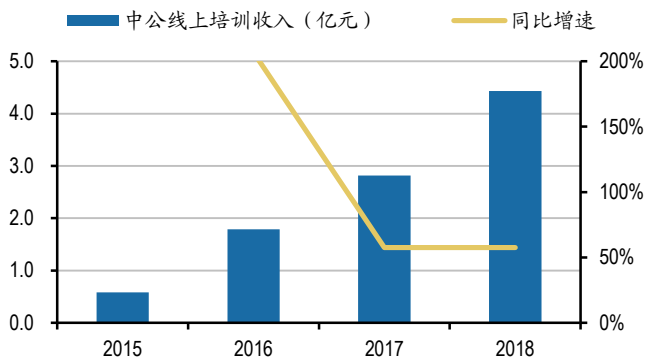
我们认为未来中公教育增长的主要看点在于线上线下渠道持续扩张，产品线进一步拓展以及品牌优势的逐步巩固。

线上增长方面：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，2018年线上培训营收达4.44亿元，增幅57.64%，占公司营业收入比例达到7.1%，18年线上培训人次达111.58万，增幅91.19%。2015-18年线上收入复合增速97%，线上培训人次复合增速达到124%。

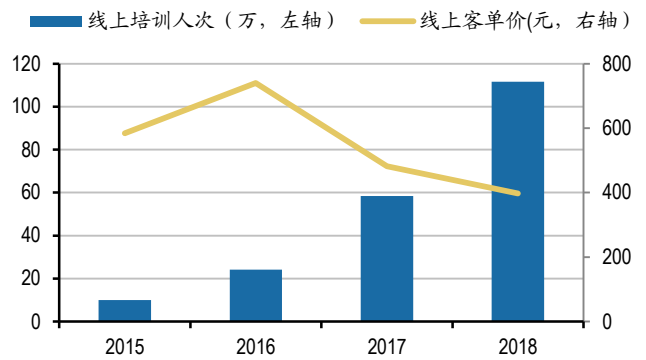
线上培训的成本相对固定，线上培训的边际成本较低，随着线上培训的培训人数快速增长，给中公教育创造了较大的降价空间，未来线上培训的单价将稳步下降。

图33：2018年中公教育线上培训收入4.4亿元，同比增长57.6%



数据来源：公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图34：2018年中公教育线上培训人次达到111.6万人次，同比增长91.2%



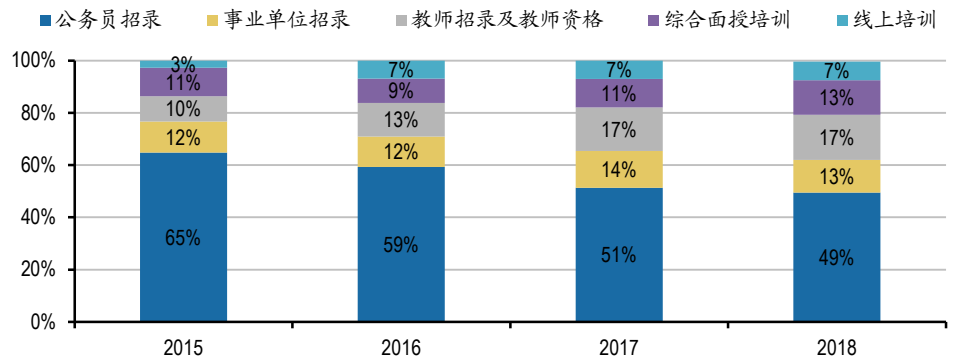
数据来源：公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

品类扩张方面：培训课程产品线稳步拓展，教师招录和其他综合培训快速增长

公司公务员培训收入占比下降，教师招录培训增长强劲。随着教师、事业单位招聘培训和线上培训业务的增长，综合序列中业务产品线的不断丰富，公务员招录培训收入占总营收比例从2015年的65%逐年下降至2018年的49%，教师和事业单位招聘培训收入快速增长，合计占比从2015年的22%上升至2018年的30%。近年来教师招录和教师资格培训收入增长突出，2015-18年营收复合增速高达75.0%。

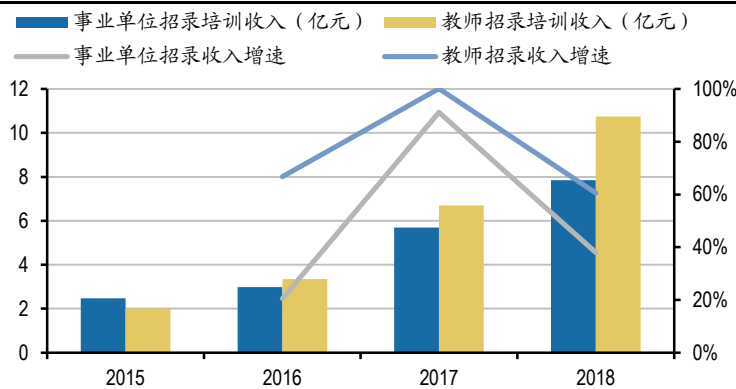
综合序列收入加速增长，2017和2018年综合面授收入规模分别为4.4和8.3亿元，同比增速分别达86%和87%。综合序列包含三大类核心产品之外的其他产品，包括医师资格培训、药师资格培训、考研培训等产品。2017年综合序列的培训人次增速达81%，综合序列产品潜在市场规模大、尚处于前期开拓阶段，培训人次基数小，增长速度较快。

图35: 公务员招录培训收入占比从2015年的65%下降至2018年的49%



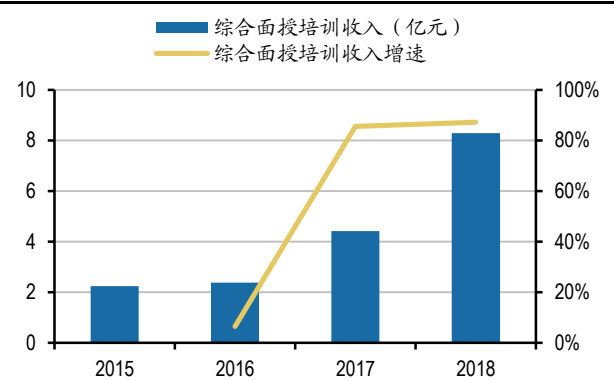
数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图36: 2015-18年教师和事业单位招聘培训收入复合增速分别为75%和47%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图37: 17和18年综合面授培训收入增速分别为86%和87%

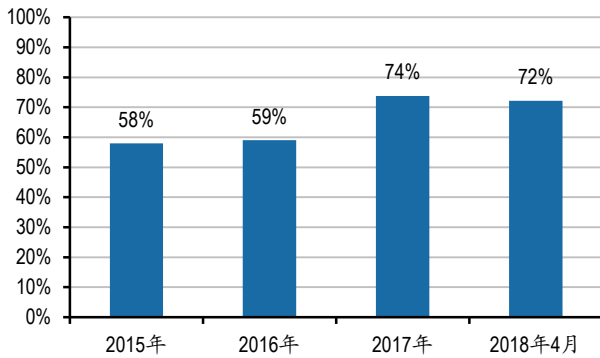


数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

客单价提升: 协议班、长周期班占比提升, 产品升级, 品牌竞争力渐显

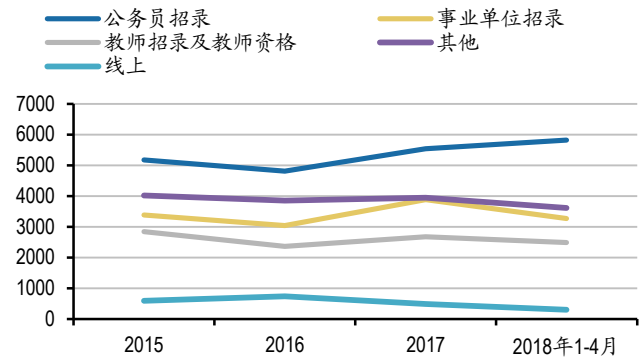
中公教育提供的面授培训分为普通班和协议班, 协议班授课质量更有保障, 为学员提供更为灵活的选课、授课方式以及更为丰富的课后增值服务, 价格相对较高。2015-2017年协议班培训收入占面授收入的比例分别为58%、59%及74%, 17年协议班收入占比有较大幅度提升主要由于17年中公教育加大了协议班的推广力度, 积极引导学员报考协议班, 预计未来协议班的占比继续提升, 拉动面授培训业务平均单价稳步增长。

图38: 17年协议班占面授培训收入比例达到74%



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图39: 17年中公教育各产品面授培训单价有所回升



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

从产品平均单价来看,近年来公司面授培训客单价稳步提升,2018年达到4840元/人,同比增长13.98%,增速较17年9.6%的增速进一步提升。随着考试难度的提高,招录比不断下降、学习周期加长,2018年公司长周期课程比例持续提高,公职类招考培训领域创新升级高附加值产品不断增多,产品升级带动单价稳步增长。

随着教育培训行业的快速发展、非学历职业教育培训行业需求持续旺盛、中公教育品牌优势和核心竞争力的不断增强,预计中公教育未来经营业绩仍将保持快速发展。随着分支机构不断扩张,线上渠道渗透率稳步提升,以及产品线横向丰富拓展,中公教育未来培训学员数有望稳健增长。而随着考试难度增加带来培训时长增加、协议班的占比提升、公司市场地位和品牌实力的提升,中公教育培训平均单价有望保持稳步提升。公司具备较强的研发实力,模式创新和线上推广或助力公司市占率稳步提升。

2、K12方面: 政策不确定性仍存,新东方四季度K12业务快速增长,好未来暑期投放大战加大营销费用导致一季度亏损

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。

新东方: 2019财年实现营收31.0亿美元,同比增长20.2%,实现扣非后净利润2.3亿美元,同比下降20.8%。截止2019年5月31日,新东方学习中心总数达1233家,新增152个,同比增长14.1%,学校总数达95家。四季度学生数量达275.6万人次,同比增长33.9%。其中,公司K12业务增长亮眼,四季度K12收入同比增长28.5%,其中优能中学教育和泡泡少儿英语同比分别增长27.2%和31.0%。

好未来: 2020财年一季度实现营收7.0亿美元,同比增长27.6%;一季度扣非后净亏损971.1万美元,今年暑假以来,各K12机构加大投入抢夺生源,好未来加大了营销

方面的投入，销售和营销费用同比大幅增长64.4%；此外，好未来增加了科技领域的投入，导致一季度亏损。**就读学生方面：**长期正价课（normal priced long-term course）就读人次达171.8万人，同比增长40.6%。截止19年5月31日，共在57个城市开设725个学习中心，相比2019年2月底新增了49个。预计二季度营收会在8.95亿美元-9.16亿美元之间，同比增长32-35%。7月18日，好未来发布AI开放平台，包括AI课堂方案、AI课程守护系统和作业批改、批搜系统的完整AI解决方案，公司开始立足C端的传统优势业务，逐步向B端发力。

精锐教育：2019财年3季度实现营收1.58亿美元，同比增长32.6%。运营利润1.23亿美元，同比大涨117%。其中，精锐个性化、精锐至慧学堂和小小地球少儿英语分别贡献营收1.29亿美元、1863万美元和667万美元，同比分别增长25.9%、41.9%和77.5%。月均就读学生达17.5万人次，同比增长40.0%；新报名学生同比增长42.7%。截止2019年5月31日，公司共有430个学习中心，同比增长25.1%；其中个性化学习中心、至慧学堂学习中心、小小地球少儿英语学习中心和天津华英学习中心分别有284个、93个、42个和11个。

博实乐：2019财年3季度博实乐实现营收6.93亿美元，同比增长28.1%；前三季度共实现营收18.5亿美元，同比增长39.3%。单三季度和前三季度净利润分别为1.3亿美元和3.0亿美元，同比分别增长2.5%和26.8%。其中国际学校、双语学校和幼儿园分别贡献营收2.25亿元、1.95亿元、1.57亿元人民币，同比分别增长26.3%、20.6%、21.1%。截止2019年5月，在全球共有78所学校，共有学生62446人。公司今年以来加快全球扩张，三季度海外学校实现营收0.17亿人民币。

2) 行情回顾：7月港股教育公司受挫，美股龙头公司分化明显

7月以来，A股教育普跌，中位数跌幅9.3%：我们重点关注的12家A股教育上市公司股价中位数下跌9.3%，整体表现不佳。其中上涨的公司仅有紫光学大（+7.2%）、中公教育（+2.6%）。截至8月2日，A股40亿以上市值标的剔除异常值后市盈率（TTM）均值为44.9倍，相较年初55.5倍有所消化。

港股教育公司7月受挫，美股龙头公司有所分化：19年以来港股教育整体表现较好，天立教育（+128.8%）、中国科培（50.3%）、新华教育（+49.2%）、希望教育（45.96%）表现出色。仅有成实外教育、枫叶教育和新高教集团股价下跌。7月港股教育公司整体表现不佳，仅有宇华教育（12.06%）、希望教育（9.91%）涨幅较好。美股龙头公司7月有所分化，新东方（+7.53%）、海亮教育（+7.43%）延续较好表现，好未来2020财年Q1未实现盈利，7月表现不佳（-14.99%）。

表4: A股教育标的市场表现(7.1-8.2)(单位:亿元)

公司名称	公司代码	7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 (%)
凯文教育	002659.SZ	-14.7%	-12.2%	36.7	153.9	303.4	0.8	98.8%	-0.2	-30.7%
中公教育	002607.SZ	2.5%	109.8%	868.4	52.8	101.2	13.1	61.9%	1.1	934.7%
昂立教育	600661.SH	-14.2%	2.8%	57.6	28.0	56.4	5.4	21.5%	0.3	53.2%
开元股份	300338.SZ	-20.0%	29.9%	31.0	16.6	15.6	3.6	50.9%	0.2	32.3%
科斯伍德	300192.SZ	-9.5%	4.2%	22.1	22.7	27.7	2.2	-8.2%	0.2	44.3%
美吉姆	002621.SZ	-0.8%	30.3%	76.7	45.4	1111.9	1.2	218.0%	0.2	875.3%
世纪鼎利	300050.SZ	-15.3%	-13.5%	29.3	0.0	62.8	2.4	19.8%	0.2	25.9%
威创股份	002308.SZ	-9.0%	1.8%	41.1	20.9	25.1	2.2	0.6%	0.1	-68.3%
勤上股份	002638.SZ	-2.1%	8.9%	42.5	0.0	70.7	2.8	-13.0%	0.0	-95.1%
紫光学大	000526.SZ	7.2%	23.2%	21.6	0.0	60.4	7.6	5.0%	0.0	-16.0%
中国高科	600730.SH	-12.7%	4.4%	29.7	0.0	-71.3	0.3	8.1%	0.1	112.5%
东方时尚	603377.SH	-8.4%	-3.0%	82.3	33.7	40.0	2.0	-5.7%	0.3	108.3%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 港股教育标的市场表现(7.1-8.2)(单位:亿元)

公司名称	公司代码	7月 (%)	19年以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	2018 收入 亿 RMB	增速 (%)	2018 净利润 亿 RMB	增速 (%)
天立教育	01773	-7.3%	128.8%	58.4	22.2	29.8	6.4	36.9%	2.0	48.4%
新华教育	02779	2.2%	49.1%	40.0	13.2	15.5	4.4	14.3%	2.6	48.9%
中国科培	01890	0.8%	50.3%	64.6	15.7	18.8	5.9	26.4%	3.4	48.1%
宇华教育	06169	12.1%	24.3%	110.4	15.4	16.2	12.0	41.2%	5.3	69.2%
希望教育	01765	9.9%	46.0%	71.8	16.7	42.4	11.0	36.8%	1.7	-20.7%
新高教集团	02001	-2.0%	-12.2%	40.5	11.1	16.6	7.1	35.5%	2.4	3.9%
睿见教育	06068	-15.9%	25.3%	63.0	15.5	17.0	12.6	27.3%	3.1	55.0%
中教控股集团	00839	-3.6%	23.6%	209.6	28.7	38.3	9.8	132.9%	3.0	49.5%
枫叶教育	01317	-15.9%	-23.1%	68.7	10.5	11.2	13.6	23.8%	5.4	32.2%
新东方在线	01797	-2.7%	9.9%	51.0	11.5	15.2	4.8	45.4%	0.5	-48.3%
民生教育	01569	-2.7%	9.9%	51.0	11.5	15.2	6.9	30.4%	3.3	28.0%
成实外教育	01565	-21.8%	-34.4%	69.5	0.0	19.4	11.7	22.6%	3.6	16.3%

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 (7.1-8.2) (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	7月 (%)	19 以来 (%)	市值 (亿元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	2018 收入 亿 RMB	增速 (%)	2018 净利润 亿 RMB	增速 (%)
51talk	COE.N	-24.7%	-21.4%	8.0		-2.2	11.5	35.1%	-4.2	-
新东方	EDU.N	6.8%	88.2%	1129.6	35.1	46.1	157.0	36.0%	19.0	0.8%
好未来	TAL.N	-14.6%	22.0%	1329.1	51.8	79.0	171.5	64.4%	12.6	56.3%
海亮教育	HLG.O	7.5%	25.4%	111.5	32.2	70.3	11.7	37.0%	2.2	32.7%
瑞思学科英语	REDU.O	-12.5%	4.8%	32.7	14.0	-111.3	12.7	36.3%	-0.5	-
朴新教育	NEW.N	-3.8%	2.2%	34.4		-13.8	22.3	192.0%	-4.0	-
红黄蓝	RYB.N	-10.1%	3.1%	12.1		182.8	10.7	29.8%	0.5	3.0%
精锐教育	ONE.N	0.6%	2.7%	88.7		71.8	28.6	39.1%	2.5	-5.0%
博实乐教育	BEDU.N	0.0%	-1.6%	79.5		47.6	17.2	27.7%	1.7	-573.0%
正保远程教育	DL.N	-4.6%	-26.0%	11.5		44.2	11.5	11.4%	1.0	-44.0%
尚德机构	STG.N	-6.5%	-26.5%	26.4		-6.2	19.7	131.6%	-9.2	-
达内科技	TEDU.O	-40.4%	-76.3%	5.5		107.1	22.4	25.0%	1.9	-24.0%

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。