

# 休闲服务行业投资策略月报

## 免税维持高景气，房价上涨带动酒店景气回升

### 核心观点:

#### ● 9月板块跑输大盘，景区、旅行社部分标的表现较好

9月休闲服务板块下跌1.5%，跑输上证综指2.0个百分点，跑输沪深300 2.1个百分点，在28个申万一级行业中排名第20位。受益于十一黄金周出行旺季临近的预期，景点板块部分公司表现较好。天目湖(+10.2%)、宋城演艺(+6.4%)、长白山(+1.2%)均有较好涨幅；凯撒旅游得益于海航旅游被动减持，大股东变更为凯撒世嘉及其一致行动人影响，9月上涨10.4%。

#### ● 免税景气度持续，暑期出行热度带动下景区、出境游客流持续回暖

**免税:** 8月三亚旅游过夜人数/上海机场国际客流同比分别增长8.6%和4.3%，三亚客流增速有所回落。8月化妆品零售额同比增长12.8%，增速较7月有所回升。1-8月化妆品零售额累计增长12.7%。9月大兴机场投入运营，有望减缓首都机场客运压力，带来更大的国际客运基数。中免集团为两个免税标段的第一中标候选人，长期来看有利于机场免税业务持续增长。**酒店:** 受宏观经济回落及去年高基数影响，今年以来酒店行业景气度较低。根据STR数据，1-7月超高端、高端和中高端酒店RevPAR同比分别下降4%、4%和3%，仅奢华酒店以及中档和经济型酒店维持正增长，奢华酒店1-7月RevPAR同比增长1%，增速较2018年全年的7%明显下滑；中档和经济型酒店受益于存量改造后的均价增长，1-7月RevPAR同比增长2%，增速较18年全年的1%有所提升。8月星级酒店平均房价上涨带动RevPAR同比明显提升。8月全国星级酒店RevPAR为269元/晚，同比增长9.66%。在暑期出行旺季的影响下，6月和7月星级酒店平均房价同比分别增长6.7%和6.3%。8月星级酒店ADR为402元，同比增长10.04%，增速明显提升。**景区:** 8月重点景区客流持续增长。黄山景区8月单月和累计客流同比分别增长9.1%和9.4%。长白山景区扣除南景区影响后8月客流同比增长2.3%；1-8月客流累计同比增长0.4%。张家界1-8月客流累计增长19.2%，今年以来延续高增长。北京市和海南省1-8月客流累计同比分别增长5.4%和6.7%，维持平稳增长。**出境游:** 8月出境游延续高景气，国际航线客运量同比增长18.0%，1-8月累计增长16.7%。日韩等短线游维持高增长，8月日本、韩国内地客流同比分别增长16%和25%。东南亚客流持续回暖，8月泰国、越南客流同比分别增长19%和12.4%。**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: 锦江酒店、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。4) 建议关注境外上市行业龙头: 华住、复星旅游文化、携程网、开元酒店等。

#### ● 教育行业: 职业教育龙头普遍表现良好，看好职业教育赛道长期增长

9月A股和港股职业教育龙头中公教育、东方时尚、中国东方教育延续较好表现。在K12监管政策不确定性较高的背景下，职业教育龙头公司现金流稳定，看好细分赛道龙头长期成长性。中公教育上半年营收和业绩增长靓丽。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。建议重点关注。K12民办学校龙头海亮教育19财年营收和归母净利润同比分别增长28.2%和31.8%。公司近年来在现有K12学校优质品牌基础上，逐渐向多元化转型，19财年K12教育营收占比由18财年的93.6%下降至81.2%。随着异地轻资产输出模式进一步成熟，品牌力持续巩固，长期发展值得关注。

**风险提示:** 1) 经济下行影响行业整体需求。2) 天气、突发事件等因素影响国内和出境旅游人数增长。3) 教育行业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

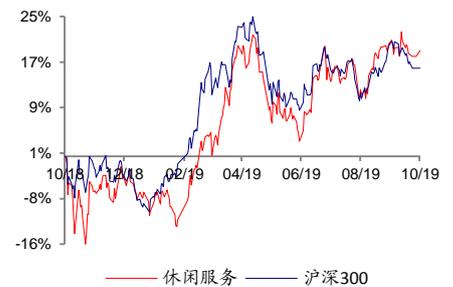
前次评级

买入

报告日期

2019-10-08

### 相对市场表现



### 分析师:

沈涛



SAC 执证号: S0260512030003



SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

### 分析师:

安鹏



SAC 执证号: S0260512030008



SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

### 相关研究:

休闲服务行业投资策略月报: 2019-09-03

看好免税行业高景气及酒店

行业底部回升

免税产业链深度研究: 欧莱雅: 2019-08-20

全球化妆品龙头, 电商投入加

大, 免税渠道持续受益

### 联系人:

高鸿

gfgaohong@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国国旅	601888	CNY	97.10	2019/09/02	买入	97.20	2.37	2.64	40.97	36.78	25.87	20.82	22.20	19.80
首旅酒店	600258	CNY	16.58	2019/08/28	买入	24.60	0.82	0.97	20.22	17.09	7.32	6.65	9.50	10.80
锦江酒店	600754	CNY	23.04	2019/09/02	买入	29.00	1.16	1.28	19.86	18.00	8.78	7.39	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
1.1 月度观点：暑期出行热带动客流持续回暖，看好免税行业高景气和酒店行业的底部回升 .....	6
1.2 行情回顾：9月休闲服务板块跑输大盘，估值仍处于低位 .....	7
1.3 行业数据：免税景气上行，景区客流回暖，酒店底部企稳 .....	9
1.3.1 免税行业：三亚旅游过夜人次增速有所回落，上海机场国际旅客吞吐量平稳增长 .....	9
1.3.2 景区：8月暑期出游旺季延续，景区客流整体维持较快增长 .....	11
1.3.3 出境游：8月出境游延续高景气，暑期旺季带动东南亚出境游回暖 .....	12
1.3.4 酒店：行业景气有所回暖，8月星级酒店 REVPAR 全面回升 .....	15
二、教育行业 .....	19
2.1 教育行业：民办 K12 教育龙头 19 财年业绩表现出色；继续看好职业教育赛道 .....	19
2.2 数据回顾：9月 A 股、港股职业教育龙头表现较好 .....	22
风险提示 .....	25

## 图表索引

图 1: 9 月以来申万休闲服务指数下跌 1.5%，跑输沪深 300 2.1 个百分点 .....	7
图 2: 9 月份休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 20 位 .....	8
图 3: 截止 19 年 9 月底，申万休闲服务板块 P/E (TTM) 估值为 33.6 倍 .....	8
图 4: 申万休闲服务板块 P/E 估值相对沪深 300 和上证综指于 2014 年以来偏下位置 .....	8
图 5: 7 月北京机场国外航线客流量增速有所回落 .....	9
图 6: 8 月上海机场国际旅客吞吐量同比增长 4.3% .....	9
图 7: 8 月化妆品零售额同比增长 12.8% .....	10
图 8: 8 月进口化妆品金额同比增长 22% .....	10
图 9: 2019-2022 年首都机场和大兴机场计划客运量 .....	10
图 10: 8 月黄山游客接待量同比增长 9.1% .....	11
图 11: 8 月北京市旅游区游客量同比增长 7.8% .....	11
图 12: 8 月三亚旅游过夜人次同比增长 8.6% .....	12
图 13: 8 月海南省接待游客量同比增长 8.5% .....	12
图 14: 民航国际航班客运量及同比增速 .....	13
图 15: 8 月内地赴日本旅游人次同比增长 16% .....	13
图 16: 8 月内地赴韩国游客同比增长 25% .....	13
图 17: 8 月赴泰国旅游人次同比增长 19% .....	14
图 18: 9 月内地赴越南游客同比增长 48.6% .....	14
图 19: 国内航线客运量及同比增速 .....	16
图 20: 19 年 1-7 月分档次酒店表现有所分化 .....	16
图 21: 8 月星级酒店 ADR 上涨带动 RevPAR 同比提升 .....	17
图 22: 8 月星级酒店 RevPAR 同比增长 9.66% .....	17
图 23: 8 月星级酒店 RevPAR 均有所提升，五星级酒店同比增长 19.94% .....	17
图 24: 8 月三星级酒店 OCC 同比提升 2.02 个百分点，四、五星级有所下滑 .....	17
图 25: 8 月五星级酒店 ADR 同比增长 21.35% .....	18
图 26: 9 月以来服务业 PMI (%) 同比提升 0.5pct .....	18
图 27: 服务业 PMI 分项 (%): 9 月投入品价格和销售价格同比分别提升 1.6pct 和 1.1pct .....	18
图 28: 海亮教育 19 财年营收同比增长 28.2% .....	20
图 29: 海亮教育 19 财年归母净利润同比增长 31.8% .....	20
图 30: 海亮教育 19 财年毛利率和净利率同比分别提升 0.31 和 0.54pct .....	20
图 31: 19 财年销售和管理费用率同比分别下降 0.4 和 0.6pct .....	20
图 32: 海亮教育 19 财年各项业务营收 .....	21
图 33: 19 财年基础教育和国际教育分部营收分别增长 5.4% 和 24.7% .....	21
图 34: 19 财年基础教育和国际教育学生数量 (人) 及同比增速 .....	21
图 35: 19 财年基础教育和国际教育同比分别增长 7.9% 和 8.6% .....	21
图 36: 海亮教育 19 财年各项业务营收占比 .....	22

表 1: 2019 年 8 月重点景区客流增长情况统计 .....	12
表 2: 2019 年 8 月主要出境游目的地客流情况 .....	15
表 3: 海亮教育旗下运营的 9 所学校 (截止 2019 年 6 月) .....	22
表 4: A 股教育标的市场表现 (9.1-9.30) .....	23
表 5: 港股教育标的市场表现 (9.1-10.7) .....	24
表 6: 美股教育标的市场表现 (9.1-10.7) .....	24

## 一、旅游行业

### 1.1 月度观点：暑期出行热带动客流持续回暖，看好免税行业高景气和酒店行业的底部回升

8月受到暑期出行热度的持续，重点景区、出境游主要目的地客流全面回暖；免税行业相关的机场国际客流量平稳，三亚客流量增速有所回落；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，8月上海机场/三亚客流同比分别增长8.6%和4.3%；8月化妆品零售额同比增长12.8%，增速较7月有所回升。1-8月化妆品零售额累计增长12.7%。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。9月大兴机场投入运营，有望减缓首都机场客运压力，将带来更大的国际客运基数。中免集团为两个免税标段的第一中标候选人，长期来看有利于机场免税业务持续增长。

**酒店行业：**受宏观经济回落及去年高基数影响，今年以来酒店行业景气度较低。1-7月超高端、高端和中高端酒店RevPAR同比分别下降4%、4%和3%，仅奢华酒店以及中档和经济型酒店维持正增长，奢华酒店1-7月RevPAR同比增长1%，增速较2018年全年的7%明显下滑；中档和经济型酒店受益于经济型酒店存量改造后的均价增长，1-7月RevPAR同比增长2%，增速较18年全年的1%有所提升。8月星级酒店平均房价上涨带动RevPAR同比明显提升。8月全国星级酒店RevPAR为269元/晚，同比增长9.66%。在暑期出行旺季的影响下，6月和7月星级酒店平均房价同比分别增长6.7%和6.3%。8月ADR为402元，同比增长10.04%，增速有明显提升。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：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）。以及境外上市的休闲服务行业龙头公司华住、复星旅游文化、携程网、开元酒店。

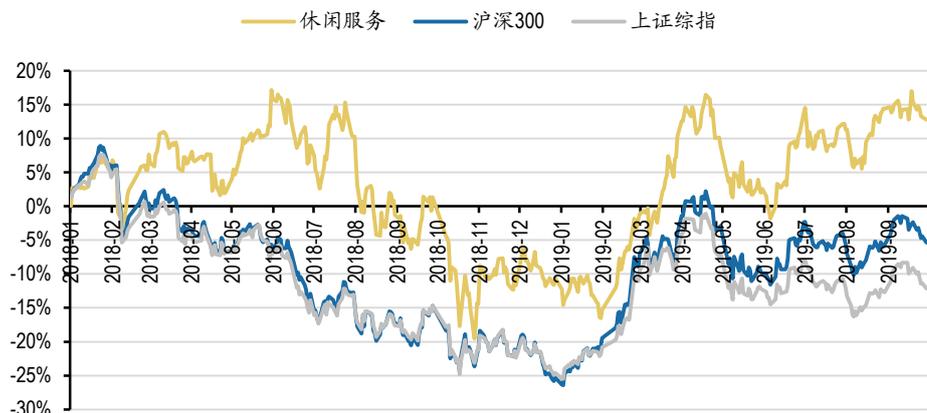
## 1.2 行情回顾：9月休闲服务板块跑输大盘，估值仍处于低位

**9月以来休闲服务板块跑输大盘，在28个一级行业中排名第20位：**截止2019年9月30日，上证综指上涨0.5%，沪深300上涨0.6%，休闲服务板块下跌1.5%，跑输上证综指2.0个百分点，跑输沪深300 2.1个百分点，在28个申万一级行业中排名第20位。

**子板块方面，景点板块表现出色，酒店板块跌幅最大：**各子板块中酒店下跌幅度最大。景点板块表现最优，主要包括天目湖、宋城演艺等公司。休闲服务的四个子板块涨跌幅排序分别为景点（+3.85%）>餐饮（+0.94%）>旅游综合（-2.69%）>酒店（-3.10%）。

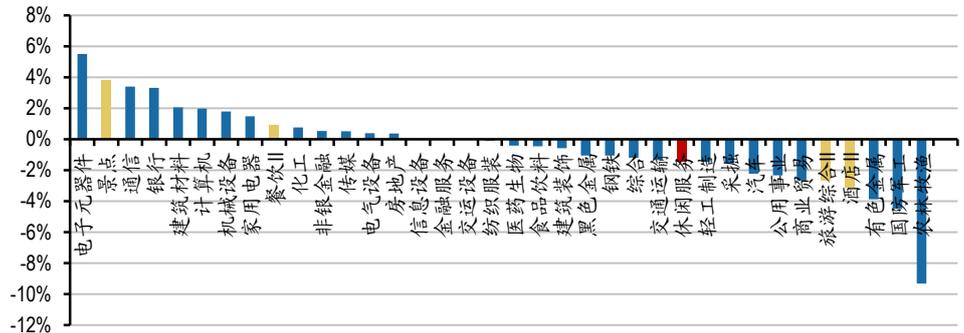
**个股方面，景区和旅行社行业部分标的表现较好：**19年9月休闲服务板块中，受益于十一黄金周出行旺季临近的预期，景点板块部分公司表现较好。天目湖（+10.2%）、宋城演艺（+6.4%）、长白山（+1.2%）均有较好涨幅；凯撒旅游得益于海航旅游被动减持，大股东变更为凯撒世嘉及其一致行动人影响，9月上涨10.4%。酒店板块整体表现不佳，首旅酒店（-2.8%）、锦江酒店（-3.5%）和金陵饭店（-6.6%）均有所下跌。中国国旅本月下跌1.9%。

图1：9月以来申万休闲服务指数下跌1.5%，跑输沪深300 2.1个百分点



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

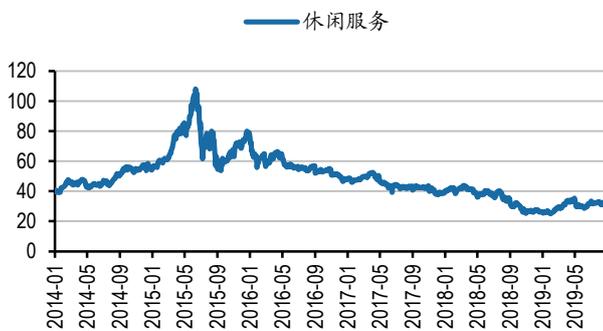
图2：9月份休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第20位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

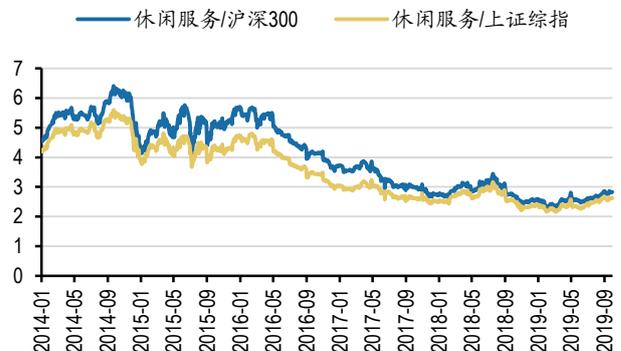
估值方面：截止2019年9月30日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为33.6倍，较18年底27倍有所提升，较休闲服务板块2014年以来历史平均49倍处于中枢以下位置。截止19年9月30日，申万休闲服务板块P/E估值相对沪深300P/E估值倍数为2.8倍，相对于上证综指估值倍数为2.6倍，均低于2014年以来相对估值水平的历史中枢4.0倍和3.5倍。

图3：截止19年9月底，申万休闲服务板块P/E（TTM）估值为33.6倍



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图4：申万休闲服务板块P/E估值相对沪深300和上证综指于2014年以来偏下位置



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

## 1.3 行业数据：免税景气上行，景区客流回暖，酒店底部企稳

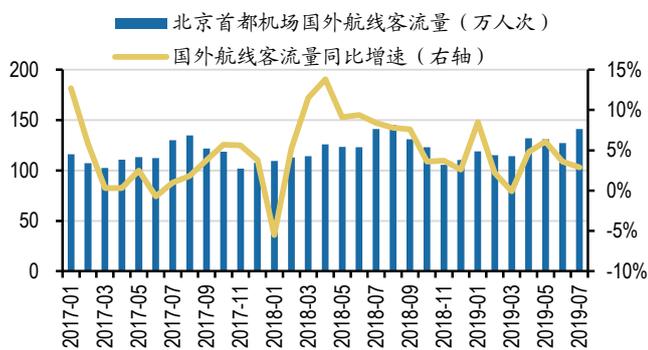
### 1.3.1 免税行业：三亚旅游过夜人次增速有所回落，上海机场国际旅客吞吐量平稳增长

8月三亚旅游过夜人次同比增长8.6%，增速较7月有所回落。8月三亚旅游过夜人次182.7万人，同比增长8.6%，较7月同比增速14.2%有明显回落。1-8月三亚累计旅游过夜人次为1442.85万人，同比增长10.9%。

首都机场7月国际客流量增速有所回落，上海机场8月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。

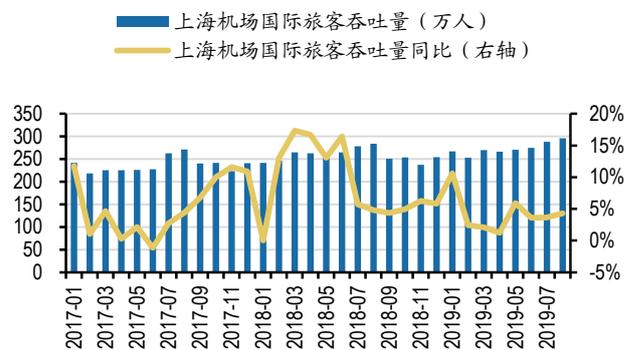
上海机场8月国际旅客吞吐量为296.2万人，同比增长4.3%，国际旅客吞吐量增速较7月提升0.7个百分点。1-8月国际旅客吞吐量累计为1918.8万人，同比增长4.2%。

图5：7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

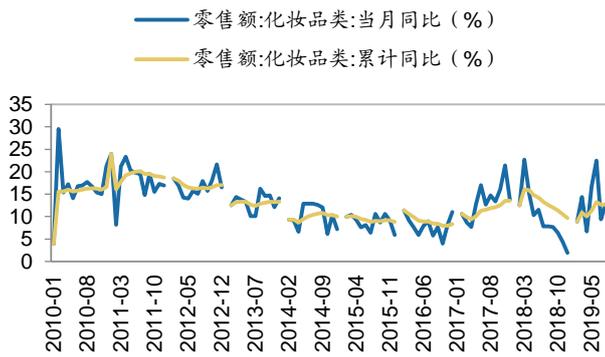
图6：8月上海机场国际旅客吞吐量同比增长4.3%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

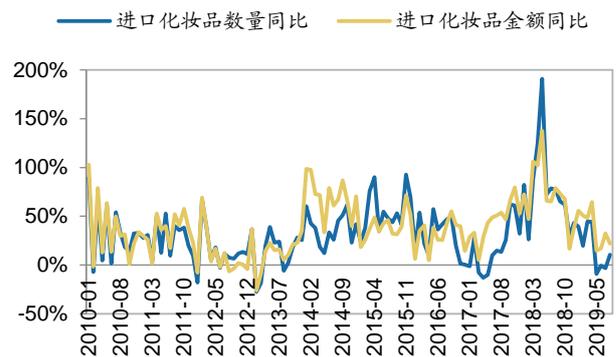
8月化妆品零售额增速环比有所回升，进口化妆品维持较高增长：8月化妆品零售额为231.9亿元，同比增长12.8%，增速较7月有所回升。1-8月化妆品零售额累计增长12.7%。8月进口化妆品20127吨，进口金额达10.97亿美元。进口数量和进口额同比分别增长10.5%和22.0%。进口化妆品金额在18年高基数基础上，19年以来维持较快增长，我国居民高端香化需求韧性凸显。

图7：8月化妆品零售额同比增长12.8%



数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图8：8月进口化妆品金额同比增长22%



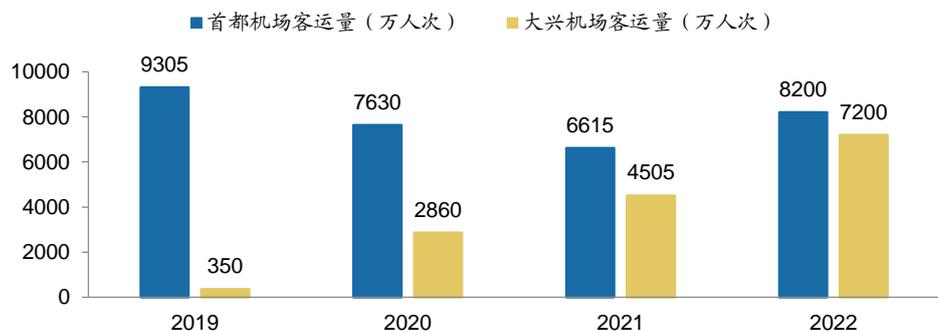
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

### 北京大兴机场9月25日正式投运，中免集团为两个免税标段的第一中标候选人

根据中国通用招标网3月8日发布的《北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目中标候选人公示》，公司全资子公司中免集团成为北京大兴国际机场国际区免税业务招标项目两个标段第一中标候选人。大兴国际机场免税项目按品类分为两个标段：第一标段为烟酒、食品，面积1666平方米；第二标段为香化、精品，面积3467.4平方米。经营期均为10年。**烟酒食品标段，中免投标基准年保底经营费2.3亿元，销售额提取比例49%；香化精品标段，中免投标基准年保底经营费4.16亿元，销售额提取比例46%。**此次大兴机场中免投标扣点率较首都机场T2的47.5%、T3的43.5%以及上海机场42.5%综合扣点率相对较高。考虑大兴国际机场战略定位和发展潜力，若中标其全部免税业务将对公司带来积极影响。

根据中国民航局2018年12月28日发布的《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》，北京大兴国际机场定位为大型国际航空枢纽和京津冀区域综合交通枢纽，北京两大机场将形成协调发展、适度竞争的国际“双枢纽”机场格局。北京大兴国际机场目标在2021和2025年分别实现旅客吞吐量4500和7200万人次，北京首都国际机场将在2020-25年通过改造计划实现旅客吞吐量8200万人次。未来北京两大国际机场将带来更大的国际旅客基数，机场免税业务长期发展空间广阔，规模效应和协同发展可期。

图9：2019-2022年首都机场和大兴机场计划客运量



数据来源：《北京“一市两场”转场投运期资源协调方案》、广发证券发展研究中心

### 1.3.2 景区：8月暑期出游旺季延续，景区客流整体维持较快增长

**黄山：**8月共接待游客48.1万人次，同比增长9.1%，暑期出行高峰带动客流延续较高增长。1-8月累计接待游客243.9万人，同比增长9.4%，在18年低基数基础上稳定增长，增速与1-7月基本持平。其中西递和宏村景区1-8月分别接待游客74.2万人次和169.1万人次，同比分别增长10.4%和10.6%。

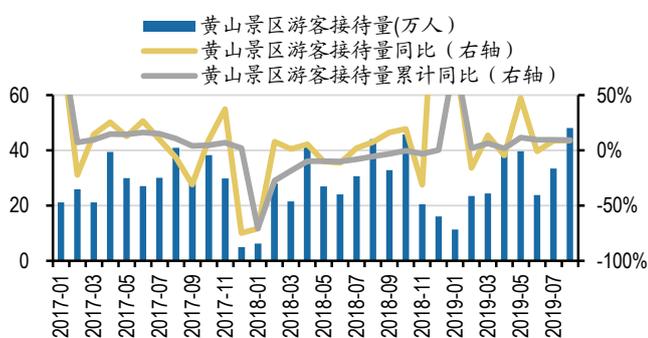
**长白山：**8月受台风影响，北景区和西景区关闭2天，对客流量造成一定负面影响。长白山景区8月共接待游客66.3万人次，同比下降1.4%。北景区和西景区分别接待游客45.7万人次和20.1万人次，同比分别增长2.4%和2.1%。19年长白山南景区关闭，导致景区整体客流下降，扣除南景区影响后8月客流量同比增长2.3%。1-8月累计接待游客178.8万人次，同比增长0.4%。

**张家界：**8月共接待游客543.84万人次，1-8月累计接待人次3742.9万人，同比增长19.2%。今年以来延续较高增长。

**北京市：**北京市旅游景区8月共接待游客3934.6万人次，同比增长7.8%，8月客流增速明显回升。1-8月累计接待游客2.22亿人次，同比增长5.4%，增速较7月小幅增长0.5个百分点。今年以来北京市接待外国游客数量持续下降，8月接待境外游客数为79.3万人，同比增长3.0%，恢复正增长。1-8月北京市旅游景区累计接待外国游客469.9万人次，同比下降3.3%。

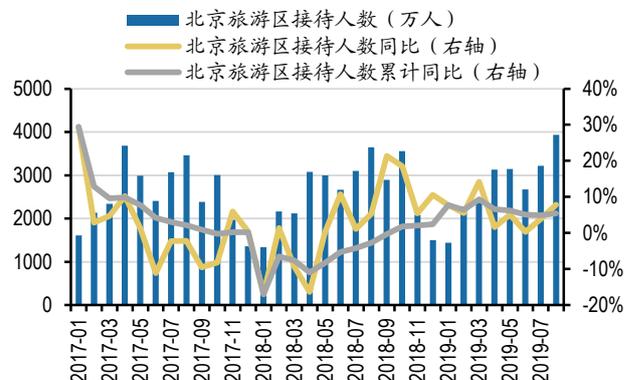
**海南省：**8月共接待游客593.9万人，同比增长8.5%，暑期以来延续较快增长。1-8月共接待游客5010.54万人，同比增长6.7%。其中8月过夜游客达523.86万人，同比增长7.3%，增速较5、6、7月有所放缓。国内和入境过夜游客分别为512.08万人和11.78万人，同比分别增长7.5%和1.7%，国内游客增速明显提升。1-8月累计过夜游客4141.52万人，同比增长5.5%。8月海口和三亚过夜游客人数分别为134.5万人和182.7万人，同比分别增长6.2%和8.6%。1-8月海口和三亚累计过夜游客数分别为1019.1万人和1442.9万人，同比分别增长1.2%和10.9%。

图10：8月黄山游客接待量同比增长9.1%



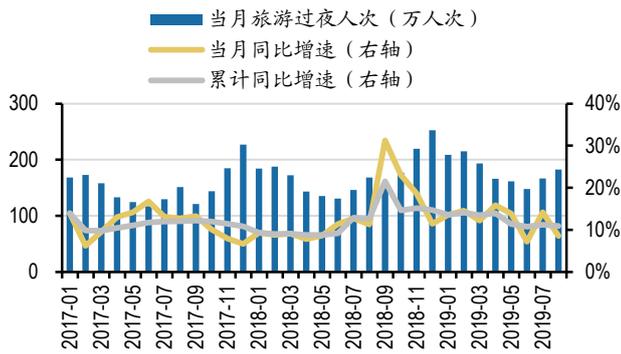
数据来源：WIND，数据黄山，广发证券发展研究中心

图11：8月北京市旅游区游客量同比增长7.8%



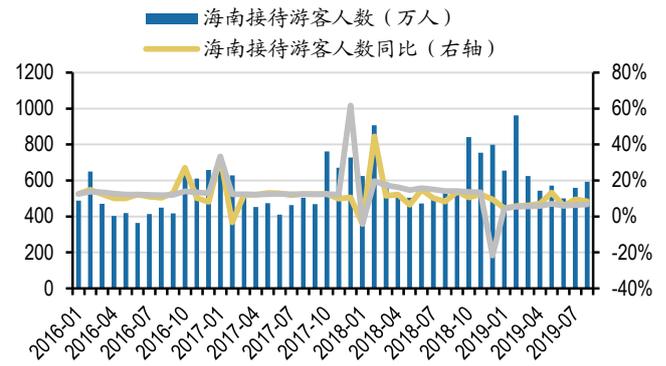
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图12: 8月三亚旅游过夜人次同比增长8.6%



数据来源: WIND, 海南省统计局, 广发证券发展研究中心

图13: 8月海南省接待游客量同比增长8.5%



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8月重点景区客流增长情况统计

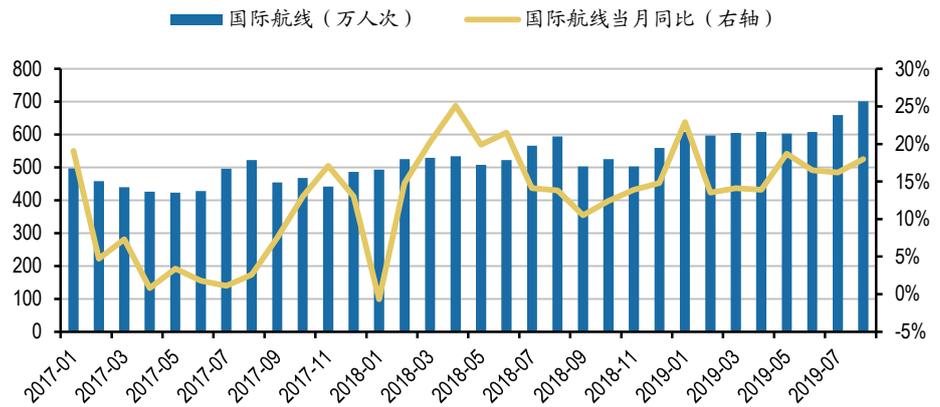
	8月单月 客流(万 人次)	单月客流增速	1-8月累计客 流(万人次)	累计 客流 增速	相关上市公司
黄山景区	48.1	9.1%	243.9	9.4%	黄山旅游
长白山景区	66.3	-1.4% (去除南景区 影响后+2.3%)	178.8	0.4%	长白山
北京市	3934.6	7.8%	22239.3	5.38%	首旅酒店、锦江股份
海南省	593.9	8.5%	5010.54	6.7%	中国国旅、宋城演艺、三特索 道、首旅酒店
三亚市	182.7	8.6%	1442.9	10.9%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒 店、三特索道
张家界景区	543.84	-	3742.9	19.2%	张家界

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

### 1.3.3 出境游: 8月出境游延续高景气, 暑期旺季带动东南亚出境游回暖

**国际航线: 8月出境游延续高景气, 国际航线客运量维持高增长。**8月国际航线客运量为701.1万人次, 同比增长18.0%, 增速较7月同比增速16.2%提升1.8个百分点。今年以来出境游整体景气向好, 1-8月国际航线累计客运量为4988.8万人次, 同比增长16.7%。

图14: 民航国际航班客运量及同比增速

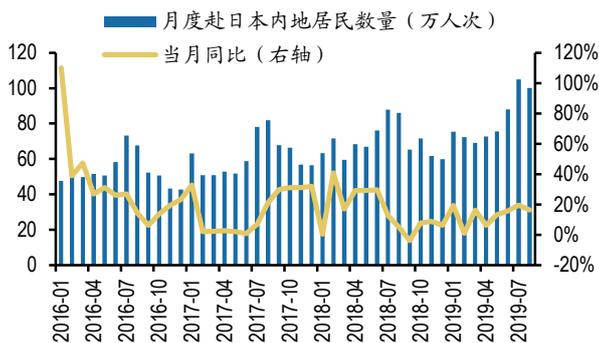


数据来源: WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

**短线游: 赴日韩游客维持高增长, 19年以来赴韩客流强势复苏**

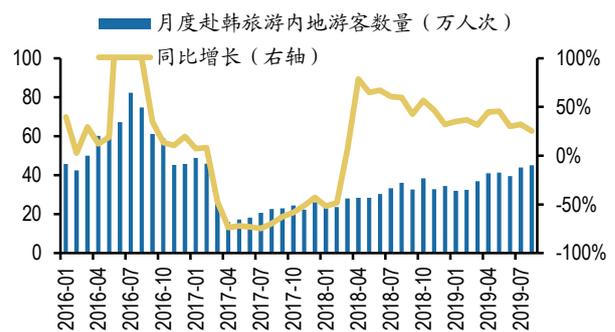
- ✧ **日本:** 2019年8月内地居民赴日100.1万人次, 同比增长16%, 6月以来内地居民赴日本游热度持续, 6-8月同比增速分别为16%、19%和16%。19年1-8月累计接待内地游客658万人次, 同比增长14%。
- ✧ **韩国:** 2019年8月赴韩旅游内地游客45万人次, 同比增长25%, 相比7月的32%增速有所回落。19年1-8月内地居民赴韩国累计312万, 同比增长35%。韩国旅游市场17年受“萨德”时间影响, 内地赴韩客流同比下降55%, 18年4月韩国市场开始出现回暖迹象。19年以来赴韩旅游强势复苏。

图15: 8月内地赴日本旅游人次同比增长16%



数据来源: WIND, 日本旅游局, 广发证券发展研究中心

图16: 8月内地赴韩国游客同比增长25%



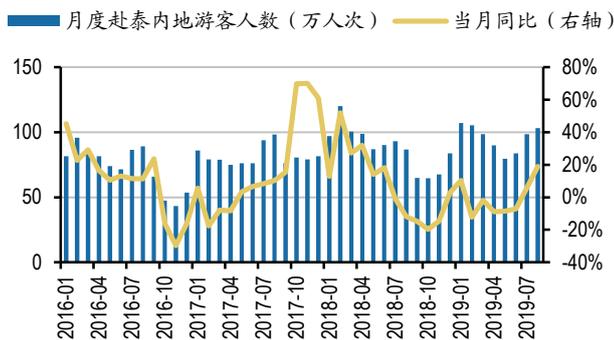
数据来源: WIND, 韩国旅游局, 广发证券发展研究中心

**东南亚: 8月增速整体回暖, 暑期旺季效应下东南亚出境游热度回升**

- ✧ **泰国:** 19年8月内地游客赴泰国旅游103万人次, 同比增长19%, 暑期旺季作用下赴泰国游客增速持续回暖, 结束了上半年下降趋势。1-8月内地居民赴泰旅游人数累计765万, 同比下降1%, 降幅较1-7月的3%有所收窄。

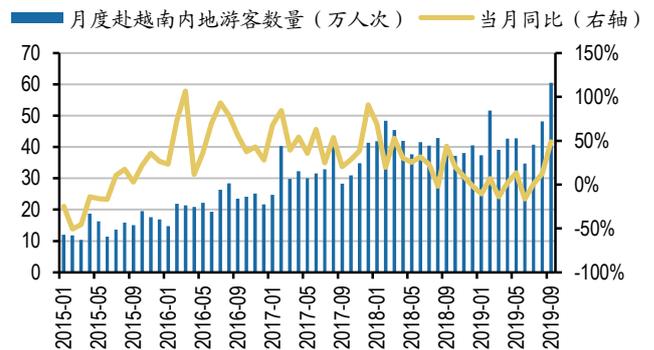
- ◇ **越南**: 19年8月和9月, 内地居民赴越南游客分别为48.2万人和60.5万人, 同比分别增长12.4%和48.6%, 7月以来恢复正增长, 回暖明显; 1-9月累计赴越南398万人次, 同比增长4%。
- ◇ **新加坡**: 19年7月内地居民赴新加坡人次39万, 同比增长8%, 上半年累计赴新加坡220万人次, 同比增长5%。
- ◇ **马来西亚**: 19年6月内地赴马来西亚游客为22万人次, 同比持平, 上半年累计赴马来西亚156万人次, 同比增长6%。

图17: 8月赴泰国旅游人次同比增长19%



数据来源: WIND, 泰国旅游局, 广发证券发展研究中心

图18: 9月内地赴越南游客同比增长48.6%



数据来源: WIND, 越南旅游局, 广发证券发展研究中心

**中国港澳台地区: 8月赴港澳台地区游客增速明显放缓**

- ◇ **中国香港地区**: 19年8月赴香港特区内地游客278万人次, 同比下降42%; 1-8月内地游客赴香港特区累计达3452万, 同比增长5%。
- ◇ **中国澳门地区**: 19年8月内地赴澳门特区游客265万人次, 同比上升5%, 增速明显放缓; 19年1-8月内地游客赴澳门特区游客累计为1953万, 同比增长19%。
- ◇ **中国台湾地区**: 19年8月内地赴中国台湾地区游客28万人次, 同比增长10%; 1-8月内地游客赴中国台湾地区累计为228万, 同比增长27%。

**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7月内地赴澳, 同比下降2%, 1-7月内地居民累计赴澳90万人次, 与去年基本持平。
- ◇ **新西兰**: 19年7月内地赴新西兰游客3万人次, 同比下降3%, 与6月降幅基本持平; 1-7月内地累计赴新25万人次, 同比下降11%。
- ◇ **奥地利**: 19年7月内地赴奥地利游客20万人次, 同比增长5%, 1-7月内地居民累计赴奥81万人次, 同比增长4%。
- ◇ **丹麦**: 19年7月内地赴丹麦游客3.7万人次, 同比增长16%, 增速明显提升; 1-7月内地居民累计赴丹麦14万人次, 同比增长18%。
- ◇ **芬兰**: 19年8月内地赴芬兰游客为3万人, 同比增长18%; 1-8月内地居民累计赴

芬兰16万人次，同比增长14%。

- ◇ **美国**：19年7月内地赴美国游客30万人次，同比下降6%；1-6月累计赴美国173万人次，同比下降4%。
- ◇ **加拿大**：19年7月内地赴加拿大游客10万人次，同比下降2%；1-7月内地居民累计赴加40万人次，同比下降1%。
- ◇ **墨西哥**：19年8月内地赴墨西哥游客1.1万人次，同比增长4%，1-7月内地居民累计赴墨11万人次，同比下降1%。

表2：2019年8月主要出境旅游目的地客流情况

	目的地	8月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-8月累计客流(万人次)	累计客流增速
短线游	日本	100	16%	658	14%
	韩国	45	25%	312	35%
东南亚	泰国	103	19%	765	-1%
	越南(9月)	60.5	48.6%	398	4%
	马来西亚(6月)	22.2	0%	155.9	6%
	新加坡(7月)	39	8%	220	5%
中国港澳台地区	中国香港地区	278	-42%	3452	5%
	中国澳门地区	265	5%	1953	19%
	中国台湾地区	28	10%	228	27%
长线游	澳大利亚(7月)	15	-2%	90	0%
	新西兰(7月)	3	-3%	25	-10%
	奥地利(7月)	20	5%	81	4%
	丹麦(7月)	3.7	16%	14	18%
	美国(7月)	30	-6%	173	-4%
	加拿大(7月)	10	-2%	40	-1%
	墨西哥	1.1	4%	11	-1%

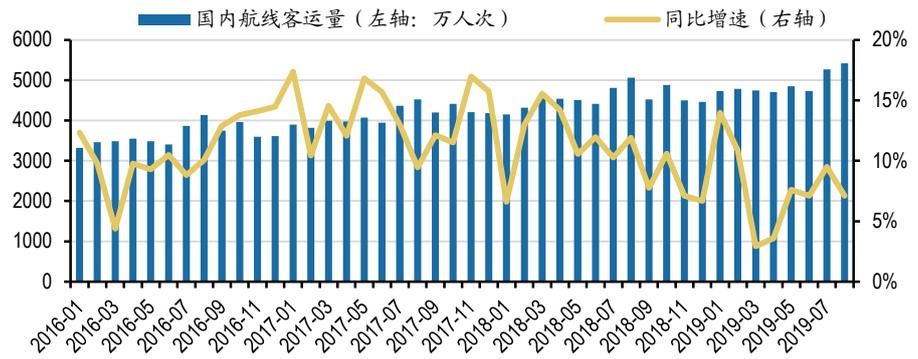
数据来源：各目的地旅游局、广发证券发展研究中心

### 1.3.4 酒店：行业景气有所回暖，8月星级酒店 RevPAR 全面回升

**国内航线客运量：8月同比增长7.8%，较7月增速有所下滑**

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8月国内航线客运量为5422.7万人次，同比增长7.1%，较7月9.5%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，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，5-8月均保持7%-9%左右增速。19年1-8月国内航线累计客运量为3.92亿人次，同比增长7.7%。

图19: 国内航线客运量及同比增速

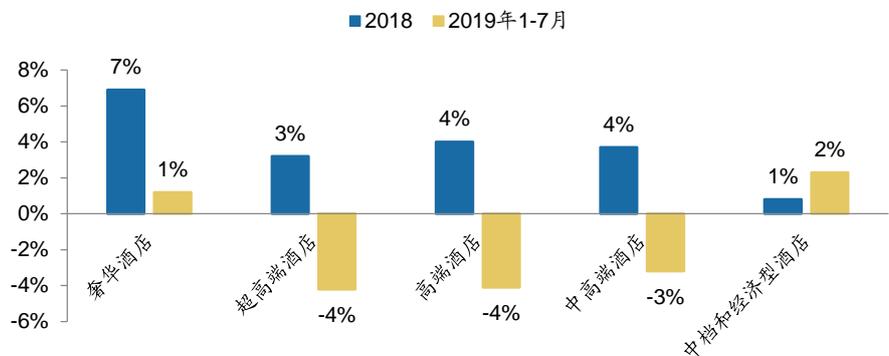


数据来源: 中国民航局, 广发证券发展研究中心

1-7月全国酒店表现有所分化, 平均房价上涨带动8月星级酒店RevPAR提升

今年以来酒店行业整体景气下行, 1-7月各档次酒店表现有所分化。其中超高端、高端和中高端酒店RevPAR同比分别下降4%、4%和3%。奢华酒店以及中档和经济型酒店维持正增长, 奢华酒店1-7月RevPAR同比增长1%, 增速较2018年全年的7%明显下滑; 中档和经济型酒店受益于经济型酒店存量改造后的均价增长, 1-7月RevPAR同比增长2%, 增速较18年全年的1%有所提升。

图20: 19年1-7月分档次酒店表现有所分化



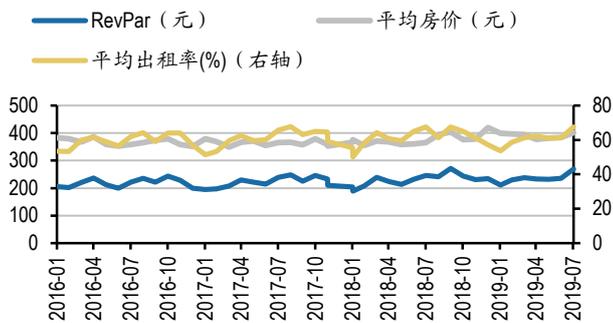
数据来源: STR, 广发证券发展研究中心

**星级酒店方面: 8月星级酒店平均房价上涨带动RevPAR同比明显提升。**8月全国星级酒店RevPAR为269元/晚, 同比增长9.66%。OCC为67.64%, 同比提升0.11个百分点; RevPAR增长主要得益于平均房价的持续上涨。在暑期出行旺季的影响下, 6月和7月星级酒店平均房价同比分别增长6.7%和6.3%。8月ADR为402元, 同比增长10.04%, 增速有明显提升。

**分星级来看: 7月以来五星级酒店RevPAR快速增长,**7月和8月RevPAR同比分别增长19.42%和19.94%, ADR同比分别增长15.16%和21.35%, 成为RevPAR增长的主要动力。7月五星级酒店入住率同比提升2.18个百分点, 8月入住率同比下降0.77个百分点, 小幅回落。

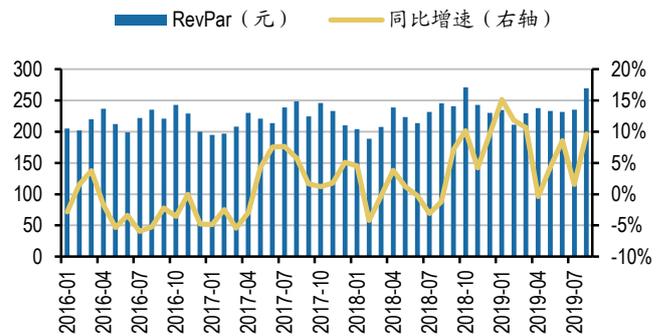
8月四星级和三星级酒店RevPAR同比分别增长1.79%和3.16%。四星级酒店主要得益于平均房价的提升，8月四星级酒店ADR为353元，同比增长3.24%，入住率同比下降0.93个百分点。三星级酒店RevPAR增长则来自于入住率的持续提升，8月三星级酒店ADR同比小幅增长0.28%，入住率同比提升2.02个百分点。

图21: 8月星级酒店ADR上涨带动RevPAR同比提升



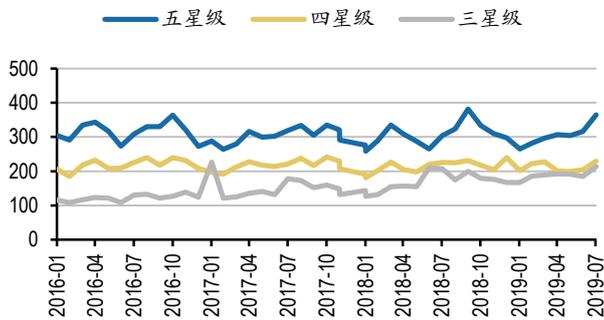
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图22: 8月星级酒店RevPAR同比增长9.66%



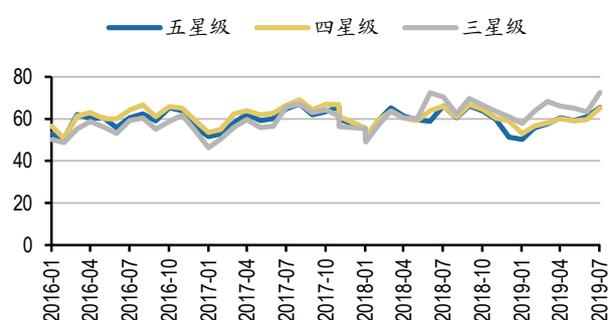
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图23: 8月星级酒店RevPAR均有所提升, 五星级酒店同比增长19.94%



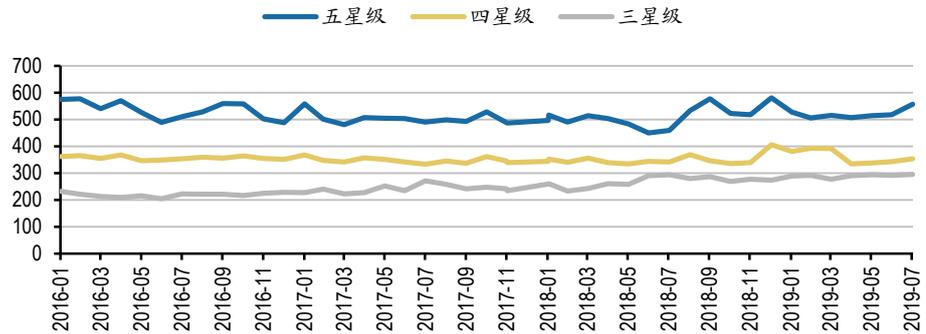
数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

图24: 8月三星级酒店OCC同比提升2.02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25: 8月五星级酒店ADR同比增长21.35%

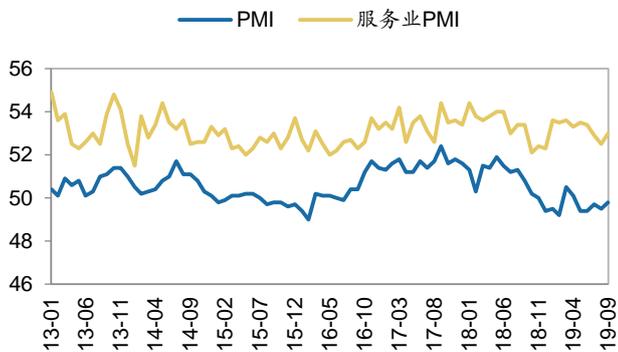


数据来源: WIND, 和泰盛典, 广发证券发展研究中心

PMI: 9月制造业和服务业PMI环比均有所回升

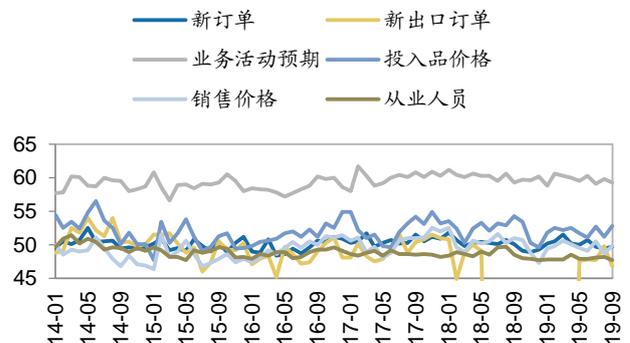
9月制造业PMI为49.8%，仍低于枯荣线水平，不过环比增长0.3个百分点，相较8月有所回暖。服务业PMI为53.0%，环比提升0.5个百分点。从PMI分项来看，业务活动预期同比下降0.5pct，而投入品价格和销售价格同比分别提升1.6和1.1pct。

图26: 9月以来服务业PMI (%) 同比提升0.5pct



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图27: 服务业PMI分项 (%) : 9月投入品价格和销售价格同比分别提升1.6pct和1.1pct



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

## 二、教育行业

### 2.1 教育行业：民办 K12 教育龙头 19 财年业绩表现出色；继续看好职业教育赛道

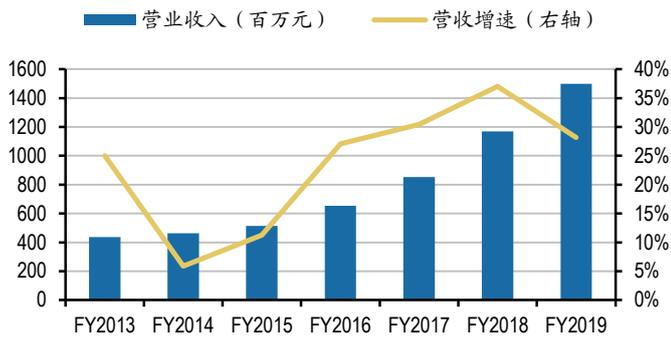
教育板块受制于政策影响，2018年K12学校、K12培训、学前教育等受民促法送审稿公布影响，政策方面不确定性较大。但职业教育、高教等细分赛道支持力度仍较大。职业教育方面，2019年以来先后出台《加快推进教育现代化实施方案（2018-2022年）》、《职业技能提升行动方案（2019-2021年）》等文件，进一步支持职业教育板块；高教方面，职业院校受到政策支持，今年以来出台《国家职业教育改革实施方案》、《高职扩招专项工作实施方案》提出在5-10年内实现职业教育由政府举办为主向政府统筹管理、社会多元办学的格局转变，鼓励社会企业兴办职教。扩大高等职业院校招生计划，完善和落实相关资助政策。我们认为在宏观经济不确定性较高的背景下，职业教育龙头公司现金流好，继续看好职业教育细分赛道，建议重点关注中公教育。

国际教育龙头海亮教育于9月发布2019年年报。19年公司整体营收业绩持续高增长，国际教育业务表现出色，轻资产业务加速扩张。公司民办K12学校品牌力持续加强，看好未来全国布局稳步推进，国际教育持续增长。同时，在政策不确定性较大的情况下，公司业务开始加速向多元化转型，管理服务、教育培训服务和游学服务均有较快增长。未来有望进一步成熟，对K12学校经营业务依赖或将逐步降低。

#### 1) 19 财年营收业绩增长靓丽，控费水平出色

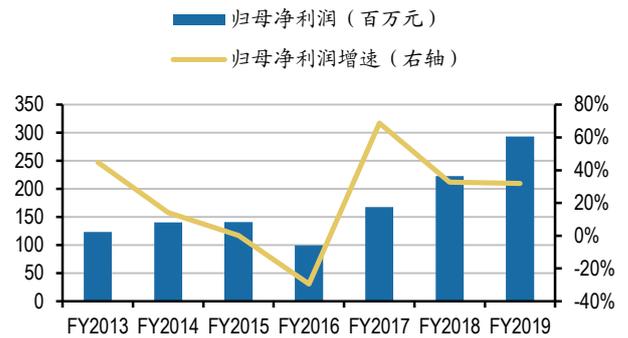
公司 2019 财年营收和业绩表现靓丽，营收和归母净利的分别为 15.0 亿元和 2.9 亿元，同比分别增长 28.2%和 31.8%。2014-19 财年营收复合增速为 26.5%。盈利能力方面：公司整体盈利能力较为稳定，19 财年毛利率和净利率分别为 31.5%和 19.6%，同比分别提升 0.31 和 0.54pct。公司控费水平出色，19 财年销售和管理费用率分别为 1.7%和 4.8%，同比分别下降 0.4 和 0.6pct。

图28: 海亮教育19财年营收同比增长28.2%



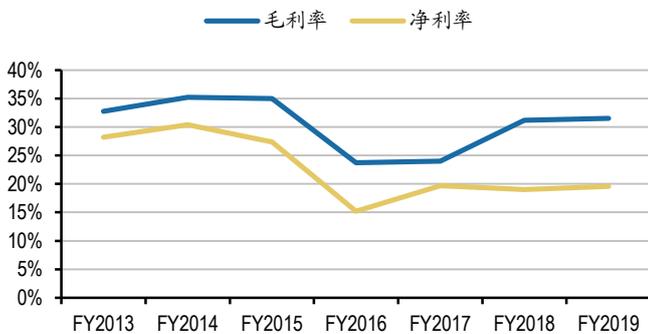
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图29: 海亮教育19财年归母净利润同比增长31.8%



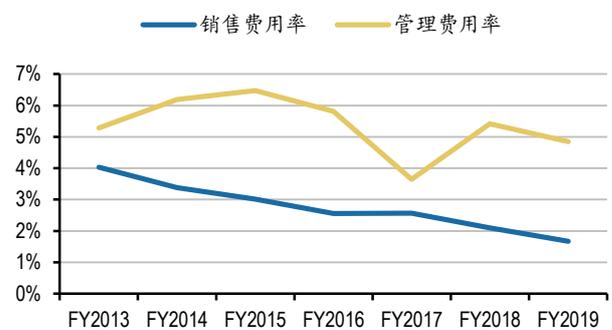
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图30: 海亮教育19财年毛利率和净利率同比分别提升0.31和0.54pct



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图31: 19财年销售和管理费用率同比分别下降0.4和0.6pct

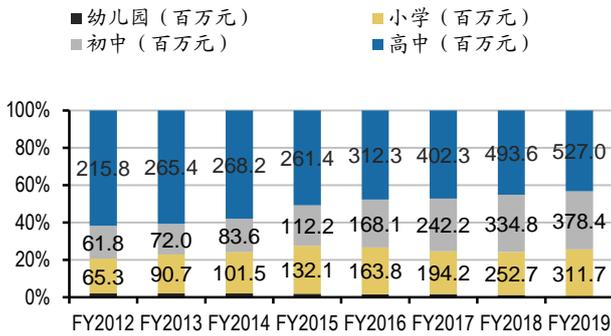


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2) 基础教育收入稳定, 国际教育量价齐升推动营收整体增长

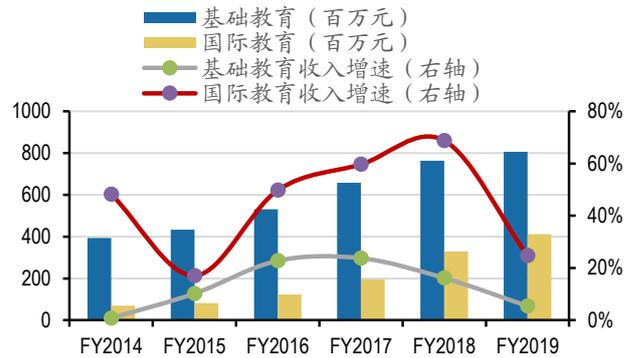
截止19年6月公司在国内经营9所学校, 同时通过轻资产模式管理27所学校。19财年基础教育和国际教育分部分别实现营收8.1亿元和4.1亿元, 同比分别增长5.4%和24.7%。公司19财年营收增长主要来源于平均学费的整体上涨, 同时国际教育分部学生数量增加也起到推动作用。截止19年6月公司旗下学校在校生数共有22819人, 同比增长0.7%, 和18年同期基本持平。其中小学、初中和高中分别有4445人、5708人和8113人, 基础教育分部学生数量整体下降2.3%, 国际教育共有学生4553人, 同比增长14.8%。平均学费方面: 基础教育和国际教育平均学费分部为44109元/人和90339元/人, 同比分别增长7.9%和8.6%。公司计划未来每年平均学费仍将保持5%至15%增长。

图32: 海亮教育19财年各项业务营收



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图33: 19财年基础教育和国际教育分部营收分别增长5.4%和24.7%



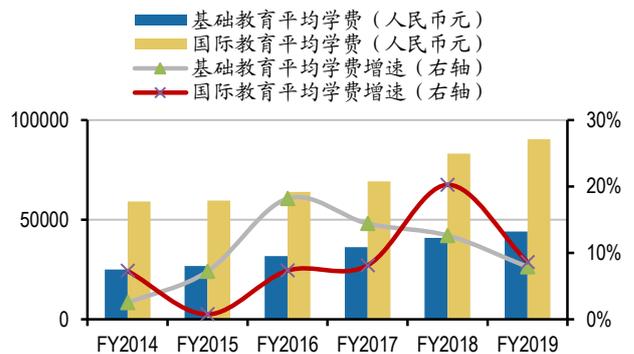
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图34: 19财年基础教育和国际教育学生数量(人)及同比增速



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图35: 19财年基础教育和国际教育同比分别增长7.9%和8.6%

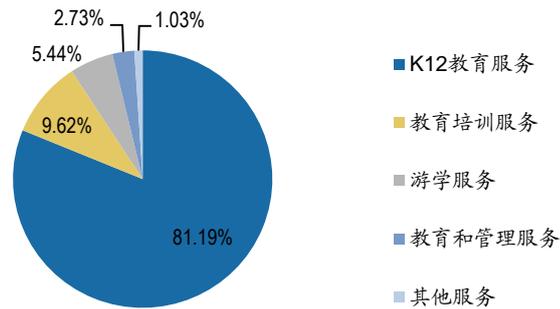


数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

### 3) 业务逐渐多元化, 异地轻资产输出加速全国布局

公司近年来在现有 K12 学校优质品牌基础上, 逐渐向多元化转型, 19 财年 K12 教育占比由 18 财年的 93.6% 下降至 81.2%。18 年新增的教育培训服务、游学服务、教育和管理服务以及其他服务分别实现营收 1.4 亿元、0.8 亿元、0.4 亿元和 0.15 亿元, 占比分别为 9.6%、5.4%、2.7%和 1.1%。公司自 2017 年以来大力发展轻资产异地输出模式。截止 2019 年 6 月公司管理着 27 所学校, 分布于浙江、江西、湖北和山东, 共有 38290 名学生。19 年 4 月公司与兰州市城关区政府签署合作办学协议, 预计于 2020 年 9 月开学。19 年 7 月, 与江苏泗洪第二实验中学签署委托管理协议。预计随着公司管理输出模式进一步成熟, 品牌进一步强化, 未来异地轻资产管理业务有望持续在全国拓展。

图36: 海亮教育19财年各项业务营收占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

表3: 海亮教育旗下运营的9所学校 (截止2019年6月)

学校	成立/收购年份	教育项目	学生数量(人)	班级数	教职工数量(人)
海亮外国语学校	1995	国际小学	1442	74	200
		国际中学	1441	64	192
		国际高中	261	14	51
海亮小学	2016	小学	2,770	84	228
海亮初级中学	2016	初中	2,951	64	183
海亮高级中学	2016	高中	2,669	62	245
诸暨海亮外国语高中	2001	高中	1,409	69	203
海亮实验高中	2001	高中	3,877	85	261
镇江江河艺术高级中学	2018	高中	127	7	30
海亮艺术中学	2017	高中	1440	34	140
天马实验学校	2009	小学	1675	47	147
		初中	2,757	62	182
总计			22,819	666	2,062

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

## 2.2 数据回顾: 9月A股、港股职业教育龙头表现较好

**9月A股职业教育龙头表现较好:** 我们重点关注的13家A股教育上市公司9月表现分化, 职教龙头中公教育(+5.9%)中报业绩亮眼, 股价延续强势表现, 年初以来上涨142.4%; 东方时尚(+29.4%)、开元股份(+57.9%)均有较好表现。而立思辰(-5.4%)、凯文教育(-3.2%)、昂立教育(-2.4%)等表现不佳。

9月以来港股教育公司整体表现不佳, 职教龙头中国东方教育延续上市以来强劲表现,

9月以来上涨9.1%，上市以来上涨52.8%。此外，K12民办教育龙头枫叶教育(+2.5%)、在线教育龙头新东方在线(+1.6%)也有一定程度上涨。美股方面：9月美股上市的教育公司普遍上涨。博实乐、好未来、海亮教育、红黄蓝和新东方分别上涨8.2%、5.8%、4.4%、1.3%和0.7%。年内跌幅较大的51 Talk(9月+81%)、正保远程教育(9月+32.3%)、尚德机构(9月+27%)均有所回调。

表4: A股教育标的市场表现(9.1-9.30)

公司名称	公司代码	9月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(2019E)	市盈率(TTM)	19H 营收(亿元)	营收增速	19H 归母净利润(亿元)	归母净利润增速
东方时尚	603377.SH	29.4%	29.4%	129.0	54.9	61.3	5.2	-0.5%	1.01	-11.2%
开元股份	300338.SZ	24.7%	57.9%	37.4	24.6	52.8	8.1	35.6%	0.38	-42.4%
中公教育	002607.SZ	5.9%	142.4%	1003.4	59.4	62.4	36.4	48.8%	4.93	132.2%
世纪鼎利	300050.SZ	4.3%	-9.3%	30.7	0.0	64.8	5.4	17.6%	0.20	-31.5%
中国高科	600730.SH	4.1%	9.6%	31.2	0.0	400.5	0.6	16.3%	0.00	105.2%
紫光学大	000526.SZ	3.8%	44.0%	25.3	0.0	416.6	16.9	2.0%	0.94	-6.8%
科斯伍德	300192.SZ	0.8%	5.7%	22.4	23.0	54.7	4.4	-6.2%	0.36	57.3%
勤上股份	002638.SZ	-1.0%	17.5%	45.9	0.0	-3.5	5.8	-11.7%	0.07	-91.5%
美吉姆	002621.SZ	-1.1%	22.5%	72.1	43.7	123.8	2.8	183.5%	0.34	351.6%
威创股份	002308.SZ	-1.6%	-3.6%	38.9	19.8	33.6	5.0	-4.0%	0.53	-44.6%
昂立教育	600661.SH	-2.4%	-4.6%	53.5	28.2	-20.2	10.9	13.2%	0.50	5.4%
凯文教育	002659.SZ	-3.2%	-15.7%	35.2	149.8	-34.6	1.5	70.8%	-0.56	-7.8%
立思辰	300010.SZ	-5.4%	24.9%	78.8	30.0	-6.1	9.0	64.2%	0.39	169.0%

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 (9.1-10.7)

公司名称	公司代码	9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
中国东方教育	00667.HK	9.1%	52.8%	331.7	36.4	47.7	18.2	26.6%	3.12	48.0%
枫叶教育	01317.HK	2.5%	-27.2%	73.7	10.1	10.6	7.5	17.4%	2.84	20.2%
新东方在线	01797.HK	1.6%	25.5%	119.9	-93.6	-264.9	0.0	0.0%	0.00	0.0%
中教控股集团	00839.HK	1.0%	23.8%	238.0	33.6	38.4	9.8	132.9%	3.00	49.5%
中国科培	01890.HK	-1.3%	61.0%	78.4	16.3	16.9	3.7	25.6%	2.45	37.3%
成实外教育	01565.HK	-3.4%	-41.1%	70.7	0.0	16.4	7.6	27.8%	2.4	11.1%
宇华教育	06169.HK	-5.8%	33.1%	134.0	17.2	17.3	8.2	57.2%	3.30	63.8%
新华教育	02779.HK	-5.9%	34.3%	40.9	11.8	13.3	2.5	12.2%	1.52	10.8%
新高教集团	02001.HK	-7.4%	-10.8%	46.1	11.2	13.8	5.6	72.5%	2.01	34.0%
民生教育	01569.HK	-9.7%	0.0%	52.6	11.5	14.4	5.4	68.3%	2.07	-5.0%
天立教育	01773.HK	-11.8%	115.2%	62.3	20.7	23.3	4.4	42.0%	1.44	38.3%
睿见教育	06068.HK	-16.1%	13.8%	64.9	14.4	15.4	8.4	40.9%	1.93	33.1%
希望教育	01765.HK	-16.3%	35.2%	75.3	15.5	23.9	6.2	9.7%	2.43	82.2%

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6: 美股教育标的市场表现 (9.1-10.7)

公司名称	公司代码	9月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(TTM)	2018年营收(亿元)	增速	2018年归母净利润(亿元)	增速
51talk	COE.N	81.0%	1.5%	10.6	-3.2	11.5	35.1%	-4.17	28.3%
正保远程教育	DL.N	32.3%	-13.3%	13.8	11.8	1.7	27.2%	0.12	-22.2%
尚德机构	STG.N	27.0%	-11.4%	32.5	-5.9	19.7	103.5%	-9.27	-0.9%
朴新教育	NEW.N	11.8%	33.2%	48.4	-6.4	22.3	73.7%	-8.33	-109.8%
博实乐教育	BEDU.N	8.2%	4.8%	86.1	27.6	17.2	29.4%	2.47	43.5%
好未来	TAL.N	5.8%	41.3%	1578.4	76.1	25.6	49.4%	3.67	85.1%
海亮教育	HLG.O	4.4%	32.1%	120.4	39.9	11.7	37.0%	2.23	32.7%
红黄蓝	RYB.N	1.3%	8.9%	13.1	-58.2	1.6	11.1%	-0.02	-122.8%
新东方	EDU.N	0.7%	108.4%	1275.6	75.8	31.0	26.5%	2.38	-19.6%
瑞思学科英语	REDU.O	-1.6%	2.4%	32.7	26.1	12.7	31.2%	1.43	398.0%
精锐教育	ONE.N	-4.3%	-7.7%	81.8	-11.0	28.6	39.1%	2.46	-5.0%
达内科技	TEDU.O	-11.1%	-83.5%	3.9	-0.6	22.4	13.5%	-5.96	-422.4%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 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。
- 高鸿：研究助理，南加州大学硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。

## 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。