

# 社会服务行业 19 年三季度报总结

## 龙头稳定性凸显，酒店仍有韧性

### 核心观点:

#### ● 休闲服务行业 19 年三季度整体增长放缓，板块表现分化

19 年前三季度，休闲服务和教育上市公司营收和业绩增速整体放缓，我们关注的 35 家重点公司总体营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长 3.9%/9.1%/5.7%。其中 Q3 单季度营收和业绩均有所下滑，我们关注的 35 家重点公司营收/归母净利润 YOY 分别-1.6%/-5.8%，扣非后净利润同比增长 1.8%。子板块表现分化，免税维持高增长，酒店、景点和出境游有所承压。

#### ● 免税板块：渠道渗透率提升，免税龙头持续成长

19 年前三季度中国国旅营收/归母净利润分别为 355.8 亿元/42.0 亿元，YOY 分别+4.4%/+55.1%。剔除旅行社剥离影响，我们测算单三季度中国国旅营收和扣非净利润同比分别增长 24%和 21%，免税业务成长良好。短期来看，离岛免税购物人次增速明显超过三亚过夜游客增速。免税购物渗透转化率持续提升有望驱动公司免税业务持续增长、整体盈利稳健增长。中长期看，我们认为未来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提升。中免集团龙头地位稳固，有助于进一步加强上游与品牌商的议价能力。

#### ● 酒店板块：龙头开店提速，行业低景气下盈利仍有韧性

受宏观经济回落、商旅需求低迷影响，Q3 首旅、锦江（境内酒店）和华住 RevPAR 同比分别变动-3.7%/-1.5%/-0.8%。首旅、锦江和华住三季度净开店数分别为 57 家、312 家和 486 家，开店速度持续提升。同时门店结构不断优化，加盟店和中高端酒店占比持续上升。我们认为在低基数效应和宏观经济企稳下行业景气度有望筑底回升，而龙头维持积极扩张，门店结构优化，行业竞争格局改善，未来 RevPAR 增速对酒店业绩的影响有望逐步弱化。

#### ● 景点和出境游：景区表现分化，出境游龙头业绩持续承压

前三季度我们关注的 3 家休闲景区和 12 家自然景区上市公司营收总体同比分别增长 2.8%和 8.7%，归母净利润同比分别变动-1.9%/-12.7%。自然景区业绩整体承压。休闲景区方面，宋城演艺剔除六间房重组影响后，Q3 营收和归母净利润同比分别增长 19.7%和 24.1%，同口径增速较上半年 16.0%和 13.3%有所加速。出境游方面：受到经济增长放缓，出境游部分目的地游客下降等因素影响，今年以来旅行社龙头整体承压。Q3 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股营收同比分别变动+6%/-21%/+16%，归母净利润同比分别变动-94%/-35%/-7%，业绩下滑幅度较大。我们继续看好旅游演艺龙头宋城演艺，张家界千古情开业表现良好，20 年西安、上海项目有望落地，未来三年成长趋势稳定。珠海演艺谷带来更大想象空间。

#### ● 教育：职教龙头业绩增长靓丽，看好赛道长期成长性

教育方面：我们关注的 6 家重点教育公司前三季度总体营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长 32.7%/69.3%/98.1%，Q3 营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长 34.2%/32.5%/45.6%。主要受到职教龙头中公教育营收业绩增长的推动。我们认为职业教育龙头公司现金流好，未来有望凭借自身规模和品牌优势持续扩张，市占率进一步提升。继续看好职业教育细分赛道。

**重点标的：**1) 高景气的免税行业龙头中国国旅，旅游演艺龙头宋城演艺；2) 酒店行业龙头：锦江酒店、首旅酒店；3) 职业教育龙头和人力资源服务龙头：中公教育和科锐国际；4) 境外上市的行业龙头公司华住、携程网、复星旅游文化、开元酒店、海亮教育。

**风险提示** 1) 经济下行影响旅游行业整体需求。2) 酒店龙头加盟拓张不及预期。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

2019-11-02

### 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

### 分析师:

张雨露



SAC 执证号: S0260518110003

SFC CE No. BNU523



021-60750610



zhangyulu@gf.com.cn

### 相关研究:

休闲服务行业:三季度公募基金 2019-10-27

金配置比例提升,龙头持仓集中

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 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	90.81	2019/10/30	买入	98.80	2.40	2.47	37.84	36.77	25.74	22.22	22.2	19.8
宋城演艺	300144	CNY	29.12	2019/10/23	买入	31.90	0.96	1.01	30.33	28.83	27.76	23.23	13.9	13.0
首旅酒店	600258	CNY	17.02	2019/11/01	买入	24.30	0.79	0.94	21.54	18.11	7.68	6.95	9.5	10.8
锦江酒店	600754	CNY	22.44	2019/10/31	买入	26.75	1.07	1.27	20.97	17.67	8.55	7.19	8.6	9.1

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

19 年三季度：行业整体增长放缓，免税维持高增长 .....	6
免税板块：离岛免税表现良好，免税龙头持续成长 .....	10
财务情况：3 季度同口径收入和净利润增速达 24%和 21%，增长稳健 .....	10
离岛免税：前三季度海南离岛免税销售额同比增长 28.4%，持续成长 .....	12
机场免税：地区客流增长有所放缓，机场免税渗透率继续提升 .....	13
酒店板块：龙头开店提速，行业低景气下盈利仍有韧性 .....	15
财务情况：酒店龙头三季度业绩同比下滑，成本费用端控制较好 .....	15
开店情况：加盟店持续增长，中高端酒店占比提升 .....	17
经营情况：行业景气度下行，三季度酒店经营整体承压 .....	18
景点：前三季度景区客流较为平稳，自然景区和休闲景区表现分化 .....	22
财务情况：门票降价影响自然景区业绩表现，休闲景区稳健增长 .....	22
景区客流情况：19 年以来景区客流较为平稳 .....	24
出境游：宏观经济压力叠加部分出境游目的地客流下滑拖累业绩，出境游龙头业绩承压 .....	25
教育：职教龙头业绩增长靓丽，看好赛道长期成长性 .....	27
业绩综述及重点公司：龙头稳定性凸显，酒店仍有韧性 .....	28
风险提示 .....	30

## 图表索引

图 1: 中国国旅 19 年前三季度实现营收 356 亿元, 同比增长 4.4%.....	11
图 2: 中国国旅前三季度扣非净利润 34.2 亿元, 同比增长 26.9%.....	11
图 3: 中国国旅前三季度毛利率 51.2%, 同比提升 9.8 个百分点.....	11
图 4: 中国国旅前三季度销售费用率 31.2%, 上升 7.2 个百分点.....	11
图 5: 中国国旅 Q3 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 16.6%.....	12
图 6: 中国国旅 Q3 毛利率 51.4%, 同比提升 9.8 个百分点.....	12
图 7: 2019 年前三季度海南离岛免税销售金额 92.6 亿元, 同比增长 28.4% .....	12
图 8: 19 年 1-9 月三亚市累计接待过夜游客 1602 万人次, 同比增长 10.4%.....	13
图 9: 2019 年 1-9 月三亚凤凰机场累计旅客吞吐量 1486 万人, 同比增长 1.45%13	
图 10: 2019 年 1-9 月海口美兰机场累计旅客吞吐量 1814 万人, 同比增长 0.92%13	
图 11: 2019 年 1-9 月上海浦东机场旅客累计吞吐量 2938 万人, 同比增长 3.2%14	
图 12: 19Q3 浦东机场国际旅客吞吐量同比增长 4.6%.....	14
图 13: 19Q3 浦东机场地区旅客吞吐量同比下降 13%.....	14
图 14: 2019 年 1-9 月北京首都机场国外航线客流量 1158 万人, 同比增长 2.8%14	
图 15: 19 年前三季度锦江酒店营收 112.82 亿元, 同比增长 3.0% .....	15
图 16: 19 年前三季度锦江酒店实现归母净利润 8.73 亿元, 同比增长 0.2%.....	15
图 17: 锦江酒店 19Q3 营收 41.4 亿元, 同比增长 3% .....	16
图 18: 锦江酒店 19Q3 归母净利润同比下降 17.1% .....	16
图 19: 锦江酒店毛利率和净利率水平 .....	16
图 20: 锦江酒店各项费用水平 .....	16
图 21: 三大酒店集团门店数.....	18
图 22: 三大酒店集团加盟店占比.....	18
图 23: 三大酒店集团中高端门店占比 .....	18
图 24: 三大酒店集团 RevPAR .....	19
图 25: 三大酒店集团 RevPAR 增速 .....	19
图 26: 三大酒店集团 OCC 同比增速 .....	19
图 27: 三大酒店集团 ADR 增速 .....	19
图 28: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体营收同比分别增长 2.8%和 8.7%.....	22
图 29: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体归母净利润同比分别减少 1.9%和 12.7%.....	22
图 30: 前三季度 15 家重点景区类上市公司营收 (亿元) 及同比增速.....	23
图 31: 前三季度 15 家重点景区类上市公司归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	23
图 32: 单三季度 15 家重点景区类上市公司营收 (亿元) 及同比增速.....	23
图 33: 单三季度 15 家重点景区类上市公司归母净利润 (亿元) 及同比增速.....	23
图 34: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体 ROE 同比分别下降 1.4 个百分点和 0.9 个百分点 .....	24
图 35: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体毛利率同比分别下降 2.1 个百分点和 0.7 个百分点 .....	24

图 36: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体净利率 YOY-3.6pct/+0.4pct .....	24
图 37: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体销售费用率同比分别持平 and 增长 0.2 个百分点 .....	24
图 38: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体管理费用率 YOY-0.1pct/+0.4pct .....	24
图 39: 前三季度 3 家休闲景区公司和 12 家自然景区公司总体财务费用率 YOY-0.7pct/+0.1pct .....	24
图 40: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度营收 (亿元) 及同比增速 (右轴) .....	26
图 41: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (右轴) .....	26
图 42: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股单三季度营收 (亿元) 及同比增速 (右轴) .....	26
图 43: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股单三季度归母净利润 (亿元) 及同比增速 (右轴) .....	26
图 44: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度毛利率水平 .....	27
图 45: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度净利率水平 .....	27
图 46: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度 ROE 水平 .....	27
图 47: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度期间费用率水平 .....	27
表 1: 2019 年前三季度重点关注的 35 家上市公司业绩概览 (单位: 亿元) .....	7
表 2: 2019 年单三季度重点关注的 35 家上市公司业绩概览 (单位: 亿元) .....	8
表 3: 2019 年前三季度重点关注的 35 家上市公司盈利增速范围 .....	10
表 4: 首旅酒店季度核心财务数据 (单位: 亿元) .....	17
表 5: 首旅酒店分类别酒店季度 RevPar 情况 (单位: 元/晚) .....	20
表 6: 首旅酒店成熟酒店季度经营数据 .....	20
表 7: 锦江酒店境内满 18 个月酒店经营数据 .....	21
表 8: 教育行业 6 家重点公司前三季度财务表现 .....	28

## 19年三季度：行业整体增长放缓，免税维持高增长

2019年前三季度以来，休闲服务以及教育板块上市公司营收和业绩增速整体放缓，我们关注的35家重点公司总体营收、归母净利润和扣非后净利润同比分别增长3.9%/9.1%/5.7%。其中Q3单季度营收和业绩均有所下滑，我们关注的35家重点公司总体营收、归母净利润同比分别下降1.6%和5.8%，扣非后净利润同比增长1.8%。

从子板块情况来看：免税依然维持高增长。前三季度中国国旅实现营收和归母净利润分别为355.8亿元和42.0亿元，同比分别增长4.4%和55.1%，扣非净利润34.2亿元，同比增长26.9%。单三季度营收和归母净利润分别为112.4和9.16亿元，同比分别下降13.6%和增长16.6%，扣非净利润9.17亿元，同比增长17.2%。若剔除旅行社剥离影响，我们测算Q3营收和扣非净利润同比分别增长24%和21%。

酒店板块受到行业景气度较低影响，今年以来营收和业绩增速整体承压，但在RevPAR大幅下降基础上业绩仍有韧性。前三季度营收整体同比增长2.7%，归母净利润和扣非后净利润同比分别变动-3.8%和+15.3%。单三季度营收同比增长4.2%；归母净利润和扣非后净利润同比分别下降18.7%和增长17.7%。扣非后业绩增长主要是受到锦江酒店三季度扣非后净利润同比增长22.1%的推动。

景点板块重点上市公司前三季度营收/归母净利润/扣非后净利润整体同比分别变动+5.1%/-2.2%/-4.8%，单三季度营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别变动+5.3%/-1.8%/-1.9%。宋城演艺剔除六间房重组影响后，单三季度公司营收和归母净利润分别为7.9和4.6亿元，同比分别增长19.7%和24.1%，同口径增速较上半年16.0%和13.3%有所加速。

旅行社板块上市公司前三季度受出境游整体游客下降影响明显。前三季度板块整体营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别下降10.3%、75.9%和80.7%。单三季度营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别下降8%、73.4%和75.7%。全国性龙头凯撒旅游和众信旅游营收和业绩同比均有所下降，仅岭南控股扣非后业绩维持增长。

餐饮方面：广州酒家三季度增长稳健，速冻产品占比持续提升。广州酒家前三季度营收/归母净利润/扣非后净利润分别为24.1亿元/3.3亿元/3.1亿元，同比分别增长19.6%/9.1%/7.9%。Q3单季度营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长19.2%/8.9%/10.8%。单三季度月饼和餐饮业务同比分别增长14.9%和12.4%，增长稳健。速冻食品和其他产品同比分别增长51.1%和45.7%，较上半年明显提速，占比持续提升。

教育方面：我们关注的6家重点教育公司总体前三季度表现良好，职业教育龙头增长靓丽。前三季度营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长32.7%/69.3%/98.1%，单三季度营收/归母净利润/扣非后净利润同比分别增长34.2%/32.5%/45.6%。主要受到职教龙头中公教育营收业绩增长的推动。中公教育19年前三季度营收和业绩增长靓丽，前三季度营收和归母净利润分别为61.6亿元和9.6亿元，同比分别增长47.7%和77.2%。Q3单季度营收和归母净利润分别为25.2亿元和4.7亿元，同比分别增长46.1%和41.6%。

其他休闲服务板块方面：人力资源龙头科锐国际19年以来受到宏观经济压力影响，内生增速有所放缓。前三季度营收和归母净利润同比分别增长80.1%和24.8%。Q3

单季度营收同比增长29.5%。归母净利润和扣非后净利润同比分别增长14.4%和23.1%。19年前三季度Investigo归母净利润约1600万元。扣除Investigo并表影响，公司前三季度归母净利润为9891万元，同比增长13.9%。

表1: 2019年前三季度重点关注的35家上市公司业绩概览 (单位: 亿元)

代码	公司名称	市值	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
			2018 3Q	2019 3Q	同比	2018 3Q	2019 3Q	同比	2018 3Q	2019 3Q	同比
000430.SZ	张家界	20.85	3.66	3.24	-11.4%	0.55	0.40	-27.3%	0.50	0.34	-31.7%
000888.SZ	峨眉山 A	32.72	8.47	8.73	3.0%	1.69	1.86	10.3%	1.69	1.82	8.0%
000978.SZ	桂林旅游	18.55	4.39	4.75	8.2%	0.79	0.55	-30.5%	0.75	0.53	-29.1%
300144.SZ	宋城演艺	429.97	24.71	22.06	-10.7%	11.47	12.70	10.7%	11.12	10.96	-1.5%
600054.SH	黄山旅游	61.03	11.90	12.39	4.1%	4.21	3.36	-20.2%	3.33	3.20	-3.9%
600138.SH	中青旅	87.58	89.29	95.45	6.9%	5.47	5.45	-0.3%	4.45	4.21	-5.4%
600749.SH	西藏旅游	22.56	1.48	1.56	5.7%	0.21	0.25	19.5%	0.15	0.15	5.2%
000610.SZ	西安旅游	20.12	6.24	6.55	4.9%	-0.11	-0.05	57.0%	-0.16	-0.10	34.1%
600706.SH	曲江文旅	18.59	9.87	9.89	0.2%	1.13	1.03	-9.6%	1.10	0.94	-14.3%
600593.SH	大连圣亚	53.98	3.00	2.76	-8.0%	0.91	0.73	-20.0%	0.88	0.67	-24.0%
603099.SH	长白山	24.51	3.84	3.85	0.4%	0.77	0.82	6.6%	0.77	0.81	5.7%
603199.SH	九华旅游	26.85	3.63	4.17	15.0%	0.80	1.07	33.6%	0.79	1.00	27.5%
002033.SZ	丽江旅游	32.42	5.60	5.58	-0.3%	2.03	1.85	-8.9%	1.97	1.80	-8.6%
002059.SZ	云南旅游	51.23	17.80	15.74	-11.4%	1.09	0.63	-41.8%	-0.01	-0.12	-1435.2%
002159.SZ	三特索道	18.14	5.04	5.23	3.8%	1.59	0.18	-88.7%	0.35	0.13	-63.6%
景点合计	合计增速		198.92	201.96	1.5%	32.60	30.83	-5.4%	27.68	26.36	-4.8%
	算术平均				0.7%			-7.3%			-102.4%
	算术平均(剔除异常)				1.1%			-3.0%			-6.0%
600258.SH	首旅酒店	164.95	63.69	62.31	-2.2%	8.01	7.19	-10.3%	6.64	6.89	3.8%
000428.SZ	华天酒店	26.49	7.05	8.82	25.0%	-2.06	-1.82	11.3%	-2.16	-1.89	12.6%
600754.SH	锦江股份	199.41	109.57	112.82	3.0%	8.72	8.73	0.2%	6.77	8.00	18.1%
601007.SH	金陵饭店	28.14	7.87	9.26	17.7%	0.60	0.60	-0.1%	0.49	0.54	9.8%
酒店合计	合计增速		188.17	193.20	2.7%	15.28	14.70	-3.8%	11.74	13.54	15.3%
	算术平均				10.9%			0.3%			11.1%
	算术平均(剔除异常)				0.4%			-5.1%			10.9%
000524.SZ	岭南控股	48.05	52.77	61.60	16.7%	1.62	2.38	46.9%	1.36	1.58	15.9%
000796.SZ	凯撒旅游	52.03	69.27	59.47	-14.2%	3.12	2.16	-30.7%	3.04	1.63	-46.3%
002707.SZ	众信旅游	43.69	94.36	95.88	1.7%	2.09	1.15	-45.1%	1.86	1.06	-42.9%
300178.SZ	腾邦国际	30.09	44.78	31.68	-29.2%	2.94	-1.34	-145.8%	2.08	-1.35	-164.7%
旅游服务合计	合计增速		208.41	187.03	-10.3%	8.14	1.96	-75.9%	6.98	1.35	-80.7%
	算术平均				-13.9%			-73.8%			-84.6%
	算术平均(剔除异常)				1.4%			-9.6%			-24.4%
601888.SH	中国国旅	1764.06	341.01	355.84	4.3%	27.05	41.96	55.1%	26.93	34.17	26.9%
免税合计	合计增速		341.01	355.84	4.3%	27.05	41.96	55.1%	26.93	34.17	26.9%

算术平均					4.3%				17.5%			26.9%
000721.SZ	西安饮食	19.21	3.75	3.94	5.1%	-0.04	-0.24	-467.3%	-0.04	-0.24	-584.3%	
002186.SZ	全聚德	31.43	13.63	11.91	-12.6%	1.29	0.53	-59.1%	1.24	0.39	-68.5%	
603043.SH	广州酒家	125.08	20.14	24.09	19.6%	5.41	3.25	9.1%	5.10	3.11	7.9%	
餐饮合计	合计增速		37.52	39.94	6.4%	6.66	3.54	-46.8%	6.31	3.26	-48.4%	
	算术平均				4.0%			-172.4%			-215.0%	
	算术平均(剔除异常)				3.5%			-25.0%			-30.3%	
002607.SZ	中公教育	1233.48	43.67	61.59	47.7%	5.41	9.59	77.1%	5.10	8.89	74.1%	
002621.SZ	美吉姆	71.97	1.59	4.82	203.7%	0.13	0.83	523.1%	-0.05	0.85	1912.2%	
300010.SZ	立思辰	86.92	10.99	13.25	20.5%	0.08	0.60	687.1%	0.05	0.61	1125.8%	
002659.SZ	凯文教育	34.40	1.57	2.41	53.2%	-0.71	-0.78	-8.7%	-0.72	-0.78	-8.7%	
603377.SH	东方时尚	147.82	8.08	8.55	5.9%	1.91	1.91	0.0%	0.75	1.42	88.7%	
600661.SH	昂立教育	53.15	15.78	17.80	12.8%	0.97	1.03	6.7%	0.85	0.87	3.4%	
教育合计	合计增速		81.68	108.42	32.7%	7.79	13.19	69.3%	5.99	11.86	98.1%	
	算术平均				57.3%			214.2%			532.6%	
	算术平均(剔除异常)				29.9%			18.8%			39.4%	
300662.SZ	科锐国际	54.77	14.52	26.16	80.1%	0.92	1.15	24.8%	0.82	1.02	23.5%	
600965.SH	福成股份	62.39	11.03	11.22	1.8%	1.44	1.60	10.8%	1.39	1.34	-4.0%	
其他休闲服务合计	合计增速		25.55	37.38	46.3%	2.37	2.75	16.2%	2.22	2.35	6.2%	
	算术平均				41.0%			17.8%			9.8%	
	算术平均(剔除异常)				41.0%			17.8%			9.8%	
平均/合计增速			1081.26	1123.77	3.9%	99.89	108.93	9.1%	87.84	92.88	5.7%	
算术平均					13.5%			16.5%			24.8%	
中位数					4.3%			0.0%			3.4%	
算术平均(剔除异常)					8.9%			1.6%			0.8%	

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表2: 2019年单三季度重点关注的35家上市公司业绩概览(单位: 亿元)

代码	公司名称	市值	营业收入			归母净利润			扣非后归母净利润		
			2018 Q3	2019 Q3	同比	2018 Q3	2019 Q3	同比	2018 Q3	2019 Q3	同比
000430.SZ	张家界	20.85	1.75	1.54	-12.1%	0.35	0.32	-8.8%	0.35	0.30	-14.1%
000888.SZ	峨眉山A	32.72	3.23	3.44	6.6%	0.99	1.09	10.5%	0.98	1.08	9.7%
000978.SZ	桂林旅游	18.55	1.82	1.75	-3.9%	0.50	0.45	-9.4%	0.47	0.44	-7.9%
300144.SZ	宋城演艺	429.97	9.60	7.89	-17.8%	4.82	4.85	0.6%	4.76	4.78	0.4%
600054.SH	黄山旅游	61.03	5.08	5.10	0.5%	2.02	1.68	-16.9%	1.73	1.57	-9.0%
600138.SH	中青旅	87.58	33.62	36.92	9.8%	1.42	1.63	14.8%	1.40	1.63	17.0%
600749.SH	西藏旅游	22.56	0.73	0.76	4.8%	0.36	0.18	-51.8%	0.29	0.14	-52.5%
000610.SZ	西安旅游	20.12	2.89	2.95	2.1%	-0.04	0.01	128.9%	-0.05	-0.02	46.4%
600706.SH	曲江文旅	18.59	3.60	3.39	-5.9%	0.42	0.38	-10.8%	0.41	0.36	-12.4%
600593.SH	大连圣亚	53.98	1.59	1.45	-9.1%	0.83	0.65	-21.2%	0.83	0.59	-28.8%
603099.SH	长白山	24.51	2.75	2.57	-6.6%	1.19	1.06	-11.2%	1.19	1.05	-11.9%
603199.SH	九华旅游	26.85	1.16	1.27	9.1%	0.20	0.27	33.1%	0.19	0.23	20.7%



002033.SZ	丽江旅游	32.42	2.17	2.40	10.4%	0.84	0.87	3.2%	0.82	0.85	3.1%
002059.SZ	云南旅游	51.23	6.03	5.82	-3.5%	0.61	0.28	-53.1%	0.01	0.18	1531.9%
002159.SZ	三特索道	18.14	2.37	2.39	1.1%	0.62	0.55	-11.4%	0.62	0.55	-11.4%
景点合计	合计增速		78.38	79.64	1.6%	15.13	14.25	-5.8%	14.02	13.72	-2.1%
	算术平均				-1.0%			-0.2%			98.7%
	算术平均(剔除异常)				-1.5%			-2.3%			-3.7%
600258.SH	首旅酒店	164.95	23.66	22.40	-5.3%	4.62	3.52	-23.8%	3.48	3.54	1.5%
000428.SZ	华天酒店	26.49	2.27	4.48	97.3%	-0.62	-0.46	26.4%	-0.69	-0.50	27.5%
600754.SH	锦江股份	199.41	40.17	41.39	3.0%	3.69	3.06	-17.1%	3.62	4.42	22.1%
601007.SH	金陵饭店	28.14	2.91	3.66	25.8%	0.13	0.24	84.3%	0.12	0.23	98.2%
酒店合计	合计增速		69.01	71.93	4.2%	7.81	6.35	-18.7%	6.53	7.68	17.7%
	算术平均				30.2%			17.5%			37.3%
	算术平均(剔除异常)				-1.1%			-20.5%			11.8%
000524.SZ	岭南控股	48.05	21.40	24.87	16.2%	0.62	0.58	-6.8%	0.57	0.59	4.5%
000796.SZ	凯撒旅游	52.03	31.60	24.98	-20.9%	2.35	1.54	-34.6%	2.28	1.46	-36.3%
002707.SZ	众信旅游	43.69	36.22	38.42	6.1%	0.71	0.05	-93.5%	0.70	-0.03	-104.4%
300178.SZ	腾邦国际	30.09	19.25	11.52	-40.1%	0.67	-1.01	-250.2%	0.70	-0.99	-240.7%
旅游服务 合计	合计增速		108.47	99.79	-8.0%	4.34	1.15	-73.4%	4.25	1.03	-75.7%
	算术平均				-9.7%			-96.3%			-94.2%
	算术平均(剔除异常)				0.4%			-45.0%			-45.4%
601888.SH	中国国旅	1764.06	130.17	112.40	-13.6%	7.86	9.16	16.6%	7.83	9.17	17.2%
免税合计	合计增速		130.17	112.40	-13.6%	7.86	9.16	16.6%	7.83	9.17	17.2%
	算术平均				-13.6%			17.5%			17.2%
300662.SZ	科锐国际	54.77	7.26	9.41	29.5%	0.44	0.51	14.4%	0.39	0.48	23.1%
600965.SH	福成股份	62.39	3.99	4.01	0.5%	0.59	0.73	24.1%	0.58	0.49	-15.1%
其他休闲 服务合计	合计增速		11.26	13.42	19.2%	1.03	1.24	20.0%	0.97	0.97	0.3%
	算术平均				15.0%			19.3%			4.0%
	算术平均(剔除异常)				15.0%			19.3%			4.0%
000721.SZ	西安饮食	19.21	1.21	1.32	9.4%	-0.02	-0.07	-236.6%	-0.02	-0.07	-232.2%
002186.SZ	全聚德	31.43	4.87	4.33	-11.2%	0.51	0.20	-60.0%	0.49	0.16	-66.9%
603043.SH	广州酒家	125.08	12.23	14.57	19.2%	2.39	2.61	8.9%	2.34	2.59	10.8%
餐饮合计	合计增速		18.30	20.22	10.5%	2.88	2.74	-5.0%	2.80	2.68	-4.4%
	算术平均				5.8%			-95.9%			-96.1%
	算术平均(剔除异常)				4.0%			-25.6%			-28.1%
002607.SZ	中公教育	1233.48	15.98	25.22	46.1%	3.19	4.66	41.6%	3.13	4.16	33.2%
002621.SZ	美吉姆	71.97	0.61	2.05	236.1%	0.06	0.49	747.3%	-0.02	0.49	2723.4%
300010.SZ	立思辰	86.92	5.49	4.22	-23.2%	0.64	0.20	-68.3%	0.66	0.24	-64.4%
002659.SZ	凯文教育	34.40	0.68	0.88	30.1%	-0.20	-0.22	-11.0%	-0.20	-0.22	-11.1%
603377.SH	东方时尚	147.82	2.85	3.35	17.7%	0.77	0.90	16.5%	0.05	0.77	1459.4%
600661.SH	昂立教育	53.15	6.15	6.90	12.2%	0.49	0.53	8.0%	0.41	0.43	4.7%
教育合计	合计增速		31.76	42.63	34.2%	4.95	6.56	32.5%	4.03	5.87	45.6%

算术平均			53.2%			122.4%			690.9%
算术平均(剔除异常)			16.3%			-7.4%			-9.4%
平均/合计增速	447.35	440.03	-1.6%	44.00	41.46	-5.8%	40.42	41.13	1.8%
算术平均			2.9%			-20.0%			35.0%
中位数			0.8%			-10.1%			-3.8%
算术平均(剔除异常)			-0.6%			-9.9%			-9.5%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

**表3: 2019年前三季度重点关注的35家上市公司盈利增速范围**

2019年前三季度归母净利增速	公司数量	公司名称
增速超过 50%	4	立思辰、美吉姆、中公教育、中国国旅
增速位于 20%至 50%之间	3	岭南控股、九华旅游、科锐国际
增速位于 0%至 20%之间	9	西藏旅游、福成股份、宋城演艺、峨眉山 A、长白山、锦江酒店、广州酒家、昂立教育、东方时尚
增速位于 -10%至 0 之间	4	金陵饭店、中青旅、丽江旅游、曲江文旅
增速小于 -10%	10	首旅酒店、大连圣亚、黄山旅游、张家界、桂林旅游、凯撒旅游、云南旅游、众信旅游、全聚德、三特索道
转盈为亏	1	腾邦国际
继续亏损	4	西安旅游、华天酒店、西安饮食、凯文教育
扭亏为盈	0	

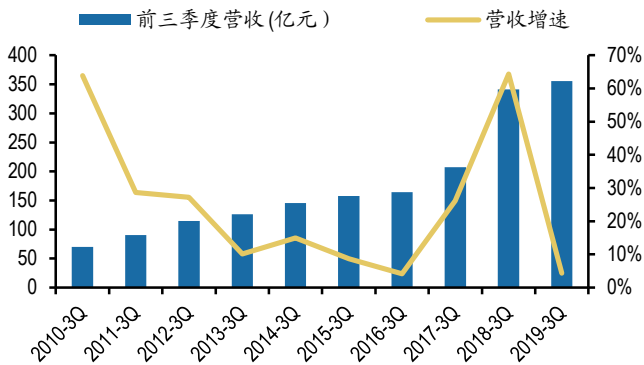
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 免税板块: 离岛免税表现良好, 免税龙头持续成长

**财务情况: 3 季度同口径收入和净利润增速达 24%和 21%, 增长稳健**

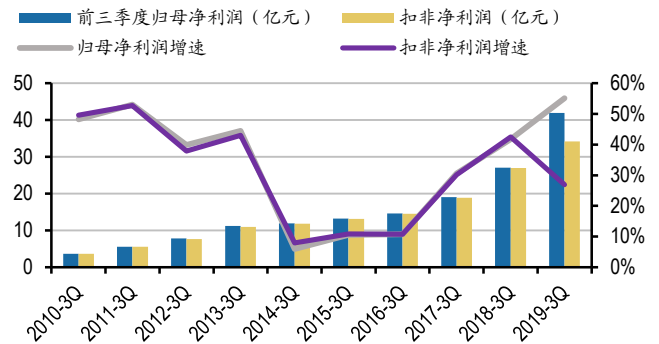
2019年前三季度公司实现营收和归母净利润分别为355.8和42.0亿元, 同比分别增长4.4%和55.1%, 扣非净利润34.2亿元, 同比增长26.9%。单三季度来看, 公司实现营收和归母净利润分别为112.4和9.16亿元, 同比分别下降13.6%和增长16.6%, 扣非净利润9.17亿元, 同比增长17.2%。若剔除旅行社剥离影响, 我们测算单三季度公司营收和扣非净利润同比分别增长24%和21%, 免税业务成长良好。

图1: 中国国旅19年前三季度实现营收356亿元, 同比增长4.4%



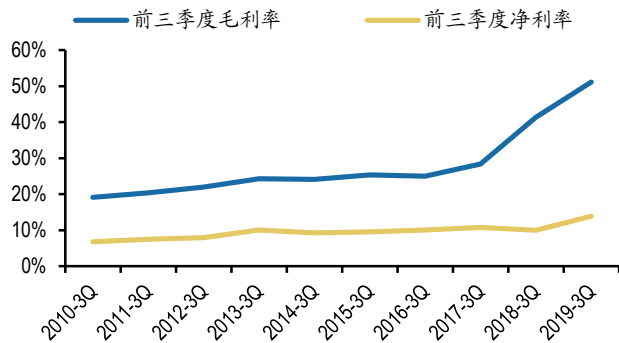
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图2: 中国国旅前三季度扣非净利润34.2亿元, 同比增长26.9%



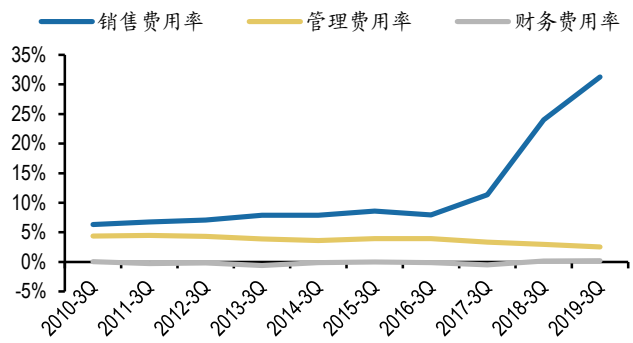
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图3: 中国国旅前三季度毛利率51.2%, 同比提升9.8个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 中国国旅前三季度销售费用率31.2%, 上升7.2个百分点

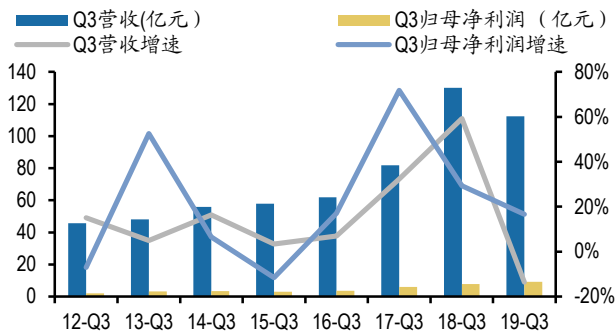


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

**盈利能力方面**, 19年前三季度公司毛利率51.2%, 同比提升9.8个百分点, 单三季度毛利率51.4%, 同比提升9.8个百分点, 环比下降1.9个百分点。单三季度营业利润率13.0%, 同比提升2.0个百分点, 环比下降2.0个百分点。

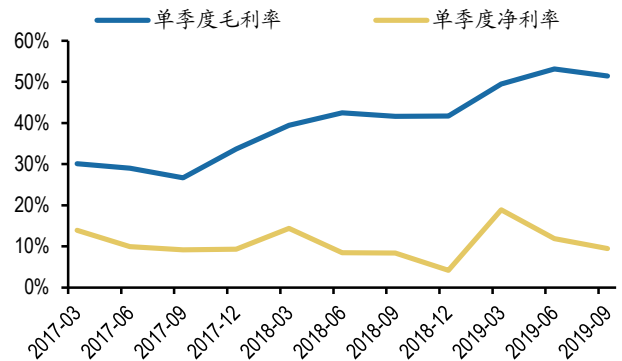
**费用方面**, 19年前三季度公司销售费用率31.2%, 同比上升7.2个百分点。单三季度销售费用率33.3%, 同比上升7.7个百分点, 环比下降0.1个百分点。19年单三季度管理费用率同比下降21.5%至3.4亿元, Q3管理费用率3.0%, 同比下降0.3个百分点。

图5: 中国国旅Q3归母净利润9.2亿元, 同比增长16.6%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 中国国旅Q3毛利率51.4%, 同比提升9.8个百分点

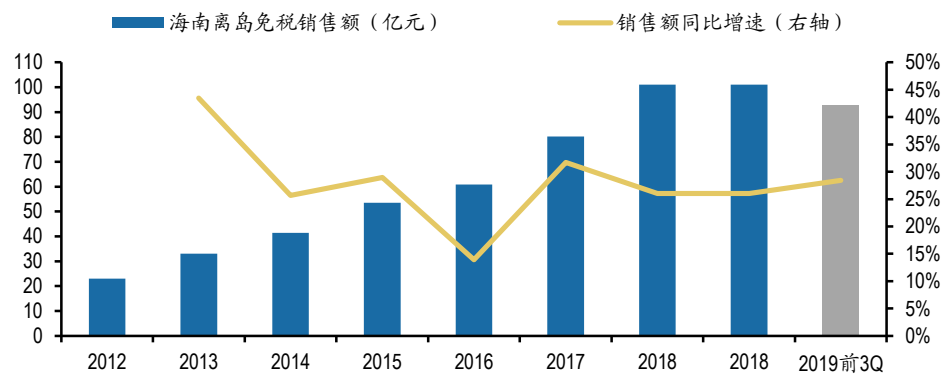


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 离岛免税: 前三季度海南离岛免税销售额同比增长 28.4%，持续成长

据海口海关统计, 2019年前三季度共监管销售免税品1276万件, 同比增长29.2%; 购物人数268万人次, 同比增长29.7%; 销售金额92.6亿元, 同比增长28.4%。2019年前三季度, 海关分别监管三亚海棠湾, 海口美兰机场, 日月广场, 博鳌东屿岛免税店销售免税品70.5、16.2、5.4和0.5亿元。

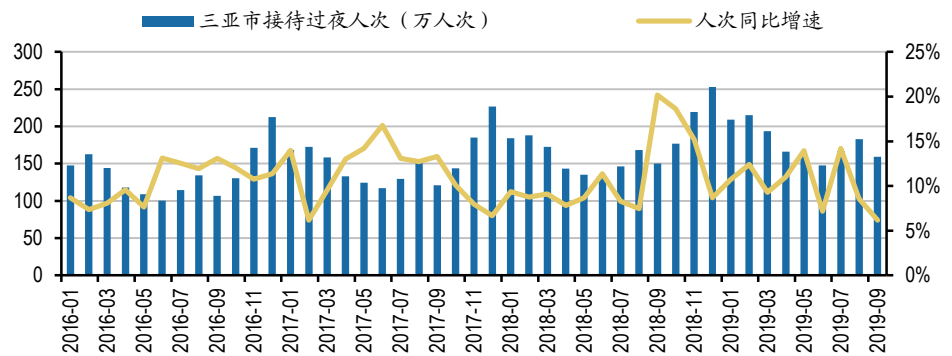
图7: 2019年前三季度海南离岛免税销售金额92.6亿元, 同比增长28.4%



数据来源: 海口海关、Wind、广发证券发展研究中心

从三亚的过夜人次来看, 2019年1-9月三亚市累计接待过夜游客1602万人次, 同比增长10.4%, 其中Q3过夜游客人次同比增长9.6%。19年1-9月海南离岛免税购物人次同比增长29.7%, 离岛免税购物渗透转化率持续提升, 驱动公司离岛免税业务持续增长、整体盈利稳健增长。

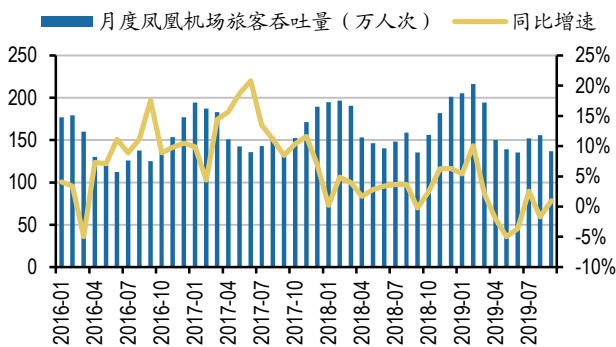
图8: 19年1-9月三亚市累计接待过夜游客1602万人次, 同比增长10.4%



数据来源: 三亚市旅游和文化广电体育局、Wind、广发证券发展研究中心

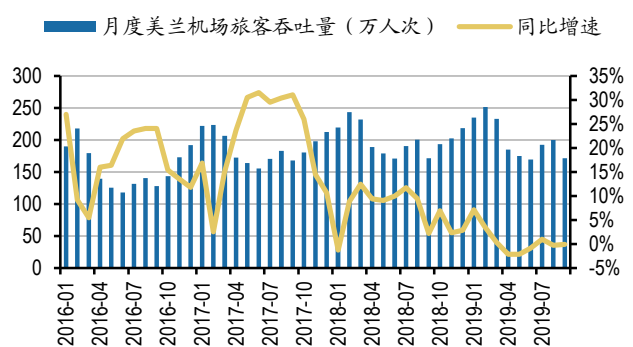
飞机离岛人次方面, 2019年1-9月三亚凤凰机场实现累计旅客吞吐量1485.51万人, 同比增长1.45%, 其中Q3单季度旅客吞吐量同比增长0.55%。2019年1-9月海口美兰机场实现累计旅客吞吐量1814万人, 同比增长0.92%, 其中Q3单季度旅客吞吐量同比增长0.21%, 两大机场数据来看海南省飞机离岛旅客数量较为平稳。

图9: 2019年1-9月三亚凤凰机场累计旅客吞吐量1486万人, 同比增长1.45%



数据来源: Wind、三亚市市旅游和文化广电体育局、广发证券发展研究中心

图10: 2019年1-9月海口美兰机场累计旅客吞吐量1814万人, 同比增长0.92%



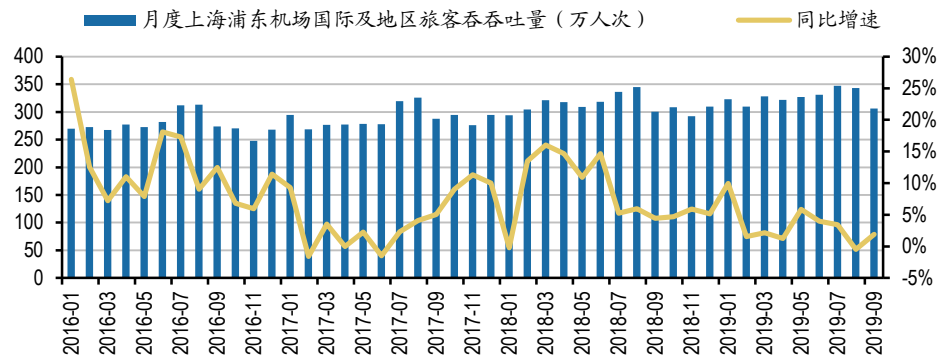
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 机场免税: 地区客流增长有所放缓, 机场免税渗透率继续提升

主要机场免税渠道方面, 2019年1-9月上海浦东机场国际和地区旅客吞吐量2938万人, 同比增长3.2%; 19年Q3单季度浦东机场国际和地区旅客吞吐量同比增长1.6%, 其中国际旅客吞吐量同比增长4.6%, 地区旅客吞吐量同比下降13.0%, 占比15%。Q3地区旅客吞吐量的下降或影响机场免税收入增速略有放缓, 主要机场免税渗透转化率或继续提升。2019年1-9月北京首都机场国外航线客流量1158万人, 同比增长

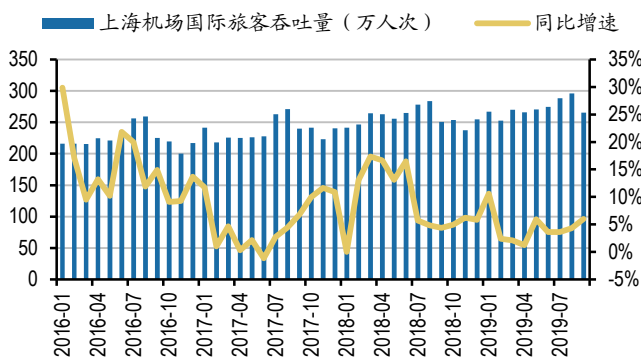
2.8%，其中Q3单季度国外航线客流量同比增长0.4%。

图11: 2019年1-9月上海浦东机场旅客累计吞吐量2938万人, 同比增长3.2%



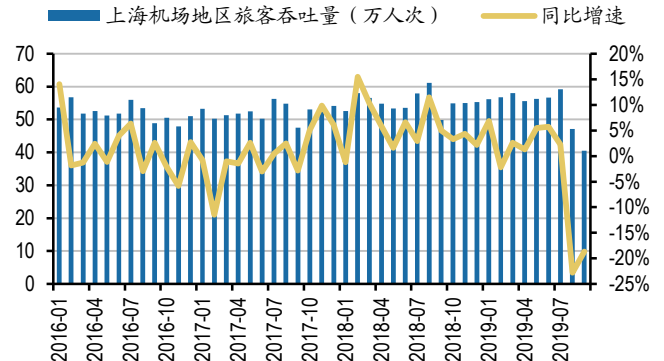
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 19Q3浦东机场国际旅客吞吐量同比增长4.6%



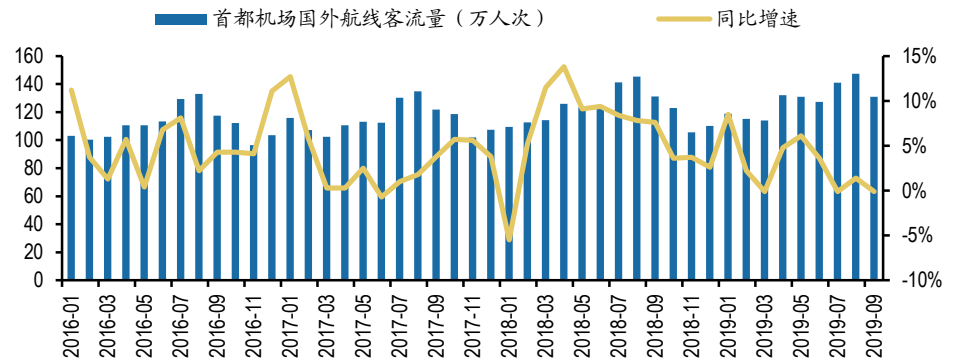
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图13: 19Q3浦东机场地区旅客吞吐量同比下降13%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 2019年1-9月北京首都机场国外航线客流量1158万人, 同比增长2.8%



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 酒店板块：龙头开店提速，行业低景气下盈利仍有韧性

财务情况：酒店龙头三季度业绩同比下滑，成本费用端控制较好

锦江酒店：公允价值损失拖累业绩，费用端有所优化，盈利实现稳步增长

2019年前三季度实现营业收入112.82亿元，同比增长3.0%，实现归母净利润8.73亿元，同比增长0.2%，扣非净利润8.00亿元，同比增长18.1%。其中三季度营收41.4亿元，同比增长3%，归母净利润3.06亿元，同比下降17.1%，三季度扣非净利润4.42亿元，同比增长22.1%。其中三季度公司交易性金融资产公允价值损失2.14亿，对当期净利造成扰动。总部费用端有所优化，期间费用率下降0.8pct，销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别同比下降0.8/上升0.1/下降0.4个/上升0.2个百分点。

子公司方面：前三季度锦江系/铂涛/维也纳/卢浮营收分别为19.71亿/33.5亿/23.2亿/4.0亿欧元，同比增长-6.2%/2.8%/17.5%/0.7%。净利润分别为1.70亿/3.54亿/2.39亿/2265万欧元，同比增长-15.2%/11%/32.1%/-5.6%，其中铂涛三季度因持有金融资产公允价值下跌业绩下降65.9%，维也纳净利增长由开店驱动，锦江系因RevPar下滑和老店关闭净利下滑，卢浮三季度业绩回暖，Q3业绩增长85.7%。

图15：19年前三季度锦江酒店营收112.82亿元，同比增长3.0%

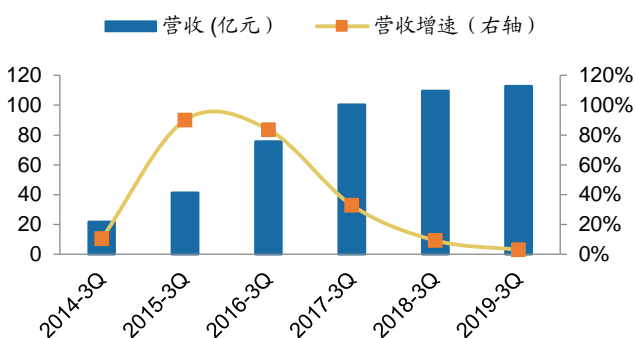
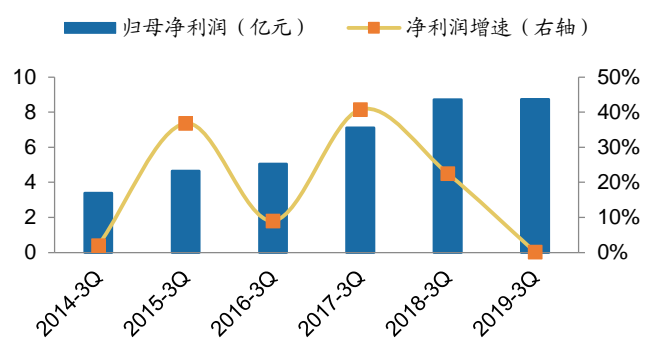


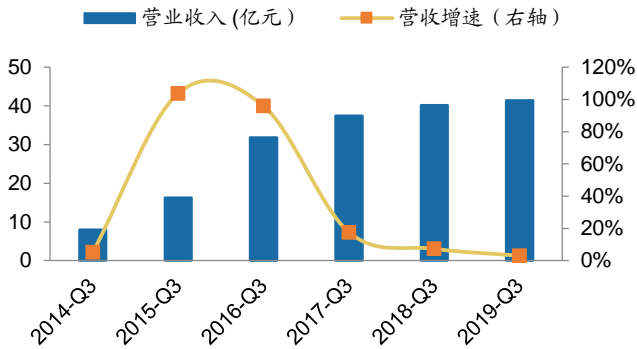
图16：19年前三季度锦江酒店实现归母净利润8.73亿元，同比增长0.2%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

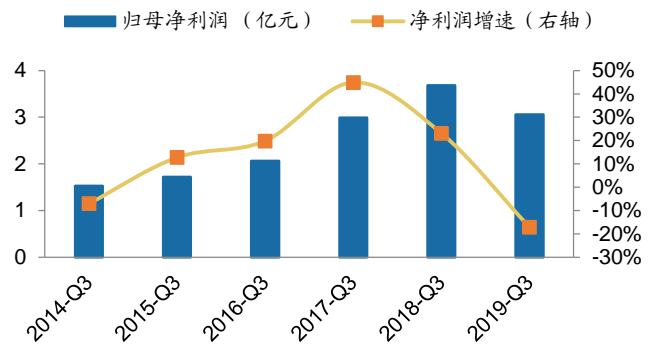
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图17: 锦江酒店19Q3营收41.4亿元, 同比增长3%



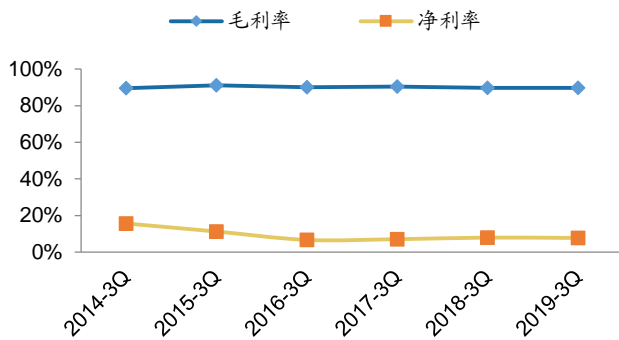
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图18: 锦江酒店19Q3归母净利润同比下降17.1%



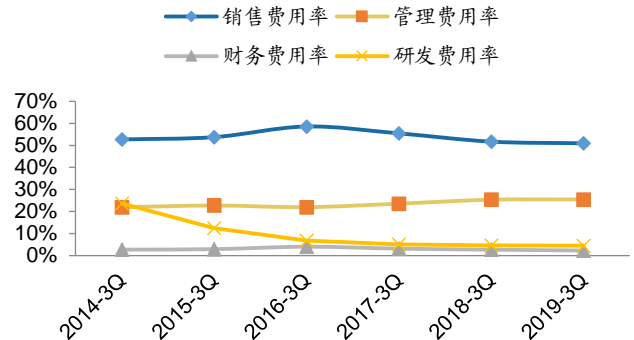
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图19: 锦江酒店毛利率和净利率水平



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图20: 锦江酒店各项费用水平



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

**首旅酒店: 直营店关店、经营承压以及投资收益减少影响盈利, 3季度扣非净利仍稳健**

19年前三季度公司实现营业收入62.3亿元, 同比下降2.2%, 公司前三季度实现归母净利润7.19亿元, 同比下降10.3%; 扣非后归母净利润6.89亿元, 同比增长3.8%。单三季度归母净利润3.5亿元, 同比下降23.8%, 扣非净利润3.5亿, 同比增长1.5%。前三季度公司业绩承压, 一方面受到直营店关店、门店改造和经营承压所致, 另一方面上年三季度出售燕京饭店20%股权, 获得税前1.26亿投资收益, 导致去年同期利润基数较高。

成本和费用方面: 公司在成本端控制出色。前三季度公司销售费用率下降0.6pct, 主要为人工薪酬的良好控制 (同比下降7.1%) 和直营店运营成本的减少 (水电费、折旧、租金分别下降10%、4.8%), 但由于新店租金较高, 租金较去年小幅增长。管理费用率下降0.2pct。财务费用率同比下降0.3pct (财务费用同比下降24.5%), 主要系公司偿还贷款减少利息费用。前三季度扣非净利率11.1%, 提升0.6pct。经营性净现金流14.16亿元, 与上年相比小幅下降0.7%。



表4: 首旅酒店季度核心财务数据 (单位: 亿元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3
营业收入	19.24	20.78	23.66	21.70	19.44	20.47	22.40	63.69	62.31
yoy	0.6%	0.1%	1.8%	3.1%	1.0%	-1.5%	-5.3%	0.9%	-2.2%
营业总成本	17.84	17.18	18.90	20.95	17.98	16.87	17.94	53.92	52.79
yoy	-0.7%	-3.0%	-0.2%	4.8%	0.8%	-1.8%	-5.1%	-1.3%	-2.1%
销售费用	13.66	13.25	14.15	15.03	13.71	12.78	13.33	41.07	39.83
yoy	16.9%	-16.7%	1.4%	-3.9%	0.4%	-3.5%	-5.8%	-1.1%	-3.0%
管理费用	2.54	2.38	2.75	2.61	2.50	2.37	2.52	7.67	7.40
yoy	-44.7%	963.86	-1.4%	24.0%	-1.3%	-0.4%	-8.3%	4.0%	-3.5%
财务费用	0.44	0.38	0.40	0.50	0.38	0.31	0.29	1.22	0.98
yoy	-22.5%	-36.4%	-30.2%	2.6%	-14.3%	-18.3%	-26.8%	-29.8%	-19.6%
销售费用率	71.0%	63.8%	59.8%	69.3%	70.6%	62.5%	59.5%	64.5%	63.9%
管理费用率	13.2%	11.5%	11.6%	12.0%	12.9%	11.6%	11.2%	12.0%	11.9%
财务费用率	2.3%	1.8%	1.7%	2.3%	1.9%	1.5%	1.3%	1.9%	1.6%
归母净利润	0.75	2.65	4.62	0.56	0.74	2.94	3.52	8.02	7.19
yoy	116.6%	28.5%	49.0%	-31.0%	-1.9%	11.0%	-23.8%	45.6%	-10.3%
归母净利率	3.9%	12.7%	19.5%	2.6%	3.8%	14.3%	15.7%	12.6%	11.5%
扣非净利润	0.58	2.58	3.48	0.26	0.56	2.80	3.53	6.64	6.89
yoy	52.6%	28.4%	13.7%	-48.0%	-3.4%	8.5%	1.5%	21.9%	3.8%
扣非净利率	3.0%	12.4%	14.7%	1.2%	2.9%	13.7%	15.8%	10.4%	11.1%

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 开店情况: 加盟店持续增长, 中高端酒店占比提升

从开店情况来看, 三季度酒店集团新开门店有所提速。截止19年三季度, 首旅、华住和锦江门店数分别为4174家、5151家和8161家, 三季度净开店数分别为57家、486家和312家。

首旅酒店: 截至三季度末直营店860家, 较去年同期减少54家。加盟业务保持较快增长, 前三季度加盟收入11.49亿元, 同比增长9.5%, 期末加盟店达到3314家, 较去年同期净增525家, 三季度新开店197家, 较Q2新开店159家有所提速。

锦江酒店: 19年前三季度公司新开店1107家, 净开店718家, 直营店减少21家, 加盟店净增739家。中端酒店3218家, 占比39.4%, 较Q2提升2.3pct, 门店结构改善明显。截止至2019年9月30日, 全部签约酒店数共12390家, 较年初增长1492家, 储备店充足。

华住: 19年三季度新开店548家, 其中直营和特许加盟分别为13家和535家, 关店62家, 开店较第二季度的269家明显提速。目前华住储备店同样充足, 共有1736家储备店, 其中经济型和中高端分别为546家和1190家。

从门店结构来看, 三大酒店集团门店结构不断优化, 加盟店和中高端占比持续提升。截止19年三季度, 首旅、锦江和华住加盟店占比分别为77.2%、87.9%和86.5%, 同

比分别提升3.7pct、3.8pct和2.0pct。中高端酒店占比分别为19.5%、39.4%和37.8%，同比分别提升8.3pct、2.6pct和8.9pct。

图21: 三大酒店集团门店数

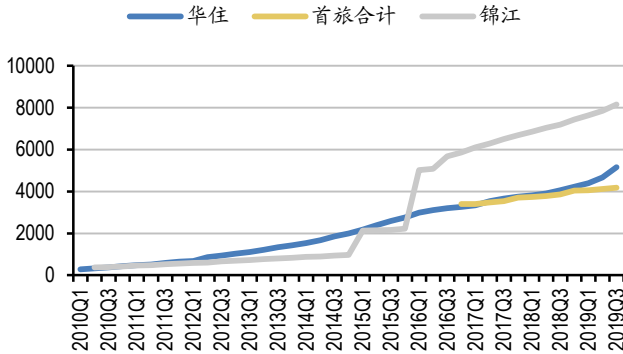
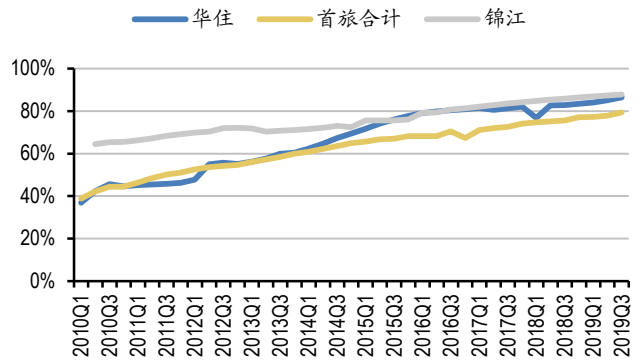


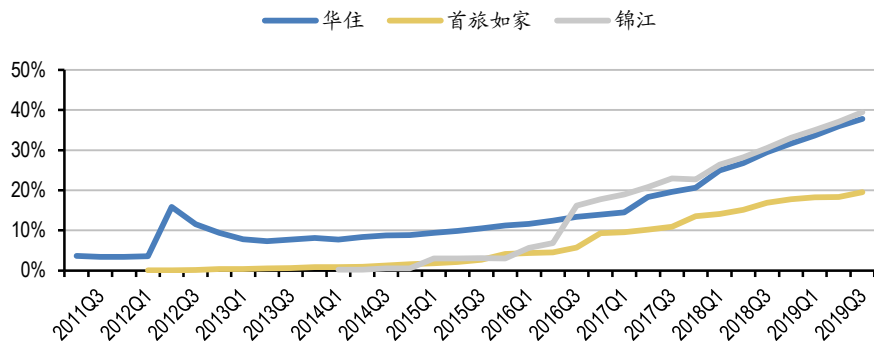
图22: 三大酒店集团加盟店占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 三大酒店集团中高端门店占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

### 经营情况: 行业景气度下行, 三季度酒店经营整体承压

从经营情况来看, 今年以来酒店行业整体景气度下行, 商旅需求低迷导致酒店整体经营承压。三季度首旅、锦江(境内酒店)和华住RevPAR分别为175元、169.1元和215元, 同比分别下降3.7%、1.5%和0.8%。

首旅酒店三季度RevPAR同比下降3.7%, 出租率同比下降3.4pct, 平均房价同比增长0.2%。其中中高端/经济型/云酒店RevPar分别同比下降9.0%、5.7%、10.3%; 成熟酒店RevPar同比下降6.1%, 其中中高端/经济型/云酒店同店RevPar分别同比下降5.2%、6.5%、8.4%。

锦江境内酒店三季度RevPAR、出租率和平均房价分别下降1.5%、4.2pct和同比增长3.7%。前三季度同店RevPar下降3.55%, 经济型同店RevPar下滑幅度较大(同比下降7.5%), 中高端同店RevPar相对稳定(同比下降0.4%), 直营店和加盟店分别下降6.2%和3.0%。

华住三季度出租率和平均房价分别下降2pct和增长3.1%，直营店和加盟店RevPAR分别增长0.8%和下降0.3%。从同店情况来看，三季度经济型和中高端酒店同店RevPAR同比分别下降3.7%和3.9%。

图24: 三大酒店集团RevPAR

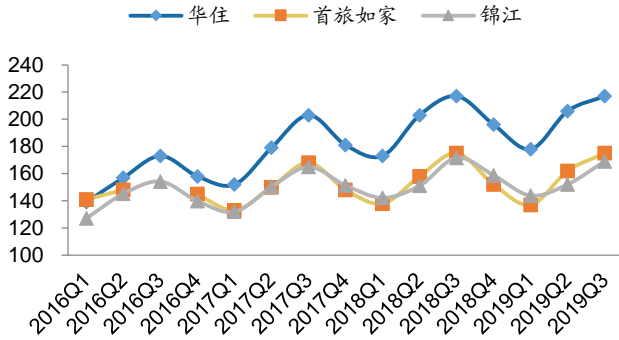
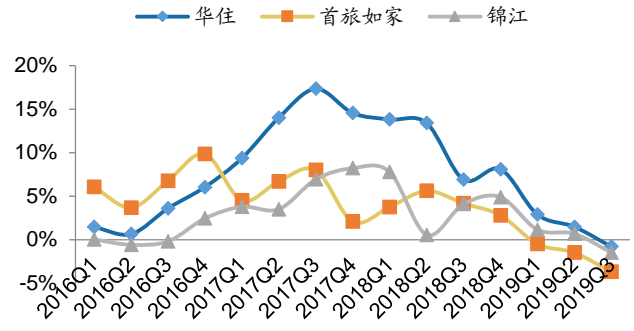


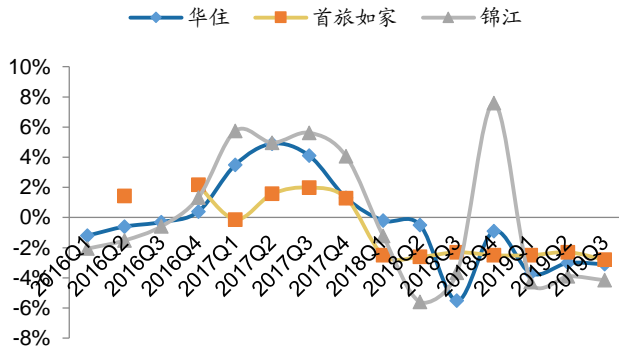
图25: 三大酒店集团RevPAR增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

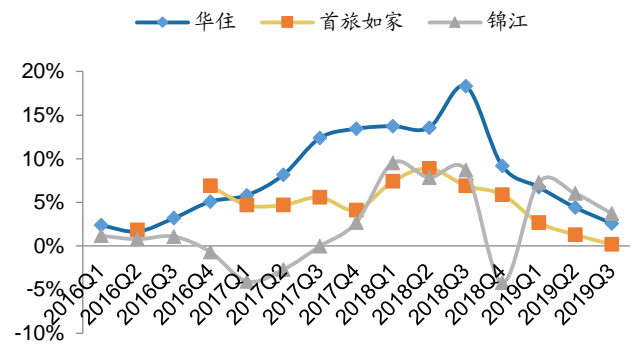
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图26: 三大酒店集团OCC同比增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图27: 三大酒店集团ADR增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表5: 首旅酒店分类酒店季度RevPar情况 (单位: 元/晚)

Revpar	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3
经济型酒店	126	142	157	137	129	146	160	137	126	141	152
yoy	2.2%	4.6%	6.1%	5.3%	2.2%	3.3%	1.7%	0.0%	-2.3%	-3.9%	-5.7%
直营	115	129	142	124	115	131	144	126	115	128	138
yoy	1.9%	4.8%	6.7%	5.0%	0.1%	1.8%	1.2%	1.4%	-0.1%	-2.8%	-4.9%
特许管理	131	149	164	143	134	152	166	142	130	146	157
yoy	1.9%	4.4%	5.4%	5.0%	2.5%	3.4%	1.4%	-1.0%	-3.4%	-4.5%	-6.1%
中高端酒店	224	286	276	242	209	243	263	231	193	240	255
yoy	8.4%	8.8%	1.3%	-3.4%	-6.7%	-4.8%	-4.6%	-4.7%	-8.0%	-6.7%	-9.0%
直营	228	291	287	256	225	261	277	251	210	263	273
yoy	12.0%	9.8%	5.6%	3.0%	-1.3%	-2.5%	-3.4%	-5.2%	-6.6%	-4.9%	-7.6%
特许管理	220	278	267	226	199	231	255	220	184	232	248
yoy	4.0%	7.2%	-2.4%	-7.2%	-9.6%	-4.6%	-4.4%	-2.7%	-7.6%	-6.9%	-9.1%
公司整体	133	147	168	148	138	158	175	152	137	162	175
yoy	4.5%	4.9%	8.0%	7.2%	4.0%	5.6%	4.1%	2.8%	-0.5%	-1.5%	-3.7%
直营	127	139	160	143	131	152	167	150	134	159	169
yoy	6.6%	5.4%	9.5%	8.0%	3.4%	5.1%	4.3%	5.1%	1.9%	0.5%	-2.7%
特许管理	136	152	171	150	141	161	178	153	139	163	177
yoy	3.7%	4.6%	7.0%	6.5%	4.0%	5.6%	3.8%	1.9%	-1.6%	-2.4%	-4.2%

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

表6: 首旅酒店成熟酒店季度经营数据

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	Q1 同比	Q2 同比	Q3 同比
RevPar (元/晚)	130	147	161	138	127	141	151	-2.3%	-4.1%	-6.5%
直营	115	131	144	126	115	128	138	0.0%	-1.9%	-4.9%
加盟	137	154	169	144	132	146	157	-3.6%	-4.6%	-7.1%
ADR (元/晚)	160	173	182	167	160	169	177	0.0%	-1.3%	-2.7%
经济型										
直营	150	163	169	158	150	161	167	0.0%	-0.3%	-1.9%
加盟	164	177	187	171	164	172	181	0.0%	-1.7%	-3.3%
OCC	81%	85%	89%	83%	79%	83%	86%	-2.5%	-2.2%	-3.2%
直营	77%	81%	85%	80%	76%	79%	83%	-0.4%	-1.3%	-2.6%
加盟	83%	87%	90%	84%	80%	85%	87%	-3.5%	-2.6%	-3.5%
RevPar (元/晚)	253	287	300	265	217	267	279	-14.2%	-3.2%	-5.2%
直营	248	287	301	276	224	280	286	-9.7%	-4.5%	-6.9%
加盟	260	287	299	253	211	260	276	-18.8%	-2.5%	-4.4%
ADR (元/晚)	327	343	346	327	303	361	359	-7.3%	-1.3%	-2.5%
中高端										
直营	326	349	351	340	317	366	362	-2.8%	-1.1%	-2.2%
加盟	328	337	341	314	290	359	357	-11.6%	-1.4%	-2.7%
OCC	78%	84%	87%	81%	72%	74%	78%	-7.5%	-1.4%	-2.2%
直营	76%	82%	86%	81%	71%	77%	79%	-7.2%	-2.7%	-4.0%
加盟	80%	85%	88%	81%	73%	72%	77%	-8.7%	-0.8%	-1.4%

	RevPar (元/晚)	137	157	172	149	135	160	173	-1.5%	-3.6%	-6.1%
	直营	129	149	164	147	130	154	166	0.8%	-2.5%	-5.5%
	加盟	141	160	176	151	138	162	176	-2.1%	-4.0%	-6.3%
	ADR (元/晚)	170	184	195	181	173	197	206	1.8%	-1.1%	-2.6%
整体	直营	169	185	193	184	173	196	202	2.4%	-0.6%	-2.2%
	加盟	170	184	196	180	173	197	208	1.8%	-1.3%	-2.8%
	OCC	81%	85%	88%	83%	78%	81%	84%	-3.1%	-2.1%	-3.1%
	直营	77%	81%	85%	80%	76%	79%	82%	-1.4%	-1.6%	-2.9%
	加盟	83%	87%	90%	84%	80%	82%	85%	-4.1%	-2.3%	-3.2%

数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

表7：锦江酒店境内满18个月酒店经营数据

		开业满 18 个月以上酒店		同比增减(%)
		2019 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	
中端酒店	平均出租率(%)	81.83	83.38	-1.55
	其中：直营酒店	81.66	85.03	-3.37
	加盟酒店	81.85	83.21	-1.35
	平均房价(元/间)	269.12	265.07	1.53
	其中：直营酒店	322.66	317.58	1.6
	加盟酒店	263.57	259.43	1.6
	RevPAR(元/间)	220.23	221.01	-0.35
	其中：直营酒店	263.48	270.04	-2.43
	加盟酒店	215.73	215.86	-0.06
经济型酒店	平均出租率(%)	73.38	78.63	-5.25
	其中：直营酒店	72.31	77.3	-4.99
	加盟酒店	73.68	79	-5.32
	平均房价(元/间)	160.71	162.07	-0.84
	其中：直营酒店	165.05	168.43	-2.01
	加盟酒店	159.5	160.31	-0.51
	RevPAR(元/间)	117.92	127.44	-7.47
	其中：直营酒店	119.34	130.21	-8.35
	加盟酒店	117.52	126.65	-7.21
合计	平均出租率(%)	76.53	80.37	-3.84
	其中：直营酒店	74.2	78.85	-4.65
	加盟酒店	77.02	80.7	-3.68
	平均房价(元/间)	203.96	201.36	1.29
	其中：直营酒店	200.08	200.61	-0.26
	加盟酒店	204.75	201.51	1.61
	RevPAR(元/间)	156.1	161.84	-3.55
	其中：直营酒店	148.45	158.18	-6.15
	加盟酒店	157.7	162.61	-3.02

来源：公司财报，广发证券发展研究中心

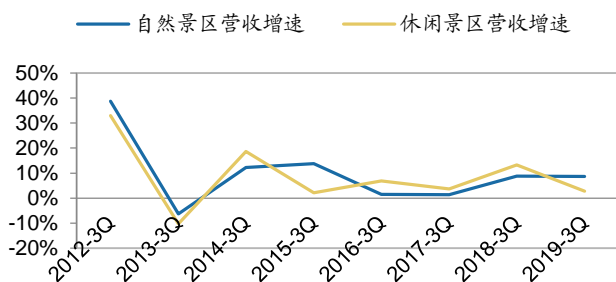
## 景点：前三季度景区客流较为平稳，自然景区和休闲景区表现分化

### 财务情况：门票降价影响自然景区业绩表现，休闲景区稳健增长

我们将主要的上市景区类公司划分为休闲和自然景区，其中休闲景区类上市公司包含中青旅、宋城演艺和大连圣亚3家上市公司，自然景区类上市公司包含黄山旅游、峨眉山A、丽江旅游、桂林旅游、张家界、长白山、三特索道、九华旅游、曲江文旅、西安旅游和天目湖12家上市公司。用整体法来计算。

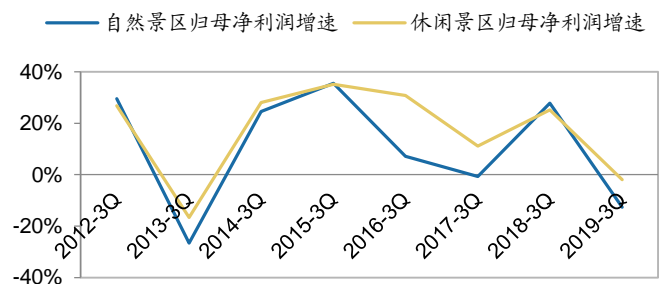
成长能力方面：前三季度我们关注的3家重点休闲景区上市公司和12家自然景区类上市公司总体营收同比分别增长2.8%和8.7%，归母净利润同比分别减少1.9%和12.7%。自然景区受到门票降价影响，业绩整体承压。休闲景区上市公司方面，宋城演艺剔除六间房重组影响后，单三季度公司营收和归母净利润分别为7.9和4.6亿元，同比分别增长19.7%和24.1%，同口径增速较上半年16.0%和13.3%有所加速。中青旅单三季度实现营收和归母净利润分别为36.9和1.63亿元，同比分别增长9.8%和14.8%，扣非净利润1.63亿元，同比增长17.0%，三季度营收和归母净利润增长稳健。

图28：前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体营收同比分别增长2.8%和8.7%



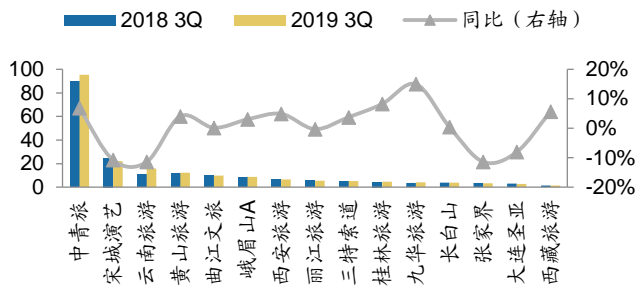
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图29：前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体归母净利润同比分别减少1.9%和12.7%



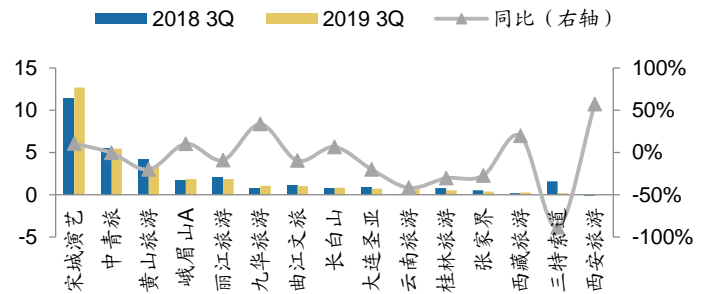
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图30: 前三季度15家重点景区类上市公司营收(亿元)及同比增速



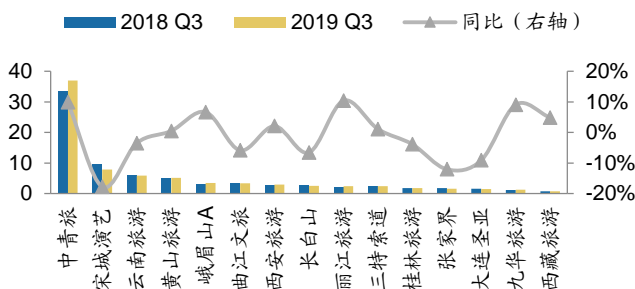
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图31: 前三季度15家重点景区类上市公司归母净利润(亿元)及同比增速



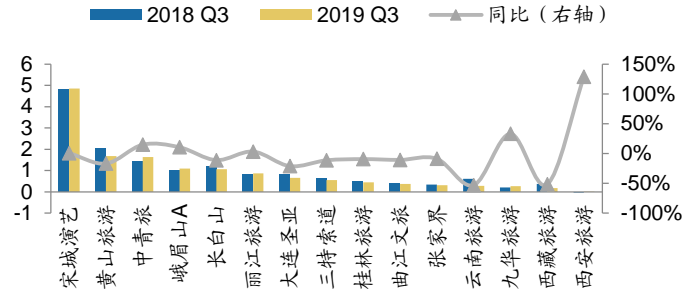
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图32: 单三季度15家重点景区类上市公司营收(亿元)及同比增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图33: 单三季度15家重点景区类上市公司归母净利润(亿元)及同比增速

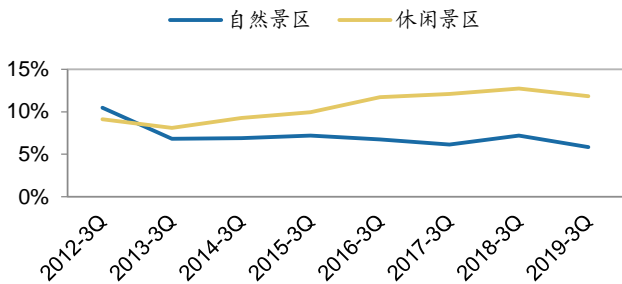


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

**盈利能力方面:** 自然景区盈利能力有所下滑, 休闲景区盈利能力持续向好。前三季度12家重点自然景区类上市公司和3家重点休闲景区类上市公司毛利率分别为39.1%和34.3%, 同比分别下降2.1个百分点和0.7个百分点; 净利率分别为14.6%和15.7%, 同比分别下降3.6个百分点和上升0.4个百分点; ROE分别为5.8%和11.8%, 同比分别下降1.4个百分点和0.9个百分点。

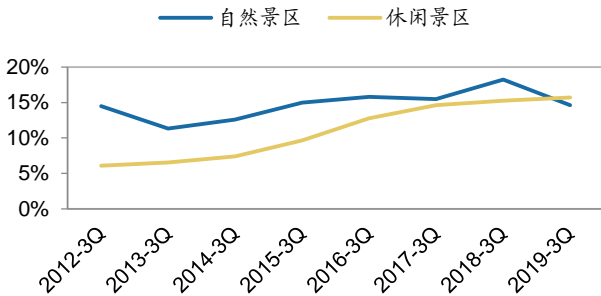
**费用方面:** 休闲景区类上市公司和自然景区类上市公司费用结构差异较大, 自然景区类管理费用率较高, 休闲景区类销售费用率较高, 自然景区类上市公司整体费用率有所下降。前三季度12家重点自然景区类上市公司和3家重点休闲景区类上市公司销售费用率分别为4.6%和9.4%, 同比分别持平 and 增长0.2个百分点; 管理费用率分别为12.5%和5.7%, 同比分别下降0.1个百分点和增长0.4个百分点。财务费用率分别下降0.7个百分点和增长0.1个百分点。

图34: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体ROE同比分别下降1.4个百分点和0.9个百分点



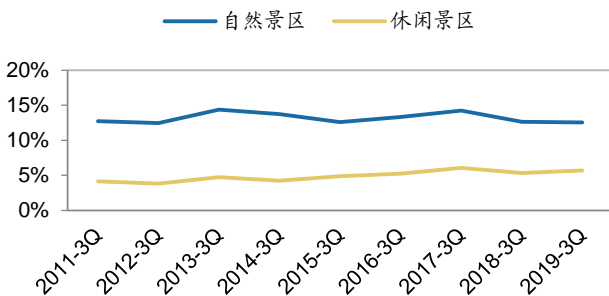
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图36: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体净利率YOY-3.6pct/+ 0.4pct



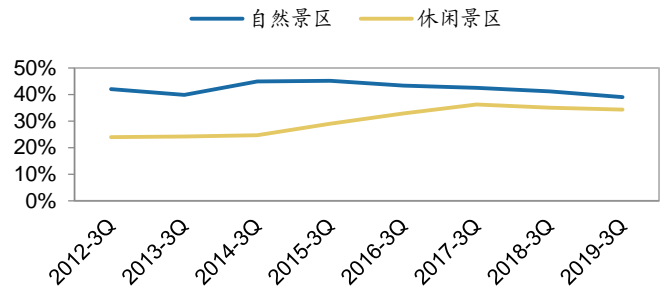
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图38: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体管理费用率YOY-0.1pct/+0.4pct



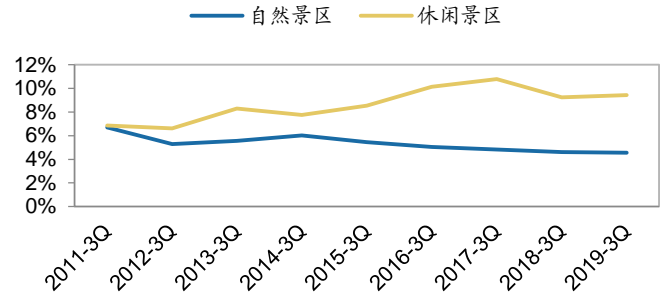
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图35: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体毛利率同比分别下降2.1个百分点和0.7个百分点



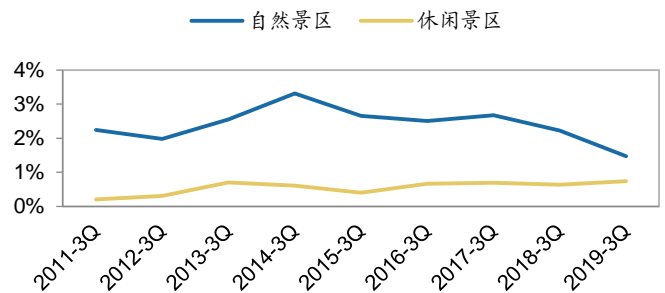
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图37: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体销售费用率同比分别持平和增长0.2个百分点



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图39: 前三季度3家休闲景区公司和12家自然景区公司总体财务费用率YOY-0.7pct/+0.1pct



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

### 景区客流情况: 19年以来景区客流较为平稳

黄山: 1-9月累计接待游客271.5万人, 同比增长6.2%。其中西递和宏村景区1-9月分别接待游客83.5万人次和193.5万人次, 同比分别增长9.8%和10.0%。



**长白山:** 19年长白山南景区关闭, 导致景区整体客流下降。1-9月累计接待游客209万人次, 同比下降1.1%, 扣除南景区影响后1-9月客流量同比增长3.2%。

**张家界:** 1-9月累计接待人次4259.35万人, 同比增长18.2%。今年以来延续较高增长。

**北京市:** 北京市旅游景区1-9月累计接待游客2.47亿人次, 同比增长3.1%, 增速较8月回落2.3个百分点。今年以来北京市接待外国游客数量持续下降, 9月接待境外游客数为53.7万人, 同比下降21.3%, 在8月短暂恢复正增长后再次出现明显的负增长。1-9月北京市旅游景区累计接待外国游客523.6万人次, 同比下降5.5%。

**海南省:** 1-9月共接待游客5600.67万人, 同比增长7.1%。其中9月过夜游客达505.72万人, 同比增长8.0%, 增速较8月小幅上涨0.7个百分点。1-9月累计过夜游客4647.24万人, 同比增长5.8%, 其中海口和三亚累计过夜游客数分别为1159.3万人和1602.2万人, 同比分别增长1.9%和10.4%。

**乌镇:** 前三季度累计接待游客730.5万人次, 同比增长1.63%; 单三季度来看, 乌镇景区营收同比下降约1%, 量价来看, 客流量和客单价同比分别增长6%和下降6%, 单三季度乌镇客流量有所增长, 表现稳健。

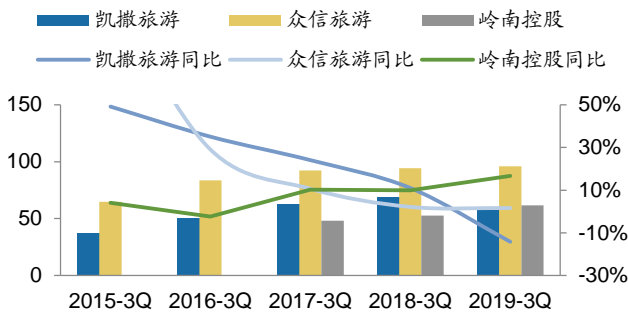
**古北水镇:** 单三季度古北水镇客流量和客单价同比分别下降4%和增长2%。客流量下降主要受北京地区大型活动、竞争压力加剧影响。

**桂林市:** 1-8月桂林游客人数累计达8812.3万人, 同比增长29%, 其中国内游客8607.2万人, 同比增长29.5%。

## 出境游: 宏观经济压力叠加部分出境游目的地客流下滑拖累业绩, 出境游龙头业绩承压

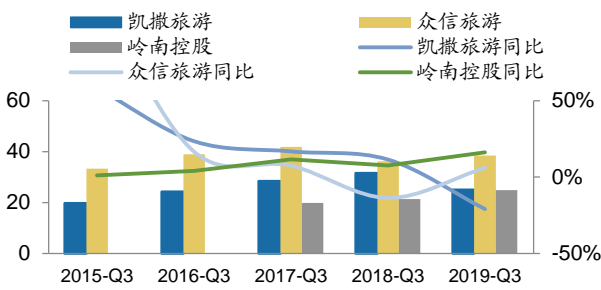
19年以来受到宏观经济增速放缓、部分出境游目的地游客下滑以及出境游自由行和落地参团的比例提升等因素影响, 旅行社龙头整体承压。众信旅游和凯撒旅游营收和业绩均有下滑, 岭南控股表现较好。盈利方面: 前三季度众信旅游、凯撒旅游和岭南控股营收同比分别增长2%, 下降14%和增长17%。归母净利润同比分别变动-45%/-31%/+47%。Q3单季度众信旅游、凯撒旅游和岭南控股营收同比分别变动+6%/-21%/+16%, 归母净利润同比分别变动-94%/-35%/-7%, 业绩均有所下滑。其中岭南控股19年处置物业增厚业绩, 前三季度扣非后净利润同比增长15.9%, 单三季度扣非后净利润同比增长4.6%, 增速虽有所放缓但仍维持小幅增长。

图40: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度营收(亿元)及同比增速(右轴)



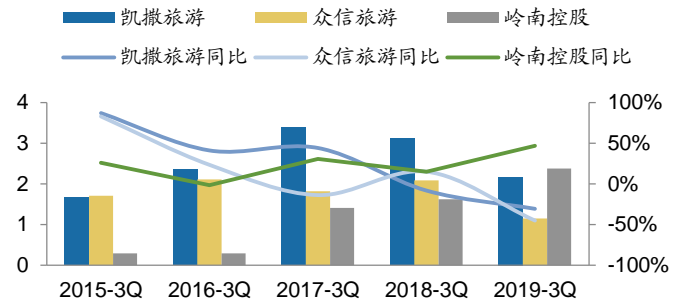
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图42: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股单三季度营收(亿元)及同比增速(右轴)



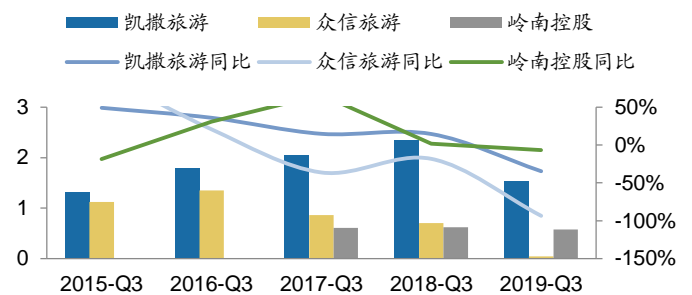
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图41: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度归母净利润(亿元)及同比增速(右轴)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图43: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股单三季度归母净利润(亿元)及同比增速(右轴)

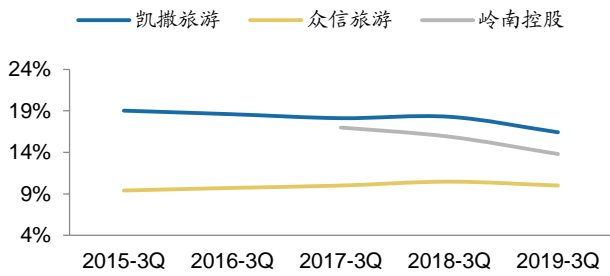


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

盈利能力方面: 19年前三季度众信旅游和凯撒旅游盈利能力均有所下滑, 岭南控股净利率同比基本持平。众信旅游/凯撒旅游/岭南控股毛利率分别为10%/16.4%/13.8%, 同比分别下降0.5pct、1.9pct和2.1pct; 净利率分别为2.1%/3.6%/3.9%, 同比分别变动-1.0pct/-0.9pct/+0.8pct。

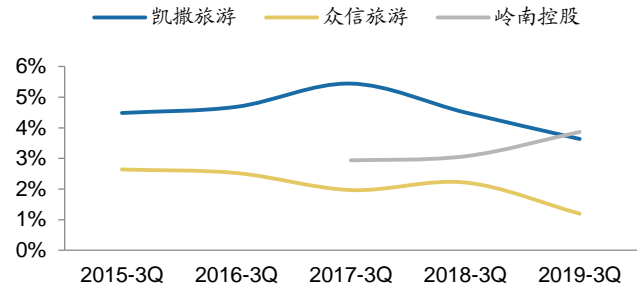
费用方面: 19年前三季度众信旅游/凯撒旅游/岭南控股期间费用率分别为8.7%/13.5%/9.7%, 同比分别变动+0.9pct/+1.5pct/-2.1pct。

图44: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度毛利率水平



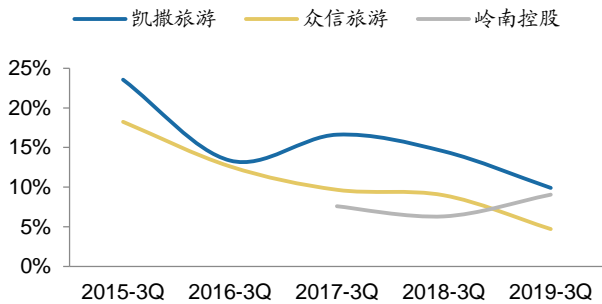
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图45: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度净利率水平



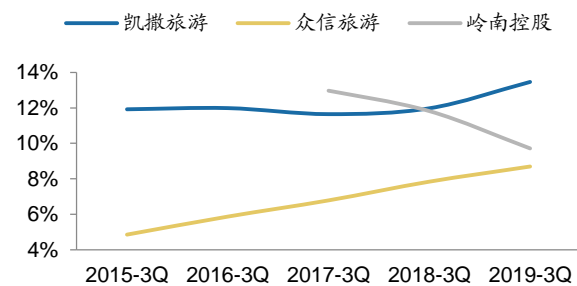
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图46: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度ROE水平



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图47: 众信旅游、凯撒旅游和岭南控股前三季度期间费用率水平



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

## 教育: 职教龙头业绩增长靓丽, 看好赛道长期成长性

**前三季度教育板块营收业绩整体增长良好。职业教育方面:** 中公教育19年前三季度营收和业绩增长靓丽, 盈利能力持续提升, 控费水平出色。前三季度营收和归母净利润分别为61.6亿元和9.6亿元, 同比分别增长47.7%和77.2%。Q3单季度营收和归母净利润分别为25.2亿元和4.7亿元, 同比分别增长46.1%和41.6%。**盈利能力方面:** 随着公司经营规模扩大, 品类增加有助于形成协同效应, 规模效应进一步凸显, 盈利能力持续提升。前三季度公司毛利率和净利率分别为57.6%和15.6%, 同比分别提升1.1pct和2.6pct。驾考龙头东方时尚前三季度实现营收8.6亿元, 同比增长5.9%。归母净利润1.9亿元, 同比持平; 公司去年政府补贴较多增厚利润, 19年前三季度扣非后净利润为1.4亿元, 同比增长88.7%。其中Q3单季度营收和归母净利润同比分别增长17.7%和16.5%; 毛利率32%, 同比提升14pct。

**早教方面:** 18年12月美吉姆早教业务并表, 19年早教业务大幅增厚业绩。前三季度公司营收/归母净利润分别为4.8亿元/8345.6万元, 同比分别增长203.8%/523.1%; Q3单季度营收/归母净利润分别为2.1亿元/4918.5万元, 同比分别增长

236.1%/747.3%。19年9月公司发布公告,定增1.18亿股,募集资金不超过16.5亿元,其中12.57亿元用于支付美吉姆收购尾款,3.93亿元用于偿还股东和银行借款,有助于缓解财务费用压力。

**K12方面:** K12民办学校凯文教育前三季度营收/归母净利润同比分别增长53.2%和下降-8.7%; Q3单季度营收/归母净利润同比分别增长30.1%和下降11.0%。截止三季度,公司学费收入增长带来预收款项为1.2亿元,较18年末增长69%。19年8月,公司定增获批,拟募集不超过人民币10亿元用于青少年高品质素质教育平台项目。K12课外教培公司立思辰和昂立教育前三季度营收同比分别增长20.5%和12.8%,归母净利润和扣非后净利润同比分别增长687.1%和6.7%。单三季度营收同比分别下降23.2%和增长12.2%,归母净利润同比分别下降68.3%和增长8%。立思辰三季度信息安全业务剥离拖累业绩,大语文业务稳步推进,截止9月30日,公司直营学习中心达144个,加盟学习中心222个,报名学生人次为12.9万人,累计就读人次为94460人。

表8: 教育行业6家重点公司前三季度财务表现

细分行业	公司名称	营业收入(亿元)		归母净利润(亿元)		扣非后净利润(亿元)		毛利率		净利率		期间费用率	
		2019 3Q	同比	2019 3Q	同比	2019 3Q	同比	2019 3Q	同比	2019 3Q	同比	2019 3Q	同比
职业教育	中公教育	61.6	47.7%	9.6	77.1%	8.9	74.1%	58%	1%	16%	3%	32%	-3%
	东方时尚	8.6	5.9%	1.9	0.0%	1.4	88.7%	53%	4%	22%	-1%	29%	1%
早教	美吉姆	4.8	203.7%	0.8	523.1%	0.9	1912.2%	69%	10%	17%	9%	23%	-29%
	立思辰	13.2	20.5%	0.6	687.1%	0.6	1125.8%	40%	-6%	4%	4%	35%	-9%
K12	凯文教育	2.4	53.2%	-0.8	-8.7%	-0.8	-8.7%	7%	13%	-32%	13%	47%	-2%
	昂立教育	17.8	12.8%	1.0	6.7%	0.9	3.4%	43%	-3%	6%	0%	39%	0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

## 业绩综述及重点公司: 龙头稳定性凸显, 酒店仍有韧性

我们持续看好免税行业高景气和职业教育行业的长期成长性,同时预期酒店行业有望筑底回升。

**免税行业:** 剔除旅行社剥离影响,我们测算单三季度中国国旅营收和扣非净利润同比分别增长24%和21%,免税业务成长良好。据海口海关统计,2019年前三季度免税品销量同比增长29.2%;购物人数268万人次,同比增长29.7%;销售金额92.6亿元,同比增长28.4%。2019年前三季度三亚市累计接待过夜游客1602万人次,同比增长10.4%。短期来看,离岛免税购物人次增速明显超过三亚游客增速。离岛和机场免税购物渗透转化率持续提升,有望驱动公司免税业务持续增长、整体盈利稳健增长。中长期看,我们认为未来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提升。中免集团龙头地位稳固,有助于进一步加强上游与品牌商的议价能力。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，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、商旅需求低迷及去年高基数影响，19年以来酒店行业景气度较低，酒店经营持续承压。三季度首旅、锦江（境内酒店）和华住RevPAR同比分别下降3.7%、1.5%和0.8%。三大酒店龙头开店速度持续提升，门店结构不断优化，加盟店和中高端酒店占比持续上升。我们认为在低基数效应和宏观经济企稳下行业景气度有望筑底回升，而龙头维持积极扩张，门店结构优化，行业竞争格局改善，未来RevPAR增速对酒店业绩的影响有望逐步弱化。

**职业教育行业：**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。我们认为、职业教育龙头公司现金流好，未来有望凭借自身规模和品牌优势持续扩张，市占率进一步提升。继续看好职业教育细分赛道。

重点看好公司包括：

（1）高景气免税和高成长演艺行业龙头：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免税渠道渗透率提升，以及上游议价能力巩固带来的盈利能力提升）、宋城演艺（19年张家界千古情项目开业表现较好，进一步验证异地项目运营能力。2020年西安、上海等项目将陆续落地，未来三年成长趋势稳定。珠海演艺谷带来更大想象空间）。

（2）酒店行业龙头：锦江酒店、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）。

（3）职业教育龙头和人力资源龙头：中公教育（前三季度业绩增长靓丽，2020年国考招录人数增加，公司市占率进一步提升。同时基层公共服务、教师考试等业务扩招良好，逐步进入快速回收期，多品类布局协同效应凸显）；科锐国际（公司境内外持续扩张有望进一步发挥协同效应，股权激励草案落地激发员工积极性，利好公司长期发展）。

同时建议关注境外上市的龙头公司华住、携程网、复星旅游文化、海亮教育、开元酒店等。

## 风险提示

- 1) 免税业: 免税政策出台不及预期、汇率波动影响盈利、宏观经济影响免税需求、机场招标租金水平较高、新拓展免税业务盈利不及预期。
- 2) 出境游: 突发事件、汇率波动等因素影响出境游行业整体增长、宏观经济影响出行需求; 渠道和资源端拓展不及预期、费用控制低于预期。
- 3) 国内游: 宏观经济下行影响消费支出, 行业转型进度不及预期, 公司成本控制不及预期。
- 4) 酒店: 宏观经济下行影响商旅活动, 龙头直营店改造效果和进程不及预期, 加盟店扩展进度不及预期。
- 5) 教育: 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。