

## 休闲服务行业投资策略月报(2019年12月)

### 双十一免税维持高增长，酒店景气有望筑底回升

● **11月板块跑输大盘，酒店、出境游和景区部分标的表现较好**

11月休闲服务板块下跌4.5%，跑输上证综指2.2个百分点，跑输沪深300 2.9个百分点，在28个申万一级行业中排名第23位。各子板块中酒店表现最优，休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为酒店(+5.5%)>餐饮(-4%)>景点(-5.3%)>旅游综合(-5.7%)>其他休闲服务(-9.3%)。

● **旅游：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：**1-10月三亚累计旅游过夜人次同比增长9.6%，整体较为平淡，不过免税景气度持续，反映出免税渗透率的持续提升。根据海口海关，双十一期间(11.9-11.11)离岛免税销售金额达1.84亿元，同比增长106%。19年截止11月11日，海南离岛免税销售额超过109亿元，预计全年可突破130亿元。根据海关总署，10月化妆品进口数量和进口额(美元计价)同比分别增长7.4%和24.4%。进口化妆品金额持续高增长，韧性凸显。离岛和机场免税购物渗透转化率持续提升，有望驱动中国国旅免税业务持续增长、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、国内免税渠道占比的提升以及市内店逐步推进。

**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，酒店龙头加盟店持续增长。随着华住收购德意志酒店集团，国内酒店龙头在中高端品牌布局力度加大，门店结构持续优化。11月制造业和服务业PMI数据回升明显，均为3月以来高点，宏观经济边际企稳下酒店有望出现景气反转。**景区：**10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10月单月和累计客流同比分别下降4.6%和增长4.5%。长白山景区扣除南景区影响后1-11月客流累计同比增长3.8%。张家界1-10月客流累计增长17.8%。北京市和海南省10月客流同比分别下降3.8%和增长10.7%。**出境游：**10月出境游景气回落。根据民航局，国际航线10月客运量同比增长15.1%，1-10月累计增长17%。根据各出境游目的地旅游局，日韩在高基数下增速回落，10月内地赴日、韩客流同比分别增长2%和24%；东南亚客流持续回暖，在去年基数较低的基础上，10月内地赴泰国、越南客流同比分别增长28%和61%。

**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)。

**教育行业：美股教育公司三季报集中披露，关注在线教育细分赛道**

11月A股和港股教育公司整体表现较为平淡。美股教育公司三季报继续披露，在线教育公司增长亮眼。跟谁学19年前三季度实现营收11.8亿元，同比增长449%；归母净利润为3154万元，实现盈利。前三季度累计学生人数达到162.3万人，同比增长238.1%。网易有道19Q3营收3.5亿元，同比增长98%；净亏损为2.3亿元。Q3有道精品课付费人数和客单价同比分别增长37.6%和48.6%，其中K12付费人次同比增长179.2%，增长强劲。我们继续看好职业教育细分赛道。同时建议关注5G等技术革新为高速增长在线教育板块带来的潜在机会。

**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

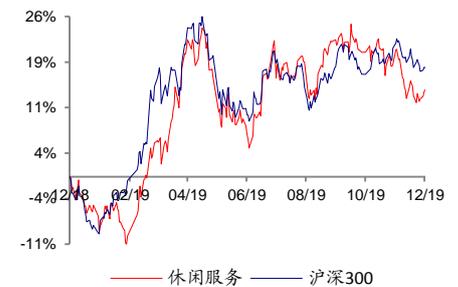
前次评级

买入

报告日期

2019-12-04

#### 相对市场表现



分析师：

安鹏



SAC 执证号：S0260512030008

SFC CE No. BNW176



021-60750610



anpeng@gf.com.cn

分析师：

沈涛



SAC 执证号：S0260512030003

SFC CE No. AUS961



010-59136693



shentao@gf.com.cn

#### 相关研究：

休闲服务行业：免税高景气持续，酒店龙头盈利仍有韧性 2019-11-05

免税行业——奢侈品渠道专题：国内奢侈品消费持续提升，免税和电商共成长 2019-11-04

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	84.82	2019/10/30	买入	98.80	2.40	2.47	35.34	34.34	24.04	20.76	22.2	19.8
宋城演艺	300144	CNY	27.58	2019/10/23	买入	31.90	0.96	1.01	28.73	27.31	26.29	22.00	13.9	13.0
首旅酒店	600258	CNY	18.01	2019/11/01	买入	24.30	0.79	0.94	22.80	19.16	8.12	7.35	9.5	10.8
锦江酒店	600754	CNY	24.55	2019/10/31	买入	26.75	1.07	1.27	22.94	19.33	9.36	7.87	8.6	9.1
科锐国际	300662	CNY	28.65	2019/10/31	增持	35.00	0.81	0.99	35.37	28.94	25.66	20.96	16.7	16.9

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：“双十一”期间免税维持高增长，宏观经济边际企稳有望带动酒店景气回升 .....	6
1.2 行情回顾：11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：10月以来离岛免税表现亮眼，高端香化消费韧性持续 .....	9
1.3.2 景区：10月景区客流表现平淡，部分景区降幅明显 .....	12
1.3.3 出境游：日韩增速回落、东南亚、欧洲等目的地维持高景气度 .....	14
1.3.4 酒店：10月国内航线客运量增速回落，三季度酒店景气度筑底待回升 .....	17
二、教育行业 .....	23
2.1 美股教育公司三季报集中披露，关注在线教育细分赛道 .....	23
2.2 数据回顾：11月教育公司整体表现平淡 .....	25
风险提示 .....	27

## 图表索引

图 1: 11 月以来申万休闲服务指数跑输沪深 300 2.9 个百分点.....	7
图 2: 11 月休闲服务板块涨幅在 28 个申万一级行业中排名第 23 位.....	8
图 3: 截止 19 年 11 月 29 日, 申万休闲服务板块 P/E (TTM) 估值为 31.8 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 10 月三亚凤凰机场旅客吞吐量 156 万人, 同比增长 0.1%.....	9
图 6: 2019 年 10 月海口美兰机场旅客吞吐量 186.7 万人, 同比下降 3.5%.....	9
图 7: 预计 2019 年全年海南离岛免税销售额将突破 130 亿元.....	10
图 8: 10 月北京机场国外航线客流量同比增长 1.3%.....	10
图 9: 10 月上海机场国际旅客吞吐量同比增长 4.3%.....	10
图 10: 10 月化妆品零售额同比增长 6.2% .....	11
图 11: 10 月进口化妆品金额同比增长 24.4% (美元计价) .....	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: 10 月黄山游客接待量同比下降 4.6%.....	13
图 15: 10 月北京市旅游区游客量同比下降 3.8%.....	13
图 16: 10 月三亚旅游过夜人次同比增长 2.5% .....	13
图 17: 10 月海南省接待游客量同比增长 10.7% .....	13
图 18: 民航国际航班客运量及同比增速.....	14
图 19: 10 月内地赴日本旅游人次同比增长 2%.....	15
图 20: 10 月内地赴韩国游客同比增长 24%.....	15
图 21: 10 月赴泰国旅游人次同比增长 28%.....	15
图 22: 10 月内地赴越南游客同比增长 61%.....	15
图 23: 国内航线客运量及同比增速 .....	18
图 24: 上海星级酒店经营表现 .....	18
图 25: 上海星级酒店经营数据同比 .....	18
图 26: 华住单季度直营和加盟收入 (万元) 及增速 .....	19
图 27: 华住单季度归母净利润及增速 .....	19
图 28: 华住单季度各项费用率水平 .....	19
图 29: 华住单季度家门店数量及增速 .....	20
图 30: 华住加盟店占比持续提升.....	20
图 31: 华住三季度 RevPAR 同比下降 0.8% .....	20
图 32: 华住三季度平均房价同比增长 2.6%.....	21
图 33: 华住三季度入住率同比下降 3.1 个百分点.....	21
图 34: 收购德意志酒店集团后华住各档次酒店品牌布局 .....	22
图 35: 11 月服务业 PMI (%) 环比增长 2.1pct .....	22
图 36: 11 月服务业 PMI (%) 分项均有所提升 .....	22
图 37: 跟谁学 19 年前三季度实现营收 11.8 亿元, 同比增长 449%.....	23
图 38: 跟谁学前三季度 Non GAAP 口径净利润为 8909 万元 .....	23

图 39: 跟谁学毛利率和 Non GAAP 净利率水平 .....	24
图 40: 跟谁学各项费用水平 .....	24
图 41: 网易有道 19Q3 营收 3.5 亿元, 同比增长 98% .....	24
图 42: 网易有道各项费用水平 .....	24
图 43: 网易有道三季度净亏损为 2.3 亿元 .....	25
图 44: 网易有道各项业务毛利率水平 .....	25
图 45: 网易有道三季度精品课同比增长 105% .....	25
图 46: 网易有道付费学生人数及客单价 .....	25
表 1: 2017-2019 双十一全网彩妆护肤销售排名 .....	12
表 2: 2019 年 10 月重点景区客流增长情况统计 .....	13
表 3: 2019 年 10 月主要出境游目的地客流情况 .....	17
表 4: 华住满 18 个月成熟门店同店经营数据 .....	21
表 5: A 股教育标的 11 月市场表现 (11.1-11.29) .....	26
表 6: 港股教育标的 11 月市场表现 (11.1-11.29) .....	26
表 7: 美股教育标的 11 月市场表现 (11.1-11.29) .....	27

## 一、旅游行业

### 1.1 月度观点：“双十一”期间免税维持高增长，宏观经济边际企稳有望带动酒店景气回升

10月以来，免税维持高景气，离岛免税增长亮眼，高端香化消费韧性持续。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。10月国内景区客流表现较为平淡，日韩在高基数下增速回落，欧洲、东南亚10月延续较高景气度。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：1-10月三亚累计旅游过夜人次为1783.4万人，同比增长9.6%。其中10月三亚旅游过夜人次181.24万人，同比增长2.5%，较9月同比增速6.2%持续回落。三亚整体旅游较为平淡，不过免税景气度持续，反映出免税渗透率的持续提升。根据海口海关，自10月1日打折季开始至11月11日，海关共监管免税品销售金额16.9亿元，同比增长64.6%；销售数量和购物人次分别为224.4万件和40.6万人次，同比分别增长56.6%和39.4%。双十一期间（11.9-11.11）离岛免税销售金额达1.84亿元，同比增长106%，销售数量和人次同比分别增长105.4%和79.6%。19年截止11月11日，海南离岛免税销售额超过109亿元，预计全年可突破130亿元。根据海关总署，10月化妆品进口金额达12.3亿美元。进口数量和进口额同比分别增长7.4%和24.4%。进口化妆品金额持续高增长，韧性凸显。离岛和机场免税购物渗透转化率持续提升，有望驱动中国国旅免税业务持续增长、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、国内免税渠道占比的提升以及市内店逐步推进。11月18日，大兴机场免税店正式营业，未来随着大兴机场运力逐步释放，大兴机场免税店有望持续贡献业绩增量。

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。11月制造业和非制造业PMI数据均明显回升，经济边际企稳的环境下，酒店有望迎来景气反转。

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。

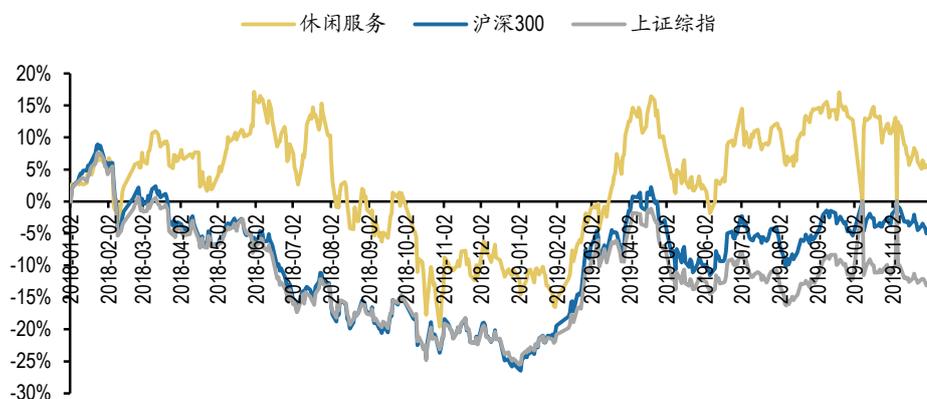
## 1.2 行情回顾: 11 月休闲服务板块跑输大盘, 估值仍处于低位

**11月以来休闲服务板块跑输大盘, 在28个一级行业中排名第23位:** 截止2019年11月29日, 上证综指跌2.3%, 沪深300下跌1.6%, 休闲服务板块下跌4.5%, 跑输上证综指2.2个百分点, 跑输沪深300 2.9个百分点, 在28个申万一级行业中排名第23位。

**子板块方面, 酒店板块表现较好, 其他板块均有回调:** 11月酒店板块有所反弹。休闲服务的五个子板块涨跌幅排序分别为酒店(+5.5%)>餐饮(-4%)>景点(-5.3%)>旅游综合(-5.7%)>其他休闲服务(-9.3%)。

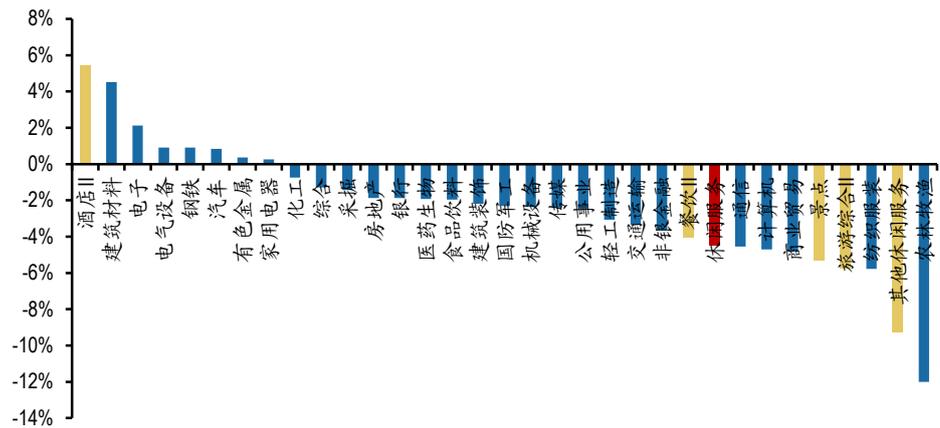
**个股方面, 凯撒旅游、锦江股份、首旅酒店、天目湖等个股表现较好:** 酒店龙头锦江酒店和首旅酒店分别上涨12.5%和6.1%, 估值有所修复。旅行社龙头凯撒旅游11月以来上涨25%。此外, 天目湖11月上涨5.9%。

图1: 11月以来申万休闲服务指数跑输沪深300 2.9个百分点



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

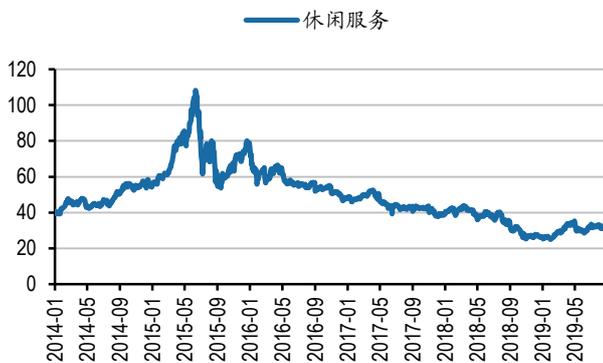
图2：11月休闲服务板块涨幅在28个申万一级行业中排名第23位



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

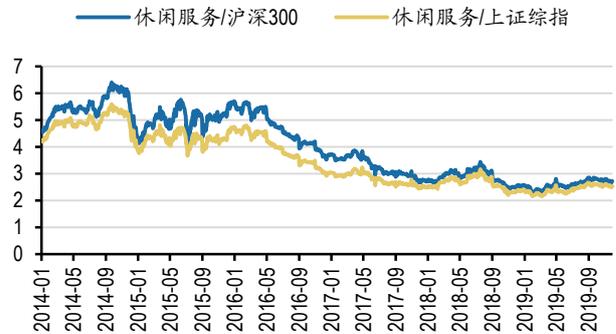
估值方面：截止2019年11月29日，申万休闲服务板块P/E(TTM)估值为31.8倍，较18年底27倍有所提升，较休闲服务板块2014年以来历史平均48.5倍处于中枢以下位置。截止19年11月29日，申万休闲服务板块P/E估值相对沪深300P/E估值倍数为2.73倍，相对于上证综指估值倍数为2.54倍，均低于2014年以来相对估值水平的历史中枢4.0倍和3.5倍。

图3：截止19年11月29日，申万休闲服务板块P/E (TTM) 估值为31.8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

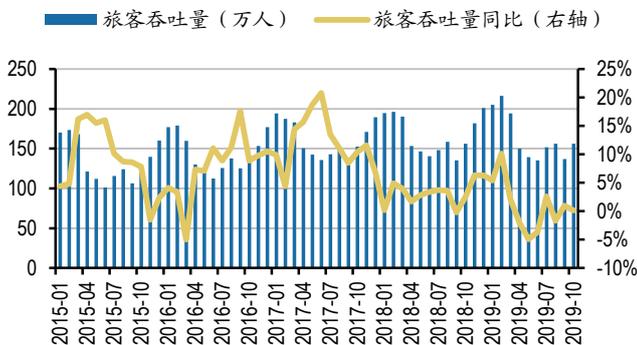
### 1.3.1 免税行业：10月以来离岛免税表现亮眼，高端香化消费韧性持续

**10月三亚旅游过夜人次同比增长2.5%，增速环比有所回落：**根据海南省旅游和文化广电体育厅，10月三亚旅游过夜人次181.24万人，同比增长2.5%，较9月同比增速6.2%持续回落。1-10月三亚累计旅游过夜人次为1783.4万人，同比增长9.6%。

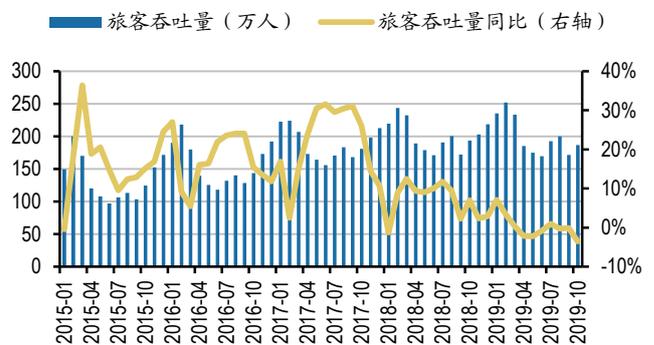
**飞机离岛人次方面，海南省飞机离岛旅客数量平稳：**根据三亚统计局，2019年10月三亚凤凰机场旅客吞吐量为156万人，同比增长0.1%，较9月的1.0%有所回落。1-10月三亚凤凰机场实现累计旅客吞吐量1642万人，同比增长1.4%。根据公司公告，2019年10月海口美兰机场旅客吞吐量186.7万人，同比下降3.5%；1-10月海口美兰机场实现累计旅客吞吐量2000.9万人，同比增长0.5%，两大机场数据来看海南省10月飞机离岛旅客增速整体有所回落。

图5：2019年10月三亚凤凰机场旅客吞吐量156万人，同比增长0.1%

图6：2019年10月海口美兰机场旅客吞吐量186.7万人，同比下降3.5%



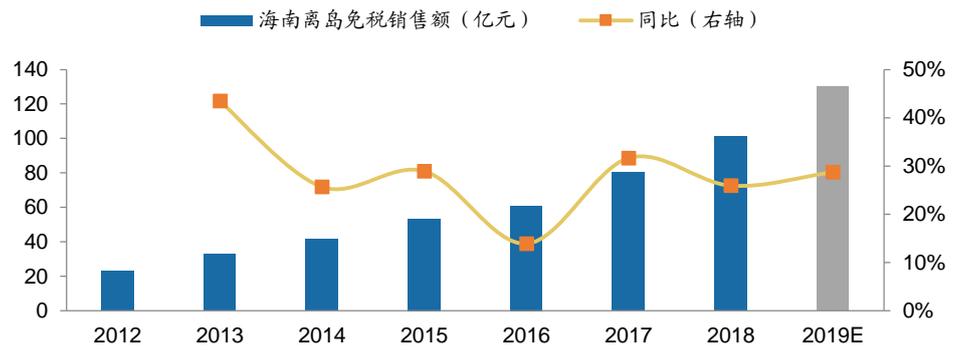
数据来源：Wind、三亚统计局、广发证券发展研究中心



数据来源：Wind、公司公告、广发证券发展研究中心

**十月以来海南离岛免税增长靓丽，“双十一”期间免税销售亮眼：**根据海口海关，自10月1日打折季开始至11月11日，海关共监管免税品销售金额16.9亿元，同比增长64.6%；销售数量和购物人次分别为224.4万件和40.6万人次，同比分别增长56.6%和39.4%。双十一期间(11.9-11.11)离岛免税销售金额达1.84亿元，同比增长106%，销售数量和人次同比分别增长105.4%和79.6%。19年截止11月11日，海南离岛免税销售额超过109亿元，根据海口海关预计，全年可突破130亿元。

图7：预计2019年全年海南离岛免税销售额将突破130亿元



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10月国际客流量同比增长1.3%，上海机场10月国际旅客吞吐量增速小幅下滑：10月北京首都国际机场国外航线客流量为124.57万人次，同比增长1.3%，较上月增长1.4个百分点；1-10月累计客流量同比增长2.6%。

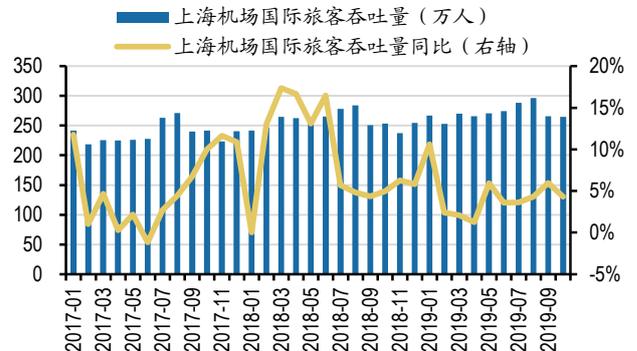
上海机场10月国际旅客吞吐量为264.5万人，同比增长4.3%，国际旅客吞吐量增速较9月下月1.6个百分点。1-10月国际旅客吞吐量累计为2715.9万人，同比增长4.4%。

图8：10月北京机场国外航线客流量同比增长1.3%



数据来源：WIND，公司公告，广发证券发展研究中心

图9：10月上海机场国际旅客吞吐量同比增长4.3%

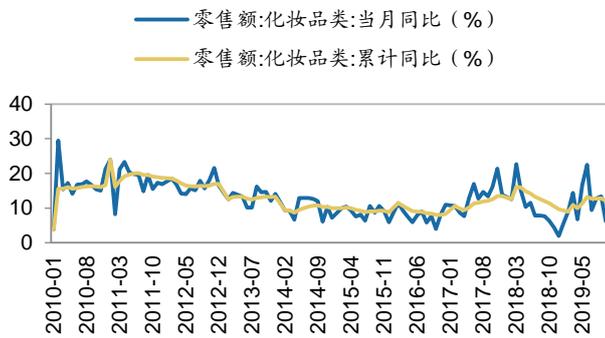


数据来源：WIND，公司公告，广发证券发展研究中心

11月18日，大兴机场免税店正式营业。根据中免集团，大兴机场免税店目前涵盖全球10余个品类，超过11.7万个单品。未来随着大兴机场运力逐步释放，大兴机场免税店有望持续贡献业绩增量。

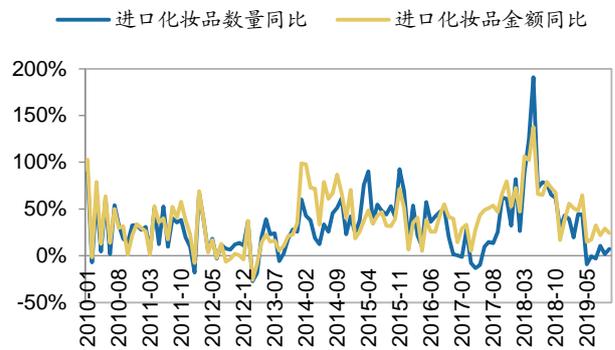
10月化妆品零售额增速有所回落，进口化妆品维持较高增长：根据国家统计局，10月化妆品零售额为233.7亿元，同比增长6.2%，景气有所回落。10月21日双十一预售开启对10月化妆品线下销售存在一定冲击。1-10月化妆品零售额累计增长12.1%。根据海关总署，10月化妆品进口金额达12.3亿美元。进口数量和进口额（美元口径）同比分别增长7.4%和24.4%。19年进口化妆品金额持续高增长，10月增速环比有所回落。

图10: 10月化妆品零售额同比增长6.2%



数据来源: WIND, 国家统计局, 广发证券发展研究中心

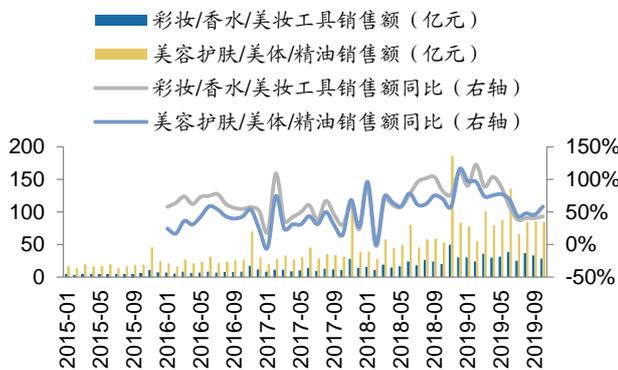
图11: 10月进口化妆品金额同比增长24.4% (美元计价)



数据来源: WIND, 海关总署, 广发证券发展研究中心

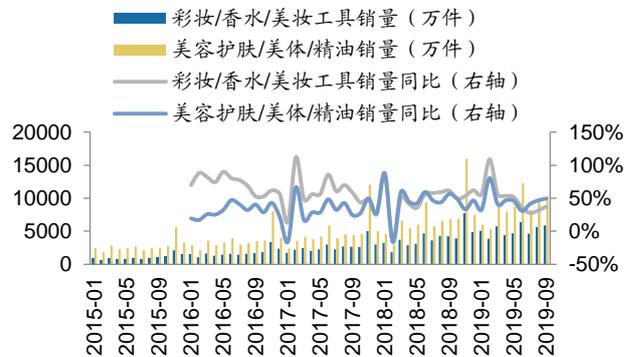
**10月香化产品线上销量维持高增长, 双十一香化销售数据靓丽:** 根据Wind数据, 10月彩妆/香水/美妆工具和护肤/美体/精油线上销售额分别为28.7亿元和84.1亿元, 同比分别增长43%和58%, 线上香化渠道维持较快增长。从19年“双十一”销售数据来看, 香化品类销售靓丽, 高端香化需求韧性持续。根据星图数据, 双十一期间全网美妆和以护肤为主的个护销售额分别达76.3亿元和293.2亿元。天猫平台欧莱雅、雅诗兰黛、兰蔻和玉兰油成交额均破十亿元。

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

**表1：2017-2019双十一全网彩妆护肤销售排名**

2017	2018	2019	
		个护品牌	美妆品牌
百雀羚	玉兰油	欧莱雅	完美日记
雅诗兰黛	欧莱雅	玉兰油	美宝莲
玉兰油	兰蔻	雅诗兰黛	雅诗兰黛
SK-II	自然堂	兰蔻	兰蔻
自然堂	SK-II	资生堂	MAC
欧莱雅	百雀羚	SK-II	阿玛尼
一叶子	homefacialpro	自然堂	圣罗兰
膜法世家	雅诗兰黛	后	纪梵希
兰蔻	wis	百雀羚	花西子
资生堂	膜法世家	护舒宝	迪奥

数据来源：星图数据，广发证券发展研究中心

### 1.3.2 景区：10月景区客流表现平淡，部分景区降幅明显

**黄山：**10月共接待游客43.7万人次，同比下降4.6%，降幅有所收窄。1-10月累计接待游客315.2万人，同比增长4.5%。

**长白山：**11月长白山景区接待游客量达5.5万人次，同比增长16.95%。受南景区关闭影响，1-11月累计接待游客243万人次，同比下降0.2%。去除南景区影响后，长白山景区1-11月累计接待游客量同比增长3.8%。

**张家界：**10月共接待游客537.26万人次，1-10月累计接待人次4796.61万人，同比增长17.8%。今年以来延续较高增长。

**北京市：**北京市旅游景区10月共接待游客3420.5万人次，同比下降3.8%，客流负增长程度较9月有所收窄。1-10月累计接待游客2.82亿人次，同比增长2.2%，增速较9月回落0.9个百分点。

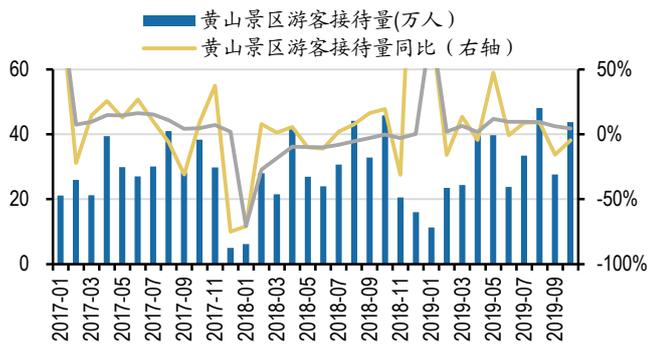
**海南省：**10月共接待游客932.39万人，同比增长10.7%。1-10月共接待游客6533.06万人，同比增长7.6%。其中10月过夜游客达631.94万人，同比增长7.9%，增速较9月小幅回落0.1个百分点。10月海口和三亚过夜游客人数分别为159.65万人和181.24万人，同比分别增长2.1%和2.5%。1-10月海口和三亚累计过夜游客数分别为1318.97万人和1783.39万人，同比分别增长1.9%和9.6%。

**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。

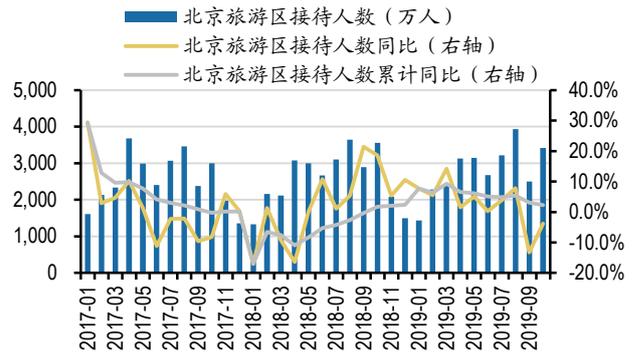
**桂林市：**10月桂林游客人数达849万人，同比增长11.1%；1-10月桂林游客总人数达1.1亿人次，同比增长29%。

图14: 10月黄山游客接待量同比下降4.6%



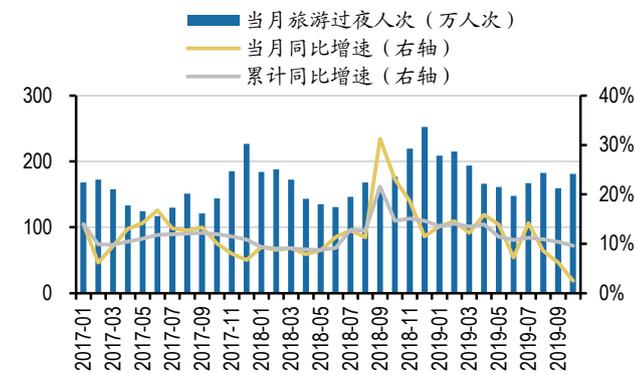
数据来源: WIND, 数据黄山, 广发证券发展研究中心

图15: 10月北京市旅游区游客量同比下降3.8%



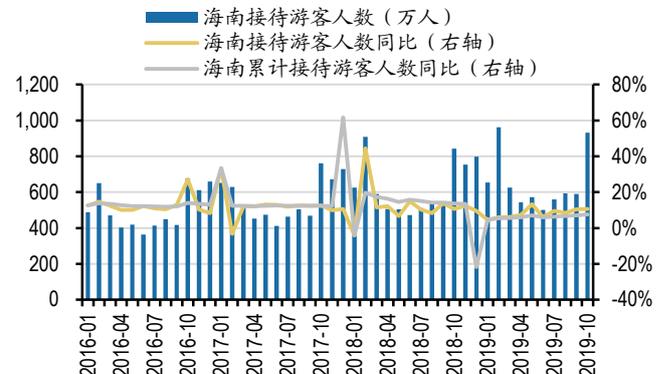
数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图16: 10月三亚旅游过夜人次同比增长2.5%



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

图17: 10月海南省接待游客量同比增长10.7%



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2: 2019年10月重点景区客流增长情况统计

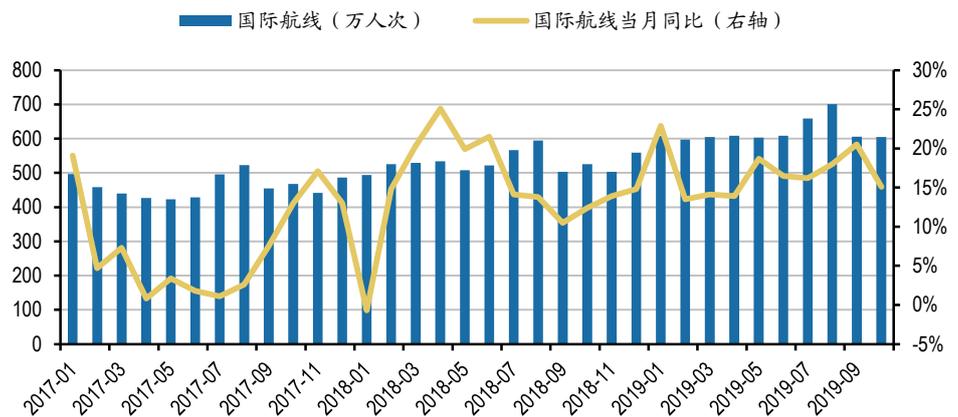
	10月单月客流 (万人次)	单月客流增速	1-10月累计客流 (万人次)	累计客流增速	相关上市公司
黄山景区	43.7	-4.6%	315.2	4.5%	黄山旅游
长白山景区(11月)	5.5	16.95%	243	-0.2% (去除南景区影响后+3.8%)	长白山
北京市	3420.5	-3.8%	28165.1	2.2%	首旅酒店、锦江股份
海南省	932.4	10.7%	6533.1	7.6%	中国国旅、宋城演艺、三特索道、首旅酒店
三亚市	181.2	2.5%	1783.4	9.6%	中国国旅、宋城演艺、首旅酒店、三特索道
桂林	849	11.1%	1.1	29%	宋城演艺
张家界景区	537.3		4796.6	17.8%	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：日韩增速回落、东南亚、欧洲等目的地维持高景气度

**国际航线：10月国际航线客运量增速回落。**根据民航局新闻发布会，10月国际航线客运量为604.4万人次，同比增长15.1%，增速较9月的20.5%有所回落。今年以来出境游整体景气向好，1-10月国际航线累计客运量为6198.9万人次，同比增长16.9%。

图18：民航国际航班客运量及同比增速

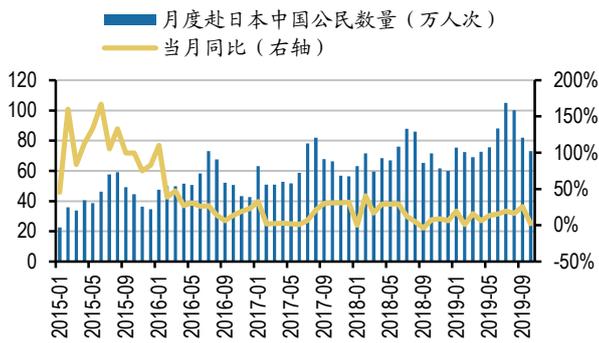


数据来源：WIND、中国民航局、广发证券发展研究中心

#### 短线游：赴日韩游客增速回落，19年以来赴韩客流强势复苏

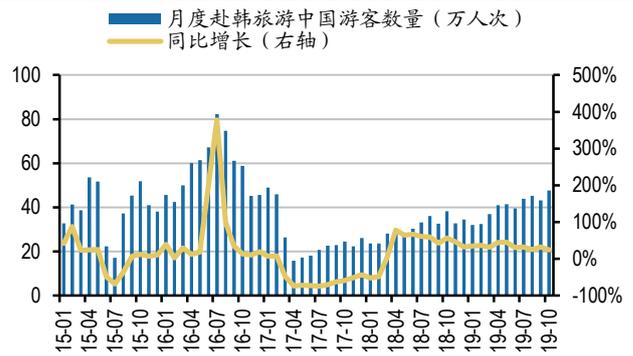
- ◇ **日本**：2019年10月内地居民赴日73万人次，在去年高基数基础上同比增长2%，增速回落。19年1-10月赴日本内地游客累计达813万人次，同比增长14%。
- ◇ **韩国**：2019年10月赴韩旅游内地游客48万人次，同比增长24%，相比9月的32%有所回落。19年1-10月内地居民赴韩国累计403万，同比增长33%。韩国旅游市场17年受“萨德”时间影响，内地赴韩客流同比下降55%，18年4月韩国市场开始出现回暖迹象。19年以来赴韩旅游强势复苏。

图19: 10月内地赴日本旅游人次同比增长2%



数据来源: WIND, 日本旅游局, 广发证券发展研究中心

图20: 10月内地赴韩国游客同比增长24%

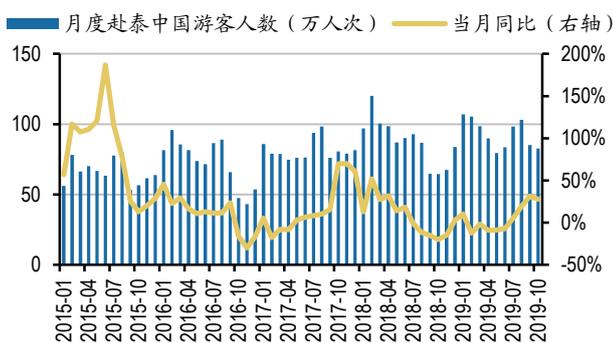


数据来源: WIND, 韩国旅游局, 广发证券发展研究中心

东南亚: 9、10月整体维持高增长, 景气延续

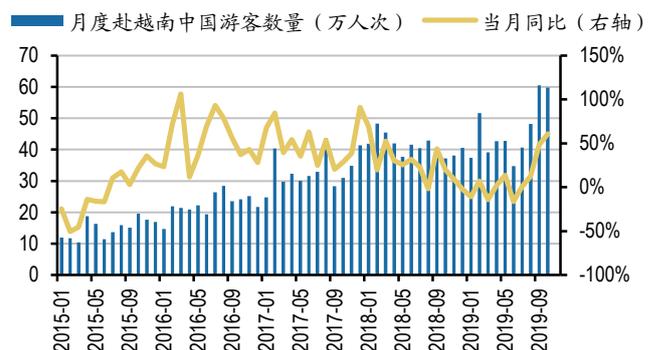
- ◇ **泰国:** 19年10月内地游客赴泰国旅游83万人次, 同比增长28%。18年7月后在普吉沉船等安全事件影响下赴泰国内地游客大幅减少, 今年7月以来在低基数下泰国游增速快速回升。1-10月内地居民赴泰旅游人数累计934万, 同比增长4%。
- ◇ **越南:** 19年10月, 内地居民赴越南游客60.5万人, 同比增长61%, 7月以来恢复正增长, 回暖明显; 1-10月累计赴越南457万人次, 同比增长9%。
- ◇ **菲律宾:** 19年9月内地赴菲律宾游客为15.1万人次, 同比增长47%, 今年以来持续高增长; 1-8月累计赴菲律宾136万人次, 同比增长39%。
- ◇ **新加坡:** 19年9月内地赴新加坡游客人数为25万人次, 同比增长4%; 1-9月累计赴新加坡285万人次, 同比增长5%。

图21: 10月赴泰国旅游人次同比增长28%



数据来源: WIND, 泰国旅游局, 广发证券发展研究中心

图22: 10月内地赴越南游客同比增长61%



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：10月赴港澳台地区游客增速持续放缓**

- ◇ **中国香港地区：**19年10月赴香港特区内地游客252万人次，同比下降46%；1-10月内地游客赴香港特区累计达3945万，同比下降4%。
- ◇ **中国澳门地区：**19年10月内地赴澳门特区游客234万人次，同比上升2%，增速持续放缓；19年1-10月内地游客赴澳门特区游客累计为2380万，同比增长16%。
- ◇ **中国台湾地区：**19年10月内地赴中国台湾地区游客11万人次，同比下降53%；1-10月内地游客赴中国台湾地区累计为251万，同比增长11%。

**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9月内地赴澳游客10万人次，同比增长1%；1-9月内地居民累计赴澳112万人次，同比增长1%。
- ◇ **新西兰：**19年9月内地赴新西兰游客3万人次，同比下降15%；1-9月内地累计赴新30万人次，同比下降10%。
- ◇ **奥地利：**19年9月内地赴奥地利游客14万人次，同比增长2%，1-9月内地居民累计赴奥114万人次，同比增长5%。
- ◇ **丹麦：**19年9月内地赴丹麦游客2.4万人次，同比增长4%；1-9月内地居民累计赴丹麦20万人次，同比增长16%。
- ◇ **芬兰：**19年10月内地赴芬兰游客为1.4万人，同比增长28%；1-10月内地居民累计赴芬兰20万人次，同比增长9%。
- ◇ **冰岛：**19年10月内地赴冰岛游客为1.1万人，同比增长24%；1-10月内地居民累计赴冰岛8.1万人次，同比增长12%。
- ◇ **美国：**19年10月内地赴美国游客17万人次，同比下降15%；1-10月累计赴美国252万人次，同比下降6%。
- ◇ **加拿大：**19年9月内地赴加拿大游客9万人次，同比下降7%；1-9月内地居民累计赴加59万人次，同比增长1%。
- ◇ **墨西哥：**19年9月内地赴墨西哥游客1.2万人次，同比下降3%，1-9月内地居民累计赴墨12万人次，同比下降1%。

**表3: 2019年10月主要出境旅游目的地客流情况**

	目的地	10月单月客流(万人次)	单月客流增速	1-10月累计客流(万人次)	累计客流增速
短线游	日本	73	2%	813	14%
	韩国	48	24%	403	33%
东南亚	泰国	83	28%	934	4%
	越南	60	61%	457	9%
	马来西亚(7月)	31	4%	187	6%
	新加坡(9月)	25	4%	285	5%
	柬埔寨(8月)	20	9%	170	33%
	菲律宾(9月)	15.1	47%	136	39%
	马尔代夫	2.2	-15%	25.2	2%
	斯里兰卡	1.2	-38%	13.5	-40%
	印度	2.8	17%	26.2	18%
	中国港澳台地区	中国香港地区	252	-46%	3945
中国澳门地区		234	2%	2380	16%
中国台湾地区		11	-53%	251	11%
长线游	澳大利亚(9月)	10	1%	112	1%
	新西兰(9月)	3	-15%	30	-10%
	奥地利(9月)	14	2%	114	5%
	丹麦(9月)	2.4	4%	20	16%
	芬兰	1.4	28%	20	9%
	冰岛	1.1	24%	8.1	12%
	美国	17	-15%	252	-6%
	加拿大(9月)	9	-7%	59	1%
	墨西哥(8月)	1.2	-3%	12	-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: 10月国内航线客运量增速回落, 三季度酒店景气度筑底待回升

#### 国内航线客运量: 10月同比增长4.3%, 增速回落

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10月国内航线客运量为5093.7万人次, 同比增长4.3%, 较7-9月有所回落。

图23: 国内航线客运量及同比增速

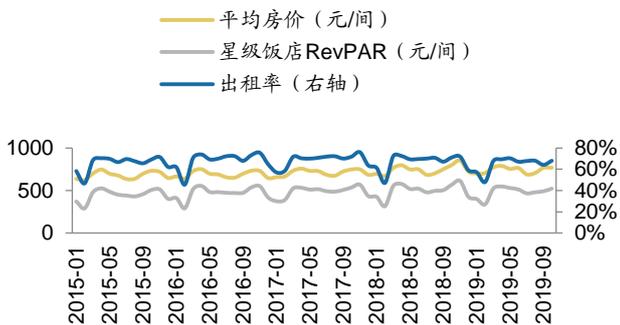


数据来源：中国民航局，广发证券发展研究中心

### 上海10月星级酒店表现承压，RevPAR增速继续回落

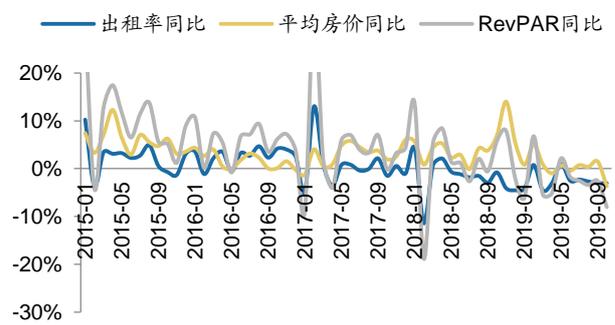
上海10月星级酒店表现持续承压，星级酒店RevPAR为522.2元/间，同比下降8.1%。平均房价为768元/间，同比下降3.7%；入住率为68%，同比下降3个百分点。高星级酒店表现不佳，五星级酒店RevPAR/ADR/OCC同比分别下降9.1%/5.6%/3pct。

图24: 上海星级酒店经营表现



数据来源：WIND，上海统计局，广发证券发展研究中心

图25: 上海星级酒店经营数据同比

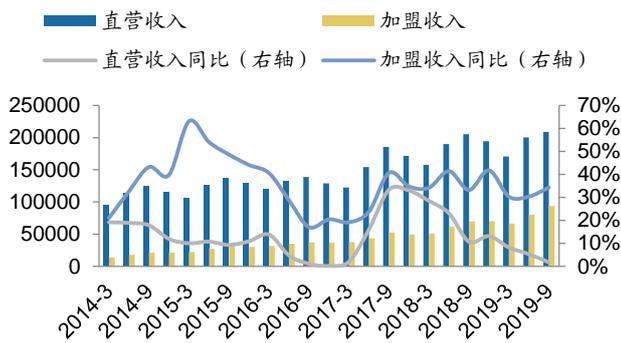


数据来源：WIND，上海统计局，广发证券发展研究中心

### 华住三季度开店提速，收购德意志酒店集团扩充中高端酒店品牌

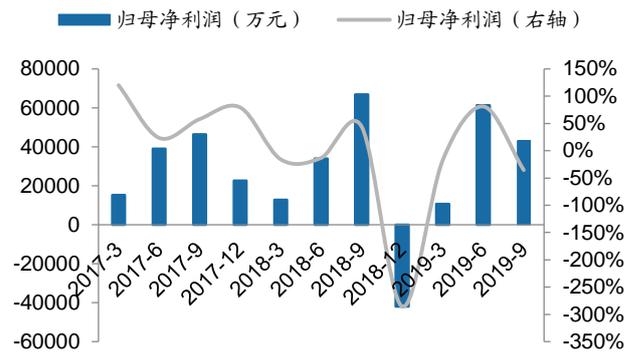
华住三季度实现营收31亿元，同比增长10.4%。其中直营和加盟店营收分别为21亿元和9.4亿元，同比分别增长1.8%和34.3%，加盟店营收占比达到30.7%。三季度Non GAAP口径归母净利润为4.3亿元，同比下降14.7%。调整后EBITDA(剔除汇兑损益、在开发团队和中高端品牌的投资、IT)为11亿元，同比增长10%，EBITDA Margin 为36.3%，同比基本持平。费用方面：三季度华住费用整体增长，销售费用率、管理费用率和开业筹建费用率分别为3.7%、9.1%和4.1%，同比分别提升0.4pct/0.6pct/2.0pct。受到高端酒店开店增加的影响，三季度开业筹建费用同比增长110%。

图26: 华住单季度直营和加盟收入(万元)及增速



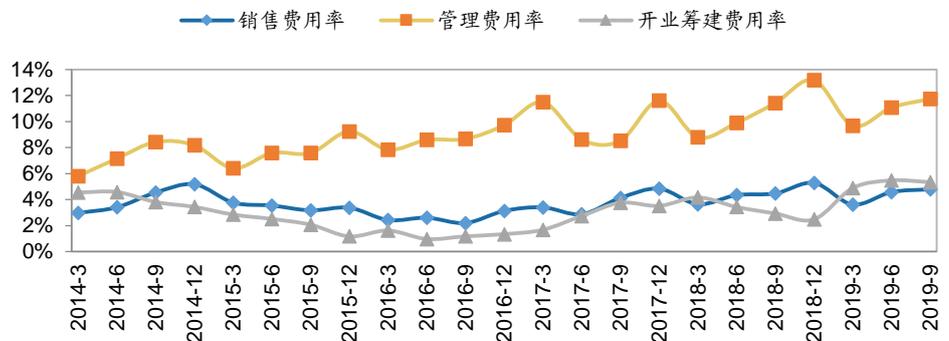
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图27: 华住单季度归母净利润及增速



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图28: 华住单季度各项费用率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

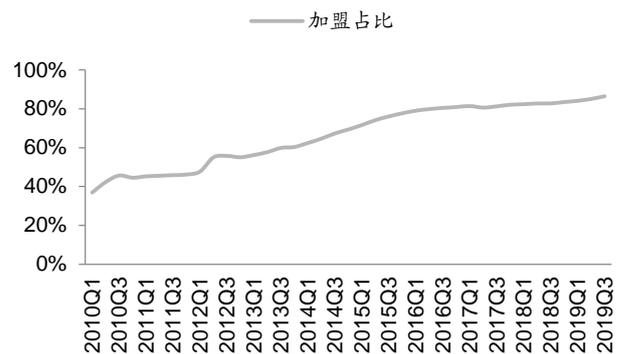
从开店情况来看: 华住19年三季度新开店548家, 其中直营和特许加盟分别为13家和535家, 关店62家, 开店较第二季度的269家明显提速。目前华住储备店同样充足, 共有1736家储备店, 其中经济型和中高端分别为546家和1190家。截止19年三季度, 首旅、锦江和华住加盟店占比分别为77.2%、87.9%和86.5%, 同比分别提升3.7pct、3.8pct和2.0pct。中高端酒店占比分别为19.5%、39.4%和37.8%, 同比分别提升8.3pct、2.6pct和8.9pct。

图29: 华住单季度家门店数量及增速



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

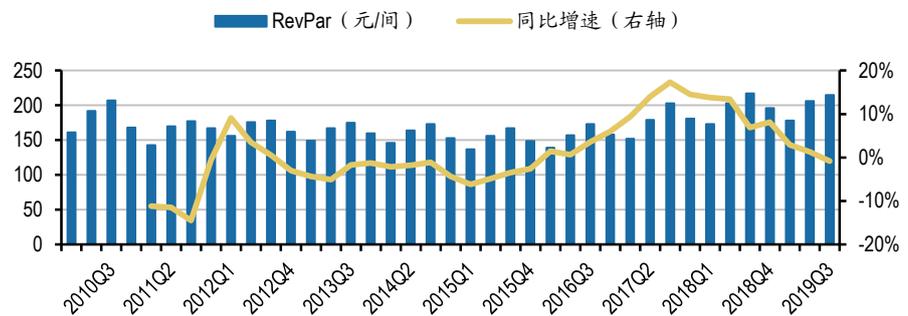
图30: 华住加盟店占比持续提升



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

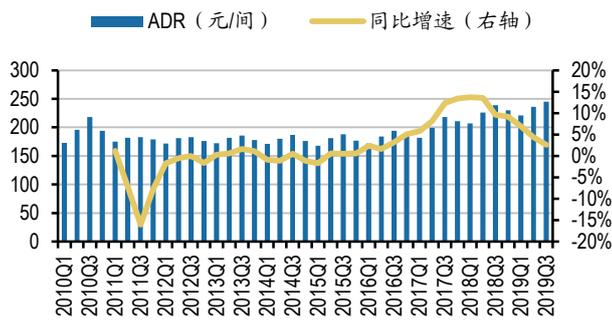
从经营情况来看, 今年以来酒店行业整体景气度下行, 商旅需求低迷导致酒店整体经营承压。华住三季度RevPAR为215元/间, 同比下降0.8%。出租率和平均房价分别下降3.1pct和增长2.6%。其中直营店和加盟店RevPAR分别增长0.8%和下降0.3%。从同店情况来看, 三季度经济型和中高端酒店同店RevPAR同比分别下降3.7%和3.9%。

图31: 华住三季度RevPAR同比下降0.8%



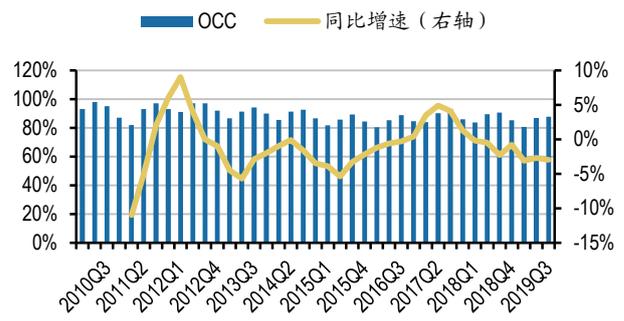
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图32: 华住三季度平均房价同比增长2.6%



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图33: 华住三季度入住率同比下降3.1个百分点



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表4: 华住满18个月成熟门店经营数据

	同店 RevPAR (元/间)			同店 ADR (元/间)			同店入住率 (%)		
	2018Q3	2019Q3	同比	2018	2019	同比	2018	2019	同比变动 (pct)
<b>经济型酒店</b>	186	179	-3.7%	196	194	-0.7%	95.2	92.2	-3
直营店	200	197	-1.6%	211	212	0.6%	95	92.9	-2
加盟店	182	175	-4.3%	192	190	-1.0%	95.3	92.1	-3.2
<b>中高档酒店</b>	289	278	-3.9%	332	325	-2.2%	87.1	85.6	-1.5
直营店	355	337	-5.3%	396	382	-3.5%	89.8	88.1	-1.7
加盟店	265	257	-3.2%	308	303	-1.5%	86.1	84.7	-1.5
<b>合计</b>	219	211	-3.8%	236	234	-1.1%	92.6	90.1	-2.5

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

11月4日, 华住公司公告, 宣布通过其全资子公司China Lodging Holding Singapore收购德意志酒店集团 (Deutsche Hospitality) 的100%股份, 目前已签订股份购买协议, 尚需相关监管部门批准。本次收购现金对价约为7.199亿欧元, 根据协议, 实际交割金额将根据净营运资本和其他条件进行调整, 预计将于明年年初前后完成。根据公告披露, 德意志酒店集团创立于1930年, 是德国本土最大酒店集团, 目前在欧洲、中东和非洲的19个国家拥有118家酒店和36家正在开发的酒店, 且拥有了五个独立的酒店子品牌, 主力品牌为定位豪华品牌的诗德堡 (60家) 和高档品牌IntercityHotel (40家)。

本次收购交易作价约55亿人民币, 截至2019年6月华住的现金及等价物为33.5亿元人民币, 虽然华住的负债率已经达到较高水平 (19年6月为83.7%), 但考虑到华住较好的现金流, 后续财务压力仍可接受。本次收购德意志酒店也是华住第一次海外收购, 18年华住战略投资雅高4.5%股权, 展现出转向海外的发展意愿, 本次收购意味着华住的国际化战略更进一步。华住18年后开启新一轮品牌高端化布局, 目前有禧玥、漫心等内生品牌和美居等雅高系品牌, 我们认为德意志酒店有望对华住的高端化战略起到重要推动作用, 德意志酒店旗下品牌序列以中高端为主, 强调现代设计风格, 未来与华住的高端产品线形成良好互补。

图34: 收购德意志酒店集团后华住各档次酒店品牌布局

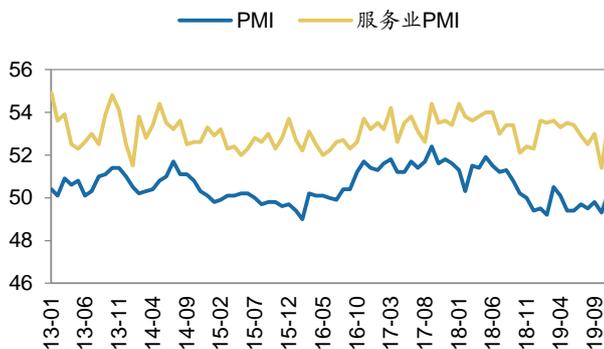


数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

PMI: 11月制造业和服务业PMI环比均有所回升

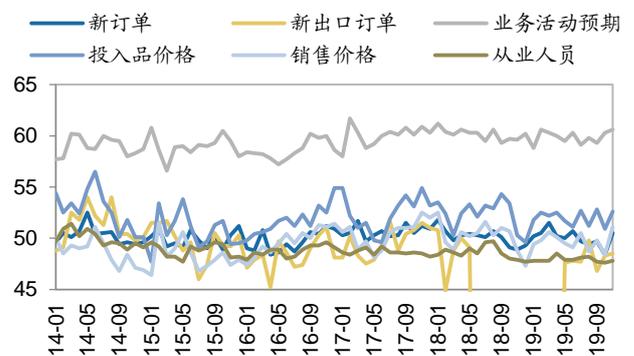
11月制造业PMI为50.2%，服务业PMI为53.5%，环比分别增长0.9和2.1个百分点，均站上3月以来高位。从服务业PMI分项来看，新订单、业务活动预期、投入品价格、销售价格和从业人员环比分别提升2.1pct/0.3pct/1.7pct/2.7pct/0.2pct，景气均有所提升。宏观经济边际企稳下，酒店有望出现景气反转。

图35: 11月服务业PMI (%) 环比增长2.1pct



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图36: 11月服务业PMI (%) 分项均有所提升



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

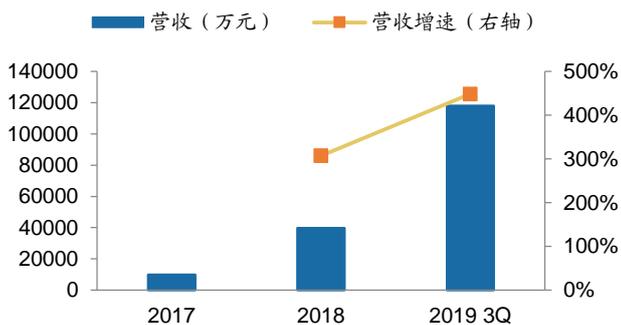
## 二、教育行业

### 2.1 美股教育公司三季报集中披露，关注在线教育细分赛道

**11月美股教育公司三季报持续披露，在线教育公司表现亮眼。**在线教育公司跟谁学19年前三季度实现营收11.8亿元，同比增长449%，归母净利润为3154万元，实现盈利。Non GAAP口径净利润为8909万元。其中Q3单季度营收为5.6亿元，同比增长461.5%；Non GAAP净利润为2014.1万元，去年同期为104.6万元。盈利能力方面，公司盈利能力持续提升。19年前三季度毛利率为71%，同比提升10pct；Non GAAP净利率为7.6%。费用方面：19年前三季度公司销售、研发和管理费用率分别为50.8%、10.9%和5.4%，销售费用率同比大幅提升，主要是暑期市场营销投入的加大及营销人员股权激励费用的影响。

**从经营情况来看：**19年前三季度销售额达到17.8亿元，同比增长428%，其中单三季度销售额为8.8亿元，同比增长420%。学生人数方面，19年三季度学生人数达82万人次，同比增长240.2%；前三季度累计学生人数达到162.3万人，同比增长238.1%。公司预计四季度营收在8.06亿元至8.26亿元之间，同比增长343%-354%，继续维持高增长。

图37：跟谁学19年前三季度实现营收11.8亿元，同比增长449%



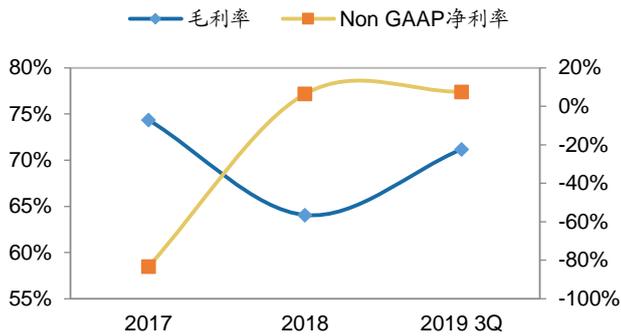
数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图38：跟谁学前三季度Non GAAP口径净利润为8909万元



数据来源：公司财报，广发证券发展研究中心

图39: 跟谁学毛利率和Non GAAP净利率水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

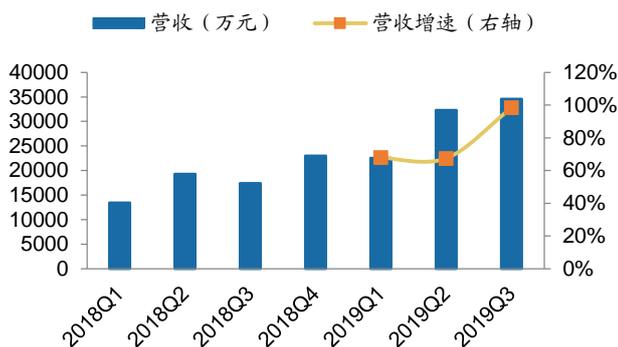
图40: 跟谁学各项费用水平



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

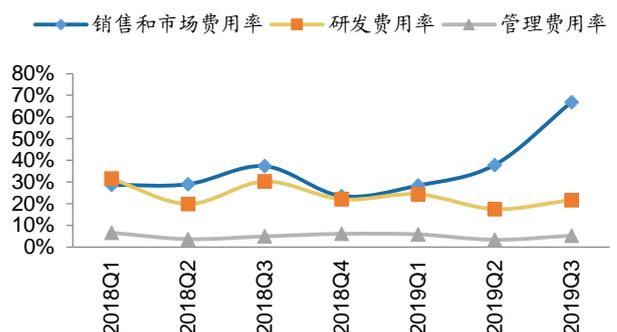
网易有道于19年10月在纽交所上市。2019Q3实现营收3.5亿元, 同比增长98%。其中学习工具和产品及在线营销服务分别实现营收2.25亿元和1.2亿元, 同比分别增长142%和49%。三季度净亏损为2.3亿元。盈利能力方面, 三季度毛利率为25.8%, 同比提升2.5个百分点。费用方面: 三季度销售和市场费用率、研发费用率和管理费用率分别为67%、22%和5%。受到暑期在线课程广告投入加大影响, 三季度销售和市场费用率环比大幅提升29个百分点。**从经营情况来看:** 19年三季度网易有道在线课程销售额达2.9亿元, 同比增长140%。其中有道精品课销售额达2.15亿元, 同比增长105%。从量价来看, 付费学生人数和客单价的增长共同推动有道精品课销售额快速增长。三季度精品课付费人数达23.7万人, 其中K12和成人付费人次分别为9.3万人和14.4万人, 同比分别增长179.2%和3.8%, K12业务增长强劲; 有道精品课客单价为905元/人, 同比增长48.6%。

图41: 网易有道19Q3营收3.5亿元, 同比增长98%



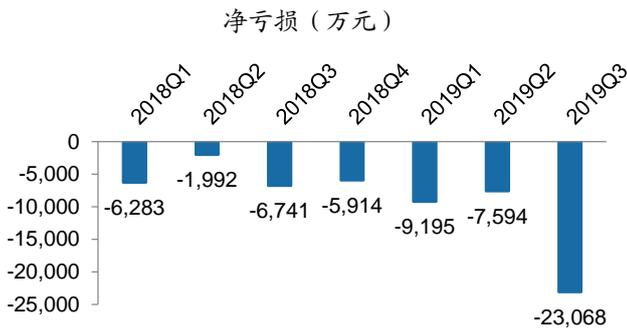
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图42: 网易有道各项费用水平



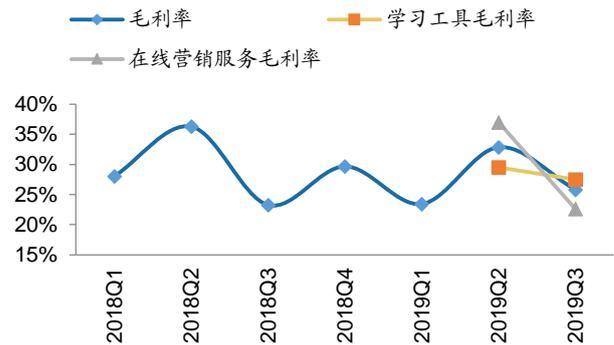
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图43: 网易有道三季度净亏损为2.3亿元



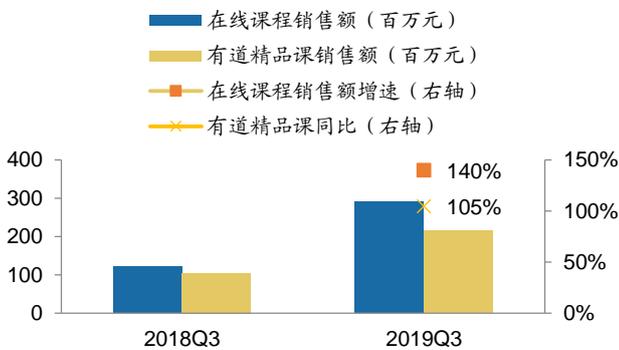
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图44: 网易有道各项业务毛利率水平



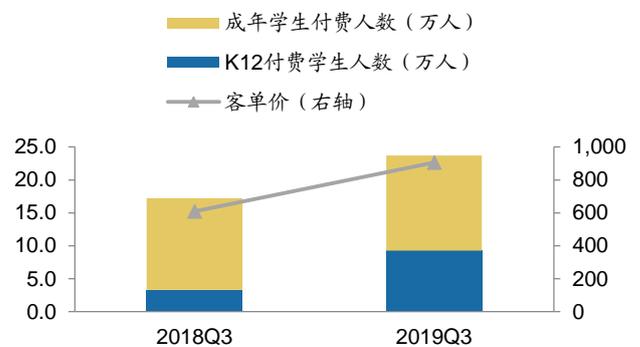
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图45: 网易有道三季度精品课同比增长105%



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图46: 网易有道付费学生人数及客单价



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

## 2.2 数据回顾: 11月教育公司整体表现平淡

**11月A股教育公司表现平淡:** 我们重点关注的13家A股教育上市公司11月表现一般。仅开元股份(+15.9%)、科斯伍德(+10.3%)、立思辰(+4.2%)有所上涨。凯文教育(-3.6%)、美吉姆(-5.3%)、中国高科(-6.1%)、中公教育(-8.6%)、东方时尚(-26.5%)等有所下跌。

**11月以来港股教育公司表现分化。** 枫叶教育(+10.5%)、希望教育(+7.4%)、宇华教育(+6.7%)表现较好, 中教控股(-9.7%)、中国东方教育(-12.9%)等均有下跌。**美股方面: 11月美股上市的教育公司同样表现较为平淡。** 正保远程教育(+14.6%)、达内科技(+13.4%)、尚德机构(+4.3%)、博实乐教育(+3.6%)、好未来(+3.4%)、跟谁学(+2.6%)、朴新教育(+1.3%)等实现上涨, 精锐教育(-1%)、红黄蓝(-2.2%)、网易有道(-4.3%)等有所下跌。

表5: A股教育标的11月市场表现 (11.1-11.29)

公司名称	公司代码	11月以来	19年以来	市值(亿元)	市盈率(2019E)	市盈率(TTM)	193Q 营收	营收增速	193Q 归母净利润(亿元)	归母净利润增速
开元股份	300338.SZ	15.9%	67.7%	39.8	60.2	91.2	12.1	23.2%	0.47	-54.0%
科斯伍德	300192.SZ	10.3%	70.9%	36.2	32.5	61.0	7.0	-2.0%	0.68	86.5%
立思辰	300010.SZ	4.2%	43.7%	90.6	35.2	-6.8	13.2	20.5%	0.60	687.1%
勤上股份	002638.SZ	-0.9%	21.8%	47.5	0.0	-3.6	8.4	-12.9%	0.01	-98.4%
威创股份	002308.SZ	-3.3%	-2.5%	39.3	22.0	38.7	8.0	-3.5%	0.90	-38.6%
凯文教育	002659.SZ	-3.6%	-20.7%	33.2	135.4	-31.8	2.4	53.2%	-0.78	-8.7%
世纪鼎利	300050.SZ	-3.9%	-13.0%	29.4	0.0	56.8	8.2	22.9%	0.27	-15.5%
美吉姆	002621.SZ	-5.3%	15.8%	68.1	41.5	67.0	4.8	203.7%	0.83	523.1%
昂立教育	600661.SH	-5.8%	-10.6%	50.1	35.8	-19.2	17.8	12.8%	1.03	6.7%
中国高科	600730.SH	-6.1%	-4.9%	27.0	0.0	-805.9	0.8	5.7%	-0.02	-152.7%
中公教育	002607.SZ	-8.6%	172.4%	1127.4	65.4	54.4	61.6	47.7%	9.59	77.1%
紫光光大	000526.SZ	-10.1%	69.4%	29.7	0.0	344.2	24.3	3.8%	0.64	-6.3%
东方时尚	603377.SH	-26.5%	-26.5%	108.7	47.1	48.7	8.6	5.9%	1.91	0.0%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 19年预测来自 Wind 一致预期

表6: 港股教育标的11月市场表现 (11.1-11.29)

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
枫叶教育	01317	10.5%	-19.3%	81.8	0.0	11.2	7.5	17.4%	2.84	20.2%
希望教育	01765	7.4%	55.5%	86.7	17.8	27.5	6.2	9.7%	2.43	82.2%
宇华教育	06169	6.7%	56.9%	158.2	20.1	21.7	8.2	57.2%	3.30	63.8%
睿见教育	06068	2.4%	23.9%	70.6	0.0	17.7	8.4	40.9%	1.93	33.1%
民生教育	01569	2.3%	0.0%	52.6	11.5	14.4	5.4	68.3%	2.07	-5.0%
新东方在线	01797	-0.8%	79.2%	171.5	-129.1	-379.1	0.0	0.0%	0.00	0.0%
中国科培	01890	-7.6%	50.7%	73.4	15.3	15.8	3.7	25.6%	2.45	37.3%
中教控股集团	00839	-9.7%	11.4%	214.1	0.0	32.6	9.8	132.9%	3.00	49.5%
天立教育	01773	-11.2%	116.6%	62.7	20.7	23.5	4.4	42.0%	1.44	38.3%
中国东方教育	00667	-12.9%	46.0%	317.2	34.6	45.6	18.2	26.6%	3.12	48.0%
新华教育	02779	-13.0%	26.9%	38.6	11.1	12.5	2.5	12.2%	1.52	10.8%
新高教集团	02001	-17.9%	-21.8%	40.4	10.0	12.1	5.6	72.5%	2.01	34.0%
成实外教育	01565	-34.4%	-61.6%	45.4	9.6	10.5	7.6	27.8%	2.36	11.1%

数据来源: 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

注: 19年预测来自 Wind 一致预期

表 7: 美股教育标的 11 月市场表现 (11.1-11.29)

公司名称	公司代码	11 月以 来涨幅	19 年以 来涨幅	市值 (亿 美元)	近一年 营收增 长 (%)	近一年 EPS 增 长 (%)	经营利 润率 (%)	净利率 (%)	ROE (%)	2020 一 致预期 P/E	2020 一致 预期 EV/EBITDA
正保远程教育	DL.N	14.6%	19.7%	18.9	27.1	65.1	11.5	10.7	38.6	9.1	7.8
达内科技	TEDU.O	13.4%	-86.0%	3.3	13.5	-28.0	-26.8	-26.6	-46.0	-	-
尚德机构	STG.N	4.3%	-12.8%	31.7	103.5	36.7	-23.4	-19.8	-	-	-
博实乐教育	BEDU.N	3.6%	3.8%	84.8	49.1	-1.8	16.7	9.4	12.7	20.9	17.5
好未来	TAL.N	3.4%	65.9%	1841.3	49.4	96.9	10.6	10.7	14.5	78.1	40.2
跟谁学	GSX.N	2.6%	67.8%	290.5	307.2	-	10.7	5.5	-	121.6	45.3
朴新教育	NEW.N	1.3%	61.9%	58.5	73.7	-190.5	-15.5	-23.4	-120.3	25.0	9.7
海亮教育	HLG.O	-0.7%	32.2%	119.8	28.2	-91.6	26.7	19.6	19.8	232.7	202.4
新东方	EDU.N	-0.8%	120.9%	1343.6	26.5	11.8	11.7	11.5	16.9	35.0	26.5
精锐教育	ONE.N	-1.0%	-8.8%	80.3	39.5	-	5.7	5.2	19.5	16.1	11.9
红黄蓝	RYB.N	-2.2%	0.9%	12.1	11.1	3.8	-1.9	-1.2	-2.1	58.9	19.6
瑞思学科英语	REDU.O	-3.6%	-9.7%	28.7	11.4	-3.4	24.7	17.8	23.9	37.3	32.9
51talk	COE.N	-4.0%	-5.8%	9.8	35.1	29.8	-24.5	-25.1	-	-	-
网易有道	DAO.N	-4.3%	9.1%	107.2	-	-	-	-	-	-	-
流利说	LAIX.N	-15.5%	-63.2%	9.6	284.9	-41.1	-52.5	-52.4	-	-	-

数据来源: 彭博, 广发证券发展研究中心

注: 19 年预测来自彭博一致预期

## 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。