

休闲服务行业

免税高景气持续，酒店龙头盈利仍有韧性

● **10月板块跑输大盘，景区、酒店和人力资源服务部分标的表现较好**
10月休闲服务板块小幅下跌0.04%，跑输上证综指1.5个百分点，跑输沪深300 3.3个百分点，在28个申万一级行业中排名第15位。各子板块中景点表现最优，休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为景点(+4.3%)>酒店(+0.5%)>旅游综合(-0.8%)>餐饮(-7.3%)>其他休闲服务(-7.7%)。

● **免税景气度持续，景区客流表现平淡，酒店龙头开店提速**

免税：根据海南省旅游和文化广电体育厅，9月三亚过夜人数同比增长6.2%，环比有所回落，前三季度同比增长10.4%。根据上市公司公告，9月上海/首都机场国际客流量增速同比分别变动+6.0%/-0.1%，上海机场国际客流量增长平稳，首都机场有所下滑。根据海关总署，前三季度海南离岛免税销售额维持高增长，同比增长28.4%；9月化妆品进口额同比增长28.9%，高端香化消费韧性凸显。未来免税行业将持续受益于免税渠道渗透率的提升和高端香化需求的增长。**酒店：**受宏观经济回落，商旅需求低迷及去年高基数影响，今年以来酒店行业景气度较低。根据公司三季报，19年Q3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%。三季度酒店龙头开店有所提速，截止19年9月，首旅、华住和锦江门店数分别为4174家、5151家和8161家，19Q3净开店数分别为57家、486家和312家。酒店龙头加盟店持续增长，中高端占比提升，门店结构持续优化。**景区：**9月重点景区客流表现平淡。根据各景区旅游局数据，黄山景区9月单月和累计客流同比分别下降15.9%和增长6.2%。长白山景区扣除南景区影响后9月客流同比下降4.3%；1-9月客流累计同比增长3.2%。张家界1-9月客流累计增长18.2%。北京市和海南省9月客流同比分别下降13.3%和增长10.5%。乌镇和古北水镇Q3客流量同比分别变动+6%/-4%。**出境游：**9月出境游延续高景气。根据民航局，国际航线9月客运量同比增长20.5%，1-9月累计增长17%。根据各出境旅游目的地旅游局，日韩维持高增长，9月内地赴日、韩客流同比分别增长25%和32%；东南亚客流持续回暖，在去年基数较低的基础上，9月内地赴泰国、越南客流同比分别增长33%和48.6%。**重点看好公司：**（1）高景气免税行业龙头和成长潜力较高的景区公司：中国国旅、宋城演艺；（2）酒店行业龙头：锦江酒店、首旅酒店；（3）人力资源服务龙头科锐国际（境内外持续扩张，股权激励草案落地提升员工积极性）。4）境外上市的行业龙头：华住、复星旅游文化、携程网、开元酒店等。

● **教育行业：三季报整体增长良好，职教龙头维持高增长**

10月A股和港股职业教育龙头中公教育、东方时尚、中国东方教育以及高教公司宇华教育、中国新华教育等表现良好。我们重点关注的6家A股教育类上市公司三季报整体表现良好，中公教育、东方时尚、美吉姆、立思辰前三季度扣非后业绩均有较好增长。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。根据公司三季报，职教龙头中公教育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%。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。同时建议关注境外上市的龙头公司海亮教育。

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

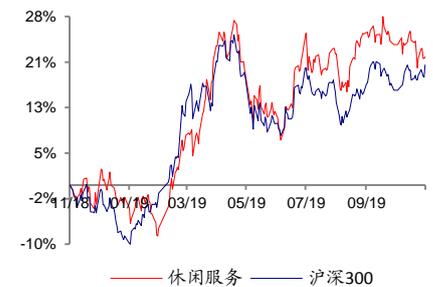
前次评级

买入

报告日期

2019-11-05

相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

相关研究：

免税行业——奢侈品渠道专 2019-11-04

题：国内奢侈品消费持续提升，免税和电商共成长

社会服务行业19年三季报总 2019-11-02

结：龙头稳定性凸显，酒店仍有韧性

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	92.82	2019/10/30	买入	98.80	2.40	2.47	38.68	37.58	26.31	22.71	22.2	19.8
宋城演艺	300144	CNY	29.19	2019/10/23	买入	31.90	0.96	1.01	30.41	28.90	27.82	23.28	13.9	13.0
首旅酒店	600258	CNY	18.08	2019/11/01	买入	24.30	0.79	0.94	22.89	19.23	8.15	7.38	9.5	10.8
锦江酒店	600754	CNY	23.5	2019/10/31	买入	26.75	1.07	1.27	21.96	18.50	8.96	7.53	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

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：10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：免税维持高景气，景区客流平稳，酒店继续筑底	9
1.3.1 免税行业：行业景气持续，高端香化消费韧性凸显	9
1.3.2 景区：9月景区客流表现平淡，部分景区降幅明显	13
1.3.3 出境游：国际航线客运量增长稳健，日韩、东南亚等短途出境游景气度持续回升	15
1.3.4 酒店：9月国内航线客运量增长平稳，三季度酒店景气度筑底待回升	19
二、教育行业	24
2.1 教育行业三季报回顾：整体增长良好；职教龙头维持高增长	24
2.2 数据回顾：10月教育公司普遍实现上涨，职教、高教龙头延续优异表现	25
风险提示	27

图表索引

图 1: 10 月以来申万休闲服务指数跑输沪深 300 3.3 个百分点.....	7
图 2: 10 月休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 15 位.....	8
图 3: 截止 19 年 11 月 1 日, 申万休闲服务板块 P/E (TTM) 估值为 33.3 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: 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% 9	
图 6: 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% 9	
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%	10
图 8: 9 月北京机场国外航线客流量出现负增长.....	10
图 9: 9 月上海机场国际旅客吞吐量同比增长 6.0%	10
图 10: 9 月化妆品零售额同比增长 13.4%	11
图 11: 9 月进口化妆品金额同比增长 28.9%	11
图 12: 香化产品月度线上销量及增速	11
图 13: 香化产品月度均价.....	11
图 14: 中国国旅 19 年前三季度实现营收 356 亿元, 同比增长 4.4%.....	12
图 15: 中国国旅前三季度扣非净利润 34.2 亿元, 同比增长 26.9%.....	12
图 16: 中国国旅前三季度毛利率 51.2%, 同比提升 9.8 个百分点.....	12
图 17: 中国国旅前三季度销售费用率 31.2%, 上升 7.2 个百分点.....	12
图 18: 中国国旅 Q3 归母净利润 9.2 亿元, 同比增长 16.6%.....	13
图 19: 中国国旅 Q3 毛利率 51.4%, 同比提升 9.8 个百分点.....	13
图 20: 9 月黄山游客接待量同比下降 15.9%.....	14
图 21: 9 月北京市旅游区游客量同比下降 13.3%	14
图 22: 9 月三亚旅游过夜人次同比增长 6.2%	15
图 23: 9 月海南省接待游客量同比增长 10.5%	15
图 24: 民航国际航班客运量及同比增速.....	16
图 25: 9 月内地赴日本旅游人次同比增长 25%.....	16
图 26: 9 月内地赴韩国游客同比增长 32%.....	16
图 27: 8 月赴泰国旅游人次同比增长 19%.....	17
图 28: 9 月内地赴越南游客同比增长 48.6%.....	17
图 29: 国内航线客运量及同比增速	19
图 30: 三大酒店集团门店数.....	20
图 31: 三大酒店集团加盟店占比.....	20
图 32: 三大酒店集团中高端门店占比	20
图 33: 三大酒店集团 RevPAR	21
图 34: 三大酒店集团 RevPAR 增速	21
图 35: 三大酒店集团 OCC 同比增速	21
图 36: 三大酒店集团 ADR 增速	21
图 37: 10 月以来服务业 PMI (%) 环比下降 1.6pct.....	24
图 38: 服务业 PMI 分项 (%): 10 月投入品价格和销售价格环比分别下降 1.9 和	

1.4pct.....	24
表 1: 2019 年 9 月重点景区客流增长情况统计.....	15
表 2: 2019 年 9 月主要出境旅游目的地客流情况.....	18
表 3: 首旅酒店分类酒店季度 RevPar 情况 (单位: 元/晚).....	22
表 4: 首旅酒店成熟酒店季度经营数据.....	22
表 5: 教育行业 6 家重点公司前三季度财务表现.....	25
表 6: A 股教育标的市场表现 (10.8-11.4).....	26
表 7: 港股教育标的市场表现 (10.1-11.4).....	26
表 8: 美股教育标的市场表现 (10.1-11.1).....	27

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

9月以来，免税维持较高景气度，前三季度离岛免税延续高增长，机场免税表现稳健，高端香化消费韧性凸显。今年以来酒店行业景气下行，酒店龙头经营表现受到一定冲击，不过龙头新开店均有提速，经营结构持续向好。9月国内景区客流整体表现较为平淡，日韩等短线旅游目的地景气持续回升。我们持续看好免税行业高景气，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。据海关总署统计，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。

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) 人力资源龙头: 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、开元酒店等。

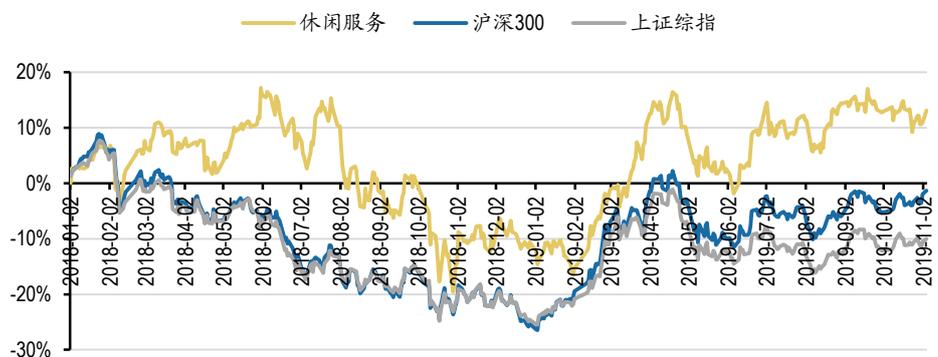
1.2 行情回顾: 10 月休闲服务板块跑输大盘, 估值仍处于低位

10月以来休闲服务板块跑输大盘, 在28个一级行业中排名第15位: 截止2019年11月4日, 上证综指上涨1.5%, 沪深300上涨3.3%, 休闲服务板块下跌0.04%, 跑输上证综指1.5个百分点, 跑输沪深300 3.3个百分点, 在28个申万一级行业中排名第15位。

子板块方面, 景点板块表现较好, 其他板块均有回调: 各子板块中景点板块表现最优, 主要包括宋城演艺、峨眉山A、三特索道等公司。休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为景点(+4.3%)>酒店(+0.5%)>旅游综合(-0.8%)>餐饮(-7.3%)>其他休闲服务(-7.7%)。

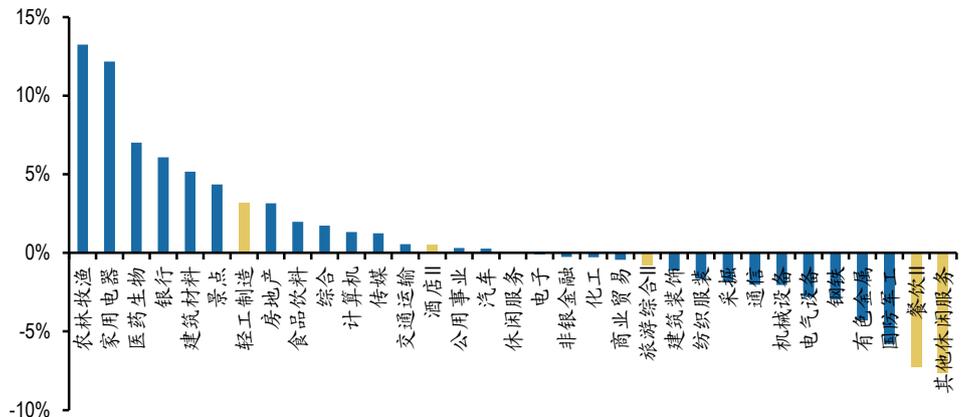
个股方面, 宋城演艺、三特索道、峨眉山A、首旅酒店和人力资源服务龙头科锐国际等个股表现较好: 旅游演艺龙头宋城演艺三季度表现较好, 剔除六间房重组影响后, Q3营收和归母净利润同比分别增长19.7%和24.1%, 同口径增速较上半年16.0%和13.3%有所加速, 10月以来涨幅7.9%。首旅酒店三季度直营店关店较多, 加盟店开店提速, 长期看有利于门店结构调整。在行业底部回升预期下有所上涨(+5.9%)。人力资源服务龙头科锐国际首次股权激励草案披露, 绑定员工利益, 10月以来上涨3.8%。

图1: 10月以来申万休闲服务指数跑输沪深300 3.3个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

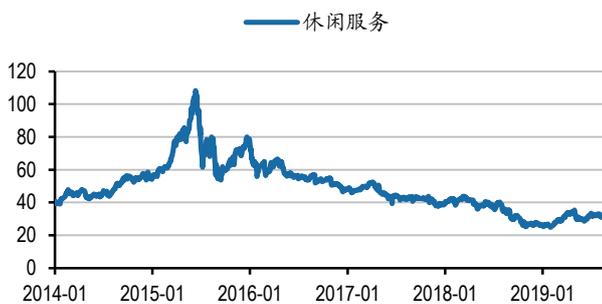
图2：10月休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第15位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

估值方面：截止2019年11月1日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为33.3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11月1日，申万休闲服务板块P/E估值相对沪深300P/E估值倍数为2.78倍，相对于上证综指估值倍数为2.58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11月1日，申万休闲服务板块P/E (TTM) 估值为33.3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：免税维持高景气，景区客流平稳，酒店继续筑底

1.3.1 免税行业：行业景气持续，高端香化消费韧性凸显

离岛免税方面，9月三亚旅游过夜人次同比增长6.2%，增速环比有所回落：根据海南省旅游和文化广电体育厅，9月三亚旅游过夜人次159.3万人，同比增长6.2%，较8月同比增速8.6%有所回落。1-9月三亚累计旅游过夜人次为1602.2万人，同比增长10.4%。

飞机离岛人次方面，海南省飞机离岛旅客数量平稳：根据民航华东局，2019年9月三亚凤凰机场旅客吞吐量为136.8万人，同比增长1.0%，较8月的-1.7%有所回暖。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%。根据公司公告，2019年9月海口美兰机场旅客吞吐量171.6万人，同比下降0.1%；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5：2019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%

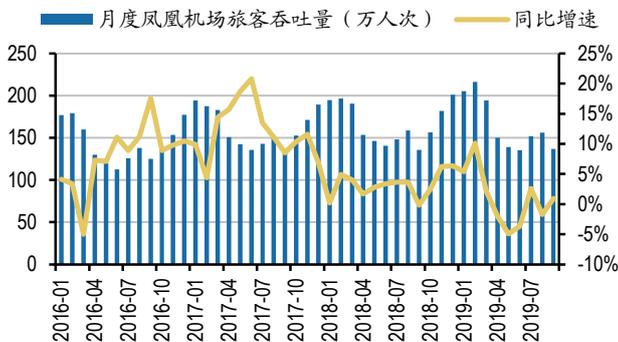
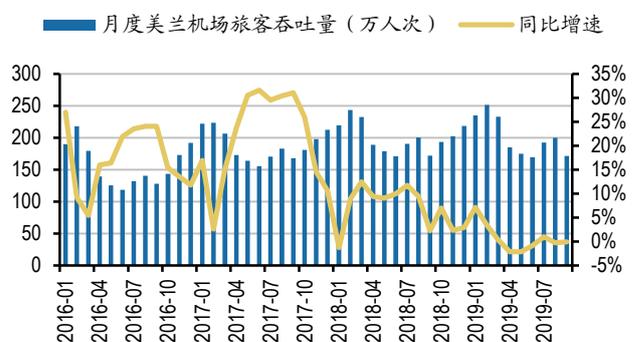


图6：2019年1-9月海口美兰机场累计旅客吞吐量1814万人，同比增长0.92%



数据来源：Wind、三亚市市旅游和文化广电体育局、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

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

机场免税方面，首都机场9月国际客流量负增长，上海机场9月国际旅客吞吐量增速稳定：9月北京首都国际机场国外航线客流量为130.9万人次，同比下滑0.1%，较上月下降1.5个百分点；1-9月累计客流量同比增长2.8%。

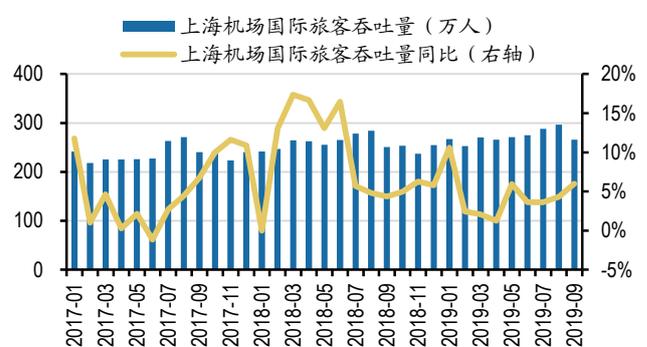
上海机场9月国际旅客吞吐量为265.6万人，同比增长6.0%，国际旅客吞吐量增速较8月提升1.7个百分点。1-9月国际旅客吞吐量累计为2451.4万人，同比增长4.4%。

图8：9月北京机场国外航线客流量出现负增长



数据来源：WIND，公司公告，广发证券发展研究中心

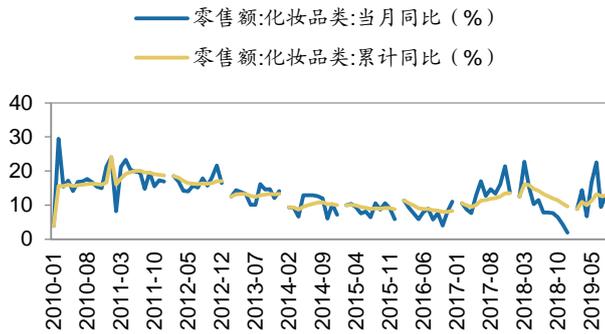
图9：9月上海机场国际旅客吞吐量同比增长6.0%



数据来源：WIND，公司公告，广发证券发展研究中心

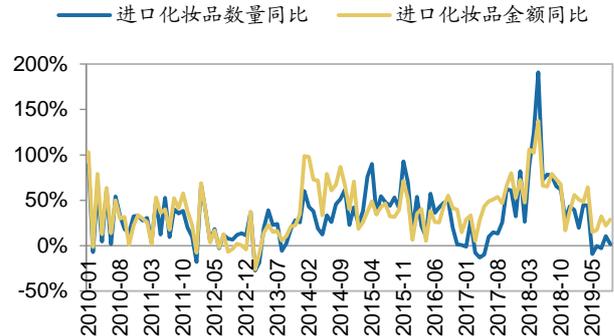
9月化妆品零售额增速环比有所回升，进口化妆品维持较高增长：根据国家统计局，9月化妆品零售额为255亿元，同比增长13.4%，自7月以来化妆品零售额持续提速。1-9月化妆品零售额累计增长12.8%。根据海关总署，9月化妆品进口金额达14.5亿美元。进口数量和进口额同比分别增长1.7%和28.9%。19年进口化妆品金额持续高增长，9月增速环比提升，我国居民高端香化需求韧性凸显。

图10: 9月化妆品零售额同比增长13.4%



数据来源: WIND, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

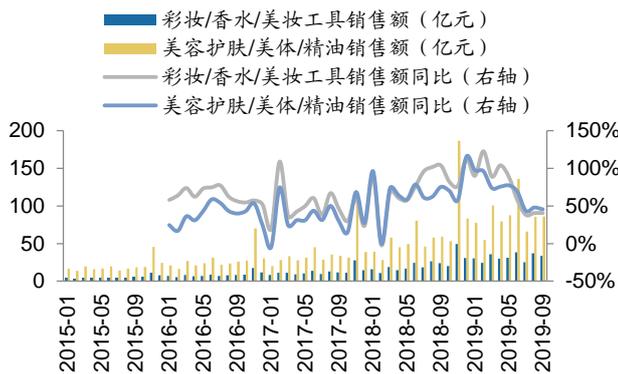
图11: 9月进口化妆品金额同比增长28.9%



数据来源: WIND, 海关总署, 广发证券发展研究中心

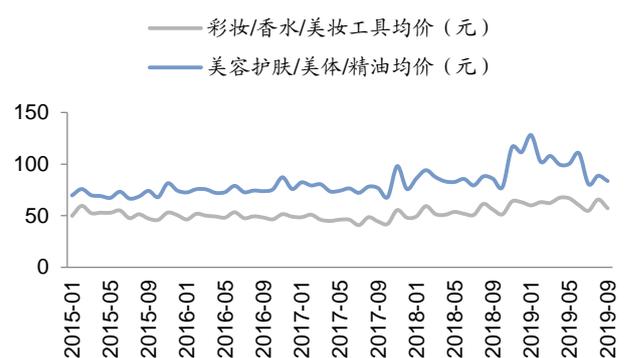
9月香化产品线上销量维持高增长, 双十一预售数据靓丽: 9月彩妆/香水/美妆工具和护肤/美体/精油线上销售额分别为33.6亿元和86亿元, 同比分别增长41%和46%, 线上香化渠道维持较快增长。9月彩妆/香水/美妆工具和护肤/美体/精油线上均价分别为57.1元和83.6元, 环比基本持平。从历史趋势来看, “双十一”等线上购物节期间香化产品销售均价为全年高点, 购物节对香化类消费升级有明显拉动。从19年“双十一”预售数据来看, 香化品类销售靓丽, 高端香化需求韧性凸显。根据天猫数据, 10月21日“双十一”预售前十分钟, 雅诗兰黛、兰蔻、欧莱雅、资生堂、HR赫莲娜、Olay、后等7家天猫旗舰店成交额破1亿, 雅诗兰黛小棕瓶40万套预售在36分钟内售罄, 单品成交额突破2亿元。根据京东数据, 11月1日, 京东“双十一”美妆护肤第1小时成交额为去年同期12倍。

图12: 香化产品月度线上销量及增速



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图13: 香化产品月度均价

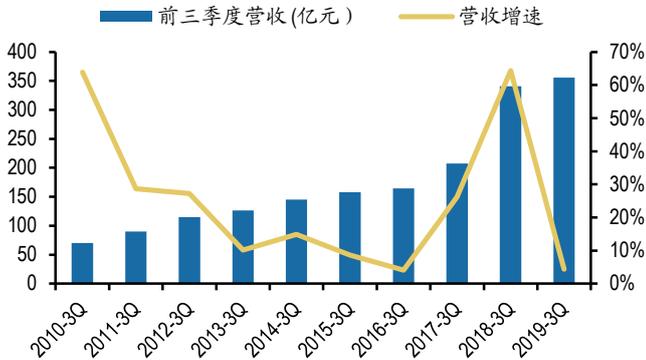


数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

中国国旅Q3同口径收入和净利润增速达24%和21%, 增长稳健。根据公司三季报, 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

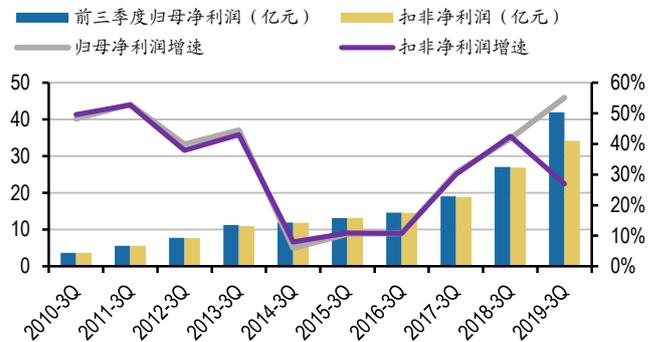
非净利润9.17亿元，同比增长17.2%。若剔除旅行社剥离影响，我们测算单三季度公司营收和扣非净利润同比分别增长24%和21%，免税业务成长良好。

图14: 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: 公司财报、广发证券发展研究中心

图15: 中国国旅前三季度扣非净利润34.2亿元，同比增长26.9%

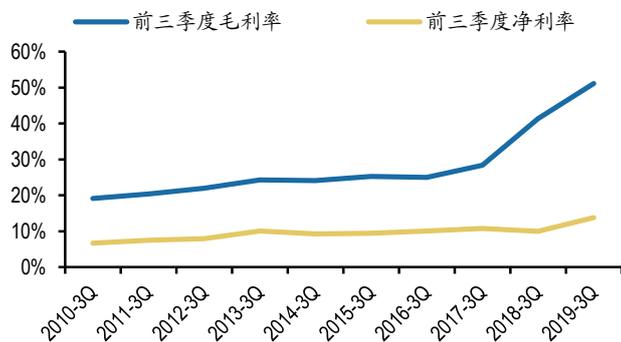


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

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。

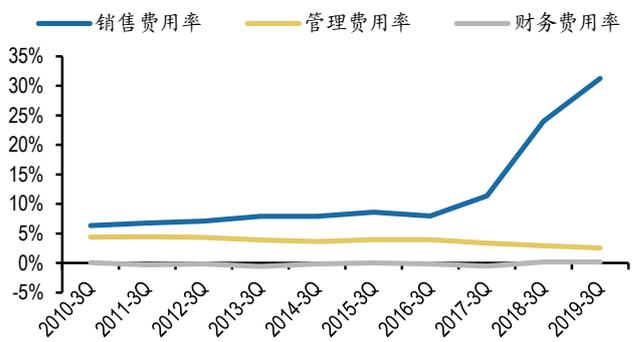
费用方面，19年前三季度公司销售费用率31.2%，同比上升7.2个百分点。单三季度销售费用率33.3%，同比上升7.7个百分点，环比下降0.1个百分点。19年单三季度管理费用率同比下降21.5%至3.4亿元，Q3管理费用率3.0%，同比下降0.3个百分点。

图16: 中国国旅前三季度毛利率51.2%，同比提升9.8个百分点



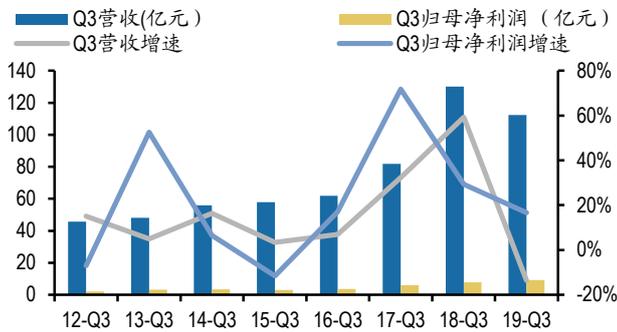
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图17: 中国国旅前三季度销售费用率31.2%，上升7.2个百分点



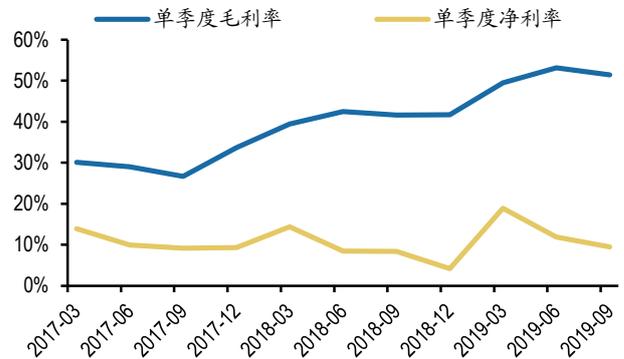
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图18：中国国旅Q3归母净利润9.2亿元，同比增长16.6%



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图19：中国国旅Q3毛利率51.4%，同比提升9.8个百分点



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

凯撒旅游 11 月 4 日发布公告，收购中服免税 20% 股权并设立海南同盛世嘉免税集团有限公司。19 年 9 月中服免税开始试营业，有望与公司投资的天津邮轮母港入境免税店形成协同效应。公司新设立免税集团公司，将对公司投资的免税企业进行集中、专业化的管理，或将带来新的利润增长点。2019 年 5 月出台的《口岸出境免税店管理暂行办法》虽然解除了中免公司独家统一经营国内出境免税店的政策限定，但竞争限定在中免、中出服、深免和珠免之间。此外，《办法》对技术指标（含店铺设计、品牌招商、运营计划、营销客服）在评标中占比不得低于 50% 的规定，也利好综合实力强、具备可持续发展能力、且全品类（特别是非烟酒）招商能力突出的免税行业龙头。我们认为中免集团在品牌、采购、销售等方面已形成较深的护城河，预计随着国内免税行业较快增长，中免有望保持并巩固其国际领先的综合免税运营商的龙头地位。适度竞争有利于行业整体长期增长。

1.3.2 景区：9 月景区客流表现平淡，部分景区降幅明显

黄山：9 月共接待游客 27.6 万人次，同比下降 15.9%，降幅明显。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：9 月可比口径下客流同比下降 4.3%，西景区下滑较大。长白山景区 9 月共接待游客 30.1 万人次，同比下降 9.23%。北景区和西景区分别接待游客 22.4 万人次和 7.7 万人次，同比分别下降 2.1% 和 10.2%。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 9 月可比口径客流量同比下降 4.3%。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：9 月共接待游客 516.43 万人次，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9月共接待游客2505.4万人次，同比下降13.3%，18年5月以来客流增速首次为负。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%。

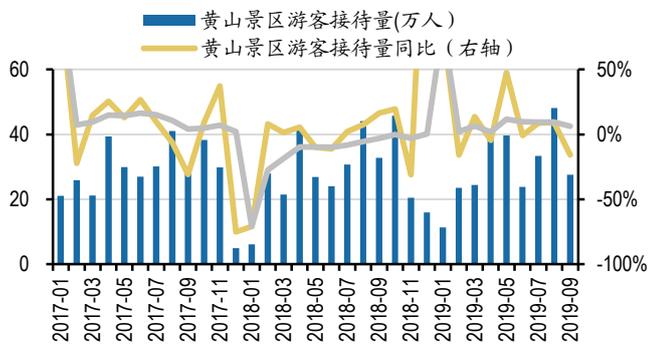
海南省：9月共接待游客590.1万人，同比增长10.5%，暑期以来延续较快增长。1-9月共接待游客5600.67万人，同比增长7.1%。其中9月过夜游客达505.72万人，同比增长8.0%，增速较8月小幅上涨0.7个百分点。国内和入境过夜游客分别为494.73万人和10.98万人，同比分别增长7.8%和14.3%，入境过夜游客增速大幅提升。1-9月累计过夜游客4647.24万人，同比增长5.8%。9月海口和三亚过夜游客人数分别为140.2万人和159.3万人，同比分别增长7.4%和6.2%。1-9月海口和三亚累计过夜游客数分别为1159.3万人和1602.2万人，同比分别增长1.9%和10.4%。

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。

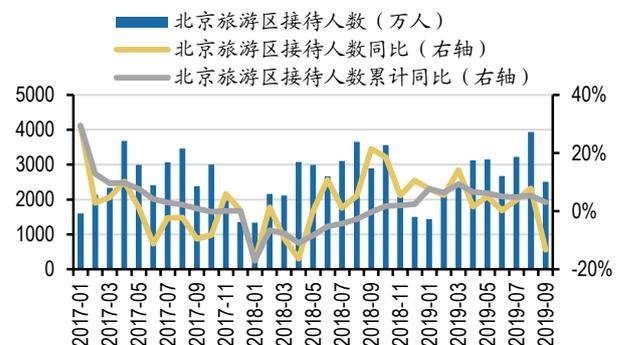
桂林市：1-8月桂林游客人数累计达8812.3万人，同比增长29%，其中国内游客8607.2万人，同比增长29.5%。

图20：9月黄山游客接待量同比下降15.9%



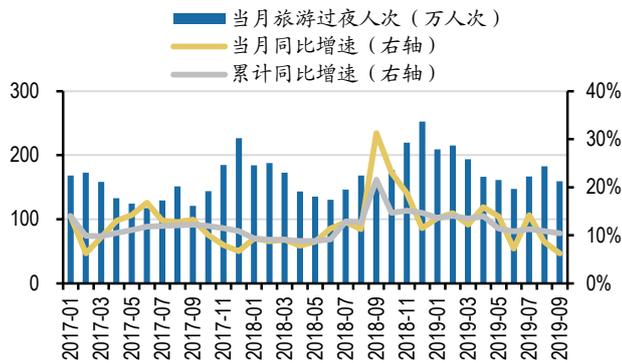
数据来源：WIND，数据黄山，广发证券发展研究中心

图21：9月北京市旅游区游客量同比下降13.3%



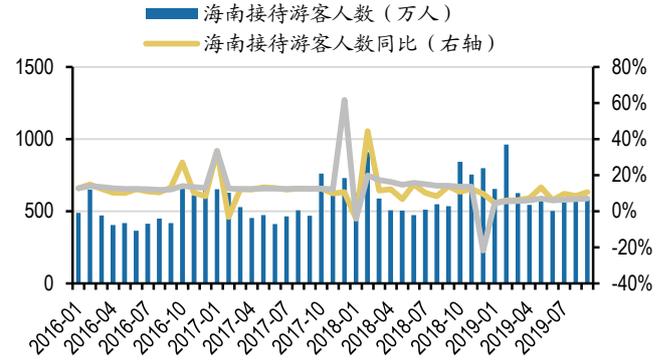
数据来源：WIND，广发证券发展研究中心

图22: 9月三亚旅游过夜人次同比增长6.2%



数据来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 广发证券发展研究中心

图23: 9月海南省接待游客量同比增长10.5%



数据来源: 海南省旅游和文化广电体育厅, 广发证券发展研究中心

表1: 2019年9月重点景区客流增长情况统计

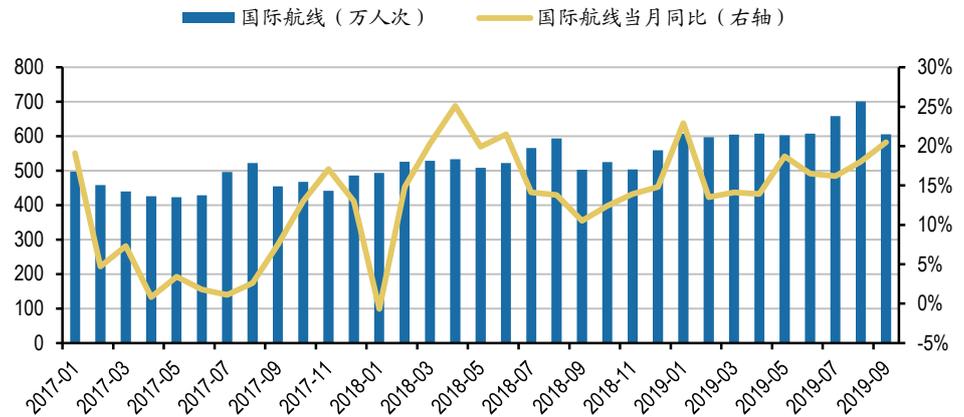
	9月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-9月累计客流(万人次)	累计客流增速	相关上市公司
黄山景区	27.6	-15.9%	271.5	6.2%	黄山旅游
长白山景区	30.1	-9.2% (去除南景区影响后-4.3%)	209.0	-1.1% (去除南景区影响后+3.2%)	长白山
北京市	2505.4	-13.3%	24744.7	3.1%	首旅酒店、锦江股份
海南省	590.1	10.5%	5600.7	7.1%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	159.3	6.2%	1602.2	10.4%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、三特索道
张家界景区	516.4	-	4259.4	18.2%	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: 国际航线客运量增长稳健, 日韩、东南亚等短途出境游景气度持续回升

国际航线: 9月国际航线客运量维持高增长。根据民航局新闻发布会, 9月国际航线客运量为605.9万人次, 同比增长20.5%, 增速较8月提升2.5个百分点。今年以来出境游整体景气向好, 1-9月国际航线累计客运量为5594.5万人次, 同比增长17.1%。

图24：民航国际航班客运量及同比增速

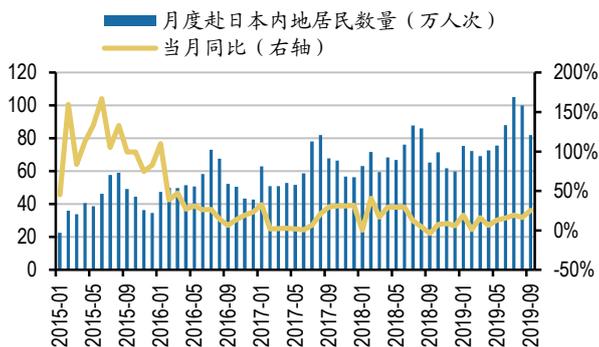


数据来源：WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

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

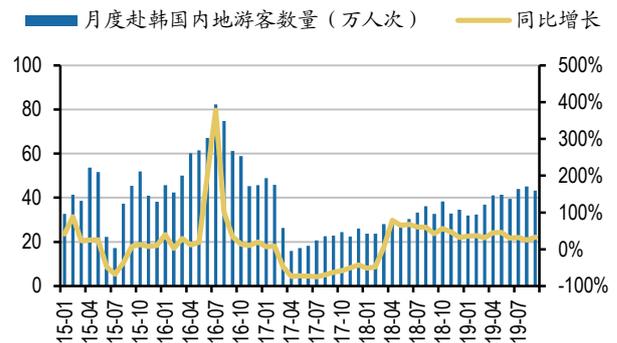
- ◇ **日本**：2019年9月内地居民赴日82万人次，同比增长25%，今年以来内地居民赴日本游热度持续升温，6-8月同比增速分别为16%、19%和16%。19年1-9月累计接待内地游客740万人次，同比增长15%。
- ◇ **韩国**：2019年9月赴韩旅游内地游客43万人次，同比增长32%，相比8月的25%有所提速。19年1-9月内地居民赴韩国累计356万，同比增长34%。韩国旅游市场17年受“萨德”时间影响，内地赴韩客流同比下降55%，18年4月韩国市场开始出现回暖迹象。19年以来赴韩旅游强势复苏。

图25：9月内地赴日本旅游人次同比增长25%



数据来源：WIND，日本旅游局，广发证券发展研究中心

图26：9月内地赴韩国游客同比增长32%



数据来源：WIND，韩国旅游局，广发证券发展研究中心

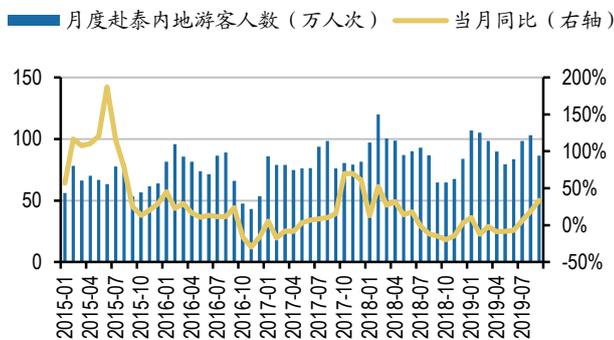
东南亚：9月增速整体回暖，暑期旺季效应下东南亚出境游热度回升

- ◇ **泰国**：19年9月内地游客赴泰国旅游86万人次，同比增长33%。18年7月后在普吉沉船等安全事件影响下赴泰国内地游客大幅减少，今年7月以来在低基数下

泰国游增速快速回升。1-9月内地居民赴泰旅游人数累计852万，同比增长2%，今年以来首次恢复正增长。

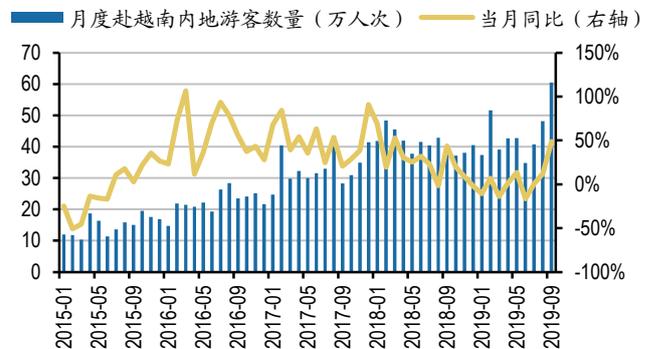
- ◇ **越南：**19年9月，内地居民赴越南游客60.5万人，同比增长48.6%，7月以来恢复正增长，回暖明显；1-9月累计赴越南398万人次，同比增长4%。
- ◇ **马来西亚：**19年7月内地赴马来西亚游客为31万人次，同比增长4%，今年以来增长有所放缓；1-7月累计赴马来西亚187万人次，同比增长6%。
- ◇ **柬埔寨：**19年8月内地赴柬埔寨游客为20万人次，同比增长9%，增速较7月的27%有所放缓，环比基本持平；1-8月累计赴柬埔寨170万人次，同比增长33%。
- ◇ **菲律宾：**19年8月内地赴菲律宾游客为17.1万人次，同比增长60%，今年以来持续高增长；1-8月累计赴菲律宾121万人次，同比增长6%。

图27：8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28：9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：9月赴港澳台地区游客增速持续放缓

- ◇ **中国香港地区：**19年9月赴香港特区内地游客241万人次，同比下降35%；1-9月内地游客赴香港特区累计达3693万，同比增长1%。
- ◇ **中国澳门地区：**19年9月内地赴澳门特区游客192万人次，同比上升6%，增速明显放缓；19年1-9月内地游客赴澳门特区游客累计为2146万，同比增长18%。
- ◇ **中国台湾地区：**19年9月内地赴中国台湾地区游客12万人次，同比下降47%；1-9月内地游客赴中国台湾地区累计为240万，同比增长19%。

长线游：主要目的地中欧洲景气度持续，美、加、澳及周边地区客流均有下降

- ◇ **澳大利亚：**19年8月内地赴澳游客同比增长10%，1-8月内地居民累计赴澳102万人次，同比增长1%。
- ◇ **新西兰：**19年8月内地赴新西兰游客3万人次，同比下降7%，与7月降幅基本持平；1-8月内地累计赴新28万人次，同比下降10%。
- ◇ **奥地利：**19年8月内地赴奥地利游客18万人次，同比增长7%，1-7月内地居民累计赴奥100万人次，同比增长5%。

- ◇ **丹麦**: 19年8月内地赴丹麦游客4.1万人次, 同比增长15%, 增速明显提升; 1-8月内地居民累计赴丹麦18万人次, 同比增长17%。
- ◇ **芬兰**: 19年9月内地赴芬兰游客为2.2万人, 同比增长5%; 1-9月内地居民累计赴芬兰19万人次, 同比增长8%。
- ◇ **冰岛**: 19年9月内地赴冰岛游客为0.8万人, 同比下降4%; 1-9月内地居民累计赴冰岛7.1万人次, 同比增长10%。
- ◇ **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9月主要出境旅游目的地客流情况

	目的地	9月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-9月累计客流(万人次)	累计客流增速
短线游	日本	82	25%	740	15%
	韩国	43	32%	356	34%
东南亚	泰国	86	33%	852	2%
	越南	60	49%	398	4%
	马来西亚(7月)	31	4%	187	6%
	新加坡(7月)	39	8%	220	5%
	柬埔寨(8月)	20	9%	170	33%
	菲律宾(8月)	17.1	60%	121	39%
	马尔代夫	2.5	-12%	23	4%
	斯里兰卡	0.9	-53%	12.3	-41%
	印度	3.1	28%	23.3	18%
	中国港澳台地区	中国香港地区	241	-35%	3693
中国澳门地区		192	6%	2146	18%
中国台湾地区		12	-47%	240	19%
长线游	澳大利亚(8月)	13	10%	102	1%
	新西兰(8月)	3	-7%	28	-10%
	奥地利(8月)	18	7%	100	5%
	丹麦(7月)	4.1	15%	18	17%
	芬兰	2.2	5%	19	8%
	冰岛	0.8	-4%	7.1	10%
	美国(7月)	30	-6%	173	-4%
	加拿大(7月)	10	-2%	40	-1%
	墨西哥(8月)	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：9月国内航线客运量增长平稳，三季度酒店景气度筑底待回升

国内航线客运量：9月同比增长7.6%，增长平稳

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。根据民航局新闻发布会，19年9月国内航线客运量为4869.4万人次，同比增长7.6%。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，国内航空客运增长平稳，5-9月均保持7%-9%左右增速。19年1-9月国内航线累计客运量为4.4亿人次，同比增长7.7%。

图29：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

酒店龙头三季度经营表现：龙头三季度开店提速，行业低景气下盈利仍有韧性

从开店情况来看，三季度酒店集团新开门店有所提速，加盟店持续增长，中高端酒店占比提升。根据公司三季报，截止19年三季度，首旅、锦江和华住门店数分别为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30: 三大酒店集团门店数

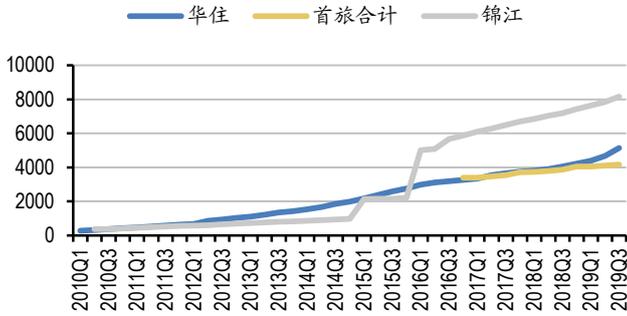
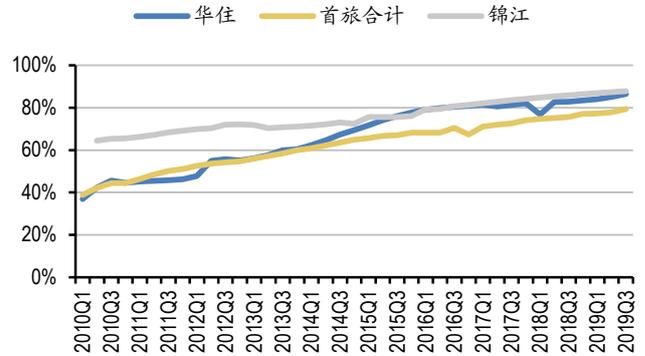


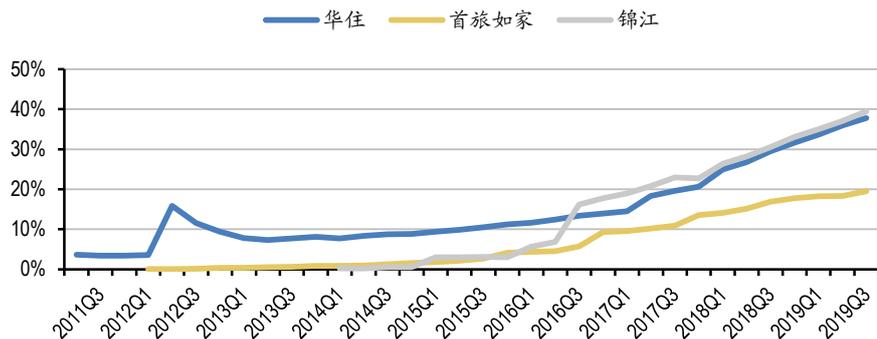
图31: 三大酒店集团加盟店占比



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32: 三大酒店集团中高端门店占比



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

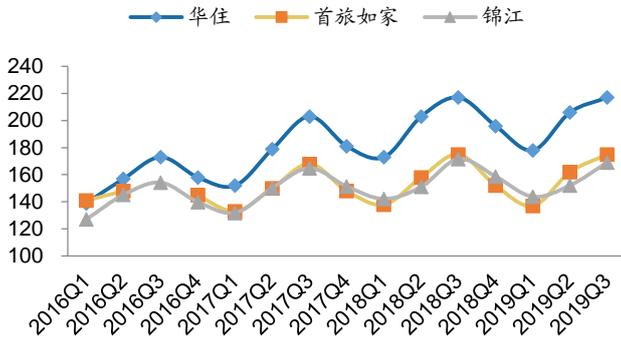
从经营情况来看，今年以来酒店行业整体景气度下行，商旅需求低迷导致酒店整体经营承压。三季度首旅、锦江（境内酒店）和华住RevPAR分别为175元、169.1元和215元，同比分别下降3.7%、1.5%和0.8%。

首旅酒店三季度出租率下降3.4pct，平均房价增长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出租率和平均房价分别下降4.2pct和同比增长3.7%。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%。

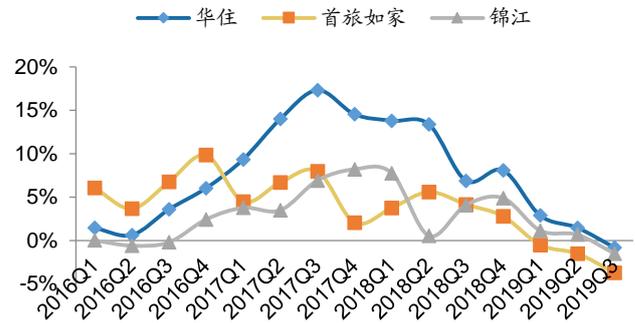
华住三季度出租率和平均房价分别下降2pct和增长3.1%，直营店和加盟店RevPAR分别增长0.8%和下降0.3%。从同店情况来看，三季度经济型和中高端酒店同店RevPAR同比分别下降3.7%和3.9%。

图33: 三大酒店集团RevPAR



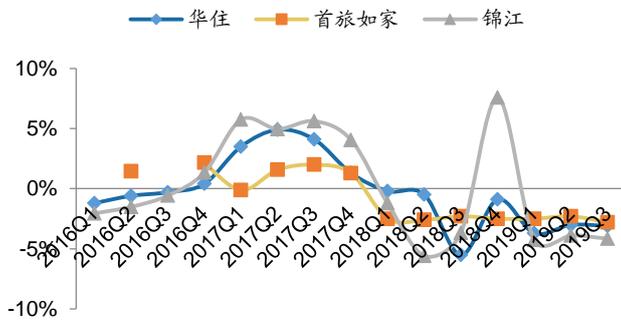
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图34: 三大酒店集团RevPAR增速



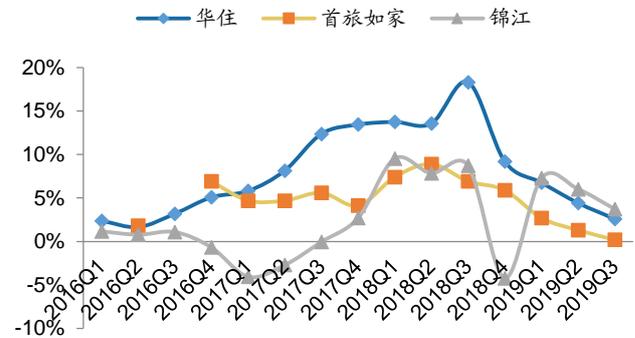
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图35: 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36: 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3: 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: 公司财报、广发证券发展研究中心

表4: 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3：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

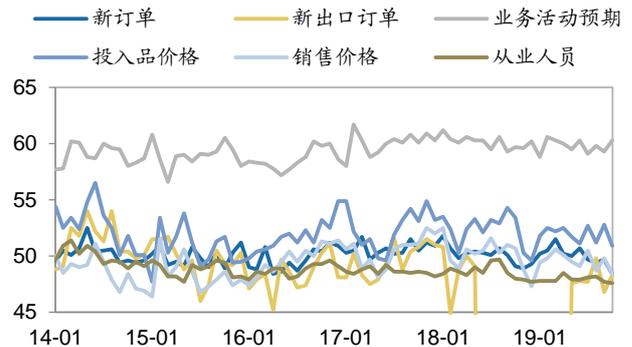
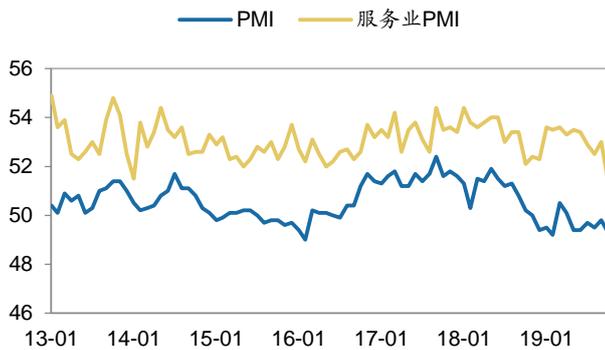
来源：公司财报，广发证券发展研究中心

PMI：10月制造业和服务业PMI环比均有所下降

10月制造业PMI为49.3%，仍低于枯荣线水平，环比下降0.5个百分点。服务业PMI为51.4%，环比下降1.6个百分点。从PMI分项来看，业务活动预期环比增长1.0pct，而投入品价格和销售价格环比分别下降1.9和1.4pct。

图37：10月以来服务业PMI（%）环比下降1.6pct

图38：服务业PMI分项（%）：10月投入品价格和销售价格环比分别下降1.9和1.4pct



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

二、教育行业

2.1 教育行业三季报回顾：整体增长良好；职教龙头维持高增长

前三季度教育板块营收业绩整体增长良好。 **职业教育方面：**根据公司财报，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：根据公司财报，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：根据公司财报，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5：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，公司财报，广发证券发展研究中心

2.2 数据回顾：10月教育公司普遍实现上涨，职教、高教龙头延续优异表现

10月A股教育公司普涨：我们重点关注的13家A股教育上市公司10月普遍上涨。科斯伍德收购龙门教育后三季度业绩增长良好，收购剩余股权持续推进，单月涨幅达54%。职教龙头中公教育(+22.9%)、东方时尚(+13.4%)，专注K12大语文赛道的立思辰(+14.2%)股价均有较好表现。仅凯文教育(-3.1%)、美吉姆(-4.7%)、中国高科(-7%)和开元股份(-9.5%)有所下跌。

10月以来港股教育公司同样涨幅良好，职教、高教赛道持续亮眼表现。在线教育龙头新东方在线10月上涨38.5%。职教龙头中国东方教育延续上市以来强劲表现，10月以来上涨17.6%，上市以来上涨69%。此外，民办高教龙头宇华教育(+14.2%)、中国新华教育(+11.9%)、希望教育(+10.5%)均有所较好表现。**美股方面：10**

月美股上市的教育公司表现分化。正保远程教育(+28.2%)、好未来(+24.9%)、朴新教育(+23.1%)、新东方(+8%)和海亮教育(+2.8%)均实现上涨,博实乐教育(-6.8%)、精锐教育(-3.7%)、红黄蓝(-8.6%)等有所下跌。

表6: A股教育标的市场表现(10.8-11.4)

公司名称	公司代码	10月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(2019E)	市盈率(TTM)	193Q 营收(亿元)	营收增速	193Q 归母净利润(亿元)	归母净利润增速
科斯伍德	300192.SZ	53.5%	62.2%	34.4	33.0	57.9	7.0	-2.0%	0.68	86.5%
紫光光大	000526.SZ	29.7%	86.7%	32.8	0.0	379.4	24.3	3.8%	0.64	-6.3%
中公教育	002607.SZ	22.9%	197.8%	1232.9	72.0	59.5	61.6	47.7%	9.59	77.1%
东方时尚	603377.SH	13.4%	13.4%	146.3	63.4	65.5	8.6	5.9%	1.91	0.0%
立思辰	300010.SZ	14.2%	42.7%	90.0	35.0	-6.7	13.2	20.5%	0.60	687.1%
威创股份	002308.SZ	2.8%	-0.9%	40.0	22.3	39.3	8.0	-3.5%	0.90	-38.6%
勤上股份	002638.SZ	1.3%	19.1%	46.5	0.0	-3.5	8.4	-12.9%	0.01	-98.4%
世纪鼎利	300050.SZ	-0.2%	-9.5%	30.6	0.0	59.2	8.2	22.9%	0.27	-15.5%
昂立教育	600661.SH	0.2%	-4.4%	53.6	38.3	-20.6	17.8	12.8%	1.03	6.7%
凯文教育	002659.SZ	-3.1%	-18.4%	34.2	139.5	-32.8	2.4	53.2%	-0.78	-8.7%
美吉姆	002621.SZ	-4.7%	16.8%	68.7	41.9	67.6	4.8	203.7%	0.83	523.1%
中国高科	600730.SH	-7.0%	2.0%	29.0	0.0	-863.6	0.8	5.7%	-0.02	-152.7%
开元股份	300338.SZ	-9.5%	42.8%	33.8	51.3	77.6	12.1	23.2%	0.47	-54.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表7: 港股教育标的市场表现(10.1-11.4)

公司名称	公司代码	10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
新东方在线	01797.HK	27.1%	56.5%	149.5	-121.9	-330.4	0.0	0.0%	0.00	0.0%
宇华教育	06169.HK	17.7%	51.6%	152.9	19.5	19.8	8.2	57.2%	3.30	63.8%
中国东方教育	00667.HK	17.5%	69.4%	367.6	40.1	52.9	18.2	26.6%	3.12	48.0%
天立教育	01773.HK	13.6%	146.0%	71.2	23.6	26.7	4.4	42.0%	1.44	38.3%
希望教育	01765.HK	13.2%	54.3%	86.0	17.7	27.2	6.2	9.7%	2.43	82.2%
新华教育	02779.HK	12.7%	50.2%	45.7	13.1	14.8	2.5	12.2%	1.52	10.8%
睿见教育	06068.HK	12.3%	27.5%	72.7	15.6	17.3	8.4	40.9%	1.93	33.1%
新高教集团	02001.HK	6.8%	-1.9%	50.7	12.5	15.2	5.6	72.5%	2.01	34.0%
枫叶教育	01317.HK	4.9%	-23.4%	77.6	10.9	11.2	7.5	17.4%	2.84	20.2%
中教控股集团	00839.HK	3.5%	25.3%	240.8	30.3	38.9	9.8	132.9%	3.00	49.5%
民生教育	01569.HK	3.1%	3.1%	54.2	11.8	14.8	5.4	68.3%	2.07	-5.0%
中国科培	01890.HK	2.3%	65.5%	80.6	16.8	17.4	3.7	25.6%	2.45	37.3%
成实外教育	01565.HK	-1.0%	-42.7%	67.6	14.2	15.7	7.6	27.8%	2.36	11.1%

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 8: 美股教育标的市场表现 (10.1-11.1)

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)
正保远程教育	DL.N	28.2%	4.5%	16.5	0.0	14.2
好未来	TAL.N	24.9%	60.2%	1782.0	98.3	125.4
朴新教育	NEW.N	23.1%	66.0%	60.1	0.0	-8.0
新东方	EDU.N	8.0%	118.2%	1330.0	40.7	58.3
海亮教育	HLG.O	2.8%	33.8%	121.5	33.7	40.4
精锐教育	ONE.N	-3.7%	-8.7%	80.5	39.4	-10.9
51talk	COE.N	-4.4%	0.4%	10.4	0.0	-3.1
博实乐教育	BEDU.N	-6.8%	-1.3%	80.8	0.0	26.0
红黄蓝	RYB.N	-8.6%	0.3%	12.1	34.5	-53.6
瑞思学科英语	REDU.O	-10.4%	-5.8%	30.0	23.3	24.0
达内科技	TEDU.O	-15.3%	-86.7%	3.1	-1.2	-0.5
尚德机构	STG.N	-16.6%	-19.1%	29.6	0.0	-5.4

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。