

休闲服务行业投资策略月报

看好免税行业高景气及酒店行业底部回升

核心观点:

● **8月板块跑赢大盘，免税、酒店、景区等部分标的表现较好**
8月以来休闲服务板块上涨2.0%，跑赢沪深2.9个百分点。其中中国国旅首旅酒店上涨5.5%和3.2%，景区部分标的也表现较好。目前行业PE(TTM)为34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、出境游客流整体回升**
免税：国旅旗下中免上半年同口径（除日上上海并表时间因素）收入和归母净利润同比分别增长36%和29%。短期来看，7月首都机场/上海机场/三亚客流增速3%/4%/14%，较6月整体平稳增长，化妆品7月零售额同比增长9.4%，1-7月累计增长12.7%，单月增速有所回落。**景区：**7月景区客流整体回暖，根据各地旅游局披露：黄山景区7月单月和累计分别增长8.8%和9.5%；长白山1-7月累计同比增长1.5%，扣除南景区影响后7月单月同比增长2.9%；张家界1-7月累计增长19.6%。**出境游：**根据民航局数据，7月国际航线客运量同比增16.2%，1-7月累计同比增长16.6%。根据各国旅游局数据，7月中国赴韩游客同比增长32%，1-7月累计同比增长36%；日本7月和1-7月客流增速分别为19%和13%；此外泰国、越南7月接待中国游客增速分别增长6%和1%，1-7月累计分别下降3%和3%。**酒店：**Q2华住、锦江（境内）和首旅出租率同比分别变动-2.7/-3.9/-2.3个百分点，跌幅有所收窄。华住、锦江、首旅平均房价同比分别增长4.4%、6.0%、1.3%，主要依靠中高端酒店占比结构性提升拉动，增速略回落。二季度华住和锦江RevPar分别提升1.3%和0.7%，如家Q2 RevPar同比下降1.5%。7月代表酒店需求的国内航线客运量同比增速7.8%，较7月7.1%略有回升。

● **旅游行业观点：看好免税行业高景气及酒店行业底部回升**
我们继续看好免税行业的高景气以及和酒店行业的底部回升预期。**免税：**我们认为中长期看免税行业将持续受益于高端化妆品需求高增长以及国内免税渠道占比的持续提升。近期中免集团年内恢复运营五家市内免税店，预计市内店将成为收入和盈利增长的重要来源。**酒店：**受宏观经济回落及去年高基数影响，上半年景气度较低。我们认为在低基数效应和宏观经济企稳下有望逐步回升，龙头维持积极扩张，行业竞争格局持续向好；更为重要的是加盟店利润占比持续提升，RevPAR增速相比开店速度对业绩的影响已经在下降。重点看好公司包括：**(1) 高景气免税行业龙头：中国国旅；(2) 酒店行业龙头：华住、锦江股份、首旅酒店 (3) 成长潜力较高的低估值景区龙头：宋城演艺。**同时建议关注估值持续回落的景区公司如：中青旅、黄山旅游。

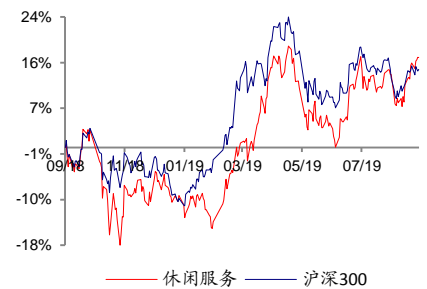
● **教育行业：职业教育龙头业绩靓丽，龙头优势进一步凸显**
2019年以来A股表现分化，职教龙头中公教育、立思辰和紫光学大表现较好。从政策上看，职业教育、高等教育等细分赛道支持力度较大。中公教育上半年营收和归母净利润分别为36.4、4.9亿元，同比分别增长48.8%和132.2%。公司未来增长点主要为品类拓展+渠道下沉，线上线下持续扩张，品牌力带动客单价持续提升。我们认为在宏观经济不确定性较高的背景下，职业教育龙头公司现金流好，增长较为确定，建议重点关注中公教育，此外受益于大语文业务高增长的立思辰也值得关注。

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) 教育行业监管趋严影响公司经营、租金人力成本增加、人才流失风险。

行业评级 **买入**

前次评级 **买入**
报告日期 **2019-09-03**

相对市场表现



分析师： 安鹏
SAC 执证号：S0260512030008
SFC CE No. BNV176
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：

免税产业链深度研究:欧莱雅 2019-08-20
雅：全球化妆品龙头，电商投入加大，免税渠道持续受益

休闲服务行业月度报告:免税维持高增长、酒店景气待回升 2019-08-04

休闲服务行业:国务院会议确定促进消费和文化旅游措施，释放需求潜力 2019-08-02

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	CNY	94.39	2019/09/02	买入	97.20	2.37	2.64	39.83	35.75	25.15	20.23	22.20	19.80
宋城演艺	300144	CNY	27.29	2019/08/23	买入	26.70	0.94	1.01	29.03	27.02	26.41	21.99	13.90	13.00
首旅酒店	600258	CNY	17.73	2019/08/28	买入	24.60	0.82	0.97	21.62	18.28	7.82	7.11	9.50	10.80
锦江股份	600754	CNY	23.89	2019/09/02	买入	29.00	1.16	1.28	20.59	18.66	9.11	7.66	9.50	9.70

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: 客流数据稳步回升, 继续看好免税行业高景气和酒店行业的底部回升	6
2) 行情回顾: 8月板块跑赢大盘, 免税、酒店、景区等部分标的表现较好	7
3) 行业数据: 免税景气上行, 景区客流回暖, 酒店底部企稳	9
免税行业: 进入暑期三亚客流量明显回升, 上海机场国际旅客增速稳定, 免税行业景气上行	9
景区: 7月进入暑期出游旺季, 重点景区客流全面回暖	10
出境游: 上半年出境游景气度较高, 短线游热度持续回升	11
酒店: 行业景气继续下行, 加盟扩张支撑龙头业绩	14
二、教育行业	21
1) 教育行业: 职教龙头加速全国布局, 品牌力进一步凸显	21
2) 数据回顾: 上半年盈利分化, 8月A股、港股、美股教育龙头均表现强势	26
风险提示	28

图表索引

图 1: 8 月以来申万休闲服务指数上涨 2.0%，跑赢沪深 300 2.9 个百分点	7
图 2: 8 月份休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 7 位	8
图 3: 截止 8 月 30 日，申万休闲服务 P/E(TTM) 估值为 34 倍，估值水平低于历史 中枢	8
图 4: 7 月北京机场国外航线客流量增速有所回落	9
图 5: 7 月上海机场国际旅客吞吐量增速有所回落	9
图 6: 7 月黄山游客接待量同比增长 8.8%	10
图 7: 7 月北京市旅游区游客量同比增长 3.8%	10
图 8: 7 月三亚旅游过夜人次同比增长 14.2%	11
图 9: 7 月海南省接待游客量同比增长 9.6%	11
图 10: 民航国际航班客运量及同比增速	12
图 11: 三大酒店集团出租率同比增速	15
图 12: 三大酒店集团平均房价同比增速	15
图 13: 三大酒店集团 RevPar 同比增速	15
图 14: 三大酒店集团年度营业收入 (亿元)	17
图 15: 三大酒店集团年度归母净利润 (亿元)	17
图 16: 首旅酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	18
图 17: 首旅酒店归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	18
图 18: 2016Q1-2019Q2 如家酒店营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	18
图 19: 2016Q1-2019Q2 如家酒店利润总额 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	18
图 20: 锦江股份营业收入 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	19
图 21: 锦江股份归母净利润 (左轴: 亿元) 及同比增速 (右轴)	19
图 22: 国内航线客运量及同比增速	20
图 23: 6 月以来服务业 PMI (%) 有所回落	20
图 24: 服务业 PMI 分项 (%): 新出口订单和业务活动预期环比分别上升 2.1pct/0.7pct	20
图 25: 中公教育 19 年上半年实现营收 36.4 亿元，同比增长 48.8%	22
图 26: 中公教育 19 年上半年归母净利润为 4.9 亿元，同比增长 132.2%	22
图 27: 2019 年上半年中公教育线上培训收入同比增长 205.9%	22
图 28: 2019 年上半年中公教育线上培训人次达到 85.8 万人次，同比增长 62.6%	22
图 29: 上半年公务员招录培训营收同比增长 26.3%	23
图 30: 上半年事业单位招录和教师招录同比分别增长 7.0% 和 52.2%	23
图 31: 公务员招录培训收入占比为 50%，同比下降 8.9pct	23
图 32: 公司从招录培训向打造完整的职业教育生态拓展	24
图 33: 2019 年上半年中公教育华东、东北和华北营收占比分别为 32%、12% 和 15%	24

图 34: 19 年上半年华南地区营收同比增长 102.7%	25
图 35: 公司在全国 319 个地级市拥有 880 个网点	25
表 1: 2019 年 7 月重点景区客流增长情况统计	11
表 2: 2019 年 7 月主要出境旅游目的地客流情况	14
表 3: 三大酒店集团满 18 个月成熟酒店 RevPAR 数据 (元/间)	15
表 4: 2019 年上半年三大酒店集团开店情况	16
表 5: 2019 年上半年三大酒店集团品牌结构变化情况	16
表 6: 锦江股份旗下子版块营业收入及净利润情况	19
表 7: A 股教育标的市场表现 (8.1-8.30)	26
表 8: 港股教育标的市场表现 (8.1-8.30) (单位: 亿元)	27
表 9: 美股教育标的市场表现 (8.1-8.30) (单位: 亿元)	27

一、旅游行业

1) 月度观点：客流数据稳步回升，继续看好免税行业高景气和酒店行业的底部回升

7月以来，受到暑期出游旺季及去年同期暑假推迟等因素影响，休闲服务各板块数据整体回暖，其中景区、出境游行业游客人数全面提升；免税行业相关的机场国际客流量平稳，三亚客流量增速强劲；而酒店相关数据维持相对平稳。

我们继续看好免税行业的高景气以及和酒店行业的底部回升预期：

免税行业：国旅旗下中免上半年同口径（除日上上海并表时间因素）收入和归母净利润同比分别增长36%和29%。短期来看，7月首都机场/上海机场/三亚客流增速3%/4%/14%，较6月整体平稳增长，化妆品7月零售额同比增长9.4%，1-7月累计增长12.7%，单月增速有所回落，可能主要受淡季因素影响。中长期看，我们认为未来免税行业将持续受到高端化妆品需求高增长以及国内免税渠道占比的持续提升（请关注我们近期发布的全球化妆品龙头系列深度报告）。8月23日上海市内免税店正式开业，这是继青岛、厦门、大连和北京市内免税店之后，中免集团2019年恢复运营的第五家市内免税店，预计市内店将成为未来收入和盈利增长的重要来源。

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%；锦江上半年成熟酒店同店RevPar下降3.9%；如家成熟酒店1、2季度整体同店RevPar分别下降3.0%和3.6%。我们认为在低基数效应和宏观经济企稳下有望逐步回升，而龙头维持积极扩张，行业竞争格局持续向好，并且更为重要的是加盟店利润占比持续提升，RevPAR增速相比开店速度对业绩的影响已经在下降。

重点看好公司包括：

（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）酒店行业龙头：华住、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）。

（3）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强）。

同时建议关注估值持续回落的景区公司如：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）。

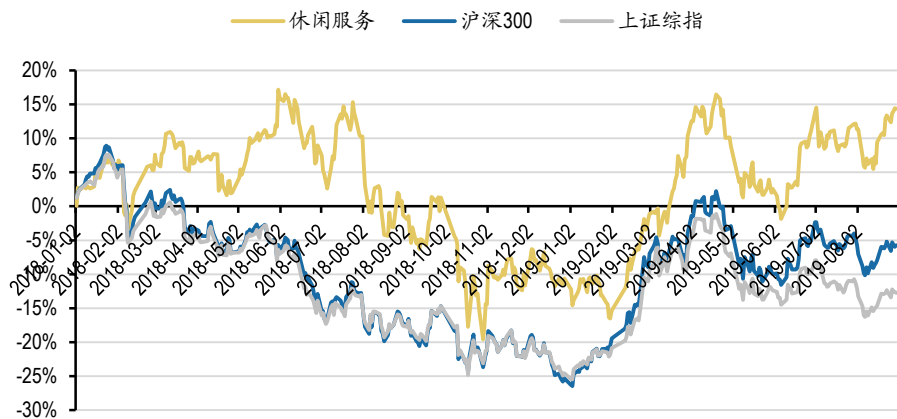
2) 行情回顾: 8月板块跑赢大盘, 免税、酒店、景区等部分标的表现较好

8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7位: 截止2019年8月30日, 上证综指下跌1.6%, 沪深300下跌0.9%, 休闲服务板块上涨2.0%, 跑赢上证综指3.5个百分点, 跑赢沪深2.9个百分点, 在28个申万一级行业中排名第7位。

子板块方面, 旅游综合板块表现出色, 餐饮板块跌幅最大: 各子板块中餐饮下跌幅度最大。旅游综合板块表现最优, 主要包括中国国旅、腾邦国际等公司。休闲服务的四个子板块涨跌幅排序分别为旅游综合(+3.81%)>酒店(0.68%)>景点(-0.24%)>餐饮(-7.01%)。

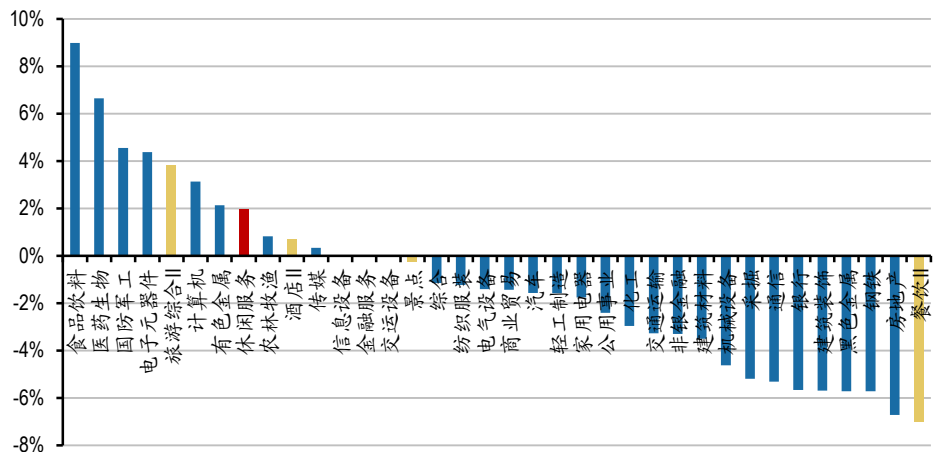
个股方面, 免税和景区子板块龙头公司涨幅较大, 出境游板块公司整体表现较弱: 19年8月休闲服务板块中, 旅游综合子板块有较好涨幅, 免税龙头中国国旅(+5.5%)涨幅良好; 景区板块中九华旅游(+8.0%)、天目湖(+3.2%)、宋城演艺(+1.0%)和峨眉山(+0.3%)均有所上涨; 酒店板块中首旅酒店(+3.2%)表现较好, 锦江股份(-0.4%)、金陵饭店(-2.5%)和华天酒店(-5.4%)均有下跌。众信旅游(-8.6%)、凯撒旅游(-2.1%)等旅行社公司和人力资源公司科锐国际(-6.7%)表现较差。

图1: 8月以来申万休闲服务指数上涨2.0%, 跑赢沪深300 2.9个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

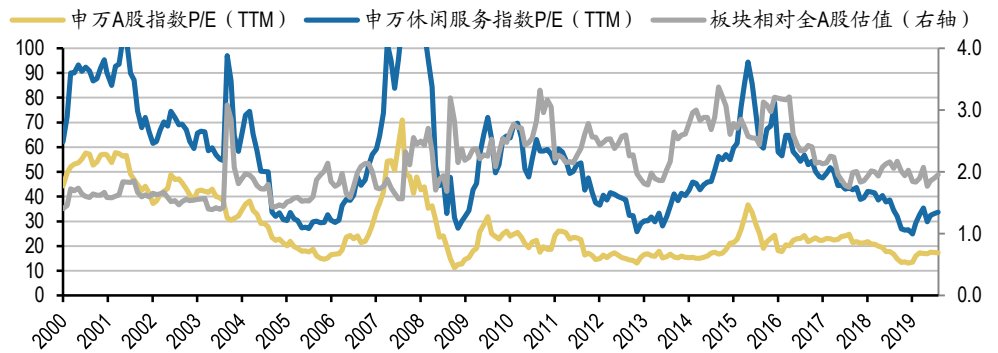
图2: 8月份休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第7位



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

估值: 截止2019年8月30日, 申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为34倍, 较18年底27倍有所提升, 较休闲服务板块2010年以来历史平均48倍处于中枢以下位置。申万休闲服务板块P/E估值相对申万A股板块P/E估值倍数为2.0倍, 处于2010年以来相对估值水平历史中枢2.4倍偏下位置。

图3: 截止8月30日, 申万休闲服务P/E(TTM)估值为34倍, 估值水平低于历史中枢



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

3) 行业数据：免税景气上行，景区客流回暖，酒店底部企稳

免税行业：进入暑期三亚客流量明显回升，上海机场国际旅客增速稳定，免税行业景气上行

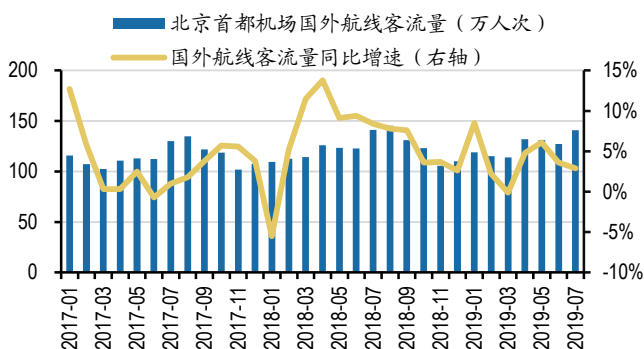
国旅旗下中免上半年同口径（除日上上海并表时间因素）收入和归母净利润同比分别增长36%和29%。短期来看，7月首都机场/上海机场/三亚客流增速3%/4%/14%，较6月整体平稳增长，化妆品7月零售额同比增长9.4%，1-7月累计增长12.7%，单月增速有所回落，可能主要受淡季因素影响。中长期看，我们认为未来免税行业将持续受到高端化妆品需求高增长以及国内免税渠道占比的持续提升（请关注我们近期发布的全球化妆品龙头系列深度报告）。8月23日上海市内免税店正式开业，这是继青岛、厦门、大连和北京市内免税店之后，中免集团2019年恢复运营的第五家市内免税店，预计市内店将成为未来收入和盈利增长的重要来源。

7月三亚旅游过夜人次同比增长14.2%，进入暑期热度明显回升。进入暑期以来，三亚旅游热度明显回升，7月三亚旅游过夜人次166.9万人，同比增长14.2%，比6月提升了7个百分点。1-7月累计旅游过夜人次为1259.9万人，同比增长11.2%。

首都机场7月国际客流量增速有所回落，上海机场国际旅客吞吐量增速稳定：7月北京首都国际机场国外航线客流量为141.0万人次，同比增长2.9%，较上月下降0.7个百分点；1-7月累计客流量同比增长3.5%，较1-6月的4.2%有所下滑。

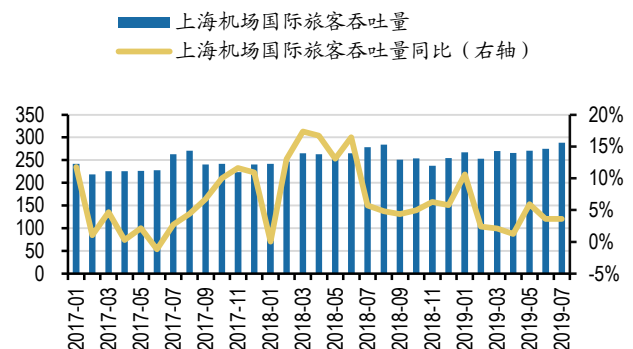
上海机场7月国际旅客吞吐量为288.3万人，同比增长3.6%，国际旅客吞吐量增速与6月的3.6%持平。1-7月国际旅客吞吐量累计为1889.6万人，同比增长4.1%，与上半年的4.1%基本持平。

图4：7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5：7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

景区：7月进入暑期出游旺季，重点景区客流全面回暖

黄山：黄山景区7月共接待游客33.4万人次，同比增长8.8%，客流有所回暖。1-7月累计接待游客195.8万人，同比增长9.5%，在18年低基数基础上稳定增长，增速与1-6月基本持平，整体客流恢复到17年正常水平。其中西递和宏村景区1-7月分别接待游客62.6万人次和136.8万人次，同比分别增长10.7%和11.2%。

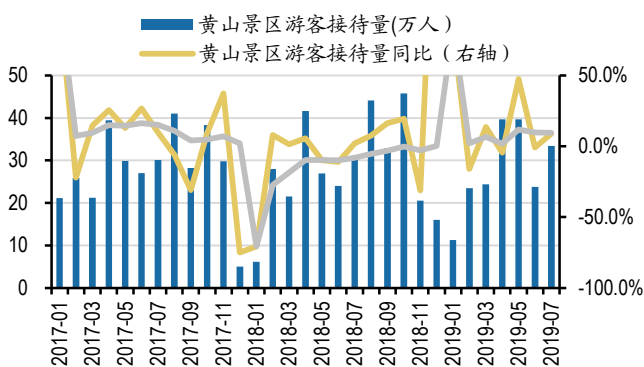
长白山：长白山景区7月共接待游客53.1万人次，同比下降2.9%。北景区和西景区分别接待游客37.7万人次和15.4万人次，同比分别增长2.9%和3.0%。19年长白山南景区关闭，去年7月南景区接待游客3.1万人次，导致景区整体客流下降，扣除南景区影响后增长2.9%。1-7月累计接待游客112.5万人次，同比增长1.5%。

张家界：张家界7月共接待游客497.9万人次，1-7月累计接待人次3,199.1万人，同比增长19.6%。

北京市：北京市旅游景区7月共接待游客3,221.1万人次，同比增长3.8%。1-7月累计接待游客1.83亿人次，同比增长4.9%，增速自二季度以来持续回落。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390.6万人次，同比下降4.5%。

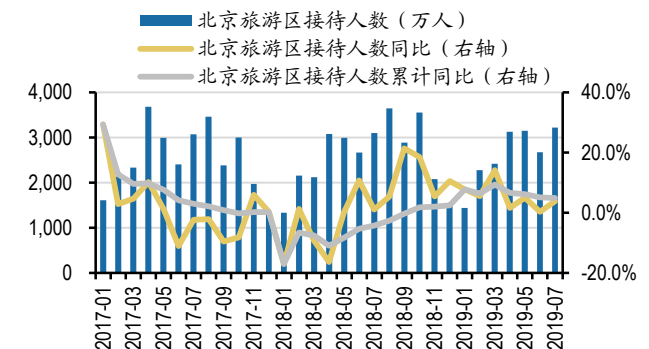
海南省：7月共接待游客559.7万人，同比增长9.6%，相比6月增速有所回升。1-7月共接待游客4416.7万人，同比增长6.4%。其中7月过夜游客达491.1万人，同比增长10.8%，5月以来过夜游客单月增速均维持在10%-11%左右。国内和入境过夜游客分别为480.4万人和10.8万人，同比分别增长8.8%和3.4%，国内游客增速明显提升。1-7月累计过夜游客3617.7万人，同比增长5.3%。此外，7月三亚旅游过夜人次166.9万人，同比增长14.2%，比6月提升了7个百分点。1-7月累计旅游过夜人次为1259.9万人，同比增长11.2%。

图6：7月黄山游客接待量同比增长8.8%



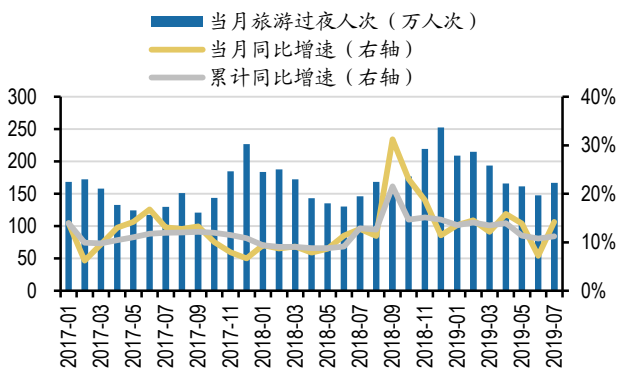
数据来源：WIND，数据黄山，广发证券发展研究中心

图7：7月北京市旅游区游客量同比增长3.8%



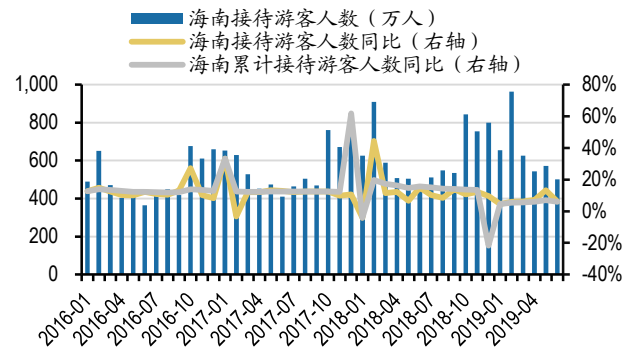
数据来源：WIND，张家界统计局，广发证券发展研究中心

图8: 7月三亚旅游过夜人次同比增长14.2%



数据来源: WIND, 海南省统计局, 广发证券发展研究中心

图9: 7月海南省接待游客量同比增长9.6%



数据来源: WIND, 海南省统计局, 广发证券发展研究中心

表1: 2019年7月重点景区客流增长情况统计

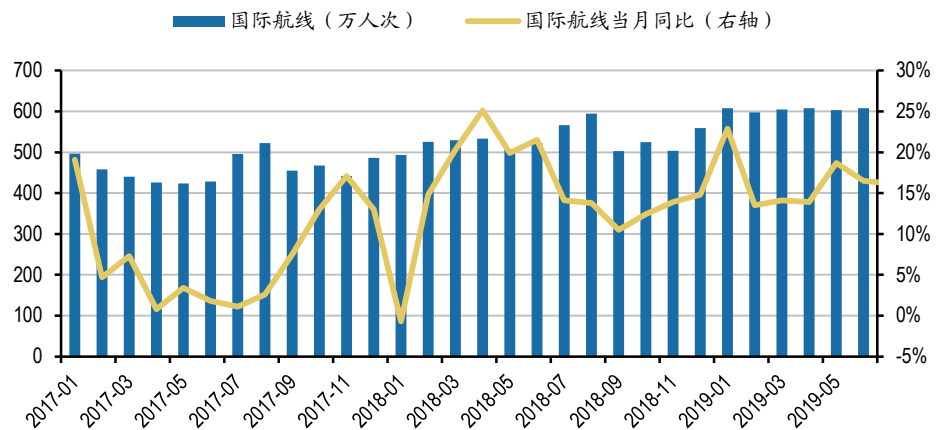
	7月单月 客流(万 人次)	单月客流增速	1-7月累计客 流(万人次)	累计 客流 增速	相关上市公司
黄山景区	33.4	8.8%	195.8	9.5%	黄山旅游
长白山景区	53.1	-2.9% (去除南景区 影响后+2.9%)	112.5	1.5%	长白山
北京市	3221.1	3.8%	18304.7	4.9%	首旅酒店、锦江股份
海南省	559.7	9.6%	4416.7	6.4%	中国国旅、宋城演艺、三特 索道、首旅酒店
三亚市	166.9	14.2%	1259.9	11.2%	中国国旅、宋城演艺、首旅 酒店、三特索道
丽江(5月)	460.4	11.4%	2134.3	18.3%	丽江旅游、宋城演艺
张家界景区	497.9		3199.1	19.6%	张家界

数据来源: WIND、各景区旅游局官网、各省市统计局, 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: 7月国际航线客运量增速基本持平, 今年以来维持高景气。7月国际航线客运量为659.0万人次, 同比增长16.2%, 增速与6月的16.5%基本持平。今年以来出境游整体景气向好, 1-7月国际航线累计客运量为4,287.50万人次, 同比增长16.6%。

图10: 民航国际航班客运量及同比增速



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7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105万人次, 二季度以来增速持续提升, 4-7月增速分别为6%、13%、16%和19%。19年1-7月累计接待中国游客558万人次, 同比增长13%。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44万人次, 同比增长32%, 相比6月的30%有所提升。19年1-7月我国居民赴韩国累计267万, 同比增36%。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: 7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7月我国居民赴泰国旅游98万人次, 同比增长6%, 暑期旺季作用下赴泰国游客增速回暖, 结束了上半年下降趋势, 1-7月我国居民赴泰旅游人数累计662万, 同比下降3%, 降幅较上半年的5%有所收窄。
- ◇ **越南:** 19年7月我国居民赴越南人次41万, 同比增长1%, 恢复增长; 1-7月累计赴越南289万人次, 同比下降3%。
- ◇ **新加坡:** 19年6月我国居民赴新加坡人次27万, 同比增长10%, 上半年累计赴新加坡181万人次, 同比增长5%。
- ◇ **马来西亚:** 19年5月我国居民游客赴马来西亚人次22万, 同比持平, 上半年累计赴马来西亚156万人次, 同比增长6%。

中国港澳台地区: 7月赴香港地区游客增速回落, 赴中国台湾和澳门地区增长强劲

- ◇ **中国香港地区:** 19年7月访香港地区内地游客416万人次, 同比下降6%, 结束此前增长趋势; 1-7月内地游客赴香港地区累计达3173万, 同比增长为13%。

- ◇ **中国澳门地区：**19年7月内地赴澳门地区游客257万人次，同比上升19%，增速与6月基本持平；19年1-7月内地游客赴澳门地区累计为1688万，同比增长22%。
- ◇ **中国台湾地区：**19年7月内地赴中国台湾地区游客32万人次，同比增长43%；1-7月内地游客赴中国台湾地区累计为200万，同比增长30%。

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6月我国居民赴澳大利亚游客8万人次，同比增长4%，1-6月我国居民累计赴澳75万人次，与去年基本持平。
- ◇ **新西兰：**19年5月我国居民赴新西兰游客2万人次，同比下降3%，较上月-9%有所收窄；1-6月我国居民累计赴新22万人次，同比下降11%。
- ◇ **奥地利：**19年6月我国居民赴奥地利游客15万人次，同比增长1%，上半年我国居民累计赴奥62万人次，同比增长4%。
- ◇ **丹麦：**19年6月我国居民赴丹麦游客3.2万人次，同比增长5%，增速有所放缓；上半年我国居民累计赴丹麦10万人次，同比增长19%。
- ◇ **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6月我国居民赴加拿大游客7万人次，同比下降2%；1-5月我国居民累计赴加30万人次，同比下降1%。
- ◇ **墨西哥：**19年7月我国居民赴墨西哥游客1.0万人次，同比增长4%，1-7月我国居民累计赴墨10万人次，同比下降2%。

表2: 2019年7月主要出境旅游目的地客流情况

	目的地	7月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-7月累计客流(万人次)	累计客流增速
短线游	日本	105.1	19%	558.3	13%
	韩国	44.0	32%	267.3	36%
东南亚	泰国	98.4	6%	662.2	-3%
	越南	40.7	1%	289.0	-3%
	马来西亚(6月)	22.2	0%	155.9	6%
	新加坡(6月)	26.6	10%	181.2	5%
	中国港澳台地区	416.1	-6%	3173.4	13%
区	中国澳门地区	257.0	19%	1688.4	22%
	中国台湾地区	32.2	43%	199.9	30%
长线游	澳大利亚(6月)	8.1	4%	74.5	0%
	新西兰(6月)	1.8	-3%	21.9	-11%
	奥地利(6月)	15.0	1%	61.6	4%
	丹麦(6月)	3.2	5%	9.9	19%
	美国(6月)	25.0	-4%	143.0	-3%
	加拿大(6月)	7.4	-2%	30.3	-1%
	墨西哥	1.0	4%	9.6	-2%

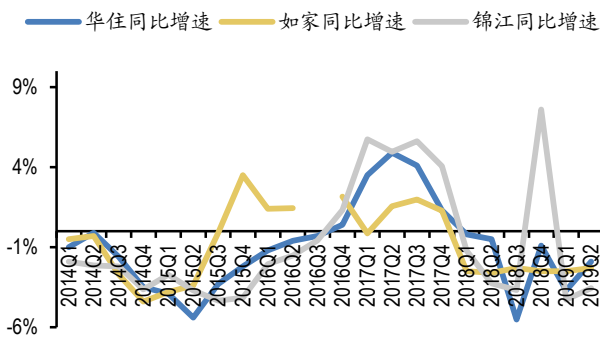
数据来源: 各目的地旅游局、广发证券发展研究中心

酒店: 行业景气继续下行, 加盟扩张支撑龙头业绩

行业景气度: 需求疲软出租率承压, RevPar处于下行周期

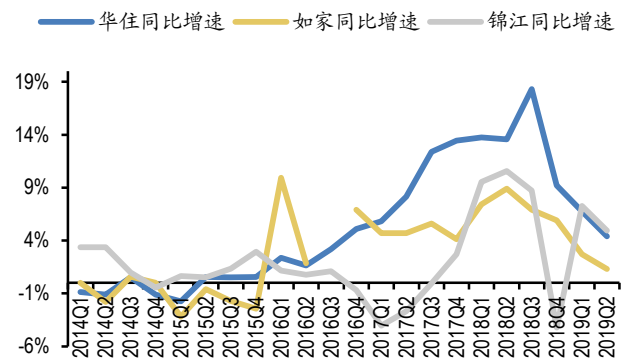
2019年Q2酒店出租率同比跌幅缩窄, 平均房价涨幅回落, RevPar继续处于下行通道中。19年受到宏观经济放缓、贸易战影响、社保正规化等多项利空因素叠加, 商旅需求低迷, 酒店出租率受到较大影响, Q2季度三大酒店出租率跌幅有所缩窄, 华住、锦江(境内)和首旅出租率分别下降2.7、3.9、2.3个百分点。平均房价方面, 三大酒店集团保持正增长, 主要依靠中高端酒店占比结构性提升拉动, 但增速有明显回落, 华住、锦江、首旅分别同比增长4.4%、6.0%、1.3%。RevPar方面, 华住和锦江由于平均房价提升较大, RevPar保持正增长, Q2分别提升1.3%和0.7%, 如家由于平均房价提升幅度有限, 出租率同比下滑, Q2 RevPar同比下降1.5%。

图11: 三大酒店集团出租率同比增速



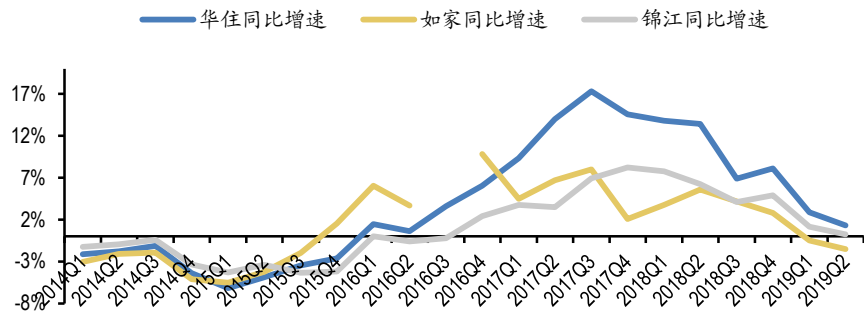
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图12: 三大酒店集团平均房价同比增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图13: 三大酒店集团RevPar同比增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

同店Revpar增速方面, 三大酒店同店RevPar跌幅扩大, 华住、如家二季度成熟酒店RevPar分别同比下降2.1%和3.6%, 锦江上半年成熟酒店RevPAR同比下降3.9%。华住19Q2整体同店RevPar下降2.1%, 其中经济型和中高端同店分别下降2.0%和2.4%; 锦江19Q2整体同店RevPar下降3.9%, 其中中高端同店下降0.7%, 经济型酒店下降7.1%; 如家19Q2整体同店RevPar下降3.6%, 其中中高端同店下降3.2%, 经济型同店同比下降3.9%。

表3: 三大酒店集团满18个月成熟酒店RevPAR数据 (元/间)

	华住			锦江			如家		
	2018Q2	2019Q2	yoy	2018H	2019H	yoy	2018Q2	2019Q2	yoy
整体同店	206	202	-2.1%	155.02	149.03	-3.87%	157	160	-3.6%
经济型	175	171	-2.0%	122.01	113.39	-7.06%	147	141	-3.9%
直营	189	191	0.6%	124.72	114.40	-8.27%	131	128	-1.9%
加盟	171	166	-2.7%	121.25	113.11	-6.72%	154	146	-4.6%
中高端	278	272	-2.4%	218.09	216.57	-0.70%	287	267	-3.2%
直营	346	334	-3.5%	261.68	255.57	-2.34%	287	280	-4.5%
加盟	251	247	-1.8%	213.11	212.19	-0.43%	287	260	-2.5%

数据来源: 公司财报, 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

门店扩张：龙头扩张再提速，行业进一步头部集中

门店扩张方面，Q2季度三大酒店集团扩张较Q1明显提速，华住储备店达到历史最高。2019上半年，华住、锦江、首旅分别新开店537、660、234家，其中Q2季度分别新开311、347、159家，门店扩张速度较Q1有明显提速。锦江和首旅关店数量较多，华住由于开店周期原因关店数较少，从净增数上看华住上半年超越锦江。截至2019年6月30日，华住和首旅储备店分别达到1553家、689家，其中华住储备店达到历史最高水平。

表4：2019年上半年三大酒店集团开店情况

	19Q1			19Q2			19H			门店总数
	开店数	关店数	净增数	开店数	关店数	净增数	开店数	关店数	净增数	
华住	226	60	166	311	42	269	537	102	435	4665
锦江	313	125	188	347	129	218	660	254	406	7849
首旅	75	63	12	159	103	56	234	166	68	4117

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

品牌结构方面，华住、锦江的新开店以中端酒店为主，首旅发力云酒店品牌。华住19年上半年中高端酒店和经济型分别净增337家和98家，中高端酒店占总净增店的72.5%，公司中高端酒店总数达到1675家，占比提升至35.9%。锦江上半年中高端净增445家，经济型减少39家，中高端酒店总数达到2908家，占比为37.1%。首旅发力中高端时间较晚，尚处培育阶段，中高端酒店占比和扩张速度相较其他两家有所差距，首旅发力云品牌，上半年取得较好增长。

表5：2019上半年三大酒店集团品牌结构变化情况

	2018			2019H			19H 净增		
	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅	华住	锦江	首旅
门店数量	4230	7443	4049	4665	7849	4117	435	406	68
经济型酒店	2892	4980	2746	2990	4941	2676	98	-39	-70
中高端酒店	1338	2463	703	1675	2908	755	337	445	52
其他			600			686			86
中高端占比	31.63%	33.09%	17.78%	35.91%	37.05%	18.34%	4.28%	3.96%	0.56%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

业绩表现：Q2营业收入有所放缓，加盟业务支撑利润增长

2019年上半年三大酒店集团受行业需求疲软影响收入端均有放缓，加盟业务维持高增长。2019上半年华住、锦江、首旅酒店营业收入分别为52.46亿、71.43亿、39.90亿元，同比增速13.7%、2.9%、-0.3%，营收增速相较上年同期有所下降，主

要系直营店数量减少以及行业需求疲软同店RevPar下滑所致，三大酒店的直营收入分别增长6.7%、0%、-2.7%，加盟收入分别增长30.3%、6.8%、10.0%。

净利润方面，三大酒店集团保持较高的增长韧性，华住、锦江、首旅上半年净利润分别增长54%、13%、8%。华住上半年归母净利润7.19亿元，同比增长54.0%，主要系雅高股票带来的公允价值变动所致（2018上半年华住因雅高股票下跌损失3.37亿元，2019年同期盈利5900万），华住上半年经营利润下降5.8%，主要因加大对开发团队、高端品牌和IT设施的投入；锦江和首旅上半年归母净利润分别为5.68亿和3.68亿元，同比增速分别为12.8%和8.1%，扣非净利润分别为3.58亿元、3.35亿元，同比分别增长13.5%、6.2%。

图14: 三大酒店集团年度营业收入 (亿元)

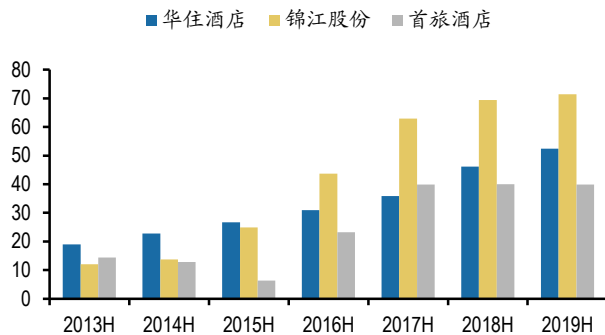
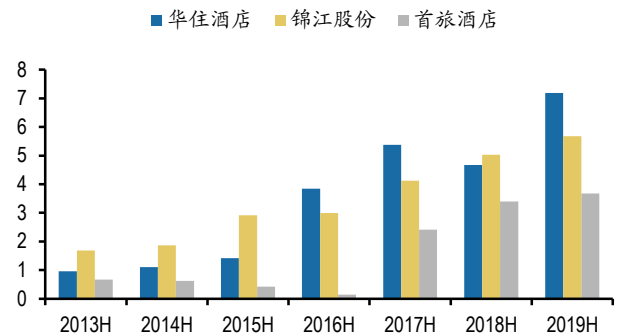


图15: 三大酒店集团年度归母净利润 (亿元)



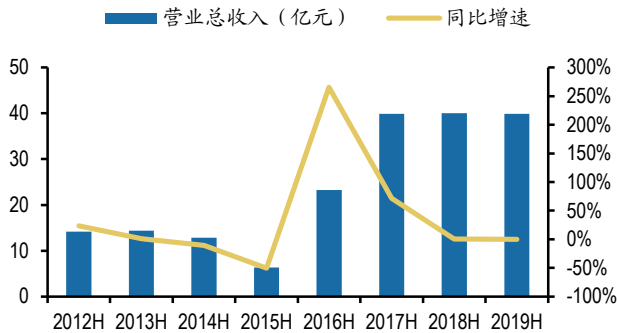
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

首旅19上半年营收小幅下降，成本控制出色，如家酒店集团和南山景区业绩实现稳健增长。上半年公司实现营业收入39.9亿元，同比下降0.3%，归母净利润3.68亿元，同比增长8.14%；扣非后归母净利润3.36亿元，同比增长6.22%；如家酒店集团19上半年营收小幅下降，但得益于良好的成本控制，实现归母净利润同比增长6.9%；南山景区由于今年上半年门票留存比例为50%，去年同期为40%，净利润同比增长6.1%；首旅存量酒店盈利情况整体大致和上年持平。

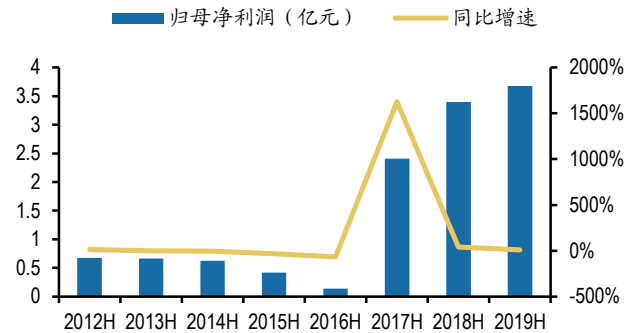
- ◇ **如家酒店集团:** 如家酒店集团上半年实现营业收入33.12亿元，同比下降0.57%，实现利润总额4.98亿元，同比增长5.54%，实现净利润3.55亿元，同比增长6.66%。实现归属母公司净利润3.52亿元，同比增长6.89%。
- ◇ **南山景区:** 南山景区上半年实现营业收入2.50亿元，比上年同期增长2.55%；实现利润总额1.19亿元，比上年同期增长6.66%；实现净利润8,937万元，较上年同期增长6.13%。
- ◇ **首旅存量酒店:** 南苑股份、京伦饭店、首旅建国上半年分别实现净利润-1956万元、757万元、797万元，同比分别增亏8.0%、增长8.4%、下降2.6%。

图16: 首旅酒店营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



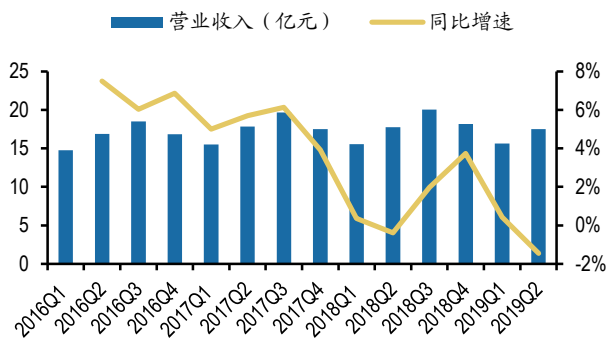
数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图17: 首旅酒店归母净利润(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



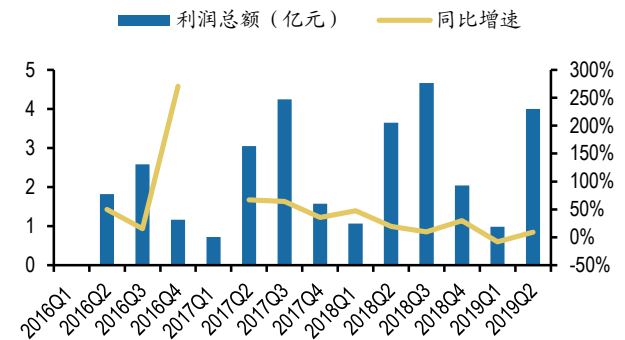
数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图18: 2016Q1-2019Q2如家酒店营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

图19: 2016Q1-2019Q2如家酒店利润总额(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: 公司季报、广发证券发展研究中心

锦江股份19年上半年酒店主业经营稳健, 公允价值提升增厚公司业绩。锦江股份2019年上半年实现营业收入71.4亿元, 同比增长2.93%, 实现归母净利润5.68亿元, 同比增长12.78%, 扣非净利润3.58亿元, 同比增长13.48%。

◇ **原锦江系:** 原锦江系19上半年实现营业收入12.78亿元, 同比下降6.25%, 实现净利润9717万元, 同比下降13.8%, 业绩下滑主要系上年锦江之星获得土地拆迁补偿款, 同时锦江系一季度经营下滑和直营店到期也对当期业绩起到负面影响。

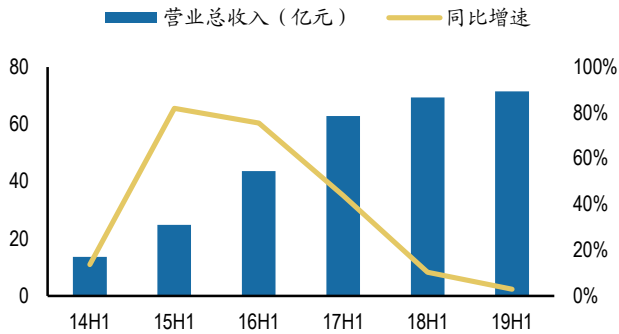
◇ **铂涛集团:** 19年上半年实现营业收入20.75亿元, 同比提升3.3%, 净利润2.90亿元, 同比提升118%, 主要系铂涛集团持有的同程艺龙股份在港股上涨所致。

◇ **维也纳酒店:** 维也纳19年上半年实现营业收入14.68亿元, 同比增长15.7%, 净利润13747万元, 同比增长14.6%。

◇ **卢浮酒店:** 卢浮酒店19年上半年实现营业收入2.57亿欧元, 同比下降0.1%,

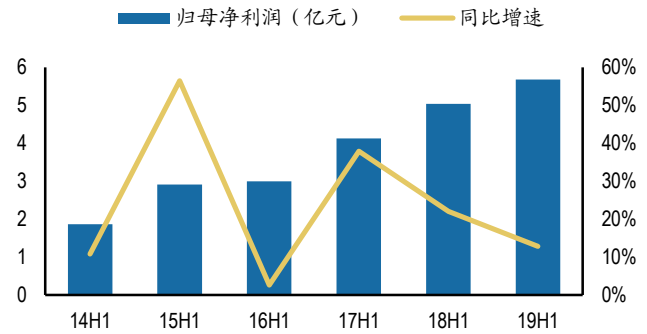
净利润809万欧元，同比下降21.9%，主要原因为主要是受法国境内的游行集会等相关事件的影响，以及上年同期法国因未来所适用的企业所得税税率的下调对所得税费用的影响等所致。

图20: 锦江股份营业收入(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 锦江股份归母净利润(左轴: 亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表6: 锦江股份旗下子版块营业收入及净利润情况

	2018Q1	2018Q2	2018H	2019Q1	2019Q2	2019H	19Q2 同比	19H 同比	
锦江系	营业收入 (万元)	63171	73115	136286	61214	66558	127772	-8.97%	-6.25%
	净利润 (万元)	4875	6400	11275	1260	8457	9717	32.14%	-13.82%
铂涛酒店	营业收入 (万元)	96794	104153	200947	98407	109105	207512	4.75%	3.27%
	净利润 (万元)	6191	7122	13313	25312	3732	29044	-47.60%	118.16%
维也纳酒店	营业收入 (万元)	59628	67317	126945	68013	78802	146,815	17.06%	15.65%
	净利润 (万元)	6227	5769	11996	5010	8737	13,747	51.45%	14.60%
卢浮酒店	营业收入 (万欧元)	11551	14187	25738	11366	14352	25718	1.16%	-0.08%
	净利润 (万欧元)	-460	1496	1036	-679	1488	809	-0.53%	-21.91%

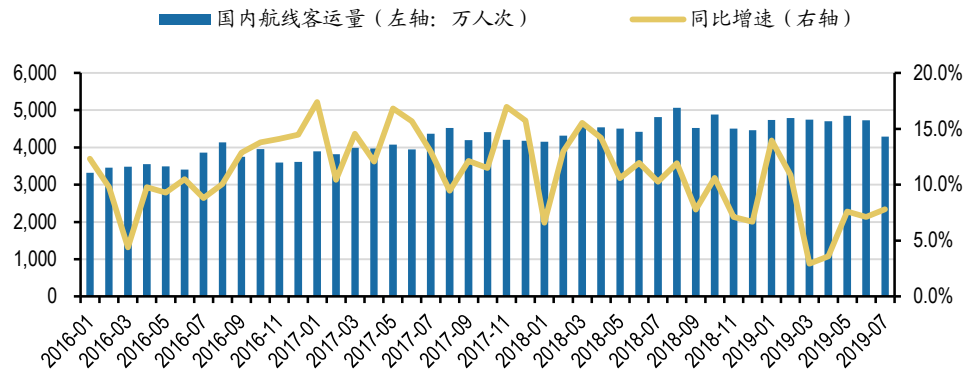
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

国内航线客运量: 7月同比增长7.8%, 较6月小幅提升

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7月国内航线客流4287.8万人次, 同比增长7.8%, 较6月7.1%的增速小幅提升。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，低基数效应叠加经济企稳因素，国内航空客运数据持续回暖，5-7月均保持7%-8%左右增速。

图22: 国内航线客运量及同比增速

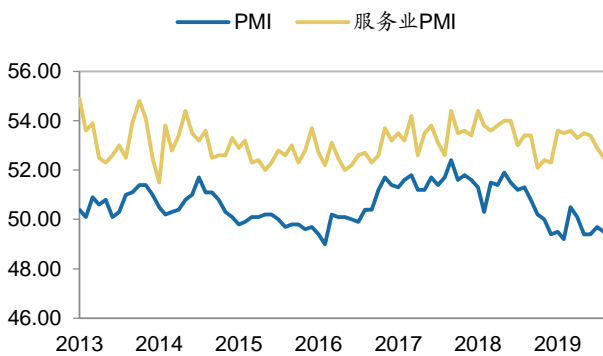


数据来源：中国民航局，广发证券发展研究中心

服务业PMI：8月服务业PMI为52.5%，6月以来PMI有所回落

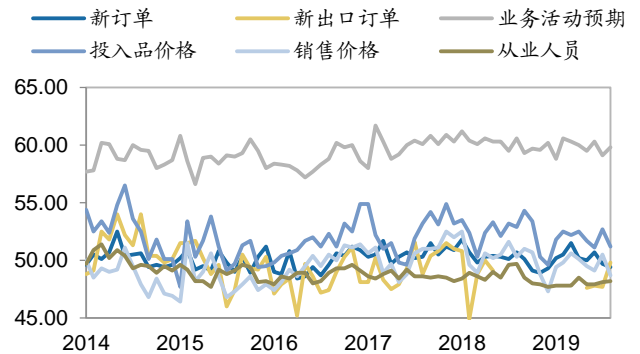
6月以来，服务业PMI有所回落，6月和7月服务业PMI环比分别下降0.1和0.5个百分点；同比分别下降1.1和0.2个百分点。8月服务业PMI为52.5%，环比下降0.4个百分点，同比下降1.7个百分点。服务业整体景气度有所下降。

图23: 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24: 服务业PMI分项 (%)：新出口订单和业务活动预期环比分别上升2.1pct/0.7pct



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：职教龙头加速全国布局，品牌力进一步凸显

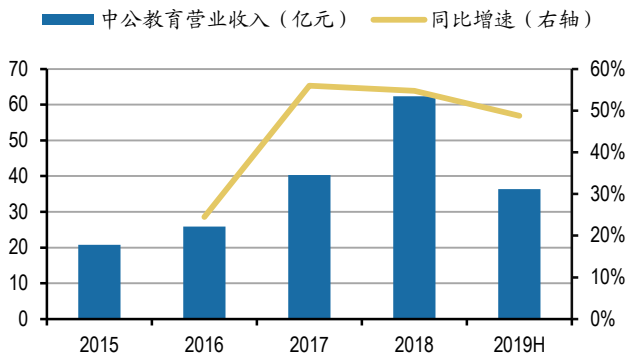
教育板块受制于政策影响，2018年K12学校、K12培训、学前教育等受民促法送审稿公布影响，政策方面不确定性较大。但职业教育、高教等细分赛道支持力度仍较大。职业教育方面，2019年以来先后出台《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》、《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》等文件，进一步支持职业教育板块；高教方面，职业院校受到政策支持，今年以来出台《国家职业教育改革实施方案》、《高职扩招专项工作实施方案》提出在5-10年内实现职业教育由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，鼓励社会企业兴办职教。扩大高等职业院校招生计划，完善和落实相关资助政策。我们认为在宏观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，此外受益于大语文业务高增长的立思辰也值得关注。

职业教育：经济转型期需求待释放，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。

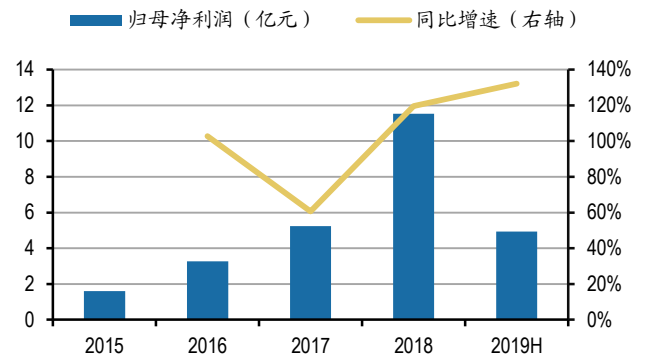
目前上市的职业教育公司，规模较大的为中公教育和东方教育。中公教育披露半年报，公司营收规模和业绩维持较快增长。上半年营收、归母净利润和扣非后净利润分别为36.4亿元、4.9亿元和4.7亿元，同比分别增长48.8%、132.2%和138.8%；Q2单季度分别实现营收/归母净利润23.3亿元/3.87亿元，同比分别增长42.3%和46.4%。

图 25: 中公教育19年上半年实现营收36.4亿元, 同比增长48.8%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 26: 中公教育19年上半年归母净利润为4.9亿元, 同比增长132.2%



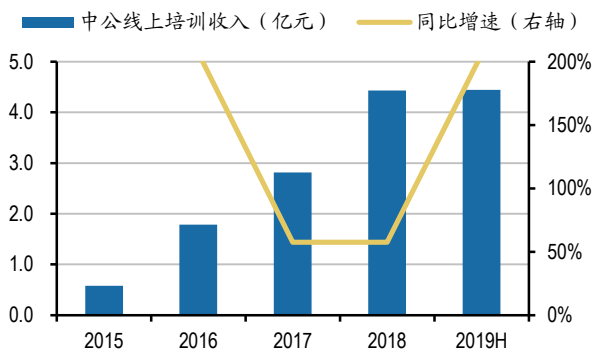
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

我们认为未来中公教育增长的主要看点在于**线上线渠道持续扩张, 产品线进一步拓展以及品牌优势的逐步巩固**。未来随着非学历职业教育培训行业需求的持续旺盛, 公司有望借助品类扩张、网点下沉和线上增长进一步巩固市场地位。

(1) 线上增长方面: 在职报考人群增长, 线上渠道快速扩张

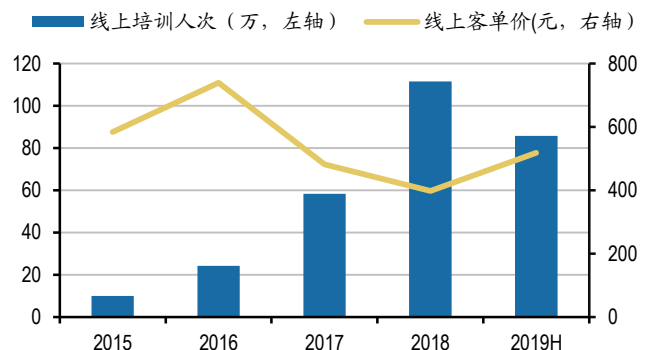
随着学员对职业教育培训方式的需求日益多样化, 在职报考人群的不断增长, 近年来中公教育线上培训的经营规模不断扩大。2019年上半年中公教育线上培训收入达4.4亿元, 同比增长205.9%。培训人次达85.8万人, 同比增长62.6%; 客单价为518元/人, 同比增长88.1%。19年上半年公司数字化转型加速, 双师课堂的模式进一步推广, 新CRM系统和教学辅助系统的上线及迭代为整个业务体系的一体化数字化经营构建了基本框架。

图 27: 2019年上半年中公教育线上培训收入同比增长205.9%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图 28: 2019年上半年中公教育线上培训人次达到85.8万人次, 同比增长62.6%

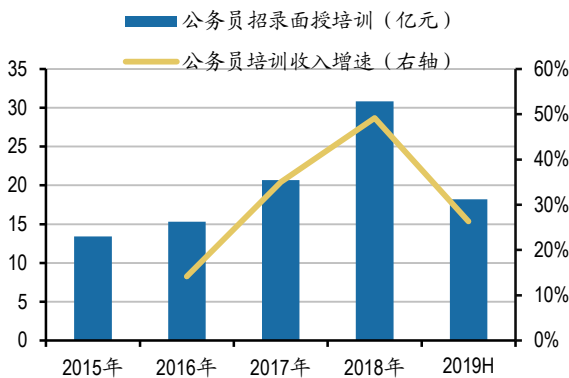


数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

(2) 分产品来看：招录培训业务快速增长，产品线稳步拓展

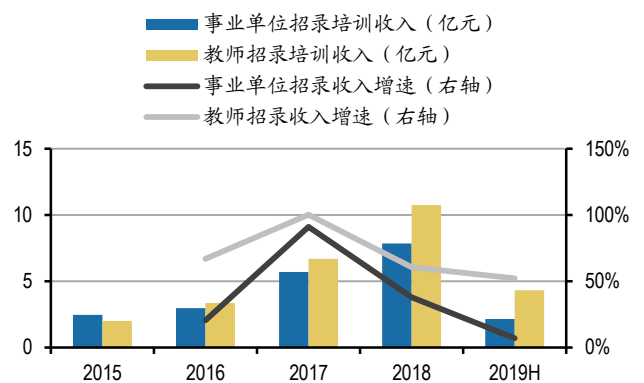
上半年公务员招录业务增长稳健，综合序列和线上业务占比快速提升。19年上半年公务员招录、事业单位招聘、教师招录及教师资格、综合序列及线上培训分别贡献营收18.2亿元、2.1亿元、4.3亿元、7.0亿元和4.4亿元，同比分别增长26.3%、7.0%、52.2%、89.4%和205.9%。其中综合序列和线上培训占比迅速增长，分别达19%和12%，同比分别提升6.8和6.3个百分点。公务员招录培训占比为50%，同比下降8.9个百分点。公司综合序列业务包含三大类核心产品之外的其他产品，包括医师资格培训、药师资格培训、考研培训、IT培训等产品。综合序列产品潜在市场规模大、尚处于前期开拓阶段，培训人次基数小，增长速度较快。公司新业务复制了现有成熟品牌的经营模式，凭借品牌优势和运营经验，通过专业化研发、大规模师资和精细化运营驱动新品类业务快速增长。有望与招录业务形成多品类增长的“飞轮效应”，实现协同发展，帮助公司从现有的招录培训业务向更广阔多元的职业教育领域拓展。

图 29: 上半年公务员招录培训营收同比增长26.3%



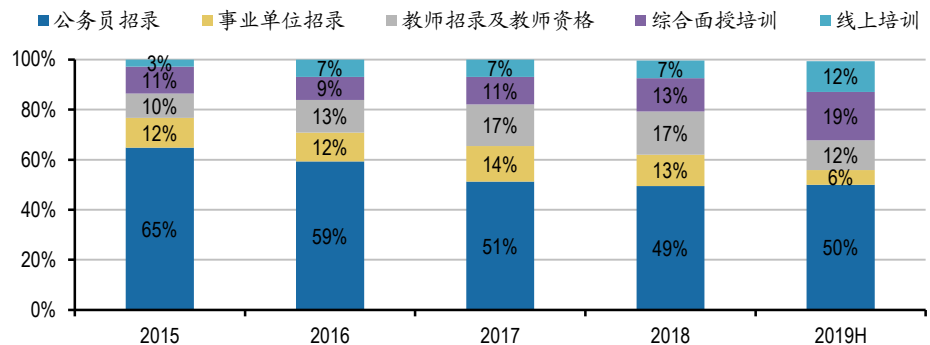
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 30: 上半年事业单位招聘和教师招录同比分别增长7.0%和52.2%



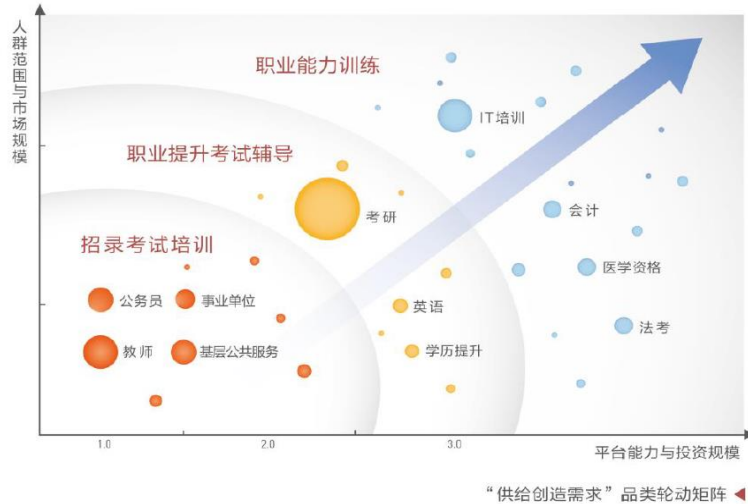
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图 31: 公务员招录培训收入占比为50%，同比下降8.9pct



数据来源：公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图32: 公司从招录培训向打造完整的职业教育生态拓展



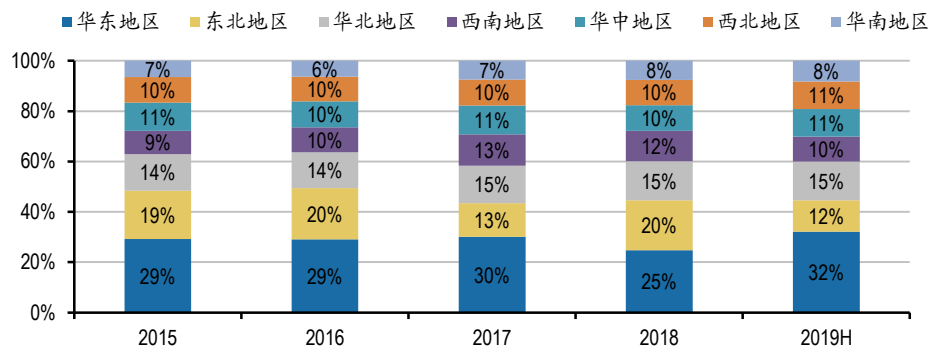
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

全国网点布局加速, 各大区整体维持高速增长

从区域分布来看, 2019年上半年年中公教育华东、东北、华北和西南地区的营收占比分别为32%、12%、15%和10%。上半年各地区收入占比基本维持稳定。其中华东地区收入占比同比提升1pct, 华北、东北和华南地区占比均有小幅下降。华南地区收入占比为8%, 同比提升2个百分点。

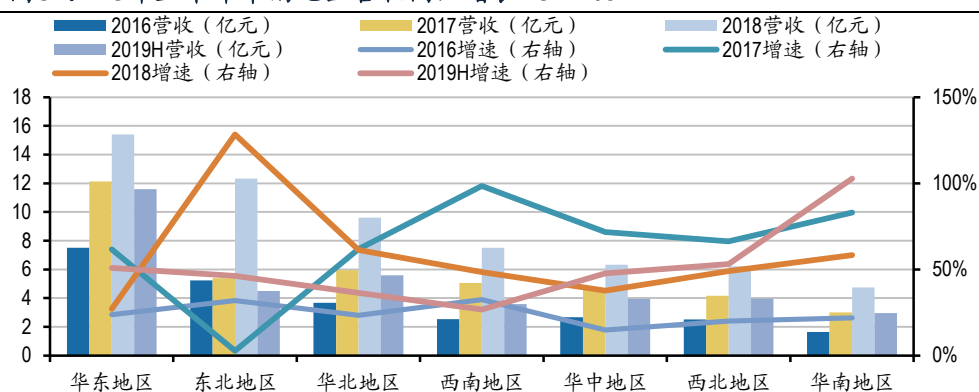
从增速来看, 华东、东北、华北、华中和西北同比分别增长50.9%、46.3%、36.3%、47.7%和53.1%; 西南地区增速有所放缓, 同比增长26.7%; 华南地区基数较低, 上半年同比增长102.7%。整体来看区域分布较为分散且各大区均有较好增长表现。

图33: 2019年上半年中公教育华东、东北和华北营收占比分别为32%、12%和15%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

图34: 19年上半年华南地区营收同比增长102.7%



数据来源: 公司公告、公司财报、广发证券发展研究中心

中公教育采用直营模式，经营架构高度兼容，利于快速扩张。截止2019年6月，公司在全国31个省市，319个地级市拥有880家直营分部和学习中心，其中上半年新开179家。教师人数达11604人，较2018年末增加2180人。公司一线学习中心网络由网点组成，网点可以自主管理，灵活性较高，故网点扩张对公司经营压力较小。同时总部和核心省市的指挥部管理效率较高，具有管理规模效应，团队管理方式的简化也有助于网点的快速渗透。近年来公共服务岗位招录下沉趋势明显，公司有望凭借密集的渠道网络进一步扩大龙头优势。

图35: 公司在全国319个地级市拥有880个网点



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

2) 数据回顾：上半年盈利分化，8月A股、港股、美股教育龙头均表现强势

8月A股教育股表现分化：我们重点关注的13家A股教育上市公司8月表现分化，职教龙头中公教育(+10.3%)中报业绩亮眼，股价延续强势表现，年初以来上涨128.9%；东方时尚(+15.5%)、紫光学大(+13.0%)、立思辰(+6.8%)、勤上股份(+6.6%)均有较好表现。而美吉姆(-6.6%)、昂立教育(-6.9%)、威创股份(-7.0%)等表现不佳。从中报来看，教育行业公司盈利规模整体不大，除中公教育上半年净利润达到4.9亿元，YOY+132.2%外，盈利规模较高或增速较快的公司还包括：东方时尚（归母净利润1.0亿元，YOY-11.2%）、昂立教育（归母净利润5006.2万元，YOY+5.4%）、立思辰（3916.1万元，扭亏为盈）、美吉姆（归母净利润3427.1万元，YOY+351.6%）。

港股、美股教育龙头表现亮眼：19年以来港股教育整体表现较好，天立教育(+143.9%)、中国科培(+63.0%)、希望教育(+61.5%)、新华教育(+42.8%)、宇华教育(+41.2%)、东方教育(+40.1%)表现出色。8月以来宇华教育(+10.5%)、新高教集团(+7.2%)、东方教育(+6.8%)、睿见教育(+6.5%)等均有所上涨；美股方面，8月教育龙头同样表现出色，好未来(+11.3%)、新东方(+8.8%)均有逾8%的上涨，新东方年内涨幅达107.1%。国际教育龙头海亮教育8月小幅下跌0.2%，年初以来上涨26.4%。

表7：A股教育标的市场表现（8.1-8.30）

公司名称	公司代码	8月以来	19年以来	市值 (亿元)	市盈率 (2019E)	市盈率 (TTM)	19H 营收 (亿元)	增速	19H 归母净 利润(亿元)	增速
东方时尚	603377.SH	15.5%	17.5%	99.7	42.3	40.0	5.2	-0.5%	1.01	-11.2%
紫光学大	000526.SZ	13.0%	38.7%	24.3	0.0	60.4	16.9	2.0%	0.94	-6.8%
中公教育	002607.SZ	10.3%	128.9%	947.3	56.1	101.2	36.4	48.8%	4.93	132.2%
立思辰	300010.SZ	6.8%	32.1%	83.3	31.5	43.5	9.0	64.2%	0.39	169.0%
勤上股份	002638.SZ	6.6%	18.7%	46.3	0.0	70.7	5.8	-11.7%	0.07	-91.5%
中国高科	600730.SH	-2.1%	5.3%	29.9	0.0	-71.3	0.6	16.3%	0.00	105.2%
科斯伍德	300192.SZ	-3.3%	4.9%	22.2	22.8	27.7	4.4	-6.2%	0.36	57.3%
开元股份	300338.SZ	-3.7%	26.6%	30.2	17.3	15.6	8.1	35.6%	0.38	-42.4%
世纪鼎利	300050.SZ	-4.3%	-13.0%	29.4	0.0	62.8	5.4	17.6%	0.20	-31.5%
凯文教育	002659.SZ	-4.7%	-13.0%	36.4	152.4	303.4	1.5	70.8%	-0.56	-7.8%
美吉姆	002621.SZ	-6.6%	23.9%	72.9	44.0	1111.9	2.8	183.5%	0.34	351.6%
昂立教育	600661.SH	-6.9%	-2.3%	54.8	26.6	56.4	10.9	13.2%	0.50	5.4%
威创股份	002308.SZ	-7.0%	-2.0%	39.5	20.2	25.1	5.0	0.0%	0.53	0.0%

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表8: 港股教育标的市场表现 (8.1-8.30) (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	8月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(2019E)	市盈率(TTM)	19H 营收	增速	19H 归母净利润(亿元)	增速
宇华教育	06169	10.5%	41.2%	142.2	18.1	18.4	8.2	57.2%	3.30	63.8%
新高教集团	02001	7.2%	-3.7%	50.4	12.4	15.1	5.6	72.5%	2.01	34.0%
中国东方教育	00667	6.8%	40.1%	303.7	33.7	43.7	18.2	26.6%	3.12	48.0%
睿见教育	06068	6.5%	35.7%	77.4	17.1	18.4	8.4	40.9%	1.93	33.1%
希望教育	01765	6.3%	61.5%	90.0	18.9	28.5	5.9	6.0%	2.43	82.2%
中国科培	01890	5.0%	63.0%	79.4	16.8	17.1	3.7	25.6%	2.45	37.3%
天立教育	01773	2.7%	143.9%	70.6	24.2	26.5	4.4	40.8%	1.44	38.3%
新东方在线	01797	-1.4%	10.7%	58.3	12.7	15.9	5.4	68.3%	2.07	-5.0%
民生教育	01569	-1.4%	10.7%	58.3	12.7	15.9	5.4	68.3%	2.07	-5.0%
中教控股集团	00839	-5.2%	22.6%	235.6	28.9	38.0	9.8	132.9%	3.00	49.5%
新华教育	02779	-7.2%	42.8%	43.4	12.8	14.1	2.5	12.2%	1.52	10.8%
成实外教育	01565	-11.9%	-39.1%	73.2	0.0	44.5	7.6	27.8%	2.4	11.1%
枫叶教育	01317	-15.5%	-29.0%	71.9	9.9	10.4	7.5	17.4%	2.84	20.2%

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

表9: 美股教育标的市场表现 (8.1-8.30) (单位: 亿元)

公司名称	公司代码	8月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(2019E)	市盈率(TTM)	2018年营收	增速	2018年归母净利润(亿元)	增速
朴新教育	NEW.N	14.3%	17.8%	40.7	-5.4	22.3	22.3	192.00%	-4	-
好未来	TAL.N	11.3%	34.3%	1502.5	70.7	72.3	171.5	64.40%	12.6	56.3%
新东方	EDU.N	8.8%	107.1%	1276.1	38.6	75.7	157	36.00%	19	0.8%
精锐教育	ONE.N	4.5%	-1.0%	87.8	43.0	-11.8	28.6	39.10%	2.5	-5.0%
红黄蓝	RYB.N	2.8%	6.3%	12.9	-56.8	10.7	10.7	29.80%	0.5	3.0%
瑞思学科英语	REDU.O	-0.1%	6.7%	34.2	14.6	27.2	12.7	36.30%	-0.5	-
海亮教育	HLG.O	-0.2%	26.4%	115.4	33.3	42.3	11.7	37.00%	2.2	32.70%
博实乐教育	BEDU.N	-0.5%	-0.7%	82.5	26.4	17.2	17.2	27.70%	1.7	-573.0%
尚德机构	STG.N	-2.7%	-29.9%	25.7	-4.7	19.7	19.7	131.60%	-9.2	-
正保远程教育	DL.N	-15.0%	-35.1%	10.3	8.8	11.5	11.5	11.40%	1	-44.0%
达内科技	TEDU.O	-27.0%	-81.6%	4.4	-0.7	22.4	22.4	25.00%	1.9	-24.0%
51talk	COE.N	-30.4%	-45.7%	5.7	-1.5	11.5	11.5	35.10%	-4.2	-

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, 美股

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) 教育行业监管趋严影响公司经营、租金人力成本增加、人才流失风险。

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：资深分析师，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。